

公司報告

哔哩哔哩 (BILI US)

二季度业绩前瞻: VAS稳健增长, 游戏边际改善

- B站逐渐从4、5月的挑战中复苏, 但不同业务线复苏态势或有差别
- VAS收入维持相对稳健增长, 游戏业务增速短期受到影响, 但版号回归常态化或可带来增量
- 维持买入评级: 降本增效及成长性将是股价催化剂, 双重主要上市释放积极信号

聚焦质量型发展, 稳健增长前景不变

B站维持48.5亿元人民币至49.5亿元人民币(同比增长8%-10%)的二季度收入增速。B站强调今年的战略重心仍然在质量型增长, 例如内容质量、用户粘性、内容丰富度以及降本增效。我们预计二季度非GAAP净亏损为18.5亿元人民币, 净亏损率为37.9%, 相比22年一季度净亏损环比扩大约2亿元人民币, 我们认为B站业绩将于二季度触底。

游戏业务: 版号发放释放正面信号

分业务线来看, 我们预计**游戏业务**二季度将同比下降13%, 主要由于版号暂停导致新游上线暂缓所致。但鉴于版号发放回归常态化, B站游戏业务增速或有所恢复, 预计22年游戏收入增速同比持平, 23年同比增长15%。在近期的7月版号中, B站有两款游戏入选(独玩游戏:《暗影火炬城》及《非匿名指令》), 截至目前, B站旗下已获发版号、并有待今年至明年上线的游戏共有4-5款。此外, B站于6月底上线了《时空猎人3》, 并获得不错表现, 将为三季度带来更多收入贡献。

VAS保持稳健增长, 广告及电商增速稳步复苏

VAS业务持续受到直播业务与对内容质量的聚焦驱动, 我们预计VAS业务二季度收入同比增速达30%。广告业务增速下滑明显, 预计将从一季度的同比46%下滑至二季度的同比5%。在物流不畅及消费环境疲软的影响下, 广告主投放趋于谨慎, 因此品牌广告受到更大的影响。但B站表示电商广告有明显的回升, 我们认为这部分受益于618大促。此外, Story Mode持续保持强劲增长, 一季度视频观看量占比为20%, B站目标到2023年底这一占比将提高到50%。由于业务经营地处上海, 电商业务持续受到疫情封控的影响。我们预计二季度收入增速同比持平, 三季度将缓慢复苏至同比5%, 相比21年全年88%的同比增速有明显下降。

维持买入评级: B站为下半年双重主要上市做好准备

我们持续看好B站稳健的用户增长, 尤其是Story Mode带来的收入增量贡献, 以及其他受疫情影响的业务线的逐步复苏。B站将于10月3日在港双重上市, 并有可能在年底前纳入港股通, 将有助于增强流动性及提升估值。我们略微调整盈利预测(图11), 维持目标价不变。**主要风险:** 1) 消费复苏; 2) 监管; 及3) 游戏上线计划。

盈利预测及估值

百万元人民币	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
收入	11,999	19,384	22,832	29,696	38,573
增长	77%	62%	18%	30%	30%
归属股东的非GAAP净利润	(2,560)	(5,478)	(6,812)	(3,280)	(648)
非GAAP每股盈利(港元)	(8.9)	(17.3)	(20.8)	(10.0)	(2.0)
P/S(倍)(美股)	4.6	3.1	2.8	2.1	1.6
ROE(%)	-39%	-46%	-47%	-39%	-25%

注: 截至2022年7月18日的收盘价; 资料来源: 彭博、公司、招商證券(香港)预测

王腾杰	李怡珊, CFA
+852 3189 6634	+852 3189 6122
tommy.wong@cmschina.com.hk	crystalli@cmschina.com.hk
张嘉仪	
+852 3189 6176	
kaiazhang@cmschina.com.hk	

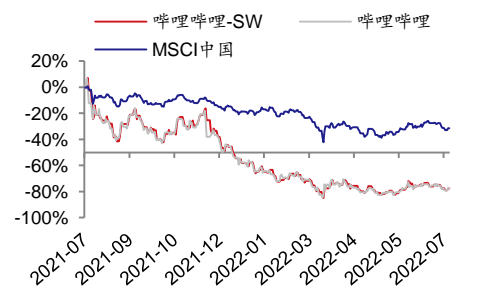
最新变动

22年二季度业绩前瞻: 盈利预测调整

买入

前次评级	买入
股价	24.4美元/187.4港元
12个月目标价(上涨/下跌空间)	43美元/338港元(+76%/+80%)
前次目标价	43美元/338港元

股价表现



资料来源: 彭博

%	1m	6m	12m
BILI US	(7.2)	(36.9)	(77.5)
9626 HK	(8.9)	(36.9)	(77.8)
MSCI中国	(1.9)	(16.9)	(31.5)

行业: TMT

恒生指数(2022年7月18日)	20,846
MSCI中国(2022年7月18日)	70

重要数据

52周股价区间(美元/港元)	15-116/125-919
美股市值(十亿美元)	9.5
日均成交量美股/港股(百万)	4.97/2.17
22财年非GAAP摊薄EPADS/EPS(美元/港元)	(2.64)/(20.76)

主要股东

陈睿	12.9%
腾讯	11.2%
淘宝中国控股	7.9%
徐逸	7.0%
李旎	2.2%
自由流通股	58.8%

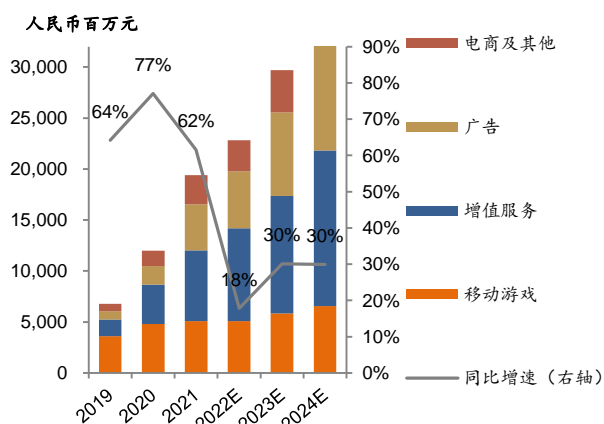
资料来源: 彭博、招商證券(香港)

相关报告

1. 哔哩哔哩(BILI US) - 降本增效, 整装前行(买入)(2022/6/10)
2. 哔哩哔哩(BILI US) - 22年一季度业绩预览(买入)(2022/5/6)
3. 哔哩哔哩(BILI US) - 21年四季度业绩喜忧参半(买入)(2022/3/4)

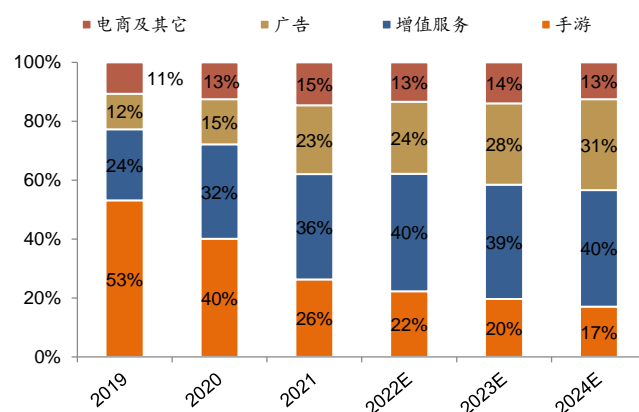
重点图表

图1: 按业务收入预测



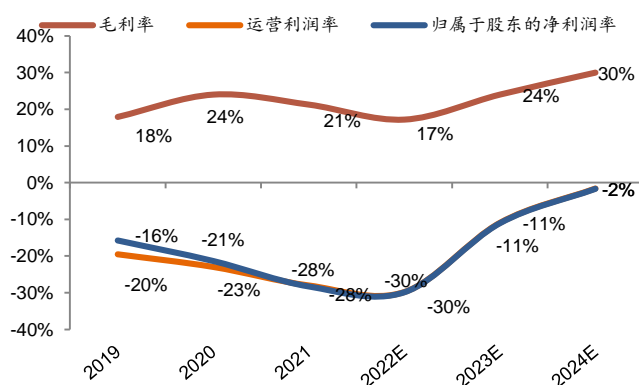
资料来源: 公司、招商证券(香港)预测

图2: 收入结构



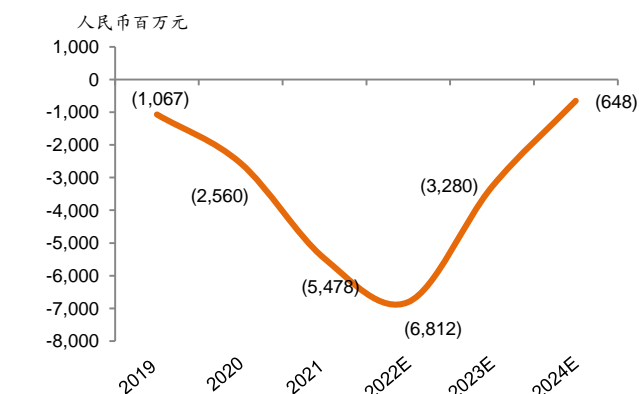
资料来源: 公司、招商证券(香港)预测

图3: 非GAAP利润率



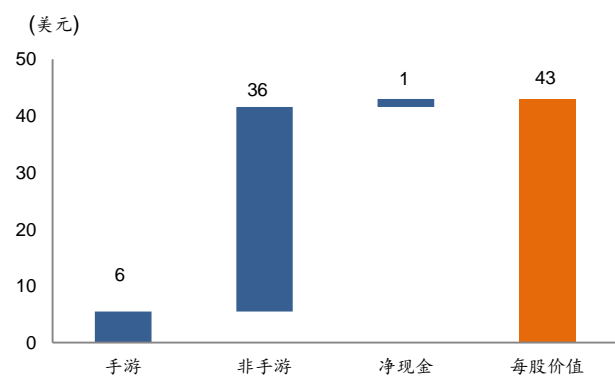
资料来源: 公司、招商证券(香港)预测

图4: 归属于股东的非GAAP净利润



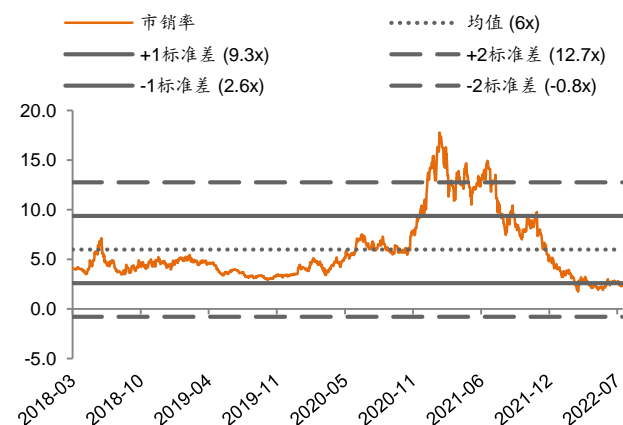
资料来源: 公司、招商证券(香港)预测

图5: SOTP估值



资料来源: 公司、招商证券(香港)预测

图6: 市销率



资料来源: 公司、彭博、招商证券(香港)预测

图7: B站代理游戏《时空猎人3》于6月底上线, 并获得不错表现



资料来源: 公司、七麦、招商证券(香港)

图8: B站独代游戏《暗影火炬城》于7月在海外地区Switch平台发售, 同时获得国内版号



资料来源: 公司、招商证券(香港)

图9: B站独代游戏《暗影火炬城》于7月获得国内版号



资料来源: 公司、招商证券(香港)

图10: B站游戏储备

游戏名	上线地区	上线版本	是否获得版号	上线时间(预计)	游戏类型	近况更新
国内游戏						
时空猎人3	中国	手游	是	2022年6月29日	FTG	
宝石研物语: 伊恩之石	中国	手游	是	2H22E	RPG	
斯露德	中国	手游	是	待公布	STG	
终末阵线: 伊诺贝塔	中国	手游	是	2022年5月27日	STG	
箱庭小偶	中国	手游	否	待公布	TCG	测试中
代号: 绝世好武功	中国	端游	否	2023年	RPG	
夜莺: 逆向指令	中国	端游	否	待公布	SLG	测试中
代号: 依露希尔	中国	手游	否	待公布	CAG	测试中
重构: 阿塔提斯	中国	端游	否	待公布	MOBA	测试中
代号: 了不起的模拟器	中国	手游	否	待公布	SIM	测试中
代号C	中国	手游	否	待公布	RPG	测试中
伊苏: 梦境交织的长夜	中国	手游	否	待公布	JRPG	测试中
灵笼: 火种	中国	手游	否	待公布	MMORPG	
心罪爱丽丝	中国	手游	否	待公布	RPG	
代号: 艾塔	中国	手游	否	2H22E	RPG	
隐藏真探	中国	端游	否	2H22E	AVG	
海外游戏						
赛马娘	中国港澳	手游		2022年6月27日	TCG	
碳酸危机	全球	PC		2022年5月24日	ACT	

资料来源: 公司、招商证券(香港)

图 11: B 站盈利预测调整

人民币百万元	调整后			调整前			变动		
	FY22E	FY23E	FY24E	FY22E	FY23E	FY24E	FY22E	FY23E	FY24E
收入	22,832	29,696	38,573	23,017	30,404	39,599	-1%	-2%	-3%
移动游戏	5,073	5,841	6,569	5,115	5,841	6,569	-1%	0%	0%
增值服务	9,122	11,526	15,245	9,122	11,526	15,245	0%	0%	0%
广告	5,581	8,179	11,899	5,703	8,831	12,862	-2%	-7%	-7%
电商及其他	3,056	4,151	4,860	3,078	4,206	4,924	-1%	-1%	-1%
毛利润	3,836	7,016	11,420	3,867	7,180	11,720	-1%	-2%	-3%
非 GAAP 毛利润	3,921	7,119	11,555	3,953	7,287	11,858	-1%	-2%	-3%
经营利润率	(7,988)	(4,675)	(2,389)	(8,055)	(4,793)	(2,458)	-1%	-2%	-3%
非 GAAP 经营利润率	(6,803)	(3,250)	(615)	(6,861)	(3,334)	(637)	-1%	-3%	-3%
归母净利润	(8,519)	(4,933)	(2,651)	(8,587)	(5,053)	(2,721)	-1%	-2%	-3%
非 GAAP 归母净利润	(6,812)	(3,280)	(648)	(6,870)	(3,366)	(671)	-1%	-3%	-3%
利润率 (%)									
毛利率	16.8	23.6	29.6	16.8	23.6	29.6	0.0ppt	0.0ppt	0.0ppt
非 GAAP 毛利率	17.2	24.0	30.0	17.2	24.0	29.9	0.0ppt	0.0ppt	0.0ppt
经营利润率	(35.0)	(15.7)	(6.2)	(35.0)	(15.8)	(6.2)	0.0ppt	0.0ppt	0.0ppt
非 GAAP 经营利润率	(29.8)	(10.9)	(1.6)	(29.8)	(11.0)	(1.6)	0.0ppt	0.0ppt	0.0ppt
归母净利润率	(37.3)	(16.6)	(6.9)	(37.3)	(16.6)	(6.9)	0.0ppt	0.0ppt	0.0ppt
非 GAAP 归母净利润率	(29.8)	(11.0)	(1.7)	(29.8)	(11.1)	(1.7)	0.0ppt	0.0ppt	0.0ppt

资料来源: 公司、招商证券(香港)预测

图 12: 招商证券预测与彭博一致预测对比

百万人民币	招商证券预测			彭博一致预测			差异		
	FY22E	FY23E	FY24E	FY22E	FY23E	FY24E	FY22E	FY23E	FY24E
收入	22,832	29,696	38,573	22,887	30,678	38,258	0%	-3%	1%
毛利润	3,836	7,016	11,420	4,076	7,157	10,793	-6%	-2%	6%
毛利率(%)	16.8	23.6	29.6	17.8	23.3	28.2	-1.0ppt	0.3ppt	1.4ppt
经营利润	(7,988)	(4,675)	(2,389)	(7,694)	(5,298)	(2,138)	4%	-12%	12%
经营利润率(%)	(35.0)	(15.7)	(6.2)	(33.6)	(17.3)	(5.6)	-1.4ppt	1.5ppt	-0.6ppt
GAAP 归母净利润	(8,519)	(4,933)	(2,651)	(8,280)	(5,575)	(2,224)	3%	-12%	19%
非 GAAP 归母净利润	(6,812)	(3,280)	(648)	(6,980)	(4,440)	(1,500)	-2%	-26%	n.a.
非 GAAP 净利率	(29.8)	(11.0)	(1.7)	(30.5)	(14.5)	(3.9)	0.7ppt	3.4ppt	n.a.

资料来源: 公司、彭博、招商证券(香港)预测; 附注: 数据截至2022年7月18日

图 13: 基于分部加总估值法 B 站的估值表

人民币百万元	估值基础	估值指标	给予 B 站的估值倍数			占总估值的比例			估值		
			悲观	基本	乐观	悲观	基本	乐观	悲观	基本	乐观
手游	23 财年预测市盈率	23 财年预测净利润为 14.6 亿元人民币	8.0	10.0	12.0	19%	13%	11%	11,681	14,602	17,522
增值服务及其他	23 财年预测市销率	23 财年预测收入为 238.6 亿元人民币	2.0	4.0	6.0	76%	84%	87%	47,711	95,422	143,133
净现金						6%	3%	2%	3,714	3,714	3,714
总估值(百万元人民币)									63,106	113,737	164,368
总估值(百万美元)									9,363	16,875	24,387
人民币/美元										6.7	
股数(百万)										394	
每股价值(美元)									24	43	62
每股价值(港元)									188	338	487
23 年预测收入(百万元人民币)									29,696	29,696	29,696
对应的 23 年市销率倍数									2.1x	3.8x	5.5x

资料来源: 公司、招商证券(香港)预测

估值对比

公司名称	股票代码	货币	招商证券评级	股价	招商证券目标价	市值(十亿美元)	EV/EBITDA (倍)		市盈率(x)		PEG*	市销率(倍)	P/OCF (倍)	ROE (%)		2021-2023E 年复合增速			
							FY22E	FY23E	FY22E	FY23E				FY22E	FY22E	FY22E	FY23E	收入	每股盈利
平台型																			
腾讯	700 HK	港元	买入	332.6	507.0	408.0	14.9	11.6	24.8	18.5	3.3	4.7	16.0	11.7	13.8	9.9	7.5	10.1	
阿里巴巴	BABA US	美元	买入	103.1	160.0	279.6	8.5	8.5	12.5	14.4	n.a.	2.1	13.2	6.6	9.2	12.9	n.a.	n.a.	
美团点评	3690 HK	港元	买入	189.7	234.0	149.5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	4.6	n.a.	n.a.	n.a.	23.8	n.a.	n.a.	
百度	BIDU US	美元	未评级	141.1	n.a.	48.8	10.3	8.1	20.1	15.7	4.3	2.6	17.0	5.3	7.7	8.2	4.7	25.1	
谷歌	GOOGL US	美元	未评级	109.0	n.a.	1,441.8	11.1	9.9	17.5	15.0	0.7	5.9	13.1	27.0	27.0	8.2	24.3	22.8	
脸书	FB US	美元	未评级	167.2	n.a.	452.6	7.5	6.4	13.8	11.8	2.0	3.6	8.5	25.0	25.9	12.6	7.0	10.6	
Naver	035420 KS	韩元	未评级	246,500.0	n.a.	30.7	21.2	17.6	30.1	23.6	n.a.	4.9	25.1	5.4	6.7	13.8	n.a.	9.6	
中国公司均值							10.7	9.3	17.6	15.9	3.8	3.2	14.9	7.6	10.0	13.5	6.1	17.6	
海外公司均值							13.3	11.3	20.5	16.8	1.3	4.8	15.6	19.1	19.9	11.5	15.6	14.3	
云计算																			
中软国际	354 HK	港元	买入	7.6	13.1	3.0	8.7	8.4	14.2	12.0	1.0	0.8	n.a.	9.8	10.8	26.2	14.1	10.6	
腾讯	700 HK	港元	买入	332.6	507.0	408.0	14.9	11.6	24.8	18.5	3.3	4.7	16.0	11.7	13.8	9.9	7.5	10.1	
阿里巴巴	BABA US	美元	买入	103.1	160.0	279.6	8.5	8.5	12.5	14.4	n.a.	2.1	13.2	6.6	9.2	12.9	n.a.	n.a.	
金山软件	3888 HK	港元	买入	27.9	37.0	4.9	10.3	8.0	44.2	28.8	n.a.	4.3	11.7	2.0	3.3	23.9	n.a.	46.2	
金蝶	268 HK	港元	未评级	17.9	n.a.	7.9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	24.3	n.a.	n.a.	
明源云	909 HK	港元	未评级	8.3	n.a.	2.1	n.a.	38.9	n.a.	44.4	n.a.	5.8	n.a.	0.3	4.2	16.9	n.a.	n.a.	
微软	MSFT US	美元	未评级	254.3	n.a.	1,901.5	18.9	16.6	26.4	23.7	1.6	9.5	21.2	44.0	39.1	17.3	16.8	17.0	
谷歌	GOOGL US	美元	未评级	109.0	n.a.	1,441.8	11.1	9.9	17.5	15.0	0.7	5.9	13.1	27.0	27.0	8.2	24.3	22.8	
亚马逊	AMZN US	美元	未评级	113.8	n.a.	1,157.4	16.9	13.2	n.a.	28.2	n.a.	2.2	17.6	7.2	15.3	16.8	8.0	20.8	
Salesforce	CRM US	美元	未评级	167.9	n.a.	167.1	35.7	17.5	n.a.	34.5	n.a.	6.6	29.2	2.0	8.0	n.a.	n.a.	n.a.	
甲骨文	ORCL US	美元	未评级	70.2	n.a.	187.1	17.4	10.1	29.2	13.1	n.a.	4.6	20.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
SAP	SAP US	美元	未评级	88.1	n.a.	108.2	13.8	12.1	18.1	16.1	n.a.	3.5	18.5	15.0	15.5	2.1	n.a.	15.9	
VMware	VMW US	美元	未评级	110.9	n.a.	46.7	15.9	11.7	26.9	16.9	n.a.	3.8	11.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
Dropbox	DBX US	美元	未评级	21.7	n.a.	8.2	10.8	10.0	14.5	13.3	1.5	3.5	10.1	n.a.	n.a.	9.7	9.8	35.5	
中国公司均值							10.6	15.1	23.9	23.6	2.1	3.5	13.6	6.1	8.3	19.0	10.8	22.3	
海外公司均值							17.6	12.6	22.1	20.1	1.3	5.0	17.7	19.0	21.0	10.8	14.7	22.4	
社交及泛娱乐																			
腾讯	700 HK	港元	买入	332.6	507.0	408.0	14.9	11.6	24.8	18.5	3.3	4.7	16.0	11.7	13.8	9.9	7.5	10.1	
哔哩哔哩	BILI US	美元	买入	24.4	43.0	9.5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2.8	n.a.	n.a.	n.a.	23.8	n.a.	n.a.	
阅文	772 HK	港元	中性	32.9	68.0	4.3	15.2	12.4	20.7	17.2	1.3	3.1	20.6	7.1	7.9	9.7	16.2	n.a.	
快手	1024 HK	港元	未评级	80.8	n.a.	44.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3.1	n.a.	n.a.	n.a.	19.7	n.a.	n.a.	
腾讯音乐	TME US	美元	未评级	4.4	n.a.	7.5	8.7	7.6	13.9	12.8	n.a.	1.8	14.5	5.8	6.3	n.a.	n.a.	n.a.	
微博	WB US	美元	未评级	20.0	n.a.	4.7	6.7	5.3	8.1	7.0	n.a.	2.3	7.8	11.1	13.0	4.5	n.a.	1.4	
爱奇艺	IQ US	美元	未评级	3.9	n.a.	3.4	14.8	7.6	n.a.	27.4	n.a.	0.8	n.a.	n.a.	7.4	1.8	n.a.	n.a.	
欢聚时代	YY US	美元	未评级	26.7	n.a.	1.9	n.a.	n.a.	17.1	10.0	0.4	0.7	n.a.	1.1	3.0	6.7	41.0	85.4	
陌陌	MOMO US	美元	未评级	4.6	n.a.	0.9	1.8	1.6	4.3	3.8	n.a.	0.5	4.7	10.8	11.2	n.a.	n.a.	n.a.	
虎牙	HUYA US	美元	未评级	3.4	n.a.	0.8	8.0	12.1	n.a.	n.a.	n.a.	0.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
斗鱼	DOYU US	美元	未评级	1.2	n.a.	0.4	9.9	16.2	n.a.	n.a.	n.a.	0.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
脸书	FB US	美元	未评级	167.2	n.a.	452.6	7.5	6.4	13.8	11.8	2.0	3.6	8.5	25.0	25.9	12.6	7.0	10.6	
奈飞	NFLX US	美元	未评级	190.9	n.a.	84.8	13.7	12.5	16.6	15.7	3.1	2.6	n.a.	26.5	23.4	11.2	5.4	8.8	
Snapchat	SNAP US	美元	未评级	13.9	n.a.	22.8	n.a.	21.8	n.a.	39.8	n.a.	4.5	n.a.	n.a.	1.6	28.8	n.a.	n.a.	
Spotify	SPOT US	美元	未评级	103.6	n.a.	20.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1.7	n.a.	n.a.	4.1	11.2	n.a.	n.a.	
中国公司均值							10.0	9.3	14.8	13.8	1.7	1.9	12.7	7.9	8.9	12.5	21.6	32.3	
海外公司均值							10.6	13.6	15.2	22.4	2.5	3.1	8.5	25.7	13.7	15.9	6.2	9.7	

2022年7月19日(星期二)

公司名称	股票代码	货币	招商证券评级	股价	招商证券目标价	市值(十亿美元)	EV/EBITDA (倍)		市盈率(倍)		PEG*	市销率(倍)	P/OCF(倍)	ROE (%)		2021-2023E 年复合增速			
							FY22E	FY23E	FY22E	FY23E				FY22E	FY22E	FY22E	FY23E	收入	每股盈利
在线游戏																			
网易	NTES US	美元	买入	87.8	148.0	57.6	11.1	9.8	18.7	16.7	2.2	4.0	16.0	17.2	16.7	11.6	8.5	17.4	
腾讯	700 HK	港元	买入	332.6	507.0	408.0	14.9	11.6	24.8	18.5	3.3	4.7	16.0	11.7	13.8	9.9	7.5	10.1	
哔哩哔哩	BILI US	美元	买入	24.4	43.0	9.5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2.8	n.a.	n.a.	n.a.	23.8	n.a.	n.a.	
金山软件	3888 HK	港元	买入	27.9	37.0	4.9	10.3	8.0	44.2	28.8	n.a.	4.3	11.7	2.0	3.3	23.9	n.a.	46.2	
创梦天地	1119 HK	港元	买入	4.7	4.4	0.8	30.6	14.1	46.6	18.6	n.a.	1.9	n.a.	4.6	7.9	29.2	n.a.	52.0	
心动游戏	2400 HK	港元	未评级	18.3	n.a.	1.1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2.3	49.6	n.a.	3.9	27.0	n.a.	n.a.	
网龙	777 HK	港元	未评级	15.9	n.a.	1.1	2.3	2.1	5.8	5.1	0.3	0.9	4.4	15.3	15.4	11.3	23.0	7.0	
中手游	302 HK	港元	未评级	2.1	n.a.	0.7	6.9	4.6	6.9	5.5	0.3	1.1	5.5	11.6	12.7	19.2	21.6	14.5	
IGG	799 HK	港元	未评级	3.2	n.a.	0.5	n.a.	3.7	n.a.	16.8	n.a.	0.7	n.a.	n.a.	4.7	n.a.	n.a.	n.a.	
祖龙游戏	9990 HK	港元	未评级	5.0	n.a.	0.5	14.5	5.0	21.7	8.9	n.a.	1.9	8.6	8.8	15.1	65.8	n.a.	n.a.	
SEA	SE US	美元	未评级	69.3	n.a.	38.8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2.9	n.a.	n.a.	n.a.	36.3	n.a.	n.a.	
任天堂	7974 JP	日元	未评级	61,990.0	n.a.	58.1	9.0	10.4	14.4	18.4	n.a.	4.0	23.7	24.2	20.0	n.a.	n.a.	n.a.	
动视暴雪	ATVI US	美元	未评级	77.0	n.a.	60.2	16.4	13.1	25.9	19.8	n.a.	7.6	25.2	12.9	13.5	5.4	4.0	5.6	
艺电	EA US	美元	未评级	123.6	n.a.	34.5	20.7	11.8	46.0	16.9	n.a.	5.2	19.1	10.2	20.5	n.a.	n.a.	n.a.	
Take-Two	TTWO US	美元	未评级	123.7	n.a.	20.0	23.3	17.7	n.a.	26.9	n.a.	6.0	n.a.	11.7	16.5	n.a.	n.a.	n.a.	
Nexon	3659 JP	日元	未评级	2,845.0	n.a.	18.5	15.5	11.9	24.1	19.7	n.a.	7.2	22.4	12.2	13.5	12.7	n.a.	18.6	
Ncsoft	036570 KS	韩元	未评级	367,500.0	n.a.	6.1	8.6	7.6	15.6	13.3	1.1	2.9	12.6	15.4	16.1	8.4	14.0	28.8	
Zynga	ZNGA US	美元	未评级	8.2	n.a.	9.3	15.5	14.1	24.6	19.5	n.a.	3.2	14.7	n.a.	n.a.	8.4	n.a.	54.2	
网石游戏	251270 KS	韩元	未评级	68,700.0	n.a.	4.5	15.1	12.1	31.9	20.1	6.3	2.0	16.4	3.3	5.1	8.3	5.1	25.4	
中国公司均值							12.7	7.7	23.4	15.1	1.7	2.6	16.0	11.1	11.0	23.3	13.8	23.5	
海外公司均值							15.5	12.3	26.1	19.3	3.7	4.6	19.2	12.8	15.0	13.3	7.7	26.5	
电商																			
京东	JD US	美元	买入	62.1	73.0	96.9	19.5	13.9	32.8	21.2	1.0	0.6	23.2	8.9	12.6	18.2	32.9	45.3	
阿里巴巴	BABA US	美元	买入	103.1	160.0	279.6	8.5	8.5	12.5	14.4	n.a.	2.1	13.2	6.6	9.2	12.9	n.a.	n.a.	
美团点评	3690 HK	港元	买入	189.7	234.0	149.5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	4.6	n.a.	n.a.	n.a.	23.8	n.a.	n.a.	
拼多多	PDD US	美元	未评级	55.1	n.a.	69.7	23.1	15.9	26.2	18.5	1.2	4.3	21.0	16.7	19.0	20.5	22.7	66.1	
贝壳	BEKE US	美元	未评级	14.9	n.a.	18.9	n.a.	14.2	n.a.	27.6	n.a.	2.0	n.a.	n.a.	5.8	0.7	35.0	13.5	
唯品会	VIPS US	美元	未评级	9.9	n.a.	6.5	4.4	4.0	8.1	7.3	n.a.	0.4	6.2	12.7	12.8	n.a.	n.a.	n.a.	
宝尊电商	BZUN US	美元	未评级	9.8	n.a.	0.7	14.8	8.3	18.4	9.4	0.3	0.5	13.4	2.1	6.0	8.8	59.1	11.9	
亚马逊	AMZN US	美元	未评级	113.8	n.a.	1,157.4	16.9	13.2	n.a.	28.2	n.a.	2.2	17.6	7.2	15.3	16.8	8.0	20.8	
eBay	EBAY US	美元	未评级	43.6	n.a.	24.4	8.2	7.8	10.7	10.9	1.8	2.5	9.3	13.2	30.7	0.1	6.1	n.a.	
中国公司均值							15.0	11.2	21.9	17.1	0.9	1.9	16.7	9.3	11.1	14.7	36.5	36.4	
海外公司均值							12.5	10.5	10.7	19.6	1.8	2.4	13.5	10.2	23.0	8.4	7.0	20.8	
垂直领域																			
携程网	TCOM US	美元	未评级	25.6	n.a.	16.4	n.a.	21.1	n.a.	20.8	n.a.	5.8	n.a.	0.1	3.8	22.5	n.a.	n.a.	
汽车之家	ATHM US	美元	未评级	35.3	n.a.	4.4	3.9	3.2	15.7	13.5	n.a.	4.3	14.4	7.8	8.7	1.1	n.a.	n.a.	
同城艺龙	780 HK	港元	未评级	15.4	n.a.	4.4	19.3	11.3	30.1	17.9	0.7	4.2	26.4	4.6	8.3	13.4	42.6	21.9	
智游网	EXPE US	美元	未评级	94.3	n.a.	14.8	7.6	6.2	13.5	9.7	n.a.	1.3	4.5	37.4	38.2	27.3	n.a.	67.9	
中国公司均值							10.3	10.5	19.7	15.5	0.7	3.9	15.1	12.5	14.7	16.1	42.6	44.9	

注：股价采用2022年7月18日收市价；未评级公司的未来预测是基于彭博市场共识；资料来源：彭博、公司、招商证券（香港）预测

财务预测表

利润表

人民币百万元	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
收入	11,999	19,384	22,832	29,696	38,573
营收成本	(9,159)	(15,341)	(18,996)	(22,681)	(27,153)
毛利	2,840	4,043	3,836	7,016	11,420
销售和营销费用	(3,492)	(5,795)	(5,674)	(6,115)	(7,425)
一般及行政费用	(976)	(1,838)	(2,238)	(2,231)	(2,769)
研发费用	(1,513)	(2,840)	(3,912)	(3,345)	(3,614)
营业费用总额	(5,981)	(10,472)	(11,824)	(11,691)	(13,809)
营业利润/(亏损)	(3,141)	(6,429)	(7,988)	(4,675)	(2,389)
投资收入净额	28	(194)	(626)	0	0
利息收入	83	70	112	117	82
利息支出	(109)	(155)	(287)	(305)	(310)
汇兑损益	42	(16)	(6)	0	0
其他营业外收入	96	10	397	0	0
税前收入/(亏损)	(3,001)	(6,713)	(8,399)	(4,863)	(2,617)
所得税费用	(53)	(95)	(128)	(78)	(42)
增加可赎回的少数股东权益	(4)	0	0	0	0
少数股东权益	47	20	8	8	8
归属股东的净利润	(3,012)	(6,789)	(8,519)	(4,933)	(2,651)
归属股东的非 GAAP 净利润	(2,560)	(5,478)	(6,812)	(3,280)	(648)

主要财务比率

	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
年成长率					
手游	34%	6%	0%	15%	12%
增值服务	134%	80%	32%	26%	32%
广告	126%	145%	23%	47%	45%
电商以及其他	109%	88%	8%	36%	17%
营收	77%	62%	18%	30%	30%
归属股东的非 GAAP 净利润	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
盈利能力					
非 GAAP 毛利率	24%	21%	17%	24%	30%
归属股东的非 GAAP 净利润率	-21%	-28%	-30%	-11%	-2%
ROE	-39%	-46%	-47%	-39%	-25%
ROA	-15%	-18%	-16%	-10%	-5%
每股资料 (人民币)					
每股销售额	34.7	51.0	58.0	75.5	98.0
每股销售额(美元)	5.3	7.8	8.9	11.5	15.0
每股销售额(港元)	41.6	61.2	69.6	90.5	117.6
非 GAAP 每股盈利	(7.4)	(14.4)	(17.3)	(8.3)	(1.6)
非 GAAP 每股盈利(美元)	(1.1)	(2.2)	(2.6)	(1.3)	(0.3)
非 GAAP 每股盈利(港元)	(8.9)	(17.3)	(20.8)	(10.0)	(2.0)
估值倍数 (倍)					
市销率 (美股)	4.6	3.1	2.8	2.1	1.6
市销率 (港股)	4.5	3.1	2.7	2.1	1.6

资产负债表

人民币百万元	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
现金及现金等价物	4,678	7,523	6,843	5,427	5,598
定期存款	4,720	7,632	7,251	5,801	4,640
应收账款净额	1,054	1,382	1,385	1,682	2,032
预付款和其它流动资产	1,931	4,848	5,251	5,939	7,715
短期投资	3,357	15,061	14,760	14,464	14,175
物业、厂房及设备净值	762	1,350	1,709	1,867	1,993
生产成本净额	668	1,084	1,084	1,084	1,084
无形资产净额	2,357	3,836	4,173	3,843	3,388
商誉	1,296	2,338	2,338	2,338	2,338
长期投资净额	2,233	5,503	5,503	5,503	5,503
其它资产	811	1,496	1,496	1,496	1,496
总资产	23,866	52,053	51,792	49,443	49,960
应付账款	3,074	4,361	5,319	6,351	7,603
应付薪酬福利	734	995	995	995	995
递延收入	2,118	2,645	2,645	2,645	2,645
应计负债及其它应付款	1,238	2,633	2,633	2,633	2,633
长期负债	8,341	17,784	23,784	23,784	23,784
其它负债	578	1,918	2,041	2,177	2,326
总负债	16,083	30,337	37,418	38,585	39,987
总权益	7,782	21,716	14,374	10,858	9,973

现金流量表

人民币百万元	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
经营活动现金流	753	(2,647)	(3,605)	564	2,815
净利润/(亏损)	(3,054)	(6,809)	(8,527)	(4,941)	(2,659)
折旧摊销	1,722	2,442	3,185	4,033	4,572
股权激励	386	1,000	1,185	1,425	1,774
营运资金变动	1,487	(9)	552	46	(872)
其它	212	729	0	0	0
投资活动现金流	(8,907)	(24,578)	(3,199)	(2,115)	(2,794)
购买物业、厂房及设备	(602)	(965)	(1,142)	(1,188)	(1,350)
购买无形资产	(1,637)	(2,722)	(2,740)	(2,673)	(2,893)
短期投资增加净额	(1,810)	(11,224)	301	295	289
长期投资增加净额	(1,126)	(6,642)	0	0	0
定期存款配置	(10,907)	(10,697)	382	1,450	1,160
其它	7,175	7,672	0	0	0
融资活动现金流	8,335	30,389	6,123	136	149

注：截至2022年7月18日的收盘价

资料来源：彭博、公司、招商证券（香港）预测

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关关系。

监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页
<http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或
<http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责条款

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料,但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失,概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券,工具或策略,可能并不适合所有投资者,某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制,不能在全球范围内不受限制地提供,和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外,招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计,可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析,基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准,此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时,并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息,并承担风险。投资者须按照自己的判断,决定是否使用本报告所载的内容和信息,并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见,并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险,而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828