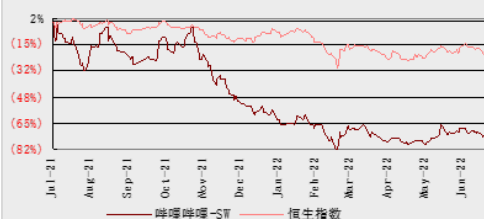


09626.HK
买入

原评级: 买入

市场价格: 港币 202.6

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(39.5)	(9.6)	26.8	(75.3)
相对香港恒生指数	(28.9)	(8.5)	30.0	(50.2)

发行股数(百万)	391
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	79,136
3个月日均交易额(港币 百万)	515
净负债比率(%) (2022E)	净现金
主要股东(%)	
徐逸关联实体	0

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
 以 2022 年 7 月 25 日收市价为标准

相关研究报告

《哔哩哔哩-SW: 用户高质量增长, 商业化潜能持续释放》20220610

 中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

传媒

证券分析师: 卢翌

(8621)20328754

yi1.lu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300522010001

哔哩哔哩-SW

持续供给优质内容, 全面加速商业化

22Q2 业绩前瞻: 预计用户数维持高速增长, 广告和游戏业务短期增长放缓, 优质内容推动增值服务业务; 组织架构调整, 加速商业化。维持买入评级。

报告要点

- **预计用户数维持较高增速, 内容形式多元, 题材泛化。**我们预计哔哩哔哩用户增长在 22Q2 较强劲, MAU 和 DAU 均预期同比增长约 30%至 3.08 亿/8230 万。B 站集合了短中长三种视频体裁、PUGV 和 OGV 形式、覆盖不同用户圈层的题材, 提供广泛多元的优质视频内容。Q2 以来推出了夏日毕业歌会、洛天依十周年演唱会直播、电影短片项目等内容。
- **Q2 游戏收入预期下滑, 6 月底上线新游。**由于前期发行的游戏陆续进入生命周期后期, 叠加版号发放停滞时间较长, 我们预计 B 站 Q2 的游戏收入下滑 12%至 10.9 亿元。6 月底国内代理发行《时空猎人 3》, 根据七麦数据, 在 iOS 游戏畅销榜稳定在 50 名左右, 我们预计流水贡献将主要在 Q3 体现。7 月公司代理的 PC&主机游戏《暗影火炬城》获批准号。
- **广告增速预计大幅放缓, 综合营销优势凸显。**Q2 疫情和整体消费疲软对广告业务影响较大, 我们预计广告收入同比增长 8%至 11.4 亿元。B 站综合营销方式多样, 品牌宣传包括 IP 联名+PUGV 商单+线下广告等; 效果广告具备更多产品组合。Story mode 发展迅猛, 将带来更多的广告位空间。
- **持续供给优质 OGV, 成本控制趋严。**B 站在 Q2 持续推出优质 OGV, 包括综艺《非正式会谈 7》, 番剧《间谍过家家》, 剧集《正义的算法》等。游戏、虚拟直播等品类保持竞争优势。我们预计 Q2 增值服务收入增长 30%至 21.2 亿元。Q2 毛利率改善尚不明显, 预计保持在 15%左右; 营销费用率预计环比持平, 同比下降较多。下半年成本费用收缩更加明显。
- **组织架构调整, 全面加速商业化。**7 月 B 站对组织架构进行了连续调整, 更多了解内容和创作者生态的年轻高管将负责商业化推进, 预期将在维护社区氛围和内容质量的前提下提升变现效率。

估值

- 预期变现加快以及成本费用控制趋严, 我们对盈利预测做小幅调整, 预计 2022/23/24 年 non-GAAP 净利润-66.6/-43.1/-0.85 亿元。维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 游戏版号风险; 用户增长不及预期; 广告投放低于预期; 政策监管风险。

投资摘要

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入(人民币 百万)	11,999	19,384	23,044	30,213	37,392
变动(%)	77	62	19	31	24
Non-GAAP 净利润(人民币 百万)	(2,580)	(5,478)	(6,661)	(4,310)	(85)
变动(%)	(142)	(112)	(22)	35	98
Non-GAAP 每 ADS 收益(人民币)	(7.3)	(14.0)	(16.9)	(11.0)	(0.2)
市盈率(倍)	(32)	(17)	(14)	(21)	(1,093)
前次每 ADS 收益(人民币)	(7.3)	(14.0)	(17.2)	(11.0)	(0.2)
调整幅度(%)	0.0	0.0	1.3	0.1	(2.2)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	11,999	19,384	23,044	30,213	37,392
营业成本	(9,159)	(15,341)	(18,923)	(23,256)	(26,157)
毛利润	2,840	4,043	4,121	6,957	11,235
销售费用	(3,492)	(5,795)	(5,442)	(6,118)	(5,702)
管理费用	(976)	(1,838)	(2,146)	(2,417)	(2,730)
研发费用	(1,513)	(2,840)	(3,897)	(3,928)	(4,487)
营业利润	(3,141)	(6,429)	(7,363)	(5,506)	(1,684)
营业利润(Non-GAAP)	(2,815)	(5,582)	(6,502)	(4,449)	(375)
投资收益净额	28	(194)	(626)	0	0
财务收入净额	(25)	(85)	(136)	(229)	(24)
其他收入	137	(5)	382	0	0
税前损益	(3,001)	(6,713)	(7,744)	(5,735)	(1,954)
所得税	(53)	(95)	(112)	(86)	(33)
净损益	(3,054)	(6,809)	(7,856)	(5,821)	(1,954)
少数股东权益	42	20	17	0	0
本公司持有权益	(3,012)	(6,789)	(7,839)	(5,821)	(1,954)
本公司持有权益(Non-GAAP)	(2,580)	(5,478)	(6,661)	(4,310)	(85)
加权平均 ADS(摊薄)	354	391	394	391	391
每 ADS 收益(Non-GAAP,摊)	(7.3)	(14.0)	(16.9)	(11.0)	(0.2)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及等价物	4,678	7,523	9,573	6,342	7,584
短期定期存款	4,720	7,632	7,632	7,632	7,632
应收款项	1,054	1,382	1,844	2,417	2,991
其他流动资产	5,288	19,909	19,014	19,347	18,968
流动资产总计	15,740	36,447	38,062	35,739	37,176
固定资产	762	1,350	1,568	2,060	2,590
无形资产	2,357	3,836	4,607	5,914	7,383
其他非流动资产	5,007	10,420	10,420	10,420	10,420
非流动资产总计	8,126	15,606	16,596	18,394	20,394
总资产	23,866	52,053	54,658	54,133	57,570
应付账款	3,074	4,361	4,602	5,677	6,977
短期借款	100	1,232	1,232	1,232	1,232
其他流动负债	4,217	6,478	6,520	8,230	9,452
流动负债总计	7,392	12,071	12,354	15,139	17,661
非流动负债总计	8,692	18,266	27,266	28,266	29,266
总负债	16,083	30,337	39,621	43,406	46,927
累计损益	(7,175)	(8,840)	(16,696)	(22,517)	(24,471)
其他权益	14,776	30,544	31,721	33,232	35,101
归属于母公司权益	7,600	21,704	15,025	10,715	10,630
非控制性权益	182	12	12	12	12
权益总额	7,782	21,716	15,037	10,727	10,643
总负债及权益	23,866	52,053	54,658	54,133	57,570

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
净损益	(3,054)	(6,809)	(7,856)	(5,821)	(1,954)
折旧与摊销	1,722	2,442	3,458	4,244	5,479
运营资本变动	1,487	(9)	718	1,878	2,326
其他经营现金流	598	1,729	1,339	1,511	1,870
经营活动产生的现金流	753	(2,647)	(2,342)	1,813	7,720
购买固定资产净值	(602)	(965)	(1,152)	(1,511)	(1,870)
购买无形资产净值	(1,637)	(2,722)	(3,457)	(4,532)	(5,609)
投资增加净值	(3,431)	(17,849)	0	0	0
其他投资现金流	(3,237)	(3,042)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(8,907)	(24,578)	(4,609)	(6,043)	(7,478)
净增债务	100	1,118	9,000	1,000	1,000
净增权益	8,412	29,374	0	0	0
其他融资现金流	(177)	0	0	0	0
融资活动产生的现金流	8,335	30,389	9,000	1,000	1,000
现金变动	(285)	2,845	2,049	(3,230)	1,241
期初现金及等价物	4,963	4,678	7,523	9,573	6,342
期末现金及等价物	4,678	7,523	9,573	6,342	7,584

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长率	77	62	19	31	24
营业利润增长率	(106)	(98)	(16)	32	92
归母净利润增长率	(142)	(112)	(22)	35	98
盈利能力					
毛利率	24	21	18	23	30
净利率	(25)	(35)	(34)	(19)	(5)
ROE	(39)	(31)	(52)	(54)	(18)
偿债能力					
资产负债率	67	58	72	80	82
净负债比率	207	140	263	405	441
流动比率	213	302	308	236	210
速动比率	141	137	154	108	103
营运能力					
总资产周转率	92	74	62	82	103
应收账款周转率	1334	1591	1429	1418	1383
应付账款周转率	368	413	422	452	413
每股指标(元)					
每股收益	(7.29)	(14.00)	(16.93)	(10.95)	(0.22)
每股销售收入	33.92	49.54	58.56	77.22	95.57
估值比率					
P/E	(32.22)	(16.79)	(13.88)	(21.46)	(1092.6)
P/S	6.93	4.74	4.01	3.04	2.46

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371