

哔哩哔哩-SW (09626.HK)

聚焦用户质量，亏损持续收窄

Q3 亏损率大幅收窄，2024 年盈亏平衡目标不变。哔哩哔哩 22Q3 收入为 57.9 亿元，同增 11%。其中增值服务、广告、游戏、电商及其他分别为 22.1/13.5/14.7/7.6 亿元，同比增长 16%/16%/6%/3%。公司预计 Q4 收入为 60-62 亿元，同比增长 3.8%-7.3%。

Q3 毛利率为 18.2%，环比提升 3.2 个 pct，主要由于收入结构变化。销售费用率为 21.2%，同比大幅下降 10.2 个 pct。行政费用率为 9.4%，同比增加 0.3 个 pct。由于研发人员增加、服务器及设备折旧开支增加，研发费用率由去年同期 15.1% 提升至 19.5%，预计研发费用明年 Q1 起将有所下降。Q3 调整后归母净亏损约 17.6 亿元，亏损率为 -30.4%，环比 Q2 的 -40% 大幅收窄。公司 2024 年盈亏平衡目标不变。

创作端持续丰富，聚焦用户质量。创作生态方面，截至 Q3 月活跃 UP 主 380 万人、同增 40%，月均投稿量 1560 万、同增 54%。万粉以上 UP 主数量同增 48%。Q3 共有 125 万创作者在 B 站获得收入，同增 74%。内容构成方面，Q3 PUGV 视频占比达 95%，内容多元发展健康，除游戏、动画、音乐等传统品类外，新兴品类如汽车、家居、装修、母婴等日益丰富。OGV 方面，10 月 B 站举办 2022-2023 国创动画作品发布会，共推出 49 部国创作品，其中《三体》动画正式定档 12 月 3 日。

Q3 MAU 同比增长 25% 至 3.33 亿，DAU 同比增长 25% 至 9030 万，再创新高。B 站社区整体流量同比增长 37%。用户质量也实现提升：活跃方面，日均视频播放量 37 亿、同增 64%，月均互动数 144 亿、同增 41%，用户单日使用时长 96 分钟、创新高。留存方面，正式会员 12 个月留存率达 80%。付费方面，Q3 MPU 达 2850 万人、同增 19%，付费率为 8.6%。未来，B 站将更加重视用户增长质量，明年 MAU 4 亿目标不变，且 DAU/MAU ratio 目标为提升到 30%。

广告：效果广告增长迅速，story mode、电商广告有望贡献增量。Q3 公司广告收入同比增长 16%，其中效果形态广告涨幅超 50%，市占率持续提升。从行业看，B 站广告在 Q3 继续保持游戏、3C 数码、食品饮料、美容美妆等行业优势，未来重点发展的新兴品类包括汽车、母婴、家电等，其中汽车行业广告收入 Q3 同比增速超过 80%。后续公司会将广告业务进一步结合内容生态的优势品类发展。

电商广告方面，B 站推出基于交易的电商广告，目前还处于初期、未来发展空间较大。双 11 B 站广告收入同比增长 47%，效果形态广告收入同比增长超 80%。story mode 方面，Q3 story mode 的 vv 同比增长 473%，竖屏广告体现出高 eCPM 和高转化效率，商业化潜力巨大。电商广告、story mode 等未来均有望带来新增量。

游戏自研聚焦，直播视频融合。游戏方面，坚定“自研精品，全球发行”的战略，未来自研游戏将聚焦 1-2 个方向，同时强化项目生命周期管理。目前 B 站国内已获 2 款新游版号，5 款游戏计划未来几个季度内在海外市场上线。

直播方面，B 站推动直播和视频生态融合打通，将视频运营和直播运营部门整合。供给侧提高 UP 主和主播的互相渗透率，Q3 兼任 up 主及主播的人数同比增长 73%。消费侧推动同品类视频和直播重叠，直播 DAU 渗透率提升、直播 MPU 同比增长 79%。

维持“买入”评级。我们预计公司 2022-2024 年收入达 219/256/309 亿元，同比增长 13%/17%/21%；Non-GAAP 归母净利-77/-43/-11 亿元。给予哔哩哔哩港股 (9626.HK) 213 港元目标价/美股 (BILI.O) 27 美元目标价，对应 3x 2023e P/S，维持“买入”评级。

风险提示：用户增长不及预期，变现效率不及预期，宏观环境变化超预期。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	11,999	19,384	21,873	25,573	30,902
增长率 yoy (%)	77.0	61.5	12.8	16.9	20.8
Non-GAAP 归母净利 (百万元)	-2,580	-5,478	-7,683	-4,289	-1,092
增长率 yoy (%)	-141.8	-112.3	-40.2	44.2	74.5
Non-GAAP EPS 摊薄 (元/股)	-7.46	-14.42	-19.47	-10.86	-2.76
净资产收益率 (%)	-39.6	-31.3	-59.2	-44.3	-14.8
P/E (倍)	-13.8	-7.1	-5.3	-9.5	-37.3
P/S (倍)	3.0	2.0	1.9	1.6	1.3

资料来源：公司公告，国盛证券研究所 注：股价为 2022 年 11 月 30 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	互联网软件与服务
前次评级	买入
11 月 30 日收盘价(港元)	126.80
总市值(百万港元)	49,936.21
总股本(百万股)	393.82
其中自由流通股(%)	100.00
30 日日均成交量(百万股)	4.96

股价走势



作者

分析师 夏君

执业证书编号：S0680519100004

邮箱：xiajun@gszq.com

分析师 朱若菲

执业证书编号：S0680522030003

邮箱：zhuroufei@gszq.com

相关研究

- 《哔哩哔哩-SW (09626.HK)：收入增长放缓，推进降本增效》2022-09-12
- 《哔哩哔哩-SW (09626.HK)：收入短期承压，Q2 亏损率或见底》2022-08-01
- 《哔哩哔哩-SW (09626.HK)：短期收入结构影响毛利率，长期拓展多元化变现》2022-06-12

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	15,740	36,447	29,430	23,595	15,409
现金	4,678	7,523	10,751	13,835	10,159
应收票据及应收账款	1,054	1,382	1,366	1,847	2,036
其他应收款	165	2,041	2,041	2,041	2,041
预付账款	1,766	2,807	2,579	3,178	3,479
存货	0	0	0	0	1
其他流动资产	8,077	22,693	12,693	2,693	-2,308
非流动资产	8,126	15,606	15,840	15,968	16,038
长期投资	2,233	5,503	5,503	5,503	5,503
固定资产	762	1,350	1,522	1,620	1,676
无形资产	3,025	4,919	4,981	5,011	5,026
其他非流动资产	2,106	3,834	3,834	3,834	3,834
资产总计	23,866	52,053	45,270	39,563	31,447
流动负债	7,392	12,071	13,368	16,828	19,041
短期借款	100	1,232	2,350	3,468	4,585
应付票据及应付账款	3,074	4,361	4,928	6,183	6,666
其他流动负债	4,217	6,478	6,090	7,178	7,790
非流动负债	8,692	18,266	18,266	13,296	4,196
长期借款	8,341	17,784	17,784	12,814	3,714
其他非流动负债	0	0	0	0	1
负债合计	16,083	30,337	31,634	30,124	23,237
少数股东权益	182	12	2	-9	-19
股本	0	0	0	0	0
资本公积	14,616	35,930	35,930	35,930	35,930
留存收益	-7,016	-14,227	-22,296	-26,483	-27,701
归属母公司股东权益	7,600	21,704	13,634	9,448	8,229
负债和股东权益	23,866	52,053	45,270	39,563	31,447

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	753	-2,647	-4,203	624	2,993
净利润	-3,054	-6,809	-8,080	-4,197	-1,229
折旧摊销	1,722	2,442	3,453	3,559	3,617
财务费用	-25	-85	-146	-113	-117
投资损失	5	350	0	0	0
营运资金变动	1,487	-9	424	1,262	605
其他经营现金流	619	1,464	146	113	117
投资活动现金流	-8,907	-24,578	6,313	6,313	1,313
资本支出	-2,239	-3,687	-3,687	-3,687	-3,687
长期投资	-1,261	-6,716	0	0	0
其他投资现金流	-5,407	-14,174	10,000	10,000	5,000
筹资活动现金流	8,335	30,389	1,118	-3,852	-7,982
短期借款	100	1,118	1,118	1,118	1,118
少数股东注资	-177	-103	0	0	0
发行普通股所得款项	2,817	19,288	0	0	0
发行可转换优先票所得款项	5,995	10,086	0	-4,970	-9,100
其他筹资现金流	0	0	0	0	0
现金净增加额	-285	2,845	3,227	3,085	-3,676

利润表 (百万元)

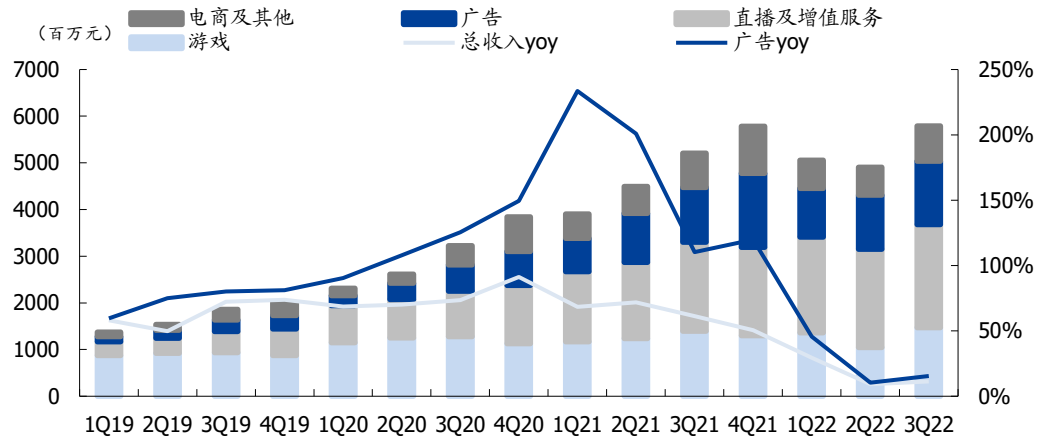
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	11,999	19,384	21,873	25,573	30,902
营业成本	9,159	15,341	18,069	19,312	22,332
营业税金及附加	0	0	0	0	1
销售费用	3,492	5,795	5,000	4,296	3,685
管理费用	976	1,838	2,267	2,253	2,537
研发费用	1,513	2,840	4,617	4,296	4,006
财务费用	25	85	146	113	117
资产减值损失	-42	16	147	251	251
其他收益	96	10	594	102	102
公允价值变动收益	0	0	0	0	1
投资净收益	28	-194	-187	714	714
资产处置收益	0	0	0	0	1
营业利润	-3,001	-6,713	-7,966	-4,131	-1,209
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	-3,001	-6,713	-7,966	-4,131	-1,209
所得税	53	95	114	66	19
净利润	-3,054	-6,809	-8,080	-4,197	-1,229
少数股东损益	-42	-20	-11	-10	-10
归属母公司净利润	-3,012	-6,789	-8,069	-4,187	-1,219
Non-GAAP 归母净利	-2,580	-5,478	-7,683	-4,289	-1,092
Non-GAAPEPS (元)	-7.46	-14.42	-19.47	-10.86	-2.76

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	77.0	61.5	12.8	16.9	20.8
营业利润(%)	-136.7	-123.7	-18.7	48.1	70.7
归属于母公司净利润(%)	-133.7	-125.4	-18.9	48.1	70.9
获利能力					
毛利率(%)	23.7	20.9	17.4	24.5	27.7
净利率(%)	-25.1	-35.0	-36.9	-16.4	-3.9
ROE(%)	-39.6	-31.3	-59.2	-44.3	-14.8
ROIC(%)	-18.7	-16.5	-23.5	-15.9	-6.7
偿债能力					
资产负债率(%)	67.4	58.3	69.9	76.1	73.9
净负债比率(%)	32.0	21.7	25.4	35.0	47.5
流动比率	2.1	3.0	2.2	1.4	0.8
速动比率	2.1	3.0	2.2	1.4	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.4	0.6	0.9
应收账款周转率	13.3	15.9	15.9	15.9	15.9
应付账款周转率	4.8	5.2	4.7	4.6	4.8
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	-7.5	-14.4	-19.5	-10.9	-2.8
每股经营现金流(最新摊薄)	2.0	-6.9	-10.9	1.6	7.8
每股净资产(最新摊薄)	24.1	67.1	42.2	29.2	25.4
估值比率					
P/E	-13.8	-7.1	-5.3	-9.5	-37.3
P/S	3.0	2.0	1.9	1.6	1.3
EV/EBITDA	-20.4	-9.6	-6.9	-12.3	-48.3

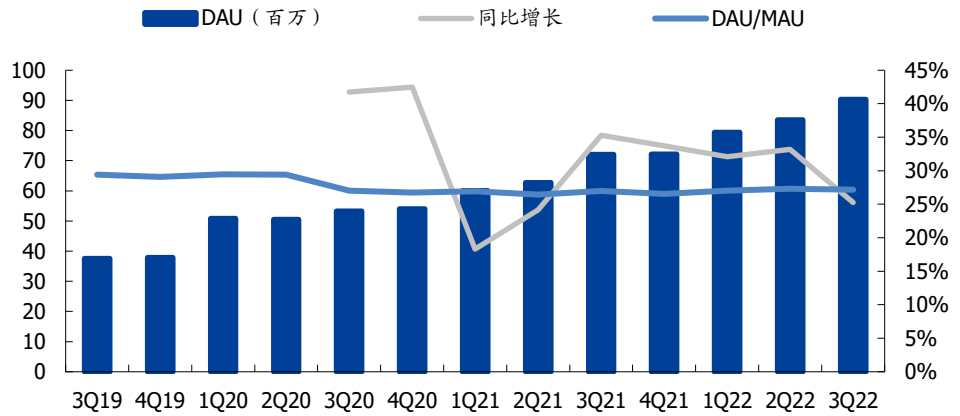
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 11 月 30 日收盘价

图表1: 哔哩哔哩业务收入



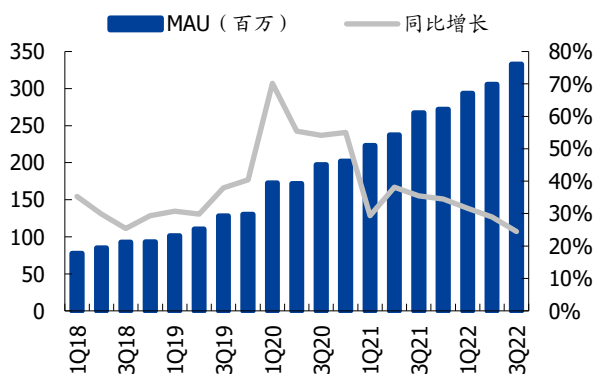
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表2: 哔哩哔哩 DAU 及增速、DAU/MAU ratio



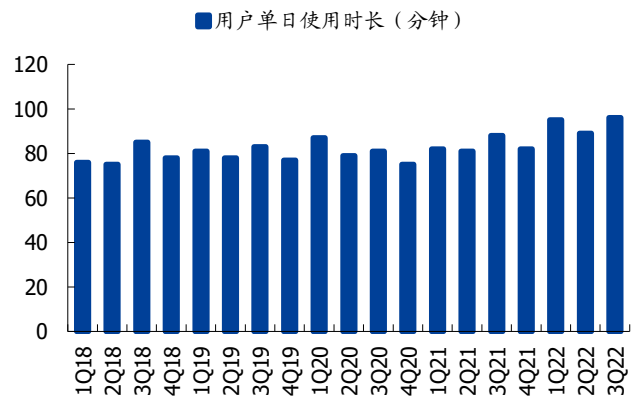
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表3: 哔哩哔哩 MAU 及增速



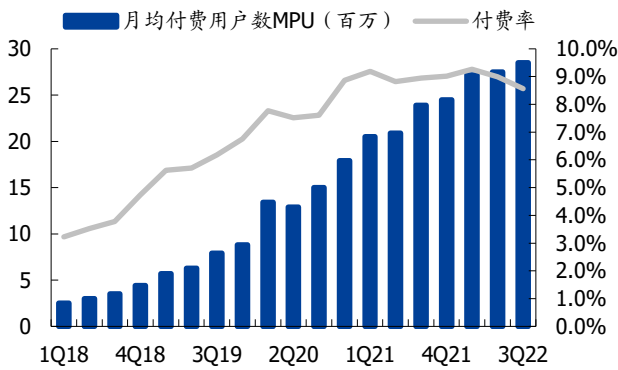
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表4: 哔哩哔哩用户时长



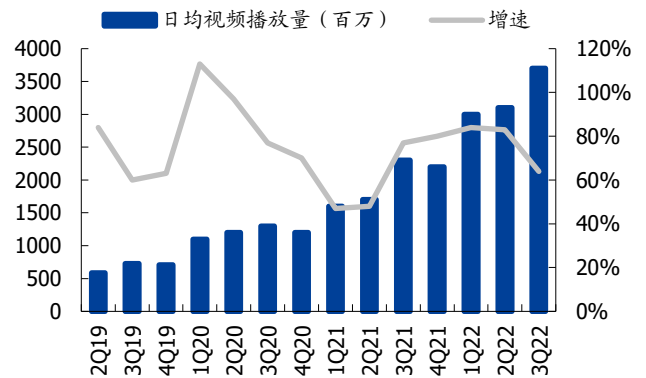
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 5: 哔哩哔哩月均付费用户数及付费率



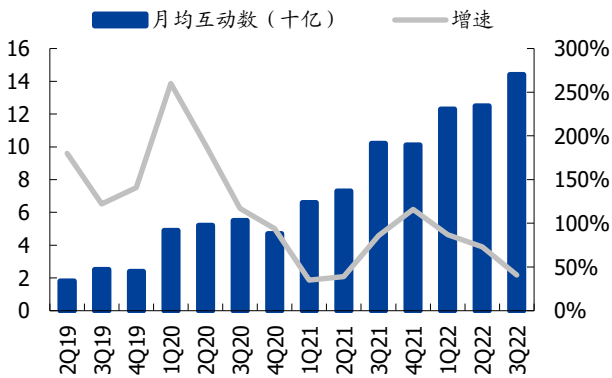
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 6: 哔哩哔哩日均视频播放量及增速



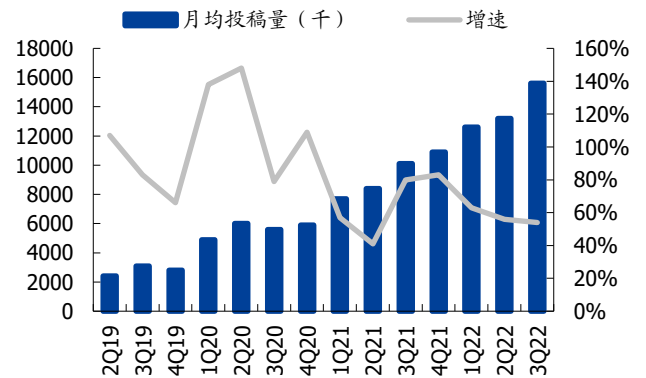
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 7: 哔哩哔哩月均互动数及增速



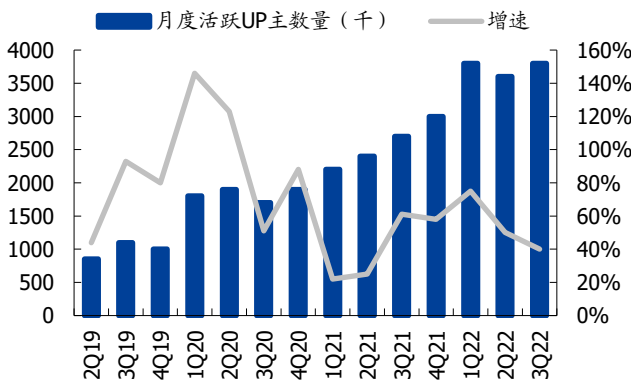
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 8: 哔哩哔哩月均投稿量及增速



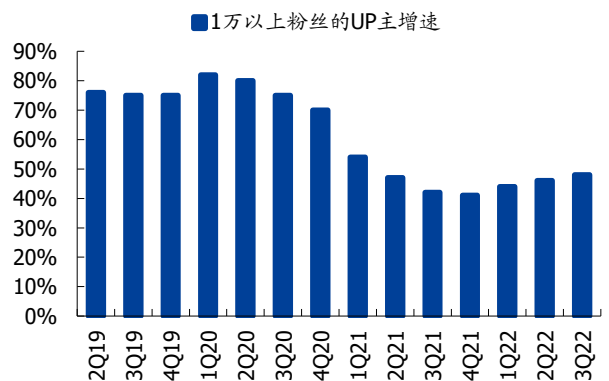
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 9: 哔哩哔哩月度活跃UP主数量及增速



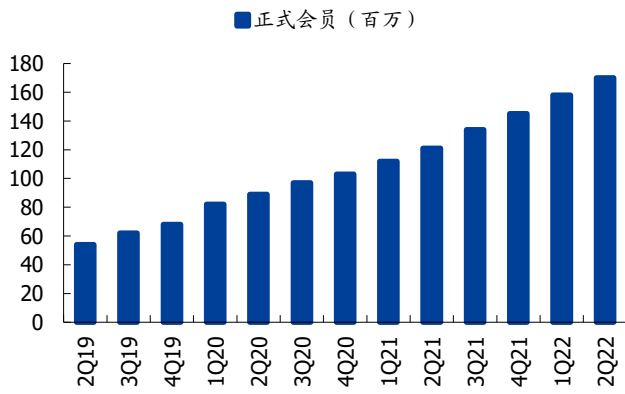
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 10: 万粉以上UP主增速



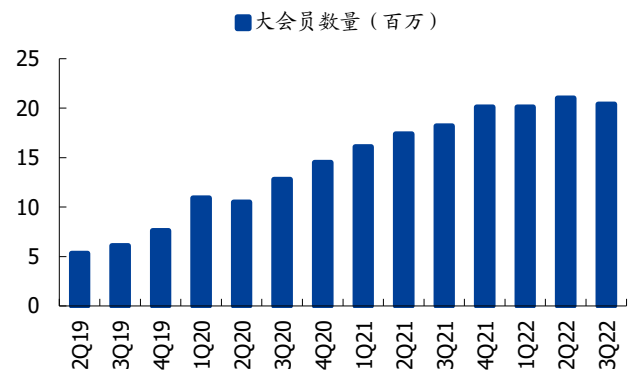
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 11: 哔哩哔哩答题正式会员数量



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 12: 哔哩哔哩大会员数量



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 13: 哔哩哔哩财务预测: 年度

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
用户					
平均 MAU (百万)	249.8	315.4	381.9	411.9	431.9
同比增长	34%	26%	21%	8%	5%
收入 (百万元)					
总收入	19,384	21,873	25,573	30,902	36,793
游戏	5,091	5,031	5,332	5,774	6,231
直播及增值服务	6,935	8,660	10,788	13,557	16,602
广告	4,523	5,136	6,020	7,725	9,654
电商及其他	2,834	3,046	3,434	3,846	4,307
增速					
总收入	62%	13%	17%	21%	19%
游戏	6%	-1%	6%	8%	8%
直播及增值服务	80%	25%	25%	26%	22%
广告	145%	14%	17%	28%	25%
电商及其他	88%	7%	13%	12%	12%
占比					
游戏	26%	23%	21%	19%	17%
直播及增值服务	36%	40%	42%	44%	45%
广告	23%	23%	24%	25%	26%
电商及其他	15%	14%	13%	12%	12%
毛利润 (百万元)					
毛利润	4,043	3,804	6,261	8,570	10,792
毛利率	20.9%	17.4%	24.5%	27.7%	29.3%
销售费用率					
销售费用率	29.9%	22.9%	16.8%	11.9%	10.9%
管理费用率					
管理费用率	9.5%	10.4%	8.8%	8.2%	8.1%
研发费用率					
研发费用率	14.7%	21.1%	16.8%	13.0%	11.0%
Non-GAAP 经营利润 (百万元)					
Non-GAAP 经营利润	-5,316	-6,838	-3,290	-136	1,526
Non-GAAP 经营利润率					
Non-GAAP 经营利润率	-27.4%	-31.3%	-12.9%	-0.4%	4.1%
Non-GAAP 净利润 (百万元)					
Non-GAAP 净利润	-5,478	-7,683	-4,289	-1,092	620
Non-GAAP 净利润率					
Non-GAAP 净利润率	-28.3%	-35.1%	-16.8%	-3.5%	1.7%
Non-GAAP EPS (元)					
Non-GAAP EPS	-14.42	-19.47	-10.86	-2.76	1.57

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 14: 哔哩哔哩财务预测: 季度

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22e	1Q23e	2Q23e	3Q23e	4Q23e
用户								
MAU (百万)	293.6	305.7	332.6	329.7	358.6	370.7	400.6	397.7
同比增长	32%	29%	24%	21%	22%	21%	20%	21%
收入 (百万元)								
总收入	5,054	4,909	5,794	6,116	5,834	5,740	6,781	7,218
游戏	1,358	1,046	1,471	1,156	1,436	1,111	1,557	1,227
直播及增值服务	2,052	2,103	2,210	2,294	2,571	2,628	2,745	2,844
广告	1,041	1,158	1,355	1,583	1,164	1,316	1,608	1,933
电商及其他	603	601	758	1,084	664	685	871	1,214
增速								
总收入	30%	9%	11%	6%	15%	17%	17%	18%
游戏	16%	-15%	6%	-11%	6%	6%	6%	6%
直播及增值服务	37%	29%	16%	21%	25%	25%	24%	24%
广告	46%	10%	16%	0%	12%	14%	19%	22%
电商及其他	16%	4%	3%	8%	10%	14%	15%	12%
占比								
游戏	27%	21%	25%	19%	25%	19%	23%	17%
直播及增值服务	41%	43%	38%	38%	44%	46%	40%	39%
广告	21%	24%	23%	26%	20%	23%	24%	27%
电商及其他	12%	12%	13%	18%	11%	12%	13%	17%
毛利润 (百万元)								
毛利润	807	738	1,054	1,205	1,266	1,360	1,709	1,927
毛利率	16.0%	15.0%	18.2%	19.7%	21.7%	23.7%	25.2%	26.7%
销售费用率								
销售费用率	24.8%	23.9%	21.2%	22.0%	20.0%	18.0%	16.0%	14.0%
管理费用率								
管理费用率	10.6%	12.7%	9.4%	9.2%	9.1%	8.9%	8.8%	8.6%
研发费用率								
研发费用率	20.0%	23.1%	19.5%	22.0%	20.0%	18.0%	16.0%	14.0%
Non-GAAP 经营利润 (百万元)								
Non-GAAP 经营利润	-1,656	-1,895	-1,549	-1,738	-1,297	-922	-715	-356
Non-GAAP 经营利润率	-32.8%	-38.6%	-26.7%	-28.4%	-22.2%	-16.1%	-10.5%	-4.9%
Non-GAAP 净利润 (百万元)								
Non-GAAP 净利润	-1,653	-1,964	-1,763	-1,824	-1,554	-1,173	-963	-599
Non-GAAP 净利润率	-32.7%	-40.0%	-30.4%	-29.8%	-26.6%	-20.4%	-14.2%	-8.3%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com