

【广发传媒&海外】哔哩哔哩(BILI)

/哔哩哔哩 (W-09626)

毛利率环比改善，加速优化成本结构

| 公司评级 | 买入-美股/买入-H |
|------|--------------------|
| 当前价格 | 15.40 美元/108.6 港元 |
| 合理价值 | 20.85 美元/162.87 港元 |
| 前次评级 | 买入/买入 |
| 报告日期 | 2022-11-30 |

核心观点:

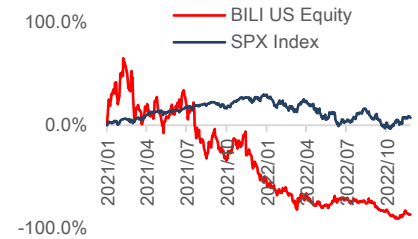
- **哔哩哔哩发布 22Q3 季报:** 总收入 58 亿元, YoY/QoQ+11%/+18%, 符合预期。毛利率为 18.2%, YoY/QoQ -1pct/+3pct, 和游戏恢复正增长及直播分成收窄有关。运营利润率为-32%, 同比收缩 4pct, 环比收缩 13pct。经调整净利润-17.7 亿元, 低于一致预期的-18.4 亿元, 亏损额环比收窄。经调整利润率为-30% (22Q2 为-40%, 21Q3 为-31%)。
- **用户和内容保持双向繁荣, 多元场景拓展流量空间。** MAU 为 3.33 亿, YoY/QoQ +25%/+9%。DAU 为 9030 万人, YoY/QoQ +25%/+8%。用户单日时长 96 分钟 (YoY/QoQ +9%/+8%)。Story Mode 竖屏视频日均播放量同比增长高达 473%。月付费用户数达到 2850 万人, YoY/QoQ +19%/+4%。大会员数量 2040 万人, YoY/QoQ +12%/+3%。
- **宏观改善+形式拓宽+优化效率推动广告环比修复, 海外游戏推动游戏收入转正。** 游戏收入为 14.7 亿元, YoY/QoQ +6%/+41%。直播和 VAS 收入 22.1 亿元, YoY/QoQ +16%/+5%。广告收入为 13.6 亿元, YoY/QoQ +16%/+17%。其他收入为 7.6 亿元, YoY/QoQ +3%/+26%。运营费用 29 亿元, 低于市场一致预期的 32 亿元, 其中销售费用缩减至 12.3 亿元, YoY/QoQ -25%/+5%。
- **盈利预测与投资建议:** 广告和游戏复苏快于行业, 但增速仍受外部环境拖累, 我们略下调 22-23 年收入预测至 219、260 亿元。Non-GAAP 归母净亏损预计 22-23 年为 68 亿元/26 亿元。采用每用户估值给予公司合理价值为 20.85 美元/ADS (162.87 港元/股), 对应 22 年收入为 2.7 倍 PS, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 持续加大营销, 内容成本扩大, 用户增长不及预期的风险。

盈利预测:

| 货币单位: 人民币 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 11,999 | 19,384 | 21,864 | 25,987 | 30,096 |
| 增长率 (%) | 77.0% | 61.5% | 12.8% | 18.9% | 15.8% |
| EBITDA (百万元) | -1,377 | -4,183 | -5,187 | -678 | 2,593 |
| NonGaap 归母净利润 (百万元) | -2,560 | -5,478 | -6,793 | -2,632 | 573 |
| NonGaap EPADS (元) | -7.40 | -14.42 | -16.99 | -6.58 | 1.42 |
| 市销率 (P/S) | 3.68 | 2.27 | 2.02 | 1.70 | 1.47 |
| 市盈率 (P/E) | - | - | - | - | 77 |
| ROE | -40% | -31% | -61% | -30% | -3% |
| EV/EBITDA | - | - | - | - | 17 |

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

相对市场表现



分析师:

旷实



SAC 执业号: S0260517030002



SFC CE No. BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

相关研究:

【广发传媒&海外】哔哩哔哩 2022-09-12

(BILI) /哔哩哔哩-

SW(09626.HK):疫情致收入继续承压, 社区生态保持健康

【广发传媒&海外】哔哩哔哩 2022-06-13

(BILI) /哔哩哔哩-

SW(09626.HK):疫情冲击广告和电商, 用户活跃和社区生态良好

【广发传媒&海外】哔哩哔哩 2022-03-06

(BILI) /哔哩哔哩-

SW(09626.HK):社区生态保持活跃, 广告持续高增

联系人: 周喆 010-59136890

zhouzhe@gf.com.cn

(本文的货币单位如无特别注明,单位均为人民币,汇率采用美元:人民币约为7.16:1;美元兑港币为7.81:1)

哔哩哔哩发布22Q3季报: 收入符合预期,毛利率环比出现提升,控费好于预期,亏损额环比收缩。

(1) 流量持续增长,3Q22总时长同增37%: MAU为3.33亿, YoY/QoQ +25%/+9%,市场一致预期为3.29亿。DAU达到9030万人, YoY/QoQ +25%/+8%,市场一致预期为8900万人。用户单日时长为96分钟,较22Q2的89分钟和去年21Q3的88分钟提升。付费用户数达到2850万,同比增长19%。

(2) 收入符合预期: 3Q22总收入为58亿元人民币, YoY/QoQ+11%/+18%,符合一致预期。其中: 游戏收入为14.7亿元, YoY/QoQ +6%/+41%,略超出一致预期的14亿元。直播和VAS收入22.1亿元, YoY/QoQ +16%/+5%,基本符合一致预期。广告收入为13.6亿元, YoY/QoQ +16%/+17%,一致预期为13.9亿元。其他收入为7.6亿元, YoY/QoQ +3%/+26%,略高于一致预期的6.7亿元。

(3) 22Q3毛利率为18.2%, YoY/QoQ -1pct/+3pct, 高于一致预期的17.4%,毛利率出现环比改善,我们认为毛利率改善和游戏恢复正增长及直播分成收窄有关。

(4) 运营费用29亿元,较市场一致预期的32亿元更低。其中: 管理费用为5.4亿元, YoY/QoQ+14%/-13%,一致预期为6.3亿元。销售费用为12.3亿元, YoY/QoQ -25%/+5%,一致预期为13.1亿元。研发费用为11.3亿元, YoY/QoQ +43%/+0%,一致预期为12.2亿元。

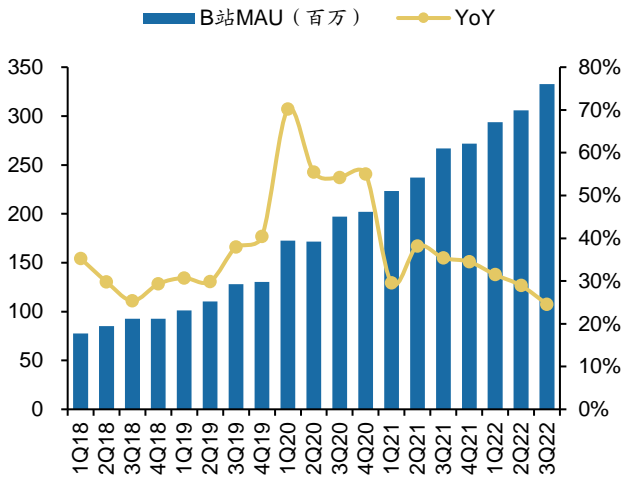
(5) 运营利润率为-32%, YoY亏损率收缩4pct, QoQ收缩13pct,一致预期为-38%。经调整净利润为-17.7亿元,亏损低于一致预期的-18.4亿元,亏损额环比有所收窄(22Q2为-19.7亿元,21Q3为-16.2亿元)。经调整利润率为-30%(22Q2为-40%,21Q3为-31%)。公司目前现金和等价物为239亿元。

(6) 4季度指引: 22Q4公司收入指引范围在60-62亿元人民币区间,中线较市场一致预期62.5亿元略低2%。

一、用户和内容保持双向繁荣,多元场景拓展流量空间

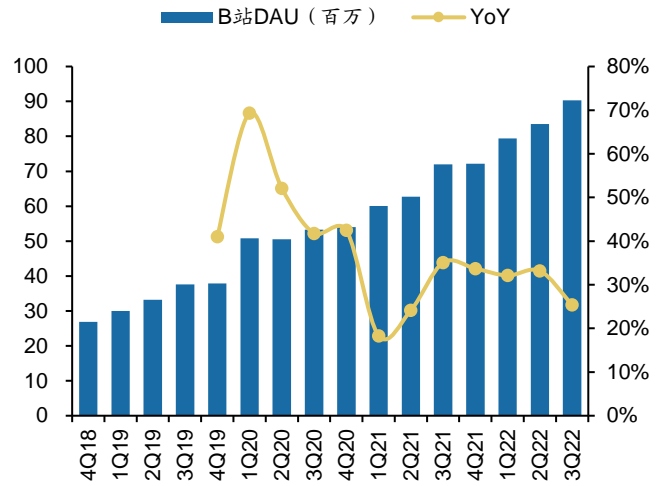
日活和月活实现同比25%同步高质量健康增长。22Q3 MAU为3.33亿, YoY/QoQ +25%/+9%。DAU达到9030万人, YoY/QoQ +25%/+8%。

图1：哔哩哔哩18Q1-22Q3月活情况和增速推移



数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

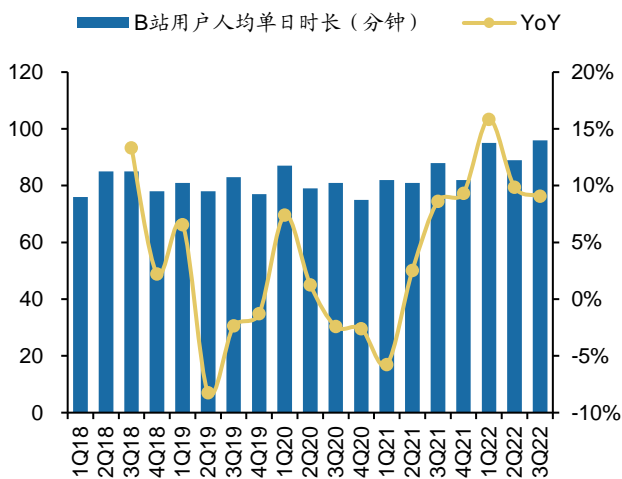
图2：哔哩哔哩18Q4-22Q3日活情况和增速推移



数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

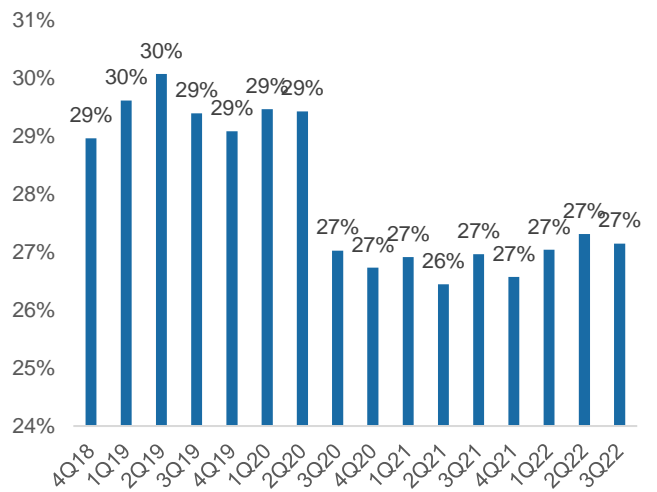
多元视频场景有效提升整体时长。Q3用户日均时长达到96分钟（YoY/QoQ +9%/+8%）。DAU/MAU比例为27%保持稳定。截至22Q3，通过100道社区考试答题的正式会员数量进一步提升至1.83亿，同比增长37%，正式会员12月留存率持续高于80%以上。随着包括Story Mode和大屏端等多场景视频形态的持续渗透，对用户不同使用场景实现深度渗透，成为用户时长进一步增长的有力驱动，推动用户总使用时长同比增长37%。

图3：哔哩哔哩18Q1-22Q3单用户日均时长推移



数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

图4：哔哩哔哩18Q4-22Q3 DAU/MAU比例推移

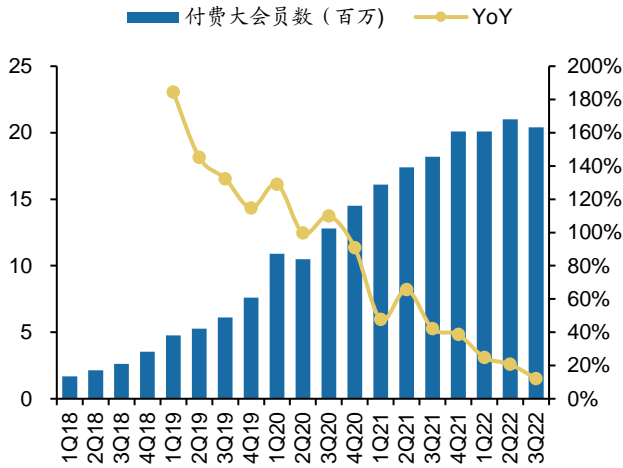


数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

OGV方面，推出优秀差异化精品内容，付费会员数量保持稳健。Q3公司在OGV内容上保持稳定上新节奏：国创动漫方面，颇具市场关注的《三体》动画宣布定档12月，同时《镇魂街第三季》、《凸变英雄X》等49部国创作品上新。电视剧方面，《三悦有了新工作》通过温情风格赢得优良口碑，豆瓣评分达到8.5分。另外，《众神之地》

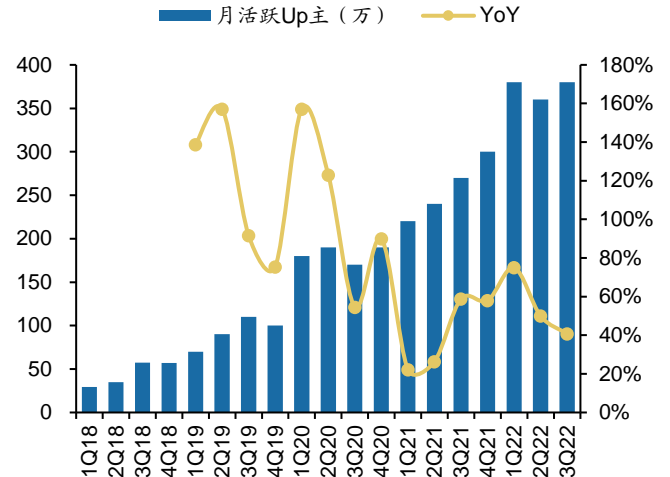
等优质纪录片和《我是特优声·剧团季》等综艺也保持了OGV内容的丰富性。此外，2021年B站跨年晚会还获得金鹰奖“最佳电视综艺节目”提名，公司在OGV内容的创造能力得到市场认可。在OGV内容的推动下，Q3公司大会员数量达到2040万人，同比增长12%，环比因内容延迟出现3%小幅下滑。

图5：哔哩哔哩18Q1-22Q3付费大会员数推移



数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

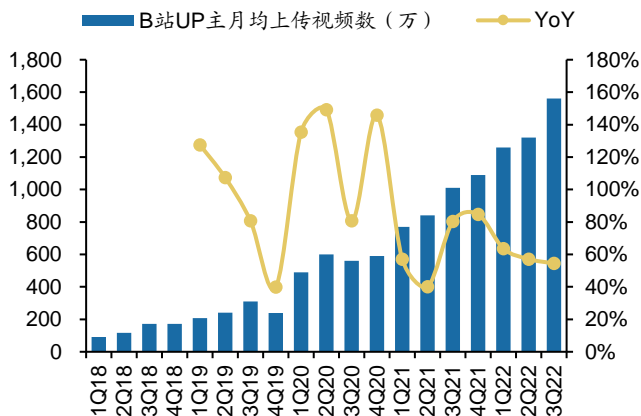
图6：月活跃Up主数量18Q1-22Q3推移



数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

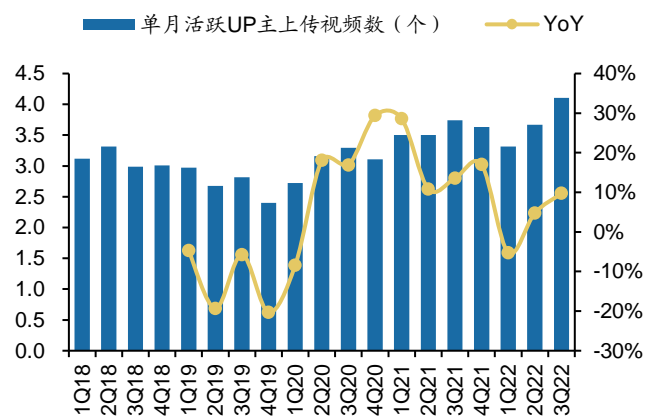
PUGV方面，优质Up主数量和内容输出能力进一步增强，粉丝积累和变现潜力持续释放。22Q3公司月活跃Up主为380万人，同比增长40%，增速快于MAU和DAU增速，内容供给保持健康增长趋势。Up主月上传视频量为1560万，同比增长54%。我们计算单Up主平均每月上传视频数量为4.1个，YoY/QoQ+10%/+12%，单创作者产能继续保持增长。随着创作者数量的不断增长，内容生态也得到不断丰富，Q3平台除游戏、动画和音乐等优势垂类外，在汽车、家居、装修、母婴等垂类的内容也进一步丰富。Up主变现持续优化提升，Q3通过直播、广告、创作激励计划等丰富渠道获得收入的Up主达到125万名，同比增长74%。

图7：Up主月均上传视频数18Q1-22Q3推移



数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

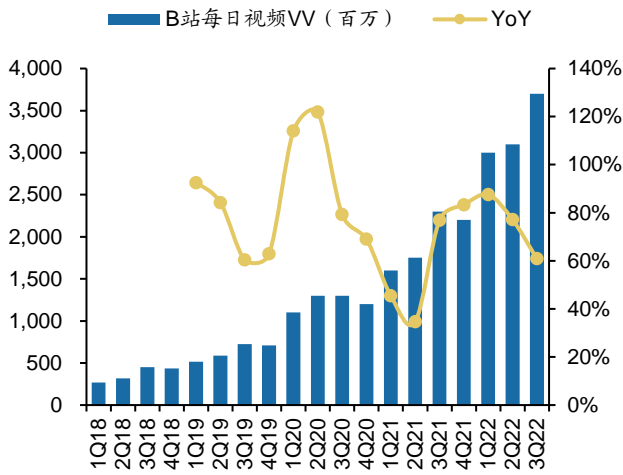
图8：单Up主月均上传视频数18Q1-22Q3推移



数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

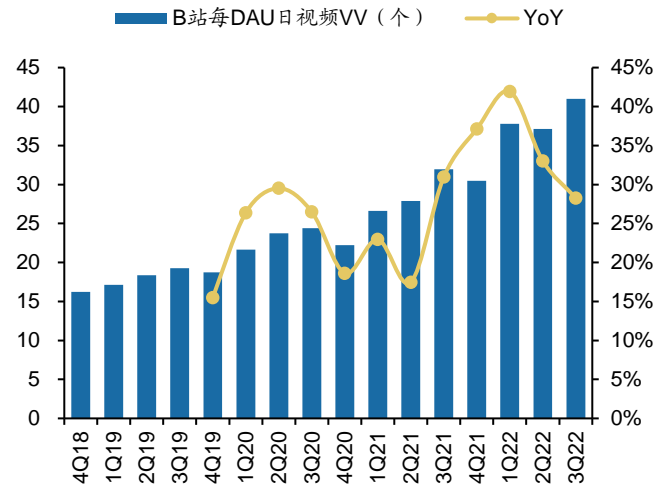
Story Mode播放量进一步快速提升，良好融入公司内容生态。22Q3哔哩哔哩每日视频VV量为37亿，不仅同比保持61%的较快增长，而且较22Q2也实现环比19%的提升，Story Mode一方面通过竖屏化+短视频化的内容形式，另一方面实现更高的分发效率和精准度，为Q3播放量带来显著增量提升，Q3 Story Mode竖屏视频日均播放量同比增长高达473%。平均每DAU消耗的视频数为41个，同比提升28%，环比也实现10%的增长。

图9：哔哩哔哩每日视频VV数18Q1-22Q3推移



数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

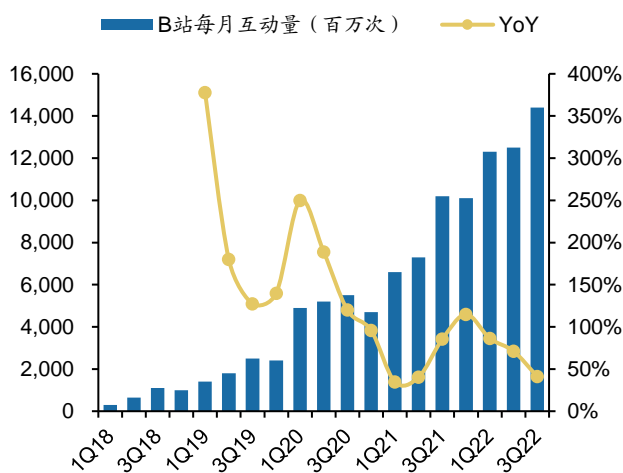
图10：平均每DAU日视频VV数18Q4-22Q3推移



数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

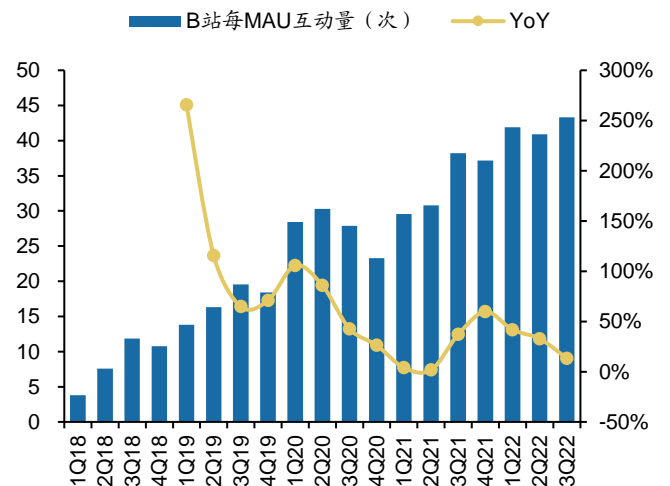
互动量Q3同环比进一步提升，用户活跃度持续健康。22Q3的月互动量为144亿次，同比提升41%，环比提升15%，我们估算平均每MAU的月互动次数为43.3次，同比提升13%，环比提升6%。

图11：哔哩哔哩月互动量18Q1-22Q3推移



数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

图12：哔哩哔哩每MAU互动次数18Q1-22Q3推移

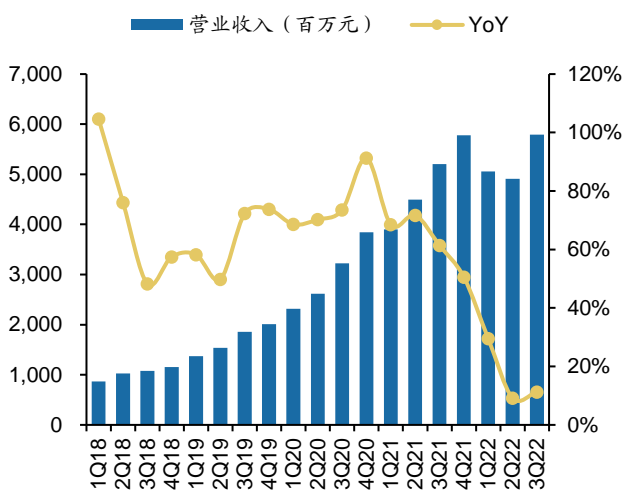


数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

二、部分业务边际改善，亏损环比实现收窄

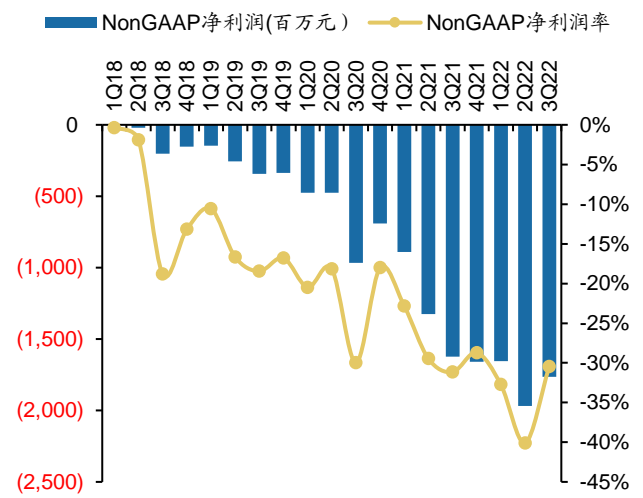
3Q22总收入为亿元人民币，YoY/QoQ+11%/+18%，符合一致预期。Q3疫情和宏观环境总体有所恢复但仍出现反复，公司进一步专注核心主业，部分业务出现环比边际稳健改善，同时继续强调深化降本增效，严格控制成本支出，推进组织架构优化和运营效率提升。Q3运营利润率为-32%，YoY亏损率收缩4pct，QoQ收缩13pct。经调整净利润为-17.7亿元，亏损额环比有所收窄（22Q2为-19.7亿元，21Q3为-16.2亿元）。经调整利润率为-30%（22Q2为-40%，21Q3为-31%）。

图13：哔哩哔哩营业收入情况推移18Q1-22Q3



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图14：哔哩哔哩NonGAAP净利润和净利润率18Q1-22Q3

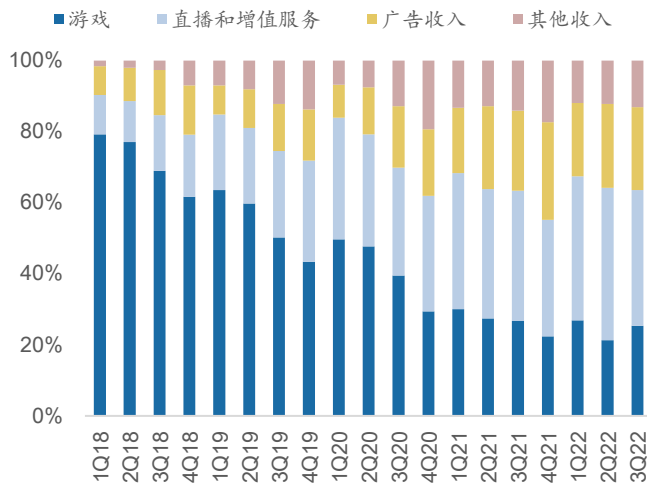


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

游戏和其他收入占比环比提升，游戏收入占比环比提升明显。22Q3广告收入占比为23%，同比提升0.9pct，环比略降0.2pct；直播和增值服务占比38%，同比提升1.5pct，环比下滑4.7pct；游戏占比为25%，同比下滑1.3pct，环比提升4.1pct；电商和其他占比13%，同比下滑1pct，环比提升0.8pct。

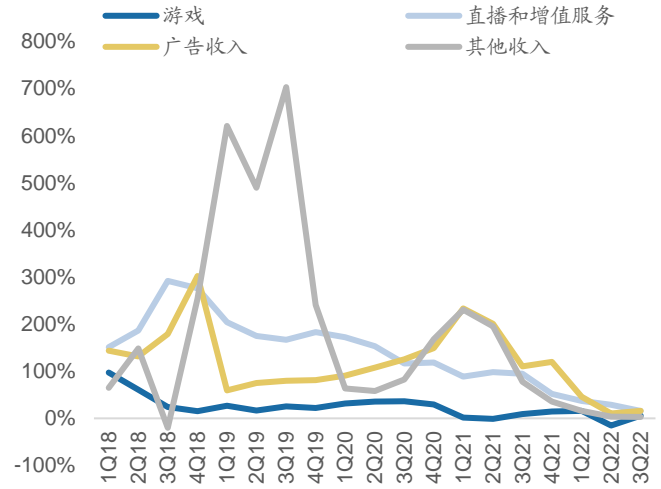
游戏同比收入实现回正，广告收入增速环比提升。22Q3游戏和广告环比出现修复，其中游戏（YoY+6%）较上季度的同比下滑已恢复正增长，广告增速（YoY+16%）较上季度有所加速，直播和VAS（YoY+16%）和其他收入（YoY+3%）增速较上季度出现放缓。

图15：哔哩哔哩营收各项构成推移18Q1-22Q3



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图16：哔哩哔哩营收各项收入增速18Q1-22Q3

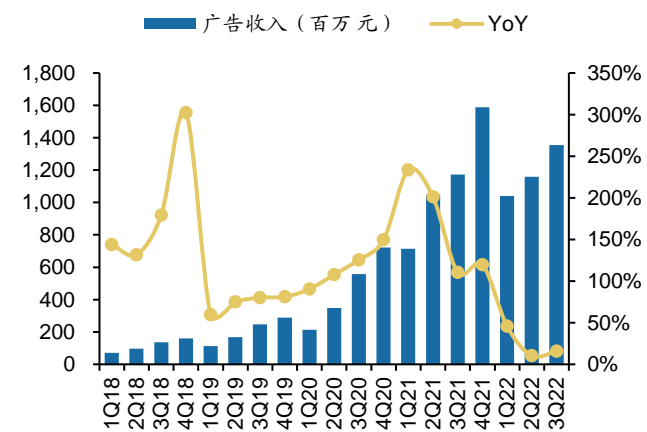


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

三、宏观改善+形式拓宽+优化效率，广告环比修复

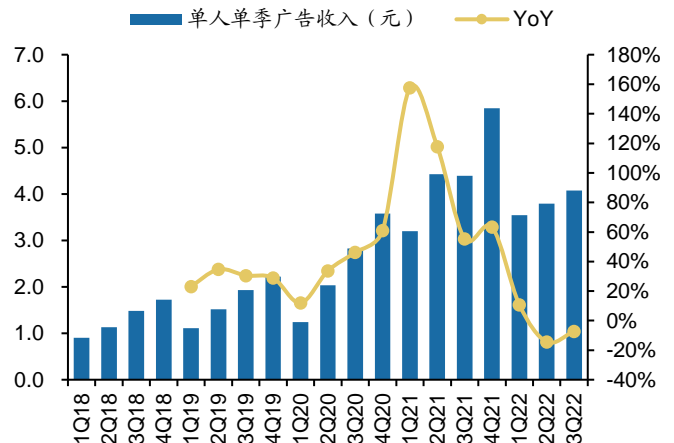
广告收入为13.6亿元，YoY/QoQ +16%/+17%，一致预期为13.9亿元。随着Q3疫情和宏观环境一定程度改善，公司广告同环比增速回暖，但一方面由于Q3后期疫情有所反复，另一方面考虑到公司自身广告特点，最终实际广告收入略低于一致预期。Q3广告商业化方面存在两个亮点：一是随着Story Mode的流量持续渗透，Story Mode的商业化进展不断推进，带来广告收入的增量空间；二是公司进一步升级“花火”平台功能，花火平台入驻Up主同比增长121%，接单Up数量同比增长96%。此外，今年双十一公司增加参与度，有效推动平台电商行业商业化收入同比增长超100%。22Q3公司前五大广告主行业分别为游戏、数码家电、美妆护肤、汽车和食品饮料，汽车行业增长显著。

图17：哔哩哔哩18Q1-22Q3广告收入和增速



数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

图18：哔哩哔哩18Q1-22Q3单人单季广告价值

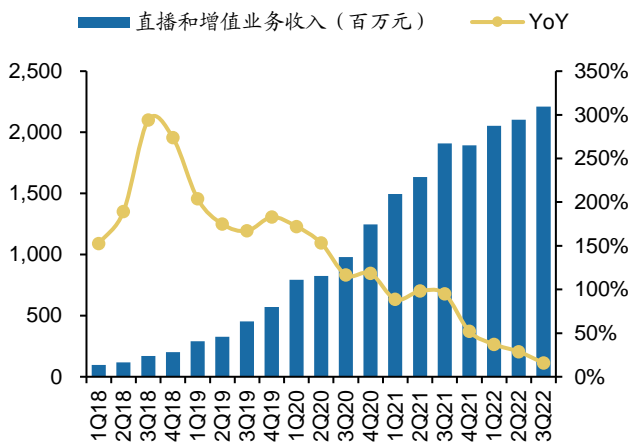


数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

四、直播生态健康成长，海外游戏增长推动游戏收入转正

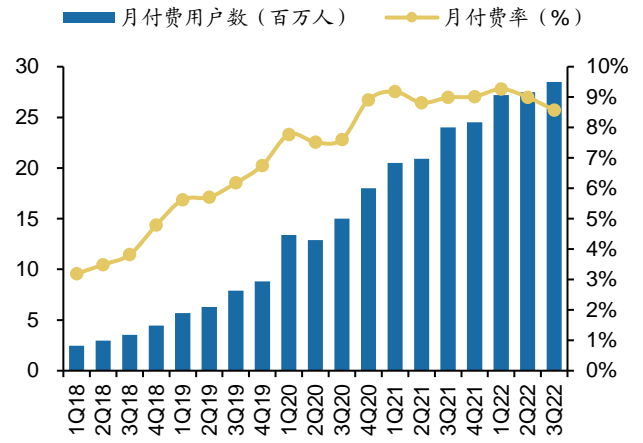
22Q3直播和VAS收入22.1亿元，YoY/QoQ +16%/+5%，基本符合一致预期。直播业务的稳健增长推动直播+VAS收入增长。公司直播生态继续健康成长，用户和主播双方进入良性循环，Q3公司月均活跃主播数同比增长67%，直播月均付费用户数同比增长79%。Q3公司进一步推进直播和PUGV内容实现一体化，直播内容已成为用户内容消费重要选择。

图19：哔哩哔哩18Q1-22Q3 VAS收入和增速推移



数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

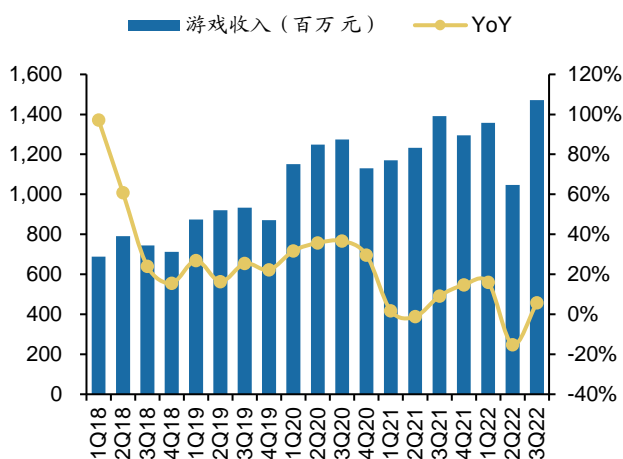
图20：月付费用户数和付费率18Q1-22Q3推移



数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

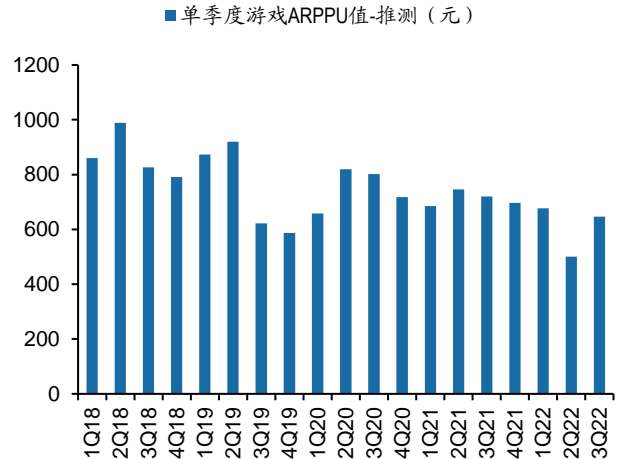
22Q3游戏收入为14.7亿元，YoY/QoQ +6%/+41%，略超出一致预期的14亿元。Q3游戏收入明显回暖，主要因公司海外上线多款新游戏贡献增量。Pipeline方面，国内公司已获得2款游戏版号，同时多款游戏处于最后审批阶段，此外公司预计还将在国内和海外发行多款ACG主题自研游戏，坚持推进“自研精品、全球发行”战略。

图21：哔哩哔哩18Q1-22Q3游戏收入和增速



数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

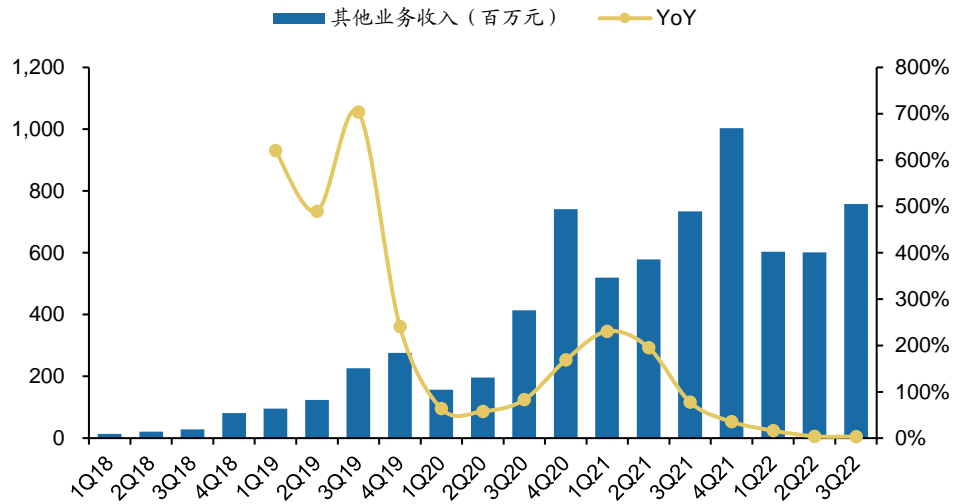
图22：哔哩哔哩18Q1-22Q3游戏ARPPU推测价值



数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

22Q3电商和其他收入为7.6亿元, YoY/QoQ +3%/+26%, 高于一致预期的6.7亿元。今年双十一公司联合天猫首次参与, 主要为天猫等平台承担引流的角色, 开放多个站内推广入口资源, 有效提升从种草到购买的转化效果。

图23: 哔哩哔哩18Q1-22Q3电商和其他收入 and 增速情况



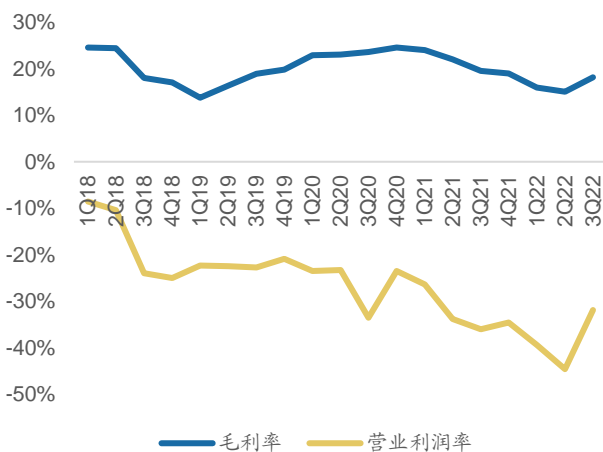
数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

五、销售费用持续缩减, 整体运营费用低于预期

22Q3毛利率为18.2%, YoY/QoQ -1pct/+3pct, 高于一致预期的17.4%。毛利率出现环比改善, 我们认为毛利率改善和游戏恢复正增长及直播分成收窄有关。

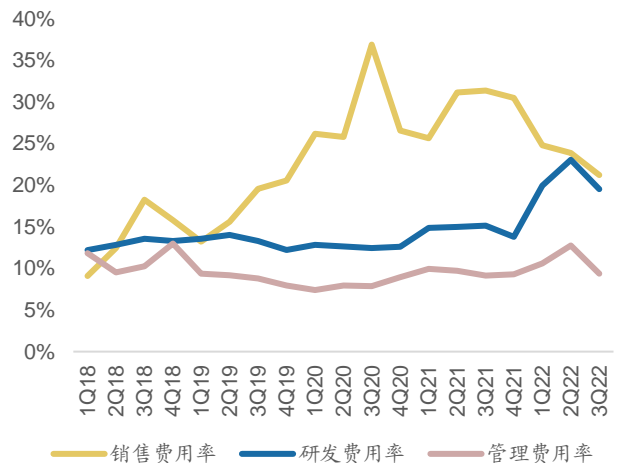
运营费用29亿元, 较市场一致预期的32亿元更低。管理费用为5.4亿元, YoY/QoQ+14%/-13%, 一致预期为6.3亿元。销售费用为12.3亿元, YoY/QoQ -25%/+5%, 一致预期为13.1亿元。研发费用为11.3亿元, YoY/QoQ +43%/+0%, 一致预期为12.2亿元。

图24: 哔哩哔哩毛利率和营业利润率推移



数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

图25: 哔哩哔哩销售、研发、管理费用率推移



数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

六、盈利预测和投资建议

模型预测调整：我们调整2022-2023年公司的月活增速预计为23%和20%，月活规模分别达到3.34亿人和4.01亿人。我们按照收入预测计算，单个月活的月ARPU值约在2022-2023年分别达到5.5元/人、5.4元/人。预计2022-2023年付费用户达到2752万和3048万。

表 1：2022-2023 年公司收入、MAU 和付费人数预测

| 项目 | 2016A | 2017A | 2018A | 2019A | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 公司收入 (百万元) | 523 | 2,468 | 4,129 | 6,778 | 11,999 | 19,384 | 21,864 | 25,987 |
| YoY | 299% | 372% | 67% | 64% | 77% | 62% | 13% | 19% |
| MAU (百万人) | 49 | 72 | 93 | 130 | 202 | 272 | 334 | 401 |
| YoY | | 45% | 29% | 40% | 55% | 35% | 23% | 20% |
| 平均 MAU 用户收入 (元) | 0.9 | 2.9 | 3.7 | 4.3 | 5.0 | 5.9 | 5.5 | 5.4 |
| YoY | | 225% | 29% | 17% | 14% | 20% | -8% | -1% |
| 付费人数 (百万人) | 1 | 1 | 4 | 9 | 18 | 22 | 27.52 | 30.48 |
| YoY | | 66% | 301% | 98% | 105% | 25% | 22% | 11% |

数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

我们预计2022-23年游戏收入同比增长-1%和9%，分别达到50.4亿元和54.8亿元。广告短期受疫情导致品牌承压，但效果类广告有所提升，我们调整2022-23年广告收入增速预期至14%和29%，分别达到51.4亿元和66.2亿元。直播增速和流量增速较为匹配，大会员收入因会员数增长放缓，增速慢于直播业务，预计直播和增值服务收入2022-23年同比增长25%和16%，达到86.5亿元和100.7亿元。其他收入（以会员购、线下票务为主）预计在2022-23年同比增长7%和26%，达到30.4亿元和38.2亿元。综合以上我们预计2022-2023年公司主营业务收入分别增长13%和19%，整体绝对值将达到218.6亿元和259.9亿元。

表 2：2022-2023 年公司各项收入预测

| 项目 | 2016A | 2017A | 2018A | 2019A | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E |
|------------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 公司收入 (百万元) | 523 | 2,468 | 4,129 | 6,778 | 11,999 | 19,384 | 21,864 | 25,987 |
| YoY (%) | | 372% | 67% | 64% | 77% | 62% | 13% | 19% |
| 手游收入 | 342 | 2,058 | 2,936 | 3,598 | 4,803 | 5,091 | 5,036 | 5,478 |
| YoY (%) | | 501% | 43% | 23% | 34% | 6% | -1% | 9% |
| 直播和增值服务收入 | 80 | 176 | 586 | 1,641 | 3,846 | 6,935 | 8,653 | 10,068 |
| YoY (%) | | 122% | 232% | 180% | 134% | 80% | 25% | 16% |
| 广告收入 | 61 | 159 | 463 | 817 | 1,843 | 4,523 | 5,136 | 6,623 |
| YoY (%) | | 162% | 191% | 76% | 126% | 145% | 14% | 29% |
| 其他收入 | 41 | 75 | 143 | 722 | 1,507 | 2,834 | 3,038 | 3,817 |
| YoY (%) | | 84% | 92% | 403% | 109% | 88% | 7% | 26% |

数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

Q3毛利率在Q2触底后呈现环比复苏，4季度预计进一步改善。我们预计2022-23年业务毛利率为17%和21%，同比分别下降4pct，增长4pct。3季度营销费用已经得到

有效控制，未来公司加强对DAU增长的运营，减少对MAU的考核，也会一定程度降低营销费用的开支水平，我们预计2022-2023年销售费用率占收入比收缩至22%和17%。管理层在电话会上重申了2024年实现经调整运营利润层面的盈亏平衡的目标。公司近期也开始在管理费用和研发费用方面开始降本增效措施，我们预计2022年的公司的经调整归母净亏损率为31%，2023年亏损率收缩至10%。

表 3：2022-2023 年公司主要成本项和利润率预测

| 项目 | 2018A | 2019A | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E |
|----------------------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 公司主营业务成本 (百万元) | 3,273 | 5,588 | 9,159 | 15,341 | 18,075 | 20,402 |
| YoY (%) | 71% | 71% | 64% | 67% | 18% | 13% |
| 毛利率 (%) | 21% | 18% | 24% | 21% | 17% | 21% |
| YoY (-) | -2Pct | -3Pct | 6Pct | -3Pct | -4Pct | 4Pct |
| 销售费用 (百万元) | 586 | 1,199 | 3,492 | 5,795 | 4,832 | 4,442 |
| 销售费用率 (%) | 14% | 18% | 29% | 30% | 22% | 17% |
| Non-GAAP 归母净利润 (百万元) | -429 | -1,067 | -2,560 | -5,478 | -6,793 | -2,632 |
| Non-GAAP 归母净利润率 (%) | -10% | -16% | -21% | -28% | -31% | -10% |

数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

投资建议：公司毛利率出现环比改善，战略层面降低对MAU的考核，强化DAU的提升，有利于减少获客成本，本季度开始公司也更重视开启降本增效加速减亏，由于游戏和广告行业复苏仍受外部环境影响，我们略下调整公司2022-2023年的收入预测至219亿元和260亿元。Non-GAAP归母净亏损预计在2022-23年分别为68亿元、26亿元。现阶段，我们主要采用每用户估值对公司定价，按单用户25美元估值（参考可比公司Snap单用户估值25美元），对应预期2022年末哔哩哔哩3.34亿月活跃用户，我们给予哔哩哔哩合理价值为20.85美元/ADS、162.87港元/股，对应2022、2023年PS倍数为2.7X和2.3X，维持“买入”评级。

表 4：哔哩哔哩可比公司对比估值

| 公司名称 | 货币单位 | 公司当前市值 (百万 LC) | 2022E 营收 (百万 LC) | 2022E PS | 22Q3 日活规模 (百万) | 单用户市值价值 (美元 /DAU) | 22Q3 月活规模 (百万) | 单用户市值价值 (美元/MAU) |
|------------------|------|----------------|------------------|----------|----------------|-------------------|----------------|------------------|
| 可比广告媒体公司估值 | | | | | | | | |
| 腾讯控股 | 港币 | 2,738,411 | 608,316 | 4.0 | 1,256 | 278 | 1,883 | 187 |
| Snapchat | 美元 | 15,873 | 4,611 | 3.4 | 363 | 44 | 637 | 25 |
| Meta Platforms | 美元 | 288,435 | 116,080 | 2.5 | 1980 | 146 | 2,960 | 97 |
| 可比社交和社区类公司平均估值水平 | | | | 3.3X | | 173 \$/DAU | | 113 \$/MAU |
| 哔哩哔哩 | 美元 | 5,035 | 3,054 | 1.6 | 90 | 56 | 333 | 15 |

数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

注：股价取 11 月 29 日收盘价，2022 年营收预测均取 Bloomberg 一致预期。我们根据国内短视频平台 DAU/MAU 水平为 50~60%估算 Snapchat 的 MAU，我们参考 Facebook 的 DAU/MAU 为 66%，估算腾讯社交产品的 DAU。

表 5: 哔哩哔哩 22Q3 业绩与市场一致预期比较

| 单位: 百万元 | | | | | | 3Q22 | | | |
|-------------|--------------|---------------|---------------|------|------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| | | | | | | 市场一致 预期 | 实际 VS 一致预期 | 广发预测 | 实际 VS 广发预测 |
| | 3Q21A | 2Q21A | 3Q22A | QoQ | YoY | | | | |
| MAU,mn | 267 | 306 | 333 | 9% | 25% | 329 | 1% | 329 | 1% |
| DAU,mn | 72 | 83.5 | 90.3 | 8% | 25% | 89 | 1% | 90 | 1% |
| 收入 | 5,207 | 4,909 | 5,794 | 18% | 11% | 5,726 | 1% | 5,763 | 1% |
| 游戏 | 1,392 | 1,046 | 1,471 | 41% | 6% | 1,412 | 4% | 1,456 | 1% |
| 直播和 VAS | 1,909 | 2,103 | 2,210 | 5% | 16% | 2,228 | -1% | 2,233 | -1% |
| 广告 | 1,172 | 1,158 | 1,355 | 17% | 16% | 1,385 | -2% | 1,373 | -1% |
| 其他 | 734 | 601 | 758 | 26% | 3% | 673 | 13% | 701 | 8% |
| 主营业务成本 | 4188 | 4171 | 4739 | 14% | 13% | 4,692 | 1% | 4,838 | -2% |
| 毛利率 (%) | 19.6% | 15.0% | 18.2% | 3% | -1% | 17.4% | 1% | 16.1% | 2% |
| 管理费用 | 475 | 626 | 543 | -13% | 14% | 629 | -14% | 651 | -16% |
| 营销费用 | 1,633 | 1,172 | 1,229 | 5% | -25% | 1,308 | -6% | 1,226 | 0% |
| 研发费用 | 788 | 1,132 | 1,131 | 0% | 43% | 1,224 | -8% | 1,260 | -10% |
| 运营利润率 (%) | -36% | -45% | -32% | 13% | 4% | -38% | 6% | -38% | 6% |
| 净利润 | 2,677 | -2,007 | -1,713 | 15% | 36% | -2,153 | 20% | -2,224 | 23% |
| 调整后净利润 | 1,622 | -1,968 | -1,765 | 10% | -9% | -1,835 | 4% | -1,897 | 7% |
| 调整后净利润率 (%) | -31% | -40% | -30% | 10% | 1% | -32% | 2% | -33% | 2% |
| | 低线 | 高线 | 中线 | | | 市场预期 | 指引中线 vs 市场预期 | | |
| 4Q22 收入指引 | 6,200 | 6,000 | 6,100 | | | 6,254 | -2% | | |

数据来源: 一致预期取 Bloomberg 数据, 公司季报, 广发证券发展研究中心

七、风险提示

公司持续加大营销的风险。如果公司持续高投入获取用户, 导致难以形成稳定的盈利模型, 则难以同过用户增长的模式带动扭亏为盈。

内容成本扩大的风险。如果公司持续加大在长视频领域的内容采买, 或持续增加内容自制方面的投入, 或带来内容投入回报率不确定的挑战, 导致投资ROI较低的风险。

用户增长不及预期的风险。如果B站用户较快达到天花板, 则难以进一步开拓用户群体, 从而做大收入规模和商业化的迭代空间都会受到负面影响。

| | 单位：百万元 | | | | |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 至 12 月 31 日 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 流动资产 | 15740 | 36447 | 26480 | 26394 | 29831 |
| 货币资金 | 4678 | 7523 | 17048 | 15034 | 17934 |
| 应收及预付 | 2984 | 6231 | 5912 | 7758 | 8207 |
| 存货 | 0 | 0 | 0 | 1 | 2 |
| 其他流动资产 | 8077 | 22693 | 3519 | 3602 | 3689 |
| 非流动资产 | 8126 | 15606 | 13652 | 13877 | 14027 |
| 长期股权投资 | 2233 | 5503 | 5503 | 5503 | 5503 |
| 固定资产 | 762 | 1350 | 597 | 601 | 601 |
| 在建工程 | 0 | 0 | 0 | 1 | 2 |
| 无形资产 | 1296 | 2338 | 2338 | 2338 | 2338 |
| 其他长期资产 | 3835 | 6415 | 5214 | 5435 | 5584 |
| 资产总计 | 23866 | 52053 | 40131 | 40272 | 43858 |
| 流动负债 | 7392 | 12071 | 15106 | 16613 | 18362 |
| 短期借款 | 100 | 1232 | 1232 | 1232 | 1232 |
| 应付及预收 | 4312 | 6994 | 8022 | 9055 | 9715 |
| 其他流动负债 | 2980 | 3845 | 5853 | 6326 | 7415 |
| 非流动负债 | 8692 | 18266 | 12297 | 12297 | 12297 |
| 长期借款 | 8341 | 17784 | 11815 | 11815 | 11815 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 351 | 482 | 482 | 482 | 482 |
| 负债合计 | 16083 | 30337 | 27403 | 28910 | 30658 |
| 股本 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| 资本公积 | 14634 | 35955 | 33439 | 34891 | 37300 |
| 留存收益 | -7175 | -13971 | -20432 | -23233 | -23802 |
| 归属母公司股东权 | 7600 | 21704 | 12728 | 11378 | 13219 |
| 少数股东权益 | 182 | 12 | 0 | -16 | -19 |
| 负债和股东权益 | 23866 | 52053 | 40131 | 40272 | 43858 |

| | 单位：百万元 | | | | |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|
| 至 12 月 31 日 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 营业收入 | 11999 | 19384 | 21864 | 25987 | 30096 |
| 营业成本 | 9159 | 15341 | 18075 | 20402 | 21890 |
| 营业税金及附加 | 0 | 0 | 0 | 1 | 2 |
| 销售费用 | 3492 | 5795 | 4832 | 4442 | 3667 |
| 管理费用 | 976 | 1838 | 2278 | 1681 | 2111 |
| 研发费用 | 1513 | 2840 | 4485 | 3091 | 3005 |
| 利息收入 | 83 | 70 | 257 | 358 | 358 |
| 公允价值变动收益 | 96 | 10 | 563 | -20 | -20 |
| 投资净收益 | 28 | -194 | -366 | 0 | 0 |
| 营业利润 | -2892 | -6558 | -7441 | -3317 | -265 |
| 营业外收入 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外支出 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | -3001 | -6713 | -7648 | -3396 | -343 |
| 所得税 | 53 | 95 | 118 | 68 | 58 |
| GAAP 净利润 | -3054 | -6809 | -7766 | -3463 | -402 |
| 少数股东损益 | 42 | 20 | 12 | 16 | 16 |
| GAAP 净利润 | -3012 | -6789 | -7754 | -3447 | -386 |
| Non-GAAP 归母净利润 | -2560 | -5478 | -6793 | -2632 | 573 |
| Non-GAAPEPADS (元) | -7.4 | -14.4 | -17.0 | -6.6 | 1.4 |

| | 单位：百万元 | | | | |
|----------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| 至 12 月 31 日 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 经营活动现金流 | 753 | -2647 | -1700 | 308 | 5368 |
| 净利润 | -3054 | -6809 | -7766 | -3463 | -402 |
| 折旧摊销 | 1837 | 2629 | 2618 | 2951 | 3170 |
| 营运资金变动 | 1487 | -9 | 1854 | -339 | 1299 |
| 其它 | 483 | 1542 | 1594 | 1159 | 1301 |
| 投资活动现金流 | -8907 | -24578 | 17195 | -2322 | -2469 |
| 资本支出 | 2239 | 3687 | 2918 | 3177 | 3320 |
| 投资变动 | -5545 | -14788 | 26829 | 7571 | 7567 |
| 其他 | -1122 | -6103 | -6716 | -6716 | -6716 |
| 筹资活动现金流 | 8335 | 30389 | -5969 | 0 | 0 |
| 银行借款 | -77 | 1015 | 0 | 0 | 0 |
| 债权融资 | 5595 | 10086 | -5969 | 0 | 0 |
| 股权融资 | 2817 | 19288 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 现金净增加额 | -285 | 2845 | 9525 | -2014 | 2900 |
| 期初现金余额 | 4963 | 4678 | 7523 | 17048 | 15034 |
| 期末现金余额 | 4678 | 7523 | 17048 | 15034 | 17934 |

主要财务比率

| 至 12 月 31 日 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力(%) | | | | | |
| 营业收入增长 | 77% | 62% | 13% | 19% | 16% |
| 营业利润增长 | 137% | 127% | 13% | -55% | -92% |
| 公司净利润增长 | 140% | 114% | 24% | -61% | -122% |
| 获利能力(%) | | | | | |
| 毛利率 | 24% | 21% | 17% | 21% | 27% |
| 净利率 | -25% | -35% | -35% | -13% | -1% |
| ROE | -40% | -31% | -61% | -30% | -3% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 67% | 58% | 68% | 72% | 70% |
| 净负债比率 | 108% | 76% | 83% | 93% | 80% |
| 流动比率 | 66% | 70% | 66% | 66% | 68% |
| 速动比率 | 66% | 70% | 66% | 66% | 68% |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 61% | 51% | 47% | 65% | 72% |
| 应收账款周转率 | 1334% | 1591% | 1497% | 1268% | 1268% |
| 存货周转率 | - | - | - | - | - |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | -9.0 | -18.0 | -19.4 | -8.7 | -1.0 |
| 每股经营现金流 | 2.2 | -7.0 | -4.3 | 0.8 | 13.3 |
| 每股净资产 | 22.0 | 57.1 | 31.8 | 28.5 | 32.7 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/S | 3.68 | 2.27 | 2.02 | 1.70 | 1.47 |
| P/E | - | - | - | - | 77 |
| EV/EBITDA | - | - | - | - | 17 |

广发传媒行业研究小组

- 旷 实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
- 叶 敏 婷：资深分析师，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 徐 呈 隽：资深分析师，复旦大学世界经济学硕士、浙江大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。
- 周 喆：高级研究员，香港理工大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 卢 丝 雨：高级研究员，硕士，毕业于上海交通大学，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 张 丰 淇：研究员，硕士，毕业于伦敦政治经济学院，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 毛 珩：研究员，上海交通大学管理学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 杨 琳 琳：海外互联网首席分析师，华中科技大学管理科学与工程硕士、管理学学士，2012年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

| | 广州市 | 深圳市 | 北京市 | 上海市 | 香港 |
|------|-------------------------------|---------------------------------|-------------------------|----------------------------------|-------------------------------|
| 地址 | 广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼 | 深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层 | 北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层 | 上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼 | 香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼 |
| 邮政编码 | 510627 | 518026 | 100045 | 200120 | - |
| 客服邮箱 | gfzqyf@gf.com.cn | | | | |

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。