

# 哔哩哔哩-W (9626.HK) 3Q23 点评

**DAU 破亿但远未及天花板，广告+直播双引擎驱动增长，减亏推进符合预期**

**买入(维持评级)**

当前价格: 87.3HKD

目标价格: 201.05HKD

## 投资要点:

**流量创新高，DAU实现破亿里程碑；创作生态活跃度高，活跃up主DAU增速快于DAU增速。**

1) **流量端**: B站3Q23 DAU达到1.03亿(yoy+14%)，MAU3.41亿(yoy+2%)，日均使用时长100分钟，DAU/MAU达到30.2% (前高为2Q19)，均创下新高，CEO陈睿今年提出主站移动端DAU要在现有基础上翻一倍的目标；日均vv数 yoy+26%至47亿次，其中story mode日均vv yoy+45%；月均互动数 yoy+18%至170亿。2) **创作者端**: 日均活跃UP主yoy+21%，粉丝过万的up主 yoy+36%，月均上传视频数yoy+37%至21亿条。

**收入端，广告、直播业务依然为核心驱动，游戏环比改善。**

B站3Q23收入58亿元，其中游戏9.92亿元(yoy-33%)、直播和VAS业务25.95亿元(yoy+17%)、广告16.38亿元(yoy+21%)、IP及衍生品5.8亿元(yoy-23%)。

1) **场景流量价值持续挖掘中，以电商为核心增量的效果广告增速较快。**3Q23，B站效果广告yoy+40%，其中电商广告yoy+90%。双11期间，电商平台广告流水yoy+80%，视频和直播带货GMV yoy+251%，显示强劲增长势头。得益于广告基建的后链路转化更为完善，品牌方在B站投放ROI更清晰可控，双11期间淘天在B站投放新客率达到50%，部分品类高达80-90%，看好后续品牌方投放的持续性增量。2) **直播供给更加丰富，包括活跃up主增长和直播玩法丰富，深化场景的付费空间。**3Q23 B站月度开播主播达到~100万，日均有收入的主播数yoy+~40%；通过互动小游戏等方式，促进用户对直播参与度，当前直播DAU渗透率处于低位，长期看有较大提升空间；B站虚拟区用户有较高的付费纵深，拉动ARPPU提升。3) **游戏业务注重差异化打法，4Q进一步精简了内容开发团队、终止了部分项目。**3Q23游戏收入环比增长11%，老游戏表现稳定，但因期间新上线的《闪耀！优俊少女》上线10天后遭暂停下载至今未有恢复，预计4Q相关收入贡献有所下降。

**毛利率新高，费用结构优化，组织效率持续提升。**

受益于高毛利的效果广告占比提升、直播业务分成改善，3Q23 B站毛利率提升至24.99%(yoy+6.79pp, qoq+1.84pp)；总费用率为44%(yoy-6.05pp, qoq-3.17pp)，并实现了经营现金流转正。据业绩会交流，管理层预计23年底总员工数降至9000人左右(同比下降~2000人)，进一步提升组织架构灵活性。

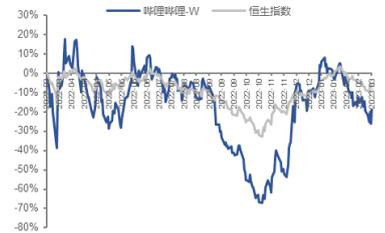
**盈利预测与投资建议**: 因核心代理游戏遭暂停下载的意外影响，我们下调游戏收入和全年收入预测，预计B站23-25年营业收入分别为225/272/321亿元(前次: 23-25年234/285/337亿元)，毛利54/77/103亿元(前次: 23-24年58/80/107亿元)，**目标价201.05HKD，维持“买入”评级。**

**风险提示**: 运营表现不及预期、宏观经济恢复不及预期、游戏上线延缓或表现不及预期、行业监管风险。

## 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	415/332
总市值/流通市值(百万港元)	36252/28944
每股净资产(元)	37.24
资产负债率(%)	54.34
一年内最高/最低(港元)	224/87.3

## 一年内股价相对走势



## 团队成员

分析师 陈泽敏

执业证书编号: S0210522050002

邮箱: czm3779@hfzq.com.cn

分析师 杨岚

执业证书编号: S0210522110001

邮箱: yanglan@hfzq.com.cn

## 相关报告

- 《核心商业化指标表现优异，AI 打开长期展望》-哔哩哔哩-W (9626.HK) 2Q23 点评 23.8-20
- 《广告增长快于大盘，游戏即将迎来拐点，大幅减亏进行时》-哔哩哔哩-W (9626.HK) 1Q23 点评
- 《23年有望大幅减亏，规模增长向利润增长切换》-哔哩哔哩-W (9626.HK) 2Q23 点评-23.3-3

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入(百万元)	19,384	21,899	22,474	27,185	32,150
增长率	62%	13%	3%	21%	18%
净利润(百万元)	-6,789	-7,497	-4,614	-1,152	1,491
增长率	-125%	-10%	38%	75%	229%
EPS(元/股)	-16.35	-18.05	-11.11	-2.77	3.59
市盈率(P/E)	-4.9	-4.4	-7.2	-28.6	22.1
市净率(P/B)	1.5	2.2	3.1	3.5	3.0

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

图表 1: 哔哩哔哩 2017-2025E 业绩拆分与预测

单位: 百万元	2017	2018	2019	2020	2021	2022	前次预测			本次预测		
							2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
<b>分业务营收</b>												
移动游戏	2058.23	2936.33	3597.81	4803.38	5090.93	5021.29	4418.74	5744.36	6318.79	4102.89	5128.61	5641.47
yoy		42.7%	22.6%	33.5%	6.0%	-1.4%	-12.0%	30.0%	10.0%	-18.3%	25.0%	10.0%
直播和增值服务	176.44	585.64	1641.04	3845.66	6934.89	8715.17	10283.90	12135.00	14319.30	9802.28	11566.69	13648.69
yoy		231.9%	180.2%	134.3%	80.3%	25.7%	18.0%	18.0%	18.0%	12.5%	18.0%	18.0%
广告	159.16	463.49	817.02	1842.77	4523.42	5066.21	6434.09	8106.95	10251.24	6373.32	8030.38	10154.42
yoy		191.2%	76.3%	125.5%	145.5%	12.0%	27.0%	26.0%	26.5%	25.8%	26.0%	26.5%
电商和其他	74.62	143.47	722.05	1507.16	2834.45	3096.50	2260.44	2531.69	2784.86	2195.94	2459.46	2705.40
yoy		92.3%	403.3%	108.7%	88.1%	9.2%	-27.0%	12.0%	10.0%	-29.1%	12.0%	10.0%
<b>营业总收入</b>	<b>2468.45</b>	<b>4128.93</b>	<b>6777.92</b>	<b>11998.98</b>	<b>19383.69</b>	<b>21899.17</b>	<b>23397.17</b>	<b>28518.01</b>	<b>33674.20</b>	<b>22474.43</b>	<b>27185.14</b>	<b>32149.99</b>
yoy		67.27%	64.16%	77.03%	61.54%	12.98%	6.84%	21.89%	18.08%	2.63%	20.96%	18.26%
平台型收入YoY		191%	167%	126%	99%	18%	12.4%	20.0%	20.1%	8.8%	20.1%	20.2%
平台型收入占比	17%	29%	47%	60%	74%	77.1%	81.1%	79.9%	81.2%	81.7%	81.1%	82.5%
营业成本	1919.24	3273.49	5587.67	9158.80	15340.54	18049.87	17643.55	20511.65	23005.18	17087.18	19459.41	21876.13
占收比	77.75%	79.28%	82.44%	76.33%	79.14%	82.42%	75.41%	71.93%	68.32%	76.03%	71.58%	68.04%
<b>毛利</b>	<b>549.21</b>	<b>855.44</b>	<b>1190.25</b>	<b>2840.18</b>	<b>4043.15</b>	<b>3849.29</b>	<b>5753.61</b>	<b>8006.36</b>	<b>10669.02</b>	<b>5387.25</b>	<b>7725.73</b>	<b>10273.86</b>
毛利率	22.25%	20.72%	17.56%	23.67%	20.86%	17.58%	24.59%	28.07%	31.68%	23.97%	28.42%	31.96%
毛利yoy		55.76%	39.14%	138.62%	42.36%	-4.79%	49.47%	39.15%	33.26%	39.95%	43.41%	32.98%
研发费用	280.09	537.49	894.41	1512.97	2839.86	4765.36	4679.43	4277.70	4377.65	4223.02	3805.92	3858.00
费用率	11.35%	13.02%	13.20%	12.61%	14.65%	21.76%	20.00%	15.00%	13.00%	18.79%	14.00%	12.00%
营销费用	232.49	585.76	1198.52	3492.09	5794.85	4920.75	3977.52	3422.16	3367.42	3797.97	3262.22	3215.00
费用率	19.99%	25.36%	26.42%	37.24%	28.78%	22.47%	17.00%	12.00%	10.00%	16.90%	12.00%	10.00%
一般及行政费用	260.90	461.17	592.50	976.08	1837.51	2521.13	2339.72	2138.85	2020.45	2114.17	2038.89	1929.00
费用率	10.57%	11.17%	8.74%	8.13%	9.48%	11.51%	10.00%	7.50%	6.00%	9.41%	7.50%	6.00%
<b>总运营费用</b>	<b>773.48</b>	<b>1584.42</b>	<b>2685.43</b>	<b>5981.14</b>	<b>10472.22</b>	<b>12207.24</b>	<b>10996.67</b>	<b>9838.71</b>	<b>9765.52</b>	<b>10135.16</b>	<b>9107.02</b>	<b>9002.00</b>
总费用率	41.90%	49.54%	48.36%	57.98%	52.91%	55.74%	47.00%	34.50%	29.00%	45.10%	33.50%	28.00%

数据来源: 公司财报、华福证券研究所

图表：财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	10,173	5,619	6,796	8,037	营业收入	21,899	22,474	27,185	32,150
应收款项合计	4,317	5,555	6,719	7,946	营业成本	18,050	17,087	19,459	21,876
存货	437	414	472	530	毛利	3,849	5,387	7,726	10,274
其他流动资产	9,526	11,412	13,696	16,433	营业开支	12,207	10,135	9,107	9,002
流动资产合计	24,453	23,000	27,683	32,946	销售费用	4,921	3,798	3,262	3,215
固定资产净额	1,227	3,117	4,836	6,401	管理费用	2,521	2,114	2,039	1,929
权益性投资	1,923	1,923	1,923	1,923	研发费用	4,765	4,223	3,806	3,858
其他长期投资	3,728	4,846	7,269	10,904	营业总支出	30,257	27,222	28,566	30,878
商誉及无形资产	7,052	9,888	12,257	14,234	营业利润	-8,358	-4,748	-1,381	1,272
土地使用权	0	89	216	322	净利息支出	-30	-91	-198	-246
其他非流动资产	3,448	3,447	3,447	3,448	其他非经营性损益	924	120	120	120
非流动资产合计	17,378	23,310	29,948	37,232	非经常项目前利润	-7,404	-4,537	-1,063	1,638
<b>资产总计</b>	<b>41,831</b>	<b>46,310</b>	<b>57,631</b>	<b>70,178</b>	除税前利润	-7,404	-4,537	-1,063	1,638
应付账款及票据	4,292	4,885	5,241	5,782	所得税	104	87	64	82
循环贷款	6,621	23,622	35,734	45,183	少数股东损益	-11	-11	25	64
其他流动负债	6,180	6,948	7,928	8,929	持续经营净利润	-7,498	-4,613	-1,152	1,492
流动负债合计	17,093	35,455	48,903	59,894	归属普通股股东净利润	-7,497	-4,614	-1,152	1,491
长期借贷	8,683	-517	-1,517	-1,517	non-gaap 归母净利润	-6,692	-3,164	479	3,420
其他非流动负债	815	815	815	815	EPS (最新股本摊薄)	-18.05	-11.11	-2.77	3.59
非流动负债合计	9,498	298	-702	-702					
<b>负债总计</b>	<b>26,591</b>	<b>35,753</b>	<b>48,201</b>	<b>59,192</b>					
归属母公司所有者权益	15,238	10,566	9,414	10,905					
少数股东权益	2	-9	16	80					
<b>股东权益总计</b>	<b>15,240</b>	<b>10,557</b>	<b>9,430</b>	<b>10,986</b>					
<b>负债及股东权益总计</b>	<b>41,831</b>	<b>46,310</b>	<b>57,631</b>	<b>70,178</b>					

主要财务比率				
	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	13.0%	2.6%	21.0%	18.3%
归母公司净利润增长率	-10.4%	38.5%	75.0%	229.4%
<b>获利能力</b>				
毛利率	17.6%	24.0%	28.4%	32.0%
净利率	-34.2%	-20.5%	-4.2%	4.6%
ROE	-40.6%	-35.8%	-11.5%	14.7%
ROA	-16.0%	-10.5%	-2.2%	2.3%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	63.6%	77.2%	83.6%	84.3%
流动比率	1.4	0.6	0.6	0.6
速动比率	1.4	0.6	0.6	0.5
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	-18.1	-11.1	-2.8	3.6
每股经营现金流	-9.4	-8.2	1.3	9.4
每股净资产	36.7	25.4	22.7	26.3
<b>估值比率</b>				
P/E	-4	-7	-29	22
P/B	2	3	4	3
EV/EBITDA	-74	-86	440	75

现金流量表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	<b>-3,911</b>	<b>-3,417</b>	<b>560</b>	<b>3,886</b>
净利润	-7,497	-4,614	-1,152	1,491
折旧和摊销	3,566	1,274	1,914	2,463
营运资本变动	955	132	80	221
其他非现金调整	-935	-210	-283	-290
<b>投资活动现金流</b>	<b>10609</b>	<b>-8970</b>	<b>-10693</b>	<b>-12339</b>
资本支出	-2,738	-6,200	-6,200	-6,200
长期投资	-148	-1,118	-2,423	-3,635
其他长期资产	13,496	-1,652	-2,070	-2,504
<b>融资活动现金流</b>	<b>-4,355</b>	<b>7,833</b>	<b>11,310</b>	<b>9,694</b>
借款增加	-3,712	7,801	11,112	9,449
股利分配	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
其他融资活动现金流	-643	32	198	245

数据来源：公司报告、华福证券研究所

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（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，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。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，之后可能会随情况的变化而调整。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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 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；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn