

研究所:

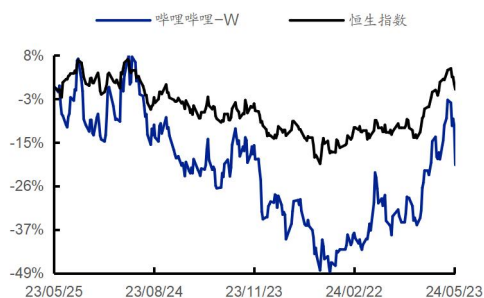
 证券分析师: 陈梦竹 S0350521090003
 chenmz@ghzq.com.cn

 证券分析师: 尹芮 S0350522110001
 yinr@ghzq.com.cn

广告增长强劲, 关注重点游戏《三国: 谋定天下》 6 月上线表现

——哔哩哔哩-W (9626.HK) 2024Q1 财报点评

最近一年走势



| 相对恒生指数表现 | 2024/05/24 | | |
|----------|------------|-------|--------|
| 表现 | 1M | 3M | 12M |
| 哔哩哔哩-W | 8.1% | 31.8% | -23.2% |
| 恒生指数 | 8.2% | 11.3% | -2.7% |

| 市场数据 | 2024/05/24 |
|---------------|--------------|
| 当前价格 (港元) | 106.30 |
| 52 周价格区间 (港元) | 67.80-151.30 |
| 总市值 (百万港元) | 43,873.11 |
| 流通市值 (百万港元) | 43,873.11 |
| 总股本 (万股) | 41,272.92 |
| 流通股本 (万股) | 41,272.92 |
| 日均成交额 (百万港元) | 913.57 |
| 近一月换手 (%) | 26.66 |

相关报告

《哔哩哔哩-W (9626.HK) 2024Q1 财报前瞻: 广告业务表现强劲, 亏损同比大幅收窄 (买入)*数字媒体*陈梦竹, 尹芮》——2024-04-17

《哔哩哔哩-W (9626.HK) 2023Q4 财报点评: 整体符合预期, 2024 年持续推进降本增效策略 (买入)*数字媒体*陈梦竹, 尹芮》——2024-03-09

《哔哩哔哩-W (9626.HK) 2023Q3 财报点评: 营收符合预期, 经调整亏损同比大幅收窄 (买入)*数字媒体*陈梦竹, 尹芮》——2023-12-01

事件:

5 月 23 日, 公司公告 2024Q1 季报, 实现营业收入 57 亿元 (YoY+12%, QoQ-11%), 经调整归母净利润-4.4 亿元, 亏损同比大幅收窄。

我们的观点:

- **1、运营情况:** 2024Q1 平台用户流量保持健康增长, MAU 同比增长 8%至 3.415 亿, DAU 同比增长 9%至 1.02 亿, DAU/MAU 比例提升, 用户粘性指标向好。
- **2、主要财务指标:** 哔哩哔哩 2024Q1 实现营业收入 57 亿元 (YoY+12%, QoQ-11%), 其中移动游戏业务 9.83 亿元 (YoY-13%, QoQ-2%), 增值服务 25.29 亿元 (YoY+17%, QoQ-11%), 广告业务 16.69 亿元 (YoY+31%, QoQ-14%), IP 衍生品及其他业务 4.84 亿元 (YoY-5%, QoQ-13%)。毛利率同比提升至 28.3% (yoy+6.6pct, qoq+2.2pct), 各项费用率同比持续改善, 销售费用率 16% (yoy-1.0pct, qoq-1.4pct), 研发费用率 17.0% (yoy-3.2pct, qoq-3.9 持平), 行政费用率 9% (yoy-1.9pct, qoq+1.3pct), 经调整归母净利润-4.4 亿元, 亏损同比大幅收窄, 环比进一步改善。
- **3、手游业务:** 2024Q1 营收同比下滑 13%至 9.83 亿元, 承压原因主要系若干老游戏的营业额减少。游戏业务 2024 年整体战略将更为聚焦核心优质产品, 公司头部游戏《命运-冠位指定(Fate/Grand Order)》近期表现良好, 独家授权的策略游戏《三国: 谋定天下》计划于 2024 年 6 月 13 日发行, 据财新网报道该游戏全网预约人数超过 200 万, 公司还计划在第三季度推出一款来自日本的角色扮演类游戏《炽焰天穹》, 有望给下半年游戏带来增量贡献。
- **4、增值业务:** 2024Q1 营收同比增长 17%到 25.29 亿元。B 站持续强化直播内容供给, 通过与视频生态更加深度地协同, 将更多游戏、虚拟主播和娱乐等优势视频品类的内容融入直播, 同时通过更加精细化的运营, 进一步提升直播业务毛利率。大会员业务方面, 大会员总数在一季度保持稳定增长, 达 2190 万, 其中超 80%是年度订阅或自动续费会员。

《哔哩哔哩-W (9626.HK) 2023Q2 财报点评: 广告及直播业务增速亮眼, 降本增效稳步推进(买入)*数字媒体*陈梦竹, 尹芮》——2023-08-21

《哔哩哔哩-W (9626.HK) 2023Q1 财报点评: 经调整净亏损持续收窄, 广告及直播业务增长稳健, 新游密集定档暑期(买入)*数字媒体*陈梦竹, 尹芮》——2023-06-05

■ **5、广告业务:** 2024Q1 营收同比增长 31% 到 16.69 亿元, 主要是由于公司提供的广告产品优化及广告效率提升。伴随着“大开环”战略的推进, B 站交易生态正在不断繁荣, “618” 期间, B 站将坚持“开环”, 与阿里、京东、拼多多和唯品会等平台合作, 提供更智能的投放分析工具, 为广告主提供精细化运营支持。据 COO 李旻在电话会议中表示, 今年“618”来自电商平台预算涨幅超过 30%, 商家预算同比增长超过 250%, 有望驱动 Q2 广告强健增长。随着商业化进程的深化, B 站的投放体系持续完善, 进一步提升广告投放效率。2024 年 3 月, B 站在移动端上线全新投放工具“必火推广”, 该产品整合了“起飞推广”中的个人服务, 基于原工具进行系统性升级, 在优化内容加热、直播进房、账号成长等功能外, 新增营销经营服务。

■ **盈利预测和投资评级** 预计公司 FY2024-2026 年营收分别为 259/295/336 亿元, NON-GAAP 归母净利为 -3.6/15.7/24.1 亿元, 对应 PS 分别为 1.6x/1.4x/1.2x。公司平台内容生态壁垒深厚, 且用户参与度及留存率稳定向上, 我们给予其 2024 年目标单 MAU 估值 150 元人民币对应市值 540 亿元、目标 PS 2.2X 对应目标市值 569 亿元、SOTP 估值 525 亿元, 对应折中目标市值 545 亿元人民币, 2024 年 Target Price 129 元/142 港元, 维持“买入”评级。

■ **风险提示** 宏观经济增长不及预期风险, 游戏版号获取、游戏研发及上线不及预期风险, 竞争加剧风险, 用户流失风险, 互联网估值调整风险, 政策监管风险等。

| 预测指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|--------|-------|--------|-------|
| 主营收入(百万元) | 22528 | 25863 | 29508 | 33611 |
| 增长率(%) | 3 | 15 | 14 | 14 |
| 归母净利润(百万元) | -5040 | -1248 | 288 | 925 |
| 增长率(%) | 33 | 75 | 123 | -221 |
| 摊薄每股收益(元) | -11.96 | -2.96 | 0.68 | 2.20 |
| ROE(%) | -44 | -11 | 2 | 6 |
| Non-GAAP 归母净利润 | -3425 | -362 | 1571 | 2412 |
| 增长率(%) | 48.82 | 89.42 | 533.55 | 53.47 |
| PE (经调整) | - | - | 28.50 | 18.57 |
| PS | 1.81 | 1.58 | 1.38 | 1.21 |

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

单位人民币, 换算汇率为 5 月 24 日实时汇率 1 港元=0.91 人民币

图 1: 哔哩哔哩核心财务指标 (百万元)

| RMB,mn | | 2023Q1A | 2023Q2A | 2023Q3A | 2023Q4A | 2024Q1A | 2024Q2E | 2024Q3E | 2024Q4E | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|-------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|---------------|---------------|---------------|
| 运营指标 | | | | | | | | | | | | | |
| MAU | mn | 315 | 324 | 341 | 336 | 342 | 355 | 373 | 369 | 329 | 360 | 367 | 374 |
| | yoy % | 7% | 6% | 3% | 3% | 8% | 10% | 9% | 10% | 5% | 9% | 2% | 2% |
| DAU | mn | 94 | 97 | 103 | 100 | 102 | 110 | 116 | 118 | 98 | 112 | 120 | 127 |
| | yoy % | 18% | 16% | 14% | 8% | 9% | 14% | 12% | 18% | 14% | 14% | 8% | 6% |
| 人均单日使用时长 | min | 94 | 100 | 95 | 105 | 96 | 100 | 97 | 105 | 96 | 100 | 102 | 104 |
| 收入指标 | | | | | | | | | | | | | |
| 总收入 | | 5,070 | 5,304 | 5,805 | 6,349 | 5,665 | 6,109 | 6,645 | 7,445 | 22,528 | 25,863 | 29,508 | 33,611 |
| | yoy % | 0% | 8% | 0% | 3% | 12% | 15% | 14% | 17% | 3% | 15% | 14% | 14% |
| 手游 | mn | 1,132 | 891 | 992 | 1,007 | 983 | 938 | 1,091 | 1,201 | 4,021 | 4,212 | 4,655 | 5,120 |
| | yoy % | -17% | -15% | -33% | -12% | -13% | 5% | 10% | 19% | -20% | 5% | 11% | 10% |
| 直播和增值服务 | mn | 2,156 | 2,302 | 2,595 | 2,857 | 2,529 | 2,677 | 2,970 | 3,199 | 9,910 | 11,376 | 12,150 | 13,244 |
| | yoy % | 5% | 9% | 17% | 22% | 17% | 16% | 14% | 12% | 14% | 15% | 7% | 9% |
| 广告 | mn | 1,272 | 1,573 | 1,638 | 1,929 | 1,669 | 2,009 | 2,091 | 2,544 | 6,412 | 8,312 | 10,609 | 12,942 |
| | yoy % | 22% | 36% | 21% | 28% | 31% | 28% | 28% | 32% | 27% | 30% | 28% | 22% |
| IP衍生品及其他业务收入 | mn | 510 | 539 | 580 | 556 | 484 | 485 | 493 | 500 | 2,185 | 1,963 | 2,095 | 2,305 |
| | yoy % | -15% | -10% | -23% | -51% | -5% | -10% | -15% | -10% | -29% | -10% | 7% | 10% |
| 费用及利润指标 | | | | | | | | | | | | | |
| 毛利润 | mn | 1,104 | 1,228 | 1,450 | 1,660 | 1,605 | 1,772 | 2,193 | 2,531 | 5,224 | 8,082 | 10,033 | 11,428 |
| | yoy % | 37% | 66% | 38% | 33% | 45% | 44% | 51% | 52% | 36% | 55% | 24% | 14% |
| 毛利率 | % | 22% | 23% | 25% | 26% | 28% | 29% | 33% | 34% | 23% | 31% | 34% | 34% |
| 销售费用 | mn | 880 | 918 | 992 | 1,125 | 927 | 977 | 997 | 1,042 | 3,916 | 3,943 | 3,836 | 4,369 |
| | yoy % | -30% | -22% | -19% | -11% | 5% | 6% | 0% | -7% | -20% | 1% | -3% | 14% |
| 研发费用 | mn | 1,027 | 1,047 | 1,066 | 1,327 | 965 | 977 | 930 | 1,042 | 4,467 | 3,915 | 4,131 | 4,369 |
| | yoy % | 2% | -7% | -6% | -11% | -6% | -7% | -13% | -21% | -6% | -12% | 6% | 6% |
| 管理费用 | mn | 572 | 540 | 499 | 512 | 532 | 489 | 532 | 596 | 2,122 | 2,148 | 2,361 | 2,353 |
| | yoy % | 7% | -14% | -8% | -37% | -7% | -9% | 7% | 16% | -16% | 1% | 10% | 0% |
| 销售费用率 | % | 17% | 17% | 17% | 18% | 16% | 16% | 15% | 14% | 17% | 15% | 13% | 13% |
| 研发费用率 | % | 20% | 20% | 18% | 21% | 17% | 16% | 14% | 14% | 20% | 15% | 14% | 13% |
| 管理费用率 | % | 11% | 10% | 9% | 8% | 9% | 8% | 8% | 8% | 9% | 8% | 8% | 7% |
| 经调整经营利润 | mn | (1,066) | (929) | (755) | (635) | (512) | (351) | 61 | 210 | (3,385) | (592) | 748 | 1,389 |
| | % | -21% | -18% | -13% | -10% | -9% | -6% | 1% | 3% | -15% | -2% | 3% | 4% |
| 经调整归母净利润 | mn | (1,029) | (963) | (878) | (556) | (440) | (347) | 135 | 289 | (3,425) | (362) | 1,571 | 2,412 |
| | % | -20% | -18% | -15% | -9% | -8% | -5% | 5% | 6% | -15% | -1% | 5% | 7% |

资料来源: 公司财报, 国海证券研究所

附表：哔哩哔哩-W 盈利预测表（股价单位港元，其余人民币，换算汇率为 5 月 24 日实时汇率 1 港元=0.91 人民币）

| 证券代码: | 9626.HK | | 股价: | 106.30 | 投资评级: | 买入 | 日期: | 2024/05/24 | |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 财务指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 每股指标与估值 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 盈利能力 | | | | | 每股指标 | | | | |
| ROE | -44% | -11% | 2% | 6% | EPS | -11.96 | -2.96 | 0.68 | 2.20 |
| 毛利率 | 23% | 31% | 34% | 34% | BVPS | 33.47 | 31.89 | 34.06 | 34.06 |
| 期间费率 | 27% | 24% | 21% | 20% | 估值 | | | | |
| 销售净利率 | -22% | -5% | 1% | 3% | P/E | - | - | 141.37 | 44.04 |
| 成长能力 | | | | | P/B | 2.83 | 3.26 | 2.34 | 1.89 |
| 收入增长率 | 3% | 15% | 14% | 14% | P/S | 1.81 | 1.58 | 1.38 | 1.21 |
| 利润增长率 | 33% | 75% | 123% | -221% | | | | | |
| 营运能力 | | | | | 利润表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 总资产周转率 | 0.68 | 0.76 | 0.73 | 0.73 | 营业收入 | 22528 | 25863 | 29508 | 33611 |
| 应收账款周转率 | 14.31 | 14.04 | 14.04 | 14.04 | 营业成本 | 17304 | 17781 | 19475 | 22183 |
| 偿债能力 | | | | | 销售费用 | 3916 | 3943 | 3836 | 4369 |
| 资产负债率 | 57% | 63% | 57% | 53% | 管理费用 | 2122 | 2148 | 2361 | 2353 |
| 流动比 | 1.03 | 0.89 | 1.11 | 1.28 | 财务费用 | -378 | -70 | 25 | 9 |
| 速动比 | 0.85 | 0.89 | 0.86 | 0.88 | 其他费用/(-收入) | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 营业利润 | -5282 | -1925 | -295 | 336 |
| 现金及现金等价物 | 7192 | 6164 | 11636 | 17040 | 营业外净收支 | -46 | 676 | 734 | 744 |
| 应收款项 | 1574 | 1842 | 2102 | 2394 | 利润总额 | -4950 | -1178 | 414 | 1071 |
| 短期投资 | 2653 | 2653 | 2653 | 2653 | 所得税费用 | -79 | -92 | -148 | -168 |
| 其他流动资产 | 11419 | 10660 | 16391 | 22087 | 净利润 | -5029 | -1270 | 266 | 903 |
| 流动资产合计 | 18727 | 18359 | 24639 | 30894 | 少数股东损益 | 11 | -22 | -22 | -22 |
| 固定资产 | 715 | 1187 | 1385 | 1335 | 归属于母公司净利润 | -5040 | -1248 | 288 | 925 |
| 无形资产及其他 | 6353 | 6941 | 6878 | 6693 | 现金流量表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 长期投资 | 4367 | 4367 | 4367 | 4367 | 经营活动现金流 | 3128 | 4639 | 6328 | 7899 |
| 资产总计 | 33159 | 33853 | 40267 | 46287 | 净利润 | -5040 | -1248 | 288 | 925 |
| 短期借款 | 7456 | 7456 | 7456 | 7456 | 少数股东权益 | 11 | -22 | -22 | -22 |
| 应付款项 | 4334 | 4872 | 5336 | 6078 | 折旧摊销 | 4390 | 3857 | 3701 | 3932 |
| 其他流动负债 | 5969 | 8124 | 9098 | 10193 | 投资活动现金流 | 6495 | -2085 | -1909 | -1866 |
| 流动负债合计 | 18104 | 20710 | 22184 | 24062 | 固定资产投资 | -876 | -901 | -1035 | -1180 |
| 长期借款及应付债券 | 1 | 1 | 1 | 1 | 短期投资 | 10437 | 1970 | 1970 | 1970 |
| 其他长期负债 | 650 | 650 | 650 | 650 | 其他 | 10439 | 18931 | 1064 | 1210 |
| 长期负债合计 | 651 | 651 | 651 | 651 | 筹资活动现金流 | 20000 | 20000 | 2000 | 2000 |
| 负债合计 | 18755 | 21361 | 22835 | 24713 | | | | | |
| 股东权益 | 14098 | 13435 | 14347 | 14348 | 现金净增加额 | 19236 | -151 | 1366 | 5403 |
| 负债和股东权益总计 | 33159 | 33853 | 40267 | 46287 | | | | | |

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【海外小组介绍】

陈梦竹，行业首席分析师，南开大学本科&硕士，6年证券从业经验，专注于全球内容&社交互联网、消费互联网、科技互联网板块研究。

尹芮，分析师，康奈尔大学硕士，中国人民大学本科，3年证券从业经验，主要覆盖内容&社交互联网方向。

张娟娟，分析师，上海财经大学硕士，三年产业工作经验，曾任职于阿里、美团，主要覆盖生活互联网方向。

林臻，研究助理，中国人民大学本科，港科大硕士，主要覆盖科技互联网方向。

罗婉琦，研究助理，伦敦政治经济学院硕士，主要覆盖消费互联网方向。

卢瑞琪，研究助理，复旦大学硕士，主要覆盖科技互联网方向。

【分析师承诺】

陈梦竹，尹芮，本报告中的分析师均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、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。