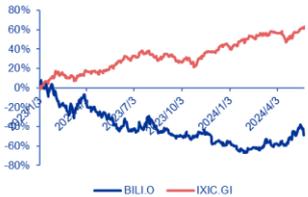


互联网 | 公司研究
2024年5月26日买入
维持评级

市场数据：2024年5月24日

收盘价(美元)	13.94
纳斯达克指数	16920.79
52周最高/最低价-美元	19.15/8.80
市值(亿美元)	59
股本(百万股)	421
汇率(美元/人民币)	7.1

股价表现：



资料来源：Wind

证券分析师

林起贤
A0230519060002
linqx@swsresearch.com
夏嘉励
A0230522090001
xiajl@swsresearch.com
联系人
夏嘉励
xiajl@swsresearch.com

24Q1 广告业务超预期，盈利能力持续改善，关注 Q2 重点游戏新品上线

哔哩哔哩(BILI:US)

哔哩哔哩 24Q1 实现营业收入 57 亿元，同比增长 12%，略超一致预期；自 22Q4 后营收重回双位数同比增长，并且增速连续两个季度环比提升；调整后归母净亏损 4.4 亿元，好于一致预期（5.0 亿元），亏损绝对值同环比均收窄，对应亏损率缩窄至 8%。

用户保持健康增长，规模增加并且粘性提升。根据财报，24Q1，MAU 达 3.42 亿，同比增长 8%，环比增长 2%；DAU 达 1.02 亿，同比增长 9%，环比增长 2%；用户人均单日使用时长提升至 105 分钟，同比增加 9 分钟，环比增加 10 分钟。

广告业务超预期。根据财报，24Q1 广告业务收入为 17 亿元，同比增长 31%，超预期，增速连续两个季度环比提升，主要系广告产品优化及效率提升。B 站从去年起推出大开环电商战略，与淘宝、京东、拼多多等主要电商平台打通合作，带货类广告产品持续完善。广告投放前三大行业游戏、数码家电和电商优势进一步稳固，AI、汽车、母婴等新兴品类亦实现高速增长。算法侧优化推动优质广告库存增长，伴随商业化效率提升，预计广告业务将延续增长势能。根据财报，24Q1 增值业务收入为 25 亿元，同比增长 17%，略超预期；直播是主要增长驱动，B 站直播业务是视频内容生态的延伸，有望在内容生态和社区平台推动下实现健康可持续发展。

游戏业务仍在调整期，关注 Q2 重点新品上线。根据财报，24Q1 游戏收入为 10 亿元，同比下滑 13%，略低于预期。Q2 起进入新一轮产品周期，国风战旗游戏《物华弥新》已于 4 月上线，建议重点关注 6 月 13 日上线的 SLG 游戏《三国：谋定天下》，RPG 游戏《炽焰天穹》已拿到版号等待上线；考虑到递延，新上线游戏产品预计 Q3 有更明显业绩体现。24Q1 IP 衍生及其他（原电商及其他业务）收入为 4.8 亿元，同比下滑 5%。

毛利率持续提升，亏损延续收窄，经营现金流持续正向。根据财报，24Q1 毛利率提升至 28%，超预期，已实现连续七个季度环比提升；高毛利的广告业务收入占比增加及游戏业务恢复，有望继续带动毛利率提升。费用仍进行有效控制，销售费用率/管理费用率/研发费用率分别同比下降 1.0pct/1.9 pct /3.2 pct 至 16.4%/9.4%/17.0%。24Q1 经营性现金流为 6.4 亿元，已实现连续三个季度转正，运营效率不断提升。

维持买入评级。考虑到广告业务超预期，我们上调 24-26 年收入预测为 252.53/281.39/314.39 亿元（原预测为 250.20/280.03/312.35 亿元），上调调整后归母净利润预测为-4.15/10.28/18.82 亿元（原预测为-4.18/8.77/15.30 亿元）。维持买入评级。

风险提示：游戏新品表现不及预期，亏损收敛不及预期。

财务数据及盈利预测

人民币	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	21,899	22,528	25,253	28,139	31,439
同比增长率(%)	13.0	2.9	12.1	11.4	11.7
Non-GAAP 归母净利润(百万元)	-6,692	-3,425	-415	1,028	1,882
同比增长率(%)	-22.2	48.8	87.9	347.9	83.1
Non-GAAP 每股收益(元)	-16.95	-8.13	-0.98	2.44	4.47
净资产收益率(%)	-43.91	-23.78	-2.34	4.57	6.74
市盈率(倍)	-	-	-	41	22
市净率(倍)	2.7	2.9	2.4	1.9	1.5

注：“每股收益”为 Non-GAAP 归母净利润除以总股本

附录 – 财务报表

合并利润表

人民币：百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	21,899	22,528	25,253	28,139	31,439
营业成本	-18,050	-17,086	-17,556	-19,163	-20,641
毛利	3,849	5,442	7,697	8,976	10,797
其他收入	924	-339	-263	-180	-175
销售费用	-4,921	-3,916	-3,599	-2,917	-3,127
管理费用	-2,521	-2,122	-2,003	-2,110	-2,358
研发费用	-4,765	-4,467	-3,864	-4,221	-4,873
EBIT	-7,434	-5,111	-2,052	-473	243
财务费用	30	378	407	182	249
税前利润	-7,404	-5,025	-1,624	-269	513
所得税	-104	-79	-10	29	-49
少数股东权益	11	-11	35	35	35
归母净利润 (GAAP)	-7,497	-4,822	-1,621	-227	478
调整项	805	1,398	1,206	1,254	1,404
归母净利润 (Non-GAAP)	-6,692	-3,425	-415	1,028	1,882

资料来源：公司公告，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联机构的持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券与市场基准指数的涨跌幅差别为标准，定义如下：

买入 (BUY)：股价预计将上涨 20% 以上；

增持 (Outperform)：股价预计将上涨 10-20%；

持有 (Hold)：股价变动幅度预计在 -10% 和 +10% 之间；

减持 (Underperform)：股价预计将下跌 10-20%；

卖出 (SELL)：股价预计将下跌 20% 以上。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)：行业超越整体市场表现；

中性 - Neutral：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (Underweight)：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。本公司使用自己的行业分类体系。如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：恒生中国企业指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户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 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。