

## 哔哩哔哩 (BILI US)

### 《三国：谋定天下》流水超预期，关注长线运营潜力

- 6月13日，哔哩哔哩首款SLG手游《三国：谋定天下》（《三谋》）正式公测，聚焦三国多职业战争策略。自6月11日预下载开启以来，连日稳居iOS游戏下载榜前两名，6月13-17日，维持iOS游戏畅销榜第三名，首月流水应高于我们此前预期。苹果应用商店评分4.4，略好于同类游戏（《三国志·战略版》/《率土之滨》均为4.3），显示用户侧对游戏接受度符合预期。
- 我们汇总了几款重点三国SLG手游上线以来表现（图表4-6）：1）阿里《三国志·战略版》表现领先，上线以来最高月流水达12亿元（人民币，下同），6月7日，阿里灵犀互娱宣布该游戏全球玩家达1亿。2）其次为网易已上线9年的《率土之滨》（最高或4-5亿元），网易2024年1季度业绩透露《率土之滨》2024年1季度收入创近三年新高，显示策略手游长线运营潜力。
- 差异化定位降肝减氦，基于自有平台拓展泛用户。**对比上述三国SLG老游戏，《三谋》的差异化在于：1）降肝，减少部分耗时操作步骤及玩法，如支持自动铺路。2）减氦，提升出金率（保底20抽，对比其他同类手游30-40抽），优化低氦玩家游戏体验。随《三谋》上线，同类游戏投放竞争加剧，根据DataEye数据，截至6月13号近7天，《三谋》投放素材数约为同类头部游戏的1.4-1.6倍，但日均下载量约为后者的30倍（点点数据）。上线初期聚焦多渠道营销，并面向SLG核心玩家推出线下品鉴会、同盟战备活动等预热，通过自有平台UP主合作拓展泛用户，如基于游戏六大职业设定邀请六位“UP主职业代言人”，发布共创内容，单内容最高播放量破700万。
- 新游或带来海外市场增长机会。**《三谋》制作人聆风在五月底品鉴会上透露出海意向，参考阿里《三国志·战略版》国际服表现（流水占比最高超25%），我们认为三国SLG游戏全球市场受众广泛，或可助力哔哩哔哩打开海外市场，提升品牌知名度及市场影响力。
- 投资启示：**根据点点数据，基于目前流水表现，我们预计《三谋》首月（按30天估算）流水可达5-8亿元。假设9个月流水摊销，基于常态化2-3亿元月流水，预计2024年贡献收入8-13亿元，叠加后续新作《炽焰天穹》上线，预计新游收入贡献好于我们此前预期，下半年游戏收入有望加速增长，拉动全年游戏收入增12-20%，好于目前市场预期的中低个位数增长。SLG手游具备长线运营潜力，若加以有效的内容/玩法推陈出新及赛事运营，有望支撑游戏收入底盘。《三谋》为公司拓展非二次元品类游戏布局及探索海外机会奠定良好基础，我们维持17美元/132港元（9626 HK）目标价，维持买入。

赵丽, CFA

zhao.li@bocomgroup.com  
(86) 10 8800 9788-8054

谷馨瑜, CPA

connie.gu@bocomgroup.com  
(86) 10 8800 9788-8045

孙梦琪

mengqi.sun@bocomgroup.com  
(86) 10 8800 9788-8048

蔡涵

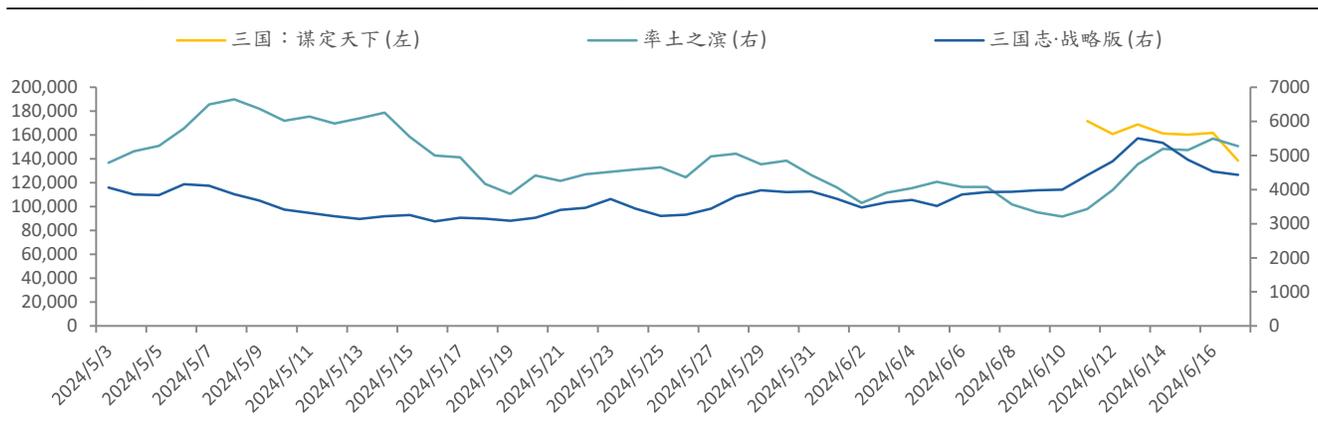
hanna.cai@bocomgroup.com  
(86) 10 8800 9788-8041

图表 1: 三国 SLG 手游上线以来 iOS 畅销榜排名

游戏	发行商	研发商	上线时间	首月流水 百万人民币	最高单月流水 百万人民币	2024年5月流水 百万人民币
三国：谋定天下	哔哩	浙江华娱	2024/6/13	500-800		
三国志·战略版	阿里	阿里	2019/9/20	600-700	1200	370
率土之滨	网易	网易	2015/10/22	50-60	420	160
三国志幻想大陆	阿里	阿里	2020/6/24	500-600	580	14
鸿图之下	腾讯	祖龙游戏	2020/12/11	150-200	150	4
真·三国无双 霸	腾讯	D.W.Studio	2021/8/10	100-150	100	2
战地无疆	腾讯	星辉天拓	2023/8/24	50-60	60	3
荣耀新三国	腾讯	西泽文化	2021/9/2	50-60	60	1

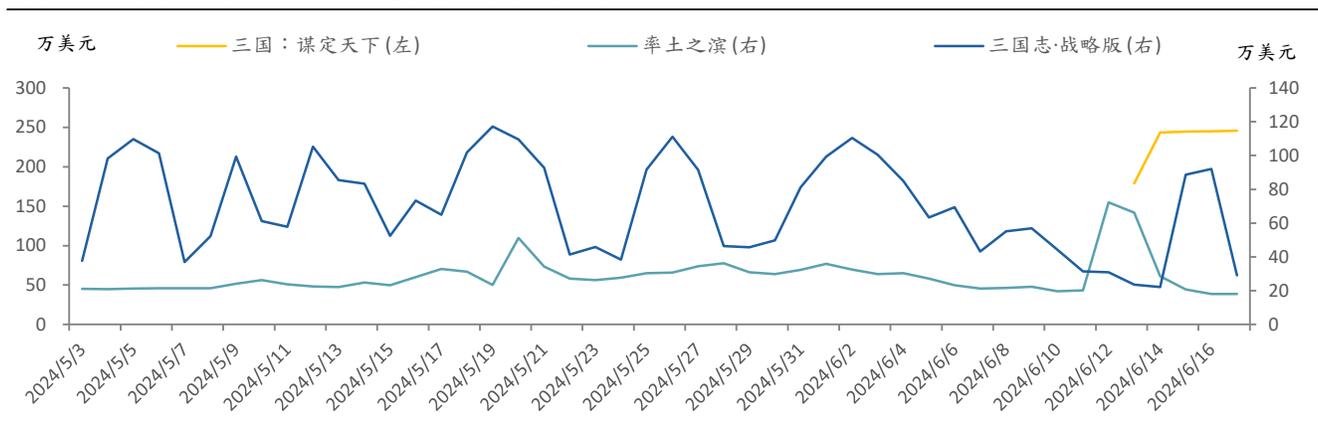
资料来源: AppAnnie, SensorTower, 七麦, 公司资料, 百度百科等公开资料, 交银国际

图表 2: 5月初至今, 三国 SLG 类别头部手游下载量



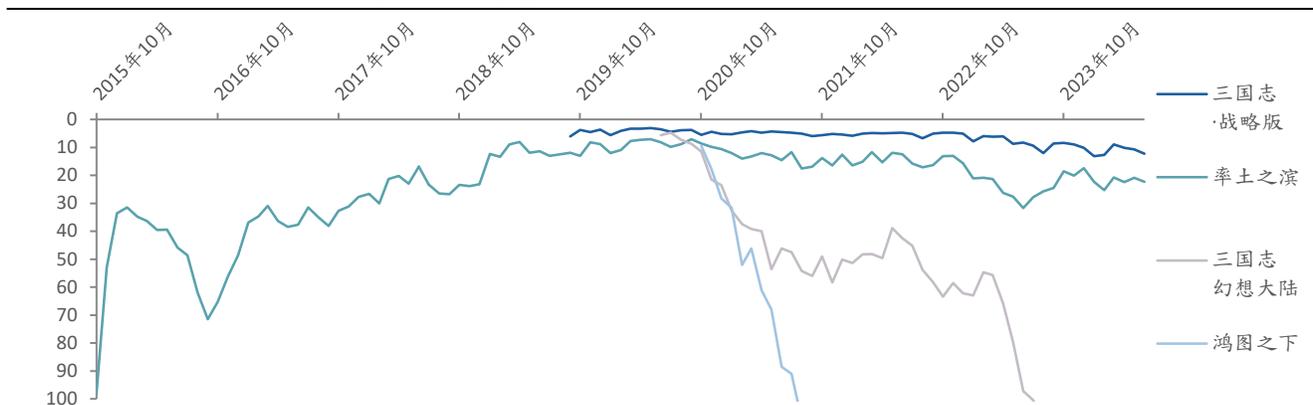
资料来源: 点点数据, 交银国际

图表 3: 5月初至今, 三国 SLG 类别头部手游流水



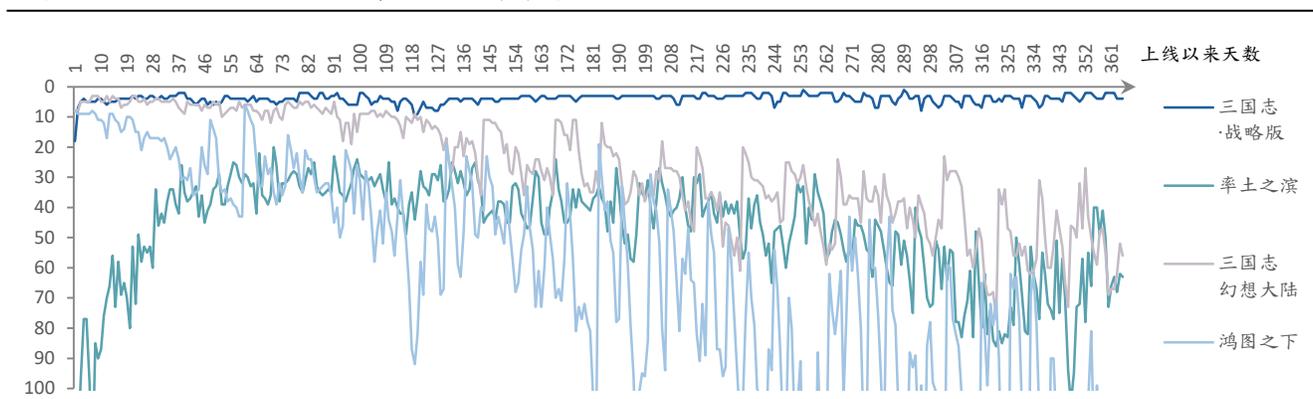
资料来源: 点点数据, 交银国际

图表 4: 三国 SLG 手游上线以来 iOS 畅销榜排名



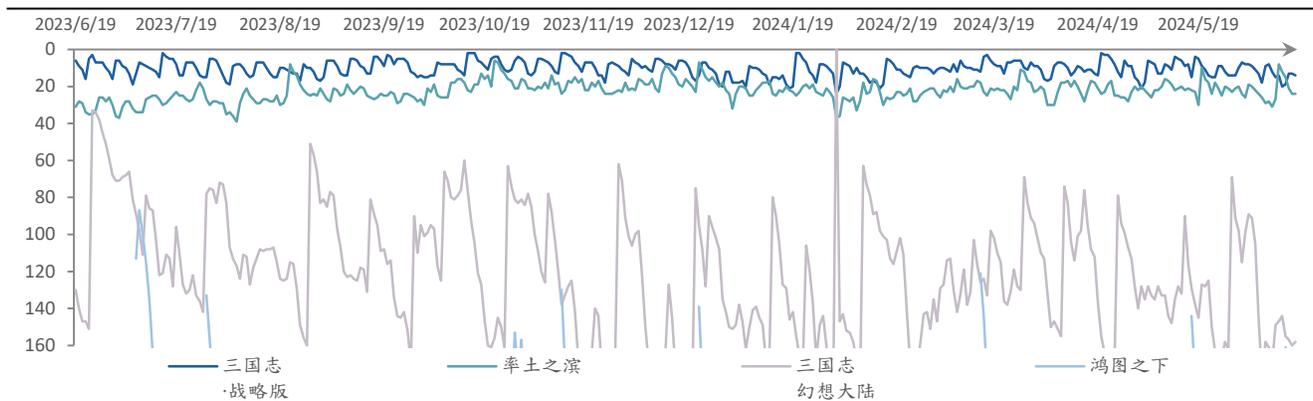
资料来源: 七麦, 交银国际

图表 5: 三国 SLG 手游上线首年 iOS 畅销榜排名



资料来源: 七麦, 交银国际

图表 6: 三国 SLG 手游过去一年 iOS 畅销榜排名



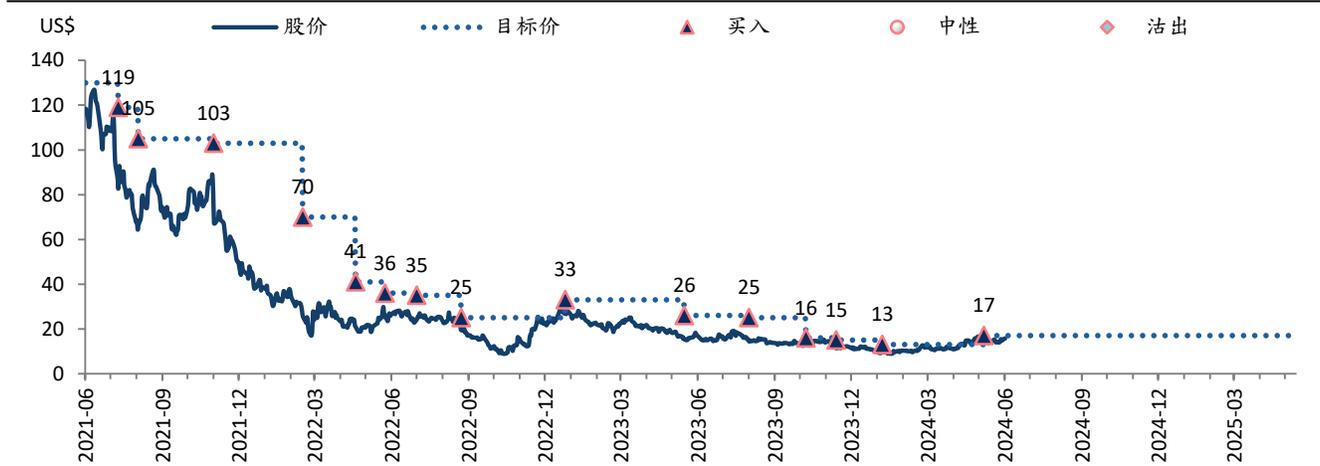
资料来源: 七麦, 交银国际

图表 7: 《三国志·战略版》国际服流水最高超 2.5 亿元，贡献 25%+流水占比



资料来源: Sensor Tower, 七麦, 交银国际

图表 8: 哔哩哔哩 (BILI US) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

2024 年 6 月 18 日

哔哩哔哩 (BILI US)

图表 9: 交银国际互联网及教育行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
BIDU US	百度	买入	91.41	132.00	44.4%	2024 年 05 月 17 日	广告
9899 HK	云音乐	买入	100.50	120.00	19.4%	2024 年 06 月 04 日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	15.71	17.00	8.2%	2024 年 05 月 24 日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	4.08	6.70	64.2%	2024 年 05 月 17 日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	14.16	17.00	20.1%	2024 年 05 月 14 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	51.55	75.00	45.5%	2024 年 01 月 23 日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	5.90	5.90	0.0%	2024 年 05 月 29 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	中性	28.22	33.00	16.9%	2024 年 05 月 29 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	27.00	29.00	7.4%	2024 年 02 月 21 日	文娱内容
PDD US	拼多多	买入	148.30	213.00	43.6%	2024 年 05 月 23 日	电商
JD US	京东	买入	29.24	40.00	36.8%	2024 年 05 月 17 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	74.55	111.00	48.9%	2024 年 04 月 11 日	电商
DAO US	有道	买入	3.67	5.00	36.2%	2024 年 05 月 24 日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	58.90	89.00	51.1%	2024 年 04 月 25 日	教育
GOTU US	高途	买入	5.03	9.10	80.9%	2024 年 02 月 28 日	教育
TAL US	好未来教育	买入	10.99	15.50	41.0%	2024 年 01 月 26 日	教育
NTES US	网易	买入	92.47	117.00	26.5%	2024 年 05 月 24 日	游戏
3888 HK	金山软件	买入	25.10	30.00	19.5%	2024 年 05 月 22 日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	381.20	457.00	19.9%	2024 年 05 月 16 日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	12.44	15.00	20.6%	2024 年 03 月 28 日	游戏
3690 HK	美团	买入	116.80	129.00	10.4%	2024 年 06 月 07 日	本地生活
9690 HK	途虎	买入	24.10	26.00	7.9%	2024 年 03 月 18 日	本地生活
9699 HK	顺丰同城	买入	11.70	11.30	-3.4%	2024 年 03 月 27 日	物流
2618 HK	京东物流	中性	8.57	10.10	17.9%	2024 年 05 月 17 日	物流
DADA US	达达集团	中性	1.40	1.90	35.7%	2024 年 05 月 16 日	物流
9878 HK	汇通达网络	中性	25.05	30.00	19.8%	2024 年 03 月 28 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	11.42	14.00	22.6%	2024 年 03 月 27 日	商户服务
780 HK	同程旅行	买入	16.48	25.00	51.7%	2024 年 05 月 22 日	在线旅行社
9961 HK	携程集团	买入	391.60	509.00	30.0%	2024 年 05 月 21 日	在线旅行社

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2024 年 6 月 17 日

## 交銀國際

香港中环德辅道中68号万宜大厦10楼  
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

### 评级定义

#### 分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

#### 分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
  - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
  - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

## 分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

## 有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安装集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团及宜搜科技控股有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。