

哔哩哔哩-W (09626.HK)

买入 (维持评级)

《三国：谋定天下》表现超预期，关注其后续表现

当前价格：136.80 港元

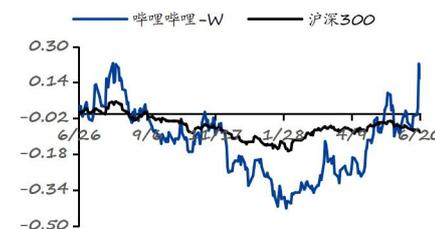
事件：

公司独家代理的三国 SLG 游戏《三国：谋定天下》于 6 月 13 日开启公测，根据七麦数据，6 月 13 日-6 月 18 日位于游戏畅销榜第 3，仅次于《DNF》和《王者荣耀》，6 月 19 日位于游戏畅销榜第 4。

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	412.99/329.28
流通市值(百万港元)	45,045.47
每股净资产(港元)	36.43
资产负债率(%)	54.03
一年内最高/最低价(港元)	151.30/67.80

一年内股价相对走势



点评：

➤ 上线近一周流水稳定，关注后续长线运营情况。

根据点点数据，截至 6 月 18 日，《三国：谋定天下》总流水约 1.02 亿，6 月 13 日上线首日流水 1296 万元，6 月 14-6 月 18 日均保持在 1800 万左右。对比同为三国题材的 SLG 品类游戏《率土之滨》，2015 年上线，至今仍位于畅销榜前 40。《三国：谋定天下》或具备长线运营潜力。

➤ 买量水平有所收缩，关注后续留存表现。

根据 APPgrowing，6 月份，公司自 6 月 11 日开始投放，并于 6 月 13 日（公测当天）达到顶峰，随后快速收缩。6 月 11 日-6 月 19 日在投放广告数分别为：3.4 万/3.5 万/10.5 万/5.4 万/2.0 万/1.9 万/2.2 万/1.2 万/1.1 万。

从投放渠道来看，公司主要在巨量引擎进行投放，占比 76.68%；随后为腾讯广告，占比 15.87%；其后为阿里超级汇川和奇麟神算，分别占比为 4.13%和 2.24%。

团队成员

分析师：杨晓峰(S0210524020001)
 yxf30436@hfzq.com.cn
 联系人：马梓燕(S0210124030014)
 mzy30462@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、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——2023.12.04
- 2、核心商业化指标表现优异，AI 打开长期展望——2023.08.20
- 3、广告增长快于大盘，游戏即将迎来拐点，大幅减亏进行时——2023.06.02

➤ 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 247.29/280.19/309.32 亿元，归母净利润分别为 -18.52/-2.43/6.63 亿元，对应 PE 分别为 -28.4X/-216.2X/79.3X，给予“买入”评级。

➤ 风险提示

游戏留存不及预期、游戏流水不及预期

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入(百万元)	21,899	22,528	24,729	28,019	30,932
增长率	13%	3%	10%	13%	10%
归母净利润(百万元)	-7,497	-4,822	-1,852	-243	663
增长率	-10%	36%	62%	87%	373%
EPS(元/股)	-17.80	-11.45	-4.40	-0.58	1.57
市盈率(P/E)	-7.0	-10.9	-28.4	-216.2	79.3
市净率(P/B)	3.5	3.7	4.3	4.3	4.1

数据来源：公司公告、华福证券研究所

币种：人民币



图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万人民币	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万人民币	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	7,192	6,182	7,005	7,733	营业总收入	22,528	24,729	28,019	30,932
应收款项合计	3,368	4,336	4,478	5,217	主营业务收入	22,528	24,729	28,019	30,932
存货	186	380	361	345	营业总支出	27,592	26,696	28,467	29,819
其他流动资产	7,981	8,784	8,401	8,613	营业成本	17,086	17,593	19,053	20,106
流动资产合计	18,727	19,682	20,245	21,908	营业开支	10,506	9,103	9,414	9,713
固定资产净额	715	650	592	539	营业利润	-5,064	-1,967	-448	1,114
权益性投资	1,863	1,674	1,820	1,785	净利息支出	-378	58	92	62
其他长期投资	2,504	3,116	2,810	2,963	权益性投资损益	0	0	0	0
商誉及无形资产	6,353	5,804	5,347	4,965	其他非经营性损益	-46	200	300	-400
土地使用权	0	100	197	292	非经常项目前利润	-4,733	-1,826	-241	651
其他非流动资产	2,997	3,009	3,151	3,052	非经常项目损益	0	0	0	0
非流动资产合计	14,432	14,353	13,917	13,596	除税前利润	-4,733	-1,826	-241	651
资产总计	33,159	34,035	34,162	35,504	所得税	79	27	4	-10
应付账款及票据	4,334	4,549	4,763	5,108	少数股东损益	11	-1	-1	-1
循环贷款	7,456	9,817	9,531	9,353	持续经营净利润	-4,822	-1,852	-243	662
其他流动负债	6,314	6,683	6,979	7,519	非持续经营净利润	0	0	0	0
流动负债合计	18,104	21,049	21,273	21,980	优先股利及其他调整项	0	0	0	0
长期借贷	1	1	1	1	归属普通股股东净利润	-4,822	-1,852	-243	663
其他非流动负债	650	649	704	668	EPS (最新股本摊薄)	-11.45	-4.40	-0.58	1.57
非流动负债合计	651	650	705	669					
负债总计	18,755	21,699	21,978	22,649					
归属母公司所有者权益	14,392	12,325	12,174	12,847					
少数股东权益	12	11	10	9					
股东权益总计	14,404	12,336	12,184	12,856					
负债及股东权益总计	33,159	34,035	34,162	35,504					

现金流量表				
单位:百万人民币	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	267	-1,487	949	2,209
净利润	-4,822	-1,852	-243	663
折旧和摊销	2,900	1,113	1,019	941
营运资本变动	2,480	-583	373	136
其他非现金调整	-291	-164	-200	470
投资活动现金流	1,762	-1,608	104	-1,214
资本支出	-1,330	-600	-600	-600
长期投资	1,284	-423	160	-119
其他长期资产	1,808	-585	544	-495
融资活动现金流	-5,075	2,085	-230	-267
借款增加	-7,848	2,361	-285	-178
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	2,773	-276	55	-89

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	2.9%	9.8%	13.3%	10.4%
归母公司净利润增长率	35.7%	61.6%	86.9%	372.5%
获利能力				
毛利率	24.2%	28.9%	32.0%	35.0%
净利率	-21.4%	-7.5%	-0.9%	2.1%
ROE	-32.6%	-13.9%	-2.0%	5.3%
ROA	-12.9%	-5.5%	-0.7%	1.9%
偿债能力				
资产负债率	56.6%	63.8%	64.3%	63.8%
流动比率	1.0	0.9	1.0	1.0
速动比率	1.0	0.9	0.9	1.0
每股指标 (元)				
每股收益	-11.4	-4.4	-0.6	1.6
每股经营现金流	0.6	-3.5	2.3	5.2
每股净资产	34.2	29.3	28.9	30.5
估值比率				
P/E	-11	-28	-216	79
P/B	4	4	4	4
EV/EBITDA	-57	-193	145	76

数据来源: 公司公告、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：hfjys@hfzq.com.cn