

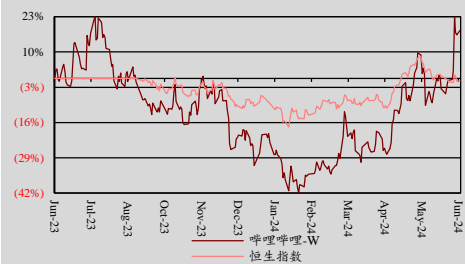
09626.HK

买入

原评级: 买入

市场价格: 港币 138.70

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	47.6	30.5	59.9	15.4
相对恒生指数	40.3	33.6	50.6	33.7

发行股数(百万)	421.26
流通股(百万)	337.55
总市值(港币百万)	58,428.96
3个月日均交易额(港币百万)	539.77
主要股东	
陈睿	12.1

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
以2024年6月24日收市价为标准

相关研究报告

- 《哔哩哔哩-W》20240524
- 《哔哩哔哩-W》20240311
- 《哔哩哔哩-W》20231204

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

传媒

证券分析师: 卢翌

(8621)20328754

yil.lu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300522010001

哔哩哔哩-W

SLG新游流水排名前列, 618带货GMV大增

哔哩哔哩代理手游《三国: 谋定天下》上线后最高来到 iOS 畅销榜第三名, 预期将拉动全年游戏收入增长。B站618期间带货GMV同比大增, 平台变现能力提升。我们上调对哔哩哔哩的盈利预测, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- **代理新游上线一周多, 流水排名稳定在TOP5。**6月13日哔哩哔哩代理SLG手游《三国: 谋定天下》开启公测, 根据七麦数据, 该产品上线后最高来到 iOS 畅销榜第三名, 截至6月24日, 上线10天排名基本保持前五。公司23Q2/Q3/Q4手游收入分别为8.91/9.92/10.07亿元, 基数较低, 我们预期《三谋》将对公司2024全年的游戏收入贡献较多增量。
- **SLG品类轻量化创新, 有望保持长线稳定运营。**根据游戏茶馆, 《三国: 谋定天下》开发商为东风工作室, 哔哩哔哩持有该工作室10%股权。其主要三国题材SLG竞品朝夕光年《三国志: 战略版》畅销榜排名基本稳定在10名, 目前下滑至15名左右, 网易《率土之滨》排名基本保持在20名左右。我们认为该款产品在原有传统SLG之上降氪、降肝、减负, 做到聚焦玩法趣味部分。在氪金方面, 显著降低平均抽卡价格以及养成成本, 更重视战略而非玩家氪度, 整体更为保障平民玩家体验。游戏操作方面做了部分简化, 整体更轻量化, 降低门槛提升玩家体验的同时降低用户负担。我们认为, 该游戏在原有体系上做了全面的优化和付费体系上的创新, 在初期亮眼表现之后有望保持长线稳定运营。
- **618期间带货GMV同比大增, 变现能力提升。**根据哔哩哔哩商业动态, 哔哩哔哩618期间带货GMV同比+146%, 其中服饰配饰品类同比增速达382%, 总订单量同比增长154%, 其中千元以上商品订单量同比+136%。618期间, 带货带来的广告收入同比+93%, 其中电商平台行业同比增速达1346%; 在B站投放广告的客户数同比+313%, 为全行业带去的新客率均超过50%; 参与带货的UP主数量同比+143%, 带货视频数量同比+359%, 直播带货场次同比+141%。我们认为, 哔哩哔哩618收官战报展现出平台在带货领域可发掘的潜力, 预计随着其对用户心智的持续打造以及用户消费习惯的逐步培养, 平台变现能力将持续提升。

估值

- 我们认为哔哩哔哩代理新游表现亮眼, 预期拉动2024全年游戏收入增长; 平台618期间带货GMV同比大增, 展现了平台的变现潜力, 同时将对24Q2广告收入贡献增量。我们上调2024/25/26年营业收入至261.81/295.88/327.37亿元, non-GAAP净利润为-4.65/12.50/19.59亿元, 对应2025/26年PE为50.6/32.3倍, 维持“买入”评级。

评级面临的主要风险

- 宏观经济增长放缓; 新游流水低于预期; 政策监管趋严; 用户粘性下降。

投资摘要

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售收入(人民币百万)	21,899	22,528	26,181	29,588	32,737
变动(%)	13	3	16	13	11
市盈率(倍)	(9.0)	(18.5)	(136.0)	50.6	32.3
Non-GAAP净利润(人民币百万)	(6,692)	(3,425)	(465)	1,250	1,959
变动(%)	(22)	49	86	/	57
Non-GAAP每ADS收益(人民币)	(16.9)	(8.3)	(1.1)	3.0	4.7
前次每ADS收益(人民币)	/	/	(1.4)	2.9	4.6
调整幅度(%)	/	/	19.6	3.3	2.7

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

损益表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	21,899	22,528	26,181	29,588	32,737
营业成本	(18,050)	(17,086)	(17,905)	(19,654)	(21,306)
毛利润	3,849	5,442	8,276	9,934	11,431
销售费用	(4,921)	(3,916)	(4,014)	(4,150)	(4,460)
管理费用	(2,521)	(2,122)	(2,424)	(2,426)	(2,684)
研发费用	(4,765)	(4,467)	(4,168)	(4,113)	(4,550)
营业利润	(8,358)	(5,064)	(2,330)	(755)	(264)
营业利润(Non-GAAP)	(7,455)	(4,059)	(1,487)	177	767
投资收益净额	(532)	(436)	0	0	0
财务收入净额	30	378	479	576	656
其他收入	1,457	389	0	0	0
税前损益	(7,404)	(4,733)	(1,851)	(178)	392
所得税	(104)	(79)	(19)	(3)	(6)
净损益	(7,508)	(4,812)	(1,870)	(181)	386
少数股东权益	11	(11)	0	0	0
本公司持有权益	(7,497)	(4,822)	(1,870)	(181)	386
本公司持有权益(Non-GAAP)	(6,692)	(3,425)	(465)	1,250	1,959
加权平均 ADS(摊薄)	394.86	414.79	415.27	415.27	415.27
每 ADS 收益(Non-GAAP,摊薄)	(16.95)	(8.26)	(1.12)	3.01	4.72

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及等价物	10,173	7,192	9,324	11,681	13,468
短期定期存款	4,768	5,195	5,195	5,195	5,195
应收款项	1,329	1,574	1,833	2,071	2,292
其他流动资产	8,184	4,766	5,554	5,737	6,003
流动资产总计	24,453	18,727	21,906	24,684	26,958
固定资产	1,227	715	783	609	571
无形资产	4,327	3,628	2,397	1,607	1,780
其他非流动资产	11,824	10,090	10,090	10,090	10,090
非流动资产总计	17,378	14,432	13,270	12,306	12,440
总资产	41,831	33,159	35,176	36,990	39,398
应付账款	4,292	4,334	4,272	4,476	4,914
短期借款	6,621	7,456	7,456	7,456	7,456
其他流动负债	6,180	6,314	7,713	7,672	7,283
流动负债总计	17,093	18,104	19,440	19,604	19,653
非流动负债总计	9,498	651	1,151	1,651	2,151
总负债	26,591	18,755	20,591	21,255	21,804
累计损益	(21,480)	(21,480)	(23,349)	(23,530)	(23,145)
其他权益	36,718	35,872	37,922	39,254	40,727
归属于母公司权益	15,238	14,392	14,573	15,723	17,582
非控制性权益	2	12	12	12	12
权益总额	15,240	14,404	14,585	15,735	17,594
总负债及权益	41,831	33,159	35,176	36,990	39,398

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净损益	(7,508)	(4,812)	(1,870)	(181)	386
折旧与摊销	3,337	2,730	2,928	2,148	848
运营资本变动	(1,152)	449	290	(258)	(437)
其他经营现金流	1,412	1,899	1,204	1,331	1,473
经营活动产生的现金流	(3,911)	267	2,553	3,040	2,269
购买固定资产净值	(760)	(182)	(524)	(296)	(327)
购买无形资产净值	(1,978)	(1,148)	(1,309)	(888)	(655)
投资增加净值	9,683	3,363	1,063	0	0
其他投资现金流	3,665	(271)	0	0	0
投资活动产生的现金流	10,609	1,762	(770)	(1,184)	(982)
净增债务	251	(82)	500	500	500
净增权益	(4,549)	(4,986)	0	0	0
其他融资现金流	(57)	(7)	0	0	0
融资活动产生的现金流	(4,355)	(5,075)	500	500	500
现金变动	2,664	(3,146)	2,283	2,357	1,787
期初现金及等价物	7,523	10,187	7,041	9,324	11,681
期末现金及等价物	10,187	7,041	9,324	11,681	13,468

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长率	13	3	16	13	11
营业利润增长率	(34)	46	63	NA	333
归母净利润增长率	(22)	49	86	NA	57
盈利能力					
毛利率	18	24	32	34	35
Non-GAAP 归母净利率	(31)	(15)	(2)	4	6
ROE	(49)	(33)	(13)	(1)	2
偿债能力					
资产负债率	64	57	59	57	55
净负债比率	174	130	141	135	124
流动比率	143	103	113	126	137
速动比率	95	77	84	97	107
营运能力					
总资产周转率	72	104	129	127	127
应收账款周转率	1,616	1,552	1,537	1,516	1,501
应付账款周转率	417	396	416	449	454
每股指标(元)					
每股收益	(16.9)	(8.3)	(1.1)	3.0	4.7
每股销售收入	55.5	54.3	63.0	71.2	78.8
估值比率					
P/E	(9.0)	(18.5)	(136.0)	50.6	32.3
P/S	2.7	2.8	2.4	2.1	1.9

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；

增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371