

哔哩哔哩 (BILI US)

2024 年投资者大会：社区及商业化健康发展

哔哩哔哩在 7 月 12 日召开 2024 年投资者大会，管理层分享了社区生态、商业化以及游戏业务的最新进展，核心要点包括：1) 用户及内容生态持续健康发展，除平台传统的优势内容品类外，知识/消费等泛化内容品类在平台快速发展，提升了平台用户粘性及商业价值；2) 平台商业化基础设施持续完善，带动 1H24 平台广告主数量同比增长超 50%，带货 GMV 同比增长超 100%；3) 游戏业务开启第三个“五年规划”，自研与代理并重，坚持做年轻人喜爱的游戏，未来计划新增至少两款长线运营的垂类头部产品。短期内，手游《三谋》表现好于预期将会是公司股价主要催化动力。长期视角下，我们看好公司商业化能力持续提升，拉动收入持续增长以及盈利能力改善。我们维持目标价 20.50 美元以及买入评级。

■ **内容品类持续丰富，拉动平台商业价值持续提升。**2021-2024 年期间，除传统优势品类以外，哔哩哔哩持续拓展知识类和消费类相关的泛化内容品类。在此期间，泛化内容品类的视频观看量占比提升 5 个百分点，1H24 汽车/出行/家居家装 VV 分别同比增长 48/40/43%。丰富的内容品类带动平台商业价值持续提升，推动创作者收入提升，促进用户在平台上的消费行为，带来潜在广告以及电商收入。1H24 平台创作者总收入同比增长 32%，其中火花商单/充电/课堂等收入同比增长 31/371/52%；1H24 平台上有消费行为的用户同比增长 71%。

■ **完善商业化基础设施，释放广告变现潜力。**哔哩哔哩从多方面完善商业化基础设施：1) 广告分发：通过对用户体验及素材质量建模，在保护用户体验的前提下持续提升广告加载率；2) 广告素材：通过创意中心的搭建以及 AIGC 技术的运用，帮助广告主提升广告转化率；3) 投放工具：整合一站式投放能力，针对中小广告主推出必火移动端，1H24 必火移动端广告收入同比增长超 300%；4) 经营数据：通过 B-Data 及 Z-Index，加强广告主数据洞察。在商业基础设施完善的推动下，1H24 平台广告主数量同比增长超 50%。展望未来，公司预计广告主数量/匹配效率/商业流量仍有 5/2/2 倍提升空间。

■ **游戏业务开启“五年规划”。**游戏业务方面，《三谋》的成功让公司进一步明确游戏业务发展策略：1) 专注做年轻人喜爱的游戏，探索其他品类的突破机会；2) 坚持自研+代理双轮驱动，丰富产品供给，在自研端将资源集中在研发一款精品游戏，打造健康可持续发展的游戏业务；3) 保持在内容品类游戏的领先优势；4) 未来五年新增至少两款长线运营的垂类头部游戏产品。在当前策略下，我们看好游戏业务成为公司未来长期利润的主要来源之一。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
销售收入(百万人民币)	21,899	22,528	25,489	27,660	29,287
毛利率(%)	17.6	24.2	30.0	32.5	34.3
调整后净利润(百万人民币)	(6,691.7)	(3,424.7)	(710.0)	1,161.4	1,435.5
调整后每股收益(人民币)	(17.00)	(8.28)	(1.71)	2.80	3.46
市场平均预估每股收益(人民币)	(17.00)	(8.28)	(1.80)	2.16	4.98
市销率(倍)	2.3	2.2	2.0	1.8	1.7

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

买入(维持)

目标价 20.50 美元
潜在升幅 22.7%
当前股价 16.71 美元

中国互联网

贺赛一, CFA
(852) 3916 1739
hesaiyi@cmbi.com.hk

陆文韬, CFA
luwentao@cmbi.com.hk

陶冶
franktao@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万美元)	6,908.7
3 月平均流通量(百万美元)	22.6
52 周内股价高/低(百万美元)	19.07/8.94
总股本(百万)	413.4

资料来源：FactSet

股东结构

陈睿	13.7%
腾讯	9.3%

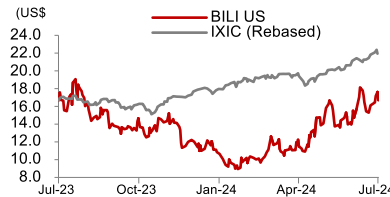
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 - 月	16.1%	11.8%
3 - 月	45.6%	28.8%
6 - 月	56.9%	28.5%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

哔哩哔哩 2024 年投资者大会纪要

社区生态更新：内容品类持续丰富，拉动平台商业价值持续提升

内容生态——内容品类持续丰富：2021-2024 年期间，除传统优势品类以外，哔哩哔哩持续拓展知识类和消费类相关的泛化内容品类。在此期间，泛化内容品类的视频观看量占比提升 5 个百分点，1H24 汽车/出行/家居家装 VV 分别同比增长 48/40/43%。

用户生态——高粘性的年轻用户社区：哔哩哔哩用户平均年龄由 2021 年的 22 岁增长到 2024 年的 25 岁，但新注册用户年龄仍然在 22 岁左右。平台用户结构以一二线城市为主，新注册用户中三四线城市渗透率持续增加。用户具备高粘性和高活跃度，2009 年加入平台的用户中 65% 目前仍然是平台的活跃用户。

创作者生态——拓展创作者变现渠道：1H24 平台创作者总收入同比增长 32%，在平台上赚取收入的人数同比增长 16%，人均收入同比增长 14%。其中创作者从花火商单/充电/课堂项目获取的收入同比增长 31/371/52%。

商业化更新：完善商业化基础设施，释放广告变现潜力

完善商业化基础设施：哔哩哔哩从多方面完善商业化基础设施：1) 广告分发：通过对用户体验及素材质量建模，在保护用户体验的前提下持续提升广告加载率；2) 广告素材：通过创意中心的搭建以及 AIGC 技术的运用，帮助广告主提升广告转化率；3) 投放工具：整合一站式投放能力，针对中小广告主推出必火移动端，1H24 必火移动端广告收入同比增长超 300%；4) 经营数据：通过 B-Data 及 Z-Index，加强广告主数据洞察。

释放广告变现潜力：在商业基础设施完善的推动下，1H24 平台广告主数量同比增长超 50%，其中游戏行业广告收入同比增长超过 30%，网服+教育+金融行业广告收入同比增长超 100%。今年 618 期间，平台 GMV 同比增长 146%，平台广告收入同比增长超过 30%，带给电商平台的新客率超过 50%。

游戏业务更新：开启“五年规划”

关于《三谋》上线的良好表现，公司认为主要得益于：1) 《三谋》相较于市场其他竞品的差异化定位，主动为用户减负（降低游戏时长以及游戏内道具价格），为用户提供更好的游戏体验；2) 针对年轻用户群体，对于游戏内容与机制进行了大量创新；3) 《三谋》团队良好的研运态度及能力，针对玩家反馈及时修改游戏内容。公司看好游戏有望成为长线运营产品，主因：1) SLG 品类的游戏通常具备较长生命周期；2) 游戏研运团队重视游戏生态健康以及用户体验，已经提前做好游戏五年的版本规划，持续为用户提高高质量内容与体验。

公司进一步明确游戏业务发展策略：1) 专注做年轻人喜爱的游戏，探索其他品类的突破机会；2) 坚持自研+代理双轮驱动，丰富产品供给，在自研端将资源集中在研发一款精品游戏，打造健康可持续发展的游戏业务；3) 保持在内容品类游戏的领先优势；4) 未来五年新增至少两款长线运营的垂类头部游戏产品。

财务分析

损益表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
销售收入	19,384	21,899	22,528	25,489	27,660	29,287
销售成本	15,341	18,050	17,086	17,851	18,672	19,241
毛利润	4,043	3,849	5,442	7,639	8,989	10,046
运营费用	10,472	12,207	10,506	9,711	9,626	9,831
销售费用	5,795	4,921	3,916	3,772	3,596	3,807
行政费用	1,838	2,521	2,122	2,116	2,158	2,170
研发费用	2,840	4,765	4,467	3,823	3,872	3,854
运营利润	(6,429)	(8,358)	(5,064)	(2,073)	(637)	214
投资盈亏	(194)	(532)	(436)	(444)	(457)	(460)
其他盈亏	(5)	1,457	389	0	0	0
EBIT	(6,628)	(7,434)	(5,111)	(2,516)	(1,094)	(246)
利息收入	70	281	542	451	1,165	1,216
利息支出	(155)	(251)	(165)	(0)	(416)	(416)
税前利润	(6,713)	(7,404)	(4,733)	(2,065)	(345)	555
所得税	95	104	79	34	(52)	83
税后利润	(6,809)	(7,508)	(4,812)	(2,100)	(293)	472
非控股权益	20	11	(11)	42	6	(9)
其他	0	0	0	0	0	0
净利润	(6,789)	(7,497)	(4,822)	(2,058)	(287)	462
调整后净利润	(5,478)	(6,692)	(3,425)	(710)	1,161	1,436

资产负债表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
流动资产	36,447	24,453	18,727	43,916	46,097	49,934
现金与现金等价物	7,523	10,187	7,242	26,779	28,020	31,109
应收账款	1,382	1,329	1,574	2,758	2,993	3,169
预付款项	4,848	3,545	2,063	6,376	6,919	7,325
短期银行存款	7,632	4,768	5,195	5,351	5,511	5,677
其他流动资产	15,061	4,623	2,653	2,653	2,653	2,653
非流动资产	15,606	17,378	14,432	13,329	13,067	12,772
物业及厂房及设备 (净额)	1,350	1,227	715	878	1,020	1,148
合资及联营公司投资	5,503	5,651	4,367	3,923	3,466	3,006
无形资产	3,836	4,327	3,628	3,664	3,615	3,563
商誉	2,338	2,725	2,725	2,725	2,725	2,725
其他非流动资产	2,580	3,448	2,998	2,139	2,241	2,329
总资产	52,053	41,831	33,159	57,246	59,163	62,705
流动负债	12,071	17,093	18,104	22,299	23,278	23,993
短期债务	1,232	6,621	7,456	7,456	7,456	7,456
应付账款	4,361	4,292	4,334	6,113	6,394	6,589
应付税款	1,232	6,621	7,456	7,456	7,456	7,456
其他流动负债	2,613	(2,084)	(2,937)	(2,189)	(1,785)	(1,486)
应计费用	2,633	1,643	1,796	3,463	3,758	3,979
非流动负债	18,266	9,498	651	21,530	21,593	23,226
长期债务	17,784	8,683	1	20,784	20,784	22,369
其他非流动负债	482	814	650	745	809	857
总负债	30,337	26,591	18,755	43,829	44,871	47,219
股本	0	0	0	0	0	0
资本盈余	35,930	35,930	38,837	38,837	38,837	38,837
留存收益	(13,971)	(20,437)	(24,190)	(25,219)	(24,350)	(23,146)
其他储备	(255)	(255)	(255)	(255)	(255)	(255)
股东权益总额	21,704	15,238	14,392	13,363	14,232	15,435
少数股东权益	12	2	12	54	60	51
总负债和股东权益	52,053	41,831	33,159	57,246	59,163	62,705

现金流量表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
经营现金流						
税前利润	(6,713)	(7,404)	(4,733)	(2,065)	(345)	555
折旧摊销	539	755	462	532	589	639
税款	95	104	79	34	(52)	83
营运资金变化	(9)	(1,246)	1,413	(1,301)	201	132
其他	3,442	3,878	3,047	4,496	4,939	4,368
净经营现金流	(2,647)	(3,911)	267	1,696	5,333	5,777
投资现金流						
资本开支	(3,687)	(2,738)	(3,472)	(3,646)	(3,828)	(4,020)
收购与投资	(7,238)	(2,646)	(113)	0	0	0
其他	(13,652)	15,994	9,020	703	(263)	(254)
净投资现金流	(24,578)	10,609	5,435	(2,943)	(4,091)	(4,273)
融资现金流						
净借贷	11,203	251	(8,683)	20,783	0	1,585
发行股票所得现金	19,288	0	0	0	0	0
其他	(103)	(4,606)	0	0	0	0
净融资现金流	30,389	(4,355)	(8,683)	20,783	0	1,585
净现金流变动						
年初现金	4,678	7,523	10,187	7,242	26,779	28,020
汇率变动	(319)	321	36	0	0	0
年末现金	7,523	10,187	7,242	26,779	28,020	31,109
增长率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
销售收入	61.5%	13.0%	2.9%	13.1%	8.5%	5.9%
毛利润	42.4%	(4.8%)	41.4%	40.4%	17.7%	11.8%
调整后净利润	na	na	na	na	na	23.6%
盈利能力比率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
毛利率	20.9%	17.6%	24.2%	30.0%	32.5%	34.3%
营业利润率	(33.2%)	(38.2%)	(22.5%)	(8.1%)	(2.3%)	0.7%
调整后净利润率	(28.3%)	(30.6%)	(15.2%)	(2.8%)	4.2%	4.9%
股本回报率	(46.3%)	(40.6%)	(32.6%)	(14.8%)	(2.1%)	3.1%
资产负债比率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
净负债/股东权益比率 (倍)	0.5	0.3	0.0	0.1	0.0	(0.1)
流动比率 (倍)	3.0	1.4	1.0	2.0	2.0	2.1
应收账款周转天数	26.0	22.1	25.5	39.5	39.5	39.5
存货周转天数	na	na	na	na	na	na
应付账款周转天数	103.8	86.8	92.6	125.0	125.0	125.0
估值指标	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
市盈率	ns	ns	ns	ns	ns	109.0
市盈率 (摊薄)	ns	ns	ns	ns	ns	109.0
市帐率	2.1	3.1	3.5	3.8	3.5	3.3
市现率	na	na	na	na	na	na
股息 (%)	na	na	na	na	na	na
企业价值	na	na	na	na	na	na
企业价值 / 销售额	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBIT	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBITDA	na	na	na	na	na	na

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址：香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话：(852) 3900 0888

传真：(852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司（“招银国际环球市场”）为招银国际金融有限公司之全资附属公司（招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司）

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。