

买入

2024年7月18日

《三谋》驱动下半年游戏业务回暖，Q3 Non-GAAP 运营利润转正

- 业绩摘要:** Q1 收入 56.6 亿元，同比上升 11.7%，略高于市场一致预期。毛利率 28.3%，同比提升 6.5pcts，主要得益于高毛利广告业务占比提升以及成本端的优化；经营利润率-14.5%，同比收窄 12.6%。GAAP 净亏损 7.6 亿元；non-GAAP 净亏损 4.4 亿元，同比收窄 55.8%，略高于市场一致预期的亏损 5.0 亿元。下季度营收有望实现双位数增长，毛利率环比略有提升，预计将在 Q3 实现 Non-GAAP 运营利润的盈亏平衡。
- 广告及直播业务增长强劲，积极开拓更多广告场景:** Q1 广告收入同比增长 31.2% 达 16.7 亿元，其中效果广告收入同比增长 50%，当前包括搜索、内容、商业广告等多种广告场景叠加花火平台对广告系统的协同效应持续助力广告业务增长。Q1 增值服务收入同比增加 17.3% 达 25.3 亿元，主要得益于公司对虚拟主播及充电模式等内容付费模式的探索。618 期间，公司带货 GMV 同比增长 146%，广告收入同比增长 93%，其中主要是电商平台的广告投放。后续几个季度公司将继续开拓更多广告场景，我们预计全年广告收入增速为 24%。
- 用户规模稳健增长，降本增效改善毛利率:** Q1 公司 DAU 同比增长 9.0% 达 1.0 亿；MAU 同比增长 8.3% 达 3.4 亿；官方会员同比增长 15.1% 达 2.4 亿，其中付费会员数量达 2190 万；单用户日均使用时长 105 分钟。本季度毛利率同比环比分别增加 6.6/2.2pcts，营销/行政/研发费用同比分别下降 1.0/3.2/1.9pcts。
- 《三国·谋定天下》有望驱动下半年游戏业务恢复增长:** Q1 游戏收入 9.8 亿元，同比下降 13.2%。6 月代理 SLG 游戏《三国：谋定天下》上线后排名位列 iOS 畅销榜前三，预计 2024 年流水在 30 亿元，按照代理游戏分成比例，公司可获得 7 成游戏收入。参考 SLG 游戏的长线流水情况，预计《三谋》2025 全年流水在 50 亿元，贡献公司收入 35 亿元。
- 目标价 20.00 美元/156.23 港元，买入评级:** 预计公司 2024-2026 年收入为 264/291/309 亿元，三年 CAGR 为 11.2%。归母净利润-18/-2/5 亿元，净利润率为-6.7%/-0.6%/1.4%。考虑到公司毛利率的提升，取 WACC 为 12%，折现到 2024 年的目标价为 20.00 美元/156.23 港元，对比当前股价仍有 28.80%/27.84% 的增长空间，给予买入评级。
- 投资风险:** 用户流量增长不及；商业化不及预期；游戏表现不及预期。

曹凌霁

+852-25321539

Rita.cao@firstshanghai.com.hk

韩啸宇

+852-25222101

Peter.han@firstshanghai.com.hk

主要数据

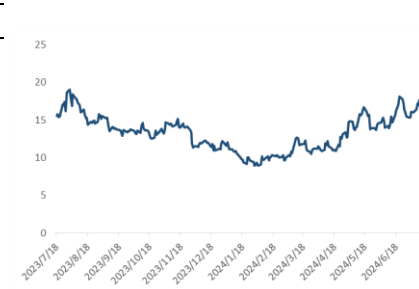
行业	TMT
股价	15.53 美元/122.20 港元
目标价	20.00 美元/156.23 港元 (+28.80%/27.84%)
股票代码	BILI US/9626 HK
总股数	4.14 亿股
市值	64.32 亿美元
52 周高/低	19.15 美元/8.80 美元
每股账面值	4.64 美元
主要股东	陈睿 12.0% 腾讯 10.6% 徐逸 6.7% BlackRock 3.9%

盈利摘要

截至12月31日止财政年度	22年历史	23年历史	24年预测	25年预测	26年预测
总营业收入 (千人民币)	21,899,167	22,527,987	26,405,083	29,165,639	30,939,812
变动	13.0%	2.9%	17.2%	10.5%	6.1%
GAAP净利润 (千人民币)	-7,507,653	-4,811,713	-1,763,539	-174,562	440,512
摊薄每股盈利 (人民币)	-19.0	-11.7	-4.2	-0.4	1.1
变动	-6.2%	38.5%	63.8%	90.7%	372.5%
基于15.53美元的市盈率 (估)	N.A	N.A	N.A	N.A	2.0
每股派息 (美元)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股息现价比	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

盈利预测

未来三年收入 CAGR 11.2% 我们预计公司 2024-2026 年收入为 264/292/309 亿元，三年 CAGR 为 11.2%。归母净利润-18/-2/5 亿元，净利润率为-6.7%/-0.6%/1.4%。

图表 1：2022 年-2026 年公司的盈利及预测

(千RMB)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净收入	21,899,167	22,527,987	26,405,083	29,165,639	30,939,812
-游戏	5,021,290	4,021,137	5,216,219	5,551,811	5,757,853
-广告	5,066,212	6,412,040	7,963,754	9,285,737	10,329,454
-VAS	8,715,170	9,910,080	10,931,144	11,919,426	12,323,408
毛利率	17.6%	24.2%	29.8%	31.5%	32.8%
归属于公司的净利润	-7,497,013	-4,822,321	-1,753,539	-164,562	450,513
净利润率	-34.3%	-21.4%	-6.7%	-0.6%	1.4%

资料来源：公司资料，第一上海预测

目标价 20.00 美元/156.23 港元，买入评级

分部估值法：合理股价为 20.00 美元/156.23 港元

我们采用分部估值法，假设美元兑人民币汇率 7.3，在不考虑 B 站找到下一个增长曲线的情况下，我们预计其 2025 年估值将会达到 104 亿美元。用分部估值法得到 2024 年的目标价为 20.00 美元/156.23 港元，对比当前股价仍有 28.80%/27.84% 的增长空间，调整买入评级。

图表 2：分部估值模型

		2025年	利润率	估值中枢	2025年估值 (亿元)
广告	MAU (亿)	3.8		50	188
	单用户广告价值 (元)	YouTube 10美元 抖音27美元			
	收入(亿元)	24.7			
VAS	付费率	6%			
	大会员人数 (万)	当前为6.4%			
	ARPPU (元)	2110			
直播	收入(亿元)	164			
	直播用户渗透率	45		5	224
	付费率	22%			
游戏	直播付费用户 (万)	7%			
	ARPPU (元)	541			
	收入(亿元)	74	21%	7	106
电商	2023年收入(亿元)	40			
	未来3年预测CAGR	11%			
	收入(亿元)	56	25%	15	212
合计	2023年收入(亿元)	22			
	未来3年预测CAGR	5%			
	收入(亿元)	24	10%	10	24
合计	总收入 (亿元)	292	-1%		
	总估值 (亿元)				754
	总估值 (亿美元)				104
	WACC				12.0%
	折现至2025年估值 (亿美元)				83
	股份数 (亿股)				4.13
	目标价 (美元)				20.00
	目标价 (港元)				156.23

资料来源：第一上海预测

主要财务报表

损益表						财务能力分析					
单位: 千人民币, 财务年度: 12月31日											
	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测		2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
主营业务收入	21,899,167	22,527,987	26,405,083	29,165,639	30,939,812	盈利能力					
- 主营业务收入成本	-18,049,872	-17,086,122	-18,536,368	-19,978,463	-20,791,554	毛利率 (%)	17.6%	24.2%	29.8%	31.5%	32.8%
毛利	3,849,295	5,441,865	7,868,715	9,187,176	10,148,258	EBITDA 利率 (%)	-19.9%	-11.3%	-3.6%	3.0%	4.8%
营业开支	-12,207,239	-10,506,052	-10,033,932	-9,916,317	-10,519,536	净利率 (%)	-34.3%	-21.4%	-6.7%	-0.6%	1.4%
- 营销费用	-4,920,745	-3,916,150	-3,934,357	-4,024,858	-4,269,694	营运表现					
- 行政费用	-2,521,134	-2,122,432	-2,112,407	-2,158,257	-2,289,546	营销费用/收入 (%)	-22.5%	-17.4%	-14.9%	-13.8%	-13.8%
- 研究费用	-4,765,360	-4,467,470	-3,987,168	-3,733,202	-3,960,296	行政费用/收入 (%)	-11.5%	-9.4%	-8.0%	-7.4%	-7.4%
营业亏损	-8,357,944	-5,064,187	-2,165,217	-729,141	-371,278	研发费用/收入 (%)	-21.8%	-19.8%	-15.1%	-12.8%	-12.8%
- 利息收入	281,051	542,472	635,832	702,306	745,028	实际税率 (%)	1.4%	1.7%	1.1%	1.1%	101.1%
- 投资收入	-532,485	-435,644	-475,291	-524,981	-556,917	股息支付率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%
- 营业外亏损净额	1,456,793	389,278	497,971	641,644	680,676	应收账款天数	22.3	21.5	21.0	22.0	23.0
税前利润	-7,403,508	-4,733,008	-1,744,351	-172,663	219,051	应付账款天数	86.3	81.0	82.0	83.0	84.0
- 所得税支出	-104,145	-78,705	-19,188	-1,899	221,461	财务状况					
净亏损	-7,507,653	-4,811,713	-1,763,539	-174,562	440,512	总负债/总资产	63.6%	56.6%	57.7%	57.2%	58.2%
折旧与摊销	3,336,777	2,730,392	1,427,591	1,748,083	2,004,967	收入/净资产	143.7%	156.4%	189.0%	191.1%	179.3%
主营业务增长 (%)	13%	3%	17%	10%	6%	经营性现金流/收入	-17.9%	1.2%	5.3%	12.9%	25.3%
资产负债表						现金流量表					
	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测		2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
+ 现金与现金等同	10,172,584	7,191,821	6,483,580	6,068,260	5,516,768	+ 净利润	-7,507,653	-4,811,713	-1,763,539	-174,562	440,512
+ 短期投资	4,623,452	2,653,065	653,065	653,065	653,065	+ 折旧、摊销	3,336,777	2,730,392	1,427,591	1,748,083	2,004,967
+ 应收账款与票据	1,328,584	1,573,900	1,464,493	2,051,365	1,847,899	+ 其他调整	1,693,964	1,757,191	1,327,574	1,466,367	1,555,567
+ 其他流动资产	8,313,465	7,258,253	7,258,253	7,258,253	7,258,253	+ 非现金运营资本变动	-1,434,458	590,752	405,610	716,795	3,829,593
总计流动资产	24,452,888	18,727,039	15,859,391	16,030,943	15,275,985	经营活动现金流量	-3,911,370	266,622	1,397,236	3,756,682	7,830,639
+ 长期投资	5,651,018	4,366,632	4,366,632	4,366,632	4,366,632	+ 固定及无形资产变动	-2,738,324	-1,330,144	-4,155,477	-4,172,002	-8,382,131
+ 净固定资产	1,227,163	714,734	1,371,685	1,857,677	3,896,126	+ 短期投资净变动	9,940,057	2,710,605	2,000,000	0	0
+ 净无形资产	4,326,790	3,627,533	5,698,468	7,636,394	11,975,111	+ 长期投资净变动	-854,097	-32,028	0	0	0
+ 商誉	2,725,130	2,725,130	2,725,130	2,725,130	2,725,130	+ 其他投资活动	4,261,582	413,715	0	0	0
+ 其他长期资产	1,929,622	2,066,066	2,066,066	2,066,066	2,066,066	投资活动现金	10,609,218	1,762,148	-2,155,477	-4,172,002	-8,382,131
总计长期资产	17,377,682	14,432,028	17,159,914	19,583,833	25,960,997	+ 已付股利	0	0	0	0	0
总资产	41,830,570	33,159,067	33,019,305	35,614,776	41,236,982	+ 短期债务变动	250,905	-81,813	0	0	0
+ 应付账款	4,291,656	4,333,730	4,110,616	5,101,676	4,601,050	+ 长期借款增加	0	0	0	0	0
+ 递延收入	2,819,323	2,954,088	3,473,406	3,786,012	7,912,766	+ 长期借款减少	0	0	0	0	0
+ 其他短期负债	9,982,425	10,815,877	10,815,877	10,815,877	10,815,877	+ 其他融资活动	-4,605,824	-4,992,872	0	0	0
总计流动负债	17,093,404	18,103,695	18,399,898	19,703,565	23,329,693	融资所得现金	-4,354,919	-5,074,685	0	0	0
总负债	26,590,983	18,754,800	19,051,003	20,354,670	23,980,798	现金净增减	2,664,279	-2,945,566	-758,241	-415,320	-551,492
少数股东权益	0	0	0	0	0	现金剩余	10,187,387	7,241,821	6,483,580	6,068,260	5,516,768
总股东权益	15,239,587	14,404,267	13,968,301	15,260,106	17,256,185						

数据来源: 公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制, 仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可, 就本报告之任何材料、内容或印本, 不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据, 或就其作出要约或要约邀请, 也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素, 自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生, 但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性, 并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性, 不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经, 就本报告所载信息、评论或投资策略, 发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供, 不提供任何形式的保证, 并可随时更改, 恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外, 第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」, 「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下, 任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务, 包括(但不限于)在此档内陈述的内容, 皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区, 分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2024 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。