

哔哩哔哩-W

买入 (维持评级)

港股公司点评

证券研究报告

(09626.HK)

利润持续改善，游戏 Q3 将迎强增长

业绩简评

2024年8月22日，公司披露2024年二季度业绩公告，2024Q2实现营收61.27亿元，同比+16%，Non-GAAP归母净亏损2.71亿元，同比收窄72%。

经营分析

用户与视频播放量健康增长，UP收入提升。2024Q2公司日均活跃用户1.023亿，同比增长6%；用户日均使用时长99分钟，同比增长5分钟。2024Q2公司日均视频播放量达到48亿次，同比增长18%，除游戏、科技、知识等传统品类外，家具房产、汽车、时尚等更具商业化潜力的内容播放量亦取得良好增长。2024H1，B站UP主从广告和增值服务获取的收入同比增长超过30%。

新游上线拉动游戏业务恢复增长，广告产品持续优化。2024Q2：1) 公司广告业务收入20.37亿元，同比+30%。公司在广告分发、广告素材、投放工具、经营数据等产品基建侧持续升级，电商坚持大开环战略，618期间为所有垂直行业带去的新客率均超50%。2) 增值服务收入25.66亿元，同比增长11%，2024Q2公司大会员数量达到2230万，环比增长2%。3) 游戏收入10.07亿元，同比增长13%，公司SLG游戏《三国：谋定天下》于6月13日上线，上线后连续21天排名在IOS游戏畅销榜前5，该游戏对Q2业绩贡献有限，预计后续季度会有强劲增长。4) IP衍生品和其他业务收入5.16亿元，同比减少4%。

毛利率同环比持续优化，保持正向经营性现金流。公司高毛利业务占比提升，经营杠杆持续释放，2024Q2公司毛利率达到29.9%，同比+6.78Pct，环比+1.58Pct。2024Q2公司营销费用10.36亿元，营销费用率16.9%，同比-0.41pct，环比+0.54pct；管理费用4.88亿元，管理费用率7.97%，同比-2.21pct，环比+1.42pct；研发费用8.95亿元，管理费用率14.6%，同比-5.14pct，环比-2.44pct；经营性现金流17.5亿元，较去年同期转正。

盈利预测、估值与评级

预计2024/2025/2026年公司收入266/304/338亿元，NON-GAAP归母净利润分别为-0.15/20.31/32.85亿元，当前股价对应2025/2026年P/E分别为20.20/12.49X，维持“买入”评级。

风险提示

用户增长不及预期；广告主需求不及预期；优质UP主流失风险；游戏上线时间或表现不及预期。

传媒与互联网组

分析师：陈泽敏 (执业 S1130524020004)

chenzemin@gjzq.com.cn

分析师：许孟婕 (执业 S1130522080003)

xumengjie@gjzq.com.cn

市价 (港币)：106.300 元

相关报告：

- 《广告超预期增长，经营效率稳步提升》，2024.5.24
- 《哔哩哔哩-W：日活破亿，新质UP主商业化始动》，2024.3.9



主要财务指标

项目	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	21,899	22,528	26,574	30,394	33,828
营业收入增长率	12.98%	2.87%	17.96%	14.38%	11.30%
Non-GAAP 归母净利润 (百万元)	-6,702	-3,414	-150	2,031	3285
Non-GAAP 归母净利润增长率	N.A	N.A	N.A	N.A	61.76%
Non-GAAP 摊薄每股收益(元)	-15.910	-8.105	-0.356	4.821	7.799
每股经营性现金流净额	-9.28	0.63	4.93	10.35	9.01
ROE(归属母公司)(摊薄)	-49.20%	-33.51%	-11.35%	2.51%	10.00%
P/E	N.A	N.A	N.A	20.20	12.49
P/B	2.94	3.11	3.46	3.38	3.04

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (百万元)							资产负债表 (百万元)							
	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
主营业务收入	19,384	21,899	22,528	26,574	30,394	33,828	货币资金	7,523	10,173	7,192	7,849	10,499	13,361	
增长率	61.5%	13.0%	2.9%	18.0%	14.4%	11.3%	应收款项	5,568	4,317	3,368	4,296	4,968	5,413	
主营业务成本	15,341	18,050	17,086	17,997	19,695	21,705	存货	456	437	186	200	239	251	
%销售收入	79.1%	82.4%	75.8%	67.7%	64.8%	64.2%	其他流动资产	22,900	9,526	7,981	8,000	8,019	8,036	
毛利	4,043	3,849	5,442	8,577	10,699	12,124	流动资产	36,447	24,453	18,727	20,345	23,725	27,061	
%销售收入	20.9%	17.6%	24.2%	32.3%	35.2%	35.8%	%总资产	70.0%	58.5%	56.5%	58.3%	61.4%	64.1%	
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0	长期投资	1,235	1,923	1,863	1,863	2,049	2,254	
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	1,350	1,227	715	928	1,120	1,293	
销售费用	5,795	4,921	3,916	4,249	4,165	4,242	%总资产	2.6%	2.9%	2.2%	2.7%	2.9%	3.1%	
%销售收入	29.9%	22.5%	17.4%	16.0%	13.7%	12.5%	无形资产	6,174	7,052	6,353	6,287	6,229	6,081	
管理费用	1,838	2,521	2,122	2,055	2,183	2,236	非流动资产	15,606	17,378	14,432	14,580	14,900	15,130	
%销售收入	9.5%	11.5%	9.4%	7.7%	7.2%	6.6%	%总资产	30.0%	41.5%	43.5%	41.7%	38.6%	35.9%	
研发费用	2,840	4,765	4,467	3,757	4,047	4,288	资产总计	52,053	41,831	33,159	34,925	38,625	42,191	
%销售收入	14.7%	21.8%	19.8%	14.1%	13.3%	12.7%	短期借款	1,232	6,621	7,456	8,484	8,824	9,478	
息税前利润 (EBIT)	-6,429	-8,358	-5,064	-1,484	304	1,357	应付款项	4,361	4,292	4,334	4,499	6,353	6,783	
%销售收入	n.a	n.a	n.a	n.a	1.0%	4.0%	其他流动负债	6,478	6,180	6,314	8,350	9,563	10,643	
财务费用	85	-30	-378	53	53	-14	流动负债	12,071	17,093	18,104	21,333	24,740	26,903	
%销售收入	0.4%	-0.1%	-1.7%	0.2%	0.2%	0.0%	长期贷款	17,784	8,683	1	1	1	1	
-	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	482	814	650	650	650	650	
-	0	0	0	0	0	0	负债	30,337	26,591	18,755	21,984	25,391	27,554	
投资收益	0	0	0	22	27	27	普通股股东权益	21,704	15,238	14,392	12,925	13,220	14,625	
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	-1.5%	8.2%	1.8%	其中：股本	0	0	0	0	0	0	
营业利润	-6,429	-8,358	-5,064	-1,484	304	1,357	未分配利润	21,983	15,179	14,179	12,713	13,007	14,412	
营业利润率	n.a	n.a	n.a	n.a	1.0%	4.0%	少数股东权益	12	2	12	15	15	12	
营业外收支	-199	924	-46	50	50	50	负债股东权益合计	52,053	41,831	33,159	34,925	38,625	42,191	
税前利润	-6,713	-7,404	-4,733	-1,465	328	1,448	比率分析		2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
利润率	n.a	n.a	n.a	n.a	1.1%	4.3%	每股指标							
所得税	95	104	79	-2	-5	-22	每股收益	-16.116	-17.797	-11.447	-3.481	0.698	3.336	
所得税率	n.a	n.a	n.a	n.a	-1.5%	-1.5%	每股净资产	51.521	36.172	34.164	30.683	31.381	34.717	
净利润	-6,809	-7,508	-4,812	-1,464	333	1,470	投入资本收益率	-6.284	-9.285	0.633	1.841	8.702	8.314	
少数股东损益	-20	-11	11	3	-1	-3	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	
归属于母公司的净利润	-6,789	-7,497	-4,822	-1,466	333	1,473	回报率							
净利率	n.a	n.a	n.a	n.a	1.1%	4.4%	净资产收益率	-31.28%	-49.20%	-33.51%	-11.35%	2.22%	9.61%	
							总资产收益率	-13.04%	-17.92%	-14.54%	-4.20%	0.76%	3.33%	
							投入资本收益率	-15.82%	-27.03%	-22.87%	-6.71%	1.36%	5.56%	
							增长率							
							主营业务收入增长率	61.54%	12.98%	2.87%	17.96%	14.38%	11.30%	
							EBIT 增长率	104.68%	30.00%	-39.41%	-70.70%	-120.49%	346.41%	
							净利润增长率	-125.43%	-10.43%	35.68%	69.59%	120.06%	377.81%	
							总资产增长率	118.11%	-19.64%	-20.73%	5.33%	10.59%	9.23%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	26.0	22.1	25.5	24.3	24.3	24.3	
							存货周转天数	10.8	8.8	4.0	4.1	4.4	4.2	
							应付账款周转天数	103.8	86.8	92.6	91.3	117.7	114.1	
							固定资产周转天数	25.4	20.5	11.6	12.7	13.5	14.0	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	55.14%	39.02%	6.35%	9.94%	-7.74%	-22.08%	
							EBIT 利息保障倍数	-75.5	277.4	13.4	-27.8	3.3	26.1	
							资产负债率	58.28%	63.57%	56.56%	62.95%	65.74%	65.31%	

来源：公司年报、国金证券研究所

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806