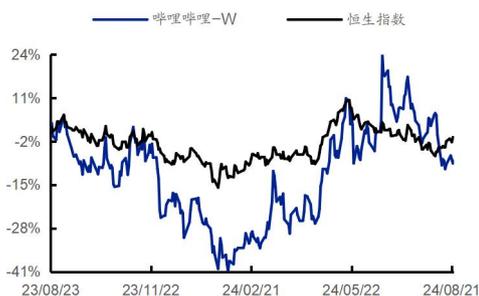


研究所:
 证券分析师: 陈梦竹 S0350521090003
 chenmz@ghzq.com.cn
 证券分析师: 尹芮 S0350522110001
 yinr@ghzq.com.cn

广告表现亮眼,《三谋》有望带动下半年游戏收入强劲增长,单季盈利转正可期

——哔哩哔哩-W (9626.HK) 2024Q2 财报点评

最近一年走势



相对恒生指数表现	2024/08/23		
表现	1M	3M	12M
哔哩哔哩-W	-8.7%	-10.6%	-8.2%
恒生指数	0.8%	-6.7%	-1.3%

市场数据	2024/08/23
当前价格(港元)	107.10
52周价格区间(港元)	67.80-145.60
总市值(百万港元)	44,353.86
流通市值(百万港元)	44,353.86
总股本(万股)	41,413.50
流通股本(万股)	41,413.50
日均成交额(百万港元)	693.31
近一月换手(%)	17.69

相关报告

《哔哩哔哩-W (9626.HK) 2024Q1 财报点评: 广告增长强劲, 关注重点游戏《三国: 谋定天下》6月上线表现 (买入)*数字媒体*陈梦竹, 尹芮》——2024-05-26

《哔哩哔哩-W (9626.HK) 2024Q1 财报前瞻: 广告业务表现强劲, 亏损同比大幅收窄 (买入)*数字媒体*陈梦竹, 尹芮》——2024-04-17

《哔哩哔哩-W (9626.HK) 2023Q4 财报点评: 整体符合预期, 2024年持续推进降本增效策略 (买

事件:

8月22日, 公司公告2024Q2季报, 实现营业收入61亿元 (YoY+16%, QoQ+8%), 经调整归母净利润-2.7亿元, 亏损同比大幅收窄。

我们的观点:

- **1、运营情况:** 2024Q2 平台用户流量保持健康增长, MAU 同比增长4%至3.36亿, DAU 同比增长6%至1.02亿, DAU/MAU 比例提升, 用户粘性指标向好。
- **2、主要财务指标:** 哔哩哔哩2024Q2 实现营业收入61亿元 (YoY+16%, QoQ+8%), 其中移动游戏业务10.07亿元 (YoY+13%, QoQ+2%), 增值服务25.66亿元 (YoY+11%, QoQ+1%), 广告业务20.37亿元 (YoY+30%, QoQ+22%), IP衍生品及其他业务5.16亿元 (YoY-4%, QoQ+7%)。毛利率同比提升至29.9% (yoy+6.8pct, qoq+1.6pct), 各项费用率同比持续改善, 销售费用率17% (yoy-0.4pct, qoq+0.5pct), 研发费用率15.0% (yoy-5.1pct, qoq-2.4pct), 行政费用率8% (yoy-2.2pct, qoq-1.4pct), 经调整归母净利润-2.7亿元, 亏损同比大幅收窄, 环比进一步改善。
- **3、手游业务:** 2024Q2 营收同比上升13%至10.07亿元, 增长原因主要由于公司推出新的独家授权游戏《三国: 谋定天下》表现优异。公司的头部游戏《命运-冠位指定(Fate/Grand Order)》和《碧蓝航线》近期表现稳健, 6月上线的首款策略游戏《三国: 谋定天下》于公测当天空降IOS游戏畅销榜第三, 并连续一个月保持在榜单前十。鉴于SLG品类的长周期运营特点, 《三国: 谋定天下》有望继续给下半年游戏带来较多增量贡献。
- **4、增值业务:** 2024Q2 营收同比增长11%到25.66亿元。B站持续加强直播与视频生态协同, 借助社区多元兴趣圈层, 不断丰富直播内容。大会员业务方面, 大会员总数在二季度保持稳定增长, 超2,230万, 其中超80%是年度订阅或自动续费会员。

入)*数字媒体*陈梦竹,尹芮》——2024-03-09

《哔哩哔哩-W(9626.HK)2023Q3财报点评:营收符合预期,经调整亏损同比大幅收窄(买入)*

数字媒体*陈梦竹,尹芮》——2023-12-01

《哔哩哔哩-W(9626.HK)2023Q2财报点评:广告及直播业务增速亮眼,降本增效稳步推进(买入)

*数字媒体*陈梦竹,尹芮》——2023-08-21

■ **5、广告业务:** 2024Q2 营收同比增长 30%到 20.37 亿元,主要是由于公司改进的广告产品供应及广告效率提升。B 站通过产品基建能力升级,以及针对性更强的行业解决方案,进一步提升了商业化能力。上半年, B 站广告主数量同比增长 50%,更多新兴行业的广告主加入 B 站,其中 AI 厂商覆盖率超过 90%。同时, B 站在电商及游戏广告等行业依然保持高增速,在网服、AI、教育等新兴行业也实现了同比双位数的增长。B 站持续坚持“大开环”战略,618 期间带货交易额同比增长超 140%,广告主数量为去年同期的 4 倍。

■ **盈利预测和投资评级** 预计公司 FY2024-2026 年营收分别为 268/316/363 亿元, NON-GAAP 归母净利润为 -0.03/19.6/29.6 亿元,对应 PS 分别为 1.5x/1.3x/1.1x。公司平台内容生态壁垒深厚,且用户参与度及留存率稳定向上,我们给予其 2024 年目标单 MAU 估值 160 元人民币对应市值 552 亿元、目标 PS 2X 对应目标市值 535 亿元、SOTP 估值 568 亿元,对应折中目标市值 551 亿元人民币,2024 年目标价 131 元/143 港元,维持“买入”评级。

■ **风险提示** 宏观经济增长不及预期风险,游戏版号获取、游戏研发及上线不及预期风险,竞争加剧风险,用户流失风险,互联网估值调整风险,政策监管风险等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入(百万元)	22528	26753	31631	36254
增长率(%)	3	19	18	15
归母净利润(百万元)	-5040	-1331	804	1772
增长率(%)	33	74	160	121
摊薄每股收益(元)	-11.96	-3.16	1.91	4.21
ROE(%)	-44	-12	6	11
Non-GAAP 归母净利润	-3425	-3	1957	2961
增长率(%)	49	100	57866	51
PE(经调整)	-	-	23.05	15.24
PS	1.83	1.54	1.31	1.14

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

单位人民币,换算汇率为 8 月 23 日实时汇率 1 港元=0.92 人民币

图 1: 哔哩哔哩核心财务指标 (百万元)

RMB,mn		2023Q1A	2023Q2A	2023Q3A	2023Q4A	2024Q1A	2024Q2A	2024Q3E	2024Q4E	2023A	2024E	2025E	2026E
运营指标													
MAU		315	324	341	336	342	336	353	349	329	345	355	362
	yoy	7%	6%	3%	3%	8%	4%	3%	4%	5%	5%	3%	2%
DAU		94	97	103	100	102	102	109	105	98	105	112	120
	yoy	18%	16%	14%	8%	9%	6%	6%	5%	14%	7%	7%	7%
人均单日使用时长		96	94	100	95	105	99	99	105	96	101	102	104
收入指标													
总收入		5,070	5,304	5,805	6,349	5,665	6,127	7,114	7,848	22,528	26,753	31,631	36,254
	yoy	0%	8%	0%	3%	12%	16%	23%	24%	3%	19%	18%	15%
手游		1,132	891	992	1,007	983	1,007	1,638	1,798	4,021	5,427	7,682	8,834
	yoy	-17%	-15%	-33%	-12%	-13%	13%	65%	79%	-20%	35%	42%	15%
直播和增值服务		2,156	2,302	2,595	2,857	2,529	2,566	2,856	3,110	9,910	11,060	11,850	12,917
	yoy	5%	9%	17%	22%	17%	11%	10%	9%	14%	12%	7%	9%
广告		1,272	1,573	1,638	1,929	1,669	2,037	2,110	2,439	6,412	8,255	9,951	12,140
	yoy	22%	36%	21%	28%	31%	30%	29%	26%	27%	29%	21%	22%
IP衍生品及其他业务		510	539	580	556	484	516	510	500	2,185	2,012	2,148	2,363
	yoy	-15%	-10%	-23%	-51%	-5%	-4%	-12%	-10%	-29%	-8%	7%	10%
费用及利润指标													
毛利润		1,104	1,228	1,450	1,660	1,605	1,833	2,419	2,825	5,224	8,607	11,704	13,958
	yoy	37%	66%	38%	33%	45%	49%	67%	70%	36%	65%	36%	19%
毛利率		22%	23%	25%	26%	28%	30%	34%	36%	23%	32%	37%	39%
销售费用		880	918	992	1,125	927	1,036	1,138	1,177	3,916	4,278	4,428	5,076
	yoy	-30%	-22%	-19%	-11%	5%	13%	15%	5%	-20%	9%	4%	15%
研发费用		1,027	1,047	1,066	1,327	965	895	996	1,099	4,467	3,954	4,270	4,713
	yoy	2%	-7%	-6%	-11%	-6%	-15%	-7%	-17%	-6%	-11%	8%	10%
管理费用		572	540	499	512	532	488	498	549	2,122	2,067	2,531	2,719
	yoy	7%	-14%	-8%	-37%	-7%	-10%	0%	7%	-16%	-3%	22%	7%
销售费用率		17%	17%	17%	18%	16%	17%	16%	15%	17%	16%	14%	14%
研发费用率		20%	20%	18%	21%	17%	15%	14%	14%	20%	15%	14%	13%
管理费用率		11%	10%	9%	8%	9%	8%	7%	7%	9%	8%	8%	8%
经调整经营利润		(1,066)	(929)	(755)	(635)	(512)	(284)	113	354	(3,385)	(330)	1,517	2,503
经调整经营利润率		-21%	-18%	-13%	-10%	-9%	-5%	2%	5%	-15%	-1%	5%	7%
经调整归母净利润		(1,029)	(963)	(878)	(556)	(440)	(272)	224	484	(3,425)	(3)	1,957	2,961
经调整净利率		-20%	-18%	-15%	-9%	-8%	-4%	3%	6%	-15%	0%	6%	8%

资料来源: 公司财报, 国海证券研究所

附表：哔哩哔哩-W 盈利预测表（股价单位港元，其余人民币，换算汇率为 8 月 23 日实时汇率 1 港元=0.92 人民币）

证券代码:	09626.HK				股价:	107.10	投资评级:	买入	日期:	2024/08/23
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E	
盈利能力					每股指标					
ROE	-44%	-12%	6%	11%	EPS	-11.96	-3.16	1.91	4.21	
毛利率	23%	32%	37%	39%	BVPS	34.19	38.60	45.87	57.66	
期间费率	27%	24%	22%	22%	估值					
销售净利率	-22%	-5%	2%	5%	P/E	-	-	51.39	23.30	
成长能力					P/B	2.87	2.54	2.14	1.70	
收入增长率	3%	19%	18%	15%	P/S	1.83	1.54	1.31	1.14	
利润增长率	33%	74%	160%	-121%						
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	
总资产周转率	0.68	0.70	0.74	0.73	营业收入	22528	26753	31631	36254	
应收账款周转率	14.31	14.04	14.04	14.04	营业成本	17304	18147	19928	22296	
偿债能力					销售费用	3916	4278	4428	5076	
资产负债率	57%	57%	55%	51%	管理费用	2122	2067	2531	2719	
流动比	1.03	1.06	1.18	1.36	财务费用	-378	-333	-413	-419	
速动比	0.85	0.89	0.88	0.87	其他费用/(-收入)					
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	-5282	-1693	474	1450	
现金及现金等价物	7192	9878	13289	19222	营业外净收支	-46	-19	54	64	
应收款项	1574	1906	2253	2582	利润总额	-4950	-1379	942	1933	
短期投资	2653	2653	2653	2653	所得税费用	-79	27	-158	-181	
其他流动资产	11419	14437	18195	24458	净利润	-5029	-1351	784	1752	
流动资产合计	18727	22368	26917	33847	少数股东损益	11	-20	-20	-20	
固定资产	715	1214	1478	1480	归属于母公司净利润	-5040	-1331	804	1772	
无形资产及其他	6353	7024	7112	7074	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	
长期投资	4367	4367	4367	4367	经营活动现金流	3128	4639	6328	7899	
资产总计	33159	37971	42872	49766	净利润	-5040	-1331	804	1772	
短期借款	7456	7456	7456	7456	少数股东权益	11	-20	-20	-20	
应付款项	4334	4972	5460	6109	折旧摊销	4390	3881	3760	4025	
其他流动负债	5969	8362	9664	10899	投资活动现金流	6495	-27417	-1043	-2342	
流动负债合计	18104	21057	22896	24826	固定资产投资	-876	-901	-1070	-1265	
长期借款及应付债券	1	1	1	1	短期投资	10437	1970	1970	1970	
其他长期负债	650	650	650	650	其他	10439	28305	-900	-705	
长期负债合计	651	651	651	651	筹资活动现金流	20000	29374	0	0	
负债合计	18755	21708	23547	25477						
股东权益	14404	16263	19325	24289	现金净增加额	1853	2686	3411	5933	
负债和股东权益总计	33159	37971	42872	49766						

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【海外小组介绍】

陈梦竹，行业首席分析师，南开大学本科&硕士，6年证券从业经验，专注于全球内容&社交互联网、消费互联网、科技互联网板块研究。

尹芮，分析师，康奈尔大学硕士，中国人民大学本科，3年证券从业经验，主要覆盖内容&社交互联网方向。

张娟娟，分析师，上海财经大学硕士，三年产业工作经验，曾任职于阿里、美团，主要覆盖生活互联网方向。

林臻，研究助理，中国人民大学本科，港科大硕士，主要覆盖科技互联网方向。

罗婉琦，分析师，伦敦政治经济学院硕士，主要覆盖消费互联网方向。

卢瑞琪，研究助理，复旦大学硕士，主要覆盖科技互联网方向。

【分析师承诺】

陈梦竹，尹芮，本报告中的分析师均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、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。