

互联网	收盘价 美元 12.96	目标价 美元 19.00↓	潜在涨幅 +46.6%
-----	-----------------	------------------	----------------

2024年8月23日

哔哩哔哩 (BILI US)

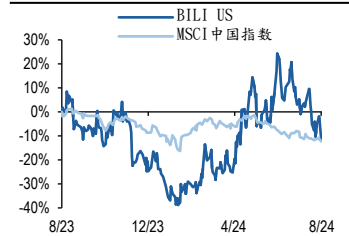
新游拉动游戏收入加速增长，3季度运营层面有望实现盈利

- 2 季度亏损收窄好于预期。哔哩哔哩 2024 年 2 季度收入为 61 亿元人民币（下同），同/环比增 16%/8%，基本符合预期。调整后净亏损为 2.7 亿元，同/环比收窄 72%/38%，好于我们预期的 3.3 亿元亏损，主要受益于收入结构改善带动毛利率提升（同/环比+6.8/1.6 个百分点）以及运营费用率优化（同环比收窄 7.8/3.3 个百分点）。
- 广告收入维持快于行业增长。2 季度广告收入同比增 30%，仍受益于：1）流量增长（总时长/日均视频播放量同比+11%/18%）；2）基建及垂直行业解决方案优化带动广告主数量增长（上半年，效果 KA 广告主数量同比+50%）及投放效率提升，电商/数码家电投放增量领先。3）交易带动广告投放，2 季度，观看交易内容的用户近 4000 万，同比+70%，日均带货 UP 主数量同比+130%。游戏收入同比增 13%，主要受新游《三谋》拉动。增值服务（VAS）收入增 11%，受益于付费用户增加。
- 展望：我们预计 3 季度《三谋》拉动游戏同比加速增长（+83%），主要基于 2 季度末递延收入（环比增 7.3 亿元）以及 7-8 月流水表现（新赛季日流水排名最高重回 iOS 游戏畅销榜前 3）；广告收入或增 25%，继续受益于基建完善效能释放以及交易规模扩张。受益于高利润率业务收入增长，预计 3 季度毛利率同/环比优化 9/4 个百分点至 34%，带动实现经调整运营利润 2.2 亿元。
- 估值：基于重点新游 3 个月流水摊销以及较为保守的 2025 年流水预期，我们下调 2025 年收入，考虑快于预期的毛利率优化，我们上调 2025 年经调整净利润预期 10%。基于 2025 年 2 倍市销率，微调目标价至 19 美元/147 港元（9626 HK）（原为 20 美元/155 港元）。策略新游有长线运营潜力，高毛利率业务收入增长有望带动毛利率持续改善，看好盈利能力逐步释放，维持买入。风险：新游流水降幅高于预期；用户增长不及预期。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (美元)	18.14
52周低位 (美元)	8.94
市值 (百万美元)	4,504.91
日均成交量 (百万)	18.34
年初至今变化 (%)	15.20
200天平均价 (美元)	13.37

资料来源: FactSet

赵丽, CFA

zhao.li@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8054

谷馨瑜, CPA

connie.gu@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8045

赵丽, CFA

zhao.li@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8054

蔡涵

hanna.cai@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8041

财务数据一览

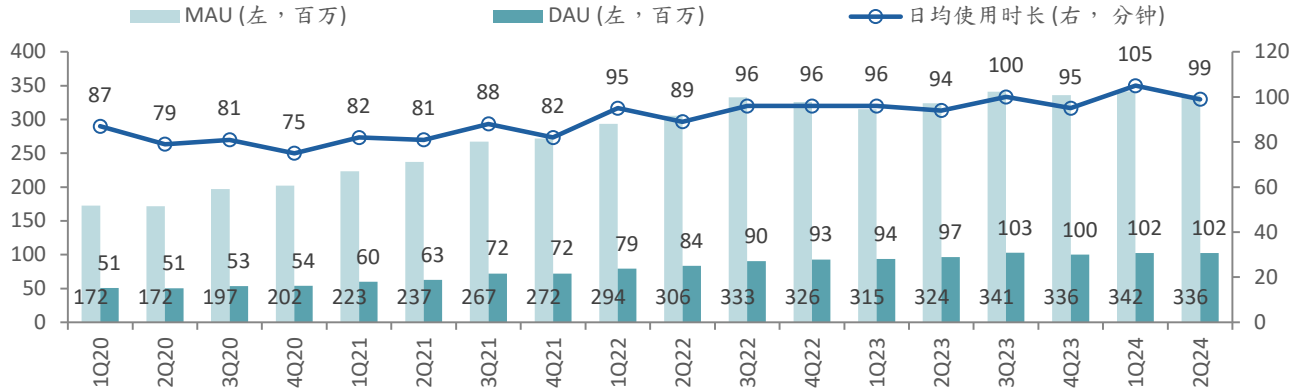
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万人民币)	21,899	22,528	26,502	28,960	30,874
同比增长 (%)	13.0	2.9	17.6	9.3	6.6
净利润 (百万人民币)	(6,692)	(3,425)	(136)	1,245	2,387
每股盈利 (人民币)	(16.95)	(8.29)	(0.33)	2.96	5.62
同比增长 (%)	18.3	-51.1	-96.0	-984.2	90.1
前EPS预测值 (人民币)			(1.16)	2.69	5.42
调整幅度 (%)			-71.1	10.0	3.6
市盈率 (倍)	NA	NA	NA	33.9	17.8
每股账面净值 (人民币)	38.60	34.85	39.91	45.88	55.16
市账率 (倍)	2.59	2.87	2.51	2.18	1.81

资料来源: 公司资料, 交银国际预测 ^净利润和每股盈利基于 Non-GAAP 基础

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

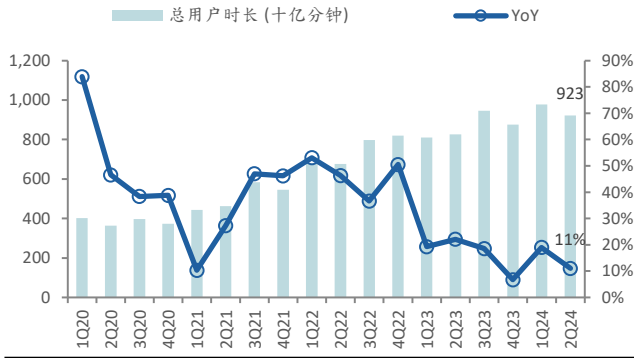
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 2 季度，DAU 环比持平



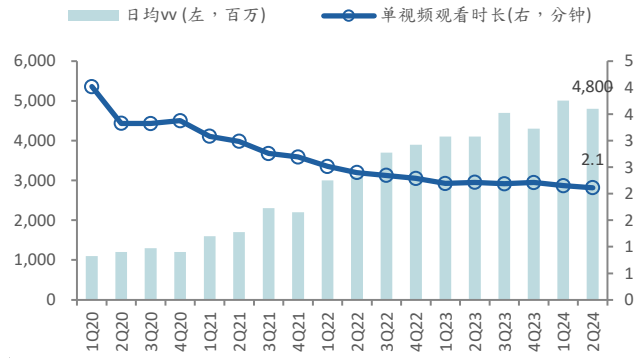
资料来源：公司资料, 交银国际

图表 2: 2 季度，总用户时长同比增 11%



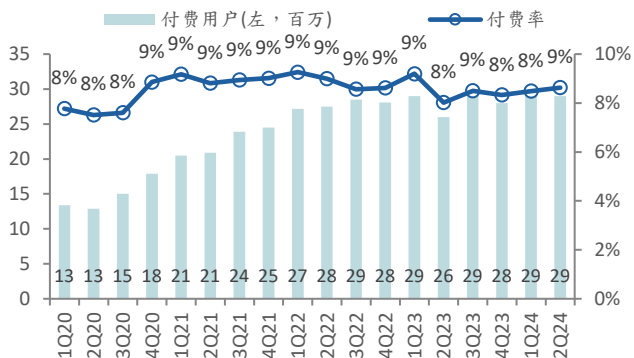
资料来源：公司资料, 交银国际

图表 3: 2 季度，日均观看数量同比增 18%



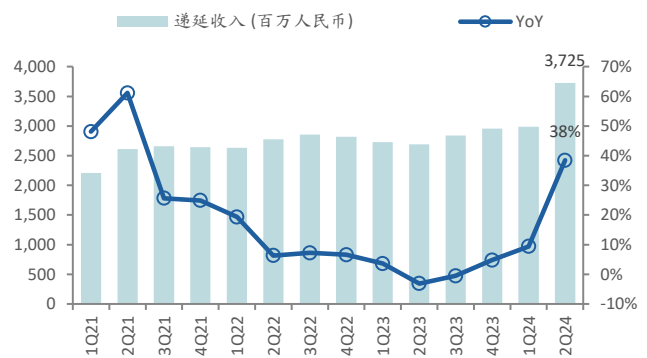
资料来源：公司资料, 交银国际

图表 4: 2 季度，月付费用户达 2900 万



资料来源：公司资料, 交银国际

图表 5: 2 季度，递延收入环比增 7.4 亿元



资料来源：公司资料, 交银国际

图表 6: 2024 年 2 季度业绩概览

(百万人民币)	2Q23	1Q24	2Q24	环比 (%)	同比 (%)	交银国际		点评
						预测	差别 (%)	
总收入	5,304	5,665	6,127	8	16	6,135	0	
移动游戏	891	983	1,007	2	13	1,004	0	主要受《三谋》拉动
增值服务	2,302	2,529	2,566	1	11	2,656	-3	
广告	1,573	1,669	2,037	22	30	1,989	2	效果 KA 广告主同比增 50%+
IP 衍生品及其他	539	484	516	7	-4	485	7	
营业成本	-4,077	-4,059	-4,294	6	5	-4,346	-1	
毛利	1,228	1,605	1,833	14	49	1,789	2	
毛利率 (%)	23%	28%	30%			29%		受益于收入结构变化及成本控制
营销费用	918	927	1,036	12	13	1,038	0	新游营销
行政费用	540	532	488	-8	-10	518	-6	
研发费用	1,047	965	895	-7	-15	922	-3	
运营利润	-1,278	-819	-585	-29	-54	-689	-15	
运营利润率 (%)	-24%	-14%	-10%			-11%		
税前利润	-1,524	-763	-614	-19	-60	-629	-2	
所得税(支出)/抵免	-24	-2	6			-31		
归属于股东净利润	-1,547	-749	-609	-19	-61	-650	-6	
净利润率 (%)	-29%	-13%	-10%			-11%		
经调整净利润	-964	-456	-271	-41	-72	-340	-20	
经调整归母净利润	-963	-440	-272	-38	-72	-330	-18	
经调整净利润率 (%)	-18%	-8%	-4%			-5%		
经调整摊薄每股收益(元)	-2.3	-1.1	-0.7	-38	-72	-0.8	-18	

资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

图表 7: 2024 年 3 季度业绩展望

(百万人民币)	3Q23	2Q24	3Q24E	环比 (%)	同比 (%)	2023	2024E	2025E	2026E
总收入	5,805	6,127	7,238	18	25	22,528	26,502	28,960	30,874
<i>彭博一致预期</i>			<u>6,781</u>				<u>26,032</u>	<u>29,370</u>	<u>32,461</u>
移动游戏	992	1,007	1,816	80	83	4,021	5,275	5,172	5,039
增值服务	2,595	2,566	2,866	12	10	9,910	11,103	12,222	13,072
广告	1,638	2,037	2,041	0	25	6,412	8,108	9,529	10,707
IP 衍生品及其他	580	516	515	0	-11	2,185	2,016	2,036	2,057
营业成本	-4,355	-4,294	-4,742	10	9	-17,086	-18,058	-18,753	-19,298
毛利	1,450	1,833	2,496	36	72	5,442	8,444	10,207	11,576
毛利率 (%)	25%	30%	34%			24%	32%	35%	37%
营销费用	992	1,036	1,210	17	22	3,916	4,347	4,423	4,407
行政费用	499	488	512	5	3	2,122	2,037	1,960	2,090
研发费用	1,066	895	901	1	-15	4,467	3,691	3,724	3,786
运营利润	-1,107	-585	-127	-78	-89	-5,064	-1,632	99	1,293
运营利润率 (%)	-19%	-10%	-2%			-22%	-6%	0%	4%
经调整运营利润	-755	-284	222	-178	-129	-3,385	-324	1,465	2,738
经调整运营利润率 (%)	-13%	-5%	3%			-15%	-1%	5%	9%
税前利润	-1,319	-614	-67	-89	-95	-4,733	-1,485	-61	1,133
所得税(支出)/抵免	-18	6	-3	-154	-81	-79	-1	-38	-170
归属于股东净利润	-1,351	-609	-70	-88	-95	-4,822	-1,471	-99	964
净利润率 (%)	-23%	-10%	-1%			-21%	-6%	0%	3%
经调整净利润	-863	-271	273	-201	-132	-3,414	-151	1,245	2,386
经调整归母净利润	-878	-272	273	-201	-131	-3,425	-136	1,245	2,387
经调整净利润率 (%)	-15%	-4%	4%			-15%	-1%	4%	8%
<i>彭博一致预期</i>			<u>91</u>				<u>-582</u>	<u>1,152</u>	<u>2,287</u>
经调整摊薄每股收益(元)	-2.1	-0.7	0.7	-200	-131	-8.3	-0.3	3.0	5.6

资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

图表 8: 哔哩哔哩 (BILI US) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 9: 交银国际互联网和教育行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
BIDU US	百度	买入	85.79	129.00	50.4%	2024年07月17日	广告
BILI US	哔哩哔哩	买入	12.96	19.00	46.6%	2024年08月22日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	39.85	54.00	35.5%	2024年08月21日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	10.25	14.00	36.6%	2024年08月14日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	2.60	4.20	61.5%	2024年07月22日	文娱内容
9899 HK	云音乐	买入	93.05	120.00	29.0%	2024年06月04日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	6.77	5.90	-12.9%	2024年05月29日	文娱内容
YY US	欢聚集团	中性	34.20	33.00	-3.5%	2024年05月29日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	23.90	29.00	21.3%	2024年02月21日	文娱内容
JD US	京东	买入	26.64	41.00	53.9%	2024年08月16日	电商
PDD US	拼多多	买入	147.19	213.00	44.7%	2024年05月23日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	82.96	111.00	33.8%	2024年04月11日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	10.58	13.40	26.7%	2024年06月26日	电商
GOTU US	高途	买入	4.12	7.50	82.0%	2024年08月08日	教育
TAL US	好未来教育	买入	8.59	13.80	60.7%	2024年08月02日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	53.35	80.00	50.0%	2024年08月01日	教育
DAO US	有道	买入	3.35	5.00	49.3%	2024年05月24日	教育
NTES US	网易	买入	82.25	113.00	37.4%	2024年08月22日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	377.80	486.00	28.6%	2024年08月15日	游戏
3888 HK	金山软件	买入	21.00	30.00	42.9%	2024年05月22日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	10.64	15.00	41.0%	2024年03月28日	游戏
9690 HK	途虎	买入	17.14	24.00	40.0%	2024年08月12日	本地生活
3690 HK	美团	买入	109.00	129.00	18.3%	2024年06月07日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	9.70	11.30	16.5%	2024年08月16日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	10.72	13.50	25.9%	2024年07月12日	物流
DADA US	达达集团	中性	1.16	1.50	29.3%	2024年08月21日	物流
9878 HK	汇通达网络	中性	20.90	30.00	43.5%	2024年03月28日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	10.60	14.00	32.1%	2024年03月27日	商户服务
780 HK	同程旅行	买入	13.38	23.00	71.9%	2024年08月21日	在线旅行社
9961 HK	携程集团	买入	339.60	509.00	49.9%	2024年05月21日	在线旅行社

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至2024年8月22日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	21,899	22,528	26,502	28,960	30,874
主营业务成本	(18,050)	(17,086)	(18,058)	(18,753)	(19,298)
毛利	3,849	5,442	8,444	10,207	11,576
销售及管理费用	(7,442)	(6,039)	(6,385)	(6,383)	(6,497)
研发费用	(4,765)	(4,467)	(3,691)	(3,724)	(3,786)
经营利润	(8,358)	(5,064)	(1,632)	99	1,293
Non-GAAP标准下的经营利润	(6,257)	(3,385)	(324)	1,465	2,738
财务成本净额	30	378	302	(160)	(160)
应占联营公司利润及亏损	(532)	(436)	(116)	0	0
其他非经营净收入/费用	1,457	389	(40)	0	0
税前利润	(7,404)	(4,733)	(1,485)	(61)	1,133
税费	(104)	(79)	(1)	(38)	(170)
非控股权益	11	(11)	15	(0)	1
净利润	(7,497)	(4,822)	(1,471)	(99)	964
作每股收益计算的净利润	(7,497)	(4,822)	(1,471)	(99)	964
Non-GAAP标准的净利润	(6,692)	(3,425)	(136)	1,245	2,387

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	10,187	7,242	9,350	10,833	15,029
有价证券	4,623	2,653	2,122	2,335	2,568
应收账款及票据	1,329	1,574	1,852	2,023	2,157
其他流动资产	8,313	7,258	7,376	7,460	7,525
总流动资产	24,453	18,727	20,700	22,650	27,280
物业、厂房及设备	1,227	715	497	360	294
无形资产	8,982	8,419	7,105	7,244	7,720
其他长期资产	7,169	5,299	5,741	6,221	6,741
总长期资产	17,378	14,432	13,343	13,825	14,755
总资产	41,831	33,159	34,044	36,475	42,035
应付账款	4,292	4,334	4,480	4,596	4,711
其他短期负债	12,802	13,770	12,664	11,896	13,216
总流动负债	17,093	18,104	17,145	16,492	17,927
长期贷款	8,683	1	1	1	1
其他长期负债	814	650	650	650	650
总长期负债	9,498	651	651	651	651
总负债	26,591	18,755	17,796	17,144	18,578
股本	15,238	14,392	16,235	19,319	23,444
股东权益	15,238	14,392	16,235	19,319	23,444
非控股权益	2	12	12	12	12
总权益	15,240	14,404	16,248	19,331	23,457

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	(7,404)	(4,733)	(1,485)	(61)	1,133
折旧及摊销	3,337	2,730	2,215	1,986	1,784
营运资本变动	(1,152)	449	44	183	1,122
利息调整	(30)	(378)	(302)	160	160
税费	(104)	(79)	(1)	(38)	(170)
其他经营活动现金流	1,442	2,276	1,442	1,037	1,117
经营活动现金流	(3,911)	267	1,913	3,267	5,146
资本开支	(760)	(182)	(155)	(163)	(166)
投资活动	10,266	2,749	181	(590)	(641)
其他投资活动现金流	1,104	(805)	1,450	5	(326)
投资活动现金流	10,609	1,762	1,476	(748)	(1,133)
负债净变动	251	(82)	(1,491)	(1,193)	0
权益净变动	(348)	0	0	0	0
其他融资活动现金流	(4,258)	(4,993)	0	0	0
融资活动现金流	(4,355)	(5,075)	(1,491)	(1,193)	0
汇率收益/损失	321	100	211	156	183
年初现金	7,523	10,187	7,242	9,350	10,833
年末现金	10,187	7,242	9,350	10,833	15,029

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	(18.994)	(11.660)	(3.536)	(0.238)	2.267
全面摊薄每股收益	(18.990)	(11.678)	(3.615)	(0.236)	2.269
Non-GAAP标准下的每股收益	(16.950)	(8.294)	(0.334)	2.955	5.617
每股账面值	38.597	34.853	39.911	45.876	55.163
利润率分析(%)					
毛利率	17.6	24.2	31.9	35.2	37.5
EBIT利润率	(38.2)	(22.5)	(6.2)	0.3	4.2
净利率	(34.2)	(21.4)	(5.5)	(0.3)	3.1
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	17.6	24.2	31.9	35.2	37.5
经营利润率	(28.6)	(15.0)	(1.2)	5.1	8.9
净利率	(30.6)	(15.2)	(0.5)	4.3	7.7
其他					
流动比率	1.4	1.0	1.2	1.4	1.5
应收账款周转天数	21.8	25.2	25.2	25.2	25.2
应付账款周转天数	51.8	57.3	57.3	57.3	57.3

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标竿指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标竿指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标竿指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标竿指数为**恒生综合指数**，A股市场的标竿指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标竿指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2024年8月23日
哔哩哔哩 (BILI US)

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安泰集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司及中赣通信(集团)控股有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。