

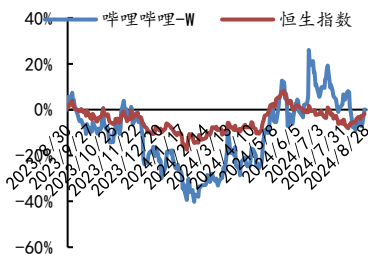
## 24Q2 点评：三谋助力游戏业务重回正增长，24Q3 有望实现 NON-GAAP OP 盈利

### 投资评级：买入(维持)

报告日期：2024-08-28

收盘价 (HKD)	110.6
近 12 个月最高/最低 (HKD)	144.3/68.4
总股本 (百万股)	421.3
流通股本 (百万股)	337.5
流通股比例 (%)	80.1
总市值 (亿元)	425.3
流通市值 (亿元)	340.2

### 公司价格与恒生指数走势比较



### 分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

### 分析师：石月昊

执业证书号：S0010524080002

邮箱：shiyuehao@hazq.com

### 相关报告

- 哔哩哔哩 23Q2 点评：亏损持续收窄，广告收入超预期推动毛利率提升
- 哔哩哔哩 23Q1 点评：经调整归母净利润显著收窄，营收符合预期，多款新游定档暑期
- 哔哩哔哩 22Q4 点评：经调整归母净利润显著收窄，23 年持续关注增收减亏
- 哔哩哔哩深度：详解 B 站生态护城河及用户规模天花板

### 主要观点：

#### ● 事件：

公司发布 24Q2 财报，24Q2 公司总收入为 61.3 亿元 (YoY +15.5%)，略高于彭博一致预期的 60.9 亿元 (YoY +14.9%)；

24Q2 经调整归母净利润为 2.7 亿元，高于彭博一致预期的 3.3 亿亏损，亏损同比收窄 71.8%，有望实现 24Q3 经调整经营利润盈利的目标。

#### ● 流量侧：用户规模略微不及预期，仍健康增长，使用时长持续提升

用户侧：24Q2 公司 MAU 达 3.36 亿 (YoY +3.7%)，略低于彭博预期的 3.43 亿 (YoY +5.8%)；DAU 达 1.02 亿 (YoY +6.0%)，略低于彭博预期的 1.045 亿 (YoY +8.3%)；单 DAU 日均使用时长为 99 分钟 (YoY +5.3%)。Q2 日均视频观看量达 48 亿，同比增长 18%。

创作者侧：2024 年上半年，约有 210 万内容创作者在 B 站上获得收入，内容创作者通过广告和增值服务产品获得的总收入同比增长 30%。

#### ● 广告业务：流量持续增长+用户商业价值持续释放+1 纵 N 横战略助力广告业务高速增长

24Q2 公司广告业务收入达 20.4 亿元 (YoY+29.5%)，高于彭博一致预期的 19.9 亿元 (YoY+27.0%)。广告业务的高速增长得益于：

1) 平台流量的持续增长：Q2 DAU 同比增长 6%、视频播放量同比增长了 18%，意味着商业流量的底盘在持续增长。

2) 用户商业价值的持续释放：B 站用户的平均年龄达 25 岁，正处在消费需求跟消费能力快速增长的阶段，Q2 家具、房产、汽车、时尚美妆品类的视频播放量同比增长超 30%，母婴亲子品类的播放量同比增长超 80%。

3) 1 纵 N 横战略：一横指的是广告业务的基础建设，上半年公司为 PC 端投放平台提供了一站式的专业投放工具，上半年广告主数量同比增长 50%；N 纵指的是垂直行业的解决方案，垂直行业 Q2 前五大的广告主行业是游戏、电商、数码家电、食品饮料和汽车，其中电商跟数码家电是 Q2 广告增长最大的两个驱动力，今年 618 电商客户在 B 站的投放广告同比增长 300%，带货 GMV 同比增长超 100%，为商家带来了 50% 的新客率，其中母婴亲子行业新客率超 70%。

#### ● 游戏业务：《三国：谋定天下》数据表现优异，游戏业务重回正增长

24Q2 移动游戏业务收入为 10.1 亿元 (YoY +13.0%)，高于彭博一致预期的 9.6 亿 (YoY +7.2%)。

《三国：谋定天下》上线首周吸引数百万下载，上线初期登上 iOS 畅销榜前三名，首月保持在 iOS 畅销榜前十，是 B 站历史上最快达到 10 亿流量的游戏。未来 B 站将把它打造成一款能够持续运营 5 年以上的精品游戏，把《三国：谋定天下》长线运营下去。

#### ● 增值服务业务：大会员数、付费用户数均稳定增长

24Q2 增值服务业务收入为 25.7 亿元 (YoY +11.5%)，低于彭博预期的 26.5 亿元 (YoY +15.1%)

截至 2024 年 6 月底，B 站大会员达 2230 万 (YoY +9%)，其中超过 80% 是年度订阅者或自动续订套餐，表明用户对 B 站的忠诚度和信任度持续提升。

此外，用户也越来越倾向于在 B 站的其他增值服务产品上花钱，包

括优质在线课程、粉丝收费计划和头像装饰等，24Q2 月均付费用户数近 2900 万。

● **投资建议**

预计 24/25/26 年公司实现收入 262.4/292.9/321.1 亿，实现经调整归母净利润-0.24/20.34/30.57 亿，维持“买入”评级。

● **风险提示**

互联网内容行业竞争加剧；商业化不及预期；用户增长不及预期；内容质量不及预期等。

● **重要财务指标**

单位:百万元

单位/百万	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	22,528	26,241	29,293	32,109
(+/-) (%)	3%	16%	12%	10%
经调整归母净利润	-3,412	-24	2,034	3,057
(+/-) (%)	49%	99%	8491%	50%
EPS (NON-GAAP)	-8.10	-0.06	4.83	7.26
P/E (NON-GAAP)	——	——	21.78	14.49

资料来源：wind，华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>18,727</b>	<b>18,452</b>	<b>20,981</b>	<b>24,333</b>	<b>营业总收入</b>	<b>22,528</b>	<b>26,241</b>	<b>29,293</b>	<b>32,109</b>
现金	7,192	7,090	9,944	13,066	营业成本	17,086	17,843	18,803	20,070
应收账款	1,574	1,807	1,967	2,170	销售费用	3,916	4,318	4,595	4,863
存货	186	465	222	511	管理费用	2,122	2,019	1,935	2,035
其他	9,775	9,089	8,848	8,586	研发费用	4,467	3,731	3,645	3,909
<b>非流动资产</b>	<b>14,432</b>	<b>13,425</b>	<b>12,427</b>	<b>11,436</b>	营业利润	-5,064	-1,670	314	1,233
固定资产	715	668	630	600	投资收入净额	-436	101	439	482
无形资产	6,353	5,953	5,553	5,153	利息收入	542	407	352	385
租赁土地	0	0	0	0	利息支出	-165	-160	-293	-321
权益性投资	1,863	1,802	1,742	1,682	汇兑净收益	-36	-146	-146	-161
其他	5,502	5,002	4,502	4,002	其他收益/(支出)净额-非经营	133	199	234	257
<b>资产总计</b>	<b>33,159</b>	<b>31,876</b>	<b>33,407</b>	<b>35,769</b>	债务清偿收益/亏损	292.216	-20.98	0	0
					除税前溢利	-4,733	-1,290	900	1,875
<b>流动负债</b>	<b>18,104</b>	<b>17,950</b>	<b>18,409</b>	<b>18,704</b>	所得税	-79	6	18	38
短期借款	7,456	7,456	7,456	7,456	<b>净利润</b>	<b>-4,812</b>	<b>-1,284</b>	<b>918</b>	<b>1,913</b>
应付账款	4,334	3,664	3,915	4,175	少数股东损益	11	-15	4	9
其他	6,314	6,830	7,039	7,073	<b>归母净利润</b>	<b>-4822</b>	<b>-1268</b>	<b>914</b>	<b>1903</b>
<b>非流动负债</b>	<b>651</b>	<b>651</b>	<b>651</b>	<b>651</b>	<b>归母净利润 (NON-GAAP)</b>	<b>-3412</b>	<b>-24</b>	<b>2034</b>	<b>3057</b>
长期借款	1	1	1	1	EBITDA	-2165	-1023	952	1863
其他	650	650	650	650	EPS	-11.4	-3.0	2.2	4.5
<b>负债合计</b>	<b>18,755</b>	<b>18,601</b>	<b>19,060</b>	<b>19,355</b>	EPS (NON-GAAP)	-8.1	-0.1	4.8	7.3
少数股东权益	12	-3	1	11					
股本	0	0	0	0					
留存收益和资本公积	14,392	13,278	14,346	16,403					
归属母公司股东权益	14,392	13,278	14,346	16,403					
<b>负债和股东权益</b>	<b>33,159</b>	<b>31,876</b>	<b>33,407</b>	<b>35,769</b>					

现金流量表				
单位:百万元				
现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>267</b>	<b>-1,589</b>	<b>1,605</b>	<b>1,849</b>
净利润	-4,822	-1,268	914	1,903
资产折旧与摊销	2,900	647	638	630
营运资金的变动	703	-980	284	-436
其他非现金调整	1,487	12	-230	-247
<b>投资活动现金流</b>	<b>1,762</b>	<b>1,494</b>	<b>1,388</b>	<b>1,438</b>
处置固定资产取得的收	0	133	527	578
资本性支出	-1,330	-200	-200	-200
其他	3,092	1,560	1,060	1,060
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-5,075</b>	<b>-6</b>	<b>-139</b>	<b>-167</b>
债权融资	-7,757	0	0	0
股权融资	2,689	154	154	154
支付的利息和股利	0	-160	-293	-321
其他	-7	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	<b>-2,946</b>	<b>-102</b>	<b>2,854</b>	<b>3,121</b>

主要财务比率				
主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入	2.9%	16.5%	11.6%	9.6%
营业利润	39.4%	67.0%	118.8%	292.5%
归母净利润	35.7%	73.7%	172.0%	108.3%
<b>获利能力</b>				
毛利率	24.2%	32.0%	35.8%	37.5%
净利率	-21.4%	-4.9%	3.1%	6.0%
ROE	-33.5%	-9.6%	6.4%	11.6%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	56.6%	58.4%	57.1%	54.1%
净负债比率	0.02	0.03	-0.17	-0.34
流动比率	1.03	1.03	1.14	1.30
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.68	0.82	0.88	0.90
应收账款周转率	15.52	15.52	15.52	15.52
应付账款周转率	3.96	4.46	4.96	4.96
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	-8.10	-0.06	4.83	7.26
每股经营现金	0.63	-3.77	3.81	4.39
每股净资产	34.19	31.51	34.06	38.96
<b>估值比率</b>				
P/E	—	—	21.8	14.5
P/B	3.1	3.3	3.1	2.7

资料来源:公司公告,华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**金荣，香港中文大学经济学硕士，天津大学数学与应用数学学士，曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司，金融及产业复合背景，善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015年水晶球第三名及2017年新财富第四名核心成员。执业证书编号：S0010521080002

**分析师：**石月昊，对外经济贸易大学国际商务硕士，哈尔滨工业大学国际经济与贸易学士。历经腾讯 IEG Global 及百度 MEG，熟悉泛文娱赛道，主要覆盖视频院线、广告和自动驾驶等领域。执业证书编号：S0010524080002。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。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。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。