

## 买入

## 用户运营仍具长板优势，商业化战略地位持续提升

**哔哩哔哩 (BILI.US)**

2022-09-30 星期五

### 投资要点

目标价: **19.2 美元**  
 现价: 15.25 美元  
 预计升幅: 26%

#### ➤ 用户规模稳步增长，收入端及利润端仍具挑战：

公司二季度实现营收 49.09 亿元，同比增长 9.2%，营收增速处于历史低位；净亏损 20.10 亿元，调整后净亏损 19.68 亿元，调整后净亏损率为 -40.1%。二季度公司在用户规模上仍延续着高质量增长，MAU 达 3.06 亿，同比增长 29%，DAU 达 8350 万，同比增长 33%，DAU 增速连续两季度高于 MAU 增速，DAU/MAU 比例由去年同期的 26.4% 上升至 27.3%。

### 重要数据

日期	2022-09-29
收盘价 (美元)	15.25
总股本 (百万股)	391
总市值 (百万美元)	6,020
净资产 (百万美元)	3,404
总资产 (百万美元)	8,164
52 周高低 (美元)	89.80/14.93
每股净资产 (美元)	8.72

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

#### ➤ Story-Mode 促进用户活跃，直播推动付费用户转化：

22Q2 平台平均每月提交内容 1320 万份，同比增长 56%，增长动能主要来自于内容创作者基数的持续壮大。22Q2 平台每月活跃的内容创作者约 360 万，同比增长 50%。Story-Mode 实施以来，用户使用时长稳步增长，22Q2 用户日均使用时长已达 89 分钟，相较去年同期有显著提升。在直播业务面临监管挑战的情况下，公司着力推动直播与 PUGV 生态一体化，激励更多的 UP 主成为主播。22Q2 公司活跃主播数同比增长 107%，推动月活用户的直播渗透率持续提升，直播业务月均付费用户同比增长近 70%。

#### ➤ 广告产品受市场认可，在不确定性中寻找确定性的增长机遇：

严格管控期结束后，公司广告业务恢复较好，二季度广告业务营收 11.6 亿元，同比增长 10%。在广告行业整体受创的时刻，B 站于危机中把握成长机遇，广告业务实现了逆势增长，广告市占率顺势攀升。公司在 4 月份推出了 Story-Mode 应用程序，为广告业务带来了新的增长机遇，Story-Mode 的 ECPM 显著高于其他同类型广告。

#### ➤ 降本增效将是未来主旋律，维持买入评级：

目前游戏版号重新开始发放将利好公司游戏业务，StoryMode 引入创造更多 adload，广告业务受宏观环境影响增速出现下降，但是单用户广告效率投放效率仍然在提升。相信 2022 年至 2023 年将是公司降本增效阶段，可以看到盈利能力明显提升。目前我们采用分部估值法，得出合理估值为 75.2 亿美元，对应目标价 19.2 美元，相较于现价预计有 26.0% 的升幅，维持“买入”评级。

### 主要股东

腾讯	(12.40%)
陈睿	(14.20%)
阿里巴巴	(6.70%)
徐逸	(8.00%)

### 相关报告

哔哩哔哩 (BILI.US) - 首发报告-20180731  
 哔哩哔哩 (BILI.US) - 更新报告-20180927、  
 20181128、20190306、20190515、20190824、  
 20191123、20200213、20200320、20200522

### 研究部

姓名: 李承儒  
 SFC: BLN914  
 电话: 0755-21519182  
 Email: licr@gyzq.com.hk

截至12月31日财政年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2022Q3E
总营收 (百万元)	11,999	19,393	22,062	29,249	37,267	5,558
变动	77.03%	61.62%	13.76%	32.58%	27.42%	6.74%
净利润 (百万元)	-2,637	-6,800	-6,909	-6,933	-5,950	-2,259
经营利润率	-22.70%	-33.11%	-29.95%	-22.44%	-14.77%	-40.00%
每股盈利 (元)	(7.5)	(17.8)	(17.7)	(17.7)	(15.2)	(5.7)
基于股份的市销率 (倍)	5.7	3.5	3.1	2.3	1.8	

资料来源: 公司年报、国元证券经纪(香港)预测

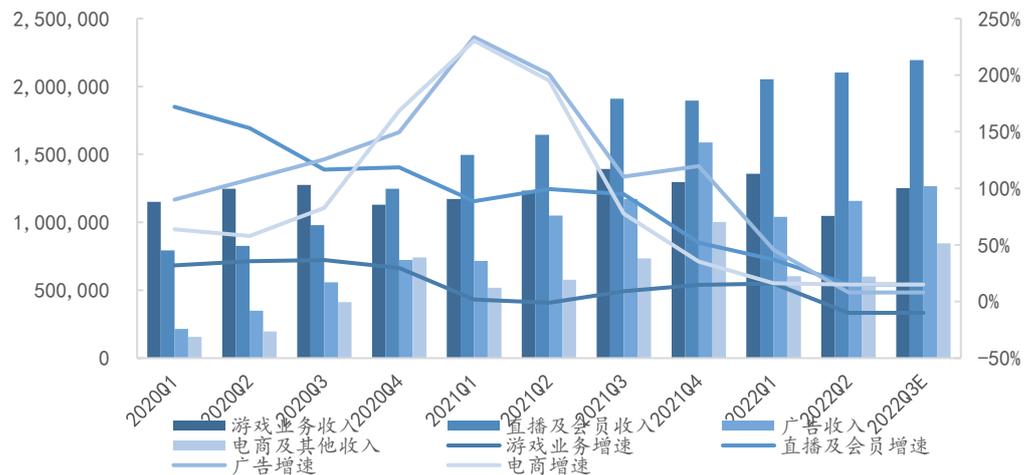
## 报告正文

### 用户规模稳步增长，收入端及利润端仍具挑战：

22Q2 公司实现营收 49.09 亿元，同比增长 9.2%，营收增速处于历史低位；净亏损 20.10 亿元，调整后净亏损 19.68 亿元，调整后净亏损率为-40.1%。公司在用户规模上仍延续着高质量增长，MAU 达 3.06 亿，同比增长 29%，DAU 达 8350 万，同比增长 33%，DAU 增速连续两季度高于 MAU 增速，DAU/MAU 比例由去年同期的 26.4% 上升至 27.3%。月均付费用户规模达 2750 万，同比增长 32%，平台整体付费率 9.0%，用户付费意愿保持稳定。22Q2 付费用户 ARPU 为 38 元，同比下滑 16%，用户消费力有所下滑。长期以来，公司高度关注用户增长，用户价值与平台价值相互促进，预计在未来几个季度内，公司用户高质量增长的势头仍将延续，2023 年底 MAU 规模有望突破 4 亿。

分业务来看，增值服务业务依旧是公司最主要的营收来源。22Q2 公司增值服务收入 21 亿元，同比增长 29%，增长主要由用户体量扩大所拉动，直播业务推动流量向付费用户的转化；广告业务凭借自有优势成功消化了行业下行的不利影响，实现收入 11.6 亿元，同比增长 10%；移动游戏业务由于热门新游空缺，营收由去年同期的 12.3 亿元大幅下滑至 10.5 亿元；疫情封控阻滞物流畅行，电商及其他业务收入 6.01 亿元，同比增长 4%。

图 1：公司二季度收入及增长情况

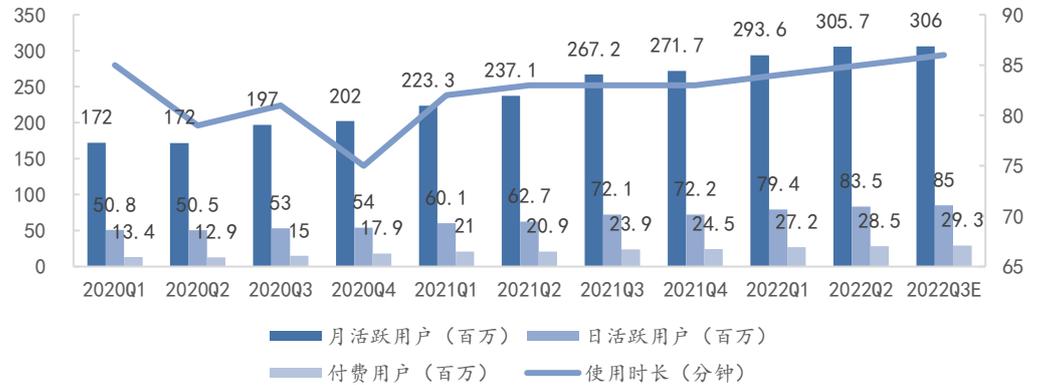


资料来源：公司年报、国元证券经纪(香港)整理

在费用管控方面，公司已取得了部分成果，但整体费用端仍存在较大优化空间。公司依靠平台价值驱动用户增长，新用户获取成本持续下降。22Q2 公司销售及营销费用 11.72 亿元，同比减少 16%，销售费用率为 24%，同比下降 7.3pcts。由于一般及行政人员增加、租金及与组织优化相关的开支增加，行政费用同比增长 44% 至 6.26 亿元，行政费率为 13%，同比增加 3pcts。二季度，公司研发费用 11.32 亿元，同比

增长 68%，研发费率由去年同期 15% 提升至 23%，该项费用激增主要是由于研发人员和股权激励增加，以及公司终止若干游戏项目增厚费用。

**图 2：社区平台保持高活跃度**



资料来源：公司年报、国元证券经纪(香港)整理

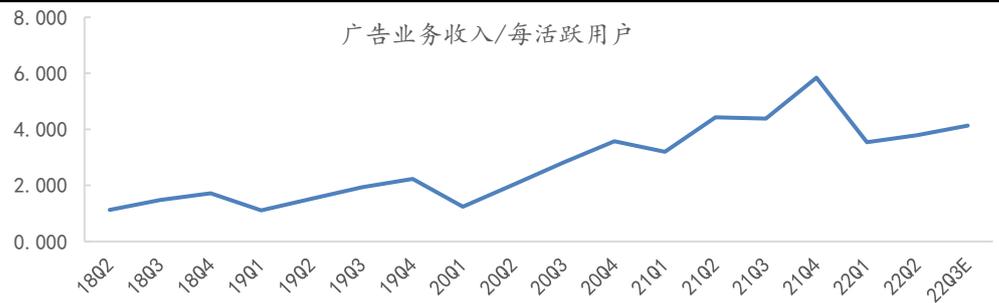
**Story-Mode 促进用户活跃，推动直播付费用户转化：**

22Q2 平台平均每月提交内容 1320 万份，同比增长 56%，增长动能主要来自于内容创作者基数的持续壮大。22Q2 平台每月活跃的内容创作者约 360 万，同比增长 50%。在内容生态方面，公司持续扩张视频品类，为优质创造者和优质内容提供了广阔的繁衍空间。22Q2，生活、游戏、娱乐、动漫和知识成为最受用户欢迎的前五大内容品类。在内容形式上，公司于 2020 年底开启 Story-Mode，推进短内容创作，以此来渗透用户碎片化时间。Story-Mode 实施以来，用户使用时长稳步增长，22Q2 用户日均使用时长已达 89 分钟，相较去年同期有显著提升，Story-Mode 为平台带来了显著的流量增量。在直播业务面临监管挑战的情况下，公司着力推动直播与 PUGV 生态一体化，激励更多的 UP 主成为主播。22Q2 公司活跃主播数同比增长 107%，推动月活用户的直播渗透率持续提升，直播业务月均付费用户同比增长近 70%。

**广告产品受市场认可，在不确定性中寻找确定性的增长机遇：**

二季度受疫情影响，广告行业整体需求疲软，广告主在投放平台及投放形式的选择上更加谨慎。B 站本身具有强大的品牌力，高质量用户体量庞大，广告效率的提升使公司的广告产品在市场上更加受欢迎。严格管控期结束后，公司广告业务恢复较好，二季度广告业务营收 11.6 亿元，同比增长 10%。在广告行业整体受创的时刻，B 站于危机中把握成长机遇，广告业务实现了逆势增长，广告市占率顺势攀升。22Q2 广告收入排名前 5 位的垂直领域是游戏、数字和 3C 产品、护肤和化妆品、电子商务以及食品和饮料。公司在 4 月份推出了 Story-Mode 应用程序，为广告业务带来

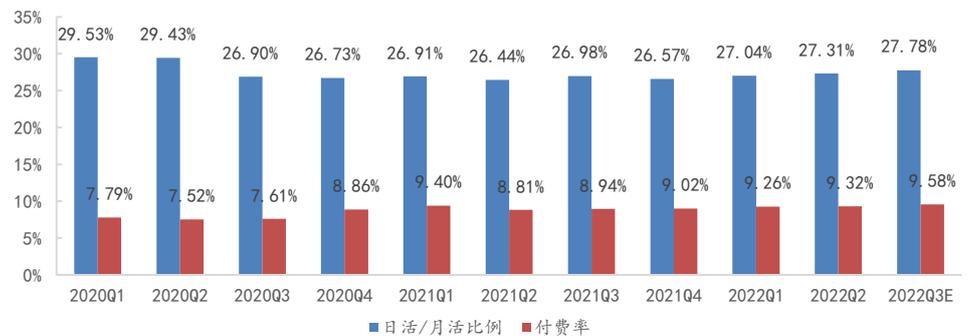
了新的增长机遇，Story-Mode 的 ECPM 显著高于其他同类型广告。下半年公司在强化算法及数据建设，提高广告变现效率的同时，也将持续深挖垂直行业，寻找和 B 站生态高度契合的营销方案。公司已和淘宝、天猫、拼多多等电商平台达成初步合作，尝试进行原生广告投放。我们认为，在下半年宏观经济仍具较大不确定性的情况下，公司广告业务增长具有较强确定性，三季度公司广告业务有望实现加速增长，广告业务市场份额将进一步扩大。

**图 3：公司用户广告价值情况**


资料来源：公司季报、国元证券经纪(香港)整理

### 热门新游缺位，爆款老游日渐式微，游戏业务短期受创：

22Q2 公司游戏业务营收 10.5 亿元，同比下滑 15%，主要是因为缺乏热度较高的独家代理游戏。根据 Sensor Tower 于今年 6 月公布的数据，FGO 目前仍位列全球热门手游收入排行榜 Top10，但国服收入却未能跻身国产手游收入排行榜前 20。二季度，随着自研游戏《机动战姬》在发布，公司自研游戏收入在游戏总收入的占比达到 5% 左右。目前，B 站已获得 4 款新游戏版本号，同时，公司有 6 款游戏将登陆海外市场，其中包括 2 款自研游戏。除了持续强化游戏自研能力，公司上半年在游戏赛道上也保持着较大的投资力度。由于所投工作室旗下的产品仍处于研发阶段，导致公司研发费用有所攀升。

**图 4：平台日活/月活比例及付费率**


资料来源：公司季报、国元证券经纪(香港)整理

**降本增效将是未来主旋律，维持买入评级：**

目前游戏版号重新开始发放将利好公司游戏业务，StoryMode 引入创造更多 adload，广告业务受宏观环境影响增速出现下降，但是单用户广告效率投放效率仍然在提升。相信 2022 年至 2023 年将是公司降本增效阶段，可以看到盈利能力明显提升，另外我们再次下调了 2022 年收入增长预期，主要是三、四季度广告增长前景不明朗，游戏版号缺失导致业务增长乏力。目前我们采用分部估值法，直播及增值业务估值为 24.45 亿美元（22 年 2 倍 PS 估值），游戏业务估值 9.6 亿美元（22 年 5 倍 PE），广告业务 36.4 亿美元（22 年 5 倍 PS），电商及其他业务 4.7 亿美元（22 年 1 倍 PS），合计 75.2 亿美元，对应目标价 19.2 美元，相较于现价预计有 26.0% 的升幅，维持“买入”评级。

**财务报表摘要**
**财务报表摘要**
**损益表**

&lt;百万元&gt;, 财务年度截至&lt;十二月&gt;

	2020年 历史	2021年 历史	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测
收入	11,999	19,393	22,062	29,249	37,267
成本	-8,742	-15,341	-18,520	-23,819	-28,982
<b>毛利</b>	<b>3,257</b>	<b>4,052</b>	<b>3,542</b>	<b>5,429</b>	<b>8,285</b>
销售费用	-3,492	-5,795	-5,515	-6,727	-7,826
研发费用	-1,513	-2,840	-2,868	-3,217	-3,727
管理费用	-976	-1,838	-1,765	-2,047	-2,236
<b>营运利润</b>	<b>-2,724</b>	<b>-6,420</b>	<b>-6,606</b>	<b>-6,562</b>	<b>-5,504</b>
其他收入	140	-284	-82	-78	-74
税前利润	-2,584	-6,704	-6,688	-6,640	-5,578
所得税	-53	-95	-221	-292	-373
<b>净利润</b>	<b>-2,637</b>	<b>-6,800</b>	<b>-6,909</b>	<b>-6,933</b>	<b>-5,950</b>
<b>经调整利润</b>	<b>-2,163</b>	<b>-5,669</b>	<b>-5,697</b>	<b>-5,611</b>	<b>-4,508</b>
<b>增长</b>					
收入增长 (%)	77.0%	61.6%	13.8%	32.6%	27.4%
净利润 (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

**资产负债表**

&lt;百万元&gt;, 财务年度截至&lt;十二月&gt;

	2020年 历史	2021年 历史	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测
现金及等价物	4,678	7,940	6,221	4,151	4,179
定期存款	4,720	7,632	7,632	3,816	3,816
短期投资	3,357	15,061	15,061	15,061	10,061
应收账款	1,054	1,382	1,573	2,085	2,656
预付及其他资产	1,931	4,848	5,516	7,312	9,317
<b>流动资产</b>	<b>15,740</b>	<b>36,864</b>	<b>36,003</b>	<b>32,425</b>	<b>30,030</b>
固定资产	762	1,350	1,750	2,108	2,540
制作成本	668	1,084	1,084	1,084	1,084
无形资产	2,357	3,429	4,050	4,423	4,832
商誉	1,296	2,338	2,338	2,338	2,338
长期投资	3,043	6,998	2,596	2,596	2,596
<b>总资产</b>	<b>23,866</b>	<b>52,064</b>	<b>47,822</b>	<b>44,974</b>	<b>43,420</b>
应付账款	3,074	4,361	5,265	6,771	8,239
应付职工薪酬	734	995	1,294	1,682	2,187
应交税费	127	204	204	204	204
递延收入	2,118	2,645	3,009	3,990	5,084
应计负债	1,238	2,633	2,633	2,633	2,633
其他	100	1,232	1,232	1,232	1,232
<b>流动负债</b>	<b>7,392</b>	<b>12,071</b>	<b>13,637</b>	<b>16,513</b>	<b>19,579</b>
长期负债	<b>8,692</b>	<b>18,266</b>	<b>18,266</b>	<b>18,266</b>	<b>18,266</b>
<b>权益</b>	<b>7,782</b>	<b>1,813</b>	<b>-3,996</b>	<b>-9,719</b>	<b>-14,339</b>

**财务分析**

	2020年 历史	2021年 历史	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	27.1%	20.9%	16.1%	18.6%	22.2%
EBIT率 (%)	-22.7%	-33.1%	-29.9%	-22.4%	-14.8%
净利率 (%)	-22.0%	-35.1%	-31.3%	-23.7%	-16.0%
ROE	-33.9%	-375.1%	172.9%	71.3%	41.5%
<b>营运表现</b>					
费用/收入 (%)	49.8%	54.0%	46.0%	41.0%	37.0%
实际税率 (%)	-2.1%	-1.4%	-3.3%	-4.4%	-6.7%
应收账款天数	32	26	26	26	26
应付账款天数	128	104	104	104	104
<b>财务状况</b>					
负债/权益	0.95	6.66	-3.41	-1.70	-1.37
收入/总资产	0.50	0.37	0.46	0.65	0.86
总资产/权益	3.07	28.72	-11.97	-4.63	-3.03
商誉/总资产	5.4%	4.5%	4.9%	5.2%	5.4%
现金/总资产	39.4%	29.9%	29.0%	17.7%	18.4%
<b>现金流量表</b>					

&lt;百万元&gt;, 财务年度截至&lt;十二月&gt;

	2020年 历史	2021年 历史	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测
<b>利润</b>	<b>-2,637</b>	<b>-6,800</b>	<b>-6,909</b>	<b>-6,933</b>	<b>-5,950</b>
折旧及摊销	1,722	2,442	3,458	4,041	4,480
股权激励费用	386	1,000	1,100	1,210	1,331
坏账准备计提	99	0	0	0	0
汇兑亏损	-3	-7	0	0	0
投资公允价值变动	-39	194	0	0	0
运营资本变化	1,643	523	709	566	490
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,170</b>	<b>-2,647</b>	<b>-1,642</b>	<b>-1,116</b>	<b>350</b>
购买物业及设备	-602	-965	-755	-674	-815
购买无形资产	-1,637	-2,722	-3,724	-4,097	-4,506
投资活动	-6,668	-20,891	4,402	3,816	5,000
<b>投资活动现金流</b>	<b>-8,907</b>	<b>-24,578</b>	<b>-77</b>	<b>-955</b>	<b>-322</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>8,335</b>	<b>30,389</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
汇兑变化	-466	-319	0	0	0
现金变化	132	2,845	-1,719	-2,071	28
期初持有现金	4,963	5,095	7,940	6,221	4,151
期末持有现金	<b>5,095</b>	<b>7,940</b>	<b>6,221</b>	<b>4,151</b>	<b>4,179</b>

# 投资评级定义和免责条款

## 投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

## 免责声明

### 一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

### 分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。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接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司  
香港中环康乐广场 8 号交易广场三期 17 楼  
电话：(852) 37696888  
传真：(852) 37696999  
服务热线：400-888-1313  
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>