

买入

业务基本面迎来复苏，关注商业化效率提升

哔哩哔哩 (BILI.US)

2023-05-09 星期二

投资要点

目标价: **24.2 美元**
 现价: 19.98 美元
 预计升幅: 21.3%

➤ 降本成效显著，亏损持续收窄：

B 站第四季度收入为 61.4 亿元，同比增长 6.3%，毛利率环比提升至 20.3%。经营利润率同比亏损率收窄至-37.9%。归母净亏损为 15 亿元，Non-GAAP 净亏损 13.1 亿元，同比收窄 21%。2022 年 B 站 MAU 同比增长 25.9%，达 3.145 亿人。DAU 为 8650 万，较 2021 年增加 29.6%，占 MAU 比重为 28.47%。此外 MAU 平均每日总使用时长同比增长 46.7%，MPU 为 2810 万，同比增长 15%。

重要数据

日期	2023-05-08
收盘价 (美元)	19.98
总股本 (百万股)	415
总市值 (百万美元)	8,296
净资产 (百万美元)	2,188
总资产 (百万美元)	6,006
52 周高低 (美元)	30.35/8.23
每股净资产 (美元)	5.47

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

➤ 新游推出带动业务回升，游戏自研依然是大方向：

在游戏业务方面，由于公司四季度缺乏新游上线，游戏收入在 4Q22 同比下滑 11.5% 至 11.5 亿元。此外，由于一季度上线的新游戏表现低于预期，预计 23 年一季度公司移动游戏收入仍将承压。然而，根据目前公司产品储备情况，数量依然客观，并有望在二季度集中上线，从而带动移动游戏收入增速提升。

➤ 停更事件影响有限，变现效率仍有待提升：

2023 年一季度，B 站平台出现部分 UP 主停更内容事件。目前只有少数几个头部 UP 主选择停更，而平台上 50 万粉以上的 UP 主约 3000 人，而 B 站 UP 主数量约 46 万人，因此停更 UP 主占比会更加低，对于内容生态的影响范围有限。B 站平台内容目前依然以中长尾内容为主，因此停更事件对平台的影响也相对较小。

➤ 用户高活跃与基本面复苏双加持，维持买入评级：

目前平台依然保持较高生态活跃度，而游戏版号重新开始发放将利好公司游戏业务，预计广告增速将于二季度开始恢复。相信 2023 年公司持续降本增效继续带动盈利能力明显提升。目前我们采用分部估值法（游戏 10 倍 PE、广告 5 倍 PS、VAS 3 倍 PS、电商及其他 1 倍 PS），得出合理估值为 100.6 亿美元，对应目标价 24.2 美元，相较于现价预计有 21.3% 的升幅，维持“买入”评级。

主要股东

腾讯	8.40%
陈睿	12.62%
阿里巴巴	7.90%
Kami Sama Limited	7.01%

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@gzq.com.hk

截至12月31日财政年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2022Q4E
总营收 (百万元)	19,393	21,899	24,521	29,528	36,024	5,473
变动	61.62%	12.92%	11.97%	20.42%	22.00%	8.28%
净利润 (百万元)	-6,800	-7,508	-4,494	-2,807	-2,893	-1,779
经营利润率	-33.11%	-38.17%	-17.51%	-8.70%	-7.24%	-33.00%
每股盈利 (元)	(17.8)	(19.2)	(11.5)	(7.2)	(7.4)	(4.5)
基于股价的市销率 (倍)	3.0	2.6	2.3	1.9	1.6	

资料来源: 公司年报、国元证券经纪(香港)预测

報告正文

降本成效卓越，亏损持续收窄：

B 站第四季度收入为 61.4 亿元，同比增长 6.3%，毛利率环比提升至 20.3%。经营利润率同比亏损率收窄至-37.9%。归母净亏损为 15 亿元，Non-GAAP 净亏损 13.1 亿元，同比收窄 21%。分业务来看，移动游戏收入为 11 亿元（收入占比 18.7%），较 2021 年同期下降 12%；增值业务 VAS 收入为 23 亿元（收入占比 38.3%），较 2021 年同期增长 24%；广告收入为 15 亿元（收入占比 24.6%），同比下降 4.7%；电子商务和其他收入为 11 亿元（收入占比 18.5%），同比增长 13%。从营收结构来看，游戏业务占比下降，而广告、增值服务、电商业务收入占比增长，意味着公司商业化生态趋向于更多元化的发展，抗风险能力增强。公司在 2022 年将采取多项措施提高商业化效率，全年净营业额总额预计为 219 亿元，同比增长 13.0%。预计随着游戏、广告、直播与会员业务的贡献，B 站整体毛利率有望达到 30% 以上。其中，游戏业务毛利提升主要来源于自研游戏占比提升；广告毛利提升来自效果广告占比提升以及商单广告占比下降；直播业务毛利提升来自主播及公会分成比例下降；会员毛利提升则来自会员数量增长的规模效应带来会员内容成本占比下降。费用方面 B 站在费用控制方面取得了显著成果。2022 年下半年，公司同比削减了销售及营销开支 26.5%，进一步提高了组织效率。这一举措也带来了明显的业绩改善，下半年的净亏损同比收窄 32.8%。在用户增长方面，B 站表现出色。2022 年 B 站 MAU 同比增长 25.9%，达 3.145 亿人。未来公司将把用户增长策略的重点转移到培养更高质量、带来更多盈利的用户，并专注于公司的日活用户增长。2022 年 DAU 为 8650 万，较 2021 年增加 29.6%，占 MAU 比重为 28.47%。此外，每位活跃用户平均每日总使用时长同比增长 46.7%，这表明 B 站在用户留存和活跃度方面也有不俗的表现。第四季度，平台月均付费用户为 2810 万，同比增长 15%。得益于公司在自制内容方面的长期投入，包括真人剧《三悦有了新工作》、动画剧《黑门》、《中国奇谭》等等，提升了用户升级为大会员的意愿。

新游推出带动业务回升，游戏自研依然是大方向：

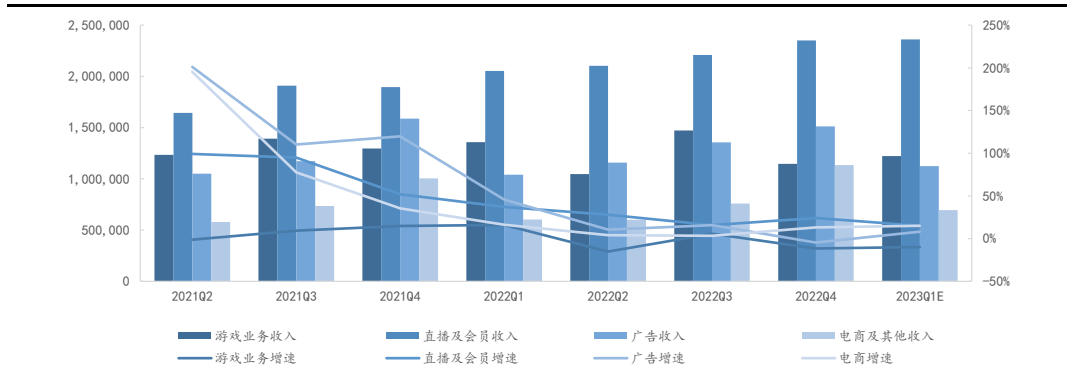
在游戏业务方面，由于公司四季度缺乏新游上线，游戏收入在 4Q22 同比下滑 11.5% 至 11.5 亿元。此外，由于一季度上线的新游戏表现低于预期，预计 23 年一季度公司移动游戏收入仍将承压。然而，根据目前公司产品储备情况，数量依然客观，并有望在二季度集中上线，从而带动移动游戏收入增速提升。其中包括国内自研产品《斯露德》，代理产品《千年之旅》；海外自研产品《代号：依露希尔》与其他 5-6 款代理产品。此外，4 月 20 日，根据国家新闻出版署公布的 4 月游戏版号情况，公司共有两款游戏获批，包括《重构：阿塔提斯》以及《摇光录：乱世公主》。此

外，热门二次元产品《闪耀！优俊少女》（赛马娘）已获得游戏版号，预计将于年中上线，该游戏将由 B 站运营。根据 SensorTower 数据，2021 年 2 月到 2023 年 3 月，《赛马娘》全球累计收入已达到 20 亿美元，连续两年成为日本手游畅销榜冠军。这表明二次元游戏拿到版号的情况已经明显好转。自研游戏方面，2022 年自研游戏产品流水占比达 5%。公司预计自研游戏质量将呈现逐年递增的态势，并更加聚焦在核心优势赛道，坚定执行“精品自研，全球发行”的战略，通过全球发行抵消高开发成本的同时，打磨能长线运营的垂类精品自研游戏。

停更事件影响有限，变现效率仍有待提升：

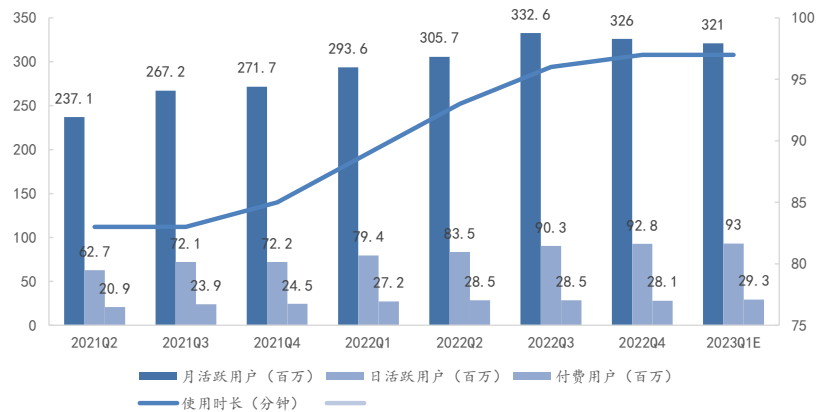
在 2023 年一季度，B 站平台出现部分 UP 主停更内容事件，这引发了市场的关注。根据公司反馈称，目前只有少数几个头部 UP 主选择停更，而平台上 50 万粉以上的 UP 主约 3000 人，而 B 站 UP 主数量约 46 万人，因此停更 UP 主占比会更加低，对于内容生态的影响范围有限。B 站平台内容目前依然以中长尾内容为主，因此停更事件对平台的影响也相对较小。停更原因主要有两个方面，一是头部 UP 主的收益减少，收支难以平衡，导致停止更新。公司运营策略开始注重投入产出比，因此一定程度上降低了对内容创作的激励补贴费用。二是中国宏观经济环境依然严峻，广告投放意愿较弱，导致 B 站平台广告业务表现低迷，UP 主通过花火平台创收的效率明显下降。为了解决 UP 主的多变现问题，未来力公司正在持续帮助 UP 主多元化其变现渠道，包括直播、工坊、电商、Story Mode 等渠道，为激励 UP 主内容创作提供支持。此外，公司正在努力优化平台生态，加强与 UP 主的合作，提高 UP 主的收益水平，以促进平台的可持续发展。

图 1：公司季度收入及增长情况



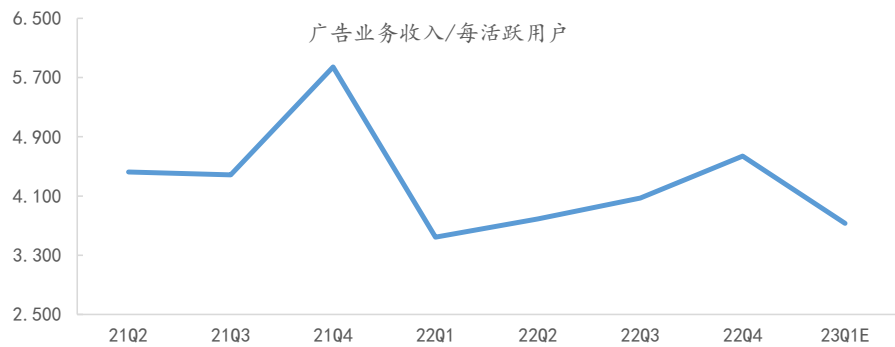
资料来源：公司年报、国元证券经纪(香港)整理

图 2：社区平台保持高活跃度



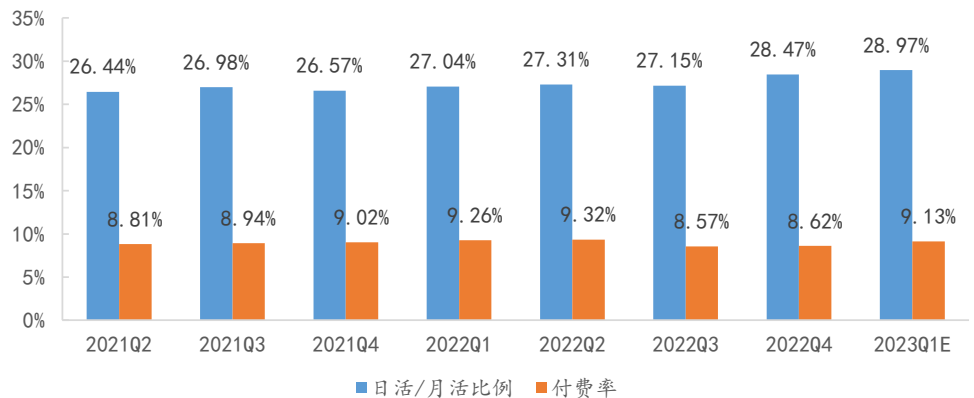
资料来源：公司年报、国元证券经纪(香港)整理

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

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

风险提示：广告业务恢复不达预期、竞争加剧导致 UP 主流失、成本费用无法继续优化

财务报表摘要

财务报表摘要

损益表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2021年 历史	2022年 历史	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测
收入	19,393	21,899	24,521	29,528	36,024
成本	-15,341	-18,050	-19,987	-23,535	-27,464
毛利	4,052	3,849	4,534	5,993	8,560
销售费用	-5,795	-4,921	-4,414	-4,429	-6,484
研发费用	-2,840	-4,765	-2,697	-2,362	-2,882
管理费用	-1,838	-2,521	-1,716	-1,772	-1,801
营运利润	-6,420	-8,358	-4,293	-2,570	-2,608
其他收入	-284	112	44	59	74
税前利润	-6,704	-8,246	-4,249	-2,511	-2,533
所得税	-95	-104	-245	-295	-360
净利润	-6,800	-8,350	-4,494	-2,807	-2,893
经调整利润	-5,669	-6,551	-3,139	-1,337	-1,298
增长					
收入增长 (%)	61.6%	12.9%	12.0%	20.4%	22.0%
净利润 (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

资产负债表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2021年 历史	2022年 历史	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测
现金及等价物	7,523	10,173	6,496	5,028	3,581
定期存款	7,632	4,768	4,768	4,768	4,768
短期投资	15,061	4,623	4,623	4,623	4,623
应收账款	1,382	1,329	1,488	1,791	2,186
预付及其他资产	4,848	3,545	3,970	4,781	5,832
流动资产	36,447	24,438	21,346	20,991	20,991
固定资产	1,350	1,227	2,108	2,540	3,063
制作成本	1,084	1,930	1,930	1,930	1,930
无形资产	3,836	4,327	4,423	4,832	5,283
商誉	2,338	2,725	2,725	2,725	2,725
长期投资	6,998	7,169	7,169	7,169	7,169
总资产	52,053	41,816	39,700	40,187	41,160
应付账款	4,361	4,292	4,752	5,596	6,530
应付职工薪酬	995	1,402	1,822	2,369	3,079
应交税费	204	316	316	316	316
递延收入	2,645	2,819	3,157	3,801	4,638
应计负债	2,633	1,643	1,643	1,643	1,643
其他	1,232	6,621	6,621	6,621	6,621
流动负债	12,071	17,093	18,312	20,347	22,828
长期负债	18,266	9,498	9,498	9,498	9,498
权益	21,716	15,240	11,890	10,343	8,834

财务分析

	2021年 历史	2022年 历史	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	20.9%	17.6%	18.5%	20.3%	23.8%
EBIT率 (%)	-33.1%	-38.2%	-17.5%	-8.7%	-7.2%
净利率 (%)	-35.1%	-38.1%	-18.3%	-9.5%	-8.0%
ROE	-31.3%	-54.8%	-37.8%	-27.1%	-32.8%
营运表现					
费用/收入 (%)	54.0%	55.7%	36.0%	29.0%	31.0%
实际税率 (%)	-1.4%	-1.3%	-5.8%	-11.8%	-14.2%
应收账款天数	26	22	22	22	22
应付账款天数	104	87	87	87	87
财务状况					
负债/权益	0.56	1.12	1.54	1.97	2.58
收入/总资产	0.37	0.52	0.62	0.73	0.88
总资产/权益	2.40	2.74	3.34	3.89	4.66
商誉/总资产	4.5%	6.5%	6.9%	6.8%	6.6%
现金/总资产	29.1%	35.7%	28.4%	24.4%	20.3%
现金流量表					
利润	-6,800	-7,508	-4,494	-2,807	-2,893
折旧及摊销	2,442	3,337	4,041	4,480	4,970
股权激励费用	1,000	1,041	1,145	1,259	1,385
坏账准备计提	0	0	0	0	0
汇兑亏损	-7	2	0	0	0
投资公允价值变动	194	532	0	0	0
运营资本变化	523	-1,316	388	920	1,035
经营活动现金流	-2,647	-3,911	1,080	3,853	4,497
购买物业及设备	-965	-760	-674	-815	-986
购买无形资产	-2,722	-1,978	-4,097	-4,506	-4,957
投资活动	-20,891	13,348	0	0	0
投资活动现金流	-24,578	10,609	-4,771	-5,322	-5,943
融资活动现金流	30,389	-4,355	0	0	0
汇兑变化	-319	321	0	0	0
现金变化	2,845	2,664	-3,691	-1,469	-1,446
期初持有现金	4,678	7,523	10,187	6,496	5,028
期末持有现金	7,523	10,188	6,496	5,028	3,581

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、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。本报告清晰准确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>