

## 买入

### 业务处于调整期，关注降本增效及变现效率提升

#### 哔哩哔哩 (BILI.US)

2023-10-12 星期四

### 投资要点

目标价: **18.1 美元**  
 现价: 14.65 美元  
 预计升幅: 23.5%

#### ➤ 降本控费成效显著，亏损持续收窄：

2023 年第二季度，哔哩哔哩在成本及费用端持续优化，收入达到 53.0 亿元，同比增长 8.1%，毛利率提升至 23.1%，公司通过成本的精细管理以及优化，连续多个季度提升毛利率水平。同时，哔哩哔哩在费用控制方面也取得了显著的进展。通过不断提升运营效率和管理流程优化，公司成功降低了运营成本，从而提升了经营利润率。GAAP 净亏损和 non-GAAP 净亏损分别为 15.5 亿元和 9.6 亿元，与去年同期相比，亏损幅度均已大幅收窄。

### 重要数据

日期	2023-10-11
收盘价 (美元)	14.65
总股本 (百万股)	415
总市值 (百万美元)	6,196
净资产 (百万美元)	2,188
总资产 (百万美元)	6,006
52 周高低 (美元)	29.46/8.23
每股净资产 (美元)	5.47

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

#### ➤ 游戏业务处于调整期，自研依然是大方向：

在游戏业务方面，公司下调了 2023 年收入指引，原因主要是两个：第一，公司个别游戏的发行时间延期；第二，部分非核心业务，比如漫画、会员购处于调整期，收入不及年初。目前我们初步认为收入下调是一个阶段性的调整，或者局部的原因，并不是基本面的改变。公司将继续聚焦于优势品类，并重视游戏的爆款率，目前已经是 B 占研发团队关键考核指标。

#### ➤ 停更事件影响有限，变现效率仍有待提升：

增值服务二季度收入为 23.0 亿，同比增长 9.4%，增速放缓的主因是大会员收入增速放缓。我们认为大会员规模负增长的主要原因有两方面，首先是内容供给不足，其次是部分 UP 主流失导致粉丝付费意愿降低。而直播业务方面，二季度直播收入同比增长 32%，预计未来 VAS 增速仍将由直播增长驱动。

#### ➤ 公司业务处于调整期，维持买入评级：

目前公司处于调整阶段，首先是控制成本投入，其次是寻求新的商业化变现手段，而游戏业务短期面临一定负面影响，但未来有望恢复。广告业务复苏明显。目前我们采用分部估值法（游戏 5 倍 PE、广告 3 倍 PS、VAS 3 倍 PS、电商及其他 1 倍 PS），得出合理估值为 75.1 亿美元，对应目标价 18.1 美元，相较于现价预计有 23.5% 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	23,680	28,056	33,628	5,070
变动	61.62%	12.92%	8.13%	18.48%	19.86%	0.31%
净利润 (百万元)	-6,800	-7,508	-4,519	-2,970	-3,148	-630
经营利润率	-33.11%	-38.17%	-18.27%	-9.80%	-8.58%	-27.12%
每股盈利 (元)	(17.8)	(19.2)	(11.6)	(7.6)	(8.1)	(1.6)
基于股价的市销率 (倍)	3.0	2.6	2.4	2.0	1.7	

资料来源: 公司年报、国元证券经纪(香港)预测

## 报告正文

### 降本控费成效显著，亏损持续收窄：

2023 年第二季度，哔哩哔哩在成本及费用端持续优化，收入达到 53.0 亿元，同比增长 8.1%，毛利率提升至 23.1%，公司通过成本的精细管理以及优化，连续多个季度提升毛利率水平。同时，哔哩哔哩在费用控制方面也取得了显著的进展。通过不断提升运营效率和管理流程优化，公司成功降低了运营成本，从而提升了经营利润率。GAAP 净亏损和 non-GAAP 净亏损分别为 15.5 亿元和 9.6 亿元，与去年同期相比，亏损幅度均已大幅收窄。在用户数据方面，哔哩哔哩继续呈现出良好的增长态势。该季度，公司月活跃用户数（MAU）达到了 3.24 亿，同比增长 6.0%，而日活跃用户数（DAU）则同比增长 15% 至 9,650 万。DAU/MAU 的比例提升至 29.8%，用户在平台上的活跃度和粘性持续增强，另外公司也提出了未来 DAU 翻倍的目标，但具体完成时间未定。用户日均使用时长达到了 94 分钟。分业务来看，广告收入为人民币 15.7 亿元，同比增长 36%，增长主要得益于广告产品的优化以及广告投放效率的提升。在广告主行业方面，电商和游戏广告收入的增长尤为突出，分别同比增长超过 140% 和 40%。随着广告市场的需求复苏以及哔哩哔哩商业化的逐步提速，预计公司在下半年广告收入同比增速将进一步恢复。移动游戏业务本季度收入同比下降 15%，表现低于市场预期，主要原因是二季度缺少新游戏以及个别游戏收入下降。公司计划在下半年推出七款新游戏，其中包括五款国内发行游戏（含两款自研游戏）和两款海外发行游戏。VAS 业务中，直播业务收入同比增长 23%，日均活跃 UP 主数量同比增长 19%。大会员数量约 2050 万，其中 80% 以上来自年度大会员/自动续订会员。这一增长既体现了用户对哔哩哔哩直播内容的喜爱和认可，也为 UP 主提供了更多的盈利机会。随着更多直播产品和直播功能的扩建以及 OGV 库的丰富，直播已经逐渐成为 UP 主的主要盈利方式之一，这也进一步推动更多用户转化为大会员。公司本季度降本增效成果显著，经调整净亏损同比大幅度收窄，游戏虽短期受游戏版号停发的影响有所压制

### 游戏业务处于调整期，自研依然是大方向：

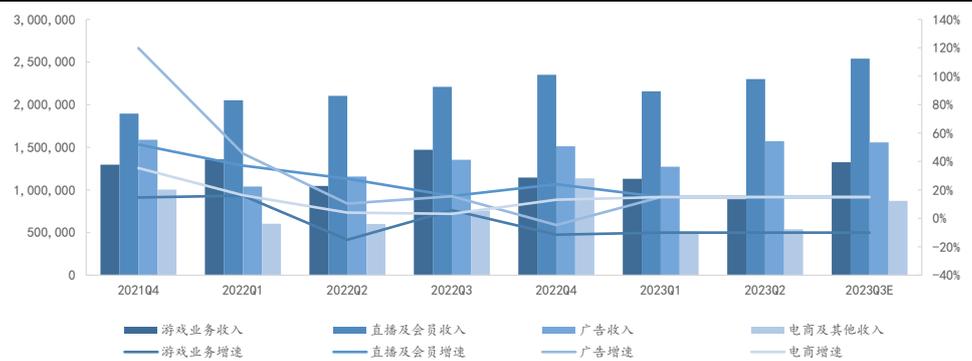
在游戏业务方面，公司下调了 2023 年收入指引，原因主要是两个：第一，公司个别游戏的发行时间延期；第二，部分非核心业务，比如漫画、会员购处于调整期，收入不及年初。目前我们初步认为收入下调是一个阶段性的调整，或者局部的原因，并不是基本面的改变。关于新游戏延期，主要是《闪耀！优俊少女》的游戏机制和设计与其他竞争对手有相似之处，因此产生了法律纠纷导致下载入口被关闭，我们认为这款产品的版号没有问题，主要是游戏内容和 UI 界面上需要调整，完成调整后重新上架，为公司带来流水收入。在自主研发游戏方面，公司接下来将推

出多款自研的二次元卡牌游戏，分别为《斯露德》、《伊露希尔》。鉴于当前游戏市场竞争日益激烈，公司将继续聚焦于优势品类，并重视游戏的爆款率，目前已经是 B 占研发团队一项关键考核指标。另外为了保持游戏业务收入稳定，游戏的长期运营将是整个分布业务的重点战略，所有游戏产品必须通过长线运营来实现盈利。公司自主研发的游戏项目如果不能实现长线运营，将会在项目初期停止，保证业务的盈利能力和投资回报率。

#### 停更事件影响有限，预计未来 VAS 增速仍将由直播驱动：

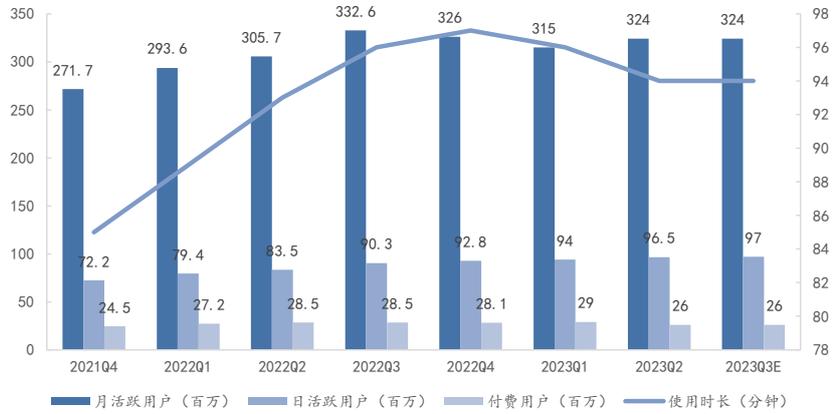
增值服务二季度收入为 23.0 亿，同比增长 9.4%，增速放缓的主因是大会员收入增速放缓。二季度大会员规模 2045 万，同比下降-2.6%，我们认为大会员规模负增长的主要原因有两方面，首先是内容供给不足，进口动画数量较过去减少。其次是部分 UP 主流失导致粉丝付费意愿降低。而直播业务方面，二季度直播收入同比增长 32%，预计未来 VAS 增速仍将由直播驱动，值得注意的是除传统直播外，B 站还在积极探索直播带货，一方面可以提升 UP 主收入，另一方面带货可以增加品牌方、UP 主的广告投放，同时提升平台流量商业化变现能力。B 站直播带货目前定位为开环直播，目前主要通过与头部 UP 主合作进行尝试，培养用户在 B 站产生消费心智，还处于发展初期，但我们相信未来将会成为生态商业化的重要一环。

图 1：公司季度收入及增长情况



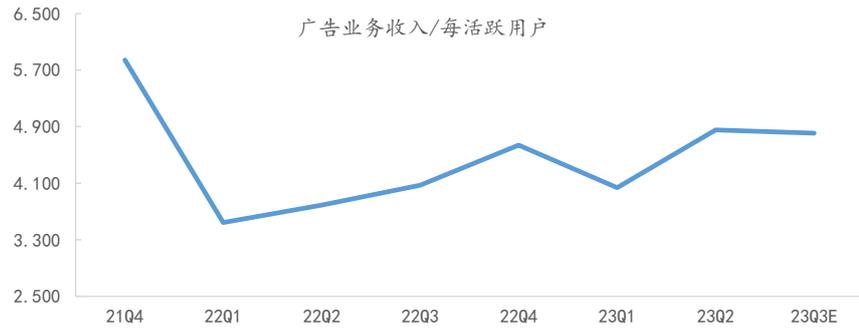
资料来源：公司年报、国元证券经纪(香港)整理

图 2：社区平台用户增长放缓



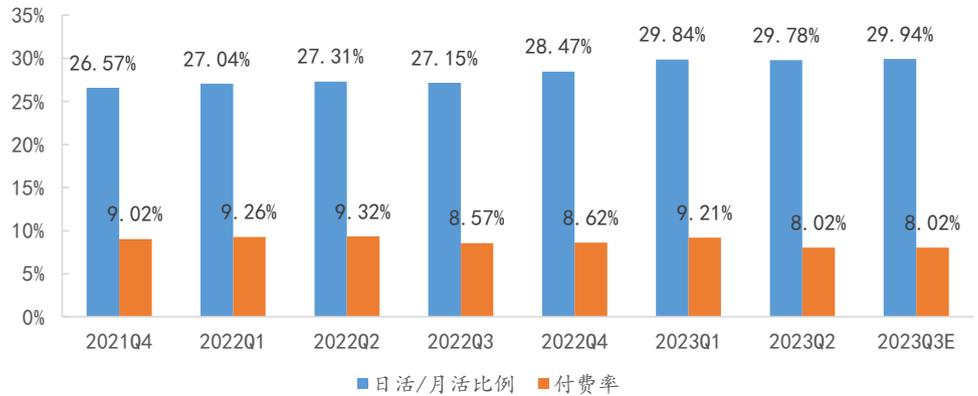
资料来源：公司年报、国元证券经纪(香港)整理

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						财务分析					
<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		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	23,680	28,056	33,628	<b>盈利能力</b>					
成本	-15,341	-18,050	-19,482	-22,668	-26,089	毛利率 (%)	20.9%	17.6%	17.7%	19.2%	22.4%
<b>毛利</b>	<b>4,052</b>	<b>3,849</b>	<b>4,198</b>	<b>5,388</b>	<b>7,539</b>	EBIT率 (%)	-33.1%	-38.2%	-18.3%	-9.8%	-8.6%
销售费用	-5,795	-4,921	-4,262	-4,208	-6,053	净利率 (%)	-35.1%	-38.1%	-19.1%	-10.6%	-9.4%
研发费用	-2,840	-4,765	-2,605	-2,244	-2,690	ROE	-31.3%	-54.8%	-38.1%	-29.2%	-37.5%
管理费用	-1,838	-2,521	-1,658	-1,683	-1,681	<b>营运表现</b>					
<b>营运利润</b>	<b>-6,420</b>	<b>-8,358</b>	<b>-4,327</b>	<b>-2,748</b>	<b>-2,886</b>	费用/收入 (%)	54.0%	55.7%	36.0%	29.0%	31.0%
其他收入	-284	112	44	59	74	实际税率 (%)	-1.4%	-1.3%	-5.5%	-10.4%	-12.0%
税前利润	-6,704	-8,246	-4,282	-2,689	-2,812	应收账款天数	26	22	22	22	22
所得税	-95	-104	-237	-281	-336	应付账款天数	104	87	87	87	87
<b>净利润</b>	<b>-6,800</b>	<b>-8,350</b>	<b>-4,519</b>	<b>-2,970</b>	<b>-3,148</b>	<b>财务状况</b>					
<b>经调整利润</b>	<b>-5,669</b>	<b>-6,551</b>	<b>-3,164</b>	<b>-1,500</b>	<b>-1,553</b>	负债/权益	0.56	1.12	1.52	1.96	2.64
<b>增长</b>						收入/总资产	0.37	0.52	0.60	0.71	0.84
收入增长 (%)	61.6%	12.9%	8.1%	18.5%	19.9%	总资产/权益	2.40	2.74	3.32	3.90	4.78
净利润 (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	商誉/总资产	4.5%	6.5%	6.9%	6.9%	6.8%
						现金/总资产	29.1%	35.7%	28.4%	24.1%	19.5%
						<b>现金流量表</b>					
						<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
<b>资产负债表</b>	<百万元>, 财务年度截至<十二月>					<b>利润</b>	-6,800	-7,508	-4,519	-2,970	-3,148
	2021年 历史	2022年 历史	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测	折旧及摊销	2,442	3,337	4,041	4,480	4,970
现金及等价物	7,523	10,173	6,430	4,772	3,037	股权激励费用	1,000	1,041	1,145	1,259	1,385
定期存款	7,632	4,768	4,768	4,768	4,768	坏账准备计提	0	0	0	0	0
短期投资	15,061	4,623	4,623	4,623	4,623	汇兑亏损	-7	2	0	0	0
应收账款	1,382	1,329	1,437	1,702	2,040	投资公允价值变动	194	532	0	0	0
预付及其他资产	4,848	3,545	3,834	4,542	5,444	运营资本变化	523	-1,316	347	894	1,001
<b>流动资产</b>	<b>36,447</b>	<b>24,438</b>	<b>21,092</b>	<b>20,407</b>	<b>19,913</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>-2,647</b>	<b>-3,911</b>	1,014	3,663	4,208
固定资产	1,350	1,227	2,108	2,540	3,063	购买物业及设备	-965	-760	-674	-815	-986
制作成本	1,084	1,930	1,930	1,930	1,930	购买无形资产	-2,722	-1,978	-4,097	-4,506	-4,957
无形资产	3,836	4,327	4,423	4,832	5,283	投资活动	-20,891	13,348	0	0	0
商誉	2,338	2,725	2,725	2,725	2,725	<b>投资活动现金流</b>	<b>-24,578</b>	10,609	-4,771	-5,322	-5,943
长期投资	6,998	7,169	7,169	7,169	7,169	<b>融资活动现金流</b>	30,389	-4,355	0	0	0
<b>总资产</b>	<b>52,053</b>	<b>41,816</b>	<b>39,446</b>	<b>39,603</b>	<b>40,082</b>	汇兑变化	-319	321	0	0	0
应付账款	4,361	4,292	4,632	5,390	6,203	现金变化	2,845	2,664	-3,757	-1,659	-1,735
应付职工薪酬	995	1,402	1,822	2,369	3,079	期初持有现金	4,678	7,523	10,187	6,430	4,772
应交税费	204	316	316	316	316	期末持有现金	7,523	10,188	6,430	4,772	3,037
递延收入	2,645	2,819	3,049	3,612	4,329						
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						
<b>流动负债</b>	<b>12,071</b>	<b>17,093</b>	<b>18,084</b>	<b>19,951</b>	<b>22,193</b>						
长期负债	18,266	9,498	9,498	9,498	9,498						
<b>权益</b>	<b>21,716</b>	<b>15,240</b>	<b>11,865</b>	<b>10,155</b>	<b>8,392</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>