

买入

首次盈利皆大欢喜，新游爆款概率高

哔哩哔哩 (BILI.US)

2024-12-11 星期三

投资要点

目标价: 27.8 美元

现价: 20.61 美元

预计升幅: 34%

重要数据

日期	2024-12-10
收盘价 (美元)	20.61
总股本 (百万股)	415
总市值 (百万美元)	8,682
净资产 (百万美元)	1,959
总资产 (百万美元)	4,506
52 周高低 (美元)	31.77/8.80
每股净资产 (美元)	4.53

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

Deutsche Bank	25.61%
Vanship Limited	11.70%
Kami Sama Limited	6.46%

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

降本控费成效显著，亏损持续收窄：

公司 2024 年第三季度实现收入达到 73.06 亿元，同比增长 26%。实现毛利为 25.47 亿元，同比增长 76%，毛利率提升至 34.9%，较去年同期的 25.0% 有显著增加。经调整净利润为 2.36 亿元，而去年同期经调整净亏损为 8.63 亿元。公司首次实现单季度盈利，标志着其盈利能力得到了显著提升，这主要得益于 B 站社区生态的繁荣、营收结构的多元化和成本控制得当，预计这一进程仍会持续。

新游增长强劲，具备长线运营潜力：

三季度公司重点游戏表现：《三国：谋定天下》：该游戏于 2024 年 6 月上线，表现强劲，在 S3 上线当天重返 ios 畅销榜第二，并在期间排名一度冲到了 App Store 畅销榜前三名。从公测到 9 月一直是中国 ios 手游市场收入最高的 SLG 手游，为公司三季度游戏业务增长有显著贡献。《FGO》、《碧蓝航线》保持稳定。新游戏方面，《炽焰天穹》6 月上线的国服二次元手游，最高曾到达国内 ios 畅销榜 52 位，随后有多次小幅回升。《咒术回战：幻影游行》11 月初上线海外市场后，在新加坡、台湾等多地进入 ios 畅销榜 top20，有望成为公司爆款产品。

平台拥有高活跃用户潜力巨大，维持买入评级：

目前公司用户保持较高活跃度，用户增长符合预期。展望未来，新游戏《咒术回战》11 月海外上线，登顶多个国家下载榜，《三国：谋定天下》S4 赛季开启将拉动流水重回高位，另外预计广告收入将受益于产品优化以及电商年末大促，因此我们预计四季公司业绩将更创新高。从基本面来看，公司打造优质内容创作和分享平台，不断提升用户体验和活跃度。同时拓展多元化的商业化渠道，提升盈利能力，我们认为庞大的用户群体使得公司在广告、游戏、增值服务等领域有持续发展潜力。此外，随着 AI 技术的不断发展，内容创作、分发和运营等效率会得到优化，社区用户体验持续提升。目前我们采用分部估值法，给予公司 117 亿美元市值目标，对应目标价 27.8 美元，相较于现价预计有 34% 的升幅，给予“买入”评级。

截至12月31日财政年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
总营收 (百万元)	21,899	22,528	26,791	30,055	34,454
变动	12.92%	2.87%	18.92%	12.18%	14.64%
净利润 (百万元)	-7,508	-4,812	-1,342	523	1,857
经营利润率	-38.17%	-22.48%	-6.42%	0.40%	5.05%
每股盈利 (元)	(19.2)	(12.3)	(3.4)	1.3	4.8
基于股价的市销率 (倍)	2.7	2.7	2.2	2.0	1.7

资料来源: 公司年报、国元证券经纪(香港)预测

報告正文

降本控費成效顯著，季度首次盈利：

公司 2024 年第三季度實現收入達到 73.06 億元，同比增長 26%。實現毛利為 25.47 億元，同比增長 76%，毛利率提升至 34.9%，較去年同期的 25.0% 有顯著增加。從長遠來看，隨著戰略向遊戲和廣告業務側重，收入結構持續優化，毛利率有望超 40%，推動未來利潤率改善。三季度淨虧損為 7980 萬元，同比收窄 94%；經調整淨利潤為 2.36 億元，而去年同期經調整淨虧損為 8.63 億元。分業務來看，1) 移動遊戲業務收入為 18.23 億元，同比增長 84%，主要得益於公司推出的獨家授權遊戲《三國：謀定天下》的強勁表現，同時《FGO》、《碧藍航線》等長線運營遊戲流水穩定。四季度低基數影響依然存在，我們預計遊戲收入仍有 70% 以上同比增長。2) 廣告業務收入為 20.94 億元，同比增長 28%，公司持續優化旗下廣告產品，廣告效率有明顯提升，疊加廣告主投放意願在三季度有所釋放，最終使得公司廣告業務增長開始提速。三季度廣告主構成中，遊戲、電商、數碼家電、網絡服務、汽車成為了廣告收入貢獻前五的行業，來自教育、母嬰、文旅等新興行業廣告收入增長迅速，同比增長超 100%。3) 增值服務業務收入為 28.21 億元，同比增長 9%。目前直播及會員增值服務目前已經進入平穩發展階段。截至三季度末，B 站的有效大會員數量達 2197 萬，其中超 80% 是年度訂閱或自動續費會員，能未來將夠提供穩定現金流收入。4) IP 衍生品及其他業務收入為 5.67 億元，同比減少 2%。公司首次實現單季度盈利，標志著其盈利能力得到了顯著提升，這主要得益於 B 站社區生態的繁榮、營收結構的多元化和成本控制得當，預計這一進程仍會持續。

新游增長強勁，具備長線運營潛力：

三季度，公司遊戲業務收入為 18.23 億元，同比增長 84%，在總營收中占比 25%，帶動了 B 站毛利潤同比大幅提升 76%，毛利率連續 9 個季度環比提升至 34.9%。目前公司重點遊戲表現：《三國：謀定天下》：該遊戲於 2024 年 6 月上線，表現強勁，在 S3 上線當天重返 ios 暢銷榜第二，並在期間排名一度沖到了 App Store 暢銷榜前三名。從公測到 9 月一直是中國 ios 手游市場收入最高的 SLG 手游，為公司三季度遊戲業務增長有顯著貢獻。《FGO》、《碧藍航線》保持穩定。新遊戲方面：《熾焰天穹》6 月上線的國服二次元手游，最高曾到達國內 ios 暢銷榜 52 位，隨後有多次小幅回升。《咒術回戰：幻影遊行》：11 月初上線海外市場後，在新加坡、台灣等多地進入 ios 暢銷榜 top20，有望成為公司爆款產品。我們認為 B 站作為國內最大的遊戲視頻社區，擁有深厚遊戲文化土壤，特別是二次元類產品，因此未來將繼續發揮頭部遊戲社區的優勢，打造更多能夠長線運營的高質量遊戲。

平台拥有高活跃用户潜力巨大，维持买入评级：

目前公司用户保持较高活跃度，用户增长符合预期。展望未来，新游戏《咒术回战》11月海外上线，登顶多个国家下载榜，《三国：谋定天下》S4赛季开启将拉动流水重回高位，另外预计广告收入将受益于产品优化以及电商年末大促，因此我们预计四季公司业绩将更创新高。从基本面来看，公司打造优质内容创作和分享平台，不断提升用户体验和活跃度。同时拓展多元化的商业化渠道，提升盈利能力，我们认为庞大的用户群体使得公司在广告、游戏、增值服务等领域有持续发展潜力。此外，随着AI技术的不断发展，内容创作、分发和运营等效率会得到优化，社区用户体验持续提升。目前我们采用分部估值法，给予公司117亿美元市值目标，对应目标价27.8美元，相较于现价预计有34%的升幅，给予“买入”评级。

风险提示：广告业务恢复不达预期、竞争加剧导致UP主流失、新游戏流水不及预期

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>

	2022年 历史	2023年 历史	2024年 预测	2025年 预测	2025年 预测
收入	21,899	22,528	26,791	30,055	34,454
成本	-18,050	-17,086	-21,813	-23,624	-25,136
毛利	3,849	5,442	4,978	6,431	9,318
销售费用	-4,921	-3,916	-2,947	-2,705	-3,101
研发费用	-4,765	-4,467	-2,143	-2,104	-2,412
管理费用	-2,521	-2,122	-1,607	-1,503	-2,067
营运利润	-8,358	-5,064	-1,720	120	1,738
其他收入	112	199	405	433	463
税前利润	-8,246	-4,866	-1,315	553	2,201
所得税	-104	-79	-27	-30	-345
净利润	-8,350	-4,944	-1,342	523	1,857
经调整利润	-6,551	-3,446	127	2,118	3,591
增长					
收入增长 (%)	12.9%	2.9%	18.9%	12.2%	14.6%
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>

	2022年 历史	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测	2025年 预测
现金及等价物	10,173	7,192	5,664	7,549	10,824
定期存款	4,768	5,195	5,195	5,195	5,195
短期投资	4,623	2,653	2,653	2,653	2,653
应收账款	1,329	2,364	2,662	2,890	3,198
预付及其他资产	3,545	1,273	1,514	1,698	1,947
流动资产	24,438	18,677	17,688	19,985	23,816
固定资产	1,227	715	2,540	3,063	3,695
制作成本	1,930	2,066	2,066	2,066	2,066
无形资产	4,327	3,628	4,832	5,283	5,778
商誉	2,725	2,725	2,725	2,725	2,725
长期投资	7,169	5,252	5,252	5,252	5,252
总资产	41,816	33,062	35,103	38,374	43,333
应付账款	4,292	4,334	5,533	5,992	6,376
应付职工薪酬	1,402	1,219	1,585	2,061	2,679
应交税费	316	345	345	345	345
递延收入	2,819	2,954	3,513	3,941	4,518
应计负债	1,643	1,781	1,781	1,781	1,781
其他	6,621	7,456	7,456	7,456	7,456
流动负债	17,093	18,089	20,213	21,575	23,154
长期负债	9,498	651	651	651	651
权益	15,240	14,404	14,321	16,229	19,610

财务分析

	2022年 历史	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测	2025年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	17.6%	24.2%	18.6%	21.4%	27.0%
EBIT率 (%)	-38.2%	-22.5%	-6.4%	0.4%	5.0%
净利率 (%)	-38.1%	-21.9%	-5.0%	1.7%	5.4%
ROE	-54.8%	-34.3%	-9.4%	3.2%	9.5%
营运表现					
费用/收入 (%)	55.7%	46.6%	25.0%	21.0%	22.0%
实际税率 (%)	-1.3%	-1.6%	-2.0%	5.4%	15.7%
应收账款天数	22	38	36	35	33
应付账款天数	87	93	93	93	93
财务状况					
负债/权益	1.12	1.26	1.41	1.33	1.18
收入/总资产	0.52	0.68	0.76	0.78	0.80
总资产/权益	2.74	2.30	2.45	2.36	2.21
商誉/总资产	6.5%	8.2%	7.8%	7.1%	6.3%
现金/总资产	35.7%	37.5%	30.9%	33.2%	37.0%

现金流量表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2022年 历史	2023年 历史	2024年 预测	2025年 预测	2025年 预测
利润	-7,508	-4,812	-1,342	523	1,857
折旧及摊销	3,337	2,730	4,480	4,970	5,518
股权激励费用	1,041	1,133	1,259	1,385	1,524
坏账准备计提	0	0	0	0	0
汇兑亏损	2	1	0	0	0
投资公允价值变动	532	436	0	0	0
运营资本变化	-1,316	779	-653	950	1,023
经营活动现金流	-3,911	267	3,744	7,828	9,921
购买物业及设备	-760	-182	-815	-986	-1,194
购买无形资产	-1,978	-1,148	-4,506	-4,957	-5,452
投资活动	13,348	3,092	0	0	0
投资活动现金流	10,609	1,762	-5,322	-5,943	-6,646
融资活动现金流	-4,355	-5,075	0	0	0
汇兑变化	321	100	0	0	0
现金变化	2,664	-2,946	-1,578	1,885	3,275
期初持有现金	7,523	10,187	7,242	5,664	7,549
期末持有现金	10,188	7,242	5,664	7,549	10,824

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>