



## 哔哩哔哩 (9626.HK/BILI.US): 用户流量高速增长, 短期业绩承压

考虑到疫情影响, 我们分别下调公司 2022-23E 收入预测至 231 亿/292 亿元人民币, 相应调整港股/美股目标价至 269 港元/33 美元, 潜在升幅 56%/66%。我们看好公司平台流量增长及商业化效率提升, 维持“买入”评级。

• **业绩整体符合市场预期:** 1Q22, 公司收入 50.5 亿元人民币, 同比增长 30%, 符合市场预期。其中**游戏收入**同比增长 16%; **增值服务收入**同比增长 37%; **广告收入**同比增长 46%; **电商及其他收入**同比增长 16%。由于收入结构变化, 毛利率下降 6.0 个百分点至 16.0%。调整后净亏损为 16.5 亿, 市场预期净亏损为 15.7 亿, 调整后亏损率为 32.7%, 去年同期为 22.8%, 亏损扩大主要由于毛利下降及研发费用增加。

• **用户流量高速增长, Story-Mode 带来新播放增量:** 本季度, 月活用户数达到 2.94 亿, 同比增长 31%; 月均付费用户数同比增长 33%, 达到 0.27 亿, 付费率提升至 9.3%; 日活用户日均使用时长达到 95 分钟, 创历史新高。Story-Mode 竖屏视频播放比例占比超 20%, 为平台带来新的播放增量, 呈现持续上升趋势。由于短视频变现模式较为成熟, 竖屏内容的快速增长有望推动公司商业化进程。

• **游戏发力海外市场, 二季度业绩承压:** 本季度公司游戏收入同比增长 16% 至 13.6 亿人民币, 主要受新游戏推动。公司游戏业务战略仍是精品自研、全球发行, 公司计划二季度及下半年于海外市场推出数款游戏。公司二季度收入指引为 48.5~49.5 亿, 中位数对应同比增长 9.0%。二季度指引增速的下降, 主要是考虑到疫情以及游戏版号对公司各业务线带来的冲击。随着疫情逐步受控, 下半年收入增速有望得到好转, 利润率亦有望得到改善, 我们预计全年调整后利润率为 -27.3%。

• **维持买入评级, 调整目标价至 259 港元/33 美元:** 由于受疫情影响, 我们将 2022E/2023E 收入分别下调至 231 亿/292 亿人民币, 下调港股目标价至 259 港元, 美股目标价 33 美元, 对应 2022E/2023E 年 3.8x/3.0x 市销率。我们看好公司平台流量的增长以及商业化效率的提升, 维持“买入”评级。

• **投资风险:** 监管趋严; 变现效率不及预期, 持续亏损。

图表 1: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	11,999	19,384	22,788	28,927	34,640
毛利润	2,840	4,043	3,955	6,364	8,314
调整后净利润	(2,580)	(5,478)	(6,222)	(4,146)	(2,312)
目标 PS(x)			3.8	3.0	2.5

E=浦银国际预测 资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

赵丹

互联网分析师  
dan\_zhao@spdbi.com  
(852) 2808 6436

杨子超

助理分析师  
charles\_yang@spdbi.com  
(852) 2808 6409

2022 年 6 月 14 日

### 哔哩哔哩 (9626.HK)

目标价 (港元)	259	<b>买入</b>
潜在升幅/降幅	+56%	
目前股价 (港元)	196.9	
52 周内股价区间 (港元)	125-1052	
总市值 (百万港元)	77,847	
近 3 月日均成交额 (百万)	635.3	

注: 截至 2022 年 6 月 13 日收盘价

#### 市场预期区间



### 哔哩哔哩 (BILI.US)

目标价 (美元)	33	<b>买入</b>
潜在升幅/降幅	+66%	
目前股价 (美元)	23.49	
52 周内股价区间 (美元)	14.93-129.24	
总市值 (百万美元)	9,175	
近 3 月日均成交额 (百万)	317.0	

注: 截至 2022 年 6 月 13 日收盘价

#### 市场预期区间



#### 股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

## 财务报表分析与预测

### 利润表

人民币百万元	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
<b>收入</b>	<b>11,999</b>	<b>19,384</b>	<b>22,788</b>	<b>28,927</b>	<b>34,640</b>
收入成本	(9,159)	(15,341)	(18,833)	(22,563)	(26,326)
<b>毛利</b>	<b>2,840</b>	<b>4,043</b>	<b>3,955</b>	<b>6,364</b>	<b>8,314</b>
销售费用	(3,492)	(5,795)	(5,294)	(5,207)	(5,196)
管理费用	(976)	(1,838)	(2,205)	(2,459)	(2,771)
研发费用	(1,513)	(2,840)	(3,905)	(4,339)	(4,503)
<b>营业利润</b>	<b>(3,141)</b>	<b>(6,429)</b>	<b>(7,448)</b>	<b>(5,641)</b>	<b>(4,157)</b>
投资收益	28	(194)	(626)	-	-
利息收入净额	(25)	(85)	(91)	(100)	(110)
其他收入	137	(5)	391	-	-
<b>除税前盈利</b>	<b>(3,001)</b>	<b>(6,713)</b>	<b>(7,775)</b>	<b>(5,741)</b>	<b>(4,267)</b>
所得税	(53)	(95)	(113)	(103)	(77)
<b>年度盈利</b>	<b>(3,054)</b>	<b>(6,809)</b>	<b>(7,887)</b>	<b>(5,845)</b>	<b>(4,344)</b>
其他损益	(4)	-	-	-	-
少数股东权益	(47)	(20)	(32)	(10)	(10)
<b>本公司权益持有人</b>	<b>(3,012)</b>	<b>(6,789)</b>	<b>(7,855)</b>	<b>(5,835)</b>	<b>(4,334)</b>
股权激励费用	386	1,000	1,177	1,494	1,789
其他调整项	46	311	456	194	233
<b>调整后净利润</b>	<b>(2,580)</b>	<b>(5,478)</b>	<b>(6,222)</b>	<b>(4,146)</b>	<b>(2,312)</b>

### 现金流量表

人民币百万元	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
年度盈利	(3,054)	(6,809)	(7,887)	(5,845)	(4,344)
折旧	327	539	954	1,022	1,142
摊销	1,395	1,903	1,549	1,066	758
其他调整项	590	1,638	-	-	-
营运资金变动	1,495	82	750	623	662
<b>经营现金流</b>	<b>753</b>	<b>(2,647)</b>	<b>(4,634)</b>	<b>(3,134)</b>	<b>(1,782)</b>
固定资产	(602)	(965)	(1,050)	(1,192)	(1,309)
无形资产	(1,637)	(2,722)	(2,994)	(3,293)	(3,623)
短期及长期投资	(2,936)	(17,866)	10,000	3,000	3,000
其他投资现金流	(3,732)	(3,025)	(2,738)	(2,464)	(2,218)
<b>投资现金流</b>	<b>(8,907)</b>	<b>(24,578)</b>	<b>3,218</b>	<b>(3,949)</b>	<b>(4,150)</b>
借款	(100)	(215)	-	-	-
其他融资现金流	8,435	30,604	-	10,000	10,000
<b>融资现金流</b>	<b>8,335</b>	<b>30,389</b>	<b>-</b>	<b>10,000</b>	<b>10,000</b>
<b>现金及现金等价物净流量</b>	<b>182</b>	<b>3,164</b>	<b>(1,416)</b>	<b>2,917</b>	<b>4,068</b>
汇率变动影响	(466)	(319)	-	-	-
年初现金及现金等价物	4,963	4,678	7,523	6,107	9,024
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>4,678</b>	<b>7,523</b>	<b>6,107</b>	<b>9,024</b>	<b>13,092</b>

### 资产负债表

人民币百万元	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
现金及现金等价物	4,678	7,523	6,107	9,024	13,092
应收款项	1,054	1,382	1,625	2,063	2,470
定期存款	4,720	7,632	10,370	12,835	15,052
其他流动资产	5,288	19,909	9,909	6,909	3,909
<b>流动资产合计</b>	<b>15,740</b>	<b>36,447</b>	<b>28,011</b>	<b>30,831</b>	<b>34,524</b>
固定资产	762	1,350	1,446	1,615	1,783
无形资产	2,357	3,836	5,281	7,508	10,373
其他非流动资产	5,007	10,420	10,420	10,420	10,420
<b>非流动资产合计</b>	<b>8,126</b>	<b>15,606</b>	<b>17,147</b>	<b>19,544</b>	<b>22,576</b>
<b>资产总计</b>	<b>23,866</b>	<b>52,053</b>	<b>45,159</b>	<b>50,375</b>	<b>57,100</b>
短期借款	100	1,232	1,232	1,232	1,232
应付账款	3,074	4,361	5,354	6,414	7,484
其他流动负债	4,217	6,478	6,478	6,478	6,478
<b>流动负债合计</b>	<b>7,392</b>	<b>12,071</b>	<b>13,064</b>	<b>14,124</b>	<b>15,194</b>
长期借款	8,341	17,784	17,784	27,784	37,784
其他非流动负债	351	482	482	482	482
<b>非流动负债合计</b>	<b>8,692</b>	<b>18,266</b>	<b>18,266</b>	<b>28,266</b>	<b>38,266</b>
<b>负债总计</b>	<b>16,083</b>	<b>30,337</b>	<b>31,330</b>	<b>42,390</b>	<b>53,460</b>
本公司权益持有人应占权益	7,600	21,704	13,817	7,972	3,628
非控制性权益	182	12	12	12	12
<b>权益总额</b>	<b>7,782</b>	<b>21,716</b>	<b>13,829</b>	<b>7,984</b>	<b>3,640</b>

### 主要财务比率

	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
<b>盈利增速</b>					
营业收入增速	77.0%	61.5%	17.6%	26.9%	19.7%
毛利润增速	138.6%	42.4%	-2.2%	60.9%	30.6%
经营利润增速	NM	NM	NM	NM	NM
净利润增速	NM	NM	NM	NM	NM
调整后净利润增速	NM	NM	NM	NM	NM
<b>盈利能力比率</b>					
毛利率	23.7%	20.9%	17.4%	22.0%	24.0%
经营利润率	-26.2%	-33.2%	-32.7%	-19.5%	-12.0%
净利率	-25.5%	-35.1%	-34.6%	-20.2%	-12.5%
调整后净利率	-21.5%	-28.3%	-27.3%	-14.3%	-6.7%
<b>每股指标 (元)</b>					
基本EPS	-8.7	-17.9	-20.1	-14.9	-11.1
摊薄EPS	-8.7	-17.9	-20.1	-14.9	-11.1
调整后EPS	-7.5	-14.4	-15.9	-10.6	-5.9
<b>每股指标增速</b>					
基本EPS增速	NM	NM	NM	NM	NM
摊薄EPS增速	NM	NM	NM	NM	NM
调整后EPS增速	NM	NM	NM	NM	NM
<b>估值 (倍)</b>					
调整后目标P/E			-13.8	-20.8	-37.2
目标P/S			3.8	3.0	2.5
目标P/B			2.7	2.0	1.6

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

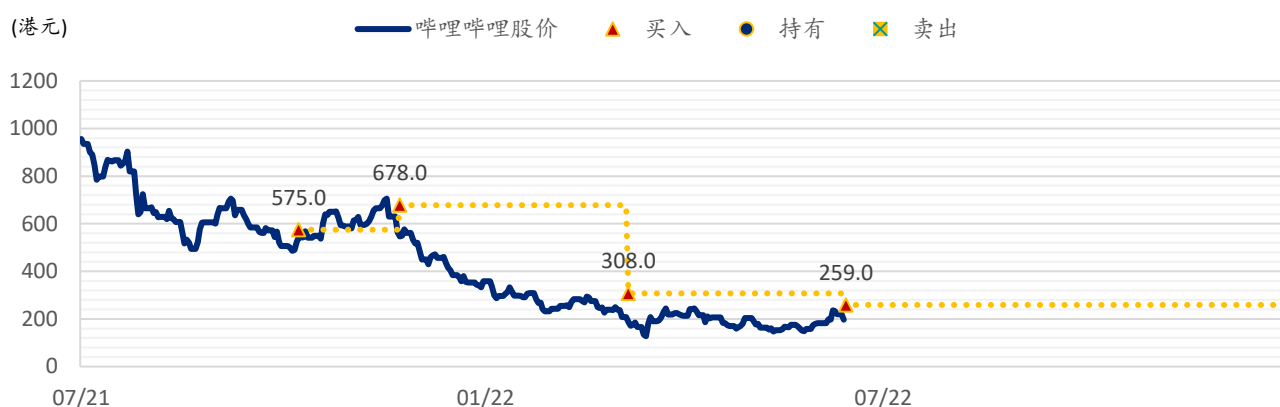
图表 2: 哔哩哔哩估值-分部加总法

业务 (人民币百万)	2022E		估值方法		估值
	收入	经营利润	P/E (x)	P/S (x)	
移动游戏	5,088	1,018	15		15,264
非游戏业务	17,700			4	70,801
<b>市值(人民币百万)</b>					<b>86,065</b>
港元/人民币					0.85
<b>市值(港元百万)</b>					<b>101,252</b>
股数(百万)					391
<b>目标价(港元)</b>					<b>259</b>
美元/港元					7.80
<b>目标价(美元)</b>					<b>33</b>

注: E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 3: SPDBI 目标价: 哔哩哔哩 (9626.HK) — 港股



资料来源: Bloomberg、浦银国际, 股价截至 6 月 13 日

图表 4: SPDBI 目标价: 哔哩哔哩 (BILI.US) — 美股



资料来源: Bloomberg、浦银国际, 股价截至 6 月 13 日

图表 5: SPDBI 互联网行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (交易货币)	评级	目标价 (交易货币)	评级/目标价 发布日期	行业
700 HK Equity	腾讯	377.00	买入	450.00	19/5/2022	游戏、社交
9988 HK Equity	阿里巴巴	103.80	买入	146.00	28/2/2022	电商
BABA US Equity	阿里巴巴	98.52	买入	150.00	28/2/2022	电商
3690 HK Equity	美团	188.20	买入	233.00	14/6/2022	本地生活服务
1024 HK Equity	快手	86.50	买入	100.00	25/5/2022	短视频
9626 HK Equity	哔哩哔哩	196.90	买入	259.00	14/6/2022	游戏、中视频
BILI US Equity	哔哩哔哩	23.49	买入	33.00	14/6/2022	游戏、中视频
780 HK Equity	同程艺龙	15.28	买入	20.00	25/8/2021	OTA
8083 HK Equity	有赞	0.22	持有	1.20	12/8/2021	SaaS
2013 HK Equity	微盟	5.21	买入	10.20	14/12/2021	SaaS
3888 HK Equity	金山软件	29.70	买入	28.00	12/4/2022	SaaS
600588 CH Equity	用友	19.28	买入	24.00	4/5/2022	SaaS
268 HK Equity	金蝶	16.56	买入	31.00	21/12/2020	SaaS
909 HK Equity	明源云	10.40	买入	28.00	14/12/2021	SaaS
SE US Equity	Sea	70.62	买入	140.00	18/5/2022	游戏、电商

注：港股、A 股港股截至 6 月 13 日收盘价；美股截至 6 月 13 日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

### 美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他个人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

### 英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,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,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。



## 评级定义

### 证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

王奕旻

stephy\_wang@spdbi.com

852-2808 6467

浦银国际证券财富管理团队

陈岑

angel\_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

