



哔哩哔哩 (BILI.US/9626.HK): DAU 破亿, 毛利率持续改善

收入符合预期, 结构变化推动毛利率改善, 四季度指引谨慎: 公司 3Q23 收入为人民币 58.1 亿元, 同比持平, 符合市场预期; 毛利率同比提升 6.8pp 至 25.0%, 这主要受益于广告等高毛利收入占比的提升; 费用管控显著, 销售费用率同比收窄 4.1pp; 调整后净亏损为 8.8 亿元, 调整后净亏损率收窄 15.3pp 至 15.1%, 市场预期亏损为 7.8 亿元。由于游戏业务表现不及预期, 公司预期全年收入为先前指引 225 亿元-235 亿元的低端, 对应四季度收入约 63 亿元, 同比增速约为 3%。

DAU 突破一亿, 广告收入延续高增长: 用户流量保持良好增长态势, 三季度 MAU 同比增长 2.5% 至 3.41 亿, DAU 同比增长 13.8% 至 1.03 亿, DAU/MAU 达到 30.2%, 日均使用时长达到 100 分钟, 总用户时长同比增长 18.6%。三季度广告收入为 16.4 亿元, 同比增长 21%, 主要受益于广告产品优化及效率提升, 其中效果广告同比增长 40%, 为广告业务主要增长驱动, 来自电商和游戏行业的广告收入保持强劲增长。双十一期间, 带货数据表现亮眼, GMV 同比增长超过 250%, 主要电商平台广告收入增长超过 80%, 随着电商等行业广告需求强劲增长及公司商业化提速, 我们预计公司四季度广告同比增速将达到 25%。

游戏在研项目优化, 亏损有望持续改善: 三季度移动游戏收入为 9.9 亿元, 同比下降 33%, 主要是由于去年同期高基数以及三季度新游表现不及预期; 核心游戏《碧蓝航线》和《FGO》表现保持稳定; 《闪耀! 优俊少女》仍在进行内容优化和技术升级。近期公司对游戏在研项目进行了优化, 保留了公司认为具备竞争力的游戏。由于缺乏重要新游贡献, 我们预计公司四季度游戏业务同比将下降 6%。随着收入结构变化带动毛利率改善, 以及游戏研发项目的收缩, 公司亏损有望逐步改善, 我们预计四季度调整后亏损率收窄至 11%。

维持“买入”评级, 下调目标价至 14.5 美元/113 港元: 由于公司新游表现不及预期, 我们将公司 2023E/2024E 收入下调 0.6%/1.6%, 预计亏损收窄至人民币 35 亿元/10 亿元, 下调目标价至 14.5 美元/113 港元, 对应 2023E/2024E 年 1.9x/1.7x P/S, 维持“买入”评级。

投资风险: 用户流量增长放缓; 亏损收窄不及预期。

图表 1: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
营业收入	19,384	21,899	22,484	25,692	28,713
毛利润	4,043	3,849	5,421	7,065	8,614
调整后净利润	(5,478)	(6,692)	(3,512)	(1,040)	955
调整后目标 PS (x)			1.9	1.7	1.5

E=浦银国际预测,

资料来源: Bloomberg、浦银国际

赵丹

互联网分析师
dan_zhao@spdbi.com
(852) 2808 6436

杨子超, CFA

互联网助理分析师
charles_yang@spdbi.com
(852) 2808 6409

2023 年 11 月 30 日

哔哩哔哩 (9626.HK)

买入

目标价 (港元)	113
潜在升幅/降幅	+12%
目前股价 (港元)	101
52 周内股价区间 (港元)	88.9-228
总市值 (百万港元)	37,124
近 3 月日均成交额 (百万)	258.7

注: 截至 2023 年 11 月 29 日收盘价

市场预期区间



哔哩哔哩 (BILI.US)

买入

目标价 (美元)	14.5
潜在升幅/降幅	+22%
目前股价 (美元)	11.86
52 周内股价区间 (美元)	11.61-29.46
总市值 (百万美元)	4,925
近 3 月日均成交额 (百万)	71.5

注: 截至 2023 年 11 月 29 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	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
收入	19,384	21,899	22,484	25,692	28,713
收入成本	(15,341)	(18,050)	(17,063)	(18,627)	(20,099)
毛利	4,043	3,849	5,421	7,065	8,614
研发费用	(2,840)	(4,765)	(4,307)	(3,597)	(3,446)
销售费用	(5,795)	(4,921)	(3,862)	(3,854)	(3,733)
管理费用	(1,838)	(2,521)	(2,241)	(2,055)	(2,010)
其他费用	-	-	-	-	-
经营盈利	(6,429)	(8,358)	(4,989)	(2,441)	(574)
利息收入	(85)	30	380	-	-
其他收益	(199)	924	(142)	-	-
除税前盈利	(6,713)	(7,404)	(4,751)	(2,441)	(574)
所得税开支	(95)	(104)	(93)	(49)	(11)
其他盈利	-	-	-	-	-
年度盈利	(6,809)	(7,508)	(4,844)	(2,490)	(586)
少数股东权益及其他	(20)	(11)	(18)	-	-
本公司权益持有人	(6,789)	(7,497)	(4,826)	(2,490)	(586)
调整后净利润	(5,478)	(6,692)	(3,512)	(1,040)	955

现金流量表

人民币百万元	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
净利润	(6,789)	(7,497)	(4,826)	(2,490)	(586)
折旧与摊销	2,604	3,566	3,924	4,110	4,305
营运资金变动	61	(723)	(326)	(298)	(281)
其他非现金调整	1,478	743	-	-	-
经营活动现金流	(2,647)	(3,911)	(1,229)	1,322	3,438
资本性支出	(3,687)	(2,738)	(4,316)	(4,521)	(4,735)
投资	(20,908)	13,931	5,000	2,000	1,000
其他投资活动	17	(583)	3,000	-	-
投资活动现金流	(24,578)	10,609	3,684	(2,521)	(3,735)
借款	11,203	(3,951)	(2,000)	-	-
股本	19,288	(348)	-	-	-
其他融资活动	(103)	(57)	(5,500)	-	-
融资活动现金流	30,389	(4,355)	(7,500)	-	-
汇兑收益及其他	(319)	321	-	-	-
现金及现金等价物增加净额	2,845	2,664	(5,045)	(1,199)	(297)
期初的现金及现金等价物	4,678	7,523	10,187	5,143	3,943
期末的现金及现金等价物	7,523	10,187	5,143	3,943	3,646

资产负债表

人民币百万元	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
固定资产	1,350	1,227	1,285	1,346	1,410
无形资产	6,174	7,052	7,386	7,736	8,103
投资	5,503	5,651	2,651	2,651	2,651
其他非流动资产	2,580	3,448	3,448	3,448	3,448
非流动资产合计	15,606	17,378	14,770	15,181	15,612
应收账款	5,568	4,317	4,432	5,065	5,660
投资	22,762	9,417	4,417	2,417	1,417
存货	456	437	414	451	487
现金及现金等价物	7,523	10,173	5,128	3,929	3,631
其他流动资产	138	109	109	109	109
流动资产合计	36,447	24,453	14,499	11,971	11,305
资产总额	52,053	41,831	29,269	27,152	26,916
母公司股东权益	21,704	15,238	10,411	7,922	7,336
少数股东权益	12	2	2	2	2
权益总额	21,716	15,240	10,413	7,924	7,338
长期借款	17,784	8,683	3,183	3,183	3,183
其他非流动负债	482	814	814	814	814
非流动负债合计	18,266	9,498	3,998	3,998	3,998
应付账款及票据	4,361	4,292	4,057	4,429	4,779
借款	1,232	6,621	4,621	4,621	4,621
其他流动负债	6,478	6,180	6,180	6,180	6,180
流动负债合计	12,071	17,093	14,859	15,231	15,581
负债总额	30,337	26,591	18,856	19,228	19,578
权益及负债总额	52,053	41,831	29,269	27,152	26,916

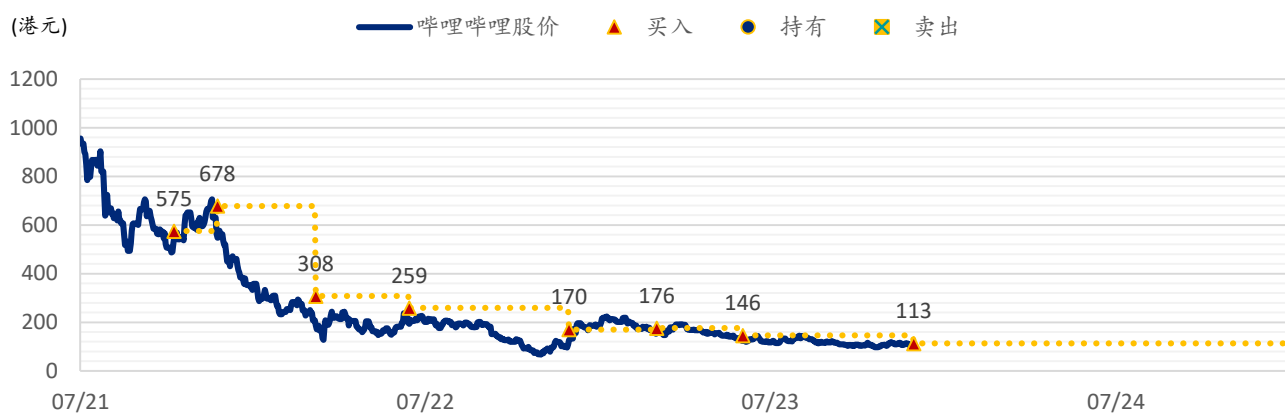
主要财务比率

	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
盈利增速					
营业收入增速	61.5%	13.0%	2.7%	14.3%	11.8%
毛利润增速	42.4%	-4.8%	40.8%	30.3%	21.9%
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
盈利能力比率					
毛利率	20.9%	17.6%	24.1%	27.5%	30.0%
经营利润率	-33.2%	-38.2%	-22.2%	-9.5%	-2.0%
净利率	-35.1%	-34.3%	-21.5%	-9.7%	-2.0%
调整后净利率	-28.3%	-30.6%	-15.6%	-4.0%	3.3%
每股指标 (元)					
EPS	-17.9	-19.0	-11.7	-6.0	-1.4
调整后EPS	-14.4	-16.9	-8.5	-2.5	2.3
估值 (倍)					
调整后目标P/E			-12.2	-41.1	44.7
目标P/S			1.9	1.7	1.5

E=浦银国际预测

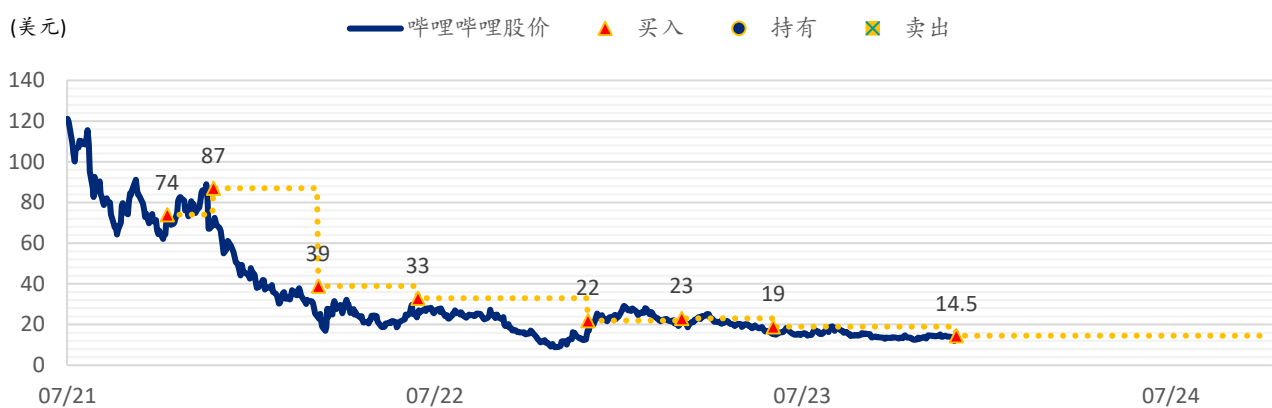
资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2: SPDBI 目标价: 哔哩哔哩 (9626.HK)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

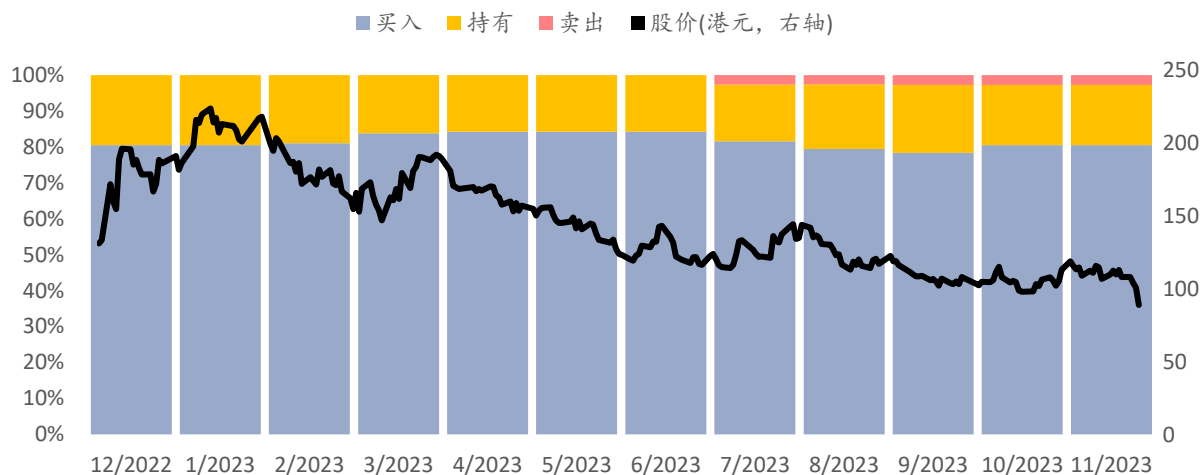
图表 3: SPDBI 目标价: 哔哩哔哩 (BILI.US)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

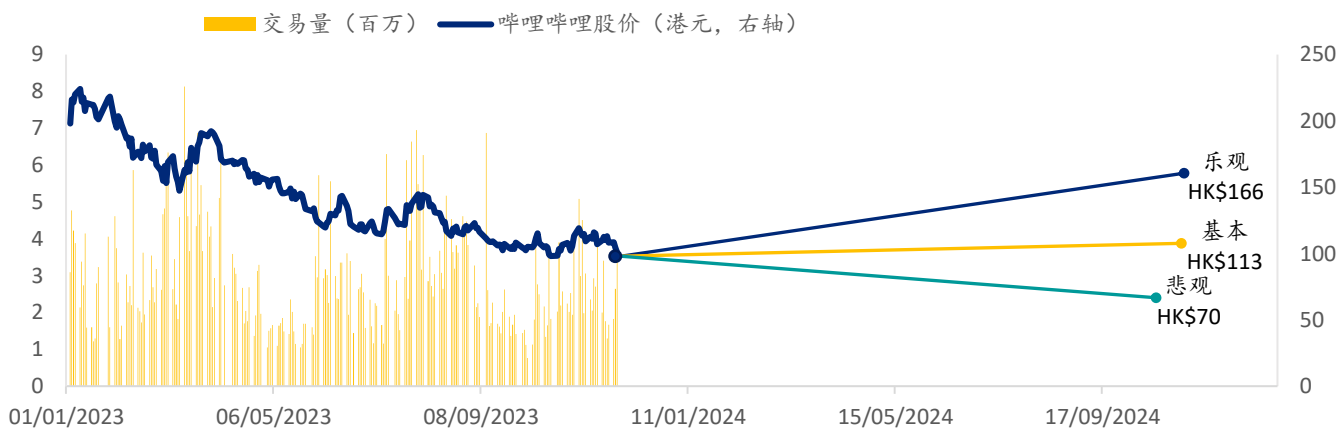
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 4: 哔哩哔哩 (9626.HK) 市场普遍预期—港股



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 5: 哔哩哔哩 (9626.HK) SPDBI 情景假设—港股



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 166 港元

- 游戏业务表现超预期;
- 用户流量增长优于预期;
- 亏损改善优于预期。

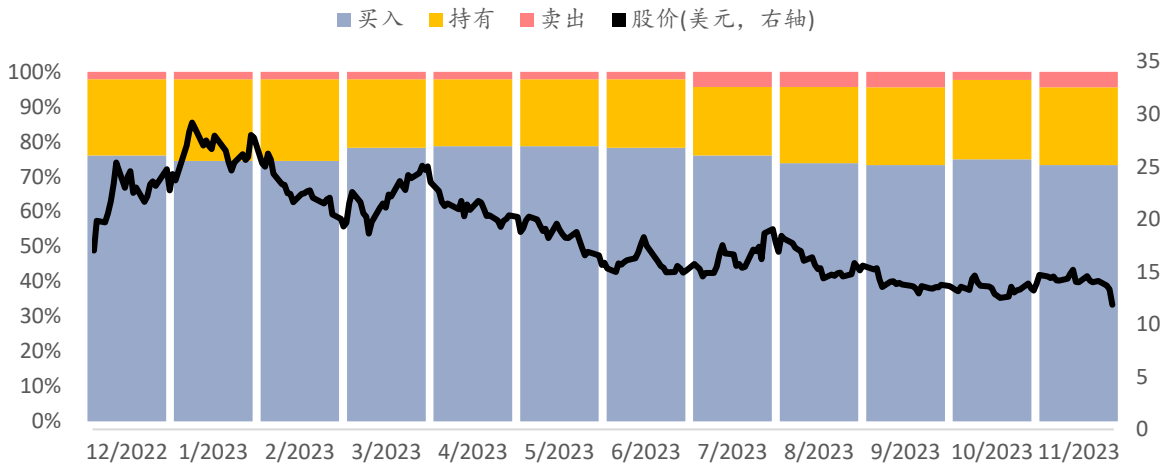
悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 70 港元

- 用户增长不及预期;
- 亏损改善不及预期。

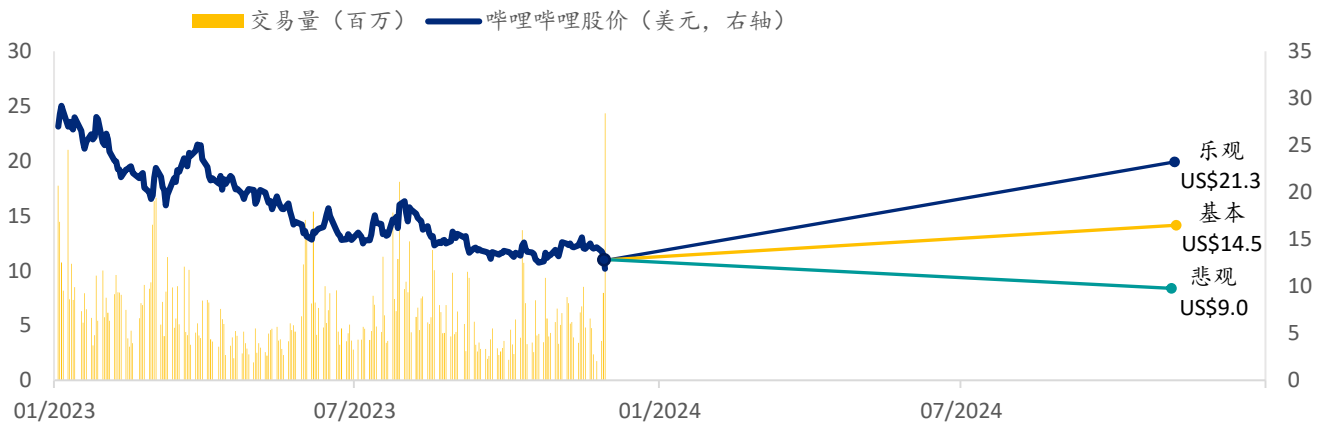
资料来源: 浦银国际预测

图表 6: 哔哩哔哩 (BILI.US) 市场普遍预期—美股



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 7: 哔哩哔哩 (BILI.US) SPDBI 情景假设-美股



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 21.3 美元

- 游戏业务表现超预期;
- 用户流量增长优于预期;
- 亏损改善优于预期。

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 9.0 美元

- 用户增长不及预期;
- 亏损改善不及预期。

资料来源: 浦银国际预测

图表 8: 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/预测 发布日期	行业
9988 HK Equity	阿里巴巴	72.70	买入	97.00	17/11/2023	电商
BABA US Equity	阿里巴巴	74.67	买入	100.00	17/11/2023	电商
9618 HK Equity	京东	106.60	买入	162.00	16/11/2023	电商
JD US Equity	京东	27.44	买入	42.00	16/11/2023	电商
PDD US Equity	拼多多	141.73	买入	173.00	29/11/2023	电商
VIPS US Equity	唯品会	16.33	持有	16.00	15/11/2023	电商
9878 HK Equity	汇通达	29.30	买入	37.00	30/8/2023	电商
9991 HK Equity	宝尊	6.88	持有	21.00	9/9/2022	电商
BZUN US Equity	宝尊	2.71	持有	8.00	9/9/2022	电商
700 HK Equity	腾讯	317.00	买入	424.00	16/11/2023	游戏、社交
NTES US Equity	网易	113.62	买入	133.00	17/11/2023	游戏
9999 HK Equity	网易	176.03	买入	207.00	17/11/2023	游戏
9626 HK Equity	哔哩哔哩	101.00	买入	113.00	30/11/2023	游戏、中视频
BILI US Equity	哔哩哔哩	11.86	买入	14.50	30/11/2023	游戏、中视频
777 HK Equity	网龙	13.70	买入	20.00	11/9/2023	游戏
2400 HK Equity	心动	13.46	买入	20.00	11/9/2023	游戏
799 HK Equity	IGG	3.30	买入	4.00	11/9/2023	游戏
1119 HK Equity	创梦天地	2.56	买入	3.70	17/10/2023	游戏
HUYA US Equity	虎牙	3.37	持有	2.60	11/9/2023	游戏直播
DOYU US Equity	斗鱼	0.78	持有	1.00	11/9/2023	游戏直播
3690 HK Equity	美团	90.45	买入	125.00	29/11/2023	本地生活服务
1024 HK Equity	快手	56.95	买入	80.00	22/11/2023	短视频
780 HK Equity	同程旅行	14.46	买入	20.00	22/11/2023	OTA
8083 HK Equity	中国有赞	0.11	持有	1.20	12/8/2021	SaaS
2013 HK Equity	微盟	3.33	买入	4.80	17/8/2023	SaaS
3888 HK Equity	金山软件	25.45	买入	36.00	22/11/2023	SaaS
600588 CH Equity	用友网络	16.89	买入	21.00	21/8/2023	SaaS
268 HK Equity	金蝶	11.70	买入	15.00	21/8/2023	SaaS
909 HK Equity	明源云	3.13	买入	28.00	14/12/2021	SaaS
SE US Equity	Sea	36.74	持有	41.00	15/11/2023	电商、游戏

注: 股价截至 11 月 29 日收盘

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人士。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人士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人士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

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

