

买入

聚焦用户高质量增长，初步实现减亏目标

哔哩哔哩 (BILI.US)

2022-12-20 星期二

投资要点

目标价: **28.7 美元**
 现价: 21.66 美元
 预计升幅: 32.6%

➤ 降本成效初显，亏损明显收窄，持续聚焦用户高质量增长：

22Q3 公司实现营收 57.9 亿元人民币，同比增长 11.3%，环比增长 18.0%，营收增长有所回暖。分业务来看，移动游戏/增值服务/广告/电商及其他业务分别实现营收 14.7/22.1/13.5/7.6 亿元人民币，同比增长 5.7%/15.8%/15.6%/3.2%。Non-GAAP 归母净亏损 17.6 亿元，对应净亏损率 30.4%，净亏损率同环比均收窄，主要得益于毛利率提升及费用控制得当。

重要数据

日期	2022-12-19
收盘价 (美元)	21.66
总股本 (百万股)	395
总市值 (百万美元)	8,650
净资产 (百万美元)	3,404
总资产 (百万美元)	8,164
52 周高低 (美元)	49.248/8.23
每股净资产 (美元)	8.72

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

➤ 直播与 PUGV 生态一体化，内容供给侧及消费侧实现协同效应：

三季度，B 站进行组织结构调整，将视频运营和直播运营整合为一个部门，更大程度地提升视频与直播的正循环。在内容供给侧，22Q3 “既做 UP 主又做主播” 的用户同比增长了 73%，活跃主播数同比增长 67%。在消费侧，越来越多的纯视频用户开始观看直播内容，直播 DAU 及付费率持续提升，22Q3 直播付费用户数同比增长 79%。随着视频和直播的结合模式进一步深化，预计 2023 年直播收入及毛利率将取得显著提升。

➤ 新游推出带动游戏业务回归增长，游戏自研方向高度集中：

22Q3 多款海外新游推出，游戏业务实现营收 14.7 亿元，同比增长 5.6%，环比增长 40.6%，自研游戏收入在游戏业务收入的占比为 9%。在“自研精品+全球发行”战略下，公司将集中资源在业内最具景气度的 1-2 个方向进行游戏自研。目前，B 站已有 2 款游戏获得版号，分别为自研游戏《斯露德》和代理游戏《暖雪》，其中具备爆款潜质的 Steam 移植手游《暖雪》已于 12 月 15 日在移动端上线，《斯露德》预计明年年初在国内上线，另有 5 款新游预计于明年年初在海外上线。

主要股东

腾讯	(12.40%)
陈睿	(14.20%)
阿里巴巴	(6.70%)
徐逸	(8.00%)

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

➤ 用户增长持续亮眼，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，StoryMode 引入创造更多 adload，广告增速将于明年二季度开始恢复。相信 2023 年公司持续降本增效，依然可以看到公司盈利能力明显提升。目前我们采用分部估值法，认为合理估值为 113 亿美元，对应目标价 28.7 美元，相较于现价预计有 32.6% 的升幅，维持“买入”评级。

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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
总营收 (百万元)	11,999	19,393	22,283	27,086	33,707
变动	77.03%	61.62%	14.90%	21.55%	24.45%
净利润 (百万元)	-2,637	-6,800	-7,857	-5,222	-2,884
经营利润率	-22.70%	-33.11%	-34.28%	-18.34%	-7.65%
每股盈利 (元)	(7.5)	(17.8)	(20.1)	(13.4)	(7.4)
基于股价的市销率 (倍)	5.1	3.1	2.7	2.3	1.8

资料来源: 公司年报、国元证券经纪(香港)预测

报告正文

降本成效初显，亏损明显收窄，持续聚焦用户高质量增长：

22Q3 公司实现营收 57.9 亿元人民币，同比增长 11.3%，环比增长 18.0%，营收增长有所回暖。分业务来看，移动游戏/增值服务/广告/电商及其他业务分别实现营收 14.7/22.1/13.5/7.6 亿元人民币，同比增长 5.7%/15.8%/15.6%/3.2%。Non-GAAP 归母净亏损 17.6 亿元，对应净亏损率 30.4%，净亏损率同环比均收窄，主要得益于毛利率提升及费用控制得当。22Q3 公司毛利率为 18.2%，环比提升 3.2pcts，销售/管理/研发费率分别为 21.2%/9.4%/19.5%，环比减少 2.7/3.4/3.5pcts。在盈亏平衡目标的驱动下，公司将持续优化市场费用，研发费用支出预计在 22Q4 达到峰值后逐渐回落。

尽管市场费用有所控制，社区流量依旧维持着良性增长。三季度 B 站 MAU 同比增长 25% 至 3.3 亿人，DAU 同比增长 25% 至 9030 万人，用户粘性（DAU/MAU）维持在 27.1%。2023 年，B 站将冲击 4 亿 MAU，随着用户增长重心向 DAU 转移，未来用户粘性有望进一步提升。在 Story-Mode 和暑期因素的推动下，22Q3 用户日均使用时长达到 96 分钟，比 2021 年同期增加了 8 分钟，再创历史新高。日均视频播放量同比增长 64% 至 37 亿次，其中 PUGV 内容播放量同比增长 34%，Story-Mode 竖屏视频日均播放量同比增长 473%。在内容创作方面，22Q3 月均活跃 UP 主规模回升至 380 万，同比增长 40%，月均投稿量达 1560 万次，同比增长 54%，万粉以上 UP 主数量同比增长 48%，在 B 站获得收入的创作者数量达 125 万，同比增长 74%，持续繁荣的内容生态能够支撑流量持续增长。

科幻巨作《三体》开播数据亮眼，长线开发实现 IP 价值：

22Q3 付费会员数量达 2850 万，同比增长 19%，付费用户渗透率为 8.6%，大会员数量为 2040 万，同比增长 12%，环比下跌 3%。单用户付费金额 ARPU 为 43 元/月，同比下滑 6.5%，环比有所改善。在 10 月 29 日的国创动画作品发布会上，B 站共推出了 49 部国创作品新内容，其中，关注度较高的《三体》动画于 12 月 10 日在 B 站独家开播，首日实现破亿播放量，以每周 1 集的更新速度，预计播放完毕将超 3 个月。截止 12 月 16 日，《三体》动画共更新 2 集，追番数量突破 600 万，合计播放量达 1.5 亿，单集平均播放量远超 B 站其他头部动漫。根据 B 站平台显示，《三体》首集免费，2-4 集大会员抢先看，第 5 集起为大会员专享，如若制作口碑过关，则有望带动本季度大会员数量实现进一步增长。

鉴于《三体》是具备全球影响力的大 IP，B 站积极推进《三体》动画在海外平台播出，同时也发起了《三体》动画全球共创计划。在商业化方面，《三体》动画目前的商务合作名单长达 11 个，其中包含长安汽车、中国建设银行等知名品牌。B 站计

划将《三体》作为长线 IP 进行开发，通过周边的实体产品、虚拟产品、游戏等衍生内容，实现 IP 价值的货币化。

直播与 PUGV 生态一体化，内容供给侧及消费侧实现协同效应：

三季度，B 站进行组织结构调整，将视频运营和直播运营整合为一个部门，更大程度地提升视频与直播的正循环。在内容供给侧，不同于其他直播平台以高价签约主播，B 站采用“视频+直播”的方式，吸引 UP 主先入驻 B 站，后开启直播，有效控制了直播业务的拓展成本。22Q3 “既做 UP 主又做主播”的用户同比增长了 73%，活跃主播数同比增长 67%，过去专注于 PUGV 的 UP 主们现在也能通过直播方式与粉丝实现多元互动。在消费侧，越来越多的纯视频用户开始观看直播内容，直播 DAU 及付费率持续提升，22Q3 直播付费用户数同比增长 79%。随着视频和直播的结合模式进一步深化，预计 2023 年直播收入及毛利率将取得显著提升。

效果广告收入大幅增长，广告效率及社区商业价值持续提升：

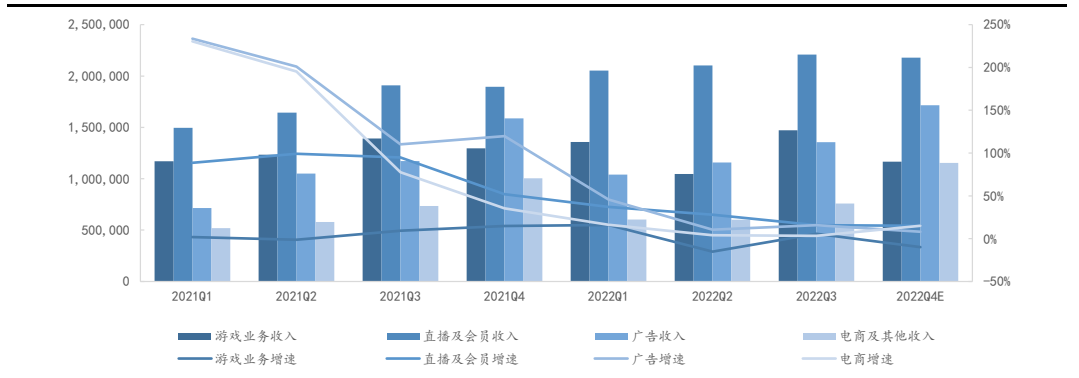
在当前的广告市场中，贴片广告市场份额持续萎缩，广告主更加关注广告效率。考虑到贴片将极大破坏用户体验，并且带来的收入增量也颇为有限，B 站在广告业务上将探索更加新型高效的广告形态。例如，1) 基于社区优质的内容生态和成熟的弹幕系统，在视频内容中嵌入原生广告和弹幕广告。2) 在游戏广告投放方面，利用 CPS（以实际销售产品数量来换算广告刊登金额）转化组件实现新的投放模型。3) 将 Story-Mode 作为短视频广告载体。此外，公司也持续进行推广模型的算法迭代，助力广告收入增长。22Q3 广告业务收入 13.5 亿元，同比增长 16%，其中在当前市场环境下备受青睐的效果广告收入涨幅超 50%，广告业务整体表现优于市场大盘。目前，在游戏、3C 数码等品类上，B 站广告市占率居前。22Q3 汽车品类广告收入同比增长超 80%，食品饮料、美容美妆等快消品类的广告收入也实现了持续增长。

B 站着力通过广告业务帮助 UP 主实现内容变现，22Q3 入驻花火平台的 UP 主数量同比增长 121%，获得商单 UP 主数量同比增长 96%。9 月份，B 站对上线两年的花火平台进行全面升级，包括优化品牌主入驻流程，增加合作模式、营销工具等提升广告主投放效率。今年双十一当日 B 站广告收入同比增长 47%，其中效果广告收入同比增长超 80%。2023 年，公司将进一步将交易接入广告体系，广告转化效率及社区商业价值均有望获得进一步提升，进而推动 B 站广告业务市占率持续扩大。

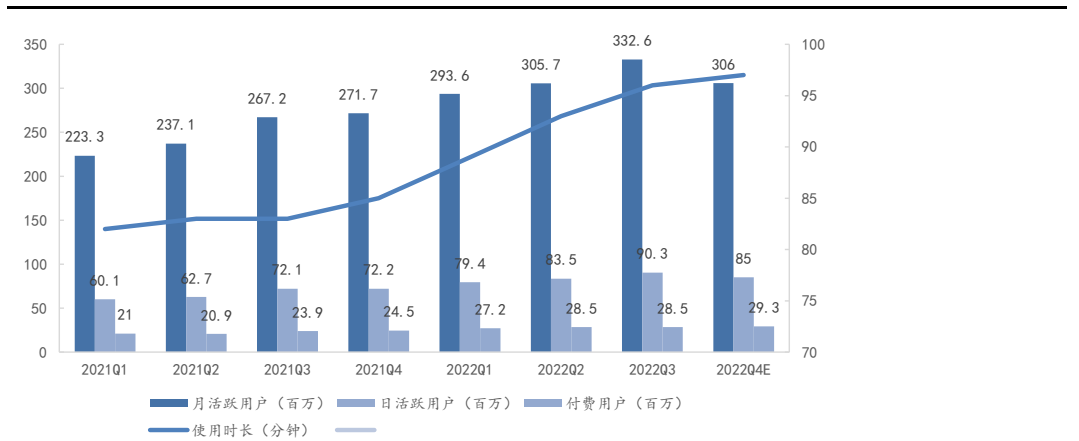
新游推出带动游戏业务回归增长，游戏自研方向高度集中：

22Q3 多款海外新游推出，游戏业务实现营收 14.7 亿元，同比增长 5.6%，环比增长 40.6%，自研游戏收入在游戏业务收入的占比为 9%。2022 年 11 月，公司 CEO 陈睿亲自挂帅游戏业务，强调了游戏业务在 B 站的核心定位，力图将“自研精品，全

球发行”的战略落到实处。B站游戏自研能力弱于主流游戏大厂，因此，将集中资源在业内最具景气度的1-2个方向进行游戏自研，同时强化自研项目的生命周期管理，对符合预期的项目加大投入力度，快速迭代掉不符合预期的自研项目。目前，B站已有2款游戏获得版号，分别为自研游戏《斯露德》和代理游戏《暖雪》，其中具备爆款潜质的Steam移植手游《暖雪》已于12月15日在移动端上线，《斯露德》预计明年年初在国内上线，另有5款新游预计于明年年初在海外上线。

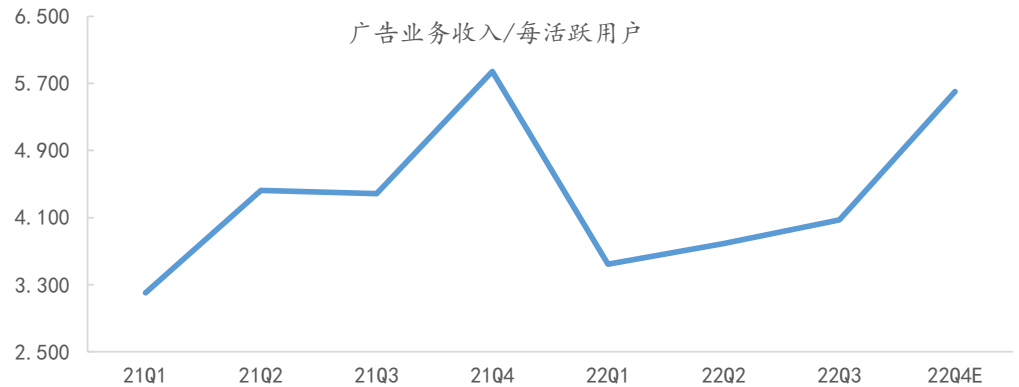
图 1：公司季度收入及增长情况


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


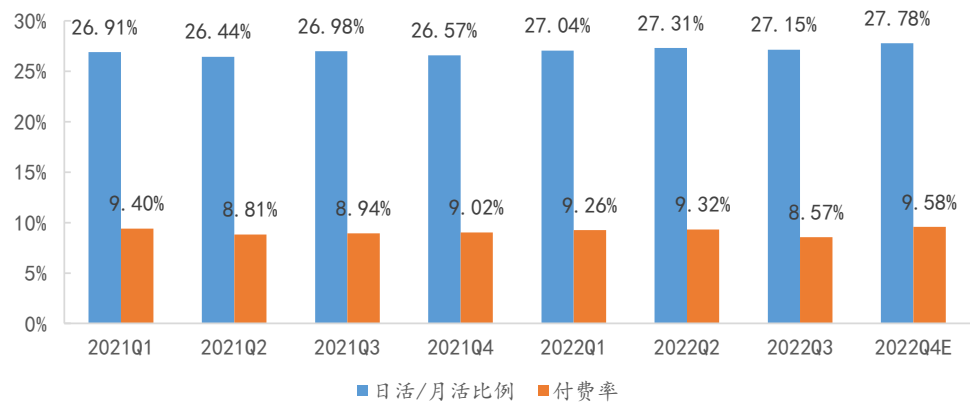
资料来源：公司年报、国元证券经纪(香港)整理

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

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>

	2020年 历史	2021年 历史	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测
收入	11,999	19,393	22,283	27,086	33,707
成本	-9,159	-15,341	-18,668	-22,303	-26,509
毛利	2,840	4,052	3,615	4,783	7,198
销售费用	-3,492	-5,795	-4,679	-4,875	-5,056
研发费用	-1,513	-2,840	-4,234	-2,979	-2,697
管理费用	-976	-1,838	-2,340	-1,896	-2,022
营运利润	-3,141	-6,420	-7,638	-4,968	-2,577
其他收入	140	-284	4	17	30
税前利润	-3,001	-6,704	-7,634	-4,951	-2,547
所得税	-53	-95	-223	-271	-337
净利润	-3,054	-6,800	-7,857	-5,222	-2,884
经调整利润	-2,580	-5,669	-6,645	-3,900	-1,441
增长					
收入增长 (%)	77.0%	61.6%	14.9%	21.6%	24.4%
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>

	2020年 历史	2021年 历史	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测
现金及等价物	4,678	7,523	4,858	4,465	7,547
定期存款	4,720	7,632	7,632	3,816	3,816
短期投资	3,357	15,061	15,061	15,061	10,061
应收账款	1,054	1,382	1,588	1,931	2,403
预付及其他资产	1,931	4,848	5,571	6,772	8,427
流动资产	15,740	36,447	34,710	32,045	32,253
固定资产	762	1,350	1,750	2,108	2,540
制作成本	668	1,084	1,084	1,084	1,084
无形资产	2,357	3,836	4,050	4,423	4,832
商誉	1,296	2,338	2,338	2,338	2,338
长期投资	3,043	6,998	2,596	2,596	2,596
总资产	23,866	52,053	46,529	44,593	45,644
应付账款	3,074	4,361	5,307	6,340	7,536
应付职工薪酬	734	995	1,294	1,682	2,187
应交税费	127	204	204	204	204
递延收入	2,118	2,645	3,040	3,695	4,598
应计负债	1,238	2,633	2,633	2,633	2,633
其他	100	1,232	1,232	1,232	1,232
流动负债	7,392	12,071	13,710	15,786	18,390
长期负债	8,692	18,266	18,266	18,266	18,266
权益	7,782	21,716	14,553	10,541	8,988

财务分析

	2020年 历史	2021年 历史	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	23.7%	20.9%	16.2%	17.7%	21.4%
EBIT率 (%)	-26.2%	-33.1%	-34.3%	-18.3%	-7.6%
净利率 (%)	-25.5%	-35.1%	-35.3%	-19.3%	-8.6%
ROE	-39.2%	-31.3%	-54.0%	-49.5%	-32.1%
营运表现					
费用/收入 (%)	49.8%	54.0%	50.5%	36.0%	29.0%
实际税率 (%)	-1.8%	-1.4%	-2.9%	-5.5%	-13.2%
应收账款天数	32	26	26	26	26
应付账款天数	123	104	104	104	104
财务状况					
负债/权益	0.95	0.56	0.94	1.50	2.05
收入/总资产	0.50	0.37	0.48	0.61	0.74
总资产/权益	3.07	2.40	3.20	4.23	5.08
商誉/总资产	5.4%	4.5%	5.0%	5.2%	5.1%
现金/总资产	39.4%	29.1%	26.8%	18.6%	24.9%
现金流量表					

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2020年 历史	2021年 历史	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测
利润	-3,054	-6,800	-7,857	-5,222	-2,884
折旧及摊销	1,722	2,442	3,458	4,041	4,480
股权激励费用	386	1,000	1,100	1,210	1,331
坏账准备计提	99	0	0	0	0
汇兑亏损	-3	-7	0	0	0
投资公允价值变动	-39	194	0	0	0
运营资本变化	1,643	523	710	534	476
经营活动现金流	753	-2,647	-2,588	563	3,403
购买物业及设备	-602	-965	-755	-674	-815
购买无形资产	-1,637	-2,722	-3,724	-4,097	-4,506
投资活动	-6,668	-20,891	4,402	3,816	5,000
投资活动现金流	-8,907	-24,578	-77	-955	-322
融资活动现金流	8,335	30,389	0	0	0
汇兑变化	-466	-319	0	0	0
现金变化	-285	2,845	-2,666	-392	3,081
期初持有现金	4,963	4,678	7,523	4,858	4,465
期末持有现金	4,678	7,523	4,858	4,465	7,547

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>