

# 哔哩哔哩 (BILI US)

## 用户数增长和活跃度提升仍是关键

由于宏观环境变化，哔哩 1H22 收入增长放缓至同比+18.7%（2021：同比+61.3%），调整后净亏损也从1H21的22亿元人民币扩大至1H22的36亿元。但平台用户增长和活跃度持续保持健康，2Q22 MAU 以及用户时长分别同比增长 29%和 10%。在当前阶段，我们认为用户持续增长、用户社区质量和活跃度的提升对公司长期增长前景较为重要。这将改善其生态的可持续性，带来更好盈利与现金流水平。我们预计 2H22 总收入将同比增长 9.8%。公司在 2H22 将更关注货币化率和运营效率的提升。我们预计 2023/2024 年总收入将同比增长 20.7/16.2%，至 266/309 亿元人民币，调整后净亏损将从 2022 年的 77 亿元缩小至 2023/2024 年的 52/26 亿元。我们基于 SOTP 的目标价格为每 ADS 20.0 美元（2.1/1.8 x 22E/23E PS）。给予买入评级。

- 用户社区健康发展。** 2Q22 平台用户流量和活跃度均实现健康增长。2Q22 平均 MAU 和日均使用时长分别同比增长 29%和 10%达到 3.06 亿和 89 分钟。我们预计，在内容和获客端高效投资的支撑下，平台 MAU 在 2H22E 仍将保持 20%以上的同比增长。公司新的短视频内容 Story Mode 在 2Q22 总视频观看量同比增长超 400%。我们预计新的内容形式将进一步提高公司的用户粘性和商业化潜力。
- 2023 年商业化逐渐复苏。** 我们预测 2021-2024 年公司 VAS 收入 CAGR 为 23.6%，占 2024E 年总收入的 42%，主要由直播业务增长所推动。公司持续加大发展其直播生态的力度，保持有竞争力的收入分成比例，以及更好地整合 PUGV 和直播生态。广告业务方面，我们对公司 2H22 广告收入增长前景（+9.4% YoY）保持谨慎，但预计广告收入增长有望在 2023/2024 年重新加速至同比增长 29.6/23.2%，占 2023/2024E 总收入的 25.4/27.0%，主因包括 1) 市场整体广告需求复苏，尤其是游戏、汽车和电商等关键品类；2) 广告产品的持续创新，例如 Story Mode 广告等。
- 驱动高质量增长。** 在毛利率和运营效率提升的推动下，我们预计公司调整后净亏损率将从 2022 年的-34.9%收窄至 2023/2024 年的-19.7/-8.5%，自由现金流出将从 2022 年的 71 亿元人民币收窄至 2023/2024 年的 65/33 亿元。公司目前现价仅对应 1.3x LTM PS，处于历史低点，比 2 年平均水平低 1.3 倍标准差。近期股价调整反映公司商业化节奏阶段性放缓。但只要公司能持续维持用户数和活跃度增长，以及平台内容的持续丰富，公司长期商业化潜力未受影响。

### 财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
销售收入(百万人民币)	11,999	19,384	22,030	26,584	30,880
同比增长 (%)	77.0	61.5	13.7	20.7	16.2
毛利率 (%)	23.7	20.9	16.9	22.5	27.7
运营利润(百万人民币)	(3,141)	(6,429)	(8,400)	(6,252)	(3,495)
调整后净利润(百万人民币)	(2,559.6)	(5,478.1)	(7,684.5)	(5,230.3)	(2,621.5)
每股收益(人民币)	(8.71)	(17.88)	(22.38)	(15.65)	(9.41)
市场平均预估每股收益(人民币)	(8.71)	(17.88)	(20.93)	(15.14)	(8.53)
市销率(倍)	2.3	1.4	1.3	1.1	0.9

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

买入（维持）

目标价 **20.00 美元**  
潜在升幅 **101.4%**  
当前股价 **9.93 美元**

中国互联网

贺赛一

(852) 3916 1739  
hesaiyi@cmbi.com.hk

陆文韬

luwentao@cmbi.com.hk

陶冶

franktao@cmbi.com.hk

黄群

(852) 3900 0889  
sophiehuang@cmbi.com.hk

许义鑫

(852) 3900 0849  
easonxu@cmbi.com.hk

### 公司数据

市值(百万美元)	3,907.8
3 月平均流通量(百万美元)	19.4
52 周内股价高/低(百万美元)	89.02/9.19
总股本(百万)	393.5

资料来源：FactSet

### 股东结构

陈睿	12.6%
腾讯	11.2%

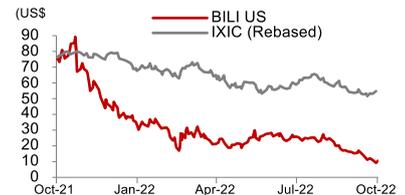
资料来源：公司资料

### 股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-34.5%	-36.7%
3-月	-59.8%	-56.8%
6-月	-52.9%	-47.4%

资料来源：FactSet

### 股份表现



资料来源：FactSet

## 财务分析

损益表	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
销售收入	6,778	11,999	19,384	22,030	26,584	30,880
销售成本	5,588	9,159	15,341	18,314	20,607	22,332
毛利润	1,190	2,840	4,043	3,717	5,976	8,548
运营费用	2,685	5,981	10,472	12,117	12,229	12,043
销售费用	1,199	3,492	5,795	5,177	5,184	4,941
行政费用	593	976	1,838	2,313	2,260	2,316
研发费用	894	1,513	2,840	4,626	4,785	4,786
运营利润	(1,495)	(3,141)	(6,429)	(8,400)	(6,252)	(3,495)
投资盈亏	97	28	(194)	(626)	167	175
其他盈亏	15	137	(5)	391	0	0
EBIT	(1,384)	(2,975)	(6,628)	(8,635)	(6,085)	(3,320)
利息收入	163	83	70	152	89	92
利息支出	(47)	(109)	(155)	(168)	(168)	(476)
税前利润	(1,268)	(3,001)	(6,713)	(8,652)	(6,163)	(3,704)
所得税	36	53	95	173	123	74
税后利润	(1,304)	(3,054)	(6,809)	(8,825)	(6,286)	(3,778)
非控股权益	15	47	20	18	126	76
其他	0	(4)	0	0	0	0
净利润	(1,289)	(3,012)	(6,789)	(8,807)	(6,161)	(3,702)
调整后净利润	(1,067)	(2,560)	(5,478)	(7,685)	(5,230)	(2,622)
资产负债表	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
流动资产	10,324	15,740	36,447	30,983	33,795	35,709
现金与现金等价物	4,963	4,678	7,523	1,058	1,111	1,242
应收账款	745	1,218	1,382	1,492	2,877	3,342
预付款项	1,511	1,766	4,848	5,510	6,649	7,724
短期银行存款	1,845	4,720	7,632	7,861	8,097	8,340
其他流动资产	1,261	3,357	15,061	15,061	15,061	15,061
非流动资产	5,193	8,126	15,606	15,905	16,746	17,316
物业及厂房及设备 (净额)	516	762	1,350	1,611	1,812	1,976
合资及联营公司投资	1,251	2,233	5,503	5,207	5,507	5,682
无形资产	1,657	2,357	3,836	3,988	4,100	4,137
商誉	1,012	1,296	2,338	2,338	2,338	2,338
其他非流动资产	756	1,478	2,580	2,761	2,989	3,183
总资产	15,517	23,866	52,053	46,888	50,541	53,024
流动负债	4,273	7,392	12,071	14,773	17,523	19,502
短期债务	0	100	1,232	1,232	1,232	1,232
应付账款	1,904	3,074	4,361	6,272	7,057	7,648
应付税款	0	100	1,232	1,232	1,232	1,232
其他流动负债	1,793	2,880	2,613	3,044	4,390	5,195
应计费用	576	1,238	2,633	2,993	3,612	4,195
非流动负债	3,608	8,692	18,266	18,428	24,562	27,687
长期债务	3,415	8,341	17,784	17,784	23,784	26,784
其他非流动负债	193	351	482	644	777	903
总负债	7,880	16,083	30,337	33,201	42,085	47,190
股本	0	0	0	0	0	0
资本盈余	10,718	14,616	35,930	35,930	35,930	35,930
留存收益	(4,146)	(7,175)	(13,971)	(22,019)	(27,375)	(30,072)
其他储备	480	159	(255)	(255)	(255)	(255)
股东权益总额	7,052	7,600	21,704	13,656	8,300	5,603
少数股东权益	584	182	12	30	156	231
总负债和股东权益	15,517	23,866	52,053	46,888	50,541	53,024

现金流量表	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
<b>经营现金流</b>						
税前利润	(1,268)	(3,001)	(6,713)	(8,652)	(6,163)	(3,704)
折旧摊销	192	327	539	370	462	532
税款	36	53	95	173	123	74
营运资金变化	223	1,487	(9)	1,930	227	439
其他	1,012	1,887	3,442	3,680	3,473	3,873
<b>净经营现金流</b>	<b>195</b>	<b>753</b>	<b>(2,647)</b>	<b>(2,498)</b>	<b>(1,878)</b>	<b>1,214</b>
<b>投资现金流</b>						
资本开支	(1,565)	(2,239)	1,756	(3,233)	(3,472)	(3,646)
收购与投资	(1,380)	(1,757)	(6,716)	(330)	(133)	0
其他	(1,013)	(4,911)	(19,618)	(410)	(463)	(437)
<b>净投资现金流</b>	<b>(3,958)</b>	<b>(8,907)</b>	<b>(24,578)</b>	<b>(3,973)</b>	<b>(4,069)</b>	<b>(4,083)</b>
<b>融资现金流</b>						
净借贷	3,398	5,695	11,203	0	6,000	3,000
发行股票所得现金	1,648	2,817	19,288	0	0	0
其他	33	(177)	(103)	0	0	0
<b>净融资现金流</b>	<b>5,079</b>	<b>8,335</b>	<b>30,389</b>	<b>0</b>	<b>6,000</b>	<b>3,000</b>
<b>净现金流变动</b>						
年初现金	3,540	4,963	4,678	7,523	1,058	1,111
汇率变动	108	(466)	(319)	6	0	0
<b>年末现金</b>	<b>4,963</b>	<b>4,678</b>	<b>7,523</b>	<b>1,058</b>	<b>1,111</b>	<b>1,242</b>
增长率	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
年结 12 月 31 日						
销售收入	64.2%	77.0%	61.5%	13.7%	20.7%	16.2%
毛利润	39.1%	138.6%	42.4%	(8.1%)	60.8%	43.0%
盈利能力比率	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
年结 12 月 31 日						
毛利率	17.6%	23.7%	20.9%	16.9%	22.5%	27.7%
营业利益率	(22.1%)	(26.2%)	(33.2%)	(38.1%)	(23.5%)	(11.3%)
调整后净利润率	(15.7%)	(21.3%)	(28.3%)	(34.9%)	(19.7%)	(8.5%)
股本回报率	(18.4%)	(41.1%)	(46.3%)	(49.8%)	(56.1%)	(53.3%)
资产负债比率	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
年结 12 月 31 日						
净负债/股东权益比率 (倍)	(0.2)	0.5	0.5	1.3	2.9	4.8
流动比率 (倍)	2.4	2.1	3.0	2.1	1.9	1.8
应收账款周转天数	40.1	37.1	26.0	24.7	39.5	39.5
存货周转天数	na	na	na	na	na	na
应付帐款周转天数	124.4	122.5	103.8	125.0	125.0	125.0
估值指标	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
年结 12 月 31 日						
市盈率	na	na	na	na	na	na
市盈率 (摊薄)	na	na	na	na	na	na
市帐率	5.1	12.4	10.8	2.1	3.4	5.0
市现率	na	na	na	na	na	na
股息 (%)	na	na	na	na	na	na
企业价值	na	na	na	na	na	na
企业价值 / 销售额	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBIT	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBITDA	na	na	na	na	na	na

资料来源：公司及招银国际证券。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

## 免责声明及披露

### 分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场或其他关联机构曾在过去 12 个月内与报告内所提及发行人有投资银行业务的关系。

### 招银国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

### 招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

### 招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

### 重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律或赔偿责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订)规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。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。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。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。