



买入（维持）

所属行业：互联网软件与服务
当前价格(港币)：168.90元

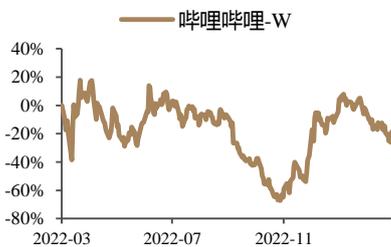
证券分析师

马笑
资格编号：S0120522100002
邮箱：maxiao@tebon.com.cn

研究助理

刘文轩
邮箱：liuwx@tebon.com.cn

市场表现



对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-14.35	-14.70	26.52

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 1.《哔哩哔哩-W(9626.HK) 22Q3 财报点评：游戏研发聚焦与用户增长目标切换或驱动亏损率收窄》，2022.11.30
- 2.《哔哩哔哩-SW(9626.HK) 2Q22 财报点评：收入利润短期承压，展望后续逐季恢复》，2022.9.9
- 3.《哔哩哔哩-SW(9626.HK)：从成本结构角度出发，如何理解未来的盈利空间和弹性来源》，2022.7.31

哔哩哔哩-W(9626.HK) 22Q4 报点 评：减亏幅度超预期，23 年重点关 注亏损率收窄斜率的边际变化

投资要点

- **事件：收入端预期内承压，利润端减亏幅度超预期。**公司发布 22Q4 财报，实现收入 61 亿元，同比增长 6%，基本符合彭博一致预期；实现毛利润 12.5 亿元，同比增长 14%，毛利率 20.3%，同比环比均有改善；费用端受人员精简一次性支出影响同比有所上升，经调整后，实现归母净亏损 13.1 亿元，对应净亏损率 21%，同比环比均有显著改善，且幅度超过彭博一致预期。分业务来看：
 - **产品周期导致四季度游戏收入承压，关注 23 年自研新品表现和国内游戏行业的 beta。**游戏业务实现收入 11.5 亿元，同比下滑 12%，主要反映四季度存量产品流水的自然下滑，与新游《宝石研物语：伊恩之石》、《非匿名指令》、《暖雪》手游贡献增量相对较小。展望未来，短期内尚无重点产品上线、叠加四季度流水下滑部分递延确认，预计一季度游戏业务仍然承压。此后，有望随着自研产品《斯露德》、《依露希尔：星晓》，及《千年之旅》等一系列代理产品上线，流水重回增长趋势。此外，随着国内游戏版号的发放恢复常态化，年内产品供给有望显著改善，大体量二次元产品的上线有望为渠道业务带来全新增量。
 - **用户端健康增长，粘性进一步提升；直播驱动增值服务业务增长，关注 23 年利润率的边际改善。**在切换重心后，本季度用户增长更为健康，四季度销售费用同比减少 28%，而 DAU 达 9280 万，同比增长 29%；MAU 达 3.26 亿，同比增长 20%；DAU/MAU 用户粘性指标也提升至 28.5%。增值服务实现收入 23.5 亿元，同比增长 24%，预计主要由直播业务所拉动。本季度大会员数量同比增长 7%至 2140 万人，预计主要受重点 PGV 内容《三体》所拉动，此外，23 年 1 月上线的国创动漫《中国奇谭》累计播放量已超过 2.4 亿次。即使在降本增效、控制内容投入的大背景下，优质 PGV 内容供给仍然持续。直播业务 22 年收入增速超过 30%，其中四季度主播数量同比增速也超过 70%，供给端仍然在扩张。展望 2023 年，我们认为基于游戏等垂类的优势，直播业务仍然会维持稳健增长，并且随着分成比例的逐步优化，利润率表现仍将持续改善。
 - **广告业务增速不及预期预计更多体现宏观经济波动冲击，展望 23 年广告库存的稳步扩张和宏观经济的修复。**广告业务实现收入 15 亿元，同比下滑 5%，略低于彭博一致预期。拆解来看，预计同比的下滑主要来自于品牌向广告（包括商单广告和常规品牌广告）；受到本季度同比增长 77%的日均 VV 带来的广告库存扩张所驱动，效果广告收入同比增长仍超过 50%。展望未来，预计随着公司强调 DAU 增长，以及竖屏广告 Story Mode 逐渐贡献更多的 VV 绝对值，效果广告总库存量仍然会维持一个相对快速的的增长；而随着宏观经济的逐步修复，品牌、效果广告主投放需求均有望回暖，带动效果广告侧的 CPM 和品牌向广告流水的复苏，我们对全年广告收入增速仍然维持乐观。
- **关注电商及其他业务收入结构优化后的毛利率改善。**电商及其他业务实现收入 11.3 亿元，同比增长 13%，环比增长 50%，主要源于本季度的英雄联盟世界冠军比赛中国独家转播权的转授权一次性收入。随着 2022 年三年独家转播权合同到期，在增收减亏的总体策略下，电商及其他业务中低毛利率的部分或得到优化，收入端有一定负面影响，但有望在 23 年录得更高的毛利率表现。
- **盈利预测与投资建议：**根据本季度经营状况所带来的增量信息，我们调整公司 2023-2024 年营业收入预期至 250/296 亿元，同比增长 14%/19%；经调整归母净

利润预期至-35/0.5 亿元，对应净亏损率 14%/0%。在全年增收减亏为首要目标的策略下，公司对 2023 年总收入做出指引，中位数为 250 亿元，低于前期彭博一致预期。但另一方面，明确了实现减亏的具体措施 1) 降低带宽成本、员工成本、内容成本等相对固定的成本项；2) 通过以 DAU 为用户增长重心减少销售费用投入，聚焦游戏自研品类以减少研发费用投入等方式控制费用端支出。总而言之，我们认为 23 年市场关注的重点在亏损率收窄斜率的边际变化。一方面，在公司长经营杠杆的商业模式下，收入端的景气度会是重要因子，我们预计收入端一季度仍然会有所承压，二季度环比有望显著改善，带动上述斜率的边际变化扩大；另一方面，收窄幅度的超预期有望驱动市场上调远期稳态利润率的假设，进而带来估值的提升，维持对于公司的“买入”评级。

- **风险提示：**宏观经济波动；游戏产品上线不及预期；行业监管趋严。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	415.26		2020	2021	2022E	2023E	2024E
流通港股(百万股):	409.92	营业收入(百万元)	11999	19384	21899	24968	29648
52 周内股价区间(港元):	67.900-244.20	(+/-)YOY(%)	77.0%	61.5%	13.0%	14.0%	18.7%
总市值(百万港元):	69,236.09	净利润(百万元)	-3012	-6789	-7497	-4884	-561
总资产(百万港元):	46,828.58	(+/-)YOY(%)	133.7%	125.4%	10.4%	-34.9%	-88.5%
每股净资产(港元):	42.82	全面摊薄 EPS(元)	-8.56	-17.38	-19.00	-11.91	-1.37
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	23.7%	20.9%	17.6%	23.9%	31.1%
		净资产收益率(%)	-39.6%	-31.3%	-49.2%	-47.2%	-5.7%

资料来源: 公司年报 (2020-2021), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润, 汇率为 0.88 人民币/港元

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	-17.38	-19.00	-11.91	-1.37
每股净资产	55.60	37.18	25.24	23.85
每股经营现金流	-6.78	-17.02	-4.08	-7.22
每股股利	0.0	0.0	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	-17.74	-8.65	-12.47	-108.55
P/B	5.55	4.26	5.89	6.23
P/S	6.21	2.96	2.44	2.06
EV/EBITDA	-34.49	-8.37	-18.61	106.12
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	20.9%	17.6%	23.9%	31.1%
净利润率	-35.1%	-34.3%	-19.6%	-1.9%
净资产收益率	-31.3%	-49.2%	-47.2%	-5.7%
资产回报率	-13.0%	-17.9%	-13.8%	-1.9%
投资回报率	-16.0%	-27.5%	-23.5%	-3.4%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	61.5%	13.0%	14.0%	18.7%
EBIT 增长率	104.7%	30.0%	-41.7%	-87.8%
净利润增长率	125.4%	10.4%	-34.9%	-88.5%
偿债能力指标				
资产负债率	58.3%	53.7%	70.7%	67.6%
流动比率	3.0	1.8	0.6	0.3
速动比率	3.0	1.7	0.6	0.3
现金比率	0.6	0.9	0.2	0.2
经营效率指标				
应收帐款周转天数	22.6	22.3	22.5	23.0
存货周转天数	7.2	12.3	0.0	0.0
总资产周转率	0.4	0.4	0.7	1.0
固定资产周转率	18.4	17.0	19.6	21.8

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	-6789	-7497	-4884	-561
少数股东损益	-20	-11	-10	-10
非现金支出	2604	1404	1317	1269
非经营收益	1497	-673	-107	-107
营运资金变动	61	131	2013	-3549
经营活动现金流	-2647	-6647	-1671	-2958
资产	-3687	-1139	-998	-998
投资	-20908	-3875	2374	7053
其他	17	924	-148	-148
投资活动现金流	-24578	-4089	1229	5908
债权募资	10575	-2868	-4865	-2445
股权募资	19288	0	0	0
其他	525	23048	254	254
融资活动现金流	30389	20180	-4611	-2191
现金净流量	2845	9444	-5053	759

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为3月3日，汇率为0.88人民币/港元
 资料来源：公司年报（2020-2021），德邦研究所

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	19384	21899	24968	29648
营业成本	15341	18050	19006	20413
毛利率%	20.9%	17.6%	23.9%	31.1%
营业税金及附加				
营业税金率%				
营业费用	5795	4921	4355	3909
营业费用率%	29.9%	22.5%	17.4%	13.2%
管理费用	1838	2521	2398	2258
管理费用率%	9.5%	11.5%	9.6%	7.6%
研发费用	2840	4765	4085	3665
研发费用率%	14.7%	21.8%	16.4%	12.4%
EBIT	-6429	-8358	-4877	-596
财务费用	85	-30	-687	-687
财务费用率%	0.4%	-0.1%	-2.8%	-2.3%
资产减值损失				
投资收益	0	0	-667	-667
营业利润	-6429	-8358	-4877	-596
营业外收支	-284	954	31	31
利润总额	-6713	-7404	-4845	-565
EBITDA	-3825	-8358	-3560	672
所得税	95	104	48	6
有效所得税率%	-1.4%	-1.4%	-1.0%	-1.0%
少数股东损益	-20	-11	-10	-10
归属母公司所有者净利润	-6789	-7497	-4884	-561

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	7523	5101	5119	5879
应收账款及应收票据	1382	1788	1788	2000
存货				
其它流动资产	27086	11023	11023	4876
流动资产合计	36447	17912	17930	12755
长期股权投资				
固定资产	1350	1321	1321	1400
在建工程				
无形资产	6174	6639	6639	6289
非流动资产合计	15606	9401	9401	9703
资产总计	52053	35273	35291	30146
短期借款	1232	14115	14115	26501
应付票据及应付账款	4361	5636	5636	2282
预收账款				
其它流动负债	6478	8055	8055	9280
流动负债合计	12071	27806	27806	38064
长期借款	17784	-3676	-3676	-18507
其它长期负债	482	814	814	814
非流动负债合计	18266	-2862	-2862	-17693
负债总计	30337	24945	24945	20371
实收资本	0	0	0	0
普通股股东权益	21704	10335	10354	9792
少数股东权益	12	-8	-8	-17
负债和所有者权益合计	52053	35273	35291	30146

信息披露

分析师与研究助理简介

马笑，华中科技大学硕士，2022年加入德邦证券，传媒互联网&海外首席分析师，行业全覆盖。5年多二级研究经验，2年产业战略/投资/咨询经验。曾任新时代证券TMT组长，传媒/计算机首席分析师，此前担任过管理咨询顾问/战略研究员/投资经理等岗位。2018年东方财富百佳分析师传媒团队第一名；2020年wind金牌分析师。

刘文轩，2021年加入德邦证券研究所传媒互联网组。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现20%以上；
		增持	相对强于市场表现5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现5%以下。
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。