

买入

活跃用户规模扩大，商业化版图清晰

哔哩哔哩 (BILI.US)

2019-11-19 星期二

投资要点

目标价: **20.1 美元**
 现价: 16.38 美元
 预计升幅: 22%

➤ 三季度业绩符合预期，用户规模继续扩大：

2019 年 Q3 公司实现收入达到 18.59 亿元，同比增长 72.3%，净亏损达到 4.06 亿元，去年同期为亏损 2.46 亿元。分开业务来看，游戏业务实现收入 9.33 亿元，同比增长 25.4%；直播和增值服务业务收入为 4.53 亿元，同比增长 167.1%；广告业务收入为 2.47 亿元，同比增长 80.1%；电商及其他业务收入为 2.26 亿元，同比增长 703.3%，公司 Q3 各项业务收入均保持高速增长，平台商业化程度进一步提升。目前平台月活跃用户数量已经达到 1.28 亿，同比增长 38%，日均视频播放量同比增长 60%，月均付费用户数同比增长 124%，达到 795 万，创下新高。

重要数据

日期	2019-11-19
收盘价 (美元)	16.38
总股本 (百万股)	323
总市值 (百万美元)	5,298
净资产 (百万美元)	1,143
总资产 (百万美元)	2,241
52 周高低 (美元)	21.50/12.66
每股净资产 (美元)	3.30

数据来源: Wind

➤ 持续投入用户获取，短期无法盈利：

公司活跃用户规模扩大得益于持续推广投入，虽然当前公司活跃用户增长中，自然增长仍是重要渠道。但公司依然会采取更积极方式获取新用户，例如在应用商店、流量平台等渠道获取用户，预计这一举措明年会持续进行，因此公司销售费用将持续对利润产生压力，公司短期依然无法盈利。

➤ 游戏储备丰富，新产品陆续上线：

目前公司拥有 30 款储备游戏，其中 8 款已经拿到版号，从内部评价来看，比较有潜力的产品有《双生视界》(11 月中上线)、《大王不高兴》(预计 2020 年 1 月上线)，预计上线后会有不错表现，将成为公司明年游戏业务增长的动力，预计明年整体游戏业务收入依然保持 30% 以上增长速度。

➤ 重申买入评级，目标价 20.1 美元：

目前公司用户保持较高活跃度，用户红利还未见顶，另外 AI 算法提升、内容多元化、商业化模式成熟让 B 站付费率持续提升并创下新高。我们认为 B 站商业化程度仍然刚起步，庞大且活跃的年轻用户群体让公司游戏、直播、广告业务有无穷潜力。采用分部估值法，对应目标价 20.1 美元，相较于现价预计有 22% 的升幅，重申“买入”评级。

主要股东

腾讯	(15.47%)
Loyal Valley	(8.04%)
Hillhouse Capital	(5.33%)
阿里巴巴	(4.15%)
富国银行	(3.63%)

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

国元国际研究部

姓名: 李承儒
 SFC: BLN914
 电话: 0755-21519182
 Email: licr@gzyq.com.hk

截至12月31日财政年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
总营收 (百万元)	2,468.4	4,128.9	6,705.2	9,818.2	11,768.6
变动	371.7%	67.3%	62.4%	46.4%	19.9%
净利润 (百万元)	(183.8)	(565.0)	(1,227.1)	(1,025.5)	(156.6)
变动	-79.84%	-207.49%	-117.18%	16.43%	84.73%
EBIT (百万元)	(224.3)	(729.0)	(1,369.4)	(1,151.3)	(419.4)
经营利润率	-9.09%	-17.66%	-20.42%	-11.73%	-3.56%
每股盈利 (元)	N/A	-2.64	-3.79	-3.16	-0.48
基于股价的市销率 (倍)	15.1	9.0	5.5	3.8	3.2

数据来源: 公司资料、国元国际

报告正文

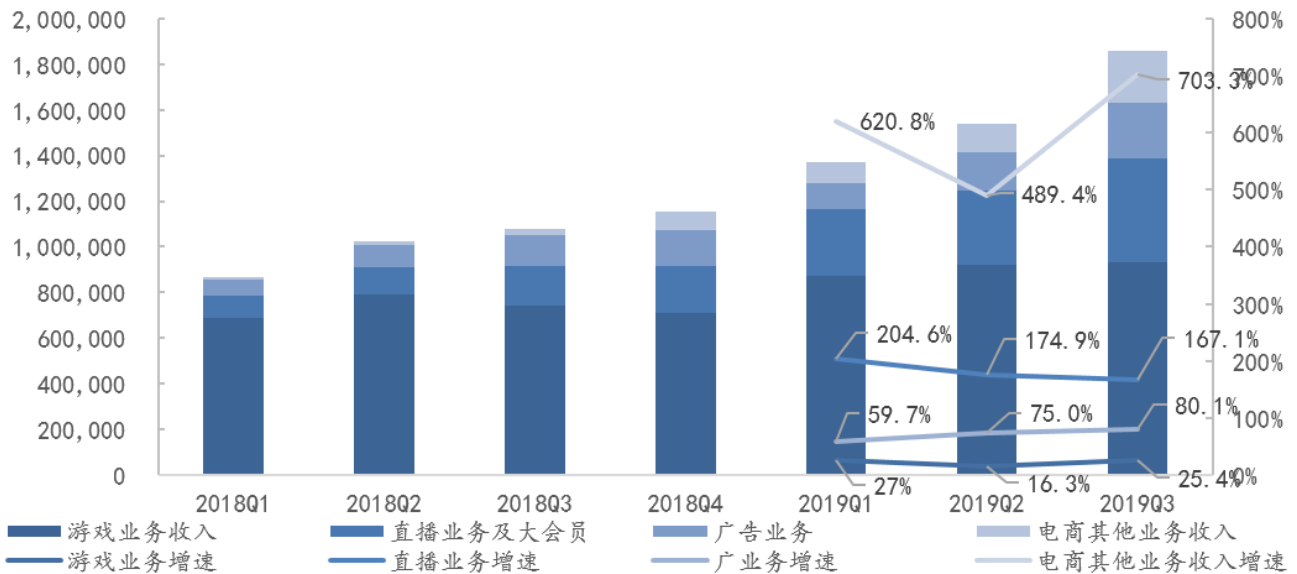
公司月活跃用户保持高速增长，商业化路径逐渐清晰：

2019年Q3公司实现收入达到18.59亿元，同比增长72.3%，由于公司在推广上提高了投入，导致Q3公司净亏损达到4.06亿元，去年同期为亏损2.46亿元。分开业务来看，游戏业务实现收入9.33亿元，同比增长25.4%；直播和增值服务业务收入为4.53亿元，同比增长167.1%；广告业务收入为2.47亿元，同比增长80.1%；电商及其他业务收入为2.26亿元，同比增长703.3%，公司Q3各项业务收入均保持高速增长，平台商业化程度进一步提升。

虽然公司亏损有所扩大，但是由此带来Q3公司活跃用户数量及活跃度继续保持强劲增长，目前平台月活用户数量已经达到1.28亿，其中移动端为1.14亿，分别同比增长38%和43%，日均视频播放量同比增长60%。与此同时，平台商业化路径逐渐清晰，一方面，由于用户对平台依赖度提升，通过广告、游戏、直播、大会员的方式有效刺激用户消费，月均付费用户数同比增长124%，达到795万，创下新高；另一方面，由于平台内容种类进一步多元化，内容质量不断提升，用户对平台内容表示认可，平均月活用户收入同比增长25%，达到14.5元。

图 1：公司各季度业务收入增长情况

单位：人民币千元



资料来源：公司资料，国元国际

游戏储备丰富，新游戏陆续上线：

公司游戏业务目前《FGO》在Q3收入占比中依然最高，当前季度游戏业务核心产品表现依然良好，《FGO》在Q3连续三次登榜IOS中国畅销榜第一名，四季度为淡季，收入会稍微下降，因此我们预计19年游戏业务收入将实现36%增长。公司管理层表示对

未来游戏业务收入增长保持乐观,因为目前中国仍然有大量年轻用户缺乏适合自己的游戏;同时版号放开后,中国游戏市场规模明年仍然会扩大。从公司内部调研来看,B站用户数量庞大,其中有一半用户会自己主动寻找新游戏进行尝试,因此未来公司只要持续增加优质游戏储备数量,将有可能成为中国最活跃的游戏平台。目前公司拥有30款储备游戏,其中8款已经拿到版号,从内部评价来看,比较有潜力的产品有《双生视界》(11月中上线)、《大王不高兴》(预计2020年1月上线),预计上线后会有不错表现,将成为公司明年游戏业务增长的动力。对于版号的获取,公司游戏业务高质量国产游戏储备在不断增长,过去在2017年公司储备游戏主要以海外游戏为主,现在公司游戏储备国产游戏占比已经超过海外游戏,国产游戏在获取版号方面更具优势,因此我们预计明年整体游戏业务收入依然保持30%以上增长速度。

优化算法提升广告业务空间:

Q3数据显示,B站的广告加载率整体保持不变,管理层预计未来也不会有太大变化,但是未来将在不影响用户体验的情况下,提高广告商业化及投放的效率。总体而言,B站要保持广告加载率不变情况下实现广告收入更高的增长,就必须保证整体活跃用户规模继续增长,公司定下2022年MAU将达到2.22亿目标,我们认为平台内容目前足够容纳该用户规模,只需要将推送算法进一步优化,并持续引入新的用户,广告业务增长将得到有力支撑。今年在广告行业寒冬的情况下,公司依然实现了超快速的增长。主要原因分别是:第一,公司优化了品牌团队,实现了UP主和品牌广告商之间联动;第二,平台生态和社区活跃度不断提升,助力提升广告品牌的投放效率,并且还打通交易通道来实现闭环。预计2020年广告业务维持80%以上高速增长。

持续投入推广,吸引新用户入驻:

当前公司活跃用户增长中,自然增长仍是重要渠道,占比新用户获取比重大头。但公司依然会采取更积极方式获取新用户,例如在应用商店、流量平台等渠道获取用户,这一举措明年会持续进行。同时通过不断改进AI识别系统将增强用户体验、留存率、付费率。从数据上看,19年用户付费率同比有较大提升,而Q3付费率更创新高。

公司未来发展展望:

未来公司继续吸引新用户,平台内容多元化及更多的商业化模式将提升用户商业价值:

- 月活跃用户数量进一步提升,Q4将达到1.3亿水平;
- 付费用户数持续提升,年底预计达到900万;
- 广告业务高增速持续保持;
- 由于推广投入,公司短期依然无法扭亏。

维持买入评级，目标价 20.1 美元：

目前公司用户保持较高活跃度，用户红利还未见顶，另外 AI 算法提升、内容多元化、商业化模式成熟让 B 站付费率继续提升并创下新高。我们认为 B 站商业化程度仍然刚起步，庞大且活跃的年轻用户群体让公司游戏、直播、广告业务有无穷潜力。由于目前公司内容已经完成升级，只差引入合适的用户群体，因此短期仍以获取新用户为首要目标，高强度推广投入让公司短期内无法实现盈利，因此采用分部估值法，直播及增值业务估值为 19.4 亿美元（19E 10 倍 PS 估值），游戏业务估值 28.4 亿美元（19E 20 倍 PE），广告业务 11.9 亿美元（19E 10 倍 PS），净现金 5.52 亿美元，合计 63.2 亿美元，对应目标价 20.1 美元，相较于现价预计有 22% 的升幅，重申“买入”评级。

表 1：视频娱乐上市公司估值对比（美元）

代码	公司	市值	EPS				PE				PB			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019A	2020A	2021A
IQ	US 爱奇艺	130.87	-2.42	-1.98	-1.13	-0.59	N/A	N/A	N/A	N/A	1.77	13.85	22.93	25.75
NFLX	US 奈飞公司	1326.02	2.78	3.92	6.28	9.26	99.87	77.25	48.21	32.66	22.31	18.64	13.47	9.47
NTES	US 网易公司	371.39	6.77	13.55	14.73	16.60	34.50	21.41	19.70	17.48	4.70	4.55	4.47	3.83
CMCM	US 猎豹移动公司	4.86	0.38	0.08	0.22	0.46	66.45	43.29	15.51	7.42	10.48	0.58	0.57	0.51
YY	US 欢聚时代	49.37	3.65	3.92	5.20	7.82	12.17	15.60	11.76	7.82	1.38	1.36	1.26	1.06
MOMO	US 陌陌科技	80.37	1.97	2.60	3.20	3.63	12.26	14.89	12.11	10.67	2.98	5.22	2.39	1.79
HUYA	US 虎牙	50.31	-2.14	0.44	0.76	1.13	N/A	51.98	30.25	20.33	3.84	4.49	4.39	3.72
TME	US 腾讯音乐	200.31	0.09	0.39	0.48	0.65	156.78	31.30	25.42	18.90	7.88	3.33	3.37	2.98
DOYU	US 斗鱼	24.83	N/A	0.08	0.39	0.69	N/A	92.00	19.39	11.11	N/A	2.15	2.21	1.83
平均							63.67	43.46	22.79	15.80	6.92	6.02	6.12	5.66

资料来源：公司资料，国元国际

财务报表摘要

损益表						财务分析					
<百万元>, 财务年度截至<十二月>											
	2017年 历史	2018年 历史	2019年 预测	2020年 预测	2021年 预测		2017年 历史	2018年 历史	2019年 预测	2020年 预测	2021年 预测
收入	2,468.4	4,128.9	6,705.2	9,818.2	11,768.6	盈利能力					
成本	(1,919.2)	(3,273.5)	(5,426.0)	(7,160.0)	(7,963.0)	毛利率 (%)	22.2%	20.7%	19.1%	27.1%	32.3%
毛利	549.2	855.4	1,279.2	2,658.2	3,805.5	EBIT率 (%)	-9.1%	-17.7%	-20.4%	-11.7%	-3.6%
销售费用	(232.5)	(585.8)	(1,173.4)	(1,698.5)	(1,765.3)	净利率 (%)	-7.4%	-16.0%	-18.3%	-10.4%	-1.3%
研发费用	(280.1)	(537.5)	(871.7)	(1,276.4)	(1,529.9)	ROE	N/A	-9.2%	-13.2%	-12.2%	-1.9%
管理费用	(260.9)	(461.2)	(603.5)	(834.5)	(929.7)	营运表现					
营运利润	(224.3)	(729.0)	(1,369.4)	(1,151.3)	(419.4)	费用/收入 (%)	31.3%	38.4%	39.5%	38.8%	35.9%
其他收入	49.4	93.5	209.3	223.9	235.1	实际税率 (%)	-5.1%	-4.1%	-5.8%	-10.6%	15.0%
税前利润	(174.9)	(635.5)	(1,160.0)	(927.4)	(184.3)	应收账款天数	62	28	28	28	28
所得税	(8.9)	(26.0)	(67.1)	(98.2)	27.6	应付账款天数	113	146	117	93	93
净利润	(183.8)	(661.5)	(1,227.1)	(1,025.5)	(156.6)	财务状况					
优先股价值变动	(387.8)	(64.6)	0.0	0.0	0.0	负债/权益	-0.72	0.46	0.49	0.67	0.77
少数股东损益	0.0	13.3	0.0	0.0	0.0	收入/总资产	0.71	0.39	0.38	0.55	0.63
增长						总资产/权益	-1.79	1.46	1.89	2.11	2.20
收入增长 (%)	371.7%	67.3%	62.4%	46.4%	19.9%	商誉/总资产	1.5%	9.0%	5.4%	5.3%	5.1%
MAU(亿)	0.74	0.87	1.31	1.98	2.28	现金/总资产	22.0%	33.7%	51.3%	41.6%	36.9%
资产负债表						现金流量表					
<百万元>, 财务年度截至<十二月>						<百万元>, 财务年度截至<十二月>					
	2017年 历史	2018年 历史	2019年 预测	2020年 预测	2021年 预测		2017年 历史	2018年 历史	2019年 预测	2020年 预测	2021年 预测
现金及等价物	762.9	3,540.0	9,001.3	7,374.6	6,876.3	利润	(183.8)	(565.0)	(1,227.1)	(1,025.5)	(156.6)
定期存款	2.0	749.4	749.4	749.4	749.4	物业及设备折旧	38.4	99.7	144.7	191.7	228.1
短期投资	488.4	945.3	945.3	945.3	945.3	无形资产摊销	266.0	542.7	1,251.4	1,376.6	1,514.2
应收账款	422.6	324.4	526.8	771.4	924.6	股权激励费用	80.0	181.2	162.8	238.4	285.8
预付及其他资产	477.3	990.9	1,609.1	2,356.1	2,824.2	坏账准备计提	2.7	10.9	17.7	25.9	31.1
流动资产	2,153.1	6,550.0	12,831.9	12,196.8	12,319.8	汇兑亏损	(0.1)	0.5	0.0	0.0	0.0
固定资产	186.4	394.9	573.2	759.3	903.2	投资公允价值变动	(12.5)	(144.2)	0.0	0.0	0.0
制作成本	20.8	204.2	338.5	446.7	496.8	运营资本变化	273.9	611.4	433.5	(355.0)	(174.9)
无形资产	426.3	1,419.4	1,888.7	2,404.9	2,972.8	经营活动现金流	464.6	737.3	783.1	452.1	1,727.6
商誉	51.0	941.5	941.5	941.5	941.5	购买物业及设备	(144.9)	(293.6)	(178.3)	(186.1)	(143.9)
长期投资	636.0	980.0	980.0	980.0	980.0	购买无形资产	(485.9)	(1,040.1)	(1,720.7)	(1,892.8)	(2,082.0)
总资产	3,473.5	10,490.0	17,553.9	17,729.2	18,614.0	投资活动	(85.4)	(1,862.7)	0.0	0.0	0.0
应付账款	596.5	1,307.6	1,733.9	1,830.4	2,035.7	投资活动现金流	(716.3)	(3,196.4)	(1,899.0)	(2,078.8)	(2,225.9)
应付职工薪酬	148.6	246.8	320.9	417.1	542.3	融资活动现金流	675.5	4,974.8	6,577.2	0.0	0.0
应交税费	25.0	38.5	212.5	351.6	379.3	汇兑变化	(48.1)	261.4	0.0	0.0	0.0
递延收入	572.8	985.1	1,599.8	2,342.6	2,807.9	现金变化	375.7	2,777.1	5,461.3	(1,626.7)	(498.3)
应付负债及其他	49.3	670.4	670.4	670.4	670.4	期初持有现金	387.2	762.9	3,540.0	9,001.3	7,374.6
应付关联方款项	5.7	50.3	50.3	50.3	50.3	期末持有现金	762.9	3,540.0	9,001.3	7,374.6	6,876.3
总负债	1,398.0	3,298.8	4,587.9	5,662.5	6,485.9						
夹层股权	4,015.0	0.0	0.0	0.0	0.0						
股东权益	(1,939.5)	7,191.2	9,288.8	8,389.5	8,450.9						
非控股权益	0.0	240.4	536.3	536.3	536.3						

投資評級定義和免責條款

投資評級：

買入	未來 12 個月內目標價距離現價漲幅不小於 20%
持有	未來 12 個月內目標價距離現價漲幅在正負 20% 之間
賣出	未來 12 個月內目標價距離現價漲幅不小於 -20%
未評級	對未來 12 個月內目標價不做判斷

免責聲明

一般聲明

本報告由國元國際控股有限公司（以下統稱“國元國際”）制作。本報告中的信息均來源於我們認為可靠的已公開資料，但國元國際及其關聯機構對這些信息的準確性及完整性不作任何保證。本報告中的信息、意見等均僅供投資者參考之用，不構成對買賣任何證券或其他金融工具的出價或征價或提供任何投資決策建議的服務。該等信息、意見並未考慮到獲取本報告人員的具體投資目的、財務狀況以及特定需求，在任何時候均不構成對任何人的個人推薦或投資操作性建議。投資者應當對本報告中的信息和意見進行獨立評估，自主審慎做出決策並自行承擔風險。投資者在依據本報告涉及的內容進行任何決策前，應同時考慮各自的投資目的、財務狀況和特定需求，並就相關決策諮詢專業顧問的意見對依據或者使用本報告所造成的一切後果，國元國際及/或其關聯人員均不承擔任何責任。

本報告署名分析師與本報告中提及公司無財務權益關係。本報告所載的意見、評估及預測僅為本報告出具日的觀點和判斷。該等意見、評估及預測無需通知即可隨時更改。在不同時期，國元國際可能會發出與本報告所載意見、評估及預測不一致的研究报告。

本報告署名分析師可能會不時與國元國際的客戶、銷售交易人員、其他業務人員或在本報告中針對可能對本報告所涉及的標的證券或其他金融工具的市场價格產生短期影響的催化劑或事件進行交易策略的討論。這種短期影響的分析可能與分析師已發布的關於相關證券或其他金融工具的目標價、評級、估值、預測等觀點相反或不一致，相關的投資策略不同於且也不影響分析師關於其所研究標的證券或其他金融工具的基本面評級或評分。

國元國際的銷售人員、交易人員以及其他專業人士可能會依據不同假設和標準、採用不同的分析方法而口頭或書面發表與本報告意見及建議不一致的市場評論和/或交易觀點。國元國際沒有將此意見及建議向報告所有接收者進行更新的義務。國元國際的資產管理部門、自營部門以及其他投資業務部門可能獨立做出與本報告中的意見不一致的投資決策。

除非另行說明，本報告中所引用的關於業績的數據代表過往表現。過往的業績表現亦不應作為日後回報的預示。我們不承諾也不保證，任何所預示的回報會得以實現。

分析中所做的預測可能是基於相應的假設。任何假設的變化可能會顯著地影響所預測的回報。

本報告提供給某接收人是基於該接收人被認為有能力獨立評估投資風險並就投資決策能行使獨立判斷。投資的獨立判斷是指，投資決策是投資者自身基於對潛在投資的目標、需求、機會、風險、市場因素及其他投資考慮而獨立做出的。

特別聲明

在法律許可的情況下，國元國際可能與本報告中提及公司正在建立或爭取建立業務關係或服務關係。因此，投資者應當考慮到國元國際及/或其相關人員可能存在影響本報告觀點客觀性的潛在利益衝突。

本報告的版權僅為國元國際所有，未經書面許可任何機構和個人不得以任何形式轉發、翻版。複製、刊登、發表或引用。

國元國際控股有限公司
香港中環干諾道中3號中國建設銀行大廈22樓
電話：(852) 3769 6888
傳真：(852) 3769 6999
服務熱線：400-888-1313
公司網址：<http://www.gyzq.com.hk>