

买入

非游戏业务增长迅猛 品牌价值持续发酵

哔哩哔哩 (BILI.US)

2020-11-26 星期四

### 投资要点

目标价: **76.7 美元**  
 现价: 62.0 美元  
 预计升幅: 23.7%

### 重要数据

日期	2020-11-26
收盘价 (美元)	47.27
总股本 (百万股)	328
总市值 (百万美元)	15,500
净资产 (百万美元)	1,016
总资产 (百万美元)	2,226
52 周高低 (美元)	54.00/13.23
每股净资产 (美元)	2.84

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

### 主要股东

腾讯	(13.25%)
陈睿	(14.97%)
阿里巴巴	(7.16%)
徐逸	(8.75%)

### 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

### 研究部

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

#### 公司 Q3 非游戏业务继续保持高速增长:

公司三季度实现营收 32.26 亿元, 同比增长 74%; 净亏损 11 亿元, 同比亏损幅度扩大, 但在市场预期之内。运营数据方面, 三季度平台 MAU 达到 1.97 亿人, 同比增长 54%, 其中 8 月单月活跃用户实现突破 2 亿人次, 创下历史新高并提前完成了公司在年初设定的用户增长目标; DAU 达到 5330 万人, 同比增长 42%; 付费用户人数达 1500 万人, 同比增长 89%。

#### 游戏业务储备丰富, 明年表现将亮眼:

游戏业务收入同比增长 37% 至 12.8 亿元, 我们预计明年公司游戏收入依然能够保持高速增长。依托公司突出的运营能力、日益丰富的游戏内容以及玩家基数的持续增长, B 站在中国作为二次元游戏核心分发渠道的地位得到进一步提升。未来包括《刀剑神域黑衣剑士: 王牌》等在内的 10 款独家代理游戏已经获得版号, 其中有大量强 IP 产品, 预计将在 2021 年上半年陆续上线。

#### 公司品牌已成年轻代名词, 平台广告价值不断体现:

由于公司 MAU 保持高速增长, 目前在 B 站上活跃着中国近一半的年轻人, 同时也是目前品牌效果广告客户最渴望到达的人群, 因此在广告市场增长乏力的情况下, 公司的广告收入依然实现了连续 5 个季度的高速增长, 同比值增长了 126%。我们认为凭借公司品牌增强, 内容破圈, 持续打造当下热门话题, 让公司成为当前广告市场必选的平台。

#### 继续看好公司业务发展, 维持买入评级:

目前公司用户保持较高活跃度, 品牌影响力不断提升。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。虽然短期高强度推广投入让公司短期内无法实现盈利, 但我们相信明年将是公司商业化起步第一年。因此采用分部估值法, 合计 265 亿美元, 对应目标价 76.68 美元, 相较于现价预计有 23.7% 的升幅, 重申“买入”评级。

截至12月31日财政年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2021E
总营收 (百万元)	4,129	6,778	11,823	16,115	20,746
变动	67.27%	64.16%	74.43%	36.31%	28.74%
净利润 (百万元)	(565)	(1,304)	(2,701)	(1,279)	223
变动	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
EBIT (百万元)	(729)	(1,495)	(2,697)	(1,105)	438
经营利润率	-17.66%	-22.06%	-22.81%	-6.86%	2.11%
每股盈利 (元)	(2.6)	(4.0)	(7.8)	(3.6)	0.6
基于股价的市销率 (倍)	8.3	5.1	2.9	2.1	1.7

资料来源: 公司年报、国元证券经纪(香港)预测

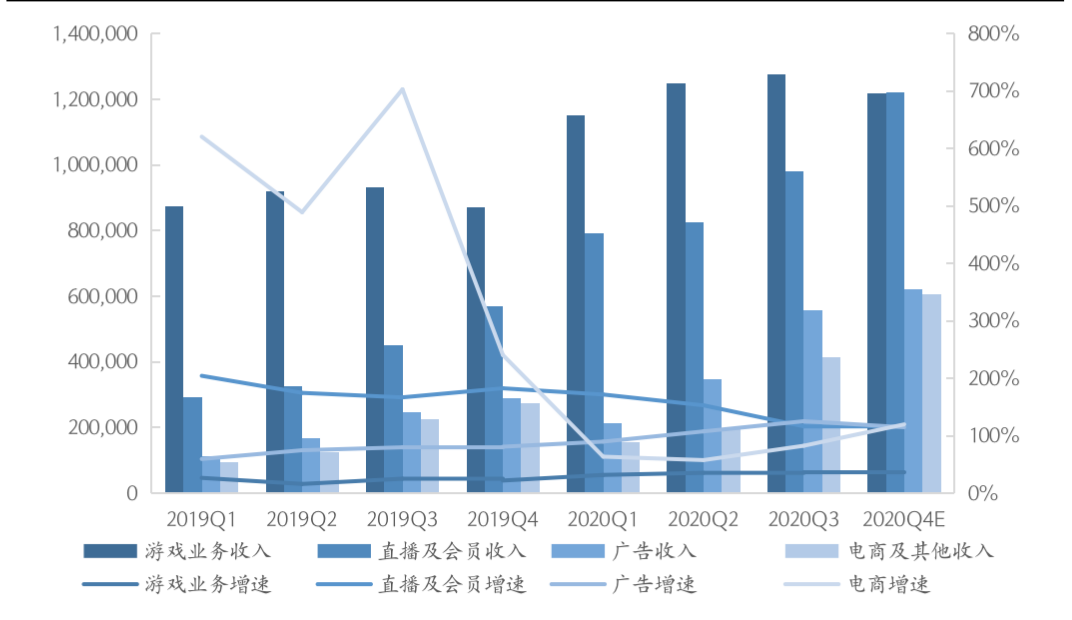
## 报告正文

### 公司 Q3 非游戏业务继续保持高速增长：

公司三季度实现营收 32.26 亿元，同比增长 74%；净亏损 11 亿元，同比亏损幅度扩大，但在市场预期之内。运营数据方面，三季度平台 MAU 达到 1.97 亿人，同比增长 54%，其中 8 月单月活跃用户实现突破 2 亿人次，创下历史新高并提前完成了公司在年初设定的用户增长目标；DAU 达到 5330 万人，同比增长 42%；付费用户人数达 1500 万人，同比增长 89%。

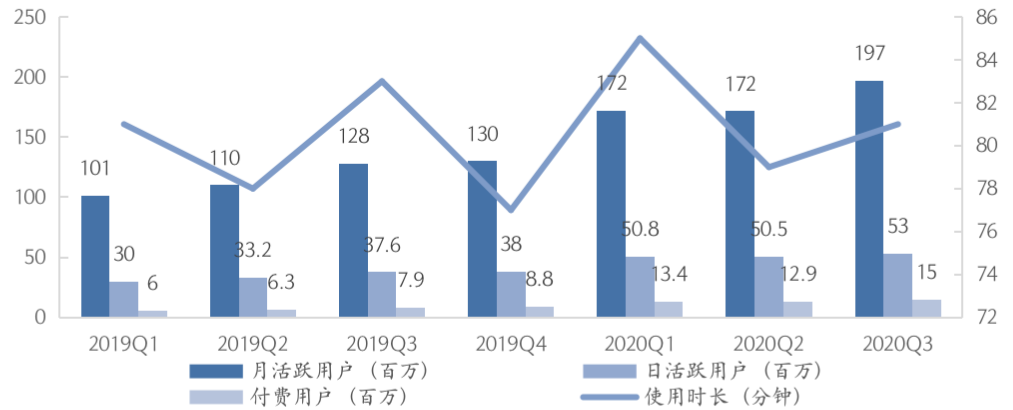
分业务来看，公司来自游戏业务的营收为 12.8 亿元，同比增长 37%，占收入比重从去年同期 50.2% 下降至 39.5%，其他业务高速增长让公司收入来源进一步多元化，游戏收入增长主要是由于三季度公司发布的新游戏（包括公主连结、原神等）持续创下优异成绩；其次来自于增值服务（直播和大会员）收入为 9.8 亿元，同比增长 116%，高增长依然是由于公司年初在商业化方面制定的战略持续落实，大会员、直播服务的付费用户数在公司的促销活动、优质内容数量增长及直播质量提升的带动下增长明显；此外，Q3 广告收入为 5.6 亿元，同比增长 126%，B 战的品牌及影响力在中国时长进一步提升，今年 B 战的话题制造能力及社区活跃度在广告市场上进一步得到认可，推动了广告主数量增加，目前游戏、电商、食品、3C、汽车是公司占比前五的广告主，切合公司平台年轻化的属性，未来汽车、教育板块有望发力；最后电商及其他收入为 4.1 亿元，同比增长 83%，主要是由于电商平台出售的产品的销售量增长带动。

图 1：公司三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：社区平台规模快速增长，提前完成年初目标



资料来源：公司年报、国元证券经纪(香港)整理

**游戏业务储备丰富，明年表现将亮眼：**

游戏业务收入同比增长37%至12.8亿元，我们预计明年公司游戏收入依然能够保持高速增长。首先在原有产品池内，《公主连结 Re:Dive》将继续延续此前的优异表现，产品生命周期可以与《FGO》媲美；另外公司与Aniplex完成游戏《FGO》简体中文版续约，并将在近期举办游戏四周年纪念活动，为公司的游戏基本盘打下坚实基础。另外依托公司突出的运营能力、日益丰富的游戏内容以及玩家基数的持续增长，B站在中国作为二次元游戏核心分发渠道的地位得到进一步提升。未来，包括《刀剑神域黑衣剑士：王牌》等在内的10款独家代理游戏已经获得版号，其中有大量强IP产品，预计将在2021年上半年陆续上线。

图 3：公司游戏储备丰富，其中包含大量人气产品

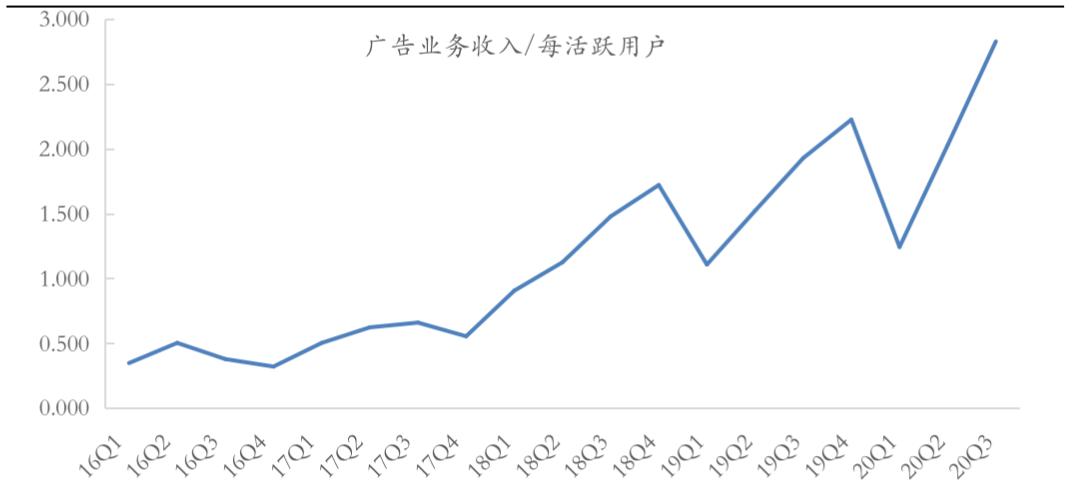


资料来源：公司季报、国元证券经纪(香港)整理

**公司品牌已成年轻代名词，平台广告价值不断体现：**

由于公司 MAU 一直保持高速增长，目前在 B 站上活跃着中国近一半的年轻人，同时也是目前品牌效果广告客户最渴望到达的人群，因此在广告市场增长乏力的情况下，公司的广告收入依然实现了连续 5 个季度的高速增长，同比值增长了 126%。我们认为凭借公司品牌增强，内容破圈，持续打造当下热门话题，让公司成为当前广告市场必选的平台。另外上半年公司加强了整个商业流量中台的建设，对商业产品形态的持续创新，实现广告业务对接模式进一步成熟。公司会持续创新广告商业化的场景，包括视频消费场景、商业播放场景、多屏场景。另外高速增长的广告业务反映了 B 站平台用户价值的提升。未来在 B 站的用户质量维持且数量快速增长的情况下，广告业务增长速度必将持续维持在高位水平。加上公司广告团队不断提升广告效能，包括在推送算法方面的提升，我们对公司广告未来的增长趋势保持乐观。

**图 4：公司用户广告价值不断提升**



资料来源：公司季报、国元证券经纪(香港)整理

**继续看好公司业务发展，维持买入评级：**

目前公司用户保持较高活跃度，品牌影响力不断提升。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。虽然短期高强度推广投入让公司短期内无法实现盈利，但我们相信明年将是公司商业化起步第一年。因此采用分部估值法，直播及增值业务估值为 93 亿美元 (21 年 12 倍 PS 估值)，游戏业务估值 97 亿美元 (21 年 36 倍 PE)，广告业务 52 亿美元 (21 年 15 倍 PS)，电商及其他业务 22 亿美元 (21 年 10 倍 PS)，合计 265 亿美元，对应目标价 76.68 美元，相较于现价预计有 23.7% 的升幅，重申“买入”评级。

**财务报表摘要**
**财务报表摘要**
**损益表**

&lt;百万元&gt;, 财务年度截至&lt;十二月&gt;

	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
	历史	历史	预测	预测	预测
收入	4,129	6,778	11,823	16,115	20,746
成本	(3,273)	(5,588)	(9,057)	(10,790)	(13,151)
<b>毛利</b>	855	1,190	2,765	5,324	7,595
销售费用	(586)	(1,199)	(3,015)	(3,384)	(3,527)
研发费用	(537)	(894)	(1,478)	(1,773)	(2,075)
管理费用	(461)	(592)	(969)	(1,273)	(1,556)
营运利润	(729)	(1,495)	(2,697)	(1,105)	438
其他收入	94	227	55	(12)	(8)
<b>税前利润</b>	(635)	(1,268)	(2,642)	(1,118)	430
所得税	(26)	(36)	(58)	(161)	(207)
<b>净利润</b>	(661)	(1,304)	(2,701)	(1,279)	223
优先股价值变动	(65)	0	0	0	0
少数股东损益	13	15	0	0	0
<b>增长</b>					
收入增长 (%)	67.3%	64.2%	74.4%	36.3%	28.7%
净利润 (%)	N/A	N/A	N/A	-52.6%	N/A

**资产负债表**

&lt;百万元&gt;, 财务年度截至&lt;十二月&gt;

	2018年	2019年	2020年	2021年	2017年
	历史	历史	预测	预测	历史
现金及等价物	3,540	4,963	5,399	4,116	4,382
定期存款	749	1,845	4,911	4,911	4,911
短期投资	945	1,261	3,261	3,261	3,261
应收账款	324	745	1,299	1,771	2,280
预付及其他资产	991	1,511	2,636	3,593	4,626
<b>流动资产</b>	6,550	10,324	17,505	17,651	19,459
固定资产	395	516	759	903	1,090
制作成本	204	444	719	857	1,044
无形资产	1,419	1,657	2,061	2,371	2,882
商誉	941	1,012	941	941	941
长期投资	980	1,251	1,549	1,549	1,549
<b>总资产</b>	10,490	15,204	23,535	24,271	26,964
应付账款	1,308	1,904	3,086	3,677	4,481
应付职工薪酬	247	356	463	602	782
应交税费	39	68	80	112	153
递延收入	985	1,369	2,149	2,929	3,771
应计负债及其他	670	670	1,218	1,218	1,218
应付关联方款项	50	0	0	0	0
<b>总负债</b>	3,299	4,367	6,995	8,537	10,406
<b>股东权益</b>	7,191	7,542	7,647	6,842	7,666
非控股权益	240	584	198	198	198

**财务分析**

	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
	历史	历史	预测	预测	预测
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	20.7%	17.6%	23.4%	33.0%	36.6%
EBIT率 (%)	-17.7%	-22.1%	-22.8%	-6.9%	2.1%
净利率 (%)	-16.0%	-19.2%	-22.8%	-7.9%	1.1%
ROE	-9.2%	-17.3%	-35.3%	-18.7%	2.9%
<b>营运表现</b>					
费用/收入 (%)	38.4%	39.6%	46.2%	39.9%	34.5%
实际税率 (%)	-4.1%	-2.8%	-2.2%	-14.4%	48.2%
应收账款天数	28	40	40	40	40
应付账款天数	146	124	124	124	124
<b>财务状况</b>					
负债/权益	0.46	0.58	0.91	1.25	1.36
收入/总资产	0.39	0.45	0.50	0.66	0.77
总资产/权益	1.46	2.02	3.08	3.55	3.52
商誉/总资产	9.0%	6.7%	4.0%	3.9%	3.5%
现金/总资产	33.7%	32.6%	22.9%	17.0%	16.3%

**现金流量表**

&lt;百万元&gt;, 财务年度截至&lt;十二月&gt;

	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
	历史	历史	预测	预测	预测
<b>利润</b>	(565)	(1,304)	(2,701)	(1,279)	223
折旧及摊销	642	1,097	1,377	1,394	1,363
股权激励费用	181	173	314	428	551
坏账准备计提	11	9	16	22	29
汇兑亏损	0	3	(52)	0	0
投资公允价值变动	(144)	18	(19)	0	0
运营资本变化	611	229	639	(1)	161
<b>经营活动现金流</b>	737	225	(426)	564	2,326
购买物业及设备	(294)	(296)	(243)	(144)	(186)
购买无形资产	(1,040)	(1,269)	(1,549)	(1,703)	(1,874)
投资活动	(1,863)	(2,393)	(5,750)	0	0
<b>投资活动现金流</b>	(3,196)	(3,958)	(7,542)	(1,847)	(2,060)
<b>融资活动现金流</b>	4,975	5,079	8,403	0	0
汇兑变化	261	108	0	0	0
现金变化	2,777	1,453	436	(1,283)	266
期初持有现金	763	3,540	4,963	5,399	4,116
期末持有现金	3,540	4,993	5,399	4,116	4,382

# 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门、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>