

买入

非游戏业务带动增长, 用户增长符合预期

哔哩哔哩 (BILI.US)

2021-05-28 星期五

投资要点

目标价: **133 美元**
 现价: 104 美元
 预计升幅: 28%

➤ 收入依然高增长, 非游戏业务成为公司主要增长驱动力:

2021 年第一季度收入实现 39.01 亿元, 同比增加 68%; MAU 达 2.233 亿, 其中移动端月活用户达 2.085 亿, 同比分别增加 30% 及 33%; DAU 达 6010 万, 同比增加 18%; 一季度 MPU 达到 2050 万, 较 2020 年同期增加 53%; 另外平台日均视频播放量达 16 亿次, 同比提升 47%。社区月均互动数达 66 亿次。用户日均使用时长则高达 82 分钟。

重要数据

日期	2021-05-27
收盘价 (美元)	104.0
总股本 (百万股)	328
总市值 (百万美元)	36,323
净资产 (百万美元)	1,195
总资产 (百万美元)	3,665
52 周高低 (美元)	157.66/19.25
每股净资产 (美元)	3.31

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

➤ 新游戏陆续上线且表现强劲:

B 站游戏业务一季度收入实现 12 亿元, 同比增长 2%。公司在二季度集中发布了多款热门 IP 产品, 包括《坎特伯雷公主与骑士唤醒冠军之剑的奇幻冒险》、《机动战姬: 聚变》、《刀剑神域黑衣剑士: 王牌》。

➤ 直播业务完美契合公司生态, 付费率进一步提升:

一季度来自直播及大会员业务的增值服务收入同比增长 89% 达 15 亿元, 付费比例提升至 9.4%。直播业务公司获得了全球重要电竞赛事的版权, 满足用户对高质量直播内容需求。另外目前 UP 主尝试直播的比例还不高, 随着越来越多 UP 开直播间, 以及丰富的内容吸引用户开通大会员服务, 增值服务收入增长也能维持在较高区间。

➤ 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。虽然今年依然是公司高投入期, 无法实现盈利, 但我们相信 2021 年能够看到公司运营效率提升所带来的毛利率提升和亏损收窄, 同时年底 MAU 将达到 3 亿。因此采用分部估值法, 给予 511 亿美元估值, 对应目标价 133 美元, 相较于现价预计有 28% 的升幅, 维持“买入”评级。

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、
 20210311

研究部

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

截至 12 月 31 日财政年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
总营收 (百万元)	6,778	11,999	19,730	27,805	37,035
变动	64.16%	77.03%	64.43%	40.92%	33.20%
净利润 (百万元)	(1,304)	(3,054)	(1,915)	(954)	(77)
EBIT (百万元)	(1,495)	(3,141)	(1,696)	(659)	306
经营利润率	-22.06%	-26.18%	-8.60%	-2.37%	0.83%
每股盈利 (元)	(4.0)	(8.7)	(5.4)	(2.7)	(0.2)
基于股价的市销率 (倍)	38.3	21.6	13.2	9.3	7.0

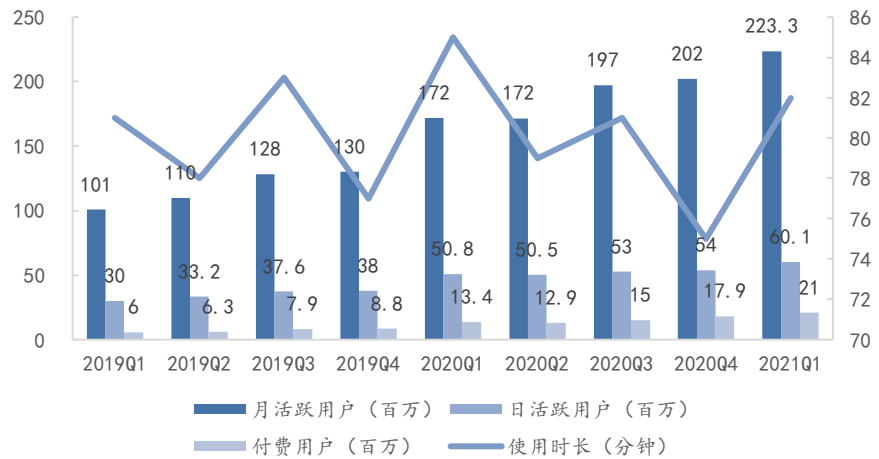
数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

报告正文

收入依然高增长，非游戏业务成为公司主要增长驱动力：

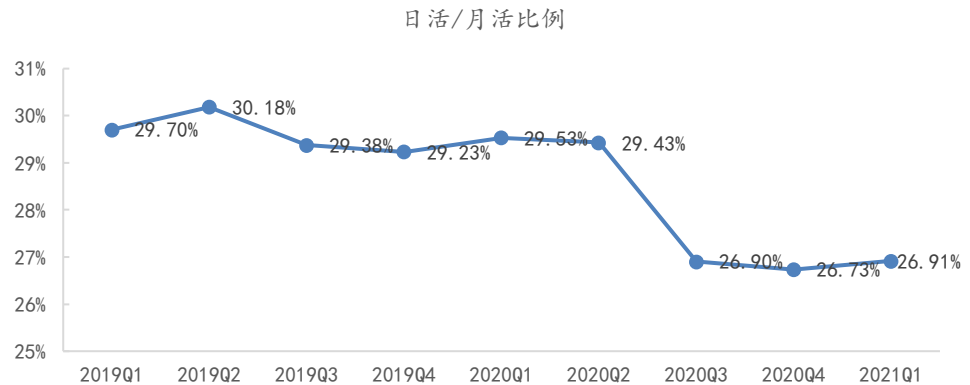
公司 2021 年第一季度收入实现 39.01 亿元，同比增加 68%；MAU 达 2.233 亿，其中移动端月活用户达 2.085 亿，同比分别增加 30%及 33%，创历史新高；DAU 达 6010 万，同比增加 18%，DAU 占 MAU 比重为 26.91%，较去年有小幅下降，主要是公司月活增长速度很高，用户黏度还在培养阶段，但我们认为整体社区的用户仍然保持活跃；一季度 MPU 达到 2050 万，较 2020 年同期增加 53%；另外平台日均视频播放量达 16 亿次，同比提升 47%。社区月均互动数达 66 亿次，同比增长 35%。用户日均使用时长则高达 82 分钟，因此一季度 B 站依然能够让社区用户保持高活跃、高互动特点。

图 1：B 站平台运营情况



资料来源：公司年报、国元证券经纪(香港)整理

图 2：平台整体用户活跃度情况



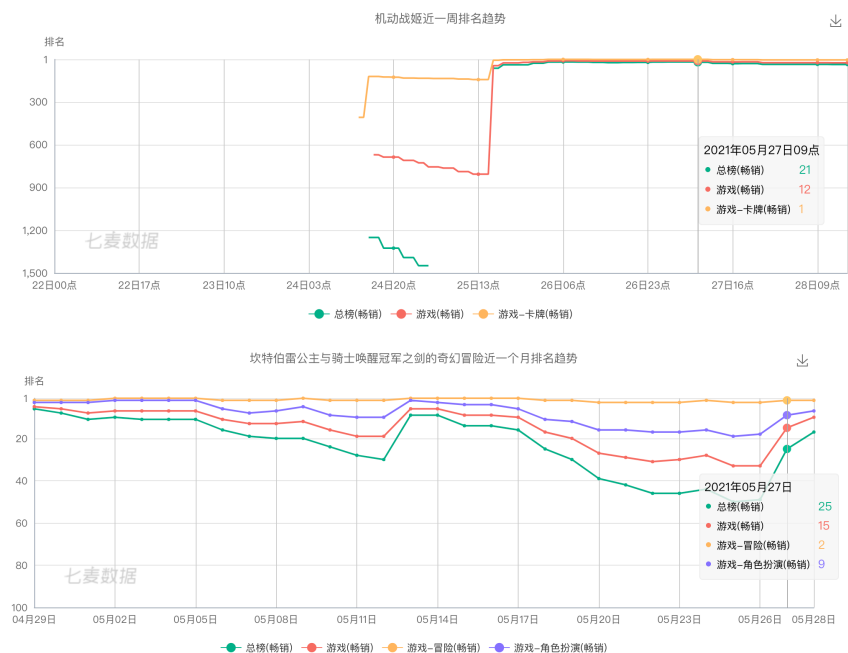
资料来源：公司年报、国元证券经纪(香港)整理

一季度，B 站举办第二届 bilibili “最美的夜” 新年晚会继续赢得广泛关注，二季度于五四青年节再度推出视频《我不想做这样的人》，引发行业热议，全网曝光量近 1 亿。平台不断通过丰富的内容和爆点时间持续吸引着广泛受众，并成为“Z+世代”首选的视频社区。另外内容储备方面，一季度月均活跃 UP 主数量达 220 万，同比增长 22%；月均视频投稿量达 770 万，同比增长 57%，均创下新高。而万粉以上的 UP 主数量，也同比增长了 54%，显示平台仍然有很强的内容创造力。

新游戏陆续上线且表现强劲：

B 站游戏业务一季度收入实现 12 亿元，同比增长 2%，增长放缓主要原因有两方面，首先是去年疫情期间宅娱乐盛行，因此去年同期基数较高。其次是公司在一季度并没有新产品上线。我们预计二季度公司的游戏收入环比持平，但是三季度增长将得到提振，这主要是公司在二季度集中发布了多款热门 IP 产品，产品收入确认会从二季度延迟到三季度。这里面新游戏包括，4 月底 B 站推出全新的独家代理游戏《坎特伯雷公主与骑士唤醒冠军之剑的奇幻冒险》，游戏上线即登上 iOS 游戏下载榜及畅销榜前十，备受玩家好评。5 月底二次元 ACG 卡牌游戏《机动战姬：聚变》正式全平台公测，目前已经登顶 IOS 畅销榜卡牌类第一名，总榜 25 名。另外重磅 IP 产品《刀剑神域黑衣剑士：王牌》也即将在 6 月 5 日正式上线，目前已经有约 260 万人预约。

图 3：公司新游戏畅销榜表现

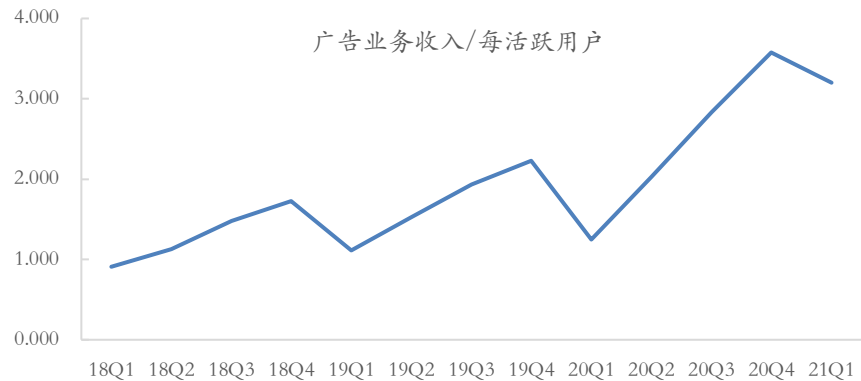


资料来源：七麦数据、国元证券经纪(香港)整理

广告业务远未到天花板，火花系统让平台商业化路径更明确：

公司一季度广告业务收入 7.1 亿元，同比增长 233.6%，公司在广告策略上依然坚持内容导向的广告战略，持续打造商业中台能力，以丰富多元的广告连接到各高质量品牌，实现用户群体的丰富与拓延，从而提升了广告变现能力，目前我们预计公司 AD load 依然保持在 5% 左右，还有极大成长空间。另外去年公司推出 UP 广告平台火花系统后，进一步提升了与 UP 主在广告模型中的协同效应，一方面广告主能更方便地根据不同垂类 UP 主的粉丝标签进行广告投放，另一方面 UP 主也有更强的动力去创造更好的内容去吸引用户。根据数据显示，目前平台百万粉丝以上的 UP 主入驻率已经超 90%，十万粉丝以上 UP 主入驻率超 50%，UP 主月度接单量两单广告以上。因此相信公司今年广告收入将依然保持很高增速。

图 4：公司广告价值体现



资料来源：公司年报、国元证券经纪(香港)整理

直播业务完美契合公司生态，付费率进一步提升：

一季度来自直播及大会员业务的增值服务收入同比增长 89% 达 15 亿元，付费比例提升至 9.4%。直播业务方面，B 站持续加强游戏、娱乐品类内容，并通过吸纳全球重要电竞赛事的版权，在电竞直播领域占据了日益重要的位置。除《英雄联盟》全球总决赛以外，B 站也获得了该游戏的年度电竞常规赛事直播权。此外，虚拟主播与娱乐类直播也在快速发展，不断满足用户多元的直播内容需求。目前我们初步预计 B 站的 UP 主尝试直播的比例还不高，而现在平台在鼓励 UP 主去利用直播的形式提高商业化水平，相信随着越来越多 UP 开直播间，以及丰富的内容吸引用户开通大会员服务，增值服务收入增长也能维持在较高区间。

公司收入规模依然高增长，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 站商业化水平提升。虽然今年依然是公司高投入期，无法

实现盈利,但我们相信 2021 年能够看到公司运营效率提升所带来的毛利率提升和亏损收窄,同时年底 MAU 将达到 3 亿。因此采用分部估值法,直播及增值业务估值为 230 亿美元(21 年 20 倍 PS 估值),游戏业务估值 122 亿美元(21 年 40 倍 PE),广告业务 118 亿美元(21 年 20 倍 PS),电商及其他业务 28 亿美元(21 年 10 倍 PS),合计 511 亿美元,对应目标价 133 美元,相较于现价预计有 28% 的升幅,维持“买入”评级。

财务报表预期

财务报表摘要						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>						<百万元>, 财务年度截至<十二月>					
	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年		2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
	历史	历史	预测	预测	预测		历史	历史	预测	预测	预测
收入	6,778	11,999	19,730	27,805	37,035	盈利能力					
成本	(5,588)	(9,159)	(13,337)	(17,759)	(23,026)	毛利率(%)	17.6%	23.7%	32.4%	36.1%	37.8%
毛利	1,190	2,840	6,393	10,045	14,008	EBIT率(%)	-22.1%	-26.2%	-8.6%	-2.4%	0.8%
销售费用	(1,199)	(3,492)	(4,143)	(5,839)	(7,777)	净利率(%)	-19.2%	-25.5%	-9.7%	-3.4%	-0.2%
研发费用	(894)	(1,513)	(2,387)	(2,780)	(3,333)	ROE	-17.1%	-39.2%	-30.1%	-15.7%	-1.1%
管理费用	(592)	(976)	(1,559)	(2,085)	(2,592)	营运表现					
营运利润	(1,495)	(3,141)	(1,696)	(659)	306	费用/收入(%)	39.6%	49.8%	41.0%	38.5%	37.0%
其他收入	227	140	(21)	(17)	(12)	实际税率(%)	-2.8%	-1.8%	-11.5%	-41.1%	126.2%
税前利润	(1,268)	(3,001)	(1,717)	(676)	293	应收账款天数	40	32	32	32	32
所得税	(36)	(53)	(197)	(278)	(370)	应付账款天数	124	123	123	123	123
净利润	(1,304)	(3,054)	(1,915)	(954)	(77)	财务状况					
经调整利润	(1,067)	(2,580)	(1,413)	(302)	771	负债/权益	0.56	0.95	1.63	2.24	2.54
增长						收入/总资产	0.44	0.50	0.78	0.98	1.13
收入增长(%)	64.2%	77.0%	64.4%	40.9%	33.2%	总资产/权益	2.03	3.07	3.99	4.67	4.81
净利润(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	商誉/总资产	6.5%	5.4%	5.1%	4.6%	3.9%
资产负债表						现金/总资产	32.0%	19.6%	13.2%	11.5%	13.6%
<百万元>, 财务年度截至<十二月>						<百万元>, 财务年度截至<十二月>					
	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年		2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
	历史	历史	预测	预测	预测		历史	历史	预测	预测	预测
现金及等价物	4,963	4,678	3,370	3,255	4,465	利润	(1,304)	(3,054)	(1,915)	(954)	(77)
定期存款	1,845	4,720	4,720	4,720	4,720	折旧及摊销	1,097	1,722	1,937	2,081	2,230
短期投资	1,261	3,357	3,357	3,357	3,357	股权激励费用	173	386	502	652	848
应收账款	745	1,054	1,733	2,442	3,252	坏账准备计提	9	99	0	0	0
预付及其他资产	1,511	1,931	3,174	4,473	5,959	汇兑亏损	3	(3)	0	0	0
流动资产	10,324	15,740	16,355	18,247	21,753	投资公允价值变动	18	(39)	0	0	0
固定资产	516	762	1,112	1,443	1,741	运营资本变化	198	1,643	1,065	1,188	1,474
制作成本	444	668	668	668	668	经营活动现金流	195	753	1,589	2,967	4,475
无形资产	1,657	2,357	2,966	3,636	4,374	购买物业及设备	(296)	(602)	(663)	(625)	(562)
商誉	1,012	1,296	1,296	1,296	1,296	购买无形资产	(1,269)	(1,637)	(2,234)	(2,458)	(2,703)
长期投资	1,564	3,043	3,043	3,043	3,043	投资活动	(2,393)	(6,668)	0	0	0
总资产	15,517	23,866	25,440	28,334	32,875	投资活动现金流	(3,958)	(8,907)	(2,897)	(3,083)	(3,265)
应付账款	1,904	3,074	4,477	5,961	7,729	融资活动现金流	5,079	8,335	0	0	0
应付职工薪酬	356	734	955	1,241	1,613	汇兑变化	108	(466)	0	0	0
应交税费	68	127	127	127	127	现金变化	1,423	(285)	(1,308)	(116)	1,210
递延收入	1,369	2,118	3,483	4,908	6,537	期初持有现金	3,540	4,963	4,678	3,370	3,255
应计负债	576	1,238	1,238	1,238	1,238	期末持有现金	4,963	4,678	3,370	3,255	4,465
其他	0	100	100	100	100						
流动负债	4,273	7,392	10,379	13,575	17,345						
长期负债	3,608	8,692	8,692	8,692	8,692						
权益	7,636	7,782	6,369	6,067	6,838						

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>