

买入

游戏业务增长低于预期, 用户规模持续扩大

哔哩哔哩 (BILI.US)

2021-10-21 星期四

投资要点

目标价:	99.4 美元
现价:	82.4 美元
预计升幅:	20.8%

重要数据

日期	2021-10-21
收盘价 (美元)	82.4
总股本 (百万股)	328
总市值 (百万美元)	31,675
净资产 (百万美元)	1,195
总资产 (百万美元)	3,665
52 周高低 (美元)	157.66/42.70
每股净资产 (美元)	3.31

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

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、20210528

研究部

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

➤ 非游戏业务成为公司主要增长驱动力:

公司二季度营收达 44.9 亿元, 同比增长 72%。毛利润 9.89 亿元, 同比增长 64%, 毛利率同比下降至 22.2%, 主要是由于 UP 主激励、主播分成比例提升导致收入分成成本大幅提升。三项费用较去年同期均有提升, 主要反映了公司在用户获取及品牌打造上不断投入。最终净亏损 11.218 亿元, 上季度净亏损 9.05 亿元, 去年同期净亏损 5.39 亿元。

➤ 游戏表现不及预期, 产品储备丰富自研为主:

公司今年共上线了四款独代游戏, 分别为《坎特伯雷公主与骑士冠军剑》、《机动战姬》、《刀剑神域》、《诺弗兰物语》。所有独代游戏中, 目前只有《坎公》上线后依然表现十分强势, 后面各月在氦金的节点均能够在 iOS 畅销榜冲进前二十, 其他的独代产品由于各自的一些原因在上线冲榜后均出现了大幅用户流失和流水下降, 特别是《刀剑神域》此前由于市场给予较高预期, 但实际表现强差人意。

➤ 广告业务延续强劲表现, 火花系统助力平台商业化提升:

二季度公司广告业务继续保持强劲表现, 收入同比增长 201% 至 10.5 亿元。目前广告业务前五大广告主行业分别为游戏、数码 3C、美妆护肤、电商及食品饮料。今年 7 月也是 B 站开放火花商业合作平台的一周年, 目前中腰部 UP 主接单率同比提升超 100%, 品牌在 B 站上复投率高达 75%。

➤ 用户规模有望超预期增长, 下调目标价维持买入评级:

目前公司用户保持较高活跃度, 品牌影响力不断提升, 公司在内容端不断投入, 包括 UP 主激励、打造高口碑综艺、营造话题事件等, 品牌知名度不断提升, 更多的年轻人, 甚至 85 后、75 后都在涌入社区, 今年 MAU 达到 2.6 亿的目标有望在三季度达成, 全年 MAU 将超过年初的指引。采用分部估值法公司合理估值 381 亿美元, 因此下调目标价至 99.4 美元, 相较于现价预计有 20% 的升幅, 维持“买入”评级。

截至 12 月 31 日财年	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
总营收 (百万元)	6,778	11,999	19,290	26,648	35,518
变动	64.16%	77.03%	60.76%	38.14%	33.29%
净利润 (百万元)	(1,304)	(2,637)	(3,362)	(2,779)	(747)
EBIT (百万元)	(1,495)	(2,724)	(3,148)	(2,495)	(380)
经营利润率	-22.06%	-22.70%	-16.32%	-9.36%	-1.07%
每股盈利 (元)	(4.0)	(7.5)	(9.5)	(7.9)	(2.1)
基于股价的市销率 (倍)	30.3	17.1	10.7	7.7	5.8

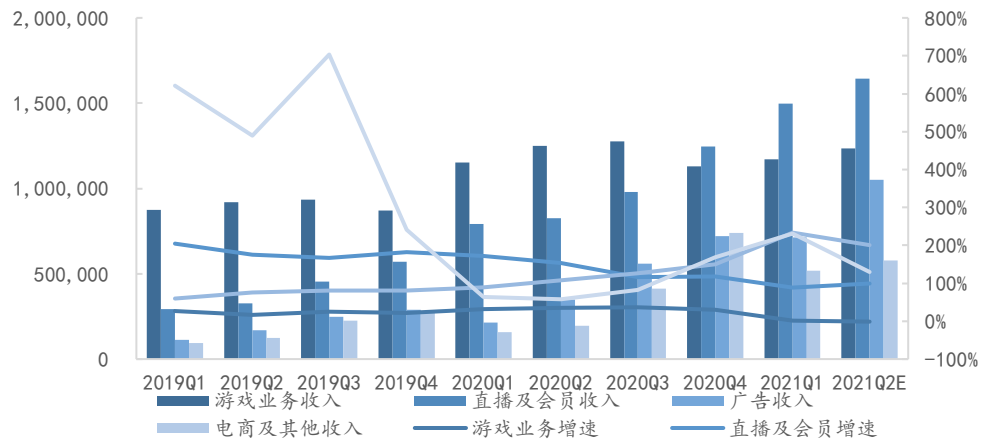
数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

报告正文

非游戏业务成为公司主要增长驱动力：

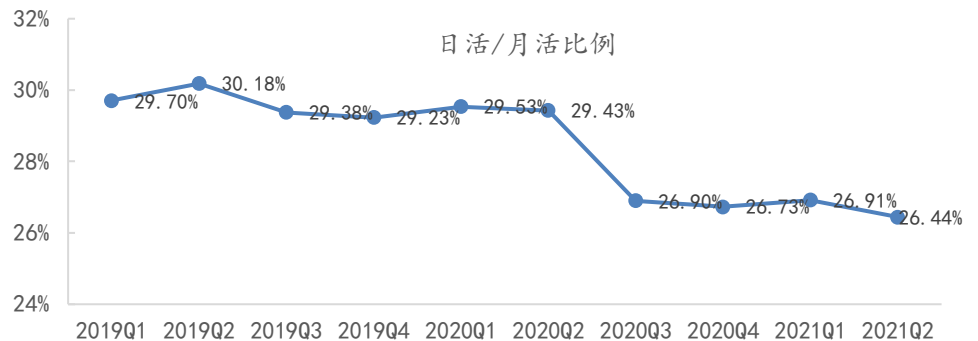
公司二季度营收达 44.9 亿元，同比增长 72%。毛利润 9.89 亿元，同比增长 64%，毛利率同比下降至 22.2%，主要是由于 UP 主激励、主播分成比例提升导致收入分成成本大幅提升。三项费用较去年同期均有提升，主要反映了公司在用户获取及品牌打造上不断投入。最终净亏损 11.218 亿元，上季度净亏损 9.05 亿元，去年同期净亏损 5.39 亿元。运营数据方面，二季度 MAU 达到 2.37 亿，手机移动端平均月活用户达到 2.22 亿，同比分别增长 38% 和 44%，预计 2021 年 MAU 将实现 2.6 亿的目标，并有可能超过该目标达到 2.8 亿。DAU 达到 6270 万，同比增长 24%。MPU 达到 2090 万，同比增长 62%；付费率从去年同期的 7.5% 提升至 8.8%。

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

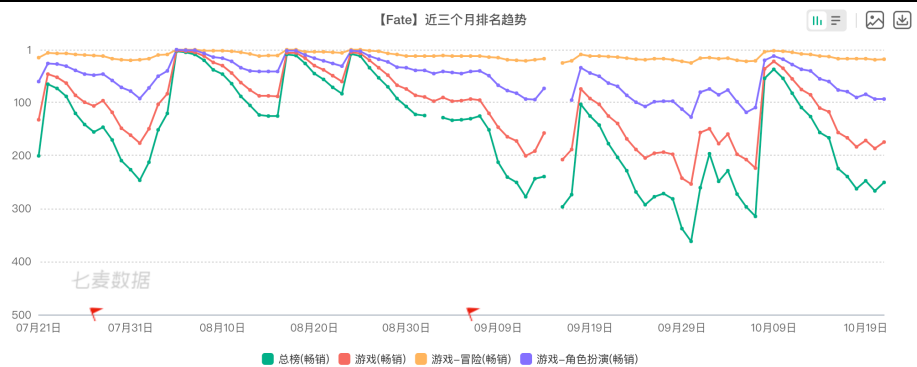
分业务来看，游戏业务收入为 12.33 亿元，同比下将 1.2%，主要是老游戏流水稳定，其中独代游戏《坎特伯雷特公主与骑士》表现符合预期，但是《机动战

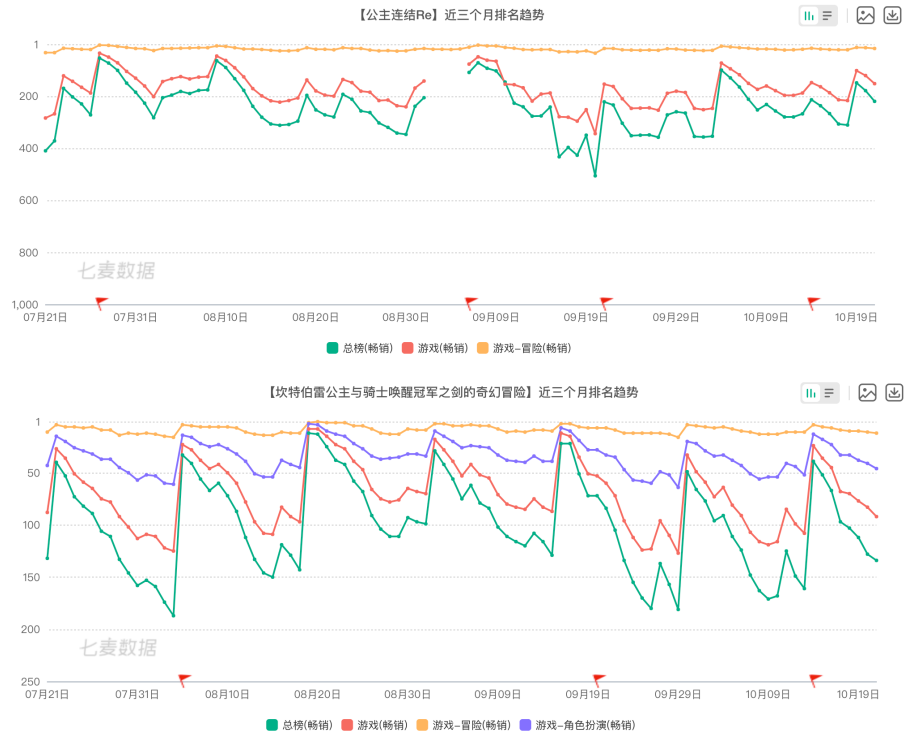
姬》、《刀剑神域》表现则不达预期，因此游戏收入二季度未达预期，同时由于公司下半年新游戏陆续上线后由于收入有延迟确认的因素，预计今年全年游戏业务收入增长只有低双位数水平。增值服务营收为 16.35 亿元，同比增长 98%，主要是大会员用户数量增加和直播业务快速增长。广告收入二季度为 10.49 亿元，同比增长 201%。这一增长主要得益于公司品牌在中国网络广告市场的进一步认可，以及火花平台上线后让广告效率的提高。电子商务及其他业务收入 5.78 亿元人，较 2020 年同期增长 195%，主要得益于通过公司电子商务平台销售产品的增长。

游戏表现不及预期，产品储备丰富自研为主：

公司今年共上线了四款独代游戏，分别为《坎特伯雷公主与骑士冠君剑》、《机动战姬》、《刀剑神域》、《诺弗兰物语》。所有独代游戏中，目前只有《坎公》上线后依然表现十分强势，后面各月在氪金的节点均能够在 iOS 畅销榜冲进前二十，已经成为公司新的流水主力，其他的独代产品由于各自的一些原因在上线冲榜后均出现了大幅用户流失和流水下降。公司游戏业务目前主要收入来源于四款游戏，分别是《FGO》、《碧蓝航线》、《公主连结》、《坎公》。根据公司 2021 年新游戏发布会上公布的在研产品有 16 款，除了 10 款独代新游戏的发布，自研游戏也首次集中亮相，类型品涵盖沙盒开放世界、多人解谜派对、真人互动影游、模拟经营、3D 空战、沉浸剧情、MOBA 等多种类型。同时预示着公司未来游戏收入结构将会有较大调整，预计未来来自公司自研游戏收入占比将超过 50%。另外今年公司还会上线的独代游戏有《拾光梦行》、《悠久之树》，这两款产品均是二次元产品，一款为剧情+卡牌+角色扮演类游戏，一款为回合制+卡牌类游戏，目前在 Taptap 上口碑一般，预计上线后对公司游戏业务流水贡献不大。

图 3：公司核心游戏畅销榜表现





资料来源：七麦数据、国元证券经纪(香港)整理

图 4：公司游戏发布会上展示的在研产品

名称	题材	玩法	平台	研发
代号：依露希尔	魔法幻想	即时策略卡牌	手游	自研
代号：艾塔	机甲	卡牌RPG	手游	ETE GAME
大江湖之苍龙与白鸟	传统像素武侠	RPG	PC、手游	薄暮工作室
代号：绝世好武功	武侠	开放沙盒RPG	PC	幻魔寺
代号C	女性向	—	手游	自研
宝石研物语：伊恩之石	异世界冒险	RPG	手游	宝石研制作组
代号：红月	暗黑奇幻	ARPG	手游	洛斯特
暖雪	暗黑、国风	动作Rougelite	PC	烂泥工作室
代号：夜莺	异世界	策略	手游	自研
隐藏真探	悬疑	真人互动影游	PC	大鱼快游
重构：阿塔提斯	未来都市	MOBA	手游	朱雀网络
小手电大派对	密室逃脱	解谜、对抗	手游	嘉谊互娱
碳酸危机	未来幻想	横版射击	PC	自研
代号：了不起的模拟器	修仙	模拟经营	手游	吉艾斯球工作室
斯露德	异世界	飞行射击	手游	自研
伊苏：梦境交织的长夜	伊苏IP	JRPG	手游	自研

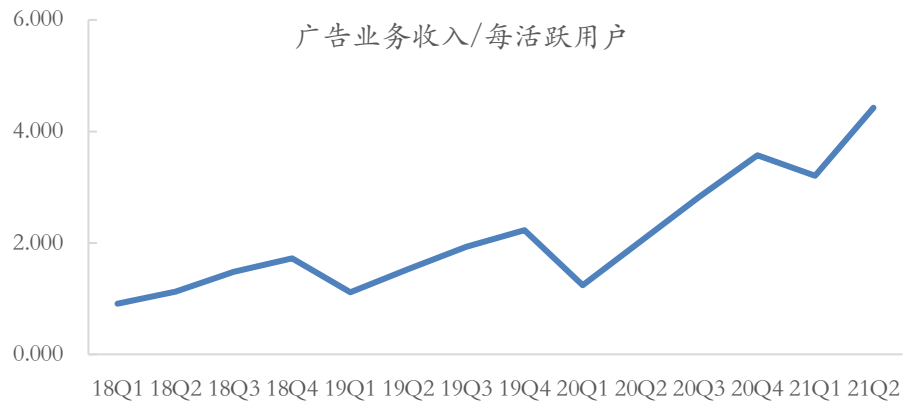
资料来源：公司官网、国元证券经纪(香港)整理

广告业务延续强劲表现，火花系统助力平台商业化提升：

二季度公司广告业务继续保持延强劲表现，收入同比增长 201%至 10.5 亿元。目前广告业务前五大广告主行业分别为游戏、数码 3C、美妆护肤、电商及食品饮料。今年 7 月也是 B 站开放火花商业合作平台的一周年，目前中腰部 UP 主

接单率同比提升超 100%，品牌在 B 站上复投率高达 75%。随着公司品牌知名度不断提高，公司也在持续提高算法效率、丰富广告产品，从而推动广告业务的持续增长。火花平台一方面帮助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，UP 主月度接单量两单广告以上。公司今年广告收入将保持延续年初强劲的增长势头。

图 5：公司广告价值不断提升



资料来源：公司年报、国元证券经纪(香港)整理

用户规模有望超预期增长，下调目标价维持买入评级：

目前公司用户保持较高活跃度，品牌影响力不断提升，公司在内容端不断投入，包括 UP 主激励、打造高口碑综艺、营造话题事件等，让公司的品牌知名度不断提升，更多的年轻人，甚至 85 后、75 后都在涌入这个社区，今年 MAU 达到 2.6 亿的目标有望在三季度达成，全年 MAU 将超过年初的指引。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。今年依然是公司高投入期，无法实现盈利，毛利率也由于公司大幅投入而会出现小幅下滑，亏损额将比去年同期更大。今年非游戏收入将成为公司主要增长驱动力，而公司游戏储备充足，未来游戏收入增长有望修复，同时我们下调了公司今年游戏收入增长预期 (YoY14%)。采用分部估值法，直播及增值业务估值为 171 亿美元 (21 年 15 倍 PS 估值)，游戏业务估值 50 亿美元 (21 年 20 倍 PE)，广告业务 106 亿美元 (21 年 17 倍 PS)，电商及其他业务 41 亿美元 (21 年 15 倍 PS)，合计 382 亿美元，因此下调目标价至 99.4 美元，相较于现价预计有 20% 的升幅，维持“买入”评级。

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>											
	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	19,290	26,648	35,518	盈利能力					
成本	(5,588)	(8,742)	(13,179)	(17,285)	(22,401)	毛利率(%)	17.6%	27.1%	31.7%	35.1%	36.9%
毛利	1,190	3,257	6,111	9,363	13,117	EBIT率(%)	-22.1%	-22.7%	-16.3%	-9.4%	-1.1%
销售费用	(1,199)	(3,492)	(5,401)	(7,195)	(7,814)	净利率(%)	-19.2%	-22.0%	-17.4%	-10.4%	-2.1%
研发费用	(894)	(1,513)	(2,334)	(2,665)	(3,197)	ROE	-17.1%	-33.9%	-63.0%	-86.5%	-22.5%
管理费用	(592)	(976)	(1,524)	(1,999)	(2,486)	营运表现					
营运利润	(1,495)	(2,724)	(3,148)	(2,495)	(380)	费用/收入(%)	39.6%	49.8%	48.0%	44.5%	38.0%
其他收入	227	140	(21)	(17)	(12)	实际税率(%)	-2.8%	-2.1%	-6.1%	-10.6%	-90.6%
税前利润	(1,268)	(2,584)	(3,169)	(2,512)	(392)	应收账款天数	40	32	32	32	32
所得税	(36)	(53)	(193)	(266)	(355)	应付账款天数	124	128	128	128	128
净利润	(1,304)	(2,637)	(3,362)	(2,779)	(747)	财务状况					
经调整利润	(1,067)	(2,163)	(2,860)	(2,126)	101	负债/权益	0.56	0.95	1.96	4.20	5.20
增长						收入/总资产	0.44	0.50	0.79	1.05	1.22
收入增长(%)	64.2%	77.0%	60.8%	38.1%	33.3%	总资产/权益	2.03	3.07	4.59	7.90	8.82
净利润(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	商誉/总资产	6.5%	5.4%	5.3%	5.1%	4.4%
资产负债表						现金/总资产	43.9%	39.4%	29.6%	21.0%	20.2%
<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	2,530	601	1,198	利润	(1,304)	(2,637)	(3,362)	(2,779)	(747)
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	1,694	2,340	3,119	坏账准备计提	9	99	0	0	0
预付及其他资产	1,511	1,931	3,104	4,287	5,715	汇兑亏损	3	(3)	0	0	0
流动资产	10,324	15,740	15,404	15,306	18,109	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	1,254	1,199	1,531
制作成本	444	668	668	668	668	经营活动现金流	195	1,170	331	1,154	3,862
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	24,490	25,393	29,231	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	4,635	6,079	7,878	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	132	(2,565)	(1,929)	597
递延收入	1,369	2,118	3,405	4,704	6,270	期初持有现金	3,540	4,963	5,095	2,530	601
应计负债	576	1,238	1,238	1,238	1,238	期末持有现金	4,963	5,095	2,530	601	1,198
其他	0	100	100	100	100						
流动负债	4,273	7,392	10,459	13,488	17,226						
长期负债	3,608	8,692	8,692	8,692	8,692						
权益	7,636	7,782	5,339	3,213	3,313						

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>