

买入

收入增长二季度探底，降本增效将逐季体现

哔哩哔哩 (BILI.US)

2022-06-16 星期四

投资要点

 目标价: **32.9 美元**

现价: 26.95 美元

预计升幅: 22%

重要数据

日期	2022-06-15
收盘价 (美元)	26.95
总股本 (百万股)	391
总市值 (百万美元)	8,170
净资产 (百万美元)	3,404
总资产 (百万美元)	8,164
52 周高低 (美元)	129.24/14.93
每股净资产 (美元)	8.72

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

研究部

姓名: 李承儒

SFC: BLN914

电话: 0755-21519182

Email: licr@gyzq.com.hk

➤ 公司 Q1 业绩整体符合市场预期:

公司一季度实现营收 50.54 亿元, 同比增长 29.6%; 净亏损 22.84 亿元, 调整后净亏损 16.54 亿元, 调整后净亏损率为-32.7%。运营数据方面, 一季度平台 MAU 达到 2.93 亿人, 同比增长 31.5%; DAU 达到 7940 万人, 同比增长 32.1%; 付费用户人数达 2720 万人, 同比增长 29.5%, 平台整体付费率 9.3%, 维持在正常水平。我们预计公司 MAU 将在下一季度突破 3 亿水平。

➤ 新游储备充足, 研发实力初现:

游戏业务方面, 由于一季度版号依然没有放开, 导致公司依然靠存量游戏实现收入。目前公司游戏储备中共有 21 款游戏, 其中 12 款将是面向全球发行的。另外 9 款中, 只面向中国地区市场的产品已有 3 款获得版号。我们认为全球化发行将是中国游戏行业必然趋势, 而二次元类在全球范围中都有爱好者和共鸣, 因此我们看好公司全球化发行策略。

➤ 直播业务短期受到政策冲击, 平台付费率稳定提升:

四月份四部委联合发布对直播行业的意见, 我们认为该意见将对当下直播行业产生巨大冲击, 而对于 B 站而言, 虽然直播是 B 站生态的一部分, 是公司视频生态的一个自然的延伸, 但是该意见的落实会对业务商业化模式产生巨大冲击, 降低直播业务商业化潜力, 因此预计公司直播业务从二季度开始明显放缓, 未来 VAS 业务增长更多的则是靠大会员付费驱动。

➤ 看好公司平台商业化提升机用户增长, 维持买入评级:

目前平台依然保持较高生态活跃度, 而游戏版号重新开始发放将利好公司游戏业务, StoryMode 引入创造更多 adload, 广告将于下半年开始恢复。相信 2022 年至 2023 年将是公司降本增效阶段, 可以看到盈利能力明显提升。目前我们采用分部估值法, 认为合理估值为 128.6 亿美元, 对应目标价 32.9 美元, 相较于现价预计有 22.0% 的升幅, 维持“买入”评级。

截至12月31日财政年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2022Q2E
总营收 (百万元)	11,999	19,393	23,722	31,010	39,721	4,798
变动	77.03%	61.62%	22.32%	30.72%	28.09%	6.53%
净利润 (百万元)	-2,637	-6,800	-7,104	-7,017	-5,956	-1,688
经营利润率	-22.70%	-33.11%	-28.60%	-21.38%	-13.81%	-34.00%
每股盈利 (元)	(7.5)	(17.8)	(18.2)	(18.0)	(15.2)	(4.3)
基于股价的市销率 (倍)	5.7	3.5	2.9	2.2	1.7	

资料来源: 公司年报、国元证券经纪(香港)预测

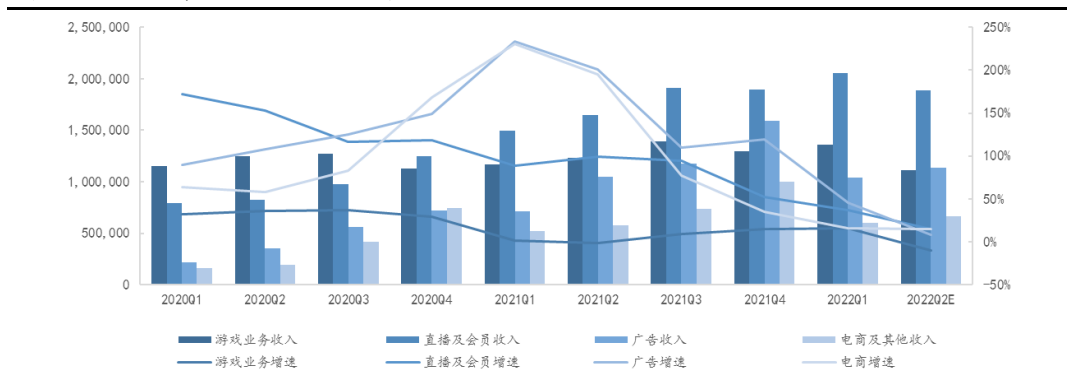
报告正文

公司 Q1 业绩整体符合市场预期：

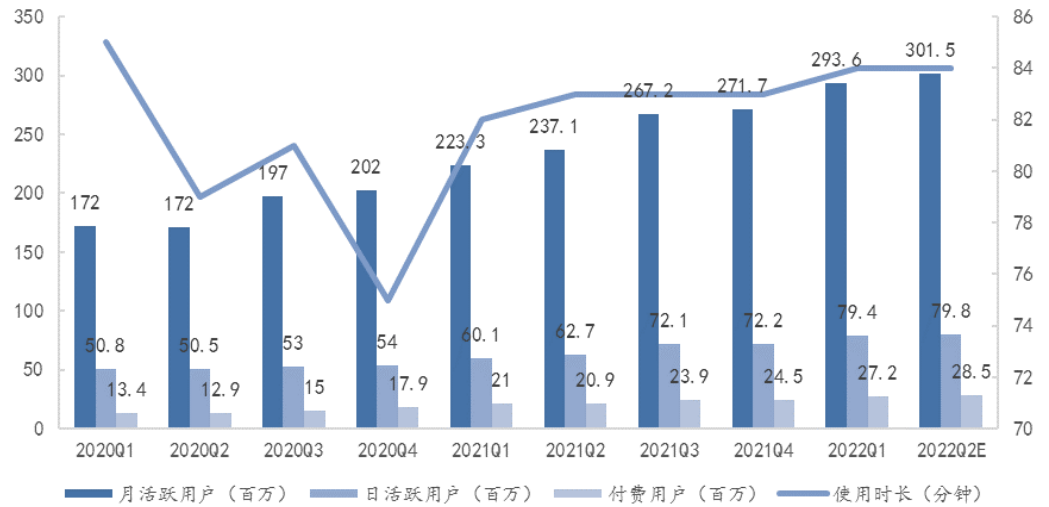
公司一季度实现营收 50.54 亿元，同比增长 29.6%；净亏损 22.84 亿元，调整后净亏损 16.54 亿元，调整后净亏损率为-32.7%。运营数据方面，一季度平台 MAU 达到 2.93 亿人，同比增长 31.5%；DAU 达到 7940 万人，同比增长 32.1%；付费用户人数达 2720 万人，同比增长 29.5%，平台整体付费率达到 9.3%，维持在正常水平。我们预计公司 MAU 将在下一季度将突破 3 亿水平。

分业务来看，公司来自游戏业务的营收为 13.57 亿元，同比增长 16.0%，占比 26.9%。
 a) 游戏业务的增长主要来源于一季度上线的移动游戏，一季度公司在国内发行了《拾光梦行》（目前宣布 8 月 8 日停运），二季度发行了《碳酸危机》PC 版，而储备方面现已有 3 款游戏通过审批，海外发行目前储备 3 款游戏，我们预计下半年随着版号发放将有更多游戏上市；
 b) 增值服务收入为 20.52 亿元，同比增长 37.1%，增速有所下滑，占收入比 40.6%。得益于平台内容生态驱动增长模型，一季度用户付费率保持稳定，我们预计全年月度平均付费率将维持在 9.5% 左右；
 c) 广告收入为 10.4 亿元，同比增长 45.6%，增速有明显放缓，占比 20.6%。广告收入表现在一季度不及预期，首先是由于一季度有春节假期，广告主投放意愿不强，同时由于部分地区疫情开始爆发及中国整体宏观经济环境恶化，进一步抑制广告主投放需求，我们预计这一状态将延续至第二季度，目前前五大广告主行业分别为游戏、美妆护肤、3C 数码、汽车和食品饮料。值得注意的是目前 StoryMode 进一步丰富平台内容，一季度 StoryMode 占总播放量比重已超 20%，相信未来 StoryMode 的推广有望进一步提升公司广告市场认可度和广告展示场景及库存进一步多元化。另外截至 Q1 已有 2.4 万 UP 主加入花火系统，入驻的品牌超过 6500 个；
 d) 电商收入为 6.0 亿元，同比增长 16.2%，主要由于 3 月以来疫情影响下上海地区仓储关闭及物流受阻让业务运营出现短期波动，预计随着疫情逐步缓解，电商板块将在下半年反弹。

图 1：公司一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：社区平台保持高活跃度


资料来源：公司年报、国元证券经纪(香港)整理

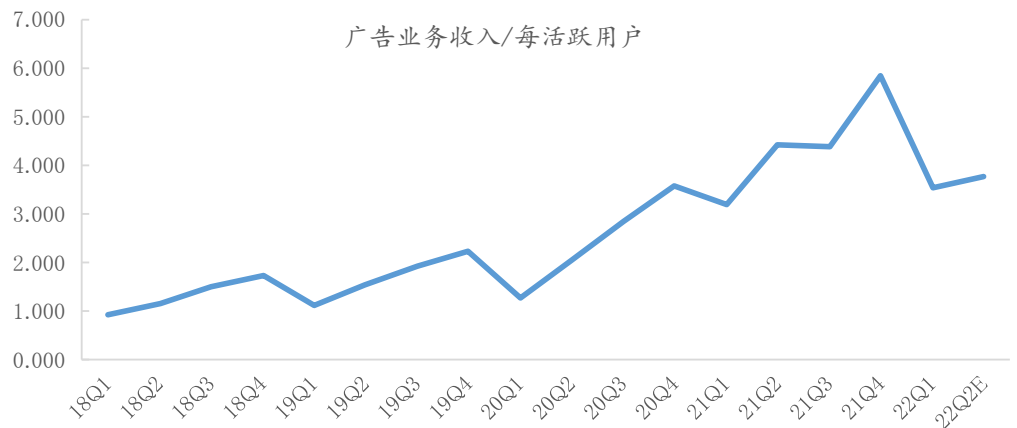
新游储备充足，研发实力初现：

游戏业务方面，由于一季度版号依然没有放开，导致公司依然靠存量游戏实现收入，《FGO》、《碧蓝航线》、《公主连结》等经典游戏依然是公司游戏收入主要贡献来源，而《终焉誓约》、《悠久之树》虽然于 2021 年 Q4 上线，但目前这两款产品变现均不达预期，基本上没有产生流水收入。但是随着 2022 年 4 月游戏版号开始发放一定程度上对整体游戏行业形成利好；如果未来版号发放呈现常态化，公司所储备的自研项目将上线并开始产生收入。回顾 2021 年 B 站举办游戏新品发布会，一共发布 16 款新游戏，未来将围绕“发行、自研、联运”构建多矩阵游戏业务结构，游戏业务收入增长进一步多元化。截止到目前，公司已上线了部分新产品，例如 2022 年 5 月 24 日公司自研横版设计类游戏《碳酸危机》于 PC 端的 Steam 上线，目前 Steam 好评率超过 80%，向市场展现了强大的游戏自研实力，有利于公司推广自身游戏品牌及建立口碑。另一款独代游戏产品《时空猎人 3》于 4 月 29 日正式开启预约，预计于 6 月 29 日正式上线，根据 TapTap 数据显示，该游戏预约数突破 30 万，该游戏是一款由银汉游戏研发，B 站独代的二次元格斗游戏。目前公司游戏储备中共有 21 款游戏，其中 12 款将是面向全球发行的。另外 9 款中，只面向中国地区市场的产品已有 3 款获得版号。我们认为全球化发行将是中国游戏行业必然趋势，而二次元类在全球范围中都有爱好者和共鸣，因此我们看好公司全球化发行策略。

广告业务二季度探底，下半年将回升：

一季度公司广告业务营收达到 10.4 亿元，同比增长 45.6%，占收入比 23.6%。增速贡献来源主要为活跃用户数量增加。收入增速放缓首先是由于一季度有春节假期，广告主投放意愿不强，同时由于部分地区疫情开始爆发及中国整体宏观经济环境恶化，进一步抑制广告主投放需求，我们预计这一状态将延续至第二季度，三季度则开始重新恢复增长，因此我们可以看到公司一季度单活跃用户广告价值环比有明显下滑，虽然 Story-Mode 的爆发一定程度上提升了公司广告加载率，但宏观环境的恶化依然起到主导影响。广告业务中新形态 Story-Mode 浏览数占总浏览量比例超过 20%，短视频播放数同比增长是 84%。Story-Mode 是公司一次成功的尝试，利用短视频的形式进一步利用用户碎片化时间，未来 Story-Mode 内容消费将保持上升的趋势。由于 Story-Mode 对于公司广告业务而言是一个纯粹的增量。用户在浏览 PUGV 的同时，同时也有很多机会浏览竖屏的短视频内容。随着 Story-Mode 持续融入社区，有望进一步丰富公司广告投放场景，增加广告库存和 ECPM。

图 3：公司用户广告价值情况



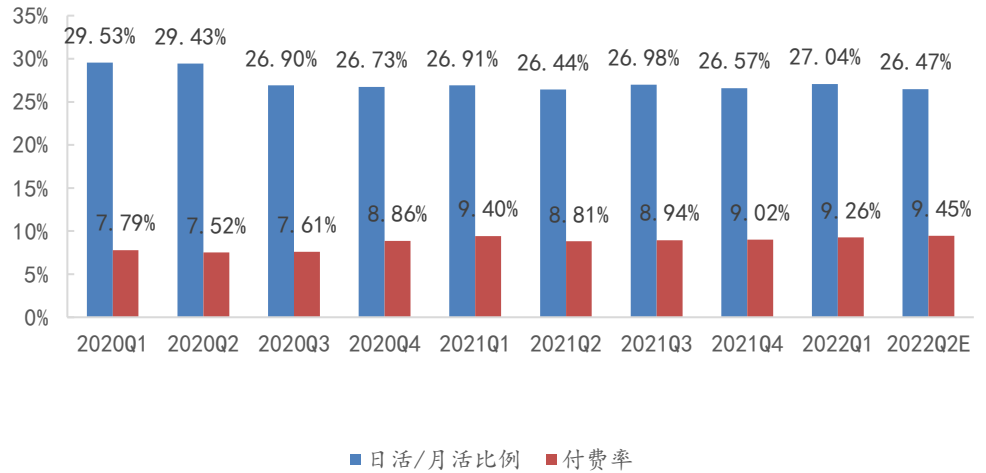
资料来源：公司季报、国元证券经纪(香港)整理

直播业务短期受到政策冲击，平台付费率稳定提升：

四月份四部委联合发布《关于规范网络直播打赏加强未成年人保护的意見》，其中规定，网络平台应在本意见发布 1 个月内全部取消打赏榜单，并对以打赏额度为唯一依据对网络主播排名、引流、推荐进行整改，禁止以打赏额度为标准对用户进行排名。我们认为该意见将对当下直播行业将产生巨大冲击，而对于 B 站而言，虽然直播是 B 站生态的一部分，是公司视频生态的一个自然的延伸，但是该意见的落实会对业务商业化模式产生巨大冲击，降低了直播业务商业化潜力，因此我们预计

公司直播业务增长将从二季度开始明显放缓，未来 VAS 业务增长更多的则是靠大会员付费驱动。

图 4：平台日活/月活比例及付费率



资料来源：公司季报、国元证券经纪(香港)整理

静待业务增长拐点来临，维持买入评级：

目前公司用户保持较高活跃度，用户增长符合预期。目前游戏版号重新开始发放将利好公司游戏业务，StoryMode 引入创造更多 adload，广告将于下半年开始恢复。相信 2022 年至 2023 年将是公司降本增效阶段，可以看到盈利能力明显提升。目前我们采用分部估值法，直播及增值业务估值为 57.1 亿美元（22 年 4 倍 PS 估值），游戏业务估值 12.5 亿美元（22 年 5 倍 PE），广告业务 43.3 亿美元（22 年 5 倍 PS），电商及其他业务 15.7 亿美元（22 年 3 倍 PS），合计 128.6 亿美元，对应目标价 32.9 美元，相较于现价预计有 22.0% 的升幅，维持“买入”评级。

财务报表摘要
财务报表摘要
损益表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2020年 历史	2021年 历史	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测
收入	11,999	19,393	23,722	31,010	39,721
成本	-8,742	-15,341	-19,595	-24,925	-30,509
毛利	3,257	4,052	4,127	6,085	9,212
销售费用	-3,492	-5,795	-5,930	-7,132	-8,341
研发费用	-1,513	-2,840	-3,084	-3,411	-3,972
管理费用	-976	-1,838	-1,898	-2,171	-2,383
营运利润	-2,724	-6,420	-6,785	-6,629	-5,485
其他收入	140	-284	-82	-78	-74
税前利润	-2,584	-6,704	-6,867	-6,707	-5,559
所得税	-53	-95	-237	-310	-397
净利润	-2,637	-6,800	-7,104	-7,017	-5,956
经调整利润	-2,163	-5,669	-5,892	-5,695	-4,513
增长					
收入增长 (%)	77.0%	61.6%	22.3%	30.7%	28.1%
净利润 (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

资产负债表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2020年 历史	2021年 历史	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测
现金及等价物	4,678	5,213	3,298	1,133	1,147
定期存款	4,720	7,632	7,632	3,816	3,816
短期投资	3,357	15,061	15,061	15,061	10,061
应收账款	1,054	1,382	1,691	2,210	2,831
预付及其他资产	1,931	4,848	5,931	7,753	9,931
流动资产	15,740	34,137	33,613	29,973	27,786
固定资产	762	1,350	1,750	2,108	2,540
制作成本	668	1,084	1,084	1,084	1,084
无形资产	2,357	3,429	4,050	4,423	4,832
商誉	1,296	2,338	2,338	2,338	2,338
长期投资	3,043	6,998	2,596	2,596	2,596
总资产	23,866	49,337	45,431	42,522	41,177
应付账款	3,074	4,361	5,570	7,085	8,673
应付职工薪酬	734	995	1,294	1,682	2,187
应交税费	127	204	204	204	204
递延收入	2,118	2,645	3,236	4,230	5,418
应计负债	1,238	2,633	2,633	2,633	2,633
其他	100	1,232	1,232	1,232	1,232
流动负债	7,392	12,071	14,170	17,067	20,348
长期负债	8,692	18,266	18,266	18,266	18,266
权益	7,782	19,000	12,996	7,189	2,563

财务分析

	2020年 历史	2021年 历史	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	27.1%	20.9%	17.4%	19.6%	23.2%
EBIT率 (%)	-22.7%	-33.1%	-28.6%	-21.4%	-13.8%
净利率 (%)	-22.0%	-35.1%	-29.9%	-22.6%	-15.0%
ROE	-33.9%	-35.8%	-54.7%	-97.6%	-232.4%
营运表现					
费用/收入 (%)	49.8%	54.0%	46.0%	41.0%	37.0%
实际税率 (%)	-2.1%	-1.4%	-3.5%	-4.6%	-7.1%
应收账款天数	32	26	26	26	26
应付账款天数	128	104	104	104	104
财务状况					
负债/权益	0.95	0.64	1.09	2.37	7.94
收入/总资产	0.50	0.39	0.52	0.73	0.96
总资产/权益	3.07	2.60	3.50	5.92	16.06
商誉/总资产	5.4%	4.7%	5.1%	5.5%	5.7%
现金/总资产	39.4%	26.0%	24.1%	11.6%	12.1%

现金流量表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2020年 历史	2021年 预测	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测
利润	-2,637	-6,800	-7,104	-7,017	-5,956
折旧及摊销	1,722	2,555	3,458	4,041	4,480
股权激励费用	386	1,000	1,100	1,210	1,331
坏账准备计提	99	0	0	0	0
汇兑亏损	-3	5	0	0	0
投资公允价值变动	-39	194	0	0	0
运营资本变化	1,643	-253	708	556	482
经营活动现金流	1,170	-3,299	-1,838	-1,210	336
购买物业及设备	-602	-1,112	-755	-674	-815
购买无形资产	-1,637	-3,103	-3,724	-4,097	-4,506
投资活动	-6,668	-19,097	4,402	3,816	5,000
投资活动现金流	-8,907	-23,313	-77	-955	-322
融资活动现金流	8,335	27,763	0	0	0
汇兑变化	-466	-616	0	0	0
现金变化	132	534	-1,915	-2,165	15
期初持有现金	4,963	5,095	5,213	3,298	1,133
期末持有现金	5,095	5,629	3,298	1,133	1,147

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>