

公司报告

2018-09-28 星期五

哔哩哔哩 (BILI.US) 评级: 推荐

更新报告

目标价: 14.80
现价: 12.87
预计升幅: 15.0%

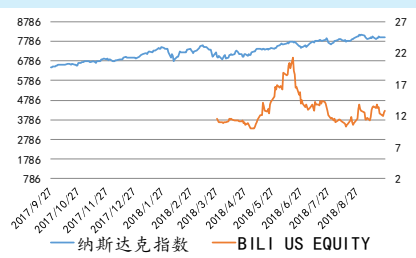
股本数据

流通股本 (亿份 ADS): 2.78
总市值 (亿美元): 35.84
52 周高/低 (\$): 22.70/9.09
所属行业: TMT

大股东持股

陈睿 18.30%
徐逸 11.10%
黎瑞刚 10.80%
林立军 7.70%
IDG 6.50%
Legend Capital 5.00%
合计 59.4%

52 周行情图 (Vs Nasdaq 指数)



资料来源: Bloomberg

国元国际研究部

联系人: 李承儒

电话: (852) 3769 6888

(86) 755-2151 9182

电邮: licr@gyzq.com.hk

游戏业务增长超预期 原生内容制作能力增强

投资要点:

各项业务高速增长 货币化空间初显:

公司第二季度收入获得高速增长, 达到10.2亿元人民币, 同比增长76%, 主要是由于主打游戏《FATE-GO》及《碧蓝航线》持续火热, 流水创下新高, 整体游戏业务收入同比增长61%, 占收入比重下降至77%。直播业务 (主要以游戏为主) 获得爆炸性增长, 同比去年增长186%, 占收入比提升至11. %。由于公司加大了推广投入力度, 二季度引入 38 部正版番剧, 活跃用户进一步提升至8500万, 7月底更高达9800万, 但整体亏损扩大至7030.6千万元人民币, 净亏损比率从去年9%降低至7%。除去股权激励费用及无形资产摊销后经调整None-GAAP亏损为1950万元, 净亏损率为1.9%, 整体业绩表现高于我们预期。虽然公司有多款游戏在发行计划中, 但我们预计公司下半年将受到国家游戏版号暂停审批的影响, 今年新游戏上线数量要比预期的低, 游戏业务收入增速下半年将会放缓, 而直播及广告业务仍能保持高速增长, 另外新游戏《方舟指令》上线后表现较为平淡, 预计对全年收入贡献不大。

更新UP主激励计划 保持平台内容新鲜度及活跃度:

为鼓励UP主持续生产优质内容, 公司今年推出了新的激励和货币化措施。对于新UP主, 公司提供资源及培养计划; 对于中层UP主, 公司推行现金激励计划, 让优秀UP主持续更新; 对于头部UP主, 公司提出VIP计划, 提供签约、广告分成、形象运营等服务来扩大其影响力, 并提高货币化能力, 因此在未来可见3年内, 公司的UP主生态圈将继续保持繁荣态势。而在平台自身内容端方面, 公司通过并购控股获得了大量新的内容, 例如公司与纪录片巨头Discovery达成深度合作, 上线了Discovery专区, 目前已引入145部纪录片; 增持高人气虚拟AR偶像“洛天依”母公司股份成为控股股东; 收购日本公司Fun-Media部分股权, 旗下拥有3家著名的动画工作室, 分别是Feel.工作室、ZEXCS工作室以及Assez Finaud Fabric工作室, 曾经制作过许多部高人气动画, 这些举动均能增强公司平台自身内容创造力, 降低未来内容购买成本。

下半年加大投入亏损扩大 给予推荐评级:

预计公司下半年直播、广告业务收入保持同比快速增长, 但是直播及储备的新游戏都需要提高推广投入, 新的UP主激励计划也一定程度上提高了公司的运营费用, 内容审核团队也比去年扩大一倍。因此今年同比去年亏损会大幅扩大。短期内难以实现盈亏平衡, 但未来有爆发潜力, 给予目标价14.8美元, 对应2018年PS7.4倍, 有15%的上升空间, 推荐评级。

截至12月31日财政年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
总营收 (百万元)	523.3	2,468.4	3,806.9	6,296.4	8,836.8
变动	299.5%	371.7%	54.2%	65.4%	40.3%
净利润 (百万元)	(911.5)	(183.8)	(494.6)	(335.6)	(62.1)
变动		79.84%	-169.17%	32.15%	81.50%
EBIT (百万元)	(894.7)	(224.3)	(458.1)	(274.2)	24.6
经营利润率	-170.97%	-9.09%	-12.03%	-4.36%	0.28%
每股盈利 (元)	N/A	N/A	-1.78	-1.21	-0.22
基于股价的市销率 (倍)	47.1	10.0	6.5	3.9	2.8

图表 1: 视频娱乐平台类型公司估值对比

代码	公司名称	年初至今 涨跌	市值(亿)	EPS				PE				PB			PS
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2018E	
IQ US	爱奇艺	48.35%	193.68	3.23	(9.99)	(5.74)	(2.12)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	27.68	3.11	
HUYA US	虎牙	52.45%	48.16	N/A	1.77	4.20	7.16	N/A	103.94	43.91	25.75	N/A	7.55	3.46	
NTES US	网易公司	-34.82%	291.05	92.38	81.33	102.49	121.21	27.62	21.27	16.88	14.27	6.45	3.83	2.01	
MOMO US	陌陌科技	71.01%	93.96	12.66	19.18	24.69	30.99	15.73	18.72	14.54	11.58	4.71	7.91	2.98	
YY US	欢聚时代	-37.75%	48.02	47.72	57.92	69.26	81.18	18.24	10.23	8.56	7.30	4.18	2.17	1.42	
WB US	新浪微博	-34.53%	169.78	12.50	21.69	30.33	40.38	67.00	27.41	19.60	14.72	19.32	9.01	5.36	
CYOU US	畅游有限公司	-62.70%	7.14	16.17	8.40	14.73	15.00	11.17	12.60	7.18	7.05	1.45	0.97	1.66	
799 HK	IGG	14.45%	127.71	0.92	1.22	1.35	1.41	9.22	7.94	7.16	6.84	6.26	4.23	1.73	
1980 HK	天鸽互动	-18.10%	65.65	0.29	0.37	0.37	N/A	20.89	14.52	14.52	N/A	2.40	N/A	7.23	
平均								24.26	16.10	12.63	10.30	6.40	4.69	3.20	

资料来源: Bloomberg, 国元国际

财务摘要

财务报表摘要

损益表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2016年 历史	2017年 历史	2018年 预测	2019年 预测	2020年 预测
收入	523.3	2,468.4	3,806.9	6,296.4	8,836.8
成本	(772.8)	(1,919.2)	(2,978.3)	(4,618.8)	(6,284.9)
毛利	(249.5)	549.2	828.7	1,677.6	2,551.9
销售费用	(102.7)	(232.5)	(395.9)	(648.5)	(830.7)
研发费用	(91.2)	(280.1)	(472.1)	(780.8)	(1,095.8)
管理费用	(451.3)	(260.9)	(418.8)	(522.6)	(600.9)
营运利润	(894.7)	(224.3)	(458.1)	(274.2)	24.6
其他收入	(13.6)	49.4	1.6	1.6	1.7
税前利润	(908.4)	(174.9)	(456.5)	(272.6)	26.3
所得税	(3.1)	(8.9)	(38.1)	(63.0)	(88.4)
净利润	(911.5)	(183.8)	(494.6)	(335.6)	(62.1)
优先股赎回价值	(275.1)	(387.8)	0.0	0.0	0.0
少数股东损益	(1.4)	0.0	0.0	0.0	0.0
增长					
收入增长 (%)	299.5%	371.7%	54.2%	65.4%	40.3%
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>

	2016年 历史	2017年 历史	2018年 预测	2019年 预测	2020年 预测
现金及等价物	387.2	762.9	3,474.4	3,457.3	3,514.7
定期存款	0.0	2.0	2.0	2.0	2.0
短期投资	712.6	488.4	488.4	488.4	488.4
应收账款	115.7	422.6	629.8	1,026.1	1,430.5
预付及其他资产	185.4	477.3	736.1	1,217.4	1,708.6
流动资产	1,400.8	2,153.1	5,330.6	6,191.2	7,144.1
固定资产	51.0	186.4	267.4	331.4	409.5
制作成本	4.4	20.8	32.3	50.0	68.1
无形资产	282.5	426.3	642.2	769.3	907.3
商誉	51.0	51.0	51.0	51.0	51.0
长期投资	377.0	636.0	890.3	890.3	890.3
总资产	2,166.7	3,473.5	7,213.8	8,283.2	9,470.3
应付账款	316.9	596.5	925.7	1,435.5	1,953.4
应付职工薪酬	57.3	148.6	193.2	251.1	326.5
应交税费	11.0	25.0	93.5	134.4	130.4
递延收入	218.4	572.8	883.5	1,461.2	2,050.7
应计负债及其他	24.5	49.3	125.1	125.1	125.1
应付关联方款项	0.0	5.7	3.0	3.0	3.0
总负债	628.1	1,398.0	2,223.9	3,410.3	4,589.1
夹层股权	2,861.6	4,015.0	0.0	0.0	0.0
股东权益	(1,323.0)	(1,939.5)	4,989.9	4,872.9	4,881.2
非控股权益	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0

财务分析

	2016年 历史	2017年 历史	2018年 预测	2019年 预测	2020年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	-47.7%	22.2%	21.8%	26.6%	28.9%
EBIT率 (%)	-171.0%	-9.1%	-12.0%	-4.4%	0.3%
净利率 (%)	-174.2%	-7.4%	-13.0%	-5.3%	-0.7%
ROE	20.8%	20.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营运表现					
费用/收入 (%)	123.3%	31.3%	33.8%	31.0%	28.6%
实际税率 (%)	-0.3%	-5.1%	-8.3%	-23.1%	336.2%
应收账款天数	80	62	60	59	58
应付账款天数	27	28	24	20	19
财务状况					
负债/权益	-0.47	-0.72	0.45	0.70	0.94
收入/总资产	0.24	0.71	0.53	0.76	0.93
总资产/权益	-1.64	-1.79	1.45	1.70	1.94
商誉/总资产	2.4%	1.5%	0.7%	0.6%	0.5%
现金/总资产	17.9%	22.0%	48.2%	41.7%	37.1%

现金流量表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2016年 历史	2017年 预测	2018年 预测	2019年 预测	2020年 预测
利润	(911.5)	(183.8)	(494.6)	(335.6)	(62.1)
物业及设备折旧	18.9	38.4	55.0	68.2	84.3
无形资产摊销	142.7	266.0	245.9	170.5	32.1
股权激励费用	365.5	80.0	0.0	0.0	0.0
坏账准备计提	5.3	2.7	4.2	6.9	9.7
汇兑亏损	21.3	(0.1)	0.0	0.0	0.0
投资公允价值变动	(4.6)	(12.5)	0.0	0.0	0.0
运营资本变化	163.6	273.9	332.3	264.0	209.5
营运现金流	(199.0)	464.6	142.8	174.1	273.4
购买物业及设备	(42.2)	(144.9)	(81.0)	(64.0)	(78.1)
购买无形资产	(246.2)	(485.9)	(215.9)	(127.1)	(138.0)
投资活动	(888.8)	(85.4)	(254.4)	0.0	0.0
投资活动现金流	(1,177.2)	(716.3)	(551.3)	(191.1)	(216.1)
融资活动现金流	1,024.1	675.5	3,120.0	0.0	0.0
汇兑变化	49.6	(48.1)	0.0	0.0	0.0
现金变化	(302.5)	375.7	2,711.5	(17.1)	57.4
期初持有现金	689.7	387.2	762.9	3,474.4	3,457.3
期末持有现金	387.2	762.9	3,474.4	3,457.3	3,514.7

投资评级定义和免责条款

投资评级:

强烈推荐	预期股价在未来 12 个月上升 20%以上
推荐	预期股价在未来 12 个月上升 5%~20%
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 5%以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 5%~20%
强烈卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 20%以上

免责声明:

此刊物只供阁下参考,在任何地区或任何情况下皆不可作为或被视为证券出售要约或证券、期货及其它投资产品买卖的邀请。此刊物所提及的证券、期货及其它投资产品可能在某些地区不能买入、出售或交易。此刊物所载的资料由国元国际控股有限公司及/或国元期货(香港)有限公司(下称“国元国际”)编写,所载资料的来源皆被国元国际认为可靠及准确。此刊物所载的见解、分析、预测、推断和预期都是以这些可靠数据为基础,只是表达观点,国元国际或任何个人对其准确性或完整性不作任何担保。此刊物所载的资料(除另有说明)、意见及推测反映国元国际于最初发此刊物日期当日的判断,可随时更改。国元国际、其母公司、其附属公司及/或其关连公司对投资者因使用此刊物的材料而招致直接或间接的损失概不负任何责任。

负责撰写分析之分析员(一人或多人)就本刊物确认:

分析报告内所提出的一切意见准确地反映了分析员本人对报告所涉及的任何证券或发行人的个人意见;及

分析员过去、现在及将来所收取之报酬之任何部份与其在本刊物内发表的具体建议及意见没有直接或间接的关连。

此刊物内所提及的任何投资皆可能涉及相当大的风险,若干投资可能不易变卖,而且也不适合所有的投资者。此刊物中所提及的投资的价值或从中获得的收入可能会受汇率及其它因素影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此刊物并没有把任何人的投资目标、财务状况或特殊需求一并考虑。投资者入市买卖前不应单靠此刊物而作出投资决定,投资者务请运用个人独立思考能力,谨慎从事。投资者在进行任何以此刊物的建议为依据的投资行动之前,应先咨询专业意见。

国元国际、其母公司、其附属公司及/或其关连公司以及它们的高级职员、董事、员工(包括参与准备或发行此刊物的人)可能随时与此刊物所提到的任何公司建立或保持顾问、投资银行、或证券服务关系;及

已经向此刊物所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。

国元国际、其母公司、其附属公司及/或其关连公司的一位或多位董事、高级职员及/或员工可能担任此刊物所提到的证券发行公司的董事。此刊物对于收件人来说属机密文件。此刊物绝无让居住在法律或政策不允许该报告流通或发行的地方的人阅读之意图。

未经国元国际事先授权,任何人不得因任何目的复制、发出或发表此刊物。国元国际保留一切追究权利。

规范性披露

分析员的过去、现在及将来所收取之报酬之任何部份与其在此报告内发表具体建议及意见没有直接关联。

国元国际控股有限公司、国元期货(香港)有限公司及其每一间在香港从事投资银行、自营证券交易或代理证券经纪业务的集团公司,并无对在此刊物所评论的上市公司持有需作出披露的财务权益、跟此刊物内所评论的任何上市公司在过去12个月内并无就投资银行服务收取任何补偿或委托、并无雇员或其有关联的个人担任此刊物内所评论的任何上市公司的高级人员及没有为此刊物所评论的任何上市公司的证券进行庄家活动。

国元国际控股有限公司

香港干诺道中 3 号中国建设银行大厦 22 楼

电 话: (852) 3769 6888

传 真: (852) 3769 6999

服务热线: 400-888-1313

公司网址: <http://www.gyzq.com.hk>