

哔哩哔哩 (BILI.US) 评级: 推荐

更新报告

目标价: 21.00
现价: 19.14
预计升幅: 9.7%

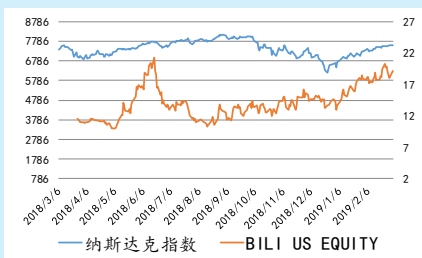
股本数据

流通股本 (亿份 ADS): 3.07
总市值 (亿美元): 53.30
52 周高/低 (\$): 22.70/9.09
所属行业: TMT

大股东持股

陈睿 17.40 %
腾讯控股 12.27 %
阿里巴巴 7.79 %

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

年度业绩表现超预期 收入结构逐步多元化

投资要点:

非游戏业务蓬勃发展 商业化潜力仍待挖掘:

2018Q4公司实现营收11.56亿元,同比增长57%,其中游戏业务同比增长15.5%,直播业务同比增长273.5%,广告业务同比增长300%,非游戏业务驱动公司四季度总体收入增长,目前非游戏业务在四季度收入占比已经达到38.3%。四季度月活跃用户达到9280万人同比增长29.3%,环比增长0.11%,会员数突破4500万人,月付费用户数量突破440万人,货币化程度进一步提升。目前B站已经是中国最受欢迎的二次元平台,拥有较高的用户活跃度,预计2019年公司会继续提升平台内容质量,让平台活跃用户继续保持增长,MAU年底突破1.2亿,短期内让生态自然生长,付费用户比率将缓慢提升,而据《2017年中国网络视听发展研究报告》显示,截止2017年末,视频网站付费会员总数超过1.7亿人次,比例已经达到会员总数的42.9%,因此B站付费会员数仍有较大提升潜力。

新产品将在二季度陆续上线 游戏业务整体增速放缓:

四季度游戏业务收入仍然来自于《FGO》及《碧蓝航线》,目前两款产品根据IOS畅销排行榜来看收入贡献保持稳定,另外公司也在四季度上线了《时之歌》、《寄居隅怪奇事件簿》和《音灵》三款独代游戏,但是均为表现出爆款的迹象,目前公司储备的产品线有35款,其中较为亮眼的产品包括独代游戏《重装战姬》、联运游戏《RWBY》和联运游戏《明日方舟》预计会在二季度上线,《重装战姬》为一款二次元即时战略游戏,同时涵盖了动作及射击元素,玩家可以自定义角色的装备和部件,并且培养角色提升能力值,具备较高的氪金潜力;《RWBY》是美国网络原创动画改编的横版3D格斗游戏,由盛大游戏、Bilibili联合发行,预约人数超过50万,已获得版号批准;《明日方舟》为一款二次元塔防游戏,预约人数超过30万,已获得版号批准。预计2019年公司整体游戏业务收入增速放缓,需待版号发放常态化后才会重新恢复高速增长态势。

短期利润承压未来仍有较高商业化潜力 维持推荐评级:

公司未来直播、广告业务收入增长是主要拉动力,收入占比持续提升,结构进一步多元化。随着阿里集团入股,商业化战略的拼图得以补全,虽然短期公司的利润率有一定压力,但是储备的优质内容及平台的凝聚力提升是未来高额回报的土壤,持续看好,提高目标价至21.0美元,对应2019年PS6.4倍,有9.7%的上升空间,推荐评级。

截至12月31日财政年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
总营收 (百万元)	2,468.4	4,128.9	6,298.2	9,782.3	11,521.6
变动	371.7%	67.3%	52.5%	55.3%	17.8%
净利润 (百万元)	(183.8)	(565.0)	(891.7)	8.8	650.6
变动	-79.84%	-207.49%	-57.82%	100.99%	-7259.70%
EBIT (百万元)	(224.3)	(729.0)	(900.9)	30.9	686.3
经营利润率	-9.09%	-17.66%	-14.30%	0.32%	5.96%
每股盈利 (元)	N/A	-2.64	-2.90	0.03	2.12
基于股价的市销率 (倍)	14.6	8.7	5.7	3.7	3.1

资料来源: 公司年报、国元证券 (香港) 预测

图表 1: 视频娱乐平台类型公司估值对比

代码	公司名称	市值(亿)	EPS				PE			
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
IQ	US 爱奇艺	198.72	0.42	(1.71)	(1.16)	(0.69)	N/A	N/A	N/A	N/A
HUYA	US 虎牙	61.06	N/A	0.11	0.46	0.79	N/A	263.98	65.63	37.91
NTES	US 网易公司	300.70	12.13	9.66	10.74	12.69	27.62	23.73	21.35	18.06
1980	HK 天鸽互动	42.72	0.04	0.05	0.04	N/A	20.89	8.38	9.97	N/A
YY	US 欢聚时代	66.04	6.27	7.29	7.49	8.70	18.24	11.18	10.88	9.37
MOMO	US 陌陌科技	72.68	1.62	2.32	2.76	3.38	15.73	15.18	12.75	10.41
WB	US 新浪微博	155.58	1.60	2.65	3.03	3.76	67.00	26.36	23.02	18.53
平均							29.89	58.14	23.93	18.86

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>

	2017年 历史	2018年 历史	2019年 预测	2020年 预测	2021年 预测
收入	2,468.4	4,128.9	6,298.2	9,782.3	11,521.6
成本	(1,919.2)	(3,273.5)	(4,931.7)	(7,090.6)	(7,643.8)
毛利	549.2	855.4	1,366.5	2,691.7	3,877.8
销售费用	(232.5)	(585.8)	(944.7)	(919.5)	(1,129.1)
研发费用	(280.1)	(537.5)	(755.8)	(1,076.1)	(1,267.4)
管理费用	(260.9)	(461.2)	(566.8)	(665.2)	(795.0)
营运利润	(224.3)	(729.0)	(900.9)	30.9	686.3
其他收入	49.4	93.5	72.1	75.7	79.5
税前利润	(174.9)	(635.5)	(828.7)	106.7	765.8
所得税	(8.9)	(26.0)	(63.0)	(97.8)	(115.2)
净利润	(183.8)	(661.5)	(891.7)	8.8	650.6
优先股赎回价值	(387.8)	(64.6)	0.0	0.0	0.0
少数股东损益	0.0	13.3	0.0	0.0	0.0
增长					
收入增长 (%)	371.7%	67.3%	52.5%	55.3%	17.8%
净利润 (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	7259.7%

资产负债表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2017年 历史	2018年 历史	2019年 预测	2020年 预测	2021年 预测
现金及等价物	762.9	3,540.0	3,467.7	3,862.9	4,520.4
定期存款	2.0	749.4	749.4	749.4	749.4
短期投资	488.4	945.3	945.3	945.3	945.3
应收账款	422.6	324.4	494.8	768.6	905.2
预付及其他资产	477.3	990.9	1,511.4	2,347.5	2,764.9
流动资产	2,153.1	6,550.0	7,168.7	8,673.7	9,885.3
固定资产	186.4	394.9	398.9	529.8	632.9
制作成本	20.8	204.2	307.7	442.4	476.9
无形资产	426.3	1,419.4	1,701.9	1,933.2	2,206.6
商誉	51.0	941.5	941.5	941.5	941.5
长期投资	636.0	980.0	980.0	980.0	980.0
总资产	3,473.5	10,490.0	11,498.7	13,500.5	15,123.1
应付账款	596.5	1,307.6	1,970.0	2,832.3	3,053.3
应付职工薪酬	148.6	246.8	320.9	417.1	542.3
应交税费	25.0	38.5	162.8	146.8	31.9
递延收入	572.8	985.1	1,502.7	2,334.0	2,749.0
应付负债及其他	49.3	670.4	670.4	670.4	670.4
应付关联方款项	5.7	50.3	50.3	50.3	50.3
总负债	1,398.0	3,298.8	4,677.1	6,451.1	7,097.3
夹层股权	4,015.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股东权益	(1,939.5)	7,191.2	6,821.6	7,049.5	8,025.8
非控股权益	0.0	240.4	240.4	240.4	240.4

财务分析

	2017年 历史	2017年 历史	2019年 预测	2020年 预测	2021年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	22.2%	20.7%	21.7%	27.5%	33.7%
EBIT率 (%)	-9.1%	-17.7%	-14.3%	0.3%	6.0%
净利率 (%)	-7.4%	-16.0%	-14.2%	0.1%	5.6%
ROE	N/A	-9.2%	-13.1%	0.1%	8.1%
营运表现					
费用/收入 (%)	31.3%	38.4%	36.0%	27.2%	27.7%
实际税率 (%)	-5.1%	-4.1%	-7.6%	91.7%	15.0%
应收账款天数	62	28	28	28	28
应付账款天数	28	28	24	21	26
财务状况					
负债/权益	-0.72	0.46	0.69	0.92	0.88
收入/总资产	0.71	0.39	0.55	0.72	0.76
总资产/权益	-1.79	1.46	1.69	1.92	1.88
商誉/总资产	1.5%	9.0%	8.2%	7.0%	6.2%
现金/总资产	22.0%	33.7%	30.2%	28.6%	29.9%

现金流量表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2017年 历史	2018年 预测	2019年 预测	2020年 预测	2021年 预测
利润	(183.8)	(616.3)	(891.7)	8.8	650.6
物业及设备折旧	38.4	81.3	82.1	109.0	130.2
无形资产摊销	266.0	245.5	197.0	48.1	41.9
股权激励费用	80.0	181.2	276.4	429.3	505.6
坏账准备计提	2.7	2.2	3.4	5.3	6.3
汇兑亏损	(0.1)	0.3	0.0	0.0	0.0
投资公允价值变动	(12.5)	0.0	0.0	0.0	0.0
运营资本变化	273.9	1,596.3	547.0	586.0	205.0
经营活动现金流	464.6	1,490.5	214.2	1,186.6	1,539.7
购买物业及设备	(144.9)	(208.5)	(4.0)	(130.9)	(103.0)
购买无形资产	(485.9)	(1,176.6)	(282.5)	(660.5)	(779.1)
投资活动	(85.4)	(1,548.4)	0.0	0.0	0.0
投资活动现金流	(716.3)	(2,933.5)	(286.5)	(791.4)	(882.1)
融资活动现金流	675.5	4,220.1	0.0	0.0	0.0
汇兑变化	(48.1)	0.0	0.0	0.0	0.0
现金变化	375.7	2,777.1	(72.3)	395.1	657.5
期初持有现金	387.2	762.9	3,540.0	3,467.7	3,862.9
期末持有现金	762.9	3,540.0	3,467.7	3,862.9	4,520.4

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>