

推荐

收入及用户持续高增长 商业化有望加速

哔哩哔哩 (BILI.US)

2019-05-15 星期三

投资要点

目标价: HK\$ 18.00

现价: HK\$ 15.39

预计升幅: 16.95%

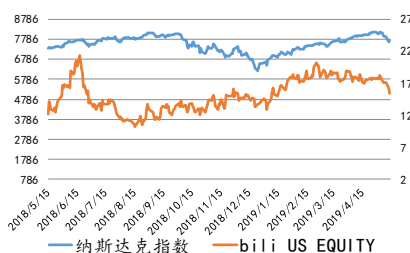
股本数据

总股本(亿股):	3.24
港股市值(亿美元):	47.97
52周高/低(HK\$):	22.70/9.09
每股净值(美元):	3.19
所属行业:	互联网

主要股东

陈睿	16.20%
徐逸	9.30%
Taobao	7.60%
林立军	6.20%

52周行情图 (Vs 恒生中国指数)



国元国际研究部

姓名: 李承儒

SFC: BLN914

电话: 0755-21519182

Email: licr@gyzq.com.hk

重磅产品即将上线, 下半年高增长持续:

本季度公司收入创历史新高, 月活跃用户首次破亿, 游戏及非游戏业务收入均有大幅提升。其中, 公司游戏运营能力及推广能力进一步被验证, 第一季度游戏业务同比增长27%, 核心产品《FGO》版本更新后表现出色, 数据显示该产品在一季度连续多次登顶ios冒险类畅销排行榜第一名, 另外公司与腾讯联合发行的解密游戏《疑案追声》在Steam平台上线后升至热销榜第二位, 首周实现15万份的销量。对于二季度游戏业务增长, 公司在5月有两款联运游戏《明日方舟》、《RWBY》上线, 《明日方舟》表现强劲, 自上线以来一直维持在畅销榜前十。另外《BanG Dream》、《重装战姬》等多款独家代理游戏也陆续上线, 丰富的游戏储备将带动公司游戏业务稳步增长。另外公司直播和大会员业务依旧保持高速增长势头, 业务收入同比增长205%, 占收入比重提升至21%, 收入结构进一步多元化, 目前直播月活用户达1140万, 付费用户数超120万, 在直播房间中停留超过5分钟的用户数量超过1000万, 我们相信直播业务未来有较大增长空间, 根据我们测算, 目前直播付费用户月均消费约20至30元左右, 与一线直播平台用户消费水平(月均100至200元)相比仍然较低, 同时平台主播均进一半是“UP主”, 拥有更强的粉丝效应, 用户参与数、互动数和付费率方有很大潜力。广告业务一季度为淡季, 同比增长60%, 环比下降30%, 其中效果广告基本符合预期, 庞大的用户群体及高活跃的社区生态提供充分流量支持, 预计未来公司将持续增加与平台属性相适应的效果类广告投放比例, 在不影响用户体验前提下扩张广告业务。

双巨头同时布局, 内容和商业化有望加速:

公司分别与腾讯、阿里巴巴达成战略级合作, 且都是公司大股东, 阿里巴巴持股占比约8%, 腾讯持股占比约12%。合作基本围绕提升商业化及IP内容共享展开。公司与腾讯围绕着内容IP进行了部分交换, 未来有多个动画项目会进行合作。同时公司也将参与联运、发行数款腾讯游戏, 比如最新的爆款产品《和平精英》。公司与阿里巴巴的合作则是通过UP主入驻淘宝的方式开展, 帮助UP实现个人商业价值, 在未来提高公司平台商业化水平, 此外公司还尝试接入小程序布局电商。在内容方面的投入公司会继续倾向于自制属性的内容, 同时在PUGV大方向基础上做垂直领域投入。目前平台优质产出的自制内容不仅会拉动大会员收入, 同时还提供长尾的IP价值, 一季度公司大会员数量同比增长95%至480万, 续费率达90%以上。

收入及用户增长超预期, 给予推荐评级:

目前公司用户保持较高活跃度, 用户红利还未见顶, 年底预计活跃用户数量将达到1.4亿。三大业务均处于高速发展期, 商业化程度刚起步。由于目前公司短期内无法实现盈利, 因此采用分部估值法, 直播及增值业务估值为24亿美元(12倍PS估值), 游戏业务估值26亿美元(5倍PS), 广告业务6亿美元(5倍PS), 对应目标价18美元, 给予推荐评级。

盈利预测摘要

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	6,240.1	9,675.9	11,757.4
变动	371.7%	67.3%	51.1%	55.1%	21.5%
净利润 (百万元)	(183.8)	(565.0)	(1,295.6)	(1,018.0)	(331.6)
变动	-79.84%	-207.49%	-129.30%	21.43%	67.43%
EBIT (百万元)	(224.3)	(729.0)	(1,305.3)	(997.0)	(469.6)
经营利润率	-9.09%	-17.66%	-20.92%	-10.30%	-3.99%
每股盈利 (元)	N/A	-2.64	-4.00	-3.14	-1.02
基于股价的市销率 (倍)	13.4	8.0	5.3	3.4	2.8

资料来源：公司年报、国元证券（香港）预测

视频娱乐类公司估值

代码	公司名称	年初至今 涨跌	市值(亿)	EPS					PE					PB				
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E			
IQ US	爱奇艺	25.12%	147.73	(2.47)	(1.62)	(0.95)	(0.22)	N/A	N/A	N/A	N/A	1.77	9.70	11.09	9.76			
NFLX US	奈飞公司	16.14%	1511.08	2.78	4.17	7.02	9.89	99.87	82.98	49.23	34.94	22.31	21.35	15.07	10.32			
NTES US	网易公司	14.20%	335.73	6.91	10.24	12.39	13.77	34.50	25.58	21.15	19.03	4.70	4.18	3.63	3.25			
CMCM US	猎豹移动公司	-4.92%	8.31	1.25	0.12	0.07	N/A	4.48	48.57	84.74	N/A	1.09	0.96	0.89	0.74			
YY US	欢聚时代	6.39%	53.07	3.73	6.71	8.34	10.20	12.17	10.01	8.05	6.59	1.38	1.52	1.58	1.13			
MOMO US	陌陌科技	13.38%	59.74	2.01	2.75	3.30	3.65	12.26	10.46	8.73	7.88	2.98	3.18	2.27	1.70			
HUYA US	虎牙	19.54%	44.50	(2.18)	0.47	0.80	1.20	N/A	43.95	25.57	17.03	3.84	4.32	3.73	3.08			
TME US	Music Entert	13.71%	245.44	0.09	0.41	0.57	0.76	156.78	36.68	26.41	19.68	7.88	3.99	3.49	2.98			
3700 HK	映客	-3.57%	38.95	0.11	0.05	0.06	0.06	2.25	5.28	3.94	4.29	6.89	2.64	1.54	N/A			
1980 HK	天鸽互动	-27.48%	27.61	0.03	0.04	0.04	N/A	15.62	6.64	6.64	N/A	1.21	N/A	N/A	N/A			
平均								42.24	30.02	26.05	15.63	5.41	5.76	4.81	4.12			

资料来源：国元国际，Bloomberg

盈利预测

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	6,240.1	9,675.9	11,757.4
成本	(1,919.2)	(3,273.5)	(5,299.0)	(7,750.8)	(8,852.6)
毛利	549.2	855.4	941.1	1,925.1	2,904.8
销售费用	(232.5)	(585.8)	(936.0)	(1,006.3)	(1,152.2)
研发费用	(280.1)	(537.5)	(748.8)	(1,064.3)	(1,293.3)
管理费用	(260.9)	(461.2)	(561.6)	(851.5)	(928.8)
营运利润	(224.3)	(729.0)	(1,305.3)	(997.0)	(469.6)
其他收入	49.4	93.5	72.1	75.7	79.5
税前利润	(174.9)	(635.5)	(1,233.2)	(921.2)	(390.1)
所得税	(8.9)	(26.0)	(62.4)	(96.8)	58.5
净利润	(183.8)	(661.5)	(1,295.6)	(1,018.0)	(331.6)
优先股价值变动	(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%	51.1%	55.1%	21.5%
净利润 (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	-67.4%

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%	15.1%	19.9%	24.7%
EBIT率 (%)	-9.1%	-17.7%	-20.9%	-10.3%	-4.0%
净利率 (%)	-7.4%	-16.0%	-20.8%	-10.5%	-2.8%
ROE	N/A	-9.2%	-11.3%	-9.5%	-3.1%
营运表现					
费用/收入 (%)	31.3%	38.4%	36.0%	30.2%	28.7%
实际税率 (%)	-5.1%	-4.1%	-5.1%	-10.5%	15.0%
应收账款天数	62	28	28	28	28
应付账款天数	113	146	117	93	93
财务状况					
负债/权益	-0.72	0.46	0.39	0.54	0.63
收入/总资产	0.71	0.39	0.39	0.58	0.67
总资产/权益	-1.79	1.46	1.39	1.54	1.63
商誉/总资产	1.5%	9.0%	5.9%	5.7%	5.4%
现金/总资产	22.0%	33.7%	48.4%	37.8%	32.1%

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	7,709.5	6,257.0	5,622.2
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	490.3	760.2	923.7
预付及其他资产	477.3	990.9	1,497.5	2,322.0	2,821.5
流动资产	2,153.1	6,550.0	11,391.9	11,033.9	11,062.2
固定资产	186.4	394.9	398.9	529.8	632.9
制作成本	20.8	204.2	330.6	483.6	552.3
无形资产	426.3	1,419.4	1,888.7	2,577.0	3,334.1
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	15,931.6	16,545.8	17,502.9
应付账款	596.5	1,307.6	1,693.3	1,981.5	2,263.2
应付职工薪酬	148.6	246.8	320.9	417.1	542.3
应交税费	25.0	38.5	223.5	361.7	420.2
递延收入	572.8	985.1	1,488.9	2,308.6	2,805.3
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	4,447.3	5,789.6	6,751.6
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	11,484.3	10,756.1	10,751.3
非控股权益	0.0	240.4	240.4	240.4	240.4

现金流量表

<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
利润	(183.8)	(565.0)	(1,295.6)	(1,018.0)	(331.6)
物业及设备折旧	38.4	99.7	100.7	133.8	159.8
无形资产摊销	266.0	542.7	1,251.4	1,204.5	1,324.9
股权激励费用	80.0	181.2	273.8	424.6	516.0
坏账准备计提	2.7	10.9	16.5	25.6	31.0
汇兑亏损	(0.1)	0.5	0.0	0.0	0.0
投资公允价值变动	(12.5)	(144.2)	0.0	0.0	0.0
运营资本变化	273.9	611.4	429.2	(199.3)	(149.9)
经营活动现金流	464.6	737.3	776.1	571.2	1,550.3
购买物业及设备	(144.9)	(293.6)	(4.0)	(130.9)	(103.0)
购买无形资产	(485.9)	(1,040.1)	(1,720.7)	(1,892.8)	(2,082.0)
投资活动	(85.4)	(1,862.7)	0.0	0.0	0.0
投资活动现金流	(716.3)	(3,196.4)	(1,724.7)	(2,023.7)	(2,185.1)
融资活动现金流	675.5	4,974.8	5,118.1	0.0	0.0
汇兑变化	(48.1)	261.4	0.0	0.0	0.0
现金变化	375.7	2,777.1	4,169.4	(1,452.5)	(634.7)
期初持有现金	387.2	762.9	3,540.0	7,709.5	6,257.0
期末持有现金	762.9	3,540.0	7,709.5	6,257.0	5,622.2

投資評級定義和免責條款

投資評級：

買入	未來 12 個月內目標價距離現價漲幅不小於 20%
持有	未來 12 個月內目標價距離現價漲幅在正負 20% 之間
賣出	未來 12 個月內目標價距離現價漲幅不小於 -15%
未評級	對未來 12 個月內目標價不做判斷

免責聲明

一般聲明

本報告由國元國際控股有限公司(以下統稱“國元國際”)制作。本報告中的信息均來源於我們認為可靠的已公開資料，但國元國際及其關聯機構對這些信息的準確性及完整性不作任何保證。本報告中的信息、意見等均僅供投資者參考之用，不構成對買賣任何證券或其他金融工具的出價或征價或提供任何投資決策建議的服務。該等信息、意見並未考慮到獲取本報告人員的具體投資目的、財務狀況以及特定需求，在任何時候均不構成對任何人的個人推薦或投資操作性建議。投資者應當對本報告中的信息和意見進行獨立評估，自主審慎做出決策並自行承擔風險。投資者在依據本報告涉及的內容進行任何決策前，應同時考慮各自的投資目的、財務狀況和特定需求，並就相關決策諮詢專業顧問的意見對依據或者使用本報告所造成的一切後果，國元國際及/或其關聯人員均不承擔任何責任。

本報告署名分析師與本報告中提及公司無財務權益關係。本報告所載的意見、評估及預測僅為本報告出具日的觀點和判斷。該等意見、評估及預測無需通知即可隨時更改。在不同時期，國元國際可能會發出與本報告所載意見、評估及預測不一致的研究报告。

本報告署名分析師可能會不時與國元國際的客戶、銷售交易人員、其他業務人員或在本報告中針對可能對本報告所涉及的標的證券或其他金融工具的市场價格產生短期影響的催化劑或事件進行交易策略的討論。這種短期影響的分析可能與分析師已發布的關於相關證券或其他金融工具的目標價、評級、估值、預測等觀點相反或不一致，相關的交易策略不同於且也不影響分析師關於其所研究標的證券或其他金融工具的基本面評級或評分。

國元國際的銷售人員、交易人員以及其他專業人士可能會依據不同假設和標準、採用不同的分析方法而口頭或書面發表與本報告意見及建議不一致的市場評論和/或交易觀點。國元國際沒有將此意見及建議向報告所有接收者進行更新的義務。國元國際的資產管理部門、自營部門以及其他投資業務部門可能獨立做出與本報告中的意見不一致的投資決策。

除非另行說明，本報告中所引用的關於業績的數據代表過往表現。過往的業績表現亦不應作為日後回報的預示。我們不承諾也不保證，任何所預示的回報會得以實現。

分析中所做的預測可能是基於相應的假設。任何假設的變化可能會顯著地影響所預測的回報。

本報告提供給某接收人是基於該接收人認為有能力獨立評估投資風險並就投資決策能行使獨立判斷。投資的獨立判斷是指，投資決策是投資者自身基於對潛在投資的目標、需求、機會、風險、市場因素及其他投資考慮而獨立做出的。

特別聲明

在法律許可的情況下，國元國際可能與本報告中提及公司正在建立或爭取建立業務關係或服務關係。因此，投資者應當考慮到國元國際及/或其相關人員可能存在影響本報告觀點客觀性的潛在利益衝突。

本報告的版權僅為國元國際所有，未經書面許可任何機構和個人不得以任何形式轉發、翻版。複製、刊登、發表或引用。

國元國際控股有限公司

香港中環干諾道中 3 號中國建設銀行大廈 22 樓

電話：(852) 3769 6888

傳真：(852) 3769 6999

服務熱線：400-888-1313

公司網址：<http://www.gyzq.com.hk>