

买入

游戏矩阵极大提升，广告业务快速增长

哔哩哔哩 (BILI.US)

2020-09-04 星期五

投资要点

目标价: **57.1 美元**
 现价: 47.27 美元
 预计升幅: 21%

➤ 公司二季度业绩情况:

公司第二季度总净营收达人民币 26.176 亿元，与去年同期相比增长 70%；净亏损为人民币 5.709 亿元，去年同期的净亏损人民币 3.150 亿元，符合此前我们预期。公司第二季度平均月度活跃用户人数 (MAU) 达 1.716 亿人，移动月度活跃用户人数达 1.529 亿人，与去年同期相比分别增长 55% 和 59%，社区生态持续繁荣。我们认为 B 站作为综合性视频社区，未来一定能吸引更多用户及创作者进入平台，将在 Z 世代用户青睐的视频平台中保持领先优势。

重要数据

日期	2020-09-03
收盘价 (美元)	47.27
总股本 (百万股)	328
总市值 (百万美元)	15,500
净资产 (百万美元)	1,016
总资产 (百万美元)	2,226
52 周高低 (美元)	54.00/13.23
每股净资产 (美元)	2.84

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

➤ 将成为中国二次元游戏龙头发行平台:

二季度公司手游实现收入 12.48 亿元，同比增长 36%、环比增长 8%，收入增长主要受《公主连结 Re:Dive》带动，以及现有手游的稳定表现所致。公司上半年共上线 8 款独家代理手游，其中最成功的产品《公主连结 Re:Dive》自上线后，多次登顶 AppStore 畅销榜，再次证明公司在二次元游戏领域强大的运营和发行能力，目前公司旗下游戏产品矩阵已经较过去有极大的提升。

主要股东

腾讯 (13.25%)
 陈睿 (14.97%)
 徐逸 (8.75%)
 阿里巴巴 (7.16%)

➤ 战投影视企业获得优质内容:

公司宣布以 5.13 亿港元战略投资欢喜传媒 (1003.HK)，交易完成后公司将持有欢喜传媒扩股后总股本约 9.90% 的股份。此次合作达成后，公司将获得欢喜传媒旗下既有影视作品及新作的独家外部播放权。此次合作使得 B 站获得了优质影视作品的版权，丰富了 B 站平台的内容，对双方能够产生资源互补效应。

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

➤ 维持“买入”评级，目标价 57 美元:

目前公司用户保持较高活跃度，用户红利还未见顶，我们认为 B 站商业化程度提升在有序进行，庞大且活跃的年轻用户群体让公司游戏、直播、广告业务有无穷潜力。采用分部估值法，对应目标价 57.1 美元，相较于现价预计有 21% 的升幅，重申“买入”评级。

研究部

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

截至12月31日财政年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2021E
总营收 (百万元)	4,128.9	6,777.9	10,078.2	13,185.1	16,612.9
变动	67.3%	64.2%	48.7%	30.8%	26.0%
净利润 (百万元)	(565.0)	(1,303.6)	(2,145.4)	(904.6)	0.5
变动	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
EBIT (百万元)	(729.0)	(1,495.2)	(2,215.6)	(952.2)	(21.8)
经营利润率	-17.66%	-22.06%	-21.98%	-7.22%	-0.13%
每股盈利 (元)	-2.64	-3.99	-6.64	-2.80	0.00
基于股价的市销率 (倍)	8.3	5.1	3.4	2.6	2.1

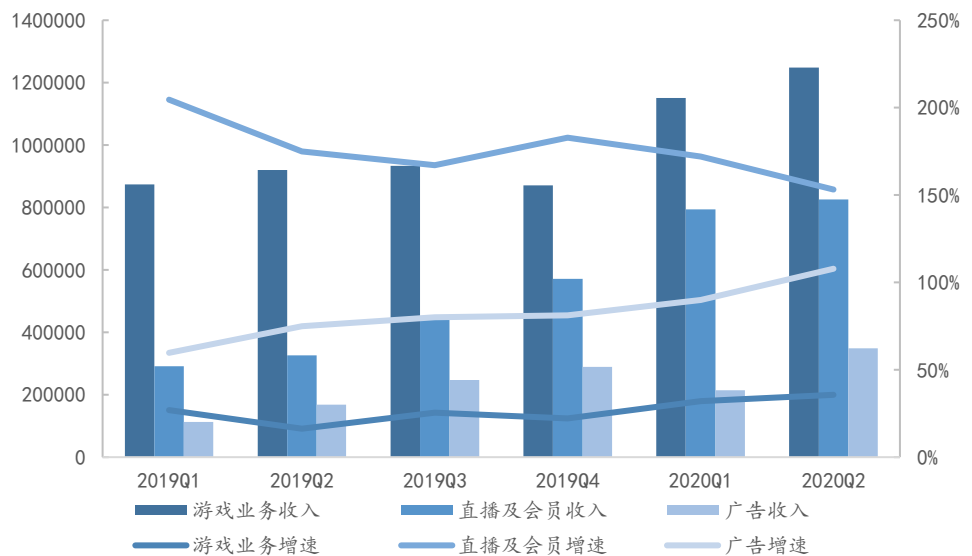
资料来源: 公司年报、国元证券经纪(香港)预测

报告正文

公司二季度业绩情况：

公司第二季度总净营收达人民币 26.176 亿元，与去年同期相比增长 70%；净亏损为人民币 5.709 亿元，去年同期的净亏损人民币 3.150 亿元，符合此前我们预期。公司第二季度平均月度活跃用户人数（MAU）达 1.716 亿人，移动月度活跃用户人数达 1.529 亿人，与去年同期相比分别增长 55%和 59%，社区生态持续繁荣。第二季度平台平均每日活跃用户人数（DAU）达 5050 万人，同比增长 52%，第二季度平均月度付费用户人数（MPU）达 1290 万人，同比增长 105%。第二季度公司在用户增长上依旧保持强劲的增长势头，超出了此前公司设定的目标。上半年公司通过一系列重磅且有影响力的品牌宣传活动，大幅的提升在潜在用户中品牌知名度，让更多的并让社区内容更加丰富。我们认为 B 站作为综合性视频社区，未来一定能吸引越来越多的用户及创作者进入平台，将会在 Z 世代视频平台行业保持领先优势。

图 1：各项业务保持高速增长



资料来源：公司年报、国元证券经纪(香港)整理

游戏矩阵丰富度提升，将成为中国二次元游戏龙头发行平台：

二季度公司手游实现收入 12.48 亿元，同比增长 36%、环比增长 8%，收入增长主要受《公主连结 Re:Dive》带动，以及现有手游的稳定表现所致。公司上半年共上线 8 款独家代理手游，其中最成功的产品《公主连结 Re:Dive》自上线后，多次登顶 AppStore 畅销榜，再次证明公司在二次元游戏领域强大的运营和发行能力。根据七麦数据显示在 7 月中国区 iOS 畅销榜中，《公主连结 Re: Dive》排名在第 6 至第 50 名之间徘徊，在特定活动期能够短暂冲顶，目前总体稳定在畅销榜前 50。

图 2：公司 2020 年重磅游戏下半年 IOS 畅销榜表现情况

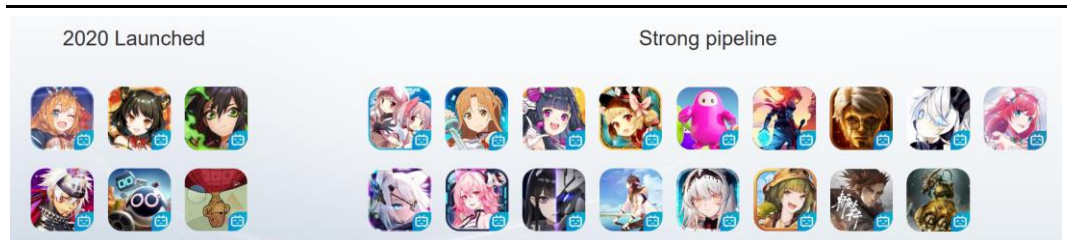


资料来源：公司官网、国元证券经纪(香港)整理

根据公司 7 月的游戏发布会，此次共发布了 11 款游戏新品，均为公司独家代理产品，包括盛趣游戏参与研发的偶像养成 RPG 手游《宝石幻想：光芒重现》、宝通科技研发的射击手游《终末阵线：伊诺贝塔》、畅游研发的国创 IP 手游《灵笼：火种》、Steam 平台上的《暗影火炬城》和《斩妖行》等。同时 2020 年 8 月，公司正式成为《糖豆人》中国大陆地区独家代理商。《糖豆人》由 Mediatonic 研发，作为一款多人乱斗的闯关游戏自上线以来获得众多玩家的喜爱，连续占领 Steam 全球热销榜首位，全球首周销量突破 200 万份，同时在中国地区各大直播平台被众多主播游玩并直播，为中国地区潜在游戏玩家打下庞大的用户基础。

目前公司获得版号但还未发现的游戏产品共 7 款，分别为《梦想养成计划》、《战刻夜想曲》、《古剑奇谭木语人》、《空匣人型》、《音灵》和《斩妖行》。

图 3：公司 2020 年下半年游戏储备丰富



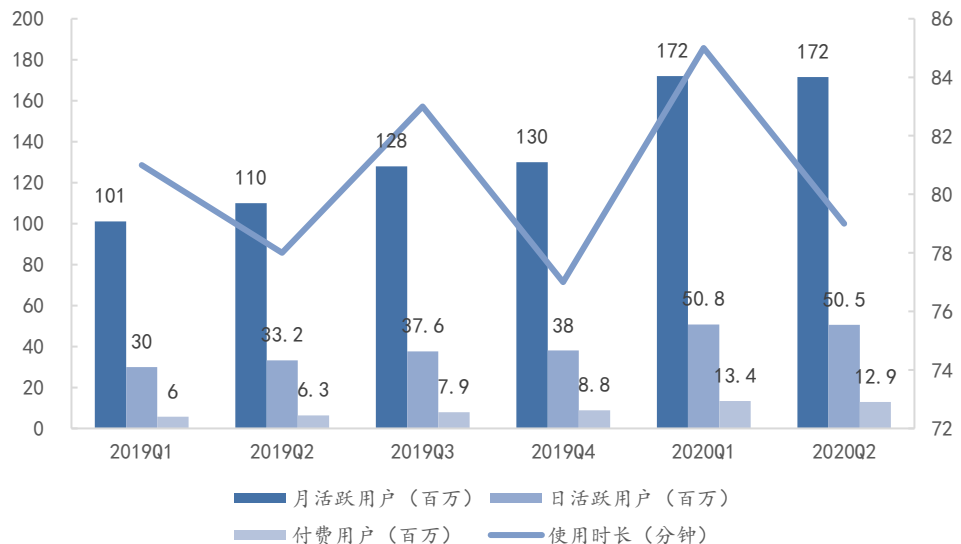
上半年上线产品名称	上线时间	游戏类型
大王不高兴	2020/1/9	卡牌
一血万杰	2020/3/26	角色扮演
公主连结	2020/4/17	角色扮演/卡牌
寄居遇怪奇事件簿	2020/4/28	文字冒险
动物朋友展览区	2020/5/19	养成
万灵启源	2020/6/22	养成

资料来源：公司官网、国元证券经纪(香港)整理

品牌价值升级驱动用户结构多元化，广告收入保持高增长：

公司广告业务在二季度依然实现了远超行业的增速，一方面是由于公司从 2019 年开始思考如何“破圈”，改变过去市场对公司单单定义为“二次元社区”的标签，例如公司近期做的一系列独立事件造势，包括跨年晚会、“后浪”广告，都是公司在对品牌改变做出的尝试，二是平台用户保持高速增长，同时公司打造了一套全新广告业务体系。二季度公司广告收入 3.49 亿元，同比增长 108%，月均活跃用户数达到 1.72 亿，同比增长 55%，月活略低一季度主要是疫情后复工影响，但总体保持平稳。随着公司下半年品牌宣传活动持续落实、暑期旺季及 LOL 赛事举办，我们认为下半年 2.2 亿月活越的预期将被超越。

图 4：社区平台规模快速增长，付费用户数量快速增长



资料来源：公司季度财务报告、国元证券经纪(香港)整理

由于用户数量高增长和用户质量不断提升（年轻化、高活跃、高粘性），使得 B 站已成为品牌广告主投放的首选平台。8 月 B 站公布新品牌成长计划 B Brand，将投入内容电商合作优先权等资源。该计划将为品牌提供包括营销定位分析、品牌数据沉淀、投放策略指导在内的三大核心服务，并将提供三大扶持资源，包括站内外品

牌曝光资源、up 主招募资源、内容电商合作优先权，根据官方材料，满足以下条件之一的品牌即可加入 B Brand 新品牌成长计划：第一，国内新生代品牌；第二，集团孵化的新品牌；第三，海外引入的新品牌。除品牌官方广告外，B 站还推出了官方的商业接单平台“花火商单系统”，帮助 UP 主实现变现，花火是一个官方为 UP 主和品牌商服务的商业平台，提供系统报价，接单标准化流程，帮助 UP 主实现收入的广告平台。7 月上线后，在没有限流的情况下有超过 8000 个 UP 入驻这个平台，而且 GMV 也表现不错。

战投欢喜传媒获得旗下影视作品及新作的独家播放权：

8 月 31 日，公司宣布以 5.13 亿港元战略投资欢喜传媒（1003.HK），交易完成后公司将持有欢喜传媒扩股后总股本约 9.90% 的股份。此次合作达成后，公司将获得欢喜传媒旗下既有影视作品及新作的独家外部播放权，具体而言包括张一白执导新网剧《疯犬少年的天空》三季度将在 B 站同步上线，定档国庆并由陈可辛执导的电影《夺冠》在影院下映后也将在 B 站同步播放。另外，未来双方还将围绕影视剧播出、影视 IP 衍生开发等进行一系列深入合作。我们认为此次是公司再一次破圈的尝试，公司过去是中国最大的二次元文化社区平台，是年轻人的聚集地，深受 Z 世代用户群体喜爱。但是随着公司内容逐渐丰富，内容已经不仅仅是二次元单一属性，内容范畴已经越来越多样化。而欢喜传媒是由一群知名导演和业内人士创办的影视公司，旗下拥有强大的导演阵容和丰富的影视作品。疫情期间，欢喜传媒将旗下作品从线下影院转向线上平台免费上映，进一步向互联网靠拢。此次合作使得 B 站获得了一些影视作品的版权，丰富了 B 站平台的内容，能够产生一定资源互补。

公司未来发展展望：

目前公司社区成长规模速度超过我们预期，因此未来公司主要关注点在于收入提升速度及活跃用户增长，相信平台内容多元化及更多的商业化模式将进一步提升用户商业价值：

- 月活跃用户数量进一步提升，平台内容逐渐从 ACG 向多元素过渡，2020 年月活跃用户达到 2.2 亿；
- 付费用户数持续提升，预计 2020 年将达到 1700 万；
- 广告业务及直播业务高增速持续保持；
- 由于社区推广及研发投入，公司短期依然无法扭亏。

商业化程度不断提升，维持买入评级：

目前公司用户保持较高活跃度，用户红利还未见顶，另外 AI 算法提升、内容多元化、商业化模式成熟让 B 站付费率继续提升并创下新高。我们认为 B 站商业化程度仍然刚起步，庞大且活跃的年轻用户群体让公司游戏、直播、广告业务有无穷潜力。由于目前公司内容已经完成升级，只差引入合适的用户群体，因此短期仍以获取新用户为首要目标，高强度推广投入让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 55 亿美元（21 年 10 倍 PS 估值），游戏业务估值 73 亿美元（21 年 35 倍 PE），广告业务 49 亿美元（21 年 15 倍 PS），电商及其他业务 7 亿美元（21 年 5 倍 PS），合计 184.6 亿美元，对应目标价 57.1 美元，相较于现价预计有 21% 的升幅，重申“买入”评级。

表 1：视频娱乐上市公司估值对比（美元）

代码	公司名称	年初至今涨跌	市值 (亿美元)	EPS				PE				PB			
				2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
IQ US	爱奇艺	-28.39%	121.05	(1.99)	(1.60)	(0.77)	(0.26)	N/A	N/A	N/A	N/A	11.27	24.57	42.02	21.94
NFLX US	奈飞公司	33.86%	1918.65	4.26	6.91	9.42	12.32	78.35	63.14	46.30	35.41	18.73	17.87	13.00	9.13
NTES US	网易公司	23.75%	518.84	23.17	17.23	19.68	22.96	20.81	23.33	20.44	17.51	4.56	4.82	4.07	3.45
YY US	欢聚集团	10.10%	49.95	6.15	3.61	5.49	7.04	97.62	17.62	11.56	9.02	0.89	1.17	1.10	0.98
MOMO US	陌陌科技	-41.52%	44.06	2.01	2.17	2.75	3.01	17.19	9.72	7.67	7.01	3.60	2.48	1.69	1.34
HUYA US	虎牙	-11.17%	37.51	0.31	0.67	0.99	1.26	61.88	25.51	17.27	13.63	3.16	2.82	2.42	2.04
TME US	Tencent Music	-3.27%	203.65	0.17	0.38	0.50	0.62	67.46	32.15	24.09	19.73	6.29	3.39	3.02	2.72
DOYU US	斗鱼	-13.33%	24.16	0.29	0.39	0.57	0.75	34.28	19.56	13.47	10.11	0.27	2.22	1.91	1.62
WB US	新浪微博	-33.99%	74.94	2.19	2.13	2.61	2.93	18.89	15.57	12.68	11.28	4.57	2.50	2.10	1.63
平均								49.56	25.83	19.18	15.46	5.93	6.87	7.93	4.98

资料来源：BLOOMBERG，国元证券经纪(香港)整理

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>					
	2018年 历史	2019年 历史	2020年 预测	2021年 预测	2022年 预测
收入	4,128.9	6,777.9	10,078.2	13,185.1	16,612.9
成本	(3,273.5)	(5,587.7)	(8,333.1)	(9,799.4)	(11,567.7)
毛利	855.4	1,190.2	1,745.2	3,385.7	5,045.1
销售费用	(585.8)	(1,198.5)	(1,995.5)	(1,845.9)	(2,159.7)
研发费用	(537.5)	(894.4)	(1,108.6)	(1,450.4)	(1,661.3)
管理费用	(461.2)	(592.5)	(856.6)	(1,041.6)	(1,246.0)
营运利润	(729.0)	(1,495.2)	(2,215.6)	(952.2)	(21.8)
其他收入	93.5	227.5	170.9	179.5	188.4
税前利润	(635.5)	(1,267.7)	(2,044.6)	(772.7)	166.7
所得税	(26.0)	(35.9)	(100.8)	(131.9)	(166.1)
净利润	(661.5)	(1,303.6)	(2,145.4)	(904.6)	0.5
优先股价值变动	(64.6)	0.0	0.0	0.0	0.0
少数股东损益	13.3	14.6	0.0	0.0	0.0
增长					
收入增长 (%)	67.3%	64.2%	48.7%	30.8%	26.0%
净利润 (%)	N/A	N/A	N/A	-57.8%	N/A

资产负债表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>					
	2018年 历史	2019年 历史	2020年 预测	2021年 预测	2017年 历史
现金及等价物	3,540.0	4,962.7	1,802.1	883.2	1,030.6
定期存款	749.4	1,844.6	1,844.6	1,844.6	1,844.6
短期投资	945.3	1,260.8	1,260.8	1,260.8	1,260.8
应收账款	324.4	744.8	1,107.5	1,448.9	1,825.6
预付及其他资产	990.9	1,511.2	2,247.0	2,939.7	3,704.0
流动资产	6,550.0	10,324.1	8,262.0	8,377.2	9,665.6
固定资产	394.9	516.1	759.3	903.2	1,089.6
制作成本	204.2	443.5	661.5	777.8	918.2
无形资产	1,419.4	1,657.3	2,060.8	2,525.4	3,036.4
商誉	941.5	1,012.0	941.5	941.5	941.5
长期投资	980.0	1,251.1	1,251.1	1,251.1	1,251.1
总资产	10,490.0	15,204.2	13,936.1	14,776.2	16,902.4
应付账款	1,307.6	1,904.0	2,839.6	3,339.2	3,941.8
应付职工薪酬	246.8	355.9	462.7	601.5	782.0
应交税费	38.5	67.9	272.3	280.0	278.4
递延收入	985.1	1,369.0	2,035.6	2,663.1	3,355.5
应计负债及其他	670.4	670.4	670.4	670.4	670.4
应付关联方款项	50.3	0.0	0.0	0.0	0.0
总负债	3,298.8	4,367.3	6,280.6	7,554.3	9,028.1
夹层股权	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股东权益	7,191.2	7,541.8	4,048.0	3,614.3	4,266.9
非控股权益	240.4	584.0	584.0	584.0	584.0

财务分析

	2018年 历史	2019年 历史	2020年 预测	2021年 预测	2022年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	20.7%	17.6%	17.3%	25.7%	30.4%
EBIT率 (%)	-17.7%	-22.1%	-22.0%	-7.2%	-0.1%
净利率 (%)	-16.0%	-19.2%	-21.3%	-6.9%	0.0%
ROE	-9.2%	-17.3%	-53.0%	-25.0%	0.0%
营运表现					
费用/收入 (%)	38.4%	39.6%	39.3%	32.9%	30.5%
实际税率 (%)	-4.1%	-2.8%	-4.9%	-17.1%	99.7%
应收账款天数	28	40	40	40	40
应付账款天数	146	124	124	124	124
财务状况					
负债/权益	0.46	0.58	1.55	2.09	2.12
收入/总资产	0.39	0.45	0.72	0.89	0.98
总资产/权益	1.46	2.02	3.44	4.09	3.96
商誉/总资产	9.0%	6.7%	6.8%	6.4%	5.6%
现金/总资产	33.7%	32.6%	12.9%	6.0%	6.1%

现金流量表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>					
	2018年 历史	2019年 历史	2020年 预测	2021年 预测	2022年 预测
利润	(565.0)	(1,303.6)	(2,145.4)	(904.6)	0.5
物业及设备折旧	99.7	130.3	191.7	228.1	275.1
无形资产摊销	542.7	1,251.4	1,376.6	1,238.9	1,362.8
股权激励费用	181.2	172.6	256.6	335.7	422.9
坏账准备计提	10.9	25.0	37.2	48.7	61.4
汇兑亏损	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0
投资公允价值变动	(144.2)	0.0	0.0	0.0	0.0
运营资本变化	611.4	302.8	390.8	(18.3)	85.0
经营活动现金流	737.3	578.5	107.4	928.5	2,207.7
购买物业及设备	(293.6)	(121.2)	(243.2)	(143.9)	(186.5)
购买无形资产	(1,040.1)	(1,720.7)	(1,548.6)	(1,703.5)	(1,873.8)
投资活动	(1,862.7)	(1,681.8)	0.0	0.0	0.0
投资活动现金流	(3,196.4)	(3,523.7)	(1,791.8)	(1,847.4)	(2,060.3)
融资活动现金流	4,974.8	2,891.6	0.0	0.0	0.0
汇兑变化	261.4	0.0	0.0	0.0	0.0
现金变化	2,777.1	(53.6)	(1,684.4)	(918.9)	147.4
期初持有现金	762.9	3,540.0	3,486.5	1,802.1	883.2
期末持有现金	3,540.0	3,486.5	1,802.1	883.2	1,030.6

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。本报告清晰准确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。