

买入

版号发放提振游戏业务，新内容打开广告业务增长空间

哔哩哔哩 (BILI.US)

2022-4-25 星期一

投资要点

目标价: **28.1 美元**
 现价: 21.1 美元
 预计升幅: 33.5%

➤ 公司 Q4 业绩整体符合市场预期，月活用户预计将突破 3 亿：

公司四季度实现营收 57.81 亿元，同比增长 51%；净亏损 16.5 亿元，市场预期净亏损 17.3 亿元，调整后净亏损率-28.6%，亏损幅度好于市场预期。运营数据方面，四季度平台 MAU 达到 2.72 亿人，同比增长 35%；DAU 达到 7220 万人，同比增长 34%；付费用户人数达 2450 万人，同比增长 36.9%，12 个月用户留存率保持在 80% 以上。

重要数据

日期	2022-04-25
收盘价 (美元)	21.1
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

➤ Story Mode 引入将提升平台商业化水平：

公司在 2021 年推出 Story Mode 以满足用户碎片化阅读的需要。从数据上来看，用户对于 Story Mode 的接受程度较高，在 DAU 中的渗透率已经超过 20%，点赞比例达到了 30%。未来 Story Mode 将被完全融入到现在品类内容和社区当中的，渗透率未来应该将超过 50%。它将有进一步丰富公司广告投放场景，有利于平台创作者进行商业变现。

➤ 时隔多日版号再次发放，游戏业务将重现辉煌：

2022 年 4 月国家新闻出版署再次开始发放版号，此次共有 45 款游戏获得了版号，对行业景气有明显提振。而根据哔哩哔哩 2021 年新游戏发布会，一共公布了的 16 款在研产品，除了独代新游戏，自研游戏也首次亮相。相信游戏业务收入将随着版号发放常态化后，重新迎来高增长。另外我们预计未来游戏收入结构会有较大调整，自研游戏收入占比将超过 50%。

主要股东

腾讯	(12.40%)
陈睿	(14.20%)
阿里巴巴	(6.70%)
徐逸	(8.00%)

➤ 看好公司平台商业化提升机用户增长，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，Story Mode 引入创造更多 ad load，相信 2022 年至 2023 年将是公司商业化腾飞阶段。我们采用分部估值法给予公司合理估值 110 亿美元，对应目标价 28.1 美元，相较于现价预计有 33.5% 的升幅，维持“买入”评级。

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

截至12月31日财政年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
总营收 (百万元)	11,999	19,393	26,276	34,912	44,607
变动	77.03%	61.62%	35.50%	32.86%	27.77%
净利润 (百万元)	-2,637	-6,800	-6,523	-2,724	-714
EBIT (百万元)	-2,724	-6,420	-6,179	-2,297	-193
经营利润率	-22.70%	-33.11%	-23.51%	-6.58%	-0.43%
每股盈利 (元)	(7.5)	(17.8)	(16.7)	(7.0)	(1.8)
基于股价的市销率 (倍)	4.5	2.8	2.0	1.5	1.2

资料来源: 公司年报、国元证券经纪(香港)预测

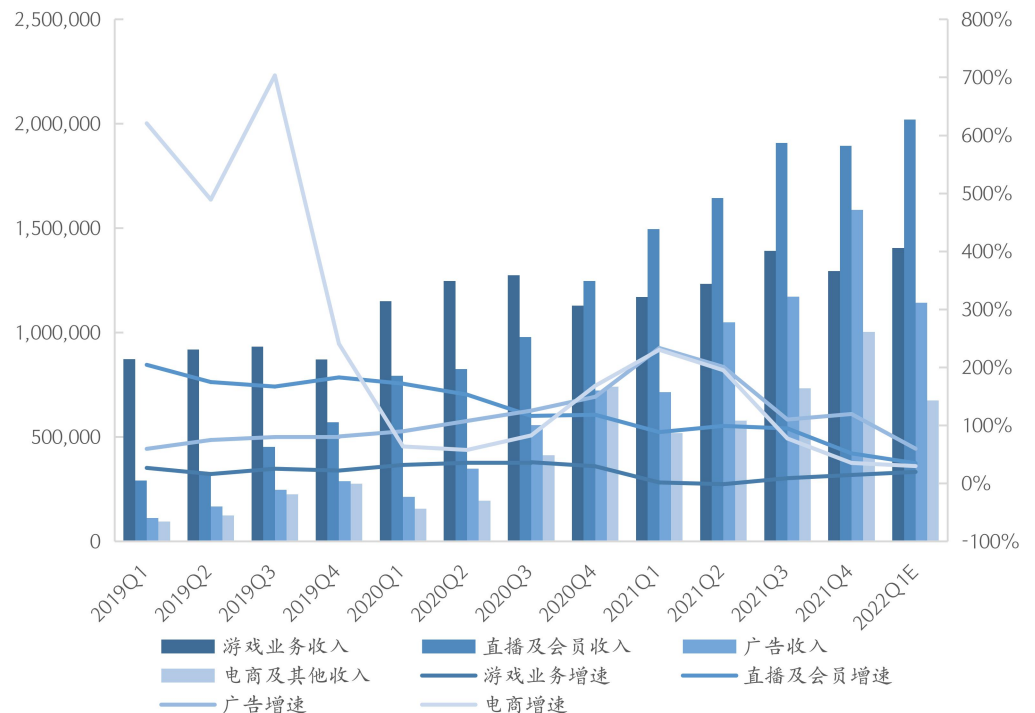
报告正文

公司 Q4 业绩整体符合市场预期，月活用户预计将突破 3 亿：

公司四季度实现营收 57.81 亿元，同比增长 51%；净亏损 16.5 亿元，市场预期净亏损 17.3 亿元，调整后净亏损率-28.6%，亏损幅度好于市场预期。运营数据方面，四季度平台 MAU 达到 2.72 亿人，同比增长 35%；DAU 达到 7220 万人，同比增长 34%；付费用户人数达 2450 万人，同比增长 36.9%，12 个月用户留存率保持在 80% 以上，我们预计公司 MAU 将在年中突破 3 亿水平。

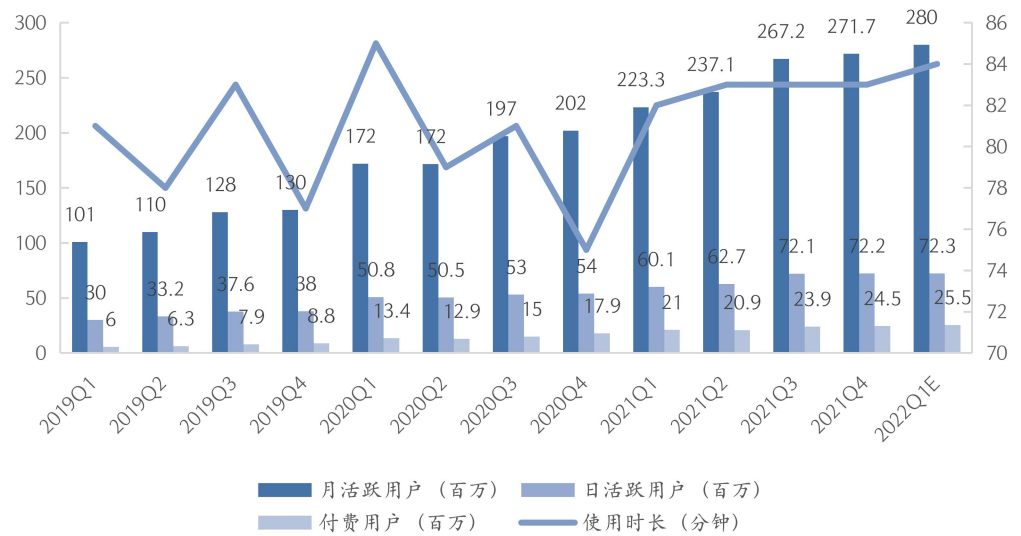
分业务来看，公司来自游戏业务的营收为 12.95 亿元，同比增长 14.7%，占比 22.4%。游戏业务的增长主要来源于四季度上线三款独家代理游戏，且专注于游戏开发和海外游戏市场开拓；增值服务（直播和大会员）收入为 18.95 亿元，同比增长 52%，占比 32.8%。得益于平台内容生态驱动的增长模型，四季度付费用户同比增长 37%，超过 MAU 增速，2021 年全年月度平均付费率达到 9%；此外，Q4 广告收入为 15.88 亿元，同比增长 120%，占比 27.5%。广告收入已成为公司第二大收入来源，也是收入增长的主要增长引擎。2021 年花火平台吸引 2.2 万 UP 主进入花火平台，入驻品牌已超过 4200 个，复投率达到 75%。未来 Story Mode 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。

图 1：公司四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：社区平台规模快速增长，提前完成年初目标



资料来源：公司年报、国元证券经纪(香港)整理

Story Mode 商业化策略的实施：

公司在 2021 年推出 Story Mode 以满足用户碎片化阅读的需要，同时开始与其他短视频平台竞争用户碎片化时间。Story Mode 是轻消费和碎片化消费的一个延伸，产品形式与抖音相似，大部分的视频是分钟级的视频。公司在用户界面上并没有将 Story Mode 单独分类，而是将各品类视频混为一体，让其自然出现在 B 站上。B 站的消费场景为多场景、多屏幕和多元化场景且不限于横屏或竖屏，所以 Story Mode 是多屏幕策略的补充。在内容的品类上，Story Mode 是 PUGV 生态的延展，大量 Story Mode 视频的创作者是 UP 主，就相当于创作者用另外一种方式进行创作。从数据上来看，用户对于 Story Mode 的接受程度较高，在 DAU 中的渗透率已经超过 20%，点赞比例达到了 30%。未来 Story Mode 将被完全融入到现在品类内容和社区当中的，渗透率将超过 50%。

关于商业化潜力，Story Mode 是一个基于移动设备垂直格式的产品，此类产品的商业化无论是在广告的分发上还是在直播流量已经相当成熟。但同时也是 B 站执行商业化战略的实施，它将有进一步丰富公司广告投放场景，有利于平台创作者进行商业变现，吸引更多优质 UP 主和流量，早日达到盈亏平衡点。

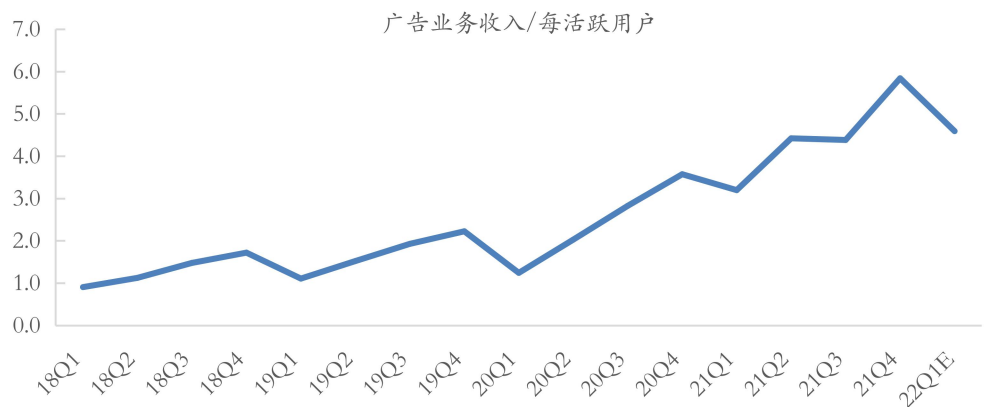
广告业务保持高速增长：

2021 年 Q4，公司广告业务营收达到 15.88 亿元，同比增长 120%，占比 27.5%且超越游戏成为第二大业务。增速贡献来源主要为数量和价值。用户数量方面，公司 MAU 一直保持高速增长态势，Q4 台 MAU 达到 2.72 亿人，同比增长 35%；

DAU 达到 7220 万人, 同比增长 34%; 海量的用户市场将会吸引更多的品牌方进驻, 2021 年花火平台吸引 2.2 万 UP 主进入花火平台, 入驻品牌已超过 4200 个, 复投率达到 75%。用户价值方面, 依托于 B 站丰富的消费场景和多元化的市场, 单个消费者能够在 B 站寻找其兴趣点和喜好商品, 拓宽其使用目的。所以随着用户的扩圈, 越来越多的行业广告主会进入平台, 比如说此前是游戏和 3C 数码为主要广告行业主, 而后食品饮料、美容美妆和汽车等行业也成为主要行业。

除此之外, 在传统的专业制作内容量快速增长的同时, 新扩展的电视屏幕和 Story Mode 也在快速增长, 相当于有了更多的场景和视频内容可以去加入广告。B 站多场景、多屏幕的特性也有助于打通更多的广告场景。我们对公司广告未来的增长趋势保持乐观。

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

继续看好公司用户增长及商业化提升, 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, Story Mode 引入创造更多 ad load, 相信 2022 年至 2023 年将是公司商业化腾飞阶段。我们采用分部估值法, 直播及增值业务估值为 66.7 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 20.4 亿美元(22 年 2 倍 PS), 电商及其他业务 22 亿美元(22 年 2 倍 PS), 合计 110 亿美元, 对应目标价 28.1 美元, 相较于现价预计有 33.5% 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	2021年	2022年	2023年	2024年
	历史	历史	预测	预测	预测
收入	11,999	19,393	26,276	34,912	44,607
成本	-8,742	-15,341	-19,842	-23,594	-29,188
毛利	3,257	4,052	6,434	11,318	15,419
销售费用	-3,492	-5,795	-7,357	-8,030	-9,367
研发费用	-1,513	-2,840	-3,153	-3,142	-3,569
管理费用	-976	-1,838	-2,102	-2,444	-2,676
营运利润	-2,724	-6,420	-6,179	-2,297	-193
其他收入	140	-284	-82	-78	-74
税前利润	-2,584	-6,704	-6,260	-2,375	-267
所得税	-53	-95	-263	-349	-446
净利润	-2,637	-6,800	-6,523	-2,724	-714
经调整利润	-2,163	-5,669	-5,311	-1,403	729
增长					
收入增长 (%)	77.0%	61.6%	35.5%	32.9%	27.8%
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	2021年	2022年	2023年	2024年
	历史	历史	预测	预测	预测
现金及等价物	4,678	5,213	3,167	3,945	3,306
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	15,061
应收账款	1,054	1,382	1,873	2,489	3,180
预付及其他资产	1,931	4,848	6,569	8,728	11,152
流动资产	15,740	34,137	34,302	34,038	36,514
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	4,360	5,385	6,511
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	46,431	47,549	51,584
应付账款	3,074	4,361	5,641	6,707	8,297
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	3,584	4,762	6,085
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	14,588	17,221	20,639
长期负债	8,692	18,266	18,266	18,266	18,266
权益	7,782	19,000	13,577	12,062	12,679

财务分析

	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
	历史	历史	预测	预测	预测
盈利能力					
毛利率 (%)	27.1%	20.9%	24.5%	32.4%	34.6%
EBIT率 (%)	-22.7%	-33.1%	-23.5%	-6.6%	-0.4%
净利率 (%)	-22.0%	-35.1%	-24.8%	-7.8%	-1.6%
ROE	-33.9%	-35.8%	-48.0%	-22.6%	-5.6%
营运表现					
费用/收入 (%)	49.8%	54.0%	48.0%	39.0%	35.0%
实际税率 (%)	-2.1%	-1.4%	-4.2%	-14.7%	-166.8%
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	1.07	1.43	1.63
收入/总资产	0.50	0.39	0.57	0.73	0.86
总资产/权益	3.07	2.60	3.42	3.94	4.07
商誉/总资产	5.4%	4.7%	5.0%	4.9%	4.5%
现金/总资产	39.4%	26.0%	23.3%	16.3%	13.8%
现金流量表					
利润	-2,637	-6,800	-6,523	-2,724	-714
折旧及摊销	1,722	2,555	2,838	3,048	3,387
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	306	-142	303
经营活动现金流	1,170	-3,299	-2,280	1,391	4,307
购买物业及设备	-602	-1,112	-755	-674	-815
购买无形资产	-1,637	-3,103	-3,414	-3,755	-4,131
投资活动	-6,668	-19,097	4,402	3,816	0
投资活动现金流	-8,907	-23,313	233	-613	-4,946
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	-2,047	778	-639
期初持有现金	4,963	5,095	5,213	3,167	3,945
期末持有现金	5,095	5,629	3,167	3,945	3,306

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者考虑而独立做出的。

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>