

公司报告

2018-11-28 星期三

哔哩哔哩 (BILI.US) 评级: 推荐

更新报告

目标价: 17.00
现价: 14.94
预计升幅: 14.0%

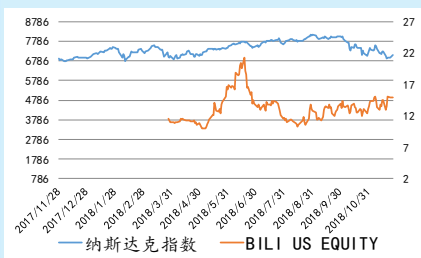
股本数据

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 16.74 %
腾讯控股 12.27 %
徐逸 10.17 %
黎瑞刚 9.94 %
林立军 7.03 %
IDG 5.93 %

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

直播及广告业务增长超预期 深度结合产业链上下游

投资要点:

直播及广告业务高速发展 平台货币化水平提升:

公司第三季度业绩表现稍微超预期,收入及活跃用户均保持高速增长。实现营收10.79亿元,同比增长48%,环比增长5%。目前平台总体月均活跃用户达到9270万,预计今年必将突破1亿大关。分业务来看,游戏收入环比下滑6%,主要是由于公司核心产品《FGO》收入特征存在季节性特征,而且计入收入存在滞后性,同时受版号政策导致新产品上市周期延长。直播及广告业务增速进一步提升,提升了公司整体货币化水平,直播业务用户及用户单价都有极大提升,广告业务中效果广告表现强劲,占广告业务收入比重40%以上,广告主数量已超过600家,而目前可投放的广告量相对于其他社区平台仍有很大的提升空间。明年预计随着《FGO》版本更新、版号重新放开新游陆续上线,基于平台拥有巨大活跃及年轻用户的属性,公司游戏收入将保持高速增长。而直播业务非常契合公司用户特征,一方面公司有数量庞大提供优质内容的活跃UP主,另一方面B站用户更乐于将他们的时间和金钱投资到符合他们生活方式和价值观的事物上去,业务仍有较高的天花板。预计未来三至五年公司总收入分部约50%来自游戏,30%来自广告业务,20%来自于直播业务。

深度结合产业链上下游 保持平台内容优质及用户活力:

三季度公司相继与行业巨头开展了多元化的深度投资与合作,腾讯以3.176亿美元现金入股公司,双方宣布将在动画、版权、游戏联运等ACG生态多领域展开广泛战略合作。相对于其他视频平台来说,公司在版权资金投入方面会弱势一些,因此双方将动画版权库开放除了能够提升平台自身竞争力外,也将有利于平台吸引更多用户,提升未来变现潜力。同时,公司与日本GREE社达成战略合作伙伴关系,双方将成立合资公司,共同开展手游业务和虚拟偶像业务。诸多举动皆符合公司以‘内容,社区和商业化’三点为核心的发展战略,持续提供以用户需求为导向的优质内容,保持平台生命力。

未来有较高货币化潜力 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,然而公司保持对内容的高投入,对产业链的投资,流量成本持续提升。因此短期内费用方面持续承压,但公司有较大货币化潜力,单用户价值仍有较大挖掘空间,提高目标价至17.0美元,对应2018年PS8倍,有14%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	4,012.8	5,872.5	8,708.7
变动	299.5%	371.7%	62.6%	46.3%	48.3%
净利润 (百万元)	(911.5)	(183.8)	(404.2)	(141.2)	177.8
变动		79.84%	-119.98%	65.06%	225.87%
EBIT (百万元)	(894.7)	(224.3)	(365.7)	(84.1)	263.1
经营利润率	-170.97%	-9.09%	-9.11%	-1.43%	3.02%
每股盈利 (元)	N/A	N/A	-1.45	-0.51	0.64
基于股价的市销率 (倍)	54.6	11.6	7.1	4.9	3.3

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	年初至今 涨跌幅	市值(亿)	EPS				PE				PB				PS
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E	2018E
IQ US	爱奇艺	10.60%	145.46	3.20	(13.18)	(8.59)	(4.51)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	17.43	115.29	N/A	3.11
HUYA US	虎牙	9.03%	34.44	N/A	1.95	3.62	5.93	N/A	67.90	36.53	22.32	N/A	5.44	5.15	4.31	3.46
NTES US	网易公司	-33.35%	302.03	91.71	73.59	91.22	107.50	27.62	24.47	19.74	16.75	6.45	3.95	3.45	2.97	2.01
CYOU US	畅游有限公司	-50.01%	9.60	16.19	13.81	15.49	15.96	11.17	10.32	9.20	8.93	1.45	1.28	1.17	1.08	2.98
799 HK	IGG	11.61%	120.80	0.92	1.22	1.35	1.42	9.22	7.76	7.00	6.69	6.26	4.13	3.04	2.44	1.42
1980 HK	天鸽互动	-33.93%	51.59	0.28	0.37	0.37	N/A	20.89	11.66	11.66	N/A	2.40	N/A	N/A	N/A	5.36
YY US	欢聚时代	-40.59%	42.64	47.38	56.25	62.30	73.03	18.24	9.35	8.44	7.20	4.18	1.96	1.59	1.30	1.66
MOMO US	陌陌科技	22.71%	61.43	12.67	18.91	24.24	30.50	15.73	12.43	9.70	7.71	4.71	5.36	3.68	2.79	1.73
WB US	新浪微博	-42.73%	132.22	12.52	20.81	27.14	35.81	67.00	22.27	17.08	12.95	19.32	6.67	4.83	3.59	7.23
平均								24.26	14.04	11.83	10.04	6.40	3.89	2.96	2.36	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	4,012.8	5,872.5	8,708.7
成本	(772.8)	(1,919.2)	(3,022.1)	(4,136.1)	(5,954.9)
毛利	(249.5)	549.2	990.7	1,736.3	2,753.8
销售费用	(102.7)	(232.5)	(417.3)	(604.9)	(818.6)
研发费用	(91.2)	(280.1)	(497.6)	(728.2)	(1,079.9)
管理费用	(451.3)	(260.9)	(441.4)	(487.4)	(592.2)
营运利润	(894.7)	(224.3)	(365.7)	(84.1)	263.1
其他收入	(13.6)	49.4	1.6	1.6	1.7
税前利润	(908.4)	(174.9)	(364.1)	(82.5)	264.9
所得税	(3.1)	(8.9)	(40.1)	(58.7)	(87.1)
净利润	(911.5)	(183.8)	(404.2)	(141.2)	177.8
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%	62.6%	46.3%	48.3%
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	3,136.9	3,112.5	3,452.9
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	662.6	958.6	1,410.1
预付及其他资产	185.4	477.3	775.9	1,135.4	1,683.8
流动资产	1,400.8	2,153.1	5,065.7	5,696.8	7,037.1
固定资产	51.0	186.4	267.4	331.4	409.5
制作成本	4.4	20.8	32.7	44.8	64.5
无形资产	282.5	426.3	1,030.6	1,235.5	1,420.1
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	7,337.8	8,249.8	9,872.5
应付账款	316.9	596.5	939.3	1,285.5	1,850.8
应付职工薪酬	57.3	148.6	193.2	251.1	326.5
应交税费	11.0	25.0	79.6	92.0	52.3
递延收入	218.4	572.8	931.2	1,362.8	2,021.0
应付负债及其他	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	2,271.4	3,119.6	4,378.6
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)	5,066.3	5,130.3	5,493.9
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%	24.7%	29.6%	31.6%
EBIT率 (%)	-171.0%	-9.1%	-9.1%	-1.4%	3.0%
净利率 (%)	-174.2%	-7.4%	-10.1%	-2.4%	2.0%
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%	-11.0%	-71.2%	32.9%
应收账款天数	80	62	59	59	58
应付账款天数	27	28	23	22	20
财务状况					
负债/权益	-0.47	-0.72	0.45	0.61	0.80
收入/总资产	0.24	0.71	0.55	0.71	0.88
总资产/权益	-1.64	-1.79	1.45	1.61	1.80
商誉/总资产	2.4%	1.5%	0.7%	0.6%	0.5%
现金/总资产	17.9%	22.0%	42.8%	37.7%	35.0%

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)	(404.2)	(141.2)	177.8
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	4.4	6.5	9.6
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	292.6	140.4	299.4
营运现金流	(199.0)	464.6	193.7	244.4	603.1
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)	(604.4)	(204.8)	(184.6)
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)	(939.7)	(268.8)	(262.7)
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	2,374.0	(24.4)	340.4
期初持有现金	689.7	387.2	762.9	3,136.9	3,112.5
期末持有现金	387.2	762.9	3,136.9	3,112.5	3,452.9

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>