

2019年11月19日

用户“数量+活跃度”同步提升，收入结构趋向多元化

增持（维持）

证券分析师 张良卫

执业证号：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

研究助理 郭天瑜

guoty@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,129	6,321	9,476	13,840
同比(%)	67.3%	53.1%	49.9%	46.1%
Non-GAAP 归母净利润(百万元)	159	463	704	1386
同比(%)	-2.0%	191.2%	52.0%	96.9%
Non-GAAP 每股收益(元/股)	0.5	1.4	2.2	4.3
P/E(倍)	225.5	80.4	52.9	26.9

投资要点

■ **事件：**哔哩哔哩 19Q3 实现营业收入 18.59 亿元 (+yoy 72.3%)；毛利率提升至 18.9%，Non-GAAP 净利润为 -3.4 亿元。公司收入结构趋向多元化，19Q3 游戏，广告，直播及增值服务和其他业务占比分别为 50%，24%，13%和 12%。

■ **收入结构改善显著，游戏业务有望保持快速发展。**19Q3 游戏业务实现营业收入 9.3 亿 (+yoy 25%)，头部游戏《FGO》连续三年保持快速发展，2019.09 连续三次登顶中国 APP Store 游戏榜首；未来，哔哩哔哩游戏产品储备丰富（约 30 款游戏储备，其中 8 款获得版号），同时考虑公司在二次元用户方面占据领先优势，据艾瑞咨询统计，至 2023 年，国内 ACG 游戏市场可达 600 亿+规模，我们认为公司在实现多元化收入结构的同时，游戏业务将依旧保持快速发展。

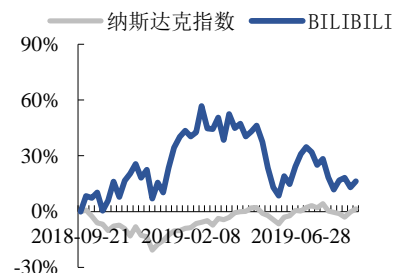
■ **用户“质量+数量”同步提升，反哺平台内容创作生态：**截至 19Q3，哔哩哔哩 MAU 为 1.28 亿 (+yoy 38%)，DAU 为 3760 万 (+yoy 40%)；日均视频播放量达 7.25 亿次，月均互动数达 25 亿次；正式会员 6200 万 (+yoy 46%)。随着用户规模，互动性和留存提升，带动平台内容品类同步扩张，19Q3 月均活跃 UP 主达 110 万 (+yoy 93%) 及其投稿量为 310 万 (+yoy 83%)，主要得益于 B 站通过提供健全的服务体系，创建收益共享机制和 UP 主激励计划等计划，并且在考察原创内容的流行度、用户的喜爱度、内容垂直度等方面的表现后，提供例如广告机会、线下商业活动、现金激励等促进优秀 UP 主的持续创作。

■ **直播&Vlog：**视频内容自然衍生，未来成长可期。哔哩哔哩作为国内优质的原创视频平台，同时聚集大量年轻用户，直播和 Vlog 均为其平台内容自然衍生的产品，可持续依靠优质原创内容吸引直播观众，同时，较为健康的工会分成也有助于公司提升直播业务毛利率；增值服务方面，截至 19Q3 大会员数量 610 万，除优质多元的社区高质量内容，哔哩哔哩也联手 QQ 音乐等平台达成的联合会员活动，进一步扩充大会员的生态体系。

■ **盈利预测与投资评级：**考虑公司作为国内独特的视频社区及其用户数量快速增长，且各项业务均处于快速发展阶段，预计公司 2019-2020 年收入为 63.21/94.76/138.4 亿元，增速为 53%/50%/46%，Non-GAAP 净利润为 4.63/7.04/13.86 亿元，对应 EPS 为 1.4/2.2/4.3，维持“增持”评级。（以 2019.11.18 收盘价为基准）（汇率：1 人民币=0.1424 美元）

■ **风险提示：**游戏政策风险，直播行业监管风险，用户增长不及预期，原创内容增长不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(美元)	16.38
一年最低/最高价	12.66/21.5
市净率(倍)	4.43
流通美股市值(百万美元)	3899.42

基础数据

每股净资产(美元)	3.3
资产负债率(%)	49.02
总股本(百万股)	323.42
流通美股(百万股)	238.06

相关研究

1,《哔哩哔哩 (BILI.O): UGC 视频垂直领导者,“用户+文化”共建护城河》2019-09-19

哔哩哔哩三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
非流动资产	3,940	5,101	8,063	12,502	营业收入	4,129	6,321	9,476	13,840
固定资产-物业及设备	395	566	1,895	2,768	营业成本	3,273	4,425	6,444	8,996
制作成本	204	316	569	969	毛利	855	1,896	3,032	4,844
商誉	941	729	1,150	2,144	销售费用	-586	-885	-1,232	-1,661
无形资产	1,419	2,225	2,743	4,546	一般及行政费用	-461	-632	-948	-1,384
长期投资	980	1,264	1,706	2,076	研发费用	-537	-632	-758	-1,107
流动资产	6,550	9,707	8,831	7,701	营业利润	-729	-253	95	692
现金及等价物	3,540	6,160	4,082	1,179	投资收益	96	133	193	180
定期存款	749	576	864	1,678	利息收入	69	126	190	208
应收账款	324	442	569	692	其他收益净额	26	32	47	69
预付账款及其他流动资产	991	1,264	1,421	1,384	除税前盈利	-539	38	525	1,149
短期投资	945	1,264	1,895	2,768	所得税开支	-26	-354	-644	-900
资产总计	10,490	14,807	16,894	20,204	净利润(含少数股东权益)	-565	-316	-119	249
流动负债	3,299	4,425	6,633	9,688	少数股东权益	13.3	7.9	-3.0	6.2
非流动负债	0	3,500	3,500	3,500	归属母公司净利润	-616	-308	-122	255
负债合计	3,299	7,925	10,133	13,188	Non-GAAP 归母净利润	159	463	704	1,386
少数股东权益	240	77	100	139	EBITDA	-86	639	1,297	2,382
归属母公司权益合计	6,951	6,806	6,660	6,877	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债和股东权益合计	10,490	14,807	16,894	20,204	每股收益(元)	-2.0	-1.0	-0.4	0.8
					Non-GAAP 每股收益(元)	0.5	1.4	2.2	4.3
					每股净资产(元)	23.1	21.3	20.9	21.7
					发行在外股份(百万股)	312	323	323	323
					ROE(%)	-7.9%	-4.6%	-1.8%	3.6%
					毛利率(%)	20.7%	30.0%	32.0%	35.0%
					销售净利率(%)	-13.7%	-5.0%	-1.3%	1.8%
					资产负债率(%)	31.4%	53.5%	60.0%	65.3%
					收入增长率(%)	67.3%	53.1%	49.9%	46.1%
					净利润增长率	207.4%	44.1%	62.2%	308.6%
					Non-GAAP 净利润增长率(%)	-2.0%	191.2%	52.0%	96.9%
					Non-GAAP P/E	225.5	80.4	52.9	26.9
					P/B	5.0	5.4	5.5	5.3
					EV/EBITDA	-414.2	61.0	33.4	20.7

数据来源：公司财报，Wind，东吴证券研究所（以2019.11.18收盘价为基准）（汇率：1人民币=0.1424美元）

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

