

哔哩哔哩 (BILI) 4Q18 业绩点评：非游戏收入贡献加强，联手腾讯+阿里提升长期变现空间

【事件】

- 1) 哔哩哔哩发布 4Q18 财报，季度营业收入 11.55 亿元，超出前次指引上限 6.9% (前次指引 10.4~10.8 亿元)，同比增长 57%，环比增长 7.1%；non-GAAP 净损失 1.52 亿元，non-GAAP 净利率-13%。截至 4Q18 末，公司账上现金及现金等价物余额 43 亿元，较 3Q18 末大幅增加约 14.3 亿元。
- 2) 2018 全年，哔哩哔哩实现营业收入 41 亿元，同比大幅增长 67%；non-GAAP 净损失 3.77 亿元，相较 2017 年的 1.01 亿元亏损幅度扩大。
- 3) 预计 1Q19 营业收入 12.7 亿元~12.9 亿元，对应同比增幅 46.3%~48.6%，环比增幅 10.0%~11.6%。

【点评】

1、四季度营收超前期指引上限 7%，季度亏损幅度环比收窄。

1) **营业收入**：四季度公司营业收入同比、环比分别增长 57%和 7.1%；其中，游戏、直播&VAS、广告、电商和其他业务收入分别同比增长 15%、276%、302%和 254%。分业务占比来看，受直播&VAS、广告、电商等业务的快速发展，以及进口游戏版号暂停发放的影响，游戏业务收入占比已由 1Q18 的 79.3%降至 4Q18 的 61.7%。中长期来看，公司目标游戏收入占比 50%，广告收入占比 30%，其他占比 20%，收入结构将进一步向多元化方向努力。

- **游戏业务**：国产游戏版号重启发放以来，哔哩哔哩旗下《魂雪黑阳》已获版号，4Q18 推出站内 IP 改编游戏《时之歌》并获良好口碑。公司独代的主力游戏《FGO》受益于篇章更新和新角色推出，流水收入 2 月激增。目前储备产品中，有独代游戏超 30 款，联运游戏超 100 款，其中有一款独代和两款联运游戏已拿到版号，计划 2Q19 上线。游戏业务方面，我们预计 B 站与腾讯的合作也将得以加深。
- **广告业务**：季度环比增速有所下降，4Q18 信息流广告收入占比已接近四成。
- **直播&VAS**：受益于直播、会员付费用户数增加，货币化能力进一步提升。
- **电商&其他**：环比增幅达 187.6%，主要受益于电商平台销售的增长。

2) **毛利率**：4Q18 综合毛利率为 17.0% (扣除股权激励相关成本后为 17.5%)，同比下降 6.9pct，环比下降 1.0pct，较高的收入分成成本和内容投入使得毛利率持续承压。4Q18 公司收入分成成本约 4.34 亿元，同比增加 54%，环比持平。我们预计公司仍将在漫画、虚拟偶像 (洛天依)、自制动画和纪录片等内容方向加大投入，短期毛利率仍将承压。

互联网传媒

维持

买入

崔碧玮

cuibiw@cs.com.cn

18510249707

执业证书编号：S1440518090002

武超则

wuchaoze@cs.com.cn

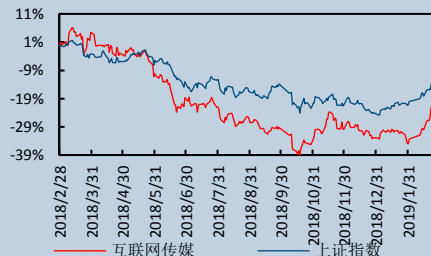
010-85156318

执业证书编号：S1440513090003

香港执业证书编号：BEM 208

发布日期：2019 年 03 月 04 日

市场表现



相关研究报告

3) 费用率: 4Q18, 公司销售费率、管理费率和研发费率合计 42.1% (扣除股权激励相关成本后为 39.4%), 依然维持高位。考虑到公司在游戏推广、用户拉新等方面仍将加大投入, 预计 2019 年销售及推广费用占收入比仍将维持在约 15% 的较高水平 (存在季节性波动, 一季度、三季度销售及推广费用率相对较高)。

4) 净损益: 4Q18 公司 non-GAAP 净损益-1.52 亿元, 同比 4Q17 的-0.25 亿元显著扩大, 但环比相较 3Q18 的-2.03 亿元有所收窄。目前公司在内容投入、用户拉新、社区生态建设上仍在持续发力, 考虑到进口游戏版号尚未开放, 且广告、直播、电商等业务尚处于较早发展阶段, 我们预计公司短期内仍将持续亏损状态。

5) 1Q19 指引: 公司预计 1Q19 营业收入 12.7~12.9 亿元, 对应同比增幅 46.3%~48.6%, 环比增幅 10.0%~11.6%。公司主力游戏《FGO》在一季度强势爆发, 对收入形成显著提振。

2、平均月活与月付费用户数环比持平, 四季度表现“淡季不淡”。

1) 用户规模: 4Q18 公司 MAU 达到 9280 万人 (+29% YoY, +0.1% QoQ), 其中移动端 MAU 达到 7950 万人 (+37% YoY, -0.6% QoQ), 移动端 MAU 占比由第三季度的 86.3% 微降至 85.7%。同时, B 站正式会员数在 Q4 达到 4500 万人 (+44% YoY), 核心社区用户规模持续扩张。用户增长仍是哔哩哔哩目前重要的运营目标, 近半年新增用户中, 二线及以下城市占比有所提高。维持 2019 年 MAU 达到 1.1~1.2 亿, 2020 年达到 1.4~1.5 亿人的目标不变, 较 2018 年末仍有约 60% 的增长空间。

2) 用户参与度: 社区活跃度维持高位。4Q18 公司月活跃 UP 主数量同比增长 143% 达到 57 万人, UP 主视频投稿数量同比增长 148% 达到 171.6 万份, 万粉以上 UP 主数量同比增长 81%, 日均视频浏览量同比增长 107% 达到 4.36 亿次, 用户月均参与互动次数同比增长 298% 达到 10 亿次, PUGV 占平台总视频浏览量比例为 89%。四季度用户日均使用时长 (不含移动游戏时长) 为 78 分钟, 相较 3Q18 的 85 分钟略有下降。

3) 用户付费: 4Q18 全平台付费用户数达到 440 万, 同比、环比增幅分别达到 298% 和 26%, 其中移动游戏付费用户数达到 90 万, 同比增长 36%, 环比持平。在哔哩哔哩对优质细分品类内容、自制内容和会员生态建设的持续投入下, 平台用户付费意愿也在持续增强。

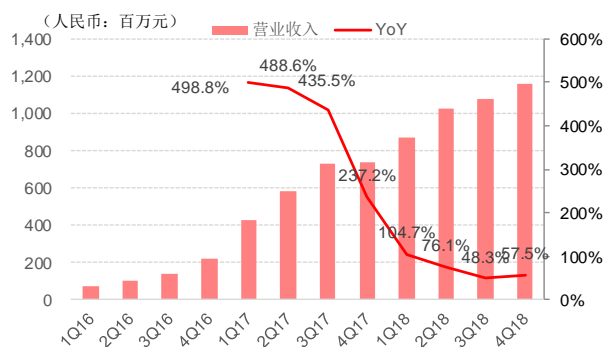
3、引入腾讯+阿里两大股东, 修炼内功提升长期多元变现空间。在商业变现方面, B 站一直以来表现的都相对克制, 其核心在于对其社区生态和用户体验的悉心维护。“以内容吸引用户, 用社区留住用户”的策略下, B 站一方面加大内容采购的投入 (如动画、纪录片、虚拟偶像) 以满足用户丰富的需求并吸引更多用户加入, 另一方面帮助为平台贡献近 90% 视频浏览量的内容创作者 (UP 主) 打通变现通路, 从而使整个社区围绕“用户-内容-UP 主”的闭环形成正向激励循环。陆续引入腾讯、阿里两大股东后, 哔哩哔哩将通过与腾讯在动漫、游戏领域加强合作, 并与淘系平台围绕内容电商进行拓展, 有助于 B 站进一步实现内容库的丰富化、增强游戏变现能力、为 UP 主打通电商变现通路并尝试探索电商广告。可以说, B 站与腾讯、阿里的战略合作有着“修炼内力”与增强变现能力的双重意义。

【风险】

进口游戏版号发放进度不及预期; 用户拉新成本增加; 既有游戏产品流水表现不及预期, 政策监管趋严等。

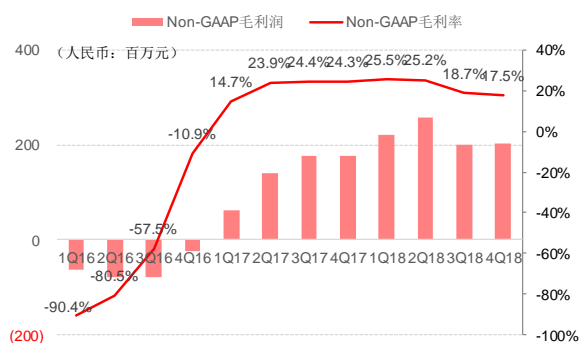
详细图表

图表1：哔哩哔哩单季度营业收入及增速



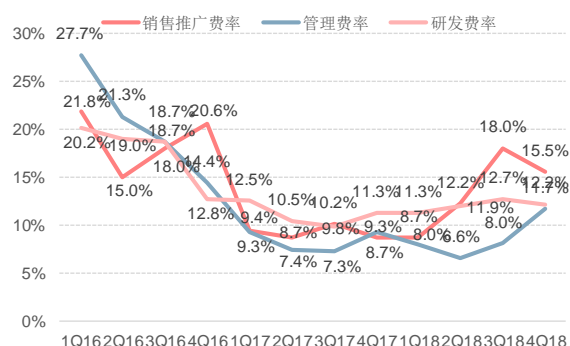
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表2：哔哩哔哩单季度 non-GAAP 毛利润及毛利率



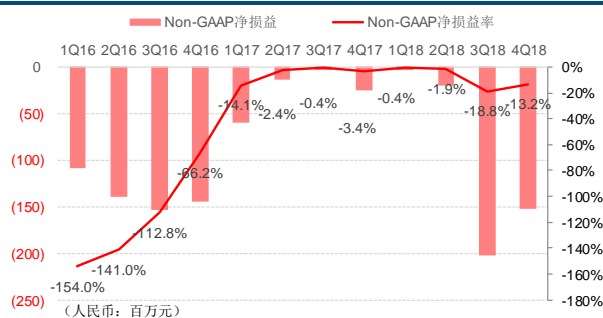
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表3：哔哩哔哩单季度运营费率 (non-GAAP 口径)



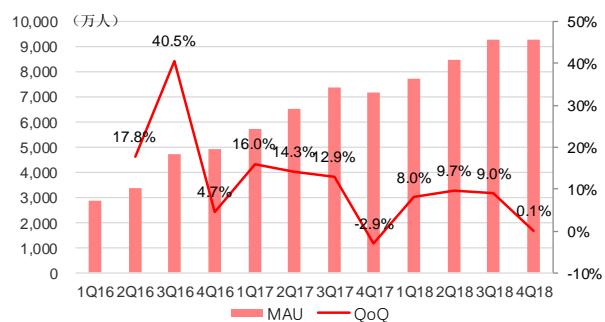
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表4：哔哩哔哩单季度 non-GAAP 净损益及损益率



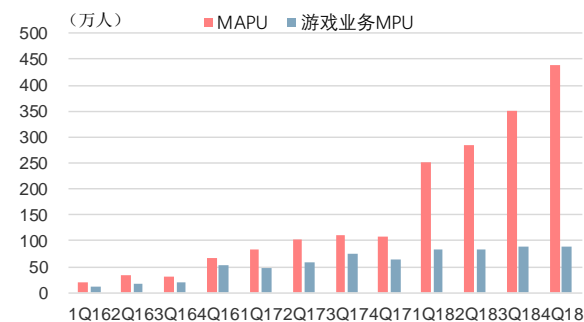
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表5：哔哩哔哩单季度 MAU



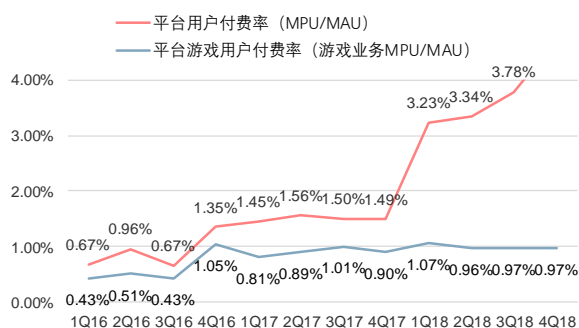
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表6：哔哩哔哩单季度 MPU 与游戏业务 MPU



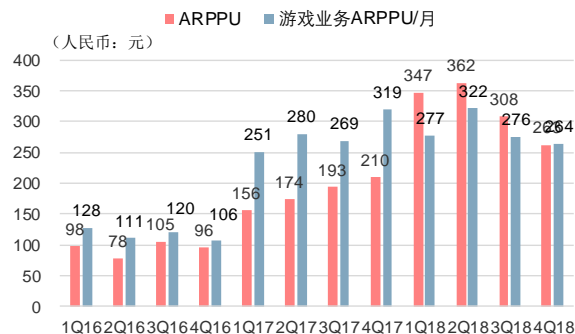
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表7：哔哩哔哩单季度付费率与游戏业务付费率



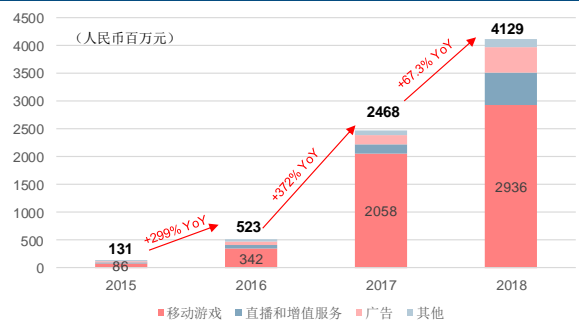
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表8：哔哩哔哩单季度 ARPPU 与游戏业务 ARPPU



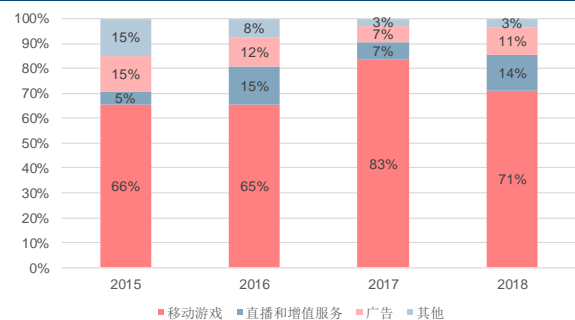
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表9：哔哩哔哩年度分业务收入



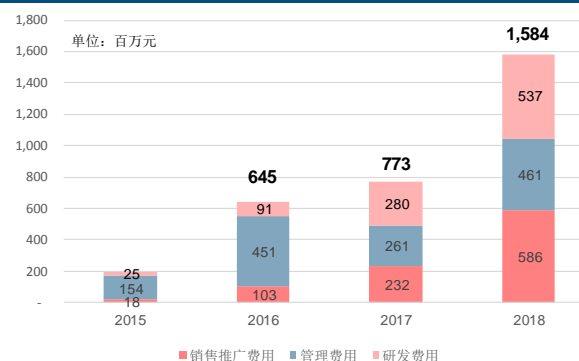
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表10：哔哩哔哩年度营业收入结构



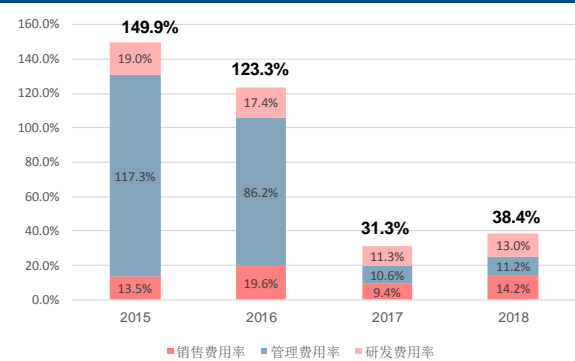
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表11：哔哩哔哩年度三项费用情况



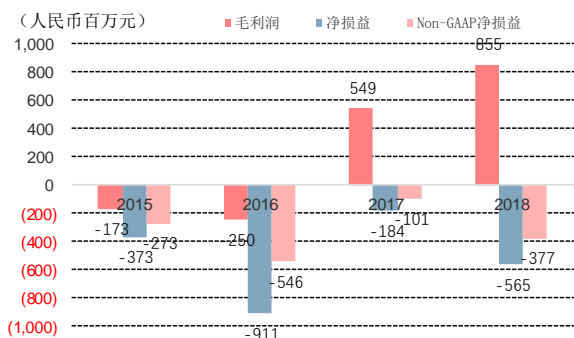
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表12：哔哩哔哩年度三项费用率



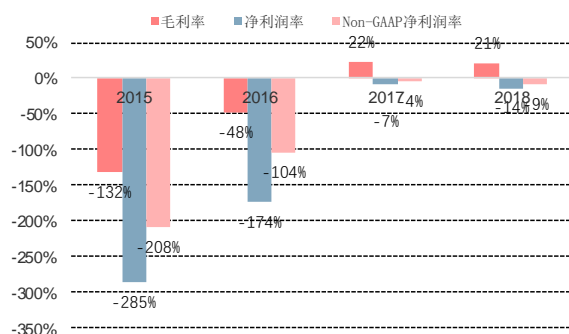
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表13: 哔哩哔哩年度毛利润、净损益、non-GAAP 净损益



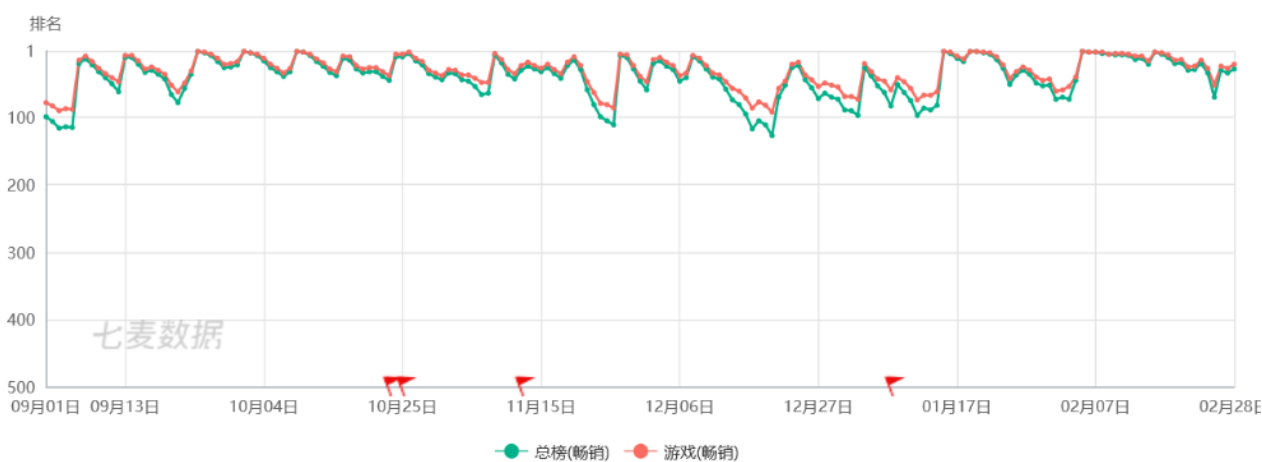
资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

图表14: 哔哩哔哩年度毛利率、净损益率、non-GAAP 净损益率



资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

图表15: 《FGO》iOS 畅销榜排名情况 (2018/9/1~2019/2/28)



资料来源: 七麦数据, 中信建投证券研究发展部

分析师介绍

崔碧玮：北京师范大学金融学本科，美国哥伦比亚大学国际金融硕士（MPA），曾任中金公司研究部互联网传媒行业研究助理，2018年4月加入中信建投证券研发部TMT传媒互联网团队，专注于游戏、影视院线、动漫行业领域。

武超则：通信行业首席分析师，TMT行业组长。专注于移动互联网、在线教育、云计算等通信服务领域研究。2013-2017年《新财富》连续五年最佳分析师通信行业第一名。2014年-2016年《水晶球》最佳分析师通信行业第一名、wind最佳分析第一名；2015年《金牛奖》最佳分析师通信行业第一名。

报告贡献人

刘京昭 18801173793 liujingzhao@csc.com.cn

研究服务

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn

高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

高雪 -64172825 gaoxue@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮琦 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

许敏 021-68821600-828 xuminzgs@csc.com.cn

深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

XU SHUFENG 0755-23953843

xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层（邮编：100010）

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大
厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心
B 座 22 层（邮编：518035）

电话：(0755) 8252-1369

传真：(0755) 2395-3859