推荐

收入及用户持续高增长 商业化有望加速

哔哩哔哩（BILI.US）

2019-05-15 星期三

目标价： HK$ 18.00
现　价： HK$ 15.39
预计升幅： 16.95%

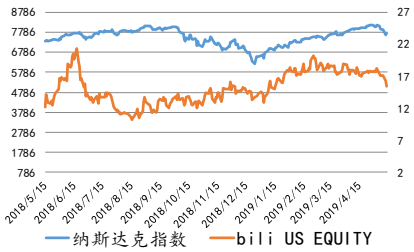
股本数据

总股本(亿股)：	3.24
港股市值(亿美元)：	47.97
52 周高/低（HK$)：	22.70/9.09
每股净值(美元)：	3.19
所属行业：	互联网

主要股东

陈睿	16.20%
徐逸	9.30%
Taobao	7.60%
林立军	6.20%

52 周行情图（ Vs 恒生中国指数）



国元国际研究部
姓名：李承儒
SFC：BLN914
电话：0755-21519182
Email:licr@gyzq.com.hk

投资要点

重磅产品即将上线，下半年高增长持续：

本季度公司收入创历史新高，月活跃用户首次破亿，游戏及非游戏业务收入均有大幅提升。其中，公司游戏运营能力及推广能力进一步被验证，第一季度游戏业务同比增长 27%，核心产品《FGO》版本更新后表现出色，数据显示该产品在一季度连续多次登顶 ios 冒险类畅销排行榜第一名，另外公司与腾讯联合发行的解密游戏《疑案追声》在 Steam 平台上线后升至热销榜第二位，首周实现 15 万份的销量。对于二季度游戏业务增长，公司在 5 月有两款联运游戏《明日方舟》、《RWBY》上线，《明日方舟》表现强劲，自上线以来一直维持在畅销榜前十。另外《BanG Dream》、《重装战姬》等多款独家代理游戏也陆续上线，丰富的游戏储备将带动公司游戏业务稳步增长。另外公司直播和大会员业务依旧保持高速增长势头，业务收入同比增长 205%，占收入比重提升至 21%，收入结构进一步多元化，目前直播月活用户达 1140 万，付费用户数超 120 万，在直播房间中停留超过 5 分钟的用户数量超过 1000 万，我们相信直播业务未来有较大增长空间，根据我们测算，目前直播付费用户月均消费约 20 至 30 元左右，与一线直播平台用户消费水平（月均 100 至 200 元）相比仍然较低，同时平台主播均进一半是“UP 主”，拥有更强的粉丝效应，用户参与数、互动数和付费率方有很大潜力。广告业务一季度为淡季，同比增长 60%，环比下降 30%，其中效果广告基本符合预期，庞大的用户群体及高活跃的社区生态提供充分流量支持，预计未来公司将持续增加与平台属性相适应的效果类广告投放比例，在不影响用户体验前提下扩张广告业务。

双巨头同时布局，内容和商业化有望加速：

公司分别与腾讯、阿里巴巴达成战略级合作，且都是公司大股东，阿里巴巴持股占比约 8%，腾讯持股占比约 12%。合作基本围绕提升商业化及 IP 内容共享展开。公司与腾讯围绕着内容 IP 进行了部分交换，未来有多个动画项目会进行合作。同时公司也将参与联运、发行数款腾讯游戏，比如最新的爆款产品《和平精英》。公司与阿里巴巴的合作则是通过 UP 主入驻淘宝的方式开展，帮助 UP 实现个人商业价值，在未来提高公司平台商业化水平，此外公司还尝试接入小程序布局电商。在内容方面的投入公司会继续倾向于自制属性的内容，同时在 PUGV 大方向基础上做垂直领域投入。目前平台优质产出的自制内容不仅会拉动大会员收入，同时还提供长尾的 IP 价值，一季度公司大会员数量同比增长 95%至 480 万，续费率达 90%以上。

收入及用户增长超预期，给予推荐评级：

目前公司用户保持较高活跃度，用户红利还未见顶，年底预计活跃用户数量将达到 1.4 亿。三大业务均处于高速发展期，商业化程度刚起步。由于目前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 24 亿美元（12 倍 PS 估值），游戏业务估值 26 亿美元（5 倍 PS），广告业务 6 亿美元（5 倍 PS），对应目标价 18 美元，给予**推荐评级**。

盈利预测摘要

截至12月31日财政年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
总营收（百万元）	2,468.4	4,128.9	6,240.1	9,675.9	11,757.4
变动	371.7%	67.3%	51.1%	55.1%	21.5%
净利润（百万元）	(183.8)	(565.0)	(1,295.6)	(1,018.0)	(331.6)
变动	-79.84%	-207.49%	-129.30%	21.43%	67.43%
EBIT（百万元）	(224.3)	(729.0)	(1,305.3)	(997.0)	(469.6)
经营利润率	-9.09%	-17.66%	-20.92%	-10.30%	-3.99%
每股盈利（元）	N/A	-2.64	-4.00	-3.14	-1.02
基于股价的市销率（倍）	13.4	8.0	5.3	3.4	2.8

资料来源：公司年报、国元证券（香港）预测

视频娱乐类公司估值

代码	公司名称	年初至今涨跌	市值(亿)	EPS				PE				PB			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
IQ US	爱奇艺	25.12%	147.73	(2.47)	(1.62)	(0.95)	(0.22)	N/A	N/A	N/A	N/A	1.77	9.70	11.09	9.76
NFLX US	奈飞公司	16.14%	1511.08	2.78	4.17	7.02	9.89	99.87	82.98	49.23	34.94	22.31	21.35	15.07	10.32
NTES US	网易公司	14.20%	335.73	6.91	10.24	12.39	13.77	34.50	25.58	21.15	19.03	4.70	4.18	3.63	3.25
CMCM US	猎豹移动公司	-4.92%	8.31	1.25	0.12	0.07	N/A	4.48	48.57	84.74	N/A	1.09	0.96	0.89	0.74
YY US	欢聚时代	6.39%	53.07	3.73	6.71	8.34	10.20	12.17	10.01	8.05	6.59	1.38	1.52	1.58	1.13
MOMO US	陌陌科技	13.38%	59.74	2.01	2.75	3.30	3.65	12.26	10.46	8.73	7.88	2.98	3.18	2.27	1.70
HUYA US	虎牙	19.64%	44.50	(2.18)	0.47	0.80	1.20	N/A	43.95	25.57	17.03	3.84	4.32	3.73	3.08
TME US	Music Entert	13.71%	245.44	0.09	0.41	0.57	0.76	156.78	36.68	26.41	19.68	7.88	3.99	3.49	2.98
3700 HK	映客	-3.57%	38.95	0.11	0.05	0.06	0.06	2.25	5.28	3.94	4.29	6.89	2.64	1.54	N/A
1980 HK	天鸽互动	-27.48%	27.61	0.03	0.04	0.04	N/A	15.62	6.64	6.64	N/A	1.21	N/A	N/A	N/A
平均								42.24	30.02	26.05	15.63	5.41	5.76	4.81	4.12

资料来源：国元国际，Bloomberg

盈利预测

财务报表摘要

损益表

<百万元>，财务年度截至<十二月>

	2017年 历史	2018年 历史	2019年 预测	2020年 预测	2021年 预测
收入	2,468.4	4,128.9	6,240.1	9,675.9	11,757.4
成本	(1,919.2)	(3,273.5)	(5,299.0)	(7,750.8)	(8,852.6)
毛利	**549.2**	**855.4**	**941.1**	**1,925.1**	**2,904.8**
销售费用	(232.5)	(585.8)	(936.0)	(1,006.3)	(1,152.2)
研发费用	(280.1)	(537.5)	(748.8)	(1,064.3)	(1,293.3)
管理费用	(260.9)	(461.2)	(561.6)	(851.5)	(928.8)
营运利润	**(224.3)**	**(729.0)**	**(1,305.3)**	**(997.0)**	**(469.6)**
其他收入	49.4	93.5	72.1	75.7	79.5
税前利润	(174.9)	(635.5)	(1,233.2)	(921.2)	(390.1)
所得税	(8.9)	(26.0)	(62.4)	(96.8)	58.5
净利润	**(183.8)**	**(661.5)**	**(1,295.6)**	**(1,018.0)**	**(331.6)**
优先股价值变动	**(387.8)**	**(64.6)**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
少数股东损益	**0.0**	**13.3**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
增长					
收入增长（%）	371.7%	67.3%	51.1%	55.1%	21.5%
净利润（%）	N/A	N/A	N/A	N/A	-67.4%

财务分析

	2017年 历史	2017年 历史	2019年 预测	2020年 预测	2021年 预测
盈利能力					
毛利率（%）	22.2%	20.7%	15.1%	19.9%	24.7%
EBIT率（%）	-9.1%	-17.7%	-20.9%	-10.3%	-4.0%
净利率(%)	-7.4%	-16.0%	-20.8%	-10.5%	-2.8%
ROE	N/A	-9.2%	-11.3%	-9.5%	-3.1%
营运表现					
费用/收入(%)	31.3%	38.4%	36.0%	30.2%	28.7%
实际税率（%）	-5.1%	-4.1%	-5.1%	-10.5%	15.0%
应收账款天数	62	28	28	28	28
应付账款天数	113	146	117	93	93
财务状况					
负债/权益	-0.72	0.46	0.39	0.54	0.63
收入/总资产	0.71	0.39	0.39	0.58	0.67
总资产/权益	-1.79	1.46	1.39	1.54	1.63
商誉/总资产	1.5%	9.0%	5.9%	5.7%	5.4%
现金/总资产	22.0%	33.7%	48.4%	37.8%	32.1%

资产负债表

<百万元>，财务年度截至<十二月>

	2017年 历史	2018年 历史	2019年 预测	2020年 预测	2021年 预测
现金及等价物	762.9	3,540.0	7,709.5	6,257.0	5,622.2
定期存款	2.0	749.4	749.4	749.4	749.4
短期投资	488.4	945.3	945.3	945.3	945.3
应收账款	422.6	324.4	490.3	760.2	923.7
预付及其他资产	477.3	990.9	1,497.5	2,322.0	2,821.5
流动资产	2,153.1	6,550.0	11,391.9	11,033.9	11,062.2
固定资产	186.4	394.9	398.9	529.8	632.9
制作成本	20.8	204.2	330.6	483.6	552.3
无形资产	426.3	1,419.4	1,888.7	2,577.0	3,334.1
商誉	51.0	941.5	941.5	941.5	941.5
长期投资	636.0	980.0	980.0	980.0	980.0
总资产	**3,473.5**	**10,490.0**	**15,931.6**	**16,545.8**	**17,502.9**
应付账款	596.5	1,307.6	1,693.3	1,981.5	2,263.2
应付职工薪酬	148.6	246.8	320.9	417.1	542.3
应交税费	25.0	38.5	223.5	361.7	420.2
递延收入	572.8	985.1	1,488.9	2,308.6	2,805.3
应计负债及其他	49.3	670.4	670.4	670.4	670.4
应付关联方款项	5.7	50.3	50.3	50.3	50.3
总负债	**1,398.0**	**3,298.8**	**4,447.3**	**5,789.6**	**6,751.6**
夹层股权	4,015.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股东权益	**(1,939.5)**	**7,191.2**	**11,484.3**	**10,756.1**	**10,751.3**
非控股权益	0.0	240.4	240.4	240.4	240.4

现金流量表

<百万元>，财务年度截至<十二月>

	2017年 历史	2018年 历史	2019年 预测	2020年 预测	2021年 预测
利润	(183.8)	(565.0)	(1,295.6)	(1,018.0)	(331.6)
物业及设备折旧	38.4	99.7	100.7	133.8	159.8
无形资产摊销	266.0	542.7	1,251.4	1,204.5	1,324.9
股权激励费用	80.0	181.2	273.8	424.6	516.0
坏账准备计提	2.7	10.9	16.5	25.6	31.0
汇兑亏损	(0.1)	0.5	0.0	0.0	0.0
投资公允值变动	(12.5)	(144.2)	0.0	0.0	0.0
运营资本变化	273.9	611.4	429.2	(199.3)	(149.9)
经营活动现金流	**464.6**	**737.3**	**776.1**	**571.2**	**1,550.3**
购买物业及设备	(144.9)	(293.6)	(4.0)	(130.9)	(103.0)
购买无形资产	(485.9)	(1,040.1)	(1,720.7)	(1,892.8)	(2,082.0)
投资活动	(85.4)	(1,862.7)	0.0	0.0	0.0
投资活动现金流	**(716.3)**	**(3,196.4)**	**(1,724.7)**	**(2,023.7)**	**(2,185.1)**
融资活动现金流	**675.5**	**4,974.8**	**5,118.1**	**0.0**	**0.0**
汇兑变化	(48.1)	261.4	0.0	0.0	0.0
现金变化	375.7	2,777.1	4,169.4	(1,452.5)	(634.7)
期初持有现金	387.2	762.9	3,540.0	7,709.5	6,257.0
期末持有现金	**762.9**	**3,540.0**	**7,709.5**	**6,257.0**	**5,622.2**

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-15%
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

本报告由国元国际控股有限公司(以下统称“国元国际”)制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元国际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，国元国际及/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，国元国际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国际的客户、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。

国元国际的销售人员、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。国元国际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着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，国元国际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国际及/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国际所有，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。

国元国际控股有限公司
香港中环干诺道中 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