

哔哩哔哩 (BILI.US)

用户增速创新高，亏损加大；业绩指引超预期

收入超预期，亏损扩大。根据公司财报，哔哩哔哩（“B站”）一季度收入同比增长69%至人民币23.2亿元，高于市场预期6%。调整后净亏损（非通用会计准则下）为4.75亿元，亏损程度高于市场预期。公司预计二季度收入为25.0~25.5亿元，中间值同比增长64%，高于市场预期4%。

用户数大增，仍是公司首要目标：一季度，受益于“宅经济”和持续品牌推广，MAU达到1.72亿，同比增长70%，创上市以来最高增幅。管理层对二、三季度的用户增长仍然充满信心，公司有望较早实现2020年全年1.8亿的用户目标。UP主方面，月均活跃UP主数量和月均投稿量同比分别增长146%和138%。在用户规模高速增长的情况下，用户整体仍保持很高的活跃度和用户粘性，得益于B站的圈层文化和社区运营。本季度，日均视频播放量同比增长113%；互动量约49亿，同比增长260%；正式用户的12个月留存率仍维持在80%以上。

变现能力持续提升，非游戏收入增长迅猛。本季度MPU增长至1340万，同比增长134%，付费比率达到7.8%，同比环比均有所提升（1Q19为5.6%，4Q19为6.8%）。一季度ARPU为13.4元，同比基本持平。分部业务来看，游戏收入同比增长32%，至11.5亿；增值服务收入同比增长172%，至7.9亿；广告业务同比增长90%，至2.1亿；电商及其他业务同比增长64%，至1.6亿。收入占比来看，游戏、增值服务、广告和电商的占比分别为50%、34%、9%和7%，非游戏收入占比为50%，较去年全年的47%有所提升。公司预计，增值服务和广告业务未来两三年仍会保持高速增长，呈倍数增长。B站收入将更加多元化，营收结构持续改善。

内容驱动下的“破圈”式营销。哔哩哔哩通过持续输出高质量视频内容，从而吸引大量的年轻用户。目前，B站平台上的PUGV播放量占比约为91%。而近期一系列独立事件的成功营销，也是基于内容属性所引发的共振。跨年晚会的火爆，正是凭借多年积累的“Z世代”大数据，使得B站更懂得年轻人的喜好；而近期《后浪》公益片的推出，则更像是在用户层面的“破圈”尝试，从而增加B站对于不同年龄层用户的影响力。

赵丹

互联网分析师

dan_zhao@spdbi.com

(852) 2808 6436

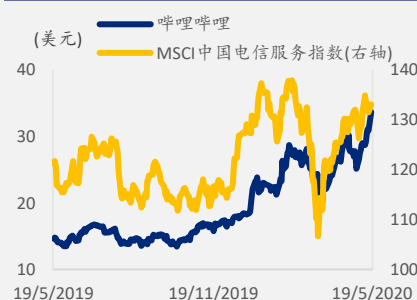
2020年5月20日

公司数据

未评级

目前股价 (美元)	35.22
52周内股价区间 (美元)	13.2-36.3
市值 (百万美元)	12,166
90日均成交量 (百万美元)	154

股价表现



资料来源：Bloomberg、浦银国际

财务数据摘要

(百万人民币)	2017	2018	2019
营收	2,468	4,129	6,778
毛利	549	855	1,190
营业利润	(224)	(729)	(1,495)
净利润	(175)	(539)	(1,268)
EPS (元)	(8.2)	(2.6)	(4.0)
P/E	-	-	-

资料来源：Bloomberg、浦银国际

浦银国际

公司业绩追踪

哔哩哔哩 (BILI.US)：用户增速创新高，亏损加大；业绩指引超预期

此外，B 站也在不断拓宽自身内容边界，在内容层面“破圈”。游戏方面，公司在牢牢掌控二次元游戏领先地位的同时，也逐渐向其他游戏品类延伸。目前，公司拥有 30 余款的游戏储备，其中有 8 款已获得版号。在视频方面，前五大的内容品类为生活方式、游戏、娱乐、动漫番剧和科技，B 站已逐渐从小众社区走向大众平台。此外，索尼近期的战略入股，也将带来更多协同效应，包括在动画、游戏、影视、音乐等多个领域。

毛利率持续改善，市场费用导致亏损扩大。本季度毛利率为 23%，同比升九个百分点，环比升三个百分点，运营效率不断提升。销售费用同比增长 234%，超 6 亿，使得亏损加大。销售费率达到 26%，去年同期为 13%。而考虑到本季度新增 MAU 约 4200 万，单用户获客成本仅为 14.4 元。公司表示二季度会继续加大线上线下的宣传力度，尤其是在毕业季和周年庆等重要节点，我们预计二季度营销费用仍将保持高位。一季度调整后净亏损扩大为 4.75 亿，去年同期为 1.45 亿。调整后净利率为 -20%，亏损同比环比均有所扩大（1Q19 为 -11%，4Q19 为 -17%）。

业绩指引超预期。公司预计二季度收入为 25.0~25.5 亿，中间值同比增长 64%，高于市场预期 4%。

财务报表分析与预测

利润表

(百万人民币)	2017	2018	2019	2020E	2021E
营业收入	2,468	4,129	6,778	10,372	14,127
商品与服务成本	1,919	3,273	5,588		
毛利	549	855	1,190	2,151	3,711
营业开支	773	1,584	2,685		
销售及营销开支	232	586	1,199		
一般行政管理开支	261	461	592		
研发开支	280	537	894		
营业利润	(224)	(729)	(1,495)		
利息支出	-	-	47		
外汇损失(收益)	(6)	2	12		
非营业损失(收益)	(43)	(192)	(286)		
税前利润	(175)	(539)	(1,268)		
税务支出(收益)	9	26	36		
收入包括少数股权	(184)	(565)	(1,304)		
少数股东权益	-	240	584		
GAAP净利润	(184)	(552)	(1,289)	(1,578)	(617)

现金流量表

(百万人民币)	2017	2018	2019	2020E	2021E
净利润	(184)	(552)	(1,289)		
折旧、摊销	304	642	1,097		
非现金项目	86	82	(7)		
非现金营运资本变动	258	565	393		
经营活动所得现金	465	737	195		
投资增加	(320)	(565)	(1,227)		
投资减少	13	1	567		
资本支出	(145)	(294)	(296)		
其他投资活动	(264)	(2,339)	(3,002)		
投资活动现金流量	(716)	(3,196)	(3,958)		
已付股利	-	-	-		
股权发行	738	4,953	1,648		
股权回购	(49)	-	-		
融资所得现金	627	5,236	5,186		
现金净增减	376	2,777	1,423		
EBITDA	80	(87)	(398)		
FCF	320	444	(101)		
FCFE	281	464	(281)		

资产负债表

(百万人民币)	2017	2018	2019	2020E	2021E
现金、现金等价物	763	3,540	4,963		
应收账款与票据	393	324	745		
库存	-	-	-		
其他短期资产	509	1,740	3,356		
总计流动资产	2,153	6,550	10,324		
财产、厂房及设备, 净值	186	395	516		
长期投资与应收账款	636	980	1,251		
其他长期资产	498	2,565	3,425		
非流动资产总计	1,320	3,940	5,193		
总资产	3,474	10,490	15,517		
应付与应计账款	597	1,308	1,904		
短期借贷	-	-	-		
其他短期负债	801	1,991	2,369		
总计流动负债	1,398	3,299	4,273		
长期借贷	-	-	3,415		
其他长期负债	-	-	193		
非流动负债总额	-	-	3,608		
总负债	1,398	3,299	7,880		
优先股	201	221	-		
股本与资本公积	4,063	9,239	10,718		
留存收益	(2,189)	(2,509)	(3,666)		
少数股东权益	-	240	584		
总股东权益	2,076	7,191	7,636		
总负债与股东权益	3,474	10,490	15,517		

主要财务比率

	2017	2018	2019	2020E	2021E
市盈率	-	-	-	-	-
市净率	-	4.6	6.0	11.7	13.0
价格/有形账面价值	-	7.2	9.7	-	-
市销率	-	5.7	6.2	8.0	5.9
企业价值/销售额	-	6.6	5.9	7.8	5.7
企业价值/EBITDA	-	-	-	-	147.8
企业价值/EBIT	-	-	-	28.9	23.7
回报率%					
普通股回报率	(34.7)	(14.3)	(18.7)		
总资产回报率	(6.5)	(7.9)	(9.9)		
资本回报率	(10.2)	(12.2)	(13.9)		
投资资本回报	(12.1)	(15.1)	(16.0)		
利润率%					
毛利率	22.2	20.7	17.6		
EBITDA率	3.2	(2.1)	(5.9)		
营业利润率	(9.1)	(17.7)	(22.1)		
税前毛利率	(7.1)	(13.1)	(18.7)		
净利润率	(7.4)	(13.4)	(19.0)		
流动性比率					
现金比率	0.9	1.4	1.5		
流动比率	1.5	2.0	2.4		
速动比率	1.2	1.5	1.6		
CFO/平均流动负债	0.5	0.3	0.1		
普通股权益/总资产	54.0	64.2	45.5		
总债务/股东权益	-	-	44.7		
总债务/资本	-	-	30.9		
总负债/总资产	-	-	22.0		

E = Bloomberg预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“维持”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“增持”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“中性”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“减持”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由浦银国际证券有限公司（统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，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，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司的财务权益或持有股份。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司（哔哩哔哩 BILI.US）在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。
- 4) 浦银国际证券分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。

浦银国际证券机构销售团队

黄路遥

jessie_huang@spdbi.com
852-2808 6466

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com
852-2808 6467

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼