

買入

2022年6月16日

短期收入及利潤受疫情影響，Story Mode 將提升廣告效率

- **業績摘要：**公司 Q1 收入 50.5 億元，同比增長 29.6%，符合一致預期。毛利率 16%，經營利潤率-39.4%。GAAP 淨虧損 22.8 億；Non-GAAP 淨虧損 17.1 億元，同比擴大 149%，低於一致預期的 16.5 億元，主要由於公司收購了廣州魔爆導致的研發成本增加。公司預計 22Q2 收入 48.5-49.5 億，對應同比增長 8-10%，符合市場預期。
- **短期收入及利潤受疫情影響，利潤率將在下半年改善：**受到上海疫情影響，部分商家延後廣告預算投放，本季度公司廣告收入為 10.4 億元，同比增長 46%，不及預期；電商收入為 6 億元，同比增長 16%，由於物流受阻也不及預期。遊戲，直播及 VAS 業務收入基本符合預期。而頻寬、人員成本等較為剛性，因此本季度公司毛利率處於低點。我們預計由於上海疫情持續到 5 月的關係，Q2 公司的毛利率將低於 Q1，將在下半年逐漸好轉。本季度公司的行銷費用率為 25%，環比下降 5pct，在優化控費的經營目標下，未來公司虧損幅度將縮窄。
- **生態粘性高，Story Mode VV 快速提升：**本季度公司 MAU 為 2.94 億，同比增長 31%，其中移動端 MAU 為 2.76 億。DAU 為 7940 萬，同比增長 32%。單用戶日均使用時長同比增長 16%達到 95 分鐘，日均觀看量、月互動量等活躍性指標均保持高於 MAU 的增速，公司的生態具備網路效應。付費會員數量同比增長 33%至 2720 萬，用戶付費率提升至 9.2%。豎屏模式的 Story Mode VV 占比超過 20%，呈持續上升趨勢。由於豎屏的廣告對於廣告主有更高的 ROI，同時帶來廣告庫存及 eCPM 的增長，公司的廣告效率將逐步提升。
- **手遊版號恢復，自研遊戲可期：**22Q1 遊戲收入 13.6 億，同比增長 16%。遊戲版號已經恢復發放，共有 2 批共 105 個遊戲獲得版號。公司的自研團隊已經準備較長時間，其下半年及明年發行的新自研遊戲將有助於遊戲業務收入增長。
- **目標價 40.00 美元/313.98 港元，維持買入評級：**我們預計 2022-2024 年，公司收入 CAGR 為 24.6%，經調整淨利潤率為-35%/-19%/-6%。採用分部估值法，預計公司 2025 年估值為 232 億美元，折現率 14%，目標價為 40.00 美元/313.98 港元，對比當前股價有 48.42%/49.37%的增長空間，維持買入評級。

韓嘯宇

+852-25222101

Peter.han@firstshanghai.com.hk

Chuck Li

+852-25321539

Chuck.li@firstshanghai.com.hk

主要資料

行業	TMT
股價	26.95 美元/210.20 港元
目標價	40.00 美元/313.98 港元 (+48.42%/49.37%)
股票代碼	BILI US/9626 HK
總股數	3.94 億股
市值	105.3 億美元
52 周高/低	129.24 美元/14.93 美元
每股帳面值	7.42 美元
主要股東	陳睿 12.62% 騰訊 11.20% 阿裡巴巴 7.90% 徐逸 7.02% FMR LLC 4.96%

盈利摘要

截至12月31日止財政年度	20年历史	21年历史	22年预测	23年预测	24年预测
总营业收入 (千人民币)	11,998,976	19,383,684	23,179,979	30,300,405	37,476,774
变动	77.0%	61.5%	19.6%	30.7%	23.7%
GAAP净利润 (千人民币)	-3,054,017	-6,808,739	-8,205,829	-5,605,969	-2,273,341
摊薄每股盈利 (人民币)	-8.7	-17.9	-20.9	-14.2	-5.7
变动	-118.3%	-105.2%	-17.2%	32.0%	59.7%
基于26.95美元的市盈率 (倍)	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A
每股派息 (美元)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股息现价比	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

來源：公司資料，第一上海預測

股價表現


來源：彭博

盈利預測

未來三年收入 CAGR 24.6% 公司短期面臨疫情及宏觀經濟壓力，2022 年收入端受到較大影響。同時，收入的增速下降將影響公司的利潤率情況。我們下調了公司未來三年的收入預測，2022-2024 年預測收入為 232/303/375 億元，同比增長 20%/31%/24%。歸屬於公司淨利潤 -82/-56/-23 億元，淨利潤率為 -35%/-19%/-6%。

圖表 1：2020 年-2024 年公司的盈利及預測

(千RMB)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
淨收入	11,998,976	19,383,684	23,179,979	30,300,405	37,476,774
- 游戏	4,803,382	5,090,926	5,264,234	5,990,144	6,589,159
- 广告	1,842,772	4,523,421	5,645,229	8,264,616	11,312,606
- VAS	3,845,663	6,934,886	9,152,620	12,460,064	15,451,591
毛利率	23.7%	20.9%	17.8%	23.3%	29.8%
归属于公司的净利润	-3,011,704	-6,789,228	-8,185,829	-5,590,969	-2,263,341
淨利率	-25%	-35%	-35%	-19%	-6%

資料來源：公司資料，第一上海預測

目標價 40.00 美元/313.98 港元，買入評級

分部估值法：合理股價為 40.00 美元/313.98 港元

我們採用分部估值法，假設美元兌人民幣匯率 6.7，在不考慮 B 站找到下一個增長曲線的情況下，我們預計其 2025 年估值將會達到 232 億美元。考慮到中概股政策風險及視頻行業的競爭風險，取 WACC 為 14%，折現到 2022 年的目標價為 40.00 美元/313.98 港元，對比當前股價仍有 48.42%/49.37% 的增長空間，維持買入評級。

圖表 2：分部估值模型

假设条件	2025年	利润率	估值中枢	2025年估值 (亿元)
MAU (亿)	5.1			
广告	单用户广告价值 (元)	YouTube 10美元 抖音27美元		
	收入(亿元)			
	147	15%	30	679
VAS	付费率	当前为7.2%		
	8%			
	大会员人数 (万)			
	3979			
	ARPPU (元)	连续包年148元		
	160			
	收入(亿元)			
	83	10%	25	207
直播	直播用户渗透率	2019Q1为11%		
	22%			
	付费率	2019Q1为11%		
	17%			
	直播付费用户 (万)			
	1809			
	ARPPU (元)			
	552			
	收入(亿元)			
	100	15%	20	300
游戏	2021年收入(亿元)			
	51			
	CAGR			
	7%			
	收入(亿元)			
	72	20%	20	293
电商	2021年收入(亿元)			
	28			
	CAGR			
	11%			
	收入(亿元)			
	47	10%	15	73
合计	总收入 (亿元)			
	450			
	总利润 (亿元)			
	65			
	总估值 (亿元)			1552
	总估值 (亿美元)			232
	WACC			14.0%
	折现至2022年估值 (亿美元)			156
	股份数 (亿股)			3.91
	目标价 (美元)			40.00
	目标价 (港元)			313.98

資料來源：第一上海預測

主要財務報表

損益表						財務能力分析					
單位：千人民幣, 財務年度：12月31日											
	2020年 实际	2021年 实际	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测		2020年 实际	2021年 实际	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测
主营业务收入	11,998,976	19,383,684	23,179,979	30,300,405	37,476,774	盈利能力					
- 主营业务收入成本	-9,158,800	-15,340,537	-19,053,943	-23,240,411	-26,308,695	毛利率 (%)	23.7%	20.9%	17.8%	23.3%	29.8%
毛利	2,840,176	4,043,147	4,126,036	7,059,994	11,168,079	EBITDA 利率 (%)	0.0%	-22.4%	-25.6%	-12.0%	-1.6%
营业开支	-5,981,139	-10,472,221	-11,937,689	-12,726,170	-13,604,069	净利率 (%)	-25.5%	-35.1%	-35.4%	-18.5%	-6.1%
- 营销费用	-3,492,091	-5,794,853	-5,679,095	-5,908,579	-6,146,191	营运表现					
- 行政费用	-976,082	-1,837,506	-2,202,098	-2,575,534	-2,960,665	营销费用/收入 (%)	-29.1%	-29.9%	-24.5%	-19.5%	-16.4%
- 研究费用	-1,512,966	-2,839,862	-4,056,496	-4,242,057	-4,497,213	行政费用/收入 (%)	-8.1%	-9.5%	-9.5%	-8.5%	-7.9%
营业亏损	-3,140,963	-6,429,074	-7,811,653	-5,666,176	-2,435,990	研发费用/收入 (%)	-12.6%	-14.7%	-17.5%	-14.0%	-12.0%
- 利息收入	83,301	70,367	115,900	151,502	224,861	实际税率 (%)	1.8%	1.4%	1.0%	1.1%	1.1%
- 投资收益	28,203	-194,183	-347,700	60,601	74,954	股息支付率 (%)	200.0%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%
- 营业外亏损净额	137,358	-5,093	104,310	151,502	187,384	应收账款天数	27.0	22.6	22.0	21.5	21.0
税前利润	-3,000,648	-6,713,450	-8,124,583	-5,544,974	-2,248,606	应付账款天数	97.8	87.2	85.0	81.0	82.0
- 所得税支出	-53,369	-95,289	-81,246	-60,995	-24,735	财务状况					
净亏损	-3,054,017	-6,808,739	-8,205,829	-5,605,969	-2,273,341	总负债/总资产	67.4%	58.3%	68.1%	75.5%	76.4%
折旧与摊销	1,721,641	2,441,827	2,300,420	2,058,916	1,868,241	收入/净资产	154.2%	89.3%	155.6%	278.0%	353.1%
主营业务增长 (%)	77%	62%	20%	31%	24%	经营性现金流/收入	6.3%	-13.7%	-13.3%	-3.2%	6.6%
资产负债表						现金流量表					
	2020年 实际	2021年 实际	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测		2020年 实际	2021年 实际	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测
+ 现金与现金等同	4,678,109	7,523,108	3,172,087	57,915	367,292	+ 净利润	-3,054,017	-6,808,739	-8,205,829	-5,605,969	-2,273,341
+ 短期投资	3,357,189	15,060,722	12,060,722	10,060,722	8,060,722	+ 折旧、摊销	1,721,641	2,441,827	2,300,420	2,058,916	1,868,241
+ 应收账款与票据	1,053,641	1,382,328	1,411,971	2,157,666	2,154,730	+ 其他调整	710,154	1,824,034	1,390,799	1,605,921	1,986,269
+ 其他流动资产	6,650,608	12,480,698	12,480,698	12,480,698	12,480,698	+ 非现金运营资本变动	1,375,325	-104,130	1,443,049	986,507	883,686
总计流动资产	15,739,547	36,446,856	29,125,478	24,757,001	23,063,442	经营活动现金流量	753,103	-2,647,008	-3,071,561	-954,625	2,464,855
+ 长期投资	2,232,938	5,502,524	5,502,524	5,502,524	5,502,524	+ 固定及无形资产变动	-2,238,999	-3,687,209	-4,279,460	-4,159,547	-4,155,477
+ 净固定资产	761,941	1,350,256	1,586,169	1,804,894	2,021,196	+ 短期投资净变动	-2,308,492	-11,745,943	3,000,000	2,000,000	2,000,000
+ 净无形资产	2,356,959	3,835,600	5,578,727	7,460,633	9,531,568	+ 长期投资净变动	-1,125,907	-6,641,887	0	0	0
+ 商誉	1,295,786	2,338,303	2,338,303	2,338,303	2,338,303	+ 其他投资活动	-3,233,423	-2,503,072	0	0	0
+ 其他长期资产	667,876	1,083,772	1,083,772	1,083,772	1,083,772	投资活动现金	-8,906,821	-24,578,111	-1,279,460	-2,159,547	-2,155,477
总计长期资产	8,126,061	15,606,295	17,585,335	19,685,967	21,973,203	+ 已付股利	0	0	0	0	0
总资产	23,865,608	52,053,151	46,710,813	44,442,967	45,036,645	+ 短期债务变动	100,000	1,117,715	0	0	0
+ 应付账款	3,074,298	4,360,906	4,636,789	5,821,395	6,163,677	+ 长期借款增加	0	0	0	0	0
+ 递延收入	2,118,006	2,645,389	3,042,197	3,589,793	4,128,262	+ 长期借款减少	0	0	0	0	0
+ 其他短期负债	2,199,244	5,064,716	5,864,716	5,864,716	5,864,716	+ 其他融资活动	8,235,419	29,271,437	0	0	0
总计流动负债	7,391,548	12,071,011	13,543,703	15,275,904	16,156,655	融资所得现金	8,335,419	30,389,152	0	0	0
总负债	16,083,404	30,337,085	31,809,777	33,541,978	34,422,729	现金净增减	-284,551	2,844,999	-4,351,021	-3,114,172	309,377
少数股东权益	0	0	0	0	0	现金剩余	4,678,109	7,523,108	3,172,087	57,915	367,292
总股东权益	7,782,204	21,716,066	14,901,036	10,900,989	10,613,917						

資料來源：公司資料、第一上海預測

第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號

永安集團大廈 19 樓

電話：(852) 2522-2101

傳真：(852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司(“第一上海”)編制，僅供機構投資者一般審閱。未經第一上海事先明確書面許可，就本報告之任何材料、內容或印本，不得以任何方式複製、摘錄、引用、更改、轉移、傳輸或分發給任何其他人。本報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作參考之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據，或就其作出要約或要約邀請，也不構成投資建議。閣下不可依賴本報告中的任何內容作出任何投資決策。本報告及任何資料、材料及內容並未有考慮到個別投資者的特定投資目標、財務情況、風險承受能力或任何特別需要。閣下應綜合考慮到本身的投資目標、風險評估、財務及稅務狀況等因素，自行作出本身獨立的投資決策。

本報告所載資料及意見來自第一上海認為可靠的來源取得或衍生，但對於本報告所載預測、意見和預期的公平性、準確性、完整性或正確性，並不作任何明示或暗示的陳述或保證。第一上海或其各自的董事、主管人員、職員、雇員或代理均不對因使用本報告或其內容或與此相關的任何損失而承擔任何責任。對於本報告所載資訊的準確性、公平性、完整性或正確性，不可作出依賴。

第一上海或其一家或多家關聯公司可能或已經，就本報告所載資訊、評論或投資策略，發佈不一致或得出不同結論的其他報告或觀點。資訊、意見和估計均按“現況”提供，不提供任何形式的保證，並可隨時更改，恕不另行通知。

第一上海並不是美國一九三四年修訂的證券法(「一九三四年證券法」)或其他有關的美國州政府法例下的註冊經紀-交易商。此外，第一上海亦不是美國一九四零年修訂的投資顧問法(下簡稱為「投資顧問法」，「投資顧問法」及「一九三四年證券法」一起簡稱為「有關法例」)或其他有關的美國州政府法例下的註冊投資顧問。在沒有獲得有關法例特別豁免的情況下，任何由第一上海提供的經紀及投資顧問服務，包括(但不限於)在此檔內陳述的內容，皆沒有意圖提供給美國人。此檔及其複印本均不可傳送或被帶往美國、在美國分發或提供給美國人。

在若干國家或司法管轄區，分發、發行或使用本報告可能會抵觸當地法律、規定或其他註冊/發牌的規例。本報告不是旨在向該等國家或司法管轄區的任何人或單位分發或由其使用。