

哔哩哔哩-SW (09626.HK)

传媒

发布时间: 2021-11-24

证券研究报告 / 港股公司报告

买入

上次评级: 买入

收入创新高，用户数量和质量进一步提升

报告摘要:

事件: 哔哩哔哩 2021 年前三季度实现营业收入 136.03 亿元，同比增加 66.74%。2021Q3 实现营业收入 52.07 亿元，同比增长 61.41%，经调整归属股东净利润 (Non-GAAP) 为-16.13 亿元，同比减少 66.1%。分部业务看，移动游戏业务 Q3 营收达到 13.92 亿元，同比增加 9.18%；增值服务营收达到 19.09 亿元，同比增长 94.80%，主要是由于公司推进了商业化的进程，且增值服务包括大会员、直播服务及其他增值服务的付费用户数量均有增加所致；广告业务营收达到 11.72 亿元，同比增长 110.04%，主要是由于哔哩哔哩品牌在中国线上广告市场得到进一步认可，以及广告效率有所提高所致；电商及其他业务营收达到 7.34 亿元，同比增长 77.72%，主要是由于电商平台的产品销售增加所致。

MAU 和 DAU 持续增长，用户互动率高，黏性提升。 哔哩哔哩 2021Q3 MAU 达到 2.67 亿，同比增长 35.5%；DAU 达到 7210 万人，同比增加 35.3%；DAU/MAU 达到 27%，在 MAU 的增长下仍维持较稳定的比例。月付费用户数达到 2390 万人，同比增长 59.3%。用户日均使用时长达到 88 分钟，是哔哩哔哩运营有史以来的最高记录。

致力于打造全场景全品类的视频社区，用户增长仍有较大空间。 哔哩哔哩 TV 端增长潜力巨大，TV 端的使用目前已经超越 PC 端，成为哔哩哔哩排名第二的端口设备。TV 端与 APP 端的用户的重合度低于 20%，TV 端大多数用户集中在三四五线城市。差异化的用户活跃，更显示出 TV 端发展的潜力，用户的渗透增长还会有较大空间。

广告收入持续强劲增长。 得益于深度学习模型，以及前期智能创意进一步的应用，哔哩哔哩的广告效率得到持续提升，平台用户转化效率与消费潜力高，品牌的复投率依然超过 75%。

投资建议: 我们预计公司 2021-2023 年营收为 198.61/290.78/383.36 亿元，同比增速 65.52%/46.41%/31.84%。基于公司 2021 年第三季度业绩，我们调整预期的 2021-2023 年归母净利润为-56.29/-52.18/-39.21 亿元。我们预测哔哩哔哩 2021Q4 可以达到 2.8 亿 MAU，维持“买入”评级。

风险提示: 政策监管风险、游戏流水不及预期风险

财务摘要 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	6,778	11,999	19,861	29,078	38,336
(+/-)%	64.16%	77.03%	65.52%	46.41%	31.84%
归属母公司净利润	-1,289	-3,007	-5,629	-5,218	-3,921
(+/-)%	-109.14%	-133.65%	-86.91%	7.31%	24.86%
每股收益 (元)	-3.33	-7.76	-14.52	-13.46	-10.12
市盈率	-	-	-	-	-
市净率	25.12	14.19	8.57	5.85	4.44
净资产收益率 (%)	-18.28%	-39.57%	-79.05%	-73.98%	-47.34%
总股本 (百万股)	328	352	388	388	388

股票数据

2021/11/23

6 个月目标价 (港元)	721.65
收盘价 (港元)	547.00
12 个月股价区间 (港元)	486.80~979.00
总市值 (百万港元)	212,010.28
总股本 (百万股)	388
流通股本 (百万股)	304
日均成交量 (百万股)	1

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-16%	4%	
相对收益	-10%	6%	

相关报告

《东北传媒互联网: 重视游戏龙头，元宇宙推动估值提升》

--20211108

《东北传媒: 今年“双 11”，核心增量还看直播电商》

--20211020

《东北传媒: 如何客观看待游戏监管影响及文化输出能力?》

--20210804

证券分析师: 宋雨翔

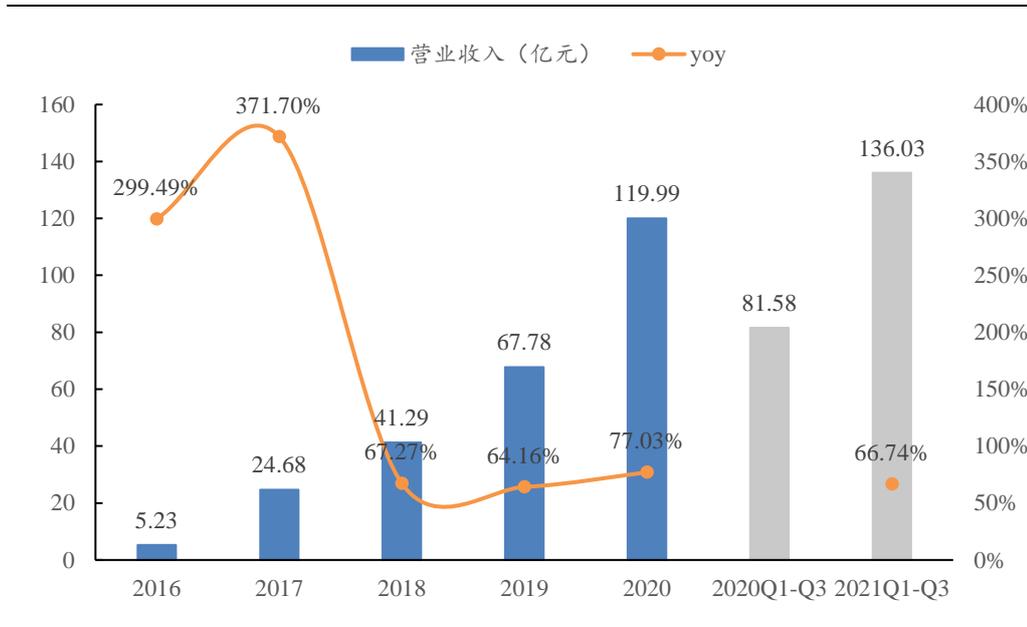
执业证书编号: S0550519120001

021-20263237 songyx@nesc.cn

1. 财报解读

哔哩哔哩 2021 年前三季度实现营业收入 136.03 亿元，同比增加 66.74%，2021 年前三季度公司整体营收持续增长。

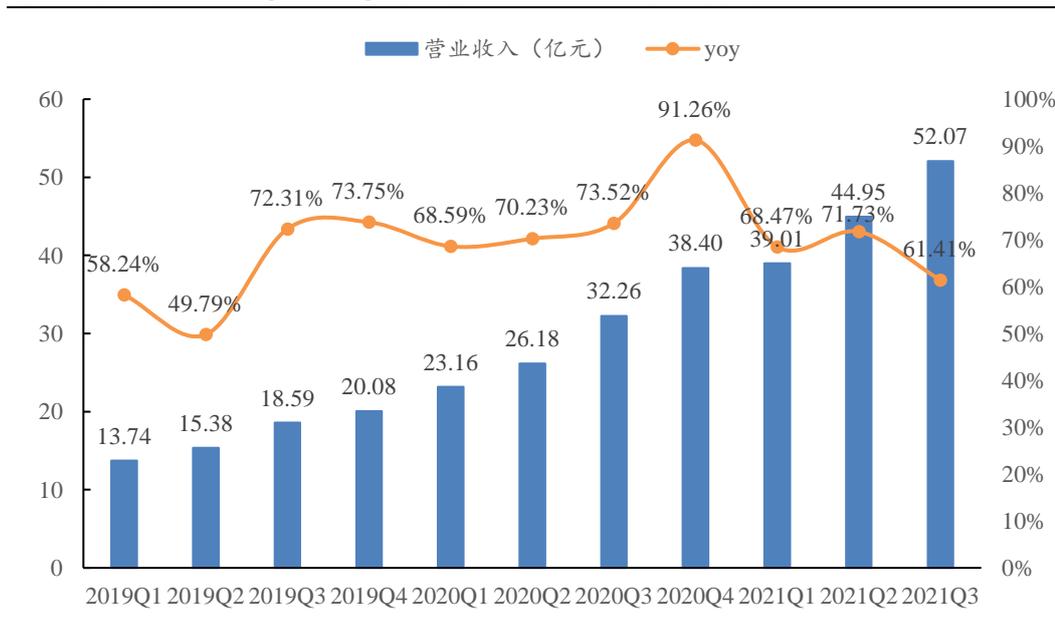
图 1：哔哩哔哩 2016-2020 年，2020Q1-Q3 及 2021Q1-Q3 营业收入（亿元）及同比增长率



数据来源：公司公告，东北证券

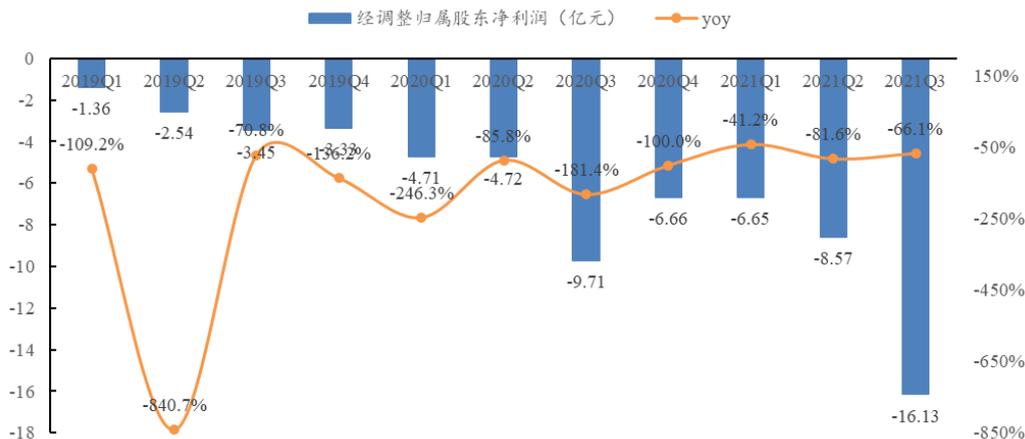
哔哩哔哩 2021Q3 实现营业收入 52.07 亿元，同比增长 61.41%，经调整归属股东净利润 (Non-GAAP) 为 -16.13 亿元，同比减少 66.1%。

图 2：哔哩哔哩 2019Q1-2021Q3 营业收入（亿元）及同比增长率



数据来源：公司公告，东北证券

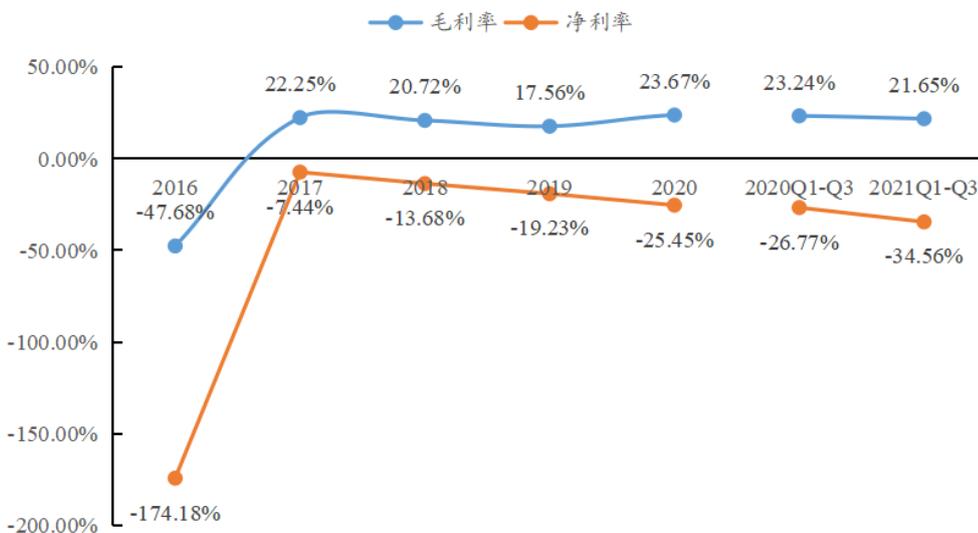
图 3: 哔哩哔哩 2019Q1-2021Q3 经调整归属股东净利润 (亿元) 及同比增长率



数据来源: 公司公告, 东北证券

公司 2021 年前三季度毛利率为 21.65%，同比降低 1.59pct；净利率为-34.56%，同比降低 7.79pct。

图 4: 哔哩哔哩 2017-2020 年, 2020Q1-Q3 及 2021Q1-Q3 毛利率及净利率情况

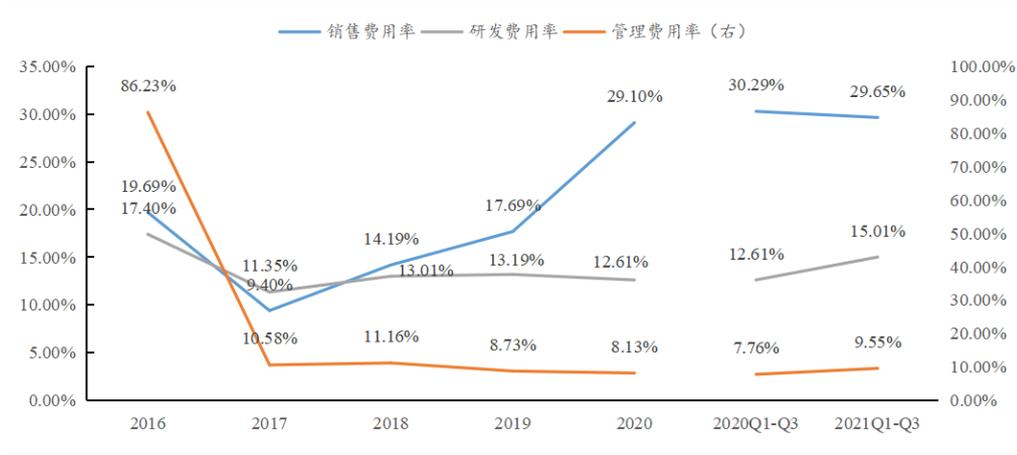


数据来源: 公司公告, 东北证券

从公司 2021 年前三季度的期间费用来看:

- 销售费用为 40.33 亿元, 同比增长 63.21%, 销售费用率为 29.65%, 同比下降 0.64pct;
- 管理费用为 12.99 亿元, 同比增长 105.21%, 管理费用率为 9.55%, 同比上升 1.79pct;
- 研发费用为 20.42 亿元, 同比增加 98.45%, 研发费用率 15.01%, 同比上升 2.40pct。

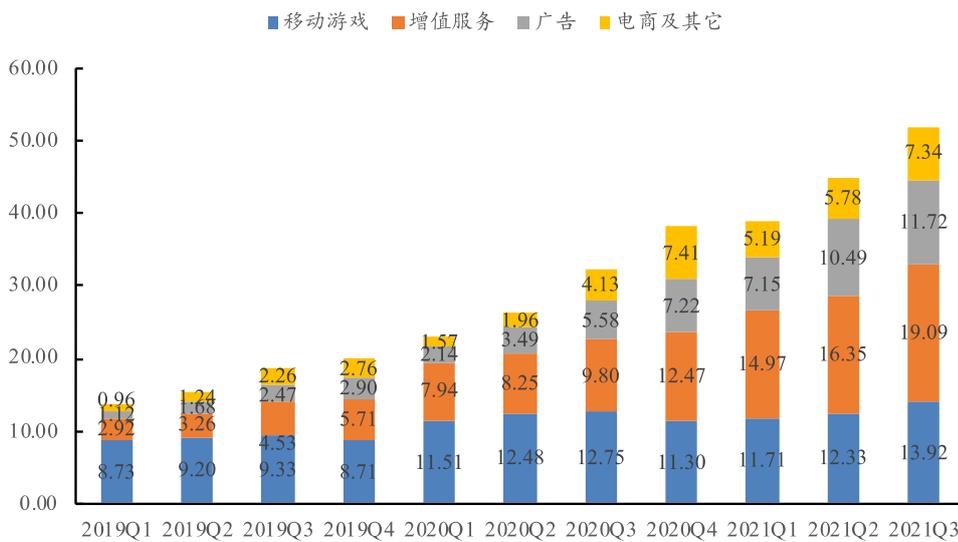
图 5：哔哩哔哩 2017-2020 年，2020Q1-Q3 及 2021Q1-Q3 期间费用率情况



数据来源：公司公告，东北证券

从分部营收看，公司 2021Q3 移动游戏业务营收达到 13.92 亿元，同比增加 9.18%，增值服务营收达到 19.09 亿元，同比增长 94.80%，广告业务营收达到 11.72 亿元，同比增长 110.04%，电商及其他业务营收达到 7.34 亿元，同比增长 77.72%。

图 6：哔哩哔哩 2019Q1-2021Q3 分部营收 (亿元)

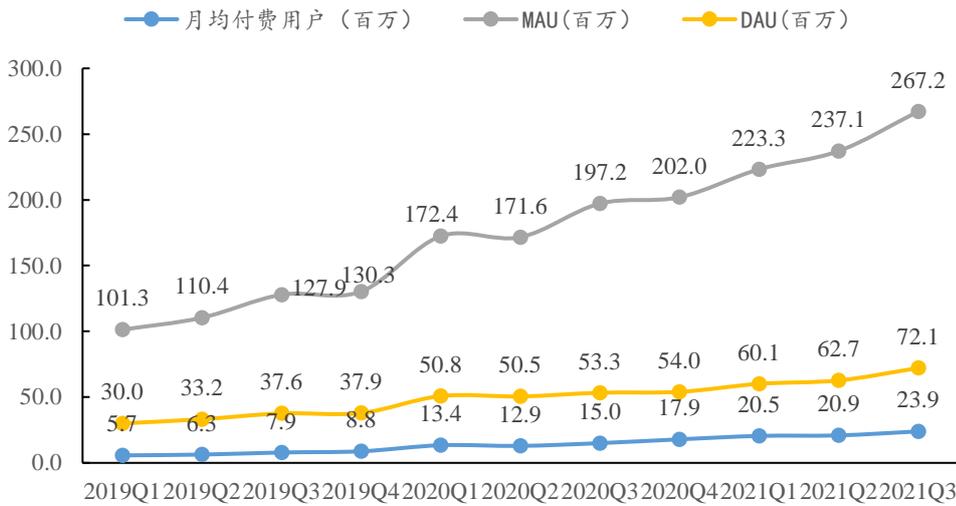


数据来源：公司公告，东北证券

2. 重点数据

哔哩哔哩 2021Q3MAU 达到 2.67 亿，同比增加 35.5%，DAU 达到 7210 万人，同比增加 35.3%，月付费用户数达到 2390 万人，同比增加 59.3%。

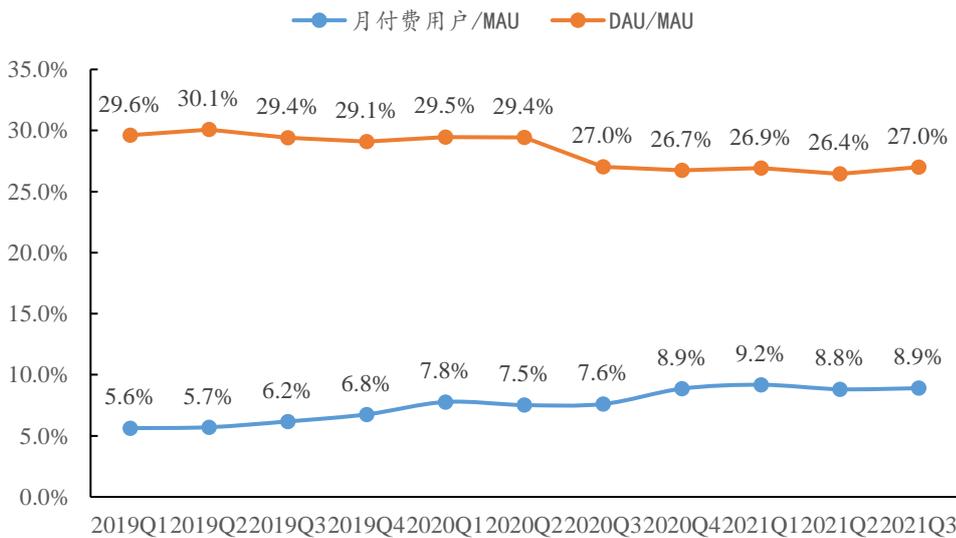
图 7: 哔哩哔哩 2019Q1-2021Q3 各项运营数据



数据来源: 公司公告, 东北证券

哔哩哔哩 2021Q3 月付费用户比例达到 8.9%，同比提升 1.3pct；DAU/MAU 达到 27.0%，同比保持稳定。

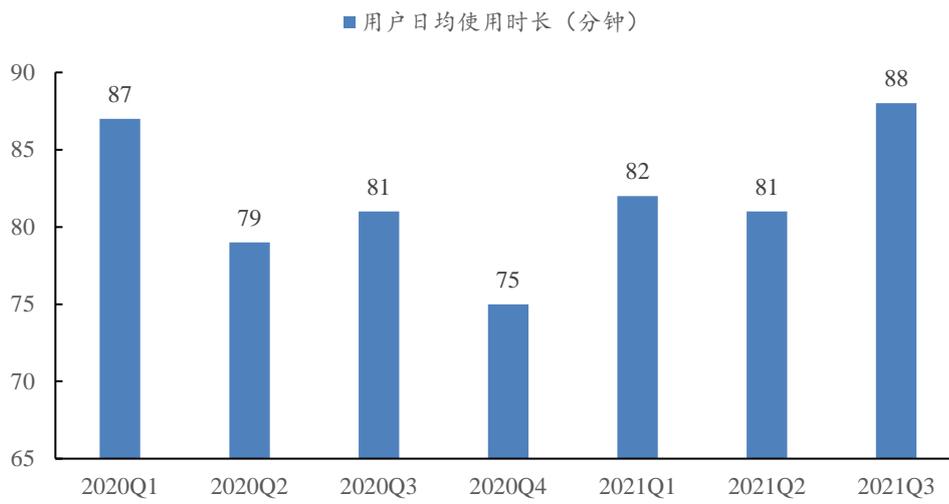
图 8: 哔哩哔哩 2019Q1-2021Q3 各项运营数据



数据来源: 公司公告, 东北证券

哔哩哔哩 2021Q3 用户日均使用时长达到 88 分钟，同比增加 7 分钟。

图 9: 哔哩哔哩 2019Q1-2021Q3 各项运营数据



数据来源: 公司公告, 东北证券

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	15,740	23,651	29,078	30,554
货币资金	4,678	8,845	10,170	8,261
应收账款	2,984	6,729	10,831	14,216
预付及其他流动资产	8,077	8,077	8,077	8,077
非流动资产	8,126	8,476	8,826	9,176
长期投资	0	0	0	0
固定资产	762	812	862	912
无形资产净值	3,653	3,953	4,253	4,553
其他非流动资产	3,711	3,711	3,711	3,711
资产总计	23,866	32,127	37,904	39,730
流动负债	7,392	16,189	22,087	22,723
应付账款	3,074	8,793	11,578	8,795
应交税金	127	199	291	383
交易性金融负债	0	0	0	0
借贷到期部分	100	0	0	0
其他流动负债	4,090	7,198	10,218	13,544
非流动负债	8,692	8,692	8,692	8,692
负债合计	16,083	24,881	30,779	31,415
普通股	0	10	20	30
库存股	0	0	0	0
留存收益	7,600	7,111	7,033	8,252
其他综合收益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	7,600	7,121	7,053	8,282
少数股东权益	182	125	72	33
负债和股东权益	23,866	32,127	37,904	39,730

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	11,999	19,861	29,078	38,336
营业成本	9,159	15,300	21,646	27,629
毛利	2,840	4,561	7,432	10,706
销售费用	0	5,958	7,270	8,051
管理费用	0	1,887	2,326	2,914
研发费用	1,513	2,622	3,489	4,217
营业利润	-3,141	-5,905	-5,653	-4,475
利息收入	83	108	170	189
利息支出	109	4	0	0
其他非经营性损益	166	199	291	383
其他损益	0	0	0	0
除税前利润	-3,001	-5,602	-5,193	-3,902
所得税	53	84	78	59
净利润	-3,054	-5,686	-5,270	-3,960
归母净利润	-3,007	-5,629	-5,218	-3,921
少数股东损益	-47	-57	-53	-40

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	195	-728	-3766	-7092
净利润	-1,289	-5629	-5218	-3921
折旧摊销	1,168	0	0	0
营运资金变动	219	5153	1795	-2749
投资活动现金流	-3,958	-151	-59	33
资本支出	-1,565	-350	-350	-350
投资变动	-1,684	0	0	0
筹资活动现金流	5,079	5047	5150	5150
银行借款	3,398	0	0	0
股本增加	1,648	5150	5150	5150
支付的利息和股利	0	-4	0	0
现金净增加额	1,423	4167	1325	-1909

财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力(%)				
营业收入增长	77.0%	65.5%	46.4%	31.8%
营业利润增长	110.1%	88.0%	-4.3%	-20.9%
归属母公司净利润增长	133.7%	86.9%	-7.3%	-24.9%
获利能力(%)				
毛利率	23.7%	23.0%	25.6%	27.9%
净利率	-25.5%	-28.6%	-18.1%	-10.3%
ROE	-39.6%	-79.1%	-74.0%	-47.3%
偿债能力				
资产负债率(%)	67.4%	77.4%	81.2%	79.1%
流动比率	2.13	1.46	1.32	1.34
速动比率	1.04	0.96	0.95	0.99
营运能力				
总资产周转率	0.50	0.62	0.77	0.96
应收账款周转率	4.02	2.95	2.68	2.70
存货周转率	-	-	-	-
每股指标(元)				
每股收益	-7.76	-14.52	-13.46	-10.12
每股经营现金流	0.00	-1.88	-9.72	-18.30
每股营业收入	30.96	51.24	75.02	98.91
每股净资产	20.08	18.70	18.38	21.45
估值比率				
P/S	14.19	8.57	5.85	4.44
P/E	-	-	-	-
EV/EBITDA	-55.40	-28.74	-29.79	-38.07

资料来源：东北证券

研究团队简介:

宋雨翔: 上海财经大学金融硕士, 哈尔滨工业大学通信本科, 现任东北证券传媒行业首席分析师。曾任东吴证券研究所分析师, 天风证券研究所分析师, 新财富团队核心成员。2016年以来具有4年证券研究从业经历。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准: A 股市场以沪深300指数为市场基准, 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为市场基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准; 美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为市场基准。
	增持	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。	
	中性	未来6个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。	
	减持	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。	
	卖出	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内, 行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来6个月内, 行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来6个月内, 行业指数的收益落后于市场基准。	

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区三里河东路五号中商大厦 4 层	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
阮敏 (总监)	021-61001986	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-61001803	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-61001965	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-61001805	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-61001807	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-61001802	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-61001827	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-61002025	13122617959	liuyq@nesc.cn
周之斌	021-61002073	18054655039	zhouzb@nesc.cn
陈梓佳	021-61001887	19512360962	chen_zj@nesc.cn
孙乔容若	021-61001986	19921892769	sunqrr@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
赵丽明	010-58034553	13520326303	zhaolm@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	19801271353	zhouying1@nesc.cn
王动	010-58034555	18514201710	wang_dong@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (总监)	0755-33975865	13760273833	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
王谷雨	0755-33975865	13641400353	wanggy@nesc.cn
姜青豆	0755-33975865	18561578188	jiangqd@nesc.cn
张瀚波	0755-33975865	15906062728	zhang_hb@nesc.cn
邓璐璘	0755-33975865	15828528907	dengll@nesc.cn
戴智睿	0755-33975865	15503411110	daizr@nesc.cn
王星羽	0755-33975865	15622820131	wangxy_7550@nesc.cn
王熙然	0755-33975865	13266512936	wangxr_7561@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-61002151	18616369028	liyinyin@nesc.cn
杜嘉琛	021-61002136	15618139803	dujiachen@nesc.cn
王天鸽	021-61002152	19512216027	wangtg@nesc.cn
王家豪	021-61002135	18258963370	wangjiahao@nesc.cn
白梅柯	021-20361229	18717982570	baimk@nesc.cn
刘刚	021-61002151	18817570273	liugang@nesc.cn
曹李阳	021-61002151	13506279099	caoly@nesc.cn