

哔哩哔哩 (BILI) 2019 年一季报点评

Q1 收入、MAU 高速增长, 《BanG Dream》 上线预期推动游戏收入持续增长

推荐 (维持)

目标价: 19.98 USD

当前价: 16.21 USD

事项:

- ❖ 公司 2019 年 5 月 14 日公布了 2019 年一季度财报, 2019Q1 年实现营收 13.74 亿元, 同比增长 58.29%; GAAP 净亏损 1.96 亿元, 同比亏损扩大 237.93%; Non-GAAP 净亏损 1.45 亿元, 环比亏损缩窄 4.38%。

评论:

- ❖ 公司 Q1 实现营收 13.74 亿元, 同比增长 58.29%, 环比增长 18.86%。预期 Q2 收入 14.5-14.9 亿元。公司 Q1 毛利率: 13.83%, 同比下降 10.71pp, 环比下降 3.21pp。高毛利率广告业务在 Q1 为淡季, 环比占比下滑会导致 Q1 毛利率降低, 随着 Q2、Q3 广告、游戏等收入占比提升, 毛利率有望得到优化。GAAP 净亏损 1.96 亿元, 同比亏损扩大 237.93%, 环比亏损扩大 2.62%; Non-GAAP 净亏损 1.45 亿元, 同比亏损扩大 45 倍, 环比亏损缩窄 4.38%。
- ❖ 公司游戏业务 Q1 录得收入 8.73 亿元, 同比增长 26.89%; 环比增长 22.44%。同比增长主要因为 Fate / Grand Order 2 月初发布了第二章的更新拉动流水。4 月《明日方舟》获得市场好评; FGO 版本迭代表现优异, 使得公司 Q1 公司递延收入增长至 12.89 亿元, 同比增长 27.12%, 环比增长 30.86%。高递延收入基本盘预期带来 Q2 游戏收入较好增长。此外, 头部产品《BanG Dream》、《重装战姬》预期将从 5 月底起陆续上线, 带来流水增量。
- ❖ 公司 Q1 直播&VAS 业务收入 2.92 亿元, 同比增长 204.17%, 环比 44.55%, 同比增长主要因为直播付费用户的增长和高级会员计划。其中直播收入约占 40%。B 站付费会员以年费和自动订阅会员为主。其中 Q1 通过答题的正式会员人数为 4930 万人, 同比增长 40.86%, 较高质量和粘性的用户或带来 VAS 收入稳定增长。直播业务来看, 我们估测游戏直播内容占比约为 2/3, 秀场内容占比约为 1/3; 而游戏、秀场收入构成约对半开。
- ❖ 盈利预测、估值及投资评级。Q1 公司营收结构多样化得到进一步提升, 电商、直播、VAS 齐发力。Q2 来看, 公司年度会员、自动续费会员占比较高, 判断 VAS 收入会延续环比增长; Q1 FGO 版本迭代带来递延收益高基本盘, 预计 Q2 游戏收入环比增长。5 月起《BanG Dream》、《重装战姬》等头部游戏上线预计将会为 Q3 游戏流水环比增长打下良好基础。我们预计 19/20/21 年 GAAP 净利润分别为 -6.86/-5.00/-0.71 亿元 (因进口游戏版号放开, 我们对盈利预测进行调整, 原预测值为 -7.66/-5.05/-0.76 亿元), 对应 EPS -2.20/-1.60/-0.23 元; PB 为 3.74/2.98/2.23 倍; PS 为 5.01/3.83/3.18 倍。考虑到公司仍未盈利, 我们参考 P/S 倍数给予公司估值。可比公司彭博一致性预期 P/S 为 6.21 倍, 我们根据 2019 年 6.21 倍 P/S 调整目标价至: 19.98 USD, 维持“推荐”评级。
- ❖ 风险提示: 内容成本上涨风险、动漫审核趋严等政策风险、用户流失风险、盈利时间轴滞后风险。

主要财务指标 (人民币)

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	4,129	6,895	9,018	10,864
同比增长(%)	67.3%	67.0%	30.8%	20.5%
归母净利润(百万)	-616	-686	-500	-71
同比增长(%)	7.8%	11.2%	-27.1%	-85.8%
每股盈利(元)	-1.98	-2.20	-1.60	-0.23
市盈率(倍)	-56.04	-50.38	-69.15	-487.59
市净率(倍)	4.97	3.73	2.94	3.35

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

注: 股价为 2019 年 05 月 13 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师: 李雨琪

电话: 021-20572555

邮箱: liyuqi@hcyjs.com

执业编号: S0360519010001

证券分析师: 潘文韬

电话: 021-20572578

邮箱: panwentao@hcyjs.com

执业编号: S0360518070003

目录

一、公司 Q1 实现营收 13.74 亿元，收入结构多样化.....	4
二、游戏流水增长稳定，进口版号开放后或有较多产品能够上线.....	6
三、直播及增值业务收入同比增长 204.17%，收入占比稳定提升.....	9
(一) VAS 业务：公司会员具有强粘性，较高长期订阅占比或带来收入稳定增长.....	9
(二) 直播业务：健康社区生态或助力未来成本优化.....	10
四、广告业务收入同比增长 60%，品牌认可度不断提升.....	11
五、电商与其他.....	12
六、投资建议.....	13
七、风险提示.....	14

图表目录

图表 1	收入结构变化 (亿)	4
图表 2	营业成本构成 (千)	5
图表 3	三费率变化	5
图表 4	公司营收、利润变化情况	6
图表 5	手游 ARPPU 与平均手游月付费用户情况	6
图表 6	游戏营收变化趋势	7
图表 7	递延收入 (T+1) 和游戏收入 (T) 拟合	7
图表 8	FGO 游戏畅销排名	7
图表 9	哔哩哔哩预期独家代理发行游戏项目	7
图表 10	直播及增值业务收入同比增长 292%	9
图表 11	正式会员与 12 月留存情况	9
图表 12	日均视频播放量与 PUGV 占比情况	10
图表 13	MAU 变化情况	11
图表 14	广告业务变化趋势	11
图表 15	月活 up 主与月视频提交情况	12
图表 16	月均互动数于用户平均时长情况	12
图表 17	电商及其他业务变化趋势	13
图表 18	可比公司估值 (单位: 万美元)	13

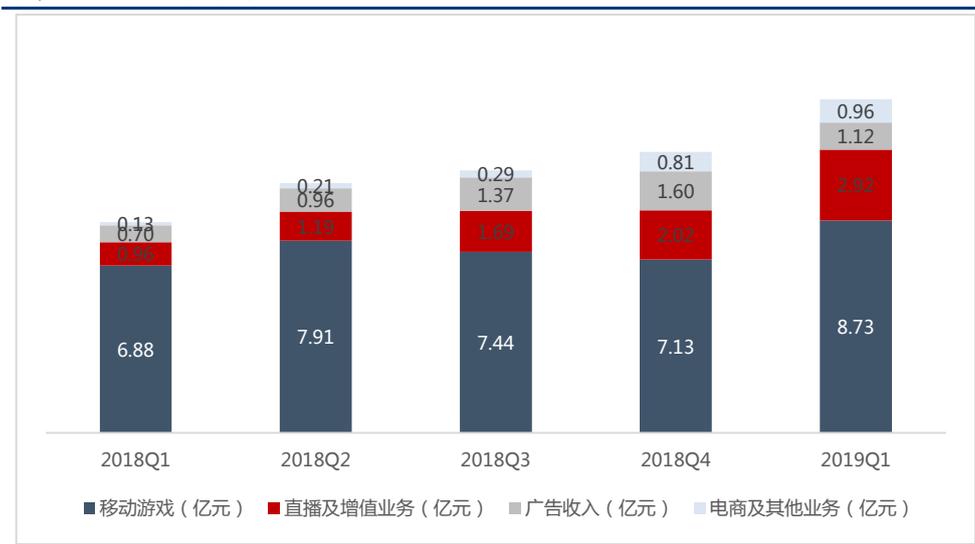
一、公司 Q1 实现营收 13.74 亿元，收入结构多样化

营收:

公司 Q1 实现营收 13.74 亿元，同比增长 58.29%，环比增长 18.86%。预期 Q2 收入 14.5-14.9 亿元。

- 移动游戏：收入 8.73 亿元，同比增长 26.89%；环比增长 22.44%。环比收入增长主要由于 Fate / Grand Order 18Q4 流水较高带来递延收入基本盘较高，叠加 2019 年 2 月初发布了第二章的更新进一步拉动流水。
- 直播&增值业务：收入 2.92 亿元，同比增长 204.17%，环比增长 44.55%。同比增长主要因为直播付费用户的增长和高级会员计划。
- 广告业务：收入 1.12 亿元，同比增长 60%，环比减少 30%。同比增长主要由于品牌广告和绩效广告的增长。Bilibili 品牌名称在中国广告市场的认可度越来越高。
- 电商&其他：收入 0.96 亿元，同比增长 638.46%，环比增长 18.52%。同比增长主要因为公司电子商务平台销售业绩的增长。

图表 1 收入结构变化 (亿)



资料来源：公司公告，华创证券

成本:

- 公司 Q1 毛利率：13.83%，同比下降 10.71pp，环比下降 3.21pp。高毛利率广告业务在 Q1 为淡季，环比占比下滑会导致 Q1 毛利率降低，随着 Q2、Q3 广告、游戏等收入占比提升，毛利率有望得到优化。
- 营业成本 11.84 亿元，同比增长 80.76%，环比增长 23.46%。
- 其中分成成本为 5.49 亿元，占收入比重 40%，环比增加 2pp。
- 内容成本 2.06 亿，占收入比重 15%，环比保持稳定。内容成本摊销确认，预计公司将对内容持续投入带来内容成本增长。
- 服务器和宽带成本 2.20 亿，占收入比重 16%，环比保持稳定。
- 其他成本 2.06 亿，占收入比重 15%，环比增长 1pp。

图表 2 营业成本构成 (千)

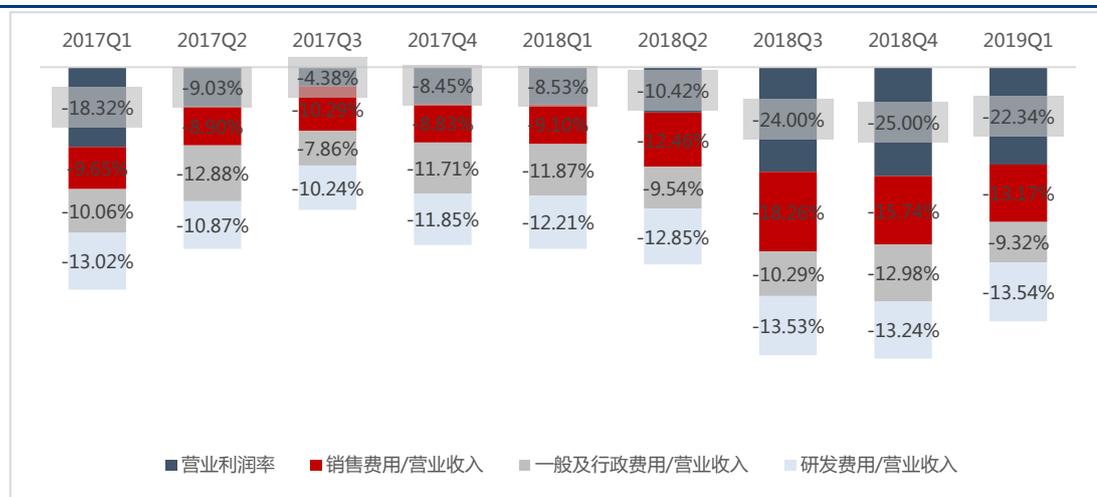


资料来源: 公司公告, 华创证券

费用:

- 研发费用: 1.86 亿元, 同比增长 75.47%, 环比增长 21.57%; 同比增长主要因为研发人员数量的增长以及其他研发支出的增长。
- 销售费用: 1.81 亿元, 同比增长 129.11%, 环比减少 0.55%; 同比增长主要因为和 Bilibili 应用和品牌相关的渠道和营销费用的增长, 包括线下推广活动、手游推广费用以及销售人员数量的增长;
- 一般及行政费用: 1.28 亿元, 同比增长 24.27%, 环比下降 14.67%; 同比增长主要因为行政人员相关费用的增长和并购取得的无形资产的摊销, 同时被 2018Q1 的 IPO 中的股权激励费用抵消。

图表 3 三费率变化

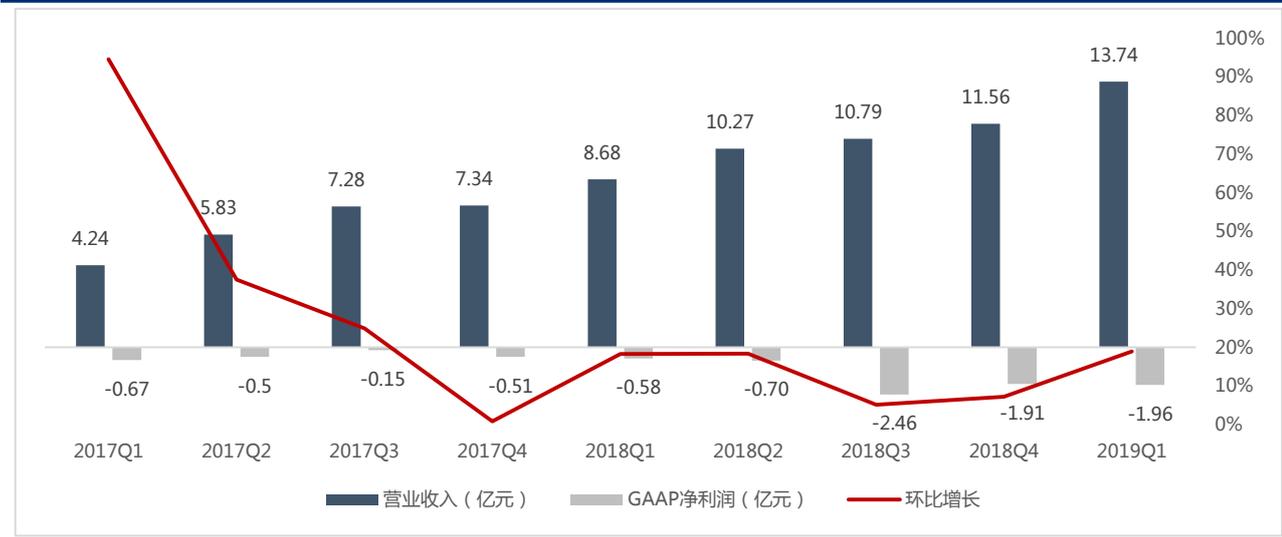


资料来源: 公司公告, 华创证券

利润:

- GAAP 净亏损 1.96 亿元, 同比亏损扩大 237.93%, 环比亏损扩大 2.62%;
- Non-GAAP 净亏损 1.45 亿元, 同比亏损扩大 45 倍, 环比亏损缩窄 4.38%;

图表 4 公司营收、利润变化情况



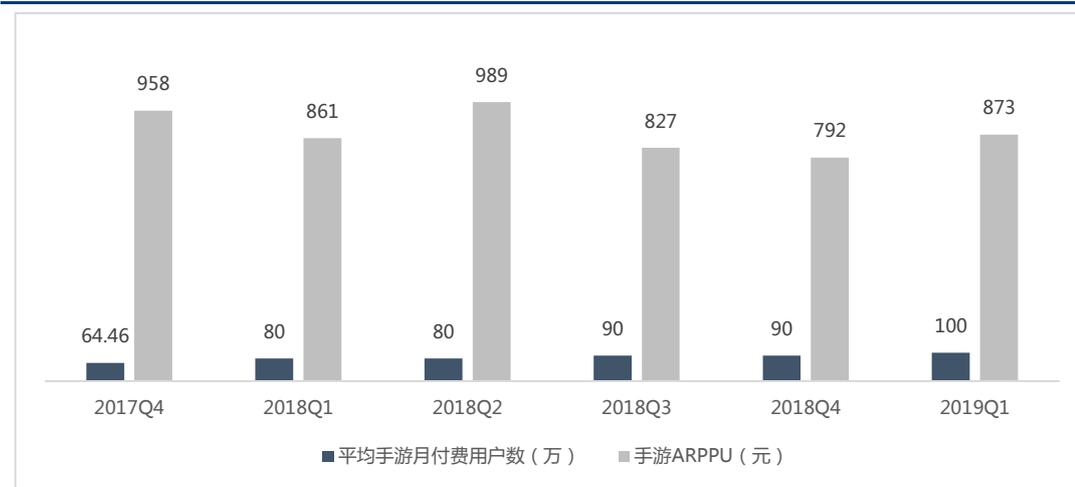
资料来源: 公司公告, 华创证券

二、游戏流水增长稳定, 进口版号开放后或有较多产品能够上线

公司游戏业务 Q1 录得收入 8.73 亿元, 同比增长 26.89%; 环比增长 22.44%。环比收入增长主要由于 Fate / Grand Order 18Q4 流水较高带来递延收入基本盘较高, 叠加 2019 年 2 月初发布了第二章的更新进一步拉动流水。

平均手游月付费用户为 100 万人, 同比增长 25%, 环比增长 11.11%。公司 Q1 手游 ARPPU 为 873 元, 同比增长 1.44%; 环比增长 10.2%。

图表 5 手游 ARPPU 于平均手游月付费用户情况



资料来源: 公司公告, 华创证券

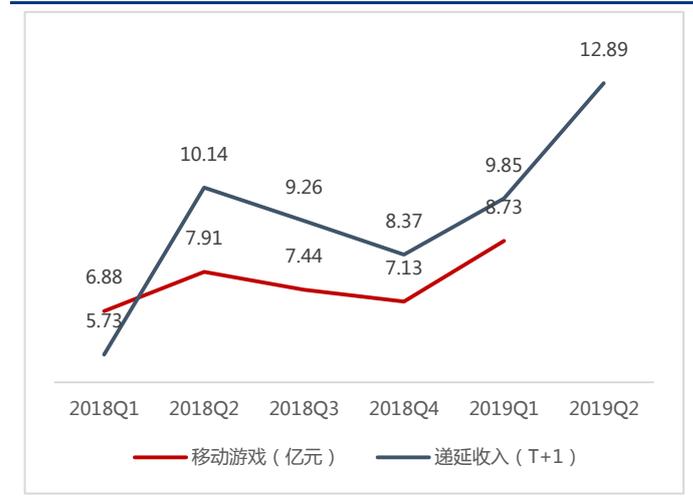
FGO 版本迭代表现优异, 使得 2019Q1 公司递延收入 12.89 亿元, 同比增长 27.12%, 环比增长 30.86%, 预期 Q2 游戏收入或有较好的增长。

图表 6 游戏营收变化趋势



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 7 递延收入 (T+1) 和游戏收入 (T) 拟合



资料来源: 公司公告, 华创证券

从 FGO 畅销排位中, 我们不难发现 19Q1 畅销排位较 18Q4 得到进一步提升。但根据 4 月和 5 月上半月畅销排位来看, Q2 FGO 流水数据或弱于 Q1。因此 Q2 老游戏递延收入基本盘可能较弱。新游戏方面: 4 月底上线的《明日方舟》获得市场好评, 5 月和盛大联运的《RWBY》已经上线, 二者为增量部分。

图表 8 FGO 游戏畅销排名

2018 月度均值	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
月均排名	21.68	22.75	40.16	33.03	50.81	31.20	52.61	59.58	34.77	18.52	33.73	44.32
2019 月度均值	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
月均排名	34.97	19.25	23.94	33.77	33.67							

资料来源: 七麦数据, 华创证券

同时, 公司未来有 20 余款独代游戏, 目前有 3 款游戏已经取得版号。5 月底起预期即将上线的产品包括:《BanG Dream》(在日本获得超高畅销排行);《重装战姬》(B 站预约数 64.7 万)、《英雄传说: 星之轨迹》等。预期将为 Q2、Q3 流水带来不错增量。

此外, 一百余款联运产品也会陆续上线, 为公司 2019 年游戏收入贡献增长。从目前公司开放预约的产品来看, 还有《一血万杰》、《妃十三学园》、《桃源乡》等多款独代及自研产品值得期待。

图表 9 哔哩哔哩预期独家代理发行游戏项目

名称	研发	IP	评分	类型	B 站预约数	进度
妃十三学园	QualiArts	原创	8.5	RPG	705820	预约中
一血万杰	DMM.com OVERRIDE、 Rejet	一血万杰游 戏	8.3	RPG	679151	2018 年 6 月 21 日 WEB 端删档测试
重装战姬	北京北客世界科 技有限公司	原创	8.3	动作	646155	预约中
梦想协奏 曲! 少女乐 团派对!	Craft Egg	ACG 经典曲 目	9.5	音乐	631520	预计 5 月 9 日开启测试

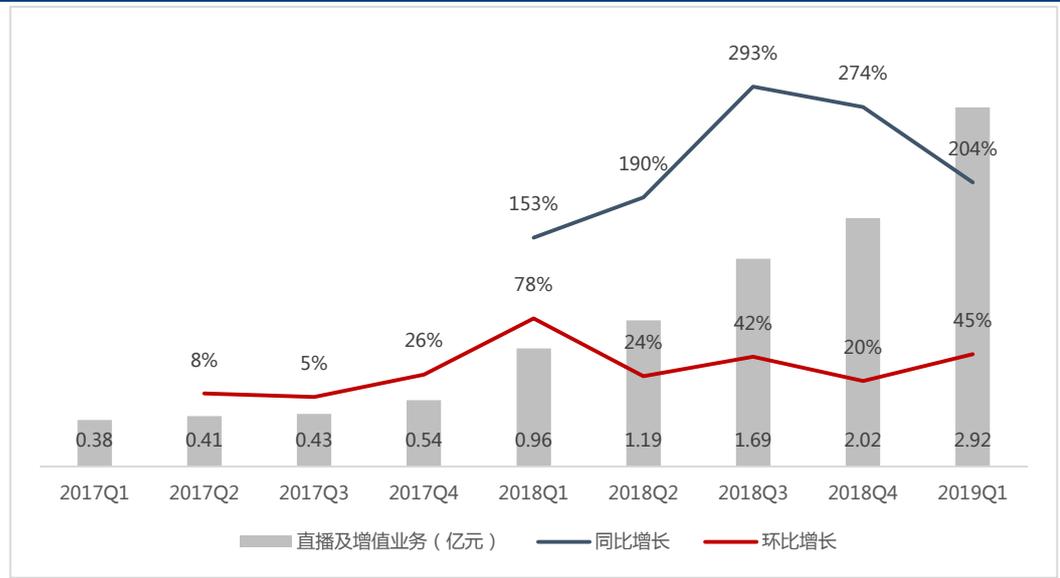
名称	研发	IP	评分	类型	B 站预约数	进度
公主连结 Re:Dive	株式会社 Cygames	公主连结 游戏	8	角色扮演	584336	预约中
无法触碰的 掌心	CAPCOM	被囚禁的掌 心游戏	9.7	RPG	548903	预约中
桃源乡	Rejet、bilibili	原创	8.4	角色扮演	546565	2018 年 5 月 29 日限量删 档测试
大王不高兴	灵游坊	大王不高兴 国漫	9	角色扮演	316347	不计费先行 体验删档测 试
A3! 满开剧 团	日本 Liber	A3! 游戏	8.5	休闲	314694	预约中
晓之轨迹	Falcom	轨迹系列		RPG	277868	预约中
魔法纪录: 魔法少女小 圆外传	Apinlex 和 f4samurai	魔法少女小 圆 动画	9.5	卡牌	261400	预约中
双生视界: 少女咖啡枪 2	西山居	少女咖啡枪	8.1	角色扮演	251352	限号删档不 付费测试
战刻夜想曲	IDEA FACTORY CO., LTD.	日服游戏	9.1	角色扮演	199529	iOS 删档测 试
战双: 帕弥 什	库洛游戏	战双游戏	8.7	RPG	183197	预约中
漫展模拟器 The Con Simulator	大谷 Spitzer	原创	1.4	SLG	139858	预约中
梦之祭	万代南梦宫	同名动漫	9.3	音乐	123184	预约中
新网球王子	分众游戏	网球王子 动漫	9.3	卡牌	110934	预约中
月野天堂。	万代南梦宫	月野天堂游 戏	9.7	音乐	105982	预约中
坎特伯雷公 主与骑士唤 醒冠军之剑 的奇幻冒险	哔哩哔哩	原创	9.3	RPG	36305	预约中
辐射: 避难 所 Online	盛大	辐射: 避难 所	7.1	SLG	26859	预约中
魔力时光	上海东方明珠文 化发展有限公司	原创	9.5	休闲	20761	第二次删档 不计费测试
食梦计划	3K 游戏	原创	8.9	RPG	15273	预约中

资料来源: TAPTAP, 公司官网, 华创证券

三、直播及增值业务收入同比增长 204.17%，收入占比稳定提升

公司 Q1 直播&VAS 业务收入 2.92 亿元，同比增长 204.17%，环比 44.55%，同比增长主要因为直播付费用户的增长和高级会员计划。其中，直播约贡献 40% 左右的收入。

图表 10 直播及增值业务收入同比增长 292%



资料来源：公司公告，华创证券

(一) VAS 业务：公司会员具有强粘性，较高长期订阅占比或带来收入稳定增长

B 站付费会员以年费和自动订阅会员为主。其中 Q1 通过答题的正式会员人数为 4930 万人，同比增长 40.86%；12 月留存率为 80%，同比保持稳定。较高质量和粘性的用户或带来 VAS 收入稳定增长。

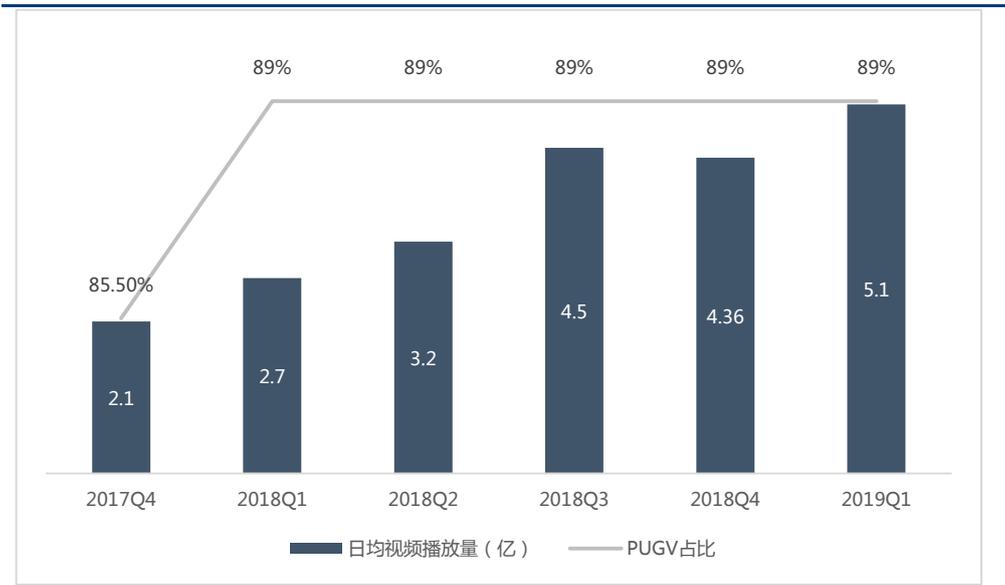
图表 11 正式会员与 12 月留存情况



资料来源：公司公告，华创证券

日均视频播放量为 5.1 亿次，同比增长了 88.89%，公司日均视频点击的同比高速增长是由 PGC 和 PUGC 双双增长带来。随着内容采购的增加，公司大会员提前看和会员专享权益得到提升。

图表 12 日均视频播放量与 PUGV 占比情况



资料来源：公司公告，华创证券

(二) 直播业务：健康社区生态或助力未来成本优化

直播业务来看，我们估测游戏直播内容占比约为 2/3，秀场内容占比约为 1/3；而游戏、秀场收入构成约对半开。

公司当前给主播分成比例约 50%，而其他签约费+激励等额外费用使得实际成本将大幅高于 50%。虽然公司分成比例优于竞争对手的 40% 的主播分成，但此前存在被竞争平台高价挖角现象，使得头部主播较难长期驻留。

所幸的是，一方面，游戏直播内容迭代较快，游戏主播生命周期也较短；另一方面，公司社区生态较为健康，能源源不断生成新主播，使得公司此前无需付出高昂签约费从竞争平台挖角。

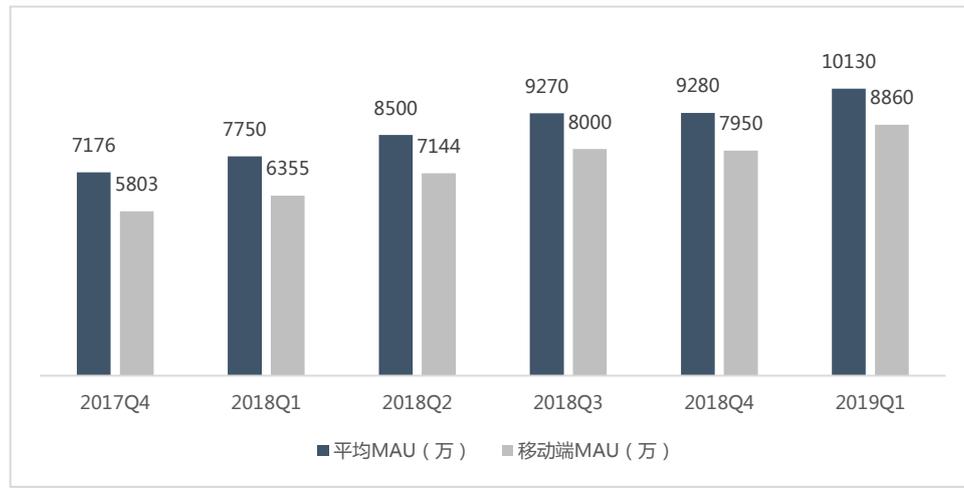
2019Q1 整体 MAU 为 10130 万，同比增长 30.71%，移动端 MAU 为 8860 万，同比增长 39.42%。

直播业务有效 MAU 为 1140 万，同比增长 52%；直播季度付费用户数 120 万，同比增长 140%。

公司整体 MAU 高于竞争对手 YY、虎牙，但受众有所不同；直播 MAU 低于竞争对手。当公司直播 MAU、收入体量增长到竞争对手量级后，才能使主播跳槽机会成本将大幅攀升，带来公司议价权的提升和成本端的优化。

考虑到公司拥有庞大的用户基础，从 UP 发展成为主播逻辑顺畅，我们预期公司直播业务 MAU 有较大增长潜力。

图表 13 MAU 变化情况

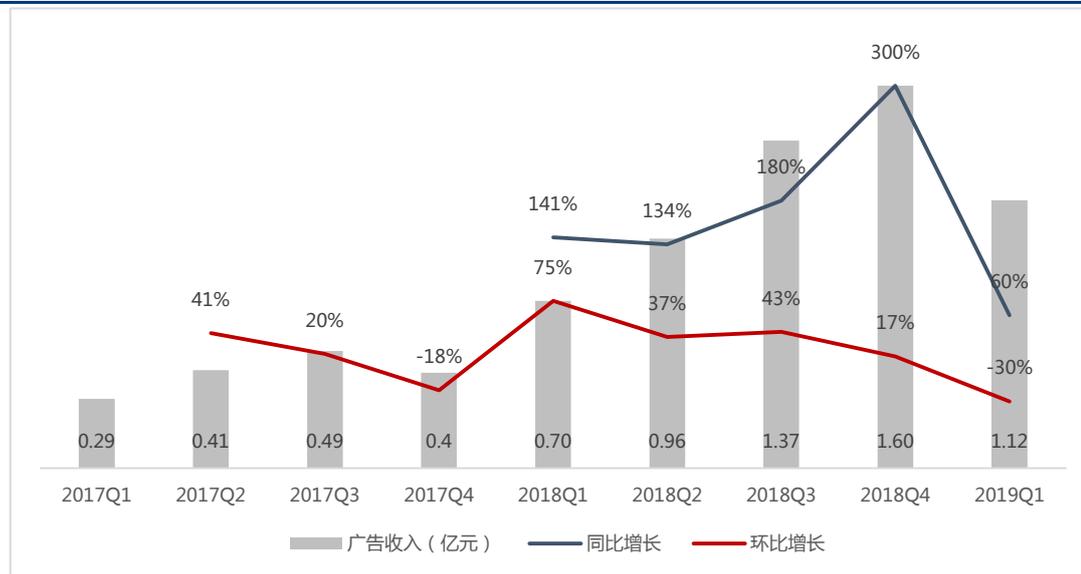


资料来源：公司公告，华创证券

四、广告业务收入同比增长 60%，品牌认可度不断提升

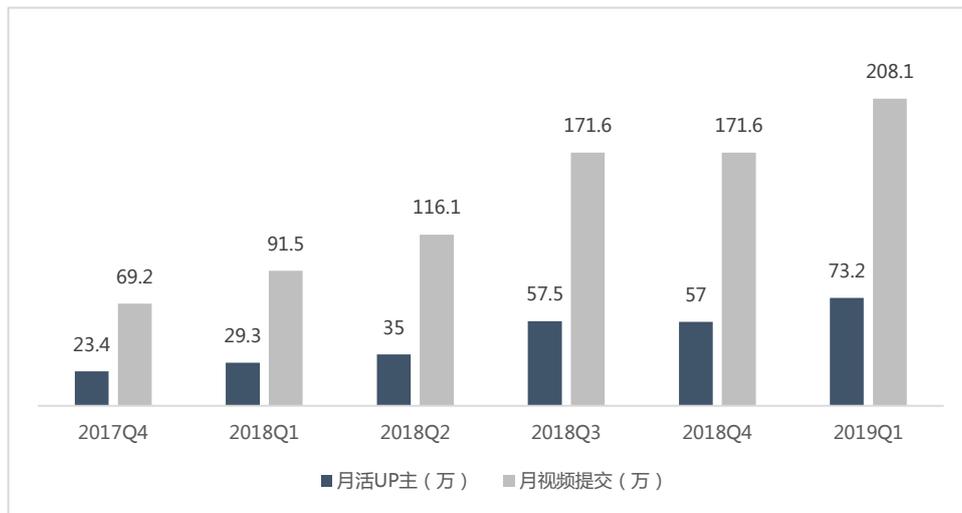
公司广告业务 Q1 收入 1.12 亿元，同比增长 60%，环比下降 30%，同比增长主要由于品牌广告和绩效广告的增长。环比下滑主要由于 Q1 为广告行业淡季，属于季节性波动。Bilibili 品牌名称在中国广告市场的认可度越来越高。同时阿里巴巴和 B 站战略合作打通了 B 站的内容生态和阿里的商业生态，阿里将带动电商广告业务在 B 站蓬勃发展，进一步推动平台广告收入保持高速增长。

图表 14 广告业务变化趋势



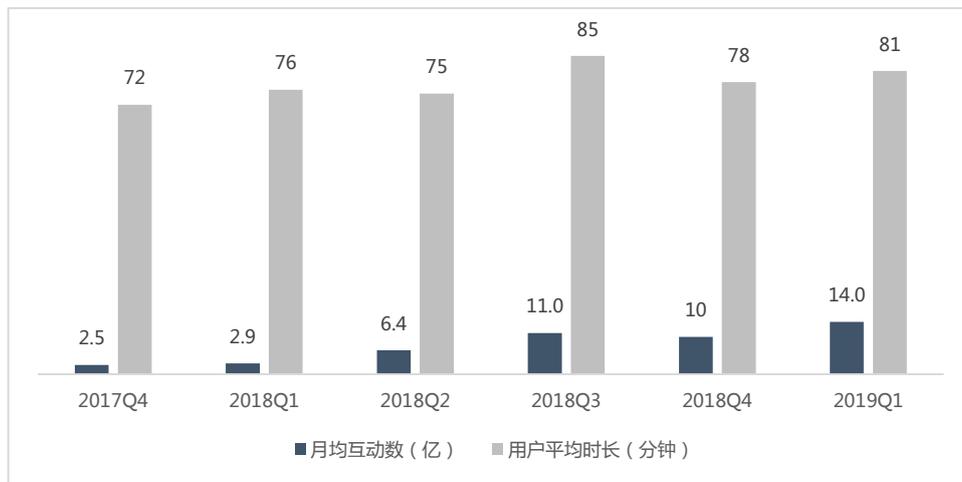
资料来源：公司公告，华创证券

Q1 月均活跃 up 主为 73.2 万个，同比增长 149.83%；月视频提交量为 208.1 万，同比增长 127.43%。随着活跃 UP 主以及提交视频内容的增多，公司能提供更多广告展示空间。

图表 15 月活 up 主与月视频提交情况


资料来源：公司公告，华创证券

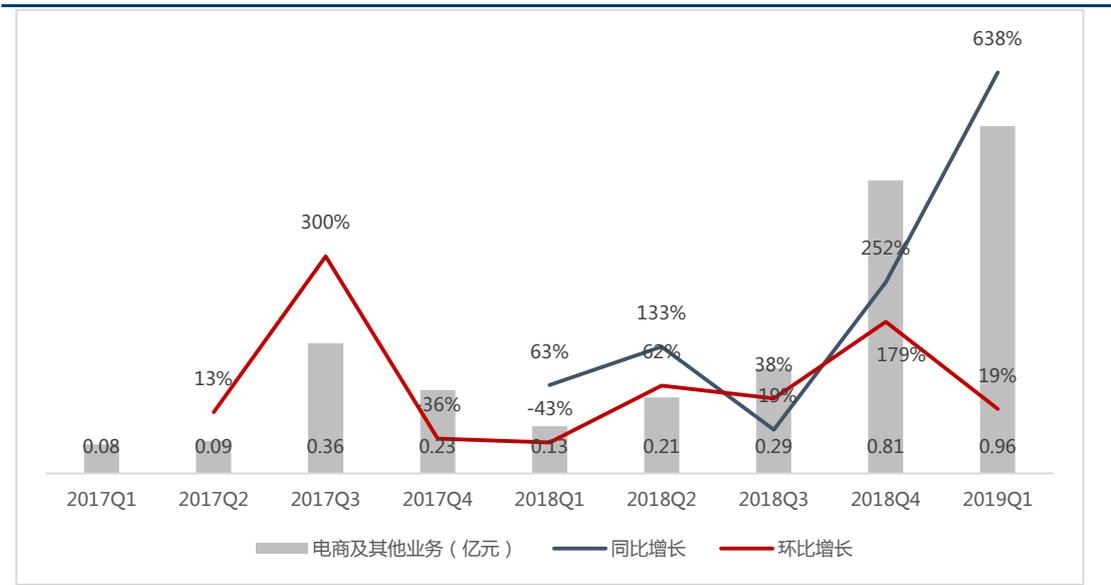
用户平均时长为 81 分钟，同比增长了 5 分钟；月均互动数达 14 亿次，同比增长了 382.74%。随着用户平均在线时长的同比增长，以及互动数增加，用户观看广告次数得到提升，促进公司广告收入进一步增长。

图表 16 月均互动数于用户平均时长情况


资料来源：公司公告，华创证券

五、电商与其他

公司 Q1 电商与其他收入 0.96 亿元，同比增长 638.46%，环比增长 18.52%。同比增长主要因为公司电子商务平台销售业绩的增长。阿里入股后，双方展开业务协同：第一批 UP 主已入驻淘宝 1 个月，但我们预计在今年营收层面不会有太大贡献，主要会促进商家商品和创作者的正循环。

图表 17 电商及其他业务变化趋势


资料来源：公司公告，华创证券

六、投资建议

Q1 公司营收结构多样化得到进一步提升，电商、直播、VAS 齐发力。Q2 来看，公司年度会员、自动续费会员占比比较高，判断 VAS 收入会延续环比增长；Q1 FGO 版本迭代带来递延收益高基本盘，预计 Q2 游戏收入环比增长。5 月起《BanG Dream》、《重装战姬》等头部游戏上线预计将会为 Q3 游戏流水环比增长打下良好基础。我们预计 19/20/21 年 GAAP 净利润分别为 -6.86/-5.00/-0.71 亿元（因进口游戏版号放开，我们对盈利预测进行调整，原预测值为 -7.66/-5.05/-0.76 亿元），对应 EPS -2.20/-1.60/-0.23 元；PB 为 3.74/2.98/2.23 倍；PS 为 5.01/3.83/3.18 倍。考虑到公司仍未盈利，我们参考 P/S 倍数给予公司估值。可比公司彭博一致性预期 P/S 为 6.21 倍，我们根据 2019 年 6.21 倍 P/S 调整公司目标价至：19.98 USD，维持“推荐”评级。

图表 18 可比公司估值（单位：万美元）

代码	证券简称	总市值	流通市值	市盈率 PE			市净率 PB(MRQ)	企业价值	市销率	企业价值 /EBITDA(倍)
				TTM	19E	20E				
BILIO	哔哩哔哩	3433349.1 3	2493026.3 9	--	-47.04	864.6 3	5.07	3443349.1 3	5.01	-397.95
中位值	中位值	3151445.5 8	3151445.5 8	60.50 5	11.24	25.28	9.09	3635517.7 3	6.21	12.03
ESTC.N	ELASTIC	4034763.1 1	4034763.1 1	--	-46.69	-45.08	21.82	4034763.1 1	25.0 2	-210.77
PEGA.O	PEGASYS SYSTEMS INC	3635517.7 3	3635517.7 3	--	--	--	9.09	3635517.7 3	6.21	195.25
MOMO.O	陌陌	3913532.8 5	3153622.6	14.04	11.14	9.01	3.62	3913532.8 5	2.92	12.03
GRUB.N	GRUBHUB INC	3835864.0 8	3835864.0 8	103.3 8	380.75	141.8	3.86	4063691.3 8	5.49	34.67

PLAN.N	ANAPLAN	3151445.5 8	3151445.5 8	--	--	--	15.08	3151445.5 8	19.5 4	-45.38
TDC.N	天睿公司 (TERADATA)	2890928.2 9	2890928.2 9	157.5 6	132.54	41.27	9.11	3251170.5 4	2.27	27.38
PS.O	PLURALSIGHT	2890655.2 9	1989002.2	--	--	--	21.22	2904169.4 2	17.1 2	-43.04
YY.O	欢聚时代	2865472.0 8	2215212.3 7	17.63	11.34	9.29	1.53	2866158.3 8	1.82	10.45
GDS.O	万国数据	2837461.7 5	2647023.0 8	--	-225.2 2	99.21	5.19	4116758.4 5	14.7 4	42.39

资料来源: Wind, 华创证券

七、风险提示

内容成本上涨风险: 公司内容成本摊销确认, 随着后期内容采购持续, 加上对于付费漫画平台的孵化, 预计内容成本将持续上升。

动漫审核趋严等政策风险: 2019 年中国开启动画内容审核, 对于引进动画预期将大幅加强监管力度。虽公司当前加大了对原创国漫内容的投资, 但日本动漫的收紧或将带来用户流失。从公司上半年内容排期来看, 影响较小; 内容影响或在 2019H2 反映, 需要持续跟踪新内容接档进度。

其他风险: 用户流失风险、盈利时间轴滞后风险。

附录：财务预测表 (人民币)
资产负债表

单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	3,540	3,242	3,218	3,530
应收款项合计	1,148	1,917	2,507	3,020
存货	55	0	0	0
其他流动资产	28	28	28	28
流动资产合计	6,550	8,865	11,521	14,645
固定资产净值	395	492	537	558
权益性投资	0	0	0	0
其他长期投资	980	980	980	980
商誉及无形资产	2,361	3,483	4,325	5,016
土地使用权	0	0	0	0
其他非流动资产	204	204	204	204
非流动资产合计	3,940	5,159	6,046	6,758
资产合计	10,490	14,024	17,567	21,403
应交税金	39	42	47	51
短期借贷及长期借				
贷当期到期部分	0	0	0	0
其他流动负债	1,953	2,929	3,808	4,569
流动负债合计	3,299	4,541	5,612	6,554
长期借贷	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	0	0	0	0
负债合计	3,299	4,541	5,612	6,554
归属母公司所有者权益	6,951	9,265	11,766	14,695
少数股东权益	240	218	189	154
所有者权益合计	7,191	9,483	11,955	14,849
负债和股东权益	10,490	14,024	17,567	21,403

利润表

单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	4,129	6,895	9,018	10,864
主营业务收入	4,129	6,895	9,018	10,864
其他营业收入	0	0	0	0
营业总支出	4,858	7,942	9,886	11,369
营业成本	3,273	5,485	6,774	7,729
营业开支	1,584	2,456	3,111	3,639
营业利润	-729	-1,047	-867	-505
净利息支出	-69	-319	-292	-290
权益性投资损益	0	0	0	0
其他非经营性损益	121	121	121	121
非经常项目前利润	-539	-607	-454	-94
非经常项目损益	0	0	0	0
除税前利润	-539	-607	-454	-94
所得税	26	29	22	5
少数股东损益	-13	-22	-29	-35
持续经营净利润	-552	-614	-447	-63
非持续经营净利润	0	0	0	0
净利润	-552	-614	-447	-63
优先股利及其他调				
整项	65	72	52	7
归属普通股股东净	-616	-686	-500	-71
利润	-616	-686	-500	-71
EPS (摊薄)	-1.98	-2.20	-1.60	-0.23

主要财务比率

	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	67.3%	67.0%	30.8%	20.5%
归属普通股股东净				
利润增长率	7.8%	11.2%	-27.1%	-85.8%
获利能力				
毛利率	20.7%	20.4%	24.9%	28.9%
净利率	-14.9%	-9.9%	-5.5%	-0.7%
ROE	-13.7%	-8.5%	-4.8%	-0.5%
ROA	-8.8%	-5.6%	-3.2%	-0.4%
偿债能力				
资产负债率	31.4%	32.4%	31.9%	30.6%
流动比率	198.6%	195.2%	205.3%	223.5%
速动比率	196.9%	195.2%	205.3%	223.5%
每股指标(元)				
每股收益	-1.98	-2.20	-1.60	-0.23
每股经营现金流	2.37	1.92	3.95	6.30
每股净资产	22.30	29.73	37.75	47.15
估值比率				
P/E	-56.04	-50.38	-69.15	-487.59
P/B	4.97	3.73	2.94	2.35
P/S	8.37	5.01	3.83	3.18

单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
现金流量表				
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	737	599	1,232	1,964
净利润	-552	-686	-500	-71
折旧与摊销	642	779	1,280	1,640
营运资本变动	565	528	481	429
其他非现金调整	82	-22	-29	-35
投资活动现金流	-3,196	-3,897	-4,256	-4,651
出售固定资产收到				
的现金	0	0	0	0
资本性支出	1,334	1,998	2,167	2,352
投资减少	6,255	6,881	7,569	8,326
其他投资活动产生				
的现金流量净额	-136	0	0	0
融资活动现金流	4,975	3,000	3,000	3,000
债务增加	0	0	0	0
股本增加	4,953	3,000	3,000	3,000
支付的股利合计	0	0	0	0
其他筹资活动产生				
的现金流量净额	22	0	0	0

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

传媒组团队介绍

组长、分析师：潘文韬

同济大学经济学硕士。曾任职于国金证券。2017 年加入华创证券研究所。

分析师：肖丽荣

北京大学管理学硕士，香港大学经济学硕士。曾任职于中信证券。2016 年加入华创证券研究所。

助理分析师：李雨琪

美国波士顿大学经济学硕士。2016 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,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均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500