

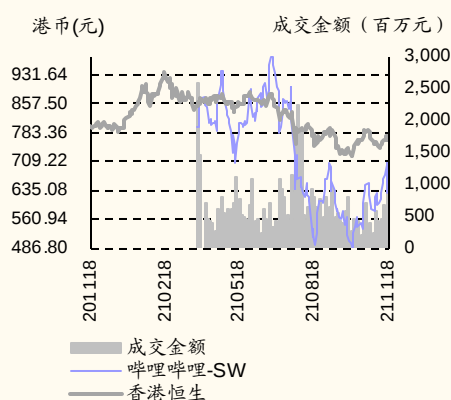
哔哩哔哩-SW(09626.HK) 买入 (维持评级)

港股公司点评

市价(港币): 630.000元

市场数据(港币)

收盘价(元)	630.000
流通港股(百万股)	384.36
总市值(百万元)	242,148.27
年内股价最高最低(元)	979.00/486.80
香港恒生指数	25319.72



股价表现(%)	3个月	6个月	12个月
绝对	18.09	-19.54	
相对香港恒生	20.20	-8.09	

相关报告

- 1.《Q2 用户增速稳定, 关注 Q3 非游戏业务增长-哔哩哔哩中期业绩点...》, 2021.8.22
- 2.《Q1 广告业务成亮点, 关注新游戏 Q2 表现-哔哩哔哩一季度业绩点...》, 2021.5.14
- 3.《哔哩哔哩: 怎样为“不同圈层的用户”估值?-哔哩哔哩公司深度报...》, 2021.4.20

杨晓峰 分析师 SAC 执业编号: S1130520040001
yangxiaofeng@gjzq.com.cn

王兆丰 联系人
wuzhaofeng@gjzq.com.cn

Q3 用户增长超预期, 关注 Q4 游戏业务增长

主要财务指标

项目	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	6,778	11,999	19,280	28,062	37,647
营业收入增长率	64.16%	77.03%	60.68%	45.55%	34.16%
GAAP 归母净利润(百万元)	-1,289	-3,012	-5,884	-5,541	-3,997
GAAP 归母净利润增长率	109.14%	133.65%	95.38%	-5.84%	-27.86%
Non-GAAP 归母净利润(百万元)	-1,067	-2,580	-5,232	-4,219	-2,318
摊薄每股收益(元)	-3.354	-7.836	-15.310	-14.416	-10.400
每股经营性现金流净额	0.51	1.96	-5.71	-2.51	3.88
ROE(归属母公司)(摊薄)	-18.28%	-39.63%	-24.10%	-29.35%	-26.86%
P/E	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
P/B	26.92	24.98	8.09	10.47	13.28

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简报

- 11月17日, 哔哩哔哩发布2021年Q3业绩, 21Q3 营收 52.07 亿元, 同比增长 61%, NON-GAAP 归母净亏损为 16.13 亿元, 净亏损率为 30.98%, 环比增加 1.5pcts。公司预计 Q4 营收在 57-58 亿元。

点评

- 用户端: MAU 增长超预期, Q3 环比增长 12.70%。21Q3 公司 MAU 约为 2.67 亿, 环比增长 12.70%, 根据长期 MAU 目标, 20-23 年 MAU 的平均环比增速约 6%, 21Q3 MAU 增速超出预期。
- 要点 1: 3Q21 热门 OGC 内容上线, 推动会员数量提升、用户日均使用时长创下历史新高。Q3 公司大会员数量达 1820 万, 同比增长 42%; 用户日均使用时长达 88 分钟, 环比 Q2 增长 7 分钟。我们认为主要为 Q3 公司上线了多个热门 OGC 内容, 包括综艺《90 婚介所》、《我的音乐你听吗》、《元龙第二季》, 其中《我的音乐你听吗》、《90 婚介所》, 根据骨朵数据, 排名全网网络综艺热度榜第 5 以及第 7, 持续推动用户破圈。
- 要点 2: Q4 热门内容回归, 或带动 Q4 用户保持稳步增长。Q4 热门番剧《鬼灭之刃-无限列车》、热门纪录片《人生一串第三季》回归, 公司 Q4 有望通过优质内容推动用户规模的稳步增长, 带动非游戏业务的增长。
- 要点 3: 广告销率持续提升, 客户拓展+花火平台持续推进有望驱动广告收入高速增长。公司 Q3 广告收入 11.7 亿元, 同比增长 110%, 主要由于广告效率持续提升、更多 Up 主入驻花火平台以及公司持续拓展 KA 客户。根据公司业绩交流会, 双十一期间, 公司电商的广告预算排名全网第五, 转化 ROI 排名全媒体第一, 我们认为持续提升的广告销率以及客户的进一步拓展和花火平台的推动, 有望驱动 Q4 以及明年广告收入保持高速增长。

投资建议

- 随着用户稳步增长, 公司业绩有望保持增长。由于公司 Q3 将投资亏损计入 Non-GAAP 调整项, 我们下调了 21 年 Non-GAAP 净利润 16.76%, 预计 2021/2022/2023 年 NON-GAAP 净利润为 -52.32/-42.19/-23.18 亿元, 预测 2021/2022/2023 年 EPS 分别为 -15.3/-14.4/-10.4 元, 维持“买入”评级。

风险提示

- 用户增长不及预期; UP 主的流失风险; 广告主需求不及预期; 法律监管风险等; 爆款游戏上线表现不及预期; 版权诉讼风险。

内容目录

一、 业绩要点&展望	4
二、 经营数据	5
2.1 用户端：公司三季度 MAU 达 2.67 亿，DAU 达 7210 万	5
2.2 变现端：月付费用户达 2390 万	7
2.3 内容端：独家番剧引进量有所下降，大会员专享独家番剧占比环比提升	7
2.3.1 独家番剧引进：10 月大会员专享独家番剧占比环比有所提升，引进量同比下降 33%	7
三、 财务数据：整体业绩符合预期，保持稳健增长	8
3.1 营收端：3Q21 净营业额保持高速增长，同比增加 61.4%	8
3.2 毛利率：毛利率稳定，盈利能力稳健	11
3.3 费用端：Q3 销售费用率下降，管理费用率、研发费用率同比有所提升	12
3.4 净利润端：3Q21 公司 Non-GAAP 净亏损率约为 31.2%	13
四、 投资建议	14
五、 风险提示	14

图表目录

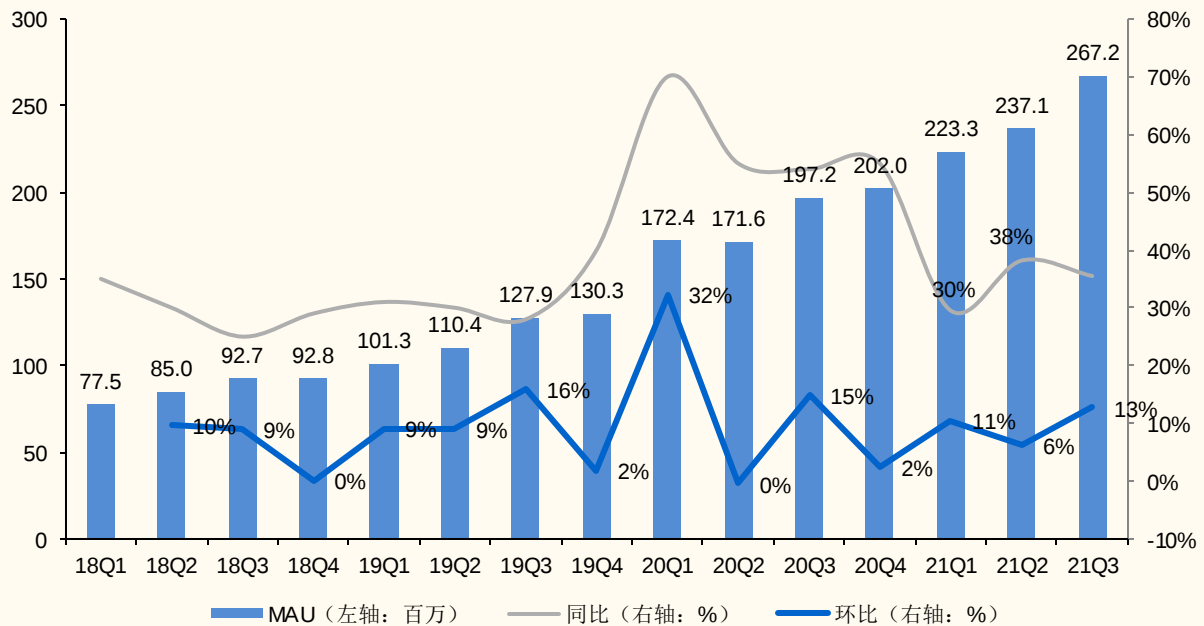
图表 1：公司 MAU 保持稳定增长	4
图表 2：B 站热门综艺 7-10 月全网网综热度排名	4
图表 3：B 站独家版权番剧追番人数前 10 名	5
图表 4：B 站 DAU 同比与环比变化	6
图表 5：B 站 2Q19-2Q21 用户粘性	6
图表 6：B 站 2Q19-2Q21 大会员数量	7
图表 7：B 站月付费用户人数及同比环比增速	7
图表 8：B 站 10 月独家番剧	8
图表 9：B 站 2019-2021 年 7 月引进独家番剧数量	8
图表 10：B 站 2019-2021 年 10 月引进独家番剧数量	8
图表 11：B 站 1Q18-2Q21 季度营业收入及增长率	9
图表 12：移动游戏业务收入及增长率	9
图表 13：增值业务收入及增长率	10
图表 14：广告业务收入及增长率	10
图表 15：电商及其他业务收入情况	11
图表 16：季度毛利润&增长率	11
图表 17：公司毛利率变化	12
图表 18：B 站销售费用、管理费用、研发费用变化	12
图表 19：B 站三费构成变化	13

图表 20: B 站 1Q18-2Q21 公司 GAAP 净利润变化.....	13
图表 21: B 站 1Q18-2Q21 公司 Non-GAAP 净利润变化	14

一、业绩要点&展望

- **业绩要点：**11月17日，哔哩哔哩发布2021年Q3业绩，21Q3营收52.07亿元，同比增长61%，NON-GAAP归母净亏损为16.13亿元，净亏损率为30.98%，环比增加1.5pcts，保持稳定。公司Q4预计营收在57-58亿元之间。
- **用户端：**MAU增长超预期，Q3环比增长12.70%。21Q3公司MAU约为2.67亿，环比增长12.70%，相比21Q2环比6%的增速有较大提升，根据长期MAU目标，20-23年MAU的平均环比增速约6%，21Q3MAU增速超出预期。

图表1：公司MAU保持稳定增长



来源：公司公告、国金证券研究所

- **要点1：3Q21热门OGC内容上线，推动会员数量提升、用户日均使用时长创下历史新高。**Q3公司大会员数量达1820万，同比增长42%；用户日均使用时长达88分钟，环比Q2增长7分钟。我们认为主要为Q3公司上线了多个热门OGC内容，包括综艺《90婚介所》、《我的音乐你听吗》、《元龙第二季》，其中《我的音乐你听吗》、《90婚介所》，根据骨朵数据，排名全网网络综艺热度榜第5以及第7，持续推动用户破圈。

图表2：B站热门综艺7-10月全网网综热度排名

排名	90婚介所	我的音乐你听吗
7月	-	-
8月	10	12
9月	7	5
10月	9	6

来源：骨朵数据、国金证券研究所

- **要点2：Q4热门内容回归或带动Q4用户保持稳步增长。**Q4热门番剧《鬼灭之刃无限列车》、热门纪录片《人生一串第三季》回归，其中《鬼灭之刃》动画B站播放量达7.5亿次，追番人数全站第二，达1084.9万，

《鬼灭之刃无限列车》于 11 月 17 日上线，目前追番人数已成为全站第一，超 1130 万；而热门记录表《人生一串》前 2 季口碑较好，B 站评分分别为 9.8/9.7 分，播放量均超 1 亿。优质 OGC 内容叠加 S11 总决赛 EDG 夺冠带来的高播放量，根据公司业绩交流会，与 S 赛相关的 Up 主视频投稿播放量已超过 28 亿。我们认为公司 Q4 有望通过优质内容推动用户规模的稳步增长，从而带动非游戏业务的增长。

图表 3: B 站独家版权番剧追番人数前 10 名

排名	B 站独家版权番剧	追番人数 (万)
1	鬼灭之刃 无线列车篇	1134.5
2	鬼灭之刃	1084.9
3	工作细胞：细胞大作战	913.9
4	工作细胞 第二季	836.4
5	小林家的龙女仆 第二季	828.1
6	工作细胞	789.7
7	鬼灭之刃 (中配)	769.9
8	小林家的龙女仆	754.3
9	辉夜大小姐想让我告白～天才们的恋爱头脑战～ 第二季	737.1
10	辉夜大小姐想让我告白～天才们的恋爱头脑战～ 第一季	714.4

来源：哔哩哔哩官网、国金证券研究所

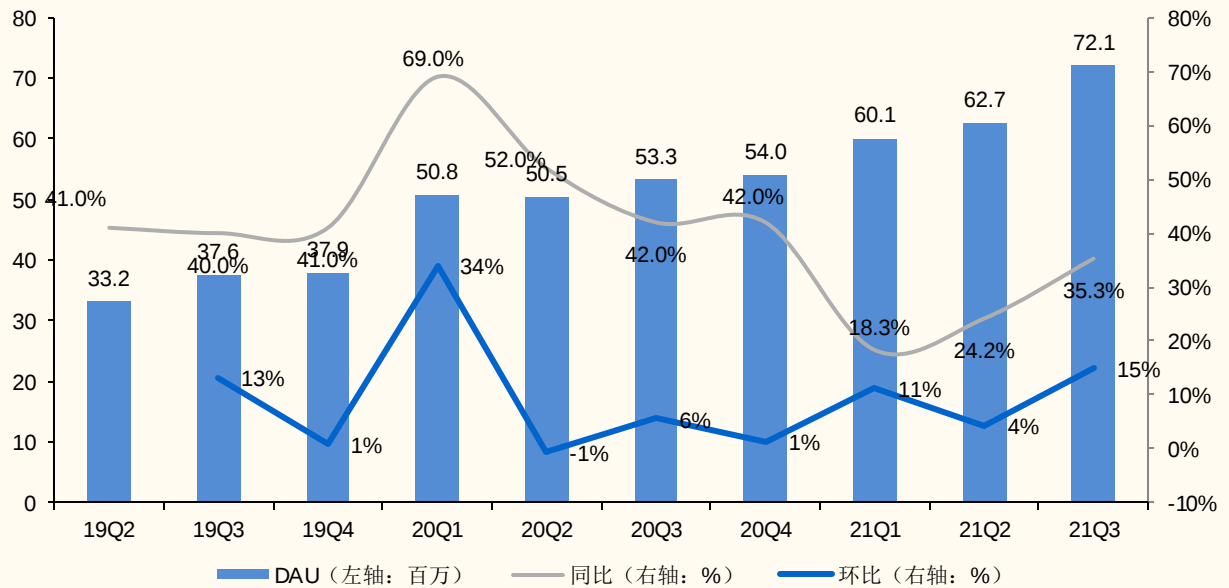
- **要点 3: Q3 广告销率持续提升，客户拓展+花火平台持续推进有望驱动广告收入保持高速增长。**公司 Q3 广告收入 11.7 亿元，同比增长 110%，主要由于广告效率持续提升、更多 Up 主入驻花火平台以及公司持续拓展 KA 客户，根据公司业绩会议，Q3 超 1.5 万名 Up 主入驻花火平台，同比增长超 25%，Q3 公司拓展了更多汽车、服饰、鞋包等行业的广告客户。另外，根据公司业绩交流会，双十一期间，公司电商的广告预算排名全网第五，转化 ROI 排名全媒体第一，我们认为持续提升的广告销率以及客户的进一步拓展和花火平台的推动，有望驱动 Q4 以及明年广告收入保持高速增长。
- **其他要点: Q4 上线爆款联运游戏，或带动游戏业务增速回暖。**相比 20Q4 的游戏淡季，21Q4 公司联运了《哈利波特：魔法觉醒》、《英雄联盟手游》等热门游戏，其中《哈利波特：魔法觉醒》、《英雄联盟手游》目前均稳定在 iOS 畅销榜前 10 名，我们认为 Q4 的热门联运游戏有望推动公司游戏业务增速回暖。

二、经营数据

2.1 用户端：公司三季度 MAU 达 2.67 亿，DAU 达 7210 万

- 公司 2021 年三季度 MAU 达 2.67 亿，同比增长 35%，环比增长 13%，三季度 DAU 达 7210 万，同比增长 35.3%，环比增长 15%。凭借优质丰富的内容生态和活跃的社区体验，B 站 MAU 和 DAU 都实现了稳定的增长。

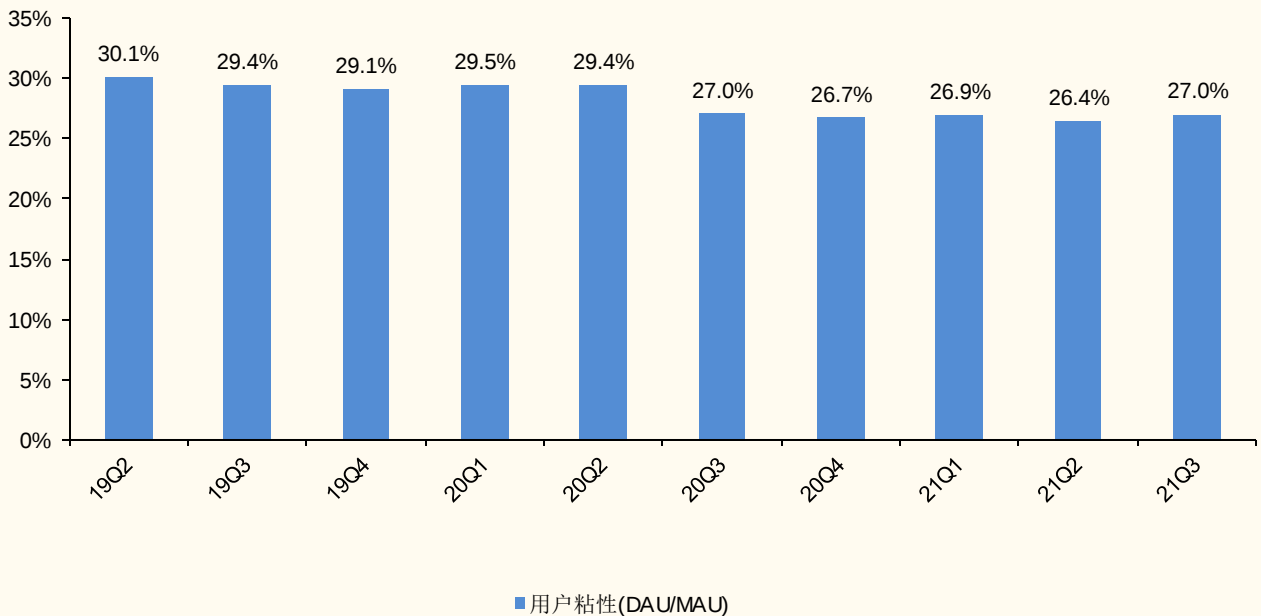
图表 4: B 站 DAU 同比与环比变化



来源: 公司公告、国金证券研究所

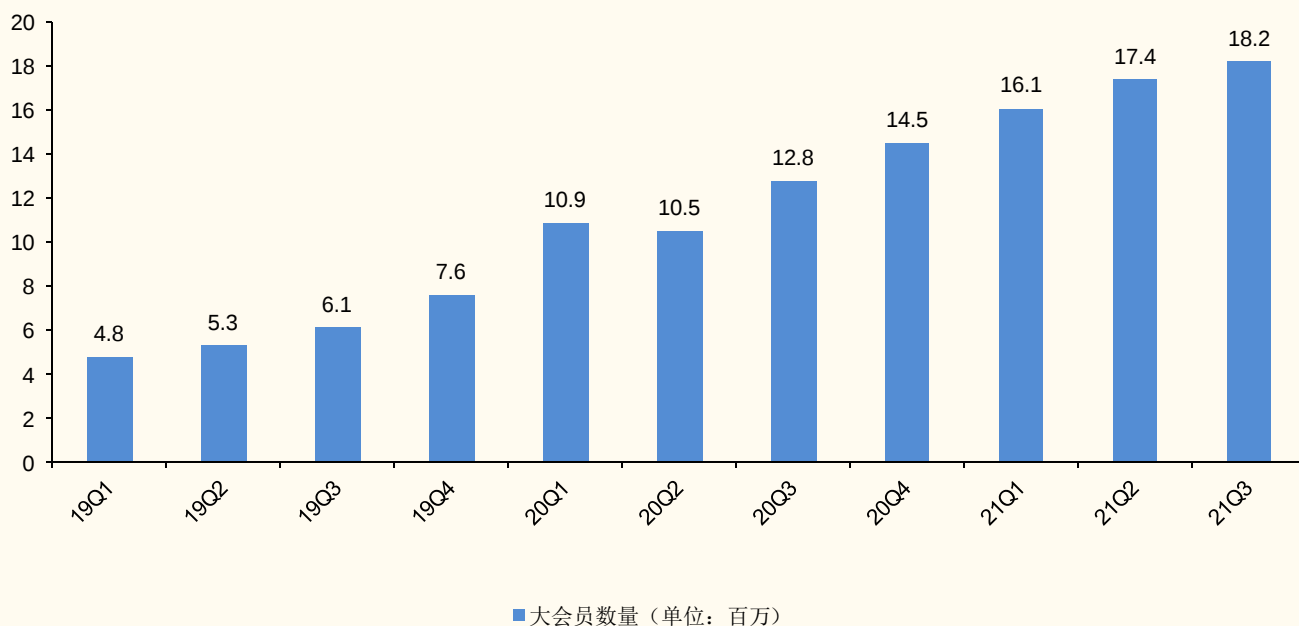
- 3Q21, 用户日均使用时长达 88 分钟, 保持较高水平, 大会员数量增长至 1820 万, 同比增长 42%。在其他核心数据方面, 用户粘性有所提升, Q3 的 DAU/MAU 为 27%, 环比提升 0.6pcts, 月均活跃 UP 主同比增长 61%, 月均投稿数量同比增长 80%, 拥有万粉以上 UP 主数量同比增长 42%, 日均视频播放量 23 亿, 同比增长 77%, 月均互动数达 102 亿, 同比增长 86%, 正式会员数达 1.34 亿人, 同比增长 38%。

图表 5: B 站 2Q19-2Q21 用户粘性



来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 6: B 站 2Q19-2Q21 大会员数量

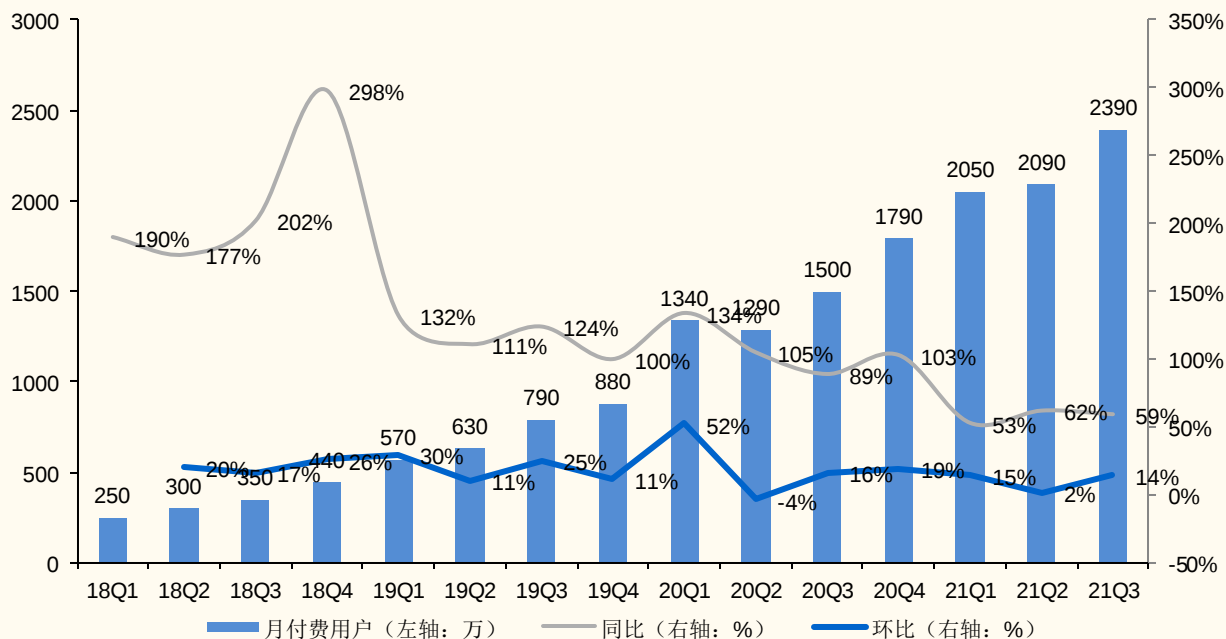


来源: 公司公告、国金证券研究所

2.2 变现端: 月付费用户达 2390 万

B 站 2021 年三季度平均月付费用户达 2990 万, 较去年同期增长 59%, 环比增加 14%, 增速仍保持强劲, 整体付费率保持在 8.9% 的高水平。

图表 7: B 站月付费用户人数及同比环比增速



来源: 公司公告、国金证券研究所

2.3 内容端: 独家番剧引进量有所下降, 大会员专享独家番剧占比环比提升

2.3.1 独家番剧引进: 10 月大会员专享独家番剧占比环比有所提升, 引进量同比下降 33%

2021 年 7 月, B 站独家版权引进的番剧共 25 部, 同比增加 257%, 其中大会

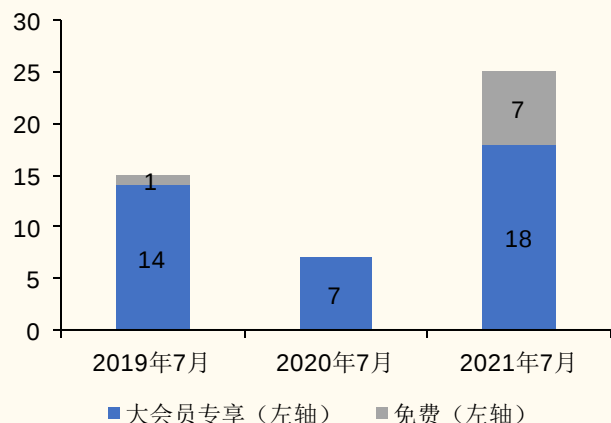
员专享 18 部，免费 7 部，10 月 B 站独家版权引进的番剧有 18 部，同比减少 33%，其中会员专享 13 部，免费 5 部。

图表 8: B 站 10 月独家番剧

2021 年 10 月 B 站版权番剧	追番人数	付费模式	播放地区
鬼灭之刃 无限列车篇	1120.6 万	大会员专享	中国
JOJO 的奇妙冒险 石之海	656.8 万	免费	中国
国王排名	508.1 万	大会员专享	中国
我被逐出队伍后过上慢生活	232.4 万	大会员专享	中国
世界尽头的圣骑士	192.5 万	大会员专享	中国
进化之实 踏上胜利的人生	157.7 万	大会员专享	中国
平家物语	91.5 万	大会员专享	中国
结城友奈是勇者 第三季/大满开之章	81.5 万	大会员专享	中国
普罗米亚	57.4 万	大会员专享	中国
迷宫标记者	57.1 万	大会员专享	中国
创之界限	53.4 万	免费	中国
当雏菊邂逅少女/男孩遇见女孩	37.7 万	免费	中国
键等/键的嘉年华	25.7 万	免费	中国
无敌侠：舞动的英雄	14 万	大会员专享	中国
春	8.8 万	大会员专享	中国
空想新子和千年的魔法	2.6 万	大会员专享	中国
2077 日本锁国	2.7 万	大会员专享	中国
因為不是真正的夥伴而被逐出勇者隊伍，流落到邊境展開慢活人生	1.6 万	免费	(仅限中国港澳台地区)

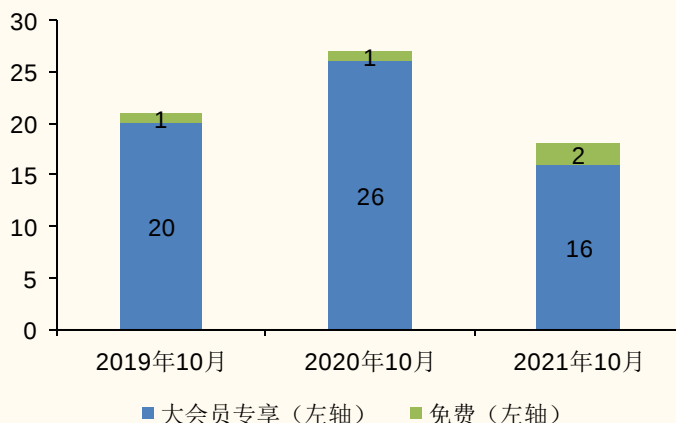
来源：哔哩哔哩、国金证券研究所

图表 9: B 站 2019-2021 年 7 月引进独家番剧数量



来源：哔哩哔哩、国金证券研究所

图表 10: B 站 2019-2021 年 10 月引进独家番剧数量



来源：哔哩哔哩、国金证券研究所

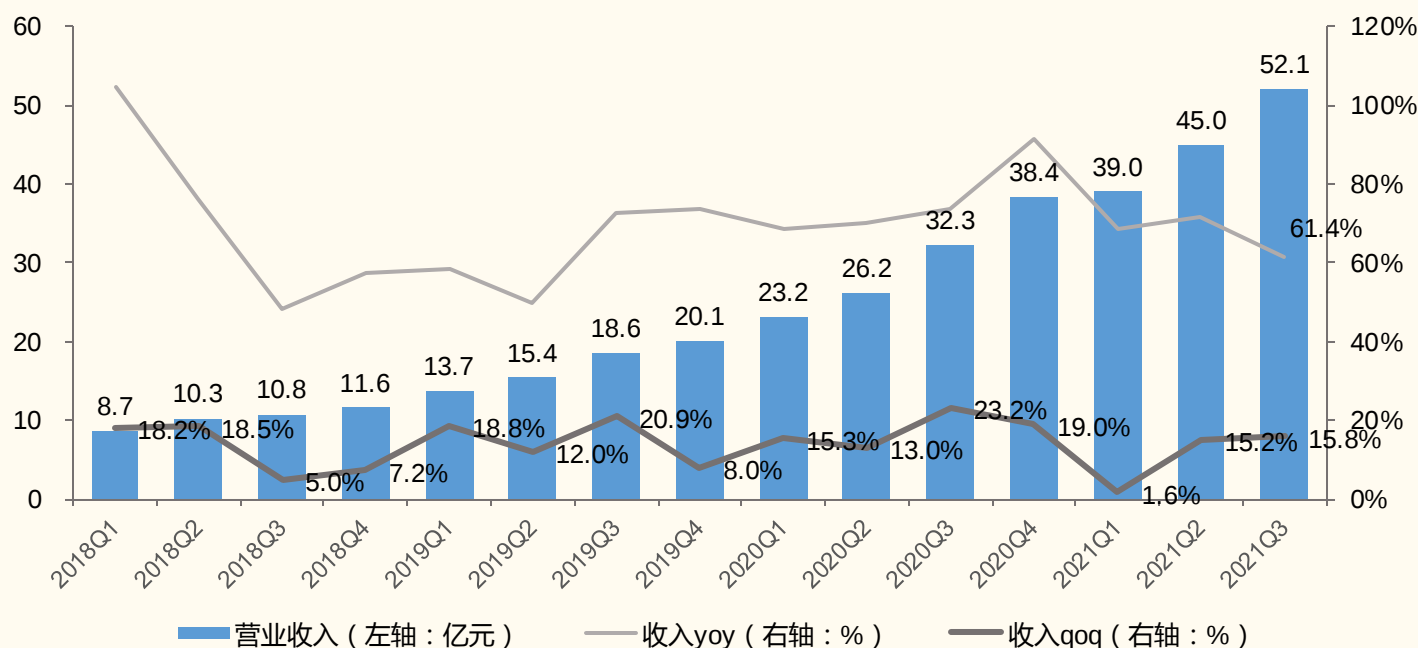
三、 财务数据：整体业绩符合预期，保持稳健增长

3.1 营收端：3Q21 净营业额保持高速增长，同比增加 61.4%

3.1.1 整体营收：3Q21 B 站净营业额达 52.1 亿，较上一年同期增长 61.4%

- 3Q21，公司营业收入为 52.1 亿元，同比增长 61.4%，营业成本 41.88 亿元，同比增长 70%，毛利为 10.18 亿元，同比增长 34%。经营开支总额为 28.97 亿元，同比增加 57%，净亏损为 26.86 亿元，调整后的净亏损为 16.22 亿元。

图表 11: B 站 1Q18-2Q21 季度营业收入及增长率

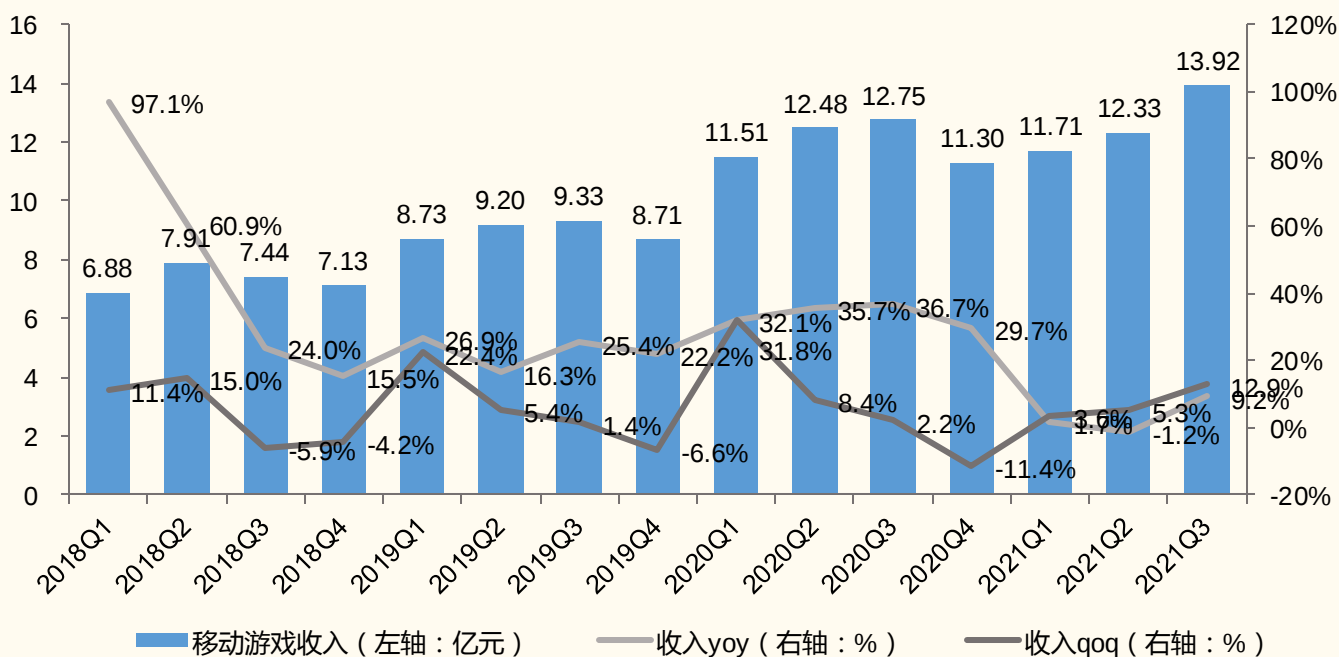


来源: 公司公告, 国金证券研究所

3.1.2 分业务营收

- **3Q21, 增值服务、广告业务以及电子商务和其他业务继续维持超高增速。**
3Q21 移动游戏业务实现收入 13.92 亿元, 同比增加 9%; 增值服务业务收入 19.1 亿元, 同比增长 95%; 广告服务收入 11.72 亿元, 同比增长 110%; 电子商务和其他业务收入 7.34 亿元, 同比增长 78%。
- **移动游戏业务: 手机游戏业务 3Q21 收入为人民币 13.92 亿元, 较 2020 同期增加 9%。**

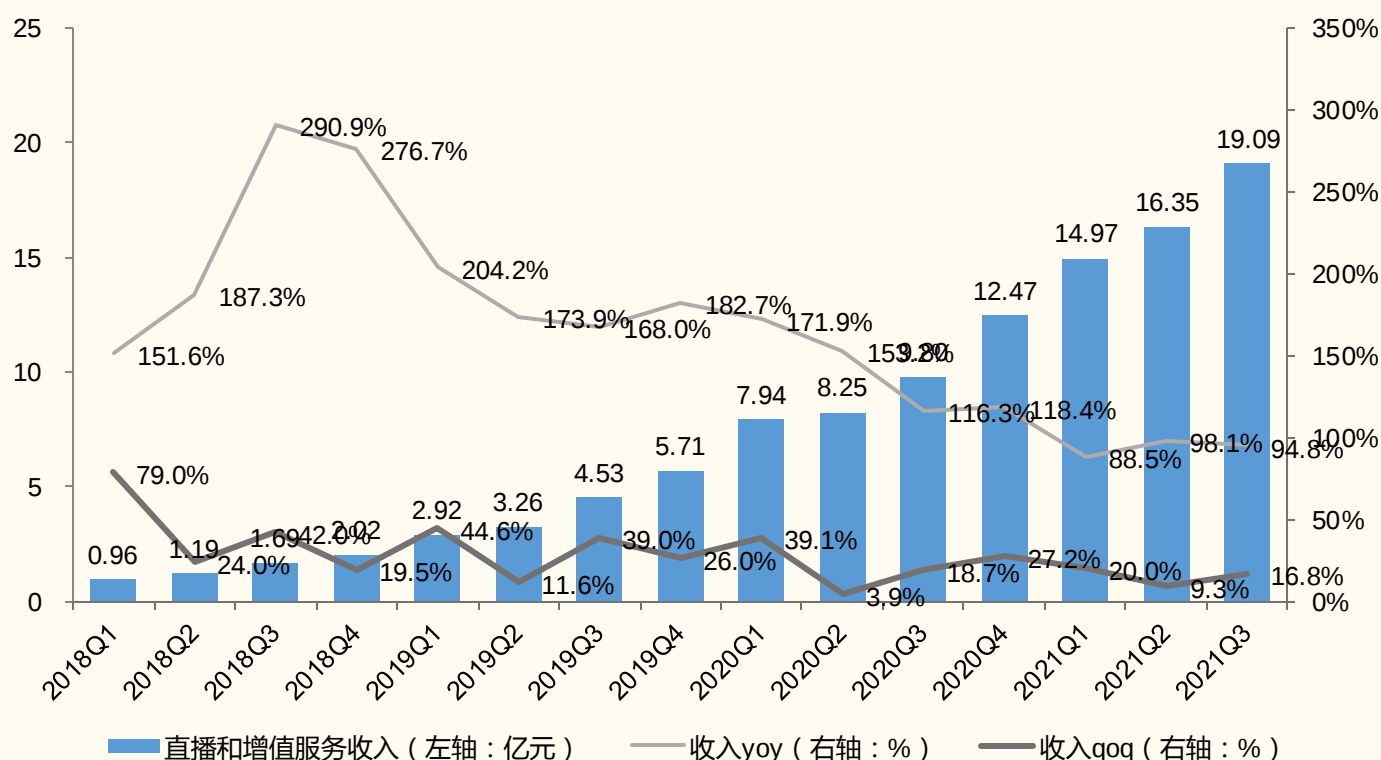
图表 12: 移动游戏业务收入及增长率



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 增值服务业务：增值服务 3Q21 收入为人民币 19.09 亿元，较 2020 年同期增长 95%，主要归因于公司商业化进程的推进，以及公司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的增加。

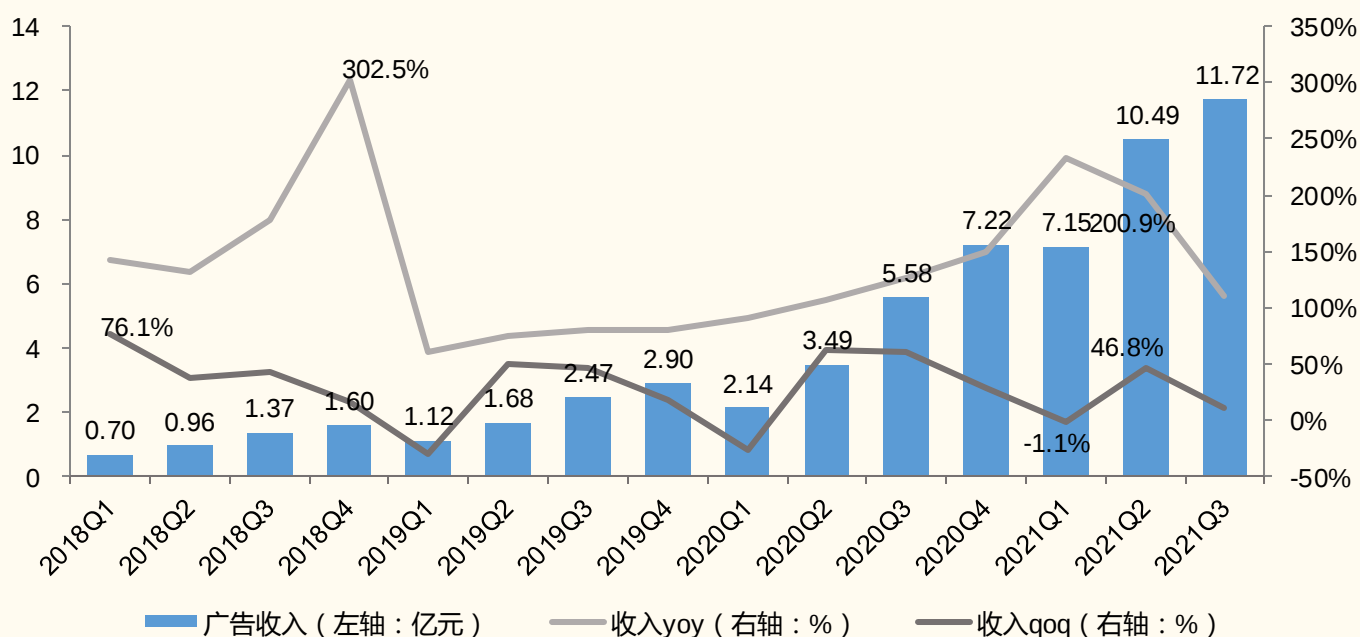
图表 13：增值业务收入及增长率



来源：公司公告，国金证券研究所

- 广告业务：广告 3Q21 收入为人民币 11.72 亿元，较 2020 年同期增长 110%，这一增长主要归功于公司品牌认可度提高，以及广告效率的增加。

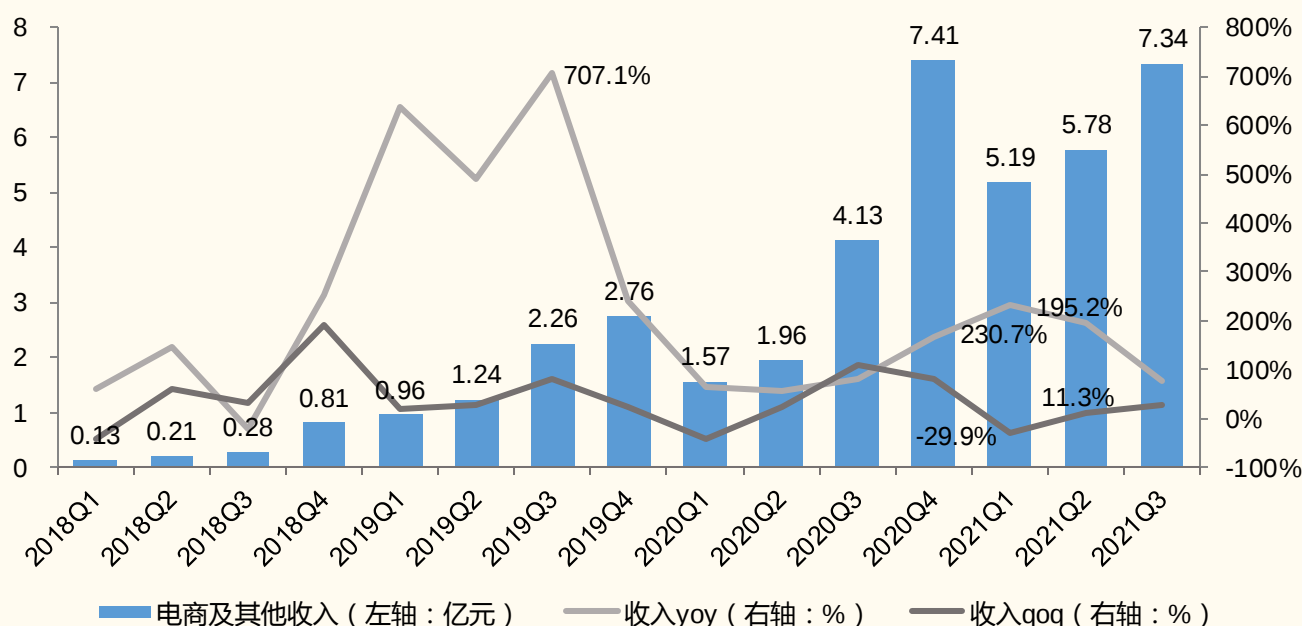
图表 14：广告业务收入及增长率



来源：公司公告，国金证券研究所

- 电商及其他业务：电商及其它业务 3Q21 收入为人民币 7.34 亿元，较 2020 年同期增长 78%，主要归因于公司电子商务平台销售商品的增长。

图表 15：电商及其他业务收入情况

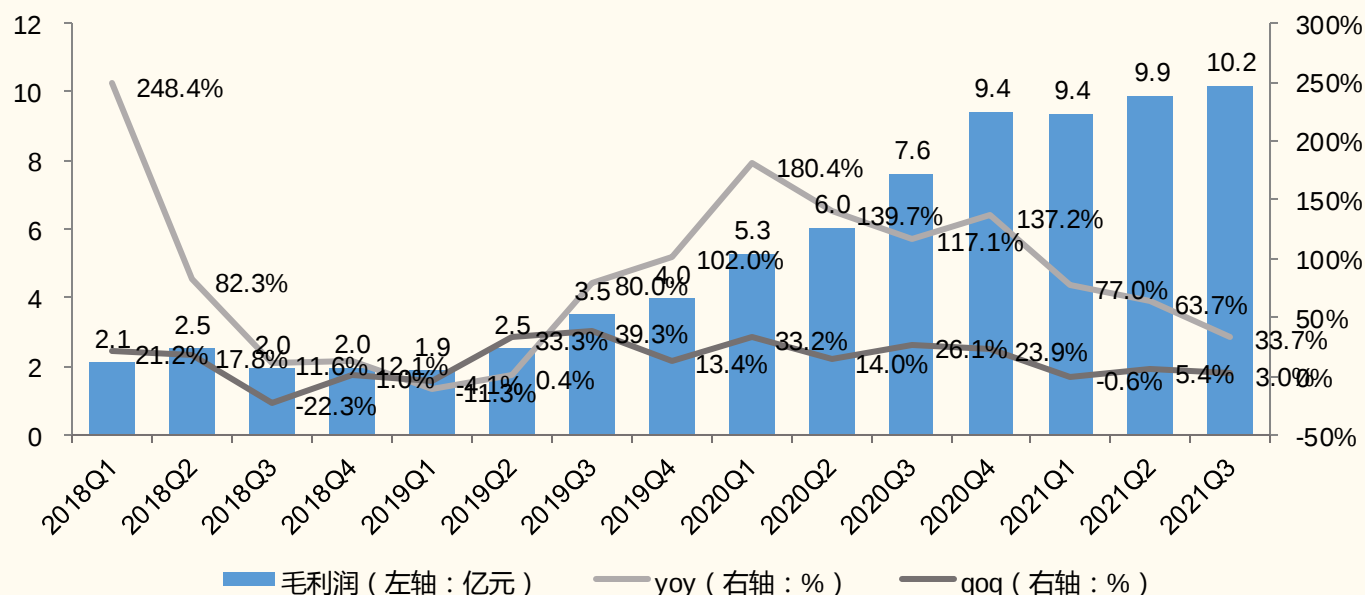


来源：公司公告、国金证券研究所

3.2 毛利率：毛利率稳定，盈利能力稳健

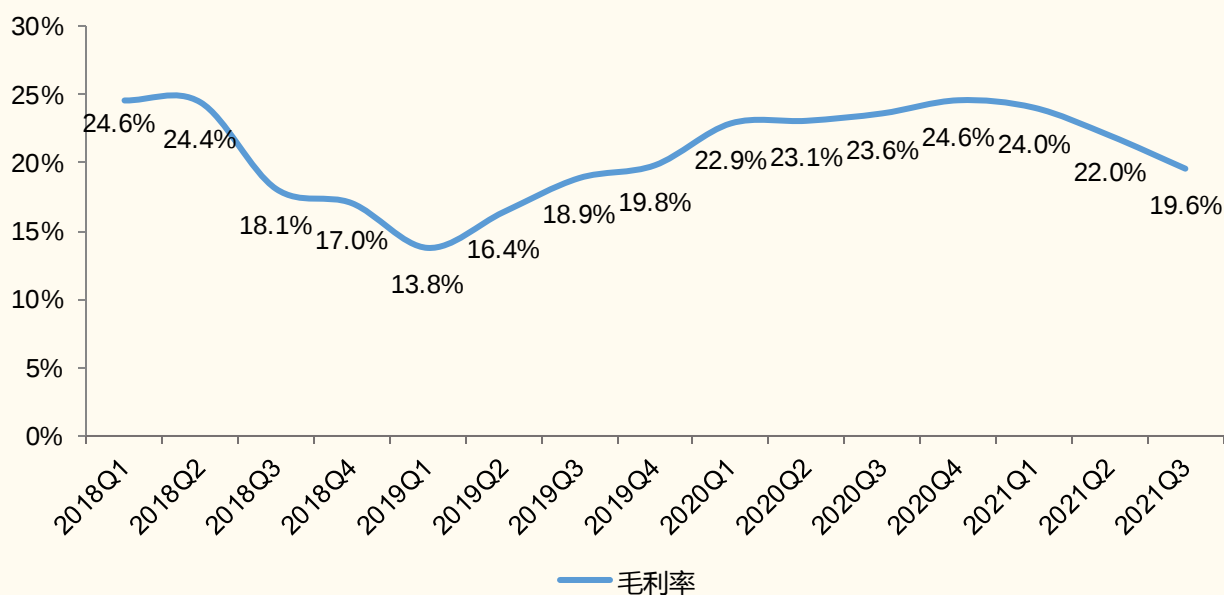
- 3Q21 公司毛利润为 10.19 亿元，较 2020 年同期增长 34%，毛利率为 19.6%，同比下降 2pcts。

图表 16：季度毛利润&增长率



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 17: 公司毛利率变化

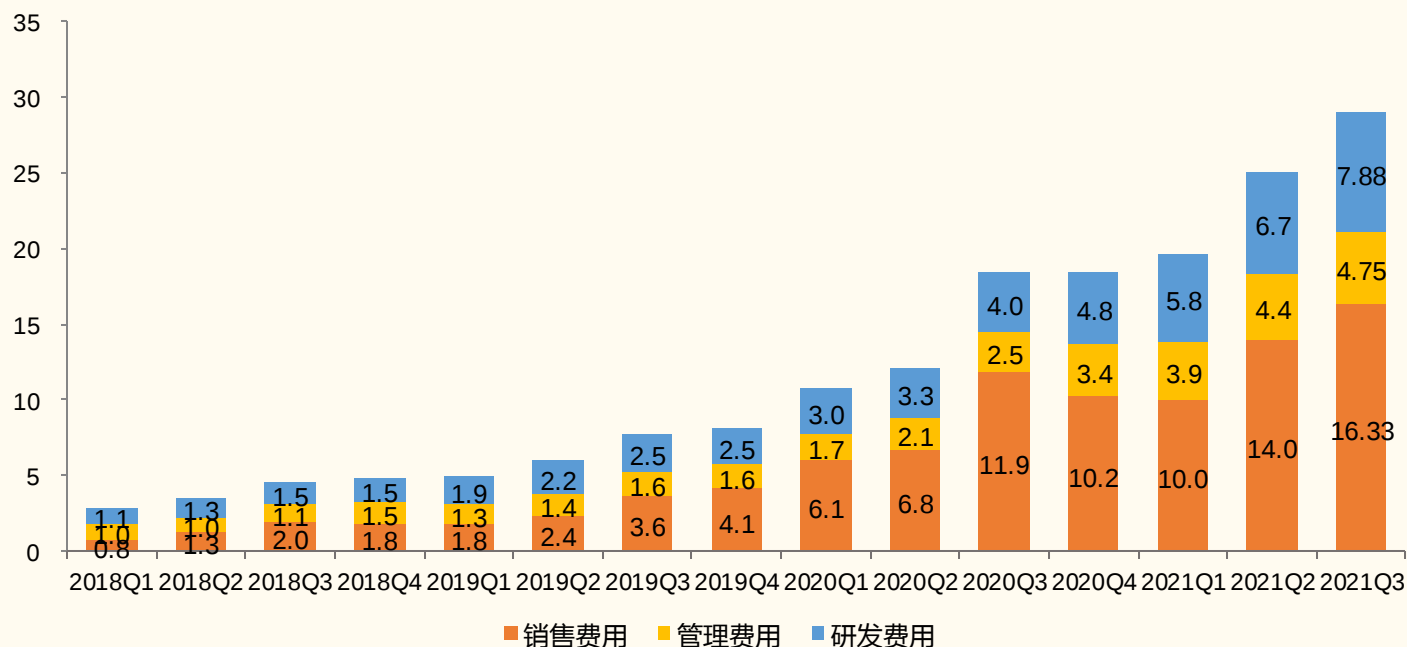


来源: 公司公告、国金证券研究所

3.3 费用端: Q3 销售费用率下降, 管理费用率、研发费用率同比有所提升

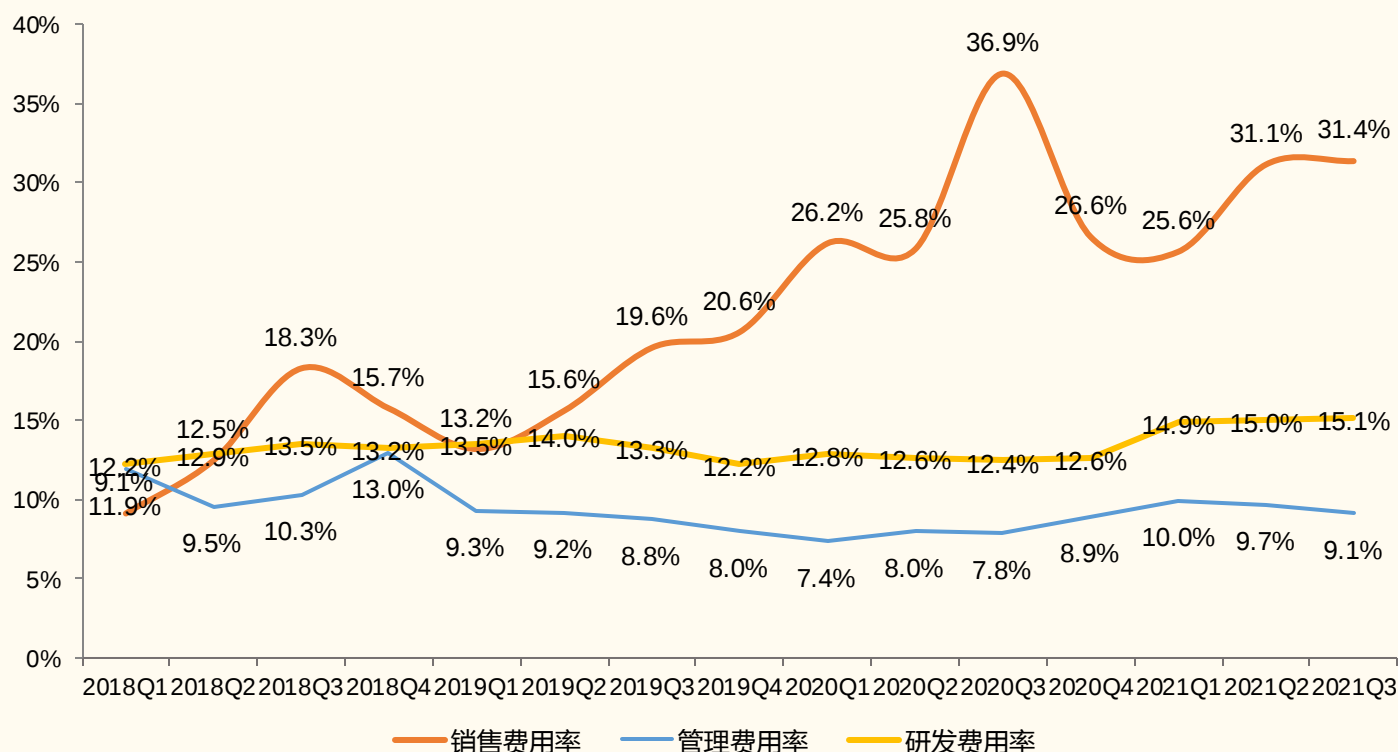
- 3Q21 公司销售费用为 16.33 亿元, 销售费用率为 31.4%, 同比下降 5.5 个百分点, 管理费用为 4.75 亿元, 管理费用率为 9.1%, 同比上升 1.3 个百分点, 研发费用为 7.88 亿元, 研发费用率分别为 15.1%, 同比上升 2.7 个百分点。

图表 18: B 站销售费用、管理费用、研发费用变化



来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 19: B 站三费构成变化

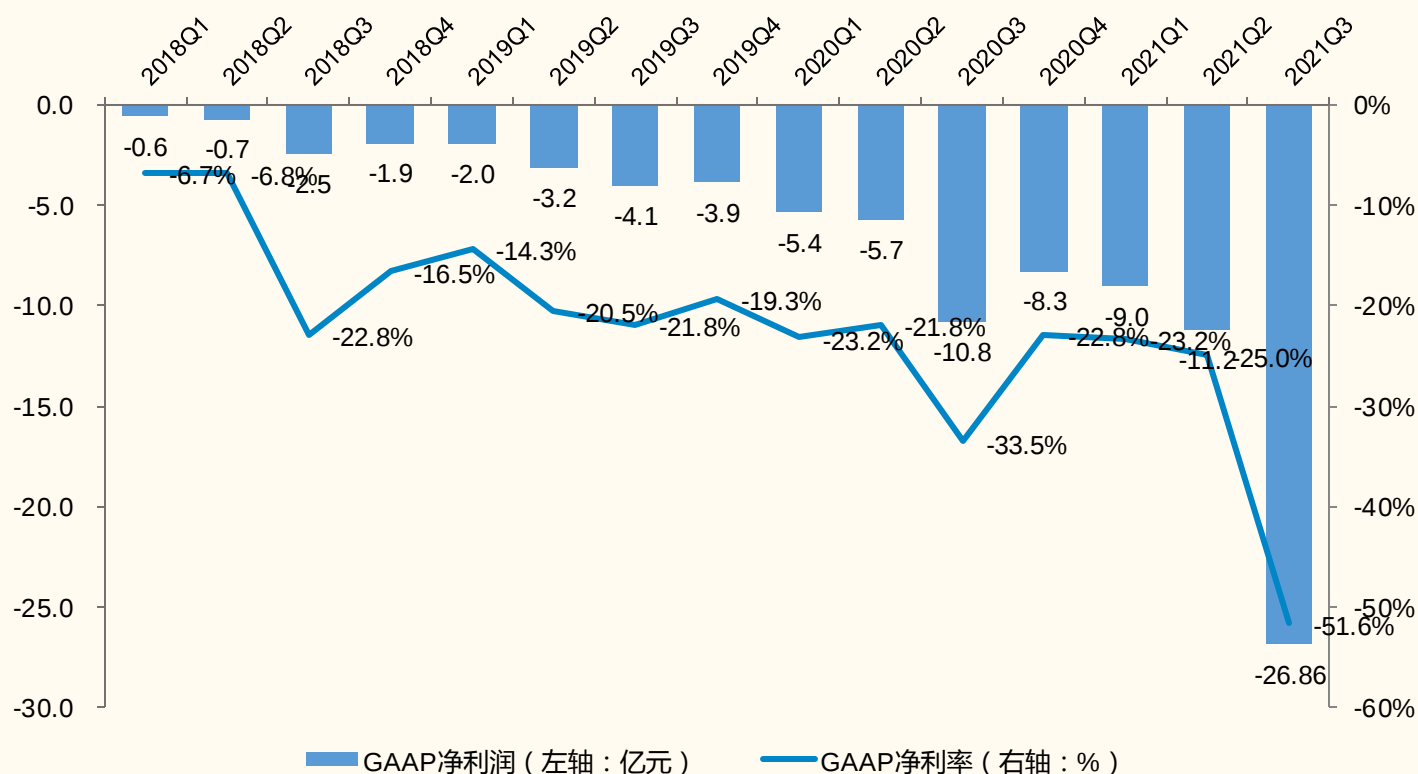


来源: 公司公告、国金证券研究所

3.4 净利润端: 3Q21 公司 Non-GAAP 净亏损率约为 31.2%

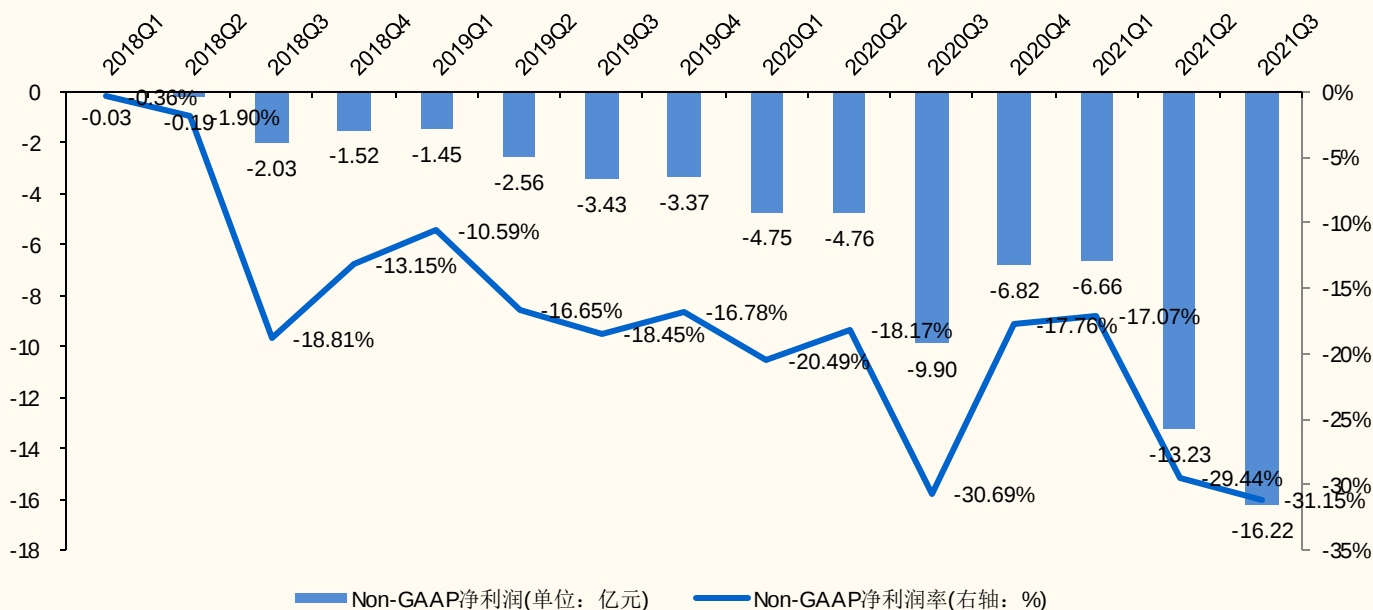
- 3Q21 公司 GAAP 亏损为 26.77 亿元亏损率约为 51%, Non-GAAP 净亏损为 16.22 亿元, 亏损率约为 31.2%。

图表 20: B 站 1Q18-2Q21 公司 GAAP 净利润变化



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 21: B 站 1Q18-2Q21 公司 Non-GAAP 净利润变化



来源：公司公告、国金证券研究所

四、投资建议

- 随着用户稳步增长，公司业绩有望保持增长。由于公司 Q3 将投资亏损计入 Non-GAAP 调整项，我们下调了 21 年 Non-GAAP 净利润 16.76%，预计 2021/2022/2023 年 NON-GAAP 净利润为-52.32/-42.19/-23.18 亿元，预测 2021/2022/2023 年 EPS 分别为-15.3/-14.4/-10.4 元，维持“买入”评级。

五、风险提示

- **爆款游戏上线表现不及预期：**B 站游戏业务贡献主要收入，未来看向“爆款代理”，若爆款游戏上线表现不及预期，会对公司收入造成一定影响。
- **平台用户增长不及预期：**平台广告业务收入、直播及增值业务收入均依赖用户数量的增长，若平台用户增长不及预期，可能对公司各业务收入增长产生较大影响。
- **优质 UP 主的流失风险：**UP 主是公司构建良好社区生态的核心之一，优质 UGC 内容依靠 UP 主积极创作，若公司不能有效地激励 UP 主而使其流失，可能会对平台内容、社区氛围造成影响。
- **法律监管风险：**国内相关监管机构对违法违规和不良信息监管更加严格，B 站若不能及时地加强视频、直播内容、相关弹幕的审查筛选，可能会影响公司的稳定发展。
- **版权诉讼风险：**由于国内相关机构对于知识产权的保护不断提高，B 站 UGC 内容或产生版权争议问题，可能会使得 B 站业务经营产生额外的成本。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (百万元)

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	4,129	6,778	11,999	19,280	28,062	37,647
增长率	67.3%	64.2%	77.0%	60.7%	45.5%	34.2%
主营业务成本	3,273	5,588	9,159	15,060	20,744	26,662
%销售收入	79.3%	82.4%	76.3%	78.1%	73.9%	70.8%
毛利	855	1,190	2,840	4,220	7,318	10,985
%销售收入	20.7%	17.6%	23.7%	21.9%	26.1%	29.2%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	586	1,199	3,492	5,765	7,156	7,718
%销售收入	14.2%	17.7%	29.1%	29.9%	25.5%	20.5%
管理费用	0	0	0	1,832	2,371	2,974
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	9.5%	8.5%	7.9%
研发费用	537	894	1,513	2,880	3,715	4,421
%销售收入	13.0%	13.2%	12.6%	14.9%	13.2%	11.7%
息税前利润 (EBIT)	-268	-903	-2,165	-6,257	-5,924	-4,128
%销售收入	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
财务费用	-69	-116	25	58	49	99
%销售收入	-1.7%	-1.7%	0.2%	0.3%	0.2%	0.3%
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	-729	-1,495	-3,141	-6,257	-5,924	-4,128
营业利润率	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
营业外收支	121	111	166	450	460	250
税前利润	-539	-1,268	-3,001	-5,865	-5,514	-3,978
利润率	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
所得税	26	36	53	79	55	40
所得税率	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
净利润	-565	-1,304	-3,054	-5,944	-5,569	-4,017
少数股东损益	-13	-15	-42	-59	-28	-20
归属于母公司的净利润	-616	-1,289	-3,012	-5,884	-5,541	-3,997
净利率	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
Non-GAAP 归母净利润	-429	-1,067	-2,580	-5,232	-4,219	-2,318
Non-GAAP 归母净利率	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a

现金流量表 (百万元)

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	-616	-1,289	-3,012	-5,884	-5,541	-3,997
少数股东损益	-13	-15	-42	-59	-28	-20
非现金支出	82	97	465	-375	-343	-107
非经营收益						
营运资金变动	565	219	1,482	2,200	2,626	2,949
经营活动现金净流	737	195	753	-2,194	-965	1,493
资本开支	-1,334	-1,565	-2,239	-2,948	-3,385	-3,525
投资	-1,727	-1,684	-6,172	-8,019	-2,021	-1,823
其他	-136	-710	-495	450	460	250
投资活动现金净流	-3,196	-3,958	-8,907	-10,517	-4,946	-5,097
股权募资	4,953	1,648	2,817	22,702	0	0
债权募资	0	3,398	5,695	0	0	0
其他	22	33	-177	-234	1,018	463
筹资活动现金净流	4,975	5,079	8,335	22,467	1,018	463
现金净流量	2,777	1,423	-285	9,756	-4,893	-3,141

资产负债表 (百万元)

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	3,540	4,963	4,678	14,434	9,541	6,400
应收款项	1,148	2,093	2,569	4,749	6,741	8,643
存货	55	70	160	231	319	418
其他流动资产	1,807	3,199	8,333	15,061	16,105	17,153
流动资产	6,550	10,324	15,740	34,475	32,706	32,615
%总资产	62.4%	66.5%	66.0%	76.6%	72.1%	69.5%
长期投资	0	0	188	207	228	250
固定资产	395	516	762	1,131	1,278	1,426
%总资产	3.8%	3.3%	3.2%	2.5%	2.8%	3.0%
无形资产	2,361	2,669	3,653	4,367	5,313	6,041
非流动资产	3,940	5,193	8,126	10,528	12,642	14,341
%总资产	37.6%	33.5%	34.0%	23.4%	27.9%	30.5%
资产总计	10,490	15,517	23,866	45,004	45,348	46,956
短期借款	0	0	100	0	1,163	1,790
应付款项	1,308	1,904	3,074	5,020	6,692	8,332
其他流动负债	1,991	2,369	4,217	6,752	9,830	13,188
流动负债	3,299	4,273	7,392	11,772	17,685	23,310
长期贷款	0	3,415	8,341	8,341	8,341	8,341
其他长期负债	0	193	351	351	351	351
负债	3,299	7,880	16,083	20,464	26,377	32,002
普通股股东权益	6,951	7,052	7,600	24,418	18,877	14,879
其中：股本	0	0	0	0	0	0
未分配利润	6,625	6,586	7,459	24,276	18,735	14,738
少数股东权益	240	584	182	123	95	75
负债股东权益合计	10,490	15,517	23,866	45,004	45,348	46,956

比率分析

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	-1.604	-3.354	-7.836	-15.310	-14.416	-10.400
每股净资产	18.084	18.349	19.774	63.527	49.111	38.712
每股经营现金净流	1.918	0.506	1.959	-5.709	-2.512	3.884
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	-8.87%	-18.28%	-39.63%	-24.10%	-29.35%	-26.86%
总资产收益率	-5.88%	-8.31%	-12.62%	-13.08%	-12.22%	-8.51%
投入资本收益率	-3.90%	-8.26%	-13.29%	-19.08%	-20.76%	-16.39%
增长率						
主营业务收入增长率	67.27%	64.16%	77.03%	60.68%	45.55%	34.16%
EBIT增长率	-831.20%	237.06%	139.83%	189.01%	-5.31%	-30.32%
净利润增长率	7.83%	109.14%	133.65%	95.38%	-5.84%	-27.86%
总资产增长率	202.00%	47.92%	53.81%	88.57%	0.77%	3.54%
资产管理能力						
应收账款周转天数	28.7	40.1	32.1	30.5	30.5	27.7
存货周转天数	6.1	4.6	6.4	5.6	5.6	5.7
应付账款周转天数	145.8	124.4	122.5	121.7	117.7	114.1
固定资产周转天数	34.9	27.8	23.2	21.4	16.6	13.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-49.23%	-17.75%	52.86%	-23.40%	1.66%	27.29%
EBIT利息保障倍数	3.9	7.8	-85.8	-107.9	-120.4	-41.6
资产负债率	31.45%	50.79%	67.39%	45.47%	58.17%	68.15%

投资评级的说明:

买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上;
增持: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%;
中性: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%;
减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有, 未经事先书面授权, 任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“国金证券股份有限公司”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 对由于该等问题产生的一切责任, 国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考, 不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品, 使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保, 在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下, 国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法, 故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致, 且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》, 本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用; 非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资, 遭受任何损失, 国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903
传真: 021-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn
邮编: 201204
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979
传真: 010-66216793
邮箱: researchbj@gjzq.com.cn
邮编: 100053
地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378
传真: 0755-83830558
邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 518000
地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
嘉里建设广场 T3-2402