

证券研究报告—动态报告

传媒

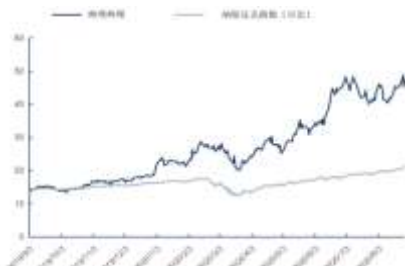
互联网

哔哩哔哩 (BILI.O)
增持

合理估值: 57.84-68.36 美元 昨收盘 60.00 美元 (维持评级)

2020 年 11 月 24 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万 ADS)	328/243
总市值/流通(百万 美元)	15,500/11,500
上证综指/深圳成指	3,404/13,851
12 个月最高/最低(美元)	60.00/13.44

相关研究报告:

《哔哩哔哩-BILI.O-2020 年中报业绩点评: 破圈之外, 积极关注 UP 主商业化生态发展》— 2020-09-01

证券分析师: 张衡

电话: 021-60875160

E-MAIL: zhangheng2@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980517060002

证券分析师: 高博文

电话:

E-MAIL: gaobowen@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520030004

证券分析师: 夏妍

电话: 021-60933162

E-MAIL: xiayan2@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520030003

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

海外公司财报点评

用户数创新高, 二次元游戏渠道逻辑加强

● 3Q20 业绩超预期, 业务多元化进行中

3Q20 实现营业收入 32.26 亿 (yoy+73.5%), 超过此前[30.5 亿, 31.0 亿]业绩指引; MAUs 单季度上升 25.6mn 至 197.2mn, 持续破圈叠加暑假效应推动用户数创新高。本季度公司调整后运营利润率-30.6% (yoy-10.6pct, qoq-10.6pct)。公司预计 4Q20 实现营业收入 36.0 亿至 37.0 亿, 同比增长 79.3%至 84.3%。分业务看: 3Q20 移动游戏收入 12.75 亿 (yoy+36.7%), 《FGO》、《公主链接》表现平稳。直播及增值服务收入 9.80 亿 (yoy+116.5%), 直播投入加大, 收效明显, 付费会员增长明显。广告收入 5.58 亿 (yoy+125.5%), 品牌认知度提升、算法推动效果广告。电商及其他收入 4.13 亿 (yoy+82.8%)。Non-GAAP 毛利率较上季度增长 0.6%至 23.9%。

● 《原神》收入贡献可期, 二次元游戏前景广阔

《原神》拒绝上线华为、小米等传统应用渠道, 国内主要为官网、B 站和 TapTap, 足见 B 站在二次元游戏中地位。二次元现象级手游《原神》国内移动端首月流水超 10 亿, 预计 B 站流水占比超 20% (预约数占比约 20%), 单月贡献收入约 1 亿。游戏是哔哩哔哩第二大视频内容, 游戏类型不限于二次元、独立游戏、团队竞技游戏, 游戏内容不限于前瞻、攻略、玩梗等, 其游戏业务极具潜力。

● 风险提示

UP 主流失风险, 游戏表现不及预期, 二次元游戏渠道竞争加剧等。

● 投资建议: 看好持续破圈和商业化潜力, 维持“增持”评级

我们认为其良好的内容生态体系, 即是强大的护城河、又是破圈利器, 视频内容多样化进一步反哺用户增长。上调盈利预测, 预计 2020-2022 年收入 117.8/149.1/192.6 亿 (上调 7%/3%/4%); 调整后归母净利润 -28.8/-22.4/-0.9 亿元 (下调 41%/120%/110%); 摊薄 EPS -8.73/-6.80/-0.26 元, 维持“增持”评级。哔哩哔哩作为国内头部的 PUGC 视频平台和 Z 世代社区, 处于快速发展期、商业化能力逐步成熟, 我们给予 20 年 11-13 市销率, 目标价格 57.84-68.36 美元。

盈利预测和财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,129	6,778	11,780	14,905	19,255
(+/-%)		64.2%	73.8%	26.5%	29.2%
净利润(百万元)	(616)	(1,289)	(2,877)	(2,242)	(87)
(+/-%)		-109.1%	-123.2%	22.1%	96.1%
摊薄每股收益(元)	(1.88)	(3.94)	(8.73)	(6.80)	(0.26)
EBIT Margin	-17.7%	-22.1%	-24.9%	-15.4%	-0.6%
净资产收益率(ROE)	-8.9%	-18.3%	-41.2%	-47.3%	-1.9%
市盈率(PE)	(216.62)	(103.51)	(46.72)	(59.97)	(1,543.09)
EV/EBITDA	(1,592.54)	(343.93)	(66.08)	(109.91)	105.19
市销率(PS)	32.34	19.68	11.41	9.02	6.98

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

业绩概览：3Q20 业绩超预期，业务多元化进行中

11月19日，哔哩哔哩发布3Q20未经审计的业绩报告。哔哩哔哩3Q20实现营业收入32.26亿(yoy+73.5%)，超过此前[30.5亿,31.0亿]业绩指引；MAUs单季度上升25.6mn至197.2mn，持续破圈叠加暑假效应推动用户数创新高。本季度公司调整后运营利润率-30.6%(yoy-10.6pct, qoq-10.6pct)。公司预计4Q20实现营业收入36.0亿至37.0亿，同比增长79.3%至84.3%。分业务看：3Q20移动游戏收入12.75亿(yoy+36.7%)，《FGO》、《公主链接》表现平稳，《原神》首月流水超30亿，预计将于4Q为公司贡献客观的收入和利润。直播及增值服务收入9.80亿(yoy+116.5%)，直播投入加大、收效明显，付费会员增长明显。广告收入5.58亿(yoy+125.5%)，品牌认知度提升、算法推动效果广告。电商及其他收入4.13亿(yoy+82.8%)。Non-GAAP毛利率较上季度增长0.6%至23.9%。

表 1：哔哩哔哩 2Q20 收入摘要

单位：百万人民币	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	QoQ (%)	YoY (%)
移动游戏	920	933	871	1,151	1,248	1,275	2.2%	36.7%
直播及增值服务	326	453	571	794	825	980	18.7%	116.5%
广告	168	247	290	214	349	558	59.9%	125.5%
其他	124	226	276	157	196	413	111.2%	82.8%
营业收入	1,538	1,859	2,008	2,316	2,618	3,226	23.2%	73.5%
营业成本, GAAP	(1,286)	(1,508)	(1,610)	(1,785)	(2,014)	(2,464)	22.4%	63.4%
毛利, GAAP	252	351	398	530	604	762	26.1%	116.8%
毛利, non-GAAP	258	358	404	537	611	772	26.3%	115.8%
运营费用, GAAP	(597)	(774)	(818)	(1,075)	(1,214)	(1,845)	51.9%	138.2%
运营利润, GAAP	(345)	(423)	(420)	(544)	(610)	(1,083)	77.6%	156.0%
运营利润, non-GAAP	(301)	(372)	(378)	(489)	(523)	(987)	88.5%	165.5%
利息收入	34	36	36	27	24	18	-22.8%	-49.5%
税前利润, GAAP	(302)	(398)	(380)	(529)	(559)	(1,084)	93.9%	172.5%
所得税	(13)	(8)	(7)	(9)	(12)	(17)	44.7%	113.8%
净利润(亏损), GAAP	(315)	(406)	(387)	(539)	(571)	(1,101)	92.9%	171.4%
净利润(亏损), non-GAAP	(256)	(343)	(337)	(475)	(476)	(990)	108.1%	188.6%
每 ADS 收益	(0.96)	(1.24)	(1.17)	(1.62)	(1.72)	(3.35)	94.5%	168.7%
调整后利润率								
毛利率	16.8%	19.2%	20.1%	23.2%	23.4%	23.9%	0.6%	4.7%
运营利润率	-19.6%	-20.0%	-18.8%	-21.1%	-20.0%	-30.6%	-10.6%	-10.6%
净利润率	-16.7%	-18.5%	-16.8%	-20.5%	-18.2%	-30.7%	-12.5%	-12.2%

资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

本期重点：二次元游戏渠道逻辑验证和三种模式比较分析

年轻用户喜欢的游戏类型才是未来的行业趋势，毫无疑问的两个代表是休闲竞技和二次元。今年的二次元“白马”非《原神》莫属，根据 SensorTower 数据，十月份登顶全球移动游戏收入榜 TOP 1，全球收入超 2.4 亿美元（仅全球 App Store 和 Google Play），其中中国地区占比 31%，美、日两国分别贡献 19%、25%。若考虑 PC 端和国内安卓端充值流水，《原神》10 月流水或 30 亿以上，其国内占比约 50%，二次元游戏从“小众游戏”成为主流游戏类型。（此成绩还是在跳过华为、小米等传统应用商店渠道获得的）二次元泛指动漫类卡通动画，因为早期主要以二维平面形式构成，所以称为“二次元”，基于二次元的画风/世界观/表现形式的游戏也就成为了二次元游戏。国内二次元游戏里的“御三家”当属《原神》和《崩坏》系列的缔造者米哈游、《FGO》、《公主链接》运营方哔哩哔哩、新兴渠道 TapTap，三者在二次元游戏领域的定位、商业模式各不相同，接下来，我们将就二次元游戏的特征和“御三家”的对比进行分析展望。

图 1：2020 年 10 月全球热门移动游戏收入 TOP 10



资料来源：SensorTower，国信证券经济研究所整理

事实上，二次元并不是一种游戏类型，而是一种“世界观”和“审美”内核，类型上塔防/卡牌/ARPG 都可以驾驭。与传统类型游戏不同：1）玩家重心，传统手游玩家重视竞技性、数值体系和社交，而二次元游戏玩家更关心世界观、立绘、声优等，导致二次元游戏多为重 PVE 轻 PVP 的类单机模式；2）付费设计，由于对数值和强 PVP 的反感，二次元游戏最重要的付费点是卡牌抽卡和月卡；3）氪金结构，年轻用户更好的付费意愿导致二次元游戏付费率高，但是非数值付费模式也使得付费上限比较低（以原神为例，单个 up 限定池 6 命角色的最高花费约 2 万）。这些特征导致二次元游戏有着很强的“自传播能力和口碑效应”、“IP 效应非常重要”、“用户具有品味且挑剔”等。

表 2：不同游戏品类比较

	二次元游戏	团队竞技类游戏	角色扮演类游戏	策略类游戏	休闲类游戏
典型游戏类型	卡牌/角色扮演等	MOBA/FPS 等	MMO/ARPG/回合制等	SLG	消除/解密等
玩家重心	世界观/立绘/声优等	竞技/社交等	IP/竞技/社交等	竞技/社交等	休闲
付费点	卡牌抽取	皮肤/道具	数值	数值	线索/道具
付费率	高	高	低	低	中
氪金结构	付费率高/付费上限不高	付费率高/付费上限不高	付费率低/付费上限高	付费率低/付费上限高	付费率低/付费上限低
典型游戏	FGO/阴阳师/原神	王者荣耀/和平精英	梦幻西游/天涯明月刀	三国志战略版	开心消消乐

资料来源：国信证券经济研究所整理

产业链上，二次元游戏研发最难也价值最高。我们先对比一下“御三家”：1) 定位：米哈游是典型自研自发型公司、哔哩哔哩以代理为主兼顾联运、TapTap 则为渠道；2) 商业变现：米哈游自研自发、哔哩哔哩代理和联运分成、TapTap 主要以 CPM 广告；3) 地位：米哈游和哔哩哔哩位于二次元第一梯队，TapTap、网易等公司位列第二梯队。由于“自传播能力”，二次元游戏对传统渠道的依赖非常低，以原神为例，其并未上线华为、小米等传统应用商店，预约数据中官网占比 60%、哔哩哔哩和 TapTap 各占比 20%。（二次元游戏也比传统手游利润率更高）哔哩哔哩与 TapTap 相比，社区属性更强因而用户黏性和游戏视频更丰富，分成模式也较广告模式商业化能力更强。

表 3：二次元游戏公司比较

	米哈游	网易	哔哩哔哩	TapTap
典型游戏	原神	阴阳师	FGO	-
定位	自研	自研	代理发行/渠道	渠道
商业变现	自研自发	自研自发	代理/联运分成	CPM 广告
二次元领域地位	第一梯队	第二梯队	第一梯队	第二梯队
原神预约分布（国内）	60%	-	20%	20%
优势	IP 创作维护/技术积累	技术研发	渠道/用户	渠道/用户

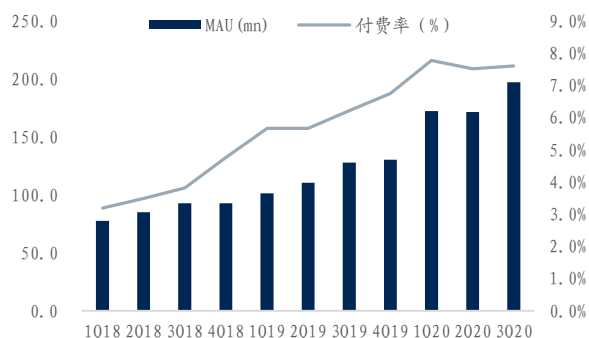
资料来源：国信证券经济研究所整理

游戏是哔哩哔哩第二大视频内容，游戏类型不限于二次元、独立游戏、团队竞技游戏，游戏内容不限于前瞻、攻略、玩梗等，其游戏业务极具潜力。我们可以看到自今年以来哔哩哔哩在游戏方面投资加速，然而对于有能力的头部二次元企业自研自发无疑是首选，投资的价值并“不大”。我们认为有两条路：1) 自研，长期极具价值但短期难有成效，哔哩哔哩的宣发能力毋庸置疑，基于 UP 主生态的全生命周期维护，但世界观架构、IP 创作、技术积累都是需要时间和经验；2) 扩大影响力，体现在开发者和厂商两个方面，哔哩哔哩游戏用户渗透率 10% 左右（18Q1 数据）仍然较低。相比于推广新游戏，哔哩哔哩大量视频更多是已下载游戏的攻略，TapTap 模式或将大幅提升哔哩哔哩游戏的影响力。**游戏业务是哔哩哔哩的基本盘和现金牛业务，长期稳定增长有赖于自研或影响力进一步提升。**

社区生态：保持社区氛围下实现高增长，MAUs 三季度单月接近 2 亿

3Q20 哔哩哔哩 MAUs (PC+移动) 197.2 mn, 同比/环比增长 69.3/25.6mn, 持续破圈叠加暑假效应推动用户数创新高; DAUs 53.3mn, 占 MAUs 比例 27.0%。正式会员 97mn。付费用户 15.0mn, 同比/环比增长 7.1/2.1mn, 付费率 7.6%, 其中大会员 12.8mn, 同比/环比增长 6.7/2.3mn。用户增长仍是公司重点, 3Q 单月 MAUs 接近 2 亿; 并且我们可以看到在用户快速增长环境下, 付费比率 (商业转化率) 和正式会员占比 (社区黏性指标) 等都保持提升态势。本季度用户平均观看时长 81 分钟, 同比下降 2 分钟, 新增用户亦保持高黏性和观看时长; 日均视频播放量 1.3bn, 其中 PUGC 视频占比 91%, 日活用户日均观看量 22.0, 同比/环比增长 16.3%/5.7%, 可以看到 UGC 内容供给量大, 用户观看量持续提升; 月互动次数合计 5.5bn, 同比/环比增长 120%/6%。本季度月活跃内容创作者 1.7mn, 同比/环比增长 0.6/-0.2mn, 内容生态迎来新的供给爆发; 月平均投稿量 5.6mn, 同比/环比增长 2.5/-0.4mn; 万粉丝以上内容创作者数量增长 75%。公司各项内容创作、观看指标同比/环比均出现大幅增长, B 站内容多样化不断推进, 以财经科普为代表的新内容品类获得大量粉丝关注。健康内容生态是哔哩哔哩的基石, 内容供给与用户量相互推动, 内容的多元化正是哔哩哔哩破圈的核心。

图 2: 哔哩哔哩月活用户数及付费率 (单位: 百万, %)



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理 (MAU 包括 PC+移动及猫耳、漫画)

图 3: 月均投稿量及日均视频播放量 (单位: 百万)

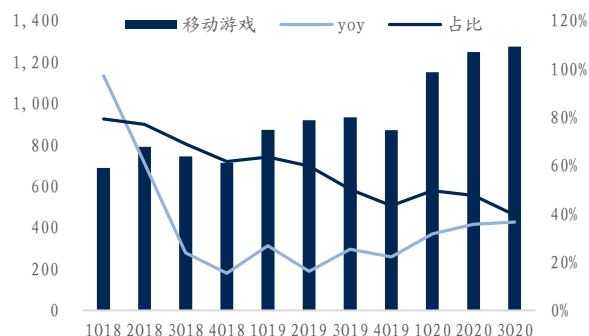


资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

分业务：非游戏业务持续高速增长，《原神》收入贡献可期

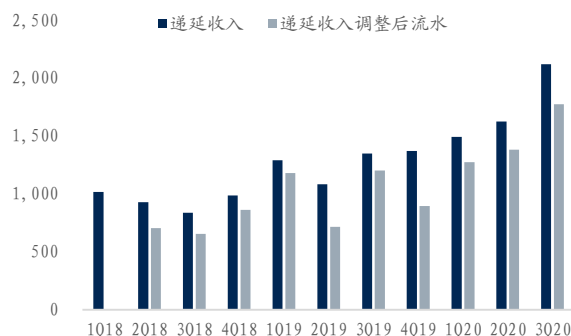
移动游戏:《FGO》、《公主链接》表现平稳,《原神》成为二次元爆款大作, 预计四季度为 B 站贡献收入可观。3Q20 哔哩哔哩移动游戏同比增长 36.7%至 1,275mn, 递延收入同比增长 57.1%至 2,118mn (部分受到大会员业务、授权业务影响)。受新老游戏贡献游戏业务增长稳定, 其中老游戏《FGO》、《公主链接》表现稳定, 而二次元现象级手游《原神》国内移动端首月流水超 10 亿, 预计 B 站流水占比超 20% (预约数占比约 20%), 单月贡献收入约 1 亿。

图 4：移动游戏收入及增速、占比（单位：百万，%）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

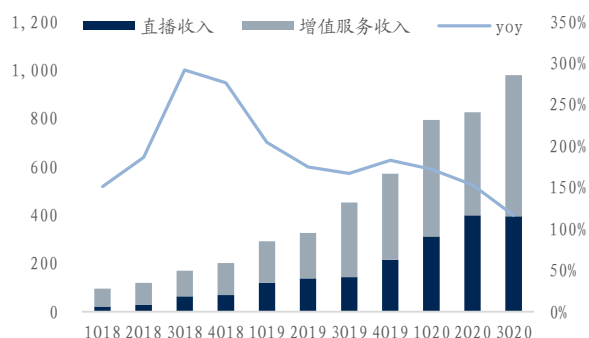
图 5：移动游戏递延收入及调整后流水（单位：百万）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理（递延收入还包括授权业务、会员业务，故有一定程度失真）

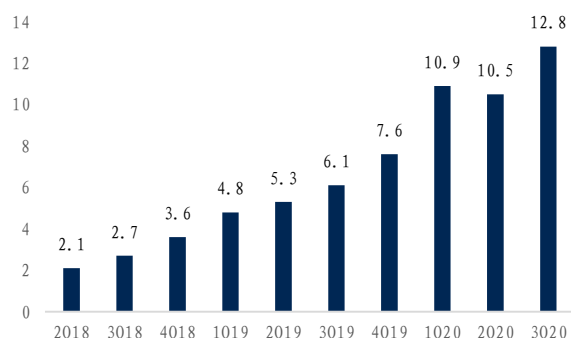
直播及增值服务：持续加大投入，年轻用户付费意愿逐步提升。3Q20 哔哩哔哩直播及增值服务同比增长 117% 至 980mn，其中估计直播收入月均流水过亿，随着头部主播的引入以及英雄联盟 S 赛投入，直播有望成为强劲增长驱动。直播是年轻人越来越主流的娱乐方式，也成为了所有内容平台必备的能力，而 B 站创造了良好的社区关系链，50% 的主播来自于 up 主。内容投入也推动大会员用户持续增长，3Q20 B 站大会员达 1,280 万，同比增长 110%，年轻用户付费意愿强，B 站会员体系初见成效。公司预计 20-21 年将发布 40 部自制国产动画，从渠道向内容领域进一步拓展。

图 6：哔哩哔哩直播及增长（单位：百万，%）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

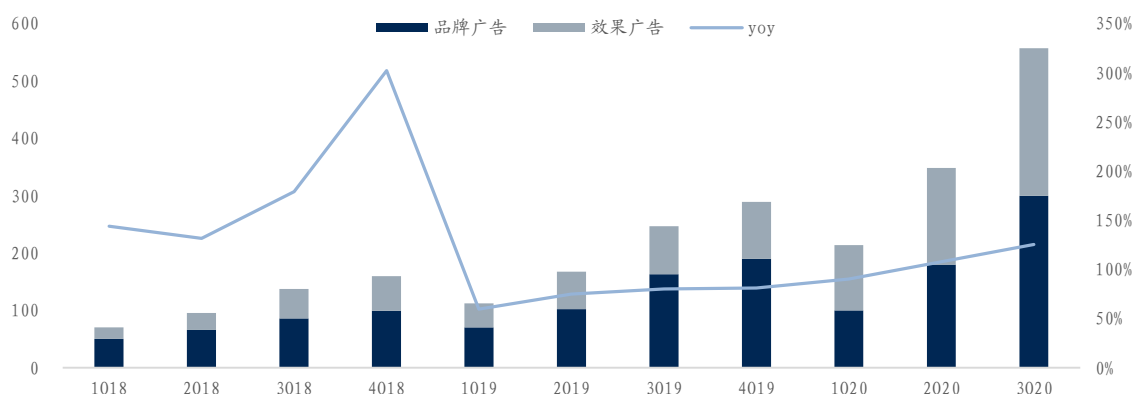
图 7：哔哩哔哩大会员数（单位：百万）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

广告及其他：品牌认知度持续提升，算法推动效果广告转化率提升。3Q20 哔哩哔哩广告同比增长 126% 至 558mn，广告主对 B 站的品牌价值越来越认可。B 站出品的《后浪》播放量超过 2500 万，引起全网热烈反响，加大广告主对 B 站的认知。我们发现 1) 品牌主对 B 站认知发生变化，B 站也成为品牌对年轻人营销的重要阵地；2) 新品发布的首发地，诸如 vivo 子品牌 iQOO 手机在 B 站开启大规模宣传。公司还会加大算法的投入，进一步提升效果广告转化率。此外，3Q20 哔哩哔哩电商及其他业务收入 413mn，同比增长 83%，主要为会员购贡献。

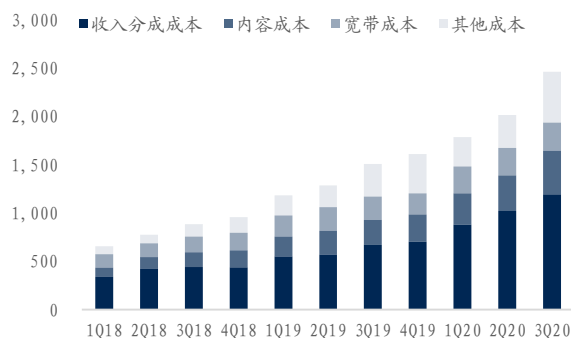
图 8：哔哩哔哩广告收入及增速（单位：百万，%）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理（4Q19-3Q20 品牌广告为估计值）

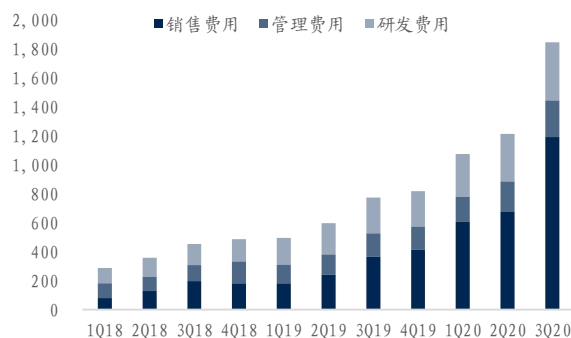
Non-GAAP 毛利率持续提升，经营杠杆逐步显现。3Q20 哔哩哔哩 Non-GAAP 毛利率同比/环比提升 4.7%/0.6%至 23.9%，主要由高毛利率的广告及联运游戏业务贡献。其中收入分成比例 37%、内容成本分成比例 14%、宽带成本比例 9%、其他成本比例 16%。Non-GAAP 运营利润率同比/环比下降 10.6%/10.6%至 -30.6%，主要系加大营销投入。其中销售费用率 36.9%（yoy+17.0pct/qoq+11.1pct），主要由于 App 推广费用等投入，获客策略更加激进；管理费用率 7.9%（yoy-0.9pct/qoq-0.1pct）；研发费用率 12.4%（yoy-0.9pct/qoq-0.2pct），主要由于收入增长摊薄。

图 9：哔哩哔哩成本构成（单位：百万）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

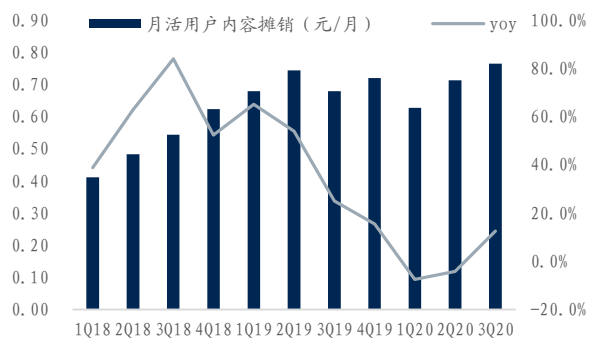
图 10：哔哩哔哩费用构成（单位：百万）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

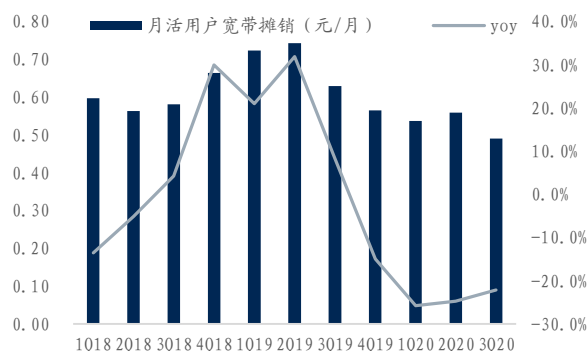
从单月活用户内容摊销成本上看，同比上升 12.5%至 0.76 元，持续加码内容投入。从单月活用户宽带摊销成本上看，同比下降 22.1%至 0.49 元，主要是 DAU/MAU 水平阶段性下降。

图 11: 单月活用户内容摊销成本 (单位: 元/月)



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图 12: 单月活用户宽带摊销成本 (单位: 元/月)



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

投资建议: 看好持续破圈和商业化潜力, 维持“增持”评级

我们认为其良好的内容生态体系, 即是强大的护城河、又是破圈利器, 视频内容多样化进一步反哺用户增长。上调盈利预测, 预计 2020-2022 年收入 117.8/149.1/192.6 亿 (上调 7%/3%/4%); 调整后归母净利润-28.8/-22.4/-0.9 亿元 (下调 41%/120%/110%); 摊薄 EPS -8.73/-6.80/-0.26 元, 维持“增持”评级。哔哩哔哩作为国内头部的 PUGC 视频平台和 Z 世代社区, 处于快速发展期、商业化能力逐步成熟, 我们给予 20 年 11-13 市销率, 目标价格 57.84-68.36 美元。

表 4: 可比公司 PS 估值 (海外)

公司代码	公司名称	总市值 (亿)	收入 (亿)				PS (倍)				投资评级
			2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	
IQ.O	爱奇艺	166.22	41.17	47.85	56.27	63.35	4.04	3.47	2.95	2.62	暂未评级
300413	芒果超媒	1252.49	125.00	153.84	198.95	251.65	10.02	8.14	6.30	4.98	买入
NFLX.O	奈飞	2130.44	201.56	247.87	295.74	363.72	10.57	8.59	7.20	5.86	暂未评级

资料来源: wind 一致预测, 国信证券经济研究所整理 (芒果超媒计量单位为人民币, 爱奇艺、奈飞计量单位为美元; 芒果超媒为国信传媒预测, 爱奇艺、奈飞为 wind 一致预期 an)

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	6,807	8,147	5,610	5,112	营业收入	6,778	11,780	14,905	19,255
应收款项	745	1,295	1,638	2,116	营业成本	5,588	8,824	10,941	12,840
存货净额					营业税金及附加				
其他流动资产	2,772	7,265	7,962	8,932	销售费用	1,199	3,562	3,761	3,896
流动资产合计	10,324	16,707	15,210	16,160	管理费用	1,780	2,408	2,582	1,578
固定资产	516	516	516	516	财务费用				
无形资产及其他	3,425	4,638	5,402	6,466	投资收益	97	19	45	14
投资性房地产					资产减值及公允价值变动				
长期股权投资	1,251	1,622	1,622	1,622	其他收入				
资产总计	15,517	23,483	22,750	24,764	营业利润	(1,495)	(2,928)	(2,289)	(121)
短期借款及交易性金融负债					营业外净收支				
应付款项	1,904	3,309	4,187	5,409	利润总额	(1,268)	(2,826)	(2,202)	(86)
其他流动负债	2,369	3,379	4,010	4,889	所得税费用	(36)	(50)	(39)	(2)
流动负债合计	4,273	6,688	8,197	10,298	少数股东损益				
长期借款及应付债券	3,415	9,037	9,037	9,037	归属于母公司净利润	(1,289)	(2,877)	(2,242)	(87)
其他长期负债	193	198	198	198					
长期负债合计	3,608	9,235	9,235	9,235					
负债合计	7,880	15,923	17,432	19,533					
少数股东权益	584	584	584	584					
股东权益	7,052	6,976	4,734	4,647					
负债和股东权益总计	15,517	23,483	22,750	24,764					

现金流量表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	(1,304)	(2,877)	(2,242)	(87)
资产减值准备				
折旧摊销	1,177	908	1,097	1,362
公允价值变动损失				
财务费用				
营运资本变动	33	751	469	653
其它	288	5	0	0
经营活动现金流	195	(1,213)	(675)	1,927
资本开支	(1,565)	(2,131)	(1,861)	(2,426)
其它投资现金流	(2,393)	(3,378)	0	0
投资活动现金流	(3,958)	(5,509)	(1,861)	(2,426)
权益性融资	1,648	2,800	0	0
负债净变化	0	5,622	0	0
支付股利、利息				
其它融资现金流	3,431	(3,338)	0	0
融资活动现金流	5,079	5,085	0	0
现金净变动	1,423	(1,638)	(2,537)	(498)
货币资金的期初余额	3,540	4,963	3,325	788
货币资金的期末余额	4,963	3,325	788	290
企业自由现金流	(318)	(2,021)	(1,192)	1,241
权益自由现金流	(318)	(2,021)	(1,192)	1,241

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：

- 1.本报告所述所有观点准确反映了本人对上述美股、港股市场及其证券的个人见解。
- 2.本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观的出具本报告，并保证报告所采用的数据均来自公开、合规渠道。
- 3.本人不曾因、不因、也将不会因本报告中的内容或观点而直接或间接地收到任何形式的补偿。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编: 518001 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编: 100032