

【广发传媒&海外】哔哩哔哩(BILI)/ 哔哩哔哩-SW(09626.HK)

广告持续高增，短期毛利率下探

核心观点：

- **哔哩哔哩发布季报：**21Q2 收入同增 72% 达到 44.95 亿元，超市场预期 4%，Non-GAAP 净亏损 8.58 亿元，同比扩大 80%，低于市场预期亏损额 11.23 亿元 24%，亏损率 19%，毛利率下探，运营亏损率扩大。
- **21Q2 核心运营数据优异，用户、内容持续增长。**月/日活跃用户达 2.37 亿/6270 万，同增 38%/24%，环增 6%/4%。用户日均时长 81 分钟（环比/同比+3%/-1%）。月活 Up 主 240 万人（同增 26%），Up 主月上传视频量为 840 万（同增 40%），单 Up 主上传视频 3.5 条/月。
- **广告持续亮眼表现，游戏阶段性放缓。**2Q21 游戏收入同降 1% 至 12.33 亿元。根据我们模型预计 VAS 业务里直播、会员收入同增 126%/57%。其他业务同比/环比变动 195%/11.3%。整体付费用户达 2090 万，同比/环比增 62%/2%，付费率达 8.8%（21Q1 为 9.4%/20Q2 为 7.5%）。
- **游戏占比下滑，直播分成提升，加大内容投入，毛利率短期承压。**2Q21 毛利率环比/同比-1pct/-2pct，销售费用率同比/环比+5/+6pct 至 31%，行政费用率同比/环比+2/+0pct，研发费用率同比/环比+2/+0pct。
- **盈利预测与投资建议：**维持 2021-2023 年用户预期 2.68 亿/3.35 亿/4.02 亿，2021-2023 年收入预测调整至 196 亿元、272 亿元和 341 亿元。Non-GAAP 归母净亏预计 2021-2023 年分别为 34 亿元、13 亿元和 8 亿元。采用每用户估值，参照可比公司 173 美元/MAU 估值，对应 21 年末 2.68 亿 MAU 预期，公司合理价值为 119.98 美元/ADS，934.73 港元/股，对应 2021-22 年 PS 为 15X/11X，给予公司美股和港股“买入”评级。
- **风险提示：**持续加大营销，内容成本扩大，用户增长不及预期的风险。

盈利预测：

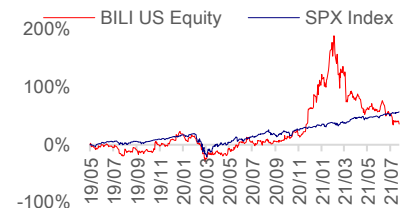
货币单位：人民币	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	6,778	11,999	19,636	27,187	34,123
增长率(%)	64.2%	77.0%	63.6%	38.5%	25.5%
EBITDA（百万元）	-318	-1,377	-3,719	-1,285	-690
NonGAAP 归母净利（百万元）	-1,067	-2,580	-3,428	-1,313	-840
NonGAAPPEPS（元/股）	-3.30	-7.46	-8.87	-3.36	-2.13
市销率（P/S）	23.56	13.31	8.13	5.87	4.68
市盈率（P/E）	-	-	-	-	-
ROE	-18%	-40%	-38%	-11%	-7%
EV/EBITDA	-	-	-	-	-

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级	买入-A/买入-H
当前价格	66.54 美元/494.00 港元
合理价值	119.98 美元/934.73 港元
前次评级	买入/无评级
报告日期	2021-08-22

相对市场表现



分析师：

旷实



SAC 执证号：S0260517030002



SFC CE No. BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

相关研究：

- 【广发传媒&海外】哔哩哔哩 2021-05-17
(BILI):核心运营指标稳健，游戏业务阶段性放缓，广告增速亮眼
- 【广发传媒&海外】哔哩哔哩 2021-02-28
(BILI):4 亿 MAU 目标下的新征程
- 【广发传媒&海外】哔哩哔哩 2020-12-13
(BILI):1.97 亿月活超预期，不断扩张内容边界

联系人：

周喆 010-59136890

zhouzhe@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

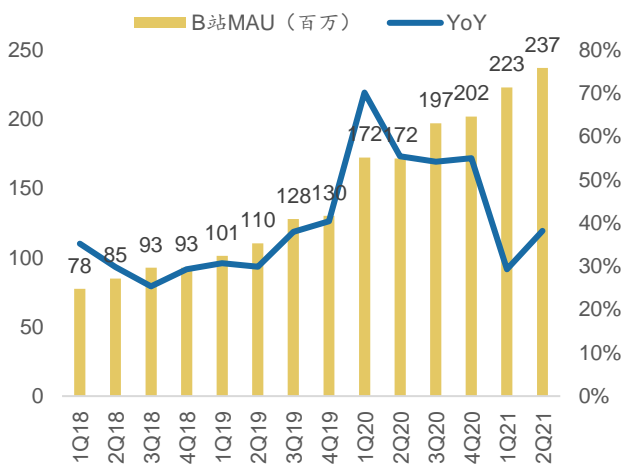
(本文的货币单位如无特别注明, 单位均为人民币, 汇率采用美元:人民币约为6.4577:1)

哔哩哔哩发布21Q2季报: 21Q2公司收入同增72%达到44.95亿元(市场预期为42.97亿元), 运营亏损率为34%, 持续扩大(1Q21/2Q20约为-26%/-23%)。Non-GAAP净亏损为-8.58亿元, 亏损率为19%(1Q21/2Q20约为17%/18%)。

一、21Q2 月活持续稳健提升

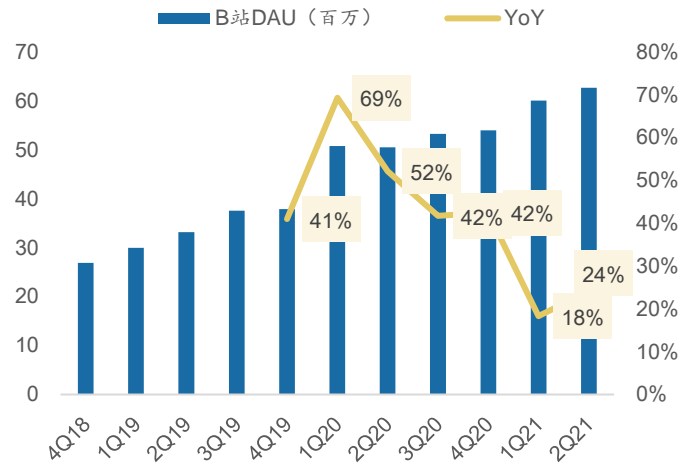
21Q2月活跃用户数达2.37亿人, 同比增长38%, 日活跃用户达6270万人, 同比增长24%。公司21Q2MAU达2.37亿, 同比/环比增长38%/6%, DAU为6270万, 同比/环比增长24%/4%, 日均时长为81分钟, 较2021Q1降低1分钟, DAU/MAU比例在MAU高速增长期有所波动, 环比小幅下滑1pct至26%。用户方面, 公司持续通过内容吸引用户的稳健增长模型保持信心, 管理层在电话会上表示全年应能完成2.6亿月活目标, 甚至略超过该目标, 2023年末达到4亿月活目标有望实现。

图1: 哔哩哔哩18Q2-21Q2月活情况和增速推移



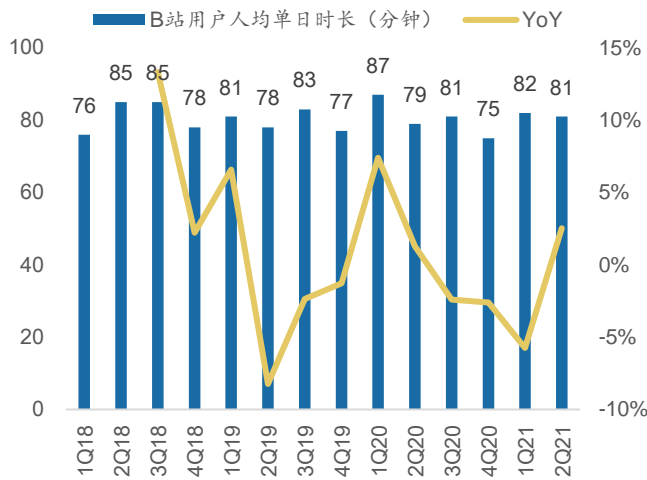
数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

图2: 哔哩哔哩18Q4-21Q2日活情况和增速推移



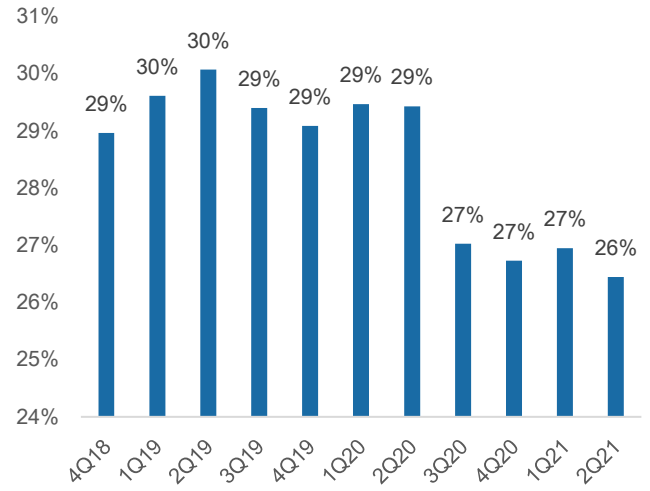
数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

图3：哔哩哔哩18Q2-21Q2单用户日均时长推移



数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

图4：哔哩哔哩18Q4-21Q2 DAU/MAU比例推移

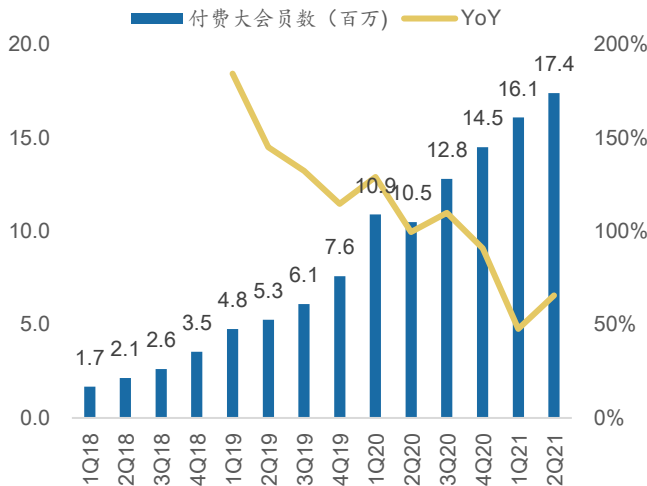


数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

本季度付费大会员数量达到1740万，同比增长66%，相比上一季度增加130万，原创动画驱动付费会员数不断提升并持续保持高速增长。

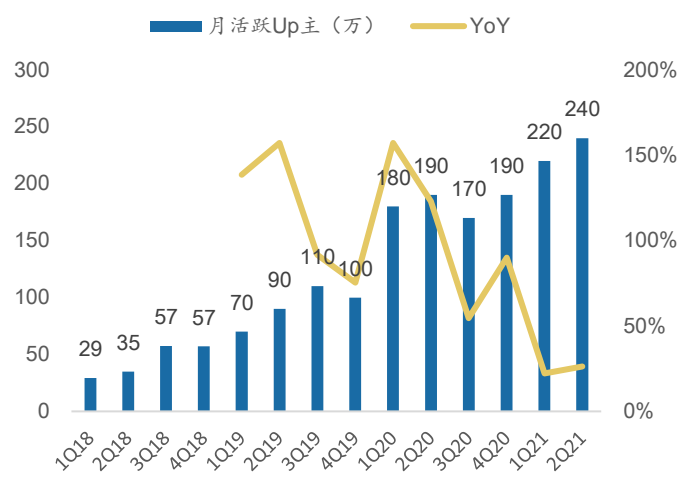
本季度哔哩哔哩月活跃Up主为240万人，同比增长26%，增速有所放缓，Up主月上传视频量为840万，同比增长40%。我们计算单Up主平均每月上传视频数量为3.5个，同比提升11%，环比持平，创作者产能同比仍有提升。

图5：哔哩哔哩大会员数量18Q2-21Q2推移



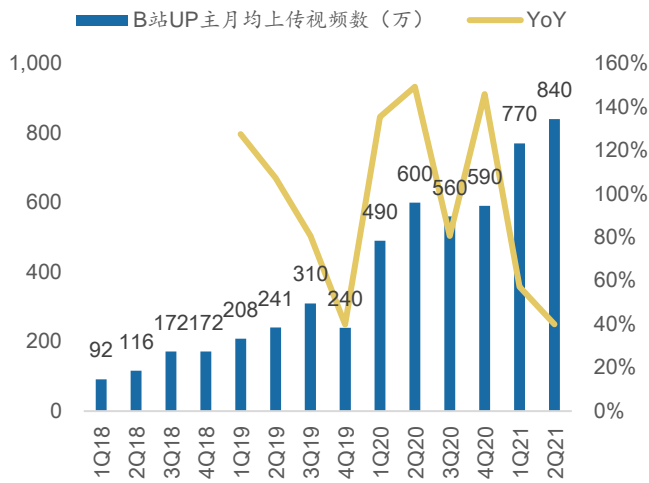
数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

图6：月活跃Up主数量18Q2-21Q2推移



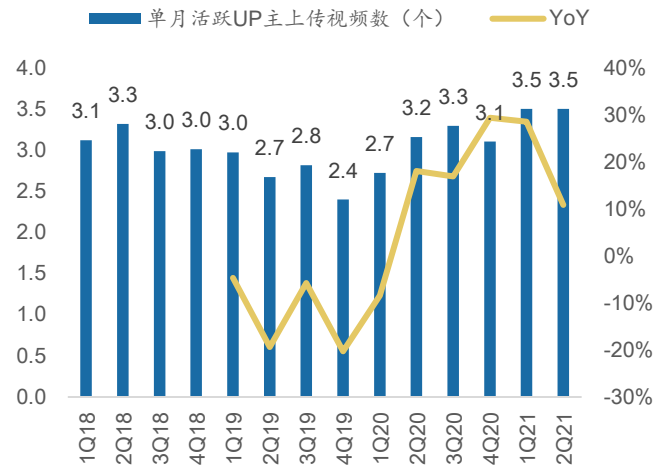
数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

图7：哔哩哔哩Up主月均上传视频数18Q2-21Q2推移



数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

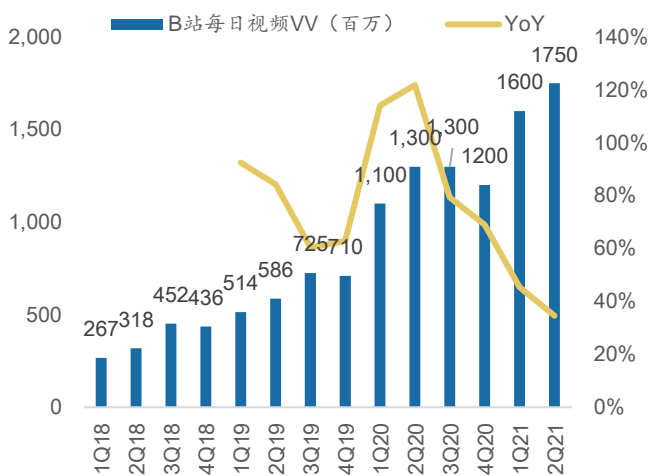
图8：单Up主月均上传视频数18Q2-21Q2推移



数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

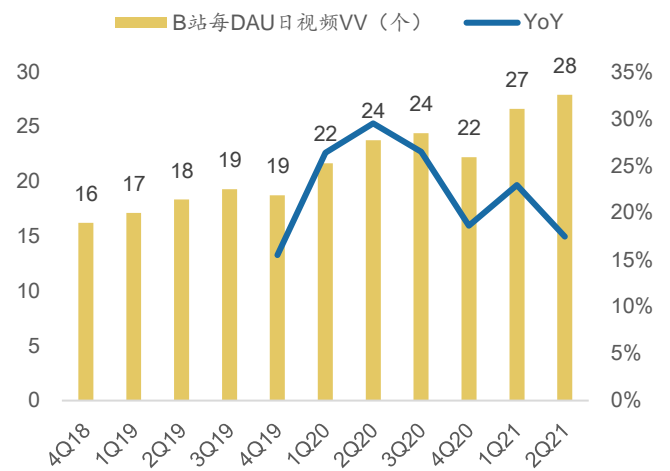
21Q2哔哩哔哩每日视频VV量为17.5亿，同比提升35%，平均每DAU消耗的视频数为28个，同比提升17%，环比增长5%，每DAU的视频消耗量提升趋势持续。

图9：哔哩哔哩每日视频VV数18Q2-21Q2推移



数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

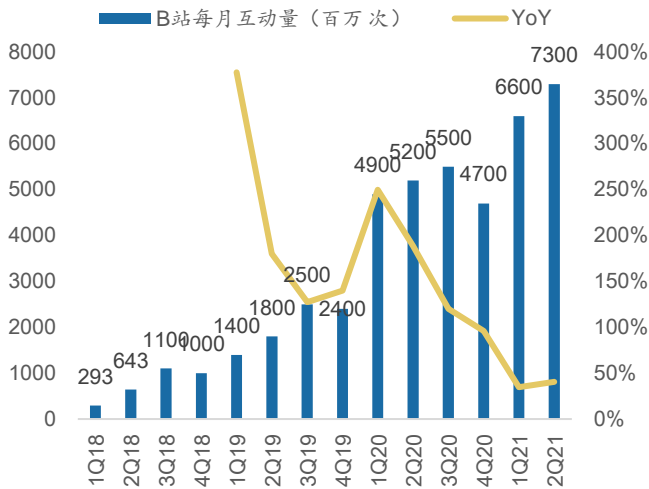
图10：平均每DAU日视频VV数18Q4-21Q2推移



数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

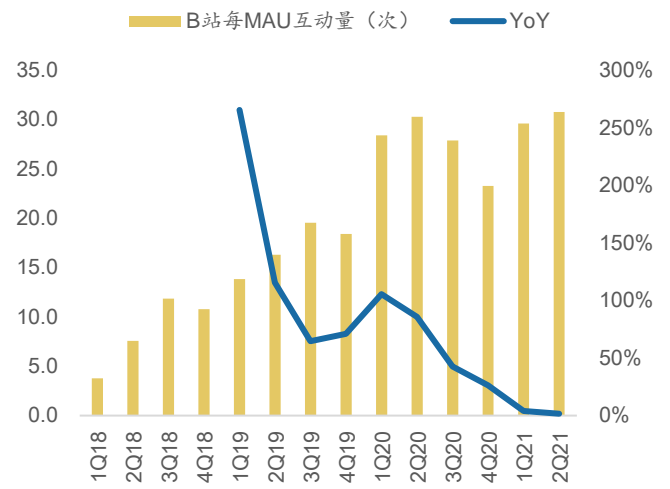
21Q2的月互动量为73亿次，同比提升40%，我们估算平均每MAU的月互动次数为30.8次，同比提升2%，环比增长4%。哔哩哔哩内容消费生态保持活跃良性发展。

图11：哔哩哔哩月互动量18Q2-21Q2推移



数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

图12：哔哩哔哩每MAU互动次数18Q2-21Q2推移

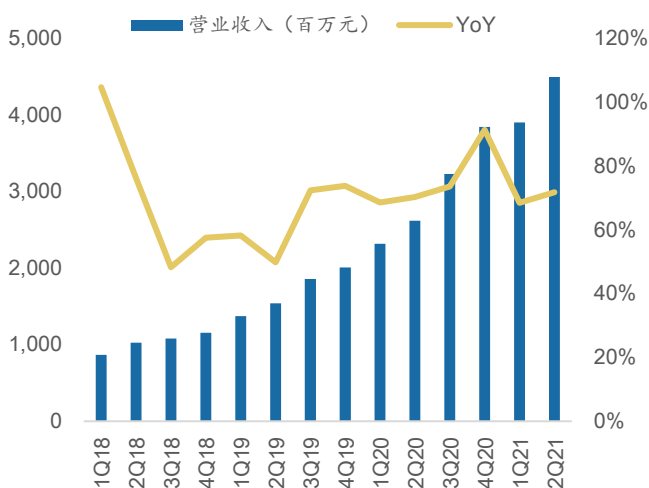


数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

二、广告、游戏收入环比变动较小，直播和增值服务收入占比提升

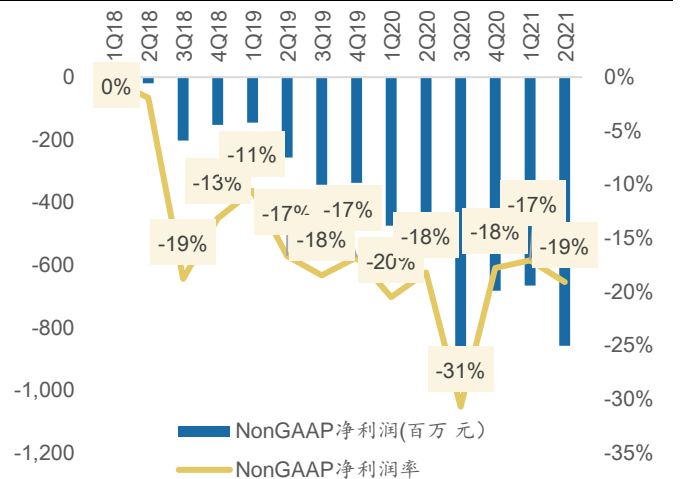
21Q2公司收入同增72%达到44.95亿元，实现连续9个季度超预期增长。Non-GAAP净亏损为-8.58亿元，环比扩大29%，同比扩大80%，亏损率为-19%（上一季度21Q1为-17%）。

图13：哔哩哔哩营业收入情况推移18Q2-21Q2



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图14：哔哩哔哩净利润情况推移18Q2-21Q2

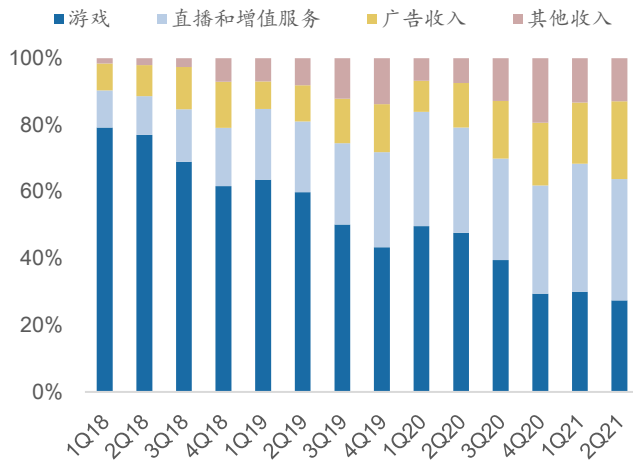


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

收入占比结构上，直播和增值服务有所下降，广告占比明显提升。广告收入同比增长201%，单季度突破10亿元，对收入贡献占比为23%，相比21Q1（18%）有明显提升；公司通过一站式营销解决方案吸引更多广告主，广告主增长100%。直播和增

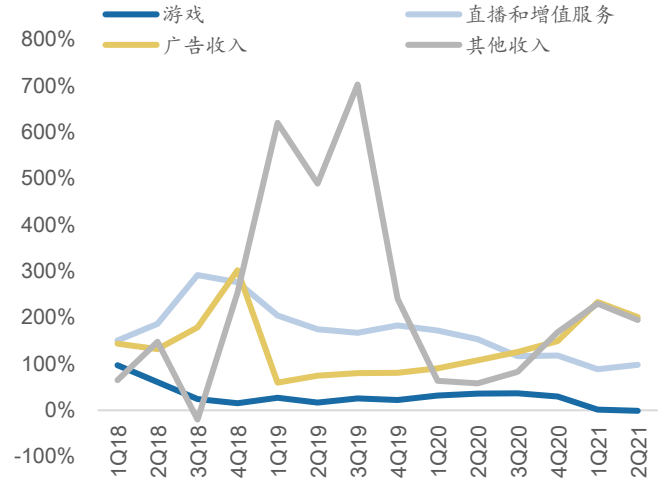
值业务同比增98%，环比增长9%。游戏收入同比降低1%，环比增长5%。其他业务收入增速195%，环比增长11%。

图15：哔哩哔哩营收各项构成推移18Q2-21Q2



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图16：哔哩哔哩营收各项收入增速18Q2-21Q2



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

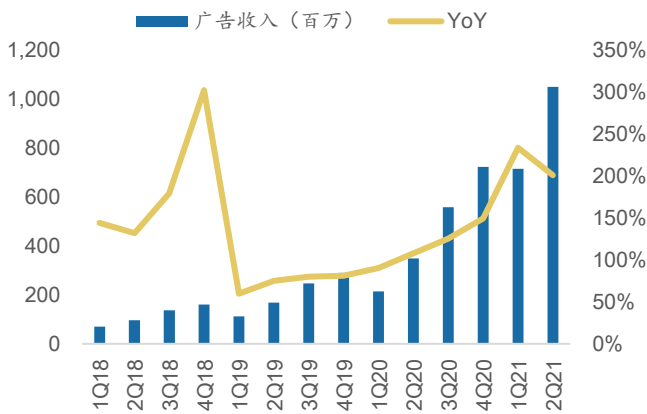
三、广告、直播和VAS、其他收入

公司广告收入同比增长201%达到10.49亿元。广告业务自20Q2以来保持着100%+的超高速增长，近两个季度增速突破200%；单人单季广告ARPU值达到4.4元，同比增长达118%，环比增长38%。公司还在游戏、知识、教育、汽车等领域继续扩张用户，持续吸引垂直广告主，提升广告主预算。

打通中台，团队架构升级，提升变现效率。管理层在电话会中披露公司Q2对商业化团队架构进行了升级，将花火系统、流量系统打通中台来分配商业流量；实现up主和品牌营销团队打通，做到营销路径内循环。同时还对算法策略团队进行加强，对广告前沿技术进行深入研究和沉淀，持续提升变现效率。

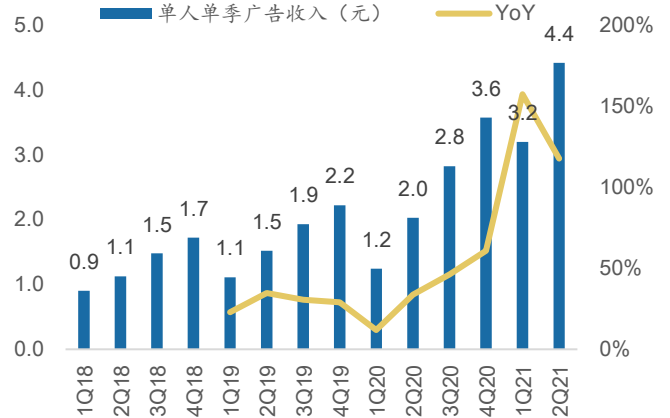
21Q2的直播和增值业务收入同增98%，达到16.35亿元，环比增速为9%。（1）大会员数提升至1740万人，环比21Q1净增130万人，购买大会员的用户是B站最核心粘性的群体。（2）我们按大会员数量和月ARPU值为~11元估算，本季度会员收入为5.5亿元，直播收入为10.0亿元，其他（猫耳APP）收入为8200万元，同比增速分别为57%/126%/187%。

图17: 哔哩哔哩18Q2-21Q2广告收入和增速



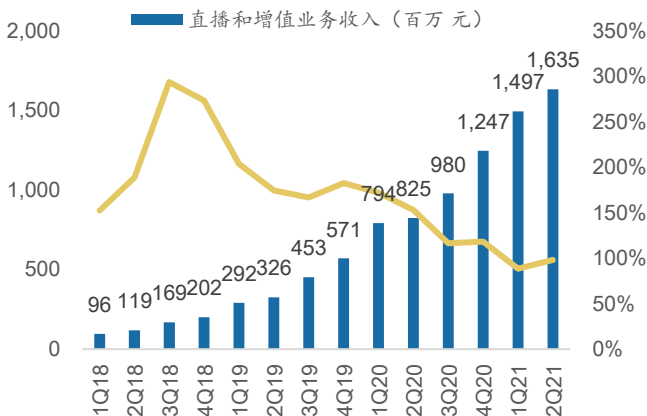
数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

图18: 哔哩哔哩18Q2-21Q2单人单季广告价值



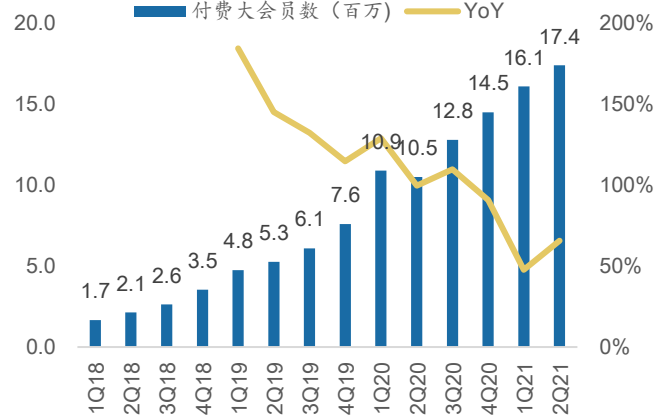
数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

图19: 哔哩哔哩18Q2-21Q2VAS收入和增速推移



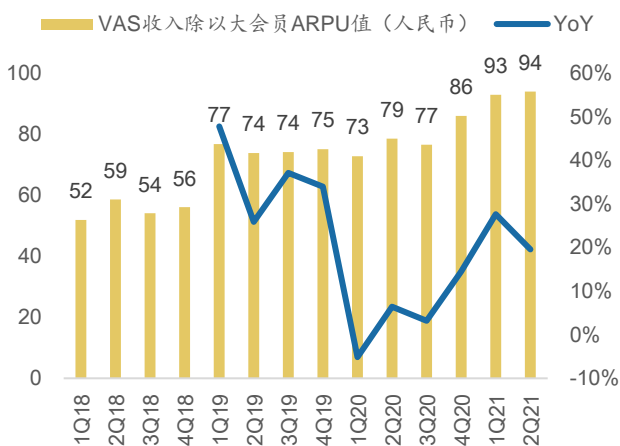
数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

图20: 哔哩哔哩18Q2-21Q2付费大会员数推移



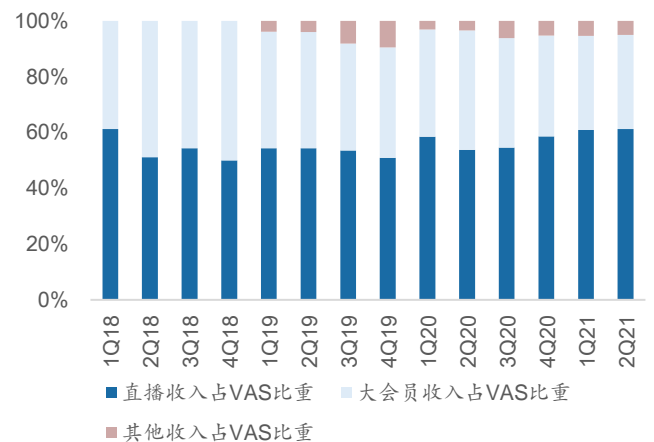
数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

图21: 哔哩哔哩18Q2-21Q2付费大会员ARPU值推移



数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

图22: 哔哩哔哩18Q2-21Q2假设付费和直播收入比重



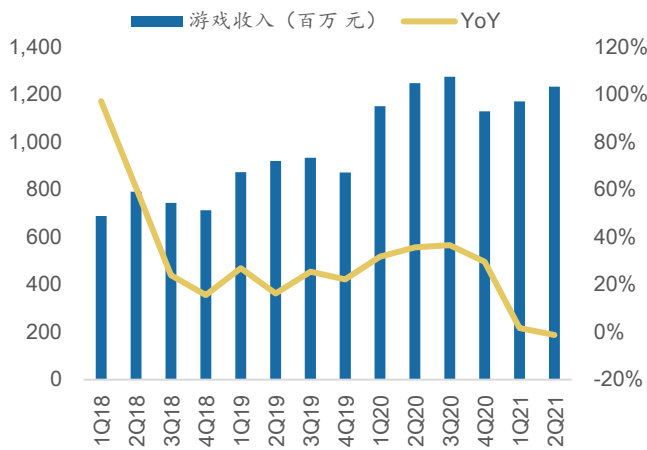
数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

注: 其他收入主要是来自猫耳APP的VAS收入

四、游戏增长阶段性放缓，后续有望复苏

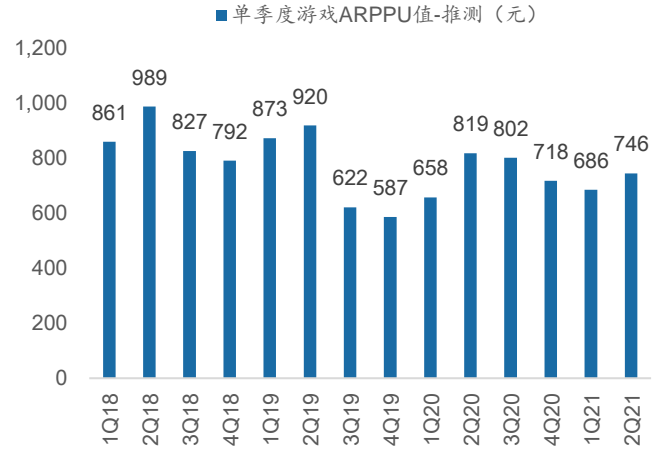
21Q2游戏收入同降1%达12.33亿元，环比增长5%。由于新发游戏上线时间主要集中在4-6月，因此展望3季度游戏收入一定复苏。公司未成年人充值流水仅占流水的1%左右，监管方面预计不受太大影响。

图23：哔哩哔哩18Q2-21Q2游戏收入和增速



数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

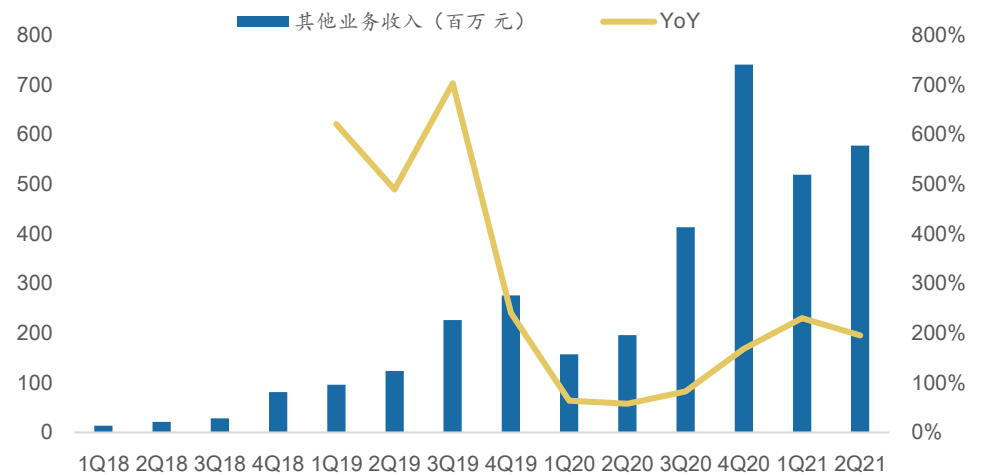
图24：哔哩哔哩18Q2-21Q2游戏ARPPU推测价值



数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

公司其他收入同增195%至5.78亿元，环比增长11.3%。主要得益于电商平台销售额的快速提升，公司电商及其他业务收入达5.8亿元。

图25：哔哩哔哩18Q2-21Q2其他收入和增速情况

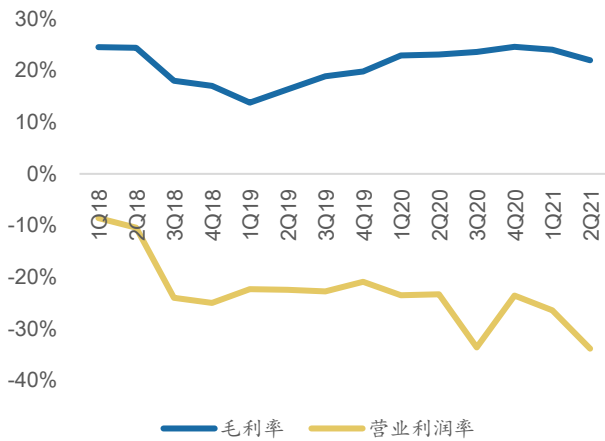


数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

五、毛利率环比回落；费用率仍保持高位

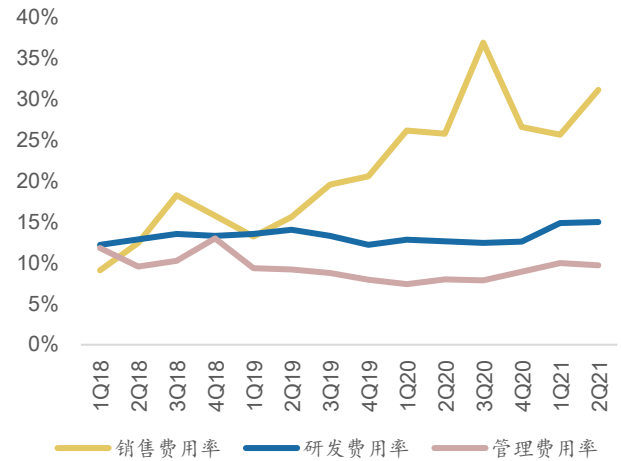
21Q2公司营业成本同比上涨74%至35.06亿元,毛利率同比下滑1pct、环比下降2pct,达到22.0%。公司的研发费用为15%,环比基本持平;管理费用率环比亦持平在10.0%;销售费用率环比上升6pct至31%。

图26: 哔哩哔哩毛利率和营业利润率推移



数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

图27: 哔哩哔哩销售、研发、管理费用率推移



数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

六、盈利预测和投资建议

模型预测调整: 我们维持2021-2023年公司的月活增速预计为33%、25%和20%,月活规模分别达到2.68亿人、3.35亿人和4.02亿人。我们按照收入预测计算,单个月活的月ARPU值约在2021-2023年分别达到6.1元/人、6.8元/人和7.1元/人,通过Z世代,向Gin Z+用户扩圈,新增用户的付费习惯和付费能力也在增强,对整体平台的商业化变现能力也有所帮助,我们预计2021-2023年付费用户达到2265万、2995万和3654万。

表 1: 2021-2023 年公司收入、MAU 和付费人数预测

项目	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
公司收入 (百万元)	523	2,468	4,129	6,778	11,999	19,636	27,187	34,123	
YoY		299%	372%	67%	64%	77%	64%	38%	26%
MAU (百万人)	49	72	93	130	202	268	335	402	
YoY			45%	29%	40%	55%	33%	25%	20%
平均 MAU 用户收入 (元)	0.9	2.9	3.7	4.3	5.0	6.1	6.8	7.1	
YoY			225%	29%	17%	14%	23%	11%	5%
付费人数 (百万人)	1	1	4	9	18	23	30	37	
YoY			66%	301%	98%	105%	26%	32%	22%

数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

综合以上我们预计2021-2023年公司主营业务收入分别增长64%、38%和26%，整体绝对值将达到196亿元、272亿元和341亿元。

表 2：2021-2023 年公司各项收入预测

项目	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
公司收入 (百万元)	523	2,468	4,129	6,778	11,999	19,636	27,187	34,123
YoY (%)		372%	67%	64%	77%	64%	38%	26%
手游收入	342	2,058	2,936	3,598	4,803	5,502	6,990	9,066
YoY (%)		501%	43%	23%	34%	15%	27%	30%
直播和增值服务收入	80	176	586	1,641	3,846	6,993	9,462	11,442
YoY (%)		122%	232%	180%	134%	82%	35%	21%
广告收入	61	159	463	817	1,843	4,764	7,562	9,468
YoY (%)		162%	191%	76%	126%	159%	59%	25%
其他收入	41	75	143	722	1,507	2,377	3,173	4,147
YoY (%)		84%	92%	403%	109%	58%	34%	31%

数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

短期公司的重点在于提升用户规模，对利润率不会重点考核，因直播分成扩大、游戏、电竞版权、OGV的投入毛利率提升较慢，预计毛利率在2021-2023年为23%、27%和30%。

由于获客为第一要素，运营成本仍会保持较高水位，我们预计2021-2022年销售费用率占收入比为28%、22%和20%，亏损阶段性扩张。

表 3：2021-2023 年公司成本项预测

项目	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
公司主营业务成本 (百万元)	3,273	5,588	9,159	15,212	19,808	24,014
YoY (%)		71%	71%	64%	66%	30%
毛利率 (%)		21%	18%	24%	23%	27%
YoY (-)		-2Cpt	-3Cpt	6Cpt	-1Cpt	5Cpt
销售费用 (百万元)	586	1,199	3,492	5,565	6,031	6,887
销售费用率 (%)		14%	18%	29%	28%	22%
Non-GAAP 归母净利润 (百万元)	-133	-1,067	-2,580	-3,428	-1,313	-840
Non-GAAP 归母净利润率 (%)		-3%	-16%	-22%	-17%	-5%

数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

投资建议：我们维持对B站2021-2023年MAU预测为2.68亿人/3.35亿人/4.02亿人，我们调整公司2021-2023年的收入预测至196亿元、272亿元和341亿元。Non-GAAP归母净亏预计2021-2023年分别为34亿元、13亿元和8亿元。现阶段，我们主要采用每用户估值对公司定价，我们参考可比公司单用户市值价值为173美元，对应预期2021年末哔哩哔哩2.68亿月活跃用户，我们给予哔哩哔哩合理价值为119.98美元/ADS，对应934.73港元/股，对应2021、2022年PS倍数为~15X和11X，给予公司美股和港股“买入”评级。

表 3：哔哩哔哩可比公司对比估值

公司名称	货币单位	当前股价 (元)	公司当前市值 (百万美元)	2021E 营收 (百万美元)	2021E PS(x)	21Q2 日活规模 (百万)	单用户市值价值 (美元 /DAU)	21Q2 月活规模 (百万)	单用户市值价值 (美元 /MAU)
可比广告媒体公司估值									
腾讯控股	港币	425	525,585	91,099	5.8	2,751	191	1,812	290
Snapchat	美元	73	114,978	4,175	27.5	293	392	488	235
Twitter	美元	63	49,889	5,057	9.9	199	251	384	130
Facebook	美元	359	101,320	118,946	0.9	1,910	53	2,900	35
可比社交和社区类公司平均估值水平					111X		222/DAU		173/MAU
哔哩哔哩	美元	67	25,575	3,041	8.4	60	426	223	115

数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

注：股价取 8 月 21 日收盘价，2021 年营收预测均取 Bloomberg 一致预期，美元兑人民币汇率采用 6.4577，港元兑美元汇率为 0.1287。我们根据国内短视频平台 DAU/MAU 水平为 50~60%估算 Snapchat 和 Twitter 的 MAU，我们参考 Facebook 的 DAU/MAU 为 66%，估算腾讯社交产品的 DAU。

表 5: 哔哩哔哩 21Q2 业绩与市场一致预期比较

单位: 百万元						2Q21			
	2Q20A	1Q21A	2Q21A	QoQ	YoY	市场一致预期	实际 VS 一致预期	广发预测	实际 VS 广发预测
MAU,mn	172	223	237	6%	38%	228	4%	231	3%
DAU,mn	51	60	63	4%	24%	62	1%	62	1%
收入	2,618	3,901	4,495	15%	72%	4,297	5%	4,312	4%
游戏	1,248	1,171	1,233	5%	-1%	1,215	1%	1,176	5%
直播和 VAS	825	1,497	1,635	9%	98%	1,630	0%	1,702	-4%
广告	349	715	1,049	47%	201%	932	13%	895	17%
其他	196	519	578	11%	195%	518	12%	540	7%
主营业务成本	2014	2963	3506	18%	74%			3,294	6%
毛利率 (%)	23.1%	24.0%	22.0%			22.2%		23.6%	
研发费用	331	389	436	12%	32%	618	-29%	420	4%
营销费用	675	1,000	1,400	40%	107%	1,295	8%	1,308	7%
管理费用	208	580	674	16%	223%	418	61%	633	6%
运营利润率 (%)	-23%	-26%	-34%			-32%		-31%	
净利润	-571	-904	1,121	24%	96%	-1,333	16%	-1,192	6%
调整后净利润	-476	-666	858	29%	80%	-1,123	24%	-968	11%
调整后净利润率 (%)	-18%	-17%	-19%			-26%		-22%	
	低线	高线	中线			市场预期	指引中线 vs 市场预期		
3Q21 收入指引	5,100	5,200	5,150			5,131	0%		

数据来源: 一致预期取 Bloomberg 数据, 公司季报, 广发证券发展研究中心

七、风险提示

公司持续持续加大营销, 内容成本扩大, 用户增长不及预期的风险。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	10324	15740	28356	38100	48398	经营活动现金流	195	753	1159	3092	3712
货币资金	4963	4678	19039	26804	34926	净利润	-1304	-3054	-4593	-2155	-1856
应收及预付	2256	2984	5877	7777	9868	折旧摊销	1177	1837	2246	2618	2951
存货	0	0	0	0	1	营运资金变动	223	1487	2367	1871	1686
其他流动资产	3105	8077	3439	3519	3602	其它	98	483	1138	758	930
非流动资产	5193	8126	7939	8238	8464	投资活动现金流	-3958	-8907	9728	4673	4410
长期股权投资	1251	2233	2233	2233	2233	资本支出	1565	2239	2580	2918	3177
固定资产	516	762	585	597	601	投资变动	-1743	-5545	12308	7591	7587
在建工程	0	0	0	0	1	其他	-650	-1122	0	0	0
无形资产	1012	1296	1296	1296	1296	筹资活动现金流	5079	8335	3474	0	0
其他长期资产	2413	3835	3825	4113	4334	银行借款	42	-77	0	0	0
资产总计	15517	23866	36294	46338	56862	债权融资	3356	5595	3474	0	0
流动负债	4273	7392	11939	15710	19488	股权融资	1648	2817	0	0	0
短期借款	0	100	0	0	0	其他	33	0	0	0	0
应付及预收	2480	4312	6751	8791	10657	现金净增加额	1423	-285	14361	7765	8122
其他流动负债	1793	2980	5188	6919	8831	期初现金余额	3540	4963	4678	19039	26804
非流动负债	3608	8692	12166	12166	12166	期末现金余额	4963	4678	19039	26804	34926
长期借款	3415	8341	11815	11815	11815						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	193	351	351	351	351						
负债合计	7880	16083	24104	27876	31654						
股本	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2						
资本公积	10732	14634	23322	31537	39974						
留存收益	-4146	-7175	-11421	-13300	-14928						
归属母公司股东权益	7052	7600	12042	18379	25188						
少数股东权益	584	182	148	84	20						
负债和股东权益	15517	23866	36294	46338	56862						

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力(%)					
营业收入增长	64%	77%	64%	38%	26%
营业利润增长	127%	137%	53%	-54%	-14%
归母公司净利润增长	704%	142%	33%	-62%	-36%
获利能力(%)					
毛利率	18%	24%	23%	27%	30%
净利率	-19%	-25%	-23%	-8%	-5%
ROE	-18%	-40%	-38%	-11%	-7%
偿债能力					
资产负债率(%)	51%	67%	66%	60%	56%
净负债比率	48%	108%	98%	64%	47%
流动比率	67%	66%	78%	82%	85%
速动比率	67%	66%	78%	82%	85%
营运能力					
总资产周转率	52%	61%	65%	66%	66%
应收账款周转率	1268%	1334%	1308%	1268%	1268%
存货周转率	-	-	-	-	-
每股指标(元)					
每股收益	-4.0	-9.0	-12.0	-5.7	-4.9
每股经营现金流	0.6	2.2	3.0	7.9	9.4
每股净资产	21.8	22.0	31.2	47.1	63.8
估值比率					
P/S	23.56	13.31	8.13	5.87	4.68
P/E	-	-	-	-	-
EV/EBITDA	-	-	-	-	-

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	6778	11999	19636	27187	34123
营业成本	5588	9159	15212	19808	24014
营业税金及附加	0	0	0	0	1
销售费用	1199	3492	5565	6031	6887
管理费用	592	976	1921	2264	3114
研发费用	894	1513	2903	2987	3749
利息收入	163	83	60	93	125
公允价值变动收益	26	96	-23	-20	-20
投资净收益	97	28	1534	1821	1821
营业利润	-1221	-2892	-4414	-2033	-1740
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	-1268	-3001	-4523	-2113	-1819
所得税	36	53	70	42	36
GAAP 净利润	-1304	-3054	-4593	-2155	-1856
少数股东损益	15	42	34	64	64
GAAP 归母净利润	-1289	-3012	-4558	-2091	-1792
Non-GAAP 净利润	-1067	-2580	-3428	-1313	-840
Non-GAAPEPS(ADS)(元)	-3.3	-7.5	-8.9	-3.4	-2.1

广发传媒行业研究小组

- 旷实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
- 叶敏婷：资深分析师，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 徐呈隽：资深分析师，复旦大学世界经济学硕士、浙江大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。
- 周喆：香港理工大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 朱国源：研究助理，罗切斯特大学金融学硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。
- 杨琳琳：海外互联网首席分析师，华中科技大学管理科学与工程硕士、管理学学士，2012年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。