

買入

2018年8月31日

MAU 快速增長，收入結構優化

- **二季度業績：**淨收入 10.265 億元，略超彭博一致預期的 10 億元。淨虧損 7030 萬元，好于彭博一致預期的 1.125 億元。調整後淨虧損 1950 萬元，劣于彭博一致預期的 1165 萬元。
- **MAU 快速增長，短期下架不會影響趨勢：**MAU 8500 萬，同比增長 31%。雖然在獲客高峰期的 7、8 月受到了下架處罰，但是 MAU 增長的長期趨勢不會逆轉。根據 7 月 MAU 9800 萬來估算，我們保守預計 Q3 的平均 MAU 為 9200 萬。公司此前預計 2020 年實現 MAU 1.4 億的目標，以目前強勁的增長勢頭來看，預計將會提前實現。我們認為，隨著公司內容數量、質量提升和多元化，目標用戶群體將會不斷擴大。
- **遊戲短期增長動力有限，版號放開後將會爆發：**受制於版號審批暫停，新遊戲推出計劃延遲。雖然《FGO》在 9 月將會迎來周年慶，對流水帶來刺激，但是整體來看增量不足。遞延收入也環比下降 9%，我們預計 Q3 遊戲收入將會環比下降 10-12%。但是版號暫停終歸會放開，一旦放開，公司的遊戲收入將會迎來爆發性增長。
- **預計最快明年三季度實現盈利：**下半年遊戲收入增量不足，但是公司仍將投入社區建設，預計毛利率將下滑至 18% 左右。由於《FGO》周年慶、獲客等營銷活動，預計營銷費用將會增加，Q3、Q4 仍將處於虧損狀態。但是，隨著公司收入的多元化，以及假設遊戲版號最快於今年 Q4 放開，公司將會于明年 Q3 實現盈利。
- **盈利預測：**2018-2020 年，淨收入 40、63 和 93 億元，CAGR 為 53%。歸屬於公司的淨利潤-5、-2 和 6 億元。
- **下調目標價至 19.43 美元，維持買入評級：**採用市值/MAU 法估值，上調對公司 2018 年底 MAU 的預測至 9500 萬。參考全球社交媒體公司市值/MAU 的均值為 58.29，求得合理股價為 19.43 美元，對比當前股價仍有 47.86% 的增長空間，維持買入評級。
- **風險因素：**政策風險、收入集中風險、人民幣貶值風險。

李倩

852-25321539

Chuck.li@firstshanghai.com.hk

主要數據

行業	TMT
股價	13.14 美元
目標價	19.43 美元 (+47.86%)
股票代碼	BILI US
總股數	2.78 億 ADS/2.78 億股
市值	36.59 億美元
52 周高/低	22.70 美元/9.09 美元
每 ADS 賬面值	0.31 美元
主要股東	陳睿 18.30% 徐逸 11.10% 黎瑞剛 10.80% 林立軍 7.70% IDG 6.50% 君聯資本 5.00%

盈利摘要

截至12月31日止財政年度	16年历史	17年历史	18年预测	19年预测	20年预测
总营业收入 (千元人民币)	523,310	2,468,449	3,984,193	6,333,871	9,291,826
变动	299.49%	371.70%	61.40%	58.98%	46.70%
GAAP 净利润 (千元人民币)	-911,496	-183,750	-487,745	-197,633	587,458
摊薄每股盈利 (元人民币)	-20.4	-8.2	-1.7	-0.7	2.1
变动	110.08%	-59.99%	-79.05%	-59.48%	-397.25%
基于13.14美元的市盈率 (估)	N.A	N.A	N.A	N.A	44.0
每股派息 (美元)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股息现价比	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

來源：公司資料，第一上海預測

股價表現



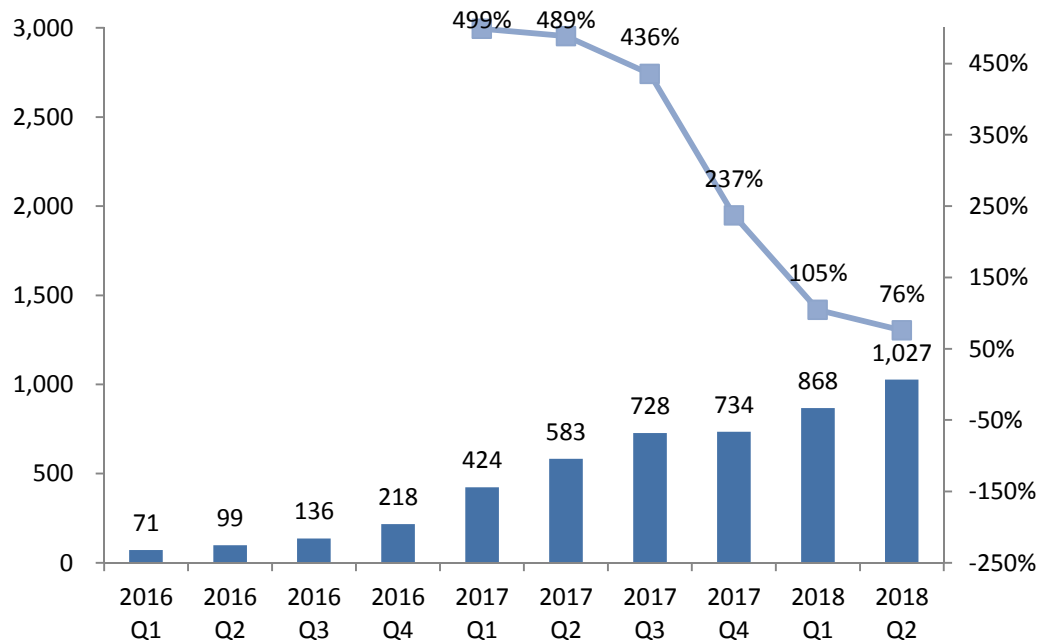
來源：彭博

2018年二季度財報摘要

淨收入略超一致預期

淨收入 10.265 億元，同比增長 76%，略微超過彭博一致預期的 10 億元。

圖表 1：2016 Q1-2018 Q2 淨收入及同比增速（百萬元）



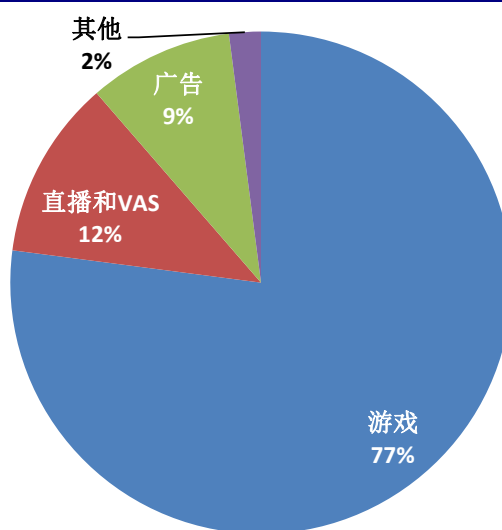
資料來源：公司資料，第一上海

遊戲、廣告、直播和 VAS 的收入占比分別為 77%、9% 和 12%，結構優化

移動遊戲收入 7.91 億元，同比增長 61%，主要由於《FGO》和《碧藍航線》的收入增長。直播和 VAS 收入 1.186 億元，同比增長 186%，主要由於公司貨幣化的努力和 VAS 業務的推廣。廣告收入 9590 萬元，同比增長 132%。其他收入 2110 萬元，同比增長 148%，主要由於電商平臺銷量的增加。

本季度，遊戲、廣告、直播和 VAS 的收入占比分別為 77%、9% 和 12%，去年同期分別為 84%、7%、7%，收入結構不斷優化。

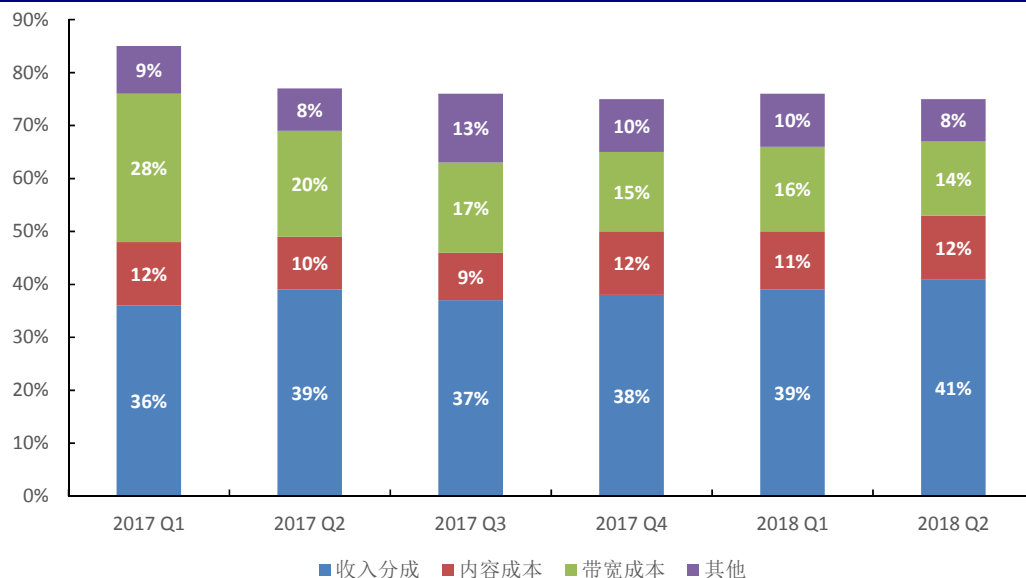
圖表 2：公司的收入結構



資料來源：公司資料，第一上海

主營業務成本 7.759 億元，同比增長 74%。其中，收入分成成本 4.174 億元，同比增長 84%，收入占比 41%，同比提升 2 個百分點。毛利 2.507 億元，同比增長 82%。毛利率 24.4%，同比提升 0.8 個百分點。

圖表 3: 2017 Q1-2018 Q2 主營業務成本結構及收入占比



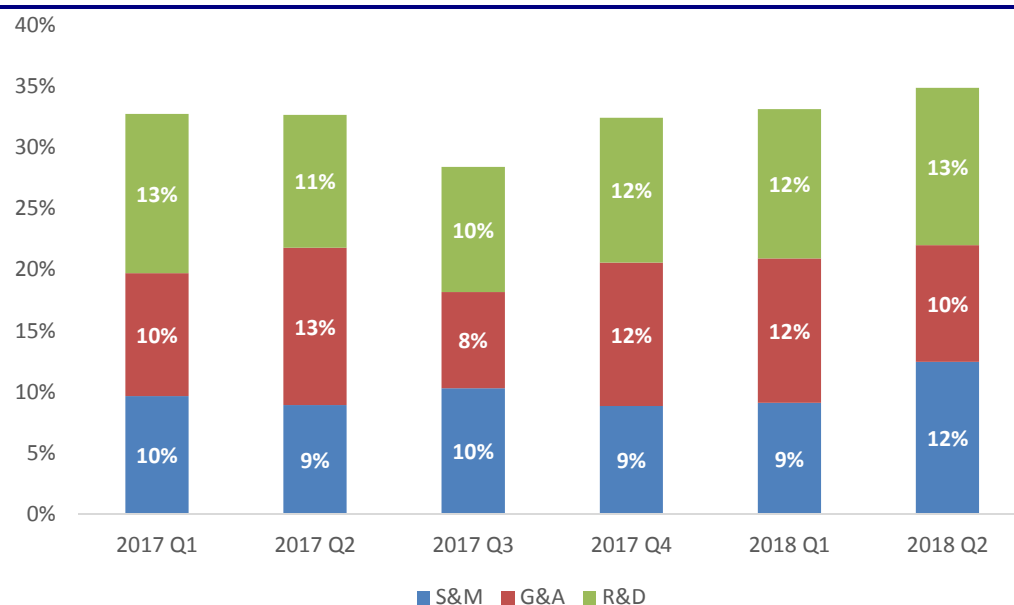
資料來源：公司資料，第一上海

經營虧損 1.069 億元，去年同期為 5270 萬元，劣于彭博一致預期的 6480 萬元

運營費用合計 3.576 億元，同比增長 88%。其中，銷售費用 1.278 億元，同比增長 146%，主要由於 B 站 APP 相關的渠道和營銷費用增加、移動遊戲推廣費用增加，以及員工人數增加。一般及行政費用 9790 萬元，同比增長 30%。研發費用 1.319 億元，同比增長 108%，主要由於員工人數增長以及 SBC 費用增加。

經營虧損 1.069 億元，去年同期為 5270 萬元，劣于彭博一致預期的 6480 萬元。經營虧損率為 10.4%，同比擴大 1.4 個百分點。

圖表 4: 2017 Q1-2018 Q2 運營費用結構及收入占比



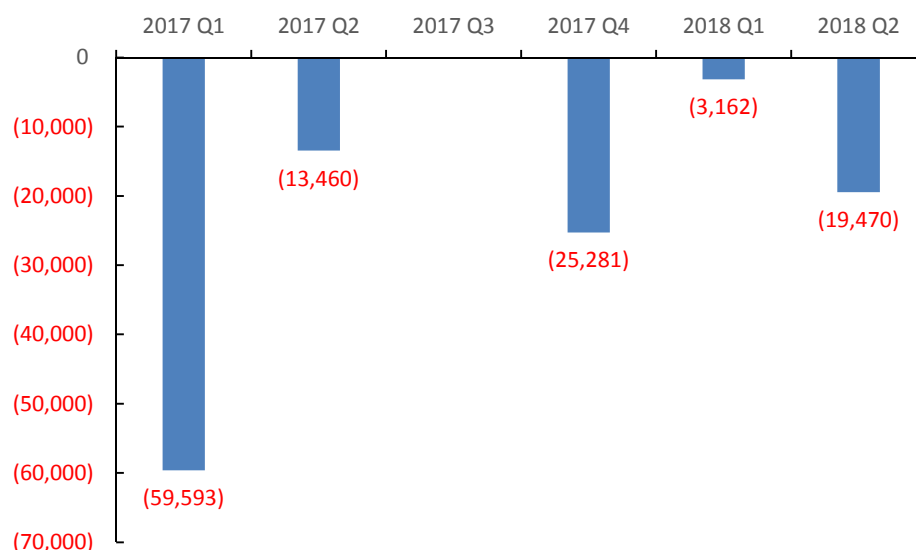
資料來源：公司資料，第一上海

淨虧損 7030 萬元，去年同期為 5040 萬元，好於彭博一致預期的 1.125 億元

淨虧損 7030 萬元，去年同期為 5040 萬元，好於彭博一致預期的 1.125 億元。淨虧損率 7%，同比縮窄 2 個百分點。調整後淨虧損（扣除 SBC 和並購產生的無形資產攤銷費用）為 1950 萬元，去年同期為 1350 萬元，劣於彭博一致預期的 1165 萬元。調整後淨虧損率 1.9%，同比縮窄 0.4 個百分點。

基本和攤薄後每股虧損為 0.26 元，去年同期為 3.56 元。Non-GAAP 基本和攤薄後每股虧損為 0.07 元，相對去年同期的虧損 3.03 元大幅縮窄。

圖表 5：2017 Q1-2018 Q2 調整後淨虧損（千元）



資料來源：公司資料，第一上海

截至 2018 年 6 月 30 日，公司共有現金及其等價物、存款 36 億元，去年同期為 7.648 億元。

2018 年三季度業績指引

2018 年三季度，公司預計淨收入 10-10.4 億元，同比增長 37-43%。

其他事項

公司將加強平臺內容監管的流程和政策，對於平臺上的內容開展自查，並將增加一倍的內容審查人數

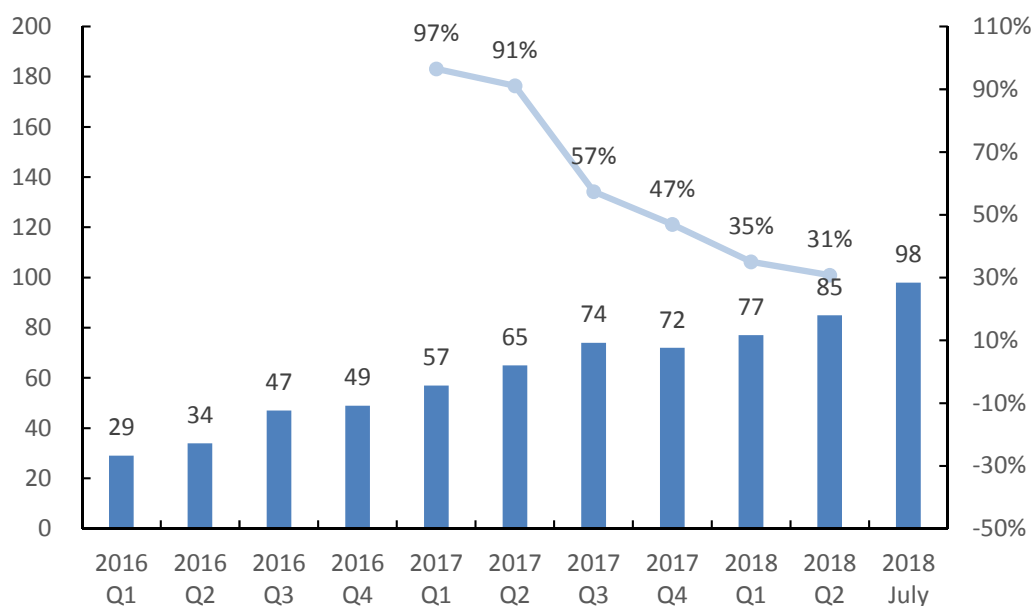
為了配合 CCA 對於互聯網短視頻平臺的審查和整改，B 站移動端 APP 自 7 月 26 日起下架一個月。8 月 25 日，B 站 APP 已經在所有應用商店中重新上架。公司將會和相關管理機構保持密切合作，計劃加強平臺內容監管的流程和政策。公司也計劃對於平臺上的內容開展自查，並將增加一倍的內容審查人數。

MAU 快速增長，短期下架不會影響趨勢

MAU 達到 8500 萬，同比增長 31%

本季度，平均 MAU 達到 8500 萬，同比增長 31%。其中，移動端 MAU 達到 7140 萬，同比增長 39%，占比 84%。

圖表 6：2016 Q1-2018 年 7 月 MAU（百萬）



資料來源：公司資料，第一上海

用戶活躍度提升，月度互動量同比增長 232%

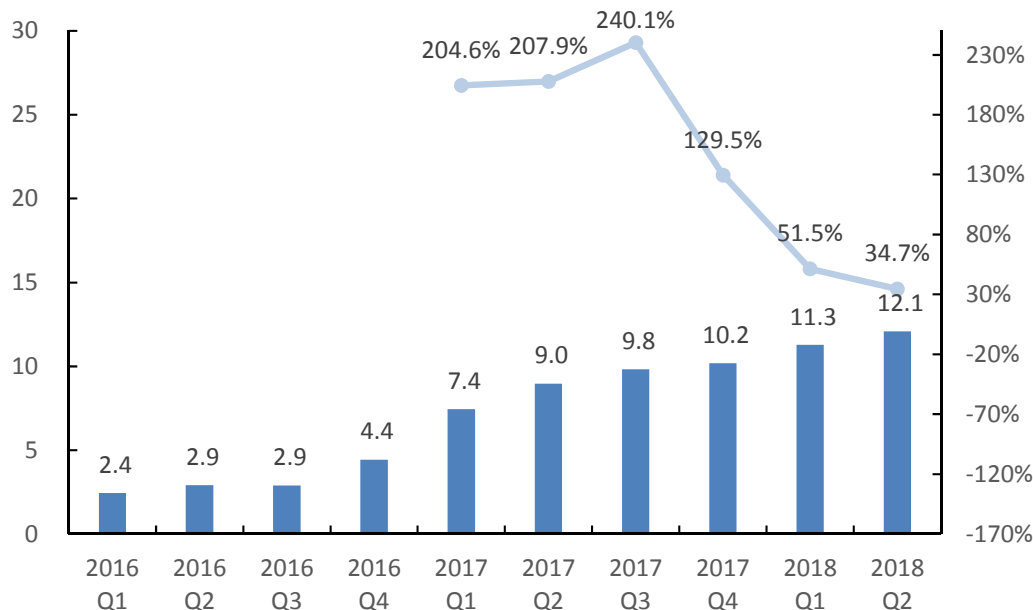
本季度，單用戶單日使用時長為 75 分鐘，這並不包含使用移動遊戲的時間。平均每日視頻觀看量為 3.18 億，同比增長 123%。月度互動量（點贊、投幣、分享、彈幕等）6.43 億，同比增長 232%，用戶活躍度進一步提升。

官方會員數量達到 3800 萬，同比增長 44%，官方會員的 12 個月的留存率為 80%，黏性穩定。

ARPU 為 12.1 元，同比增長 35%

在用戶規模快速增長的同時，用戶的貨幣化能力也在持續攀升。本季度，ARPU 值（收入/MAU）為 12.1 元，同比增長了 35%。

圖表 7：2016 Q1-2018 Q2 ARPU 值（元）



資料來源：公司資料，第一上海

公司的核心用戶和泛用戶群體均在擴大，內容生態持續改善。為了鼓勵UP主持續生產優質內容，公司推出了一系列不同層級的激勵和貨幣化計劃

用戶規模、用戶黏性和貨幣化能力的持續提升，得益於公司獨特的社區和內容生態。

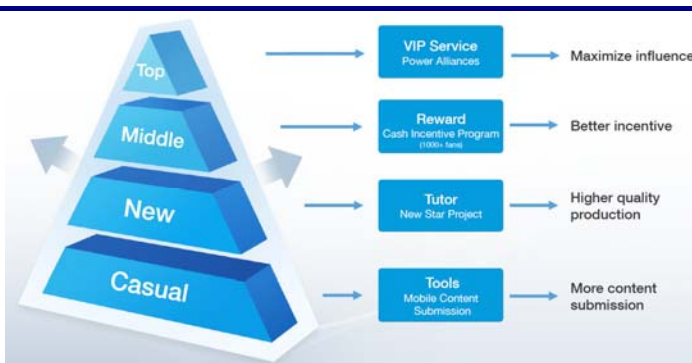
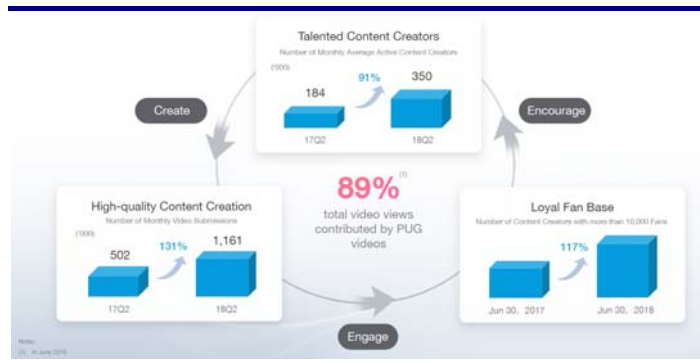
目前，根據播放量排名，娛樂、生活、遊戲、動漫和科技是最受歡迎的內容，可以看出，在核心用戶群體擴大的同時，泛用戶群體也在擴大，公司的目標群體外延擴張，有利於MAU的持續增長。

與其他視頻平臺不同，B站是以專業的UGC（PUGC）內容為主的，PUGC的播放量占比為89%。本季度，B站上月度活躍UP主數量35萬，同比增長91%；月度視頻上傳量116.1萬，同比增長131%；超過1萬粉絲的UP主數量同比增長117%，內容生態持續優化。

為了鼓勵UP主持續生產優質內容，公司推出了一系列不同層級的激勵和貨幣化計劃。對於底層以興趣為主的UP主，公司主要是提供內容上傳工具，鼓勵上傳內容；對於新UP主，公司會提供培訓，以提升內容的質量；對於中層的UP主（粉絲超過1000），公司提供現金激勵計劃，刺激內容生產；對於頭部UP主，公司提供VIP高能計劃，會提供簽約、廣告等機會，最大化他們的影響力。

圖表 8：內容生產者、內容和用戶的正循環

圖表 9：各層級UP主激勵計劃



資料來源：公司資料

資料來源：公司資料

雖然受到了下架處罰，但MAU增長的趨勢不會逆轉，我們保守預計Q3的平均MAU為9200萬

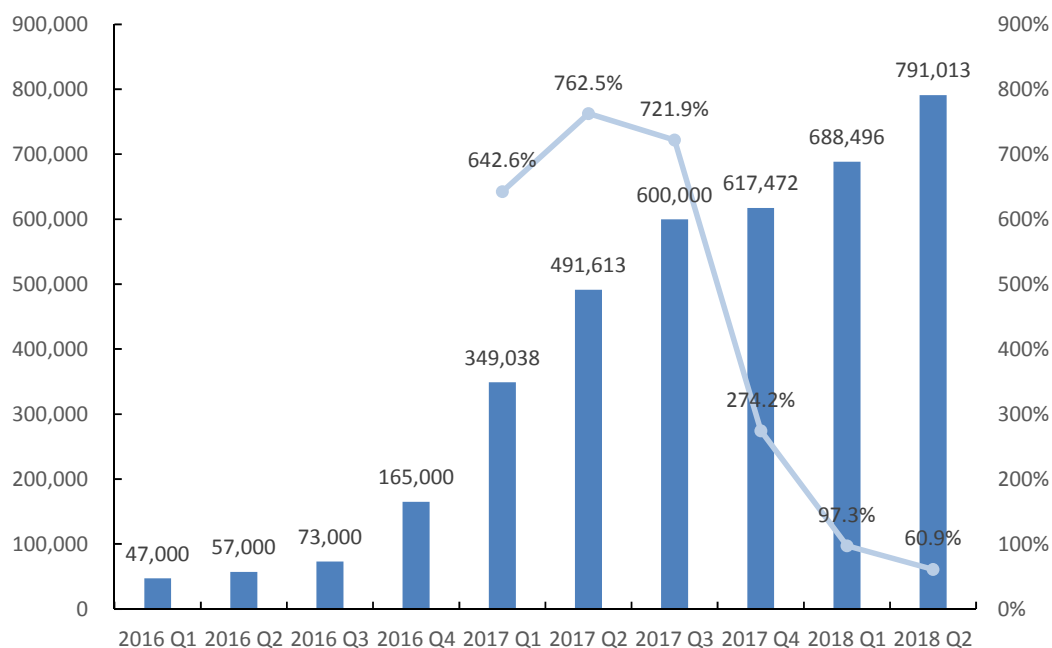
雖然公司在獲客高峰期受到了下架處罰，但是MAU增長的長期趨勢不會逆轉。根據7月MAU 9800萬來估算，我們保守預計Q3的平均MAU為9200萬。公司此前預計2020年實現MAU 1.4億的目標，以目前強勁的增長勢頭來看，預計將會提前實現。我們認為，隨著公司內容數量、質量提升和多元化，目標用戶群體將會不斷擴大。

遊戲短期增長動力有限，版號放開後將會爆發

遊戲收入同比增長 61%

本季度，遊戲收入 7.91 億元，同比增長 61%。

圖表 10：2016 Q2-2018 Q2 移動遊戲收入及同比增速（千元）

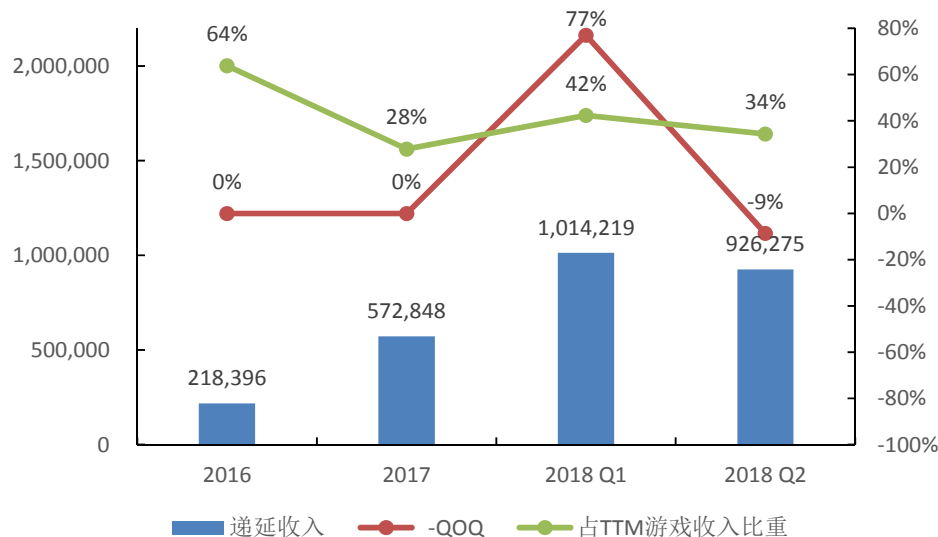


資料來源：公司資料，第一上海

遞延收入環比下降 9%

遞延收入為 9.26 億，環比下降 9%。遞延收入占過去 12 個月的遊戲收入的比重為 34%，環比下降 8 個百分點。

圖表 11：2016-2018 Q2 遞延收入、環比增速及占 TTM 遊戲收入比重（千元）



資料來源：公司資料，第一上海

我們預計三季度遊戲收入將會環比下降 10-12%，版號放開後將會迎來爆發性增長

受制於版號審批暫停，公司新遊戲推出計劃延遲，下半年預計僅推出一款獨代 ACG 遊戲《方舟指令》。雖然《FGO》在 9 月將會迎來周年慶，對流水帶來刺激，但是整體來看增量不足。我們預計三季度遊戲收入將會環比下降 10-12%。但是版號暫停終歸會放開，一旦放開，公司的遊戲收入將會迎來爆發性增長。目前，公司共有 4 款遊戲已獲審批，版號放開後可以迅速推出，其中包括了《Bang dream》《無法觸碰的掌心》《A3!》等。

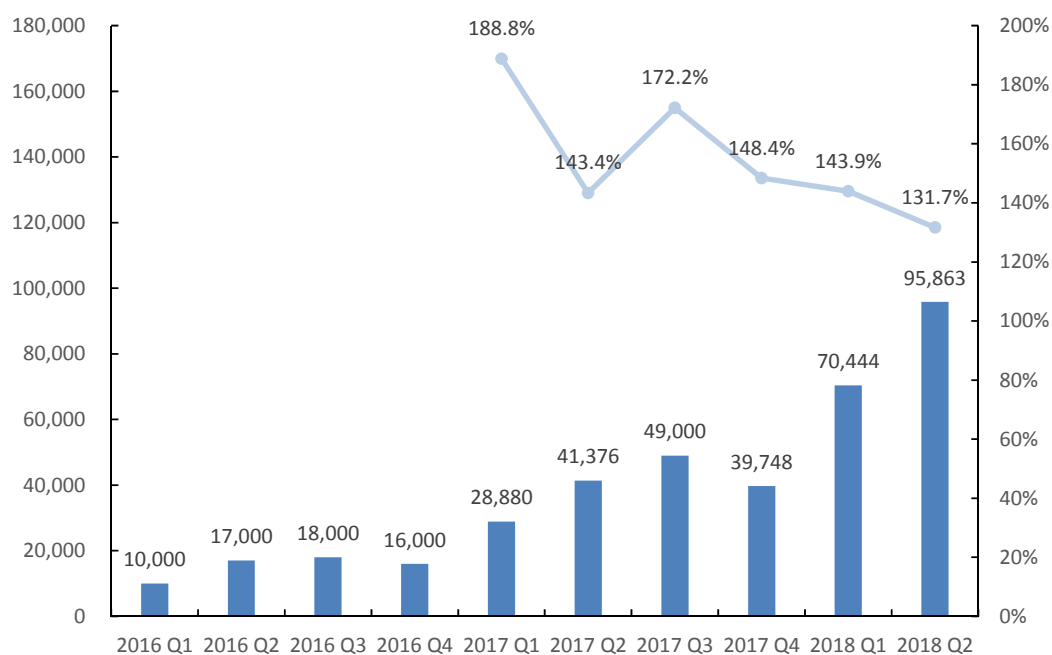
廣告、VAS 和直播業務將成下半年收入增長動力

廣告收入同比增長 132% 廣告收入 9590 萬元，同比增長 132%。其中，信息流廣告的收入占比超過 1/3，快速提升，我們預計明年的占比將會超過 50%。

廣告主數量環比增長超過 100%，公司在逐漸獲得廣告主的認同。廣告主的行業覆蓋也在擴大。品牌廣告主主要來自快消品、美妝、遊戲、電子產品和電商行業，信息流廣告主主要來自教育、電商、信息服務和美妝行業。公司也優化了廣告推薦算法，廣告的點擊率和轉化率都有所提升。

我們認為廣告業務將成為下半年收入增長的動力之一，長期來看其收入占比將達到 30% 考慮到廣告主數量快速增長、廣告主質量提升、廣告算法優化帶來的點擊率和轉化率的提升，以及公司目前開放的廣告位仍然有限，未來的潛力巨大。我們認為，在遊戲業務增量有限的情況下，廣告業務將成為下半年收入增長的動力之一，長期來看其收入占比將達到 30%。

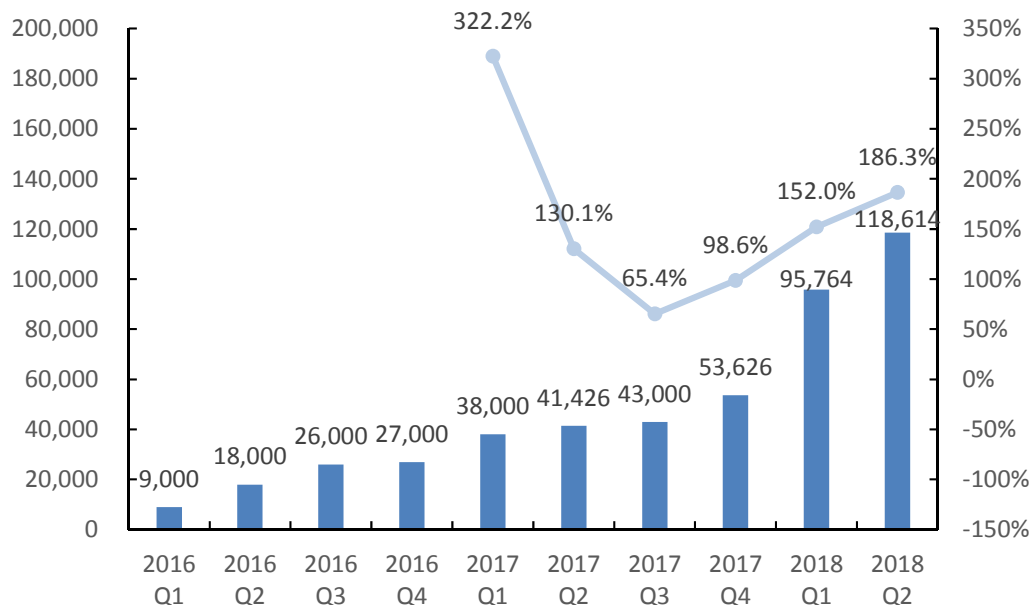
圖表 12：2016 Q1-2018Q2 廣告收入及同比增速（千元）



資料來源：公司資料，第一上海

直播和 VAS 收入同比增長 186% 直播和 VAS 收入 1.186 億元，同比增長 186%。

圖表 13: 2016 Q1-2018Q2 直播和 VAS 收入及同比增速 (百萬元)

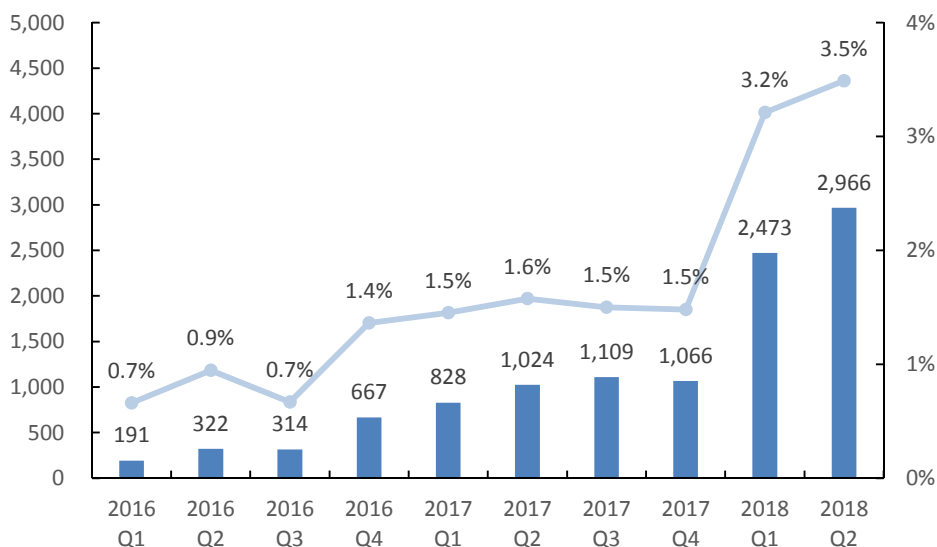


資料來源：公司資料，第一上海

MPU300 萬，同比增長 190%；付費用戶的滲透率 3.5%，同比提升

平均月度付費用戶數 (MPU) 達到 300 萬，同比增長 190%。其中，移動遊戲的月付費用戶數為 80 萬，同比增長 40%。截至 6 月，公司擁有超過 200 萬大會員。付費用戶的滲透率 (MPU/MAU) 達到 3.5%，同比提升 1.9 個百分點。未來，公司將會推出更多的付費內容，提升付費用戶的體驗，也有利於吸引更多的用戶成為大會員。

圖表 14: 2016 Q1-2018 Q2 MPU 及滲透率 (千)



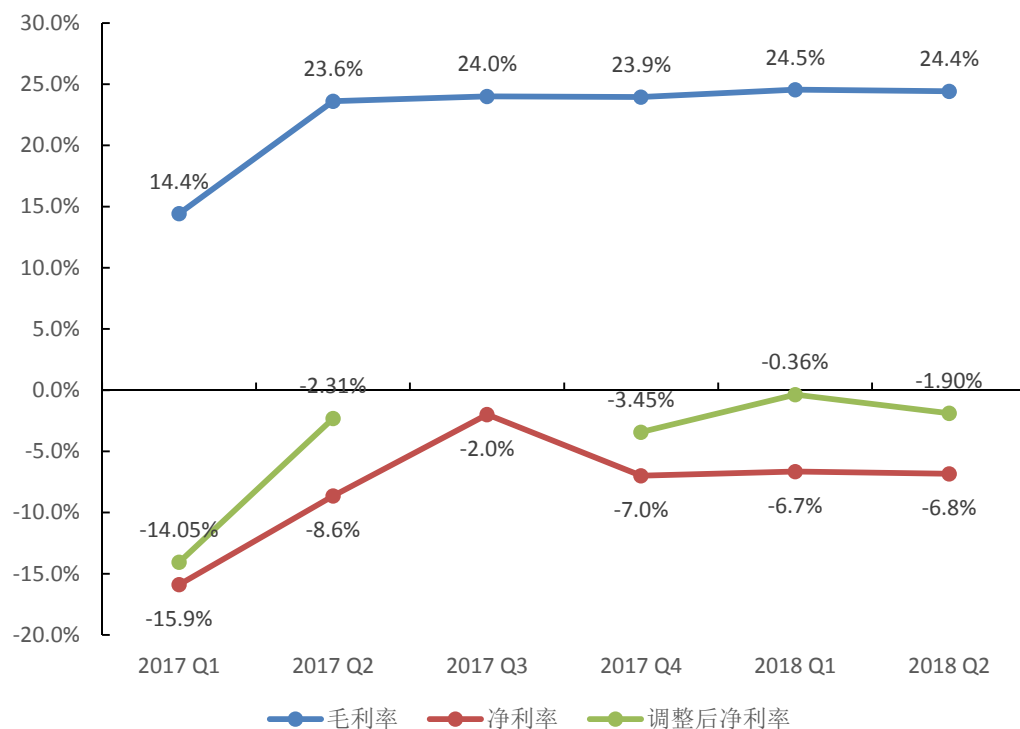
資料來源：公司資料，第一上海

預計最快明年三季度實現盈利

公司的利潤率水平持續改善

公司的利潤率水平持續改善。毛利率 24.4%，同比提升 0.8 個百分點。淨虧損率 6.8%，同比縮窄 1.8 個百分點。調整後淨虧損率 1.9%，同比縮窄 0.41 個百分點。

圖表 15：2017 Q1-2018 Q2 毛利率、淨利率和調整後淨利率



資料來源：公司資料，第一上海

我們預計，遊戲版號最快會在今年 Q4 放開，公司將會于明年 Q3 實現盈利

下半年遊戲收入增量不足，但是公司仍將投入社區建設，預計毛利率會下滑至 18% 左右。由於《FGO》周年慶、獲客等營銷活動，預計營銷費用將會增加，我們預計 Q3、Q4 仍將處於虧損狀態。但是，隨著公司收入逐漸多元化，以及預計遊戲版號最快在今年 Q4 放開，公司將會于明年 Q3 實現盈利。

盈利預測

我們預計，2018-2020 年，公司的淨收入為 251、364 和 492 億元，CAGR 為 40%

考慮到遊戲版號審批暫停導致公司遊戲推出時間延遲的情況，我們相應調整了未來三年的盈利預測。我們預測，2018-2020 年，公司的淨收入為 40、63 和 93 億元，對比之前預測分別調降了 3%、1%和 0%，同比分別增長 61%、59%和 47%，CAGR 為 53%。由於增加內容審查人數，G&A 費用的收入占比從 6.5%上調至 10%，營銷費用收入占比也從 9.4%上調至 13%。歸屬於公司的淨利潤-5、-2 和 6 億元，同比分別增長 15%、60%和 397%，盈利時間推遲至 2020 年。

圖表 16: 2015 年-2020 年公司的盈利及預測

(000RMB)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
淨收入	523,310	2,468,449	3,984,193	6,333,871	9,291,826
- 游戏	342,382	2,058,226	2,916,424	4,253,118	4,961,971
- 广告	60,727	159,160	404,022	984,803	2,757,447
- 直播和VAS	79,656	176,443	514,508	872,091	1,303,776
毛利率	-48%	22%	21%	27%	33%
归属于公司的净利润	(1,185,150)	(571,548)	(487,745)	(197,633)	587,458
淨利率	-174%	-7%	-12%	-3%	6%

資料來源: 公司資料, 第一上海預測

估值: 目標價 19.43 美元, 買入評級

DCF 法: 合理股價為 20.17 美元

根據 DCF 估值, 假設 WACC 為 9%, 永續增長率為 3%, 上調美元兌人民幣匯率至 6.9, 求得合理股價應為 20.17 美元。

圖表 17: DCF 估值模型

折現年限 假設 (千人民币)	高速成長期					穩定成長期					永續期
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
自由現金流增長率		221.6%	336.1%	100.0%	50.0%	30.0%	15.0%	8.0%	6.0%	4.0%	3.0%
自由現金流量	(147,621)	179,548	783,089	1,566,177	2,349,266	3,054,046	3,512,153	3,793,125	4,020,712	4,181,541	4,306,987
折合至2018年的現金流量	(147,621)	164,723	659,110	1,209,376	1,664,279	1,984,920	2,094,182	2,074,969	2,017,860	1,925,298	33,050,941
永續期折現值											73,936,610

WACC	9.00%
長期增長率	3.0%

valuation	
現金流折現	46,698,037
減: 淨金融負債	3,027,657
減: 少數股東權益+合夥人權益	4,015,043
股本價值 (人民币)	39,655,337
人民币兌美元匯率	6.9
股本價值 (美元)	5,747,150
股本數量 (預期)	285,000
DCF法之每股價值 (美元)	20.17

資料來源: 第一上海預測

市值/MAU 法估值: 目標價 19.43 美元, 買入評級 考慮到公司實質上是一個社交公司, 我們採用市值/MAU 的方法估值。考慮到上半年 MAU 的強勁增長, 我們上調對公司 2018 年底 MAU 的預測至 9500 萬。參考全球社交媒體公司市值/MAU 的均值為 58.29, 求得合理股價為 19.43 美元, 對比當前股價仍有 47.86% 的增長空間, 維持買入評級。

圖表 18: 全球社交媒體公司估值比較

名稱	代碼	股價 (美元)	市值 (億美元)	MAU (億)	市值/MAU
欢聚時代	YY	77.92	49.3	1.60	30.74
陌陌	MOMO	47.56	97.25	1.08	90.05
微博	WB	79.86	178.21	4.31	41.35
Snapchat	SNAP	11.17	142.68	2.89	49.33
Twitter	TWTR	35.35	267.9	3.35	79.97
平均					58.29

資料來源: 彭博, 第一上海整理

風險因素

政策風險

公司此前因低俗內容受到下架一個月的處罰，雖然公司計劃加強平臺內容監管的流程和政策，增加一倍的內容審查人數，但是仍然無法完全避免此類情況。若公司未來不能做好內容監管，或者是不能很好地應對監管機構的政策變化，將會不利於公司經營。

遊戲行業今年版號審批暫停，日前八部門聯合發佈了《綜合防控兒童青少年近視實施方案》的通知，國家新聞出版署將對網絡遊戲實施總量調控，控制新增網絡遊戲上網運營數量，遊戲行業的政策風險在累積。若政策持續收緊，將會不利於公司的遊戲收入。

收入集中風險

公司的收入主要來自於遊戲，遊戲收入主要來自於《FGO》。受到遊戲版號審批暫停的不利影響，公司下半年的遊戲發行計劃受阻，不利於遊戲收入表現。若公司不能成功地優化遊戲結構和收入結構，未來的收入和盈利將會有較大的波動。

人民幣貶值風險

近期美元兌人民幣匯率持續上升，而公司的收入來自於中國。若未來人民幣貶值的趨勢無法遏制，將會負面影響公司的美元股價表現。

主要財務報表

损益表						财务能力分析					
单位: 千人民币, 财务年度: 12月31日											
	2016年 实际	2017年 实际	2018年 预测	2019年 预测	2020年 预测		2016年 实际	2017年 实际	2018年 预测	2019年 预测	2020年 预测
主营业务收入	523,310	2,468,449	3,984,193	6,333,871	9,291,826	盈利能力					
- 主营业务收入成本	-772,812	-1,919,241	-3,135,560	-4,623,726	-6,225,523	毛利率 (%)	-47.7%	22.2%	21.3%	27.0%	33.0%
毛利	-249,502	549,208	848,633	1,710,145	3,066,303	EBITDA 利率 (%)	-169.9%	-5.3%	-3.8%	0.9%	8.0%
营业开支	-645,215	-773,480	-1,354,626	-1,963,500	-2,601,711	净利率 (%)	-174.2%	-7.4%	-12.2%	-3.1%	6.3%
- 营销费用	-102,659	-232,489	-517,945	-760,065	-1,022,101	营运表现					
- 行政费用	-451,334	-260,898	-398,419	-570,048	-743,346	营销费用/收入 (%)	-19.6%	-9.4%	-13.0%	-12.0%	-11.0%
- 研究费用	-91,222	-280,093	-438,261	-633,387	-836,264	行政费用/收入 (%)	-86.2%	-10.6%	-10.0%	-9.0%	-8.0%
营业亏损	-894,717	-224,272	-505,993	-253,355	464,591	研发费用/收入 (%)	-17.4%	-11.3%	-11.0%	-10.0%	-9.0%
- 利息收入	1,502	1,483	1,631	1,794	1,974	实际税率 (%)	0.3%	5.1%	5.0%	5.0%	5.0%
- 投资收益	9,795	22,957	39,842	63,339	92,918	股息支付率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
- 营业外亏损净额	-24,935	24,963	0	0	0	应收账款天数	43.8	36.7	50.0	50.0	50.0
税前利润	-908,355	-174,869	-464,519	-188,222	559,483	应付账款天数	102.4	85.7	90.0	95.0	100.0
- 所得税支出	-3,141	-8,881	-23,226	-9,411	27,974	财务状况					
净亏损	-911,496	-183,750	-487,745	-197,633	587,458	总负债/总资产	29.0%	40.2%	27.7%	32.8%	33.7%
折旧与摊销	161,518	304,398	313,171	246,950	181,233	收入/净资产	34.0%	118.9%	86.0%	136.3%	169.1%
主营业务增长 (%)	299%	372%	61%	59%	47%	经营性现金流/收入	-38.0%	18.8%	1.4%	6.7%	11.6%
资产负债表						现金流量表					
	2016年 实际	2017年 实际	2018年 预测	2019年 预测	2020年 预测		2016年 实际	2017年 实际	2018年 预测	2019年 预测	2020年 预测
+ 现金与现金等同	387,198	762,882	2,687,871	1,815,927	1,232,076	+ 净利润	-911,496	-183,750	-487,745	-197,633	587,458
+ 短期投资	712,564	488,391	488,391	488,391	488,391	+ 折旧、摊销	161,518	304,398	313,171	246,950	181,233
+ 应收账款与票据	110,666	392,942	698,618	1,036,689	1,509,016	+ 其他调整	387,423	70,032	161,655	215,098	259,614
+ 其他流动资产	190,378	508,885	508,885	508,885	508,885	+ 非现金运营资本变动	163,588	273,870	69,090	159,682	48,244
总计流动资产	1,400,806	2,153,100	4,383,765	3,849,892	3,738,368	经营活动现金流量	-198,967	464,550	56,170	424,097	1,076,548
+ 长期投资	377,031	635,952	635,952	635,952	635,952	+ 固定及无形资产变动	-288,408	-630,818	-1,012,631	-1,296,041	-1,660,399
+ 净固定资产	51,024	186,418	292,735	422,164	579,662	+ 短期投资净变动	-682,505	223,862	0	0	0
+ 净无形资产	282,472	426,292	1,019,436	1,939,099	3,260,767	+ 长期投资净变动	-216,387	-307,338	0	0	0
+ 商誉	50,967	50,967	50,967	50,967	50,967	+ 其他投资活动	10,109	-1,960	0	0	0
+ 其他长期资产	4,410	20,796	20,796	20,796	20,796	投资活动现金	-1,177,191	-716,254	-1,012,631	-1,296,041	-1,660,399
总计长期资产	765,904	1,320,425	2,019,886	3,068,978	4,548,143	+ 已付股利	0	0	0	0	0
总资产	2,166,710	3,473,525	6,403,650	6,918,870	8,286,511	+ 短期债务变动	-10,000	0	0	0	0
+ 应付账款	316,859	596,507	971,273	1,469,027	1,989,597	+ 长期借款增加	3,212	9,000	0	0	0
+ 递延收入	218,396	572,848	572,848	572,848	572,848	+ 长期借款减少	-4,150	0	0	0	0
+ 其他短期负债	92,845	228,639	228,639	228,639	228,639	+ 其他融资活动	1,035,025	666,533	2,881,450	0	0
总计流动负债	628,100	1,397,994	1,772,760	2,270,514	2,791,084	融资所得现金	1,024,087	675,533	2,881,450	0	0
总负债	628,100	1,397,994	1,772,760	2,270,514	2,791,084	现金净增减	-302,465	375,684	1,924,989	-871,944	-583,851
少数股东权益	2,861,613	4,015,043	4,015,043	4,015,043	4,015,043	现金剩余	387,198	762,882	2,687,871	1,815,927	1,232,076
总股东权益	-1,323,003	-1,939,512	615,847	633,313	1,480,384						

數據來源: 公司資料、第一上海預測

第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號

永安集團大廈 19 樓

電話：(852) 2522-2101

傳真：(852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司(“第一上海”)編制並只作私人一般閱覽。未經第一上海書面批准，不得複印、節錄，也不得以任何方式引用、轉載或傳送本報告之任何內容。本報告所載的內容、資料、數據、工具及材料只提供給閣下作參考之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據的邀請或要約或構成對任何人的投資建議。閣下不應依賴本報告中的任何內容作出任何投資決定。本報告的內容並未有考慮到個別投資者的投資取向、財務情況或任何特別需要。閣下應根據本身的投資目標、風險評估、財務及稅務狀況等因素作出本身的投資決策。

本報告所載資料來自第一上海認為可靠的來源取得，但第一上海不能保證其準確、正確或完整，而第一上海或其關連人仕不會對因使用/參考本報告的任何內容或資料而引致的任何損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會因應不同的假設或因素發出其它與本報告不一致或有不同結論的報告或評論或投資決策。本報告所載內容如有任何更改，第一上海不作另行通知。第一上海或其關連人仕可能會持有本報告內所提及到的證券或投資項目，或提供有關該證券或投資項目的證券服務。

第一上海並不是美國一九三四年修訂的證券法(「一九三四年證券法」)或其他有關的美國州政府法例下的註冊經紀-交易商。此外，第一上海亦不是美國一九四零年修訂的投資顧問法(下簡稱為「投資顧問法」，「投資顧問法」及「一九三四年證券法」一起簡稱為「有關法例」)或其他有關的美國州政府法例下的註冊投資顧問。在沒有獲得有關法例特別豁免的情況下，任何由第一上海提供的經紀及投資顧問服務，包括(但不限於)在此檔內陳述的內容，皆沒有意圖提供給美國人。此文件及其複印本均不可傳送或被帶往美國、在美國分發或提供給美國人。

在若干國家或司法管轄區，分發、發行或使用本報告可能會抵觸當地法律、規定或其他註冊/發牌的規例。本報告不是旨在向該等國家或司法管轄區的任何人或單位分發或由其使用。