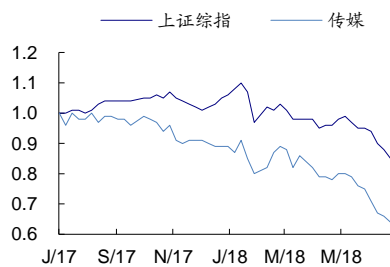


一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《Netflix 深度报告: Netflix 崛起启示录: 把握行业红利, 内容及技术优势成就行业龙头》——2018-07-23  
 《传媒行业 2018 年中期策略: “渠道流量+优质内容”迎新价值空间, 聚焦稀缺平台型标的及内容板块龙头》——2018-07-12  
 《小米集团(1810.hk)深度报告: 重为轻报: 米氏互联网的过去、现在和未来》——2018-06-26  
 《电影行业专题: 优质国产影片供给提升, 积极布局暑期档电影板块机会》——2018-06-25  
 《微信生态圈深度报告: 垂直类自媒体打开新流量空间, “货币化”步入高潮》——2018-06-19

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号: S0980517060002

联系人: 董博雄

电话: 010-88005318  
 E-MAIL: dongboxiong@guosen.com.cn

独立性声明:

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, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

行业专题

# Opera: 信息流大潮中, 老牌浏览器的重生

## ● 居于昆仑万维麾下, 老业务赋新价值

2016 年 Opera 被昆仑万维收购, 并于 2018 年成立 Opera Ltd., 赴美上市。发行上市前, 昆仑万维持股 48%, 是第一大股东。本次发行 ADS 960 万股, 发行价为 10-12 美元, 共募资约 1.13 亿美元 (不计承销商超额配售权)。公司浏览器业务居全球第五, 拥有月活 3.5 亿人, 并在非洲、亚洲地区拥有较大市场份额。同时, 公司利用 AI 和大数据技术为用户提供精准化定制服务, 提高用户粘性, 利用信息流广告进行变现。

## ● 业务呈现“搜索导航+新闻资讯”, 浏览器与内容分发双轮驱动

Opera 浏览器业务发展历史有二十多年, 拥有雄厚的用户基础, 2018Q1 全球用户的平均 MAU 为 2.643 亿, 2018 年 6 月, Opera 在全球浏览器市场份额中排名第五, 为 3.49%。这一业务主要收入来源为与搜索内容提供商合作后的搜索分成。2016 年, Opera 推出 Opera News 这一新业务, 追随信息流广告的潮流, 通过为用户提供精准化定制推送, 提高广告投放效率和触达率, 为公司、广告商和用户三方带来相应利益, 也大大提高了内容变现的效率。

## ● 搜索业务仍为营收主力, 营收保持中高速增长

2017 年, 公司营业收入 1.29 亿元, 同比增长 20.1%, 实现业务稳定快速发展, 其中增长主要来自导航搜索分成与广告, 其中搜索业务占比 53%。在业务增长同时, 由于用户规模效应与公司较强的成本管控能力, 成本增幅却较小。公司净利润转亏为盈, 实现业务的突破, 验证了公司商业模式的可行性。

对标 UC 浏览器, 预计 Opera 月使用次数为 292.16 亿次, 考虑到浏览器用户当前大部分作为工具使用, 假设五分之一到三分之一的时间是使用浏览器的信息流服务, 那么单个浏览器用户每月在信息流使用次数上约为 18.3-30.4 次。在 CPM 计算方法下, 对标今日头条, 预计 Opera 未来广告月收入为 2.64 亿至 4.38 亿元, 年收入潜力有望达到 31.7 亿至 52.6 亿元。

## ● 风险提示

市场竞争、汇率波动、业务拓展不及预期等风险。

## 投资摘要

### 核心假设或逻辑

第一，我们认为尽管全球浏览器市场竞争激烈，公司浏览器业务将尽力维持当前市场地位和市场份额。

第二，我们认为信息流广告市场前景开阔，这一商业模式具有巨大的变现潜力。

第三，我们认为，基于 AI 和大数据技术的用户定制化精准推送是以后内容分发业务发展的主要方向，在此基础上，公司可提高用户粘性，进一步扩大用户规模。

第四，公司将进一步加强与搜索内容提供商、广告商等合作伙伴关系，加大营销推广力度，实现广告与用户的高效匹配。

### 与市场预期的差异之处

我们认为信息流广告行业目前市场规模虽然已达 500 亿元，但远未达到行业天花板，该行业正处于前期发展阶段，未来行业规模有更为广阔的空间。Opera 拥有强大用户基础，在信息流广告行业中将有较大的内容分发优势。

我们认为全球浏览器市场用户规模竞争激烈，但浏览器承载的搜索业务和广告收入却仍蕴含较大市场，公司可通过新技术提高用户粘性，提高广告与用户的匹配度，提供优质服务，进一步扩大搜索业务营业收入。

### 股价变化的催化因素

第一，信息流广告行业收入保持高增速，公司业绩持续高增长，盈利能力显著。

第二，公司运用 AI、大数据等技术为用户提供定制化服务，提高用户忠诚度，进而吸引广告商投放广告，增加公司业务收入。

### 核心假设或逻辑的主要风险

市场竞争加剧风险；

全球业务汇率波动风险；

新业务发展不及预期风险等。

## 内容目录

<b>Opera: 老牌浏览器的重生</b> .....	<b>5</b>
浏览器业务全球居前, 新业务模式协同发展.....	5
居于昆仑万维麾下, 老业务赋新价值.....	7
募集资金及用途.....	7
主要参控股公司, 多数为全球业务运营实体.....	8
<b>业务: “搜索导航+新闻资讯”, 浏览器与内容分发双轮驱动</b> .....	<b>8</b>
搜索导航: 浏览器业务是公司的用户获取基础.....	9
内容分发: 新闻资讯精准推送增加用户粘性, 信息流模式提供新利润增长点.....	10
用户基础雄厚, 信息流广告发展强化企业变现能力.....	11
<b>财务: 搜索业务是营收主力, 人事费用占比高</b> .....	<b>12</b>
营收保持中高速增长, 净利润化亏为盈迎来收益期.....	12
成本管控得当, 人事费用占比较高.....	14
毛利率由负转正, 盈利能力大幅提升.....	16
<b>规划: 加深与业务伙伴的合作关系, 拓展技术为用户提供优质服务</b> .....	<b>17</b>
保持市场份额, 提高品牌知名度, 深化与合作伙伴的业务关系.....	17
AI 与大数据技术赋能内容分发业务, 未来将加大研发投入.....	17
<b>行业: 浏览器市场竞争激烈, 信息流分发正乘东风</b> .....	<b>17</b>
浏览器产品及服务竞争激烈, 全球市场格局或已定.....	17
信息流分发正乘东风, 互联网用户红利助变现.....	19
<b>风险提示</b> .....	<b>21</b>
<b>国信证券投资评级</b> .....	<b>22</b>
<b>分析师承诺</b> .....	<b>22</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>22</b>
<b>证券投资咨询业务的说明</b> .....	<b>22</b>

## 图表目录

图 1:	Opera 各板块月活用户情况 (百万人) .....	5
图 2:	Opera 各板块月活用户情况 (百万人) .....	6
图 3:	Opera 历史沿革 .....	6
图 4:	Opera AS 增持后股权结构 .....	7
图 5:	Opera 主要参股公司 .....	8
图 6:	Opera 商业模式 .....	9
图 7:	浏览器全球市场份额 (%) .....	10
图 8:	移动端浏览器全球市场份额 (%) .....	10
图 9:	移动浏览器非洲市场份额 (%) .....	10
图 10:	移动浏览器亚洲市场份额 (%) .....	10
图 11:	Opera News App .....	11
图 12:	2017 年中国各媒体平台上广告有效用户 .....	11
图 13:	2016 年和 2017 年营业收入 .....	13
图 14:	2016 年和 2017 年净利润 .....	13
图 15:	2017Q1 和 2018Q1 营业收入 .....	13
图 16:	2017Q1 和 2018Q1 净利润 .....	13
图 17:	2016-2018Q1 公司营收结构 .....	14
图 18:	2016-2017 公司成本情况 .....	15
图 19:	2016-2018Q1 公司成本结构 .....	16
图 20:	2016-2017 公司三费及毛利率 .....	16
图 21:	2017 年 6 月-2018 年 6 月全球浏览器市场份额 (%) .....	18
图 22:	2013 年至 2018 年全球浏览器市场份额 (%) .....	19
图 23:	2012-2019 年中国网络广告市场信息流广告规模 .....	19
图 24:	2016 年信息流广告市场规模增速第一 .....	20
图 25:	2012-2019 年我国网络广告市场结构及预测 .....	20
图 26:	2012-2016 年 Facebook 移动端信息流广告占比 .....	20
图 27:	不同媒体形态信息流广告规模估计 .....	20
表 1:	Opera 控股股东 .....	7
表 2:	Opera 收入测算及敏感性分析 .....	12

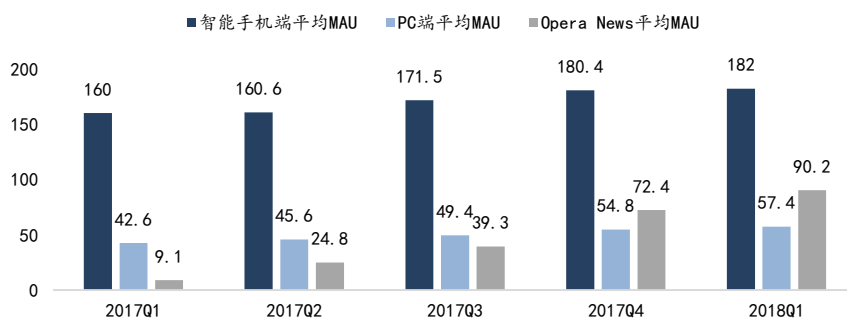
## Opera: 老牌浏览器的重生

### 浏览器业务全球居前，新业务模式协同发展

浏览器业务运营数据亮眼，AI、大数据技术协助提供定制化服务。Opera 是全球领先的浏览器提供商之一，位于全球浏览器市场第五，并在非洲和亚洲具有较高的市场份额。非洲和亚洲的用户被 Opera 移动浏览器高效的设计和可用性所吸引，北美和欧洲的用户选择的则是 Opera 浏览器 PC 端的独特功能。根据 StatCounter，2018Q1 Opera 移动浏览器拥有 2.643 亿平均 MAU 的全球用户群，其中 1.82 亿是智能手机用户，智能手机用户同比增长 13.75%；在市场份额方面，Opera 是南亚、东南亚和非洲等高增长地区的市场领导者。PC 端浏览器同时适用于 Windows 和 macOS 平台，2018Q1 其平均 MAU 用户数仍为 5740 万，同比增长 35.06%。凭借在核心性能和功能方面的创新和成熟的全球品牌的长期和成熟记录，2018Q1 平均 MAU 为 3.217 亿，其中 2.394 亿是智能手机和 PC 用户，智能手机和 PC 端用户月活同比增长 18.16%。

当前浏览器正在从网页浏览程序转变为更智能的产品，为用户提供更快，更简单和更个性化的互联网内容访问。随着人工智能和大数据分析等技术的发展，消费者希望他们的在线体验越来越定制化，能够具有更强的互动性和吸引力。因此，消费者的内容消费需求已悄然发生变化，转向更加个性化的内容发现移动应用。Opera 浏览器作为用户访问互联网的初始门户，正在通过大数据和人工智能技术开发更多应用程序和功能，以满足用户的需求并增加日均使用时长。

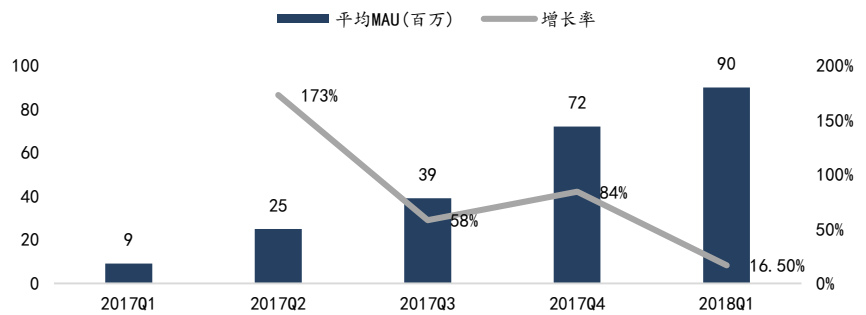
图 1: Opera 各板块月活用户情况 (百万人)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

新业务快速发展，内容分发变现价值高。基于 AI 和大数据技术，Opera 于 2017 年 1 月推出基于 AIRE (我们的人工智能内容发现和推荐平台) 的 Opera News 服务，作为移动浏览器中的集成功能，并于 2018 年 1 月推出了独立应用程序 Opera 新闻 APP。Opera 不断发挥基于庞大用户群的洞察能力，改进和优化 AI 平台，并采用自然语言处理、计算机视觉、图像理解、处理内容和机器学习等技术，包括推荐引擎中的梯度提升决策树和深度神经网络为每个用户提供个性化内容。自 Opera News 推出以来，其用户大幅增长，2018Q1 有 9020 万平均 MAU 访问 Opera News，同比增长 9 倍。此外，2018Q1 用户在支持 AIRE 的浏览器上所花费的时间约为每天 32 分钟，比 2017Q1 的每天 23 分钟增加了 39.1%，说明 Opera News 发展迅猛，客户粘性在不断提高。

图 2: Opera 各板块月活用户情况 (百万人)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

Google 和 Yandex 等互联网搜索服务提供商为 Opera 的合作伙伴, Google、Facebook 等领先的数字媒体平台愿意与 Opera 整合其广告客户, 构建媒体产品组合以及内容驱动的生态系统, 促进原生广告资源快速增长及变现。Opera 通过文本、视频和音乐等各种格式进行内容变现, 并与广告商合作, 为其提供创新的多媒体解决方案。

Opera 公司成立于 1995 年, 彼时公司名称为 Otello。1996 年第一版 Opera 浏览器推出, 重新定义了网络浏览体验和为数亿全球互联网用户提供个性化内容发现平台。2004 年, Otello 转变为一家上市公司, 并在 Oslo 证券交易所上市, 股票代码为“OPERA”。在 Opera Software AS 及其子公司被收购之前, 消费者业务一直是 Otello 的主要业务线之一, 包括提供移动端和 PC 端浏览器以及相关产品和服务。直至 2016 年 3 月, 消费者业务都是在 Otello 最终控股的公司内运营。2016 年, Otello 历经分拆重组和收购等一系列事项, 消费者业务转移至 Opera Software AS, 并由 Kunhoo Software AS (昆仑系) 收购。2018 年, 作为上市实体的 Opera Limited 在开曼群岛建立, 并于 6 月准备赴美上市。

图 3: Opera 历史沿革



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

### 居于昆仑万维麾下，老业务赋新价值

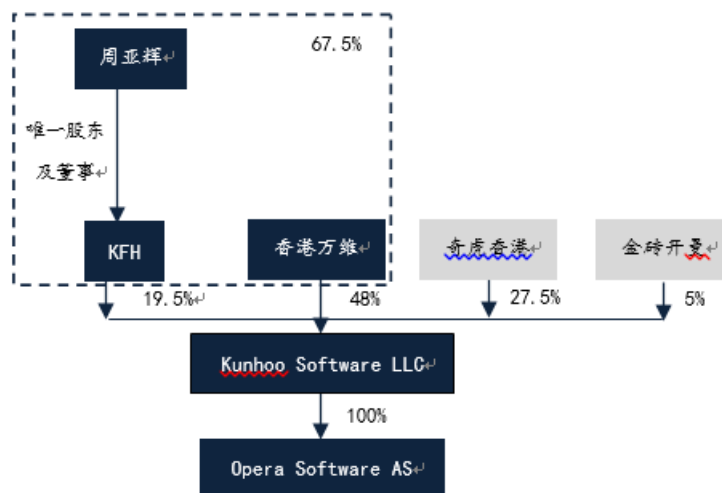
发行上市前，昆仑万维持有 Opera Ltd. 48%的股权，为 Opera 第一大股东。周亚辉通过 KFH 公司持股 19.5%，昆仑系合计持股比例仍为 67.5%。昆仑万维通过收购 Opera 切入互联网业务，Opera 信息流变现模式为昆仑万维带来新的业务增长点。

表 1: Opera 控股股东

股东	发售后持股数量	发售后持股比例
昆仑万维	96,000,000	43.6%
Keeneyes Future Holding Inc	39,000,000	17.7%
奇飞国际	46,750,000	21.2%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 4: Opera AS 增持后股权结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

Opera 经过二十几年的发展，目前已成为全球浏览器市场前五，在原有浏览器业务基础上，Opera 借助 AI、大数据技术进行用户精准化定制推送，增强用户粘性，促进信息流广告变现。

### 募集资金及用途

公司已向 SEC 提交 ADS 发行申请，预发行 960 万股 ADS，每股 ADS 价格发行价范围在 10-12 美元，共募资约 1.13 亿美元（不计承销商超额配售权）。公司此次募集资金将主要应用于以下四个方面：

- (1) 继续加强公司的 AI 驱动的内容发现和推荐平台以及整体产品组合的研发；
- (2) 分销和营销，以进一步提高所有市场的品牌知名度，并吸引新用户加入

我们的产品;

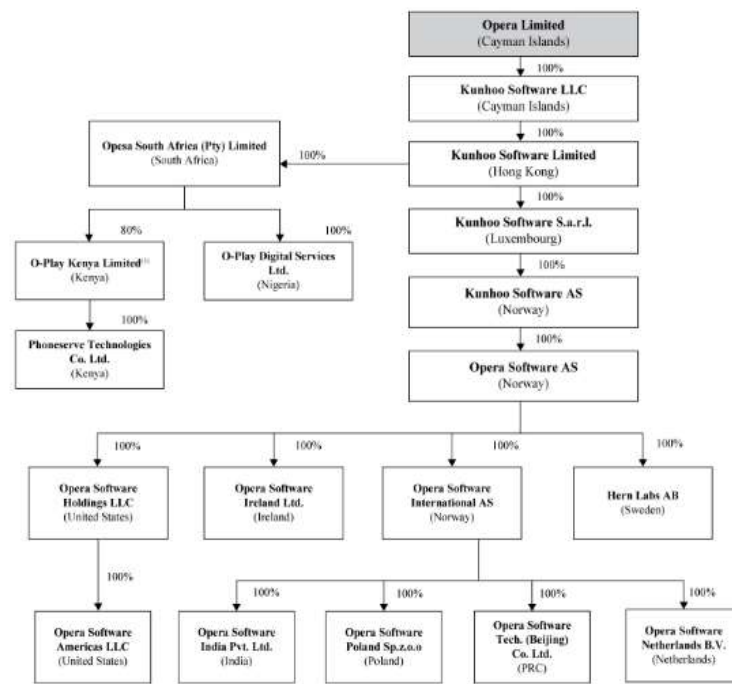
(3) 寻求战略合作伙伴关系、投资和收购机会,但目前尚未确定任何潜在目标;

(4) 其余部分用作营运资金和其他一般企业用途。

**主要参控股公司,多数为全球业务运营实体**

Opera 主体是一家没有实质性业务的控股公司,其通过位于挪威、爱尔兰、瑞典、波兰、中国、美国、印度和荷兰的子公司开展主要业务:

**图 5: Opera 主要参股公司**



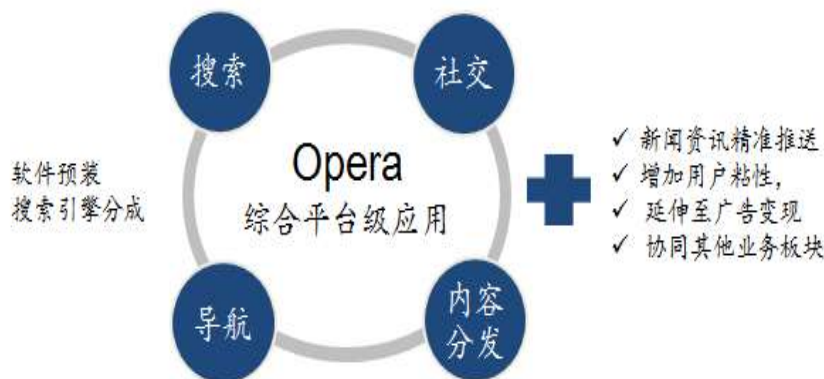
1. 20% held by a nominee shareholder.

资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

**业务:“搜索导航+新闻资讯”,浏览器与内容分发双轮驱动**

Opera 浏览器业务始于 1995 年,经过二十几年的发展,Opera 浏览器排名已跻身全球前五,仅次于 Chrome、Safari、UC Browser 和 Firefox。公司在 PC 端及 Android 移动端浏览器业务上拥有庞大的用户群体以及成熟的互联网广告平台,月活用户达 3.5 亿人。同时,随着近两年信息流模式的兴起,信息流广告变现逐渐成为许多浏览器及搜索引擎的新商业模式。公司搭乘信息流广告行业发展的快车,为用户提供新闻资讯精准推送功能,力争打造全球化、多语种、基于 AI 引擎的内容分发平台,与公司其他业务板块产生协同效应,带来新的利润增长点。

图 6: Opera 商业模式



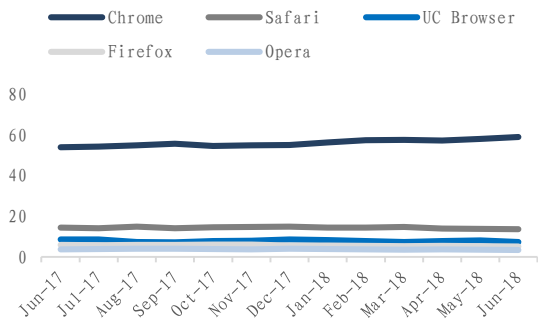
资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

### 搜索导航: 浏览器业务是公司的用户获取基础

浏览器业务稳扎稳打, 市场份额稳定发展。Opera AS 是一家根据挪威法律成立的公司, 主营业务为 PC 端及 Android 移动端浏览器业务, 拥有全球知名的浏览器产品 (Opera) 和庞大的用户群体以及成熟的互联网广告平台, 掌握了多项浏览器关键核心技术。Opera 桌面浏览器用户不断上涨, 2017 年超 6000 万人, 增长超 20%, 为其以搜索和电商为主要变现方式的商业模式奠定了坚实的用户基础; 在增长更为迅速的移动浏览器市场, Opera 为全球接近 10% 的移动互联网用户提供上网入口, 是全球最大的独立移动浏览器应用之一, 通过 Opera 浏览器和 Opera 其他应用, 公司将全球近 3.5 亿的互联网用户与其最喜爱的内容与服务相连接。

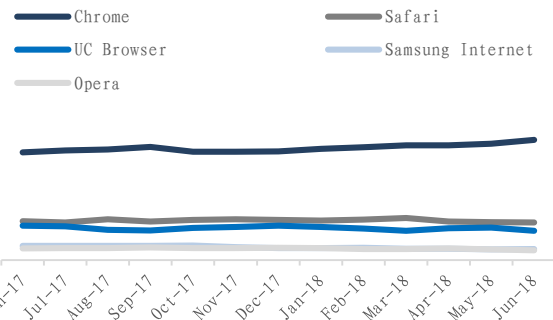
Opera 全球市占率居前, 非洲市场表现突出。2018 年 6 月, Opera 在全球浏览器市场份额中排名第五, 为 3.49%, 仅次于 Chrome、Safari、UC Browser 和 Firefox。在公司大力发展手机移动游戏业务的背景下, Opera 移动浏览器市场表现产生了积极的协同作用。2018 年 6 月, Opera 在全球移动端浏览器市场份额中排名第五, 为 4.55%, 仅次于 Chrome、Safari、UC Browser 和 Samsung Internet。从区域来看, Opera 在非洲市场表现突出, 2018 年 6 月 Opera 在非洲移动端市场份额中排名第二, 为 22.50%, 仅次于 Chrome 的 51.92%。另外, 其在南美洲、亚洲市场也表现不俗, 2018 年 6 月 Opera 在南美洲移动端市场份额中排名第 5, 为 1.46%, 高于 UC 浏览器 1.27%; Opera 在亚洲移动端市场份额排名第四, 为 5.47%。

图 7: 浏览器全球市场份额 (%)



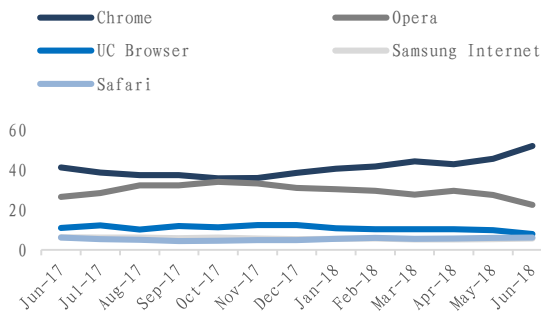
资料来源: statcounter, 国信证券经济研究所整理

图 8: 移动端浏览器全球市场份额 (%)



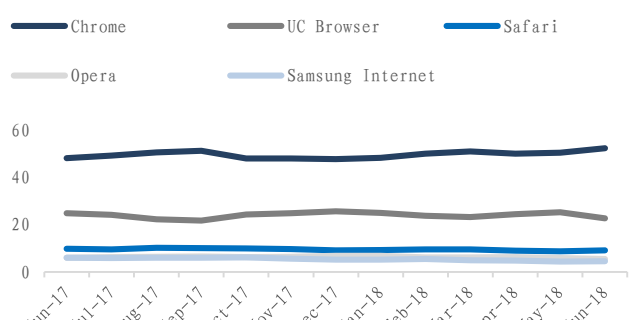
资料来源: statcounter, 国信证券经济研究所整理

图 9: 移动浏览器非洲市场份额 (%)



资料来源: statcounter, 国信证券经济研究所整理

图 10: 移动浏览器亚洲市场份额 (%)



资料来源: statcounter, 国信证券经济研究所整理

**内容分发: 新闻资讯精准推送增加用户粘性, 信息流模式提供新利润增长点**

**新业务模式拓展, 丰富企业产品结构。**Opera News 是一款基于人工智能和大数据集数的个性化内容平台, 聚焦人工智能、大数据和社交信息分析聚合领域, 利用机器学习实现精准匹配, 建立集搜索导航、内容分发、社交为一体的综合平台级应用, 为数千万接入用户提供完全个人化的信息服务。搭载新闻资讯精准推送功能, 增了加浏览器用户的使用频次和粘性。这项服务已通过浏览器和独立应用, 在美国、印度、俄罗斯、南非等地上线。凭借 Opera 浏览器在海外的品牌优势及其 3.5 亿月活用户基础, Opera News 增长势头迅猛, 仅一年月活跃用户达 8780 万。

公司商业模式也从原来的导航、搜索引擎分成、软件预装等, 延伸至广告变现。在此基础上, 后续陆续上线视频等内容, 力争打造全球化、多语种、基于 AI 引擎的内容分发平台, 与公司其他业务板块产生协同效应, 带来新的利润增长点。2018 年 1 月, Opera 推出了独立的 Opera News APP。

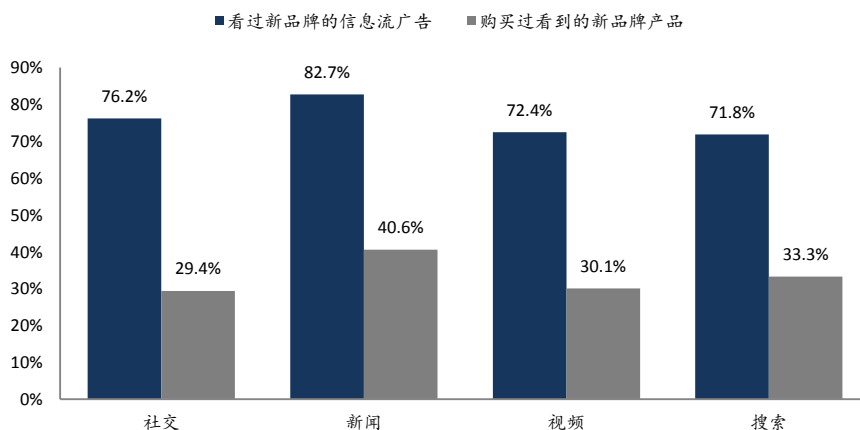
图 11: Opera News App



资料来源: App Store, 国信证券经济研究所整理

信息流广告业务迅速发展, Opera 有望享受海外互联网用户流量变现红利。从信息流广告的社交、搜索、视频、新闻等各大媒体平台上的表现来看, 因其更易与新闻资讯类产品形式融合, 所以用户对新闻类信息流广告接受程度最高; 其次是社交类的信息流广告接受度在 24.5%。此外, 信息流广告会进一步与新兴技术融合, AI、AR、VR 都拥有和信息流广告结合的优势条件。Opera 可以其沉淀的海外用户为基础, 充分享受信息流广告行业海外人口红利, 商业化前景可期。

图 12: 2017 年中国各媒体平台上广告有效用户



资料来源: 艾瑞咨询, 国信证券经济研究所整理

### 用户基础雄厚, 信息流广告发展强化企业变现能力

**互联网用户基础坚实, 变现能力强:** 对标今日头条, Opera 广告变现潜力巨大。今日头条在 2017 年 11 月的月活用户 (MAU) 为 1.83 亿人, 单月使用次数为 280.6 亿次, CPM 约为 45 元/千人次, 则单月收入为 280.59 亿\*45 元/千人次 =12.6 亿元/月, 2017 年收入预计为 151.5 亿元 (12.6 亿/月\*12 月)。Opera 的

MAU 为 3.2 亿人,以同样为浏览器 App 的 UC 为参考,UC2017 年 MAU 为 2.63 亿人,月使用次数为 240.6 亿次,得平均每月每人使用次数为 91.3 次/人/月 (240.57 亿次/2.63 亿人)。相同转化率下,可得 Opera 月使用次数为 292.16 亿次 (3.2 亿人\*91.3 次/人/月),考虑到浏览器用户当前大部分作为工具使用,假设五分之一到三分之一的时间是使用浏览器的信息流服务,那么单个浏览器用户每月在信息流使用次数上约为  $91.3*1/5$ - $91.3*1/3$  次,即为 18.3-30.4 次,则月信息流服务次数总数为 58.6 亿次-97.3 亿次,参照当前今日头条的 CPM 计算得到月收入为 2.64 亿至 4.38 亿元,年收入潜力有望达到 31.7 亿至 52.6 亿元。

**表 2: Opera 收入测算及敏感性分析**

2017 年	UC	今日头条	Opera	备注
MAU (万人)	26349.4	18333.1	35000	
月使用次数 (亿次/月)	240.6	280.6	292.2	按照月活与 UC 的每人使用次数计算
月每人使用次数 (次/人)	91.3	153.0	<b>91.30</b>	月每人使用次数参考 UC
<i>敏感性分析</i>			信息流服务低	信息流服务高
<i>信息流服务比例</i>			1/5	1/3
<i>月每人信息流服务使用次数</i>			18.3	30.4
<i>月信息流服务次数总数 (亿次/月)</i>			58.6	97.3
CPM (元/千人次)		45.0	<b>45.0</b>	CPM 参考今日头条
月收入 (亿元)		12.63	2.64	4.38
年收入 (亿元)		151.52	31.7	52.6

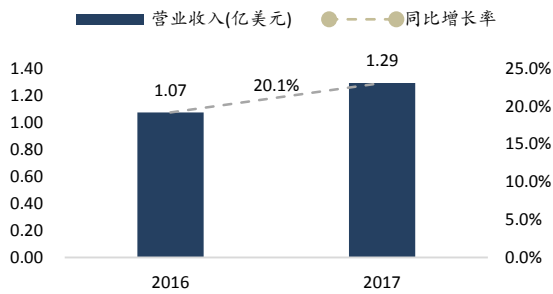
资料来源: 国信证券经济研究所预测

## 财务: 搜索业务是营收主力, 人事费用占比高

### 营收保持中高速增长, 净利润化亏为盈迎来收益期

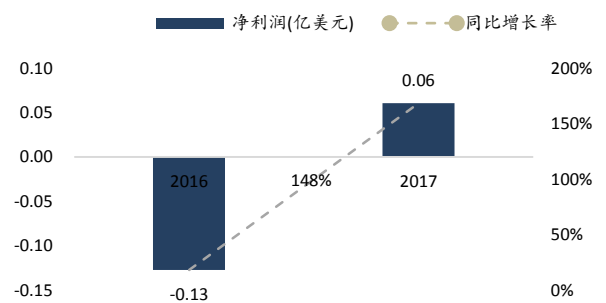
公司业绩向好, 未来增长空间大。2017 年, 公司营业收入 1.29 亿元, 同比增长 20.1%, 实现业务稳定快速发展, 其中增长主要来自导航搜索分成与广告。同时, 公司净利润也转亏为盈, 实现业务的突破, 验证了公司商业模式的可行性。

图 13: 2016 年和 2017 年营业收入



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

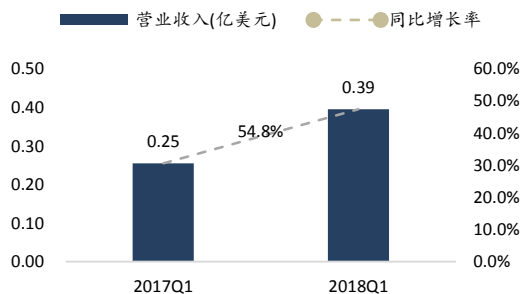
图 14: 2016 年和 2017 年净利润



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

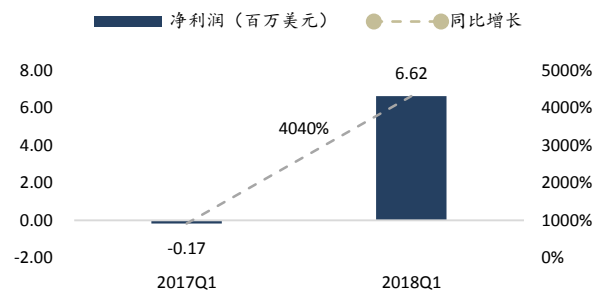
在 2017 年浏览器业务和信息流业务快速发展的基础上,公司进一步扩大营收, 2018Q1 营业收入为 0.39 亿美元, 与 2017Q1 0.25 亿美元的营收相比, 大幅增长 54.8%, 同时净利润实现跨越式提升, 2018Q1 净利润 0.07 亿, 高于 2017 年全年, 2018 年后三季度的营业收入及利润更加可期, 未来公司的经营业绩有较大想象空间。

图 15: 2017Q1 和 2018Q1 营业收入



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 16: 2017Q1 和 2018Q1 净利润



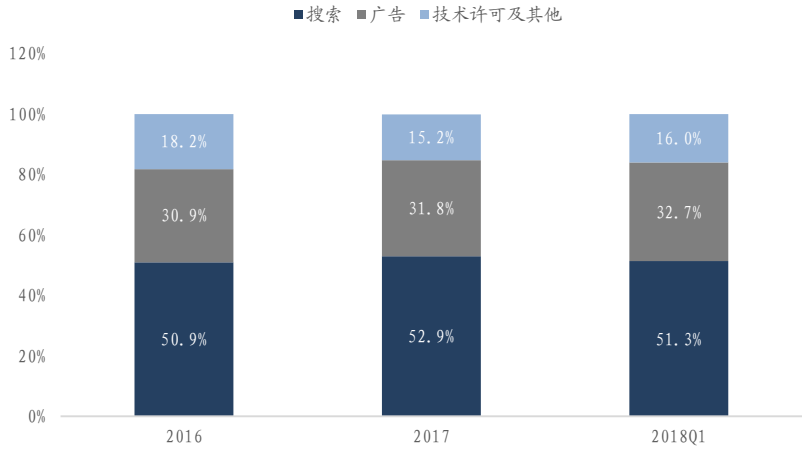
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**搜索业务为主要收入来源, 业绩增长迅速。**2018Q1, 公司搜索业务营收 0.20 亿美元, 较 2017Q1 的 0.15 亿美元同比增长 31.3%, 主因系公司用户的增长导致更多的搜索查询, 以及公司搜索合作伙伴提高盈利后每次合格搜索的平均收入增加所致。广告业务营收 0.13 亿美元, 较 2017Q1 的 0.07 亿美元同比增长 79.2%, 主因系 2017 年公司在移动浏览器中引入了 Opera News 服务, 开辟了额外的广告库存并支持更长的会话时间, 导致了行业标准移动广告单元的收入快速增长。此外, PC 端用户群的高 ARPU 市场增长以及公司与电子商务合作伙伴更紧密的合作提高转换率等, 也是广告收入整体增长有利因素。版权许可及其他业务营收 0.06 亿美元, 较 2017Q1 的 0.03 亿美元同比增长 119.6%, 增长显著, 这是此类收入在季节水平有所变化所致。

2016-2017 年, 公司搜索业务营收分别为 0.55 亿美元、0.68 亿美元, 占总营收比重分别为 50.9%、52.9%, 广告业务营收分别为 0.33 亿美元、0.41 亿美元,

占总营收比重分别为 30.9%，31.8%，二者为公司的主要收入来源。2017 年，二者同比增速都超过 20%，持续高速发展中。

图 17: 2016-2018Q1 公司营收结构



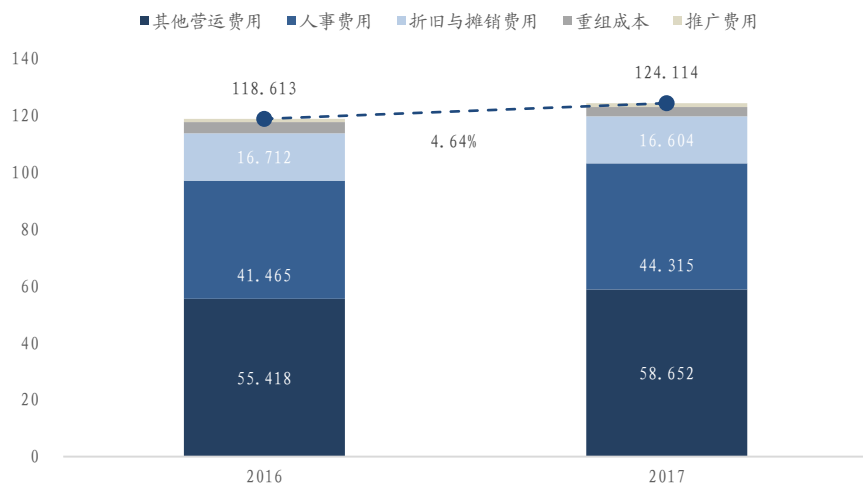
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### 成本管控得当，人事费用占比较高

**用户及业务快速增长，但成本仅轻微上升。**得益于浏览器业务的不断精进改善以及内容分发业务的迅速发展，2017 年公司用户量大幅增加，营业收入也实现中高速提升。但在营业收入快速增长 20% 的同时，成本增幅却有限，费用总计增加仅为 4.64%。公司受益于用户量规模效应，并展现了其在成本管控方面的能力优势。

Opera 经营业绩在一定程度上取决于营运开支管理能力。其营运开支主要包括员工成本，营销及分销开支，服务器托管开支及租金。随着业务发展和上市后运营的必要调整，Opera 预计员工成本、服务器托管费用和租金在绝对值上会增加，并通过增加营销和分销费用来进一步推动公司业务增长。另一方面，随着公司运营效率的提高和规模经济效应的显现，运营支出等成本占收入的比例将有所下降。例如，公司在 2016 年底到 2017 年初进行了业务重组与简化，将 Oslo 总部的职能部门进行集中，员工人数从大约 140 人减少到 40 人。

图 18: 2016-2017 公司成本情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

从财务角度看, Opera 成本由五个部分构成, 分别为向发布商和获利合作伙伴付款、人事费用(包括股份报酬)、折旧和摊销成本、其他费用与重组成本, 其中人事费用占比相对较高。

1) 向发布商和获利合作伙伴付款: 2017 年, 公司向发布商和获利合作伙伴付款成本为 130.3 万美元, 相比于 2016 年的 110.7 万美元同比增长 17.71%, 由于业务的预期增长以及内容货币化的增加, 本类成本会继续扩大。

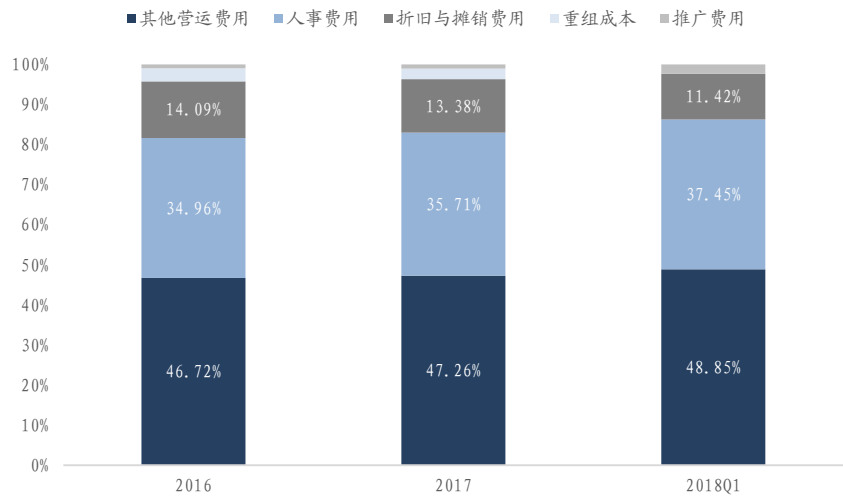
2) 人事费用(包括股份报酬): 2017 年公司人事费用(包括股份报酬)为 4431.5 万美元, 相比于 2016 年 4146.5 万美元同比增长 6.87%, 由于 2016 年末及 2017 年初公司进行重组, 抵销了在招聘额外产品开发人员方面的部分投资成本。

3) 折旧和摊销成本: 2017 年公司折旧和摊销费用为 1660.4 万美元, 相比于 2016 年的 1671.2 万美元同比降低 0.65%, 该项成本主要与设备以及包括技术和客户关系在内的无形资产有关。

4) 其他费用(主要包括营销及分销开支, 托管费用, 专业咨询服务费, 软件许可证费用, 租金和其他办公费用以及差旅费用): 2017 年, 公司其他费用为 5865.2 万美元, 相比于 2016 年的 5541.8 万美元同比增长 5.84%, 主因系托管费用增加所致。

5) 重组成本(包括向前雇员支付遣散费、减少办公空间以及一些相关的法律费用): 2017 年公司重组成本为 324.0 万美元, 相比于 2016 年的 391.1 万美元同比减少 17.16%。

图 19: 2016-2018Q1 公司成本结构

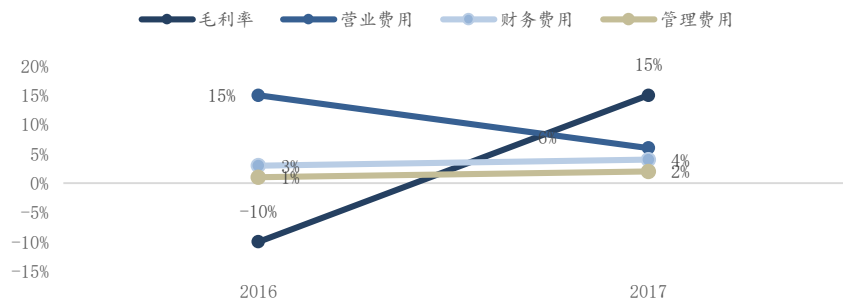


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

### 毛利率由负转正, 盈利能力大幅提升

正是由于上述营收和成本两方面的原因, 即一方面营业收入随着服务质量的提高以及新业务的开展而大幅提高, 另一方面由于用户规模效应和公司较强的成本管控能力而成本小幅增加, 营业收入和成本差扩大, 毛利率由负转正, 显著提高, 体现了公司较强的盈利能力。

图 20: 2016-2017 公司三费及毛利率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 规划：加深与业务伙伴的合作关系，拓展技术为用户 提供优质服务

### 保持市场份额，提高品牌知名度，深化与合作伙伴的业务关系

加大营销分销力度，扩大用户群规模与推进合作伙伴关系互为动力。Opera 收入目前主要来自搜索分成与广告收入，这两部分业务的合作伙伴选择 Opera 的原因部分在于 Opera 用户群规模庞大，也在于公司维护和扩展用户群的能力，其在用户中拥有较高声誉和吸引力。同时，公司维护拓展用户群以及维护增强用户参与度的能力也取决于其营销和分销业务的有效性。公司高市场份额和品牌知名度是其维护和加强与用户、货币化合作伙伴、内容合作伙伴、分销合作伙伴关系以及增加收入的关键。

未来公司将进一步增加营销分销力度，加深与优质合作伙伴的业务关系，提高品牌知名度，为用户提供高品质服务体验，扩大用户规模，并进一步吸引搜索提供商和广告商入驻，增加搜索和广告业务收入。

### AI 与大数据技术赋能内容分发业务，未来将加大研发投入

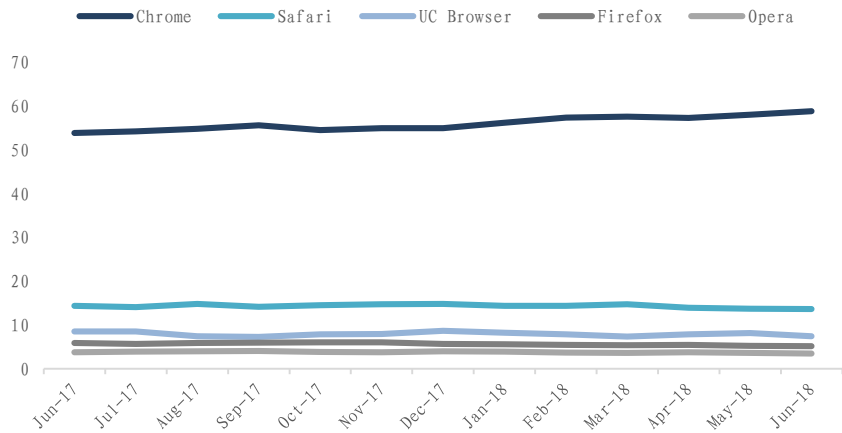
公司在传统浏览器业务基础上使用大数据，探究记录用户的信息需求与浏览习惯，并在新闻资讯业务中利用 AI 技术为用户做个性化精准推荐，增强用户体验，提高用户粘性，使用户享受全面高效的产品和服务。对于公司合作伙伴，基于 AI 技术的整合营销服务可以帮助他们更准确地覆盖目标用户，提高广告触达效率。公司从信息流分发业务切入互联网内容消费市场，未来将进一步加大对 AI、大数据技术的研发投入，为用户和搜索提供商、广告商等合作伙伴分别提供优质高效的内容服务和营销服务，并努力达成公司、合作伙伴与用户之间的多赢局面。

## 行业：浏览器市场竞争激烈，信息流分发正乘东风

### 浏览器产品及服务竞争激烈，全球市场格局或已定

全球浏览器市场竞争激烈，互联网用户量接近天花板，用户抢夺十分困难。当前全球浏览器行业竞争较为激烈，虽并非为完全竞争市场，但浏览器巨头偏多，包括谷歌（Chrome 浏览器）、苹果（Safari 浏览器）、UC Mobile（UC 浏览器）、Mozilla（FireFox 浏览器）、微软（Internet Explorer 和 Edge 浏览器）等，除此之外，公司还面临着在特定国家或地区拥有强势地位的地区性互联网公司的竞争。2018 年 6 月，谷歌浏览器在全球市场中的市占率达 59%，占据半壁江山，Safari 浏览器、UC 浏览器、FireFox 浏览器、Opera 浏览器和 Internet Explorer、Edge 浏览器等瓜分剩余 30% 左右的市场份额。

图 21: 2017 年 6 月-2018 年 6 月全球浏览器市场份额 (%)



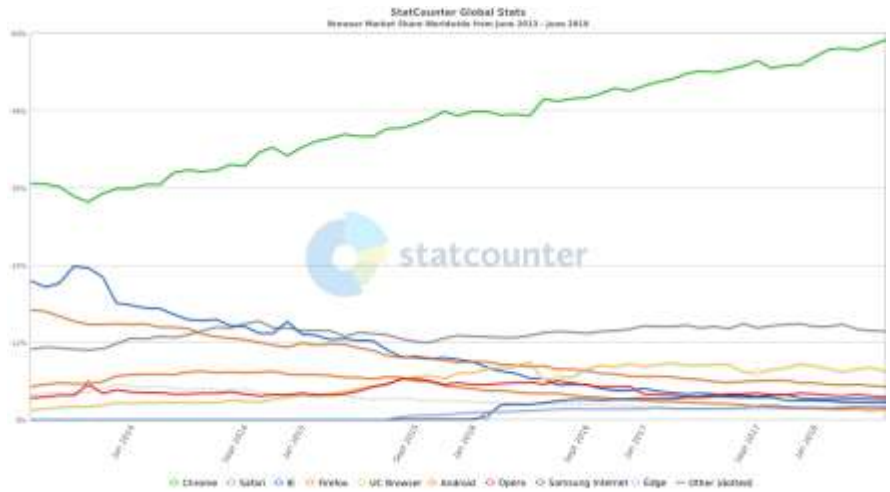
资料来源: statcounter, 国信证券经济研究所整理

根据 We Are Social 出具的《2018 年全球数字报告》，截至 2018 年 1 月，全球互联网用户达 40.21 亿人，占全球人口数的 53%，同比增长 7%，相比于 2016 年和 2017 年的 10% 增速有所下降。从全球不同经济发展程度的地区来看，2018 年 1 月，经济发达地区如美洲、欧洲等地，其互联网用户渗透率分别达 73% 和 80%，互联网用户增长率分别为 3% 和 6%；经济发展水平中等的亚洲-太平洋地区、中东地区，其互联网用户渗透率分别为 48% 和 65%，互联网用户增速分别为 5% 和 11%；经济发展落后的地区如非洲，其互联网用户渗透率仅为 34%，但互联网用户增速却高达 20%。由此看来，全球互联网用户渗透率已处于中高水平，增速处于较低水平，这说明在不考虑当前非洲地区经济发展落后以及移动基础设施建设困难的情况下，全球互联网用户量已接近天花板。

目前谷歌浏览器占据 60% 的市场份额，用户或已培养出相应的使用习惯，若想撼动其地位较难，因此，Opera 浏览器的行业竞争主要是和其余几家浏览器巨头争夺市场，且若想进一步扩大市场份额，则需抢夺浏览器市场的存量用户。各家浏览器会进行内容产品服务、移动设备应用程序服务、广告营销服务等多方面的竞争，加强对用户和客户的吸引力，增强用户粘性以及与客户的合作关系。

**全球浏览器市场一超多强，市场格局或已定。**自 2017 年 6 月至 2018 年 6 月，各浏览器市场份额较为稳定，变化幅度小。其中谷歌浏览器仍不断从其他四家浏览器手中攫取份额，市场份额上升近 5%，其余四家浏览器份额均有轻微下滑。纵看全球浏览器市场近五年的发展变化，市场已从份额抢占期进入稳定期，谷歌浏览器逐步吞噬 IE 浏览器和 FireFox 浏览器的市场份额，成为浏览器市场唯一的大哥大。当前市场格局为一超多强，谷歌浏览器占据绝大部分份额，并且市占率仍不断上升，其余浏览器抢夺剩余空间，力争稳固当前地位。

图 22: 2013 年至 2018 年全球浏览器市场份额 (%)



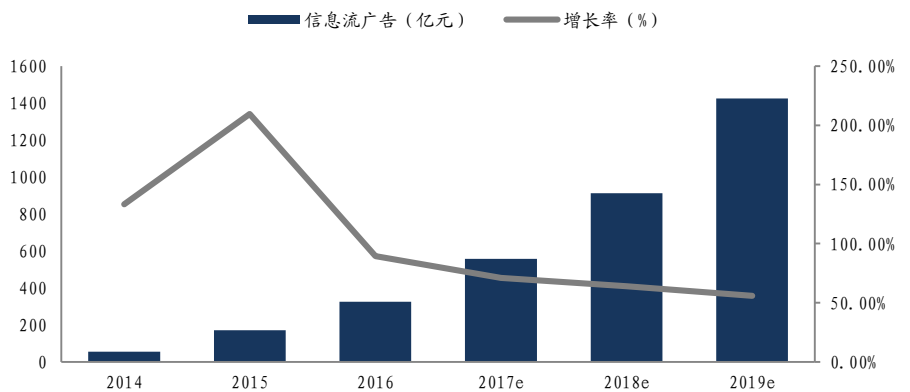
资料来源: statcounter, 国信证券经济研究所整理

### 信息流分发正乘东风，互联网用户红利助变现

信息流分发是近年来逐渐兴起的一种广告变现方式，信息流广告与各类信息内容混排在一起，为原生广告和软推广，有些甚至为个性化推荐，利于用户接受吸收，较少引起用户反感。

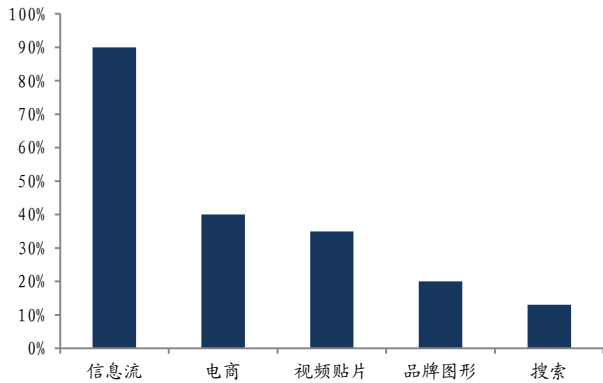
**信息流广告仍处于快速发展阶段。**2016 年，在互联网广告中增速第一的是信息流广告，增速高达 90%。根据艾瑞，2017 年信息流广告市场规模预计达 557 亿元，占整体网络广告市场的 14.3%。在未来两年，信息流广告的增速将继续超过 50%。信息流广告在网络广告市场中的占比逐年提高，已经成为最受广告主欢迎的移动广告形式。

图 23: 2012-2019 年中国网络广告市场信息流广告规模



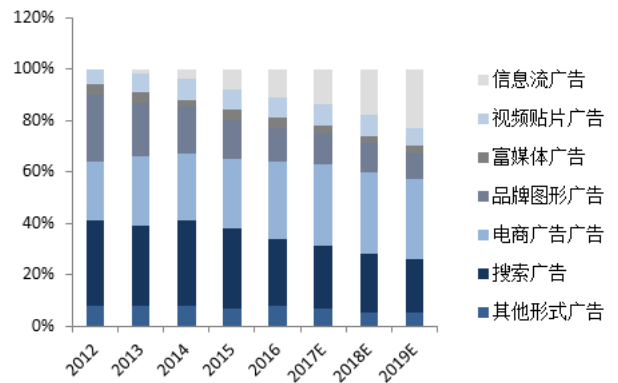
资料来源: 艾瑞, 国信证券经济研究所整理

图 24: 2016 年信息流广告市场规模增速第一



资料来源: 艾瑞, 国信证券经济研究所整理

图 25: 2012-2019 年我国网络广告市场结构及预测



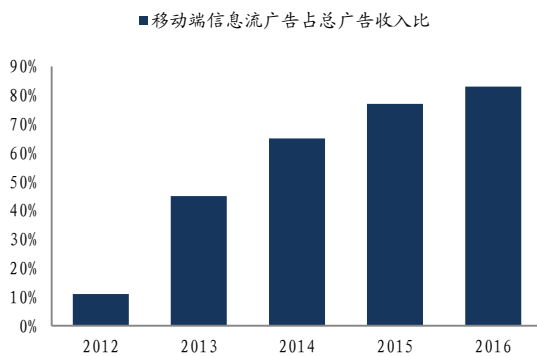
资料来源: 艾瑞, 国信证券经济研究所整理

信息流广告能有较快发展, 主要是其契合了广告主、媒体、用户三方的利益需求。

对于广告主, 信息流广告具有品效合一的趋势, 素材和创意的提升为广告主品牌传播效果带来良好增长空间, KA 广告主的进入也会促进素材/创意的优化, 两者形成良性循环。另外, 信息流的精准推送能力大大提高了广告投放效率和触达率, 为广告主起到降本增效的作用。

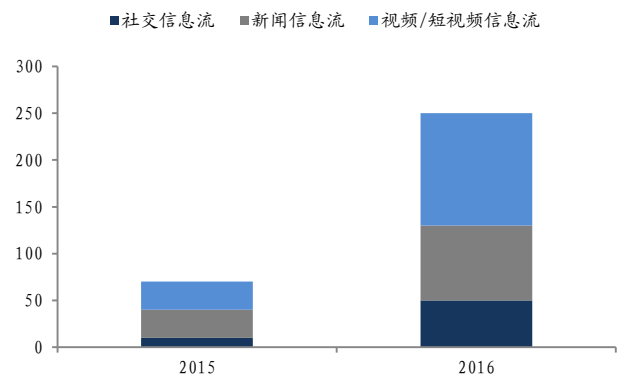
对于媒体平台, 信息流广告产品为其网络广告收入带来了新的增长点, 也促使其不断创新信息流产品表现形式。Facebook、微博、今日头条、一点资讯等社交媒体平台的成功均说明信息流广告的价值威力巨大。其中 UGC 短视频内容因其碎片化特点、社交属性迎合了移动互联网用户碎片化消费的需求, 且其具有内容制作成本低、丰富度高、传播快等优势, 短视频信息流具有较大的变现潜力。短视频信息流广告虽然与发展较为成熟的社交、资讯信息流相比规模较小, 但增速非常快, 视频类信息流广告能为平台带来强有力的盈利点。

图 26: 2012-2016 年 Facebook 移动端信息流广告占比



资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

图 27: 不同媒体形态信息流广告规模估计



资料来源: 艾瑞、蓝莲花研究, 国信证券经济研究所整理

对于用户, 信息流广告有不易被忽视、广告投放准确度高、互动性强、打扰性弱四大优势。首先信息流广告与原有内容融合在一起, 处于用户视觉焦点中,

不易被忽视；其次，信息流广告基于用户行为和平台数据对目标群体进行精准投放，投放准确度高；信息流广告互动性强，用户可以通过点赞、分享、评论等形式参与广告互动；信息流广告对用户的干扰少，用户也可选择“我不感兴趣”等选项，不再接受相关广告，大幅减少传统广告投放位置，提升用户体验度。

**我国移动互联网用户红利为信息流广告提供强大变现机会。**根据工信部数据，截至 2018 年 6 月末，我国手机上网用户数量高达 12.3 亿，对移动电话用户渗透率达 81.6%。在庞大的移动互联网用户数量基础上，信息流广告变现的可能性也较高，基于 CPM 计算方式的广告收入可随 APP 或网站的日活/月活数增加而增加。另一方面，我国手机用户使用手机的平均单日亮屏时间约 200 分钟，其中聊天、看电影、打游戏所用时长约 110 分钟，余下 90 分钟为新闻、搜索、购物、短视频、图片、问答的内容消费时间，此 90 分钟为信息流广告提供了广阔的市场空间。新闻聚合类 App 及移动浏览器作为依靠技术系统驱动进行信息分发的新兴移动资讯聚合平台，能够在用户使用产品的过程中进行有针对性的广告投放，从而依靠精准内容留住用户。因此，借助于移动互联网用户红利，信息流广告的商业变现潜力可期。

## 风险提示

市场竞争、汇率波动、业务拓展不及预期等风险。

## 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

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。

## 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