

**证券研究报告—动态报告**

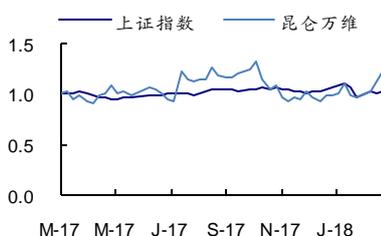
传媒

互联网

**昆仑万维(300418)**
**买入**

 合理 32.38-34.81 元 昨收盘: 26.14 元 (维持评级)  
 估值:

2018年03月23日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	1,152/451
总市值/流通(百万元)	31,448/12,305
上证综指/深圳成指	3,327/11,326
12个月最高/最低(元)	29.32/18.96

**相关研究报告:**

《昆仑万维-300418-重大事件快评: 收购OperaAS 部分股权, 内容分发平台战略更进一步》——2018-02-22

《昆仑万维-300418-重大事件快评: 近期事项跟踪点评: 股东减持不改长期成长逻辑, 社交平台持续推进》——2018-01-12

《昆仑万维-300418-游戏业务稳扎稳打, 社交媒体与内容平台打开长期成长空间》——2017-12-30

《昆仑万维-300418-2017 年业绩预告点评: 业绩超预期, 社交媒体及内容平台战略推动公司持续增长》——2017-12-12

《昆仑万维-300418-2017 年三季报点评: 业绩符合预期, 游戏、对外投资驱动公司持续增长》——2017-10-25

**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

**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, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**公司分析**

# 被低估的社交与内容分发平台, 优秀的独角兽孵化平台

**● Opera: 业绩拐点已至, 商业价值逐步显现**

1) Opera 位列全球浏览器排行榜前五, 当前全球月活用户达 3.5 亿, 在非洲、印度等地市占率领先; 2) 在原先搜索导航功能基础上, Opera 新增资讯精准推送功能, 并推出 Opera News 等全新产品, 成为集搜索、导航、内容分发、社交为一体的综合平台级应用, 通过信息流广告变现带动平台变现进入加速成长期; Opera2017 年 H1 亏损 4,603 万元人民币, Q3 净利润为 3,574 万元人民币, 2018-2020 承诺净利润分别达到 4,235/5,506/7,157 万美元, 业绩拐点已至; 3) 我们认为, 基于庞大的用户基数以及全新产品形态, 信息流广告将带动 Opera 广告业务持续高成长, 成为中长期公司成长的核心支点。

**● Grindr: 亚文化平台价值凸显, 类比陌陌前景可期**

1) Grindr 系全球最大同性恋社交网络, 在 196 个国家拥有超过 2,700 万注册用户, 月活跃用户 800 万, 单日人均使用时长达 54 分钟 (高于 facebook), 用户粘性高企凸显亚文化平台价值; 2) Grindr2017H1 营业收入 2.12 亿人民币, 净利润 0.22 亿人民币; 参考陌陌成长轨迹, 基于公司更高的用户使用时长和更高的用户变现价值, 长期成长空间巨大。

**● 对外投资: 辉煌战果印证独角兽发现及孵化能力**

1) 对趣店、映客等标的的成功投资为公司带来逾 50 亿潜在投资收益, 证明优秀的独角兽发掘能力; 2) 公司已在移动游戏、互联网工具、视频直播、亚文化领域、人工智能等方向精准卡位, 并将继续以高科技产业投资为主, 覆盖人工智能、区块链、医疗等朝阳行业, 储备了众多优质投资标的, 有望在丰富其商业版图的同时, 分享更多独角兽企业成长带来的收益。

**● 风险提示**

平台商业化不及预期、汇率波动、政策监管等风险。

**● 公司合理估值区间为 32.38 - 34.81 元**

1) 预计公司 17/18/19 年 EPS 为 1.00/0.93/1.07 元 (18/19 年不考虑投资收益及闲徕互娱剩余股权注入可能), 当前股价对应同期 26/28/24 倍 PE; 2) 采用分部估值法, 昆仑万维合理估值为 373--401 亿元, 新兴业务 Opera、Grindr 商业化前景光明、卡位优势明显, 有望持续超越市场预期, 维持“买入”评级。

**盈利预测和财务指标**

	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,425	3,401	4,916	5,724
(+/-%)	35.5%	40.3%	44.5%	16.4%
净利润(百万元)	531	1155.78	1074.65	1234.29
(+/-%)	31.1%	117.5%	-7.0%	14.9%
摊薄每股收益(元)	0.46	1.00	0.93	1.07
EBIT Margin	8.2%	23.4%	19.8%	19.4%
净资产收益率(ROE)	16.9%	28.7%	22.2%	21.4%
市盈率(PE)	56.7	26.1	28.0	24.4
EV/EBITDA	154.0	40.1	33.0	29.3
市净率(PB)	9.55	7.48	6.23	5.22

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

## 内容目录

<b>估值与投资建议</b> .....	<b>4</b>
1. 游戏业务：合理估值约 177-205 亿元.....	4
2. 社交与内容分发平台：合理估值 145 亿元.....	6
3. 其他对外投资业务部分：合理估值 51 亿元.....	7
盈利预测与投资建议.....	7
<b>收购 Opera 部分股权，内容分发战略更进一步</b> .....	<b>8</b>
1. Opera 是全球领先的浏览器平台，构筑起公司内容分发业务基石.....	8
2. 集聚庞大用户基数，核心市场领先优势明显.....	10
3. Opera 进入加速变现期，成长空间广阔.....	11
<b>Grindr：海外领先的同性社交平台，变现空间巨大</b> .....	<b>16</b>
1. Grindr 简介.....	16
2. 财务及用户表现.....	16
3. 他山之石：陌陌商业模式升级撬动广阔发展空间.....	17
<b>对外投资：辉煌战果印证独角兽发现及孵化能力</b> .....	<b>19</b>
1. 慧眼投资趣店，印证独角兽挖掘能力.....	19
2. 投资映客，再度斩获移动直播领域独角兽.....	20
3. 对外项目丰富，有望持续斩获其他领域独角兽.....	20
<b>盈利预测与投资评级</b> .....	<b>22</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>22</b>
<b>附表：财务预测与估值</b> .....	<b>23</b>
<b>国信证券投资评级</b> .....	<b>24</b>
<b>分析师承诺</b> .....	<b>24</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>24</b>
<b>证券投资咨询业务的说明</b> .....	<b>24</b>

## 图表目录

图 1: 游族网络 PE band .....	5
图 2: 陌陌 16 年 7 月前 (未进入直播行业前) 市值均值为 25 亿美元 .....	6
图 3: Opera AS 增持前股权结构 .....	8
图 4: Opera AS 增持后股权结构 .....	8
图 5: Opera Mini 浏览器特点 .....	10
图 6: 2015-2018.02 Opera 浏览器全球手机端市场份额 .....	10
图 7: 2015-2018.02 Opera 浏览器亚洲手机端市场份额 .....	10
图 8: 2015-2018.02 Opera 浏览器南美手机端市场份额 .....	11
图 9: 2015-2018.02 Opera 浏览器非洲手机端市场份额 .....	11
图 10: Opera 商业模式 .....	11
图 11: 新旧版手机端 Opera 浏览器对比 .....	12
图 12: Opera 浏览器与其他类似产品对比 (今日头条、UC 浏览器) .....	12
图 13: 收购后 Opera AS 营业收入及增速 (亿元) .....	13
图 14: 收购后 Opera AS 净利润变化 (亿元) .....	13
图 15: Grindr 界面 .....	16
图 16: 陌陌、Twitter、Facebook 月均活跃用户 (百万) 及 ARPU (美元) .....	17
图 17: 陌陌各版本界面比较 .....	18
图 18: 2016Q1-2017Q4 陌陌 MAU 及增速 .....	18
图 19: 2016Q1-2017Q4 陌陌净利润及增速 .....	18
图 20: 2015-2017 年趣店营业收入及同比变动 (亿元) .....	20
图 21: 2015-2017 年趣店净利润及同比变动 (亿元) .....	20
表 1: 公司盈利预测假设条件 (%) .....	4
表 2: 资本成本假设 .....	4
表 3: 游戏板块市值针对折现率和永续增长率的敏感性分析结果 (元) .....	5
表 4: 游戏板块可比公司估值水平对比 .....	5
表 5: Grindr 近期财务信息 .....	16
表 6: 截止 2017 年 7 月公司长期股权投资 .....	19
表 7: 截止 2017 年 7 月公司可供出售金融资产 .....	21

## 估值与投资建议

考虑到昆仑万维的公司架构及商业模式，我们采用分部估值的方法对公司价值进行评估，其中对游戏业务采用绝对估值与相对估值相结合的方式估值，考虑到社交与内容平台 Opera、Grindr 处于商业变现的初始阶段，我们采用可比上市公司或者一级市场企业在相似发展阶段估值水平进行估算。我们认为昆仑万维合理估值为 373 亿元至 401 亿元，对应合理股价区间 32.38 元至 34.81 元。当前股价蕴含 24% 到 33% 上涨空间。继续维持“买入”评级。

### 1. 游戏业务：合理估值约 177-205 亿元

**绝对估值法：**按照行业和公司的成长思路，我们预期公司在 2017-2018 年收入增速达到 40%，在 2019-2021 年收入增速达 16%，毛利率及费用率保持稳定，股份分配比率预期为 24%。稳态情况下增速为 4%（参考端游行业进入成熟阶段后上市公司业绩增长情况）。

表 1：公司盈利预测假设条件（%）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	28.09%	-7.50%	35.52%	40.26%	44.55%	16.43%	16.43%	16.43%
营业成本/营业收入	30.93%	39.05%	47.01%	38.00%	40.93%	42.36%	42.36%	42.36%
管理费用/营业收入	13.36%	12.61%	17.99%	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%
销售费用/销售收入	36.96%	38.13%	26.35%	20.00%	24.00%	23.00%	23.00%	23.00%
营业税及附加/营业收入	0.21%	0.27%	0.17%	0.22%	0.22%	0.20%	0.20%	0.20%
所得税税率	1.00%	2.57%	4.24%	4.24%	4.24%	4.24%	4.24%	4.24%
股利分配比率	50.55%	16.01%	24.59%	24.59%	24.59%	24.59%	24.59%	24.59%

资料来源：国信证券经济研究所预测

表 2：资本成本假设

	合理值	参考值
无杠杆 Beta	0.93	
无风险利率	2.50%	
股票风险溢价	6.25%	
公司股价	21.1	
发行在外股数	1152	
股票市值(E)	24307	24307
债务总额(D)	1400	1400
Kd	5.30%	5.30%
T	4.24%	4.24%
Ka	6.38%	
有杠杆 Beta	0.98	0.98
Ke	6.65%	
E/(D+E)	94.55%	94.55%
D/(D+E)	5.45%	5.45%
WACC	8.44%	

资料来源：国信证券经济研究所预测

表 3: 游戏板块市值针对折现率和永续增长率的敏感性分析结果 (元)

16.55	7.9%	8.2%	<b>8.44%</b>	8.7%	8.9%
0.8%	224.57	210.43	197.93	186.81	176.86
0.5%	222.15	208.01	195.51	184.39	174.44
0.3%	219.73	205.59	193.09	181.97	172.02
	217.31	203.17	<b>190.67</b>	179.55	169.60
-0.3%	214.89	200.75	188.25	177.13	167.19
-0.5%	212.48	198.33	185.83	174.71	164.77
-0.8%	210.06	195.91	183.41	172.29	162.35

资料来源: 国信证券经济研究所预测

按以上主要假设条件, 采用 FCFF 估值方法, 得到公司的合理市值为 177 亿元-205 亿元。

**相对估值法:** 我们选取 A 股收入及业务结构较为相似的游戏公司估值水平作为参照系。可比游戏公司 17 年 PE 均值约为 30 倍, 18 年估值中位数为 22 倍, 参考昆仑万维游戏业务利润规模, 当前公司游戏业务合理估值约为 191 亿元; 而若考虑到估值切换以及游戏公司当年估值普遍在 30x PE 左右 (参考游族网络等公司 PE band), 若以 18 年全年维度来看, 估值水平有望进一步提升。

表 4: 游戏板块可比公司估值水平对比

代码	公司	股价	市值 (亿)	17PE	18PE	19PE
002558.SZ	巨人网络	32.26	653.1	51.8	43.1	36.8
002555.SZ	三七互娱	19.98	429.2	25.4	20.4	16.9
002517.SZ	恺英网络	20.00	287.0	17.8	15.2	13.7
002174.SZ	游族网络	22.80	202.6	25.1	18.2	14.3
002354.SZ	天神娱乐	18.78	175.9	17.3	14.2	11.8

资料来源: Wind, PE 取 Wind 一致预测数据, 国信证券经济研究所整理

图 1: 游族网络 PE band



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

综上所述，参考绝对估值以及相对估值结果，我们认为当前昆仑万维游戏业务合理估值约为 177-205 亿元。

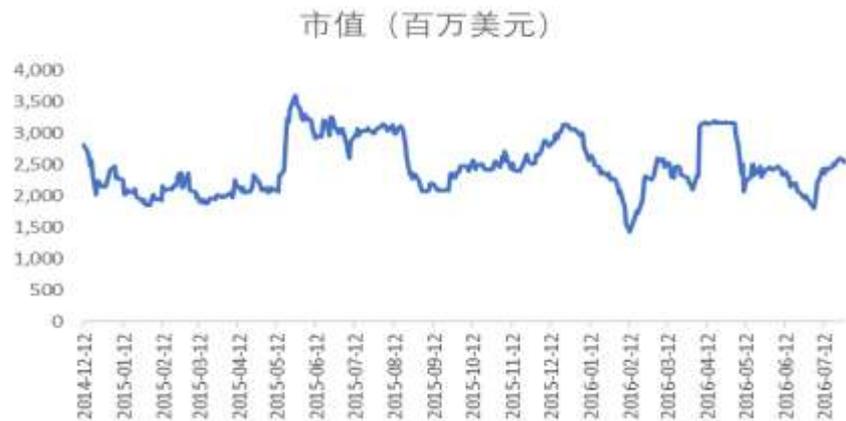
## 2. 社交与内容分发平台：合理估值 145 亿元

### 2.1 社交平台 Grindr—估值 70 亿元

考虑到 Grindr 独特的用户特征与使用场景，我们认为 Grindr 的合理估值可以参考直播变现前的陌陌（momo）：1）Grindr 与陌陌均属于亚文化社交平台，用户属性与使用场景较为相似；2）在 16 年之前，陌陌的商业模式主要为会员费与广告收入，与当前 Grindr 的变现模式基本一致。

参考陌陌估值及市值水平，我们认为 Grindr 合理估值为 70 亿元。1）从用户量级上，Grindr 在 196 个国家拥有超过 2700 万的注册用户。15 年底陌陌 MAU 约为 9000 万，按照单用户市值比例换算，Grindr 合理估值为 37 亿元；2）陌陌 15 年底股价对应当年 PS 倍数为 14X，参照陌陌估值，Grindr 估值约 70 亿元；3）考虑到 Grindr 用户质量更高（超过 30% 以上用户为美国用户，变现能力更强；并且平均每日用户时长超过 Facebook，达到 50 分钟以上，远远超过陌陌），我们认为采用 PS 估值更加有效反映其实际商业价值，对应估值 70 亿元。

图 2：陌陌 16 年 7 月前（未进入直播行业前）市值均值为 25 亿美元



资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

### 2.2 Opera 估值

Opera 作为全球领先的浏览器，正在向信息分发平台转型，依托信息流广告变现，即将进入快速成长期。考虑到二级市场（国内及海外）均没有可参考标的，我们选取一级市场存在交易历史的 UC 浏览器作为估值参照系。

从用户量级来看，Opera 全球 3.5 亿月活用户（其中移动端 2.8 亿），与 UC 浏览器用户基本一致。2014 年末 UC 整体并入阿里巴巴，对应估值约 43 亿美元，从每用户价值角度估值，Opera 合理估值为 40 亿美元。

市场或认为 UC 由于聚焦中国市场、商业化变现或更加容易，相比 Opera 理应享受更高估值；我们认为 UC 在 2014 年被阿里巴巴收购时尚处于浏览器变现的初级阶段（主要为网址导航、搜索等），信息流分发及广告变现价值尚未体现。于此对应的是，国内信息流分发及变现龙头今日头条经过 2017 年 8 月的 E 轮融资后，估值超过 220 亿美元，参考 2017 全年预计收入约 150 亿人民币，市销率接近 10 倍；因此，我们参考 14 年 UC 浏览器 43 亿美元的收购对价已经

在很大程度上体现了估值折价。

考虑到公司当前持有 **Opera 48%股权**，此部分股权对应合理价值约为 **75亿元**。

### 3. 其他对外投资业务部分：合理估值 51 亿元

趣店和映客是公司当前体量较大的对外投资项目。1) 趣店 16.86%股权对应市值 45 亿元；2) 公司持有映客 10%股权，参考宣亚国际收购映客对价，此部分股权合理估值 6 亿元；3) 两者合计对应合理市值 51 亿元。

#### 盈利预测与投资建议

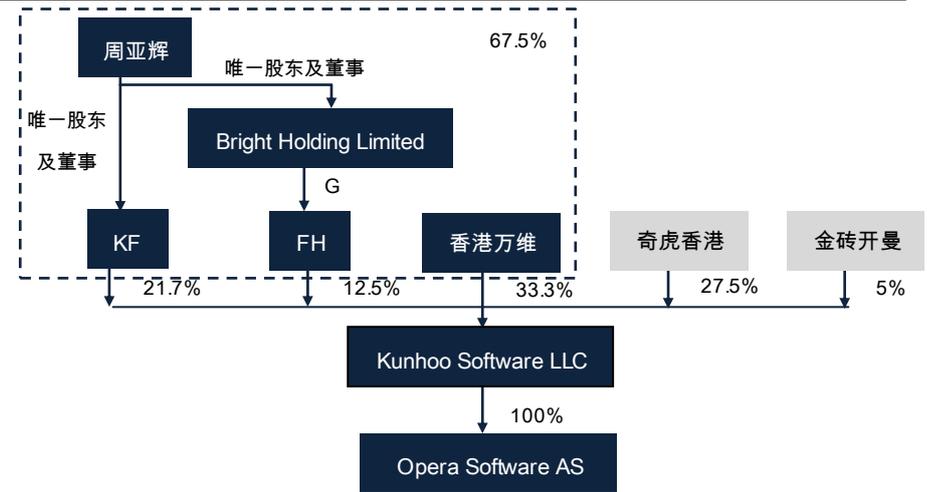
我们预计公司 2017 年全面摊薄 EPS 为 1.00 元，不考虑投资收益、闲徕互娱剩余股权注入可能及 Opera 商业变现潜力，预计 2017/18/19 年 EPS 分别为 1.00/0.93/1.07 元，当前股价分别对应同期 26/28/24 倍 PE；若考虑闲徕互娱剩余股权收购，则分别对应同期 27/20/17 倍 PE)；

我们采用分部估值方法，认为昆仑万维合理估值为 373 亿元至 401 亿元，对应合理股价区间 32.38 元至 34.81 元。当前股价蕴含 24%到 33%上涨空间。我们认为在新游戏上线带动之下，公司手游业务有望保持较高增长；新兴业务 Opera、Grindr 商业化前景光明、卡位优势明显，有望持续超越市场预期，继续维持“买入”评级。

## 收购 Opera 部分股权，内容分发战略更进一步

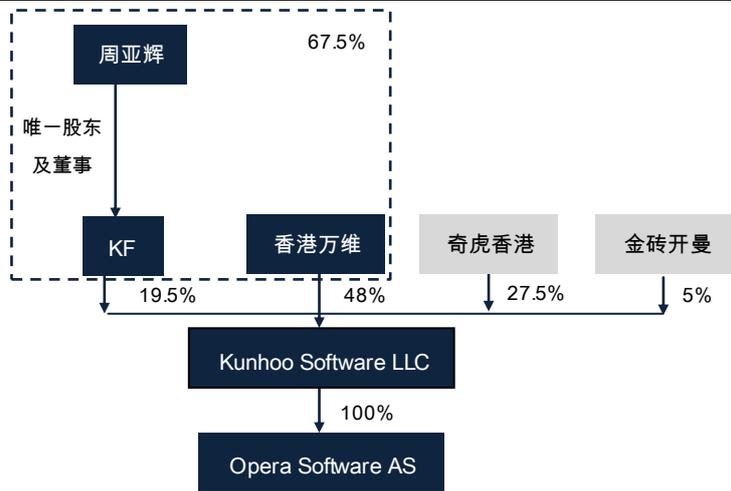
公司全资子公司香港万维拟以约 6.36 亿美元购买 FH 和 KFH 所间接持有的 Opera AS 12.5% 的股份和 2.2% 的股份，对价分别为 7965 万美元和 1381 万美元，本次投资完成后，香港万维将持有 Opera AS 48% 股权。周亚辉通过 KFH 公司持股 19.5%，昆仑系合计持股比例仍为 67.5%。

图 3: Opera AS 增持前股权结构



资料来源:wind, 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:wind, 国信证券经济研究所整理

### 1. Opera 是全球领先的浏览器平台，构筑起公司内容分发业务基石

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。作为世界主要浏览器品牌之一，Opera 拥有多项浏览器关键核心技术，尤其在增长更为迅速的移动浏览器市场，Opera 作为全球

最大的独立移动浏览器应用之一，为全球接近 10% 的移动互联网用户提供上网入口，通过 Opera 浏览器和 Opera 其他应用，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。

**目前，Opera AS 主营业务含以下三部分：**

**(1) Opera 桌面浏览器。**Opera 浏览器是一款由挪威 Opera Software ASA 公司制作的支持多页面标签式浏览的网络浏览器，该跨平台浏览器可以在 Windows、Mac 和 Linux 三个操作系统平台上运行。Opera 桌面浏览器的商业化变现战略主要围绕搜索和电子商务等展开，通过在 Opera 桌面浏览器预设搜索引擎，Opera 与谷歌、Yandex 等重量级合作伙伴形成长期合作，提供了重要的商业化变现渠道。此外，Opera 与各大电商伙伴存在深度整合，以亚马逊 (Amazon)、缤客 (Booking.com) 和 Ozone 等成为 Opera 重要商业合作伙伴基础，进一步增加产品收入。2017 年末，Opera 桌面浏览器月活跃用户近 7,000 万，其中逾 70% 来自欧洲，在搜索和电子商务等核心业务领域处于非常有吸引力的地位。

未来，Opera 计划进一步加强桌面浏览器的商业化变现运营，通过为用户提供包括内容、网址导航等成熟的变现服务，进一步提高用户使用时长和变现效率，同时为电商和搜索等服务提供更多流量入口。

**(2) Opera 移动浏览器。**作为全球最大的独立手机浏览器厂商，Opera 旗下包括 Opera Mini、Opera for Android、Opera for iOS 等产品。2017 年末，Opera 移动浏览器月活跃用户已超过 2.8 亿，用户分布于全球各地。Opera 手机浏览器通过整合基于人工智能的内容分发引擎，根据用户的浏览习惯和感兴趣的话题给他们提供高度个性化“内容推荐”，提高用户留存，延长用户使用时长。同时，这也为其他可能的商业化广告变现提供了入口，从而大幅提高其用户商业化价值和变现潜力。

**(3) Opera News。**Opera News 是一款基于人工智能和大数据集数的个性化内容聚合和推荐平台，其聚焦人工智能、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，为数千万接入用户提供完全个人化的信息服务。目前这项服务已通过浏览器和独立应用，在美国、印度、印尼、俄罗斯、南非、尼日利亚等地上线。凭借 Opera 浏览器在海外的品牌优势及其 3.5 亿月活跃用户基础，在不到一年时间内，Opera News 月活跃用户已近 1 亿，增长势头迅猛。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。

图 5: Opera Mini 浏览器特点



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

## 2. 集聚庞大用户基数，核心市场领先优势明显

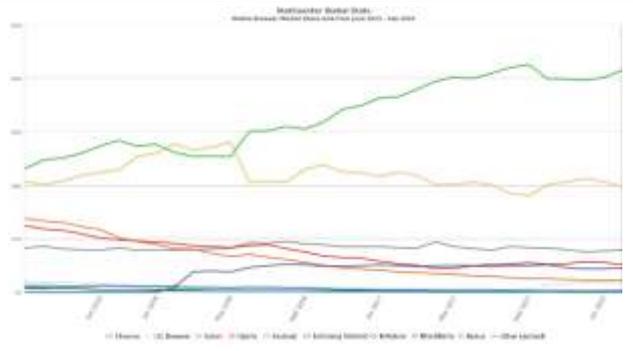
Opera 全球市场占有率靠前，尤其在非洲市场表现突出。2018 年 2 月，Opera 在全球手机端市场份额中排名第五，为 5.15%，仅次于 Chrome、Safari、UC Browser、Samsung Internet。在公司大力发展手机移动游戏业务的背景下，产生了积极的协同作用。从区域来看，Opera 在非洲市场表现突出，2018 年 2 月 Opera 在非洲手机端市场份额中排名第二，为 29.51%，仅次于市场份额达 41.6% 的 Chrome。另外，其在南美洲、欧洲、亚洲市场也表现不俗，2018 年 2 月 Opera 在亚洲手机端市场份额排名第四，为 6.17%。

图 6: 2015-2018.02 Opera 浏览器全球手机端市场份额



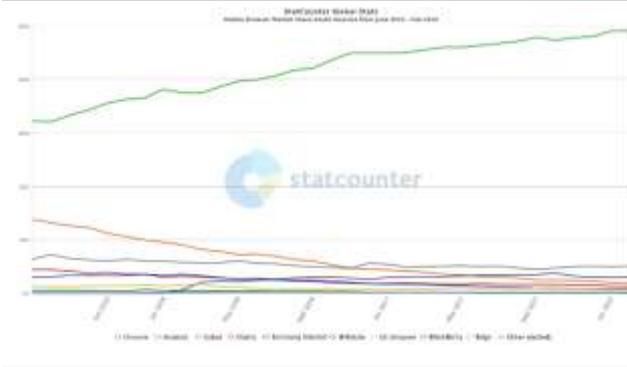
资料来源：StatCounter，国信证券经济研究所整理

图 7: 2015-2018.02 Opera 浏览器亚洲手机端市场份额



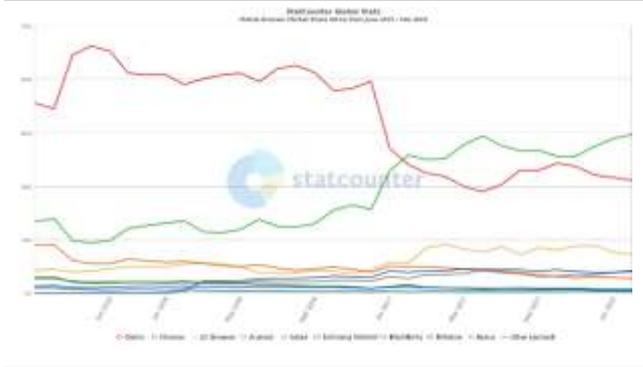
资料来源：StatCounter，国信证券经济研究所整理

图 8: 2015-2018.02 Opera 浏览器南美手机端市场份额



资料来源: StatCounter, 国信证券经济研究所整理

图 9: 2015-2018.02 Opera 浏览器非洲手机端市场份额



资料来源: StatCounter, 国信证券经济研究所整理

### 3. Opera 进入加速变现期, 成长空间广阔

#### 3.1 Opera 进入变现期

**信息流广告业务驱动产品升级。**Opera 最初主营业务为浏览器服务, 主打快速、省流量、精简化, 产品实现桌面和移动双端全覆盖, 浏览器全球市场份额排名第五。公司在此基础上凭借用户规模和份额优势, 进行信息流推送, 打造基于人工智能和大数据的媒体内容分发平台 Opera News。

**产品升级驱动商业模式升级。**公司依托 Opera 浏览器的以用户和流量优势, 进一步提升 Opera 旗下产品的市场占有率以及变现能力。公司在原 Opera 浏览器产品上新增新闻资讯的精准推送功能, 使其成为集搜索、导航、内容分发、社交为一体的综合平台级应用, 商业模式也不断升级, 从原来的导航、搜索引擎分成、软件预装等, 延伸至信息流广告变现。

图 10: Opera 商业模式



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 11: 新旧版手机端 Opera 浏览器对比



资料来源: 公司产品, 国信证券经济研究所整理

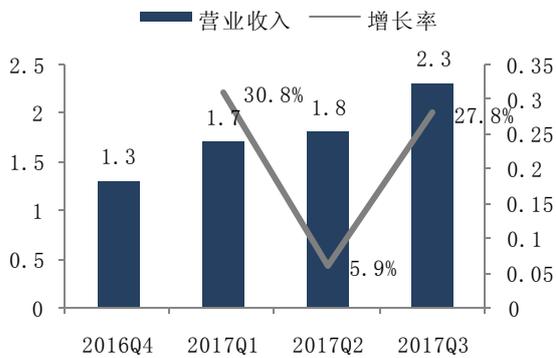
图 12: Opera 浏览器与其他类似产品对比 (今日头条、UC 浏览器)



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

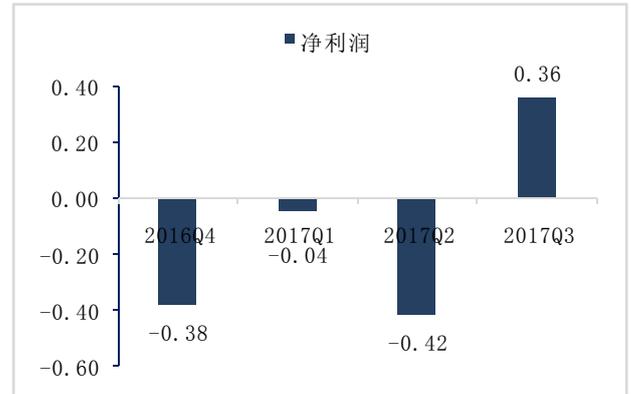
业务多元化驱动业绩反转。Opera AS 收购前的 2015 年实现营业收入 1.48 亿美元，同比下降 17.3%。收购后 Opera AS 2016 年第四季度至 2017 年第三季度营业收入由 1.29 亿元增长至 2.29 亿元，增长比例 77.70%，净利润由-3,833 万元增长至 3,573 万元，增长比例 193.23%。

图 13: 收购后 Opera AS 营业收入及增速 (亿元)



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 14: 收购后 Opera AS 净利润变化 (亿元)



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

业绩承诺验证商业模式可行性，未来盈利空间得以延展。Opera AS 承诺 2018-2020 年分别实现净利润不低于 4,235 万美元、5,506 万美元、7,157 万美元。从 Opera AS 近期净利润变动趋势来看，2017 年三季度前公司连续三季度亏损，累计亏损金额达 8,400 万元；2017 第三季度净利润达 3,573.8 万元，扭亏为盈，这与 2017 年 10 月移动广告业务陆续开展密切相关。未来三年业绩承诺净利润增速近 30%，Opera AS 业绩有望实现稳步增长。未来移动广告变现收入将进一步提升公司利润，2018 年或将成为公司业绩拐点的重要支撑。

### 3.2 信息流广告变现东风已至

信息流广告 (News Feed Ads) 是信息流里插播的一种原生广告，由互联网产品在用户使用主动推送，并将其与产品功能融合在一起。其最初是在 2006 年由 Facebook 率先推出，之后 Twitter、Instagram 等也相继推出，国内由微博在 2012 年率先推出，到今天已经形成了新闻资讯类、社交媒体、搜索引擎、视频类、浏览器、其他内容联盟六大类的主要信息流广告玩家。

2016 年，信息流广告增速在互联网广告中位列第一，增速高达 90%。根据艾瑞数据，2017 年，信息流广告市场规模将达到 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。

信息流广告爆发的根本原因在于其在移动营销环境中高度迎合了广告主、媒体、受众三方的需求，该类型广告凭借投放精准而又融于原生内容的特点，顺应移动互联网广告发展趋势而迅速崛起：

1) 广告主端：凭借精准投放优势，信息流广告在广告主端的认可度不断攀升。对于广告主来说，移动端广告的投入不可忽视，信息流广告在移动端更有发展空间；其次，信息流广告有着品效合一的趋势，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，广告主也看重信息流广告精准推送的能力，随着技术发展，信息流广告精准投放的可信任度和可操作性都有明显提升，也逐渐被广告主们认可。信息流广告的收费模式主要有 CPC (Cost per Click)、CPM (Cost per 1000 Impressions)、CPT (Cost Per Time) 三种模式，其中 CPC 是按点击量付费，CPM 是按千次浏览付费，CPT 是以时间来计费。其中，CPM 和 CPT 主要适用于大的品牌广告金主，而小企业大多数采用 CPC 计费方式投放广告。虽然目前来看信息流广告投放广告主们的预算占比并不高，普遍在 10-20% 之间，广告主仍会继续加大在这方面的投放预算。

**2) 媒体端：**信息流广告产品为其网络广告收入带来了新的增长点。对媒体平台来说，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。从 Facebook 一路高涨，到微博起死回生，再到今日头条、一点资讯新秀崛起，信息流广告用数据证明了其强大的威力。

媒体平台不断创新，促使信息流广告产品成熟化。如今日头条布局西瓜视频以提升信息流广告价值。和微博一样，今日头条的主要变现模式是信息流广告，在基于视频类平台的信息流广告领域，头条靠在短视频的布局来拉升公司信息流广告价值。2016 其营收破 60 亿。2017 年 9 月，今日头条的移动月活用户达到 2.1 亿，是微博的 60%、快手的 1.4 倍、陌陌的 2.3 倍，受益于“头条系”短视频应用迅速积累的用户黏性。

UGC 为主的短视频内容因其碎片化、社交属性成为新的内容创造者，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。一方面整体网络广告形式的展现呈现出从文字、图片向音频、视频、直播转化的趋势；另一方面微博、今日头条、腾讯等企业中的秒拍、抖音、火山、快手等产品用户快速增长，同时视频企业也积极布局信息流广告，可见视频信息流将在近两年内呈现爆发增长。

一点资讯对于信息流广告的商业化探索也很深入，其平台上 90% 都是信息流广告，剩下 10% 为开屏和文章页。一点资讯在信息流广告上不断进行小范围创新，比如在场景投放中增加亮屏时间、手机电量、地理位置等，在线索搜集类广告中直接设置姓名/电话栏等。

**3) 受众端：**信息流广告具有不易被忽视、广告投放准确度高、互动性强、干扰性弱四大优势。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。

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，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%。视频类产品仍在融合信息流形式的过程中，用户对于视频中的信息流接受度略低，但是视频平台也有自身的优势，例如短视频形式的信息流广告更易在视频平台融合。

从信息流广告吸引用户的原因来看，创意和相关性是最重要的。其中，社交平台 and 搜索平台由于技术和数据积累的加持，使广告推送与用户更相关。视频平台的信息流广告因视频的创意展示效果而吸引用户。

另外，信息流广告对于新品牌构建和老品牌巩固都有一定作用，特别是对于新产品品牌，超过 8 成用户都有通过信息流广告了解新产品品牌的经历，且对于看过广告的用户，6 成购买过新产品品牌产品。

### 3.3 内容分发平台受益信息流广告变现，Opera 商业化前景广阔

**新闻聚合 App 及浏览器汇聚海量用户。**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，能够在大数据和优秀算法结合之下为每个用户建立精准的 DNA 库，基于用户属性推送投其兴趣的内容，或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。因此内容分发平台将成为信息流广告行业发展的受益方，其潜力包括且不限于分发平台、创作工具提供者、商业化合作者以及商业价值变现者。

**信息流广告变现带动新闻聚合和浏览器平台价值大幅提升。**1) 截止 2017 年 11 月，UC 浏览器日活达 8,514 万人次，月活达 2.6 亿人次，领先于今日头条的 8,057 万人次及 1.8 亿人次；UC 月度使用总时长 1,457 万分钟，落后于今日头条的 1,680 万分钟，在日均使用时长方面略处下风。2) 今日头条 2017 年 4 月完成略低于 10 亿美元的 D 轮融资，投后估值近 110 亿美元，对应 2016 全年收入 60 亿元人民币，市销率接近 12 倍；2017 年 8 月的 E 轮融资后，估值超过 220 亿美元，参考 2017 全年预计收入约 150 亿人民币，率接近 10 倍；而最新一轮融资估值约为 300 亿美元，对应 2018 全年收入 300 亿-500 亿，市销率约 4-7 倍；3) 2014 年末 UC 整体并入阿里巴巴，100% 股权估值预计为 40-50 亿美元区间。

**Opera 有望享受海外互联网用户红利。**视频信息流广告将成为主流，因为移动端的碎片化、视频化的特征，视频化内容广告接受度高、受众观看转化率高。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。

**参考当前今日头条变现能力**（考虑到其广告收入还处于高速增长期，稳态下变现量级将显著高于当前测算水平），**Opera 具备巨大广告变现潜力。**2017 年 11 月 MAU1.83 亿人，单月使用次数为 280.6 亿次，今日头条 CPM 约为 40-50 元/千人次，假设 2017 年今日头条 CPM45 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 12.6 亿/月\*12 月=151.5 亿元人民币。

Opera 的月活用户为 3.5 亿人，以同样为浏览器 App 的 UC 为参考，UC2017 年月活用户 2.63 亿人，月使用次数为 240.6 亿次，可算得平均每月每人使用次数为 240.57 亿次/2.63 亿人=91.3 次/人/月。Opera 浏览器按同样比例转化，可得月使用次数为 3.5 亿人\*91.3 次/人=319.5 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 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 63.9 亿次-106.5 亿次，参照当前今日头条的 CPM 计算得到月收入为 2.88 亿-4.79 亿元，**年收入潜力有望达到 34.5 亿-57.5 亿元。**

## Grindr: 海外领先的同性社交平台，变现空间巨大

### 1. Grindr 简介

Grindr 是全球最大的同性恋社交网络，成立于 2009 年，总部在美国洛杉矶。在 196 个国家拥有超过 1050 万的注册用户，日活跃用户超过 200 万，超过 30% 以上用户为美国用户。昆仑集团于 2016 年 1 月以 9,300 万美金对价收购 Grindr 61.53% 股权，并于 2018 年 1 月出资 1.52 亿美元收购余下 38.47% 股权，至此昆仑集团对 Grindr 实现 100% 控股。

图 15: Grindr 界面



资料来源：官网，国信证券经济研究所整理

### 2. 财务及用户表现

根据公司公告，2016 年 4-12 月 Grindr 营收为 2.86 亿元人民币，归母净利润 0.36 亿元人民币；2017 年初至 6 月底，Grindr 营业收入为 2.12 亿元人民币，净利润为 0.22 亿元人民币，分别较上年同期增长 2142.75%、10.44%。

表 5: Grindr 近期财务信息

	2016.4.1 至 2016.12.31	2017.1.1 至 2017.6.30
资产总额 (亿元)	1.97	1.66
负债总额 (亿元)	1.21	0.70
净资产 (亿元)	0.75	0.96
营业收入 (亿元)	2.86	2.12
净利润 (亿元)	0.36	0.22

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

依托庞大用户技术，Grindr 正在迎来商业变现红利释放期。截至 2017 年 8 月，Grindr 在 196 个国家拥有超过 2700 万的注册用户，是收购前的两倍。平均每日用户时长超过 Facebook，达到 50 分钟以上。从 2009 年成立起，公司规模在无外来资金注入及市场开销的情况下每年持续增长。Grindr 已成为同性恋社

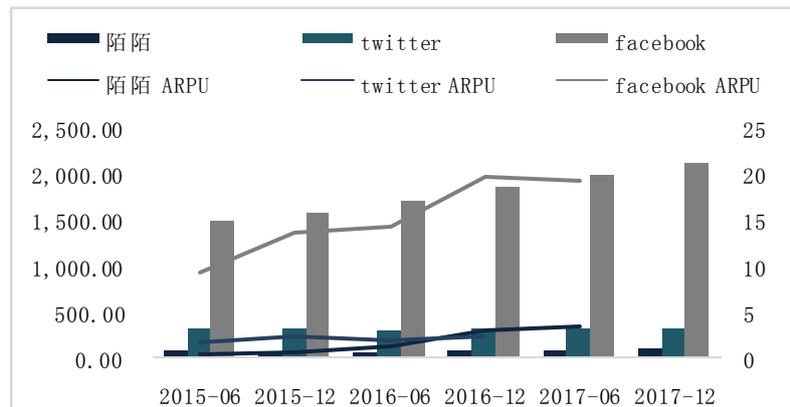
群必备的社交软件，并成为一种文化现象被广泛传播。目前在美国同类型市场中，Grindr 的市场份额排名第一，其六成收入来自于会员费。巨大的会员量预示着 Grindr 蕴含着深厚的商业变现价值，为 Grindr 未来业绩的持续增长提供了保障。2017 年初至 6 月底，Grindr 营业收入为 2.12 亿元，净利润为 0.22 亿元，分别较上年同期增长 2142.75%、10.44%。

### 3. 他山之石：陌陌商业模式升级撬动广阔发展空间

与 Grindr 类似，陌陌是国内最早基于地理位置的陌生人社交的软件之一，开始主打异性社交平台。陌陌于 2011 年成立，2014 年 12 月 11 日在美国上市，目前已成为社交平台领域的新兴之秀。相较于全球社交行业龙头企业 Twitter 和 Facebook，陌陌也未显弱势，随着业务规模的不断增长，逐步趋近行业一线水平。

2015 年至 2017 年，陌陌月活跃用户数由 6,980 万升至 9,910 万，两年间累计增幅约 42%。在 2016 年陌陌引入直播业务后，业务规模和盈利情况呈现爆发式增长，ARPU 值超过 Twitter 达到 3.03 美元（2015 年末 ARPU 为 0.57 美元，同比增幅超过 400%）。随着中国直播市场的不断完善，陌陌还具有深厚的成长潜力，其商业模式对于 Grindr 的发展完善具有重要借鉴意义。

图 16: 陌陌、Twitter、Facebook 月均活跃用户（百万）及 ARPU（美元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

陌陌 1.0 -- 3.0 版本的主旋律是 LBS、动态和群组，从 4.0 版本陌陌开始进行转型和商业模式升级道路。

4.0 版本的陌陌中新增了陌陌表情商城和会员服务成为陌陌的第一次商业化尝试，后来的游戏业务也大获成功，当时推出的第三款联运游戏《陌陌争霸》上线不到 1 个月的激活用户就突破 140 万，月流水超过 1200 万人民币。

从 7.0 版本开始，陌陌进入到直播时代，凭借产品功能创新和自身积累的用户规模与粘性，陌陌直播业务发展迅速。

最新的陌陌 8.0 版本完全采用全新的 UI 设计，并在功能上强化了实时视频社交，引入快聊（一对一实时视频）、派对（多人实时视频）、语音版狼人杀三大新玩法，并以模块化入口的方式呈现在产品首页中，进一步打通社交和直播之间的联系，令用户增强与主播以及其他粉丝的联系，构建起优于其他泛娱乐直播平台的用户粘性壁垒，打造目前中国最大的泛社交泛娱乐平台。

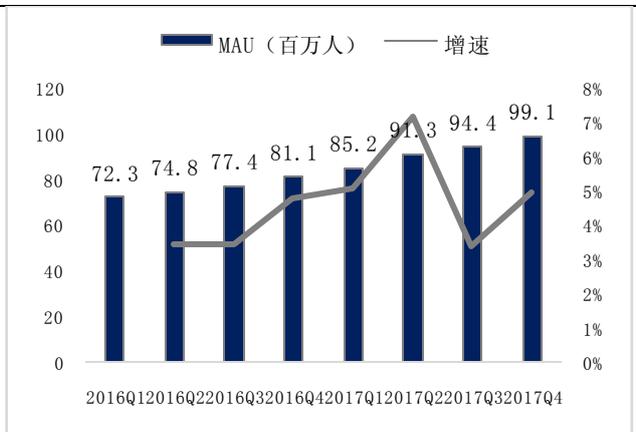
图 17: 陌陌各版本界面比较



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

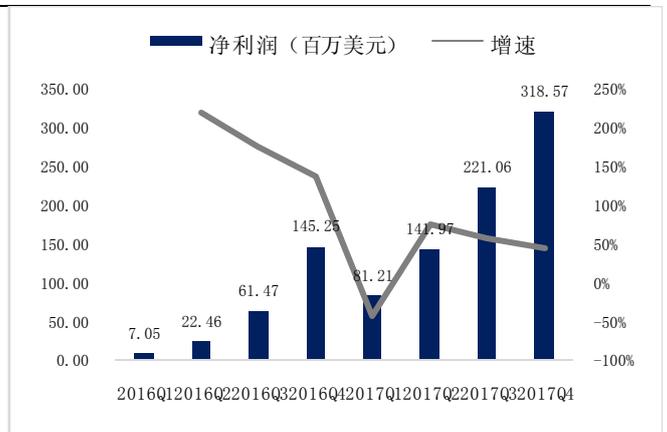
**财务表现:** 1) 2017年, 公司营业收入 13.18 亿美元, 同比增长 138%, 2014-2017 年复合增长率达 309%。其中, 直播服务贡献营收 11.03 亿美元, 占全部营收的 83.69%, 相比于 2016 年全年, 直播业务占比提高了 15 个百分点。盈利方面, 公司实现归母净利润 3.68 亿美元, 同比增长 107.91%, 主要驱动力是陌陌来自于直播视频服务、增值服务和移动营销业务的净营收大幅增长。2) 相比之下, Grindr 2017H1 收入 2.12 亿 RMB, 净利润 0.22 亿 RMB, 主要收入模式为广告费+会员费模式, 变现尚处于早期阶段。按照 2017H1 收入估算全年收入 4.24 亿 RMB, 2700 万用户 ARPU 值约 15.7 RMB, 低于陌陌及 Facebook ARPU, 考虑到 Grindr 更好的用户质量和使用粘性, 长期成长空间巨大。

图 18: 2016Q1-2017Q4 陌陌 MAU 及增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 19: 2016Q1-2017Q4 陌陌净利润及增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 对外投资：辉煌战果印证独角兽发现及孵化能力

从投资领域来看，公司已在移动游戏、互联网工具、视频直播、亚文化领域、人工智能等方向精准卡位。10月18日趣店在纽交所上市，昆仑万维出售部分股权取得3.45亿元投资收益。未来公司还将继续聚焦互联网软件与服务领域，以大数据、人工智能、新兴娱乐、社交媒体等方向为核心，打造互联网生态，围绕公司现有产品矩阵，继续在内容端以及社交领域进行投资布局。

公司目前仍持有的主要股权投资包括趣店（16.86%股权）、映客（10.23%股权）、快看漫画（4.11%股权）、随手科技（2.25%股权）等。其中，趣店和映客股权价值高企，变现潜力较大。

表 6: 截止 2017 年 7 月公司长期股权投资

被投资单位	期末余额（百万元）	行业领域
Kunhoo Software LLC	1,272.70	投资管理
知春畅想（北京）科技有限公司	13.563	技术服务
北京信达天下科技有限公司	-	互联网金融
北京徒子文化有限公司	13.50	网络漫画
广州酷麦信息科技有限公司	8.76	移动互联网娱乐社交
pandand mobile ltd	7.24	移动应用与游戏开发
北京艺动网络科技有限公司	5.15	VR

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### 1. 慧眼投资趣店，印证独角兽挖掘能力

趣店集团于 2014 年 3 月成立，主要提供低额度、短周期的实物分期和现金分期等消费金融服务。2017 年 10 月，趣店在纽约证券交易所上市，当日市值达 100 亿美元。趣店凭借独立打造的风控大数据体系和合作伙伴提供的全方位用户信息，在消费金融领域始终处于领先地位。2017 年公司总营收达 47.80 亿元，同比增长 230.51%；2017 年净利润 21.65 亿元，同比增长 275%，自开始实现正向盈利以来保持增长势头良好。在互联网金融热度不减的当下，趣店在大数据体系和互联网金融技术加持下，有望持续保持业绩高速增长。

昆仑万维于 2015 年 4 月通过源码资本定投趣分期 1,200 万美元，同月直接投资 5,000 万美元，投后对趣店合计持股 25.70%。经过一系列增资转让运作，当前昆仑万维对趣店持股比例为 16.86%，对应市值约 45 亿，潜在投资收益约 40 亿元。该项投资的变现将为公司贡献较大体量利润，并为公司贡献可观的现金流量，验证公司投资能力。

图 20: 2015-2017 年趣店营业收入及同比变动 (亿元)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 21: 2015-2017 年趣店净利润及同比变动 (亿元)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

## 2. 投资映客, 再度斩获移动直播领域独角兽

映客是蜜莱坞公司旗下的主要产品, 于 2015 年 5 月上线, 是国内第一家实时社交视频 App。2016 年 1 月, 昆仑万维向蜜莱坞网络科技有限公司投资 6,800 万元, 取得蜜莱坞增资后 18% 的股权。

作为中国移动直播领域内成功突围的企业之一, 映客的发展路径与众不同。

(1) 用户基础层面, YY 依靠初期语音平台的用户基础、斗鱼依靠 ACFUN 直播平台的红利, 而映客则是从独立的第三方新成立平台发展起来, 逐步从初期的音频直播产品“蜜 live”转向移动直播领域并获得稳定发展, 最终实现用户基础的突围。

(2) 资本投入层面, YY、斗鱼等平台早在发展初期就有知名投资方幕后支持, 融资渠道更容易打通。YY 最早有天使投资方雷军的支持, 更容易进入资本市场; 斗鱼则在红杉资本投资入股后又获得腾讯支持, 以此为基础进一步发展资本红利, 只有映客从创立初期自行完成各轮融资, 主营业务全部自行掌控。加之, 映客即将赴香港 IPO, 拟募资 3 亿美元。如果此次能够把握机会成功上市进入资本市场, 则在国内行业洗牌阶段, 映客有望进一步改善用户活跃度水平, 稳定直播领域的发展地位, 股权有望进一步增值。

## 3. 对外项目丰富, 有望持续斩获其他领域独角兽

当前, 公司主要投资标的以高科技行业为主, 覆盖人工智能、区块链、医疗、教育等多种朝阳行业, 既包括快速更新迭代的互联网金融、游戏行业等短期盈利性行业, 也包括稳步发展、具有长期发展前景的人工智能、医疗等长期盈利行业。公司在看准产业发展形势的情况下多方位投资布局, 对冲风险, 有望持续斩获其它领域独角兽企业。

**表 7: 截止 2017 年 7 月公司可供出售金融资产**

被投资单位	持股比例	期末余额 (百万元)	行业领域
gx music limited	80.00%	133.36	音乐
source code ssj linkage l.p	24.31%	17.90	个人理财应用
woobo inc	20.00%	5.25	交互式机器人
北京快乐时代科技发展有限公司	19.21%	180.00	互联网金融
qudian inc	19.21%	486.31	定制信用产品
Kunlun AI INC	15.00%	19.59	人工智能与大数据技术
yinker inc	15.00%	198.93	互联网理财
北京福瑞车美信息技术有限公司	14.60%	78.81	汽车上门保养
株式会社 knetp	14.00%	39.01	韩国手游
舟谱数据技术南京有限公司	11.00%	11.00	大数据
北京蜜莱坞网络科技有限公司	10.23%	52.58	移动视频直播
重庆奥菲科网络科技有限公司	10.00%	10.00	智慧医疗
杭州捕翼网络科技有限公司	6.08%	36.50	网络技术
快看世界(北京)科技有限公司	4.11%	17.59	移动漫画 app
北京厘米库信息科技有限公司	3.85%	6.00	二手车金融
在线途游(北京)科技有限公司	3.61%	35.04	休闲棋牌类游戏
成都趣睡科技有限公司	3.02%	21.00	互联网家居
杭州淘粉吧网络技术股份有限公司	1.24%	11.00	电商导购
北京企额宝资产管理有限公司	1.00%	1.00	现金理财
everalbum,inc	0.72%	1.98	在线照片存储
有米科技股份有限公司	0.12%	0.85	全球化移动广告与效果营销

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 盈利预测与投资评级

我们预计公司 2017 年全面摊薄 EPS 为 1.00 元，不考虑投资收益、闲徕互娱剩余股权注入可能及 Opera 商业变现潜力，预计 2017/18/19 年 EPS 分别为 1.00/0.93/1.07 元，当前股价分别对应同期 26/28/24 倍 PE；

我们采用分部估值方法，认为昆仑万维合理估值为 373 亿元至 401 亿元，对应合理股价区间 32.38 元至 34.81 元。当前股价蕴含 24%到 33%上涨空间。我们认为在新游戏上线带动之下，公司手游业务有望保持较高增长；新兴业务 Opera、Grindr 商业化前景光明、卡位优势明显，有望持续超越市场预期，继续维持“买入”评级。

## 风险提示

- (1) 行业竞争风险；
- (2) 汇率波动风险；
- (3) 内容监管政策风险；
- (4) 业务整合不及预期。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	1076	943	1167	1880	<b>营业收入</b>	2425	3401	4916	5724
应收款项	733	280	404	470	营业成本	1140	1203	2012	2425
存货净额	0	66	110	133	营业税金及附加	4	7	10	11
其他流动资产	252	296	428	286	销售费用	639	850	1180	1316
<b>流动资产合计</b>	<b>2062</b>	<b>1584</b>	<b>2109</b>	<b>2770</b>	管理费用	444	546	739	860
固定资产	26	27	30	30	财务费用	55	0	0	0
无形资产及其他	36	35	33	32	投资收益	493	400	134	165
投资性房地产	2855	2855	2855	2855	资产减值及公允价值变动	(78)	0	0	0
长期股权投资	1327	1766	2358	2950	其他收入	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>6306</b>	<b>6267</b>	<b>7385</b>	<b>8637</b>	营业利润	557	1194	1110	1276
短期借款及交易性金融负债	983	680	547	647	营业外净收支	12	12	12	12
应付款项	350	214	352	425	<b>利润总额</b>	<b>569</b>	<b>1206</b>	<b>1122</b>	<b>1288</b>
其他流动负债	1050	571	864	1012	所得税费用	24	51	47	54
<b>流动负债合计</b>	<b>2383</b>	<b>1465</b>	<b>1764</b>	<b>2083</b>	少数股东损益	14	0	0	0
长期借款及应付债券	720	720	720	720	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>531</b>	<b>1156</b>	<b>1075</b>	<b>1234</b>
其他长期负债	22	30	39	40					
<b>长期负债合计</b>	<b>742</b>	<b>749</b>	<b>758</b>	<b>760</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>3125</b>	<b>2214</b>	<b>2522</b>	<b>2843</b>	<b>净利润</b>	<b>531</b>	<b>1156</b>	<b>1075</b>	<b>1234</b>
少数股东权益	29	29	29	29	资产减值准备	74	1	1	1
股东权益	3152	4024	4834	5765	折旧摊销	18	12	13	14
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6306</b>	<b>6267</b>	<b>7385</b>	<b>8637</b>	公允价值变动损失	78	0	0	0
					财务费用	55	0	0	0
					营运资本变动	(1083)	(263)	141	275
					其它	(64)	(1)	(1)	(1)
					<b>经营活动现金流</b>	<b>(445)</b>	<b>905</b>	<b>1229</b>	<b>1523</b>
					资本开支	(7)	(13)	(14)	(14)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					<b>投资活动现金流</b>	<b>(752)</b>	<b>(452)</b>	<b>(607)</b>	<b>(607)</b>
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(131)	(284)	(264)	(303)
					其它融资现金流	1487	(302)	(133)	100
					<b>融资活动现金流</b>	<b>1226</b>	<b>(587)</b>	<b>(398)</b>	<b>(204)</b>
					<b>现金净变动</b>	<b>29</b>	<b>(133)</b>	<b>224</b>	<b>713</b>
					货币资金的期初余额	1048	1076	943	1167
					货币资金的期末余额	1076	943	1167	1880
					企业自由现金流	(882)	497	1074	1339
					权益自由现金流	605	194	940	1439

关键财务与估值指标				
	2016	2017E	2018E	2019E
每股收益	0.46	1.00	0.93	1.07
每股红利	0.11	0.25	0.23	0.26
每股净资产	2.74	3.49	4.20	5.00
ROIC	7%	21%	26%	31%
ROE	17%	29%	22%	21%
毛利率	53%	65%	59%	58%
EBIT Margin	8%	23%	20%	19%
EBITDA Margin	9%	24%	20%	20%
收入增长	36%	40%	45%	16%
净利润增长率	31%	117%	-7%	15%
资产负债率	50%	36%	35%	33%
息率	0.4%	0.9%	0.9%	1.0%
P/E	56.7	26.1	28.0	24.4
P/B	9.6	7.5	6.2	5.2
EV/EBITDA	154.0	40.1	33.0	29.3

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

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