

SOGO.N 搜狗

审慎增持 (维持)

18Q3 正处至暗时刻，期待 2019 成本结构改善

2018 年 11 月 07 日

市场数据

日期	2018-11-05
收盘价(美元)	6.35
总股本(百万股)	386.84
流通股本(百万股)	108.08
总市值(百万美元)	2456
流通市值(百万美元)	686
净资产(百万美元)	962
总资产(百万美元)	1391
每股净资产(美元)	2.49

数据来源: Wind

相关报告

《成本至暗时刻已至，搜索盈利黎明将临》2018-10-22

海外 TMT 研究

分析师:

张忆东

zhangyd@xyzq.com.cn

SFC: HK: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人:

安一夫

anyf@xyzq.com.cn

SAC: S0190517090002

王文洲

wangwenzhou@xyzq.com.cn

SFC: ARO923

SAC: S0190118060102

主要财务指标

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万美元)	908	1123	1376	1707
同比增长	38%	24%	23%	24%
Non-GAAP 净利润(百万美元)	106	113	127	203
同比增长	54%	7%	12%	60%
Non-GAAP 营业利润率	13%	6%	9%	12%
Non-GAAP 净利润率	12%	10%	9%	12%
Non-GAAP ROE	12%	12%	12%	17%
Non-GAAP EPS(美元)	0.27	0.29	0.33	0.52
每股经营现金流(美元)	0.47	0.42	0.41	0.80

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

投资要点

- **18Q3 收入符合预期，投资收益确认增加净利润。** 1) 公司 18Q3 实现收入 2.77 亿美元 (美元口径 YoY 7%，人民币口径 YoY 10%)，符合 18Q2 guidance; 2) 公司实现 Non-GAAP 归母净利润 2805 万美元 (美元口径 YoY -10%)，主要是因为公司确认 1780 万美元投资收益，该投资收益是公司曾投资的一家公司再融资时估值提升而确认的收益，为一次性收益，若扣除投资收益，18Q3 公司 Non-GAAP 归母净利润大幅下降。
- **宏观经济不景气对搜索收入影响明显，AI 硬件换收入减少。** 1) 宏观经济下行、特别是游戏受行业政策影响，导致广告主经营变差，其对公司搜索收入的负面影响在 18Q3 开始显现，加之抖音短期影响，18Q3 搜索及相关收入仅实现 2.55 亿美元 (YoY 13%)。2) 公司正处于新旧 AI 硬件换代期，因此 18Q3 收入同比降低，我们预计 18Q4 该趋势会继续，但 2019 年将转好。3) 公司预计 18Q4 收入为 2.92 至 3.07 亿美元 (YoY 5%-11%)，我们认为这是宏观经济不景气而造成的，预计 2019 年收入依旧承压。
- **TAC 成本仍居于高位，预计 2019 年起影响将减小。** 18Q3 公司 TAC 成本为 1.35 亿元 (YoY 58%)，年初时开始的第三方手机流量竞争仍在持续，由于 18Q3 TAC 成本 YoY 未超过上半年，因此我们预计 2019 年 TAC 成本继续快速上涨的概率不大，增速降低后对利润的影响将减小。
- **投资建议：预计公司 2019 年起毛利率逐年改善，维持“审慎增持”评级。** 考虑到宏观经济因素对搜索广告行业的整体影响，我们下调公司 2019 及 2020 年收入及利润，预计公司 2018/19/20 年收入分别为 11.2/13.8/17.1 亿美元，non-GAAP 归母净利润 1.13/1.27/2.03 亿美元 (变动幅度为 33%/-15%/-9%)，non-GAAP EPS 0.29/0.33/0.52 美元。我们预计公司 2018/19/20 年毛利率分别为 38.9%/40.7%/42.6%，TAC 成本上升对毛利率的影响逐渐减少，公司“至暗时刻”将逐渐过去。由于时间因素带来的不确定性降低，我们调整公司目标价为 7.0 美元，维持“审慎增持”评级。

风险提示：与腾讯独家合作中止；第三方买量成本大幅上升；AI 发展不及预期；宏观经济下行；行业政策风险。



附表

资产负债表		单位:百万元美元			
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E	
流动资产	1121	1222	1343	1628	
货币资金	694	301	406	676	
短期投资	339	828	809	809	
应收账款	70	72	102	111	
预付款项与其他流动资产	15	19	22	27	
应收关联方款项	3	3	4	4	
非流动资产	200	214	216	219	
长期投资	30	30	29	29	
固定资产	139	156	159	162	
商誉	6	6	6	6	
无形资产	1	0	0	0	
递延税项资产	15	15	14	14	
其它非流动资产	8	8	8	8	
资产总计	1321	1436	1559	1847	
流动负债	413	459	502	596	
应付账款	73	100	107	138	
应计其它负债	164	162	158	158	
预收款项	66	92	103	136	
应付职工薪酬	30	38	48	63	
应交税费	56	45	55	68	
应付关联方款项	23	23	32	33	
负债合计	413	459	502	596	
A类普通股	0	0	0	0	
B类普通股	0	0	0	0	
股本溢价	913	913	913	913	
库存股	-28	-28	-28	-28	
留存收益	27	112	213	407	
其它综合收益	-5	-5	-5	-5	
股东权益合计	908	993	1094	1288	
负债及权益合计	1321	1436	1559	1847	

现金流量表		单位:百万元美元			
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E	
净利润	82	84	101	194	
折旧	48	41	51	54	
摊销	1	1	0	0	
处置固定资产收益	-1	0	0	0	
坏账准备计提	0	0	0	0	
股权激励费用	24	0	0	0	
由搜狐承担的研发费用	1	0	0	0	
长期投资减值损失	0	0	0	0	
衍生金融工具公允价值变动	-1	0	0	0	
递延税项支出	-4	0	0	0	
营运资本变动	31	46	17	77	
经营活动产生现金流量	182	164	160	311	
投资活动产生现金流量	-407	-546	-51	-48	
融资活动产生现金流量	619	0	0	0	
现金净变动	408	-382	109	263	
现金的期初余额	286	683	285	394	
现金的期末余额	694	301	394	657	

利润表		单位:百万元美元			
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E	
营业收入	908	1123	1376	1707	
搜索及搜索相关业务收入	802	1025	1261	1574	
其它收入	107	98	115	133	
营业成本	457	686	816	979	
毛利	451	437	560	728	
研发费用	173	208	248	299	
销售费用	156	150	177	188	
一般及管理费用	28	41	45	43	
营业利润	94	38	91	199	
利息收入	9	9	6	9	
汇兑净收益	-7	9	0	0	
其它收益净额	1	35	11	0	
除税前溢利	97	90	108	208	
所得税	14	6	7	14	
净利润	82	84	101	194	
优先股股息	-24	0	0	0	
归属普通股股东净利润	58	84	101	194	
GAAP EPS(美元)	0.15	0.22	0.26	0.50	
Non-GAAP EPS(美元)	0.27	0.29	0.33	0.52	

主要财务比率		单位:百万元美元			
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E	
成长性(%)					
营业收入增长率	37.5%	23.6%	22.6%	24.1%	
营业利润增长率	31.1%	-59.9%	140.8%	119.1%	
净利润增长率	46.5%	2.8%	19.5%	92.4%	
Non-GAAP 营业利润增长率	39.2%	-43.3%	74.4%	78.1%	
Non-GAAP 净利润增长率	53.6%	7.1%	11.6%	60.2%	
盈利能力(%)					
营业利润率	10.3%	3.4%	6.6%	11.6%	
净利率	9.0%	7.5%	7.3%	11.4%	
Non-GAAP 营业利润率	12.9%	5.9%	8.7%	12.5%	
Non-GAAP 净利率	11.7%	10.1%	9.5%	12.2%	
偿债能力(%)					
资产负债率	31.2%	31.9%	32.2%	32.3%	
流动比率	2.72	2.66	2.67	2.73	
速动比率	2.68	2.62	2.63	2.68	
营运能力(次)					
资产周转率	0.98	0.81	0.92	1.00	
应收帐款周转率	16.44	15.87	15.85	16.00	
每股资料(美元)					
每股收益(基本)	0.15	0.22	0.26	0.50	
每股收益(摊薄)	0.20	0.21	0.26	0.49	
每股经营现金	0.47	0.42	0.41	0.80	
每股净资产	2.35	2.57	2.83	3.33	
估值比率(倍)					
PE (Non-GAAP)	23	22	19	12	
PB	2.7	2.5	2.2	1.9	

分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知悉的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyjq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、尚捷集团控股有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、立高控股有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、中国万桐园（控股）有限公司、众诚能源控股有限公司、高萌科技集团有限公司、德斯控股有限公司、海天能源国际有限公司、普天通信集团有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、掇蓝星控股有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、森浩集团股份有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、融创中国控股有限公司、华夏幸福基业股份有限公司、永续农业发展有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司和成志控股有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。