

买入

2018年1月26日

内容加算法，三高媒体老树发新枝

- 三高媒体生态进军信息流：**公司拥有凤凰新闻门户、凤凰新闻 APP、凤凰视频 APP 和手机凤凰网，以及部分拥有一点资讯。凤凰新闻针对三高人群，风格严肃；一点资讯主打年轻用户，偏娱乐八卦，二者形成互补。
- 一点资讯若成功并表，将为公司带来收入和估值提升：**公司与一点资讯的其他股东签有协议，约定当一点资讯的 DAU 达到一定数量时，公司将依靠一致行动人等实现投票权意义下的控股。公司预计将在今年内实现一点资讯的并表。一点资讯 2016 年收入 8000 万美元，预计 2017 年收入为 2016 年的 3 倍，预计 2018 年收入翻番。虽然一点资讯仍未实现盈利，但是参照今日头条的类似情况，一点资讯若能成功并表，将会给公司带来强劲的收入增长，以及估值提升。
- 公司受益于信息流行业增长，拥有竞争优势：**预计到 2019 年，信息流广告的市场规模将达到 1543 亿元，CAGR 63%，空间明显。依靠多年累积的内容资源和编辑能力，公司拥有内容优势。凤凰新闻平台约 40% 的内容为独家版权；凤凰号与一点号相互打通，拥有超过 50 万个自媒体账户。一点资讯凭借股东小米和 OPPO 的导流，获客成本低，拥有流量优势。一点资讯拥有互联网新闻信息服务许可证，一点号是首家拥有新闻牌照的自媒体平台平台，将会进一步强化内容优势。
- 预计未来三年净利润的 CAGR 为 37.18%：**我们预测，2017-2019 年，总收入 15.58、17.47 和 18.58 亿元，CAGR 9.2%。归属于公司的净利润为 4136.9、6711.8 和 7784.5 万元，CAGR 为 37.18%。
- 目标价 9.61 美元，首次评级买入：**采用分部估值法，求得目标价为 9.61 美元，对比 2018 年的 PE 为 10.34 倍。对比当前股价仍有 42.39% 的上升空间，首次评级买入。
- 风险因素：**政策风险、一点资讯不能如期并表的风险、竞争加剧风险

李倩

852-25321539

Chuck.li@firstshanghai.com.hk

主要资料

行业	TMT
股价	6.75 美元
目标价	9.61 美元 (+42.39%)
股票代码	FENG
已发行股本	71.73 百万 ADS/5.74 亿股
总市值	4.84 亿美元
52 周高/低	8.14 美元/2.43 美元
每 ADS 净现值	4.69 美元
主要股东	凤凰卫视 55.30%
	International Value Advisers, LLC 12.72%
	Renaissance Technologies LLC 4.07%

表：盈利摘要

截至12月31日止财政年度	15年历史	16年历史	17年预测	18年预测	19年预测
总营业收入 (千元美元)	240,179	215,658	232,531	260,809	277,277
变动	-1.75%	-10.21%	7.82%	12.16%	6.31%
Non-GAAP净利润	21,665	12,579	8,500	12,626	14,391
Non-GAAP每ADS盈利 (美元)	0.30	0.18	0.12	0.18	0.20
变动	-50.24%	-42.17%	-32.53%	48.54%	13.98%
基于6.75美元的市盈率 (估)	22.25	38.47	57.02	38.38	33.67
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%

资料来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



资料来源：彭博

公司介绍

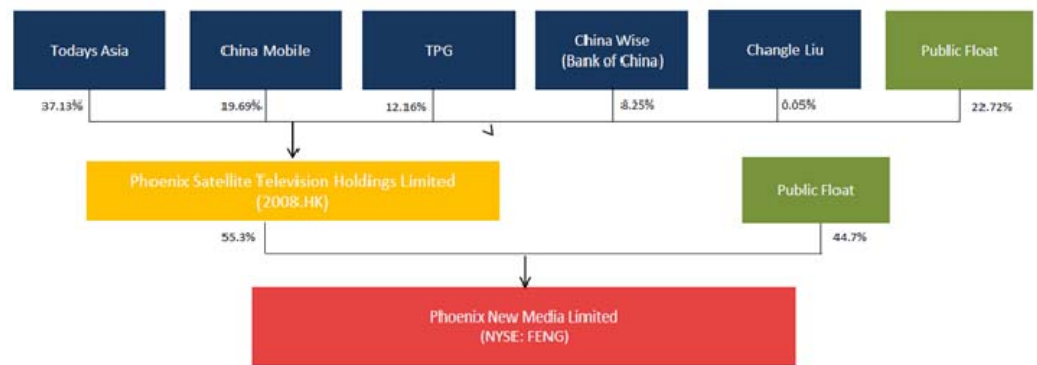
公司创建于1998年，是全球领先的跨平台网络新媒体公司

凤凰新媒体创建于1998年，是全球领先的跨平台网络新媒体公司，整合旗下综合门户凤凰网（www.ifeng.com）、手机凤凰网（3g.ifeng.com）及移动客户端、凤凰视频（v.ifeng.com）三大平台，秉承“中华情怀，全球视野，包容开放，进步力量”的媒体理念，为主流华人提供互联网、移动互联网、视频跨平台整合无缝衔接的新媒体优质内容与服务。

公司母公司为凤凰卫视

公司的母公司是在香港上市的凤凰卫视（代码：2008），凤凰卫视持有公司约55.3%的股份。与此同时，公司持有北京一点网聚科技有限公司约38%的股份，为其最大股东，一点网聚运营一点资讯APP。

图表 1：凤凰新媒体股权结构



资料来源：公司资料

公司产品

公司拥有凤凰新闻门户、凤凰新闻 APP、凤凰视频 APP 和手机凤凰网，以及部分拥有一点资讯。

凤凰新闻、凤凰网定位“三高人群”，内容推荐以编辑推荐为主

凤凰新闻、凤凰网定位“三高人群”，用户呈现高学历、高收入和高年龄段的特点，内容推荐以编辑推荐为主，辅以 AI 算法推荐。根据艾瑞数据，2017 年第三季度，公司 PC 端的月独立访客数（MUV）为 2.81 亿，日独立访客数（DUV）为 3500 万，位居中国门户网站的第三位。在移动端，凤凰新闻 APP 和手机凤凰网（WAP）的 DAU 达到 3300 万。

一点资讯是基于 AI 算法推荐的新闻资讯分发平台，目前 DAU 超过 5500 万

一点资讯则是依靠基于 AI 算法推荐的新闻资讯分发平台，依赖于融合了搜索和个性化推荐技术的兴趣引擎，能够帮助用户更好地发现、表达、甄别、获取和管理对其真正有价值的内容。与其他资讯分发平台不同，一点资讯除了利用用户点击、浏览历史等来建立个人画像推送内容外，还允许用户主动搜索并订阅任意关键词，与其他平台标签化的关键词相比，一点资讯更好地满足了用户的个性化需求。2017 年第三季度，一点资讯的 DAU 超过 5500 万。

凤凰新闻和一点资讯在用户结构和内容方面互补

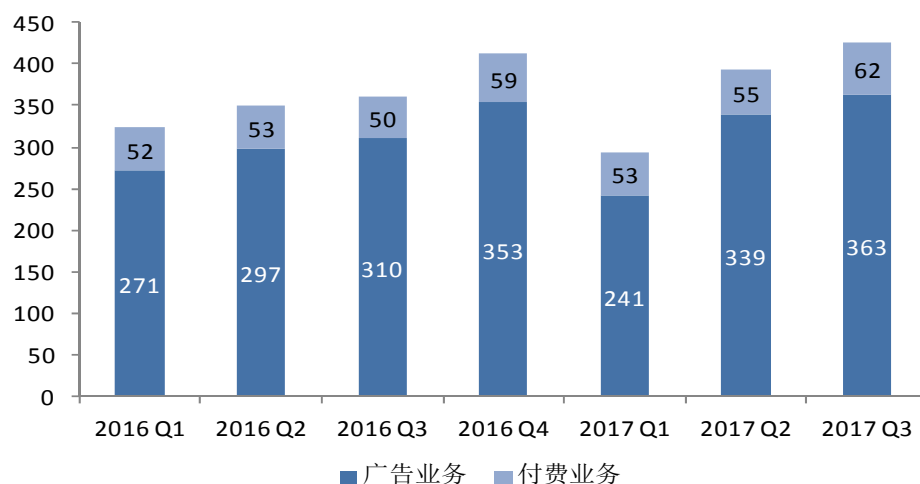
凤凰新闻和一点资讯的产品定位不同，二者形成互补，主要表现在用户结构和内容两个方面。凤凰新闻针对三高人群，而一点资讯则主打年轻用户。根据

QuestMobile 数据，一点资讯位居 25-30 岁用户偏爱 APP 第十名、31-35 岁用户偏爱 APP 第二名，而凤凰新闻则位居 31-35 岁用户偏爱 APP 第四名、36-40 岁用户偏爱 APP 第三名、41 岁以上用户偏爱 APP 第三名，二者的用户群体有明显区别。在内容方面，凤凰新闻风格严肃，时政、军事是强项，而一点资讯则偏娱乐八卦。

公司业务

公司业务主要分为两个部分：广告业务和付费服务业务。

图表 2：凤凰新媒体业务结构（单位：百万元）



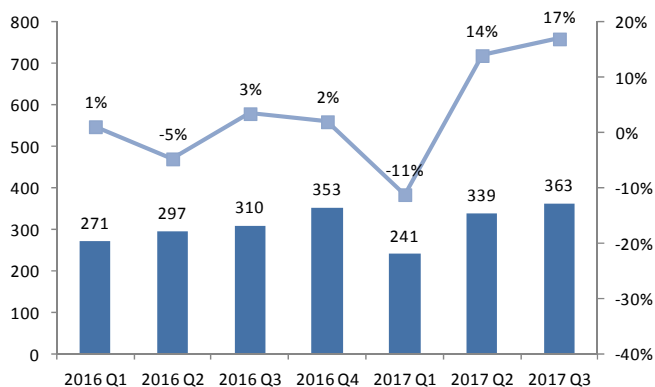
资料来源：公司资料，第一上海整理

广告业务

广告业务来自 PC 和移动端，最新占比分别为 40% 和 60%

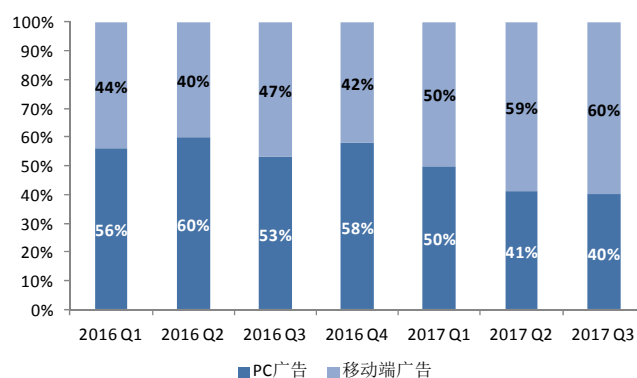
广告业务中，PC 广告主要来自凤凰新闻门户，移动端广告主要来自凤凰新闻 APP、凤凰视频 APP 和手机凤凰网。2017 年第三季度，公司广告业务收入 3.63 亿元，同比增长 17%，PC 和移动端广告占比分别为 40% 和 60%。

图表 3：2016Q1-2017Q3 广告收入（百万元）



资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 4：2016Q1-2017Q3 广告业务结构

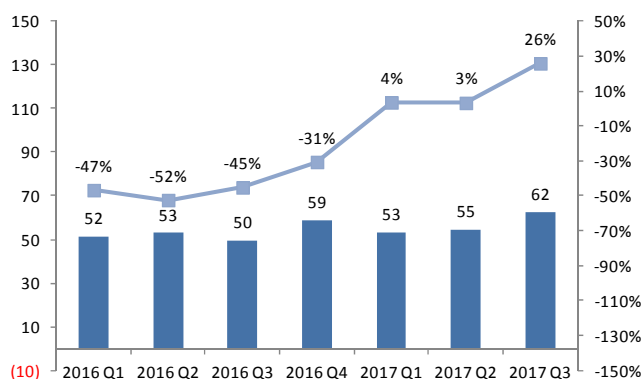


资料来源：公司资料，第一上海整理

付费业务

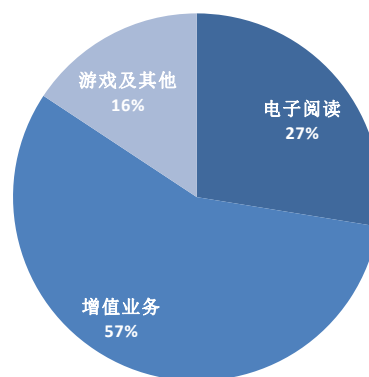
付费服务业务包括电子阅读、MVAS、游戏及其他业务。付费服务业务主要分为电子娱乐业务和游戏及其他业务。其中，电子娱乐业务由电子阅读业务和 MVAS（增值业务）组成。2017 年第三季度，公司付费服务业务收入为 6244 万元，同比增长 26%。

图表 5: 2016Q1-2017Q3 付费收入（百万元）



资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 6: 2017 Q3 付费业务收入结构



资料来源：公司资料，第一上海整理

一点资讯

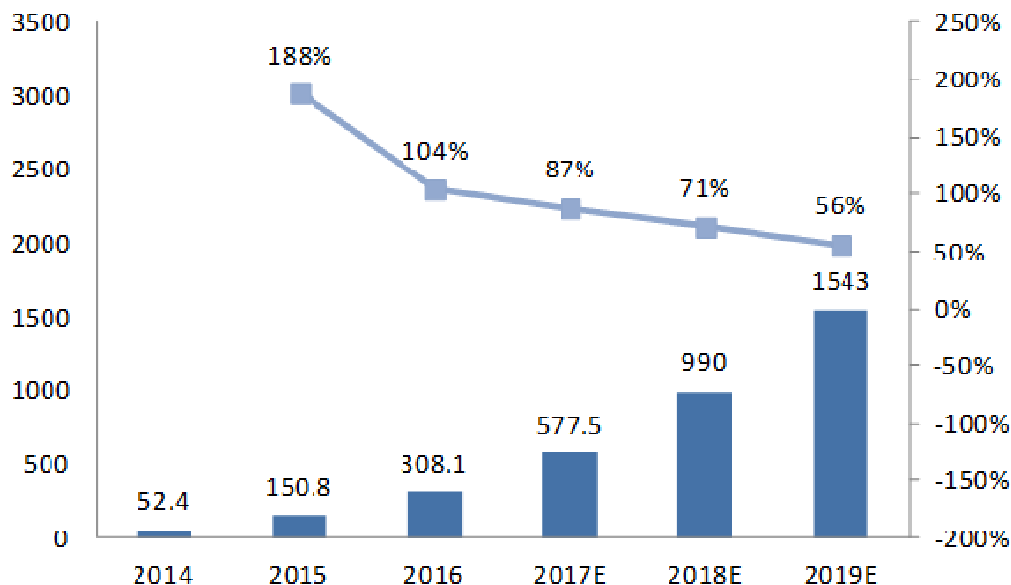
一点资讯 2016 年的收入为 8000 万美元，预计 2017 年的收入为 2016 年的 3 倍，预计 2018 年的收入翻番。公司与一点资讯的其他股东签有协议，约定当一点资讯的 DAU 达到一定数量时，其他股东将会放弃部分投票权，公司将依靠一致行动人等实现投票权意义下的控股。公司预计将在今年内实现一点资讯的并表。根据公司介绍，一点资讯 2016 年的收入为 8000 万美元，预计 2017 年的收入为 2016 年的 3 倍，预计 2018 年的收入翻番。虽然一点资讯至今仍未实现盈利，但是我们参照今日头条的类似情况，一点资讯若能成功并表，将会给公司带来强劲的收入增长，以及估值提升。

行业情况

市场规模

预计到 2019 年，信息流广告的市场规模将增加到 1543 亿元，CAGR 63%，空间明显。根据易观数据，2017 年，信息流广告的市场规模预计为 577.5 亿元，同比增长 87%。预计到 2019 年，市场规模将增加到 1543 亿元，对比 2017 年仍有 167% 的增长空间，CAGR 为 63%，增长空间明显。

图表 7：2014-2019 年信息流广告市场规模（单位：亿元）



资料来源：易观

中国的信息流广告市场仍处于高速发展期，一点资讯、凤凰新闻 APP 等都将受益于行业整体的增长

对比中美两国情况，Facebook 早在 2006 年就已推出了信息流广告，在 2014 年来自信息流广告的收入占广告收入的比重已经超过 50%。而微博则在 2012 年才开始测试信息流广告，最新季度信息流广告占广告收入的比重为 54%。中国信息流广告市场总体的发展滞后于美国，目前仍然处在高速发展期。

我们预计，随着人工智能、算法以及大数据等技术的成熟，以及广告主的逐渐认可，信息流广告将会获得更高的预算投放，带动行业和行业内企业的收入增长。一点资讯、凤凰新闻 APP 等都将受益于信息流行业的增长。

市场竞争结构

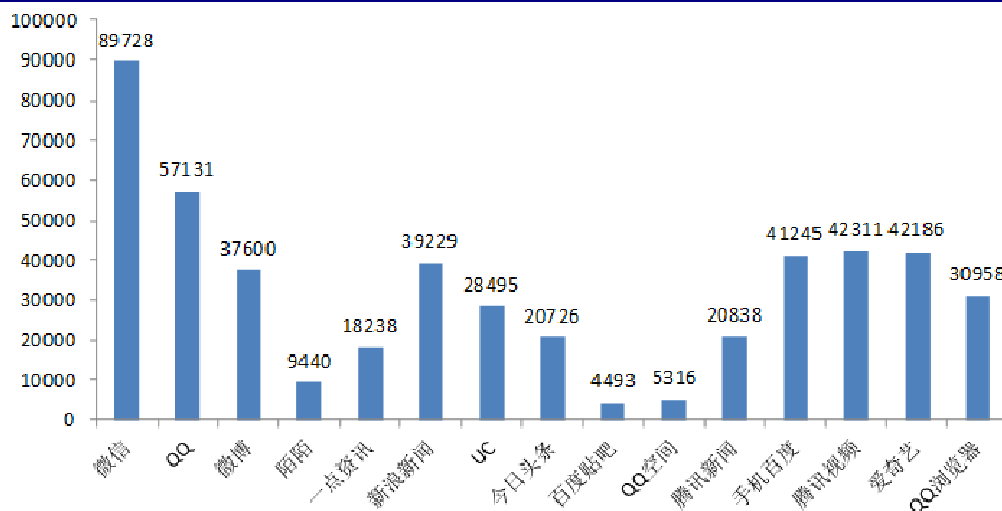
流量大、黏性高的信息流产品具有竞争优势

信息流广告收入=活跃用户数*用户平均使用时长*广告负载率*广告单价，因此，用户流量大、用户黏性高的产品将具有竞争优势。

用户流量方面，一点资讯 MAU1.82 亿，与今日头条的 2.07 亿相比差距不大

从活跃用户规模来看，根据 QuestMobile 数据，一点资讯的 MAU 达到 1.82 亿，与今日头条（包含极速版）的 2.07 亿相比差距不大。百度信息流的 DAU 在 2017 年第二季度已经超过 1 亿。微博最新季度 MAU 为 3.76 亿，DAU 为 1.65 亿。总体而言，今日头条、一点资讯、微博等主流信息流平台在用户规模上并没有拉开明显的差距，微博暂时领先。

图表 8：2017 年 9 月信息流产品 MAU 对比（万）



资料来源：QuestMobile、微博财报、陌陌财报

注：微博和陌陌 MAU 采用公司三季度财报数据，腾讯新闻、手机百度、腾讯视频、爱奇艺和 QQ 浏览器采用 6 月数据

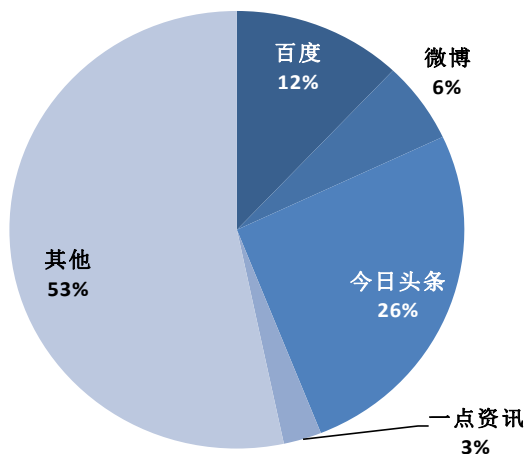
用户黏性方面，一点资讯与今日头条的差距不大

从用户使用时长来看，截至 2017 年 6 月，一点资讯的用户日均使用时长接近一个小时，用户浏览内容以图文为主。相比之下今日头条的用户日均使用时长约为 70 分钟，用户消费时间接近一半为短视频。

根据预测，今日头条的市场份额为 26%，一点资讯的市场份额为 3%，差距明显

从市场份额来看，百度三季度预计信息流广告年化收入 10 亿美元，预计占 2017 年整体市场规模的 12%。我们预测微博 2017 年的广告收入为 9.91 亿美元，参考三季度 54% 的信息流广告占比，预计全年信息流广告收入 5.35 亿美元，约占市场规模的 6%。今日头条 2016 年的收入规模在 60-100 亿元，若以 100 亿元、增速 50% 计算，2017 年今日头条的收入预计为 150 亿元，市场份额为 26%。一点资讯 2016 年的收入为 8000 万美元，若以 2017 年的收入为 2016 年的 3 倍计算，预计 2017 年的收入为 2.4 亿美元，市场份额为 3%。

图表 9：信息流广告市场格局



资料来源：百度财报、第一上海预测

信息流广告的市场格局暂未稳定，各家用户并不完全一致，均会受益于行业的增长

虽然目前今日头条处于领先优势，但是百度等也在发力追赶，市场格局并没有稳定。同时，各家产品的用户群体并不完全一致，吸引的广告预算也不尽相同，在信息流广告市场还在高速增长的情况下，各参与者均会受益于市场的扩大。

竞争者情况

今日头条的优势在于算法，拥有先发优势

今日头条截止 2017 年 7 月 31 日，DAU 已经达到了 1.2 亿。收入主要来自于信息流广告，目前进行商业化的主要有今日头条 App、抖音、西瓜视频、内涵段子等。在用户规模不断扩大的同时，广告目标呈现飞速增长：2016 年 60 亿元（已超额完成），2017 年 150 亿元，2018 年预计在 300-500 亿元，2020 年信息流广告的广告营收目标则是 100 亿美元。

今日头条的优势在于其以算法起家，技术能力强，推送信息的相关性强。同时，作为较早进入信息流领域的玩家，拥有先发优势，留存了大量的用户。但是，今日头条需要加大内容方面的投入。

微博的优势在于其社交媒体平台的稀有资源属性，能够吸引内容和广告

微博的 MAU 3.76 亿，DAU 1.65 亿。通过下沉低线城市、改进信息流算法（兴趣+社交），活跃用户数不断上升，用户黏性稳定，信息流刷新次数增加。2017 年三季度广告收入 2.77 亿美元，54%来自于信息流广告。

微博的优势在于其社交媒体平台的稀有资源属性，能够不断吸引内容生产者聚集，并依靠自身的影响力推出新的功能和广告产品，扩大广告客户群体，强化货币化能力。

百度的优势在于天然流量导入，用户主动搜索暴露出的数据，信息流以用户体验为主，Ad load 低，有巨大的增长空间

百度信息流 DAU 迅速超过 1 亿、MAU 超 6 亿，年化收入已超过 10 亿美元。百度在信息流方面的优势在于手机百度天然的流量导入，以及用户主动搜索暴露出的兴趣等，能够帮助信息流获取用户流量和行为数据，有利于提高推荐的精准程度。同时，百度信息流仍然以用户体验为主，Ad load 低，仍有巨大的增长空间。但是，百度的市场反应能力较慢，进入时机晚，百度产品的生态体系有待打通。

公司竞争优势

内容优势

信息流的核心是内容，公司凭借多年的媒体和内容编辑经验，拥有内容优势

信息流是一种内容分发，内容通过平台搭建的算法产生流量。算法只能够提升内容推送的精准度和匹配度，增加用户的黏性。但是，平台若需要持续的流量，就需要有源源不断地新的内容产生。内容是信息流的核心。公司在内容生产方面具有优势。

凤凰新闻平台的内容约 40%为独家版权，凤凰号与一点号目前拥有超过 50 万个自媒体账户

与今日头条等移动时代起家的内容分发平台不同，公司从 PC 时代的门户网站开始累积了大量的内容资源，编辑能力强，母公司凤凰卫视也能输出部分视频内容。目前，凤凰新闻平台的内容 10%来自于凤凰卫视，约 30%来自于凤凰新闻自制内容（目前约有四五百人的采编人员），其余来自第三方媒体（如新华社、路透社等）和自媒体，约 40%的内容为独家版权、自主生产。同时，凤凰新闻的自媒体（凤凰号）已与一点资讯（一点号）相互打通，目前拥有超过 50 万个自媒体账户，同比增长 5 倍。

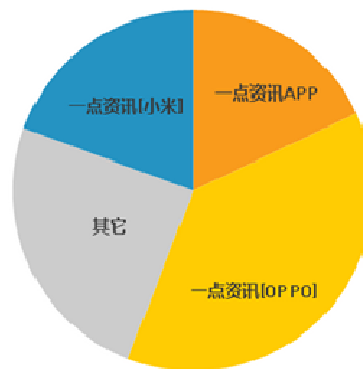
而今日头条虽然用户规模较大，算法较强，但是很多媒体内容都在去头条化，这也导致了其内容不足，内容消费以视频形式为主。虽然今日头条也推出了头条号鼓励内容生产，但是其头条号的内容大部分都不是独家的；而独家内容一般都需要平台给予较高的激励，从而影响盈利能力。

流量优势

一点资讯凭借股东小米和OPPO的导流，获客成本低

一点资讯的股东包括小米和OPPO，其中小米是通过资源和现金入股，而OPPO是通过资源入股。目前，一点资讯已经实现了在小米和OPPO手机的全面预装。OPPO和小米现在占了全国手机销量很大的份额，根据IDC数据，2017年第三季度，OPPO和小米分列手机销量榜的第二和第四位，市场份额分别为18.8%和13.7%。凭借着小米和OPPO的预装带来的获客成本会相对较低。2017年8月，OPPO与小米将预装的一点资讯APP进行了品牌露出，将所有机型里面的新闻资讯改回到了一点资讯，有望进一步提升一点资讯的品牌认知度。

图表 10：一点资讯用户生态流量结构



资料来源：QuestMobile

牌照优势

一点资讯拥有互联网新闻信息服务许可证，一点号是首家拥有新闻牌照的自媒体平台，将会进一步强化内容优势

一点资讯在2017年10月31号获得了国家互联网信息办公室颁发新规后的第一张互联网新闻信息服务许可证，也是首家获得新闻牌照的民营资讯客户端企业，同时一点号也是首家拥有新闻牌照的自媒体平台。我们认为，一点资讯获得的牌照，尤其是独有的自媒体牌照，能够有效吸引机构媒体入驻，增加平台内容的丰富度和权威性，进一步强化内容优势。

财务分析

2017年第三季度业绩

2017 Q3，总收入4.256亿元，归属于公司的净利润为3290万元

2017年第三季度，公司总收入4.256亿元，同比增长18.2%。其中，广告业务的净收入为3.631亿元，同比增长17%；付费业务收入为6243.6万元，同比增长25.9%。毛利2.374亿元，同比增长34%。毛利率为55.8%，Non-GAAP毛利率为56%。归属于公司的净利润为3290万元，同比增长3.8%，净利率为7.7%，同比下降1.1个百分点。每ADS收益为0.46元，同比增长3.7%。Non-GAAP归属于公司的净利润为3440万元，同比增长38.9%，Non-GAAP净利率为8.1%，Non-GAAP每ADS收益为0.48元。

图表 11: 2017 Q3 公司业绩摘要

000RMB	2017 Q3	2017 Q2	QOQ	2016 Q3	YOY
总收入	425,560	393,266	8.2%	360,022	18.2%
-广告业务	363,124	338,725	7.2%	310,439	17.0%
-付费业务	62,436	54,541	14.5%	49,583	25.9%
毛利	237,375	225,422	5.3%	177,095	34.0%
毛利率	55.8%	57.3%		49.2%	
归属于公司净利润	32,894	24,931	31.9%	31,695	3.8%
Non-GAAP归属公司净利润	34,376	29,264	17.5%	24,751	38.9%

资料来源: 公司资料, 第一上海整理

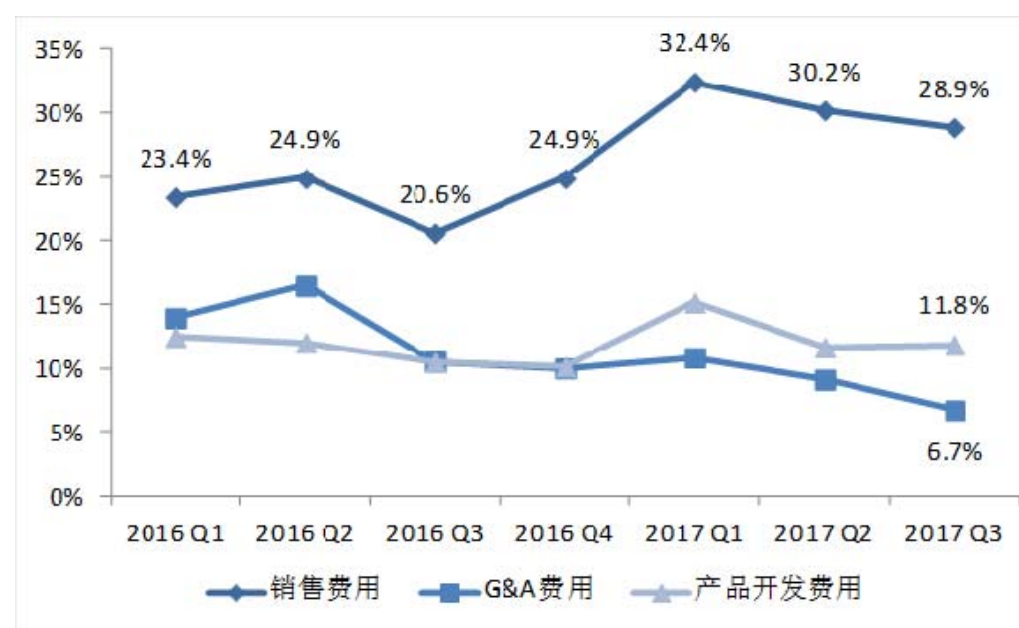
成本结构

2017 Q3, 销售费用 1.23 亿元, G&A 费用 2865 万元, 产品开发费用 5041 万元

2017 年第三季度, 运营费用共计 2.02 亿元。其中, 销售费用 1.23 亿元, 收入占比 28.9%; G&A 费用 2865 万元, 收入占比 6.7%; 产品开发费用 5041 万元, 收入占比 11.8%。

从 2016 年第一季度开始, 销售费用的收入占比呈现上升的趋势, 2017 年一季度达到顶峰后有所下降, 而 G&A 费用的收入占比在逐步下降, 产品开发费用较为平稳。

图表 12: 2016 Q1-2017Q3 公司各项费用占收入比重



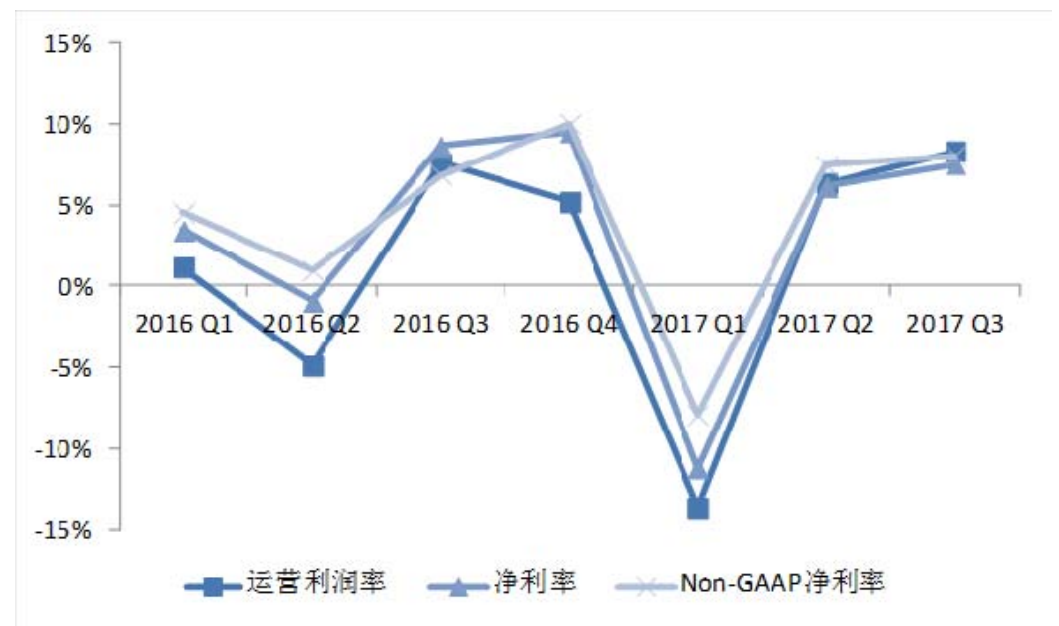
资料来源: 公司资料, 第一上海整理

盈利能力

2017 Q3, 净利率和 Non-GAAP 净利率仅为 8%

从 2016 年第一季度开始, 公司的盈利能力较低, 且不够稳定。2017 年第三季度, 净利率和 Non-GAAP 净利率仅为 8%。

图表 13: 2016 Q1-2017 Q3 公司盈利能力



资料来源: 公司资料, 第一上海整理

盈利预测

2017-2019年, 总收入为15.58、17.47和18.58亿元, CAGR为9.2%

我们预测, 2017-2019年, 公司的总收入为15.58、17.47和18.58亿元, 同比分别增长7.8%、12.2%和6.3%, CAGR为9.2%。归属于公司的净利润为4136.9、6711.8和7784.5万元, 同比分别增长-48.7%、62.2%和16%, CAGR为37.18%。

图表 14: 2014-2019 年公司盈利及预测

000RMB	FY 2014	FY 2015	FY 2016	E FY 2017	E FY 2018	E FY 2019
总收入	1,637,860	1,609,196	1,444,907	1,557,958	1,747,417	1,857,759
毛利	856,228	779,810	718,100	814,733	897,449	934,276
运营成本	(618,591)	(700,836)	(682,728)	(778,979)	(830,023)	(854,569)
净利润	262,119	72,385	78,220	38,500	63,675	73,713
归属于公司净利润	263,091	73,584	80,611	41,369	67,118	77,845

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

目标价 9.61 美元, 买入评级

我们采用分部估值法对公司进行估值。

广告业务估值 18.1 亿元;
付费业务估值 0; 现金估值
2.95 亿元

广告业务采用 PE 估值法, 根据我们对其 2018 年收入 15.08 亿元的预测, 假设利润率为 12%, 给予 10 倍 PE, 估值为 18.1 亿元。付费业务, 考虑到 MVAS 业务收入将会持续下滑, 给予估值 0。现金根据我们 2018 年 3.28 亿元的预测, 给予 10% 的折价, 估值 2.95 亿元。

一点资讯整体估值 20 亿美元

一点资讯的估值参考今日头条 200 亿美元的估值, 今日头条的 DAU 超过 1.2 亿, 一点资讯的 DAU 5500 万, 但是考虑到二者市场地位的差距, 我们认为一点资讯的估

值为今日头条的 10%，即 20 亿美元。公司持有的一点资讯股份为 38%，考虑到并表的不确定性，我们给予 50% 的折价，该部分股份估值为 25.46 亿元。

分部估值法：目标价 9.61 美元，买入评级 据此，公司的整体估值为 46.51 亿元，1 ADS=8 股，假设人民币兑美元汇率为 6.70，目标价为 9.61 美元，对比 2018 年的 PE 为 10.34 倍。该目标价对比当前股价仍有 42.39% 的上升空间，首次评级买入。

图表 15: 分部估值法

单位：元	估值方法	估值基础	估值乘数	公司所占股份比例	折价	估值
广告业务	PE法	181,008,000	10	100%		1,810,080,000
付费业务				100%		0
现金		327,648,544	1	100%	10%	294,883,689
一点资讯	与今日头条相比	134,000,000,000	10%	38%	50%	2,546,000,000
合计						4,650,963,689
折价						
公司总体估值						4,650,963,689
股本数量						577,816,213
每股价值 (RMB)						8.05
汇率 CNY/USD						6.70
每股价值 (USD)						1.20
Per ADS (USD)						9.61

资料来源：第一上海预测

风险因素

政策风险

新闻资讯和内容分发在中国属于受监管的行业，政策敏感性强。虽然一点资讯已经获得了牌照，但是凤凰新闻仍然属于无证经营。若未来政策收紧，将会对公司的业务造成较大的打击。

一点资讯不能如期并表的风险

公司自身的广告业务增长空间有限，PC 端广告面临着行业下滑的情况，移动端广告虽然行业仍在快速增长，但是公司所占的份额也很小。付费业务方面，增值服务业务收入预计仍将继续下滑，增速明显的电子阅读业务的收入贡献仍然很小，且面临着来自阅文集团的竞争。公司未来的收入增长有赖于一点资讯的并表，如果一点资讯不能成功并表，或者不能在市场预期时间内并表，将会给公司的估值造成很大的不利影响。

竞争加剧风险

公司旗下的凤凰网和凤凰新闻客户端面临着来自新浪、网易等传统门户媒体的竞争，一点资讯也面临着今日头条、微博、百度等的竞争。虽然信息流行业仍处于高速增长期，但是随着各家纷纷发力，公司面临的竞争环境严峻。

主要财务报表

损益表						财务能力分析					
单位: 千人民币, 财务年度: 12月30日											
	2015年 实际	2016年 实际	2017年 预测	2018年 预测	2019年 预测	2015年 实际	2016年 实际	2017年 预测	2018年 预测	2019年 预测	
净主营业务收入	1,609,196	1,444,907	1,557,958	1,747,417	1,857,759	盈利能力					
- 主营业务成本	-829,386	-726,807	-743,225	-849,968	-923,483	毛利率 (%)	48.5%	49.7%	52.3%	51.4%	
毛利	779,810	718,100	814,733	897,449	934,276	净利率 (%)	4.5%	5.4%	2.5%	3.6%	
营业开支	-700,836	-682,728	-778,979	-830,023	-854,569	Non-GAAP 净利率	9.0%	5.8%	3.7%	4.8%	
- 行政管理费用	-183,989	-181,677	-124,637	-139,793	-148,621	营运表现					
- 市场营销费用	-346,133	-339,171	-467,387	-489,277	-501,595	行政管理费用/收入 (%)	-11.4%	-12.6%	-8.0%	-8.0%	
- 技术和开发开支	-170,714	-161,880	-186,955	-200,953	-204,353	技术和开发费用/收入 (%)	-10.6%	-11.2%	-12.0%	-11.5%	
营业利润	78,974	35,372	35,754	67,426	79,706	市场营销费用/收入 (%)	-21.5%	-23.5%	-30.0%	-28.0%	
其他收入	18,928	56,937	15,580	17,474	18,578	实际税率 (%)	26.1%	15.3%	25.0%	25.0%	
税前利润	97,902	92,309	51,333	84,900	98,284	股息支付率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
- 所得税支出	-25,517	-14,089	-12,833	-21,225	-24,571	库存周转	0.0	0.0	0.0	0.0	
净利润	72,385	78,220	38,500	63,675	73,713	应收账款天数	113.4	115.1	116.0	117.0	
少数股东权益	1,199	2,391	2,869	3,443	4,132	应付账款天数	123.4	138.1	141.0	145.0	
普通股股东所得净利润	73,584	80,611	41,369	67,118	77,845	财务状况					
折旧与摊销	45,473	41,952	30,797	33,119	35,246	总负债/总资产	29.7%	31.8%	32.7%	33.4%	
Non-GAAP 净利润	145,156	84,277	56,949	84,592	96,422	收入/净资产	89.2%	66.8%	70.7%	76.9%	
主营业务增长 (%)	-2%	-10%	8%	12%	6%	经营性现金流/收入	13.7%	14.1%	-2.9%	12.0%	
Non-GAAP 净利润 增长率 (%)	-52%	-42%	-32%	49%	14%						

资产负债表						现金流量表					
	2015年 实际	2016年 实际	2017年 预测	2018年 预测	2019年 预测		2015年 实际	2016年 实际	2017年 预测	2018年 预测	2019年 预测
+ 现金与现金等同	310,669	202,694	138,174	327,649	334,153	+ 净利润	72,385	78,220	38,500	63,675	73,713
+ 短期投资	769,681	781,298	781,298	781,298	781,298	+ 折旧、摊销	45,473	41,952	30,797	33,119	35,246
+ 应收账款与票据	506,351	405,033	585,231	535,031	666,150	+ 其他非现金调整	115,119	24,055	0	0	0
+ 其他流动资产	344,214	733,667	733,667	733,667	733,667	+ 非现金运营资本变动	-12,165	59,459	-114,751	113,221	-80,324
总计流动资产	1,930,915	2,122,692	2,238,370	2,377,645	2,515,268	经营活动现金流量	220,812	203,686	-45,454	210,015	28,636
+ 净固定资产	80,537	72,087	63,399	54,017	43,883	+ 资本支出	-43,457	-29,282	-19,066	-20,541	-22,131
+ 无形资产	12,404	9,475	6,432	3,236	253	+ 投资增加	0	0	0	0	0
+ 可供出售资产	513,994	939,432	939,432	939,432	939,432	+ 投资减少	0	0	0	0	0
+ 权益投资	11,610	8,809	8,809	8,809	8,809	+ 其他投资活动	-1,213,411	-513,867	0	0	0
+ 其他长期资产	17,746	16,047	16,047	16,047	16,047	投资活动现金	-1,256,868	-543,149	-19,066	-20,541	-22,131
总计长期资产	636,291	1,045,850	1,034,119	1,021,541	1,008,425	+ 已付股利	0	0	0	0	0
总资产	2,567,206	3,168,542	3,272,489	3,399,186	3,523,693	+ 短期拆借变动	123,589	214,712	0	0	0
+ 应付账款	289,148	260,902	313,316	362,001	397,026	+ 长期借款增加	0	0	0	0	0
+ 短期借款	131,046	358,602	358,602	358,602	358,602	+ 长期借款减少	0	0	0	0	0
+ 其他短期负债	322,646	363,575	376,608	390,944	406,714	+ 股本增加	0	0	0	0	0
总计流动负债	742,840	983,079	1,048,526	1,111,548	1,162,342	+ 股本减少	0	0	0	0	0
+ 长期借款	18,368	21,723	21,723	21,723	21,723	+ 其他融资活动	-59,223	2,436	0	0	0
+ 其他长期负债	1,312	1,312	1,312	1,312	1,312	融资所得现金	64,366	217,148	0	0	0
总长期负债	19,680	23,035	23,035	23,035	23,035	期初现金	1,285,847	310,669	202,694	138,174	327,649
总负债	762,520	1,006,114	1,071,561	1,134,583	1,185,377	现金净增减	-975,178	-107,975	-64,520	189,474	6,505
总股东权益	1,804,686	2,162,428	2,203,797	2,270,915	2,348,760	现金余额	310,669	202,694	138,174	327,649	334,153

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关连人仕不会对因使用/参考本报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关连人仕可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外,第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」,「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下,任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务,包括(但不限于)在此档内陈述的内容,皆没有意图提供给美国人。此文件及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。