

SOGO.N 搜狗

审慎增持 (维持)

宏观经济影响明显，收入增长放缓

2019年02月03日

市场数据

日期	2019-02-01
收盘价(美元)	6.10
总股本(百万股)	387
流通股本(百万股)	108
总市值(百万美元)	2360
流通市值(百万美元)	659
净资产(百万美元)	1007
总资产(百万美元)	1463
每股净资产(美元)	2.58

数据来源: Wind

相关报告

《18Q3 正处至暗时刻，期待2019 成本结构改善》
2018-11-07

《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

主要财务指标

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万美元)	1124	1257	1416	1558
同比增长	24%	12%	13%	10%
Non-GAAP 净利润(百万美元)	113	84	89	93
同比增长	5%	-25%	7%	4%
Non-GAAP 营业利润率	5%	5%	5%	5%
Non-GAAP 净利润率	10%	7%	6%	6%
Non-GAAP ROE	11%	8%	8%	8%
Non-GAAP EPS(美元)	0.29	0.21	0.23	0.24
每股经营现金流(美元)	0.33	0.41	0.41	0.41

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

投资要点

- **18Q4 收入符合预期，TAC 成本上升导致净利润同比下降。**1) 公司 18Q4 实现收入 2.98 亿美元 (美元口径 YoY 7%，人民币口径 YoY 12%)，符合 18Q3 guidance; 2) 公司实现 Non-GAAP 归母净利润 0.27 亿美元 (美元口径 YoY -28%)，主要是因为 TAC 成本同比上升 76%，收入占比从 17Q4 的 32% 升至 18Q4 的 50%，导致毛利率自 17Q4 的 51.7% 大幅下降至 18Q4 的 37.5%，因此净利润大幅下降。
- **宏观经济不景气对搜索收入影响明显，19Q1 影响仍存。**1) 2018 全年公司实现收入 11.2 亿美元 (美元口径 YoY 24%，人民币口径 YoY 25%)，Non-GAAP 净利润 1.13 亿美元 (美元口径 YoY 7%)；公司 Q1 及 Q2 收入 YoY 分别为 41% 和 33% (人民币口径)，但下半年受宏观经济影响，主要收入来源搜索广告增速大幅下滑，Q3 及 Q4 收入 YoY 分别为 10% 和 12% (人民币口径)；同时由于 TAC 成本大幅上升、毛利率下降，导致公司 Non-GAAP 净利润仅有小幅上升。2) 公司预计 19Q1 收入为 2.31-2.41 亿美元 (美元口径 YoY -7% 至 -3%，人民币口径 YoY 1% 至 5%)，表明宏观经济不景气对公司搜索收入的压力仍存。
- **投资建议：宏观经济压力仍存，维持“审慎增持”评级。**我们预计宏观经济因素对搜索广告行业的整体影响暂时不会消失，但公司智能硬件产品预计会在 2019 年提高出货量，增加公司收入，因此我们预计公司 2019/20/21 年收入分别为 12.6/14.2/15.6 亿美元，由于 2018 年公司 Q3 及 Q4 均有较大额一次性投资收益，而 2019 年不能延续，加之汇率因素，我们预计 2019 年公司 Non-GAAP 净利润降下滑，2019/20/21 年 Non-GAAP 归母净利润分别为 0.84/0.89/0.93 亿美元，Non-GAAP EPS 0.21/0.23/0.24 美元。我们调整公司目标价至 6.4 美元，目标价对应 2019/20/21 年 Non-GAAP EPS 的 PE 分别为 30/28/27 倍，维持“审慎增持”评级。

风险提示：宏观经济下行；行业政策风险；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。



资产负债表					利润表				
单位: 百万元美元					单位: 百万元美元				
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1222	1325	1466	1581	营业收入	1124	1257	1416	1558
货币资金	185	299	414	532	搜索及搜索相关业务收入	1023	1110	1245	1364
短期投资	851	853	853	853	其它收入	101	146	170	194
应收账款	104	89	113	109	营业成本	693	822	938	1037
预付款项与其他流动资产	40	42	43	43	毛利	431	435	478	521
其他流动资产	41	43	42	43	研发费用	202	206	226	249
非流动资产	241	244	245	245	销售费用	146	143	156	171
长期投资	63	63	63	63	一般及管理费用	38	35	35	39
固定资产	147	151	152	152	营业利润	45	51	60	62
商誉	6	6	6	6	利息收入	8	4	6	9
无形资产	1	1	1	1	汇兑净收益	6	0	0	0
递延税项资产	14	14	14	14	其它收益净额	41	12	12	12
其它非流动资产	9	9	9	9	除税前溢利	100	67	78	82
资产总计	1463	1569	1711	1826	所得税	1	1	1	1
流动负债	456	495	559	593	净利润	99	66	78	81
应付账款	109	111	140	137	归属普通股股东净利润	99	66	78	81
应计其它负债	151	152	152	152	GAAP EPS(美元)	0.25	0.17	0.20	0.21
预收款项	65	84	84	101	Non-GAAP EPS(美元)	0.29	0.21	0.23	0.24
应付职工薪酬	32	42	54	71					
应交税费	60	71	79	87	主要财务比率				
应付关联方款项	38	36	49	45	会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	456	495	559	593	成长性(%)				
股东权益合计	1007	1074	1152	1233	营业收入增长率	23.8%	11.8%	12.6%	10.1%
负债及权益合计	1463	1569	1711	1826	营业利润增长率	-52.4%	13.9%	18.6%	2.1%
					净利润增长率	20.2%	-32.9%	17.3%	4.3%
					Non-GAAP 营业利润增长率	-52.1%	21.1%	5.4%	1.7%
					Non-GAAP 净利润增长率	5.4%	-25.0%	6.8%	3.7%
					盈利能力(%)				
					营业利润率	4.0%	4.0%	4.3%	4.0%
					净利率	8.8%	5.3%	5.5%	5.2%
					ROE	9.8%	6.2%	6.8%	6.6%
					Non-GAAP 营业利润率	5.0%	5.4%	5.1%	4.7%
					Non-GAAP 净利率	9.9%	6.7%	6.3%	5.9%
					偿债能力(%)				
					资产负债率	31.2%	31.5%	32.7%	32.5%
					流动比率	2.68	2.68	2.62	2.67
					速动比率	2.59	2.59	2.55	2.59
					营运能力(次)				
					资产周转率	0.81	0.83	0.86	0.88
					应收帐款周转率	12.92	13.01	14.00	14.00
					每股资料(美元)				
					每股收益(基本)	0.25	0.17	0.20	0.21
					每股收益(摊薄)	0.25	0.17	0.20	0.21
					每股经营现金	0.33	0.41	0.41	0.41
					每股净资产	2.58	2.75	2.95	3.16
					估值比率(倍)				
					PE (Non-GAAP)	21	28	27	26
					PB	2.4	2.2	2.1	1.9

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

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

本公司在知晓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、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、毅蓝星控股有限公司、惠理集团有限公司、游菜互动集团有限公司、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、成志控股有限公司、朗诗绿色集团有限公司、永升生活服务集团有限公司、时代中国控股有限公司、中原银行股份有限公司、云能国际股份有限公司、汇量科技有限公司、国际济丰包装集团和微盟集团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。未经授权的转载，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。