

昆仑万维 (300418.SZ)

核心业务保持稳健, AIGC 布局前瞻

增持

核心观点

头部互联网平台出海企业, 核心业务稳健。 昆仑万维是中国领先的互联网平台出海企业, 现业务已覆盖信息分发、社交、娱乐、元宇宙、游戏及 AIGC 等领域, 用户遍及全球 100 多个国家, 累计月活跃用户近 4 亿。分业务看, 游戏、社交、搜索、广告为公司主要收入来源, 2022 年收入占比分别为 15%/13%/23%/20%, 长期成长性较好, 2012-2022 年收入/净利润的复合增速分别为 18%/16%, 2022 年收入/净利润下滑 2%/26%, 主要由于公司互动采取审慎投资策略导致投资收益减少, 剔除投资影响核心业务盈利能力提升, 归母经营性净利润 (不含投资) 为 6.4 亿, 同比增长 112%。

业务多元化发展, 各业务板块表现良好。 1) Opera 是全球知名互联网品牌, 由传统的浏览器成长为信息分发与元宇宙平台, 平均月活用户 3.24 亿, 为全球最主要流量入口。2) 海外知名社交娱乐平台 StarX 旗下的核心产品 StarMaker 在音乐社交行业处于龙头地位, 现有 K 歌、语音房、直播、休闲游戏等多种在线娱乐场景, 旗下 MusicXLab 已具备成熟专业的全链路 AI 音乐制作和全球发行能力。3) 全球移动游戏平台核心主体 Ark Games 深耕游戏出海市场十余年, 旗下主打产品《圣境之塔》在海外表现出众, 并将于 2023 年在国内发行。4) 闲徕互娱是国内顶级休闲娱乐平台, 对棋牌游戏有深度理解, 始终位居行业 Top2。5) 创业投资板块主要投资于前沿科技和新能源, 增厚公司业绩。

底层大模型+场景应用, AIGC 时代优势凸显。 1) 底层大模型方面: 4 月 17 日公司正式启动与奇点智源合作自研、中国第一个真正实现智能涌现的国产大语言模型——「天工」3.5 邀请测试, 性能接近 OpenAI ChatGPT; 2) 应用方面, Opera 浏览器与 OpenAI 达成合作, 在其浏览器内接入 ChatGPT 功能, 成为继微软 Bing 搜索引擎、Edge 浏览器之后又一家深度集成 AIGC 功能的浏览器; 同时 22 年以来公司发布“昆仑天工”AIGC 全系列算法与模型, 全面布局 AI 音乐、图片、代码等领域多模态内容生成与应用落地。

风险提示: 应用落地不及预期; 技术进步低于预期; 投资业务不及预期等。

投资建议: 看好 AIGC 时代公司的前瞻布局优势, 首次覆盖予以“增持”评级。 我们预计公司 2023/24/25 年归母净利润分别为 13.95/15.36/17.35 亿元, 同比增速 21%/10%/13%; 摊薄 EPS=1.17/1.28/1.45 元, 当前股价对应同期 PE=44/40/35x。公司前瞻布局人工智能, 在 AIGC 科技底座加速成熟的背景下有望成为大模型+应用生态的平台型公司, 首次覆盖予以“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	4,850	4,736	5,113	5,827	6,573
(+/-%)	77.0%	-2.3%	7.9%	14.0%	12.8%
净利润 (百万元)	1547	1153	1395.69	1536.10	1734.76
(+/-%)	-69.0%	-25.5%	21.1%	10.1%	12.9%
每股收益 (元)	1.29	0.96	1.17	1.28	1.45
EBIT Margin	25.5%	32.4%	30.7%	31.6%	31.2%
净资产收益率 (ROE)	14.9%	9.1%	10.2%	10.4%	10.9%
市盈率 (PE)	39.5	53.0	43.7	39.7	35.2
EV/EBITDA	49.0	39.8	41.9	35.5	31.6
市净率 (PB)	5.88	4.81	4.46	4.14	3.82

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

公司研究·财报点评

传媒·游戏 II

证券分析师: 张衡

021-60875160

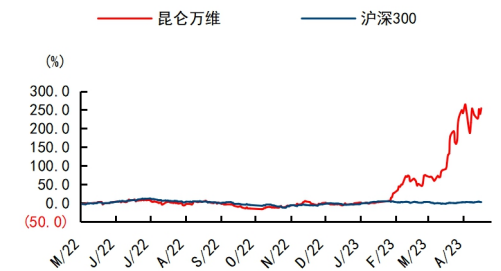
zhangheng2@guosen.com.cn

S0980517060002

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	51.38 元
总市值/流通市值	61431/55849 百万元
52 周最高价/最低价	55.00/11.94 元
近 3 个月日均成交额	3783.35 百万元

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

头部互联网平台出海企业，核心业务成长稳健

昆仑万维是中国领先的互联网平台出海企业。2008年，公司以页游研发和全球发行业务起家，陆续发行《昆仑世界》、《美眉梦工厂》、《武侠风云》等游戏，是第一批进军海外游戏市场的中国厂商。面对互联网行业快速的发展变革，公司积极转型，经过收购Opera、Stargroup等不断拓展业务范围，从游戏公司转型为全球互联网平台，现业务已经覆盖包括信息分发、社交、娱乐、元宇宙、游戏及AIGC等多个领域，用户遍及全球一百多个国家和地区，累计月活跃用户近4亿，发展潜力巨大。同时，多元化发展策略显著提升了公司抵御风险能力，帮助公司穿越经济周期波动。

图1：公司发展历程



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

创始人周亚辉为实际控制人，股权较为稳定。据2022年报，公司创始人周亚辉为实际控制人，直接持股12.2%，通过盈瑞世纪实际持股8.8%；其配偶李琼直接持股11.2%，通过盈瑞世纪持股7.2%。前十大股东合计持股44.0%，股权关系较稳定。

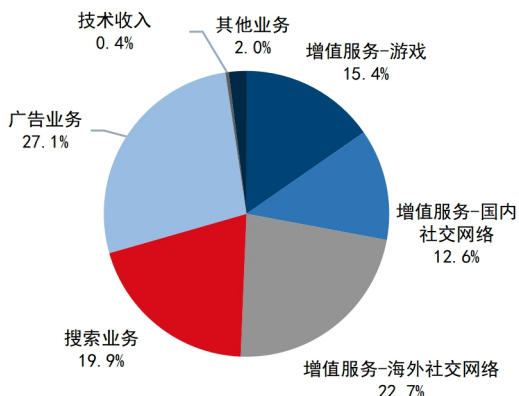
表1：前十大股东情况

股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
新余盈瑞世纪软件研发中心(有限合伙)	189,744,943	16.0
周亚辉	144,844,325	12.2
李琼	132,209,942	11.2
香港中央结算有限公司	15,281,249	1.3
广发中证传媒交易型开放式指数证券投资基金	9,568,862	0.8
中证500交易型开放式指数证券投资基金	7,945,554	0.7
勒伍超	7,415,000	0.6
李越	5,588,370	0.5
蔡强	5,153,076	0.4
易方达创业板交易型开放式指数证券投资基金	4,202,578	0.4
合计	521,953,899	44.0

资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

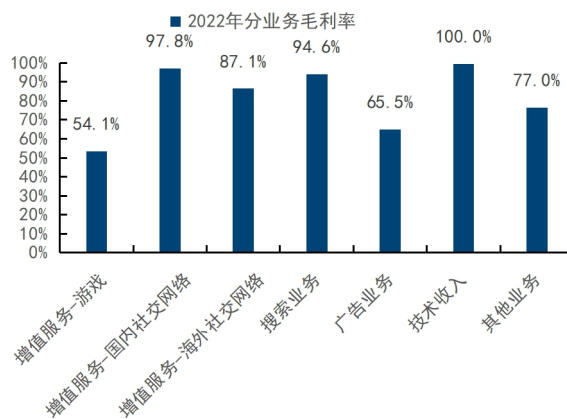
公司为平台型互联网企业，游戏、社交和搜索为主要收入来源。1) 从收入构成上看，2022 年游戏/国内社交/海外社交/搜索/广告业务的收入占比分别为 15.4%/12.6%/22.7%/19.9%/2.1%。2) 从毛利率看，国内社交网络的毛利率为 97.8%，高于海外社交业务（87.1%）；搜索的毛利率也较高，为 94.6%；广告/游戏业务的毛利率分别为 65.5%/54.1%。

图2：2022 年分板块收入占比



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

图3：2022 年分板块毛利率



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

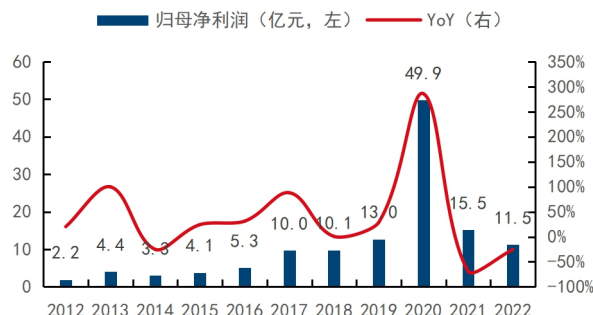
2022 年核心业务保持增长，经营水平持续提升。1) 公司的长期成长性较好，收入从 2012 年的 8.1 亿提升至 2022 年的 47.4 亿，年均复合增速为 17.5%；归母净利润从 2012 年的 2.2 亿提升至 2022 年的 11.5 亿，年均复合增速为 16.3%。2) 从近期表现看，2022 年收入为 47.4 亿元，同比下降 2.3%；归母净利润 11.5 亿元，同比下降 25.5%，公司净利润的下滑主要是由于公司主动采取审慎投资策略和财务核算方式导致投资相关收益同比有所减少，但核心业务仍保持强劲增长，归属于上市公司股东的经营性净利润为 6.4 亿，同比增长 112%。

图4：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）

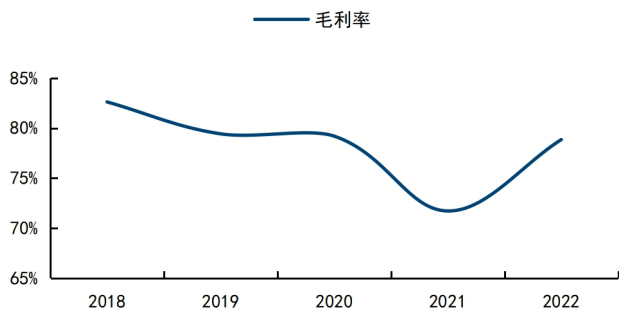


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

毛利率维持较高的水平，2022 年运营策略升级下有所提升。1) 长期看，公司的毛利率维持较高的水平，费用率控制较好。公司的毛利率较高，2011-2012 年在 80% 以上，2013-2016 年在 50%-60% 的水平，2017 年后恢复至 80% 左右的水平。费用率在 45%-60% 之间。2) 从近期表现看，公司 2022 年毛利率为 78.9%，同比提升

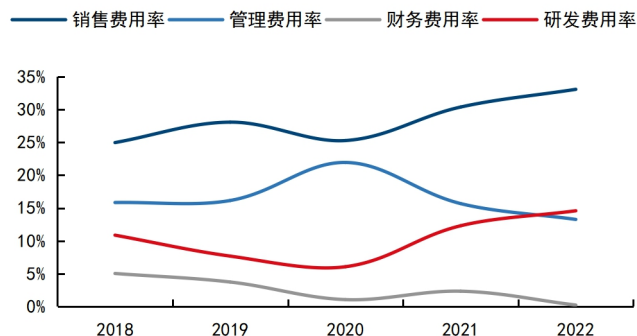
7.1 个百分点，主要得益于海外社交娱乐业务运营策略迭代升级，买了同比提升 35 个百分点；整体费用率同比增加 0.5 个百分点至 61.1%，主要由于销售和研发费用率的增长；销售/研发费用率分别为 33.1%/14.6%，同比增长 2.7/2.3 个百分点；管理/财务费用率分别为 13.3%/0.2%，分别同比下降 2.4/2.1 个百分点。

图6: 公司毛利率及变化 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 公司费用率及变化 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

各业务板块行业地位领先，AIGC 带来新成长机遇

业务发展多元化，各板块均处于行业领先地位

公司是国内首批的游戏出海企业，现已成为全球领先的互联网平台。随着内生外延拓展业务半径，公司形成五大业务板块，分别为海外信息分发与元宇宙平台、海外社交娱乐平台、全球移动游戏平台、休闲娱乐平台、科技股权投资平台，各业务板块在行业内均处于十分领先的地位，各业务之间协同效应良好。

- 海外信息分发和元宇宙板块的核心公司为 Opera。Opera 是全球知名的互联网品牌，已由传统的浏览器蜕变成成长为具有全球影响力的信息分发与元宇宙平台。目前 Opera 业务涵盖广告、搜索、内容分发、元宇宙等多个领域，旗下产品丰富多样，主要包括 Opera Browser、Opera GX、Opera Mini 等 Opera 系列浏览器、新闻聚合平台 Opera News，全面覆盖互联网用户日常信息消费需求，并通过游戏浏览器 Opera GX、游戏开发引擎 GameMaker Studio 以及游戏社区 GX.games 形成游戏开发、发行、消费闭环，进行元宇宙打造。此外，Opera 已与 OpenAI 展开全面合作，提供如“Shorten”等原生 AI 功能，为海外用户提供最前沿的浏览使用体验。截至 2022 年第四季度，Opera 平均月活跃用户达 3.24 亿，已成为全球最主要流量入口之一。
- 海外社交娱乐平台：公司旗下 StarX 是海外知名社交娱乐平台，其核心产品 StarMaker 亦在音乐社交行业处于龙头地位。StarMaker 最早以在线 K 歌为切入点，入局音乐社交。经过产品的快速更新迭代，目前 StarMaker 已经拥有包括在线 K 歌、语音房、直播、休闲游戏等在内的多种在线娱乐场景，并通过家族社交、图文社区等手段降低社交门槛，帮助用户实现破冰，建立并沉淀社交关系链，为用户提供丰富有趣的社交娱乐体验。同时，StarX 积极布局下一代硬件终端，现已推出 StarMaker VR 版，并成功取得 Oculus 开发者认证，现已在 Oculus App Lab 及第三方 VR 内容平台 SideQuest 上线。

此外，StarX 亦大力推进人工智能等前沿技术在业务发展中的应用，旗下 MusicX Lab 音乐实验室现已具备成熟专业的全链路 AI 音乐制作和全球发行能力，成功拓展了汽车、教育、时尚、游戏、娱乐、政府等合作生态，实现了歌曲代销、车载音源、公播音乐、AI 音乐辅学、品牌联名主题曲、有声书及视频配乐等业务落地，并持续探索新商业模式，通过人工智能技术为音乐产业发展赋能。

- 全球移动游戏平台的核心主体为 Ark Games。Ark Games 是集游戏研发、发行、运营于一体的全球移动游戏平台，产品类型覆盖包括 MMORPG、SLG 等在内的多个品类，发行区域覆盖东南亚、欧美、日韩及大陆等全球 150 多个国家和地区。作为游戏出海老兵，Ark Games 拥有经验丰富并且实力强劲的本地化技术及运营团队，通过定制化开发，从题材、画风、玩法等多个维度打造符合当地玩家需求的游戏产品。目前，Ark Games 已深耕游戏出海市场十数年，具有深厚的经验与资源积累，竞争优势较为明显。2022 年，Ark Games 旗下主打产品《圣境之塔》完成港澳台、欧美及日韩等地区的上线。《圣境之塔》在欧美地区上线首日荣登美、加、英、法、德等主要国家免费榜榜首，单日最高流水突破 20 万美元，首月流水突破 300 万美元；在日韩上线获得谷歌商店推荐，并位居畅销榜前列，表现出众，2023 年将在国内发行。此外，Ark Games 还有包括重度 SLG 游戏《战龙崛起》、SLG+射击游戏《D-War》以及 UGC 类游戏《代号 D》等在内的多款游戏储备，未来将陆续在海外和国内上线，释放潜在价值。
- 休闲娱乐业务的核心公司为闲徕互娱。闲徕互娱是国内顶级休闲娱乐平台，其产品主要包括各类地方麻将、斗地主等线上棋牌游戏。同时，基于对棋牌游戏的深度理解，不断进行玩法创新，为用户提供独具创意的休闲娱乐体验。经过多年发展，目前闲徕互娱市场地位稳固，始终位居行业 Top 2。
- 科技股权投资：公司自成立以来，经营性现金流充沛，为更好的进行资金管理，实现资产保值增值，公司依托自身行业优势与经验积累，聚焦前沿科技领域，积极开展对外投资，并取得了亮眼的投资表现，丰厚的投资回报显著增厚了公司业绩。

图8：昆仑万维五大板块业务简介

业务板块	海外信息分发及元宇宙平台	海外社交娱乐平台	全球移动游戏平台	休闲娱乐平台	科技股权投资
对应公司					
涉及领域	广告、搜索、内容分发、元宇宙	以在线K歌为切入点，入局音乐社交，现拥有在线K歌、语音房、直播、休闲游戏等在内的多种在线娱乐场景	游戏研发、发行、运营	线上棋牌游戏、RPG游戏	主要投资前沿科技和新能源。
主要产品	Opera Browser、Opera GX、Opera Mini 等 Opera 系列浏览器、新闻聚合平台 Opera News	StarMaker	《部落冲突》、《魂之觉醒：死神》、《海岛奇兵》、《圣境之塔》等。	地方麻将、斗地主等线上棋牌游戏	/
基本情况	截至2022年Q4，Opera 平均月活跃用户达3.24 亿，已成为全球最主要流量入口之一。	截至2022年末，Starmaker 累计注册用户达 3.1 亿，并在 116 个国家和地区位列音乐/音频类应用下载榜前五，其中 78 个国家和地区位列第一，累计在 148 个国家和地区位列音乐/音频类应用畅销榜前五，其中 130 个国家和地区位列第一。	Ark Games 是公司旗下集游戏研发、发行、运营于一体的全球移动游戏平台，产品类型覆盖包括 MMORPG、SLG 等在内的多个品类，发行区域覆盖东南亚、欧美、日韩及大陆等全球 150 多个国家和地区。	闲徕互娱是国内顶级休闲娱乐平台，为用户提供独具创意的休闲娱乐体验，经过多年发展市场地位稳固，始终位居行业 Top2。	实行“1+1”并行业务结构，一级市场科技股权投资与新能源投资并举

资料来源：公司年报、公司官网，国信证券经济研究所整理

AIGC 驱动生产力突破，公司的前瞻布局优势显著

AIGC 是人工智能的新趋势，成长曲线陡峭，未来将有越来越多的 AI 驱动的生产力工具被整合到 workflow 中，形成生产力革命。

2022 年 12 月 15 日，昆仑万维在北京举行 AIGC 技术发布会，会上昆仑万维 CEO 方汉正式发布了“昆仑天工”AIGC 全系列算法与模型，并宣布模型开源。“昆仑天工”旗下模型包括天工巧绘 SkyPaint、天工乐府 SkyMusic、天工妙笔 SkyText、天工智码 SkyCode，覆盖图像、音乐、文本、编程等多模态内容生成能力。

2023 年 4 月 17 日，公司正式发布千亿级大语言模型“天工”并启动邀请测试，“天工”可通过自然语言与用户进行问答式交互，其 AI 生成能力可满足文案创作、知识问答、逻辑推演、数理推算、代码编程等多元化需求。对目前的版本进行实测后发现，“天工”在文本写作上十分接近 ChatGPT，在中文语境上甚至表现更好。

图9：昆仑天工全系列 AIGC 算法与模型发布



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

公司积极推进前沿技术的探索及应用，与战略合作伙伴一同发力，实现 AIGC 模型算法上的技术创新与突破。2022 年分业务看：1) 海外信息分发与元宇宙平台方面，Opera 已与 OpenAI 展开全面合作，提供如“Shorten”等原生 AI 功能，为海外用户提供最前沿的浏览使用体验。2) 海外社交娱乐平台方面，StarX 旗下 MusicX Lab 在 AIGC 方向取得里程碑式发展成果，成功实现了 AI 作词、作曲、编曲等功能，支持多种语言和音乐风格创作，极大程度上降低了音乐创作的门槛，提升了音乐创作效率。目前，MusicX Lab 创作的歌曲已在全球 180 多个音视频平台发布，成为全球音乐市场一支新的力量。同时，依托可高效供给支持 ISRC 版权认证的高质量 AIGC 音乐能力，MusicX Lab 积极同各领域龙头企业展开合作，帮助企业应对科技变革。

2023 年初，公司将在保持各细分赛道领先地位的同时，推进人工智能业务快速发展以及人工智能与业务的融合。2023 年公司 will 全力推进“昆仑天工”系列模型的研发与迭代升级，不断加强在相关方向的技术积累，以建立昆仑万维在人工智能领域的领先优势。2023 年初，公司对 StarX 和 Ark Games 合并升级为 StarArk，更好地聚焦 AIGC，年内将陆续发布音乐 AI 和游戏 AI 产品。音乐方面，公司在完善现有模型算法的同时，将推出一系列音乐 AI 产品及内容，为创作者、消费者提供更精彩的音乐体验，此外公司将与头部企业合作共同推动音乐 AI 进步，巩固领先地位。游戏方面，公司将通过人工智能技术赋能游戏制作，提高游戏开发的

效率和质量，对企业端可以降本增效，对玩家端可以丰富游戏体验。浏览器方面，在边栏集成热门人工智能生成内容工具；在新闻聚合方面，利用人工智能辅助新闻内容创作；在元宇宙方面，利用人工智能等下一代互联网技术构建更加智能、高效和互联的元宇宙，为用户提供更加丰富多样且个性十足的游戏创作、娱乐消费以及社交互动体验。

展望未来十年，昆仑万维将坚定的“All in”AGI（通用人工智能）与AIGC。为更好地集中精力和资源，后续公司将对除科技股权投资基金和控股型孵化投资（如绿钒新能源）之外的业务进行深化改革，并计划战略简化国内互动娱乐平台闲徕互娱。

投资建议：看好AIGC时代公司前瞻布局优势，首次覆盖予以“增持”评级

我们假设2023-2025年公司的游戏业务收入增速分别为10%/5%/5%，考虑当前公司产品组合以及新品节奏，维持毛利率分别为54%/54%/54%的假设；国内社交网络收入增速分别为-10%/5%/5%，对应毛利率分别为98%/98%/98%（考虑社交业务成本占比较低，维持毛利率水平假设）；海外社交网络业务收入增速分别为-15%/5%/5%，对应毛利率分别为88%/90%/90%（考虑收入增长下边际成本保持稳定，毛利率有所提升）；搜索业务收入增速分别为20%/15%/15%，对应毛利率分别为95%/95%/95%（考虑搜索业务成本占比微小，维持毛利率水平假设）；广告业务收入增速分别为35%/25%/20%，对应毛利率分别为67%/68%/70%（考虑收入增长下边际成本保持稳定，毛利率有所提升）。费用率方面，考虑公司当前业务状况，预计未来三年销售费用率整体稳定、2023-2025年分别为33%、32%、32%；管理费用率方面，预计未来三年分别为12.8%、11.6%、11.8%（考虑到公司在AIGC等领域布局，23年管理费用率有所增加）。

表2: 分项业务收入及毛利率、费用率

	2022	2023E	2024E	2025E
游戏收入	727	800	840	882
YoY	-6.5%	10.0%	5.0%	5.0%
毛利率	54%	54%	54%	54%
国内社交网络收入	596	536	563	591
YoY	-17.6%	-10.0%	5.0%	5.0%
毛利率	98%	98%	98%	98%
海外社交网络收入	1077	915	961	1009
YoY	-22.9%	-15.0%	5.0%	5.0%
毛利率	87%	88%	90%	90%
搜索业务收入	943	1131	1301	1496
YoY	19.8%	20.0%	15.0%	15.0%
毛利率	95%	95%	95%	95%
广告收入	1282	1730	2163	2596
YoY	31.1%	35.0%	25.0%	20.0%
毛利率	65%	67%	68%	70%
销售费用率	33.1%	33.1%	32.0%	31.8%
管理费用率	12.3%	12.8%	11.6%	11.8%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测与估值：我们预计公司2023/24/25年归母净利润分别为13.95/15.36/17.35亿元，同比增速21%/10%/13%；摊薄EPS=1.17/1.28/1.45元，当前股价对应同期PE=44/40/35x。横向估值来看，当前具备AIGC落地场景的二级市场标的估值普遍对应2023年40-100xPE区间，考虑到公司在具备稀缺的底层

大模型以及海外场景落地优势，给予公司 23 年 40-60xPE 估值区间，对应合理股价 46.8-70.2 元；公司前瞻布局人工智能，在 AIGC 科技底座加速成熟的背景下有望成为大模型+应用生态的平台型公司，首次覆盖予以“增持”评级。

表3: 可比公司估值表

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS				PE			
					2020	2021	2022E	2023E	2020	2021	2022E	2023E
300113.SZ	顺网科技	增持	16.18	112	0.13	0.09	(0.23)	0.16	124	184	(70)	101
300459.SZ	汤姆猫	增持	8.22	289	0.21	0.20	0.17	0.20	38	41	48	41
000681.SZ	视觉中国	买入	18.5	130	0.20	0.22	0.21	0.33	92	85	89	56

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1985	1000	1785	1590	1459	营业收入	4850	4736	5113	5827	6573
应收款项	666	875	4202	4630	5043	营业成本	1372	1002	1156	1340	1526
存货净额	0	0	827	883	921	营业税金及附加	7	6	15	17	20
其他流动资产	90	65	818	991	1183	销售费用	1473	1566	1691	1927	2174
流动资产合计	4028	3441	7689	8162	8691	管理费用	760	628	682	704	804
固定资产	57	65	231	372	509	财务费用	113	10	(35)	123	85
无形资产及其他	667	700	672	644	616	投资收益	1665	141	(26)	30	20
投资性房地产	11353	12325	12325	12325	12325	资产减值及公允价值变动	979	620	100	100	100
长期股权投资	1794	1029	1009	1009	1009	其他收入	(2207)	(884)	0	0	0
资产总计	17899	17561	21926	22512	23150	营业利润	1562	1401	1677	1846	2085
短期借款及交易性金融负债	1260	679	4138	3222	2271	营业外净收支	(1)	(13)	4	4	4
应付款项	2543	1607	477	552	628	利润总额	1561	1388	1681	1850	2089
其他流动负债	667	475	1402	1578	1791	所得税费用	80	154	187	205	232
流动负债合计	4471	2762	6017	5353	4690	少数股东损益	(66)	81	98	108	122
长期借款及应付债券	19	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1547	1153	1396	1536	1735
其他长期负债	118	256	320	419	421						
长期负债合计	137	256	320	419	421	现金流量表 (百万元)					
负债合计	4608	3018	6338	5772	5111	净利润	1547	1153	1396	1536	1735
少数股东权益	2910	1845	1914	1990	2075	资产减值准备	25	(4)	(27)	0	0
股东权益	10381	12698	13675	14750	15964	折旧摊销	101	75	39	42	46
负债和股东权益总计	17899	17561	21926	22512	23150	公允价值变动损失	(979)	(620)	(100)	(100)	(100)
						财务费用	113	10	(35)	123	85
关键财务与估值指标						营运资本变动	(3926)	(2150)	(5073)	(307)	(353)
每股收益	1.29	0.96	1.17	1.28	1.45	其它	(79)	77	96	76	85
每股红利	0.22	0.09	0.35	0.39	0.44	经营活动现金流	(3311)	(1469)	(3670)	1247	1413
每股净资产	8.68	10.62	11.44	12.34	13.35	资本开支	0	(651)	(50)	(55)	(55)
ROIC	13%	12%	9%	9%	10%	其它投资现金流	(933)	(214)	1444	(11)	(18)
ROE	15%	9%	10%	10%	11%	投资活动现金流	1011	(100)	1414	(66)	(73)
毛利率	72%	79%	77%	77%	77%	权益性融资	(67)	120	0	0	0
EBIT Margin	26%	32%	31%	32%	31%	负债净变化	19	(19)	0	0	0
EBITDA Margin	28%	34%	31%	32%	32%	支付股利、利息	(259)	(112)	(419)	(461)	(520)
收入增长	77%	-2%	8%	14%	13%	其它融资现金流	2463	727	3459	(915)	(951)
净利润增长率	-69%	-25%	21%	10%	13%	融资活动现金流	1916	585	3040	(1376)	(1472)
资产负债率	42%	28%	38%	34%	31%	现金净变动	(384)	(985)	785	(195)	(132)
息率	0.4%	0.2%	0.7%	0.8%	0.9%	货币资金的期初余额	2370	1985	1000	1785	1590
P/E	39.5	53.0	43.7	39.7	35.2	货币资金的期末余额	1985	1000	1785	1590	1459
P/B	5.9	4.8	4.5	4.1	3.8	企业自由现金流	0	(1362)	(3798)	1207	1340
EV/EBITDA	49.0	39.8	41.9	35.5	31.6	权益自由现金流	0	(654)	(311)	189	317

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 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 层
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