

**買入**

2017年11月13日

**經營杠杆效應明顯，利潤率持續攀升**

- **2017年第三季度財報摘要：** 微博的淨收入 3.2 億美元，歸屬於微博的淨利潤 1.011 億美元。淨利率 31.6%，創新高，連續 6 個季度持續上升，經營杠杆效應凸顯。
- **廣告收入有持續增長動力：** 通過下沉低線城市，改進信息流算法，活躍用戶數不斷上升，用戶黏性穩定，信息流刷新次數增加。MAU 3.76 億，DAU 1.65 億。憑藉社交媒體平臺的稀有資源，微博不斷吸引內容生產者聚集，並依靠自身的影響力推出新的功能和廣告產品，擴大廣告客戶群體，強化貨幣化能力。微博故事 MAU 約 4000 萬，微博搜索 MAU 約 1 億，30%的視頻信息為高清視頻格式。ARPU 達到 0.87 美元，仍有提升空間。推出新的廣告投放平臺“超級粉絲通”，提升廣告投放效率，有利於更好地滿足廣告主多樣化的需求，利好廣告收入。廣告的 eCPM 和互動率有超過 20%的增長。
- **視頻佈局進一步完善：** 推出視頻產品“酷燃”，立足於優質短節目視頻服務，進一步完善視頻佈局，為廣告變現提出了新的可能，也解決了微博此前沒有牌照的問題。
- **微博與一直播深度綁定，開始收入分成，暫時占比不大：** 一直播與微博全面深度綁定，微博將獲得更多的大 V 和優秀內容來源，增加變現渠道，完善視頻領域產業鏈。來自一直播的收入分成占比不大，微博與一直播的合作將會轉向秀場直播方向。
- **盈利預測：** 根據微博三季度的強勁收入表現，我們相應上調了 2017 年的全年預測。2017-2019 年，淨收入為 11.35、16.66 和 23.59 億美元，CAGR 為 44%。歸屬於微博的淨利潤為 3.37、5.50 和 8.77 億美元，CAGR 為 61%。
- **目標價 122.79 美元，維持買入評級：** DCF 法估值，假設 WACC 為 9%，長期增長率為 3%，求得微博的合理股價為 122.79 美元，相當於 2017-2019 年的 PE 分別為 81、50 和 31 倍，與現價相比仍有 16.77%的增長空間，維持買入評級。
- **風險因素：** 宏觀經濟放緩的系統性風險、頭條等競爭加劇風險。

**李倩**
**852-25321539**
**Chuck.li@firstshanghai.com.hk**
**主要數據**

行業	TMT
股價	105.16 美元
目標價	122.79 美元 (+16.77%)
股票代碼	WB US
總股數	2.21 億股 (1 ADS = 1 股)
市值	229.92 億美元
52 周高/低	110.48 美元/40.12 美元
每股賬面值	5.09 美元
主要股東	SINA Corporation 49.80%
	Ali WB Investment Holding Limited 31.00%

**盈利摘要**

截至12月31日止財政年度	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 (美元千元)	477,891	655,800	1,135,225	1,666,296	2,359,339
变动	43.01%	37.23%	73.11%	46.78%	41.59%
净利润	34,189	105,664	337,041	549,901	876,651
每股盈利 (美元)	0.2	0.5	1.5	2.5	3.9
变动	145.71%	200.00%	215.07%	63.16%	59.42%
基于105.16美元的市盈率 (估)	657.3	219.1	69.5	42.6	26.7
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%

來源：公司資料，第一上海預測

**股價表現**


來源：彭博

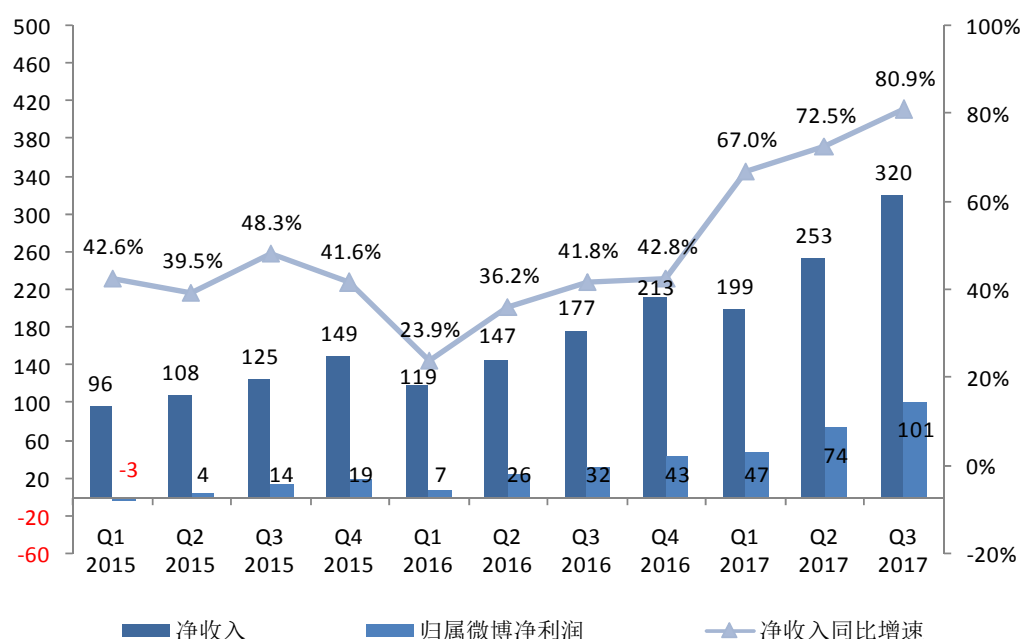
## 2017 年第三季度財報摘要

淨收入 3.2 億美元，同比增長 81%

2017 年第三季度，微博的淨收入達到 3.2 億美元，超過此前公司給出的業績指引 2.9 億-3 億美元，同比增長 81%，為 IPO 以來的最高增速。其中，廣告收入達到 2.768 億美元，同比增長 77%，其中 78%來自移動端；其他收入 4323 萬美元，同比增長 114%。

其他收入中，會員費收入同比增長了 95%，數據服務收入同比增長了 132%。其他收入已經成為公司收入增長的第三個引擎，其推動力之一是已經有超過 8000 萬賬戶開通了微博錢包。

圖表 1:2015 Q1-2017 Q3 淨收入、淨利潤及增速（單位：百萬美元）



資料來源：公司資料，第一上海

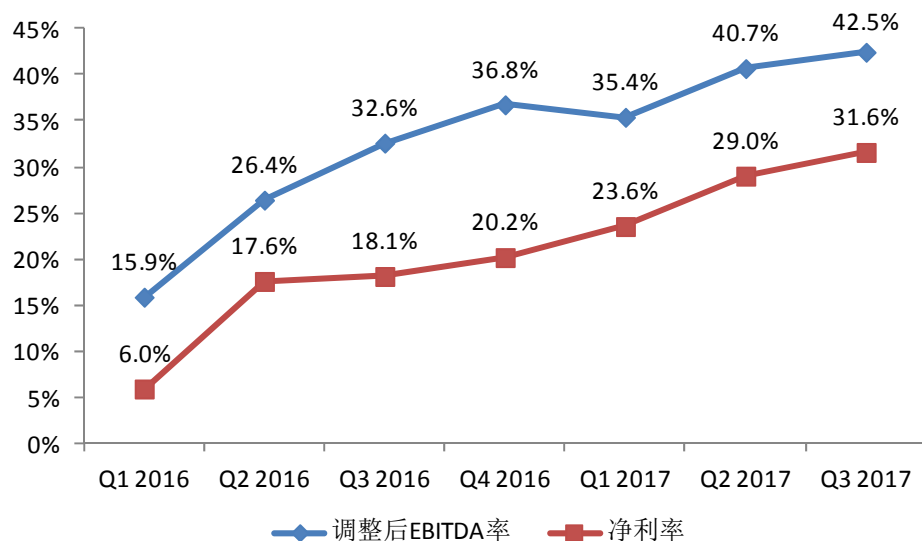
成本和費用共計達到 2.016 億美元，去年同期為 1.34 億美元，主要由於營銷費用、流轉稅和開發費用增加。Non-GAAP 的成本費用為 1.88 億美元，去年同期為 1.22 億美元。

由於收入規模上升，經營  
 經營利潤為 1.85 億美元，去年同期為 4290 萬美元。Non-GAAP 經營利潤為 1.32 億美元，去年同期為 5450 萬美元。所得稅支出 2200 萬美元，去年同期僅為 190 萬美元，主要由於盈利的增長，以及公司在中國境內子公司的稅收地位從免稅變成徵收企業所得稅 12.5% 的稅率。

歸屬於微博的淨利潤達到 1.011 億美元，同比大幅增長 215%。攤薄後 EPS 為 0.45 美元，去年同期僅為 0.14 美元。Non-GAAP 歸屬於微博的淨利潤達到 1.152 億美元，同比大幅增長 111%。Non-GAAP 攤薄後 EPS 為 0.51 美元，去年同期僅為 0.24 美元。調整後 EBITDA 達到 1.359 億美元，同比大幅增長 136%，調整後 EBITDA 利潤率達到 42%，同比上升 9 個百分點，達到歷史新高。

由於收入規模上升，經營  
 由於收入規模上升，經營  
 經營利潤率持續上升，達到 31.6%，創新高。參考 Facebook 最新季度 45.5% 的淨利潤率，我們認為微博的淨利潤率仍有繼續提升的空間。

圖表 2: 2016 Q1-2017 Q3 淨利率、調整後 EBITDA 率



資料來源：公司資料，第一上海

2017 年第三季度，經營活動產生的淨現金為 1.106 億美元，資本支出 440 萬美元，折舊和攤銷費用共計 390 萬美元。截至 2017 年 9 月 30 日，微博共有現金、現金等價物及短期投資 7.37 億美元。

四季度預計淨收入 3.55 億-3.65 億美元

2017 年第四季度，微博預計實現淨收入 3.55 億-3.65 億美元，假設人民幣兌美元的平均匯率為 6.70。

## 其他事項

微博發行了 9 億美元的高級可轉債，將用於公司一般性日常運營，如運營資金需求，以及對潛在互補業務的收購等

2017 年 10 月 30 日，微博發行了 9 億美元的高級可轉債。這部分可轉債到期日為 2022 年 11 月 15 日，年化利率為 1.25%，從 2018 年 5 月 15 日開始每年 5 月 15 日和 11 月 15 日各付息一次。轉股價格為 133.27 美元/ADS，相較 2017 年 10 月 25 日微博股價溢價 47.5%。公司授予最初購買者一項可以額外購買不超過 1 億美元本金可轉債的期權。

此次發行可轉債的淨收益，將用於公司一般性日常運營，如運營資金需求，以及對潛在互補業務的收購等。

根據三季度財報，微博共有現金、現金等價物及短期投資 7.37 億美元，現金充裕。資產負債比率僅為 30.58%，其中負債絕大部分為流動負債，長期負債僅為 111.5 萬美元，占總資產的比率僅為 0.07%。微博此次發行可轉債提高財務杠杆，提升淨資產回報。

董事會維持了相對穩定

2017 年 11 月 2 日，微博召開年度股東大會，曹國偉和張勇連任董事。與此同時，母公司新浪否決了外來投資人試圖進入董事會的提案。

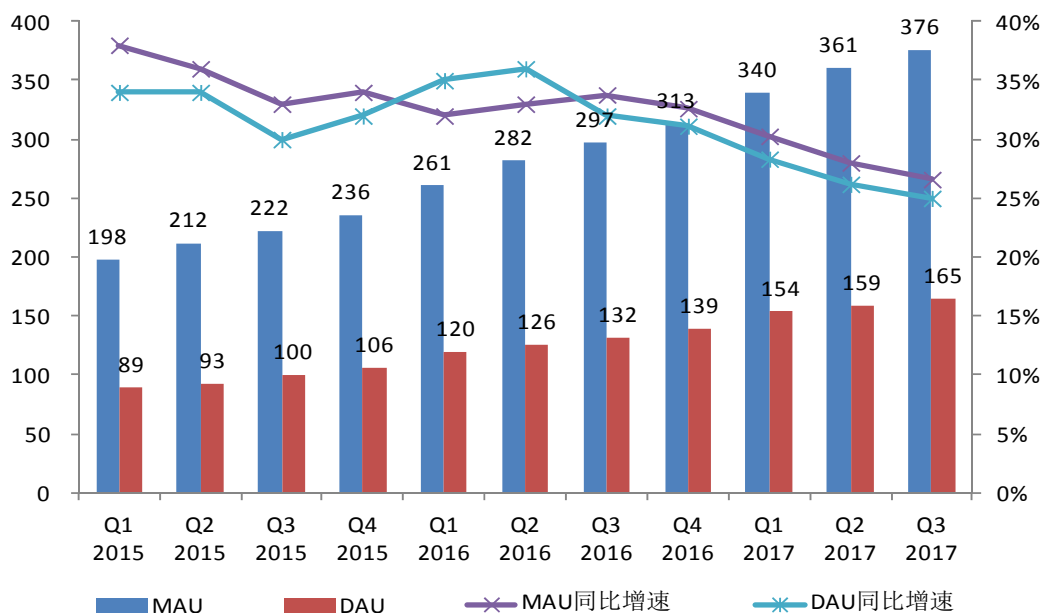
## 業績點評

### 廣告供給：活躍用戶數增加，黏性穩定

MAU 3.76 億，DAU 1.65 億，持續快速增長

2017 年 9 月，微博的月活躍用戶（MAU）達到 3.76 億，同比增長 27%，其中 92%來自於移動端。日均活躍用戶（DAU）達到 1.65 億，同比增長 25%。

圖表 3：2015 Q1-2017 Q3 活躍用戶數及增速（單位：百萬）

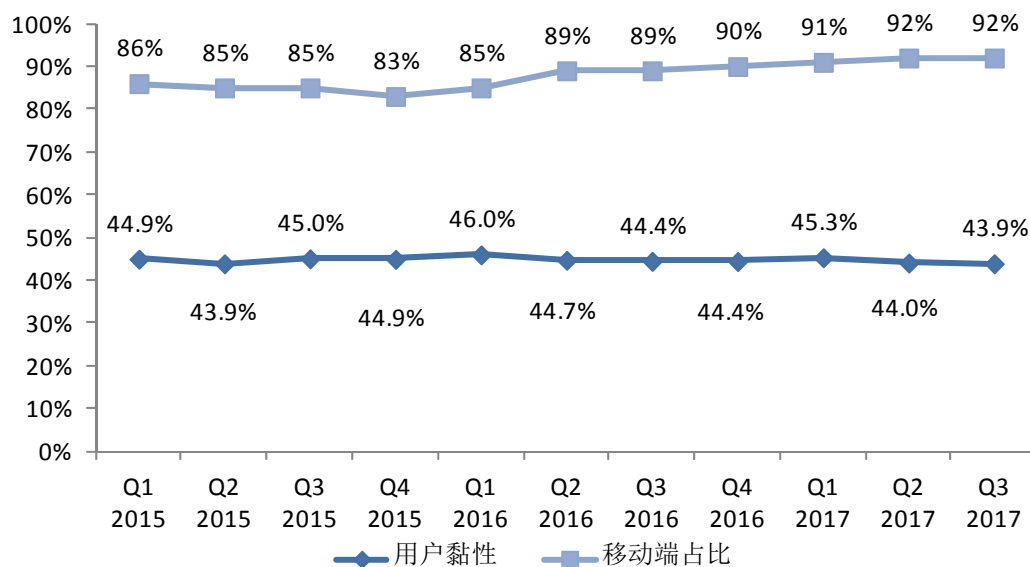


資料來源：公司資料，第一上海

用戶黏性保持穩定

用戶黏性（DAU/MAU）為 43.9%，與上季度大致持平。在用戶持續快速增長的同時，微博仍然保持了相當穩定的黏性。

圖表 4：2015 Q1-2017 Q3 用戶黏性及移動端占比



資料來源：公司資料，第一上海

微博推出極速版，加快建設本地運營團隊，加強和智能手機製造商的合作，更好地實現用戶下沉

活躍用戶的增長和用戶黏性的提升，主要由於公司在在線營銷渠道和三四線城市的校園推廣。公司將會繼續加強和本土智能手機製造商的合作。

今年1月開始，微博開始加快本地運營團隊的建設，以更有效地獲取用戶和市場份額。9月，微博已經覆蓋了超過200個城市，有效地推動了三四線城市用戶的增長。對比年初，來自三四線城市的頭部內容創作者的數量增長了34%，頭部內容創作者發佈內容的數量增長了36%。在未來的幾個季度，微博將會加快速度覆蓋所有三四線城市。

為了更好地下沉，微博推出了微博極速版，僅保留了微博的核心功能，能夠有效地改善低端智能機或者低網速環境的用戶體驗。極速版保留了本地和熱門話題，以降低新用戶的使用門檻。

微博通過改進算法延長用戶的使用時長和頻次，主頁信息流的刷新量同比增長39%

在通過下沉實現用戶增長的同時，微博也通過改進算法延長用戶的使用時長和頻次。

信息流用機器學習替代了原有的推薦引擎。9月，主頁信息流的刷新量同比增長了39%。在關係信息流方面，微博採用了個性化排名的算法，有效地改善了社交內容的消費，用戶參與度環比提升了10%。未來，公司將會持續優化機器學習、數據挖掘、內容識別和選擇技術，以改善用戶的體驗。

## 廣告供給：不斷推出新功能，挖掘貨幣化能力

憑藉社交媒體平臺的稀有資源，微博故事和搜索的MAU快速增加，推出高清視頻、新的廣告形式，深挖貨幣化能力

憑藉社交媒體平臺的稀有資源，微博不斷吸引內容生產者聚集，並依靠自身的影響力推出新的功能和廣告產品，深挖貨幣化能力。

目前，微博合作的MCN超過1000家，覆蓋52個垂直領域。其中，25個垂直領域的月閱讀量超過1000萬，增強了微博的用戶覆蓋度和社交影響力。9月，頭部作者的月信息流瀏覽量同比增長了41%，月瀏覽量超200萬的頭部作者數量同比增長了79%。

9月，日均視頻觀看量同比增長了175%。微博允許用戶上傳高清視頻，目前30%的視頻內容為高清格式。雖然高清視頻給微博帶來了更高的帶寬成本，但是該功能會吸引部分廣告客戶將投放在電視臺和視頻網站的部分預算轉移到微博平臺，有效地擴展了公司的客戶群，提高ARPA值。

微博故事的MAU達到約4000萬

微博故事的MAU達到約4000萬，占整體MAU的比重為10.6%，滲透率還有提升空間。日均故事發佈量環比增長了200%。微博針對KA客戶，開始測試在微博故事中嵌入廣告，反饋良好。

雖然微博故事尚未大規模的貨幣化，但是參考Instagram Story在廣告方面的嘗試，隨著微博故事的用戶增多，未來這部分也能為微博帶來一定的收入。

微博搜索的MAU達到約1億，未來將成為收入增長的新動力

9月，微博搜索的MAU達到約1億，未來將成為收入增長的新動力。

微博搜索主要以搜索人和熱點為主，基於微博的原生內容，於今年下半年開始部分貨幣化。目前，在熱點搜索方面，貨幣化的形式與信息流廣告類似。在垂直領域的搜索，主要針對SME客戶，推出了競價模式。

為電商客戶推出了新的視頻廣告形式，將視頻與APP下載或者購買結合

微博還為電商客戶推出了新的視頻廣告形式，將視頻與APP下載或者購買結合。

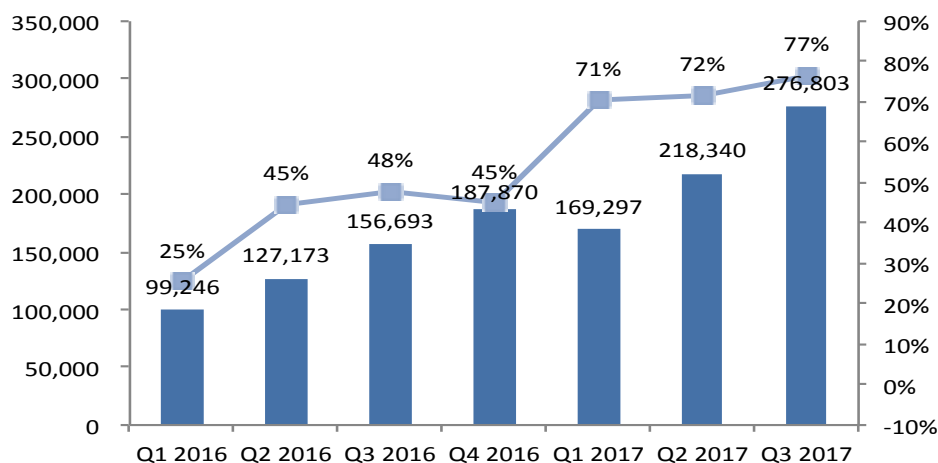
目前，收入占比最大的廣告形式是信息流廣告，占廣告收入的54%，環比上升2個百分點。

## 廣告需求：廣告主數量增加，ARPU 提升，利好收入

廣告收入 2.768 億美元，  
同比增長 77%

廣告收入達到 2.768 億美元，同比增長 77%，其中 78%來自移動端。其中，來自第三方客戶（SME+KA）的收入為 2.515 億美元，去年同期為 1.474 億美元。

圖表 5：2016 Q1-2017 Q3 廣告收入（單位：千美元）



資料來源：公司資料，第一上海

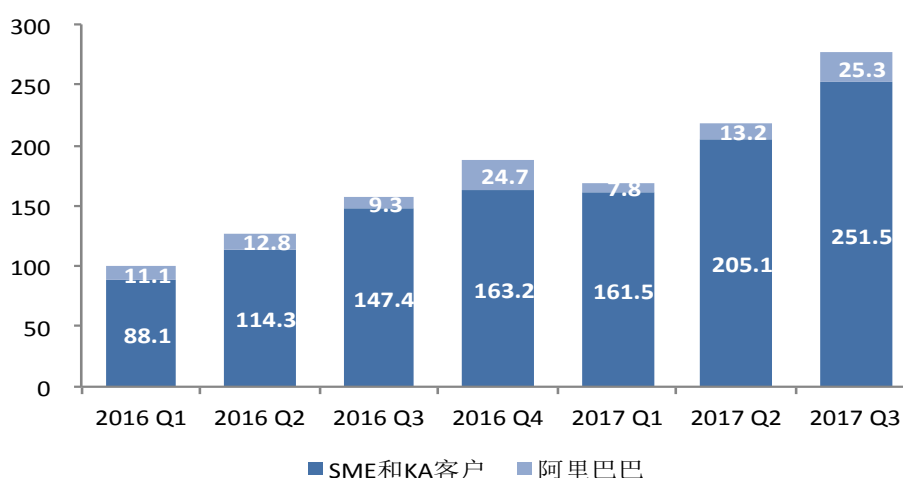
總廣告客戶數量 90.9 萬：KA 客戶數量首次超過 1000，SME 客戶數量達到歷史新高，視頻廣告主數量同比實現雙位數增長

隨著微博用戶的不斷增加，廣告預算將會持續地從傳統媒體向社交平臺轉移。本季度，總廣告客戶的數量達到 90.9 萬，同比增長 21%。其中，KA 客戶的數量同比增長 69%，首次超過 1000，SME 客戶的數量也達到歷史新高。來自 KA 客戶的廣告收入為 1.076 億美元，同比增長了 71%，來自 SME 客戶的收入（包括服務收入）同比增長了 70%。廣告收入的增長主要來自於 APP 下載、電商和 O2O。

視頻廣告主的數量同比實現雙位數增長，但是視頻廣告收入占總廣告收入的比重保持穩定，參考一季度 18%的收入占比，我們預計目前約為 20%左右。

微博從阿裡巴巴獲得的收益並不僅僅是廣告投放，還包括二者在電商、O2O、支付方案、視頻娛樂方面的合作。微博與阿裡巴巴的合作還將持續。

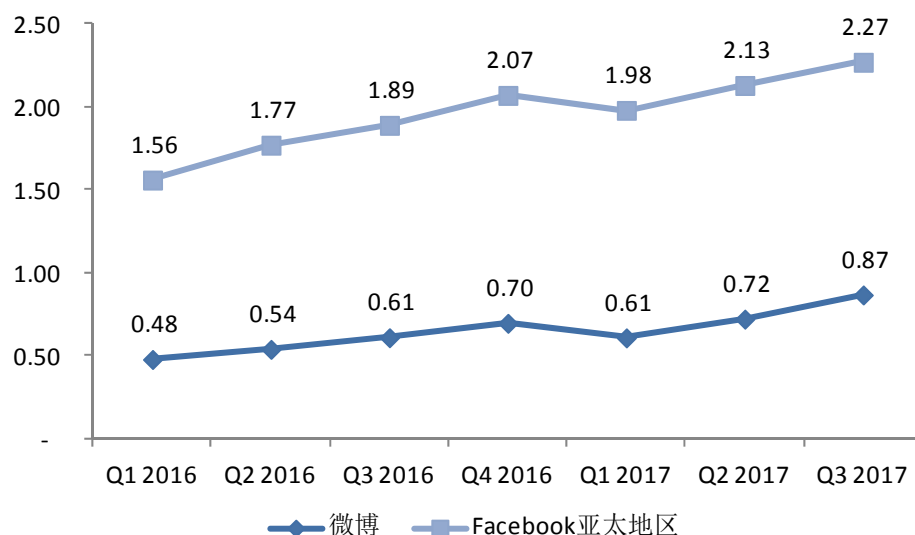
圖表 6：2016 Q1-2017 Q3 廣告收入結構（單位：百萬美元）



資料來源：公司資料，第一上海

ARPU 值 0.87 美元，貨幣本季度，微博的 ARPU 值達到 0.87 美元，貨幣化程度進一步加強。但是對比 Facebook 亞太地區的 2.27 美元，微博的 ARPU 值仍有進一步增長的空間。

圖表 7 : ARPU 值對比 (單位: 美元)



資料來源: 公司資料, 第一上海

## 推出新的廣告投放平臺，效率提升

推出新的廣告系統超級粉絲通，廣告的 eCPM 和互動率都有超過 20% 的增長。本季度，微博推出新的廣告系統超級粉絲通，將所有的廣告產品投放集中在一個系統內。新平臺的推出，能夠提升廣告投放的效率，並提供不同形式廣告的組合優化，有利於更好地滿足廣告主多樣化的需求，將會提高廣告的投放效果，進而吸引更多的廣告預算，利好廣告收入。目前，廣告的 eCPM 和互動率都有超過 20% 的增長。

## 視頻佈局進一步完善

推出視頻產品“酷燃”，進一步完善視頻佈局，為廣告變現提出了新的可能，也解決了微博此前沒有牌照的問題。微博近日發佈新的視頻產品“酷燃”，並將原有的微博視頻改成為一個獨立的頁面。相比之前針對大眾的秒拍和一直播等，酷燃立足於“優質短節目視頻服務”，其節目時長在 30 分鐘之內，並未對普通用戶開放上傳入口，主要是針對專業化的視頻內容製作團隊。

至此，微博在視頻領域的佈局包括：秒拍、酷燃、一直播、微博故事、隨手拍，分別進入短視頻、IP 類短節目視頻、直播、視頻社交、微視頻等各個細分領域。酷燃的推出，在進一步完善視頻佈局的同時，相對較長的節目時長，比短視頻等產品更能適配廣告，也為微博的廣告變現提出了新的可能。

酷燃是由一下科技和微博共同投資與建設的，註冊企業為北京宇晨億榮網絡科技有限公司，擁有視聽節目製作許可證，也解決了微博此前沒有牌照的問題。

## 微博與一直播深度綁定，開始收入分成，暫時占比不大

一直播與微博全面深度綁定，微博將獲得更多的大 V 和優秀內容來源，增加變現渠道，完善視頻領域產業鏈。來自一直播的收入分成占比不大，微博與一直播的合作將會轉向秀場直播方向

近日，一直播與微博宣佈全面深度綁定，一直播負責提供雙端的直播產品和運營服務，微博則提供微博運營服務。與以往只需和一直播簽約不同，公會要和微博簽“運營合約”，和一直播簽“直播相關合約”。在資源方面，微博資源主要集中在粉絲影響力和微博內容上，負責導流；一直播則提供直播內容和禮物收入，負責粉絲沉澱。

一直播還宣佈了“微博超級主播大 V 計劃”，微博與公會共同扶植頭部主播大 V，與一直播合作建立直播 MCN 機構體系。微博會集中 80% 的微博直播運營資源，去捧紅這些“超級主播大 V”（30 名內），提升主播在微博的影響力和商業價值。

對於一直播來說，深度綁定微博、融入微博體系，除了能夠獲得穩定大量的流量外，還能給平臺的主播帶去變現機會。對於微博來說，與一直播的全面合作，能夠獲得更多的大 V 和優秀內容來源，增加變現渠道，完善視頻領域產業鏈。

本季度開始，微博獲得來自一直播的收入分成，但是該部分收入占比並不大。隨著微博將產品與支付系統與一直播融合，一直播的付費用戶數同比增長了 45%。未來，微博與一直播的合作將會轉向秀場直播方向。我們維持此前的觀點，對於直播的收入分成保持謹慎態度。

## 盈利預測

2017-2019 年，淨收入分別為 11.35、16.66 和 23.59 億美元，CAGR 為 44%

根據微博第三季度的強勁收入表現，我們相應上調了 2017 年的全年預測。我們預測，2017-2019 年，微博的淨收入分別為 11.35 億美元、16.66 億美元和 23.59 億美元，同比分別增長 73%、47% 和 42%，CAGR 為 44%。歸屬於微博的淨利潤分別為 3.37 億美元、5.50 億美元和 8.77 億美元，同比分別增長 212%、63% 和 59%，CAGR 為 61%。

圖表 8: 2014-2019 年微博盈利及預測

千美元計除每股	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
淨收入	334,172	477,891	655,800	1,135,225	1,666,296	2,359,339
經營利潤	(22,103)	37,503	140,980	411,025	670,611	1,069,086
歸屬於微博的淨利潤	(65,325)	34,745	108,027	337,041	549,901	876,651
Non-GAAP 淨利潤	(2,313)	68,786	183,463	377,633	594,352	924,985
調整後 EBITDA	28,964	96,359	208,679	393,441	607,105	935,290
攤薄後 EPS	(0.35)	0.16	0.48	1.51	2.47	3.93

資料來源：公司資料，第一上海預測

## 估值：目標價 122.79 美元，買入評級

DCF 估值：目標價 122.79 美元，買入評級

我們採用 DCF 法對微博進行估值。假設 WACC 為 9%，長期增長率為 3%，求得微博的合理股價為 122.79 美元，相當於 2017-2019 年的 PE 分別為 81、50 和 31 倍，與現價相比仍有 16.77% 的增長空間，維持買入評級。



圖表 9：DCF 估值模型

折現年限	高速成長期					穩定成長期					永續期
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
假設	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
<b>(百萬美元)</b>											
自由現金流增長率		73.7%	44.9%	30.0%	20.0%	18.0%	15.0%	11.0%	8.0%	5.0%	3.0%
自由現金流量	352,552	612,236	886,834	1,152,885	1,383,461	1,632,484	1,877,357	2,083,866	2,250,576	2,363,105	2,433,998
折合至2025年的現金流量	352,552	561,685	746,431	890,238	980,079	1,061,003	1,119,407	1,139,946	1,129,488	1,088,039	18,678,002
永續期折現值											41,783,626

WACC	9.00%
長期增長率	3.0%

現金流折現	27,746,870
減：淨金融負債	-753,198
減：少數股東權益+合夥人權益	1,134,991
股本價值	27,365,078
股本數量（預期）	222,859
DCF法之每股價值（美元）	122.79

資料來源：第一上海預測

## 風險因素

### 宏觀經濟放緩的系統性風險

微博的收入嚴重依賴廣告收入，廣告行業受宏觀經濟的影響大。若中國經濟形勢惡化，會對微博的廣告收入有巨大的衝擊。

### 來自百度、微信、今日頭條等競爭加劇的風險

儘管今日頭條和微博的定位存在差異，但是其模式和體量都在慢慢靠近，盈利模式相同，微博面臨競爭風險。但是，考慮到社交的網絡效應，我們認為微博更具優勢。

百度的信息流業務自推出後，憑藉手機百度強大的流量支持，日活躍用戶數迅速超過1億，年化信息流收入超過10億美元，值得持續關注。

# 主要財務報表

## 損益表

单位: 千美元, 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
主营业务收入	477,891	655,800	1,135,225	1,666,296	2,359,339
- 主营业务收入成本	141,960	171,231	227,045	333,259	471,868
毛利	335,931	484,569	908,180	1,333,037	1,887,471
营业开支	298,428	343,589	497,155	662,426	818,385
- 行政管理费用	28,925	41,218	45,340	49,420	53,374
- 市场营销费用	126,059	148,283	266,909	400,364	520,473
- 研究和开发开支	143,444	154,088	184,906	212,641	244,538
营业利润/亏损	37,503	140,980	411,025	670,611	1,069,086
- 利息支出	6,344	8,757	0	0	0
- 营业外亏损净额	-7,067	-39,757	0	0	0
税前利润	36,780	109,980	411,025	670,611	1,069,086
- 所得税支出	2,591	4,316	73,985	120,710	192,436
净利润	34,189	105,664	337,041	549,901	876,651
普通股股东所得净利润	34,745	108,027	337,041	549,901	876,651
折旧与摊销	20,950	13,982	16,424	13,237	10,305
Non-GAAP EBITDA	96,359	208,679	393,441	607,105	935,290
主营业务增长 (%)	43%	37%	73%	47%	42%
Non-GAAP EBITDA 增长率 (%)	233%	117%	89%	54%	54%

## 资产负债表

	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	237,440	364,766	716,418	1,327,755	2,213,689
+ 短期投资	98,439	31,188	31,188	31,188	31,188
+ 应收账款与票据	120,230	134,619	195,063	215,805	301,311
+ 其他流动资产	42,295	66,664	66,664	66,664	66,664
总计流动资产	498,404	597,237	1,009,333	1,641,411	2,612,851
+ 长期投资与应收					
- 总固定资产	101,515	98,801	106,276	114,499	123,132
- 累计折旧	78,665	75,985	91,793	104,546	114,851
+ 净固定资产	22,850	22,816	14,483	9,952	8,281
+ 总计无形资产 - 净值	13,083	11,366	11,650	12,066	12,966
+ 其他长期资产	304,852	405,525	405,525	405,525	405,525
总计长期资产	353,868	451,073	431,658	427,543	426,772
总资产	839,189	1,036,944	1,440,991	2,068,955	3,039,623
+ 应付账款	40,456	48,997	75,411	109,023	154,706
+ 应付负债 (第三方)	138,917	0	0	0	0
+ 其他短期负债	67,326	48,964	48,964	48,964	48,964
总计流动负债	208,775	278,103	304,517	338,129	383,812
总长期负债	2,385	1,483	1,483	1,483	1,483
总负债	211,160	279,586	306,000	339,612	385,295
总股东权益	628,029	757,358	1,134,991	1,729,343	2,654,328

數據來源: 公司資料、第一上海預測

## 财务能力分析

	2015年 实际	2016年 实际	2017年 预测	2018年 预测	2019年 预测
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	70.3%	73.9%	80.0%	80.0%	80.0%
EBITDA 利率 (%)	12.9%	20.0%	31.1%	33.8%	37.6%
净利率 (%)	7.2%	16.1%	29.7%	33.0%	37.2%
Non-GAAP EBITDA 利润率	20.2%	31.8%	34.7%	36.4%	39.6%
<b>营运表现</b>					
行政管理费用/收入 (%)	6.1%	6.3%	4.0%	3.0%	2.3%
市场营销费用/收入 (%)	26.4%	22.6%	23.5%	24.0%	22.1%
研究和开发费用/收入 (%)	30.0%	23.5%	16.3%	12.8%	10.4%
实际税率 (%)	7.0%	3.9%	18.0%	18.0%	18.0%
应付账款天数	91.8	70.9	53.0	45.0	40.0
<b>财务状况</b>					
总负债/总资产	25.2%	27.0%	21.2%	16.4%	12.7%
收入/净资产	5.4%	14.0%	29.7%	31.8%	33.0%
经营性现金流/收入	532.3%	223.6%	106.8%	112.8%	102.1%
税前盈利对利息倍数	5.8	12.6	N/A	N/A	N/A

## 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
+ 净利润	34,189	105,664	337,041	549,901	876,651
+ 折旧、摊销	20,950	13,982	16,424	13,237	10,305
+ 应收账款	348	-978	-60,444	-20,742	-85,506
+ 非现金运营资本变动	93,843	37,363	26,414	33,611	45,684
+ 其他调整	32,641	80,213	40,592	44,451	48,334
经营活动现金流量	181,971	236,244	360,027	620,459	895,468
+ 固定及无形资产变动	-10,858	-13,253	-7,475	-8,223	-8,634
+ 短期投资净变动	67,241	59,442	0	0	0
+ 长期投资净变动	-262,668	-142,934	0	0	0
+ 收购与剥离净现金	-22,025	0	-900	-900	-900
投资活动现金	-228,310	-96,745	-8,375	-9,123	-9,534
+ 员工期权执行费用	7,822	4,183	0	0	0
+ 新浪提供资金	0	0	0	0	0
+ 偿还新浪资金	-2,863	0	0	0	0
+ 其他融资活动	0	-1,148	0	0	0
融资所得现金	4,959	3,035	0	0	0
现金净增减	-47,425	127,326	351,652	611,336	885,934
现金剩余	237,440	364,766	716,418	1,327,755	2,213,689

**第一上海證券有限公司**

香港中環德輔道中 71 號  
永安集團大廈 19 樓  
電話: (852) 2522-2101  
傳真: (852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司(“第一上海”)編制並只作私人一般閱覽。未經第一上海書面批准,不得複印、節錄,也不得以任何方式引用、轉載或傳送本報告之任何內容。本報告所載的內容、資料、數據、工具及材料只提供給閣下作參考之用,並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據的邀請或要約或構成對任何人的投資建議。閣下不應依賴本報告中的任何內容作出任何投資決定。本報告的內容並未有考慮到個別投資者的投資取向、財務情況或任何特別需要。閣下應根據本身的投資目標、風險評估、財務及稅務狀況等因素作出本身的投資決策。

本報告所載資料來自第一上海認為可靠的來源取得,但第一上海不能保證其準確、正確或完整,而第一上海或其關連人仕不會對因使用/參考本報告的任何內容或資料而引致的任何損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會因應不同的假設或因素發出其它與本報告不一致或有不同結論的報告或評論或投資決策。本報告所載內容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其關連人仕可能會持有本報告內所提及到的證券或投資項目,或提供有關該證券或投資項目的證券服務。

第一上海並不是美國一九三四年修訂的證券法(「一九三四年證券法」)或其他有關的美國州政府法例下的註冊經紀-交易商。此外,第一上海亦不是美國一九四零年修訂的投資顧問法(下簡稱為「投資顧問法」,「投資顧問法」及「一九三四年證券法」一起簡稱為「有關法例」)或其他有關的美國州政府法例下的註冊投資顧問。在沒有獲得有關法例特別豁免的情況下,任何由第一上海提供的經紀及投資顧問服務,包括(但不限於)在此檔內陳述的內容,皆沒有意圖提供給美國人。此文件及其複印本均不可傳送或被帶往美國、在美國分發或提供給美國人。

在若干國家或司法管轄區,分發、發行或使用本報告可能會抵觸當地法律、規定或其他註冊/發牌的規例。本報告不是旨在向該等國家或司法管轄區的任何人或單位分發或由其使用。