

百度 (BIDU US)

百度 AI 開發者大會紀要：開放與賦能

- ❖ **AI 開發者大會：賦能、開放。**此次百度 AI 開發者大會關鍵詞為開放、賦能。AI 藍圖已聚焦在兩大具備應用場景的 DuerOS、Apollo 平臺（前臺）上，并以百度大腦+ABC 為底層技術架構（後臺），通過平臺開放、收購合作及基金成立，進而推動 AI 產品的加速落地與解決方案的呈現。其中，我們認為此期大會有如下進展及亮點：1) 戰略重心清晰，發力方向聚焦場景應用；AI 產品化、商業化加速；2) 內部人事傾斜利于業務高效運行；3) 開放態度助于公司豐富數據源、挖掘 AI 後市場盈利點。
- ❖ **DuerOS：語音交互產品加速落地，進展速度取決于場景應用。**我們認為 DuerOS 搭載的語音交互將是公司中短期實現 AI 商業化最便捷的渠道，歸因于：1) 場景應用強。語音交互領域，國外市場已進入白熱化競爭階段，且預計 2020 年智能家居、車載、可穿戴設備中語音交互滲透率將分別達 27%、51%、68%。2) 高達 97%+ 的語音識別準確率、億級數據、領先 NLP 技術讓公司在語音交互的“聽清”、“聽懂”環節具備先天優勢；3) DuerOS 產品陣營已拓展至音響、電視、冰箱等數十個應用領域，與芯片模組方案商、硬件廠商、內容資源方的合作助于其產品的加速落地與“滿足”的觸達。4) 并購（全資收購 KITT.AI）與開放（開放平臺+“小度之家 APP”）助于公司 AI 生態的補充、數據資源的反哺。參照近期國外智能產品的火熱銷售以及國內用戶認知度的提升，我們長期看好公司切入物聯網場景的商業化途徑，但變現進展速度取決于場景應用的滲透、產業整體的普及與爆發。
- ❖ **Apollo：開放 1.0 平臺，量產待產業發展。**Apollo 的核心技術框架由四層組成，其中公司開放軟件及雲服務平臺，硬件及整車平臺則僅提供參考方案及參考能力（e.g. 芯片、傳感器、HMI 設備等），硬件集成與最終生產由汽車供應商采集。Apollo 1.0 推出，開放初始合作夥伴超 50 家，包括整車廠商 15 家。我們認為，公司在自動駕駛領域具備先發優勢，擁有的高精地圖、龐大數據儲備（Road Hackers）及豐富的本地生活服務（e.g. 天氣、路況、娛樂等預裝內容）構築高進入壁壘。而 Apollo1.0 的開放，一方面能加快技術發展和產品迭代從而推動行業發展，另一方面，也有利于公司自身掌控數據入口、拓展汽車後市場，并進行數據的挖掘及增值服務的變現。對 Apollo 長期發展持樂觀態度，但考慮自動駕駛行業整體發展（2019 年 L3~L4 智能駕駛乘用車占比將大幅提升；預計最早于 2020 年實現量產），我們認為該項技術在 2-3 年內依舊為投入期。
- ❖ **維持「持有」評級。**AI 為公司長期增長引擎，但鑒于中短期公司增速的企穩回升取決于信息流廣告、愛奇藝的增量貢獻及核心搜索主業的復蘇，暫維持公司「持有」評級，目標價 188.1 美元，相當于 FY18 23x PE。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額 (百萬元人民幣)	66,382	70,549	85,688	101,423	115,600
調整後淨利潤 (百萬元人民幣)	35,051	11,632	15,047	19,272	23,270
調整後 EPADS (人民幣)	14.5	4.9	6.3	8.1	9.7
EPADS 變動 (%)	148.9	-66.5	29.4	28.1	20.7
市盈率 (x)	12.6	33.2	29.1	22.7	18.8
市帳率 (x)	5.5	4.8	4.1	3.5	2.9
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
權益收益率 (%)	41.9	12.6	14.0	15.2	15.5
淨財務杠杆率 (%)	31.1	30.2	12.1	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際研究預測

持有（維持）

目標價	US\$188.1
潛在升幅	+3.0%
當前股價	US\$182.9

黃群

電話：(852) 3900 0889

郵件：sophiehuang@cmbi.com.hk

TMT 行業

市值(百萬元)	62,923
3 月平均流通量(百萬元)	472.2
5 周內股價高/低(美元)	198/156
總股本(百萬元)	347.3

資料來源：彭博

股東結構

Baillie Gifford	8.8%
Blackrock	4.4%
Capital Group	3.0%

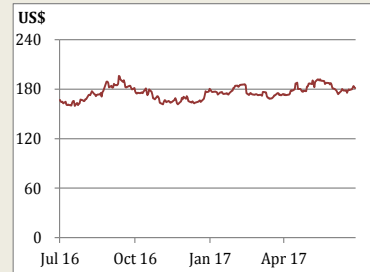
資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-2.3%	0.4%
3-月	5.2%	0.7%
6-月	2.8%	-8.7%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：安永

公司網站：www.baidu.com

AI 開發者大會：賦能、開放

圍繞“開放、賦能”兩大關鍵詞，公司 AI 藍圖已聚焦在兩大具備應用場景的 DuerOS、Apollo 平臺（前臺）上，并以百度大腦+ABC 為底層技術架構（後臺），通過平臺開放、收購合作及基金成立，進一步推動 AI 產品的加速落地與解決方案的展現。

圖 1: 百度 AI 開放生態戰略



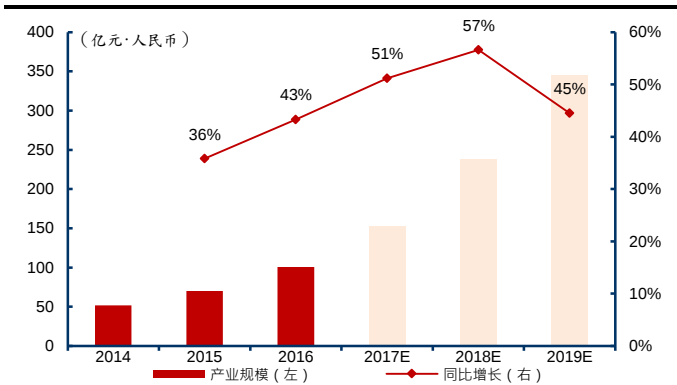
資料來源：百度 AI 大會 PPT

其中，我們認為此期大會有如下進展及亮點：

- 1) **戰略重心清晰，發力方向明確。** AI 的商業化途徑，是數據+算法+軟硬件+場景，進而循環出更大的數據和價值。基于百度搜索大數據、高精地圖優勢，公司切入兩大場景應用最廣泛的語音交互及自動駕駛領域，一改以往獨立分散式、實驗研究式的產品研發風格，助於研發資源的集中發揮。
- 2) **內部人事傾斜助力業務高效運行。** AI 團隊的整合和傾斜（以往兩大 AI 團隊或存在資源、數據非共享狀態）利於業務高效運行。
- 3) **開放態度。** 百度宣布開放 Apollo 和 DuerOS 兩大平臺和 60 項核心 AI 能力，助於公司豐富數據源、挖掘 AI 後市場盈利點。

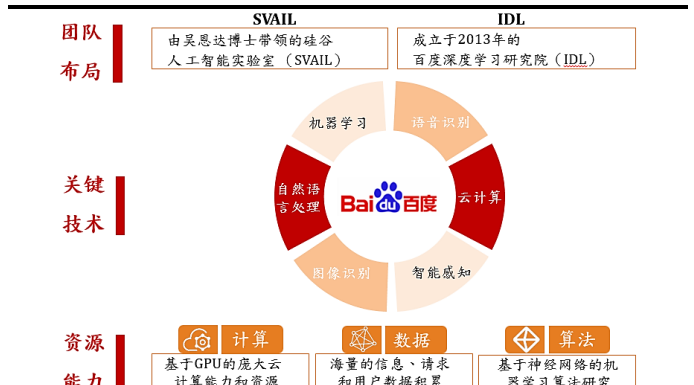
隨著國外市場科技巨頭相繼涌入 AI 領域、AI 融資額持續攀升、專利申請數進入爆發期，我們認為國內 AI 產業將迎來更多消費級應用產品。在人工智能浪潮中，公司在 BAT 中最早進行 AI 研發投入，具備先發優勢。憑藉在技術（領先的大規模神經網絡）、人才（2000+AI 核心研發人員）、數據（萬億級搜索數據、百億級定位數據）三維度的前瞻布局，有望助力公司在後期 AI 產業發展中占據技術制高點。

圖 2: 中國人工智能產業規模及預測



資料來源：艾媒諮詢

圖 3: 百度 AI 布局



資料來源：艾媒諮詢，招銀國際研究

圖 4: 百度人工智能產品系列



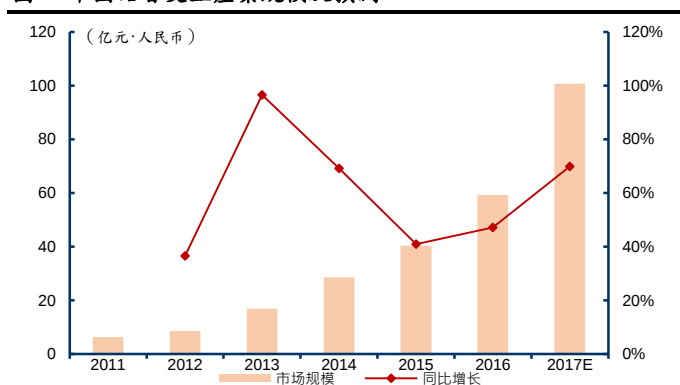
資料來源：艾媒諮詢，招銀國際研究

DuerOS：語音交互產品落地加速，變現路徑清晰

行業春風：“技術突破+市場認知”驅動，車聯網、家居、可穿戴設備風潮興起加速語音交互落地

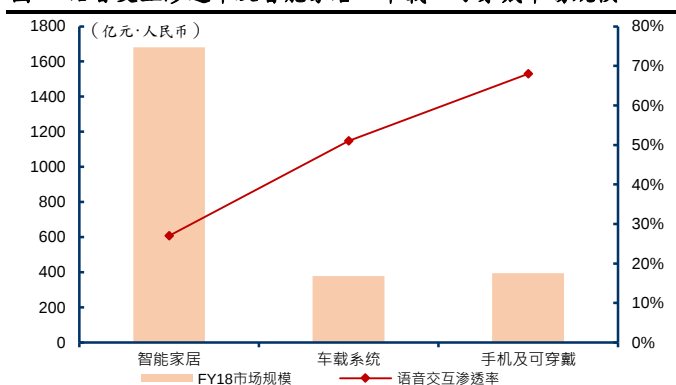
作為 AI 產業鏈的關鍵一環，語音交互技術在語音識別、語義理解、自然語言生成及合成上取得重大突破（e.g. 穀歌語音識別準確率突破 90%、冷喚醒、多輪對話提升）；而車聯網、智能家居、可穿戴設備等垂直領域的需求攀升及加速滲透也助推語音交互從實驗室走向商品化。根據 IDC 對語音對話在各行業滲透率的預測，到 2020 年，智能家居、智能車載、可穿戴設備滲透率將分別達 27%、51%、68%。國外市場對智能語音市場的爭搶已進入白熱化（e.g. Amazon Alexa, Google Assistant, Apple Siri, Microsoft Cortana）。

圖 5: 中國語音交互產業規模及預測



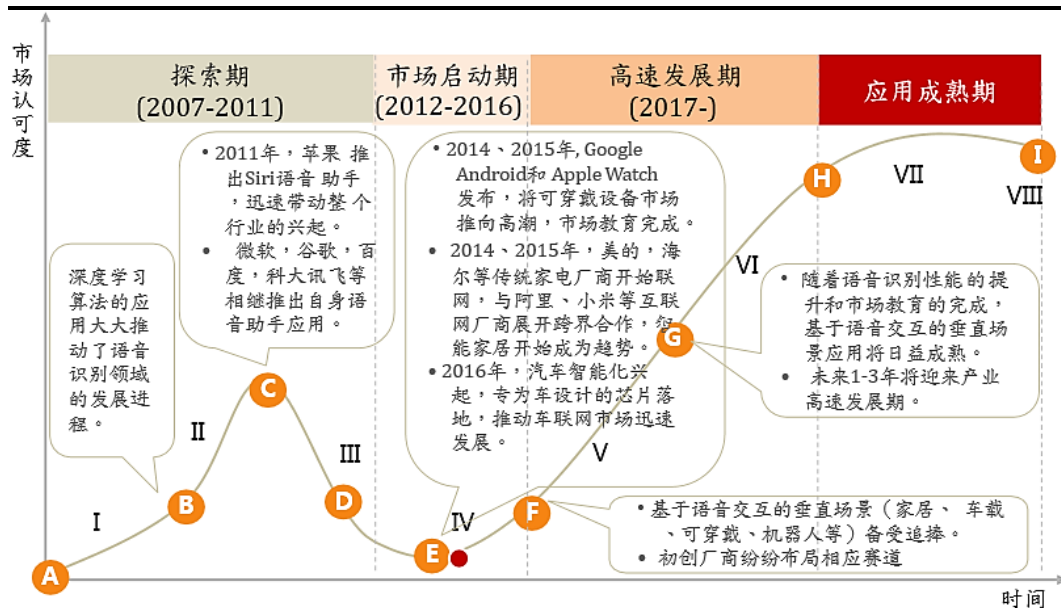
資料來源：易觀、工信部

圖 6: 語音交互滲透率及智能家居、車載、可穿戴市場規模



資料來源：IDC、易觀數據

圖 7: 中國智能語音市場 AMC 模型



資料來源：易觀，招銀國際研究

圖 8: 國外科技巨頭語音交互布局

公司	谷歌	苹果	微软	facebook	亚马逊	Nuance	IBM
深度学习算法	DeepMind	—	—	—	—	—	—
智能语音	SayNow(语音通信) PhoneticArts(语音合成)	—	—	Mobile Technologies (语音识别) Wit.ai(语音交互)	Yap(语音转文本), Evi(语音垂直搜索), Ivona Software(文本转语音)	收购一系列医疗、车载信息和客服呼叫中心解决方案等领域的公司	Cognea (认知计算和对话式AI公司)
自然语言处理	Wavii (新闻阅读应用开发商)	VocallQ(改善人机交互的语言处理), Emotient(面部表情分析和情绪测定)	—	—	—	—	Aichemy API (自然语言能力云平台)
家居	Google Home	Apple TV	与 Insteon 合作	—	Echo	—	—
车载	Google Map	CarPlay	—	—	—	声龙驾驶语音助手	—
可穿戴设备	Google Glass	Apple Watch	Hololens	Oculus Rift	—	—	—
虚拟助手 (移动应用)	Google Assistant, Google Now, 输入法, Google Translate	Siri	小冰, Cortana	机器人助理M项目 计划 Money Penny	—	与苹果合作, 推出 Siri; 手机 OEM (移动语音应用程序)	人脑模拟芯片 SyNAPSE
医疗	—	HealthKit (移动医疗应用平台)	—	—	—	语音转写、实时听写医疗解决方案	Watson
开放平台	—	—	—	—	—	—	—
	开源Tensorflow, 开放语音识别API 开放自然语言理解软件 SyntaxNet的源代码	—	开源AI平台 Project Malmo	开源 Torchnet, 以及 Torch Software AI 软件	开源深度学习和机器学习工具 DSSTNE	—	通过Apache基金会开放System ML的源代码, Watson平台

資料來源：易觀，招銀國際研究

圖 9: 國內科技巨頭語音交互布局

公司		百度	阿里巴巴	騰訊	搜狗
解決方案 (應用層)	家居	Baidu ihome	天貓魔盒	——	魅族電視盒子(搭載搜狗語音技術)
	車載	百度CarLife 百度CoDriver 百度MyCar	阿里雲和上汽合作 研發車載操作系統	路寶APP+路寶盒子	飛歌導航(和四維圖新合作)
	可穿戴設備	百度Inside智能硬件平台， Dulife智能健康平台，百 度手表應用	——	——	——
	虛擬助手 (移動應用)	度秘	阿里小蜜	——	搜狗語音助手
	機器人	小度機器人	——	微寶機器人， 虛擬機器人Dream Writer	——
語音生態系統	系統	Deep Speech (深度識別系統)	YunOS 操作系統	騰訊雲智能語音服務， 第三代機器學習計算平台 Angel(2017年全面開源)	——
	平台	開源PaddleAI平台， 百度語音開放平台	——	語音識別開放平台	搜狗語音于開放平台

資料來源：易觀，招銀國際研究

DuerOS：集數據、技術先天優勢，打造類 AI 時代的安卓

DuerOS 將通過開放語音生態系統（智能設備開放平臺、對話核心體系及技能開放平臺），將語音技術植入硬件，逐步滲透到家居、車載領域，并實現語音交互的“聽清、聽懂、滿足”三要素。目前公司在“聽清”、“聽懂”環節具備先天優勢：1）“聽清”方面：百度的語音識別準確率達 97% 以上，百度深度語音識別系統 Deep Speech2 入選 MIT 2016 十大突破性技術。此外，逐步推進麥克風陣列、回聲消除、波束成型、語音喚醒、人像識別等技術。2）“聽懂”方面：數據多、技術深是聽懂用戶、打造對話的必然條件。數據層面，公司擁有億級用戶請求、十億級的知識圖譜實體、語音調用和音頻數據、千億的圖片和網頁等數據；技術層面，公司在深度學習、自然語言處理技術、多輪對話技術、搜索技術等方面具有深厚的實踐經驗。3）而在“滿足”層面，我們認為公司產品多為垂直式交互（而非類通用型交互），後期對真實場景的滿足尚待更多語境對話的補充及終端設備的連接。

具體措施：收購與開放

全資收購 KITT.AI，進行技術融入。KITT.AI 專注于語音喚醒和自然語言理解，以“熱詞檢測”產品 Snowboy 起家，并開發了對話引擎 ChatFlow，通過集成聊天模塊開放代碼部署，將開發者的聊天機器人部署到 Facebook Messenger、Telegram 和亞馬遜 Alexa 等各個平臺。KITT.AI 于 2017 年 1 月入選了 CB Insights 公布的“最值得關注的 100 家人工智能公司”，曾獲得亞馬遜 Alexa 和 AI2 的投資。

開放平臺+“小度之家 APP”。兩大協議（DCS+DBF）連通 DuerOS 開放平臺，為開發者提供軟硬件一體化方案，包括個人版、輕量版、標準版及一體化參考設計等，能夠低成本、方便靈活地滿足各個類型廠商和開發者不同層次的需求。此外，DuerOS 還推出“小度之家 APP”，方便用戶實現智能設備的統一管理、設置支付方案、共享 AI 資源及內容，也讓開發者能夠自定義開發新的技能。

圖 10: DuerOS 開放的三個層面

小度智能设备开放平台 应用层	参考设计						小度之家 APP
	开发套件			工业 设计	结构 设计	音腔 设计	
	核心接入组件	芯片模组	麦克风阵列				
小度对话核心系统 核心层	语音识别		语音播报		屏幕展示		
	自然语言理解	对话状态控制	对话管理	自然语言生成	搜索		
	知识图谱	网页图谱	需求图谱	地理信息图谱	用户画像		
小度技能开放平台 能力层	原生技能			第三方技能			
	技能开发工具						

資料來源：百度 AI 大會 PPT

產品落地：鏈接“物聯網”，後期增值服務待挖掘

DuerOS 產品陣營已包括音響、電視、冰箱、機器人、玩具、車載、移動設備、手機、耳機等硬件設備。合作夥伴包括：1) 芯片模組方案商，如英特爾、英偉達、科勝訊等；2) 硬件廠商，如哈曼、海爾、HTC、聯想等；3) 內容資源方，如喜馬拉雅、蜻蜓 FM、懶人聽書等。

圖 11: 小魚在家分身魚



資料來源：百度 AI 大會產品展示

圖 12: Armoto 兒童社交機器人



資料來源：百度 AI 大會產品展示

圖 13: Development kit lite 版



資料來源：百度 AI 大會產品展示

圖 14: 聯想智能音箱小度定製版

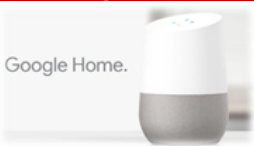


資料來源：百度 AI 大會產品展示

產品案例分析：“分身魚2”

近期與小魚到家合作發布的“分身魚2”產品，搭載了百度 DuerOS 系統，在語音交互、百科問答等方面實現擴展升級。有別于 Amazon Echo/Google Home 等智能音箱產品，分身魚2 切入“家庭陪伴”需求，主打視頻通話、手機遠程遙控。參照 Amazon Echo 近期的火熱銷售（2016 年前 9 個月銷售超過 200 萬台）以及用戶對於該類產品認知度的提升，我們長期看好公司切入智能家居場景的 AI 商業化途徑，後期財務貢獻有待產業整體的普及與爆發。

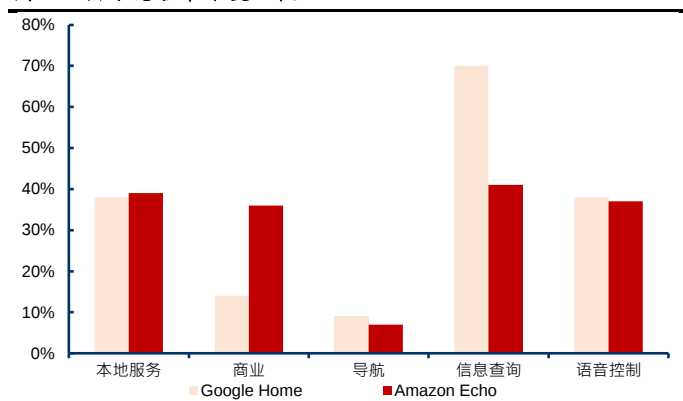
圖 15: 主要智能音箱比較

	Google Home	Amazon Echo	分身魚2
外觀設計			
系統	Google Home	Alexa	Duer OS
發布時間	2016年11月	Echo:2015年6月； Echo Dot:2016年10月	2017年1月
定義	智能音箱	智能音箱	視頻通話機器人
價格	129美元	180美元（Dot 50美元）	3,299人民幣
語音命令	支持	支持	支持
實時待機激活	支持	支持	支持
音樂流媒體的選擇	Google Play Music, Spotify, Pandora, iHeartRadio, TuneIn 等	Amazon Prime Music, Spotify, Pandora, iHeartRadio, TuneIn 等	QQ 音樂等，語音搜索 500W 歌曲
智能家居第三方對接	Nest, Coway 等包括燈控、溫控器、開關三大類以及其他第三方對接產品	Nest, Ecobee, SmartThings, Insteon, Tap, Fire TV 等超過 1000 種智能家居產品	NA
立體聲輸出	通過 Chromecast 支持	Echo, Tap 都不支持；Amazon Dot 支持	支持；且加入 DSP 音效增強
多房間多設備同步播放	通過 Chromecast 支持	不支持	支持；可遠程管理，4 方同屏
亮點功能	日曆、購物清單、計劃表、飛機航班查詢、快遞查詢	日曆、購物清單、計劃表、飛機航班查詢、快遞查詢	鬧鐘提醒、天氣預報、語音電話、百科問答、頭條新聞、購物、健康養生
預測銷量	NA	2016年:520萬台	NA

資料來源：各產品官網，招銀國際研究

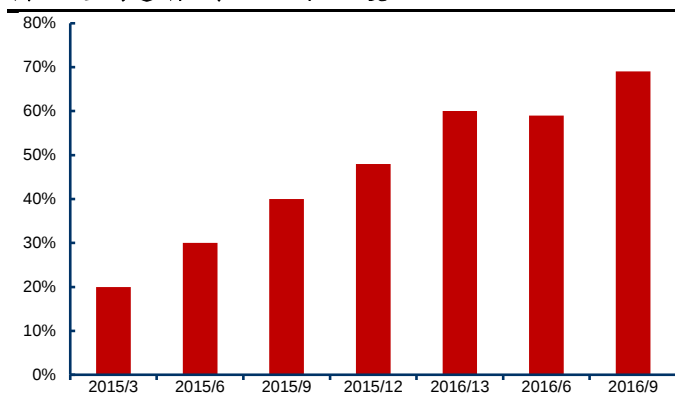
備注：Echo 2016 年預測銷量參考 CIRP 報告

圖 16: 指令應答準確度比較



資料來源：Loup Ventures

圖 17: 亞馬遜用戶對 Echo 的認知變化



資料來源：CIRP，招銀國際研究

Apollo：開放 1.0 平臺，量產待長期發展

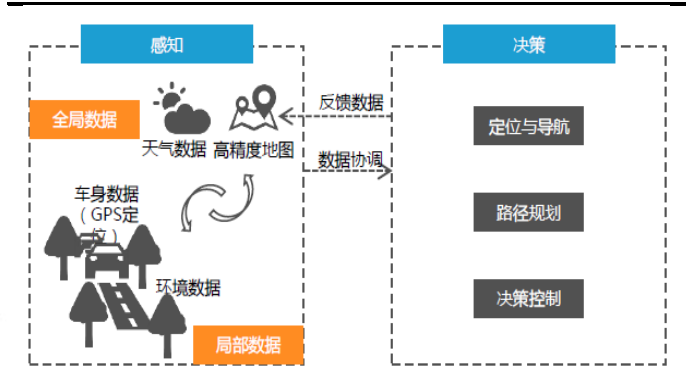
自動駕駛場景需求強，但面市及普及仍需時間。目前我國智能駕駛乘用車大部分處於 L1~L2 等級，結合易觀及產業預判，預計至 2019 年 L3~L4 智能駕駛乘用車占比將大幅提升，最早于 2020 年實現量產。自動駕駛場景需求強，但 L4~L5 類產品的面市及普及，還取決於技術成熟、硬件成本控制與相關法律監管機制的配合。

圖 18: 自動駕駛預判周期



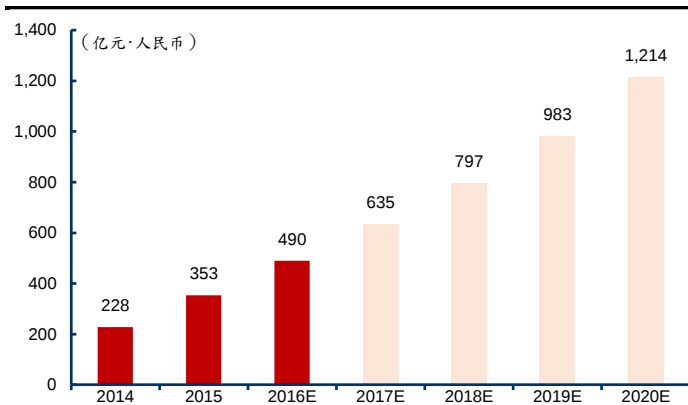
資料來源：億歐智庫

圖 19: 自動駕駛運行機制



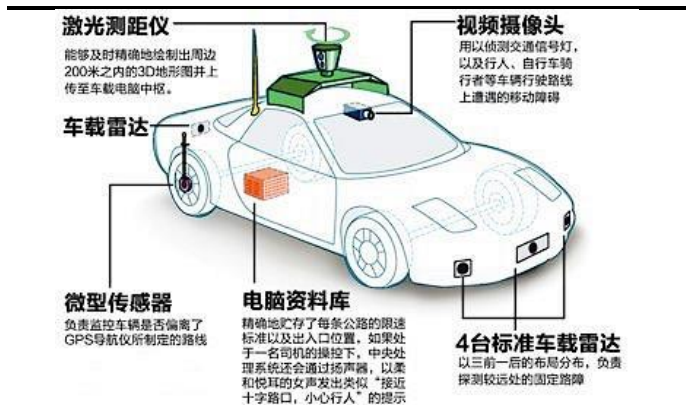
資料來源：CIRP，招銀國際研究

圖 20: 中國智能駕駛市場規模及預測



資料來源：易觀智庫

圖 21: 自動駕駛車輛結構示意圖

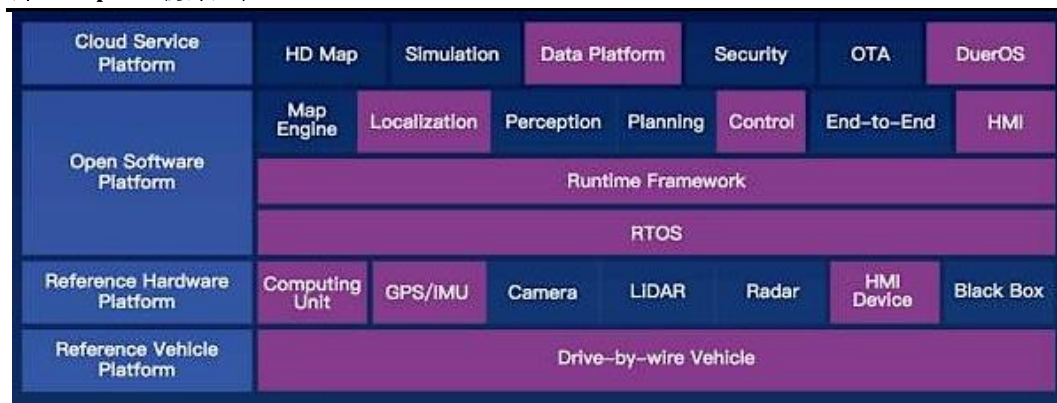


資料來源：百度百科

Apollo 1.0 推出，開放初始合作夥伴超過 50 家，包括 15 家整車廠商（如奇瑞、一氣、長安、長城、博世、大陸等）、集成製造商、芯片廠商、傳感技術企業、研究機構等。Apollo 的核心技術框架由四層組成，其中公司開放軟件及雲服務平臺，硬件及整車平臺則僅提供參考方案以及參考能力（e.g. 芯片、傳感器、HMI 設備等），硬件集成與最終生產由汽車供應商采集。

基於自動駕駛的感知與決策兩大階段，其產業發展高度依賴精密地圖、全域數據，及硬件和芯片的成本和功耗，車輛控制系統。我們認為，公司在自動駕駛領域具備先發優勢，其擁有的高精地圖、龐大數據儲備（Road Hackers）及豐富的本地生活服務（e.g. 天氣、路況、娛樂等預裝內容）幫助其構築高壁壘。而 Apollo1.0 的開放，一方面能加快技術發展和產品迭代從而推動行業發展，另一方面，也有利于公司自身掌控數據入口、拓展汽車後市場，並進行用戶數據和行車軌迹的挖掘及增值服務變現。

圖 22: Apollo 技術框架



資料來源：百度 AI 大會 PPT

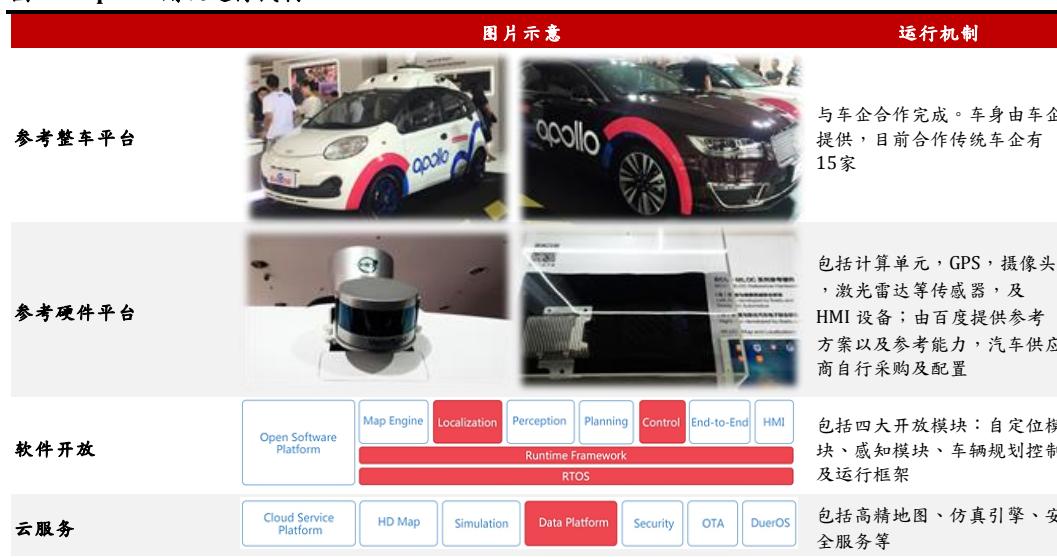
備注：紫色部分為 Apollo1.0 開放部分

圖 23: Apollo 開放路線圖



資料來源：百度 AI 大會 PPT

圖 24: Apollo 開放運行機制



資料來源：百度 AI 大會產品展示及 PPT 整理

此外，公司在市場關注的成本及應用場景層面已逐步改進并提前布局：

- 1) **硬件成本制約**。參考目前公司 L4 汽車配置，我們初步瞭解到其傳感器中 Velodyne 64 綫激光雷達成本約 50 萬，車身兩旁 16 綫激光雷達約 5 萬。雖然有別于穀歌的自製激光雷達（成本下降 90%至 7500 美元），但公司已于 2016 年 8 月投資 Velodyne，助於後期合作及產業鏈補充。此外，我們認為一旦自動駕駛進入量產階段，傳感器等相關硬件的成本將大幅下降（訂單數量決定定價）。
- 2) **應用場景**。自動駕駛的應用場景集中在：高速公路行駛、自動代客泊車及卡車/商用車自動駕駛。而公司已迅速布局相關場景，如投資貨車幫。

Apollo 已開放封閉場地的自動駕駛能力，預計于 2017 年底，輸出在城市簡單路況下的自動駕駛能力；并于 2020 年底前逐步開放至高速公路和普通城市道路上的全自動駕駛。結合自動駕駛產業整體發展速度，我們認為該項技術將最早于 2-3 年後逐漸貢獻財務回報。

利潤表

年結:12月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	66,382	70,549	85,688	101,423	115,600
网络营銷	64,037	64,525	75,763	86,343	94,885
其他	2,345	6,024	9,924	15,080	20,715
销售成本	(27,458)	(35,279)	(39,930)	(46,148)	(51,673)
毛利	38,924	35,270	45,757	55,276	63,927
研发费用	(10,176)	(10,151)	(12,425)	(14,808)	(16,993)
销售及行政管理费用	(17,076)	(15,071)	(17,138)	(19,778)	(21,964)
股权支付支出	-	-	-	-	-
经营利润	11,672	10,049	16,195	20,690	24,970
利息收入	2,363	2,342	3,125	3,699	4,216
利息支出	(1,041)	(1,158)	(1,138)	(1,138)	(1,138)
外汇汇兑损失/收益	182	508	-	-	-
权益法投资收益(亏损)	4	(1,026)	(130)	(130)	(130)
其他	24,728	3,793	-	-	-
税前利润	37,907	14,509	18,052	23,121	27,917
所得税	(5,474)	(2,914)	(3,005)	(3,849)	(4,647)
非控股股东权益	(1,232)	(37)	-	-	-
净利润	32,432	11,596	15,047	19,272	23,270
NonGAAP调整	1,387	1,587	-	-	-
NonGAAP净利润	33,819	13,183	15,047	19,272	23,270

来源: 公司及招銀國際研究部預測

資產負債表

年結:12月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流动资产	69,620	82,239	85,345	89,571	94,730
物业、厂房及设备	10,627	11,294	13,781	16,995	20,750
长期投资	37,959	45,690	45,690	45,690	45,690
土地租赁費用	-	-	-	-	-
无形资产	18,730	19,214	19,834	20,847	22,250
其他	2,304	6,039	6,039	6,039	6,039
流动资产	78,234	99,759	115,477	135,573	158,173
现金及现金等价物	10,056	11,216	26,113	45,304	67,088
应收贸易款项	3,927	4,109	4,930	5,835	6,651
存货	-	-	-	-	-
关连款项	1,941	346	346	346	346
其他	64,250	84,434	84,434	84,434	84,434
流动负债	26,103	46,102	49,880	54,930	59,418
借債	1,075	4,583	4,583	4,583	4,583
应付贸易账款	23,260	34,686	38,464	43,513	48,001
应付稅項	-	-	-	-	-
关連款项	786	459	459	459	459
其他	982	6,374	6,374	6,374	6,374
非流动负债	41,483	43,645	43,645	43,645	43,645
长期負債	33,942	34,471	34,471	34,471	34,471
递延稅項	3,441	3,589	3,589	3,589	3,589
其他	4,100	5,585	5,585	5,585	5,585
少数股东权益	12	(23)	(23)	(23)	(23)
上市公司股东权益	80,256	92,274	107,320	126,593	149,863
净资产总值	80,268	92,250	107,297	126,570	149,840

来源: 公司及招銀國際研究部預測

現金流量表

年結:12月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
年度利潤	32,432	11,596	15,047	19,272	23,270
折旧和摊销	5,837	8,244	8,013	9,119	10,855
营运资金变动	4,237	5,638	2,957	4,144	3,672
其他	(23,084)	(3,219)	-	-	-
经营活动所得现金净额	19,422	22,258	26,018	32,535	37,797
购置固定资产、无形资产及土地	(7,722)	(10,484)	(11,120)	(13,344)	(16,013)
联营公司	(3,874)	275	-	-	-
其他	(19,676)	(25,702)	-	-	-
投资活动所得现金净额	(31,272)	(35,911)	(11,120)	(13,344)	(16,013)
资本变化	(2,624)	837	-	-	-
净银行借贷	10,506	3,252	-	-	-
股息	(59)	(53)	-	-	-
其他	134	10,554	-	-	-
融资活动所得现金净额	7,957	14,591	-	-	-
现金增加净额	(3,893)	939	14,897	19,191	21,784
年初现金及现金等价物	13,853	9,960	10,898	25,796	44,987
汇兑	179	144	-	-	-
年末现金及现金等价物	9,960	10,898	25,796	44,987	66,771
受限制现金	96	318	318	318	318
资产负债表中的现金	10,056	11,216	26,113	45,304	67,088

来源: 公司及招銀國際研究部預測

主要比率

年結:12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
销售组合 (%)					
网络营销	96.5	91.5	88.4	85.1	82.1
其他	3.5	8.5	11.6	14.9	17.9
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增长 (%)					
收入	35.3	6.3	21.5	18.4	14.0
毛利	29.0	(9.4)	29.7	20.8	15.7
经营利润	(8.8)	(13.9)	61.2	27.8	20.7
调整后净利润	164.9	(64.2)	29.8	28.1	20.7
盈利能力比率 (%)					
毛利率	58.6	50.0	53.4	54.5	55.3
税前利率	57.1	20.6	21.1	22.8	24.1
有效税率	14.4	20.1	16.6	16.6	16.6
净利润率	48.9	16.4	17.6	19.0	20.1
调整后净利润率	50.9	18.7	17.6	19.0	20.1
资产负债比率					
流动比率 (x)	3.0	2.2	2.3	2.5	2.7
平均应收账款周转天数	20.9	20.8	21.0	21.0	21.0
平均应付账款周转天数	237.1	296.5	296.5	296.5	296.5
平均存货周转天数	-	-	-	-	-
净负债/总权益比率 (%)	31.1	30.2	12.1	净现金	净现金
回报率 (%)					
NonGAAP资本回报率	43.7	14.3	14.0	15.2	15.5
NonGAAP资产回报率	22.9	7.2	7.5	8.6	9.2
每股数据					
NonGAAP每股盈利(美元)	14.7	4.6	6.3	8.1	9.7
每股股息(美元)	-	-	-	-	-
每股账面值(人民币)	2,291.1	2,654.1	3,087.1	3,641.6	4,311.1

来源: 公司及招銀國際研究部預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表于本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第 49(2)(a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行爲即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。