

下载巨头领跑共享计算 开创区块链3.0时代

——迅雷 (XNET.O) 公司深度报告

2018年12月26日

推荐/首次

迅雷

深度报告

报告摘要:

迅雷是中国领先的云加速技术公司，基于云计算的强大互联网平台，凭借云加速领域的核心技术，集成了包含下载加速、区块链、云计算、影音娱乐等多种产品及服务的迅雷产品矩阵。公司2018年前三季度实现营收1.9亿美元(YoY+58.9%)，其中云计算及其他互联网增值服务营收占比55.0%，同比增长145.3%，公司进入收入爆发阶段。

传统下载巨头踏上共享计算新征程。迅雷通过其领先的P2SP技术和共享经济智能硬件模式实现海量节点资源的CDN服务，作为国内9家拥有全国性CDN经营牌照的公司之一，公司以其独创的共享计算模式，为小米、爱奇艺、快手等众多企业提供领先的分布式云计算服务。共享计算产品星域云已建立包括150万+家庭节点，30Tb/s+储备带宽，1500PB+存储空间的大规模云计算网络，未来随着星域云家庭节点的持续扩张和储备带宽的规模应用，迅雷分布式云计算业务有望持续高速增长。

深耕技术创新搭建开放平台，着力构建迅雷链生态圈。公司以全球领先的百万TPS高并发、秒级确认的领先性能大幅提升了区块链技术的性能水准，超级区块链平台迅雷链作为全球领先的ToC区块链商业生态，已经在社会公益、医疗健康、版权等领域取得了成功探索，未来仍将致力于赋能实体经济，成为ToC现象级区块链应用的摇篮。

数据传输服务独占鳌头，广告营销横向覆盖扩展利润空间。公司作为中国领先的数据传输服务提供商，会员订阅盈利成熟可观，服务用户范围涵盖两百多个国家，为超过4亿用户创造了高效、智能、安全的互联网体验。迅雷广告采取PC+移动双端聚合模式，拥有亿级流量入口，利润持续可期。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司2018、2019、2020年营业收入分别为2.34亿、2.53亿、3.04亿美元，调整后归母公司净利润（净亏损）分别为-0.24亿、-0.19亿、0.18亿美元；每股收益分别为-0.37、-0.29、0.27美元，对应P/E分别为-11.81倍、-15.06倍、15.99倍。对应P/B分别为0.80、0.85、0.80。**首次覆盖并给予公司“推荐”评级。**

风险提示：共享计算业务不及预期；区块链政策变化；会员订阅不及预期

财务指标预测

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万美元)	140.99	201.91	234.22	252.95	303.54
增长率(%)	34.48%	43.21%	16.00%	8.00%	20.00%
净利润(百万美元)	(24.11)	(37.82)	(24.48)	(19.20)	18.08
增长率(%)	NA	NA	35.26%	21.58%	194.16
PE	(10.74)	(27.29)	(11.81)	(15.06)	15.99
PB	0.63	2.68	0.80	0.85	0.80

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师：许磊

010-66554013

xulei_y_js@dxzq.net.cn

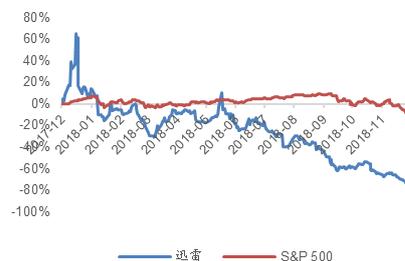
执业证书编号：

S1480517020001

交易数据

52周股价区间(美元)	3.53-24.99
总市值(美元)	236.76M
流通市值(美元)	236.76M
52周日均换手率	2.08%

52周股价走势图



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

目 录

1. 传统下载巨头踏上共享计算与区块链新征程	4
1.1 公司发展历程	4
1.2 会员广告齐头并进，云计算区块链高速成长	5
1.3 重点布局共享计算，迅雷链是未来看点	6
2. 深耕技术创新搭建开放平台，着力构建共享计算生态圈	7
2.1 行业发展态势健康，创新型 CDN 厂商优势显著	7
2.2 分布式云计算独享百万节点，高性价比助力星域云蓄势待发	10
2.3 持续加码区块链开发平台，助力开发者共建迅雷链应用圈	15
3. 数据传输服务独占鳌头，广告营销横向覆盖扩展利润空间	16
3.1 打造云加速产品矩阵，会员订阅盈利成熟可观	16
3.2 广告业务覆盖主流资源，高用户粘性助力营收持续增长	19
4. 投资建议与评级	21
5. 风险提示	22

插图目录

图 1: 公司发展历程	4
图 2: 迅雷营收规模及增速	5
图 3: 迅雷 2018Q3 营业收入构成	5
图 4: 区块链版本更迭	6
图 5: 中国网民数量与网络普及率	8
图 6: 中国 CDN 市场规模预测	8
图 7: 星域云节点与传统 P2P 节点的比较	10
图 8: 迅雷赚钱宝 pro	10
图 9: 玩客云	10
图 10: 玩客云强大的私人网盘功能	11
图 11: 星域云开创性地采用链克作为兑换媒介	13
图 12: 边缘计算业务场景	13
图 13: 函数计算业务场景	14
图 14: 星域 CDN 共享版场景	14
图 15: 边缘存储业务场景	14
图 16: 迅雷云加速产品矩阵	16
图 17: 迅雷 X 下载速度变化曲线、镜像资源和数量	17
图 18: 迅雷 X 的互动社区沟通	17
图 19: 迅雷 X“迅雷口令”功能	18
图 20: 迅雷 X 视频截图功能	18
图 21: 超级会员资费与特权	18

图 22: 白金会员资费与特权.....	18
图 23: 快鸟会员资费与特权.....	18
图 24: 会员等级特权配置.....	18
图 25: 迅雷广告 PC 端资源—关键词推荐.....	20
图 26: 迅雷广告 PC 端资源—右下角 Tips 广告.....	20
图 27: 迅雷广告移动端资源—开机闪屏.....	20
图 28: 迅雷广告移动端资源—下载页信息流.....	20

表格目录

表 1: 国内三大主流 CDN 节点及带宽资源量对比.....	8
表 2: 星域云发展历程.....	12
表 3: 迅雷链应用圈.....	错误!未定义书签。
表 4: 迅雷会员订阅服务的云加速产品.....	19
表 5: 迅雷广告 PC+移动的双端点模式.....	19
表 6: 迅雷真实的广告效果推广.....	20

1. 传统下载巨头踏上共享计算与区块链新征程

1.1 公司发展历程

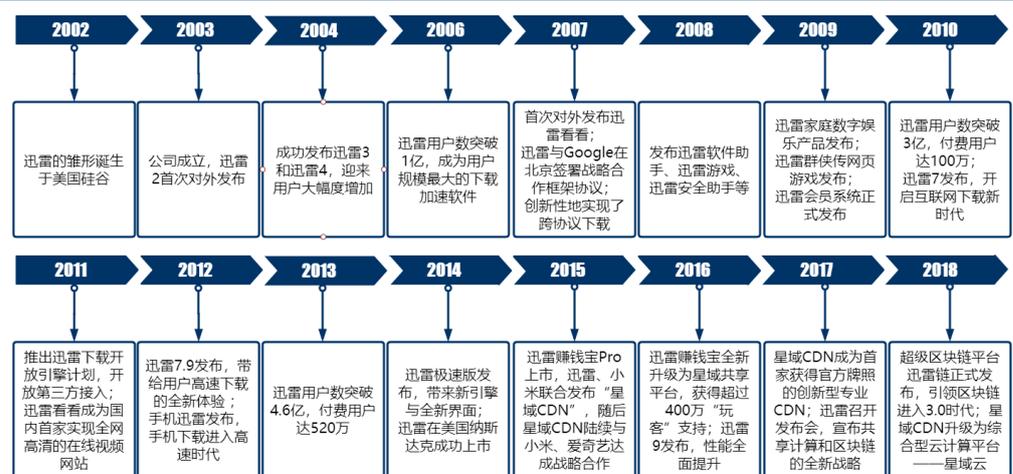
迅雷是中国领先的共享计算和区块链技术公司，基于云计算的强大互联网平台，凭借云加速领域的核心技术，集成了包含下载、游戏、视频、网络加速、CDN 应用等多种服务的迅雷产品平台。公司同时也是中国最大的下载服务提供商，通过其核心产品和服务，迅雷加速器和云加速订阅服务，为用户提供快速便捷的数字媒体内容访问，立足于为全球互联网提供最好的多媒体下载服务，服务用户范围涵盖两百多个国家和地区，为超过 4 亿用户创造了高效、智能、安全的互联网体验。

公司于 2002 年底始创于美国硅谷，于 2003 年回国发展，专注于 P2SP 下载服务。从 2004 年发布具有划时代意义的产品迅雷 4，到 2013 年用户突破 4.6 亿成为市场第一，10 年里公司以其领先的技术和广泛的用户基础发展成为无可动摇的下载巨头。

2014 年，公司开始从传统下载业务转型，并且在纳斯达克正式挂牌上市。2015 年，公司抓住 CDN 市场规模发酵膨胀的时机，通过其领先的云加速技术和分布式智能硬件来扩展节点，实现**无限节点的 CDN 服务模式**，成为创新型 CDN 服务厂商的代表。2017 年公司向市场推出了新一代共享计算智能硬件玩客云，构建了从 C 端到 B 端的全面而立体的共享计算业务模式，开创了“**共享计算**”战略转型的新时代。

2018 年 5 月 16 日，公司发布了星域 CDN 的战略级全新升级产品——星域云，借助共享计算模式下的多种创新技术和产品，向企业开放超高性价比的**分布式云计算服务**。此前，迅雷还发布了自主研发的高性能区块链迅雷链 (Thunder Chain)，性能高达百万 TPS(每秒处理数量)，成为主链的有力竞争者。当其他平台还在为性能发愁时，迅雷链已经在社会公益、医疗健康、版权等领域取得了成功探索，让实体经济上链成为可能，用短短五个月不到的时间，成为**区块链 3.0 时代的代表**。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

1.2 会员广告齐头并进，云计算区块链高速成长

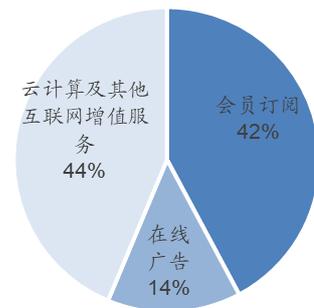
在经历了 2008 年至 2014 年云加速下载行业高速成长的时期，以 P2SP 下载加速技术为代表的数据传输服务带动公司营收高速增长，近三年来云加速下载行业趋于成熟，会员订阅数趋于稳定，公司逐渐转型布局共享计算与区块链业务，在全球经济和行业形势相对走软的环境下，公司各项业务仍保持稳健增长，2018 年前三季度公司总营收达 1.9 亿美元，同比增长 58.8%。

图 2：迅雷营收规模及增速



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图 3：迅雷 2018Q3 营业收入构成



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

公司目前营收主要有三个来源：

第一是会员订阅服务，2018 Q3 实现收入 1910 万美元，占总营收的 42.2%；收入规模较 2017 年第三季度小幅下滑 8%，付费会员数由 2017 Q3 的 418 万降至了 2018 Q3 的 340 万人。尽管付费会员数有所下降，但是用户质量却大幅提升，2018 Q3 单用户平均收入为 38.5 元，相比 2017 Q3 的 33.2 元提升了 16%，成为未来增长点。

第二是在线广告收入，2018 Q3 为 640 万美元，占总营收的 14.1%；收入规模同比增长了 11.3%，主要是由于市场对移动广告业务需求的持续加剧。

第三为云计算及其他互联网增值服务，2018 Q3 为 1980 万美元，同比增长了 8.3%，占总营收的 43.7%。

传统业务方面，得益于公司广泛的用户基础、良好的品牌效应以及优质的产品服务，迅雷会员及广告两大业务稳健发展、齐头并进。新兴业务方面，迅雷大力发展云计算及区块链业务，融合共享经济、云计算及区块链于一体，打造核心竞争优势，业务保持较高增长态势。公司已由之前的会员和广告收入的单核驱动，逐步转变为会员和广告收入+云计算业务的双核驱动。

毛利率方面，公司 Q3 毛利率高达 52.7%，相比 2017 年同期的 35.5%，毛利润显著提升。而其提升的主要原因来自于带宽成本的大幅降低，Q3 季度带宽成本占总营收的 22.6%，而 2017 年同期占总营收的 38.2%。带宽成本下降主要得益于公司独有的共享计算模式。该模式通过玩客云将家庭中的闲置带宽、存储和计算资源收集回收，

转化为低成本的云计算服务输送至互联网企业，巧妙地绕开了传统云计算耗能耗资巨大的数据中心模式，从而得以实现带宽成本的大幅降低。

净利润方面，公司 2018 前三季度净亏损为 710 万美元，相比去年同期亏损缩窄了 83.1%，主要得益于云计算业务的高速发展以及共享模式带来的低带宽成本。随着公司云计算业务的创新以及区块链业务的应用落地，公司有望在未来实现扭亏为盈。

1.3 重点布局共享计算，迅雷链是未来看点

公司一直以技术创新作为着力点来带动业务提升，从 2014 年开始战略转型，其在研发方面投入的大量成本，已成功获得多项创新技术，云计算业务的整体服务体量和能力都有了质的飞跃，云计算营收也得以持续增长；另一方面，经过近几年的快速发展，迅雷的共享计算模式已相对成熟，同时得益于近两年来参与共享节点的不断增多，带宽成本也得到了有效降低。

图 4：区块链版本更迭



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

公司在区块链上的布局和成果主要包括迅雷链和迅雷链文件系统 (TCFS)。其中，迅雷链是目前唯一能够真正实现百万级 TPS 能力的主链，也被认为是区块链 3.0 时代最具实用价值的平台之一；TCFS 则是为区块链应用和开发者打造的分布式文件系统，是区块链技术发展必要的基础设施之一。

公司持续对区块链业务进行了战略部署，在近期达成了多项重量级合作，并且获得了行业 and 市场的认可。业务和科研合作方面，9 月，公司宣布与新大陆 (000997) 科技集团达成战略合作，以结合双方在行业芯片、物联网二维码、区块链、共享计算以及其他数字信息领域的优势资源与领先技术。作为双方合作伙伴关系的一部分，迅雷公司同时宣布了向新大陆科技集团旗下链享云公司售让链克等业务，以全力专注于区块链和共享计算底层技术研发和应用。10 月，迅雷公司与人民网达成全球深度战略合作伙伴关系，并与人民创投联合设立区块链基础技术创新实验室。双方将重点放在区块链底层技术创新及应用开展联合实验，并定期发布研究成果。11 月，迅雷公司作为中国区块链企业代表，与阿联酋哈姆丹·本·穆罕默德智慧大学、中国伊斯兰金融俱

乐部、中关村一带一路产业促进会，共同签署了关于人工智能联通“一带一路”的合作意向协议。12月，迅雷公司与中移物联网有限公司就区块链及物联网（IoT）领域建立战略合作伙伴关系，围绕物联网客户综合需求，共同拓展物联网市场。

此外，公司及其旗下的网心科技被中国管理科学研究院授予“中国区块链技术示范基地”，以表彰其在区块链行业的领头作用，以及为行业的整体发展做出的巨大贡献。公司也凭借近几年在区块链和共享计算业务成功转型实践，在世界级管理奖项“拉姆·查兰管理实践奖”评选中，摘得了这一管理界的重量级荣誉奖项。

与此同时，公司还对其高性能区块链平台迅雷链不断进行迭代升级，先后上线多项智能合约模板，进一步降低了区块链应用的开发难度。迅雷链也在近期宣布了与来电科技、佳兆业等知名企业合作，并将在全国范围内联合产业园区，成立迅雷链创业孵化联盟，共同打造区块链产业生态。

区块链技术本身拥有巨大的商业价值。根据知名市场研究公司 Gartner 的预计，全球区块链的商业增值到 2026 年将超过 3600 亿美元，而到 2030 年将激增至 3.1 万亿美元。面对未来庞大的区块链市场，迅雷凭借已经掌握的区块链核心技术，在区块链领域占据了非常有利的先发优势，这有机会给迅雷带来更好的盈利前景。

从整体来看，迅雷以技术进步带动业务提升的发展思路，已展现出了稳定的营收能力，就目前迅雷所掌握的独创技术、核心技术的数量和质量来看，其未来盈利能力值得期待。

2. 深耕技术创新搭建开放平台，着力构建共享计算生态圈

2.1 行业发展态势健康，创新型 CDN 厂商优势显著

CDN，全称 Content Delivery Network (或者 Content Distribution Network)，即内容分发网络，是指利用分布在不同区域的节点服务器群组组成流量分配管理网络平台，为用户提供内容的分散存储和高速缓存。其原理是通过在现有的 Internet 中增加一层的新的网络架构，将网站的内容发布到最接近用户的网络“边缘”，由缓存服务器为用户提供内容服务，解决网络拥挤的状况，提高用户访问网站的响应速度。

CNNIC 数据显示，2017 年底我国网民数为 7.72 亿，互联网普及率达到 55.80%。互联网普及率的提升扩充了整体网民规模，网络流量因此而快速提升。

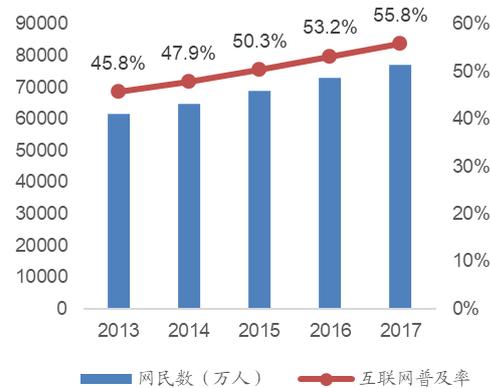
从供给端来看，2018 年，政府工作报告提出深化实施“提速降费”战略，随后三大运营商均发布“贯穿落实国家有关网络提速降费的政策”的公告，并积极推广不限流量套餐，在一定程度上刺激了消费者的流量消费。2018 上半年，受提速降费政策的驱动，我国移动互联网流量达到 266 亿 GB，同比大幅增长了 199%。

从需求端来看，短视频风口正劲，快手、抖音等短视频应用的兴起也极大地刺激了用户的流量消费。短视频应用通常会通过不断优化算法分发技术来提高短视频传播效率，并融入人工智能、大数据等技术为用户提供个性化的信息，增强用户粘性并提高用户使用时间。爆发增长的短视频行业对于 CDN 技术的需求将直接促进整个 CDN 行业

的发展。同时，工信部定制的“超高清视频产业发展行动计划(2018-2022 年)”大力推动超高清内容建设和行业应用，从政策端确保了未来流量消费仍将保持较高增长态势，受益于此，CDN 将迎来行业发展的红利期，前景广阔。

据赛迪顾问预计，2017 年中国 CDN 市场规模约为 136.1 亿元，2018 年预期将达到 181 亿元，同比增速高达 33.0%；2019 年预计达到 249.4 亿元，同比增长 37.8%。

图 5：中国网民数量与网络普及率



资料来源：CNNIC，东兴证券研究所

图 6：中国 CDN 市场规模预测



资料来源：CCIDnet，东兴证券研究所

目前 CDN 市场的公司大致可以分为三类：第一类是以网宿科技、蓝汛、帝联科技等为代表的传统 CDN 服务商，其特点是企业自建服务器，为客户提供专业的 CDN 服务；第二类是云 CDN 服务商，包括阿里云、腾讯云、百度云、金山云、天翼云以及沃云等运营商云平台，其特点是产品比较全面，CDN 通常与云服务进行对接；第三类则是星域云和云帆加速为代表的创新型 CDN 厂商，其主要特点是通过 P2P 技术和智能硬件结合来扩展节点。

表 1：国内三大主流 CDN 节点及带宽资源量对比

CDN 种类	CDN 服务商	节点数量	储备带宽资源总量
传统 CDN	蓝汛	200+	3T
	网宿	500+	12T
云服务商	阿里云	500+	10T
创新型专业 CDN	星域云	1500000+	30T

资料来源：各官方网站，东兴证券研究所

截至目前共有 224 家企业获得工信部颁发的 CDN 牌照。然而，其中大部分企业仅在一两个城市允许经营，究其原因，是全国性经营牌照的审核条件甚为严格：CDN 企业不仅要满足《中国电信业务经营许可管理办法》中有关经营增值/基础电信业务的资金、人员、场地、设计等基本要求，通过《电信业务分类目录 (2015 年版)》ICP/IP 地址/域名信息备案管理系统、接入资源管理系统、信息安全管理要求等三项严格测试和审核，还要展现出充分的 CDN 技术实力和综合服务水平，全国也仅有 9 家企业

拥有全国范围经营的资格，因此，获得 CDN 全国性经营牌照，诚然是对企业综合服务能力的重要肯定。除去三大运营商外，另外 6 家具有全国牌照的企业分别是网宿、阿里云、蓝汛、腾讯云、网心科技以及北京快网，迅雷公司旗下的网心科技正是其中上榜的唯一的创新型 CDN 服务商。

传统 CDN 服务的商业模式很简单，技术门槛较低，即提供商向基础运营商或专业 IDC 提供商采购带宽等资源，通过自身技术提供加速服务，按带宽或流量向企业收取费用，从而赚取差价。传统 CDN 企业在过去几十年依靠这种模式赚取了大量利润，但随着带宽成本与日俱增，互联网企业们也渐渐无法承受，他们开始转向成本更低的 CDN 服务。这令主要靠资源起家、通过垄断获取高额利润的传统 CDN 巨头们渐现颓势。

除了传统 CDN 企业，国内 CDN 市场上活跃的另外一支力量是云计算巨头，典型企业就是阿里云和腾讯云。这些云计算公司最初是本着满足自身商业应用、降低成本开销的考量，而产生的企业自建 CDN 服务。此后随着 CDN 市场的扩大，这些企业自建 CDN 顺势切入市场，对外开放服务。几年发展下来，已成为 CDN 行业的一支重要力量。云计算 CDN 的杀手锏就是降价。出于把 CDN 纳入到自身生态体系的战略考虑，云计算 CDN 投入不计成本，甚至会直接将价格拉到负毛利状态。如阿里云和腾讯云都曾通过低价甚至免费的策略“跑马圈地”，价格大战绵延至今仍未熄灭。此举固然可以从价格昂贵的传统 CDN 手中快速抢占市场份额，但这些云计算 CDN 企业的问题在于，他们的技术模式与传统 CDN 并无本质区别，在成本上并没有太大优势。之所以能够大打价格战，还是依仗来自母体公司的输血。因此目前这种恶性价格竞争状态，很难想象能够持续多久的时间。如果不在技术上有所改变，价格战之后，一切或许都又将恢复原来的水平甚至价格更高，并不利于整个 CDN 行业以及互联网行业的发展。

而创新型专业 CDN，这些企业拥有核心的创新技术，以技术来打造竞争壁垒，避开了低质量的价格竞争，同时又能有效获得客户。迅雷公司旗下的星域云，就是创新型专业 CDN 的典型代表。星域云继承了迅雷十数年来在 P2SP 下载和加速上的技术沉淀，以共享经济模式建立了创新的 CDN 体系，开创了共享经济云计算模式。

共享经济云计算模式，凭借共享经济智能硬件，将无数家庭宽带中的闲置带宽和流量收集起来，构建了传统 CDN 无法比拟的海量节点资源。同时配合无限节点和星域调度等创新技术，突破性地提升了数据传输的性能，同时又能够获得低成本的流量资源，将 CDN 成本大幅度降低。

相比传统 CDN，星域云这类创新型专业 CDN 的技术进步非常明显，在弱网加速和减少卡顿延迟方面有独到优势。而对于云计算巨头的低价战略，星域云又能凭借自己的共享经济模式和 H.265 技术，来大幅降低 CDN 成本，几乎是行业最低价。根据实测，星域云在实现传统 CDN 成本价格的“腰斩”之后，进一步将价格“膝斩”，在价格和成本上优势明显。

此外，CDN 行业涉及商业数据的安全问题，出于对运维平台的控制需求，企业往往更愿意信任独立的第三方机构，比如轰动一时的“菜鸟顺丰关闭数据”之争，表面上看起来是菜鸟物流和顺丰快运两家企业的碰撞，实际上背后隐藏着的，却是阿里云和腾

讯云两家企业的角力。因此在市场实际情况中，星域云这种第三方的专业 CDN，反而有着巨大的发展潜力。

从行业整体情况来看，目前 CDN 市场的格局是，云计算巨头凭借价格优势迅速“攻城略地”，而传统 CDN 厂商被迫“仓促应战”，创新型专业 CDN 则凭借创新技术带来的巨大技术和成本优势异军突起，相较于传统型 CDN 与云计算巨头，星域云这样能降低成本、提高技术、创新商业模式的厂商在行业的跑道上占据了先机。

图 7：星域云节点与传统 P2P 节点的比较

项目	星域云节点特性	传统P2P节点特性
节点数量	拥有超过1500000+个标准化、高性能共享节点	难以达到数十万数量规模，性能参差不齐
存储量	单节点平均存储达1000GB，可存储大量数据	单节点平均存储仅10GB，存储空间有限
系统环境	底层环境统一，部署更加快捷	底层环境复杂，部署过程繁琐
硬件环境	硬件环境统一，性能稳定，可靠性高，分享不受限	硬件环境多样，性能不稳定，可靠性不佳，分享受限
资源部署	主动资源管理，部署灵活可控，速度快	被动触发式分享，在线不稳定，可靠性低
在线时长	单节点平均达23小时，稳定可靠	用户使用软件时在线，不稳定

资料来源：公司官网，东兴证券研究所

2.2 分布式云计算独享百万节点，高性价比助力星域云蓄势待发

星域云综合云计算服务平台作为迅雷旗下云计算业务的旗舰产品，不仅以创新者的角色引起行业关注，还从 C 端用户共享习惯养成、众多顶级客户高认可度、运营商联手合作等方面，为共享计算模式的创新和持续扩张打下了坚实基础。借助赚钱宝、玩客云两大共享计算机智能硬件产品，星域云打造了海量共享节点来取代传统大型云计算中心。

图 8：迅雷赚钱宝 pro



资料来源：公司公开资料，东兴证券研究所

图 9：玩客云



资料来源：公司公开资料，东兴证券研究所

迅雷赚钱宝是迅雷最早的共享计算机智能硬件产品, 本身具有存储以及开发网站等功能, 并且可以在安装插件后, 通过迅雷独特的星域 CDN 技术, 将用户家庭中的闲置带宽进行收集, 循环利用, 通过水晶奖励回报用户 (10000 水晶=1 元人民币)。

作为迅雷共享计算最新一代 C 端产品, 玩客云将共享经济与区块链技术完美结合, 在向个人用户提供更加强大的私人云盘服务的同时, 通过玩客奖励计划激励用户参与到带宽、存储和计算资源的分享中来, 从而成为共享计算的参与者和服务享用者。用户将根据链克产生规则获得相应数量的链克奖励, 并可以在链克商城中使用链克兑换共享计算相关的产品和服务, 如视频网站会员特权、网络加速、云存储、共享内容、游戏内容等多种服务。著名媒体《福布斯》也发表文章《中国科技巨头将以 1/2 成本的分布式解决方案对亚马逊云服务进击》, 盛赞迅雷和玩客云的创新模式。

图 10: 玩客云强大的私人云盘功能



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

相比传统云计算服务平台, 星域云具有以下五大优势:

(1) **星域云具有百万量级共享节点。**星域云拥有 150 万+节点规模, 且均衡覆盖于全国各省级地区。基于其已储备的 30T+带宽、1500PB+存储等计算资源, 星域云为企业用户构建起强大的分布式云服务。

(2) **星域云具有超强及标准化的单节点性能。**与传统 P2P 节点质量不同, 基于迅雷赚钱宝和玩客云等标准化、高性能智能硬件, 星域云现有的超 150 万共享节点均为高质量家庭节点, 平均在线时长 23 小时、平均上行带宽 16Mbps、平均存储空间 1000GB, 可为企业提供持续强大的资源保障。

(3) **星域云同时具有超高的性价比。**得益于海量闲置计算资源, 相比传统云计算, 星域云能够实现成本“腰斩”, 帮助互联网企业大幅降低云计算成本。不止如此, 星域云还在封闭场景内, 为企业提供链克兑换服务, 为企业降低成本提供开创性的解决方案。

(4) **星域云的分布式技术全球领先。**在星域 CDN 多项“黑科技”基础上, 星域云将其独有的核心技术全面升级, 以推动边缘计算、微服务、AI、区块链等前沿理念落地。

其中，星域调度攻克百万级节点全局调度难题，实现最优路径、最快速和最稳定数据传输，能够轻松应对边缘计算和传输加速等场景；基于弱网加速、并行化传输、高可靠数据编码、超大型分布式存储等技术的智能组网技术，将海量节点连接成一个高效的数据存储和传输网络，能够应对网络链路和节点波动难题；借助超大规模的边缘节点虚拟化技术，星域云得以简化复杂网络和边缘节点资源的管理难度，将底层节点资源完全开放至用户，让后者自主构建自有服务。

(5) 迅雷链具有百万 TPS。迅雷创新打造了具备百万 TPS 高并发、秒级确认能力的高性能区块链，并通过在此区块链技术基础上生成的链克激励海量普通用户加入共享计算生态，开创性地采用链克奖励和计量用户的共享计算资源，配合同步上线的高性能区块链，让企业用户体验区块链技术的创新基因，并享受高性价比的云计算服务。

表 2: 星域云发展历程

时间	事件
2015.4	网心科技发布行业首款共享经济智能硬件——迅雷赚钱宝，一经推出预约用户即突破百万。
2015.6	迅雷、小米联合发布“星域 CDN”，公布星域 CDN 五大解决方案，并宣布联合部署“云+PC、移动设备、客厅端”的大生态体系。
2015.7	星域 CDN 与小米、爱奇艺达成战略合作，携手推动视频市场发展，提升中国互联网视频服务的用户体验水平。
2015.9	星域 CDN 的节点数突破 20 万，同时星域 CDN 的动态防御技术大幅升级，实现抵抗高达 300G 流量 DDoS 攻击无压力。
2015.10	经过三轮线上预约，截至到 10 月 31 日，星域 CDN 预约客户总数已达到 2686 家。
2015.11	网心科技在北京发布迅雷赚钱宝 Pro，并推出星域共享平台，完善“云+端”生态布局，获得百万粉丝支持
2016.2	星域 CDN 助攻小米电视、小米盒子零故障地完成了包括央视春晚在内的 9 台春晚在线直播活动。
2016.5	星域 CDN 在京正式发布“旗舰版”和“极速版”直播新品，以“无限节点”挑战直播领域技术、成本、服务三重极限。
2016.8	网心科技在京宣布，行业首款共享经济智能硬件——迅雷赚钱宝全新升级为星域共享平台，获得 400 万“玩客”支持。
2016.11	星域 CDN 获得了包括小米、爱奇艺、熊猫直播、bilibili、陌陌、触手 TV、乐相、战旗、GoGal 够格等众多合作伙伴的公开盛赞，成为百家企业直播业务首选服务商。
2017.8	星域 CDN 正式获得工信部发放的 CDN（内容分发网络）业务经营许可证，成为首个获得官方牌照的创新型专业 CDN。
2017.8	网心科技推出依靠区块链技术打造的共享经济智能硬件“玩客云”，并推出“玩客奖励计划”，鼓励更多用户加入到共享闲置带宽、存储等资源的行列，一经推出，即获得玩客们的热烈追捧。
2017.11	星域 CDN 荣获深圳市信息安全等级保护认证。测评过程中，星域 CDN 通过了 300 余项信息保护、数据安全、保密技术等细项要求，成为了深圳市首批四家（腾讯、迅雷、华为、中兴）获得信息安全保护证书的品牌之一。

2018.5	发布星域 CDN 的全新升级产品——星域云, 向所有企业开放三大全新的云计算产品: 边缘计算、函数计算和 CDN 共享版。
2018.6	国家工业和信息化部公布了 2018 年《增值电信业务经营许可证》企业名单, 迅雷旗下的共享计算企业——网心科技在列, 正式获得工信部云服务牌照。
2018.11	正式上线边缘存储服务 (ESS), 基于百万级玩客云节点, 打造的安全稳定、海量、低成本分布式存储服务, 凭借独有的无限节点资源和强大分布式存储技术, 能够有效提高存储服务的稳定性和安全性。

资料来源：公司官网，东兴证券研究所

在应用端，星域云向所有企业推出了四大全新云计算产品：**边缘计算、函数计算、CDN 共享版以及边缘储存**，开创性地采用了链克作为交换媒介，在云计算领域里为全球客户提供超高性价比的服务。

图 11: 星域云开创性地采用链克作为交换媒介



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

边缘计算：基于 Docker 技术，迅雷将向企业彻底开放 150+万节点资源，支持后者对带宽、存储、算力等计算资源的深度使用。单节点服务范围小至 1km、节点强悍稳定性能及 Docker 标准化方式的使用，将让边缘计算为企业提供响应延时极低、性能稳定强悍、海量节点快速启动的高效便捷服务。

图 12: 边缘计算业务场景



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

函数计算：这一产品将为用户提供 100%真实且分布均匀的家庭节点，使用上，开发及使用者仅需编写简单的 Python 程序，便可一键调度星域云百万级的边缘计算节点资源，实现高效轻量的无服务器应用。函数计算的应用场景主要为拨测或压测，可被直播或视频平台、资讯类网站、各类 APP 应用领域中广泛使用。

图 13: 函数计算业务场景

拨测	涵盖领域：直播/视频平台、资讯类网站、以及各类APP应用 对全网覆盖、播放器稳定性、CDN质量、数据库性能有拨测需求的应用场景。
压测	涵盖领域：直播/视频平台、资讯类网站、以及各类APP应用 对全网覆盖、播放器稳定性、CDN质量、数据库性能有压测需求的应用场景。

资料来源：公司官网，东兴证券研究所

星域 CDN 共享版：基于百万级节点的分布式内容分发网络，星域 CDN 共享版将集成直播、点播、下载 SDK，实现零改造兼容第三方 CDN。企业在对其使用中，将借助其无限节点、星域调度、弱网加速、动态防御、和可多端多协议的便捷兼容等多项核心技术，实现带宽成本大幅下降，及对用户服务距离的拉近和传输效率的提升。同时，其号称“零改造”的快速灵活接入方式，能够简便升级企业现有 CDN 能力。星域 CDN 共享版可极大赋能 4K 高清、超大文件下载、大事件直播、VR 全景和移动弱网等多种业务场景。

图 14: 星域 CDN 共享版场景

直播	涵盖领域：泛娱乐直播、教育直播、事件直播、户外移动直播、VR/全景直播 以超凡的技术为直播用户提供了极致加速体验，高清画质，更省流量。
点播	涵盖领域：4K高清视频点播、综合视频点播、OTT互联网电视点播、短视频点播、音频点播 创新的技术优势，能够完美支持极高清晰度和极高帧率的视频点播。
下载	涵盖领域：页面加速、大文件下载加速(≥10MB)、小文件下载加速(<10MB) 众多独创技术优势，使数据传输距离更近、速度更快、成本更优。

资料来源：公司官网，东兴证券研究所

边缘存储：这一产品是星域云基于百万级玩客云节点打造的安全稳定、海量、低成本的存储服务，能够提供高达 99.9%的数据可靠性。让用户可以在任何应用、任何时间、任何地点存储和访问任意类型的数据。

图 15: 边缘存储业务场景

内容加速分发	面对视频、游戏等热点资源分发的业务场景，您可以使用星域云的边缘存储作为源站，搭配星域 CDN 进行加速分发，方便您通过 CDN 节点就近访问资源，提升用户体验。
归档备份	星域边缘存储提供高可用和高可靠的存储解决方案来备份和归档用户的关键数据，用户可以设置不同的访问权限和级别，保障数据访问安全。相较于传统自建方案，用户无需采购高昂硬件，无需担心扩容、安全问题，从而节省更多的存储、维护、人力成本。

资料来源：公司官网，东兴证券研究所

迅雷在云计算领域持续创新，完成了“云计算+共享经济+区块链”的进阶融合，为包括小米、快手、爱奇艺、陌陌、bilibili、熊猫直播等在内的中国互联网企业提供了优质的云计算服务。

2.3 持续加码区块链开发平台，助力开发者共建迅雷链应用圈

区块链作为一种颠覆性技术，具有着广阔的应用前景。作为以科技创新著称的互联网公司，迅雷凭借着自身在互联网和数据方面的强大实力，在“区块链”领域闯出属于自己的一条路。

2018 年 4 月，迅雷在首屈一指的分布式技术优势基因上，将共享计算和区块链技术做结合创新，打造出全球首个高性能区块链平台迅雷链，具有百万级 TPS 高并发、秒级确认、高一致性和开放兼容度等优势。

2018 年 7 月，迅雷再做突破，推出迅雷链文件系统 TCFS(Thunder Chain File System) 和三大 TRC 智能合约标准。TCFS 的运行方式突破了现有文件系统的技术瓶颈，让文件和大块数据上链成为可能，同时为行业输送了智能合约标准，降低开发者和企业的开发门槛。这一重大突破，让能够赋能实体经济的区块链应用落地成为了可能。

迅雷链将实现区块链+公益、交通、金融、电商、游戏、社交、内容分发等多行业领域业务场景的落地应用，为实体经济赋能，并推进区块链真正进入 3.0 时代。

表 3: 迅雷链应用圈

应用	合作方	内容
基因健康项目	HGBC (人类基因价值生态链)	HGBC-基因价值生态链项目是利用全球领先的基因组测序技术，将个人的 DNA 数字化，使用迅雷链解决方案将基因组数据确权给个人，让用户切实掌控自己的数据，保障数据安全。 用户的基因数据存储于云存储服务中，获得唯一的下载地址和数据指纹，数据指纹和用户区块链地址写入到区块链中（加密后的下载地址）。用户的基因数据在 HGBC 生态平台中成为数字资产，用户可授权共享，获得奖励的同时，享受各种基因检测服务，获得健康收益。
公益项目	壹基金	壹基金灾害救助项目报告，同步上链，实现不可篡改、公开透明。
便民服务	来电科技	来电加入链克生态，普通用户可以使用链克在指定的来电设备终端兑换共享充电服务，链克的应用场景将进一步拓展至用户生活当中。区块链与普通用户的距离越来越近，正在融入普通人的日常生活，有助于区块链技术的大众化、平民化、实体化。

循环经济

绿能科技

绿能科技将借助迅雷链赋能循环经济行业，全面改善当前行业现状，进一步提高再生资源的回收和处理效率。

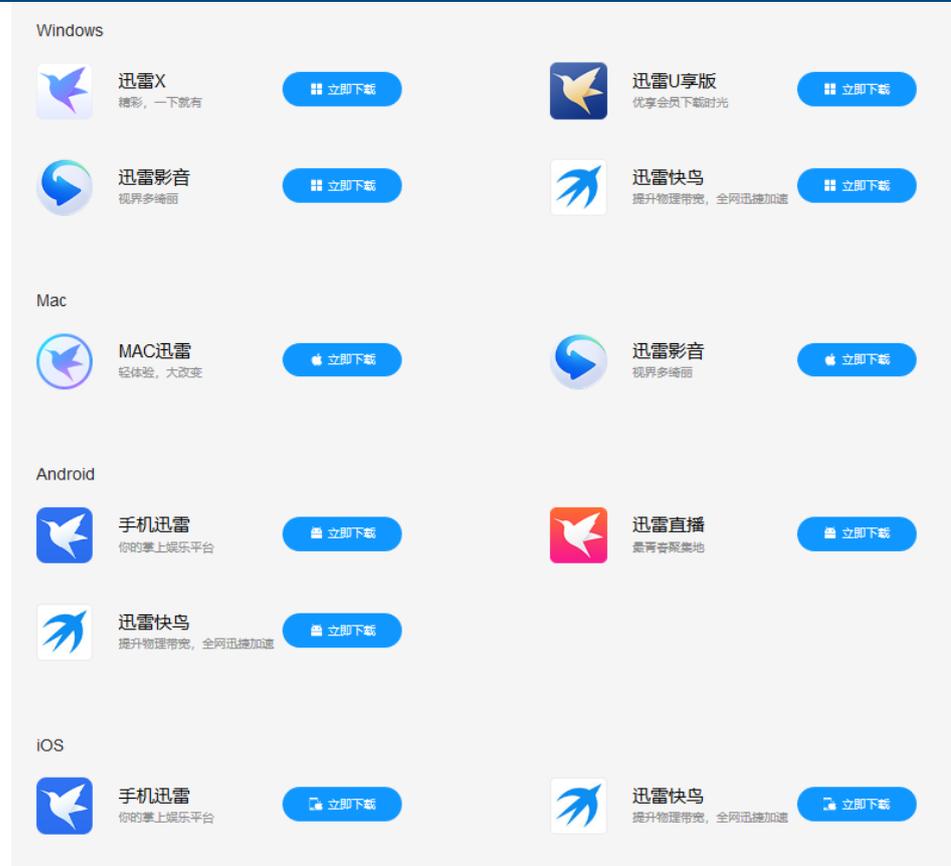
资料来源：公司网站，东兴证券研究所

3. 数据传输服务独占鳌头，广告营销横向覆盖扩展利润空间

3.1 打造云加速产品矩阵，会员订阅盈利成熟可观

作为中国领先的数据传输服务提供商，迅雷目前已拥有迅雷下载、迅雷影音、迅雷直播、迅雷快鸟、迅雷会员等个人消费级服务，分布于下载加速、网络加速、游戏加速、上行加速等领域，形成了技术领先的云加速产品矩阵。在此基础上，迅雷创建了超过 63 亿的数字多媒体文件索引，通过资源优势和技術优势实现了内容加速的智能优化，不断为用户创造超出期待的数据传输体验。

图 16: 迅雷云加速产品矩阵



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

迅雷加速器在 04 年刚刚发行时，就在短短三个月的时间里风靡全国，成为中国互联网上最流行的 P2P 下载工具，超越传统 HTTP/FTP 下载工具龙头——网际快车，成为市场第一。

迅雷加速器为公司积累了大量的 P2P 用户，用户越多资源就越多，下载速度也就越快，由此公司在下载工具市场的地位逐渐变得无法撼动，超越了当时的许多同类型的下载软件，如 QQ 旋风、VeryCD、电驴等等。2011 年 1 月，VeryCD 关闭下载服务，网际快车最后一次版本更新是在 2015 年，同年 QQ 旋风也停止更新。随着竞争对手的逐个被淘汰，迅雷成为了数据传输服务市场的超级巨头。

尽管市场地位不可撼动，迅雷并没有停止其创新的步伐。2018 年 11 月，迅雷正式推出了新一代的下载工具——迅雷 X，“X”既代表新一代版本符号，也代表产品团队不断探索的“初心”，界面、框架、选项设置、下载引擎等进行全面升级，让迅雷客户端更加“高效、个性、智能”。

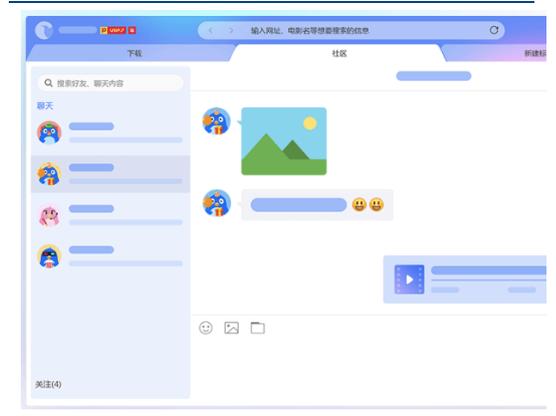
作为软件的核心任务，迅雷 X 对下载信息进行了强化，比如下载速度变化曲线、镜像资源和数量、各个文件下载进度等等，同时也延续了迅雷 9 上的资源评论功能，用户选中任务后就会立刻出现下载过该任务的用户的评论，以建立互动社区沟通。

图 17: 迅雷 X 下载速度变化曲线、镜像资源和数量



资料来源：迅雷 X，东兴证券研究所

图 18: 迅雷 X 的互动社区沟通



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

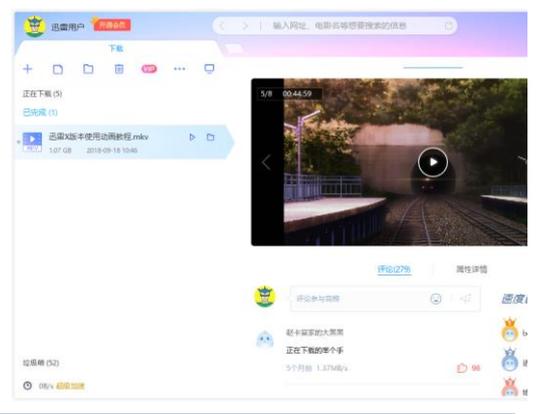
此外，新版迅雷 X 还增加了“迅雷口令”功能，可以一键为迅雷 X 的任意下载任务(包括 BT)生成一段独有的迅雷口令。收到迅雷口令的用户只要复制一下，就能立刻创建同样的下载任务。并且新增了“视频截图”功能，可供用户在下载时自动截取不同时间点的视频画面，方便用户进行实时视频预判，了解画面清晰度、内容是否符合预期等。

图 19: 迅雷 X“迅雷口令”功能



资料来源：迅雷 X，东兴证券研究所

图 20: 迅雷 X 视频截图功能



资料来源：迅雷 X，东兴证券研究所

会员订阅服务是迅雷数据传输服务的主要收入来源。针对于会员订阅服务，迅雷会按月或按年向高级云加速服务订阅会员收取会费。为了满足用户的多样化需求，迅雷向用户提供三种不同资费的订阅会员类型：超级会员、白金会员以及快鸟会员，不同类型的会员享受的特权有所不同。在相同会员类型下，订阅会员会根据 VIP 级别享受的更大带宽、更快的加速速度、更多的离线下载任务数等递增特权。

图 21: 超级会员资费与特权

特别推荐
为高级会员提供比白金更快的下载速度

超级下载加速

宽带提速
最高提升至500M

离线空间
冷门资源离线下载

5折购
月享5折购达数、Q币等

每周免费观影
全国最高准时开播

网易严选95折
严选购物券额外9.5折优惠

网游加速
游戏畅玩，告别卡顿

¥30/月 开通超级会员

资料来源：公司网站，东兴证券研究所

图 22: 白金会员资费与特权

推荐特权
全球领先下载技术，短时高效下载，省时又省力。

下载加速

等级礼包
vip10享1元开年费会员

专属客服
专属人工客服为您服务

安全保障
账号异常立即通知

尊贵标识
为您点亮vip专属标识

下载记录永存
永久为您保存下载记录

资源收藏
最喜欢的资源一键收藏

¥15/月 开通白金会员

资料来源：公司网站，东兴证券研究所

图 23: 快鸟会员资费与特权

迅雷快鸟
提供下行带宽提速和上行带宽提速服务

宽带提速神器

上行带宽提速
最高提升至20M

大文件秒级上传
拒绝上传等待

下行带宽提速
最高提升至500M

赠送高速下载流量
尊享VIP通道

高清视频在线观看
播放流畅不卡顿

大型游戏任意玩
不做坑人猫队友

¥15/月 开通快鸟会员

资料来源：公司网站，东兴证券研究所

图 24: 会员等级特权配置

会员等级	SVIP1	SVIP2	SVIP3	SVIP4	SVIP5	SVIP6	SVIP7	SVIP8	SVIP9	SVIP10
会员特权										
会员等级	SVIP1	SVIP2	SVIP3	SVIP4	SVIP5	SVIP6	SVIP7	SVIP8	SVIP9	SVIP10
会员特权										
会员等级	SVIP1	SVIP2	SVIP3	SVIP4	SVIP5	SVIP6	SVIP7	SVIP8	SVIP9	SVIP10
会员特权										
会员等级	SVIP1	SVIP2	SVIP3	SVIP4	SVIP5	SVIP6	SVIP7	SVIP8	SVIP9	SVIP10
会员特权										
会员等级	SVIP1	SVIP2	SVIP3	SVIP4	SVIP5	SVIP6	SVIP7	SVIP8	SVIP9	SVIP10
会员特权										
会员等级	SVIP1	SVIP2	SVIP3	SVIP4	SVIP5	SVIP6	SVIP7	SVIP8	SVIP9	SVIP10
会员特权										

资料来源：公司网站，东兴证券研究所

云加速订阅服务主要通过绿色下载通道和迅雷快鸟优质加速产品实现。

表 4：迅雷会员订阅服务的云加速产品

产品名称	内容
Green Channel (VIP Channel) 绿色下载通道 (会员加速通道)	该产品使得用户可以从互联网传输数字媒体文件，以显著提高传输的速度和可靠性。当用户需要从慢速或不可靠的数据传输源获得的文件时或者在仅具有有限的互联网连接的情况下传输一组文件时，该服务尤其可以发挥显著功效。
Fast Bird 迅雷快鸟	通过增加电信服务提供商提供的网络系统带宽来进行互联网加速。

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

迅雷采取了针对每一不同级别的用户采取了不同的策略和营销模式。对于活跃度不高的用户，迅雷在平台的不同部分为用户提供了更多的订阅服务，并推广了对特定用户具有重大潜在兴趣的产品。迅雷通过大数据的强大分析功能，探索以前未被现有功能和研究未满足的用户需求的不同领域，并基于此类分析开发相关功能，为用户提供高级加速服务的免费试用，以显示数据传输速度的差异，展示高级服务如何极大地提高数据传输速度和整体用户体验。

为增加用户粘性，迅雷会提升积极参与会员的 VIP 级别，包括经常参与产品审核和评级的会员。得益于迅雷高效的营销策略以及优质的产品服务，迅雷积累了广泛且稳定的会员基础，截至 2017 年 12 月 31 日，迅雷会员订阅数高达 425 万。忠实广泛的用户群体以及良好的品牌效应为迅雷开展共享计算、区块链等业务打下了良好的基础。

3.2 广告业务覆盖主流资源，高用户粘性助力营收持续增长

迅雷广告采取 PC+移动双端聚合的模式，拥有亿级流量入口，囊括当下主流广告资源，数十种广告样式，打造亿级曝光。PC 端广告形式主要包括：弹窗 tips、暂停贴片、关键词推荐、下载 banner 等高转化黄金广告位。移动端广告形式主要包括：开机闪屏、信息流、下载管理等当下时兴。广告位根据不同的产品特性选择不同的平台和广告样式能带来更好的广告转化效果。

表 5：迅雷广告 PC+移动的双端点模式

端点	特点	资源
PC 端	高粘性	粘性极高的强势战略性产品。 弹窗 tips、暂停贴片、关键词推荐、下载 banner 等高转化黄金广告位。
移动端	大流量	直击用户的开机闪屏、原生首页信息流、下载页信息流帮助客户实现强曝光和活动转化，构建品牌宣传效益。

资料来源：公司网站，东兴证券研究所

图 25: 迅雷广告 PC 端资源—关键词推荐



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

图 26: 迅雷广告 PC 端资源—右下角 Tips 广告



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

图 27: 迅雷广告移动端资源—开机闪屏



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

图 28: 迅雷广告移动端资源—下载页信息流



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

迅雷广告基于大数据，精准用户标签，可以帮助企业实现品效合一的投放目标,并提供多维度条件，可供企业圈定商业目标人群画像。借助人口属性/地理位置/使用设备/运营商/手机品牌/兴趣关键词等条件，实现广告的定向投放。

表 6: 迅雷真实的广告效果推广

应用	广告样式	定向层面	广告效果
轩辕传奇	首页信息流	热衷于娱乐、游戏、影视、新闻的 20-40 岁男性用户	推广一周后，激活成本提升 70-80%； 新增用户量提升 500+

现金超人	下载页信息流	聚焦经济发达的一二线城市中，年龄在 20-25，精准定向财经的高消费人群	多组合 AB 测试，点击率提升 20%；页面到达率达 70%；转化效果提升 80%+
网络社交	下载页信息流	颜值+歌舞+娱乐兴趣定向的 20-35 岁男性用户	日均曝光 PV 可达 500 万+；激活成本低至 3 元；下载完成率 80%+

资料来源：公司网站，东兴证券研究所

4. 投资建议与评级

我们认为迅雷通过技术进步带动业务逐步扩张的发展思路已经展现出了较稳定的营收能力，但短期内由于技术研发和市场扩张投入较大，盈利仍将承压；长期来看，迅雷以共享计算和迅雷链为代表的主营业务市场份额稳步提升，迅雷链应用逐步落地，未来利润可期。我们预计 2018 至 2020 年公司营业收入增速分别为 16%、8%、20%。

表 7：财务指标预测

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万美元）	140.99	201.91	234.22	252.95	303.54
增长率（%）	34.48%	43.21%	16.00%	8.00%	20.00%
净利润（百万美元）	(24.11)	(37.82)	(24.48)	(19.20)	18.08
增长率（%）	-83.07%	-56.86%	35.26%	21.58%	194.16%
净资产收益率（%）	(0.06)	(0.10)	(0.07)	(0.06)	0.05
每股收益(美元)	(0.36)	(0.56)	(0.37)	(0.29)	0.27
PE	(10.74)	(27.29)	(11.81)	(15.06)	15.99
PB	0.63	2.68	0.80	0.85	0.80

资料来源：Bloomberg，东兴证券研究所

我们预计公司 2018、2019、2020 年营业收入分别为 2.34 亿、2.53 亿、3.04 亿美元，调整后归母公司净利润（净亏损）分别为-0.24 亿、-0.19 亿、0.18 亿美元；每股收益分别为-0.37、-0.29、0.27 美元，对应 P/E 分别为-11.81 倍、-15.06 倍、15.99 倍。对应 P/B 分别为 0.80、0.85、0.80。首次覆盖并给予公司“推荐”评级。

表 8：可比公司估值比较

证券代码	证券简称	总市值(亿美元)	PE 2018E(倍)	PE 2019E(倍)
AMZN.O	AMAZON	7586.3	79.02	56.78
BIDU.O	BAIDU	584.2	25.22	21.29

BABA.N	ALIBABA	3621.8	30.65	22.96
300017.SZ	网宿科技	26.8	19.81	15.75

资料来源：Bloomberg, Wind, 东兴证券研究所

5. 风险提示

共享计算业务拓展不及预期；区块链政策变化；会员订阅不及预期

表 9：公司盈利预测表

资产负债表	单位：百万美元					利润表	单位：百万美元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	412	431	483	497	622	营业收入	141	202	234	253	304
现金及现金等价物	200	233	201	193	257	营业成本	(80)	(118)	(127)	(134)	(139)
其他短期投资	182	139	232	250	300	毛利	61	84	107	119	165
应收账款	15	41	26	28	33	营业开支	(109)	(123)	(133)	(140)	(145)
其他应收款	14	14	20	21	26	营业利润	(49)	(39)	(26)	(21)	19
存货	0	4	3	3	3	利息收入	2	2	2	2	2
其他流动资产	2	0	1	2	2	利息支出	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
非流动资产合计	98	103	117	122	137	权益性投资损益	(0)	(2)	(2)	(2)	(2)
固定资产净值	21	25	23	23	23	其他非经营性损益	4	(8)	(2)	(2)	(2)
权益性投资	2	0	2	2	2	非经常项目前利润	(43)	(48)	(28)	(23)	16
其他长期投资	39	42	57	62	74	非经常项目损益	3	3	3	3	3
商誉及无形资产	31	27	27	27	27	除税前利润	(40)	(45)	(26)	(20)	19
其他非流动资产	4	8	8	9	11	所得税	1	2	1	1	(1)
资产总计	510	533	600	620	759	少数股东损益	(0)	0	(0)	(0)	(0)
流动负债合计	93	142	228	267	386	非持续经营净利润	(0)	6	0	0	0
应付账款及应付票据	33	50	57	61	73	净利润	(24)	(38)	(24)	(19)	18
应交税金	4	13	11	12	15	归属母公司净利润	(24)	(38)	(24)	(19)	18
其他流动负债	56	79	161	193	298	BPS (美元)	(0.36)	(0.56)	(0.37)	(0.29)	0.27
非流动负债合计	10	9	14	15	18	主要财务比率					
负债合计	104	151	242	281	403		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
归属母公司股东权益	408	385	361	341	359	成长能力					
少数股东权益	(2)	(2)	(3)	(3)	(4)	营业收入增长	34.48%	43.21%	16.00%	8.00%	20.00%
股东权益合计	406	383	358	338	356	归属于母公司净利润增长	-83.07%	-56.86%	35.26%	21.58%	194.16%
现金流量表						获利能力					
	单位：百万美元					毛利率(%)	43.03%	41.62%	45.64%	47.15%	54.20%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	净利率(%)	-17.10%	-18.73%	-10.45%	-7.59%	5.96%
经营活动现金流	17	(14)	(32)	(15)	57	资产净利润(%)	-4.60%	-7.25%	-4.32%	-3.15%	2.62%
净利润	(24)	(38)	(24)	(19)	18	ROE(%)	-5.67%	-9.59%	-6.61%	-5.52%	5.21%
折旧摊销	8	10	13	14	17	偿债能力					
营运资本变动	29	(4)	(34)	(25)	4	资产负债率(%)	80.08%	72.17%	60.12%	55.09%	47.37%
其他非现金调整	4	18	14	15	18	流动比率	441.37%	304.02%	211.20%	186.37%	161.29%
投资活动现金流量	(158)	35	(3)	5	5	营运能力					
出售固定资产收到的现金	0	0	0	0	0	总资产周转率	26.90%	38.71%	41.34%	41.49%	44.05%
减：资本性支出	(14)	(6)	(15)	(16)	(19)	应收账款周转率	10.92	7.32	7.06	9.47	9.95
投资净变动	(144)	45	16	25	28	每股指标 (美元)					
其他投资活动	0	(4)	(4)	(4)	(4)	每股收益(最新摊薄)	(0.36)	(0.56)	(0.37)	(0.29)	0.27
筹资活动现金流	(11)	3	3	3	3	每股净现金流(最新摊薄)	(2.42)	0.51	(0.48)	(0.12)	0.95
债务增加净额	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	6.09	5.74	5.38	5.09	5.36
股本增加净额	(14)	(0)	(0)	(0)	(0)	估值比率					
其他筹资活动	3	3	3	3	3	P/E	(10.74)	(27.29)	(11.81)	(15.06)	15.99
汇率变动影响	(10)	10	0	0	0	P/B	0.63	2.68	0.80	0.85	0.80
现金净增加额	(162)	34	(32)	(8)	64						

资料来源：公司财报、Bloomberg，东兴证券研究所

分析师简介

许磊

美国金融硕士，MBA，2013 年进入证券业，曾任职于招商证券，国信证券，2016 年加入东兴证券研究所，从事海外市场研究，重点研究领域为全球大类资产配置，美股中概股，TMT 板块新兴领域。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以标普 500 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以标普 500 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。