

奇虎 360(QIHU.N) 互联网流量行业

评级：买入 首次覆盖

美股公司研究

市价(美元)：59.64\$

目标(美元)：77.6\$

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(\$ 美元)

流通股(百万股) 132
总市值(亿) 75.1
年内股价最高最低(美元) 124.42/53.84
纳斯达克指数 4727.35

低估的价值洼地，高速奔跑的奇虎

公司基本情况

项 目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(NON-GAAP)	0.79	1.71	2.37	3.53	5.43
每股净资产	3.91	5.86	10.54	13.94	18.94
每股经营性现金流	0.92	1.65	2.03	5.02	6.70
市盈率(倍)	34.4	47.3	24.4	16.4	10.6
PE/G(倍)	0.59	0.37	0.59	0.32	0.19
EV/EBITDA	30.01	39.43	19.39	11.21	6.90
市净率(倍)	14.77	9.85	5.47	4.14	3.05
净利润增长率(%)	58.62%	126.97%	41.55%	50.80%	54.49%
净资产收益率(%)	20.30%	29.22%	22.44%	25.30%	28.69%
ADS 股本数(百万股)	122	129	132	133	134

来源：公司公告 国金证券研究所

货币单位：美元

投资逻辑

■ 基于庞大用户体系打造大规模商业流量平台：

截止到 2014 年 9 月，奇虎在 PC 端 MAU 为 4.95 亿。其中 360 浏览器 MAU 为 3.57 亿，浏览器市场份额仅次于 IE，市场占有率在 25% 以上。通过 360 浏览器进行商业变现，打造出桌面端的商业流量平台。

在移动端，截止到 2014 年 9 月移动产品智能手机用户数达到 6.73 亿。手机助手的分发份额在单个工具中排名第一。总体上分发份额在市场中大约占 25%。通过手机助手的强大分发能力，打造移动端的商业流量平台。

■ PC 端商业化进程加快，搜索变现将引来转机，MediaV 整合初见成效：

依托 360 浏览器作为渠道，360 搜索迅速占领了 PC 搜索市场将近 30% 的市场份额。搜索广告作为最直接最有效的流量变现方式，加速提升奇虎的收入，目前 PC 搜索广告约占奇虎总收入的 25%，预计 2015 年的搜索广告增速能达到 100%，由 3.01 亿美金增长为 6.4 亿美金。MediaV 在 Q2 被收购后，可以弥补 360 在搜索以及广告营销、广告主方面的不足，形成 1+1>2 的局面。

■ 移动端流量持续增加，强大的分发能力带动游戏以及广告增长：

截止到 2014 年 9 月移动搜索流量大约在 15%，年底预计会达到 20%-25%。在 2014 年 Q3，360 在应用分发方面市场份额大约在 23%。截至 2014 年 3 季度，中国 3G/4G 用户已达 5.5 亿，占整体手机用户的 43%。随着网络的进一步普及，移动互联网用户通过应用商店 APP 下载的积极性随之提高，移动应用分发市场将迎来更大的机遇。而奇虎在游戏分发市场凭借优质的流量和分发能力，也获得更大的议价权，营收持续高增长。

盈利预测和投资建议

预计明年总收入增长率会在 53%，2015 年总收入预计达到 21.06 亿美金。预测公司 2014-15 年 Non-GAAP 下 EPS 分别为 2.37\$ 与 3.53\$。百度、腾讯作为龙头的流量平台今年市盈率均为 38 倍左右。而中概其他平台型流量行业 58 同城 PE 高达 120 倍，市值相近的唯品会 PE 也为 100 倍。百度按照目前的股价以及参考 Bloomberg 的盈利指引，明年市盈率大约在 25 倍。不考虑企业安全、移动搜索、智能硬件等几块有所突破可以享受高估值，目前奇虎已有的持续高效盈利能力，我们给予奇虎 2014、2015 年 PE 分别为，34 倍、22 倍，对应明年股价为 77.6\$。

互联网研究团队

张帅 分析师 SAC 执业编号：S1130511030009
(8621)61038279
zhangshuai@gjzq.com.cn

常兆亮 联系人 (86)18511869429
changzhaoliang@gjzq.com.cn

内容目录

内容目录	2
公司概况	4
公司简介	4
发展历史	4
收入构成	5
PC 搜索广告营收大幅提升，收入占比将到达 30% 以上	7
个人起始页营收增速略有减缓，在总体营收比重大约在 16%	10
游戏增值服务仍将持续高增长：页游联运&手游分发	12
移动广告以及彩票变现出现端倪	15
移动广告变现&MediaV 营收	15
彩票增值服务--另一个朝阳行业	16
移动搜索、智能硬件、企业安全共筑未来想象空间	19
移动搜索流量持续增长，等待变现时机：	19
安全领域地位无可撼动，企业安全前景可期：	19
智能硬件广泛布局，收购酷派欲打造智能入口：	19
盈利预测与投资建议	20
盈利假设和预测	20
价值被低估	20
附录：三张报表预测摘要	21

图表目录

图表 1：奇虎绝对核心产品	4
图表 2：奇虎产品进过过程	5
图表 3：按照业务类型奇虎 2014Q3 收入构成	5
图表 4：按照收入渠道类型奇虎 2014Q3 收入构成	5
图表 5：奇虎近 5 年营收和净利润情况	6
图表 6：分业务线营收预测（百万\$）	6
图表 7：搜索引擎广告变现模式	7
图表 8：2011-2017 中国搜索引擎广告市场规模	7
图表 9：浏览器市场份额	8
图表 10：浏览器月度活跃用户数（单位 百万）	8
图表 11：搜索引擎市场份额	8
图表 12：奇虎 PC 搜索广告营收及 2015 年预测	9
图表 13：个人起始页导流	10
图表 14：个人起始页每日活跃用户数	10

图表 15: 起始页平均日活点击量	10
图表 16: 起始页营收及预测	11
图表 17: 2011 年-2017 年 网页游戏市场规模	12
图表 18: 360 浏览器月活用户数变化趋势	13
图表 19: 奇虎页游联运收入及预测 (百万\$)	13
图表 20: 奇虎移动端活跃用户数	14
图表 21: 移动游戏市场规模	14
图表 22: 移动游戏收入及预测	14
图表 23: 2014Q3 全渠道移动分发份额	15
图表 24: 移动广告市场规模	15
图表 25: 中国 DSP 服务商综合实力	16
图表 26: 奇虎移动广告业务营收预测 (百万\$)	16
图表 27: MediaV 营收预测(百万\$)	16
图表 28: 2014Q3 互联网彩票份额	17
图表 29: 奇虎彩票营收及预测	18
图表 30: 主要成本费用及预测	20

公司概况

公司简介

- 奇虎 360 是国内最顶尖的互联网公司之一，在中国拥有几乎最高的网民渗透率，达到 90%以上。奇虎致力于通过提供高品质的免费安全服务，为中国互联网用户解决上网时遇到的各种问题。网旗下360 安全卫士、360 杀毒、360 安全浏览器、360 安全桌面、360 手机卫士等系列产品深受用户好评，使 360 成为无可争议的网络安全领先品牌。下图是 360 用户和商业变现的绝对核心产品，每款工具的日活都达到亿级以上。

图表1：奇虎绝对核心产品



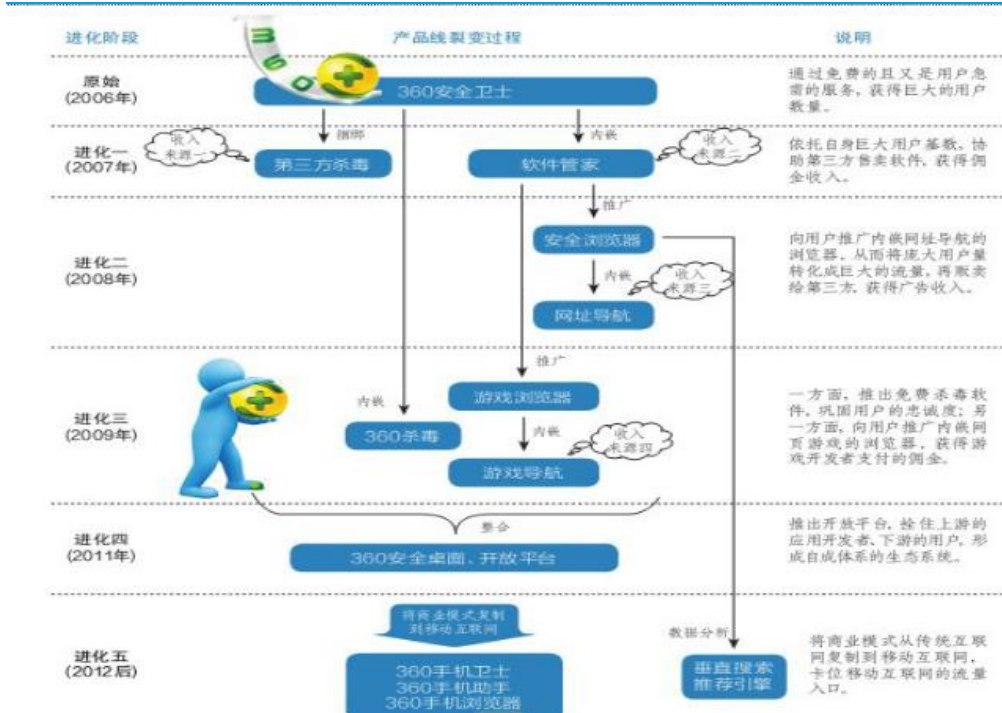
来源：公司公告，国金证券研究所

发展历史

- 奇虎以安全起家，在杀毒软件盛行的年代，奇虎率先推出免费杀毒，从而把中国个人安全市场，牢牢握在手中。在 PC 端主推安全浏览器，占据了用户上网入口，也通过浏览器进行商业变现，目前浏览器市场份额为国内第一、大约占据 27%，紧跟 360 浏览器的是 chrome，市场份额仅为 7%。移动端同样以用户安全为基础，通过手机卫士，引导手机助手安装，单款产品进行比较，360 手机助手在安卓分发市场份额第一。奠定了奇虎在移动端的发展方向。
- 2006 年：推出了 360 安全卫士，在当时用户个人电脑受到病毒、木马等严重威胁时，免费的安全卫士的推出，最快抓住了用户痛点，获得了巨大的用户量。
- 2007 年：凭借着巨大的用户安装量，主要通过捆绑第三方杀毒和帮助推广第三方软件，来获得收入。
- 2008-2011 年：率先推出免费杀毒软件，一举奠定在中国安全领域的 NO.1 的地位。发现无论是杀毒、安全卫士，都过于靠后端，意识到渠道为王的模式后，力推 360 安全浏览器，终于获得了在前端和用户深度交互的机会。目前浏览器份额在 PC 端也是国内的 NO.1，远超其他国内的浏览器。

- 2012 年：在掌握了足够的用户流量后，秘密研发的 360 搜索，石破天惊上线，并且一天拿下市场份额 10%，目前据 CNZZ 统计，已经将近 30% 的份额。搜索也成为奇虎的重要的广告变现方式。
- 2013-：推出搜索之后，移动互联网的大潮已经势不可挡。奇虎也凭借安全领域的优势，迅速确立了手机安全卫士的地位。渠道为王的模式依然在，360 手机助手强大的分发能力，也占据了移动分发的半壁江山，是国内分发份额最高的产品。

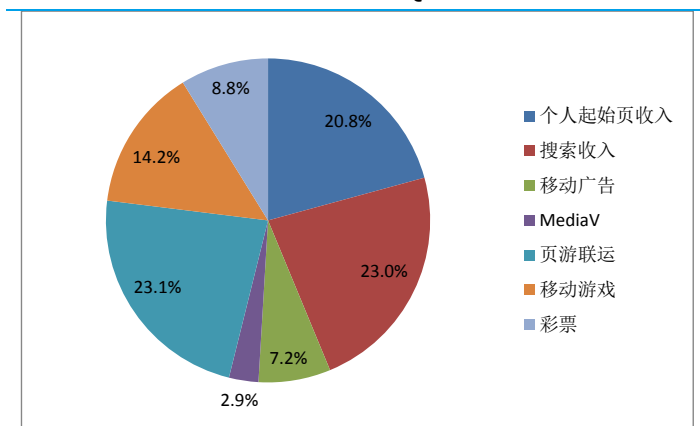
图表2：奇虎产品进化过程



来源：公司公告，国金证券研究所

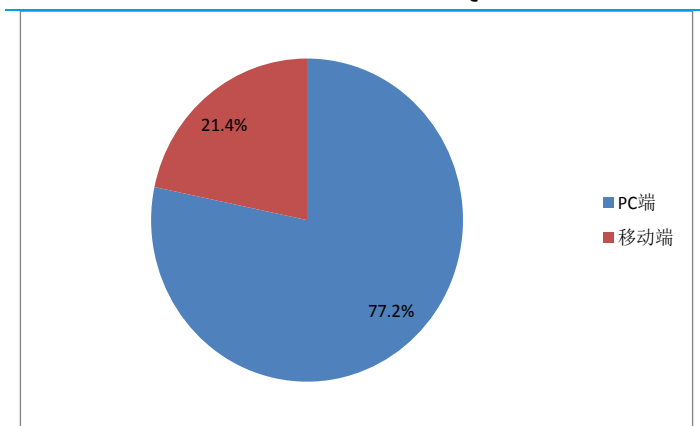
收入构成

图表3：按照业务类型奇虎 2014Q3 收入构成



来源：公司公告 国金证券研究所

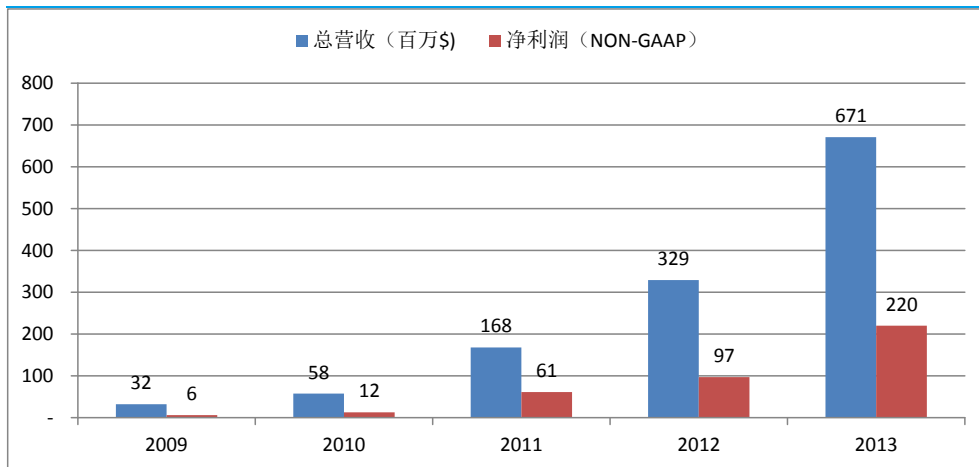
图表4：按照收入渠道类型奇虎 2014Q3 收入构成



- 图 3 可以看到，占到收入 10% 以上的业务目前有四块，包括起始页广告收入、页游联运、搜索收入、移动游戏。其中前 3 项大约占收入的 67%，这些都是基于奇虎的安全浏览器进行变现，可见浏览器份额对于奇虎的重要性。
- 图 4 可以看到，目前奇虎收入绝大部分集中在 PC 端，移动端收入只有 21%，(把彩票全部当做 PC 端收入，会有部分在移动端销售，实际移动端

占比会高于 21%，应该在 25%之内)，百度在本季度已经达到了 36%。主要原因是奇虎在移动端的搜索没有广告营收，且移动端的搜索市场份额也较小。

图表5：奇虎近 5 年营收和净利润情况



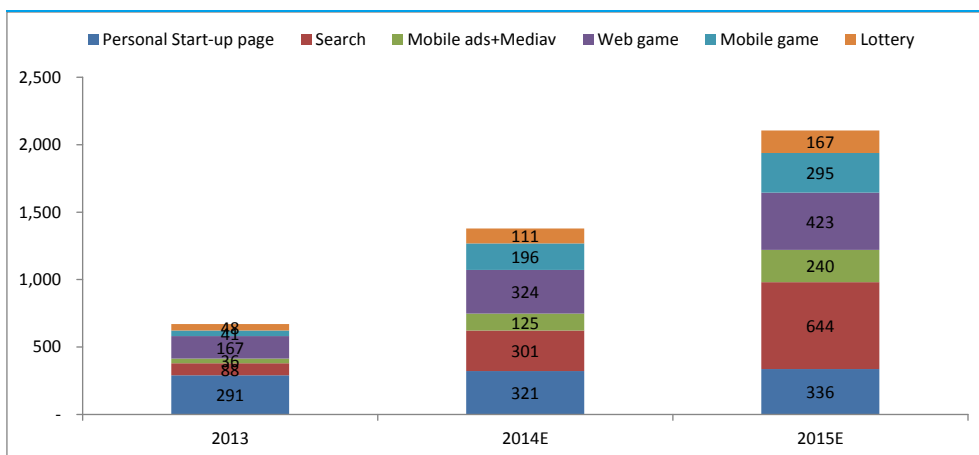
来源：国金证券研究所

■ 奇虎近 5 年营收和净利润情况如上图：

- 1、总营收和净利润都在高速的增长，几乎每年增长率都是 100%
- 2、总营收和净利润的增长幅度几乎一致，看到奇虎并没有因为收入规模的扩大，而放弃利润的增长，在健康的成长之中。

■ 分业务线营收及 2015 年预测

图表6：分业务线营收预测 (百万\$)



来源：国金证券研究所

PC 搜索广告营收大幅提升，2015 年收入占比将到达 30%以上

搜索广告变现模式

- 搜索广告变现方式主要是网民用户在搜索引擎中搜索关键词，触发客户所购买的关键词后，展示客户的广告，产生点击之后，客户就付费给奇虎公司。由于广告位置有限，会出现多家广告主竞争同一关键词的情况，广告主出价采用暗拍模式。取出价和网民搜索的关键词的匹配程度的最优情况，对广告进行排序。

图表7：搜索引擎广告变现模式

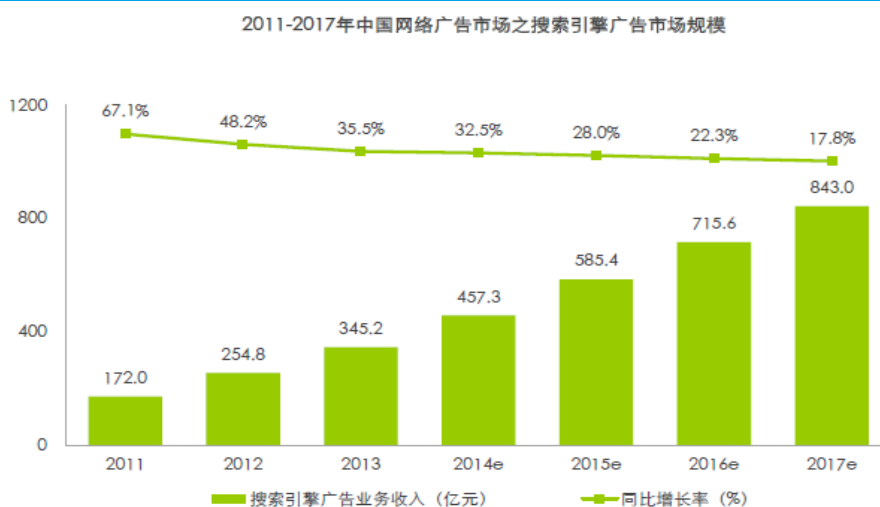


来源：国金证券研究所

- 搜索引擎广告收入=RPM(千次检索收益)*PV/1000。在线广告的营收的关键点即为搜索引擎的市场份额以及相应每次检索的变现能力。
- 进一步拆解奇虎的搜索营收增长=搜索引擎市场规模增长比例*奇虎 360 搜索市场份额增长比例*客户单价增长率*网民点击率增长率。

2015 年 PC 搜索营收预测，增幅达到 100%

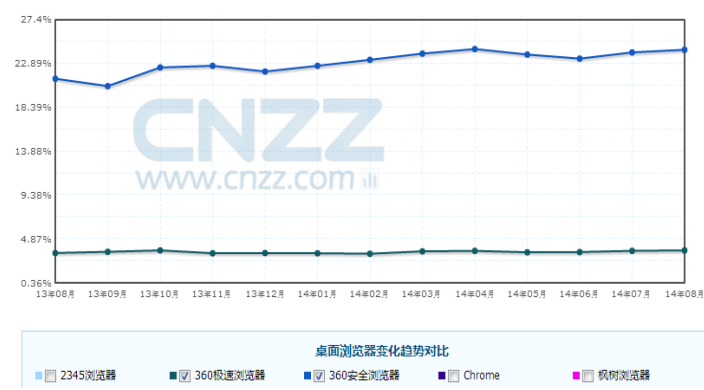
图表8：2011-2017 中国搜索引擎广告市场规模



来源：艾瑞 国金证券研究所

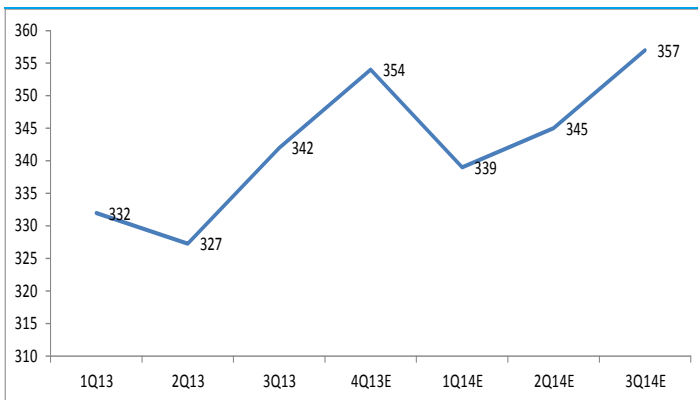
- 未来 3 年，搜索引擎的关键词和展示广告仍将保持 20% 的增速，对于以搜索引擎广告变现为主的公司，收入仍然会比较快速的提升。奇虎作为搜索引擎广告变现的重要参与者，至少会保持行业增长率，会拉动奇虎搜索营收至少为 20%。
- 奇虎搜索引擎市场份额主要通过安全浏览器导流获得，奇虎 PC 搜索 PV $\approx$ 互联网人口增幅 * 浏览器市场份额增幅 * 浏览器活跃人数。明年 PC 端互联网人口增幅大约在 3%，浏览器市场份额增速会放缓，2014 年对比 2013 年增速大约 10%，在 2015 年预计 5% 左右增幅。浏览器月度活跃用户数增速，因为 PC 人口红利的下降，大约在 2015 年也会维持在 4% 左右的增幅。浏览器和活跃用户的增幅，大约会使搜索引擎市场份额提升 12% 左右。

图表9：浏览器市场份额



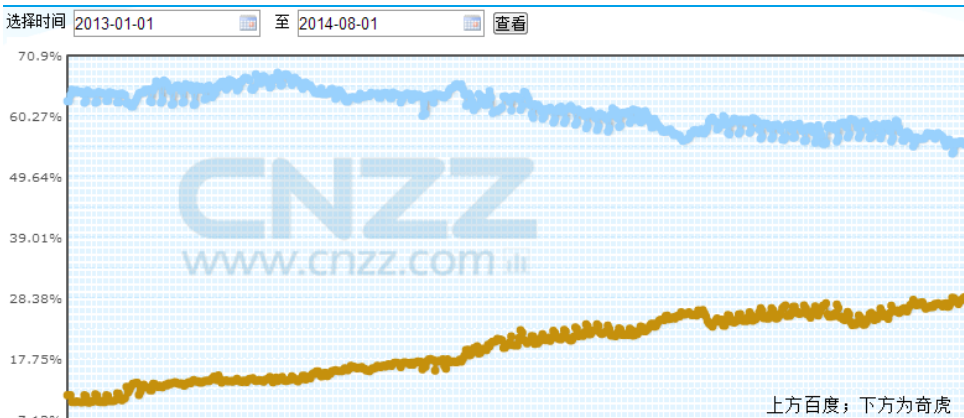
来源：国金证券研究所

图表10：浏览器月度活跃用户数（单位 百万）



- 如图 10 为百度与奇虎的最近两年 PC 端市场份额对比（CNZZ 只提供了 8 月份）。奇虎一直处于稳定增长之中，百度处于下降之中。奇虎目前市场份额在 28%-30% 之间，考虑到百度的先发品牌优势以及奇虎浏览器的市场份额增长，浏览器活跃用户和份额的增长会大约带来 12% 左右的增幅，考虑到奇虎本身的优化和外购等情况，公司预计明年搜索引擎市场份额会达到 35% 左右。预计奇虎搜索市场份额增长幅度约为 20% 左右。市场份额的增长会给搜索的营收带来 20% 左右的增长

图表11：搜索引擎市场份额



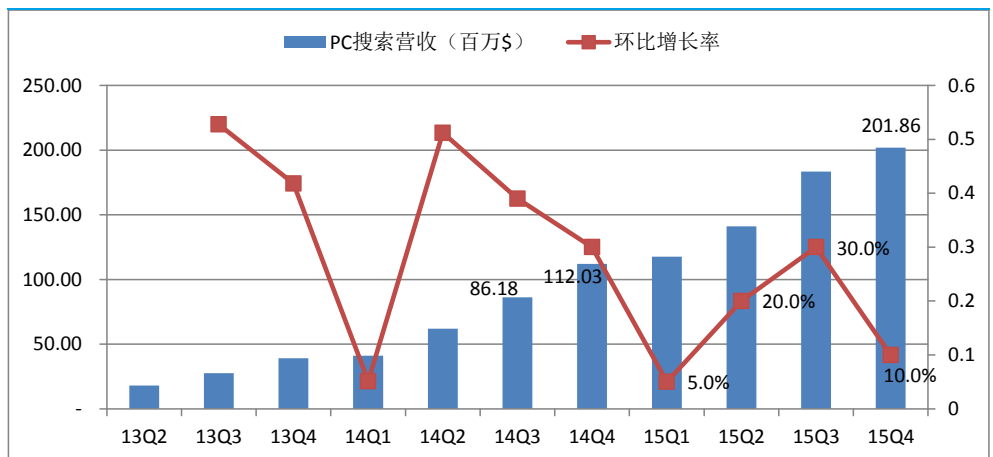
来源：CNZZ 国金证券研究所

- 对于奇虎公司来说，搜索广告收入最重要 也是最核心的提升，是提升每千次检索的收益。此部分也是奇虎正在加快进行，并且快速增长部

分。通过目前市场份额对比以及收入比较计算，奇虎的 RPM 水平约为百度的 1/3，增长空间很大。

- RPM 提升既依赖于奇虎本身广告算法匹配度的提升，也依赖于广告主竞价意愿的提升。可以看到奇虎不断优化广告结果，通过增加广告位置，放置大图等。另一方面，通过代理商不断地开发新的广告主。我们认为，考虑到百度明年 40% 的增长率，以及 PC 端市场份额的停滞不前，我们认为今年奇虎 15 年的 RPM 会提升 50% 左右。
- 客户单价的提升潜力巨大，从目前搜索广告代理商调研等数据来看，不考虑医疗客户的影响，奇虎在单价方面仍然要低于市场份额不如自己的搜狗，大约低 15% 左右。奇虎的广告客户的 ARPU 依然保持较高的增幅，今年对比去年的 ARPU 提升超过 50% 幅度，预计明年客户 ARPU 依然会保持高速增长。
- 结合一季度广告投放淡季，二、三季度的旺季情况，我们认为 50% 的变现能力提升、20% 市场份额的提升、以及在线广告行业整体的提升 20%，在 2015 年奇虎 PC 搜索广告对比 14 年会提升约 100%，达到 6.44 亿美金的营收。

图表12：奇虎 PC 搜索广告营收及 2015 年预测



来源：公司公告 国金证券研究所

个人起始页营收增速略有减缓，在总体营收比重大约在 16%

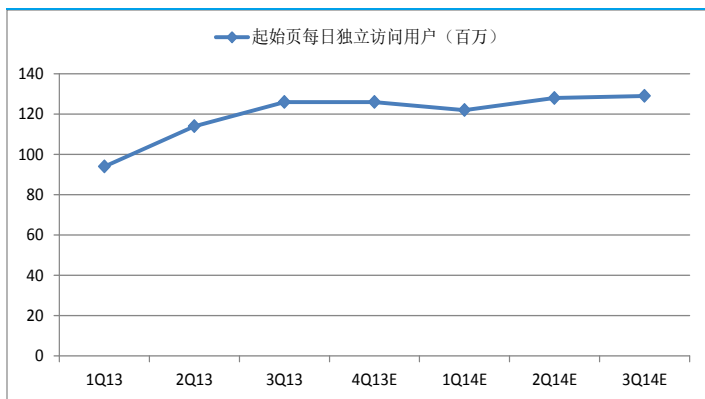
- 个人起始页的收入主要来自于 360 浏览器的第一个启动页面，起始页会给门户、垂直、电商、视频等网站导流，从而获得分成收入。目前一般这种位置是以固定金额售卖，按季度付费。该部分盈利模式类似于展示类广告，主要根据起始页的流量以及网民用户的点击情况，给出合理的位置价格。所以，起始页收入的关键点即为三部分：每天独立起始页的独立访问用户，平均每名用户在起始页的点击量、各大网站愿意为导流所支付的费用

图表13：个人起始页导流



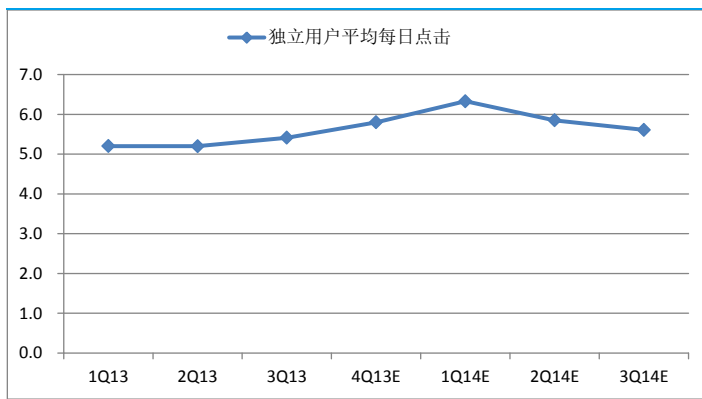
来源：国金证券研究所

图表14：个人起始页每日活跃用户数



来源：公司公告 国金证券研究所

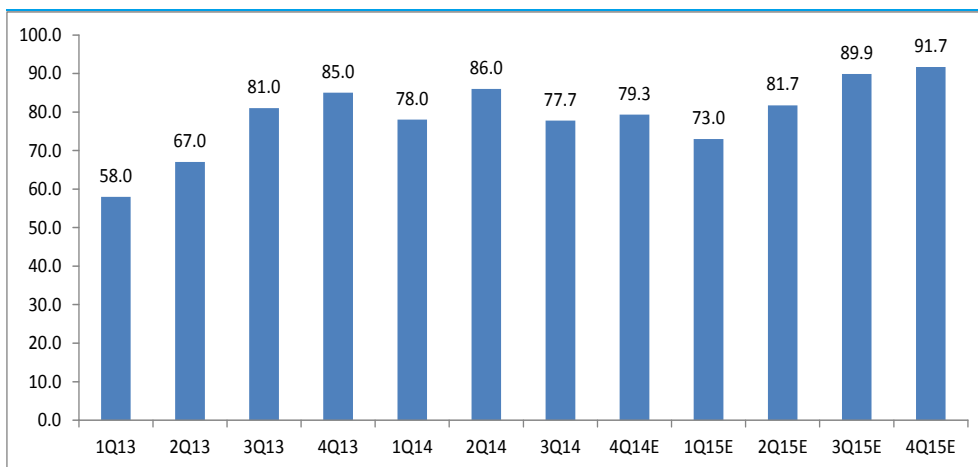
图表15：起始页平均日活点击量



- 个人起始页的独立访问用户在 2014 年之后，增速明显放缓。预计 2015 年的增速依然很缓慢，预测可以等同于中国互联网人口增长，大约 3% 左右
- 独立用户的每日点击，在 2014 年已经开始下滑。最主要是受移动互联网热潮影响，用户访问 PC 时间在减少。不仅奇虎受到影响，整个 PC 互联网的趋势，不可避免。
- 对于各大网站在起始页投放情况，通过调研访问，例如电商平台等，预计 2015 年仍然会在奇虎个人起始页加大投放，比例大约在 10%-15%，这部分可以作为奇虎的起始页收入增幅。

- 我们认为，在 2015 年，随着 PC 端进一步转型移动互联，但是基于人口红利的缓慢增长和广告主的投入增加，起始页的收入涨幅大约为 15%，15 年营收达到 3.36 亿美金，如下图。

图表16：起始页营收及预测



来源：公司公告 国金证券研究所

游戏增值服务仍将持续高增长：页游联运&手游分发

- 页游联运商业模式产生的原因：游戏开发商没有合适的渠道去推广自己的游戏，而这些掌握了用户流量的平台成为了推广游戏的重要入口。奇虎通过自己的浏览器入口，帮助游戏开发商推广游戏，参与后续游戏续充值服务的分成。页游联运收入的关键为整个游戏市场规模的发展，奇虎的页游用户数增长及付费情况，还有与开发商分成比例。

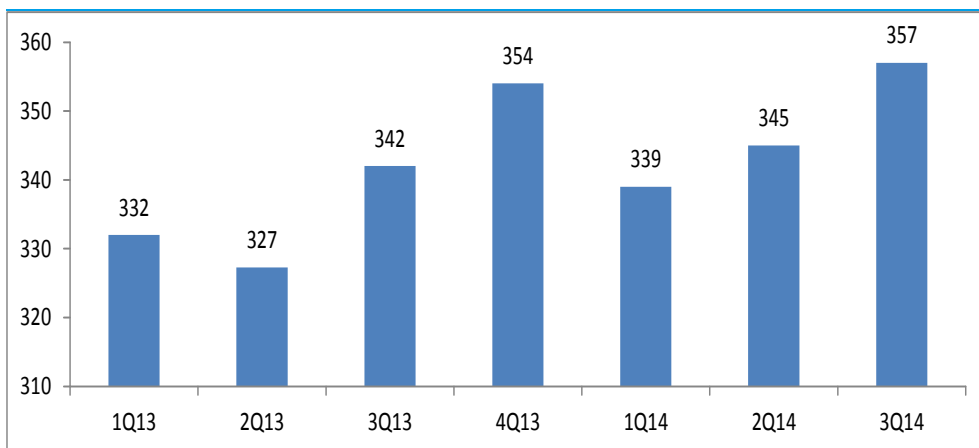
图表17：2011年-2017年网页游戏市场规模



来源：艾瑞 国金证券研究所

- 页游市场仍然在发展，但是从 2014 年开始，规模明显放缓。艾瑞数据显示从 2015 年开始，网页市场增长率稳定在 20%左右，从目前数据看，开发商新游戏投入市场不是很乐观，但奇虎作为页游联运的前三甲，无论是日活、付费等指标均优于一般小渠道。特别是在收购趣游之后，进一步提升在页游的领导地位。我们认为奇虎页游的增速会在行业的增速之上。
- 在与游戏开发商的分成比例方面，由于奇虎的流量主要都由自己的浏览器导航带入，所以流量质量较高。一般小型渠道，会在网吧等机器设置默认首页，流量质量较差。奇虎在与开发商分成上拥有较大的话语权，通过调研发现，奇虎与开发商分成比例大约为 3:1。即如果一个用户通过奇虎的游戏平台玩游戏，充值一块钱，奇虎大约可以分得 0.75 元，而游戏开发商为 0.25 元。一般其他联运平台分成会略小于这个数值。该比例预计明年不会有大变化。

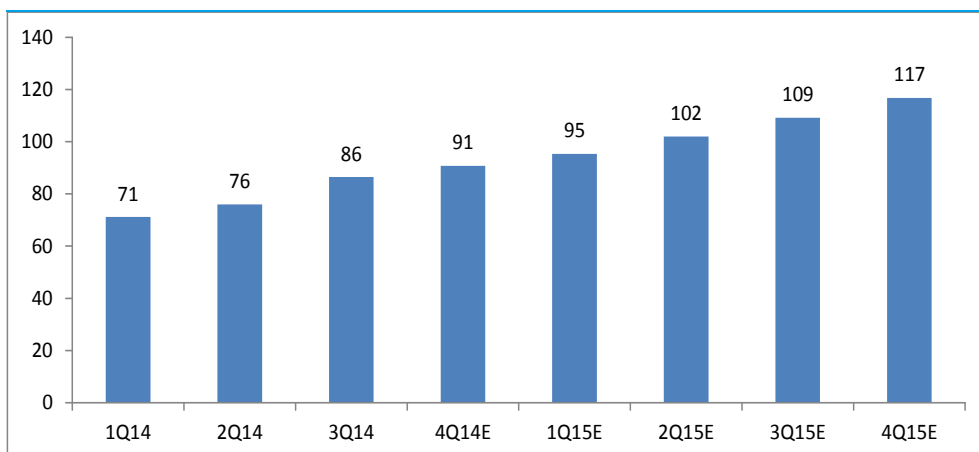
图表18：360 浏览器月活用户数变化趋势



来源：国金证券研究所

- 奇虎的页游联运主要都是通过浏览器导入，进而在 360 的游戏中心产生后续的活动，是否付费等行为，受游戏的影响非常大，不同的游戏付费率相差巨大。大概可以把浏览器的增量作为，影响付费用户变化的因子。2014 年对比 2013 年活跃用户增长率大约为 3%，浏览器市场份额的增长率大约在 5%，考虑到页游整体增速的 20%，结合奇虎在页游市场的地位，我们预计明年奇虎页游整体收入增幅大约在 30%，达到 4.23 亿美金。

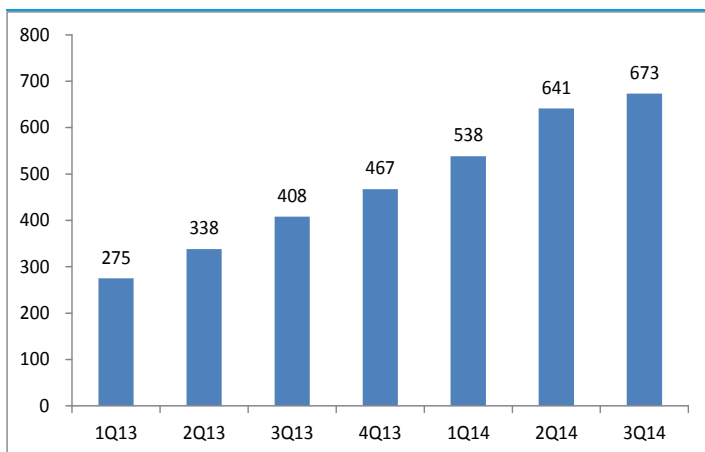
图表19：奇虎页游联运收入及预测（百万\$）



来源：国金证券研究所

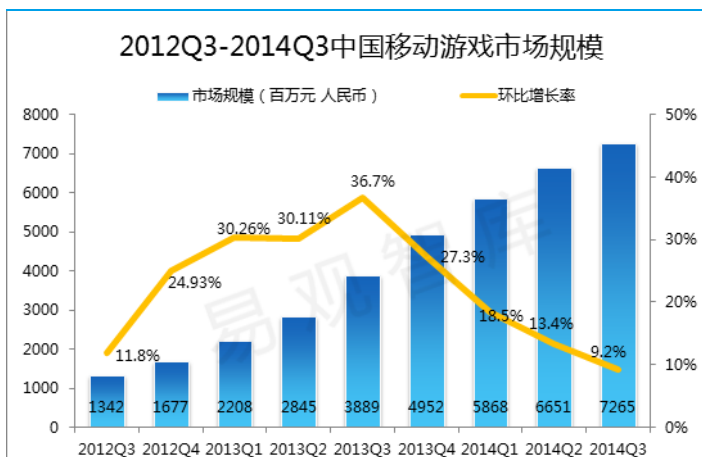
- 手游分发和页游产生的原因是相同的，并且伴随着移动互联网的大潮，移动的碎片化时间可以被更好的利用，手游迎来了大爆发。渠道同样为王，作为分发平台，奇虎也享受到了手游爆发的红利。奇虎手游渠道主要依赖安全卫士和手机助手的分发，所以安全卫士和手机助手的市场份额会对奇虎手游收入产生重要的影响。另外就是受游戏可玩性等的程度影响，手游市场规模的影响。
- 奇虎移动端产品用户数一直在保持增长，在 2014 年 Q3 已经达到了 6.73 亿，历史最高值，目前我国应用手机上网人数大约为 8.57 亿。奇虎移动端产品用户数仍有空间，预计明年会放缓增长速度。
- 图 21 也可以看到，2013、2014 年是手游大爆发的两年，到今年 Q3 手游市场环比增速已经下降到了 9.2%，预计明年会保持 7%左右的季度环比，增速会放缓。

图表20：奇虎移动端活跃用户数



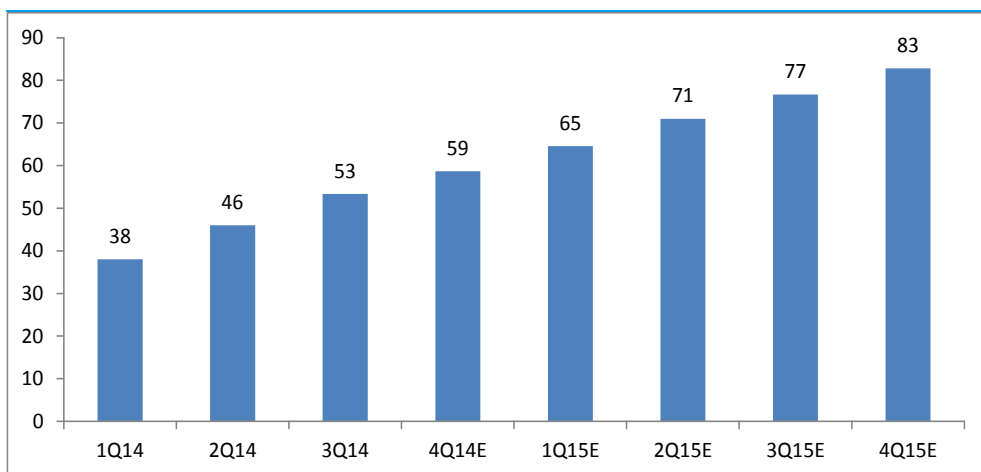
来源：国金证券研究所

图表21：移动游戏市场规模



- 为了进一步巩固自己在移动分发领域的地位，奇虎也在不断尝试创新与改革。首创了“社交分发”模式，包括“好友分发”、“位置分发”、“当面分发”和“个性分发”等精准 APP 分发方式，用户可以基于通讯录和 LBS 的地理位置，随时随地查看通讯录好友和周围陌生人正在使用的 APP，也可以不用借助任何网络，面对面互传包括视频、音乐、应用等在内的所有文件。360“社交分发”颠覆了传统移动应用分发市场的渠道和方式，并将重新构建新的移动应用平台生态系统。
- 从单一产品看 360 手机助手市场份额稳居第一业内人士认为，360 手机助手在原有的分发平台中加入了社交元素，相当于在一个分发平台上有有机地诞生出无数个个性化的分发节点，360 手机助手的分发平台价值将成倍上升，对用户的价值也将成几何级提升。

图表22：移动游戏收入及预测



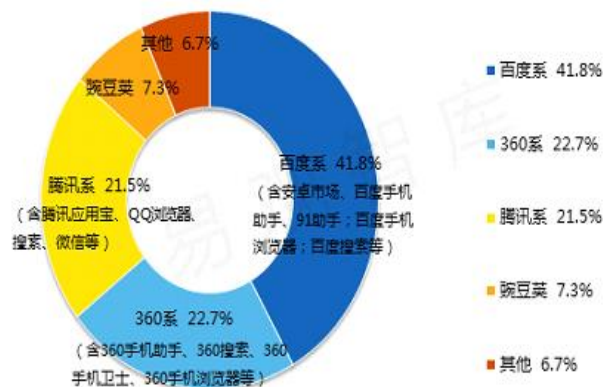
来源：国金证券研究所

移动广告以及彩票变现出现端倪

移动广告变现&MediaV 营收

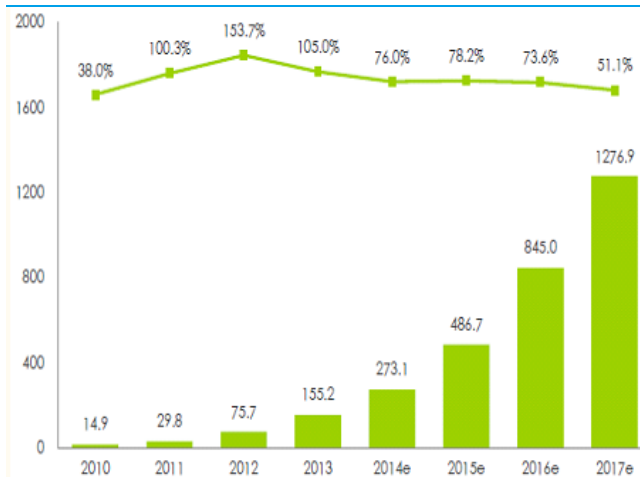
- 移动端广告的收入目前主要依靠手机助手的展示类的广告收入，而在移动搜索领域，奇虎并没有上线广告系统，没有收入贡献。Q2 收购的 MediaV 在本季度已经开始贡献收入，在移动端和 PC 端总计大约贡献 1100 万美金。目前来看，不考虑搜索广告的情况下，移动端广告收益的增长主要还是依靠奇虎移动分发工具的份额扩大以及展示推荐算法的提升。

图表23：2014Q3 全渠道移动分发份额



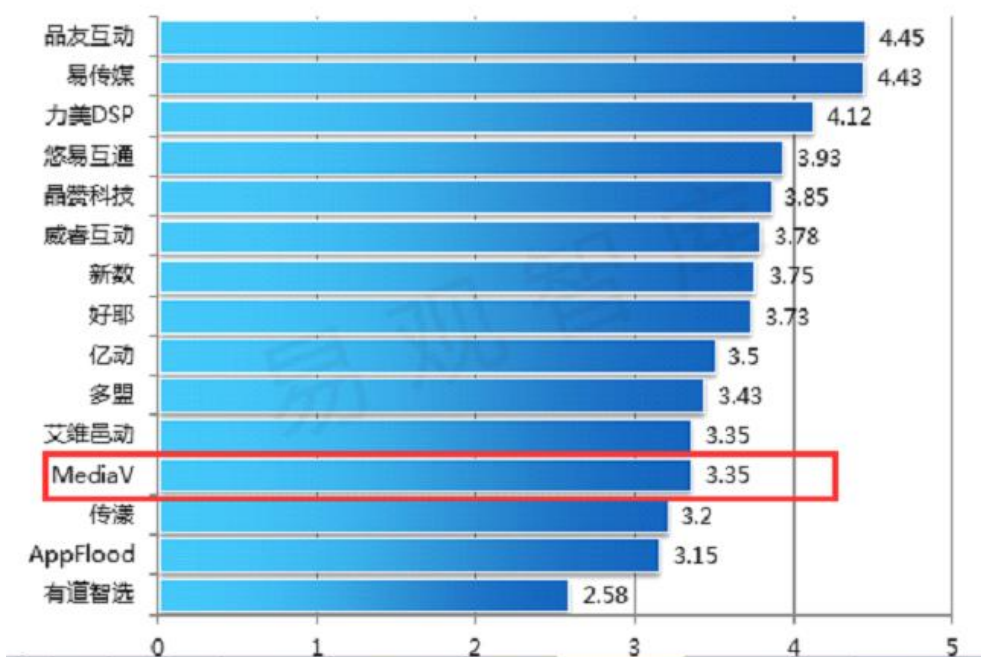
来源：易观 艾瑞 国金证券研究所

图表24：移动广告市场规模



- 奇虎目前在全渠道分发领域处于第二的位置，与腾讯份额相差无几。根据易观数据显示，奇虎在最近两个季度的分发份额几乎没有增长，略有下降。而整个移动广告市场在 15 年增速依然会比较快，达到 78%。考虑到广告主激烈的竞争和分发份额的挤兑，我们认为在奇虎 2015 年移动广告收入增速会在 60%左右，总营收达到 1.58 亿美金。

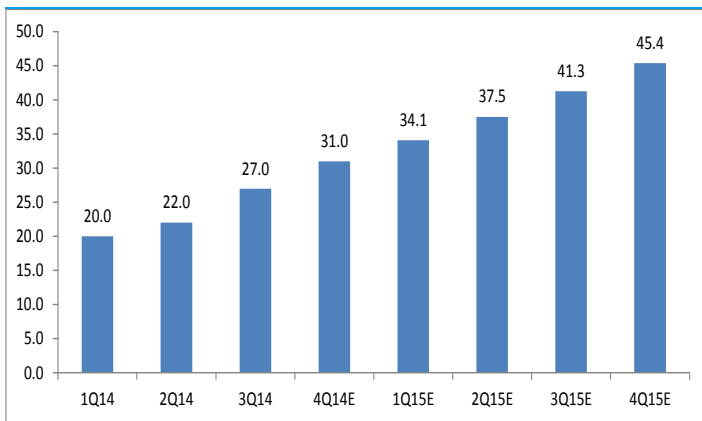
图表25：中国DSP服务商综合实力



来源：易观 国金证券研究所

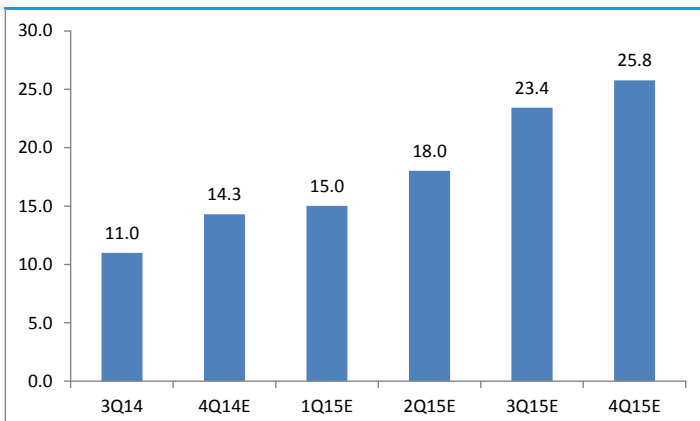
- MediaV 的综合实力虽然在机构的排名中不到前十，但是我们可以看到，与第三名的差距也都很小。在跟奇虎联合之后，我们有理由相信 MediaV 的收入会迎来比较大的增长。首先，它将有助于提升通过奇虎平台投放的广告与用户使用需求的契合度，这些广告会被投放在 360 起始页、应用商店和其他的 PC 和移动端平台；其次，奇虎可以将自己的搜索商业化系统与 MediaV 的平台整合，这将使奇虎能够提供更多内容关联的广告。

图表26：奇虎移动广告业务营收预测（百万\$）



来源：国金证券研究所

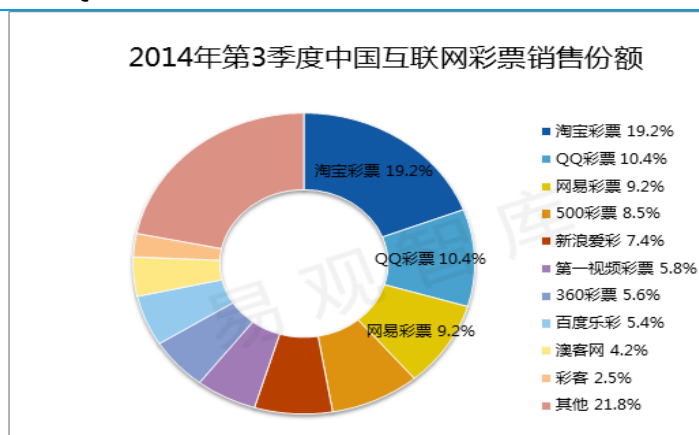
图表27：MediaV 营收预测(百万\$)



彩票增值服务--另一个朝阳行业

- 2014 年第 3 季度彩票大盘销量突破 1000 亿，环比增长 2.7%，而中国网络彩票整体销售规模达到 303.7 亿元人民币，环比增速 43.4% 远高于大盘。可见，目前互联网彩票销售额仅占彩票市场的 30%，空间巨大。从环比增速看，彩票市场的销售，也正在转向互联网，特别是移动互联网。

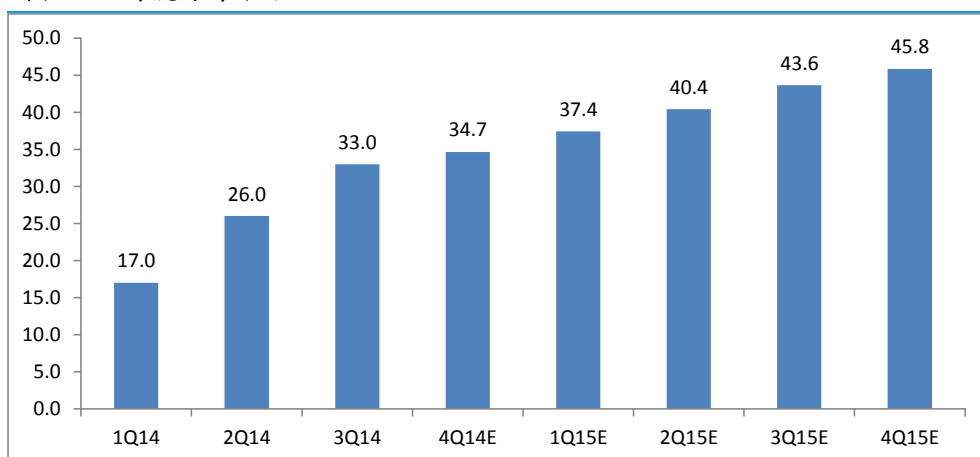
图表28：2014Q3 互联网彩票份额



来源：国金证券研究所

- 互联网彩票是一种轻电商，其不需要繁琐的 SKU，也不需要笨重的仓储物流，只要有用户即可，在互联网巨头眼中，互联网彩票和游戏一样，属于轻资产的变现工具，可以最大化其流量（用户）价值。涉足互联网彩票业务的巨头变得越来越多，似乎市场上只要有点用户的互联网公司，都已经开始布局，或已经布局自己的彩票业务。
 - 目前互联网彩票市场属于百家齐放状态，大概可以根据目前市场份额数据，推算出各家彩票的营收收入。以奇虎为例：303 亿*5.6%份额=16.97 亿人民币。奇虎和彩票中心分成比例，根据调研大约奇虎 10%-12%左右，大约 Q3 营收 1.8 亿人民币左右。
 - 彩票的营收核心是付费用户，以及客户 ARPU。从目前来看，互联网彩票是一个比较强运营型的行业，各家的技术水平和体验相差无几，拼的是运营手段，渠道的推广和老用户的维护。2015 年互联网彩票增速大约在 45%左右。
 - 奇虎在 PC 端主要依托个人起始页进行彩票导流，并且各家有流量入口的网站，已经几乎全部自营彩票，不会把流量分给其他的彩票厂商。掌握了流量入口的公司，才能屹立不倒，奇虎已经占据了一个优势。
- 在移动端更是各大彩票厂商必争之地，奇虎依然有强大的流量导流工具，所以奇虎在彩票大战目前看没有任何的劣势，并且凭借安全的标签会让用户更放心的购彩，我们认为奇虎彩票至少会享受到行业的平均增速。

图表29：奇虎彩票营收及预测



来源：国金证券研究所

移动搜索、智能硬件、企业安全共筑未来想象空间

移动搜索流量持续增长，等待变现时机：

- PC 端向移动端转型是当前以及未来几年的大趋势，而作为 PC 端最简单、目的性最明确的搜索引擎广告变现，在移动端依然大有可为，百度凭借着先发优势，在 2014 年 Q3 中移动搜索流量已经与 PC 端持平，收入也站到了总体的 36%。百度持续高涨的股价，也证明了投资者对移动搜索的看法和信心。
- 奇虎的移动搜索品牌和影响力等都弱于百度，目前也没有搜索广告上线，这在一定程度上对奇虎的股价造成较大的压力。但是对于移动端如此巨大的市场以及对比百度移动营收的巨大贡献，可以期待奇虎在移动搜索的爆发。
- 移动搜索流量贡献占 360 自有搜索流量的 15%左右，而市场预测，360 移动搜索在今年年底将贡献自有流量的 25%，市场份额达到 7%至 10%，并在 2 年内捕获 30%的市场份额。随着市场份额的扩大，以及在 PC 端积累的广告变现经验，奇虎一定会在移动搜索广告领域展现自己积蓄已久的力量。以 30%移动份额作为奇虎的移动份额天花板，RPM 对比百度 80%作为变现能力天花板。奇虎在移动端未来每年也将有数十亿的营收。

安全领域地位无可撼动，企业安全前景可期：

- 九个月前，成立了中央网络安全和信息化领导小组“国家网络安全宣传周”在京开启，进一步表明国家对网络安全的重视。政府采购办公室已经批准使用 5 个反病毒软件品牌。这 5 个品牌均来自中国国内，包括奇虎 360、启明星辰、冠群金辰、北京江民和瑞星。工信部、国税总局、南航、葛洲坝等国家机关和重点项目选择奇虎。随着国家对网络安全的不断重视，特别在企业安全方面，奇虎作为国内互联网安全的领头羊，将迎来大的机遇，企业安全在营收方面应该也会有相应的贡献。
- 鉴于目前国家对于网络安全的积极态度，我们可以相信，无论是自顶向下由中央采购，还是以各地方政府自发进行安全采购等方式，奇虎均是首选，此部分收入目前难以预估，通过调研和走访，奇虎自身对于此部分预期是大约 10%的营收占比。

智能硬件广泛布局，收购酷派欲打造智能入口：

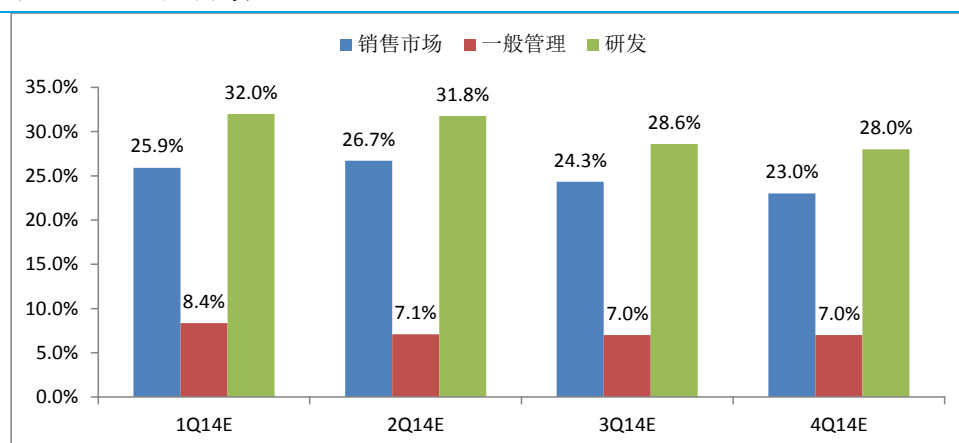
- 相比 2014 年，2015 年全球互联设备将增长 30%,达到 49 亿台。用户的信息终端将会全面移动化，每个用户拥有多台接入网络的移动设备。国际硬件巨头纷纷布局智能硬件的大环境下，奇虎以安全路由、家庭卫士等智能硬件切入，分步出击。9 月底发布的儿童卫士手表，上市首日，预定量突破 53 万台，目前在国内同类产品中销量已达第一。不论“儿童卫士”还是“家庭卫士”，各类产品均被成功地打上了“安全”的烙印，并标志着 360 安全从 PC 端走向移动端，悄悄地进入用户的生活。奇虎通过锁定用户的基础需求，在各种垂直细分领域发力，在庞大的用户量基础上，奇虎的物联网布局或将大有可为。
- 奇虎 360 将投资 4.09 亿美元现金以获取与酷派联手组建的一家合资企业的 45%股份。奇虎收购酷派目前大投行持中性态度，主要是觉得短期没有能够产生融合性的产品，另外主要是酷派的市场份额较小，而奇虎移动安全产品在智能手机渗透率已经接近 50%。
- 我们分析认为虽然安全产品的渗透率是已经较高，但是重要的手机浏览器、移动搜索市场份额不大，收购手机肯定会内置这些应用，对于提升这些变现能力强的 APP 的安装和使用，会是一个较大提振作用。更重要的是，奇虎在深圳投资了众多的硬件初创公司，从目前来看，智能家居已经成了硬件领域的比较明确的第一战场，而手机既是智能家居的遥控器入口，又是奇虎在硬件领域的直接试金石。

盈利预测与投资建议

盈利假设和预测

- 预测 2015 年总营收为 21.06 亿美金，对比 2014 年营收增长率为 53%。没有考虑公司的 PC 搜索可能会加入医疗广告、不考虑移动搜索变现，不考虑移动分发份额持续扩大的情况。净利润与营收的增加几乎同步，奇虎没有以牺牲利润来获得更快的营收的情况。
- 公司在 14 年的毛利率有所下降，由 Q1 的 81% 目前下降到 Q3 的 77%。主要原因是激烈的市场竞争，带宽，游戏渠道分发份额的竞争等，造成了毛利的下降，预计在 15 年游戏收入回稳的情况，奇虎的毛利率至少会维持在 14 年的水平，不会继续下降。

图表30：主要成本费用及预测



来源：国金证券研究所

- 扣除营销成本后，最主要的就是研发、销售市场、一般管理费用。过去 3 个季度我们可以看到奇虎的研发费用在缓步的下降。在智能硬件、企业安全两块业务没有明确的产出之前，我们可以推断，奇虎的几块费用波动不大，会缓慢下降。当智能硬件大规模产出、亦或企业安全产品全面推向市场时，销售市场等费用会有较大波动。上述三项费用在 2015 年基本维持 2014 年比例。

价值被低估

- 预测公司 2014-15 年 Non-GAAP 下 EPS 分别为 2.37\$ 与 3.53\$。百度、腾讯作为龙头的流量平台今年市盈率均为 38 倍左右。而中概其他平台型流量行业 58 同城 PE 高达 120 倍，市值相近的唯品会 PE 也为 100 倍。百度按照目前的股价以及参考 Bloomberg 的盈利指引，明年市盈率大约在 25 倍。不考虑企业安全、移动搜索、智能硬件等几块有所突破可以享受高估值，目前奇虎已有的持续高效盈利能力，我们给予奇虎 2014、2015 年 PE 分别为，34 倍、22 倍，对应明年股价为 77.6\$。

公司名称	EPS 货币	EPS		PE		当前股价
		2014E	2015E	2014E	2015E	
京东	RMB	-1.01	-0.15			
百度	RMB	38.23	53.44	36	25.8	224\$
腾讯控股	RMB	2.63	3.37	31.6	24.6	83 ¥
欢聚时代	USD	2.68	3.82	22.8	16	61.12\$
猎豹移动	USD	0.25	0.78	59.9	19.2	14.97\$
奇虎 360	USD	2.37	3.53	23.3	16.7	58.87\$

来源于 Bloomberg

附录：三张报表预测摘要

PL	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	CF	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Net revenues	167.8	329.0	671.1	1,380.2	2,106.4	2,932.2	Profit for the year	14.6	46.5	97.9	206.3	350.7	492.1
Cost of revenues	(18.9)	(32.8)	(87.8)	(295.1)	(463.4)	(674.5)	Depreciation and Amortisation	4.2	17.0	43.2	63.3	125.4	219.6
Gross profit	149.0	296.2	583.3	1,085.1	1,643.0	2,257.7	Share based compensation	46.6	50.6	122.5	105.6	119.6	234.6
<i>Gross margin</i>	<i>88.8%</i>	<i>90.0%</i>	<i>86.9%</i>	<i>78.6%</i>	<i>78.0%</i>	<i>77.0%</i>	Change in working capital	13.9	4.3	(42.5)	(100.2)	70.8	(16.1)
SG&A cost	(67.8)	(92.5)	(226.3)	(442.4)	(619.6)	(850.3)	OTHERS CHANGE	(0.8)	(6.3)	(9.3)	(7.5)	2.9	(33.0)
R&D cost	(63.3)	(156.3)	(255.3)	(411.2)	(589.8)	(806.4)	Cash generated from operations	78.5	112.0	211.8	267.5	669.5	897.2
Operating income, GA	17.8	47.5	101.7	231.4	433.6	601.0	NET CASH GENERATED FROM OPERATING ACTIVITIES	78.5	112.0	211.8	267.5	669.5	897.2
Share based compensation	(46.6)	(50.6)	(122.5)	(105.6)	(119.6)	(234.6)	Purchase of fixed assets	(16.3)	(68.8)	(121.4)	(207.0)	(294.9)	(381.2)
Operating income, NON-GA	64.5	98.1	224.2	337.0	553.2	835.6	OTHERS CHANGE	(15.5)	(8.6)	(75.2)	(4.5)	(7.0)	28.9
Interest income	3	7	5	21	25	34	NET CASH USED IN INVESTING ACTIVITIES	(31.8)	(77.4)	(196.6)	(211.6)	(301.9)	(352.2)
Foreign exchange loss	4.8	0.0	2.2	(7.8)	-	-	NET CASH GENERATED FROM/(USED IN) FINANCING ACTIVITIES	236.1	3.1	617.5	5.1	5.1	(44.1)
Other income	1.8	7.2	13.9	37.6	-	-							
Pretax profit, GAAP	26.9	61.5	122.6	261.7	431.6	634.9							
Income tax	(11)	(11)	(23)	(47)	(78)	(121)							
Net income GAAP	15.8	50.1	99.2	214.5	353.7	492.1							
Net income NON-GAAP	62.4	100.7	221.7	320.1	473.3	726.7							
Number of ADS basic	92.2	104.4	180.0	184.5	186.5	186.9							
Number of ADS diluted	115.27	122.41	128.67	131.84	133.34	133.74							
Non-GAAP EPADS (US\$)	0.53	0.79	1.71	2.37	3.53	5.43							
EBITDA	68.7	116.3	268.8	403.7	678.7	1055.2							
EBITDA margin	40.9%	35.3%	40.1%	29.2%	32.2%	36.0%							

BS	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
NON-CURRENT ASSETS	50	254	411	918	1,092	1,257
Fixed assets	17	126	164	290	460	621
Prepaid for land use rights	-	74	76	76	76	76
Intangible assets	8	12	17	42	43	44
Goodwill	5	5	30	212	213	214
Investment	16	28	84	256	257	258
Deferred tax assets	1	1	1	2	3	4
Others	4	9	40	40	40	40
CURRENT ASSETS	374	436	1,157	1,473	1,924	2,613
Accounts receivable	17	24	55	138	211	293
Short term investments	0	3	4	4	-	-
Prepaid expense	13	27	81	248	253	352
Deferred tax assets	1	2	4	8	14	20
Cash and cash equivalent (incl. Deposits)	344	381	1,013	1,074	1,447	1,948
TOTAL ASSETS	424	690	1,568	2,391	3,016	3,870

分业务营收预测 m \$	2013	2014E	2015E
Personal Start-up page	291	321	336
Y-Y		10.3%	4.7%
Search	88	301	644
Y-Y		242.3%	113.9%
Mobile ads+Mediav	36	125	240
Y-Y		247.9%	92.0%
Web game	167	324	423
Y-Y		94.7%	30.5%
Mobile game	41	196	295
Y-Y		382.7%	50.5%
Lottery	48	111	167
Y-Y		130.6%	51.1%

BS	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
CURRENT LIABILITIES	47	204	208	396	551	727
Accrued expenses	20	169	120	248	378	526
Accounts payable	6	7	25	41	63	88
Taxes payable	7	7	15	16	17	18
Amount due to related parties	1	0	1	-	-	-
Deferred income	12	21	47	90	92	94
Other current liabilities	0	0	0	0	0	0
NON-CURRENT LIABILITIES	6	8	606	606	606	606
Deferred tax liabilities	1	1	3	3	3	3
Long term payable	6	7	604	603	603	603
SHAREHOLDERS' EQUITY	371	478	754	1,390	1,859	2,538
Share capital	70	70	70	70	70	70
Share premium	292	385	614	1,152	1,415	1,743
Statutory reserves	0	0	0	0	0	0
Retained earnings	8	23	70	167	374	724
TOTAL LIABILITY AND EQUITY	424	690	1,568	2,391	3,016	3,870

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20% 以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：(8621)-61038271

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-6621 6979

传真：010-6621 6793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD