

Qihoo 360 Technology (QIHU.N)

Search monetization and mobile business development accelerate

In Q2, sales grew 108% YoY to US\$151 mn and net income grew 372% YOY to US\$33 mn. As the monetization of search business and the development of mobile game business accelerate, we raise our 2013, 2014, 2105 ADS estimates from US\$0.98, US\$1.61, and US\$2.46, to US\$1.16, US\$2.00 and US\$3.68 respectively, TP to US\$94.47 from US\$34.84 and maintain BUY rating.

2013 Q2 Results Review: Personal start-up page's user activity boosted online advertising sales; mobile game monetization started and we estimate sales of the mobile game business to be approximately US\$10 mn in Q2, accounting for 6% of total sales. Search business R&D and sales channel development of the search business have almost completed. The share of R&D and selling expenses in sales shrank. The US\$550 mn issuance of the convertible senior note contributed to cash position increase from US\$378 mn to US\$928 mn. We believe the cash will be used for small scale M&A or US\$300 mn-500 mn investment.

Search Business: Monetization of the search business is still at the early stage. In Q2, the company established advertising agency network in first- and second-tier cities and the search clients reached 10,000, lower than 15,000 customers when Sogou started search monetization. We estimate sales of the search business to reach US\$50mn-75 mn in Q2. We believe that search monetization will accelerate in 2014. The company needs to improve the user stickiness of search engine as the traffic from 360 search still accounts for a small proportion.

Mobile business: Given respective advantages of native app and web app in terms of user experience, cost and development process, we believe they will co-exist in the short run. We believe that the comprehensive mobile apps will be mainly distributed by two to three stores, while more app stores will distribute mobile games distribution and launch payment service and cloud storage, etc. to enhance user stickiness. Mobile app search will be the next battleground as the current search algorithm has limitations.

Valuation: We expect in Q3 2013, game revenue including web and mobile game revenue to reach US\$63 mn, and revenue of start-up page and search business to reach US\$93 mn and US\$25 mn respectively. We derive the company's fair value of US\$94.47 per share (the average of DCF and OPTIMISTIC scenario of sum-of-the-part analysis), corresponding to P/E of 81x FY 2013 and 47x FY 2014. We maintain BUY rating.

Financials

US\$ thousand	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Revenue	167,851	329,032	675,302	1,156,005	1,700,811
Growth (%)	191%	96%	105%	71%	47%
Net income	15,603	46,749	142,584	244,450	458,789
Growth (%)	84%	200%	205%	71%	88%
ADS (USD)	0.14	0.38	1.16	2.00	3.68
P/E (x)	632.41	224.05	73.46	42.85	22.83
P/B (x)	26.6	21.9	9.4	7.2	5.1
ROE (%)	4%	10%	13%	17%	22%

Source: Company data, CMS (HK) estimates

Buy

(Previous: Buy)

Target Price: US\$94.47

Current price: US\$78.52

China Merchants Securities (HK)
 Mike Chen, Liangsheng Deng
 +86-755-83273471
 chenzu@cmschina.com.cn

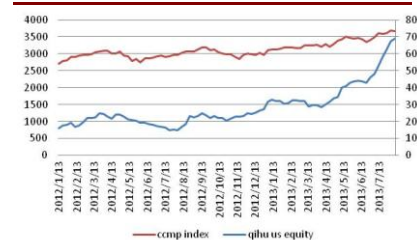
2 Sept 2013

Key data

NASDAQ Index	3706
S/O (mn)	183
Mkt cap (USD) (mn)	10,210
BVPS (USD)	9.10
Major shareholder	Holding (%)
SRS Investment	8.38
Free float	56
Industry	Internet

Share performance

%	1m	6m	12m
Absolute	27	158	269
Relative	26	143	249



Source: Bloomberg

Related research

奇虎 360 (QIHU.N)

搜索货币化以及移动业务加速，维持‘买入’

2013年8月25日，奇虎360发布2013年Q2业绩，销售额同比增长108%，至1.51亿美元，净利润增长372%，至3300万美元。基于公司搜索货币化进程以及移动业务发展好于预期，我们调高了2013、2014、2015年的EPS从\$0.98、\$1.61以及\$2.46至\$1.16、\$2.00以及\$3.68，提高目标价从\$34.84至\$94.47，维持其‘买入’评级。

2013年Q2业绩回顾

首页用户活跃度增强助力销售；移动游戏货币化开始，预计移动游戏销售额约为1000万美元，占总销售额6%；由于公司搜索业务的研发、1-2线城市销售体系的建设基本已经完成，搜索业务开始贡献收入以及首页业务持续增长使得研发、销售费用占比下降早于预期：发债使公司的现金水平从3.78亿美元上升至9.28亿美元，我们认为公司仍将进行小规模并购或者战略型入股，例如3-5亿美元的并购。

搜索业务

搜索业务货币化处于早期，2013年Q2，公司在1、2线城市建立了广告代理商网络，其搜索客户达到10,000，低于搜狗货币化初期的搜索客户15,000。预计Q2的搜索销售额为500-750万美元。我们认为搜索货币化将在2014年加速。搜索用户粘性有待提高，来自自有搜索品牌占比较低；搜索主要还是流量通道，在细分市场优势较小。

移动业务

Native APP和Web APP各有各的优势，针对的用户、行业、体验、成本不同，短期之内将共存。在移动Web APP用户体验和分发还不完善的情况下，Hybrid APP将获得相当一部分开发者的青睐。综合类应用分发渠道将集中在2-3家，同时应用商店将主打垂直牌，例如移动游戏等应用，利用应用商店推出支付、云存储等服务来提高用户粘性。由于应用搜索存在的问题，移动应用搜索将成为搜索领域下一个战场。

业绩预测

预计2013年Q3、Q4，公司首页活跃度继续提高，平均每日点击量增长50%和66%，首页的销售额分别达到9200万美元和1.01亿美元，而搜索引擎的销售额Q3、Q4则分别为2500万美元和4500万美元。受移动游戏货币化进程的推动，Q3、Q4第三方开发游戏数目将达到370款、450款，游戏业务销售额达到6292万美元和7865万美元。

投资策略及建议：

基于DCF和分部汇总估值的最优情景，得出公司的合理价值为每股\$94.47，对应2013、2014年P/E为81倍和47倍，维持奇虎‘买入’的评级。通过比较奇虎与中国、美国互联网公司的利润率、增长率、PEG，我们认为公司在互联网公司中业务增速较快、特别是在移动应用商店、搜索等业务处于领先地位，因而其目前估值仍然处于合理水平。

盈利预测及估值

美元千	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业额	167,851	329,032	675,302	1,156,005	1,700,811
同比增长(%)	191%	96%	105%	71%	47%
净利润	15,603	46,749	142,584	244,450	458,789
同比增长(%)	84%	200%	205%	71%	88%
每股盈利(美元)	0.14	0.38	1.16	2.00	3.68
市盈率(X)	632.41	224.05	73.46	42.85	22.83
市净率(X)	26.6	21.9	9.4	7.2	5.1
ROE(%)	4%	10%	13%	17%	22%

资料来源：公司资料,招商证券(香港)预测

买入

(上次：买入)

目标价：US\$ 94.47

现价：US\$78.52

招商证券(香港)研究部

陈征宇, 邓良生

+86-755-83273471

chenzu@cmschina.com.cn

2013年9月2日

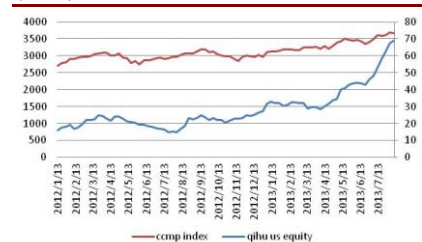
基础数据

NASDAQ 指数	3706
总股数(百万股)	183
市值(美元百万)	10,210
每股净资产(美元)	9.10

主要股东	持股(%)
SRS Investment	8.38
自由流通量	56
行业	互联网

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	27	158	269
相对表现	26	143	249



资料来源：彭博

相关报告

2013 年 Q2 业绩回顾

首页用户活跃度增强助力销售

2013 年 Q2 公司首页日均年独立用户达到 1.14 亿，首页日均点击量达到 5.9 亿，分别同比增长 37.3%和 60.3%。首页销售额我们预计达到 8310 万美元，同比增长 89.3%，平均每独立用户销售为 0.7 美元、每个点击销售为 0.14 美元。公司从 2011 年首页每点击销售额为 0.11-0.14 美元，每个独立用户销售额随首页日均每个用户的点击量持续上升，2013 年 Q2 首页日均每个用户的点击量达到 5.2，可以看出首页的销售额的驱动力主要来自用户在首页上的活跃度的提高。公司于 2012 年第 3 季度推出基于性能的广告服务，2012 年第 3、4 两个季度的销售额环比增速均超过 20%，说明该广告服务系统正逐步取得正面效果。

图 1：首页日均独立用户、日均点击量情况



图 2：首页销售额、独立用户、点击销售情况



资料来源：公司资料，招商证券（香港）整理

移动游戏货币化开始

2013 年 Q2，公司开始移动游戏货币化，游戏付费帐户以及第三方开发游戏数目均出现大幅上升，但是每款游戏销售额及每个付费游戏帐户销售额则出现较大幅度下降。我们认为主要是因为移动游戏的 ARPU 较网页游戏低造成。我们预计公司目前移动游戏销售额约为 1000 万美元，占总体销售额 6%，大约上线游戏 100 款，平均每款销售额在 10 万美元左右，移动游戏付费用户 10 万，ARPU 约为 100 美元。

图 3：游戏付费帐户、第三方开发游戏数目情况

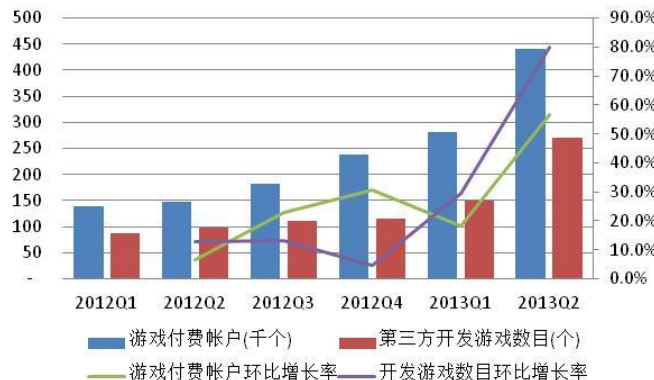
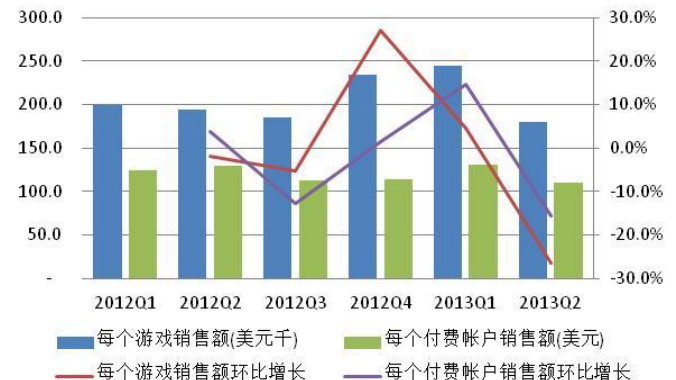


图 4：每个游戏销售、每个付费游戏帐户销售情况



资料来源：公司资料，招商证券（香港）整理

研发、销售费用占比下降早于预期

2013年Q2, 公司研发及销售费用占比均出现较大幅度下降, 即使扣除移动游戏货币化约1000万美元的贡献, 费用占比也优于2013年Q1这两部分的费用占比情况, 我们认为主要由于公司搜索业务的研发、1-2线城市销售体系的建设基本已经完成, 公司搜索业务开始贡献收入以及首页业务持续增长所致。之前我们参考百度的利润率, 认为关键字搜索的利润率高于网址导航, 预计2013年随着360搜索业务货币化的开展, 公司运营及净利率将有所恢复, 达到15-20%, 2013年Q2的利润率恢复早于我们之前的预期。

图 5: 销售、市场、一般管理、研发费用占比趋势

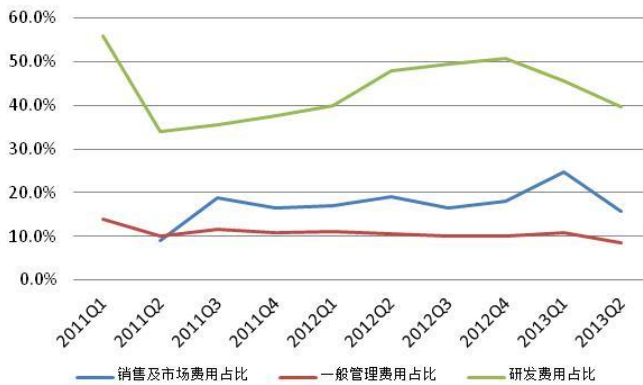
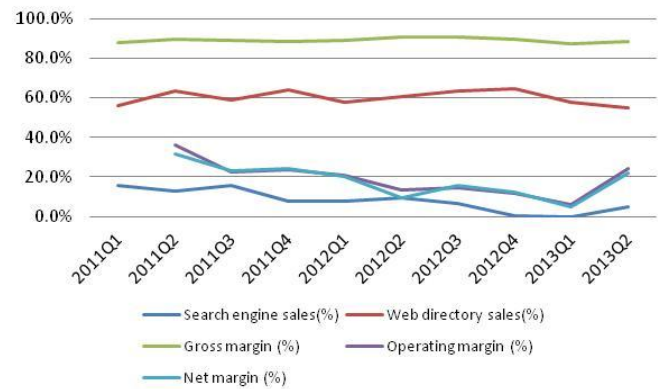


图 6: 运营利润率、净利润率与网络广告业务占比趋势



资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)整理

发债利于在搜索、移动领域并购

2013年8月27日, 公司宣布发行5.5亿美元的可转债, 转换价格为110.96美元, 较发行日当天价格溢价40%。该可转债利息2.5%, 每半年结算, 2018年9月15日到期, 2016年9月15日持有者有权赎回。

- 发债使公司的现金水平从3.78亿美元上升至9.28亿美元, 同时由于可转债的利息较债券的利息低, 从而降低公司日常的财务负担。
- 融资提高了公司进行行业并购的能力, 我们认为公司仍将进行小规模并购或者战略型入股, 例如3-5亿美元的并购, 而不会进行较大型的并购。
- 对于公司的发债成本约为2.5%年利率以及110美元Call的期权的价格, 5年约为21.4%, 平均每年为4%, 远低于目前市场的发债成本。

表 1: 奇虎 360 发债稀释、成本、收益情况

发行日价格: 79.26	30%	35%	40%	45%	50%
转换价格	103.04	107.00	110.96	114.93	118.89
新增 ADS 股份(百万)	5.3	5.1	5.0	4.8	4.6
ADS 稀释影响	-2.7%	-2.6%	-2.5%	-2.5%	-2.4%
利息成本	13.1%	13.1%	13.1%	13.1%	13.1%
Call 期权			8.3%		
总成本			21.4%		
投资收益	43.1%	48.1%	53.1%	58.1%	63.1%

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)整理

搜索业务-搜索业务货币化处于早期，2014 年或将加速

2013 年 Q2，公司在 1、2 线城市建立了广告代理商网络，其搜索客户达到 10,000 略低于 2010 年 Q2 搜狗货币化初期的搜索客户 15,000。2010 年 Q2，搜狗平均广告用户销售额为 309 美元，假设 360 搜索平均客户销售额为 500 美元，则 Q2 的搜索销售额为 500-750 万美元。

2013 年 Q2，搜狗搜索在线活跃广告客户和广告用户平均销售额分别达到 46,200 个和 841 元美元，同比分别增长 32%和 20%。同期百度在线活跃广告客户广告用户平均销售额分别为 468,000 个和 16,100 元人民币，同比分别增长 33%和 4%。二者在线活跃广告客户差距自 2013 年以来始终维持在 10-11 倍，广告用户平均销售额之间的差距维持在 3-4 倍。假设 360 搜索在货币化全面展开后，活跃广告客户最终达 100,000，而广告平均用户平均销售额达到百度的 1/3，850-1000 美元，则季度搜索销售收入 8000 万-1 亿美元，约为百度季度搜索销售的 7-8%。

图 7：百度、搜狐在线活跃广告客户数量情况

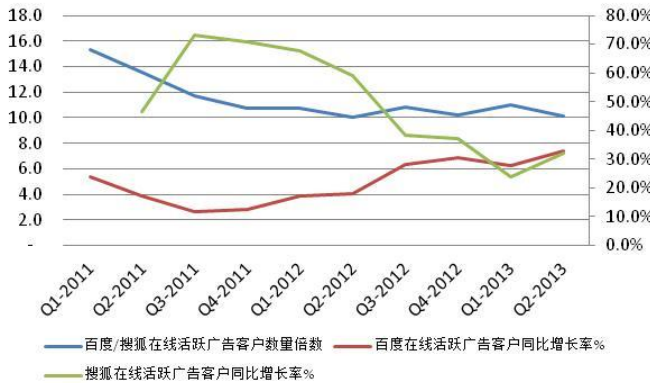


图 8：百度、搜狐在线广告用户平均销售额情况



资料来源：公司资料，招商证券（香港）整理

从搜狗销售增速来看，作为行业第 2 名的搜索引擎，在货币初期特别是第二年或将保持较快的增速，之后由于基数增加，增速趋缓，略高于整体行业的增速。我们认为 2013 年公司搜索收入符合之前市场预期的 7500 万-1 亿美元，同时搜索货币化将在 2014 年加速。

图 9：百度、搜狐搜索销售增长情况



资料来源：公司资料，招商证券（香港）整理

搜索业务-搜索用户粘性有待提高，自有搜索占比较低

据 iResearch 数据，2013 年 6 月，公司搜索独立访问用户从 2013 年 1 月的 1.80 亿增长 29% 达到 2.32 亿；但是 1-6 月搜索访问次数、页面浏览情况和网站浏览时间增长幅度分别为 16.4%、11.9% 和 18.0%，均低于独立用户的增长率。虽然 360 搜索在独立访问用户数上超过了搜狗，但是在搜索访问次数、页面浏览情况和网站浏览时间上略低于搜狗，一定程度上说明 360 搜索对于用户的粘性还有待提高。

据 Hitwise 的数据，奇虎 360 搜索中只有 18% 是来自自有搜索品牌，而奇虎 360 导航及浏览器则占 360 搜索的 82%。浏览器及 360 导航有助于独立访问用户的增长，但是 360 浏览器市场的占有率及使用率目前趋于稳定，约为 25-27%，未来公司还需提高搜索自身品牌认知度，提高访问次数、浏览页面以及浏览时间，改善搜索的质量和有效性。

图 10: 中国搜索网站独立访问用户情况 (单位: 千)

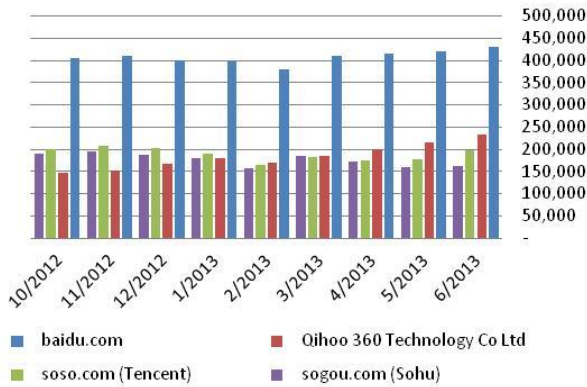


图 11: 中国搜索网站访问次数情况 (单位: 百万)

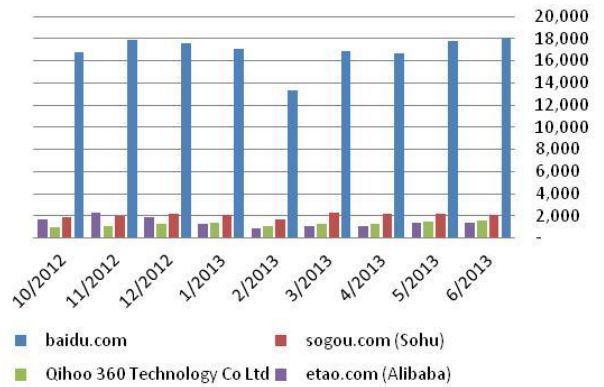


图 12: 中国搜索网站页面浏览情况 (单位: 百万)

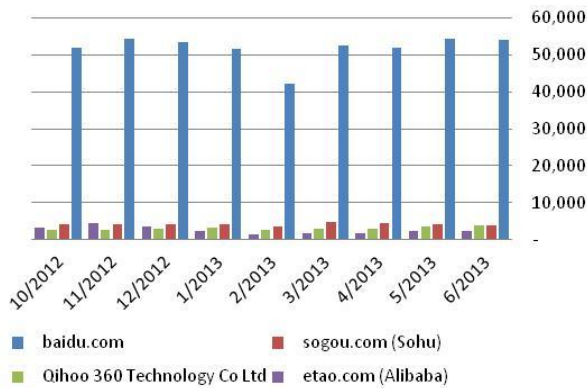
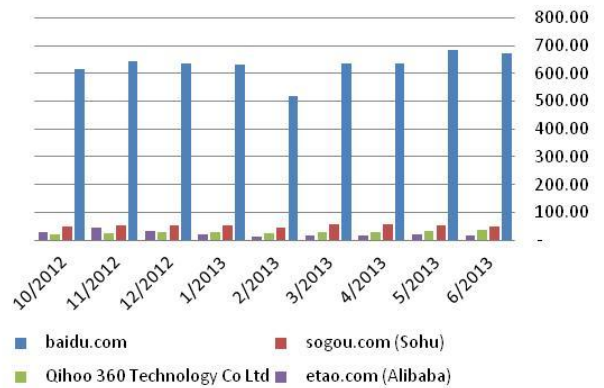


图 13: 中国搜索网站浏览时间情况 (单位: 百万小时)



资料来源: iResearch, 招商证券 (香港) 整理

搜索业务-搜索主要还是流量通道，在细分市场优势较小

从上游流量网站来看，来自外部网站的流量分别占百度、搜狗、360 搜索的上游流量 13.7%、27.3%和 23.1%，其中外部搜索网站分别占搜狗和 360 搜索上游的 14.6%和 16.5%，与之相比，外部搜索网站只占百度上游流量的 2.1%。上游网站流量数据说明百度在经过多年的经营，通过搜索联盟、云计算等平台打造了生态闭环，而搜狗和 360 搜索目前还只是其他搜索引擎的流量通道。另据 Hitwise 数据，有 27.2%的流量在使用百度搜索后仍留在百度自身体系内，分别为百度知道 5.42%、百科 4.4%、贴吧 3.25%、视频 2.57%、图片 1.61%，文库 1.6%和地图 1.4%，而 360 搜索仅有 4.1%留在 360 体系，其中 360 影视为 1.81%、新闻搜索 0.67%、购物 0.25%、软件宝库 0.13%。

表 2：百度、搜狗、360 搜索引擎上游网站流量分布

百度搜索		搜狗搜索		360 搜索	
qq.com	3.7%	baidu.com	9.9%	360.cn	23.4%
hao123.com	2.9%	qq.com	6.8%	baidu.com	9.9%
sina.com.cn	2.0%	sohu.com	3.6%	soso.com	2.8%
taobao.com	1.7%	taobao.com	2.5%	qq.com	2.3%
weibo.com	1.3%	soso.com	1.8%	google.com.hk	2.0%
google.com.hk	1.1%	google.com.hk	1.6%	sogou.com	1.8%
163.com	1.1%	sina.com.cn	1.3%	chinaz.com	1.7%
soso.com	1.0%	hao123.com	1.3%	qihoo.com	1.5%
360.com	0.9%	cnzz.com	1.1%	sina.com.cn	1.4%
sohu.com	0.9%	163.com	1.0%	taobao.com	1.2%
外部网站	13.7%	外部网站	27.3%	外部网站	23.1%
外部搜索网站	2.1%	外部网站	14.6%	外部网站	16.5%

资料来源：Alexa、招商证券（香港）

从细分领域来看，各行业对于百度搜索的依赖度程度较高。百度在优酷、京东、淘宝、新浪和搜狐的点击份额均超过其网页版的整体点击份额，360 搜索只在携程、58 同城具有优势。

表 3：百度、搜狗、360 搜索引擎上游网站流量分布

名称	百度网页版	360 综合搜索	百度/360 比例
整体	73.80%	12.00%	6.17
携程	75.70%	15.30%	4.95
优酷	76.40%	11.90%	6.41
京东商城	77.30%	10.10%	7.69
当当网	66.50%	12.30%	5.42
淘宝网	73.00%	10.60%	6.90
58 同城	73.10%	16.40%	4.46
新浪网	69.20%	8.20%	8.41
新浪微博	77.90%	13.30%	5.85
搜狐	73.70%	9.00%	8.18

资料来源：Hitwise、招商证券（香港）

移动业务-Native APP 和 Web APP 共存, Hybrid APP 异军突起

公司拥有中国目前最大的 Andriod 移动应用商店,对于移动 APP 未来形态,我们逐项比较了 Native APP 和 Web APP 的优缺点,目前来看,Native APP 和 Web APP 各有各的优势,两种 APP 针对的用户、行业、体验、成本不同,并不存在短期内谁会取代谁的可能。

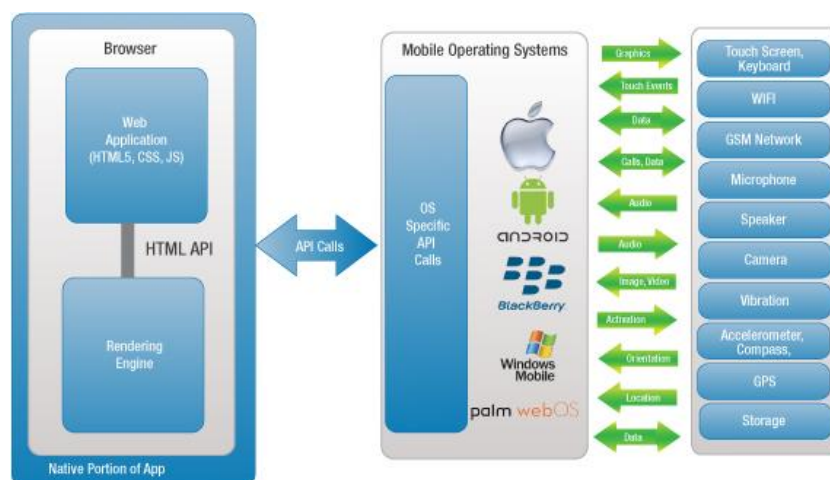
表 4: Native APP 与 Web APP 比较

	Native APP	Web APP
开发过程	Java、C++、Object C, 代码编译后运行, 直接调用 OS 的设备 API	HTML5、Javascript、CSS 等 Web 编程技术, 代码运行在浏览器, 通过浏览器调用设备 API
开发成本	开发成本较高, 须支持多种移动设备的版本	开发成本低, 适用各种移动设备, 跨平台和终端
维护、移植及升级	新版本需要版本打包, 用户手动更新, 维护较难, 移植不同平台较麻烦	升级无需用户通知, 在服务器端更新文件, 维护轻松
带宽、本地资源	节省带宽, 访问本地资源方便	调用本地文件系统能力差
离线访问及数据更新	每次打开无需网络, 支持离线运行	每次打开 APP, 需通过网络获取 UI 及数据, 但是每次可以访问最新的数据
用户体验	用户界面体验好, 交互功能强, 针对不同平台体验不同	浏览体验短期无法和 NativeApp 比较
信息推送	信息推送较为及时	信息推送不及时
分发及分成	须通过应用商店认证, 盈利需要分成	无须应用商店认证, 分发较难
APP 体积	安装包较大, 包含 UI、数据等	安装包较小, 只包含 APP 框架
用户获取成本	用户获取成本较高, 面临竞争对手的刷榜	推广 WebApp 的费用, 无刷榜
适用行业	游戏、电子杂志、管理等无需时常更新的 APP	电子商务、金融、新闻资讯等需要更新内容的 APP

资料来源: 招商证券 (香港) 整理

近年来, 我们看到部分代码使用 Web 技术, 部分则由 Native Container 承担的 Hybrid APP 出现, 例如淘宝客户端、掌上百度等应用采用这种模式。Hybrid APP 的开发成本介于 Web APP 和 Native APP 之间, 维护简单, 体验与 Native APP 无差异, 该类 APP 通过应用商店分发, 区分移动设备, 需要用户安装应用。在移动 Web APP 用户体验和分发还不完善的情况下, Hybrid APP 将获得相当一部分开发者的青睐。

图 14: Hybrid APP 示意图



资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港) 整理

移动业务-移动应用商店市场将更为集中，收入主打娱乐牌

目前移动应用商店分类：

- 运营商及手机厂商：3大运营商的移动商店、华为、中兴等厂商通过预装推出的应用商店，由于自身的封闭，生存艰难。
- 独立第三方厂商：360、百度、腾讯等互联网公司以及豌豆荚、应用汇、机锋网、安智、木蚂蚁等。
- 特殊应用：当乐主推游戏推荐、联运，以及小米应用商店针对MIUI用户。

收入模式：广告主投放、应用推广投放、用户付费，其中营收模式主要为广告，以及与游戏厂商的游戏分成，游戏收入比重约为50-80%。

竞争态势：从热门游戏及应用的下载数据份额来看，应用市场中行业前几名基本确定，开发者基本选定主要的商店进行投放，大部分的应用商店资源越来越被游戏及大型APP开发商所占据。

面临挑战：

- 常用APP数目有限，大量的APP成为僵尸APP，无人维护、更新。
- 国内安卓市场的分化，面临刷榜等恶性竞争行为。
- 微信等超级APP出现，成为内容、服务等新的分发渠道。

未来发展：综合类应用分发渠道将集中在2-3家，而排名较后的综合应用商店或差异化经营，或被行业巨头并购，同时应用商店将主打垂直牌，例如游戏等应用，以及利用应用商店推出支付、云存储等服务来提高用户粘性。

表 5：国内移动应用分发厂商状况

公司	移动应用、游戏分发状况
奇虎 360	360助手日分发量4000万，月度活跃用户4.6亿，月度应用分发量为5.4亿，目前上线游戏预计100款，2013年Q2季度移动游戏销售为1000万美元
百度-91无线	91助手和安卓市场用户数约为2亿，2013年Q1累计应用分发100亿，上线应用数量70万，上线游戏300款，2013年Q2，手游收入约为1.2亿元人民币 同时百度自身拥有手机助手、移动游戏平台等
腾讯	依托微信-4亿用户和手机QQ5.5亿用户群体建立移动游戏平台，同时整合旗下手机QQ游戏大厅、手机QQ空间，应用宝等移动平台
豌豆荚	应用商店月活跃用户3000万，月度应用分发4亿，推出游戏支付系统，利用豌豆荚帐号支付，与厂商30%分成，目前约有800家厂商，1600款移动游戏
UC	主要技术基于HTML5，利用其移动浏览器端的3亿用户、1500亿月度PV，目前旗下的游戏平台有移动游戏发行平台、移动游戏门户九游、移动社交平台-UC乐园。游戏平台月活跃用户5000万，上线移动游戏200款、月收入超过百万的游戏超过10款
当乐	2013年4月，总用户数8000万、Android总用户数突破5000万，游戏日下载量1000万，其中Android日下载量为800万

资料来源：公司资料，招商证券（香港）整理

移动业务-移动应用搜索-搜索领域下一个战场

移动应用搜索目前存在的问题:

- **大量的僵尸应用的存在:** 目前在 Apple Store 以及 Google Play 约存在 65%和 41%的僵尸应用, 由于不被用户注意, 较少得到维护、更新, 久而久之影响整个应用商店的运营环境。
- **APP 数目急剧增长:** 目前 APP 的资源数量接近 2004 年网站的数目 每一个 APP 都是一个资源“岛屿”, 传统的网站需要文本链接来把网页资源排序、整理, APP 内部的内容同样需要类似的搜索。
- **目前应用搜索算法急需改善:** 目前的应用内搜索主要还是根据应用标注、解释等进行语义搜索, 类似早期的搜索引擎算法, 恶意应用开发者容易根据搜索算法的漏洞操纵搜索结果的排序, 影响用户体验。

目前移动资源大部分是以 APP 存在, 移动网站的数目还较少, 传统网页向移动网页的转换率也还较低, 因而未来移动搜索更侧重应用搜索, 解决把应用精准的投放给用户的问题。应用搜索算法更多地利用人工智能、机器学习等算法收取应用的功能、用户使用应用的习惯, 以及利用社交图谱等关系对 APP 进行索引、排序, 其货币化途径类似网页的竞价搜索。目前出现的 Hybrid APP, 由于内部部分内容以网页形式存在, 有利于传统搜索算法的索引。如果将应用商店比作传统互联网的导航网址, 那么伴随着 APP 的增量, 应用搜索则类似搜索引擎, 将助推 APP 的推广、分发以及后续的货币化。

2013 年 6 月, 公司推出“雷电”搜索, 通过跨应用商店的搜索, 利用目前中国用户的移动流量限制, 力图打通 PC 到移动设备 APP 的搜索发现、下载、体验的生态圈。其搜索结果包含 91、豌豆荚、安智市中的应用, 同时提供用户一键下载等功能。我们认为该搜索目前还处于产品早期, 除应用外, 更多是帮助移动用户搜索较容易索引的移动内容产品: 电子书、音乐、铃声、壁纸、游戏等娱乐产品。

图 15: 奇虎 360 推出“雷电”搜索



资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)整理

业绩预测

我们预计 2013 年 Q3, Q4, 公司首页活跃度继续提高, 平均每日点击量增长 50%和 66%, 首页的销售额分别增长 72%和 51%, 而搜索引擎的销售额 Q3、Q4 则分别为 2500 万美元和 4500 万美元。受移动游戏货币化进程的推动, Q3、Q4 第三方开发游戏数目将达到 370 款、450 款, 游戏业务销售额达到 6292 万美元和 7865 万美元。

表 6: 奇虎 360 首页及搜索销售收入预测

	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3E	2013Q4E
首页平均每日点击量 (百万)	295	368	451	450	489	590	679	746
首页平均每日每个点击销售额 (美元)	0.14	0.12	0.12	0.15	0.13	0.12	0.14	0.14
首页销售额(美元千)	40,100	43,900	53,100	66,565	63,400	83,100	91,598	100,757
搜索引擎销售额(美元千)	5,300	6,900	5,300	335	0	7,500	25,000	45,000

表 7: 奇虎 360 游戏业务销售收入预测

	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3E	2013Q4E
季度每个付费游戏帐户消费额(美元)	124	129	113	114	131	111	110	110
季度付费游戏帐户数目(个)	139,000	148,000	182,000	238,000	281,000	440,000	572,000	715,000
第三方开发游戏数目(个)	87	98	111	116	150	270	370	450
平均每个游戏销售额(美元)	198,851	194,898	184,685	234,483	245,333	180,370	170,054	174,778
游戏业务销售额(美元千)	17,300	19,100	20,500	27,200	36,800	48,700	62,920	78,650

表 8: 奇虎 360 季度营收预测

	更新		更新		之前预测		之前预测		市场预测		市场预测		备注
销售额 (美元千)	2012-Q3	2012-Q4	2013-Q1	2013-Q2	2013-Q3E	2013-Q4E	2013-Q3E	2013-Q4E	2013-Q3E	2013-Q4E			
在线广告业务	58,400	66,900	63,400	90,600	116,598	145,757	102,400	138,000					分别调高Q3、Q4的首页销售额1500万和775万以反映首页活跃度提高, 有利于货币化
首页业务	53,100	66,565	63,400	83,100	91,598	100,757							
搜索业务	5,300	335	0	7,500	25,000	45,000							分别调高Q3、Q4的游戏销售额1500万和3000万以反映移动游戏货币化的进程加快
互联网增值服务	25,500	35,200	45,800	60,900	67,920	83,650	51,967	54,315					
游戏业务	20,500	27,200	36,800	48,700	62,920	78,650							
其他业务	128	0	0	166	0	0							
总销售额	84,035	102,951	109,877	151,666	184,518	229,407	154,367	192,315	182,600	202,200			
营业成本	7,904	10,649	13,906	17,846	18,452	22,941	15,437	19,232					
毛利	76,131	92,302	95,971	133,820	166,066	206,467	138,930	173,084					
经营费用													调低了市场销售费用、研发的占比以反映由于搜索、移动游戏业务货币化进程加快所体现的规模效应
市场销售费用	13,909	18,616	27,062	23,997	29,523	34,411	26,242	34,617					
一般管理费用	8,535	10,450	11,895	12,918	15,684	20,647	15,437	19,232					
研究开发费用	41,475	52,169	50,211	60,331	70,117	87,175	69,465	76,926					
总经营费用	63,919	82,583	89,168	97,246	115,323	142,232	111,144	130,774					
经营收入 (EBIT)	12,212	12,147	6,806	36,574	50,742	64,234	27,786	42,309					
税前收入	16,148	15,429	8,800	38,396	52,592	66,034	27,786	42,309					
营业收入税	-1,497	-1,439	-2,217	-4,278	-5,259	-6,603	-2,779	-4,231					
税后收入	12,931	12,752	5,551	32,997	47,333	59,431	25,007	38,078					
净利润	12,931	12,752	5,551	32,997	47,333	59,431	25,007	38,078	45,100	50,900			
总股数Basic (千)	55,568	55,568	178,000	179,000	179,000	179,000	176,000	176,000					
总股数Diluted (千)	71,351	71,351	189,000	191,000	191,000	191,000	184,000	184,000					
ADS													
Basic	0.35	0.34	0.05	0.28	0.40	0.50	0.21	0.32					
Diluted	0.27	0.27	0.04	0.26	0.37	0.47	0.20	0.31	0.36	0.40			

表 9: 2013-2015 奇虎 360 营收预测

	之前预测			更新			市场预测			备注
	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E	
总销售额(美元千)	606,180	1,036,568	1,523,755	675,302	1,156,005	1,700,811	643,000	982,000	139,100	提高2013-2015年销售额以反映搜索、移动业务货币化进程的加快
ADS(美元)	0.98	1.61	2.46	1.16	2.00	3.68	1.14	1.95	3.15	提高2013-2015年EPS以反映搜索、移动业务货币化的加快以及利润率的改善

资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港) (预测)

估值

采用 DCF 方法，得出的公司的合理价值为每股\$90.43，敏感性分析中，公司估值区间为每股 82.41-99.76 美元。

表 10: DCF 假设条件

Cost of Equity	
Risk free rate (Rf)	3.75%
Risk premium/Country premium	10.37%
Beta	1.42
Perpetual growth rate	3%
Cost of equity (Re)	18.3%

资料来源：招商证券（香港）

表 11：敏感性分析（单位：美元）

		Cost of Equity				
		17.3%	17.8%	18.3%	18.8%	19.3%
永续增长率	2.0%	96.18	91.69	87.52	83.64	80.03
	2.5%	97.91	93.25	88.93	84.92	81.19
	3.0%	99.76	94.91	90.43	86.27	82.41
	3.5%	101.74	96.69	92.03	87.72	83.72
	4.0%	103.87	98.60	93.74	89.26	85.11

资料来源：招商证券（香港）

分部估值

网页游戏业务：

第七大道被畅游并购时的估值为 2.78 亿美元，我们比较了奇虎 360 与第七大道的活跃付费用户、每个活跃付费用户的销售额，由于 360 的付费用户 2013 年 Q1 仍然保持同比 100% 的增长，而第七大道的活跃付费用户已经开始出现下降，因而我们考虑了网页游戏业务估值约为第七大道的 200%、175% 和 150% 的 3 种情景，得出 3 种情景下网页游戏部分的估值，约为 5.57 亿美元、4.87 亿美元和 4.20 亿美元。

表 12：网页游戏部分估值

Web Game	Active charging customers (million)	Revenue per active charging account (USD)	Quarterly Revenue (USD million)	Mkt Cap (USD million)
7Road	1.3	22.9	30.0	278.6
				200% of 7Road's mkt cap (USD million)
				175% of 7Road's mkt cap (USD million)
				150% of 7Road's mkt cap (USD million)
Qihu	0.3	131.0	36.8	557.1
				487.5
				417.9

资料来源：招商证券（香港）

移动业务

91 无线在被百度收购时为 19 亿美元，我们比较了 91 无线与 360 在每月活跃用户、每月游戏、应用的分发量、每月用户花费时间等数据，360 的数据分别是 91 无线的 1.5 倍、1.3 倍和 1.2 倍，我们大致采用运营数据的倍数作为估值的依据条件，得出移动业务的估值分别为 28.5 亿美元、24.7 亿美元和 22.8 亿美元。

表 13: 移动业务部分估值

Mobile Business	MAU ('0,000)	Monthly Launches ('0,000)	Monthly Time Spent ('0,000 min)	Quarterly Revenue (USD million)	Mkt Cap (USD million)		
91 Wireless	3294	42454	44335	33.7	1,900		
					150% of 91 Wireless mkt cap (USD million)	130% of 91 Wireless mkt cap (USD million)	120% of 91 Wireless mkt cap (USD million)
Qihu	4642	54468	54468		2,850	2,470	2,280

资料来源: 招商证券 (香港)

搜索业务

我们假设奇虎 360 搜索流量最终达到百度的搜索流量的 30%，而搜索竞价价格分别为百度的 1/3、1/4 和 1/5，得出搜索业务估值分别为 57.8 亿美元、43.4 亿美元和 34.7 亿美元。

表 14: 搜索业务部分估值

Search Business	Monthly Unique visitors (000s)	Visits (million)	Page View (million)	Time spent (million hours)	Traffic market share (%)	Quarterly Revenue (USD million)	Mkt Cap (USD million)		
Sogou	232431	2049	3767	47.25	17.59%	46.2	1,000		
Baidu	430738	18015	54006	671.37	64.25%	1216.0	48,600		
							1/3 of search traffic and 1/3 of Baidu's bidding price (USD million)	1/3 of search traffic and 1/4 of Baidu's bidding price (USD million)	1/3 of search traffic and 1/5 of Baidu's bidding price (US million)
Qihu	161477	1614	3762	35.76	10.17%	100.0	5,786	4,339	3,471

资料来源: 招商证券 (香港)

安全产品业务

公司目前是中国主要的互联网安全产品厂商，虽然目前其安全产品主要是采用免费分发的形式，但是我们认为安全产品促进了奇虎360平台的用户粘性，为其成为用户平台奠定了基础，参照美国最大的网络安全产品公司Symantec的目前估值180亿美元的市值，我们认为安全产品业务至少应该约为Symantec的10%，约为18亿美元。

在发行可转债后，奇虎360帐上将有9.28亿美元的现金，采用分部估值法，根据公司各部分业务与同业比较，选取高、中、低3种情景，得出公司股价分别为98.54美元、83.13美元和73.96美元。

表 15: 分部估值情景分析

	乐观	中性	保守
Total market cap	12,121	10,225	9,097
Share price	98.54	83.13	73.96
P/E	49.35	41.63	37.04

资料来源: 招商证券 (香港)

采用DCF法和分部估值法的平均值，得出公司的合理价值为每股\$94.47，对应2013、2014年P/E为81倍和47倍，维持对于奇虎‘买入’的评级。

中国、美国互联网公司估值比较

目前公司的动态 P/E 在中国、美国主要互联网公司中仅次于新浪和 LinkedIn，但是其动态 PEG 为 1.4，低于 Facebook、Yahoo、新浪、LinkedIn 和 AOL，与腾讯接近。

图 16: 全球互联网公司动态 P/E

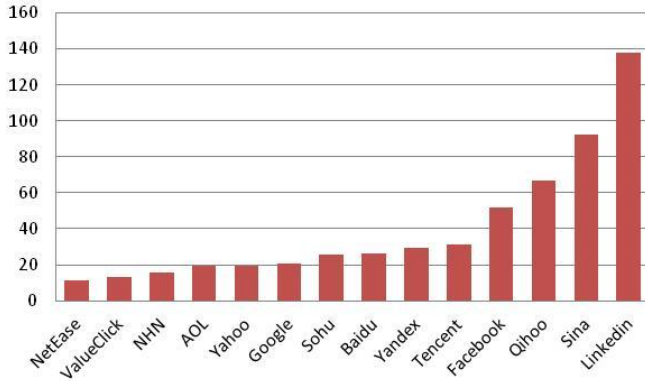
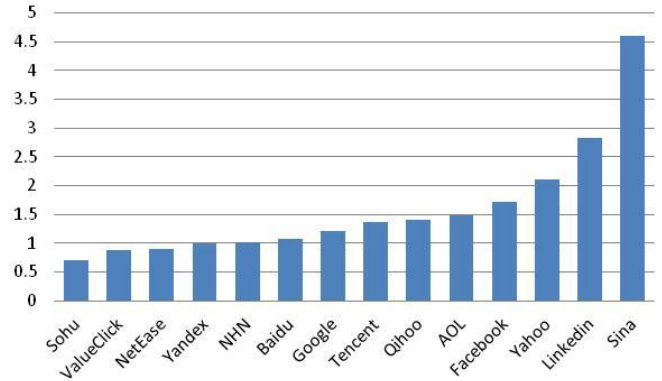


图 17: 全球互联网公司动态 PEG



资料来源: Bloomberg、招商证券 (香港)

我们同时比较了奇虎 360 与中国、美国主要互联网公司在增长率、利润率、运营现金、现金储备及估值的情况。

增长率: 奇虎和 LinkedIn 及 Facebook 的增长率在互联网企业中最高

利润率: 奇虎的利润率低于成熟的互联网公司例如: 百度、Google、网易等, 但是在新兴互联网公司中利润率较高, 同时目前还在提升。

运营现金及现金储备: 在同等市值水平的互联网公司中奇虎的运营现金和现金储备是最低的, 主要由于公司目前的销售额、利润较低。

总体来看, 我们认为公司在互联网公司中业务增速较快、特别是在移动端应用商店、移动应用搜索等业务在中国互联网公司中处于领先地位, 因而其目前估值仍然处于合理水平。

表 16: 中国、美国主要互联网公司财务比较

	China Internet Stocks					US Internet Stocks				Others		
	Baidu	Qihoo	Sohu	Sina	NetEase	Google	Facebook	Yahoo	LinkedIn	AOL	ValueClick	Yandex
Market Cap (billion)	47.4	9.25	2.38	5.17	9.18	282.03	100.56	27.67	26.91	2.53	1.57	10.45
Revenue (million) (ttm)	4,170	369.63	1,230	574.9	1,390	55,800	6,120	4,820	1,240	2,210	685.66	1,070
Quarterly Revenue												
Growth (YOY) (mrq)	38.60%	58.60%	32.50%	19.70%	15.40%	19.50%	53.10%	-6.80%	59.40%	1.90%	3.75%	35.30%
Total Cash (million) (mrq)	5,340	301.14	948.59	1,240	2,760	54,430	10,250	2,630	873.4	483.4	127.07	228.81
Operating Cash flow (million) (ttm)	1,910	64.04	418.5	N/A	734.3	17,010	2,970	-304.06	384.85	308.5	163.86	437.01
Profit Margin (ttm)	40.17%	10.34%	7.90%	-2.17%	45.79%	20.85%	9.10%	86.13%	3.23%	5.02%	14.29%	30.47%
Operating Margin (ttm)	43.11%	11.48%	21.85%	-3.25%	46.20%	23.95%	31.06%	15.82%	5.18%	14.71%	25.86%	34.01%
Trailing P/E (ttm)	28.34	259.77	26.12	N/A	14.56	24.5	186.85	7.47	912.7	25.77	16.61	32.85
Forward P/E	21.79	38.2	20.15	39.7	11.67	16.5	43.47	15.95	109.11	17.7	10.96	
PEG	1.35	1.39	1.51	0.76	0.95	1.35	1.96	1.6	2.64	1.69	1.02	0.98
P/S (ttm)	11.74	25.51	1.97	9.25	7.02	5.11	16.43	5.78	21.73	1.18	2.32	9.74
EV/EBITDA (ttm)	21.3	126.47	4.7	283.45	10.92	14.32	32.82	20.24	164.28	4.66	7.52	22.54

资料来源: Bloomberg、招商证券 (香港)

附：财务预测

资产负债表

单位：美元千	2011	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	374,369	435,272	1,151,86	1,466,3	1,989,4
现金	343,731	380,664	1,043,81	1,281,4	1,717,3
交易性投资					
预付费用	12,806	26,802	54,024	92,480	136,065
应收款项	16,741	23,591	47,271	80,920	119,057
其它应收款					
存货	2	0	0	0	0
延迟税收	858	2,131	6,753	11,560	17,008
非流动资产					
长期股权投资	15,561	27,559	54,024	92,480	136,065
固定资产	16,665	126,035	135,060	231,20	340,162
无形资产	7,854	12,310	33,765	57,800	85,041
其他	4,415	9,335	20,259	34,680	51,024
资产总计	423,958	689,529	1,409,97	1,897,5	2,616,7
流动负债	46,560	203,714	289,627	433,72	550,260
短期借款	460	21,049	33,765	57,800	85,041
应付账款	5,872	7,109	13,506	23,120	34,016
预提费用	31,891	168,694	236,356	346,80	425,203
其他					
长期负债	5906	7552	6500	6500	6500
递延收入	5113	6762	6000	6000	6000
延迟税收	507	790	500	500	500
负债合计	52,466	211,266	296,127	440,22	556,760
股本	109	100	100	100	100
资本公积金					
留存收益	363,021	378,624	1,103,74	1,447,2	2,049,8
储备	5,667	5,000	5,000	5,000	5,000
母公司所有者权	370,783	478,096	1,113,745	1,457,2	2,059,8
负债及权益	423,958	689,529	1,409,97	1,897,5	2,616,7

现金流量表

单位：美元千	2011	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现	82,303	117,791	226,118	352,59	535,917
净利润	14,544	46,474	142,584	244,45	458,789
折旧摊销	4,227	16,597	15,000	15,000	15,000
股票期权	47,989	50,605	50,000	50,000	60,000
投资收益					
营运资金变	13,085	115,923	18,534	43,147	2,129
其他					
投资活动现	(36,382)	(83,927)	(111,400)	(115,00)	(100,00)
资本支出	(17,777)	(73,869)	(96,400)	(100,00)	(85,000)
其他投资					
筹资活动现	233,280	1,986	550,000	0	0
借款变动	0				
普通股增加	234,312	0	550,000	0	0
资本公积增					
股利分配					
其他					
现金净增加	281,655	36,936	664,718	237,59	435,917

利润表

单位：美元千	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	167,851	329,032	675,302	1,156,00	1,700,811
在线广告	123,100	221,500	416,355	702,032	1,022,85
互联网增值	43,600	103,300	258,270	451,973	677,959
其他	18,918	32,802	73,144	115,600	170,081
营业成本	148,933	296,230	602,157	1,040,40	1,530,73
毛利润	46,836	58,178	114,993	196,521	255,122
销售费用	19,054	34,295	61,144	104,040	153,073
管理费用	65,049	156,269	267,833	462,402	595,284
研发费用	130,939	250,090	443,970	762,963	1,003,47
营业利润	18,145	48,713	160,687	279,941	529,752
营业外收入	2,594	6,715	5,000	5,000	5,000
营业外支出	(53)	(2,302)	0	0	0
利润总额	25,855	62,698	170,687	289,941	539,752
所得税	(10,874)	(11,379)	(25,603)	(43,491)	(80,963)
净利润	14,544	46,474	142,584	244,450	458,789
少数股东损	1,059	275	0	0	0
母公司所有	15,603	46,749	142,584	244,450	458,789
ADS (美元)	0.14	0.38	1.16	2.00	3.68

主要财务比

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
年成长率					
营业收入	191%	96%	105%	71%	47%
营业利润	101%	168%	230%	74%	89%
净利润	84%	200%	205%	71%	88%
获利能力					
毛利率	89%	90%	89%	90%	90%
净利率	9%	14%	21%	21%	27%
ROE	4%	10%	13%	17%	22%
ROIC	5%	10%	14%	19%	26%

偿债能力

资产负债率					
净负债比率					
流动比率	8.0	2.1	4.0	3.4	3.6
速动比率	7.9	2.1	3.9	3.3	3.6
营运能力					
资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6
存货周转率					
应收帐款周率	10.0	13.9	14.3	14.3	14.3
应付帐款周率	28.6	46.3	50.0	50.0	50.0

每股资料(元)

每股收益	0.14	0.38	1.16	2.00	3.68
每股经营现	0.71	0.96	1.85	2.88	4.38
每股净资产	3.22	3.91	9.10	11.90	16.83
每股股利					

估值比率

PE	632.41	224.05	73.46	42.85	22.83
PB	26.6	21.9	9.4	7.2	5.1
EV/EBITDA	501.5	186.8	56.6	32.5	17.2

投資評級定義和免責條款

投資評級	定義
買入	預期股價在未來12個月較市場指數上升10%以上
中性	預期股價在未來12個月較市場指數上升或下跌10%或以內
賣出	預期股價在未來12個月較市場指數下跌10%以上

免責條款：

本報告由招商證券(香港)有限公司提供。招商證券(香港)現持有香港證券及期貨事務監察委員會(SFC)所發的營業牌照,并由SFC按照《證券及期貨條例》進行監管。招商證券(香港)目前的經營範圍包括第1類(證券交易)、第2類(期貨合約交易)、第4類(就證券提供意見)、第6類(就機構融資提供意見)和第9類(提供資產管理)。本報告中的內容和意見僅供參考,其並不構成對所述證券或相關金融工具的建议、出價、詢價、邀請、廣告及推荐等。

本報告的信息來源於招商證券(香港)認為可靠的公開資料,但我公司對這些信息的準確性、有效性和完整性均不作任何保證。招商證券(香港)可隨時更改報告中的內容、意見和估計等,且並不承諾提供任何有關變更的通知。我公司及其僱員對使用本報告及其內容所引發的任何直接或間接損失概不負責。投資者須按照自己的判斷決定是否使用本報告所載的內容和信息並自行承擔相關的風險,且投資者應按其本身的投資目標及財務狀況而非本報告作出自己的投資決策。

招商證券(香港)或關聯機構可能會持有報告中所提到公司所發行的證券頭寸並進行交易,還可能為這些公司提供或爭取提供投資銀行業務服務。本報告版權歸招商證券(香港)所有,未經書面許可任何機構和個人不得以任何形式翻版、複製和刊登。

招商證券(香港)有限公司
香港中環交易廣場一期48樓
公司網址: <http://www.newone.com.hk>
電話: (852) 31896888 傳真: (852) 31010828