

向全球扩张的移动互联网平台级公司

2015年4月8日

投资要点

- ❖ **金山软件是面向全球扩张的移动互联网平台级公司。**公司主业由四部分组成：猎豹移动、金山云、西山居、WPS；公司近几年全面向移动化、全球化转型取得显著成果，全线产品的移动端安装量超过 11 亿，移动端月活跃用户达 4.8 亿，同比增长 129%，是全球范围最受欢迎的移动互联网公司之一。2014 年实现收入 33.8 亿元，CAGR47%，净利润 7.7 亿元，CAGR33%。
- ❖ **猎豹移动稳居全球工具类应用开发排行榜第一名。**猎豹移动拥有超过 100 款应用，其旗舰产品清理大师在 iOS&Google Play 的全球排名中，位列工具类应用第一名、非游戏类应用第六名。2014 年 Q4 猎豹移动月活跃用户近 4 亿，2 年内成长了 9 倍，其中海外活跃用户占比超过 69%。猎豹主要的变现手段是广告分发和游戏运营，2014 年实现收入 17.6 亿元，同比增长 135%；其中移动收入占比 26%，同比增速 741%。预计随着猎豹移动用户规模再上台阶、移动端货币化效率的提升，业绩将继续高速增长。
- ❖ **金山云料将迅速脱颖而出，向龙头阿里云看齐。**金山云拥有业界优质的云计算服务，为小米云提供了绝大部分的基础云服务，此外还包括游戏、传统行业等众多客户。持续的无边界扩张已经把小米推到了云计算的“台风窗口期”；在此背景下，通过雷军系的资源整合，金山云形成了世纪互联 (IaaS) + 金山云 (PaaS) + 小米云 (SaaS) 完整的云计算体系。随着小米的无边界扩张，金山云将在小米生态链中野蛮成长；预计未来三年，金山云将实现 2-3 倍的复合增速，迅速建立市场规模和竞争优势，向阿里云看齐。
- ❖ **西山居将开启端游+手游双引擎增长模式。**西山居是国内知名的网络游戏厂商，在端游市场增速下滑的背景下，公司旗舰产品《剑侠三》2014 年度仍然实现了 54% 的同比增长，收入达 7.1 亿，占网游总收入 56%。2015 年，西山居储备的 12 款精品手游料将陆续投放市场；以内容为重的西山居和以渠道见长的小米有望联手在 2015 年的手游市场中取得不俗战绩。
- ❖ **WPS 在全球移动端 Office 应用排名第一。**截止 2014 年 Q4，WPS 全球累计用户超过 3 亿，海外用户占比 40%；移动端月活跃用户 8600 万，同比增长 96%；WPS 在 GooglePlay 多个国家的 Office 排名第一，四星以上评分是微软移动端 Office 的两倍多。此外，作为国产 Office 软件第一品牌，WPS 有望长期受益于 IT 国产化，具有重要的战略价值。
- ❖ **风险因素。**猎豹移动市场推广效果、货币化进展低于预期的风险；金山云市场需求未达预期的风险；西山居手游业务进展低于预期的风险等。
- ❖ **盈利预测、估值及投资评级。**我们预测公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.65/1.25/2.03 元人民币。公司作为沪港通标的，高成长、低估值的金山软件有望成为沪港通南下资金配置的首选标的之一；同时考虑到公司在小米生态圈中的重要地位，我们给予公司 2015 年 30 倍 PE，目标价 46.88 港元；对应 2015-2016 年的 PE 为 30/19 倍。当前股价为 23.75 港元，首次给予“买入”评级。

项目/年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营收入 (百万人民币)	1411	2173	3351	6207	9627
变化 (%)	38.28	54.01	54.17	85.24	55.11
净利润 (百万人民币)	433	671	769	1475	2411
变化 (%)	33.22	55.05	14.69	91.79	63.41
每股收益 (人民币)	0.37	0.57	0.65	1.25	2.03
变化 (%)	33.22	55.05	14.69	91.79	63.41
市盈率 (倍)	52	34	30	15	9
每股净资产 (人民币)	2.12	2.85	5.02	6.26	8.30
市净率 (倍)	9.0	6.7	3.8	3.1	2.3

资料来源：中信数量化投资分析系统

注：股价为 2015 年 4 月 2 日收盘价；未明确说明的均为人民币



买入 (首次)

当前价：23.75 港元

目标价：46.88 港元

中信证券研究部

阳嘉嘉

电话：010-60836758

邮件：yangjia@citics.com

SAC 执业证书编号：S1010514050003

相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

主要数据

恒生指数	23919.95 点
总股本/流通股本	1,181/1,181 百万股
近 12 月最高/最低价	31.40/14.78 港元
近 1 月绝对涨幅	36.65%
近 6 月绝对涨幅	32.09%
今年以来绝对涨幅	53.23%
12 个月日均成交额	268.3 百万港元

目录

投资聚焦	1
有别于市场的观点：猎豹移动端成长前景乐观、金山云价值不容忽视.....	1
估值及投资评级	1
公司概况：向全球扩张的移动互联网平台级公司	2
猎豹移动：全球第一的工具类移动应用开发商	4
猎豹移动在工具类 APP 排名第一、非游戏类排名前五.....	4
猎豹移动构筑全球化的内容分发渠道，移动端货币化进程提速.....	6
行业分析：国内移动分发市场格局已定，海外市场空间广阔.....	10
猎豹核心竞争优势：大数据+多元化应用+海外渠道+商业伙伴.....	11
向阿里云看齐的金山云，战略价值不容忽视	13
金山云已经是国内专业级的公有云服务提供商.....	13
行业分析：中国云计算市场集中度将逐渐提升.....	14
金山云核心竞争力：小米的无边界扩展将刺激金山云实现指数级增长.....	16
西山居：开启端游+手游双引擎增长模式	18
西山居是国内老牌知名的网络游戏平台商.....	18
行业分析：网络游戏增速整体放缓，精品游戏仍然稀缺.....	19
西山居核心竞争力：精品游戏口碑+小米分发渠道.....	20
WPS：全面向移动化、全球化进发	21
WPS 是国产办公软件利器，全球移动端 Office 软件翘楚.....	21
行业分析及 WPS 的核心竞争力.....	22
风险因素	23
盈利预测及关键假设	23
关键假设.....	23
盈利预测.....	23
附录：分类估值计算	24

插图目录

图 1: 公司简明股权结构图.....	3
图 2: 金山软件近年来季度收入持续环比增长.....	3
图 3: 金山软件 2014 年主营收入分解.....	4
图 4: 金山软件历史营运表现.....	4
图 5: 金山软件 2014 年营业利润分解.....	4
图 6: 金山软件近年盈利表现.....	4
图 7: 2014 年 12 月 Google Play 工具类下载排名.....	5
图 8: 2015 年 2 月 App Annie 公司排行榜.....	5
图 9: 2015 年 2 月 App Annie 应用排行榜.....	5
图 10: 猎豹移动全球移动 MAU 及增速.....	6
图 11: 猎豹移动 MAU 拆分.....	6
图 12: 猎豹移动的三级火箭式互联网商业模式.....	6
图 13: 猎豹移动的主要收入来源.....	7
图 14: 毒霸首页的内容分发形式.....	7
图 15: 猎豹浏览器的导流形式.....	7
图 16: 猎豹移动 APP 产品的主要变现手段.....	8
图 17: 猎豹收入按业务类型拆分.....	8
图 18: 猎豹收入按 PC、移动拆分.....	8
图 19: 猎豹收入中移动收入的占比变化.....	9
图 20: 猎豹整体 MAU 中移动 MAU 占比变化.....	9
图 21: 猎豹的经营业绩表现.....	9
图 22: 猎豹的各项费用变化情况.....	9
图 23: 可比公司的活跃用户数对比.....	10
图 24: 可比公司的货币化效率对比.....	10
图 25: 中国及全球智能手机用户增速.....	10
图 26: 2014Q3 中国全渠道应用分发市场格局.....	10
图 27: 中国网络广告支出.....	11
图 28: 全球网络广告支出规模.....	11
图 29: 猎豹的大数据分析平台.....	12
图 30: 猎豹移动 APP 矩阵的分发示意图.....	12
图 31: 金山云上的 WPS 和西山居.....	13
图 32: 金山云上的小米云服务.....	13
图 33: 运行在金山云上的热门游戏.....	14
图 34: 金山云的其他典型客户.....	14
图 35: 全球及中国数据存储量 (EB).....	15
图 36: 中国公有云市场规模及预测 (2014-2018).....	15
图 37: 全球公有云市场收入结构.....	15
图 38: 金山云收入 vs 阿里云收入.....	15
图 39: 金山云计算生态体系.....	17

图 40: 小米云服务的数据分析处理产品（尚在内测）	17
图 41: 西山居游戏产品结构	18
图 42: 金山网游收入拆分及增速	19
图 43: 《剑网三》收入及增速	19
图 44: 金山网游用户数及 ARPU	19
图 45: 2014Q1 各大网游巨头 ARPU 值对比	19
图 46: 中国网络游戏市场规模	20
图 47: 中国网络游戏市场结构	20
图 48: WPS 主要产品家族	21
图 49: WPS 的 MAU 构成	21
图 50: WPS 的收入拆分	21
图 51: 猎豹移动可比公司的每用户市值	25

表格目录

表 1: 金山软件分类加总法估值（不考虑沪港通因素）	2
表 2: 可比公司估值情况（考虑沪港通，加入 A 股可比公司估值）	2
表 3: 金山云的主要产品和服务	13
表 4: 2014 年 12 月 Google Play Office 应用的评论数对比	22
表 5: 公司分业务线收入预测	23
表 6: 公司盈利预测	24
表 7: 猎豹移动可比公司的估值情况	25
表 8: 游戏业务可比公司估值情况	25
表 9: 云计算业务可比公司估值情况	26
表 10: 分类加总法估值结果	26
表 11: 可比公司估值情况	27

投资聚焦

有别于市场的观点：猎豹移动端成长前景乐观、金山云价值不容忽视

猎豹移动在移动互联网领域具有广阔的成长空间。目前市场对猎豹移动的产品布局以及货币化战略认识不足，我们全面分析了猎豹的产品战略和商业模式，认为猎豹在移动端的业务仍处在成长早期，未来拥有广阔的成长空间；移动端用户基数的进一步扩大和移动端货币化效率的提升，是猎豹移动未来保持业绩高速增长的主要驱动因素。

金山云即将快速爆发，成为公司长期增长的重要支撑。目前市场对金山“AI-IN”云计算的战略价值认识不足，仍停留在“将加重固定资产投资，对公司业绩影响偏负面”的观点。我们认为，金山云对公司未来长期增长具备重要的战略意义：(1) 小米已经步入云计算的“台风窗口期”，金山云有望借助小米导入的巨量需求迅速爆发，在极短的时间内建立强大的市场基础和竞争优势；(2) 跟随小米生态链的无边界扩张，金山云的业务领域也将大大拓宽，智能家居、智能安防等新的成长领域和小米体系外的新客户将进一步扩充金山云的版图；(3) 小米生态的大数据变现将是小米云和金山云实现二次飞跃的重要拐点。

估值及投资评级

公司核心业务包括四大部分：**猎豹移动、金山云、西山居、WPS**；我们认为，(1) 2014年，猎豹移动以大力的市场推广和研发投入，获取了全球移动端用户的高速增长和货币化效率的明显提升，建立了较高的市场壁垒，预计 2015 年规模效应将显著释放，营业利润将实现大幅反转；(2) 金山云依托于小米的海量云存储和云计算需求，未来三年业绩料将井喷；(3) 西山居 2014 年在精品手游的大量投入，将在 2015 年开花结果；(4) WPS 受益于新一轮的政府国产化采购，预计 2015 年业绩也将有大幅改观。综合以上判断，我们认为 2014 年将是公司近几年的业绩底部，2015 年移动端业务和云计算将重新开启公司高速成长的引擎。

我们采用分类加总法分别对公司的四大业务估值；(1) 猎豹移动按照 PS 相对估值，我们认为，猎豹未来 3 年将同时处在用户基数稳定增长和货币化提升的阶段，按我们的预测，现在的交易价格对应 2015 年 PS 仅为 6 倍；参考中美互联网可比公司 2015 年平均 9 倍的 PS 以及猎豹高于市场平均的成长速度，我们给猎豹移动 2015 年 10 倍 PS；(2) 西山居按照 PE 相对估值，参考港股和美股游戏类公司 2015 年 20 倍 PE，考虑到品牌的折价因素，给西山居 2015 年 16 倍 PE；(3) 金山云按照最新一轮融资的估值 6 亿美金计算；(4) WPS 按照 PE 相对估值，参考香港恒生资讯科技业的 2015 年 23 倍 PE，考虑到 WPS 产品的稀缺性，WPS 给 2015 年 25 倍 PE；(5) 持有的世纪互联 (VNET.O) 11.6%、迅雷 (XNET.O) 13.0% 的股权按市价计算；(6) 分类加总之前，考虑到香港控股型公司都有一定的折价，我们按 10% 的控股权折价进行加总。

不考虑沪港通因素的估值：金山软件股权分类加总的价值为 277 亿元人民币；即每股价值为 23.47 人民币、29.34 港元；我们认为 **29.34 港元** 是公司股价较强的安全边际；对应 2015-2016 年的 PE 仅为 19/12 倍。

考虑沪港通因素的估值：(1) 将 A 股同行业可比公司加入到金山软件的估值参照体系，可比公司的 2015 年 PE 倍数为 66 倍；(2) 考虑到公司在小米生态圈中的具有重要的战略地位，猎豹移动、金山云的高成长比较确定，同时 WPS 在国产替代具有显著的稀缺价值，我

们给公司 **2015 年 30 倍的 PE**，目标价 **46.88 港元**；在沪港通资金逐渐放松的背景下，公司有望成为沪港通南下资金配置的首选标的之一；首次给予“**买入**”评级。

表 1：金山软件分类加法估值（不考虑沪港通因素）

	2015 年收入 (百万人民币)	2015 年 净利润 (百万人民币)	PE (倍)	PS (倍)	分项 估值 (亿人民币)	金山 持股 比例	控股 折价	金山持有价值 (亿人民币)	占比
猎豹移动	3,502			10	350.2	48.5%	10%	152.9	55.2%
西山居	1,810	724	16		115.8	76.5%	10%	79.8	28.8%
金山云	500			7.5	37.5	52.3%	10%	17.7	6.4%
WPS	395	118	25		29.5	72.3%	10%	19.2	6.9%
世纪互联					70.0	11.6%	10%	7.3	2.6%
迅雷					26.9	13.0%	10%	0.3	0.1%
合计	6,207	1475	19	4				277.1	100.0%

资料来源：中信证券研究部预测 注：股价为 2015 年 4 月 2 日收盘价

表 2：可比公司估值情况（考虑沪港通，加入 A 股可比公司估值）

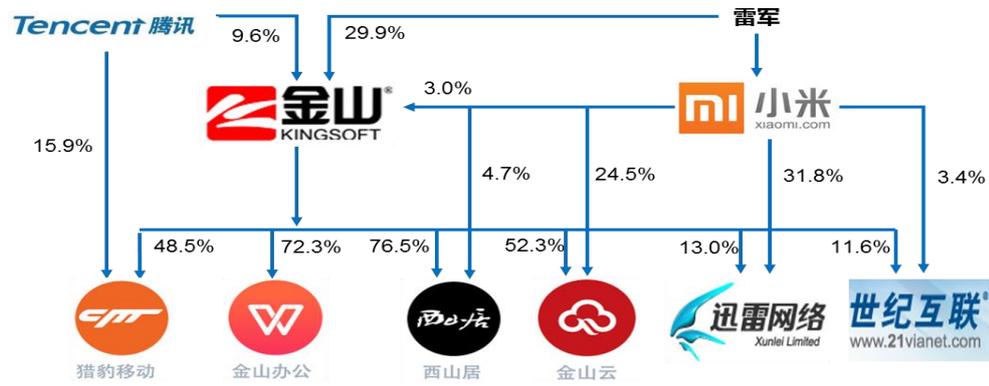
股票代码	公司简称	币种	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)				PE (倍)				PB (倍)	EPS CAGR (%)	PEG (倍)
					2013	2014E	2015E	2016E	2013	2014E	2015E	2016E			
BIDU.O	百度	USD	208.51	730	5.11	6.54	9.04	12.30	41	32	23	17	9.1	34.0	1.2
QIHU.N	奇虎 360	USD	52.42	66	1.74	2.34	3.75	5.24	30	22	14	10	7.7	44.4	0.7
NTES.O	网易	USD	111.60	145	5.78	6.15	7.16	8.17	19	18	16	14	3.7	12.2	1.6
YY.O	欢聚时代	USD	56.11	31	1.67	2.91	4.04	5.57	34	19	14	10	8.1	49.4	0.7
GOOGL.O	GOOGLE	USD	535.53	3622	21.95	25.70	30.07	35.21	24	21	18	15	3.5	17.1	1.4
FB.O	FACEBOOK	USD	81.56	2283	0.88	1.67	1.89	2.55	93	49	43	32	7.2	42.6	2.2
700.HK	腾讯	HKD	149.80	14041	2.14	3.19	4.21	5.31	70	47	36	28	11.2	35.4	2.0
300383.SZ	光环新网	CNY	118.00	129	1.47	0.89	1.21	2.52	80	133	98	47	8.4	19.7	4.1
300017.SZ	网宿科技	CNY	97.14	308	1.51	1.52	2.38	3.73	64	64	41	26	9.4	35.2	1.8
300315.SZ	掌趣科技	CNY	28.50	370	0.22	0.27	0.49	0.66	130	106	58	43	5.3	44.2	2.9
002555.SZ	顺荣三七	CNY	59.00	192	0.03	0.12	1.14	1.94	1967	492	52	30	5.3	301.4	6.5
300113.SZ	顺网科技	CNY	46.06	134	0.78	0.54	0.76	1.13	59	85	61	41	5.7	13.2	4.5
002354.SZ	天神娱乐	CNY	103.91	232	0.12	1.04	1.60	2.05	866	100	65	51	19.4	157.5	5.5
002261.SZ	拓维信息	CNY	18.20	81	0.14	0.13	0.50	0.70	130	140	36	26	6.2	71.0	1.8
600536.SH	中国软件	CNY	52.88	262	0.26	0.07	0.18	0.43	203	755	294	123	8.5	18.3	11.1
000977.SZ	浪潮信息	CNY	61.98	297	0.67	0.71	1.05	1.58	93	87	59	39	8.5	33.1	2.8
600410.SH	华胜天成	CNY	30.05	193	0.24	0.06	0.20	0.59	125	501	150	51	4.5	35.0	3.6
300369.SZ	绿盟科技	CNY	102.50	145	1.47	1.08	1.42	1.81	70	95	72	57	11.6	7.2	9.7
002439.SZ	启明星辰	CNY	51.85	215	0.59	0.41	0.53	0.73	88	126	98	71	7.3	7.4	11.9
平均									220	152	66	38	7.9	51.5	4
3888.HK	金山软件	HKD	23.75	280	0.71	0.81	1.56	2.54	33	29	15	9	3.8	52.7	0.6

资料来源：Bloomberg, Wind, 中信证券研究部预测 注：股价为 2015 年 4 月 3 日收盘价；可比公司盈利预测为 Bloomberg, Wind 一致预期

公司概况：向全球扩张的移动互联网平台级公司

公司是面向全球的移动互联网平台级公司。金山软件成立于 1988 年，是我国最早的应用软件和互联网服务提供商之一。从 2011 年开始，公司陆续剥离非核心业务，向移动互联网转型，形成了以网络游戏、互联网安全、办公软件为支柱，云计算为新起点的“3+1”业务架构。目前，公司核心业务分布在猎豹移动、金山办公、西山居、金山云四大体系下，拥有超过 40 款桌面软件、超过 40 款网络游戏、超过 100 款移动应用；所有移动端产品的用户安装量超过 11 亿，移动端 MAU 达 4.8 亿；其中，猎豹移动 MAU 达 4 亿（海外用户超过 69%），WPS 移动版 MAU 达 8600 万，（海外用户超过 40%），在全球同类产品中排名第一。

图 1：公司简明股权结构图

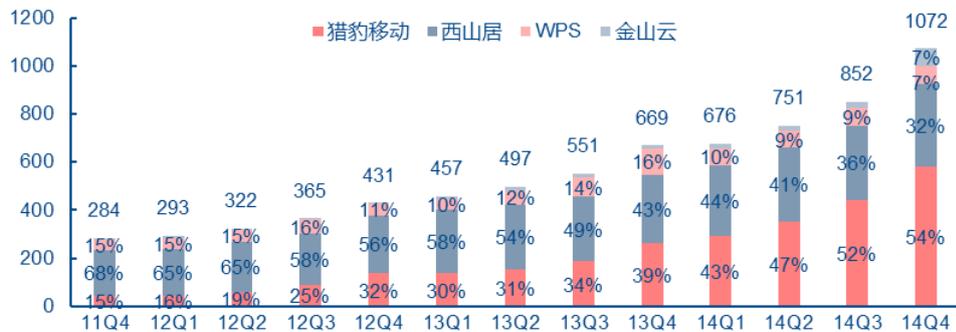


资料来源：公司公告、中信证券研究部

公司是“雷军系”在移动互联网布局的重要砝码。雷军同时是金山和小米的实际控制人及董事长；此外，小米还直接参股了金山软件、西山居、金山云；小米和金山在 2014 年共同将迅雷、世纪互联收入旗下。公司是雷军系在移动互联网布局的重要砝码，和小米存在极其深厚的战略关系和协同效应；未来随着小米在众多领域的无边界扩张，公司有望直接受益。

公司历史业绩持续高速增长。（1）从 2011 年开始，公司的整体收入实现了连续多个季度环比快速增长，2014 年收入 33.8 亿元，CAGR47%。收入拆分为四个部分：猎豹移动、网络游戏、办公软件、金山云及其他，2014Q4 占比分别为 54%/32%/7%/7%；猎豹移动收入占比逐渐提升，目前已经成为公司的第一大收入来源。（2）盈利能力方面，2011 年~2013 年，公司的毛利率水平保持在 86%左右，净利率保持在 30%左右；2014 年公司全线投入移动端产品转型，短期利润率水平有所下滑；（3）从营业利润的结构来看，2014 年网络游戏、猎豹移动、办公软件及其他的占比为 78%/15%/7%。

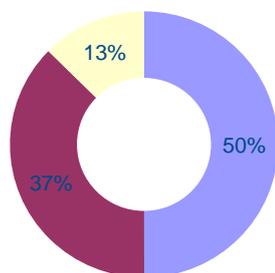
图 2：金山软件近年来季度收入持续环比增长（百万元）



资料来源：公司数据、中信证券研究部

图 3：金山软件 2014 年主营收入分解

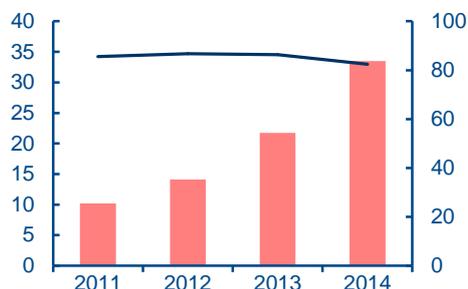
■ 猎豹移动 ■ 网络游戏 ■ 办公软件及其他



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 4：金山软件历史营运表现

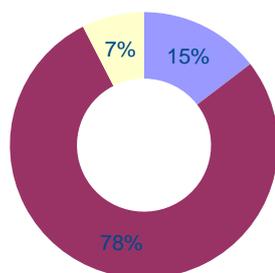
■ 营业收入（亿） ■ 毛利率（%）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 5：金山软件 2014 年营业利润分解

■ 猎豹移动 ■ 网络游戏 ■ 办公软件及其他



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 6：金山软件近年盈利表现

■ 归属普通股股东净利润（亿） ■ 净利率（%）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

公司各项业务仍处在成长早期。在公司向移动互联网转型的 3 年中，已经取得了显著的成就；但从长远来看，公司目前仍处在成长的早期阶段，各项业务坚定向移动化、全球化转型和扩张需要持续的投入。（1）猎豹移动目标成为全球领先的应用开发商以及内容分发平台，在全球化和货币化对标全球巨头仍有巨大的发展空间；（2）金山云承担着金山、迅雷、小米等客户的基础云平台的重任，业务扩张前景不可限量；（3）网络端游目前是公司的现金牛业务，补齐手游业务后将开启“端游”+“手游”双引擎增长模式；（4）WPS 作为基础软件生态体系中的战略级产品，未来在移动办公、国产替代等领域具有巨大的成长空间。

猎豹移动：全球第一的工具类移动应用开发商

猎豹移动在工具类 APP 排名第一、非游戏类排名前五

猎豹移动在全球工具类 APP 排行榜排名第一。猎豹在手机安全、性能优化、系统管理等众多领域拥有超过 100 款移动应用，其主打产品清理大师（Clean Master）、安全大师（CM Security）、电池医生（Battery Doctor）在全球工具类 APP 排行榜名列前茅。（1）Clean Master（清理垃圾文件及后台程序）安装量超过 4 亿，月活跃用户超过 1.4 亿，在全球 50 多个国家 Google Play 工具类排行榜下载量排名第一，拥有 4.7 的超高评分；App Annie 统计的在 iOS&Google Play 合并排名中，位列工具类应用第一名；（2）CM Security（手机杀毒应用）全球安装量紧追 Clean Master，在多个国家安卓工具软件排名第二；（3）电池医生（优化电池）安装量超过 2 亿，月活跃用户超过 6 千万。

图 7：2014 年 12 月 Google Play 工具类下载排名

免费					免费						
国家	#1	#2	#3	#4	#5	国家	#1	#2	#3	#4	#5
美国						瑞士					
加拿大						俄罗斯					
法国						韩国					
意大利						荷兰					
中国						阿根廷					

资料来源：AppAnnie、中信证券研究部

猎豹移动在全球非游戏类公司排行总榜排名稳居前五。据 App Annie 统计，（1）2015 年 2 月，iOS&Google Play 全平台非游戏类下载的公司排行榜中，猎豹排名第五，位列 Facebook/Google/Apple/腾讯之后，超过百度、微软、阿里巴巴；自 2014 年 4 月起，猎豹移动在公司排行榜稳居前五，2014 年 5~8 月冲进第三。（2）猎豹的旗舰产品清理大师在 2015 年 2 月的 APP 下载排行榜中，位列 Messenger/WhatsApp/Facebook/Instagram 之后，是第五大 SuperApp，超过 Skype/LINE/Twitter/Snapchat /WeChat 等知名 APP；并且自 2014 年 4 月起，清理大师排名稳定在前 7 名。

图 8：2015 年 2 月 App Annie 公司排行榜

#	下载排行	总部	应用
1	Facebook	=	45
2	Google	=	196
3	Apple	=	42
4	Tencent (腾讯)	▲1	335
5	Cheetah Mobile (猎豹移动)	▼1	122
6	Outfit7	▲2	57
7	Gameloft	▼1	156
8	Electronic Arts	▼1	845
9	King	=	27
10	Sungy Mobile (广州久邦数码)	=	1,693

资料来源：AppAnnie、中信证券研究部

图 9：2015 年 2 月 App Annie 应用排行榜

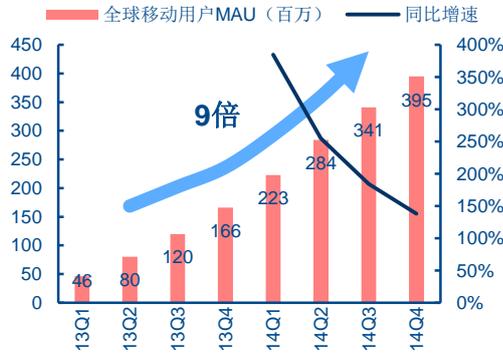
#	下载排行	公司
1	Facebook Messenger	Facebook
2	WhatsApp Messenger	Facebook
3	Facebook	Facebook
4	Instagram	Facebook
5	Clean Master (金山清理大师)	Cheetah Mobile (猎豹移动)
6	Skype	Microsoft
7	YouTube	Google
8	360 Mobile Security (360手机卫士)	Hope Joy (希悦资讯) Qihoo 360 (奇虎 360)
9	UC Browser	Alibaba Group (阿里巴巴集团)
10	Snapchat	Snapchat

资料来源：AppAnnie、中信证券研究部

不断壮大的多元化应用矩阵夯实全球领先地位。公司在 APP 产品的布局采用以点带面的战略，即傅盛的“火车头理论”：以超级 APP 清理大师为火车头，带动安全大师、电池医生向全球榜单冲击，再带动整个工具类的 APP 群的繁荣发展。公司在工具类及相关领域通过自研或并购的方式，推出的超过 100 款移动应用，涵盖手机安全、桌面、性能评测、图片处理、文件处理、云备份等众多领域；强大的应用矩阵不断夯实了公司在全球移动应用开发领域的领先地位。

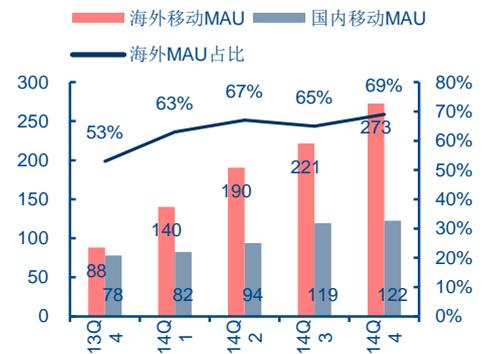
猎豹移动用户规模成长迅速，MAU 主要来自海外市场。截止 2014 年 Q4，猎豹的移动产品在全球拥有 3.95 亿活跃用户，两年时间活跃用户数增长近 9 倍；海外市场是猎豹的主要增长动力，共有 2.7 亿海外活跃用户，占比超过 69%，季度环比增长 23%。

图 10：猎豹移动全球移动 MAU 及增速（百万）



资料来源：猎豹移动公告，中信证券研究部

图 11：猎豹移动 MAU 拆分（百万）



资料来源：猎豹移动公告，中信证券研究部

猎豹移动构筑全球化的内容分发渠道，移动端货币化进程提速

猎豹的三级火箭式互联网商业模式。猎豹采用成熟的互联网商业模式：（1）通过打磨明星应用满足互联网用户的刚需，并且永久免费聚集大量忠实粉丝；通过明星应用带动多个相关应用，满足多层次用户的多维度需求，强化公司产品到达海量用户的渗透率和覆盖率；（2）向货币化能力强的产品引流；（3）流量变现，包括搜索引擎、在线广告、游戏运营等方式。

图 12：猎豹移动的三级火箭式互联网商业模式



资料来源：公司网站、Google Play、中信证券研究部

平台级产品与应用矩阵合力打造全球化的内容分发渠道。除了工具类等功能产品，猎豹还有众多平台级产品，包括毒霸首页 (duba.com)、猎豹浏览器 (PC+移动)、游戏中心 (PC+移动)、手机应用商店 (手机助手) 等。平台级产品和应用矩阵两者合力为商业合作伙伴提供了多层次的用户流量入口以及全球化的内容分发渠道。

在线营销和网络增值服务是公司收入的主要来源。猎豹的收入来源有三部分：在线营销、增值服务、网络安全及其他。（1）在线营销收入主要包括毒霸首页、猎豹浏览器、APP 等向下游搜索引擎、电商、通用广告商户导流收入，分别按搜索量、销售额、点击量等方式计费；主要客户包括百度、阿里、腾讯、小米等互联网巨头，以及其他 400 家在线广告商户；（2）增值服务收入主要指游戏联运的分成收入，代理的网游有《大天使之剑》、《暗黑西游记》等，代理的手游有《暖暖环游世界》、《别踩白块儿》、《铁血战神》等；增值服务收入还包括部分的彩票分成收入；（3）网络安全收入来自付费杀毒服务，预计未来猎豹整体的战略规划中将逐渐减少付费杀毒业务的投入。

图 13：猎豹移动的主要收入来源



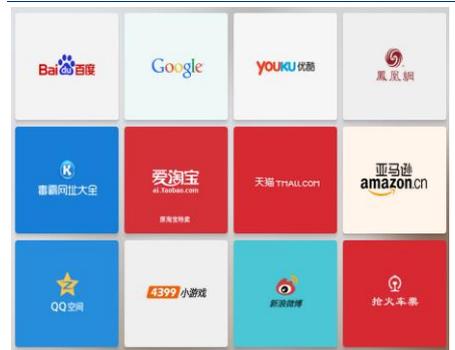
资料来源：公司数据、中信证券研究部

图 14：毒霸首页的内容分发形式



资料来源：毒霸首页，中信证券研究部

图 15：猎豹浏览器的导流形式



资料来源：猎豹浏览器，中信证券研究部

上下文原生广告、内置应用市场是猎豹移动端产品主要的变现手段。猎豹 APP 产品有两类主要的变现手段：（1）通过用户在使用 APP 的交互过程中，根据用户画像和具体场景，给用户推送精准广告；（2）通过内置的应用市场、独立应用市场给下游 APP 或手游导流。

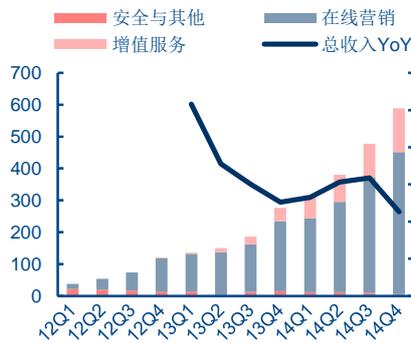
图 16：猎豹移动 APP 产品的主要变现手段



资料来源：公司产品截图、中信证券研究部

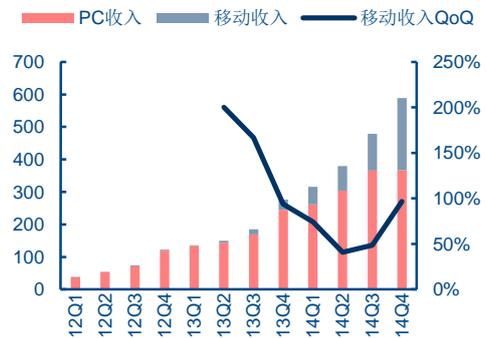
受益于分发平台整体货币化效率的提升，公司收入持续爆发性的增长。（1）截止目前，在最近连续 8 个季度，猎豹整体收入实现了同比翻倍的增长；2014Q4 实现收入 5.89 亿元，同比增长 119%；其中在线营销占比 76%，增值服务占比 23%，安全及其他占比 1%。（2）2014 年整体收入 17.63 亿元，比去年同期增长 135%。PC 端仍然是主要收入来源，占比 74%；2014PC 端收入 13 亿元，同比增长 88%；移动端收入增长迅猛，实现收入 4.65 亿元，同比增长 746%，占比 26%。

图 17：猎豹收入按业务类型拆分（百万元）



资料来源：猎豹移动公告，中信证券研究部

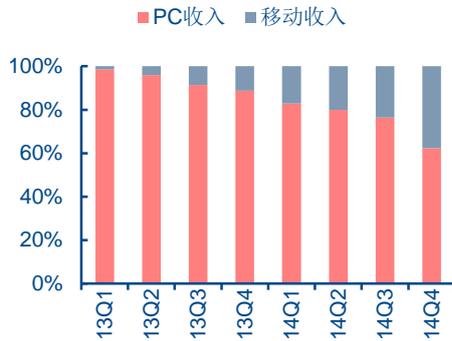
图 18：猎豹收入按 PC、移动拆分（百万元）



资料来源：猎豹移动数据，中信证券研究部

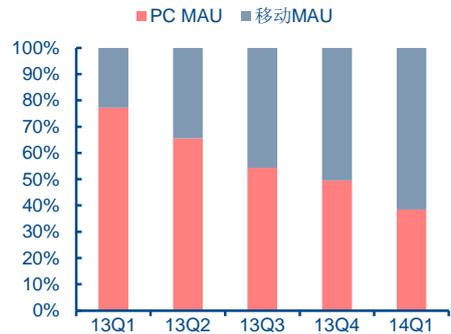
移动端货币化进程、海外市场拓展加速，是公司未来营收高速增长的主要动力。（1）PC 端收入的增长，主要来源于货币化效率的提升，PC 端用户基数在市场趋向饱和的背景下将趋于平稳。（2）相比而言，移动端收入的增长，一方面来自于移动端用户基数的快速增长，另一方面来自货币化进程的加速。（3）此外，海外市场的加速拓展以及货币化效率的提升也是公司业绩快速增长的重要原因。2014 年，海外市场贡献了总体收入的 13%，移动收入的 48%；2014 年 Q4，海外市场贡献了总体收入的 24%，移动收入的 63%。因此，移动端、海外市场的推进，是公司未来整体收入增长的主要驱动因素。

图 19：猎豹收入中移动收入的占比变化



资料来源：猎豹移动公告，中信证券研究部

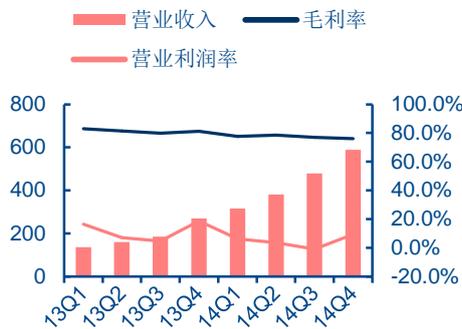
图 20：猎豹整体 MAU 中移动 MAU 占比变化



资料来源：猎豹移动公告，中信证券研究部

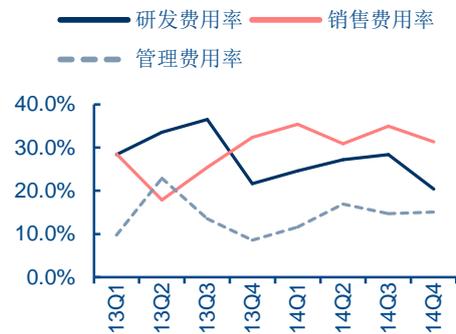
移动端业务处在发展早期，仍需持续投入，利润释放依赖规模效应的提升。（1）从毛利率来看，由于收入构成中游戏增值服务的增加（以联运为主），毛利略有下降，从 2013Q4 的 81% 下降到 2014Q4 的 76.1%；未来公司会逐步增加独代游戏的比例，保持相对稳定的毛利率水平。（2）营业利润率从 2013Q4 的 18.7% 降到 2014Q4 的 9.3%，主要是移动端加大了研发和市场推广力度。（3）2014 年的销售费用率一直保持在 30% 以上的投入规模，持续的市场推广是为了建立足够高的市场进入门槛和稳定的领先优势。（4）预期在 2015 年，随着规模效应的提升，销售费用率和研发费用率将会回落，加快利润的释放。

图 21：猎豹的经营业绩表现（百万元）



资料来源：猎豹移动公告，中信证券研究部

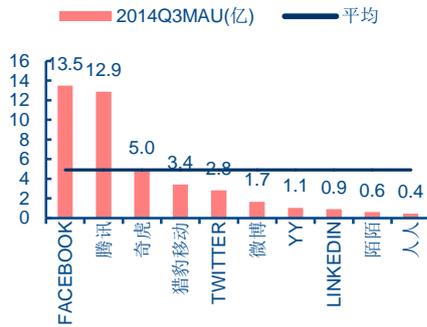
图 22：猎豹的各项费用变化情况



资料来源：猎豹移动公告，中信证券研究部

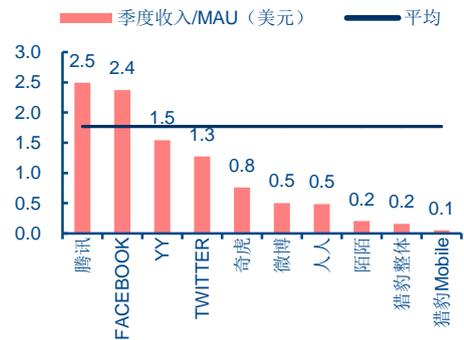
以全球移动互联网巨头为标杆，猎豹移动端用户基数和货币化程度仍有极大提升空间。（1）全球移动互联网巨头 Facebook 在 2014Q4 的整体 MAU 为 13.9 亿人次，其中移动端 MAU 为 11.9 亿人次，占比 86%；2014 年总收入为 125 亿美金；最近十二个月收入/平均 MAU 值折合人民币 58.1 元。（2）猎豹目前的移动 MAU 为 3.95 亿，移动端最近十二个月收入/平均 MAU 值为 1.5 元。（3）从用户基数来看，对比 WeChat/Facebook，猎豹移动端用户仍有 100% 的增长潜力；（4）从货币化效率开看，对比奇虎，猎豹 PC 端的货币化仍有潜力可挖；移动端货币化才刚刚起步，与同处在超级 APP 一线梯队的 Facebook 对比，移动端货币化至少有 10 倍以上的提升空间。

图 23：可比公司的活跃用户数对比



资料来源：可比公司公告，中信证券研究部

图 24：可比公司的货币化效率对比



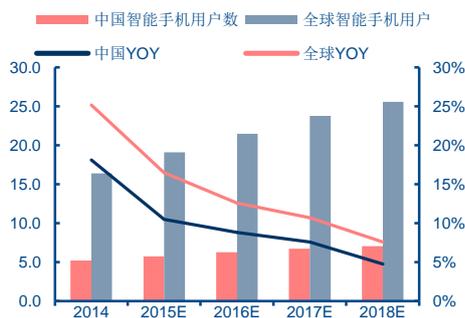
资料来源：可比公司公告，中信证券研究部

行业分析：国内移动分发市场格局已定，海外市场空间广阔

移动互联网用户总数和应用数持续攀升，分发市场需求持续旺盛。据 eMarketer 预测，随着智能手机价格的下降、移动网络的普及和消费者收入增长，2014~2018 年，中国智能手机用户在总人口的比例将从 38.3% 增长至 51.1%，总用户数达到 7 亿；全球移动互联网的用户将从 16.4 亿增加至 25.6 亿，复合增长率达 12%。据 AppAnnie 统计，截止 2013 年，Google Play 的应用数量超过 110 万，Apple APP Store 的应用数量超过 100 万。移动端用户发现新应用以及应用开发商将 APP 精准推送至目标用户的需求日益增加。

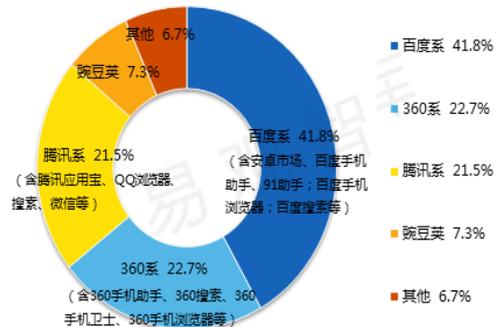
国内移动分发市场格局已定。移动应用分发的渠道主要有三种，分别为应用市场（包括官方市场及第三方市场）、超级 APP、移动浏览器；三者被业内公认为移动互联网的三大“流量入口”。中国的 Android 应用市场由于 Google 的退出，竞争格局从高度碎片化演化到目前的相对集中；目前，国内应用分发市场格局已定。据易观智库统计，2014 年 Q3 中国全渠道移动应用分发总量达 286 亿次，较上一季度环比增长 12.3%；其中百度系市场份额稳居市场首位，达 41.8%；360 系市场份额有所降低，为 22.7%；腾讯系份额依然高速增长，达 21.5%；三者总和达 86%；小米凭借庞大的手机出货量和小米应用商店，分发量快速增长，2014Q3 开始超越豌豆荚成为第四大分发平台；其他中小应用市场的份额持续受到挤压。

图 25：中国及全球智能手机用户增速（亿）



资料来源：eMarketer，中信证券研究部

图 26：2014Q3 中国全渠道应用分发市场格局



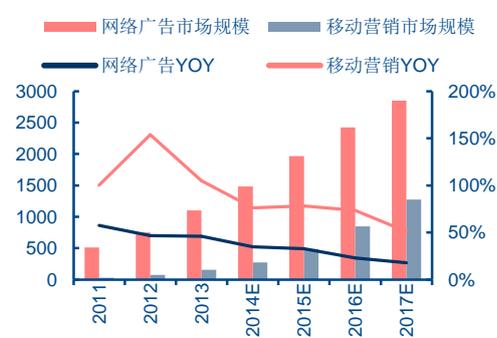
资料来源：易观智库，中信证券研究部

超级 APP 有其独特分发优势，未来移动分发市场仍存变数。超级 APP 在应用分发有其天然的优势：一是具有海量用户基础，能够对用户兴趣做深度分析，通过个性化推荐，精准向目标用户推送；二是活跃用户基数大，打开频次高；因此，应用推送的到达率和留存率都很高。随着未来 4G 网络的普及和资费的下降，用户将更加习惯在手机上完成应用下载；超级 APP 的竞争优势愈发明显；而应用市场首先必须成为超级 APP，才能稳固其市场地位。

国内应用分发市场竞争激烈，寻求海外扩张大有潜力。国内应用分发市场基本被百度系、360 系、腾讯系三家垄断，小米分发渠道快速成长为市场的第四极；其他中小独立应用分发产品已经没有机会。但随着国内团队开发的 APP 功能和质量逐渐接近或超越国际一线厂商，国内 APP 走出国门向全球扩张的需求日益高涨；尤其在印度、巴西等新兴市场，应用分发市场仍处在发展早期阶段，发展空间巨大。

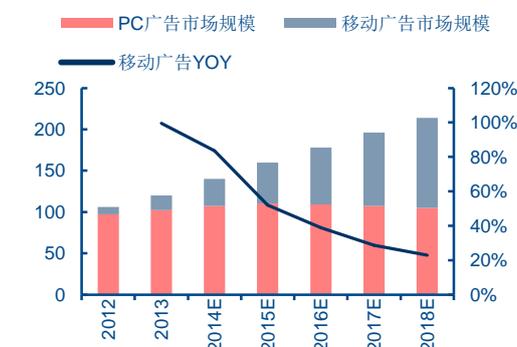
移动网络广告未来五年高速增长，移动广告提供商大有可为。据艾瑞统计，中国网络广告在 2017 年将达到 2852 亿，相比 2014 年增长 100%；其中移动广告达到 1276 元，相比 2014 年增长 367%；移动广告占比从 2014 年的 18% 提升至 2017 年的 45%。据 eMarketer 统计，到 2018 年，全球网络广告支出达到 2140 亿美元，其中移动广告支出占比超过 50%，比 2013 年增长 5 倍，5 年复合增长率 38%；2015 年增速最快的海外市场为印度（80%）、巴西（66%）、加拿大（60%）、印尼（60%）。拥有海外渠道的国产移动广告商将在未来 5 年的海外扩张中明显受益。

图 27：中国网络广告支出（亿人民币）



资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部

图 28：全球网络广告支出规模（十亿美元）



资料来源：eMarketer，中信证券研究部

猎豹核心竞争优势：大数据+多元化应用+海外渠道+商业伙伴

从用户和技术角度看，基于海量用户和应用的行为大数据分析和精准灵活的推送能力，是其核心竞争优势。猎豹自行研发的大数据分析和推送系统具备以下核心技术优势：（1）App Behavior Analysis 系统通过大量的 APP 行为数据，能够及时发现 APP 的异常行为，实时防护系统安全、保护用户隐私，极大改善用户产品体验；（2）Facemark 系统实时完成用户画像的建模，界定用户兴趣和应用场景，是广告精准推送、提升转化率的基础；（3）CrossOver（推送系统）能够在短时间内把 APP 精准的向潜在目标用户群体发起大规模的推送，这种精准灵活的推送服务是为商业客户推广 APP 的利器，是 GooglePlay 等应用商店所不具备的。

图 29：猎豹的大数据分析平台



资料来源：公司业绩交流会材料、中信证券研究部

从产品结构看，多元化应用矩阵形成覆盖用户的强大分发网络。猎豹的多元化应用矩阵中包括两款超级 APP、数十款二线主力应用，这种矩阵形式至少有以下三方面的显著优势：（1）比单一应用形式增强了公司整体的抗风险能力，避免了市场需求转向导致的单一产品衰落的风险；（2）自身体系的应用之间交叉推广对提升整体的用户活跃度大有裨益，降低了自身应用向市场推广的费用和市场风险，提高了推广效率；（3）多元化的应用矩阵能够拓展多层次的用户群体，提高对用户的整体到达率，延展公司的分发网络。

图 30：猎豹移动 APP 矩阵的分发示意图



资料来源：公司业绩交流会材料、中信证券研究部

海外推广渠道及海外推广经验是猎豹全球扩展的独门利器。猎豹是国内最早布局海外移动互联网市场的企业之一；多年来拓展了众多海外推广资源，包括线上（Facebook 等）、线下、手机预装等多种渠道；在海外的推广过程中也积累了宝贵经验。相比国内其他互联网企业，猎豹在海外扩张已经取得了先发优势，在高速发展的海外移动分发市场中，料将率先受益。

和 BAT 等巨头广结盟友，小米是其战略同盟。与 360 和 BAT 树敌大战的做法截然相反的是，猎豹同阿里巴巴、腾讯、百度达成了深入的合作，为猎豹业绩的高速增长打下了坚实的基础。小米是猎豹的战略同盟，小米在海外扩展的渠道、客户资源等战略资源能够和猎豹形成协同共享，对猎豹的快速成长也起到了至关重要的作用。

向阿里云看齐的金山云，战略价值不容忽视

金山云已经是国内专业级的公有云服务提供商

金山云提供业界全系列、高标准的公有云服务。金山云依托金山集团深厚的技术积累，为企业用户提供高标准的云服务产品，包括计算与网络、数据库、云储存、监控及安全四大类；其中：（1）计算与网络包括高性能云主机、负载均衡、弹性 IP、CDN 内容分发；（2）数据库包括弹性扩展的在线关系型数据库服务和 NoSql 数据库服务；（3）云储存包括面向海量用户的开放式云储存和企业云存储；（4）云监控和云安全包括云平台的可视化监控、智能预警，以及云平台的网络安全服务、云主机及 WEB 应用的入侵防护等。

表 3：金山云的主要产品和服务

产品大类	主要产品	主要特点
计算与网络	高性能云主机	SSD 磁盘、Raid 冗余、主机快速且稳定、支持超高并发、主机弹性扩展
	负载均衡/弹性 IP	从网络到应用的多级负载均衡、确保网络故障时 IP 及应用无缝切换
	内容分发 CDN	支持网页、视频等多类型内容加速、支持网络防盗链、全球 CDN 加速
	基础网络服务	国内骨干网多线 BGP 机房、海外重点区域的机房、保障全球范围的基础网络服务
数据库	关系型数据库	分布式、弹性伸缩的在线数据库服务，支持 SQL 优化及分析；保证高并发性能和稳定性；支持多备份、数据恢复；
	NoSql 数据库	支持结构化和非结构化的数据库服务，支持海量数据秒级检索；
云储存	开放式云存储	针对海量用户海量数据的云存储方案，根据用户数、存储空间弹性配置；
	企业云存储	企业级云计算服务，按租赁模式弹性计费，支持众多的应用扩展；支持在线协同办公、多平台移动应用；多级保密；多级权限管理；灾备恢复；
监控及安全	云监控	自动化部署，可视化展现平台软硬件及网络的运行情况；支持故障分析，智能预警；
	云安全	支持网络层危险行为及流量的分析和清洗、支持主机入侵防护、WEB 入侵防护等

资料来源：金山云，中信证券研究部

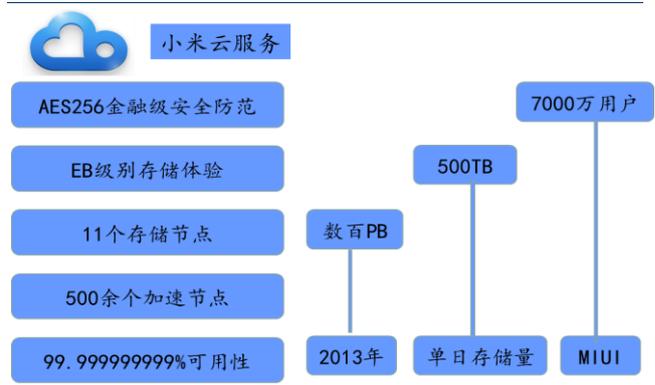
金山云目前承担着金山系和小米的基础云服务。（1）金山云作为金山软件的战略级产品，目前承担了西山居的云计算平台和 WPS、猎豹移动的云存储平台；（2）金山云的云存储平台（KS3）承担了小米云 75% 的云存储业务；金山云存储平台在国内拥有 11 个存储节点、500 个加速节点、EB 级别的存储容量，为小米超过 7000 万的用户提供了安全、稳定、高可用性的移动云存储服务。（3）小米开放平台的云服务（包括云主机、云存储等产品，仍在内测）都是建立在金山云基础之上。

图 31：金山云上的 WPS 和西山居



资料来源：产品截图，中信证券研究部

图 32：金山云上的小米云服务



资料来源：公司官网，中信证券研究部

金山云为众多游戏厂商提供专业级的游戏云计算服务和其他增值服务。游戏作为高度弹性的互联网应用，用户规模从零冲击到上亿级别可能在数月之内完成，对底层架构的扩展性和稳定性要求非常高。金山云不仅为游戏开发商提供了高质量的云平台的支撑架构、7*24

小时服务、60 秒的极速响应；还联合西山居、猎豹移动和小米互娱在游戏发行和渠道方面提供增值服务；此外，金山云还与众多第三方手游服务商达成深度合作，包括设计、测试、运营、推广、安全等，为游戏开发商提供一站式的全部服务。目前，金山云在互联网领域的近千家客户中，手游客户占比超过 70%。

图 33：运行在金山云上的热门游戏



资料来源：金山云官网，中信证券研究部

图 34：金山云的其他典型客户



资料来源：金山云官网，中信证券研究部

金山云在其他行业也有广泛布局。（1）金山云为传统企业提供云主机服务、专业网站的运营服务，代表客户包括：链家在线、用友优普、慈铭体检、苏州思必驰等。（2）金山企业云为科技、教育、建筑、贸易、广告、餐饮、政府等领域的 2 万家企业客户提供企业云办公产品和服务，代表客户包括：北京大学、央视、中国铁建、奔驰中国、广汽等。（3）金山视频云在智能安防领域与雄迈科技达成战略合作，共同拓展智能生活云服务领域；未来城市安防、智能家居的摄像头采集的视频将全部部署在金山视频云，实现跨平台云端实时访问。

金山云业务刚起步，收入占比很低。金山云业务刚起步，营收基数低，2013 年收入规模不足 1 亿元，2014Q4 单季度收入接近 1.3 亿元，占金山软件整体收入币种迅速提升至 7%，其中小米云服务收入占比约 75%；2015 年除了为小米提供 EB 级别的海量云存储和云计算服务之外，金山云还计划继续深耕游戏云、视频云、图片云三大优势业务，同时加快拓展智能家居等领域的新业务。

行业分析：中国云计算市场集中度将逐渐提升

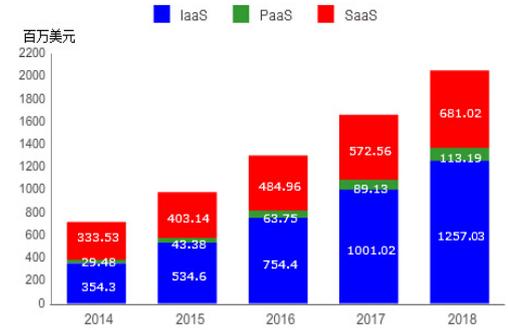
大数据时代数据存储量爆发性增长，公有云服务市场规模水涨船高。随着移动互联网的普及、物联网的加速到来，联网设备数量急速增加；据 Gartner 预测，2020 年联网设备将达到 1000 亿量级，由此产生的海量数据将非常惊人。据 IDC 预测，2016 年全球将会产生 10ZB（1ZB=1000EB）量级的数据存储需求，中国数据量将达到 2.5ZB；由此将产生巨大的云计算和云存储需求，未来公有云服务市场将快速增长。据 IDC 统计，我国 2014 年公有云市场规模达到 7 亿美金，2015-18 年公有云市场仍将高速增长，预计 CAGR 将达到 33.2%。

图 35：全球及中国数据存储量（EB）



资料来源：IDC，中信证券研究部整理

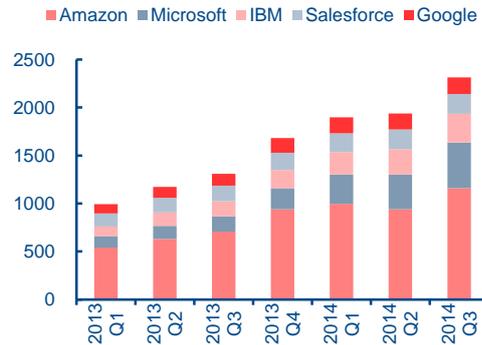
图 36：中国公有云市场规模预测（2014-2018）



资料来源：IDC，中信证券研究部整理

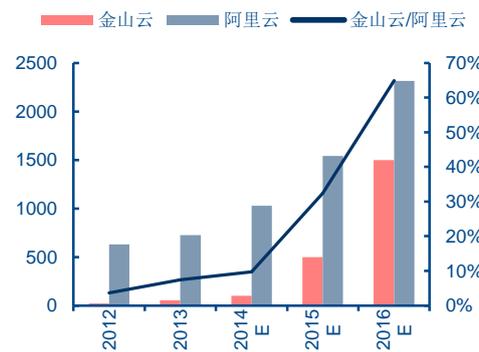
全球公有云市场集中度显著提升，AWS 继续领跑。在全球的公有云市场（特指 IaaS/PaaS/混合云，不包括 SaaS）的竞争格局中，只剩下少数几个科技巨头仍在角力，中小厂商已经无力胜出。（1）Amazon（AWS）的市场份额稳居第一，2014Q3 市场份额约占 27%；市场份额超出第二梯队的总和；（2）Microsoft、IBM、Google、Salesforce 位居第二梯队，截止 2014Q3，四家市场份额约为 11%、7%、4%、4%；Microsoft 市场份额相对占优；（3）目前 IaaS/PaaS 市场格局的最大变数在第二梯队的顺位，巨头之间最主要的竞争手段是大幅的价格战；中小厂商受到巨大的冲击，将逐渐退出这个市场的竞争。

图 37：全球公有云市场收入结构（百万美元）



资料来源：Synergy Research，中信证券研究部

图 38：金山云收入 vs 阿里云收入（百万美元）



资料来源：相关公司公告，中信证券研究部预测

中国公有云市场竞争格局的演化路径和全球市场相似，阿里领跑国内市场。（1）目前中国公有云市场不论从收入规模还是用户规模，阿里云一家独大；据 IDC 的《中国公有云服务追踪研究》，2014 上半年度，阿里云在我国公有云市场的市场份额为 22.8%；（2）第二梯队以电信运营商（中国电信、中国联通）、国外云计算巨头（Windows Azure、亚马逊 AWS）略为领先；（3）此外，腾讯云、Ucloud、金山云、青云、百度开放云、华为云、盛大云、传统 IDC/CDN 厂商、七牛云存储、又拍云存储也在市场中占有一席之地；（4）从美国公有云市场的发展规律来看，中国市场已经进入加速洗牌阶段；未来阿里料将继续领跑，第二梯队将向 3~5 家快速集中。从云基础架构以及支撑的数据量来看，达到 EB 级别存储是相对明确的门槛，腾讯、百度、金山有望率先胜出。

向阿里云看齐，金山云料将快速脱颖而出。金山云依托小米生态体系将快速爆发，按公告的合作框架协议，金山云在 2015~2016 年的收入至少分别为 5 亿元、15 亿元；阿里云面向的大多是中小企业客户，很难找到像小米这么庞大的客户；假设阿里云 2015-16 年的公有云市场份额扩张至 25%/30%，即 2015~2016 年的收入为 15 亿元、23 亿元；按此计算，从

收入规模来看，预计金山云将在 2015~2016 年达到阿里云收入的 32%、65%，金山云将快速脱颖而出，向阿里云的市场龙头地位看齐。

金山云核心竞争力：小米的无边界扩展将刺激金山云实现指数级增长

小米生态体系的无边界扩张不断刷新小米估值的纪录。小米无疑是移动互联网时代最成功的创业公司之一，于 2010 年 4 月由雷军创立；小米最初专注于面向互联网的智能手机的研发，不到 4 年时间小米手机就实现了卓越的战绩，2014 年小米售出 6112 万台手机，含税收入达到 743 亿元；并在 2014 年底完成了 E 轮 11 亿美金的融资，估值达 450 亿美金。小米的无边界扩张，是支撑小米估值不断刷新纪录的重要因素之一，未来的小米生态体系至少包括以下三个层次：（1）智能硬件生态体系，终极目标是用小米智能设备武装人类生活的方方面面；从移动互联网的小米手机、平板、电视与盒子、路由器为核心，拓展到穿戴设备、智能家居领域，如小米电源、华米手环、小米摄像头、智能血压仪、智米空气净化器等；小米和美的集团达成战略之后将会陆续在智能家居领域推出新品；（2）软件和互联网服务生态体系以 MIUI、MIOS、小米应用商店、小米电商、云计算为核心；未来各类的小米智能硬件将搭载 MIUI、小米操作系统；小米应用商店将连接用户与应用及其开发者；云计算不仅存储各类软硬平台产生的数据，还将承担着大数据变现的重任；（3）围绕小米智能设备全产业链，打通硬件、软件、服务所投资的百余家公司构成第三个层次，目前已经覆盖地图、影视、互联网内容、移动医疗、智能家居、互联网金融、移动安全、新媒体、电商、手游等众多行业。

小米已经进入云计算的台风窗口期，必须 All-IN 云计算。小米无边界的扩张已经临近数据爆破的临界点；（1）截止 2014 年底，MIUI 用户数达到 8500 万，小米云用户约 6800 万，总存储容量 57PB，共存储照片 241 亿张；每天新增 9000 万张图片、120 万段视频；单日新增数据峰值达到 500T；（2）2014 年小米云服务的数据量同比增长 7 倍，预计 2015~2017 年，每年至少有 3~5 倍的增长；（3）2015 年单日突破 1PB 的倒计时将加速，2016 年总存储容量突破 1EB 的倒计时将加速，而目前数据量超过 1EB 的中国互联网公司仅有 BAT 三家。（4）考虑到小米生态体系的无边界扩张，未来穿戴设备、智能家居、无人驾驶汽车产生的数据量将远超想象。目前小米已经进入云计算的“台风窗口期”，必须全力加快云计算和大数据建设；除了 All-IN，迎难而上，小米没有退路。

金山云借助雷军系的资源整合，快速构建完整的云计算体系。云计算是小米未来最重要的发展方向，但目前小米没有足够的时间窗口去全部建设自有的数据中心和基础云服务，而是通过雷军系的资源整合来打造小米的云生态体系。目前小米的云生态体系分为三个层次：（1）IaaS 层，小米、金山联手入股世纪互联并成为实际控制人，由世纪互联提供云基础设施，包括 IDC、宽带、光纤等；（2）PaaS 层，小米入股金山云占比 24.5%，由金山云提供基础云服务，包括虚拟化、云存储、云计算的底层架构和服务；（3）SaaS 层，由小米云主导并拓展应用云；三个层次相互依托，构成完整的云计算体系。金山、小米、世纪互联通过资源整合形成合力，成为国内公有云市场的重量级玩家。

图 39：金山云计算生态体系



资料来源：中信证券研究部整理

金山云将借助小米生态链野蛮成长。（1）凭借小米自身 EB 级别的大数据体量和海量用户，小米云应用将会给金山云导入巨量的业务需求；金山云有望在未来 3-5 年之内快速跻身公有云市场第一梯队，这是公司计划投资 10 亿美金，All-IN 金山云的重要战略考量。在金山和小米签订的框架协议中，2014~2016 年小米使用金山云服务支付费用的年度上限为 0.8 亿/4.5 亿/14 亿元；预期实际支付数额可能打破协议上限，2015~2017 年连续三年实现 3~5 倍的收入增长。（2）随着小米生态链的扩张，在品牌认知度和口碑将对金山云形成良好的传导作用，有助于金山云向其他领域拓展市场，智能穿戴、智能家居、智能安防领域将成为新的突破口。公司希望在小米之外大力拓展其他行业用户，未来 3~5 年，小米与其他用户的收入比例能够达到 1:1；进一步扩大金山云的版图。

大数据变现是小米云和金山云实现第二次飞跃的重要拐点。正如雷军所说，按 1EB 每年存储和带宽成本约 30 亿人民币假设，如果大数据不能转化出价值，公司不久将会破产。小米生态的大数据变现对于未来小米的持续成长的意义非常关键；未来金山云和小米将共同推出标准化的大数据分析处理服务和相关产品，深度挖掘数据潜在商业价值；一方面将小米生态体系内的大数据转化出价值，另一方面通过大数据产品为其他第三方客户提供增值服务。大数据变现是小米和金山云实现第二次飞跃的重要拐点。

图 40：小米云服务的大数据分析处理产品（尚在内测）



资料来源：小米开放平台、中信证券研究部

西山居：开启端游+手游双引擎增长模式

西山居是国内老牌知名的网络游戏平台商

西山居是国内最早的集开发、运营、发行于一体的网络游戏平台。作为国内最早成立的游戏开发工作室，西山居推出了众多经典游戏，以剑侠情缘系列的网络游戏为代表。从整体上看，西山居的游戏产品聚焦在武侠、西游、三国、魔幻四大主题，每个主题都有数款不同风格的精品游戏，成功塑造了西山居的品牌和影响力。产品形式上，以端游为主，包括核心产品剑侠情缘系列的 MMORPG，以及封神榜、三国、魔幻题材的网游，第一人称射击类网游反恐行动等；页游产品推出过格斗灌篮王、少年精灵王等；2014 年开始公司新出产品全面转向移动端，11 月首次推出变身吧主公，另外，神之遗迹、三国战神、幻想纪元等也即将推出。

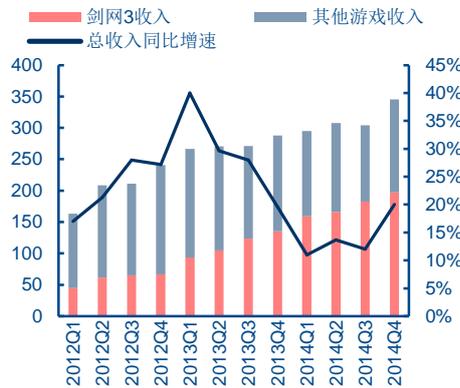
图 41：西山居游戏产品结构



资料来源：公司业绩交流会材料、中信证券研究部

目前西山居的主要收入来源于端游，尤以旗舰产品《剑网三》为首。2014 年公司网络游戏收入 12.5 亿元，同比增长 14%，相比 2013 年同期增速明显放缓；一方面原因是端游整个市场增速下滑，另一方面受公司战略整体向移动端转型影响，除剑网三其他端游不再继续推广。目前网游收入绝大部分由端游构成，其中旗舰产品《剑网三》2014 年收入 7.1 亿，占网游总收入 56%，同比增长 54%，远超亚太 MMORPG 市场 13.5% 的平均增长率。公司在端游的战略依然聚焦在大型重度精品网游上，盈利模式为按时计费+游戏道具。

图 42：金山网游收入拆分及增速（百万元）



资料来源：公司财报，中信证券研究部

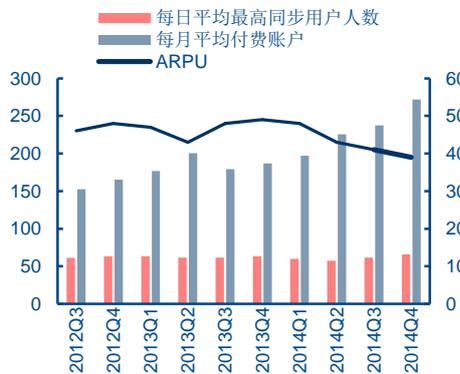
图 43：《剑网三》收入及增速（百万元）



资料来源：公司财报，中信证券研究部

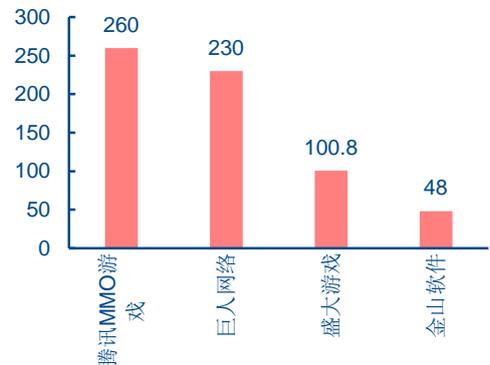
剑网三占比提升，月平均付费用户数稳定增长，ARPU 有所下降。剑网三以学生用户为主，产品定价偏低，但聚集了较高的人气，受益于剑网三在端游业务占比逐渐提升，网游整体用户数保持了稳定增长。2014Q4 公司整体网络游戏的月平均付费账户数增长至 271 万人，环比增长 14%，同比增长 45%；其中《剑网三》的月平均付费账户数达到 190 万，占总付费账户数 79.2%；公司整体 ARPU 值略下降至 39 元，主要原因是剑网三占比提升拉低了整体的 ARPU 值。2014 年 11 月，《剑网三》全新资料片“苍雪龙城”公测，预期将继续带动《剑网三》的付费用户数以及收入的强劲增长。

图 44：金山网游用户数及 ARPU（万人、元）



资料来源：公司财报，中信证券研究部

图 45：2014Q1 各大网游巨头 ARPU 值对比（元）



资料来源：17173，中信证券研究部

全力向手游领域转型，打造网络游戏增长的第二引擎。公司首款自研 3D 卡牌手游《变身吧主公》安卓版于 2014 年 11 月 20 日公测，在开服 6 小时内流水过百万，24 小时流水达到 340 万，周流水破千万，周活跃近 90 万，取得不俗战绩。目前公司已经储备了 12 款手游，仍以公司见长的武侠、三国、西游、魔幻四大题材为主，每类题材将以三部曲的形式陆续推出，包括卡牌、对战等多种玩法。公司目标在 2015 年培育 1~2 款月流水过亿的手游产品，下半年推出 4~5 款月流水过千万的手游，借此打造网络游戏业绩增长的第二引擎。

行业分析：网络游戏增速整体放缓，精品游戏仍然稀缺

网络游戏整体增速放缓，人口红利开始消失。近几年我国互联网特别是移动互联网渗透率快速提升，网络游戏用户的规模随之不断增加，据 CINIC 统计数据显示，截止到 2014 年 6 月份我国网络游戏用户规模达到 3.68 亿，网游用户渗透率达到 58.2%。但目前网络游戏整体增速放缓，伴随着移动设备出货量和保有量增速的放缓，手游市场依靠用户数量驱动的增长阶段已经接近尾声，从高速增长转入稳定增长，用户市场将趋向饱和。从市场结构来看，

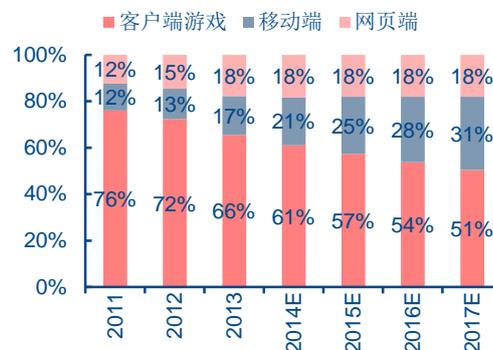
端游仍将是网络游戏市场的主力，手游经过持续快速增长之后，2017 年占比有望超过 30%；二者市场份额合计将保持在 80%以上的占比，是最主要的两个细分市场。

图 46：中国网络游戏市场规模（亿元）



资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部

图 47：中国网络游戏市场结构



资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部

手游市场腾讯游戏全面领先，细分市场精品黑马频出。（1）2014 年，腾讯在手游各个细分领域全面布局，精耕细作，凭借微信、手机 QQ 等流量入口，全面占据了手游市场的领先地位；据艾瑞统计，在 2014Q1 至 2014Q3 的中国 IOS 游戏畅销榜中，腾讯在 Top10 排名中的产品数量从 5.55 个增长至 6.23 个；Top100 排名的产品数量从 7.92 个增长至 18.18 个；Top100 榜单被其他几十家厂商瓜分。（2）在各个细分领域中，精品手游黑马辈出；以《刀塔传奇》为代表的卡牌动作类游戏，长期占领 IOS 畅销榜；其他黑马游戏如《乱斗西游》、《全民奇迹 MU》、《天龙八部 3D》、《太极熊猫》等频频冲击畅销榜，对腾讯手游形成不小的挑战。从整体上看，手游的发展更加向精细化、重度化发展，精品手游仍然相对稀缺。

西山居核心竞争力：精品游戏口碑+小米分发渠道

西山居拥有 20 年历史的精品游戏品牌，向精品手游发力。（1）西山居一贯以精品游戏为理念，在手游产品进入精品化、靠口碑致胜的阶段，有利于西山居延续其精品优势。（2）西山居在研发、发行、运营、市场等方面积累了深厚的经验；从 2011 年开始，西山居投入巨资筹建手游团队、研发产品；经过 3 年的打磨储备了 12 款精品手游，并在 2014 年 Q4 逐步投放市场，试水阶段取得了不俗的战绩；预计在 2015 年将实现全面爆发。

联合小米，加强手游研发、运营、渠道的整体实力。目前手游市场的核心竞争力已经转变为对渠道、研发、市场、运营等综合实力的比拼，其中分发渠道的影响居首位。据小米官方微博统计，小米应用商店从 2012 年 5 月上线，用时两年半已经达到 100 亿的分发量；目前单日分发量超过 5000 万，月分发量达 15 亿，并呈加速发展趋势。据 TalkingData 统计，2014Q3 小米应用商店的分发量已经超过豌豆荚，位列百度、360、腾讯之后，成为安卓第四大分发渠道。未来在小米手机巨大出货量的带动下，MIUI 及小米应用商店的活跃用户将再创新高，小米应用商店的分发能力料将继续增强；再加上小米国际市场的布局、猎豹移动等雷军系其他分发市场，小米的整体份额将更高。西山居引入小米战略投资之后，大大增强了整体的竞争实力；作为小米自研手游产品的主要内容来源，西山居的手游被寄予厚望。

WPS：全面向移动化、全球化进发

WPS 是国产办公软件利器，全球移动端 Office 软件翘楚

WPS 面向政府、企业、个人用户提供跨平台的国产办公系列软件。WPS 系列办公软件面向不同层次的用户提供了众多的产品和服务，支持 Windows/Linux/Android/IOS 全平台，以及众多云共享平台。（1）面向政府，WPS Office 产品在国家部委、省级政府办公软件的采购占据超过 66% 的市场份额；（2）面向大型央企，WPS 央企专供版在金融、电力、钢铁、能源等国家重点行业全面领先；（3）面向一般企业，WPS 提供了 Office 商业版、移动专业版、WPS 租赁版等产品；（4）面向个人，WPS 提供了完全免费的桌面和移动端的产品。

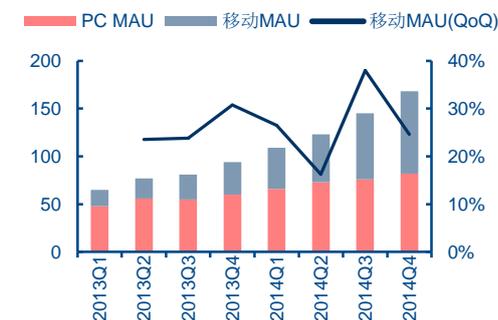
图 48：WPS 主要产品家族



资料来源：WPS 官网、中信证券研究部

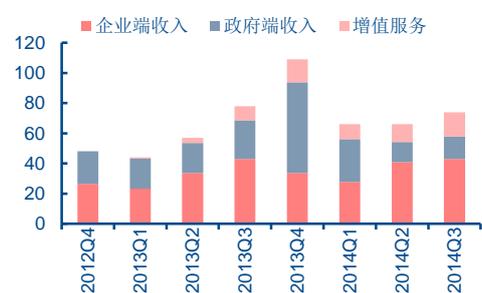
WPS 移动化和全球化转型成效显著，移动用户规模持续快速增长。（1）截止 2014 年 Q4，WPS 的 PC 端 MAU 约为 8200 万，移动端 MAU 达到 8600 万；移动端 MAU 同比增长 96%，在总 MAU 中占比达 51%。（2）WPS 移动端产品的全球累计用户数突破 3 亿，其中海外用户突破 1.2 亿，GooglePlay 的 5 星好评超过 40 万；（3）WPS Mail 等移动办公新产品将陆续发布，继续优化移动端产品的用户体验，推动移动端用户的高速增长。

图 49：WPS 的 MAU 构成（百万人）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 50：WPS 的收入拆分（百万元）



资料来源：公司业绩交流会材料，中信证券研究部

移动端市场 WPS 超越所有同类产品，已成为全球第一的移动办公品牌。据 App Annie 统计，WPS 移动端产品在中国、俄罗斯、新加坡、意大利、西班牙、荷兰、法国、德国等大多数国家排名稳居第一，在美国、英国、加拿大排名第二；统计 Google Play 上对办公类产

品的评价，总评论数、五星好评数、四星好评数 WPS 都位列第一，超过微软的 Office 两倍以上；总的评分为 4.4 分，也明显好于其他竞争对手。

表 4：2014 年 12 月 Google Play Office 应用的评论数对比

	WPS	MS Office Mobile	Polaris Office	Docs to go	OfficeSuite
评分数	618,572	295,006	134,326	164,542	338,959
五星	406,224	153,203	77,163	86,732	195,150
四星	121,365	62,804	30,119	35,576	75,175
三星	43,777	33,046	12,956	17,407	33,117
二星	17,989	15,361	5,447	7,510	12,719
一星	29,217	30,592	8,641	17,317	22,798
平均	4.4	4.0	4.2	4.0	4.2

资料来源：GooglePlay，中信证券研究部

WPS 的收入主要来自企业和政府的采购，个人免费产品的流量变现小试牛刀。 WPS 收入有三个来源：（1）企业端收入，一方面来自于商业版、专业版的 License 收入，另一部分来源于租赁产品的订阅收入；（2）政府采购，受采购周期影响相对明显，集中在每年的四季度，不是很稳定；（3）增值服务：主要是个人 PC 版产品的流量变现，包括 WPS 内嵌广告、VIP 模板、稻壳儿网的在线模板、文档定制等增值服务收入；目前移动端的产品尚未开始货币化。2014 年，WPS 实现收入 2.9 亿元人民币，同比增长 1%；企业、政府、增值服务分别占比 54%/27%/19%。

行业分析及 WPS 的核心竞争力

自主可控强化国产软件的战略地位，国产办公软件料将持续受益。 目前信息安全决定着国家安全，在关键领域的自主可控需求给国产软件起到了直接的带动作用；另一方面随着我国知识产权保护的强化，重点领域的软件将加快正版化的推进，也对国产软件的需求提振起到长期的积极作用。办公软件作为基础应用软件的重要组成部分，在国内去微软的大背景下，将会在相当长的时间内占据市场主动。WPS 作为我国具有 20 多年历史的国产著名办公软件，逐渐在政府和关键行业的国有企业办公软件市场中，占据领先的市场份额，未来将继续面向全行业企业、全社会机构乃至个人的市场推广，成长空间广阔。

跨平台、云端协同办公大势所趋，WPS 抢占移动端用户先发制人。 移动互联网和云计算指明了企业办公应用向永久在线、云端同步、多平台跨越、移动化发展的方向；（1）移动端用户的争夺决定了企业应用的入口价值；（2）云后台的数据安全性也是企业用户考虑的重要因素；（3）PC 端、各平台移动端产品的兼容性对跨平台协同至关重要。WPS 轻办公应用，支持多种操作系统的 PC 和移动端产品，支持多种后台云存储，较高的通用性和兼容性保证了良好的产品体验。目前 WPS 在移动端市场暂时取得了显著的领先优势，未来仍会继续大力推广，从用户规模上建立足够高的进入壁垒，夯实市场领先地位。

WPS 移动端产品在推广渠道、云平台方面有天然优势，移动端产品货币化具备想象空间。（1）小米和猎豹移动在全球范围积累了丰富的推广渠道，依靠兄弟产品，WPS 在产品推广方面具备先天优势；（2）WPS 的基础云平台由金山云提供，云服务质量有保证；（3）目前 WPS 移动端的战略和猎豹移动前期发展策略非常相似，都是按照互联网三阶段的商业模式一步步向前推进，即一是免费产品推用户，二是向商业化产品导流，三是提升商业化产品效率，目前 WPS 仍处在推广用户第一个阶段；未来 WPS 如果夯实移动办公和协同办公的入口，潜在的商业化价值有巨大想象空间。

风险因素

猎豹在移动端的市场推广效果、市场领先地位、货币化进展低于预期的风险。限于 PC 市场的饱和及竞争的加剧，猎豹靠提升货币化效率提升 PC 端的收入存在一定的天花板。未来猎豹整体收入持续增长的重要驱动因素来源于移动端的收入；如果移动端市场推广的效果和货币化的进展低于预期，将对猎豹收入的持续高速增长造成较大影响；如果猎豹的市场领先地位受到市场竞争的威胁，规模效应未能如期达成，将对猎豹释放利润造成不利影响。

金山云 AII-IN 的市场战略，面临市场需求未达预期的风险。金山未来 3-5 年 AII-IN 云计算，绝大部分需求来自于小米；如果小米云计算需求减弱，或者减少给金山云的业务配比，将对金山云的收入快速增长造成重大不利影响。

西山居手游业务进展低于预期的风险。目前西山居的网游收入绝大部分来源于网游，网游收入增速未来将明显回落；手游业务的收入对西山居整体业绩的影响重大。如果手游产品投放市场的进度和效果低于预期，将对西山居的整体收入增长造成不利影响。

盈利预测及关键假设

关键假设

1. 全球移动互联网广告支出快速增长，猎豹移动的移动 MAU 和移动端货币化效率仍有望快速提升，预计移动端收入将继续加快增长。随着猎豹移动市场领先地位的进一步巩固，2015 年开始，全球用户将为猎豹贡献显著的规模效应，收入的增长将领先费用的增长，营业利润将加快释放。

2. 金山云为小米提供云服务，2015~2016 年小米云贡献的收入基本能够达到框架协议中的支付上限；且小米云贡献收入占比能够维持在 75%左右；预计金山云在未来三年每年将实现 3~5 倍的收入增长。2015 年金山云仍处在投入期，在 2016 年开始逐步实现盈利。

3. 根据西山居 2015 年的手游战略目标，推出 1~2 款月流水过亿的产品，4~5 款月流水过千万元的产品；为谨慎起见，2015 年~2016 年，预测手游贡献 4 亿~6 亿元的增量收入；端游收入按行业平均增速 20%预测。

4. WPS 受益于新一轮政府采购周期，2015 年收入增速同比小幅增加至 30%，长期增速按公司 20%的预测。

5. 2014 年公司全面投入期，研发和市场推广费用上升比较明显；预计 2015 年开始，研发和销售费用逐步开始下降；同时假设公司持续享受所得税优惠，有效税率为 10%。

盈利预测

表 5：公司分业务线收入预测（百万元人民币）

收入拆分	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
猎豹移动	288	750	1674	3502	5377
同比	105.6%	160.5%	123.2%	109.2%	53.6%
占比	20.4%	34.5%	50.0%	51.9%	49.3%
网络游戏	861	1096	1253	1810	2276
同比	23.9%	27.3%	14.3%	44.5%	25.7%
占比	61.0%	50.4%	37.4%	32.2%	27.1%
办公软件	196	289	291	395	474

收入拆分	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
同比	-	47.5%	0.8%	35.9%	20.0%
占比	13.9%	13.3%	8.7%	7.0%	5.7%
金山云	-	94	133	500	1500
同比	-	-	40.8%	275.9%	200.0%
占比	-	4.3%	4.0%	8.9%	17.9%
总收入	1,411	2,173	3,351	6,207	9,627
同比	38.3%	54.0%	54.2%	85.2%	55.1%

资料来源:公司公告, 中信证券研究部预测

表 6: 公司盈利预测

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万人民币)	1,411	2,173	3,351	6,207	9,627
同比	38.3%	54.0%	54.2%	85.2%	55.1%
毛利率	86.8%	86.3%	82.4%	78.3%	73.6%
销售行政及一般费用率	30.5%	29.3%	30.8%	28.0%	25.0%
研发费用率	27.3%	27.4%	28.6%	25.0%	22.0%
营业利润率	28.9%	29.6%	23.1%	25.3%	26.6%
归属普通股股东净利润(百万人民币)	433	671	769	1475	2411
同比	33.2%	55.1%	14.7%	83.8%	60.8%
每股收益(人民币)	0.37	0.57	0.65	1.25	2.03
每股净资产(人民币)	2.12	2.85	5.02	6.26	8.30
市盈率(倍)	52	34	30	15	9
市净率(倍)	9.0	6.7	3.8	3.1	2.3

资料来源:公司公告, 中信证券研究部预测

注: 股价为 2015 年 4 月 3 日收盘价

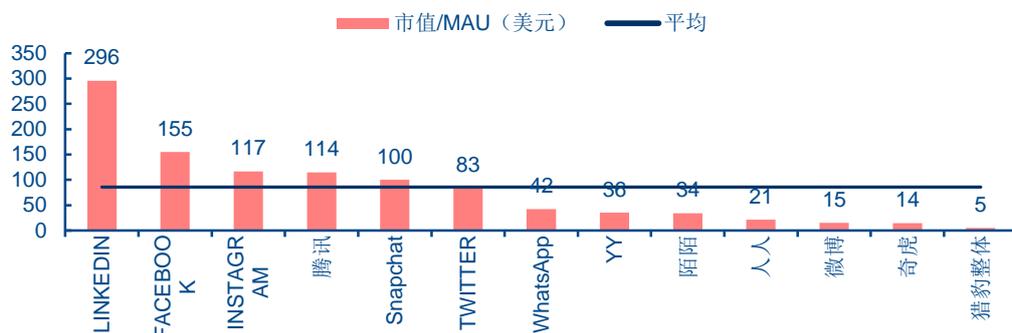
基于以上假设, 得出公司 2014-2016 年营业收入分别为 33.5、62.1、96.3 亿元; 净利润分别为 7.69、14.75 和 24.11 亿元, 对应的每股收益为 0.65、1.25 和 2.03 人民币, CAGR 为 53%。2014 年由于大幅增加研发、市场推广和固定资产投资, 利润增长收到明显影响; 我们预计 2014 年是公司各项业绩的底部。随着 2015 年猎豹货币化的加速、金山云的快速增长、西山居手游的陆续投放市场, 公司的业绩料将明显改观。公司当前价 23.75 港元, 对应 2014-2016 年的 PE 分别为 30/15/9 倍。

附录: 分类估值计算

公司 4 个子业务分别处在不同的行业及市场, 增长情况各不相同, 因此采用分类加总法。

1、猎豹移动。猎豹移动商业模式的本质是在免费的互联网服务基础上通过广告和增值服务来实现盈利, 因此我们选择了具有代表性的互联网、移动互联网公司作为可比公司, 包括 Facebook/LinkedIn/腾讯/Twitter/YY/陌陌/微博/奇虎。(1) 从每用户市值方面来看, 猎豹和可比公司相比, 远低于平均水平; 一方面因为工具类 APP 属性不及社交类属性复杂, 另一方面因为目前猎豹的货币化程度相对不高。但是我们认为, 猎豹作为移动互联网广告平台的价值明显低估了, 合理每用户价值应该在 10 美元; (2) 我们认为, 猎豹目前同时处在用户基数快速增长和货币化快速提升的阶段, 用 PS 倍数才能全面反映公司的增长逻辑; 同可比公司来看, 对 2015 年的 PS 仅为 6 倍; 和平均 9 倍的水平相比严重低估。(3) 考虑到猎豹仍处在高速成长初期, 我们给猎豹 2015 年的 10 倍 PS。因此, 猎豹移动的合理市值应为 57 亿美元, 即约 350 亿元人民币; 距离目前猎豹的市价仍有 100% 的向上空间。

图 51：猎豹移动可比公司的每用户市值



资料来源：Bloomberg、中信证券研究部 注：市值取自 2015 年 4 月 3 日，WhatsApp/Snapchat 为最近一次融资估值

表 7：猎豹移动可比公司的估值情况

股票代码	公司简称	币种	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	Sales Per Share (元/股)				PS (倍)				PB (倍)	Sales CAGR (%)	PSG (倍)
					2013	2014E	2015E	2016E	2013	2014E	2015E	2016E			
BIDU.O	百度	USD	208.51	730	14.83	22.58	31.96	42.54	14	9	7	5	9.1	42.1	0.3
QIHU.N	奇虎 360	USD	52.42	66	5.33	10.88	16.28	21.52	10	5	3	2	7.7	59.3	0.2
YY.O	欢聚时代	USD	56.11	31	5.25	10.37	15.50	21.03	11	5	4	3	8.1	58.8	0.2
FB.O	FACEBOOK	USD	81.56	2283	2.81	4.43	6.09	8.01	29	18	13	10	7.2	41.7	0.7
TWTR.N	TWITTER	USD	50.42	320	1.05	2.17	3.61	5.37	48	23	14	9	7.1	72.4	0.7
WB.O	微博	USD	13.33	27	0.94	1.65	2.39	3.27	14	8	6	4	1.6	51.5	0.3
LNKD.N	LINKEDIN	USD	248.82	306	12.32	17.64	23.68	30.68	20	14	11	8	9.2	35.5	0.6
700.HK	腾讯	HKD	149.80	14041	8.14	10.49	12.86	16.05	18	14	12	9	11.2	25.4	0.7
平均									21	12	9	6	7.7	48.4	0.5
CMCM.N	猎豹	USD	20.09	28	0.86	2.09	3.46	4.92	23	10	6	4	6.2	78.5	0.3

资料来源：Bloomberg, Wind, 中信证券研究部预测 注：股价为 2015 年 4 月 3 日收盘价；可比公司盈利预测为 Bloomberg, Wind 一致预期

2、西山居。2014 年西山居主要投入在研发，2015 年研发投入相对回落，市场推广投入加大；假设西山居 2015 年网游业务的净利率能维持在 40%的水平；即净利润为 7.24 亿；参考港股和美股游戏类公司平均 2015 年 PE 倍数为 20 倍，考虑到游戏品牌的因素，我们按一定的折价，给西山居 2015 年 PE 倍数为 16 倍，即西山居总价值为 116 亿元人民币。

表 8：游戏业务可比公司估值情况

股票代码	公司简称	币种	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)				PE (倍)				PB (倍)	EPS CAGR (%)	PEG (倍)
					2013	2014E	2015E	2016E	2013	2014E	2015E	2016E			
ATVI.O	动视暴雪	USD	22.64	162	0.94	1.37	1.41	1.58	24	17	16	14	2.1	18.9	1.3
EA.O	电子艺界	USD	57.65	178	1.74	2.32	2.31	2.64	33	25	25	22	5.5	14.9	2.2
PWRD.O	完美世界	USD	18.68	9	1.81	2.04	2.32	2.68	10	9	8	7	1.2	14.0	0.7
NTES.O	网易	USD	111.60	145	5.78	6.15	7.16	8.17	19	18	16	14	3.7	12.2	1.6
0700.HK	腾讯	HKD	149.80	14041	2.14	3.19	4.21	5.31	70	47	36	28	11.2	35.4	2.0
0777.HK	网龙	HKD	19.20	95	0.41	0.80	0.85	0.97	47	24	23	20	1.1	33.2	1.4
平均									34	23	20	17	4.1	21.4	1.5

资料来源：Bloomberg, Wind, 中信证券研究部预测 注：股价为 2015 年 4 月 3 日收盘价；可比公司盈利预测为 Bloomberg, Wind 一致预期

3、金山云。金山云作为金山软件的战略型业务，2015 年仍是大力投入年，预期在 2016 年实现盈利；因为公有云全球龙头 Amazon (AWS) /Microsoft (Azure) 等没有公开云计算的经营业绩，所以只能参考中美相关的 IDC 公司，采用 PS 相对估值；参考可比公司 2015 年平均 9 倍 PS，考虑到 A 股云计算公司的估值相对偏高，同时兼顾金山云的高成长性，我们按 2015 年 7.5 倍 PS 估值；假设 2015 年实现收入 5 亿元，金山云总价值为 37 亿元人民币。

表 9: 云计算业务可比公司估值情况

股票代码	公司简称	币种	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	Sales Per Share (元/股)				PS (倍)				PB (倍)	Sales CAGR (%)	PSG (倍)
					2013	2014E	2015E	2016E	2013	2014E	2015E	2016E			
EQIX.O	EQUINIX	USD	235.60	133	39.14	44.42	48.97	53.89	6	5	5	4	4.3	11.2	0.5
RAX.N	RACKSPACE	USD	51.50	73	10.66	12.54	14.49	16.79	5	4	3	3	5.6	16.4	0.3
VMW.N	VMWARE	USD	80.36	351	12.10	14.01	15.96	18.10	7	6	5	4	4.6	14.3	0.5
300383.SZ	光环新网	CNY	118.00	129	2.82	3.98	5.86	10.98	42	30	20	11	8.4	57.3	0.7
300017.SZ	网宿科技	CNY	97.14	308	3.80	6.02	9.33	14.22	26	16	10	7	12.1	55.3	0.5
平均									17	12	9	6	7.0	30.9	0.5

资料来源: Bloomberg, Wind, 中信证券研究部预测 注: 股价为 2015 年 4 月 3 日收盘价; 可比公司盈利预测为 Bloomberg, Wind 一致预期

此外, 公司在 2015 年 3 月 27 号发布公告, 金山云宣布向 IDG 和母公司金山软件新一轮 5266 万美元的融资, 融资后的估值约为 6 亿美金, 即 37 亿元人民币。和采用 PS 相对估值法的估值结果基本一致。

4、WPS。目前 WPS 仍处在移动化、全球化推广的阶段, 移动产品暂时没有货币化的计划; 2015 年受益于国产化软件提速, 预计企业端和政府端收入将明显回暖; 假设 WPS 在 2015 年的净利率能维持在 30% 的水平; 即净利润为 1.18 亿元人民币。参考香港恒生资讯科技业 (HSITSI) 的 2015 年 PE 倍数 23 倍; 考虑到 WPS 产品相对稀缺, 未来在移动办公、国产替代领域具备较强的护城河, 因此给 WPS 略高于市场的平均估值水平, 我们按 2015 年 25 倍 PE 对 WPS 估值, 即 **WPS 总价值为 30 亿元人民币。**

5、其他股权价值。此外, 金山软件还持有世纪互联 (VNET.O) 11.6%、迅雷 (XNET.O) 13.0% 的股权。

6、分类加总 (不考虑沪港通因素)。因为金山软件旗下业务较多, 我们将其视为控股型公司; 在香港市场, 控股型公司往往存在一定的折价; 控股股权折价, 我们按 10% 计算。最后加总的结果为, 金山软件股权总体合理价值为 277 亿人民币; 即每股 23.47 人民币, 折合 29.34 港元。我们认为 **29.34 港元具备较强的安全边际; 对应 2015-2016 年的 PE 仅为 19/12 倍。**

表 10: 分类加总法估值结果

	2015 年收入 (百万人民币)	2015 年净利润 (百万人民币)	PE	PS	分项估值 (亿人民币)	金山持股 比例	控股 折价	金山持有价值 (亿人民币)	占比
猎豹移动	3,502			10	350.2	48.5%	10%	152.9	55.2%
西山居	1,810	724	16		115.8	76.5%	10%	79.8	28.8%
金山云	500			7.5	37.5	52.3%	10%	17.7	6.4%
WPS	395	118	25		29.5	72.3%	10%	19.2	6.9%
世纪互联					70.0	11.6%	10%	7.3	2.6%
迅雷					26.9	13.0%	10%	0.3	0.1%
合计	6,207	1,475	19	4				277.1	100.0%

资料来源: 中信证券研究部预测 注: 股价为 2015 年 4 月 3 日收盘价

7、可比公司估值对比 (考虑沪港通因素)。考虑到沪港通因素, 我们选取了全球同行业可比公司进行参照; (1) 选取全球互联网、移动互联网平台级可比公司: 百度、奇虎 360、网易、欢聚时代、GOOGLE、FACEBOOK、腾讯; (2) 选取 A 股基础云服务的可比公司: 网宿科技、光环新网; (3) 选取 A 股可比网络游戏可比公司: 掌趣科技、顺荣三七、顺网科技、天神娱乐、拓维信息; (4) 选取 A 股基础软件、网络安全、去 IOE 的可比公司: 中国软件、浪潮信息、华胜天成、绿盟科技、启明生辰;

可比公司 2015 年的 PE 估值为 66 倍; 按我们的盈利预测, 金山软件目前的交易价格对应 2015 年的 PE 仅为 15 倍, 严重低估。考虑到公司在小米生态圈中的具有重要的战略地位,

猎豹移动、金山云的高成长相对比较确定，同时 WPS 在国产替代具有显著的稀缺价值，我们给公司 **2015 年 30 倍的 PE**，目标价 **46.88 港元**；在沪港通资金逐渐放松的背景下，公司有望成为沪港通南下资金配置的首选标的之一；首次给予“**买入**”评级。

表 11：可比公司估值情况

股票代码	公司简称	币种	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)				PE (倍)				PB (倍)	EPS CAGR (%)	PEG (倍)
					2013	2014E	2015E	2016E	2013	2014E	2015E	2016E			
BIDU.O	百度	USD	208.51	730	5.11	6.54	9.04	12.30	41	32	23	17	9.1	34.0	1.2
QIHU.N	奇虎 360	USD	52.42	66	1.74	2.34	3.75	5.24	30	22	14	10	7.7	44.4	0.7
NTES.O	网易	USD	111.60	145	5.78	6.15	7.16	8.17	19	18	16	14	3.7	12.2	1.6
YY.O	欢聚时代	USD	56.11	31	1.67	2.91	4.04	5.57	34	19	14	10	8.1	49.4	0.7
GOOGL.O	GOOGLE	USD	535.53	3622	21.95	25.70	30.07	35.21	24	21	18	15	3.5	17.1	1.4
FB.O	FACEBOOK	USD	81.56	2283	0.88	1.67	1.89	2.55	93	49	43	32	7.2	42.6	2.2
700.HK	腾讯	HKD	149.80	14041	2.14	3.19	4.21	5.31	70	47	36	28	11.2	35.4	2.0
300383.SZ	光环新网	CNY	118.00	129	1.47	0.89	1.21	2.52	80	133	98	47	8.4	19.7	4.1
300017.SZ	网宿科技	CNY	97.14	308	1.51	1.52	2.38	3.73	64	64	41	26	9.4	35.2	1.8
300315.SZ	掌趣科技	CNY	28.50	370	0.22	0.27	0.49	0.66	130	106	58	43	5.3	44.2	2.9
002555.SZ	顺荣三七	CNY	59.00	192	0.03	0.12	1.14	1.94	1967	492	52	30	5.3	301.4	6.5
300113.SZ	顺网科技	CNY	46.06	134	0.78	0.54	0.76	1.13	59	85	61	41	5.7	13.2	4.5
002354.SZ	天神娱乐	CNY	103.91	232	0.12	1.04	1.60	2.05	866	100	65	51	19.4	157.5	5.5
002261.SZ	拓维信息	CNY	18.20	81	0.14	0.13	0.50	0.70	130	140	36	26	6.2	71.0	1.8
600536.SH	中国软件	CNY	52.88	262	0.26	0.07	0.18	0.43	203	755	294	123	8.5	18.3	11.1
000977.SZ	浪潮信息	CNY	61.98	297	0.67	0.71	1.05	1.58	93	87	59	39	8.5	33.1	2.8
600410.SH	华胜天成	CNY	30.05	193	0.24	0.06	0.20	0.59	125	501	150	51	4.5	35.0	3.6
300369.SZ	绿盟科技	CNY	102.50	145	1.47	1.08	1.42	1.81	70	95	72	57	11.6	7.2	9.7
002439.SZ	启明星辰	CNY	51.85	215	0.59	0.41	0.53	0.73	88	126	98	71	7.3	7.4	11.9
平均									220	152	66	38	7.9	51.5	4
3888.HK	金山软件	HKD	23.75	280	0.71	0.81	1.56	2.54	33	29	15	9	3.8	52.7	0.6

资料来源：Bloomberg, Wind, 中信证券研究部预测 注：股价为 2015 年 4 月 3 日收盘价；可比公司盈利预测为 Bloomberg, Wind 一致预期

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
收入	1,411	2,173	3,351	6,207	9,627
销售及劳务成本	(187)	(297)	(588)	(1314)	(2413)
毛利	1,224	1,876	2,762	4,893	7,214
其它收入	29	46	219	304	370
销售及行政开支	(336)	(458)	(1030)	(1738)	(2407)
研发费用	(408)	(604)	(958)	(1552)	(2118)
经营利润	508	860	993	1,908	3,060
财务费用	(89)	(105)	(117)	(166)	(209)
应占联营公司溢利	9	1	0	0	0
其他损益	(79)	(141)	(160)	(226)	(269)
税前利润	528	825	951	1847	2999
所得税开支	(61)	(71)	(95)	(185)	(300)
少数股东权益	(34)	(83)	(87)	(187)	(288)
股东应占利润	433	671	769	1475	2411
EBITDA	616	947	1,079	2,045	3,296
EBIT	528	848	993	1908	3060

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	528	825	951	1847	2999
营运资金变动	22	99	415	(275)	393
折旧及摊销	89	99	86	137	237
其他	(82)	(85)	(212)	(351)	(509)
经营现金流	556	938	1239	1359	3120
资本支出	(82)	(100)	(270)	(484)	(754)
资产变卖	1	3	0	0	0
其它	(982)	53	(1)	0	0
投资现金流	(1063)	(44)	(271)	(484)	(754)
发行普通股的所得款项	8	583	0	0	0
借贷变化	414	1240	1745	(1)	(1)
已付股息	(93)	(101)	0	0	0
其它	(319)	(600)	1827	176	225
融资现金流	10	1122	3572	175	224
外汇汇率变动之影响	(6)	(35)	0	0	0
变动净现金流	(503)	1981	4629	1051	2590
自由现金流	474	838	969	875	2366

主要假设

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
全球网络广告增长率	47%	46%	35%	33%	23%
全球移动广告增长率	154%	105%	76%	78%	74%
中国公有云市场增长率	70%	42%	36%	30%	25%
中国客户端游戏增长率	18%	16%	25%	20%	17%
中国移动游戏增长率	41%	63%	65%	53%	43%

资料来源：中信数量化投资分析系统

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及等价物	2,416	4,481	9,110	10,161	12,751
应收款项合计	412	472	552	822	1,106
存货	17	4	3	7	12
其他流动资产	220	118	118	118	118
流动资产合计	3,065	5,075	9,784	11,108	13,987
物业厂房设备	371	385	575	919	1,433
权益性投资	0	35	35	35	35
商誉及无形资产	68	114	108	111	114
土地使用权	43	42	43	43	43
其他非流动资产	94	153	153	153	153
非流动资产合计	576	729	914	1,260	1,778
总资产	3,641	5,804	10,698	12,369	15,765
应付账款及票据	23	32	532	498	1,120
短期借贷	414	16	0	0	0
其他流动负债	496	740	735	768	829
流动负债合计	933	789	1,267	1,266	1,948
长期借贷	0	1,116	2,876	2,875	2,874
其他非流动负债	34	69	71	82	97
非流动负债合计	34	1,185	2,948	2,957	2,972
总负债	966	1,974	4,214	4,223	4,920
普通股股本	5	5	5	5	5
储备	2,585	3,455	5,932	7,407	9,818
少数股东权益	160	450	537	724	1,012
股东权益合计	2,675	3,831	6,483	8,146	10,845
总负债及总权益	3,641	5,804	10,698	12,369	15,765
已动资本	2,709	5,016	9,431	11,103	13,817
营运资金	2,132	2,033	1,618	1,893	1,500
净现金/(负债)	2,003	3,350	6,234	7,286	9,877
净负债比率(%)	NC	NC	NC	NC	NC

主要财务指标

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
增长率(%)					
毛利	40.3	53.3	47.2	77.1	47.4
除息、税、折旧及摊销前利润(不计联营贡献)	28.1	53.7	13.9	89.4	61.2
除息、税前利润(不计联营贡献)	35.8	60.7	17.1	92.1	60.4
股东应占利润	33.2	55.1	14.7	91.8	63.4
利润率(%)					
毛利	86.8	86.3	82.4	78.8	74.9
除息、税、折旧及摊销前利润(不计联营贡献)	43.7	43.6	32.2	32.9	34.2
除息、税前利润(不计联营贡献)	37.4	39.0	29.6	30.7	31.8
股东应占利润	30.7	30.9	23.0	23.8	25.0
其它(%)					
有效税率	11.6	8.6	10.0	10.0	10.0
已动资本回报率	16.0	13.4	8.2	13.3	17.4
股东回报率	17.7	20.6	14.9	20.2	25.4
资产回报率	13.0	14.2	9.3	12.8	17.1

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。**香港特区：**本研究报告在香港由中信证券经纪（香港）有限公司（下称“中信证券经纪”，受香港证券及期货事务监察委员会监管，中央编号：AAE879）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A(1)定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。**香港特区：**对于本研究报告所评论的证券及金融工具，中信证券经纪及其每一间在香港从事投资银行、自营交易或代理经纪业务的集团公司，(i) 无需要披露的财务权益；(ii) 在过去的 12 个月内就投资银行服务曾收到任何补偿或委托；(iii) 无雇员担任高级人员；(iv) 未进行做市活动。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2015 版权所有。保留一切权利。