

百度 (BIDU US) - 初始覆盖, 买入评级

23 October 2015

投资要点

- 收入保持稳步增长, 预期2015-2017年复合增长率33%
- 移动搜索地位稳固, 三道防线帮助百度继续保持领先
- O2O业务投入牺牲短期利润, 市场估值已处于低位

研究团队



温天立
研究部主管

+852 21856112
research@blue-lotus.cn

百度 (BIDU US)

广告业务收入稳健，O2O投入布局未来

- 我们初始覆盖对百度的评级为买入，目标价为201美元。
- 我们建议LO持有以获取百度在移动领域的成长机会。
- 增长驱动：移动广告稳健增长，O2O业务取得进展

移动变现方兴未艾，广告收入继续增长

我们看好百度广告收入尤其是移动广告的增长潜力：（1）预期 2016 年中国移动广告较 2014 年增长 3 倍；（2）百度移动变现能力仍有提升空间，目前仅为 PC 的 70%；（3）内外部流量库存挖掘和本地广告主拓展提升百度收入来源；（4）RTB 广告带来新的空间。

三道防线有助于百度保持竞争领先

百度已构建搜索的三道防线：（1）原生搜索流量，手机百度时长份额达 87%；（2）百度以直达号，店铺页，APP 插件构建搜索闭环生态；（3）差异化产品体验，语音和 AI 技术领先。这三道防线将帮助百度抵御竞争威胁，减少竞争对手凭借终端，桌面，超级 APP，浏览器等渠道优势带来的竞争威胁。

O2O业务影响利润，投入有助于百度生态构建

百度投入资源发展 O2O 业务将不可避免影响运营利润，市场竞争激烈更是增加了百度的投资风险，但长期来看百度在 O2O 的努力将有助于百度构建搜索生态，培养用户搜寻服务的习惯，进而增加搜索价值。

我们对百度的评级为“买入”，目标价201美元

我们认为百度移动广告业务将保持增长，并可分享连接人与服务市场高速增长带来的机会。我们对百度的评级为买入，目标价为 201 美元，亦即基于 2015-2017 三年的摊薄后 Non-GAAP EPADS 分别为 32.5，38.1 和 73.0 元人民币，给到对应目标价市盈率为 39.0X，33.2X 和 17.4X。

投资数据摘要：

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营收（百万元人民币）	31,944	49,052	67,188	91,039	114,557
Non-GAAP 运营利润(百万元人民币)	11,685	13,734	12,262	14,414	28,724
Non-GAAP EPADS(元人民币)	30.6	36.6	32.5	38.1	73.0
GAAP EPADS(元人民币)	29.6	34.9	30.3	34.2	67.8
EBITDA 利润率	40%	30%	20%	18%	27%
Non-GAAP 市盈率	30.3	25.4	29.0	24.7	12.9
自由现金流市值比	2.5%	3.3%	4.2%	7.4%	9.5%

来源：BLRI，CapitallQ

请查看最后一页的免责声明

蓝莲花研究机构

本报告采用公司最近的年报数据。成交价为从相关交易所，路透或彭博取得之最近一个交易日数据。其他资料来源包括蓝莲花资本顾问有限公司与 CapitallQ。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。

买入

持有

卖出

目标价格: 201 美元	当前价格: 150 美元
标签: (NasdaqGS: BIDU)	BBG: BIDU US
市值(百万美元)	52,529.5
日成交量(百万股)	4.85
股权流通比(百万股)	351.2/279.2

来源：CapitallQ

关键变化

	New	Old	Diff
BLRI 评级	BUY		
BLRI 目标价(美元)	201		
2015E EPADS(元人民币)	32.5		
2016E EPADS(元人民币)	38.1		
2017E EPADS(元人民币)	73.0		

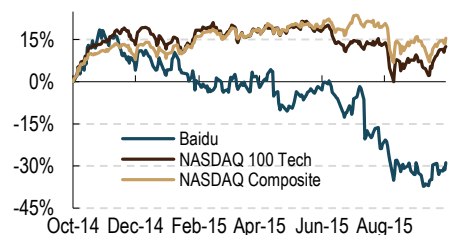
来源：BLRI，汇率 1 美元=6.3 元人民币

BLRI vs. 一致预期

市场推荐值	30
目标价 vs. 一致预期	(1%)
未来一年 EPADS vs. 一致预期	(17%)
市场评级	1.94

来源：BLRI，CapitallQ

价格指数走势



来源：CapitallQ

研究团队



温天立
研究部主管

+852 21856112

research@blue-lotus.cn

百度: 财务摘要

财年截止至12月31日

图表 1. 利润表

(百万元人民币)	2014A	2015E	2016E
总营收	49,052	67,188	91,039
净营收	45,455	62,178	84,250
营业成本	(15,285)	(22,049)	(31,778)
毛利润	30,169	40,129	52,472
研发费用	(6,479)	(9,861)	(11,264)
销售、总务和行政支出	(9,956)	(18,006)	(26,794)
运营利润	12,806	10,939	12,732
运营利润 (Non GAAP)	13,734	12,262	14,414
税前利润	14,476	13,064	14,904
净利润	12,245	10,646	12,036
每股盈利 (元人民币)	35	30	34
毛利率	62%	60%	58%
运营利润率 (Non-GAAP)	28%	18%	16%
净利润率	25%	16%	13%

来源: BLRI, 公司数据

图表 2. 资产负债表

(百万元人民币)	2014A	2015E	2016E
现金和现金等价物	14,266	27,756	44,534
短期投资	43,818	43,818	43,818
应收账款	3,664	3,843	5,207
预付款	3,407	1,143	1,548
流动资产合计	65,840	77,244	95,792
不动产和设备	8,705	10,505	13,394
无形资产	3,574	2,247	709
商誉	17,419	17,659	17,899
非流动资产合计	33,821	34,533	36,124
总资产合计	99,661	111,777	131,917
应付负债	12,965	11,414	15,466
其他流动负债	2,233	2,233	2,233
流动负债合计	20,270	20,324	26,746
长期贷款	23,507	23,507	23,507
其他非流动负债	1,338	1,338	1,338
非流动负债合计	24,885	24,885	24,885
所有者权益总计	54,506	66,475	80,192
负债和所有者权益合计	99,661	111,777	131,917

来源: BLRI, 公司数据

公司描述

百度是中国最大的搜索引擎企业和广告收入最高的网络广告媒体。除搜索业务外, 百度还为用户提供了一系列的知识类社区产品, 如贴吧, 百科等。

信息搜索是百度的主要服务内容, 在 O2O 和连接人与服务的移动时代, 百度已经开始索引现实世界, 为用户提供更多线下服务。

行业看法

中国网络广告规模将保持快速增长, 2015 年行业规模将突破 2,000 亿元人民币, 同比增长 36%, 搜索广告作为其中最高效的广告模式将持续受到广告主青睐。

图表 3. 现金流量表

(百万元人民币)	2014A	2015E	2016E
净利润	12,245	10,646	12,036
固定资产折旧	2,603	4,979	6,275
摊销	1,167	1,628	1,838
股权激励支出	928	1,323	1,682
营运资本变化	3,727	2,233	4,652
应收账款净增	(1,443)	(178)	(1,364)
各类预收账款净增/ (净减)	(1,572)	2,264	(406)
客户存款净增/ (净减)	1,319	1,906	2,202
应计支出 (净增) / 净减	5,603	(1,551)	4,052
运营活动产生的现金流净额	19,000	20,809	26,482
购买固定资产	(4,827)	(6,779)	(9,164)
商誉	(5,000)	(240)	(240)
购买无形资产支付的现金	(22)	(300)	(300)
有价证券的购买	(15,083)	-	-
投资活动产生的现金流净额	(23,620)	(7,319)	(9,704)
筹资活动产生的现金流净额	8,898	-	-
现金和现金等价物净增	4,278	13,490	16,778
现金和现金等价物终值	14,230	27,756	44,534

来源: BLRI, 公司数据

请查看最后一页的免责声明

最近报告

投资概览

为什么给出买入的评级

- **我们看好百度广告收入的长期增长：**（1）移动广告变现方兴未艾：2016年移动广告将较2014年增长3倍，搜索广告将受益于移动广告的高速成长。（2）百度移动变现缺口仍有持续提升空间：目前百度移动变现能力为PC的70%左右；长期来看，更高比例的交易型搜索，移动更高的精准性会使得移动变现能力高于PC。（3）内外部流量库存仍有拓展空间：社区，视频，LBS仍有较大的流量变现潜力可供挖掘，本地广告主生态构建和储备将提供新的增长动力；移动外部媒体变现为百度提供新的机遇，但百度需要应对腾讯的竞争。（4）RTB布局带来新的发展空间。全网互通的程序化购买有助于百度引入外部DSP广告主，提高自有流量变现水平；技术化手段对外采购流量，有助于提升广告主服务能力，通过技术优化实现盈利。
- **三道防线有助于百度应对竞争：**（1）百度原生搜索流量APP占据主导地位。百度通过手机搜索APP，百度地图，百度浏览器等APP构筑了搜索流量矩阵，具有较强的用户搜索品牌认知份额，帮助百度应对竞争对手通过硬件，桌面，超级APP，浏览器等渠道优势切分搜索市场的举动。（2）百度以搜索为核心构建了搜索闭环生态。闭环生态的构建将有助于百度拉大与其他竞争对手的差距，提供差异化的内容和服务。竞争对手因为份额较小，较难吸引合作伙伴参与生态构建，面临竞争压力较大。（3）技术和产品优势。百度在语音，图像搜索，百度大脑等领域做了较多投入并已经产出效果，长期有助于增强用户搜索场景，提高粘性。度秘等概念产品也为百度占据未来人工智能的入口埋下伏笔。
- **连接人与服务为百度带来新的增长机会：**（1）线下服务市场规模大，目前触网率低。线下服务市场线上化率提高带来万亿级的商机。（2）搜索和LBS具有天然的连接优势，百度在搜索和LBS的地位将帮助其获得一席之地。（3）构建本地生活服务O2O生态开启本地化营销机会：百度将加大投入围绕搜索直达号，LBS地图，百度糯米构建O2O营销生态，鉴于这些入口中存在用户对本地服务的入口需求，百度索引现实世界的举动将构建起用户与本地生活服务的连接，开启本地营销的机遇。

未来 3-6月股价上升的催化剂是什么？

- 移动收入继续保持稳健增长。受移动广告变现能力继续释放的影响，我们预计2015年百度整体营收将增长37%。
- O2O市场交易额继续取得突破。2季度百度O2O GMV为405亿元人民币，我们预估3季度百度GMV将达到550亿元人民币。

我们的分析哪里可能会出错？

- 我们认为竞争对手在移动端将无法撼动百度的位置，竞争对手试图通过渠道切走百度市场份额的竞争举动将被市场证明无效。

- 我们认为腾讯广告无法对百度广告构成威胁，在移动联盟业务领域，我们也看好百度的技术优势和变现能力，但腾讯可能在服务某些类型的APP媒体变现上更具优势。
- 我们高估了百度O2O业务发展能力。美团和大众点评合并后可能会产生巨大的协同效应，阿里重启的口碑作为O2O市场的新变量更是带来不确定性。

哪些会改变我们的看法？

- O2O市场格局的变化，若百度不能在O2O用户数上取得显著进展，这将改变我们对百度糯米竞争能力的看法。
- 移动搜索市场格局的变化：中国移动搜索市场目前有百度，奇虎360，搜狗，神马等搜索品牌。如果奇虎360搜索的品牌进一步得到增强，搜狗，神马等凭借渠道优势进一步扩大市场份额，都将改变影响我们对百度搜索防线的判断。
- 手机硬件是否会走向封闭，以控制用户体验。奇虎对手机等智能硬件进行了大力的投入，若奇虎在硬件上取得突破，则有助于奇虎通过硬件优势切分搜索市场份额。目前智能手机市场集中于苹果，三星，小米等企业，若这些企业进军搜索市场将改变我们对搜索市场的看法。

运营指标

图表 4. 季度收入表格

	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15E
总营收 (百万元人民币)	11,986	13,520	14,050	12,725	16,575	18,521
网络营销 (百万元人民币)	11,837	13,427	13,845	12,519	16,227	18,305
去哪儿营收 (百万元人民币)	400	501	520	671	881	992
爱奇艺营收 (百万元人民币)	620	820	820	900	1,250	1,476
糯米营收 (百万元人民币)	88	117	128	110	142	299
毛利率	62%	63%	61%	58%	61%	60%
活跃客户数 (千户)	488	516	523	524	590	618
ARPU (千元人民币)	24	26	26	24	28	30
流量获取成本占营收比	-14%	-14%	-14%	-15%	-14%	-15%
内容成本 (百万元人民币)	(354)	(498)	(592)	(608)	(840)	(989)

来源：BLRI，公司数据

目录

百度 (BIDU US)	2
百度: 财务摘要	3
投资概览	4
运营指标	5
百度移动广告收入仍将保持稳健增长	7
百度已经构筑移动搜索业务的三道防线	12
投入连接人与服务, 培育新的增长	16
短期内的利润率下滑, 持续的市场投入	22
估值分析	24
年度利润表	27
年度资产负债表	28
年度现金流量表	29

百度移动广告收入仍将保持稳健增长

我们看好百度广告收入将保持继续增长，一方面中国网络广告仍将保持继续增长，搜索作为高效率的广告模式将继续受到广告主青睐；另外百度在移动广告变现能力上仍有提升空间。同时我们也看好百度在 LBS 流量，移动外部媒体变现上的表现。百度在 RTB 程序化购买时代的布局也有助于其继续分享中国网络广告的成长。

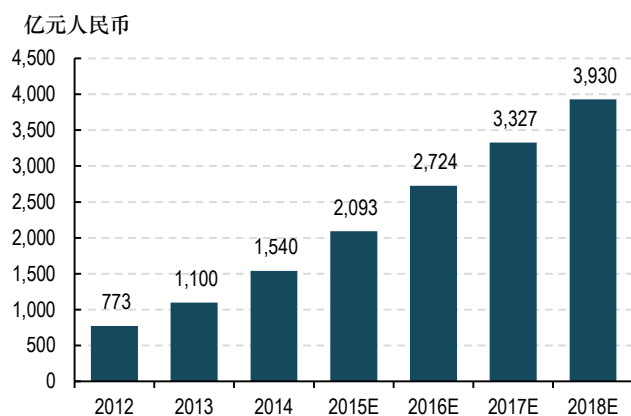
百度将继续受益于中国网络广告的快速成长

网民数量增长，以及手机互联网带来用户联网时间的增加，广告主对网络广告的持续投入将带动中国网络广告增长，预计 2015 年行业整体规模将突破 2,000 亿元人民币，同比增长 36%。

手机广告是中国网络广告收入增长的核心驱动力。手机扩大了联网用户规模，延长了用户接触时长，而且手机因更加个人化故能实现精准广告投放。这些因素决定着手机广告的空间将远高于 PC 广告。预计 2016 年手机广告的广告营收规模将超过 1111 亿元人民币，是 2014 年的 4 倍。

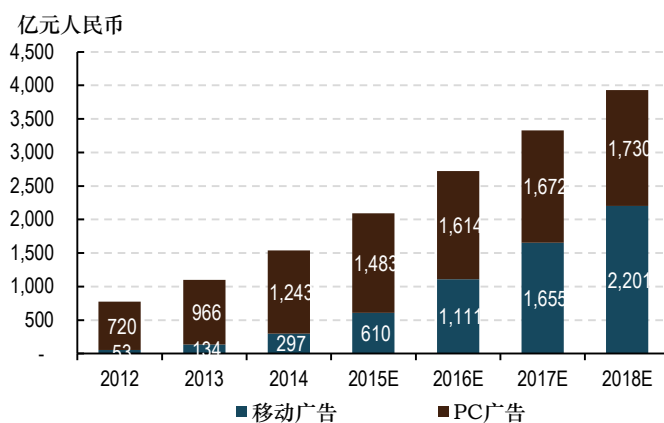
移动广告潜力仍未充分释放，长期成长空间值得看好。

图表 5. 2012-2018 年中国网络广告市场规模



来源: BLRI, 艾瑞

图表 6. 2012-2018 年中国 PC 和移动广告市场规模



来源: BLRI, 艾瑞

具备广告主资源，拥有搜索，视频，社区等媒体资源的百度将受益于整个行业增长带来的红利，保持广告收入的稳健增长。

预计 2016 年手机广告媒体的营收规模将超过 1111 亿元人民币，是 2014 年的 4 倍。

移动搜索广告变现能力较 PC 仍有差距

我们认为两大因素决定移动广告的变现能力高于 PC。(1) PC 搜索以信息类搜索为主，而在手机上会有更高比例的交易型搜索，交易型搜索带来更高的流量变现价值。(2) 手机因个性化和更具感知而有更高精准性，广告主可以精准定向客户，拥有更好 ROI，愿意为之支付更高溢价，故移动流量的变现能力长期将远高于 PC。

PC 搜索以信息类搜索为主，而在手机上交易型搜索会占更高的比例。

但勿论超越，目前百度移动变现水平仍低于 PC 端。根据我们估算，占比约 58% 的移动流量带来的收入占比只有 50%，即手机端变现水平(RPM)目前只有 PC 的 70% 左右，未来成长空间仍然很大。

2015 上半年，百度移动搜索广告收入已占据一半，移动广告收入的增长驱动主要来自流量增长和产品整合。在经历流量红利和推动广告主移动化后，百度的增长引擎，势必需要更换成流量变现能力的提升。

请查看最后一页的免责声明

在手机端，提高流量变现能力的方法较 PC 更为多样。百度既可以提高广告售卖的价格，也可以拓展更多的广告主加强竞价水平，还可以通过调整算法来硬性获取。但广告收入增长的终极驱动方式仍然是来自广告主转化率和 ROI 的提升，这样广告主才能有利润空间增加营销投入。

在提高广告转化率和 ROI 上面，除了增加广告主，扩大竞价，不断优化广告形式外，基于大数据的精准营销将是百度广告增长的关键源泉。百度已经向广告主开放更细力度的定向功能，如基于城市级别的定向，LBS 定向，在精细化粒度的定向选项上，广告主可以更加精准地命中目标客户，从而可以给出更高竞价。基于深度学习的广告投放系统则可以根据人和广告投放数据的积累不断优化调教，长期将更加智能，拥有更好的流量变现能力。

内外部流量拓展带来可变现流量

流量是广告赖以变现的基础，百度在社区，LBS 和视频等内部流量变现上仍有继续挖掘的空间，同时移动外部媒体变现进入高速发展期，我们也看好百度在服务外部媒体变现上的表现。

社区，LBS，视频仍有可挖掘的变现空间

未来百度将会对贴吧，百度地图，移动视频等展示广告流量商业化场景进行大力挖掘。这些场景为广告主触及用户提供新的空间，有助于百度持续扩宽收入来源。

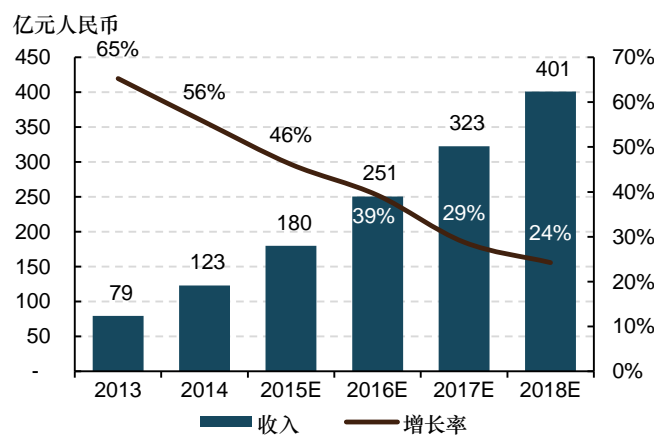
像贴吧等社交场景的 Feeds 广告拥有较高的 CPM，加上百度将采用框架政策销售这些流量，能够卖出高溢价，我们认为即便是非搜索场景的广告也会取得较好的业绩。

随着品牌广告主对网络视频营销的投入增加，中国网络视频广告成为网络广告中增长较快的领域。根据艾瑞，2015 年中国视频贴片广告的增速将达到 46%，全年营收为 180 亿元人民币，2015-2017 三年的复合增速将达到 38%。

作为中国网络视频三强之一的爱奇艺将是品牌视频广告营销增长的受益者之一。目前国内网络视频处于优酷，爱奇艺，腾讯视频三足鼎立之势。网络视频领域，内容仍然为王，三家视频网站对热门内容版权的争夺将会导致市场份额的此消彼长。目前三家对网络视频的投入大抵相当，我们判断短期内市场格局不会有大的变化，2015 年我们预计爱奇艺为百度贡献的收入将突破 50 亿元人民币。

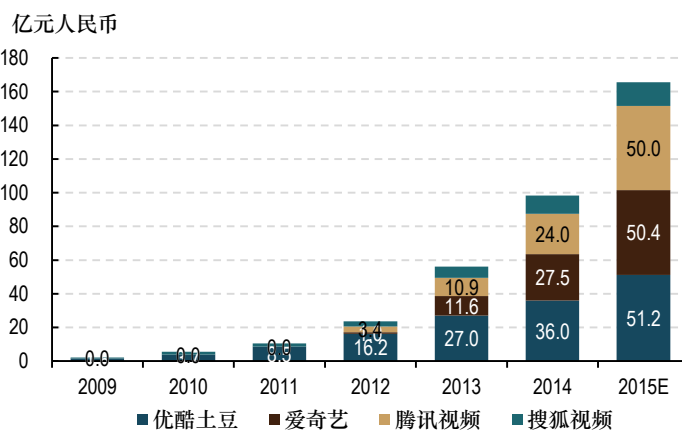
未来百度将会对贴吧，百度地图，移动视频等展示广告流量商业化场景进行大力挖掘。

图表 7. 中国视频贴片广告收入规模和增速



来源: BLRI, 艾瑞

图表 8. 中国主要网络视频媒体广告收入变化



来源: BLRI, 公司数据

请查看最后一页的免责声明

尽管品牌广告主对视频广告的重视程度和投入力度均在增强，但视频业务仍然较难实现盈利。从收入来看，一二线城市，视频流量库存供不应求，短期内较难拉动收入大幅增长；而在三四线城市，网络视频覆盖率不若传统媒体，本地品牌广告主对网络视频投放仍然较少。长期来看，随着网络视频媒体用户覆盖率下沉，并逐渐进入家庭多屏市场，三线以下城市覆盖率的提升将有助于吸引全国性的广告主和当地的广告主加大视频广告投放力度，未来的盈利能力仍然相当可期。

三四线城市是网络视频广告的下一个增长点。

LBS 和本地广告主是移动带来的新增量，百度目前的工作重心在索引现实世界上，随着百度围绕直达号，百度糯米构筑本地服务生态，并完成本地广告主储备后，百度地图的 LBS 流量和本地搜索变现潜力预期将逐渐释放出来。

移动联盟将进一步提升百度广告收入

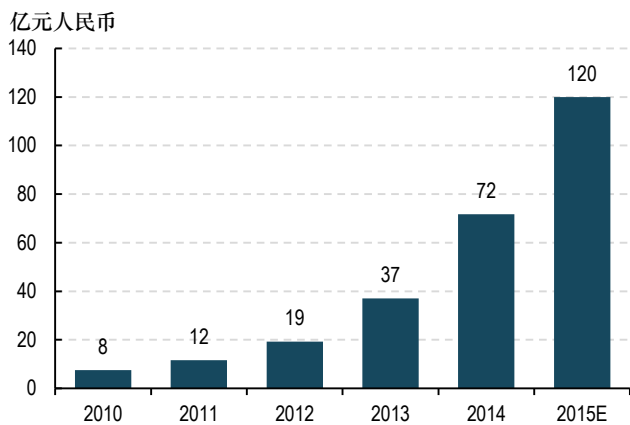
外部流量联盟已成为百度收入的重要组成部分。根据公司数据，2014 年，百度联盟对外分成达 71.73 亿元人民币，同比增长 94%，高于公司 54% 的营收增速。由于百度联盟对外分成比例根据不同级别的会员浮动，按平均 60% 的分成比例来估算，2014 年来自联盟的收入贡献已经占到百度营收的 24%，这个比例与 2014 年谷歌外部流量贡献 21% 的收入大抵相当。

2014 年来自联盟的收入贡献已经占到百度营收的 24%。

移动联盟将成为百度联盟收入的重要增长引擎。我们估算 2014 年百度 PC 联盟贡献的收入为 109 亿元人民币，而同期移动联盟的收入只有 11 亿元人民币。鉴于用户已经将大部分时间转移到手机上，广告主预算转移也是不可逆转的趋势。我们认为百度将可以在移动联盟市场中复制 PC 市场的成功，2015 年预计百度移动联盟的广告收入将超过 33 亿元人民币，是 14 年的 3 倍，移动联盟将成为拉动公司收入增长的关键驱动之一。

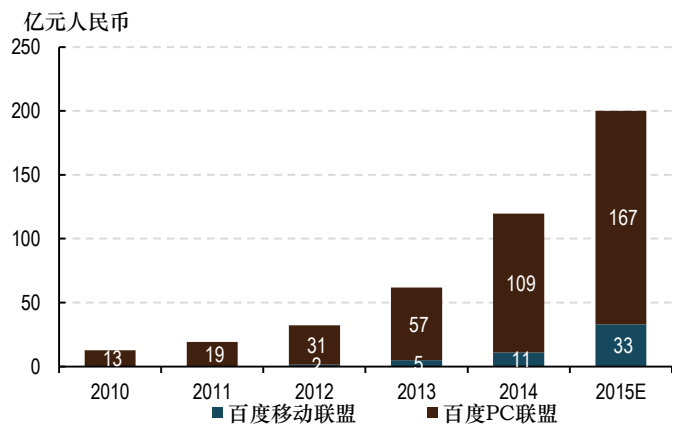
2015 年预计百度移动联盟的广告收入将超过 33 亿元人民币，是 14 年的 3 倍。

图表 9. 2010-2015 年百度联盟广告分成



来源: BLRI, 公司数据

图表 10. 2010-2015 年百度 PC 和移动联盟收入



来源: BLRI, 公司数据

由于移动联盟处于发展早期，市场上的玩家仍在攻城略地的阶段，故百度在移动联盟上的利润水平将较 PC 低。继腾讯广点通联盟宣称 100% 分成后，2015 年百度移动联盟采取了 100%+10% 的激进分成策略，以扩大移动联盟市场地盘。在市场格局未定之前，百度仍将加大对联盟合作伙伴的分成力度。

在争夺移动联盟市场方面，百度战略升级至 SSP 服务平台。百度 SSP 媒体服务平台的布局有助于其增强对媒体资源的掌控力。百度 SSP 媒体服务平台为网站和 APP 媒体提供广告位管理，多渠道变现与收益优化的全面流量变现管理，通过整合来自多家广告联盟，ADX, DSP 的广告主资源，支持传统效果、品牌、APP 下载及本地生活服务，从而最大化地提高媒体的流量变现效率。百度联盟还将打造媒体一站式服务，致力于满足开发者“推广+变现”的诉求。

请查看最后一页的免责声明

程序化购买产业链为百度带来收入新增量

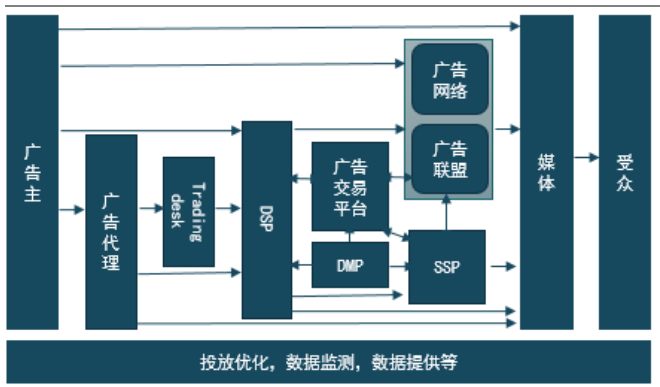
网络广告逐渐进入程序化购买时代，建立在全网互联上的 RTB 广告生态，百度的广泛布局将为百度带来两大最明显的好处：一个好处在于接入第三方 DSP 提升百度自有流量的变现水平；第二个好处在于扩大广告主可投放的媒介资源范围，为通过技术优化获取价差收入打下基础。

网络广告向相互连接的程序化购买演进

随着网络广告的发展，网络广告呈现两个明显趋势：一个趋势是程序化，第二个趋势是专业分工。随着市场上媒体数量，广告平台的日渐增多，通过互联互通实现程序化购买以提高效率的趋势越发明显。网络广告产业发生的这些变化，在根本上是在提高行业整体的效率，提升广告主的效果和媒体的变现能力。

网络广告呈现两个明显趋势：一个趋势是程序化，第二个趋势是专业分工。

图表 11. 中国网络广告产业链地图



来源: BLRI

图表 12. 百度布局网络广告各个环节



来源: BLRI

在网络广告产业链中，不同角色服务的对象不同。产业上的三大类角色分别为：广告主（advertisers），平台（DSP/DMP/ADX/SSP/Ad network）和媒体。DSP（需求方平台），DMP（数据管理平台）主要服务广告主，SSP（供应方平台），Ad network（广告网络）主要服务于网络媒体是流量的“聚合平台”，ADX（广告交换平台）是网络广告的“连接器”和“交易所”。

产业链各方功能有所差异，DMP 是广告投放的“大脑”，决定是否竞拍广告；DSP 是网络广告的手”，来帮助广告主执行充值，定向设置，素材管理等广告投放操作；SSP 是媒体利益的“代言人”，帮助网络媒体管理广告位，管理流量变现，实现流量回报最大化；Ad network 为网络媒体提供流量广告变现的手段；ADX 作为交易所连接市场参与各方，从而实现广告的全域竞价，全域投放。

百度布局网络广告产业链的各个环节

为迎合行业趋势的发展，满足广告主投放和媒体变现要求，百度参与了网络广告产业链上的各个环节。从服务广告主端的 DMP（数据管理平台），DSP（需求方平台），到支持整个广告生态互联互通的 ADX（广告交易平台），以及服务于媒体变现的 Ad network（广告网络/联盟）和 SSP（媒体服务平台）。

在新的程序化购买网络广告产业链中，百度除了广告联盟这种低买媒体流量，高卖广告主这种中间赚差价模式外，百度潜在盈利模式也将变得更加丰富。在 ADX 侧，百度可以通过收取交易佣金，在 SSP 侧，百度则可以收取服务费，佣金等方式来实现收入的增长。而在

[请查看最后一页的免责声明](#)

DSP 侧，百度收入的增长则来自广告主向百度采购流量的价格，与百度从外部流量上采购之差，广告投放越精准，百度的盈利空间就越大。DMP 既可以售卖数据盈利的方式实现，也可以将其作为百度 DSP 的核心竞争优势吸引广告主使用百度的 DSP 投放端。

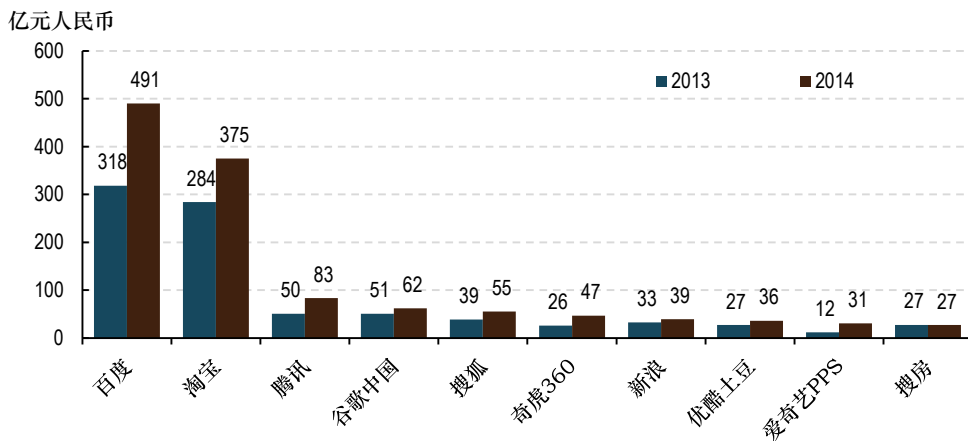
腾讯，阿里巴巴也在网络广告产业链的各个环节进行了布局。阿里巴巴的优势在于手握电商平台上的广告主推广需求，可以吸引媒体资源与之对接。百度的优势是中小广告主资源丰富，且在服务第三方媒体变现上有历史积累。腾讯的优势是丰富的社交和媒体内容流量，可以让广告主趋之若鹜。三家企业都将成为 RTB 网络广告市场的重量级玩家。

腾讯凭借社交和视频广告崛起成重要的玩家

腾讯凭借社交和视频广告崛起成中国网络广告行业的重要玩家，中国网络广告的格局将从百度，淘宝两强格局向百度，淘宝，腾讯三强局势演变。2014 年腾讯网络广告营收为 83 亿元人民币，与百度和淘宝仍有差异，但我们认为得益于手 Q 空间社交 Feeds 广告，微信朋友圈广告，视频广告推动，2015 年腾讯网络广告营收将突破 200 亿元人民币，不断缩小与百度，阿里的差距，成为中国网络广告的第三极。

腾讯会崛起成为中国网络广告市场的超级三强之一。

图表 13. 2014 中国主要网络媒体广告收入



来源：BLRI，公司数据，艾瑞

广告行业三强将形成差异化的竞争格局，淘宝的优势体现在电商广告领域，百度广告业务则由搜索带动，腾讯广告亮点则在于社交。故三者之间不是谁替代谁的问题，每一家都有自己的独特优势而获得不同的广告市场份额。

三家直接竞争的领域主要体现在广告联盟领域。全球来看，Facebook 广告联盟给媒体带来的变现能力是谷歌广告联盟的两倍，而腾讯广点通联盟的流量变现效率目前也好于百度移动联盟，这个很大程度上得益于腾讯社交广告拥有高质量的移动原生广告库有关。随着百度移动能力的补齐，移动联盟上的效果差距将会慢慢缩小。

百度已经构筑移动搜索业务的三道防线

互联网从 PC 走向手机互联网，影响搜索既有格局。(1) 浏览器入口被 APP 分发，影响搜索的入口地位；(2) APP 成为内容孤岛，搜索成无源之水；(3) 本地服务的机遇崛起，搜索面临从连接信息到连接服务的转型。

面对手机互联网带来的变局，百度推进移动转型，构筑搜索业务防线。我们认为百度构筑的三道防线有助于巩固搜索地位，增加搜索频率，应对竞争挑战。这三道防线分别为：(1) 以搜索 APP 为中心的原生渠道；(2) 搜索岛链和闭环内容生态壁垒；(3) 以技术为驱动的差异化产品能力。

以搜索APP为中心的原生渠道

我们认为在移动搜索时代，原生搜索 APP 是最核心的渠道，手机百度 APP 目前拥有该领域 87% 的用户使用时长份额，远超竞争对手。原生 APP 代表的是品牌和搜索技术优势的合一，这将有助于百度应对竞争对手凭借渠道优势发起的挑战。

原生搜索APP为王，百度已经建立原生搜索APP的优势

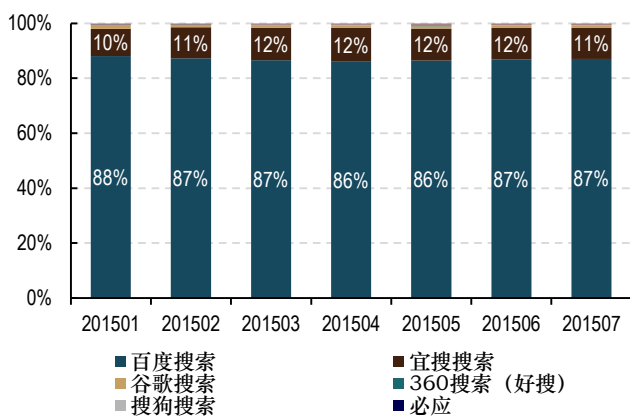
手机互联网入口从 PC 时代的浏览器变成手机上的垂直 APP，手机浏览器 APP 成为众多 APP 中的一个入口，用户垂直化需求被众多针对特定需求设计的 APP 所满足。就搜索入口而言，与 PC 上高度依赖 PC 浏览器所不同的是，手机搜索入口呈现多元化趋势。从对综合搜索入口重要程度来看，原生搜索 APP 属第一，手机浏览器属第二，超级 APP 属第三。

用户喜欢 APP，原生 APP 能够为用户提供更完美体验。便捷的服务获取入口，第一时间整合先进的搜索技术，提供优异搜索体验。原生搜索 APP 作为单独的 APP，品牌入口标识显著，可以帮助企业获取重度用户，抵御竞争对手的渠道威胁，构筑业务壁垒。

我们认为在移动搜索领域，百度通过原生搜索 APP 已经显著取得领先。

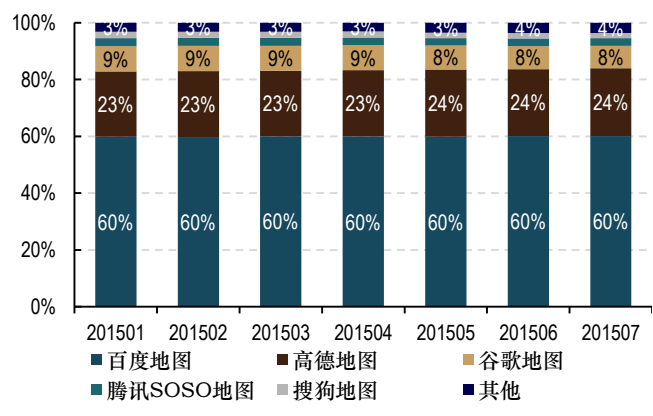
在原生搜索 APP 上，百度已取得显著领先优势。2015 年 7 月，综合搜索 APP 手机百度搜索使用时长份额为 87%，LBS 地图服务使用时长份额为 60%。2Q15 百度移动搜索和百度地图月活跃用户分别达到 6 亿和 2.7 亿。从 2015 年的数据走势可以看出，原生 APP 具有明显的马太效应，领先者市场份额比较稳固，不容易受到竞争对手的威胁。

图表 14. 手机百度 APP 月度使用时长份额变化



来源: BLRI, 艾瑞

图表 15. 百度手机地图月度使用时长份额变化



来源: BLRI, 艾瑞

通过原生搜索 APP，百度构建了以综合搜索，LBS 地图加应用分发的原生渠道体系。APP 用户因为更具品牌偏好而能够抵御竞争对手通过渠道和内容优势发起的竞争冲击。

[请查看最后一页的免责声明](#)

竞争对手把握手机浏览器入口咽喉，百度须凭品牌和体验取胜

手机浏览器入口对于搜索引擎仍然非常重要，我们认为手机浏览器仅次于原生搜索 APP，属于第二重要的搜索入口。在手机浏览器这个第二搜索入口上，除手机自带浏览器外，第三方手机浏览器主要被 UC 浏览器和手机 QQ 浏览器所把持，2Q15，UC 浏览器月度使用时长份额为 49%，手机 QQ 浏览器为 36%，百度浏览器则为 6%。

图表 16. 中国第三方手机浏览器季度使用时长份额分布

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15
UC 浏览器	61%	62%	58%	55%	52%	52%	52%	53%	48%	49%
QQ 浏览器	26%	26%	25%	25%	28%	28%	27%	26%	36%	36%
搜狗浏览器	0.0%	0.0%	0.4%	0.8%	1.2%	1%	1%	1%	1%	1%
欧朋浏览器	3.9%	4.6%	4.7%	8.7%	4.0%	4%	4%	4%	1%	1%
百度浏览器	4.3%	3.5%	4.2%	3.9%	6.4%	7%	7%	7%	6%	6%
360 浏览器	1.3%	2.0%	2.6%	2.4%	2.7%	3%	3%	3%	2%	3%
海豚浏览器	0.9%	0.7%	0.9%	0.9%	0.9%	1%	1%	1%	0%	0%
QVOD 浏览器	0.0%	0.0%	1.0%	1.2%	1.2%	0%	0%	0%	0%	0%
Chrome 浏览器	0.5%	0.6%	0.6%	0.9%	0.9%	1%	1%	1%	1%	1%
遨游浏览器	0.6%	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0%	0%	0%	0%	0%
猎豹浏览器	0.0%	0.1%	0.3%	0.3%	1.0%	1%	1%	1%	1%	1%
其他	0.7%	0.6%	1.3%	1.5%	1.9%	2%	3%	3%	3%	3%

来源: BLRI, 艾瑞

凭借渠道优势进攻搜索引擎市场并不鲜见。PC 搜索时代，曾反复上演竞争对手通过渠道优势切走搜索市场份额的故事。移动搜索时代，历史也一再重演。手机 QQ 浏览器预置搜狗搜索引擎，UC 浏览器推广自家的神马搜索，两大搜索引擎均通过这种方式切走手机浏览器的搜索份额。

好消息是竞争对手通过渠道优势切走的搜索用户属于非搜索重度用户，搜索重度用户仍然会选择熟悉的品牌，交互更好体验的搜索引擎。不断增强的百度搜索品牌形象，对搜索技术和产品的投入带来更优和差异化的搜索体验有助于百度吸引用户主动使用搜索引擎，从而有助于减少竞争对手渠道战带来的威胁。

超级APP用户量大，但搜索入口效应不显著

微信，QQ 等超级社交 APP，用户规模大，流量显著，但在搜索入口效应并不显著，培养用户使用搜索习惯是个漫长的过程。手机输入法理论上搜索的上一个环节，但目前看来想通过输入法截留用户搜索诉求仍然困难。故拥有较大用户量的超级 APP 虽然是搜索的潜在入口，但目前看来，搜索入口效应并不显著。

与超级 APP 相比，手机本身就是一个超级入口，但手机的问题在于搜索业务能否与之进行深度整合。不管是手机通过按键快捷呼起的搜索应用，还是手机桌面上显著的搜索入口框，这些都可以为用户提供快捷的搜索服务，截走搜索份额。谷歌的优势在于搜索业务可以与旗下的安卓系统进行深度结合，百度，搜狗，360，神马等国内搜索业务提供商则主要通过预装等方式实现对手机渠道的占有。相较之下，百度的搜索优势更有助于增加他与手机厂商的合作筹码。

搜索岛链和闭环内容生态壁垒

我们认为在移动互联网岛链闭环生态正在崛起。手机把互联网割裂成一个个 APP 孤岛，而超级 APP 则通过对用户的聚集，开始重新构建起围绕着超级 APP 的岛链和闭环生态。如果说互联网是构建在 PC 浏览器上的开放统一的整体，移动 APP 在经过分散化的 APP 时代后，开始进入岛链和闭环生态时代。拥有海量用户优势的超级 APP 具有吸引中小型 APP，聚集信息和服务提供商的能力。超级 APP 的市场份额将很大程度上取决于岛链和闭环生态的广阔性和强健程度。

腾讯是移动互联网时代最为重要的岛链生态。以微信+QQ 社交双核平台聚集的海量用户，高粘性的流量为核心引力，以投资和开放平台为连接策略，腾讯已经构筑了强大的生态岛链体系。以微信公众号为例，腾讯不仅连接了人与人，还连接了人与信息，人与服务。微信岛链生态内的内容保持高速增长，形成差异化内容优势。随着微信公众号内容的增长，用户价值的提高，闭环内容搜索会成为用户的搜索诉求之一。如搜狗与微信合作的独家搜索内容服务。

百度将可以构筑第二大岛链生态。继微信构筑微信闭环生态后，我们认为百度会崛起为移动互联网的第二大岛链闭环生态。百度将围绕搜索和 LBS 服务两大精准流量优势，通过直达号，APP 插件，店铺页等连接产品，索引世界，吸引内容和服务提供商加入百度平台。凭借应用分发，与开发者构建的连接互动机制将有助于百度构建相比腾讯更具开放性的岛链闭环生态。随着百度闭环岛链生态建设的推进，将会拉大搜索和 LBS 服务与竞争对手的差距，构筑移动搜索的稳固地位，我们认为闭环内容生态岛链将是百度的第二道防线。

以技术为驱动的差异化的产品能力

百度对大数据，百度大脑等技术的投入和产出渐构成其竞争壁垒。我们认为有两个方面能够凸显百度的技术优势：（1）语音和图像搜索技术优势；（2）体现综合技术优势个人智能助理产品“度秘”。

百度将凭借搜索和 LBS 优势构建自身的闭环生态，这将构建起有效应对竞争的生态壁垒。

百度语音和图像搜索技术具有领先优势，有助于释放新的需求

语音和图像搜索一方面带来了新的增量市场，使得过去无法使用文字搜索的用户可以通过语音和图像进行搜索，典型的人群包括儿童和文化程度不高的用户。另一方面也提高了增量用户的使用频次和粘性，因为更多的交互方式可以适应更多场景的搜索需求，提供比文字输入更加便捷的体验。另外我们认为语音和图像搜索技术将是 IOT 和智能硬件的关键交互技术，百度已经开放语音和图像识别的 API 为开发者使用，这为百度占领智能硬件的搜索入口打下基础。

目前语音搜索的识别准确率为 95%，自然语言处理虽然仍在发展期，但已经在搜索中得到应用。图像识别处于 3-4 岁的水平，未来的提升空间很大。我们认为这些技术的突破对于搜索引擎潜力的释放空间将是非常惊人的。我们预计到 2019 年来自语音图像等非文字搜索的比例将上升至 55%。

语音和图像搜索的发展显著降低了门槛，吸引了新的用户群体。谷歌对移动语音的研究发现有 55% 的青年人和 41% 的成年人每天多次使用语音搜索，语音搜索在各个场景下均被广泛使用。百度的研究则发现语音搜索用户低龄化特点明显，00 后用户占比只有 17%，却贡献了 34% 的语音搜索请求。

图像搜索技术的发展也极大催生用户对现实搜索世界的需求，二维码扫描就是图像搜索的早期阶段，根据 CNNIC 的调研 2012-2013 年，二维码搜索使用比例从 8%增至 25%。随着技术的发展，图像搜索应用将会获得越来越大的应用空间，为搜索引擎带来额外的搜索请求量。

在语音和图像搜索技术方面，百度技术优势显著，语音搜索和图像搜索技术已领先于业内水平，且在旗下众多产品中得到部署和应用。

智能交互个人助理产品是新的入口

百度在 2015 年世界大会上发布“度秘”产品，我们认为这块产品所传递的核心用户价值在于：人性化交互，实用性，即搜即得。在未来的人机交互时代具有重要的战略意义。

人机交互渐趋人性化已成一股趋势。尤其是得益于语音搜索技术发展驱动，用户搜索中口语化交互的频率在不断提升，度秘的出炉响应了用户人性化交互的需求。我们认为对用户而言，与机器的人性化交互具有拟社交的属性，这会大为增加用户对搜索的粘性。

度秘产品强调实用性，很好满足了用户吃喝玩乐等生活服务的需求。但他是用户的个人助理，尚不是用户可以调戏调教的“机器好友”。我们认为在人与人社交发展到一个新高度后，人与智能机器的社交沟通将是社交的下一个增长点。度秘具有实用性，但在社交属性上则乏善可陈，可能会被微软，腾讯等对手超越。微软的小冰机器人具有很好的情绪认知和社交对话功能，而腾讯在人机社交上拥有天然的语料优势，有潜力打造出更具社交吸引力的虚拟朋友产品。而这个更有趣，用户愿意与之交互的虚拟机器人将很有可能占据人机交互时代的社交制高点。

即搜即得，在新的交互中，度秘给你的不是铺天盖地的选项，基于大数据和个性化推荐，度秘可以给用户最合适的选择。得益于后台连接 3600 行的能力，信息的索引和数据挖掘，个性化的推荐能力将减少用户获取知识和服务的成本，而百度也能从服务推荐中获得新的商业空间。

人机交互是搜索未来重要的入口，百度度秘的推出表明公司已经在此开始布局。

投入连接人与服务，培育新的增长

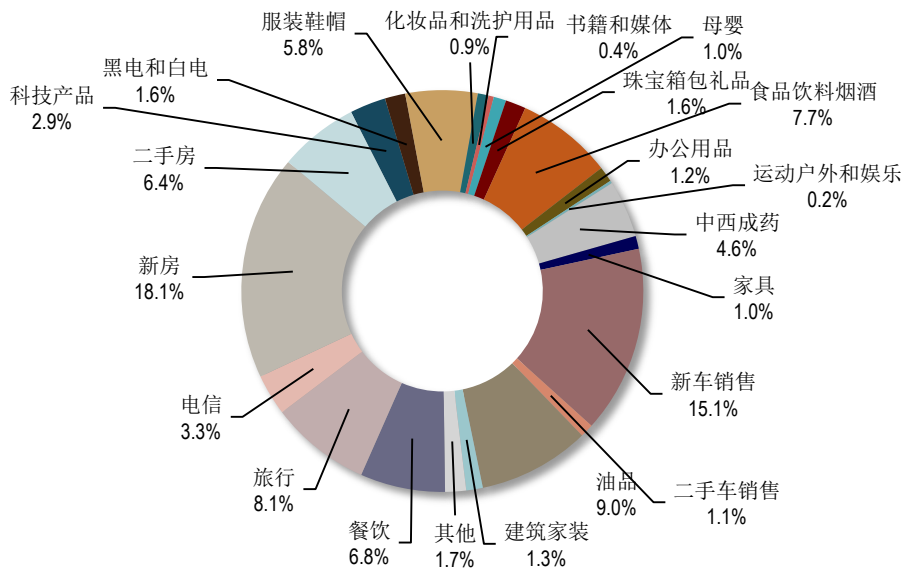
连接人与服务为百度带来新的机会，但连接人服务需要百度投入资源去索引现实世界，构建生态。尽管面临众多竞争对手，但鉴于市场空间较大，百度仍可获取属于自己的市场份额。长期来看，对 O2O 业务的投入将有助于引导搜索客户形成在搜索中获取服务的习惯，有助于构建百度的搜索生态，并带来长期回报。

连接人与服务市场空间大，线上化率低

互联网得到充分发展后，对线下现实生活的影响也越趋显著。线下服务涉及各行各业，市场规模巨大，目前触网率均很低。从线上连接线下服务（O2O）隐含着巨大的商机。

截至 2014 年，中国社会零售总额是 40.9 万亿元人民币，其中前六大分别是房地产（25%），新旧汽车+油品（25%），旅游（8%），食品饮料烟酒（8%），餐饮外卖（7%）和医药（4%）。这五类占整体零售总额的比例超过 70%，但是除了旅游，其他五类的互联网渗透率都低于 1%。相反渗透率很高的比如电器（30-35%），服装饰品（35-40%），化妆品（40-45%）和婴童（20-30%），它们占整体零售总额的比例只有 13%。

图表 17. 中国社会零售总额 (总额=40.9 万亿元人民币 蓝莲花调整), 2014



来源: BLRI, NBS

百度连接人与服务的布局目前主要落地在百度搜索，百度地图这两大综合平台，以及去哪儿，百度糯米（含外卖）这两大垂直平台。百度通过搜索和 LBS 以直达号，店铺页，APP 插件的方式对接 3600 行，为用户提供连接人与服务。百度控股公司去哪儿则针对旅行预定市场，目前去哪儿在旅行预定市场上具有用户规模优势，但在人均消费能力和用户价值上与携程存在差异。

本地生活服务市场潜力巨大。根据艾瑞的监测 2014 年本地生活服务涉及的总消费规模为 5.3 万亿元人民币，预期 2014-2017 年每年以 11% 的复合增长率增长。2014 年本地生活服务 O2O 线上化率只有 4.4%。本地生活服务 O2O 市场规模预期未来将保持快速增长，到 2017 年三年的复合增长率为 25%。

请查看最后一页的免责声明

百度本地生活服务 O2O 平台主要由百度糯米, 百度外卖承担, 两者差异在于一个是到店消费, 一个是产品到家服务。品类上, 百度糯米涵盖餐饮, 休闲娱乐, 酒店, 婚庆等本地生活服务, 同时也通过 API 对接的方法接入诸多第三方的本地生活服务。百度外卖以餐饮外卖为核心, 目前也已经逐渐扩展到商超配送领域。

图表 18. 本地生活服务总消费规模以及线上化率

	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E
本地生活服务总消费 (亿元人民币)								
餐饮	17,640	20,540	23,280	25,390	27,700	30,060	32,520	35,120
休闲娱乐	3,750	4,280	4,830	5,600	6,350	7,290	8,190	9,010
美容	2,500	2,880	3,110	3,350	3,610	3,870	4,140	4,430
酒店	1,310	1,540	1,620	1,790	2,000	2,200	2,430	2,670
婚庆	2,520	3,390	4,440	5,950	8,050	10,210	12,130	14,000
母婴	2,690	3,340	4,040	4,730	5,580	6,300	6,990	7,570
本地生活服务总花费	30,410	35,970	41,320	46,810	53,290	59,930	66,400	72,800
本地生活服务-O2O 规模 (亿元人民币)								
餐饮	92	214	417	635	942	1,293	1,626	1,862
休闲娱乐	98	178	302	489	660	864	1,088	1,315
美容	8	19	31	40	54	62	75	82
酒店	241	319	397	487	594	720	860	1,000
婚庆	3	4	10	24	45	83	123	170
母婴	6	14	26	43	56	71	96	117
本地生活服务 O2O 总花费	448	748	1,183	1,718	2,351	3,093	3,868	4,546
线上化渗透率								
餐饮	0.5%	1.0%	1.8%	2.5%	3.4%	4.3%	5.0%	5.3%
休闲娱乐	2.6%	4.2%	6.3%	8.7%	10.4%	11.9%	13.3%	14.6%
美容	0.3%	0.7%	1.0%	1.2%	1.5%	1.6%	1.8%	1.9%
酒店	18.4%	20.7%	24.5%	27.2%	29.7%	32.7%	35.4%	37.5%
婚庆	0.1%	0.1%	0.2%	0.4%	0.6%	0.8%	1.0%	1.2%
母婴	0.2%	0.4%	0.6%	0.9%	1.0%	1.1%	1.4%	1.5%
本地生活服务总渗透率	1.5%	2.1%	2.9%	3.7%	4.4%	5.2%	5.8%	6.2%

来源: BLRI, 艾瑞

本地生活服务与异地旅行预定逐呈融合之势。去哪儿与百度糯米之间的流量和资源形成互补和交叉推荐。凭借本地服务优势, 美团树立在酒店预订领域的地位, 并进军旅游资源。同时百度也加快了去哪儿资源与百度糯米的对接, 实现异地旅行预定与本地生活服务的协同效应。

本地生活服务与异地旅行预定逐呈融合之势。

本地生活服务O2O市场的列王纷争

百度在本地生活服务领域面临诸多竞争对手的竞争, 前有两大竞争对手美团和大众点评已经联手合一, 后有阿里重启的口碑网也加入了市场争夺。目前来看, 本地生活服务主要是这三大平台的竞争, 其他为数众多的 O2O 垂直平台专注于低频高单价的服务领域, 是这些平台的特定品类合作对象。

本地生活服务O2O平台美团点评领先，百度糯米，口碑追赶

本地生活服务 O2O 市场目前处于美团点评显著领先，百度糯米，口碑奋力追赶的格局。从团 800 对团购市场 GMV 交易规模的统计来看，2015 年 6 月，美团点评合计占 87% 的市场份额，糯米为 9%，阿里口碑的业务则刚刚重启。

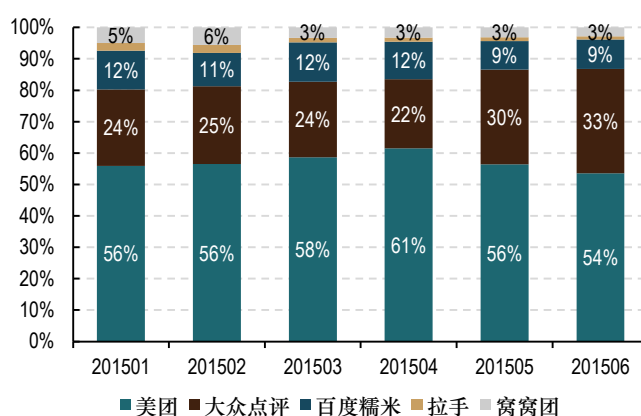
美团点评领先的局面下，百度糯米，阿里口碑追赶的压力无疑较大。百度糯米和阿里口碑均调了重要的入口资源，资金投入 O2O 业务，以在其中获得一席之地。从 GMV 变化，商家拓展，用户数变化来看，百度和阿里这两大追赶者正以相对较小的规模以跑得更快的速度成长。

图表 19. 百度 O2O 业务布局



来源: BLRI

图表 20. 中国 TOP5 团购网站 GMV 份额变化



来源:BLRI, 团 800

O2O竞争的关键在于建立用户，商家和合作伙伴的共赢生态

本地生活服务 O2O 平台涉及用户，商家，合作伙伴三大角色，O2O 平台的关键在于建立三者之间正向循环的生态体系。

O2O 平台对用户的价值主要是可选性，信息，优惠这三点，从而可以帮助用户依靠信息得以更好地决策，找到所需的商家，并完成必要的交易行为。这就意味着平台需要竞争线下商家资源，需要积累数据信息，并提供优惠激励从而实现临门一脚促进用户交易转化。

对商家而言，O2O 生活平台除了带来了线上营销的解决方案外，还提升了商家的服务能力和服务半径，如移动支付可缓解线下消费排长队的场景，外卖到家服务使得商家可以按需生产的同时，配送服务则延伸了商家的服务半径。

O2O 平台涉及的合作伙伴们众多，主要可以分为三类：第三方 O2O 平台，服务提供商，服务分发伙伴。第三方 O2O 平台可以弥补用户平台服务资源的不足，为平台增加新的品类，提供服务的可选性。服务提供商可以帮助平台更好地对接线下商户，实现线上与线下的连接。服务分发伙伴拥有自己的流量资源优势，可以帮助 O2O 平台将业务分发覆盖到更多的用户。

根本上，O2O 平台的竞争将围绕着三大利益关联方所展开，谁能获得最大的用户份额，商家份额，合作伙伴份额，谁就能拿走最大的蛋糕。

美团点评的合并实现了从信息到交易的闭环协同

美团将团购这种优惠方式打造成了用户连接线下商家的一种消费习惯。对用户而言，美团最显著的品牌认知是优惠，特点是交易。大众点评则独具 UGC 信息优势，可以更好帮助用户做消费决策，用户价值是信息。美团点评对商家而言都是两大大本地化营销平台，美团往往具备交易量优势，而大众点评则是商家重要的自然流量来源。

美团点评合并为两个平台从信息到交易的闭环和强强协同打下了基础，有助于大众点评将信息优势直接转变成交易，而美团的优惠服务也可以更好地向大众点评的用户输出。

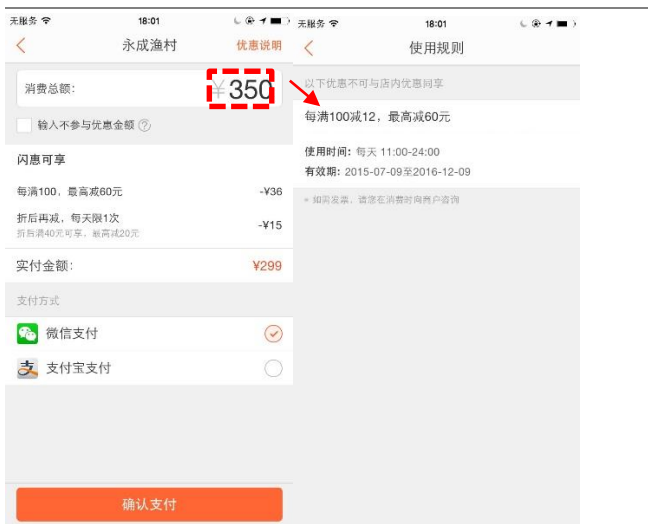
美团的优势是丰富的优惠，大众点评的独特价值是 UGC 信息。

百度拥有信息的优势，但这些信息优势并没能映射，聚合到百度糯米这个 O2O 平台上面。百度有本地商家搜索的数据，有百度地图的点评和街景数据，但这些数据未能与百度糯米深度结合，降低了信息在提高用户决策上的利用效率和品牌认知。百度糯米试图通过技术挖掘，商家推荐的手段来解决撮合服务的难题，但百度糯米上 UGC 信息不足和线下商家连接的数量不够目前仍然落后于美团点评。若百度糯米不能弥补信息不足，单凭参与团购或与百度合作的商家，则难以满足用户多方面的诉求。

大众点评的闪惠模式与口碑凭借支付切入的殊途同归

用户到店后团购日趋流行催生了大众点评闪惠的出炉，也使得大众点评实现了平台交易额快速增长。闪惠实质是一种源于团购的支付手段，帮助用户获取优惠的同时，也让商家可以实现二次营销。大众点评闪惠模式推出后，美团，百度糯米也同样向商家推出了类似的服务，美团称为到店买单，百度糯米则称之为到店付。

图表 21. 大众点评闪惠页面



来源: BLRI

图表 22. 团购，代金券和闪惠使用比较

	团购	代金券	闪惠
使用容易度	需要阅读说明，了解套餐内容，使用限制条件	有不同的限制要求	输入服务员确定的买单金额，自动根据优惠活动计算最终付款金额
使用步骤	复杂	中等	简单
验证	多券需多次验证	多券需多次验证	一步验证
优惠	套餐固定设置	固定折扣	灵活多样

来源: BLRI

说到支付，由微信支付和支付宝发起的线下支付场景的战争正酣。支付宝，微信支付这些缘起于互联网的支付手段，大有燎原取代传统的刷卡之势。目前支付宝钱包活跃用户数 2.7 亿，微信支付用户数达 4 亿人，与传统的信用卡，银行卡刷卡相比，这些新支付方式的用户可运营性，服务可扩展性更好。这个优势决定了支付也将成为 O2O 的竞争手段，尤其在协助商家做会员管理，客户激励方面。因为每一笔线下实在发生的交易都可以追踪到某个账户，某个商家，平台和商家均可以据此设置激励机制，刺激用户重复消费。过去信用卡普遍联

合商家做过不少会员激励活动，说明这种模式具有普遍的适用性，但过去因为不具有互联网的广泛连接性而并未成为本地商家的入口。

闪惠的流行恰恰证明了支付模式对连接线下商家的重要性，而阿里口碑以支付宝作为切入点之一说明阿里口碑也走在了正确的道路上。线下支付场景缺乏的百度钱包也在加快推进力度，得益于银行卡快捷支付，用户绑卡和支付的门槛得到降低，百度支付方式也在微信支付和支付宝支付外，为用户提供了一种新的移动支付选择。

从团购，代金券，闪惠到会员卡，储值卡，各种营销名词的层出不穷从另外一个角度反映了O2O的竞争开始进入本地商户营销多元化时代，要争取商户和用户支付，并获得显著市场份额，为线下商家提供多元化的营销服务，为用户提供便捷服务已经是O2O平台能否取得足够份额的一种必要条件，而支付通道无疑是阿里重启口碑的最大筹码之一。

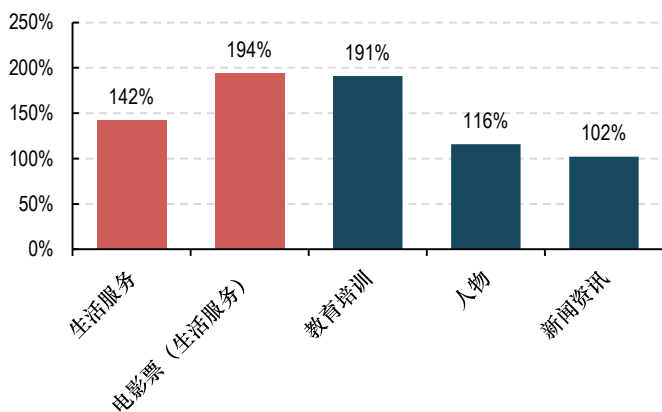
百度的策略是构建全新的B端生态，并整合C端入口

百度于今年重整旗鼓，开始高调杀入本地生活服务O2O市场。总结下来，百度进攻本地生活服务O2O市场的策略有四个方面：（1）以技术和社会化的商家连接策略；（2）多元化的本地化营销手段；（3）流量入口支援；（4）广泛的业务分发联盟。

在商家连接策略上面，我们认为百度与竞争对手的缺口已经逐渐通过百度原有搜索代理渠道以及社会化的力量得到补齐。另外我们也看到技术对接将在连接线下商户中扮演着越来越重要的作用，随着线下商户营销意识的觉醒，商家通过百度等O2O平台自助营销和管理将日趋主流，这将大为降低线上企业的连接难度，从而也在长期降低线下营销团队的消耗。

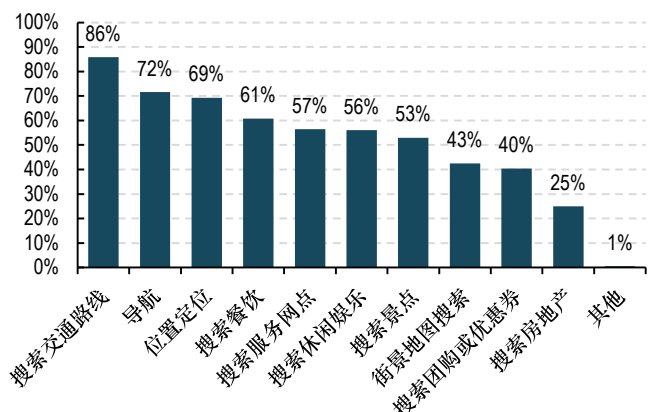
从服务B端商家上，百度试图打造新的本地营销生态，弥补团购的缺陷，为商家提供更加多元化的营销手段，而这点也已经成为业界的共识。大众点评在这方面探索并实践较久，美团也开始为商家提供多元化的手段。但毫无疑问，团购仍然是目前最重要的模式之一，会员卡，储值卡，到店付则为商家提供了更加多元化的客户管理和营销手段。

图表 23. 2014 年百度移动搜索同比变化



来源: BLRI, 公司数据

图表 24. 用户手机地图搜索内容类型



来源: BLRI, CNNIC, 201407

在助力O2O业务的发展上，百度最大的筹码实则来自C端入口，百度搜索+百度地图两大入口APP。腾讯和阿里虽然也有流量入口优势，但目前两家在入口的布局并不如百度激进。凭借C端入口优势并通过活动不断唤起用户对本地生活服务的感知是百度在综合入口处发展O2O业务的主要手段。从流量的角度来讲，百度做O2O是有优势的。搜索天然是个包罗万象的入口，而LBS地图也将逐渐发挥其在本地生活服务上的入口优势。

[请查看最后一页的免责声明](#)

在 O2O 服务的用户覆盖上，除了对接百度自有平台外，百度糯米采取了联盟策略分发百度 O2O 业务。百度糯米已经与翼支付、华为、中信银行、葡萄生活、朝阳大悦城等众多平台达成合作，帮助其流量变现。

我们看好百度O2O的长期发展前景

百度坐拥诸多优势，但用户，品牌和 GMV 落后于竞争对手是不争的事实，百度能否在 O2O 领域获得更大的进展很大程度上取决于搜索，LBS 产品入口上对用户引导，用户习惯的培育，并最终落地在百度糯米/外卖这些垂直 APP 能否具备足够的活跃用户量级。

好在本地生活服务市场规模大，市场空间大，凭借入口优势百度可拥有一席之地。目前 O2O 盈利的难题原因在于各家频于扩张地盘，地推和市场营销费用消耗过大，倘若某天市场格局已定，各家握手言和。线下商户普遍实现与平台的连接，可自助服务，则市场营销费用将大为削减，为各家带来盈利的可能。

另外百度对 O2O 的投入有助于构建百度的移动搜索生态，培养用户获取服务的消费习惯，长期而言，这将可以极大提高百度的搜索生态价值。

不管百度糯米能否成功，百度对 O2O 的投入将有助于其打造生态建设，培育用户通过搜索获取服务的习惯。

短期内的利润率下滑，持续的市场投入

手机互联网为百度带来了发展机遇，同时也为百度带来了新的挑战。2015 年百度将加大对 O2O 的投入，以寻找下一个增长点，但将不可避免影响到百度的利润水平。同时移动联盟市场的竞争也将更加激烈，我们预计百度的 TAC 占比将进一步上升。百度旗下的视频网站爱奇艺，旅行预定网站去哪儿都面临着细分市场的激烈竞争，也将拖累百度的整体利润表现。

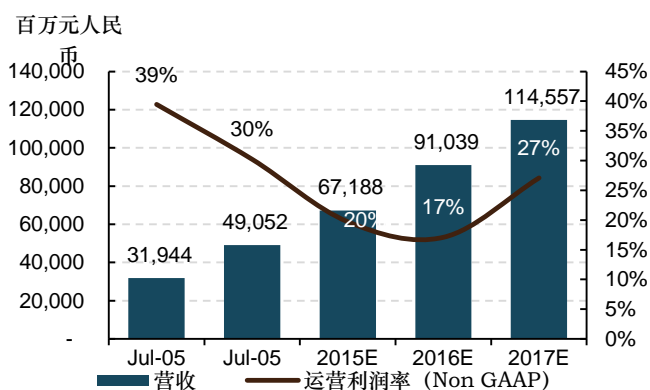
百度糯米等 O2O 投入影响利润水平

百度计划在未来三年对糯米投入 200 亿元人民币以支持百度糯米的增长，扩大百度在 O2O 领域的影响力。我们相信百度在 O2O 的布局是百度必须推进的策略，长期能够为百度带来回报。但百度拓展 O2O 业务绝非坦途，面临着市场领先者美团，大众点评的激烈竞争。

百度糯米的投入将影响利润水平，竞争加剧可能让业务盈利困难

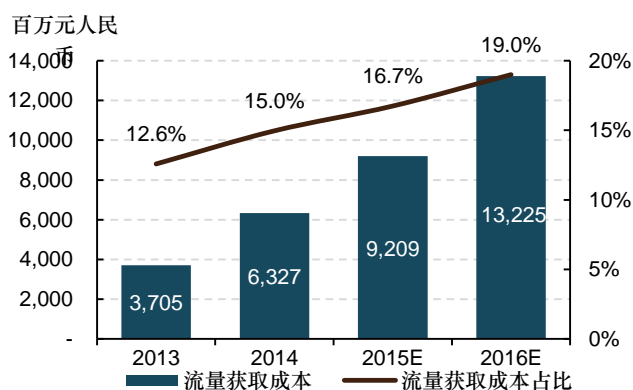
目前百度糯米在本地生活服务市场份额上面落后于竞争对手，要扩大市场份额需要加大补贴和投入，而这不可避免将影响百度的利润水平。2Q15，由于百度对 O2O 业务的补贴使得运营利润率下降 25.3 个百分点。我们认为 2015 年和 2016 年百度对 O2O 的持续投入将使得运营利润率处于低水平，分别为 20% 和 17%。而随着市场格局逐渐趋于稳定，我们认为 O2O 的市场推广费用将大幅下降，运营利润率将在 2017 年得到好转。

图表 25. 百度营收和运营利润率走势预估



来源: BLRI, 公司数据

图表 26. 百度流量获取成本走势



来源: BLRI, 公司数据

百度联盟流量获取成本将进一步上升

不管是 PC 还是移动，百度联盟的流量获取成本都有上升的趋势。PC 联盟流量获取成本上升的原因是在于百度 PC 搜索流量进一步下降，百度对外部流量的采购将更加激进。而在移动联盟领域，由于市场正在早期开拓期，来自腾讯等竞争对手的威胁将迫使百度采取补贴策略，以吸引联盟合作伙伴。

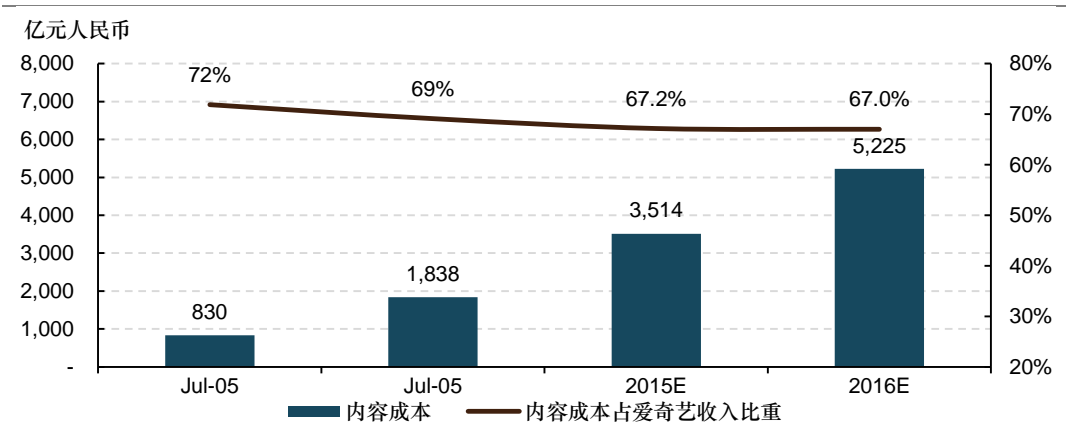
我们认为百度的流量获取成本 (TAC) 将占核心搜索业务收入的比重将从 2014 年的 15% 增至 2015 年的 16.7%，2016 年的 19%。

内容成本仍将拖累爱奇艺的盈利前景

我们预计 2015 年爱奇艺的收入将突破 50 亿元人民币，较 2014 年增长 90%，尽管有如此高的增长，但内容成本居高不下仍然是拖累利润表现的关键因素。在腾讯，优酷等均加大版权采购力度的冲击下，优质内容的争夺几乎成了三大视频网站撬动用户流量，拉动会员和广告收入增长的跷跷板。

我们预计 2015 年爱奇艺的收入将突破 50 亿元人民币，但仍然较难实现盈利

图表 27. 爱奇艺内容成本及占比走势



来源: BLRI, 公司数据

旅游行业价格战继续拖累去哪儿的盈利水平

受旅游行业 O2O 平台价格战的影响，尽管 2014 年全年去哪儿收入为 17.6 亿元人民币，但亏损却达到 18.5 亿元人民币。1Q15，去哪儿营收增长 100% 达到 6.7 亿元人民币，但亏损也有 7 亿元人民币。去哪儿在旅游行业面临着领先者携程的激烈竞争，2014 年携程的营业收入为 78 亿元人民币，1Q15 总营收为 24 亿元人民币，同比增长 46%，去哪儿与之相比仍有较大差异。去哪儿短期内的盈利无期势必将继续拖累百度的整体利润表现。

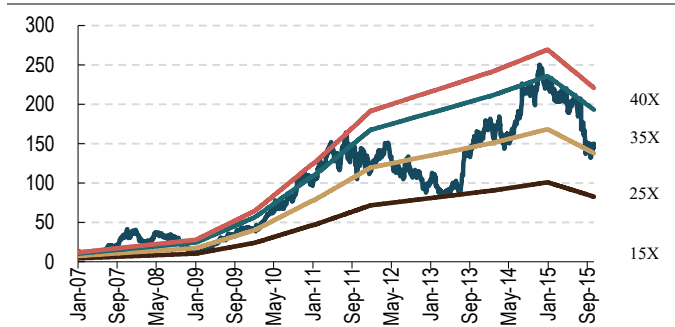
估值分析

O2O新业务为估值带来不确定性

百度目前估值水平在 2015/2016 CapitalIQ 一致预期 PE 30X/20X，而过去市场给出的最高 1-yr forward PE 值在 40X 以上。PE 的回落反映出市场对百度未来增长潜力，O2O 业务前景不明的担忧。

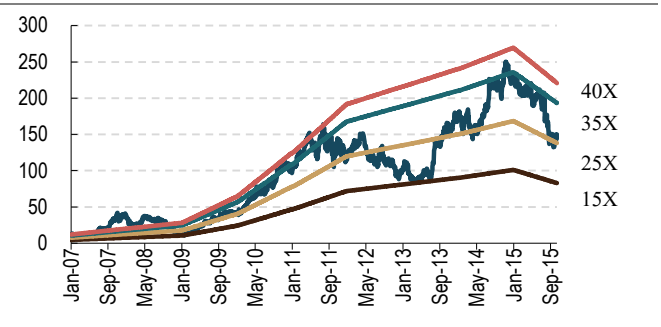
尽管百度投入 O2O 将带来短期利润受损，但一旦 O2O 业务以及连接人与服务战略取得进展，将会带来新的增长。我们预估百度的 Non-GAAP 运营利润 2015-2017 三年复合增长率为 28%。

图表 28. 百度 PE 预估值走势，BLRI



来源：BLRI, CapitalIQ

图表 29. 百度预估 PE 值走势，一致预期



来源：BLRI, CapitalIQ

DFC估值目标价为US\$201@WACC=14.5%，永续增长率为3.5%

我们使用永续增长率 3.5%和 WACC=14.5%对百度进行估值，目标价为 201 美元，亦即基于 2015-2017 三年的摊薄后 Non-GAAP EPADS 分别为 32.5, 38.1 和 73.0 元人民币，对应市盈率为 39.0X, 33.2X 和 17.4X。我们估计 2015-2017 年百度整体营收分别增长 37%，35%和 26%，复合增长率为 33%。

图表 30. DFC 估值表

(百万元人民币)	2014A	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	Terminal
总营收	49,052	67,188	91,039	114,557	140,147	164,397	188,329	213,073	232,753	247,407	247,407
息税前利润	13,734	12,262	14,414	28,724	37,417	46,330	54,133	62,707	70,274	75,306	75,306
税后净营业利润	11,617	10,422	12,252	24,416	31,804	39,380	46,013	53,301	59,733	64,010	64,010
资本性支出	(9,827)	(7,019)	(9,404)	(11,756)	(14,315)	(16,740)	(19,133)	(21,607)	(23,575)	(25,041)	(25,041)
折旧和摊销	3,770	6,607	8,112	10,484	13,408	15,235	18,819	22,890	25,508	30,005	30,005
营运资本变动	3,727	2,233	4,652	4,587	4,992	4,730	4,668	4,827	3,839	2,858	2,858
自由现金流	9,287	12,243	15,613	27,731	35,889	42,606	50,367	59,410	65,504	71,833	71,833
DCF 参数											
永续增长率	3.5%										
加权平均资本成本(WACC)	14.5%										
自由现金流现值	425,539										
+现金和流动负债	21,069										
= 股权价值	446,607										
/ 股份数 (百万股)	352.68										
= 目标价 (美元)	201.0										

来源：BLRI, 公司数据

请查看最后一页的免责声明

图表 31. 同行估值比较

Company	CapitalQ #	Price		Mkt Cap		PE (consensus)		PEG		PS (consensus)		EV/EBITDA (consensus)	
		(Local)	(US\$m)	2014A	2015E	2016E	2015E	2014A	2015E	2016E	2015E	2016E	
Internet advertising & media													
Baidu, Inc.	NasdaqGS:BIDU	149.63	52,529	24.71	26.91	20.30	0.79	6.64	4.97	3.78	20.54	16.00	
Cheetah Mobile Inc.	NYSE:CMCM	18.01	2,564	234.10	61.90	16.81	(0.62)	9.02	4.39	2.47	63.39	15.77	
AirMedia Group Inc.	NasdaqGS:AMCN	5.42	346	(13.46)	(12.38)	(31.48)	NM	1.37	1.44	1.37	(26.59)	51.79	
Autohome Inc.	NYSE:ATHM	35.47	3,947	32.70	23.54	18.32	0.82	11.48	7.30	5.49	16.18	13.05	
Bitauto Holdings Limited	NYSE:BITA	32.52	1,957	25.01	31.38	18.97	0.42	4.94	2.99	2.23	53.07	14.50	
Leju Holdings Limited	NYSE:LEJU	6.38	859	12.91	14.12	10.02	0.50	1.73	1.38	1.18	7.41	5.20	
Leshi Internet Information & Technology Corp., Beijing	SZSE:300104	48.75	13,976	243.75	116.66	96.05	(1.17)	13.01	6.29	4.33	50.00	37.90	
Pacific Online Ltd.	SEHK:543	2.79	412	11.54	11.24	9.03	(0.11)	2.58	2.19	1.83	9.10	6.87	
Phoenix New Media Limited	NYSE:FENG	4.66	334	7.88	16.27	8.87	(0.16)	1.27	1.31	1.12	10.88	5.52	
Qihoo 360 Technology Co. Ltd.	NYSE:QIHU	54.15	6,982	31.34	14.57	10.77	0.46	5.02	3.60	2.68	12.88	9.46	
SINA Corporation	NasdaqGS:SINA	45.58	2,659	15.04	58.80	27.08	1.00	3.46	3.06	2.61	27.69	11.85	
Sohu.com Inc.	NasdaqGS:SOHU	45.00	1,738	(10.43)	(22.71)	49.12	NM	1.04	0.89	0.75	8.25	4.50	
SouFun Holdings Ltd.	NYSE:SFUN	7.02	2,912	11.50	45.78	21.75	0.70	4.14	3.35	2.55	34.93	19.83	
Youku Tudou Inc.	NYSE:YOKU	24.76	4,834	(35.80)	(25.07)	(32.92)	NM	7.10	4.83	3.46	(23.42)	(43.15)	
Sector			96,050	58.28	37.54	28.13	0.38	7.34	4.85	3.60	23.73	15.32	
Sector ex-Baidu			43,520	74.10	23.46	17.30	(0.13)	1.53	(0.27)	(0.41)	7.04	(1.49)	
Multi-business Internet platforms													
Alibaba Group Holding Limited	NYSE:BABA	69.48	174,563	46.55	32.49	25.80	1.28	20.67	14.31	11.46	25.74	21.47	
Baidu, Inc.	NasdaqGS:BIDU	149.63	52,529	24.71	26.91	20.30	0.79	6.64	4.97	3.78	20.54	16.00	
Qihoo 360 Technology Co. Ltd.	NYSE:QIHU	54.15	6,982	31.34	14.57	10.77	0.46	5.02	3.60	2.68	12.88	9.46	
Renren Inc.	NYSE:RENN	3.45	1,169	19.34	(12.62)	(40.17)	NM	14.10	16.59	8.01	(11.93)	(57.77)	
Tencent Holdings Limited	SEHK:700	145.80	176,397	45.92	35.68	27.46	1.17	13.85	11.44	8.90	25.31	20.22	
Sector			411,642	43.16	32.71	25.37		15.67	11.71	9.22	24.57	19.81	
E-commerce													
58.com Inc.	NYSE:WUBA	49.42	6,873	303.53	(25.13)	(83.50)	NM	25.94	10.13	6.21	(19.99)	(83.52)	
Alibaba Group Holding Limited	NYSE:BABA	69.48	174,563	46.55	32.49	25.80	1.28	20.67	14.31	11.46	25.74	21.47	
Autohome Inc.	NYSE:ATHM	35.47	3,947	32.70	23.54	18.32	0.82	11.48	7.30	5.49	16.18	13.05	
Baozun Inc.	NasdaqGS:BZUN	5.94	299	(30.95)	44.27	14.88	(0.44)	1.17	0.80	0.56	16.22	5.50	
Bitauto Holdings Limited	NYSE:BITA	32.52	1,957	25.01	31.38	18.97	0.42	4.94	2.99	2.23	53.07	14.50	
E-Commerce China Dangdang Inc.	NYSE:DANG	6.62	536	37.70	(44.77)	16.09	NM	0.42	0.34	0.27	(24.94)	4.41	
JD.com, Inc.	NasdaqGS:JD	26.01	35,983	(44.67)	1,521.93	107.29	3.81	1.94	1.28	0.92	428.47	54.85	
Jumei International Holding Limited	NYSE:JMEI	9.93	1,442	21.87	21.20	12.32	0.56	2.28	1.24	0.92	18.71	10.04	
Leju Holdings Limited	NYSE:LEJU	6.38	859	12.91	14.12	10.02	0.50	1.73	1.38	1.18	7.41	5.20	
SouFun Holdings Ltd.	NYSE:SFUN	7.02	2,912	11.50	45.78	21.75	0.70	4.14	3.35	2.55	34.93	19.83	
Vipshop Holdings Limited	NYSE:VIPS	18.14	10,520	76.64	30.51	20.57	1.01	2.79	1.66	1.13	26.59	16.84	
Sector			239,891	40.33	253.88	34.26	1.58	16.50	11.17	8.86	84.82	22.87	
Sector ex-Alibaba and JD.com			29,344	107.60	15.94	(4.95)	0.61	9.54	4.60	3.09	14.88	(8.05)	

Company	CapitalQ#	Price		Mkt Cap			PE(consensus)		PEG		PS (consensus)		EV/EBITDA (consensus)	
		(Local)	(US\$m)	2014A	2015E	2016E	2015E	2014A	2015E	2016E	2015E	2016E		
Travel/O2O														
CAR Inc.	SEHK:699	14.02	4,319	61.39	25.82	14.71	(0.26)	7.61	4.82	3.44	11.28	6.97		
Ctrip.com International Ltd.	NasdaqGS:CTRP	72.22	10,914	278.86	85.08	37.34	1.18	9.21	6.36	4.65	75.36	36.20		
eHi Car Services Limited	NYSE:EHIC	12.77	873	(58.14)	7.27	19.44	(0.07)	6.36	3.65	2.30	9.16	4.70		
Qunar Cayman Islands Limited	NasdaqGM:QUNR	37.26	4,879	(16.38)	(13.49)	(29.98)	NM	17.22	7.87	4.66	(11.72)	(22.02)		
Tuniu Corporation	NasdaqGM:TOUR	13.15	1,227	(17.00)	(7.75)	(6.83)	NM	2.15	1.06	0.58	(3.44)	(3.34)		
Sector			22,213	142.14	43.72	15.01	0.53	10.16	5.99	4.10	36.82	14.31		
Recruiting and education														
51job Inc.	NasdaqGS:JOBS	31.61	1,879	26.55	18.66	15.59	(0.19)	6.36	5.72	4.80	12.33	9.51		
New Oriental Education & Technology Group Inc.	NYSE:EDU	25.21	3,945	18.29	18.94	16.80	1.14	3.46	3.17	2.76	12.74	11.33		
TAL Education Group	NYSE: XRS	36.50	2,917	48.13	34.08	28.17	1.20	9.29	6.80	4.99	29.24	22.35		
Tarena International, Inc.	NasdaqGS:TEDU	9.77	541	21.90	18.20	13.48	(0.18)	3.97	3.08	2.40	12.92	8.49		
Xueda Education Group	NYSE:XUE	5.27	331	(33.00)	NM	NM	NM	0.98	NM	NM	NM	NM		
Zhaopin Ltd.	NYSE:ZPIN	13.98	715	23.92	16.64	14.60	(0.17)	4.20	3.49	2.95	9.12	8.12		
Sector			10,328	27.16	22.36	18.93	0.72	5.64	4.57	3.67	16.68	13.38		
Online games/entertainment														
Boyaa Interactive International Limited	SEHK:434	3.38	291	6.45	12.89	5.75	(0.13)	1.91	2.21	1.48	0.98	0.82		
Changyou.com Limited	NasdaqGS:CYOU	17.72	921	(272.42)	5.05	5.39	(0.05)	1.22	1.19	1.12	3.77	4.07		
Forgame Holdings Limited	SEHK:484	14.06	254	(40.79)	(120.25)	16.64	NM	2.44	2.05	1.61	7.20	1.83		
Kingsoft Corporation Limited	SEHK:3888	17.72	2,985	24.06	33.93	17.75	(0.34)	5.52	3.45	2.28	23.60	9.84		
Linekong Interactive Group Co., Ltd.	SEHK:8267	6.70	285	(11.41)	13.28	7.75	(0.13)	2.60	2.19	1.44	NM	NM		
Momo Inc.	NasdaqGS:MOMO	12.86	2,061	(81.09)	44.24	14.76	(0.44)	46.05	12.96	6.19	33.62	9.71		
NetDragon Websoft Inc.	SEHK:777	20.25	1,307	45.85	112.63	46.22	(1.13)	8.41	7.32	5.58	20.56	15.02		
NetEase, Inc.	NasdaqGS:NTES	137.17	17,931	23.38	17.81	15.24	1.25	9.49	5.89	4.79	14.47	11.82		
NQ Mobile Inc.	NYSE:NQ	3.53	316	(4.11)	9.37	4.07	(0.09)	0.95	0.70	0.52	9.51	4.11		
Qihoo 360 Technology Co. Ltd.	NYSE:QIHU	54.15	6,982	31.34	14.57	10.77	0.46	5.02	3.60	2.68	12.88	9.46		
Shanda Games Limited	NasdaqGS:GAME	6.93	1,874	11.17	NM	NM	NM	3.13	NM	NM	NM	NM		
Sky-mobi Limited	NasdaqGM:MOBI	2.76	78	3.64	8.41	4.46	(0.08)	0.62	0.43	0.29	NM	NM		
Taomee Holdings Ltd.	NYSE:TAOM	3.02	107	105.95	NM	NM	NM	2.53	2.42	2.03	13.85	6.30		
Tencent Holdings Limited	SEHK:700	145.80	176,397	45.92	35.68	27.46	1.17	13.85	11.44	8.90	25.31	20.22		
Tian Ge Interactive Holdings Limited	SEHK:1980	3.10	519	(29.93)	11.47	9.97	(0.11)	4.65	4.44	3.64	NM	NM		
YY Inc.	NasdaqGS:YY	56.98	3,118	18.17	16.33	11.42	(0.16)	5.26	3.62	2.71	14.22	10.17		
Sector			215,424	39.52	32.94	25.03	1.05	13.00	10.27	7.96	23.37	18.35		
Sector ex-Tencent			39,027	10.57	20.57	14.04	0.55	9.12	4.98	3.70	14.61	9.87		

来源: CapitalIQ

年度利润表

财年截止至12月31日

图表 32. 年度利润表(除利润率, EPADS 外, 单位为百万元人民币)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
总营收	22,305	31,944	49,052	67,188	91,039	114,557
净营收	20,733	29,614	45,455	62,178	84,250	106,015
营业成本	(4,876)	(9,141)	(15,285)	(22,049)	(31,778)	(37,461)
毛利润	15,857	20,474	30,169	40,129	52,472	68,553
毛利率	76.5%	69.1%	66.4%	64.5%	62.3%	64.7%
销售、总务和行政支出	(2,451)	(5,008)	(9,956)	(18,006)	(26,794)	(25,867)
研发费用	(2,177)	(3,781)	(6,479)	(9,861)	(11,264)	(13,962)
股权激励支出	(212)	(491)	(928)	(1,323)	(1,682)	(2,063)
运营利润(Pro forma)	11,230	11,685	13,734	12,262	14,414	28,724
运营利润率	54.2%	39.5%	30.2%	19.7%	17.1%	27.1%
运营利润 (GAAP)	11,018	11,194	12,806	10,939	12,732	26,661
财务收入净额	914	993	1,671	2,125	2,172	3,156
利息收入	759	861	1,364	1,608	1,906	3,016
汇率损失	(4)	(48)	76	14	14	14
其他收入/亏损	160	180	231	503	251	126
税前利润 (GAAP)	11,932	12,187	14,476	13,064	14,904	29,817
税前利润率	57.5%	41.2%	31.8%	21.0%	17.7%	28.1%
所得税	(1,574)	(1,829)	(2,232)	(2,417)	(2,868)	(5,963)
有效税率	13.2%	15.0%	15.4%	18.5%	19.2%	20%
净利润	10,358	10,358	12,244.8	10,646	12,036	23,854
净利润率	50.0%	35.0%	26.9%	17.1%	14.3%	22.5%
EPADS (元人民币)	29.6	29.6	34.9	30.3	34.2	67.8
Non-GAAP EPADS (元人民币)	29.8	30.6	36.6	32.5	38.1	73.0

来源: BLRI, 公司数据

年度资产负债表

财年截止至12月31日

图表 33. 年度资产负债表(百万元人民币)

	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
非流动资产合计	10,994	27,585	33,821	34,533	36,124	37,696
固定资产	3,958	5,370	8,705	10,505	13,394	16,309
预付土地使用权	-	-	-	-	-	-
无形资产	1,517	3,630	3,574	2,247	709	(873)
商誉	3,878	16,864	17,419	17,659	17,899	18,139
投资	803	635	2,879	2,879	2,879	2,879
递延所得税资产	53	98	259	259	259	259
其他非流动资产	785	988	984	984	984	984
流动资产合计	34,674	43,030	65,840	77,244	95,792	121,895
其他流动资产	-	-	-	-	-	-
应收账款	1,253	2,221	3,664	3,843	5,207	6,552
短期投资	20,604	28,735	43,818	43,818	43,818	43,818
预付费用	381	1,835	3,407	1,143	1,548	1,948
递延所得税资产	160	287	685	685	685	685
现金和现金等价物 (含存款)	12,276	9,952	14,266	27,756	44,534	68,892
资产合计	45,668	70,615	99,661	111,777	131,917	159,591
流动负债	8,244	11,032	20,270	20,324	26,746	31,962
应计费用	3,806	7,362	12,965	11,414	15,466	19,461
客户存款	2,068	2,977	4,296	6,202	8,403	10,574
应付税费	-	-	-	-	-	-
递延收入	94	227	165	282	382	481
递延收益	65	77	519	193	262	330
短期借贷	-	-	93	-	-	-
其他流动负债	2,212	389	2,233	2,233	2,233	1,116
非流动负债	10,216	19,286	24,885	24,885	24,885	20,310
递延收益	190	376	40	40	40	40
长期借贷	9,693	17,229	23,507	23,507	23,507	18,932
其他非流动负债	333	1,681	1,338	1,338	1,338	1,338
股东权益	27,208	40,297	54,506	66,475	80,192	106,109
股本	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股票溢价	2,095	3,056	5,839	5,839	5,839	5,839
股份激励准备金	(6)	-	-	1,323	3,005	5,068
盈余公积	(78)	(78)	(78)	(78)	(78)	(78)
留存收益	24,038	34,525	47,660	58,306	70,342	94,196
非控制权益	1,160	2,794	1,085	1,085	1,085	1,085
负债和所有者权益	45,668	70,615	99,660	111,777	131,917	159,591

来源: BLRI, 公司数据

请查看最后一页的免责声明

年度现金流量表

财年截止至12月31日

图表 34. 年度现金流量表(百万元人民币)

	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
净利润	10,358	10,358	12,245	10,646	12,036	23,854
固定资产折旧	1,439	1,952	2,603	4,979	6,275	8,601
摊销	234	313	1,167	1,628	1,838	1,883
固定资产处置损失	1	1	1	-	-	-
股权激励支出	212	491	928	1,323	1,682	2,063
营运资本变化	1,062	2,017	3,727	2,233	4,652	4,587
应收账款净增	(653)	(968)	(1,443)	(178)	(1,364)	(1,345)
各类预收账款净增/ (净减)	(66)	(1,454)	(1,572)	2,264	(406)	(400)
递延所得税资产净增/ (净减)	109	(172)	(559)	-	-	-
客户存款净增/ (净减)	495	909	1,319	1,906	2,202	2,171
应计支出 (净增) /净减	1,283	3,556	5,603	(1,551)	4,052	3,995
递延收入 (净增) /净减	31	133	(62)	117	100	99
递延收益 (净增) /净减	(137)	13	442	(325)	69	68
运营活动产生的现金流净额	12,391	14,139	19,000	20,809	26,482	40,988
购买固定资产	(2,513)	(2,888)	(4,827)	(6,779)	(9,164)	(11,516)
商誉	(2,000)	(15,066)	(5,000)	(240)	(240)	(240)
购买无形资产支付的现金	(22)	(22)	(22)	(300)	(300)	(300)
内部软件成本资本化	(24)	(35)	(53)	-	-	-
有价证券的购买	(10,552)	(8,131)	(15,083)	-	-	-
收到的利息收入	759	861	1,364	-	-	-
投资活动产生的现金流净额	(14,353)	(25,280)	(23,620)	(7,319)	(9,704)	(12,056)
上市募集资金	-	-	744	-	-	-
借款和偿还贷款	8,335	-	8,121	-	-	(4,575)
行使期权收益	33	-	33	-	-	-
筹资活动产生的现金流净额	8,368	7,607	8,898	-	-	(4,575)
现金和现金等价物净增	6,406	(3,534)	4,278	13,490	16,778	24,357
现金和现金等价物终值	12,276	9,952	14,230	27,756	44,534	68,892

来源: BLRI, 公司数据

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由蓝莲花资本顾问有限公司（下称蓝莲花资本）编写。此报告所载资料的来源皆被蓝莲花资本认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。蓝莲花资本，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映蓝莲花资本于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。蓝莲花资本，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

蓝莲花资本及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告没有任何意图派发给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得蓝莲花资本的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。蓝莲花资本保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照香港证监会持牌人守则中的定义）并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照香港证监会持牌人守则中的定义）并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 蓝莲花资本拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于 1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

主要负责撰写本研究报告的分析员确认（1）本报告所表达之意见均准确地反映他或他们对全部目标证券或发行人的个人观点；及（2）他或他们过往、现在或将来，直接或间接，所收取之报酬与他或他们在本报告所表达之推荐或观点并无关联。

分析员亦确认其本人及其有联系者（根据香港证监会持牌人操守准则定义）均没有（1）在本报告发出前 30 日内买卖本报告所建议的目标证券；（2）在本报告发出之后 3 个交易日内买卖本报告所建议的目标证券；（3）担任本报告所建议的上市公司的行政人员；（4）持有本报告所建议的上市公司的财务权益。

评级指标

- 买入 : 预期股价于 12 个月内上升超过 15%
持有 : 预期股价于 12 个月内在上升 0 - 15%之间浮动
沽出 : 预期股价于 12 个月内下跌

版权所有

本报告的全部或任何部份均不可以在未得到蓝莲花资本顾问有限公司之书面批准前以任何形式复制或发布。

© Blue Lotus Capital Advisors Limited, 2015