

# 转型移动互联网拥抱云端大数据

作者

署名人: 郭冰桦 CFA

852-3983 0872

alexkwok@china-invs.hk

集团已经成功从一家软件公司转型成为以娱乐软件, 移动互联网为主营业务的互联网公司。同时公司积极拥抱云端, 金山云已经开始崭露头角, 未来发展前景广阔。

## 投资要点:

- ✧ **跨文化边界的弱粘性 APP 引领猎豹移动爆发在即。**公司的海外移动业务的货币化率是最低的, 货币化的过程还没有开始。对比自身同类国内业务 APRU, 海外移动货币化能力还有 15 倍的提升空间。猎豹各类业务加权平均 APRU 大概 3 元人民币, 相比同类奇虎 360 的 16.76 元 APRU 也有很大提升空间。
- ✧ **西山居业绩增长稳定, 预计明年手游端开始发力。**西山居一直是公司的现金牛, 去年开始全力转型, 将研发重心放在了手游开发。今年预计会有 12 款手游面试, 对未来净利贡献值得期待。
- ✧ **金山云获得 IDG 与母公司共同融资, 迎来发展新篇章。**虽然金山云还处在萌芽阶段, 但是背靠“雷军系”与小米的协同作用与生态共生值得期待。未来金山云将会专注于基础云服务, 与世纪互联、小米等企业搭建完整云生态。
- ✧ **WPS 加码移动办公, 未来移动端发展值得期待。**目前 WPS 在移动端的 MAU 已经达到了 8.5 亿, 货币化还未开始, 后续来自个人用户的变现值得期待。
- ✧ **强烈推荐评级, 目标价港币 41.5。**对于每一个业务的估值我们选取的都基本是行业的下限, 估值具有较强安全边际, 对应人民币总市值 339.73 亿, 港股市值 424.66 亿元, 对应股价 31.1 港元。考虑到未来金山云潜在的高成长, 以及猎豹移动在海外市场超预期的可能性, 给予金山 2015 年动态 PE25 倍, 结合 2015 年预测净利润 15.94 亿, 对应总市值 398.5 亿人民币, 给予目标价 33.2 人民币(41.5 港元)。综合以上分析, 给予金山软件强烈推荐评级。
- ✧ **风险提示: 猎豹海外货币化受阻, 估值过高的风险**

6-12 个月目标价: 41.5(+33%)

当前股价: HKD31.10

评级调整: 首次

## 基本资料

总股本(百万股)	1,196
总市值(亿元)	370.87
52 周价格波幅(元)	14.78-34.95

## 股价表现



## 相关报告

## 主要财务指标

单位:百万人民币	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
主营收入	1,411	2,173	3,351	7,672	9,935
(+/-)	110.0%	154.0%	154.2%	228.9%	129.5%
净利润	433.0	671.0	769.0	1,594.1	2,052.3
(+/-)	33.2%	55.0%	14.6%	107.3%	28.7%
毛利率(%)	86.7%	86.3%	82.5%	83.0%	83.0%
ROE(%)	15.7%	17.2%	11.9%	19.2%	19.6%
EPS(元)	0.38	0.58	0.66	1.40	1.80
P/E(倍)	65.5	42.9	37.7	17.8	13.8
P/B	10.3	7.3	4.4	3.4	2.7

资料来源: 公司资料, 中投证券(香港)

## 目录

一、公司概况：拥抱云端的雷军系，脱胎换骨的金山软件.....	4
1. 历史沿革：金山三次华丽转身.....	4
2. 公司股权结构：雷军系重要一员.....	4
3. 主营业务简介：猎豹营收快速增长，游戏是利润主要来源.....	5
二、分业务介绍.....	5
1. 猎豹移动—深耕工具类 APP 的互联网运营商.....	5
1.1 猎豹移动经营模式—弱粘性的流量变现.....	5
1.2 跨越文化边界的传播决定数量级.....	6
1.3 海外 MAU 货币化发力在即.....	9
2. 西山居—2015 年，手游爆发之年.....	10
3. WPS：向移动端转型，向云办公靠拢.....	11
4. 金山云—让遥远的大数据时代近在咫尺.....	12
三、金山软件总体估值.....	14

## 图目录

图 1 公司历史沿革 .....	4
图 2 公司股权结构 .....	4
图 3 分业务营收种类（单位：亿元） .....	5
图 4 分业务毛利分析（单位：亿元） .....	5
图 5 猎豹移动经营模式简图 .....	6
图 6 猎豹移动分业务营收（单位：亿元） .....	7
图 7 移动端收入占比情况 .....	7
图 8 2014 年营收按地域以及端口拆分 .....	7
图 9 MAU（月活跃用户）存量情况 .....	7
图 10 季度移动活跃用户统计（单位：百万人） .....	8
图 11 国内海外 MAU 情况比较（单位：百万人） .....	8
图 12 猎豹分业务年化 ARPU（单位：人民币元） .....	9
图 13 可比上市公司全业务口径年化 ARPU .....	9
图 14 西山居日均最高同步用户数（单位：万人） .....	10
图 15 西山居月 ARPU 与付费用户数（单位：万户） .....	10
图 16 剑侠情缘在营收占比 .....	11
图 17 游戏公司 ARPU 对比 .....	11

## 表目录

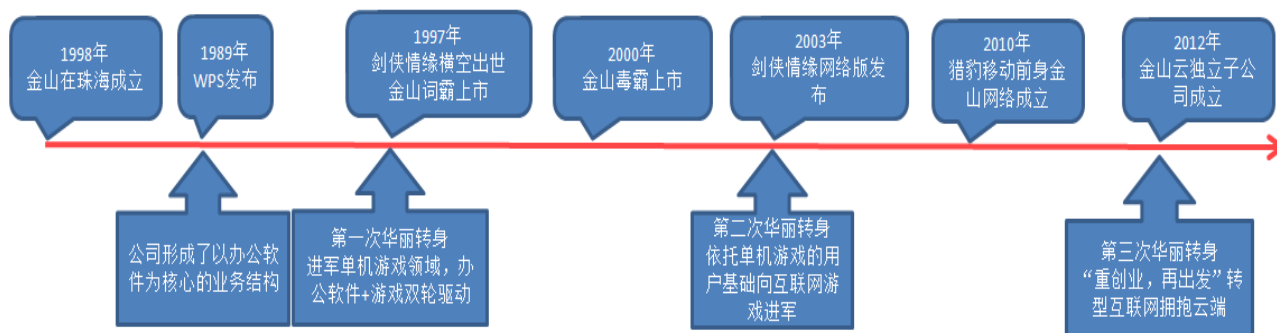
表 1 猎豹移动按季度预测 .....	9
表 2 金山云主要产品分类以及介绍 .....	12
表 3 云服务层级及具体应用介绍 .....	13
表 4 金山软件估值表 .....	14

## 公司概况：拥抱云端的雷军系，脱胎换骨的金山软件

### 1. 历史沿革：金山三次华丽转身

公司自 1989 年以 WPS 中文办公软件建立行业地位以来，历经三次转型，从一个单纯的办公软件企业发展到了如今“办公+游戏+移动互联网+云端大数据”四大板块的互联网软件跨界公司。

图 1 公司历史沿革



资料来源：金山软件官网、中投证券（香港）

公司前两次成功转型的经历，以及掌舵人雷军对互联网行业出色的理解，让我们对未来金山公司在云端业务的转型发展充满期待。

### 2. 公司股权结构：雷军系重要一员

图 2 公司股权结构



资料来源：WIND、中投证券（香港）

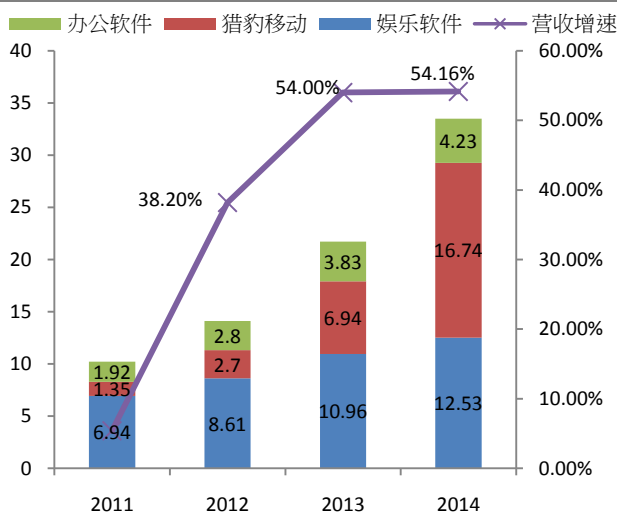
公司是小米生态链上的重要一环。雷军是公司的实际控制人，金山与小米是“雷军系”最重要的两个平台，金山专注于软件与互联网服务，小米则是硬件的垂直整合。小米参股“金山云”24.5%的股权，未来小米与金山云产生协同效应是大概率事件，借助

小米硬件在产业链上的垂直整合效应，金山云以及其他金山业务有望以预装软件的形式与小米生态协同共生。

### 3. 主营业务简介：猎豹营收快速增长，游戏是利润主要来源

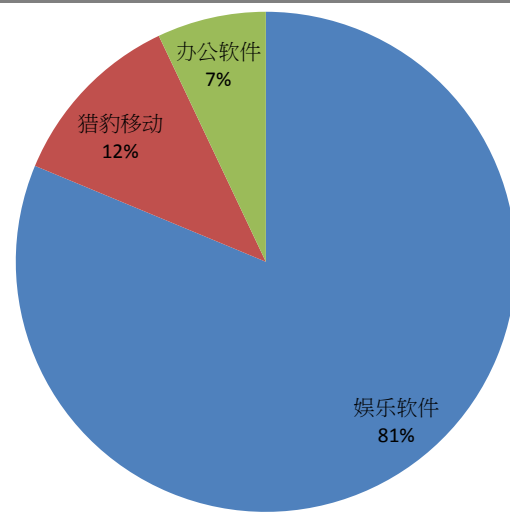
公司目前主要经营四大业务：办公软件（WPS）、猎豹移动、娱乐软件和大数据云。办公软件主要是以 WPS 为主，是中国自主研发的第一款办公软件，以高性价比在业界长青不衰。娱乐软件以西山居为运作平台，拥有“剑侠情缘”等一系列核心脚本，对存量用户有较强粘性。改组上市后的猎豹移动囊括了以前金山网络的业务链条，并且在移动 APP 研发方面发力，已经发展成为工具类 APP 巨头，比肩脸谱(Facebook)、谷歌(Google)。大数据云业务以全资子公司—金山云为运作平台，目前还处于种子阶段，未来成长性巨大。

图 3 分业务营收种类（单位：亿元）



资料来源：公司公告、中投证券（香港）

图 4 分业务毛利分析 (%)



资料来源：公司公告、中投证券（香港）

2014 年公司总营收 33.51 亿元，同比增加 54.2%。分业务来看，猎豹移动营收成长最快，娱乐软件业务贡献营业利润最多。毛利的分布情况与营收类似，这里我们分析对比营业利润来衡量各个业务对净利的贡献程度。从营业利润方面来看，西山居是绝对的现金牛，占到整个毛利的 80%。WPS 在 2013 年对净利的贡献达到阶段性高点后，呈现增速放缓的趋势。猎豹移动在营销与扩张方面的加大投入导致对利润贡献占比较少。金山云由于还在起步阶段，还没有对营收和盈利产生实质性影响。金山云业务对公司价值的影响更多的是估值方面的。

## 分业务介绍

### 1. 猎豹移动—深耕工具类 APP 的互联网运营商

自 2010 年猎豹前身金山网络成立以来，历经 5 年，公司于 2014 年 5 月独立上市。目前猎豹移动已经拥有多个大众 APP，用户基数日益壮大。伴随着用户粘性的日益增强，公司的流量货币化进程愈发加速。

#### 1.1 猎豹移动经营模式—弱粘性的流量变现

猎豹的盈利模式与 360 非常像，都是以工具类软件抓取客户培养粘性，然后利用流量变现这一路径。不同的是，猎豹移动更加专注于移动端，PC 端多是金山时代遗留下来的产品。相比于 QQ 等社交类软件，工具类软件缺少用户交互所带来的粘性加强效果，所以要有一个引流变现出口而不能直接在工具类 APP 上变现。这个道理可以用情景描述来解释，例如 QQ 弹出的会员广告或者淘宝引流，你会厌烦的关掉而并不会因此而弃用 QQ，原因是社交带来的强粘性留住了你；但是如果是一个辅助工具类的 APP 例如“清理大师”，你会因为广告过多而直接卸载从而选择其他应用代替，这就是粘性强弱的差别。

图 5 猎豹移动经营模式简图

	工具类应用用户抓取，粘性培养	引流、优化流量，粘性巩固	货币化途径
移动端			<ol style="list-style-type: none"> <li>1、广告植入</li> <li>2、APP 分发</li> <li>3、电子商务引流</li> <li>4、增值服务</li> <li>5、搜索排名</li> <li>6、手游分成</li> <li>7、电信增值服务</li> </ol>
PC 端			<ol style="list-style-type: none"> <li>1、会员增值服务</li> <li>2、网站引流</li> <li>3、网页游戏运营</li> <li>4、搜索排名</li> <li>5、广告植入</li> <li>6、电商服务</li> </ol>

资料来源：WIND、中投证券（香港）

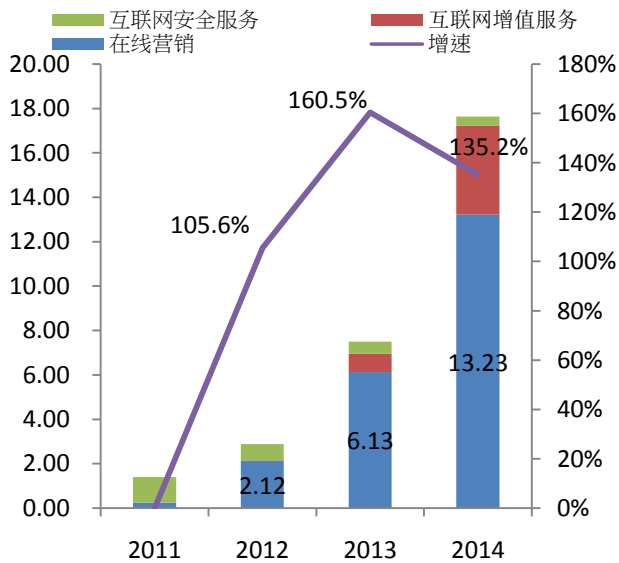
在 PC 端，猎豹移动通过工具类程序咬合网民需求抓取客户获得粘性，进而通过门户网站与游戏变现。猎豹移动成功的将三级火箭发展模式应用在了移动端工具类 APP 市场上。首先，猎豹移动凭借“火车头效应”提升整体工具类矩阵的粘性，最终实现用户抓取的目的。第二，通过 APP 引流的形式将流量汇集到变现平台——“猎豹手机浏览器”。第三，在巩固粘性的同时，通过猎豹手机浏览器进行流量变现。

## 1.2 跨越文化边界的传播决定数量级

工具类 APP 的用户粘性虽然弱，但是因为文化影响较小可以更容易的跨地域跨文化的传播，这一特性让猎豹的市场空间从中国走向了世界。猎豹移动正是利用这一特性在海外市场打出了一片天。目前猎豹的多个拳头产品已经在 Google Play 的排行上稳居前五。猎豹对产品的要求是--轻、快、安全。对产品化繁为简的极致要求让猎豹应用有了更好的用户体验，而只有更好的用户体验才能提升用户粘性，这是猎豹安身立命的根本。

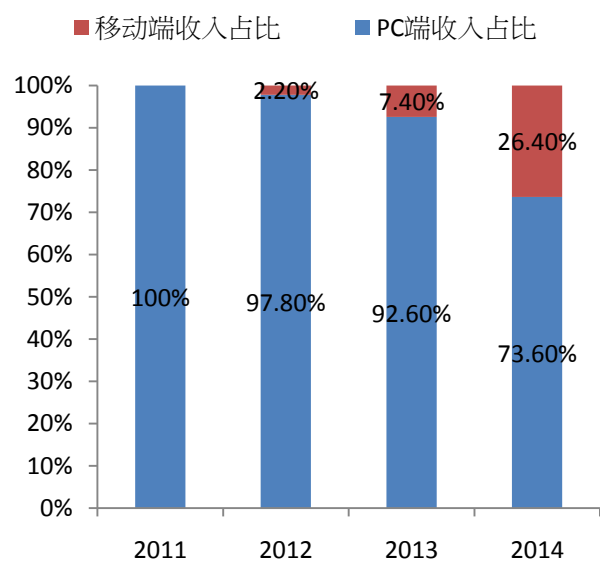


图 6 猎豹移动分业务营收（单位：亿元）



资料来源：猎豹移动年报、中投证券（香港）

图 7 移动端收入占比情况

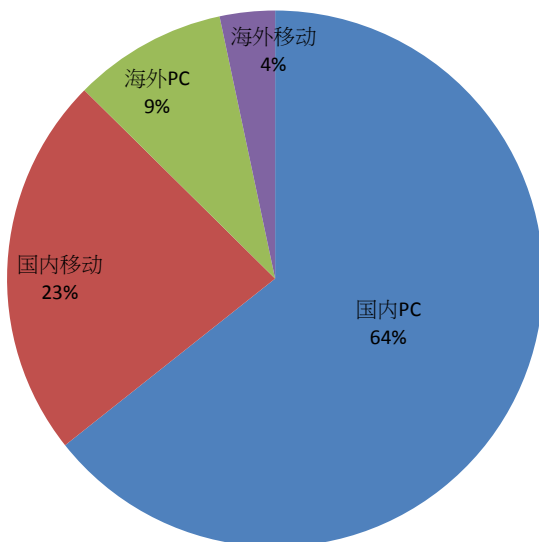


资料来源：猎豹移动年报、中投证券（香港）

猎豹自 2011 年独立以来，营收每年递增 100% 以上，贡献最大的是在线营销业务。从移动端和 PC 端占比来看，移动端逐渐开始发力，PC 端营收稳定增长，移动端占比逐渐增大。营收的主要驱动因素是月活跃度用户(MAU 值，monthly active users)与单用户营收 (ARPU 值，average revenue per user)。用户数目与 MAU 与 APP 或者软件的用户体验成正比，而 ARPU 上限主要取决于 APP 或者软件的粘性强弱。

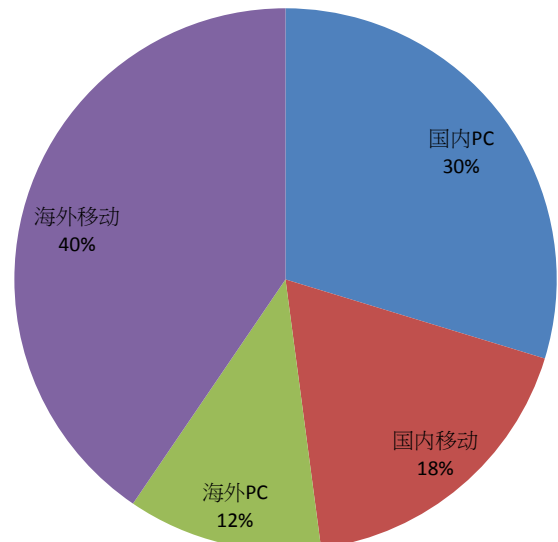
按地域和端口拆分后，我们发现国内 PC 市场是目前主要的营收来源，但是由于 PC 存量 MAU 增长已经放缓，未来这块细分市场的增长潜力不大。猎豹移动将主要的研发与投资都投入到了海外移动端这个蓝海的市場，未来海外的移动端将会是猎豹移动主要的营收来源。

图 8 2014 年营收按地域以及端口拆分



资料来源：猎豹移动年报、中投证券（香港）

图 9 MAU（月活跃用户）存量情况



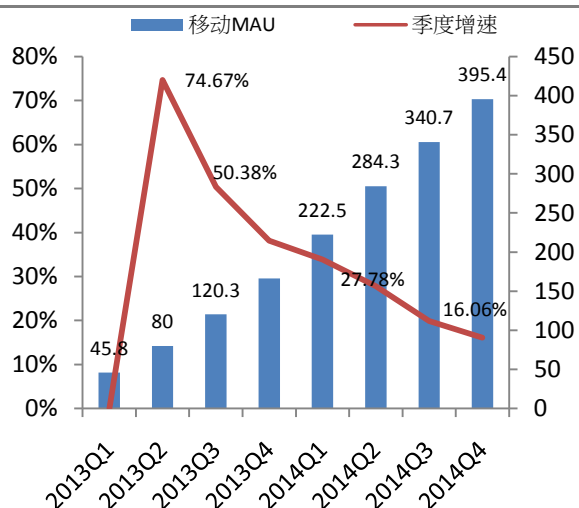
资料来源：猎豹移动年报、中投证券（香港）

从逻辑上来讲，猎豹工具类软件的变现能力与文化及语言区域并不相关。但是对比营收数据与 MAU 数据，我们发现海外移动的 MAU 与目前海外移动营收占比产生了巨

大的差异。这里有两个可能性：第一，海外移动用户的粘性货币化与国内存在差异导致盈利体现不佳。第二，海外移动端货币转化的过程还未真正发力。我们倾向于相信第二个原因，猎豹移动的海外 MAU 可以通过嫁接海外公司实现变现，这个过程可能会缓慢些但是最终的结果不会改变。

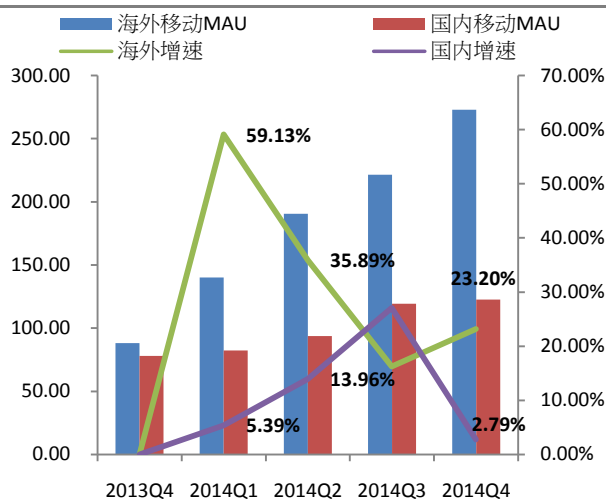
没有真正发力的原因有主观原因也有客观原因。客观上，在国外的 APP 市场里还没有非社交工具类软件大量变现的先例，这对于下游的广告商、游戏运营商对猎豹移动的超级 APP 渠道引流价值估计不足。主观上，变现会牺牲一定的用户粘性，给潜在的竞争者切入空间，目前猎豹正在继续扩大自己的先发优势，稳固住细分工具市场的领导地位。

图 10 季度移动活跃用户统计（单位：百万人）



资料来源：WIND、中投证券（香港）

图 11 国内海外 MAU 情况比较（单位：百万人）



资料来源：WIND、中投证券（香港）

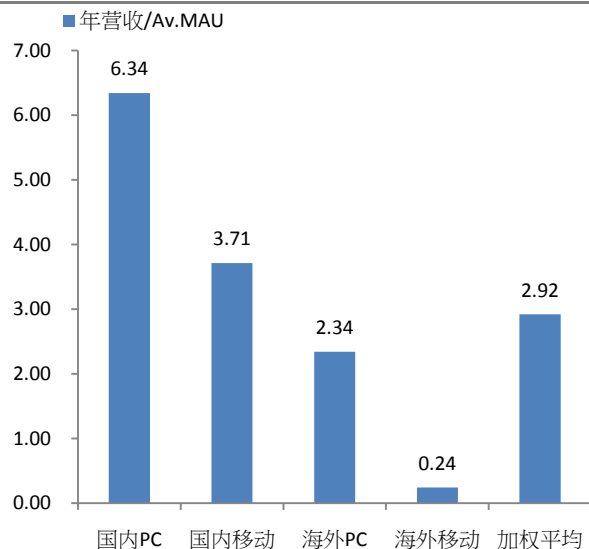
猎豹移动存量活跃用户已经接近 4 亿，季度增速虽然有所放缓，但是季度增量一直维持在 3500 万到 5000 万之间，预计这个增量规模还会维持至少 1 年。社交类互联网企业在 MAU 增速放缓时一般认为达到了扩张边界，但是猎豹移动是以工具类 APP 为主，并没有社交类 APP 交互推荐的效应。所以增速放缓即为边界的结论在猎豹身上不适用，未来季度增量还将保持 3500 万到 5000 万之间。目前猎豹移动，并没有大力开发国内市场，主要是由于战略定位的问题，但是当海外市场发展到了一定规模，深度参与国内竞争是大概率事件。未来人数量级上的天花板可以对标 FACEBOOK 的 14 亿 MAU 中的安卓用户，大约为 9.8 亿。由此推断数量级上还有 1 倍以上的成长空间。



### 1.3 海外 MAU 货币化发力在即

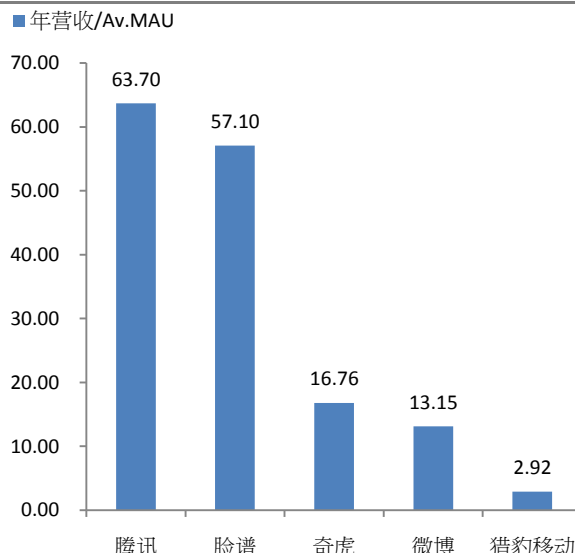
目前主要营收来自于国内，而主要 MAU 群体集中于海外，这种错配的根本原因是海外货币化不足造成的。猎豹移动通过火车头效应已经获得了粘性的积累，MAU 的货币化只是时间问题。

图 12 猎豹分业务年化 ARPU (人民币元)



资料来源：公司年报、中投证券（香港）

图 13 可比上市公司全业务口径年化 ARPU (元)



资料来源：上市公司年报、中投证券（香港）

公司的海外移动业务的货币化率是最低的，货币化的过程还没有开始。对比自身同类国内业务 ARPU，海外移动货币化能力还有 15 倍的提升空间。猎豹各类业务加权平均 ARPU 大概 3 元人民币，相比同类奇虎 360 的 16.76 元 ARPU 也有很大提升空间。因为海外用户地域分散较广，保守估计应该给予一定折价。假设国内 PC 端与移动端 ARPU 的比值将会复制到海外，按照目前的海外 PC 端人均换算移动端 ARPU 应为 1.37 元人民币，对比现值 ARPU 0.24 元，还有 5.71 倍的增幅。假设目前海外与国内占比不变，在海外移动业务充分货币化之后，预测今年年末公司加权 ARPU 应该为 3.39 元。2015 年一季度，海外 MAU 呈现高增长态势，总体存量活跃用户达到 4.35 亿人。

表 1 猎豹移动按季度预测

	2015Q1A	2015Q2E	2015Q3E	2015Q4E	2016Q1E	2016Q2E
MAU 预测 (百万人)	443	480	520	520	520	520
ARPU (RMB)	1.52	2	2.5	3	3.5	3.93
季度营收(亿元)	6.72	9.60	13.00	15.60	18.20	20.44

资料来源：中投证券（香港）

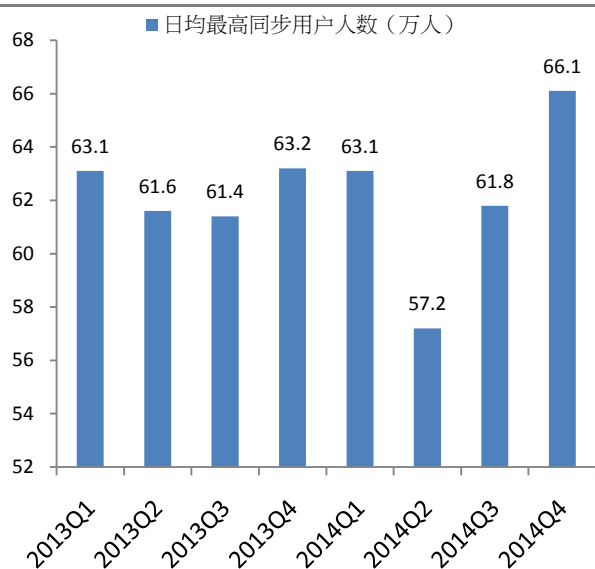
假设，MAU 总数保持每季度 4 千万人数速度递增，货币化进程在 2015 年开始加速，到 2016 年中达到 3.93 元的水平。根据预测模型得出 2015 年全年总收入达到 44.92 亿相比 2014 年 17.64 亿增长 254%，对应动态 P/S 率仅为 6.34 倍。公司今年将会迎来用户基数与货币化率双重增长的爆发期，今年一季度 MAU 达到了 4.43 亿人，季度营收达到 6.72 亿。基于公司未来可能的高增长，参考全行业动态 P/S 长期回归线 10 倍左右，保守估计给予公司 P/S 10 倍估值，对应估值为 449.2 亿人民币。目前美股总市值 280 亿人民币左右，还有很大上行空间。

## 2. 西山居—2015 年，手游爆发之年

西山居是公司娱乐软件的运行平台，是老牌知名游戏运营商，拥著名脚本“剑侠情缘”去年贡献营收 12.5 亿元，占到整个营收的近 40%，毛利贡献近 80%，是公司主要的盈利来源。

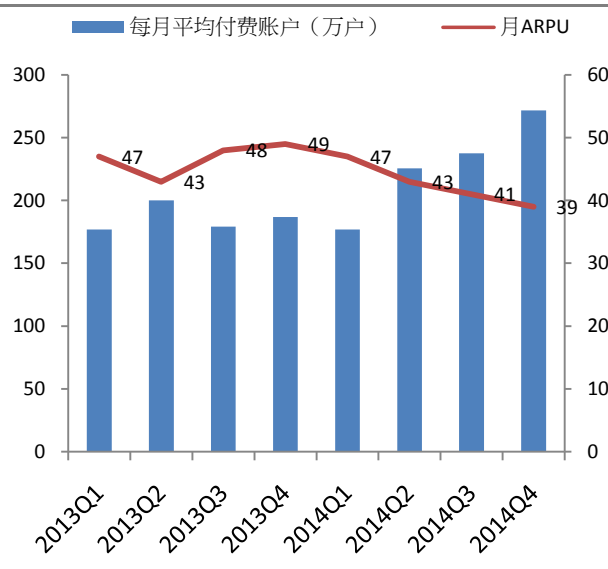
**PC 端网游王者进军手游运营商。**西山居在 PC 端游戏的研发可以追溯到 90 年代，精品脚本加细致研发的网游是公司的主力产品，在业界享有良好的口碑。2013 年开始，西山居战略转型向手游端进发。2014 年 11 月移动端首个 3D 卡游类 APP“变身吧主公”正式上线，2015 年后陆续储备了 12 款手游，料将继续抢占手游市场。

图 14 西山居日均最高同步用户数（万人）



资料来源：WIND、中投证券（香港）

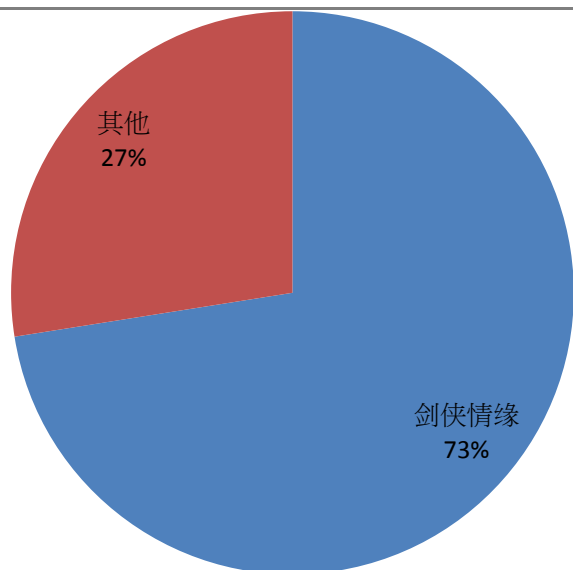
图 15 西山居月 ARPU（元）与付费用户数（万户）



资料来源：WIND、中投证券（香港）

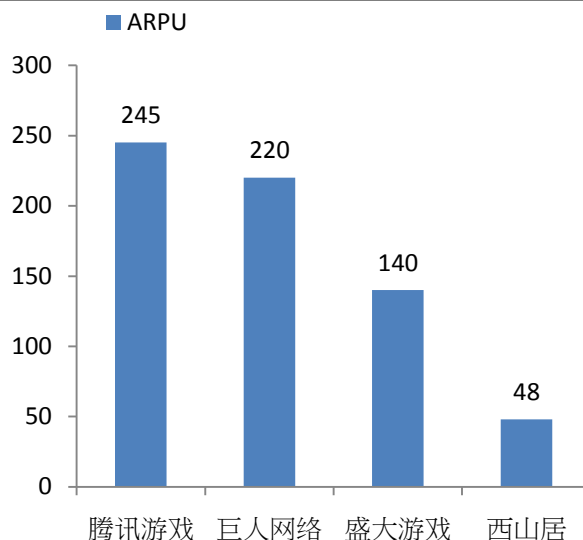
公司日均同步人数在 2014 年二季度大幅下滑，主因是公司宣布战略转型将原有 PC 端的研发力量在一季度的时候投向了手游端，这直接导致了 PC 端新品供给不足。公司自 2013 年中旬开始停掉了大部分端游的推广工作，将主要精力集中在手游的推广上。如果去除转型影响，在 2014 年下半年同步用户数有了强劲增长，这主要得益于“剑三”的贡献。从每月平均付费用户上看，西山居实现了稳步增长。月 ARPU 自 2013 年年底开始出现下滑，是由于“剑三”较低的月 ARPU 在总权重中占比加大导致的。

图 16 剑侠情缘营收占比



资料来源：WIND、中投证券（香港）

图 17 游戏公司 ARPU 对比（单位：人民币元）



资料来源：WIND、中投证券（香港）

“剑侠情缘”的武侠情节主要目标客户大多是学生，所以 ARPU 在整体比较低。对比其他的游戏运营公司还有很大的差距，由于群体固化，在“剑侠情缘”网游上提升 ARPU 的难度比较大。未来 ARPU 提升的动力主要来自于高粘性新品的推出和手游 ARPU 的占比增大上。

**借力小米渠道重铸往日荣光。**根据 CINNIC 以及艾瑞咨询的统计（参见互联网行业报告），手游玩家增速已经趋缓，PC 端向移动端引流基本结束。未来的手游市场存量竞争将会是主流，如何在存量的市场中占得一席之地，是金山首要解决的问题。西山居在渠道分发上可以借助小米商店的分发渠道。按照艾瑞咨询的统计，小米商店已经超越豌豆荚成为了安卓国内排名第四的分发渠道，月分发量达到了 17 亿。随着小米生态的继续扩张，存量小米手机的持续增长，小米商店的渠道引流作用会愈发明显，对西山居未来在手游端的竞争形成了强有力的支撑。

**2015 年手游爆发之年，转型成功与否就看今朝。**三年磨一剑，精工细作，年内推出 13 款手游。背靠小米增加渠道优势。金山手游的盈利能力如何，目前还很难判断。比如 ARPU 是否会看齐腾讯等手游巨头，还是延续 PC 端的大众路线？MAU 是否有巨量增长？但是凭借往日的端游运营经验，以及精品游戏的打造能力，相信西山居今年的业绩会大幅超预期。从“变身吧主公”去年 12 月份的经营数据推算（8000 万流水，3000 万净利），假设所有 12 款手游能在今年 6 月推出，盈利能力与“变身吧主公”相同，净利率为 40%，预计手游业务对净利的贡献至少是 4 亿左右（仅“变身吧主公”预计贡献净利将会达到 3.6 亿，考虑到其他手游前期推广费用给予较低盈利预计）。综合预测全年娱乐版块贡献净利约为 8.3 亿（手游+PC 端）。目前游戏版块估值区间在 20-30 倍 PE，考虑到公司转型的不确定性，保守给予公司 20 倍 PE。西山居整体估值大约 166 亿元。

### 3. WPS：向移动端转型，向云办公靠拢

WPS 目前主要的收入来源是政府与大型国企的采购，对净利贡献较低。个人版目前实行全面免费策略扩大市场占有率。根据雷军先生对年报的解读，WPS 去年贡献 2.9 亿营收，同比微增 1%。WPS 与小米的整合正在进一步深化，比如 WPS 邮件小米版预装，移动 WPS 云办公等等。另外，公司将会受益于国企软件国产化的浪潮。作为一款已经有 20 多年历史的国人自主研发的办公软件，在软件去外国化的浪潮中将会持续受益。

**WPS 正在逐步加码移动端，嫁接云平台。**以免费策略积累个人移动端用户，通过与兄弟公司的联营拓展分发渠道增加云移动服务，是 WPS 未来移动端战略延伸的重点。目前 WPS 在移动端的 MAU 已经达到了 8.5 亿，货币化还未开始，后续来自个人用户的变现值得期待。但是在办公软件货币化的途径上还没有类似可以借鉴的成功先例，公司是否能把存量用户成功转化是下一步业绩能否上一个台阶的重点。

估值方面，考虑到公司具有一定的稀缺性，参考恒生咨询科技业 2014 年平均 PE20-25 倍，按行业均值下限给予 WPS 动态 PE20 倍的估值，预计明年净利与今年大体保持一致，总体估值 14 亿人民币。

## 4. 金山云—让遥远的大数据时代近在咫尺

**以游戏云为切入点。**金山云成立不到 3 年，处于刚起步的阶段。目前主要的收入来源是为网游与手游开发商提供全套的第三方数据解决方案，包括内测、数据备份、日常运营、Bug 修正、推广与互联网安防系统。公司在对接游戏云方面有明显的先发优势，金山云有一批技术骨干就是原来西山居后台运营的主力，对游戏运营的理解相对深刻，技术储备充足。以游戏云作为战略切入点让金山云迈出了良好的第一步。

**表 2 金山云主要产品分类以及介绍**

产品分类	主要产品	介绍
计算与网络	BGP 机房服务	基础网络服务，优化选择最优物理带宽
	金山云主机	主机外包服务，满足客户在大压力读写情况下，能够保证业务正常运行
	负载均衡服务	分担客户服务器访问负荷，智能屏蔽异常访问
	CDN 访问加速	将内容加速部分分发到 CDN 节点缓存，提升用户访问读取速度，降低客户服务器负载
数据库	关系型数据库	支持数据回转，多点备份，全面兼容 MySQL。
云储存	个人云储存	对接小米应用云，私人订制云储蓄，用户隔离，存量弹性控制
	企业云储存	多时点备份，支持移动云平台、网银、在线办公。契合网游客户特性，支持多应用扩展
监控与安全	云监控	为用户提供更低的部署门槛和学习成本。提高故障定位效率。
	云安全	依托金山多年来雄厚的技术积累和安全经验，云安全产品为用户提供 CC、SYN flood、UDP flood 等 DDos 防护，支持网络层危险行为分析和流量清洗功能

资料来源：公司网站、中投证券（香港）

**在雷军系中茁壮成长，战略地位愈发重要。**结合兄弟公司“小米”“西山居”的交叉营销，金山云的营收有望在未来得到爆发性的增长。目前金山云承担了“西山居”“猎豹移动”的云计算与存储平台业务，并且承担了小米云 75% 的云储存业务。雷军在多个场合公开表示，““云服务”是未来发展方向，肯定要大力做，不是我们做（指“小米”）就是兄弟公司做。”雷军董事长在 2015 年提出“all-in”计划，将在未来 3-5 年在金山云子公司上投入 10 亿美金，接近 60 亿人民币。这是金山集团成立 26 年来最大的一笔投资计划。“金山云”在雷军系中的地位已经上升到了核心战略的地位，是未来主要的发展方向。

**危险与机会并存, 破釜沉舟所谋者大哉。**小米云与金山云将来的合作会越来越紧密, 从业务层级角度来说小米云处于应用层级 (原理与 icloud 属于云服务的入口端, 信息输入端), 而金山云属于基础云服务提供商 (属于数据存储于基础云计算的后台处理端)。而后端的信息处理量的大小直接取决于入口端的流量累计, 换句话说假设小米的基础云服务都交给金山来做, 小米云的量越大金山云的业务量会同比上升。2014 年小米云服务的数据量相比 2013 年增长 7 倍, 预计 2015 年还有 5 倍增长。小米云用户量 7000 万人, 总储蓄 47 个 PB (1PB=1024TB, 1TB=1024G)。维护一个 P 的内容储存一年, 成本大概是 250 万-300 万人民币。这意味这每年 1P 的数据至少应该产生出 300 万的利润才能够达到盈亏平衡, 而 50P 就是 1.5 亿元。金山云的模式是走 B 端路线不走 C 端, 也就是将火力集中在游戏运营商, 互联网运营商方面, 在 B 端中再细分, 金山云主要做细分市场中的基础云服务 (基础云计算, 基础云储蓄)。

**表 3 云服务层级及具体应用介绍**

云服务层级	具体应用以及功能
数据入口	手机、手环、平板、电脑
应用云--小米云	小米游戏、米聊、照片云存储、猎豹系列应用
基础云--金山云	云存储、云计算、数据库、云安全、云主机、负载均衡优化
云计算基础设施--世纪互联	IDC、BGP 动态带宽选择、CDN 加速

资料来源: 公司网站、中投证券 (香港)

大数据变现是金山云未来重要拐点。根据上文初步测算, 运营 50P 的数据成本为 1.5 亿元, 100P 则为 3 亿元。未来金山云的量级为 EB 级别, 也就是每个 E 单位数据每年耗费的成本大约为 30 亿元人民币, 如果金山云找不到货币化大数据的渠道或者货币化不足, 公司现金很快就会烧完。现在金山云选取的是一条稳健的发展策略, 走的是边赚钱边拓展市场的 B 端策略。但是未来并不排除走 C 端战略的可能, 即烧钱囤积用户数据, 然后再利用数据寻找货币化出口。

估值参考上轮融资定价, 给予公司 6 亿美金市值。2015 年 3 月底, IDG 与金山软件宣布向金山云融资 5266 万美元, 其中 IDG 获得 3.98% 股权, 对价 2046 万美元, 对公司总体估值为 5.14 亿美金, 按 6: 1 的美元汇率, 对应人民币估值为 30.84 亿。

## 金山软件总体估值

目前的金山软件，主要分为四大业务板块即猎豹、西山居、WPS 以及金山云，各个业务板块相对独立互有协同。由于公司是以控股公司形式参与各个事业部或者子公司的利润分享，所以会有一定的折价率。

**表 4 金山软件估值表**

	估值方法	2015 指标	标准	2014 行业 估值区间	子公司估值 (亿人民币)	金山 占比	控股折 价率	对应估值 (亿人民币)
猎豹移动	PS	44.92 亿营收	10 倍动态 PS	8-13 倍	449.2	46.90%	10.00%	189.61
西山居	PE	8.3 亿净利	20 倍动态 PE	20-30 倍	166	76.50%	10.00%	114.29
金山云	股权出让对价	3.98% 股权对价 2046 万美元	无	无	30.84	52.30%	10.00%	14.52
WPS	PE	7000 万净利	20 倍动态 PE	20-25 倍	14	72.30%	10.00%	9.11
世纪互联	市值占比	12.55 亿美元市值	无	无	75	11.40%	10.00%	7.70
迅雷	市值占比	7.46 亿美元市值	无	无	44.76	11.19%	10.00%	4.51
估值合计	-	-	-	-	-	-	-	339.73

资料来源：WIND、中投证券（香港）

对于每一个业务的估值我们选取的都基本是行业的下限，估值具有较强安全边际，对应人民币总市值 339.73 亿，港股市值 424.66 亿元，对应股价 35.38 港元。考虑到未来金山云潜在的高成长，以及猎豹移动在海外市场超预期的可能性，给予金山 2015 年动态 PE25 倍，结合 2015 年预测净利润 15.94 亿，对应总市值 398.5 亿人民币，给予目标价 33.2 人民币(41.5 港元)。综合上述分析，给予金山软件强烈推荐评级。



**附：财务预测表**

损益表 (百万人民币)

截止至12月31日	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
销售收入	1,411	2,173	3,351	7,672	9,935
销售成本	(187)	(297)	(588)	(1,304)	(1,689)
毛利	1,224	1,876	2,763	6,368	8,246
其他收入	29	46	219	200	200
销售费用	(366)	(458)	(1,030)	(2,302)	(2,981)
研发费用	(408)	(604)	(958)	(2,148)	(2,782)
经营溢利	479	860	994	2,118	2,684
融资成本	(89)	(105)	(117)	(150)	(150)
应占共同控制实体及联营公司溢利	9	1	0	0	0
税前盈利	528	825	951	1,968	2,534
所得税	(61)	(71)	(95)	(197)	(253)
少数股东权益	(34)	(83)	(87)	(177)	(228)
净利润	433	671	769	1,594	2,052
成长能力					
销售收入	110.0%	154.0%	154.2%	228.9%	129.5%
毛利	40.3%	53.3%	47.3%	130.5%	29.5%
净利润	33.2%	55.0%	14.6%	107.3%	28.7%

现金流量表 (百万人民币)

截止至12月31日	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
税前利润	528	825	951	1,968	2,534
折旧摊销	89	99	86	145	246
营运资金变动	23	100	407	(73)	134
其他	(83)	(85)	(212)	(347)	(519)
经营性现金流	557	939	1,232	1,693	2,395
购置资产	(82)	(100)	(270)	(400)	(500)
资产变现	1	3	0	0	0
其他	(982)	53	(1)	0	0
投资性现金流	(1,063)	(44)	(271)	(400)	(500)
增发	8	583	0	0	0
净贷款增加	414	1,240	1,745	1,500	1,500
股利分配	(93)	(101)	0	0	0
其他	(319)	(600)	1,827	0	0
融资性现金流	10	1,122	3,572	1,500	1,500
现金变化	(496)	2,017	4,533	2,793	3,395
期末持有现金	2,416	4,481	9,110	10,959	12,905

资产负债表 (百万人民币)

截止至12月31日	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
现金及银行结余	2,416	4,481	9,110	10,959	12,905
净应收帐款	412	472	552	753	987
存货	17	4	3	3	3
其他	220	118	120	120	120
流动资产小计	3,065	5,075	9,785	11,835	14,015
土地使用权	43	43	43	43	43
物业、厂房及设备	595	730	841	575	575
于联营公司之权益	14	35	35	35	35
非流动资产小计	652	808	919	653	653
资产总计	3,717	5,883	10,704	12,488	14,668
应付款项	23	32	532	500	500
短期债务	414	16	16	16	16
其他应付款	496	740	735	735	735
流动负债小计	933	788	1,283	1,251	1,251
长期借款	0	1,116	2,876	2,876	2,876
其他非流动负债	34	69	71	71	71
非流动负债小计	34	1,185	2,947	2,947	2,947
总负债	967	1,973	4,230	4,198	4,198
股本	5	5	5	5	5
少数股东权益	160	450	537	600	600
资本公积	2,585	3,455	5,932	7,685	9,865
股东权益	2,750	3,910	6,474	8,290	10,470
总负债与权益合计	3,717	5,883	10,704	12,488	14,668

截止至12月31日	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
获利能力					
毛利率	86.7%	86.3%	82.5%	83.0%	83.0%
净利率	30.7%	30.9%	22.9%	20.8%	20.7%
ROE	15.7%	17.2%	11.9%	19.2%	19.6%
ROA	11.6%	11.4%	7.2%	12.8%	14.0%
实际税率	11.6%	8.6%	10.0%	10.0%	10.0%
偿还能力					
资产负债率	26.0%	33.5%	39.5%	33.6%	28.6%
流动比率	2.9	2.5	2.3	2.8	3.3
每股指标 (元)					
每股收益	0.38	0.58	0.66	1.40	1.80
每股净资产	2.41	3.43	5.68	7.28	9.19
估值比率 (倍)					
PE(TTM)	65.5	42.9	37.7	17.8	13.8
PB	10.3	7.3	4.4	3.4	2.7

**免责声明**

投资评级定义：

公司评级：

强烈推荐：预期未来6-12个月内，股价相对恒生指数涨幅20%以上

推荐：预期未来6-12个月内，股价相对恒生指数涨幅介于10%-20%之间

中性：预期未来6-12个月内，股价相对恒生指数变动介于±10%之间

回避：预期未来6-12个月内，股价相对恒生指数跌幅10%以上

行业评级

看好：预期未来6-12个月内，行业指数表现优于恒生指数5%以上

中性：预期未来6-12个月内，行业指数表现相对恒生指数持平

看淡：预期未来6-12个月内，行业指数表现弱于恒生指数5%以上

本报告所载信息、工具及数据仅作参考数据用途，并不用作或视为销售、提呈或招揽购买或认购本报告所述证券、投资产品或其他金融工具之邀请或要约，也不构成对有关证券、投资产品或其他金融工具的任何意见或建议。编制本研究报告仅作一般发送。并不考虑接获本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况及特别需求。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下须就本报告所述任何证券咨询独立财务顾问。

本报告所载信息、工具及数据并非用作或拟作分派予在分派、刊发、提供或使用有关信息、工具及数据抵触适用法例或规例之司法权区或导致中投证券(香港)金融控股有限公司的子公司包括中投证券国际经纪有限公司及中投证券国际期货有限公司(统称「中投证券(香港)」)须遵守该司法权区之任何注册或申领牌照规定的有关司法权区的公民或居民。

本报告所载资料及意见均获自或源于中投证券(香港)可信之数据源，但中投证券(香港)并不就其准确性或完整性作出任何声明，于法律及/或法规准许情况下，中投证券(香港)概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。中投证券(香港)可能已刊发与本报告不一致及与本报告所载资料达致不同结论之其他报告。该等报告反映不同假设、观点及编制报告之分析员之分析方法。

主要负责编制本报告之研究分析员确认：(a) 本报告所载所有观点准确反映其有关任何及所有所述证券或发行人之个人观点；及

(b) 其于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与其薪酬无关。

过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

中投证券(香港)之董事或雇员，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决定，可能与本报告所述的观点并不一致。

**一般披露事项**

中投证券(香港)及其高级职员、董事及雇员(包括编制或刊发本报告之相关人士)可以在法律准许下不时参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，为有关发行人提供服务或招揽业务，及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。此外，其可能为本报告所呈列资料所述之证券担任市场庄家。中投证券(香港)可以在法律准许下，在本报告所呈列的数据刊发前利用或使用有关数据行事或进行研究或分析。中投证券(香港)一名或以上之董事、高级职员及/或雇员可担任本报告所载证券发行人之董事。

本研究报告的编制仅供一般刊发。本报告所并无考虑收取本报告的任何个别人士之特定投资目标、财务状况及个别需。本报告所载数据相信为可予信赖，然而其完整性及准确性并无保证。本报告所发表之意见可予更改而毋须通知，本报告任何部分不得解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券或金融工具。中投证券(香港)毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任。

**根据香港证券及期货事务监察委员会规定之监管披露事项**

中投证券(香港)之政策：

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金不应与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

禁止研究分析员或其联系人从事其研究/分析/涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

禁止研究分析员或其联系人担任其研究/分析/涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

中投证券(香港)并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

中投证券(香港)与报告中提到的公司在最近的12个月内没有任何投资银行业务关系。

中投证券(香港)及其编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

**中投证券国际经纪有限公司 / 中投证券国际期货有限公司**

63/F, Bank of China Tower, 1 Garden Road, Central, Hong Kong

香港中环花园道1号中银大厦63楼

Tel 电话：(852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

Fax 传真：(852) 3983 0899(公司) (852) 3983 0855 (客户服务)

<http://www.china-invs.hk/>