

Company Report

Kingsoft (3888 HK)

Go big or go home

- Development of Cheetah Mobile and Kingsoft Cloud are key catalysts
- 2015 OPM to drop due to the "All-in" strategy
- 2016 is the start of harvest cycle for Kingsoft

Cheetah Mobile: emerging top global mobile ad platform

Mobile MAU for CM reached 395mn in 4Q. Mobile revenue and overseas revenue accounted for 38% and 24% of total revenue respectively in 4Q. We believe CM has proved mobile ads monetization capability in overseas market. In 2015, CM is targeting 1) 600mn mobile MAU; 2) over 100% revenue growth; 3) overseas mobile ad to be key growth driver

Kingsoft Cloud: the heart of Xiaomi, future of Kingsoft

We believe Kingsoft cloud has great potential as the only cloud service provider in XiaoMi ecosystem. In short term, Kingsoft Cloud will benefited from explosive growth of data generated inside XiaoMi ecosystem. In the long term, Kingsoft Cloud has the potential to become one of the top cloud service providers in China. We expect 2015-17E Kingsoft Cloud revenue to achieve RMB450mn, RMB1400mn and RMB3000mn, representing 9%, 16% and 22% of total revenue.

All-in 2015, harvesting 2016

We expect Kingsoft to continue the "All-in" strategy mainly focusing on investing in CM and Kingsoft Cloud. Given its ambitious 2015 target, CM will increase marketing and R&D expenses; Kingsoft Cloud will increase investment in IDC resources and talents. We expect Kingsoft's OPM to decline to 13% in 2015 from 15% in 2014. Mobile game business is key swing factor for Kingsoft's performance in 2015. Our estimation does not include mobile game contribution. If success, it will be a significant boost for OPM. We expect Kingsoft to enter harvest cycle from 2016 due to 1) significant OPM recover for CM; 2) Kingsoft Cloud will breakeven.

Valuation and rating

We revised down 2015 earnings estimates by 7.8% and revised up 2016 earnings estimates by 2.5% due to new OPM assumptions. We cut DCF-based TP to HK\$30, implying 29x 2015E P/E. Kingsoft is trading at 25x2015E P/E vs. industry average of 31x2015E P/E. Reiterate BUY.

Financials

RMB mn	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Revenue	2,173	3,350	5,561	9,104	13,836
Growth (%)	54%	54%	66%	64%	52%
NP to parent	671	769	806	1,519	2,515
Growth (%)	39%	15%	5%	88%	66%
EPS (RMB)	0.60	0.63	0.64	1.20	1.98
DPS (RMB)	0.12	0.13	0.13	0.13	1.13
P/E (x)	25.05	24.84	24.59	13.05	7.89
P/B (x)	5.10	3.32	2.91	2.26	1.62
ROE (%)	20%	14%	12%	22%	29%

Source: Company data, CMS (HK) estimates

Jeff HAO

852-31896117

haoyf@cmschina.com.hk

WHAT'S NEW

TP and EPS estimates downgraded

BUY

Previous	BUY
Price	HK\$19.56
12-month Target Price (Potential upside)	HK\$30.00 (+53%)
Previous	HK\$30.32

Price Performance



Source: Bigdata

%	1m	6m	12m
3888 HK	(3.2)	(9.5)	(39.8)
HSI	(1.8)	0.3	15.1

TMT

Hang Seng Index	24375
HSCEI	12156

Key Data

52-week range (HK\$)	14.78-33.5
Market cap (HK\$ mn)	27161.8
Avg. daily volume (mn shares)	1158.79
BVPS (HK\$)	2.86

Shareholdings Structure

Jun Lei	29.87%
Tencent	9.63%
Topclick Holding	9.15%
Morgan Stanley	6.39%
No. of shares outstanding (mn)	1181.1
Free float	51.26%

Related Research

公司报告

招商证券(香港)有限公司

金山软件 (3888 HK)

Go big or go home

- 猎豹移动和金山云的增长是金山软件短期重要的催化剂
- 受到猎豹移动和金山云加大投入的影响, 2015年金山OPM将继续下降
- 2015年已成为明确的业绩底部, 2016年将是金山收获周期的开始

猎豹移动: 打造全球领先的移动广告平台

猎豹移动4Q收入再次超过管理层指引上限。移动端MAU在4Q达到3.95亿; 移动端收入占总收入由3Q的24%上升至38%; 海外移动端收入占总收入达到24%。我们相信猎豹移动已经证明了其在海外移动广告市场的货币化能力。公司2015年目标包括1) 移动端MAU达到6亿; 2) 收入增速超过100%; 3) 海外移动广告成为主要的收入增长动力。

金山云: 小米的心脏, 金山的未来

我们相信金山云作为小米生态系统内最主要的云服务供应商拥有非常可观的前景。短期来看, 金山云将受益于小米生态系统内数据量的爆发增长; 长期来看, 金山云将有机会成为中国主要的云基础设施+平台供应商之一, 受益于中国云计算行业的发展。我们预计2015-2017年金山云的收入将分别为4.5亿元、14亿元及30亿元, 占收比为9%、16%及22%。

All in 2015, 收获2016

我们预期2015年金山将继续All in策略, 投入的主要方向为猎豹移动和金山云。在2015年激进的MAU及收入目标的前提下, 猎豹移动将加大市场推广及人才层面的支出; 金山云将加大IDC资源投入及人才投入。我们预期2015年金山OPM将较2014年进一步下降至13%。另外, 手游业务是2015年金山业绩重要的变量。我们的收入及盈利预测没有包括手游业务的潜在贡献, 若手游业务成功, 则金山2015年OPM压力将明显缓解。最后, 我们预计2016年将是金山收获周期的开始, 因为1) 猎豹移动将进入盈利释放周期; 2) 金山云将实现盈亏平衡。

估值/风险提示

综合我们对收入及OPM的调整, 我们下调2015盈利预测7.8%, 上调2016年盈利预测2.5%, 并加入2017年预测。综合以上调整, 我们下调基于DCF的目标价至HK\$30, 对应29x2015E及17x2016E P/E。金山软件目前股价相当于25x2015E及13x 2016E P/E vs. 行业平均31x2015E P/E。重申买入评级。

盈利预测及估值

人民币百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业额	2,173	3,350	5,561	9,104	13,836
同比增长(%)	54%	54%	66%	64%	52%
归属母公司净利润	671	769	806	1,519	2,515
同比增长(%)	39%	15%	5%	88%	66%
每股盈利(元)	0.60	0.63	0.64	1.20	1.98
每股股息(元)	0.12	0.13	0.13	0.13	1.13
市盈率(X)	25.05	24.84	24.59	13.05	7.89
市净率(X)	5.10	3.32	2.91	2.26	1.62
ROE(%)	20%	14%	12%	22%	29%

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

郝云帆

852-31896117

haoyf@cmschina.com.hk

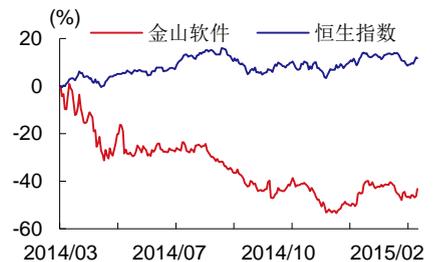
最新变动

目标价/EPS 下调

买入

前次评级	买入
股价	HK\$19.56
12个月目标价 (上涨空间)	HK\$30.00 (+53%)
前次目标价:	HK\$30.32

股价表现



资料来源: 贝格数据

%	1m	6m	12m
3888 HK	(3.2)	(9.5)	(39.8)
HIS	(1.8)	0.3	15.1

行业: TMT

恒生指数	24375
国企指数	12156

重要数据

52周股价区间(港元)	15.08-33.5
港股市值(百万港元)	27161.8
日均成交量(百万股)	14.21
每股净资产(港元)	2.86

主要股东

Jun Lei	29.87%
Tencent	9.63%
Topclick Holding	9.15%
Morgan Stanley	6.39%
总股数(百万股)	1181.1
自由流通股	51.26%

相关报告

图1: 盈利预测调整

百万人民币	之前		调整后			差异 (%)	
	2015E	2016E	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E
收入	5,021	7,215	5,561	9,104	13,836	11%	26%
娱乐软件	1,394	1,589	1,428	1,628	1,856	2%	2%
WPS	469	587	334	384	442	-29%	-35%
猎豹移动	3,136	5,017	3,348	5,692	8,538	7%	13%
金山云			450	1400	3000	-	-
收入成本	-904	-1,443	-1,501	-2,094	-2,767	66%	45%
毛利	4,117	5,772	4,448	7,192	10,792	8%	25%
研发成本	-1,205	-1,587	-1,501	-2,094	-2,767	25%	32%
销售及市场推广开支	-1,155	-1,371	-1,557	-2,276	-3,182	35%	66%
一般及行政开支	-452	-505	-500	-819	-1,245	11%	62%
股份酬金成本	-326	-397	-222	-273	-277	-32%	-31%
其他经营成本	-50	-72	-56	-91	-138	11%	26%
其他收入及收益	34	34	34	34	10	0%	0%
经营利润	963	1,874	646	1,673	3,192	-33%	-11%
出售一间联营公司收	-	-	-	-	-	0%	0%
财务收入	251	361	334	546	830	33%	51%
财务成本	-22	-25	-22	-25	-25	0%	0%
分占联营公司亏损	-8	-4	-8	-4	-4	0%	2%
分占共同控制实体亏	3	1	2	0	-2	-26%	-120%
税前盈利	1,187	2,207	952	2,190	3,991	-20%	-1%
所得税	-142	-243	-95	-219	-399	-33%	-10%
税后盈利	1,044	1,964	856	1,971	3,592	-18%	0%
少数股东权益	161	589	50	452	1,078	-69%	-23%
母公司权益	883	1,375	806	1,519	2,515	-9%	10%
Non-GAAP 母公司权益	1,210	1,772	1,029	1,792	2,791	-15%	1%
OPM	19%	26%	12%	18%	23%		

来源: 招商证券(香港) 预测

图2 招商预测vs. 市场预测

百万人民币	CMSHK			Consensus			差距(%)		
	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
收入	5,561	9,104	13,836	4,852	6,906	9,828	15%	32%	41%
毛利率	80%	79%	78%	83%	81%	81%	-3ppt	-2ppt	-3ppt
归属母公司净利润	806	1,519	2,515	825	1274	1423	-2%	19%	77%
EPS	0.64	1.20	1.98	0.65	1.01	1.49	-2%	19%	33%
Non-GAAP 归属母公 司净利润	1,029	1,792	2,791						
Non-GAAP EPS	0.81	1.41	2.20						

来源: Bloomberg, 招商证券(香港)

猎豹移动：打造全球领先的移动广告平台

猎豹移动4Q收入增长118%至5.89亿元，高于管理层指引的上线5.7亿元。收入快速增长主要受益于高速增长移动端收入，特别是海外移动端收入的快速增长。猎豹移动4Q14有几个数字值得关注：1)移动端MAU达到3.95亿，同比增长138%，其中69%为海外用户。移动产品总安装量为10.89亿；2) 移动端收入占比有3Q14的24%上升至4Q14的38%。其中海外移动端收入占总移动端收入比例达到24%，上季度为11%；3)在移动端收入中75%来自移动广告，25%来自手机游戏

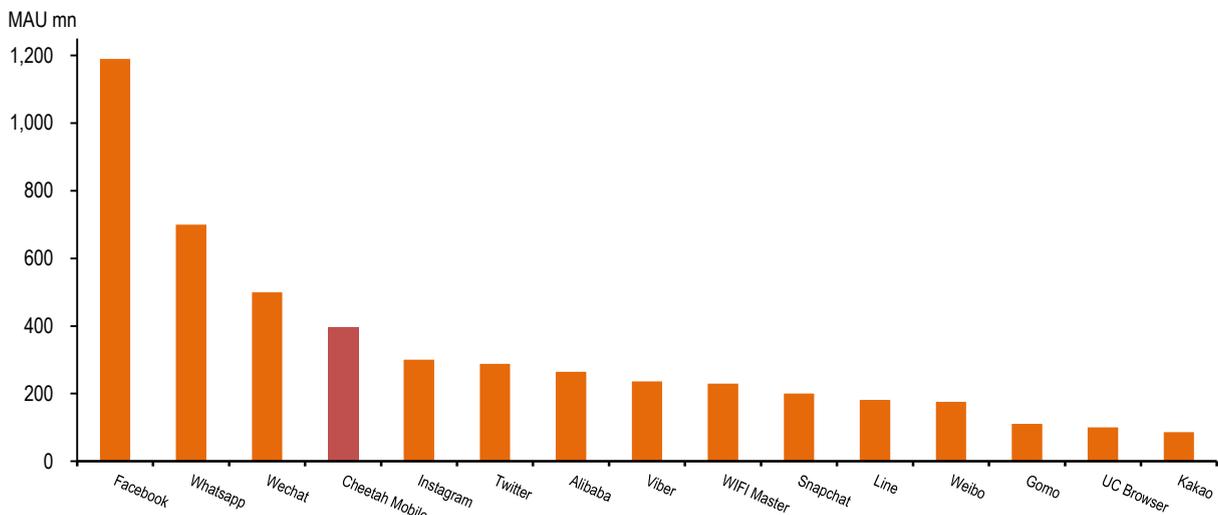
在产品及用户数方面，根据App Annie，猎豹移动从2013年9月首次进入GooglePlay全球非游戏应用下载前十名后，截止2015年1月，连续17个月保持在榜单的前十名。猎豹移动在2015年1月的排名是第2名，仅次于Facebook。猎豹移动已经建立起了完善的工具手机应用矩阵。目前猎豹移动已经有4款APP达成超过1亿下载量（Clean Master, CM Security, Battery Doctor, Photo Grid）。猎豹移动在近期也推出了多款新产品，如CM Launcher, CM Keyboard and CM Transfer，这些新产品将进一步完善猎豹移动的产品矩阵并且覆盖更多的移动用户。

图3：猎豹移动产品矩阵



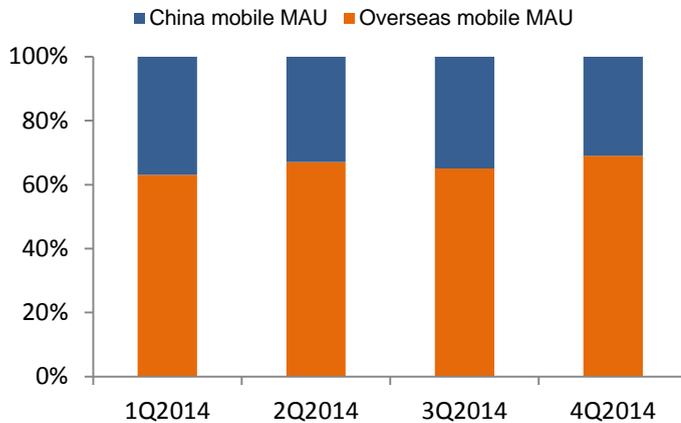
来源：公司资料，招商证券（香港）

图4：全球主要移动应用MAU排名



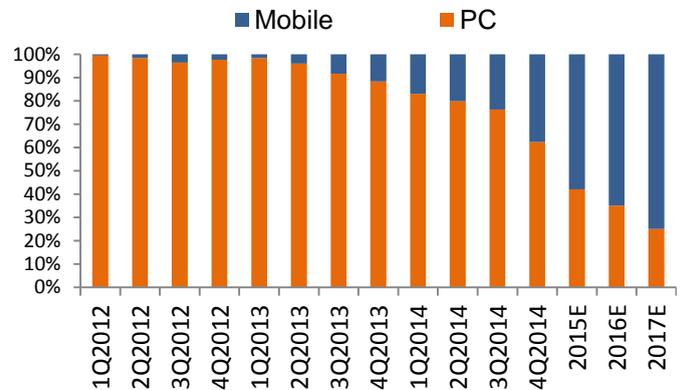
来源：公司资料，招商证券（香港）

图5: 海外MAU占比



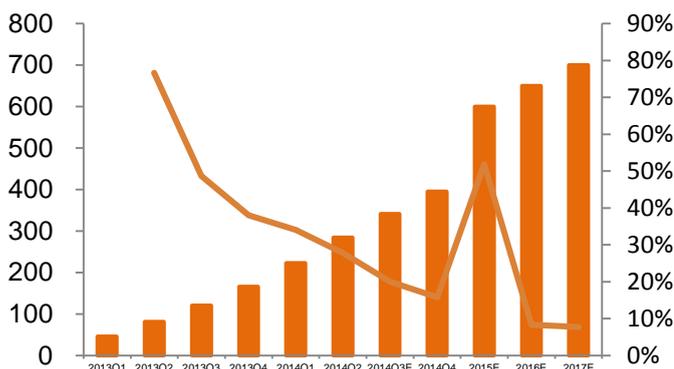
来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图6: PC及Mobile占收比



来源: 公司资料, 招商证券(香港) 预测

图7: 移动MAU (百万)



来源: 公司资料, 招商证券(香港) 预测

图8: 1月GooglePlay非游戏应用下载排名

Top Companies				
Google Play - Applications - Worldwide - Jan 2015				
#	By Downloads	Headquarters	Apps	
1	Facebook	USA	=	20
2	Cheetah Mobile (猎豹移动)	China	=	89
3	Sungy Mobile (广州久邦数码)	China	=	1,205
4	Google	USA	=	130
5	Outfit7	USA	=	27
6	Microsoft	USA	=	92
7	Baidu (百度)	China	=	75
8	LINE (ライン)	Japan	=	96
9	Apus Group (雨燕小组)	China	▲14	3
10	Surpax	USA	▼1	1

来源: AppAnnie, 招商证券(香港)

在海外移动广告变现方面, 我们相信猎豹移动经过几个季度的摸索已经基本搭建完成海外移动广告货币化体系。目前猎豹移动主要通过三个渠道进行海外移动广告变现: 1) Facebook Audience Network; 2) 第三方广告平台; 3) 自有广告平台。其中, Facebook Audience Network是Facebook针对移动端的广告平台, 可以允许广告主将广告显示在除Facebook产品以外的手机应用上。管理层表示猎豹移动目前已经是Facebook Audience Network上表现最好的移动开发商之一。在自有平台建设方面, 猎豹移动仍处在相对初期的阶段, 管理层表示, 在猎豹移动积累了海量用户流量、精准广告投放技术以及用户行为数据后, 公司在2015年将会加快自有移动广告平台的建设。近期猎豹移动5800万美元100%收购Mob Partner就是完善自有广告平台的举措之一。无论从广告库存的开放程度还是广告价格来看, 猎豹的货币化仍然处在初期阶段, 仍然有很大的上升空间。

基于庞大的用户基数以及海外移动广告市场货币化的成功，猎豹移动制定了非常具有野心2015年计划:1) MAU达到6亿; 2)收入增速超过100%; 3)海外移动广告成为主要的增长动力。为了达到这个目标，猎豹移动制定了与其相匹配的投入预算。市场预期2015年将是猎豹移动OPN开始回升的一年，但是在公司最新目标的前提下，我们预期2015年猎豹移动的OPM将有可能低于2014年的水平。不过我们非常认同猎豹移动的战略方向，我们认为，在猎豹移动已经取得海外移动工具应用市场绝对领先地位以及已经找到货币化模式的前提下，猎豹移动应该利用领先优势进一步扩大用户基数。

金山云：小米的心脏，金山的未来

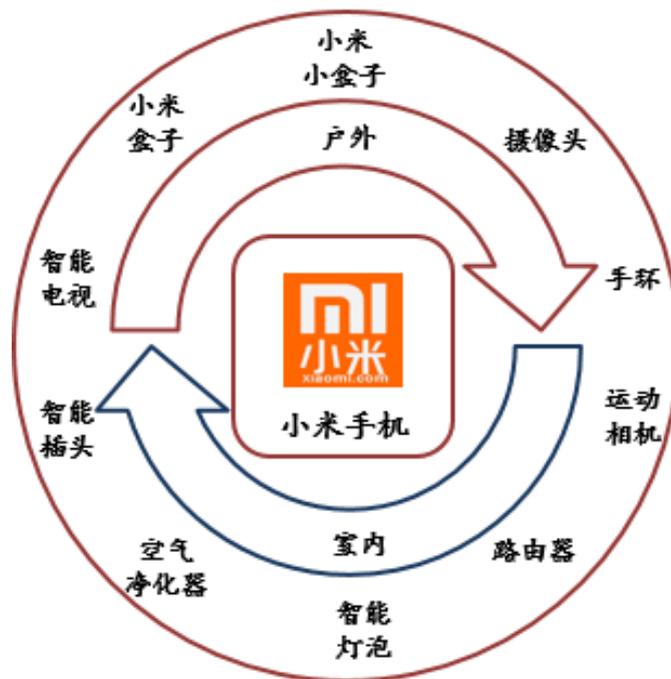
小米的心脏

金山云是小米生态系统里唯一的云服务供应商。金山云是金山软件的子公司，由金山软件的CEO张宏江博士兼任金山云的CEO。根据小米生态系统的规划，金山云是小米生态系统里唯一的云服务供应商，是小米生态系统的根基和数据的集散地。

从长远来看，我们相信小米将打造一个以手机为中心的智能生活生态系统。经过3年的布局，我们认为小米在手机端的布局已经初见成效，成为了中国第一的手机厂商。我们相信小米未来将会在继续巩固手机领先地位的同时把重心逐渐向周边产品转移，开始构建外围生态系统。我们认为小米外围生态系统将围绕着用户的两个地理空间或生活场景展开：家庭和户外。以家庭为核心的智能生活生态系统主要围绕着智能家居展开。路由器是小米智能家居生态系统的网络中枢，而手机是小米智能家居生态系统的遥控器。小米目前自主推出的智能家居产品包括路由器、小米电视、小米盒子以及小米小盒子，合作推出的产品包括空气净化器、智能插座以及智能灯泡。在家庭以外的智能生活生态系统主要围绕可穿戴及便携设备展开。小米的可穿戴设备产品主要通过投资的小米体系中的公司提供。目前已经推出的可穿戴及便携设备包括小米手环、运动相机以及智能摄像头。在家庭以外生活场景中，手机扮演的角色是数据的收集和分析中心。

我们可以看到，在小米未来的布局中，无论是智能家居还是可穿戴设备，每一个硬件产品都将成为一个数据生产中心。可以预见的是，随着小米外围生态系统构建愈加完善，生态系统内产生的数据量将呈爆发式增长。在这样的趋势下，小米生态系统中将需要一个可靠云服务的供应商，这个供应商将负责处理、分析和储存小米体系中的所有数据，其价值不言而喻，而金山云就扮演了小米体系中唯一云服务供应商的角色。

图9：小米生态系统



来源：公司资料，招商证券（香港）

小米的心脏

从另一个角度看，我们注意到目前无论是中国还是美国市场，比较成功的云服务均由强大的互联网或IT企业提供，例如亚马逊、IBM以及微软等。这也反映出云服务 - 特别是基础设施服务 - 的发展路径即行业特征，即目前市场上的云服务商通常都经历了一个由内需供给到对外服务的过程。换句话说，这些互联网及IT企业通常是为了满足自己内部庞大IT资源需求开始构建云，之后随着技术的成熟及市场需求的增加逐渐将云服务开放。这样做的好处是，1) 分担自有IT资源的运营成本；2) 增加新的收入来源；3) 长期来看云服务将成为新的社会基础设施，坐拥海量社会数据资源的云服务供应商将拥有很高的竞争门槛。

云服务基本架构

云计算的核心精神是让IT资源变成一个像水电一样基础资源，能够让开发者、企业及用户根据自己的需要按需使用IT资源及付费，不需要再为了IT资源不够用或者冗余而担心。从个人用户的角度来看，在理想的状态下，个人用户将不再需要电脑主机，而只需要一个能够接入互联网的显示器（就像一个接入城市自来水系统的水龙头），剩下的一切IT资源（如计算及存储）都会根据用户的使用需要自动调节，按需供给。从企业的角度来看，企业将不需要自建的数据中心或者机房，只需要通过租用的方式按需使用，所有的计算和存储都将在云端进行。

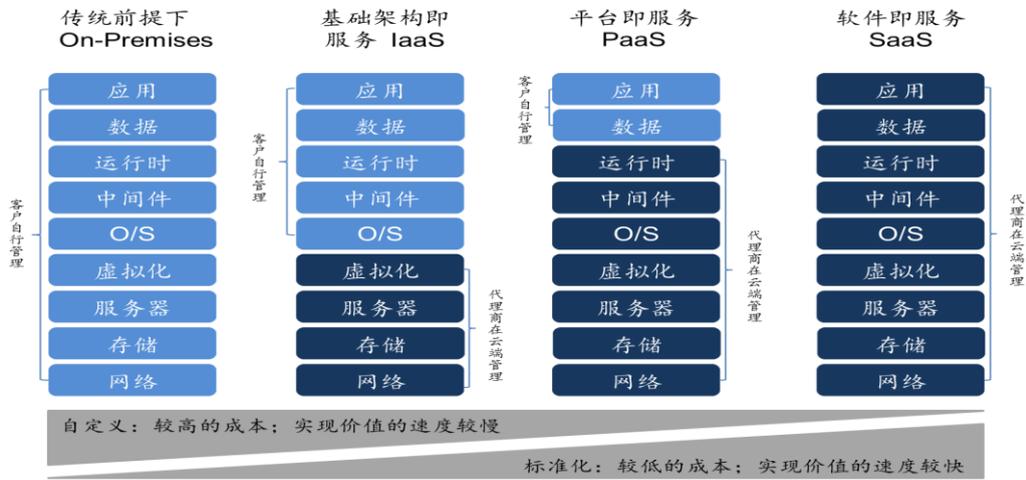
云计算服务基本架构主要分为三层，即IaaS、PaaS以及SaaS，分别对应了基础设施服务、平台服务以及软件服务。基础设施服务主要提供云主机、弹性计算、云存储等基本服务。平台服务主要提供了软件运营平台、软件开发环境以及一系列辅助功能。软件服务则是提供了运行在云中的软件及应用。从这三层服务架构来看，IaaS和PaaS结合通常比较紧密，目前包括亚马逊AWS在内的主要云服务供应商均是采用了IaaS+PaaS的服务模式。SaaS模式相对独立，市场也相对分散。

图10：亚马逊AWS产品结构



来源：公司资料，招商证券（香港）

图11: 云服务架构

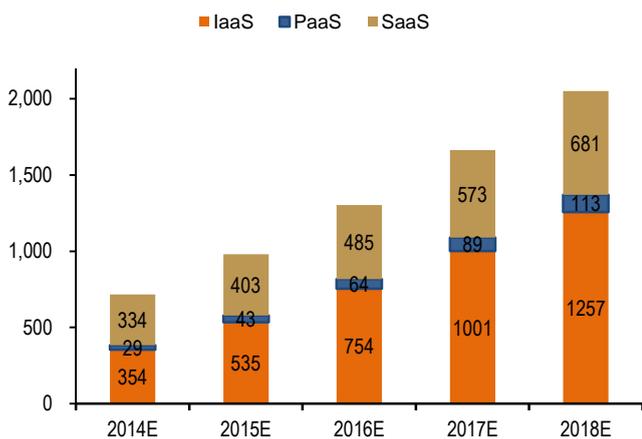


来源: IBM, 招商证券(香港)

中国云服务市场进入快速增长阶段

中国云计算市场仍然处在相对初期的阶段。与美国类似，中国云计算市场目前的增长动力更多是来自互联网、IT 企业及电信运营商自身的业务需求，更多的企业以及个人用户仍然处在慢慢认知云服务的阶段。这一点从中国 2014 年上半年公有云市场排名就可以看出。互联网企业中只有阿里云一家上榜，而百度和腾讯的公有云业务仍然处在初期阶段。不过我们相信在移动互联网应用（游戏、视频、相片）的推动下以及随着智能设备的普及，中国的公有云市场已经开始进入快速增长阶段。

图12: 中国云服务市场结构及收入预测 (美元百万)



来源: IDC, 招商证券(香港)

图13: 1H14中国公有云市场排名

排名	公司
1	阿里云 aliyun.com
2	中国电信 CHINA TELECOM
3	China unicom 中国联通
4	Windows Azure
5	amazon web services™

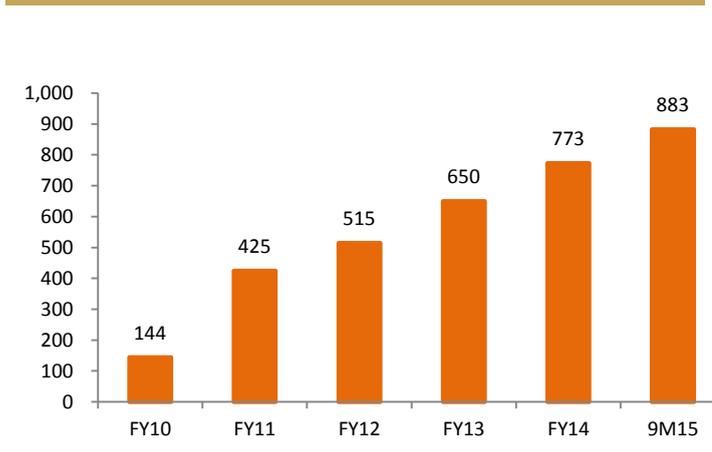
来源: IDC, 招商证券(香港)

图14: 中国云服务商提供服务对比

	亚马逊	阿里云	腾讯云	百度云	金山云	京东云	天翼云	沃云	新浪云	华为云
IaaS										
存储和 CDN	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
联网	✓						✓	✓		
计算	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓
数据库	✓	✓	✓	✓	✓	✓				
分析	✓	✓	✓							
数据安全	✓	✓	✓	✓	✓	✓				
PaaS										
部署和管理	✓	✓		✓		✓			✓	
应用服务	✓	✓	✓	✓		✓			✓	
移动数据服务	✓									
SaaS										
云应用商店	✓								✓	✓

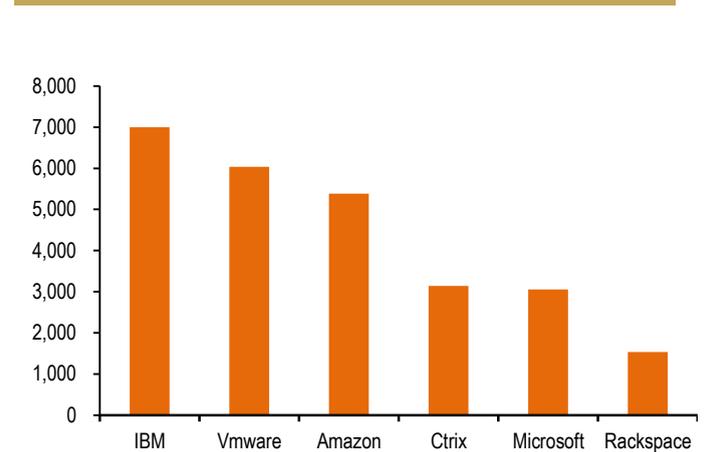
来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图15: 阿里云收入(人民币百万)



来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图16: 美国主要云服务商收入(美元百万)



来源: 公司资料, 招商证券(香港)

在云服务供应商的商业模式方面, 从上述的三层服务架构来看, IaaS 和 PaaS 结合通常比较紧密, 目前包括亚马逊 AWS 在内的主要云服务供应商均是采用了 IaaS+PaaS 为主的服务模式。SaaS 模式相对独立, 市场也相对分散。以亚马逊 AWS 为例, 亚马逊 AWS 作为全球云计算企业的标杆, 已经建立起了一套跨 IaaS-PaaS-SaaS 的完善的生态系统。即便如此, AWS 的 SaaS 服务是通过 Marketplace, 即开放平台的方式提供。在 AWS Marketplace 上可以找到各类基于 AWS 云服务的软件及应用。

中国主要的云计算服务商基本以亚马逊 AWS 为对标提供云服务。由于市场发展阶段不同, 目前中国主要的云服务供应商主要提供 IaaS 的服务, 小部分云服务供应商同时提供 PaaS 的服务。从目前中国市场对云服务的需求层面来看, 对 IaaS 的需求占到了 73%。从目前使用云服务的客户来看, 主要集中在互联网及移动互联网公司中。

金山云模式：IaaS + PaaS

我们相信金山云也将采取 IaaS+PaaS 的模式。在 IaaS 方面，金山云的基础设施服务已经涵盖最基本的云计算、云存储和云数据库三个领域。金山云在物理数据中心（IDC）层面将采用中心节点自建+其它网络节点租用的方式运营。在 IDC 方面，金山云已经通过入股世纪互联和与中国电信深度合作的方式保证了 IDC 及网络资源供应的数量和质量。在 PaaS 层面，金山云近期聘用了原新浪云 PaaS 产品（Sina App Engine）构建者符庆名作为 CTO，我们相信金山云的 PaaS 服务也会在今年上线。

从收入贡献的角度看，金山云的收入将主要来源于提供给小米的云存储服务。另外，云计算服务将是金山云 2015 年的重点。金山云以游戏云为突破口，截止 2014 年底已经有超过 500 家手游企业选择金山云，超过 90 款游戏上线，其中不乏爆款手游，如『全民奇迹 MU』以及『十万个冷笑话』等。2015 年除了游戏云，金山云还将在尝试在视频云及电子商务云方面突破。

图17：使用金山云的优势

	手游A（内测阶段数据）	手游B（内测阶段数据）
底层架构	自建：10台	金山云：5台
首日用户量	12万	15万
最高同时在线	1.8万	2万
单服最大承载	2000人	5000人
硬件成本	>30万	<5万
结果	多次严重卡顿、延迟，同时在线1.3万人时出现一次大面积掉线，达到1.8万人同时在线时出现宕机。	稳定运行，未出现大面积掉线、宕机等影响使用的情况，甚至轻度掉线、延迟、卡顿现象也较少出现。
原因	预算紧张，整体服务器配置略低，未针对产品进行系统优化；没有配置负载均衡；产品自身优化不足，大量时间花费在搭建服务器上。	服务器全部采用 Intel 高性能多核处理器，运行稳定；整体服务针对手游进行系统级优化；负载均衡将流量平均分配，以及事实健康检查，保证高可用。研发团队将绝大部分时间专注于产品本身的研发与优化。

来源：公司资料，招商证券（香港）

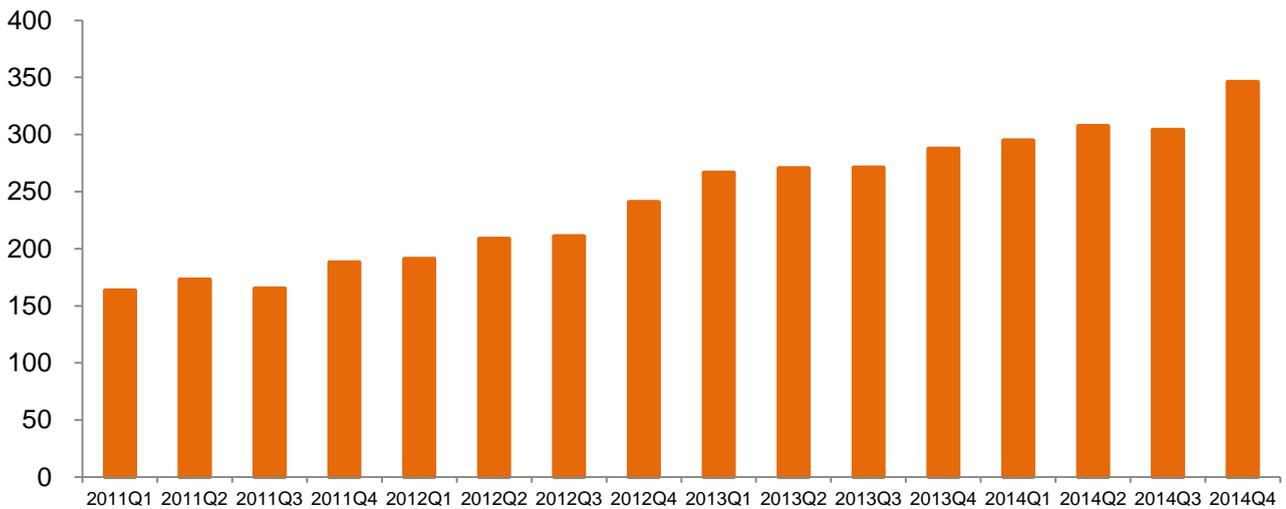
收入预测

我们预计金山云的收入从 2015 年开始将成为金山收入增长的重要动力。我们预计 2015-2017 年金山云的收入分别为 4.5 亿元、14 亿元及 30 亿元。2015-2016 年的收入预测是基于金山和小米签订的协议：，小米 2015-2016 年将分别支付金山云 4.5 亿元及 14 亿元的云服务费用。2017 年的收入是基于我们对小米数据量增长的预测。我们的预测没有考虑云计算业务带来的收入贡献。

网游业务

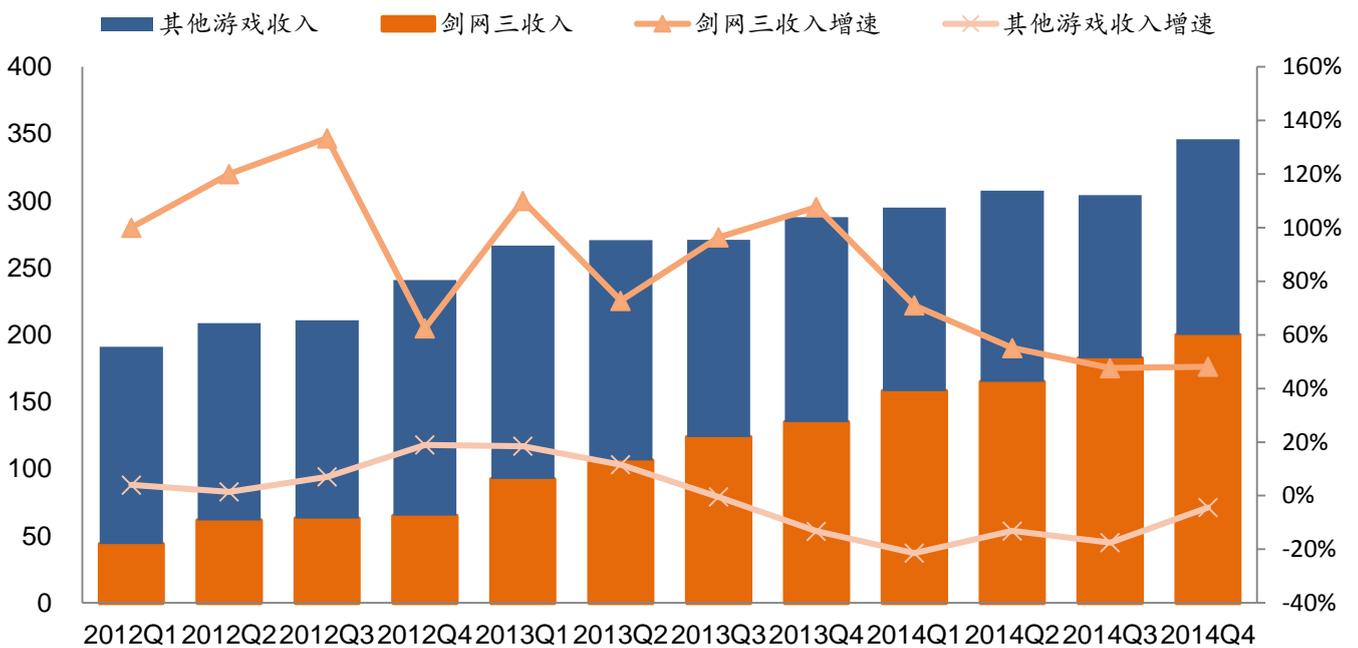
金山网游 4Q14 收入 3.47 亿元，同比增 20%，环比增 14%。龙头游戏剑网三受到期内重大更新的推动收入同比增 48%，环比增 10%。在手游方面，公司预计 2015 年将有超过 10 款手游上线，其中三款游戏将是 2015 年的重点：神之遗迹、剑网三移动版以及剑侠情缘移动版。手游业务的表现将是 2015 年金山业绩重要的变量，若手游业务取得成功，金山的 OPM 的压力将能得到明显的缓解。目前我们的预测暂时没有反应任何手游的收入贡献。

图18：网游业务季度收入（百万人民币）



来源：公司资料，招商证券(香港)

图19：游戏收入分布（百万人民币）

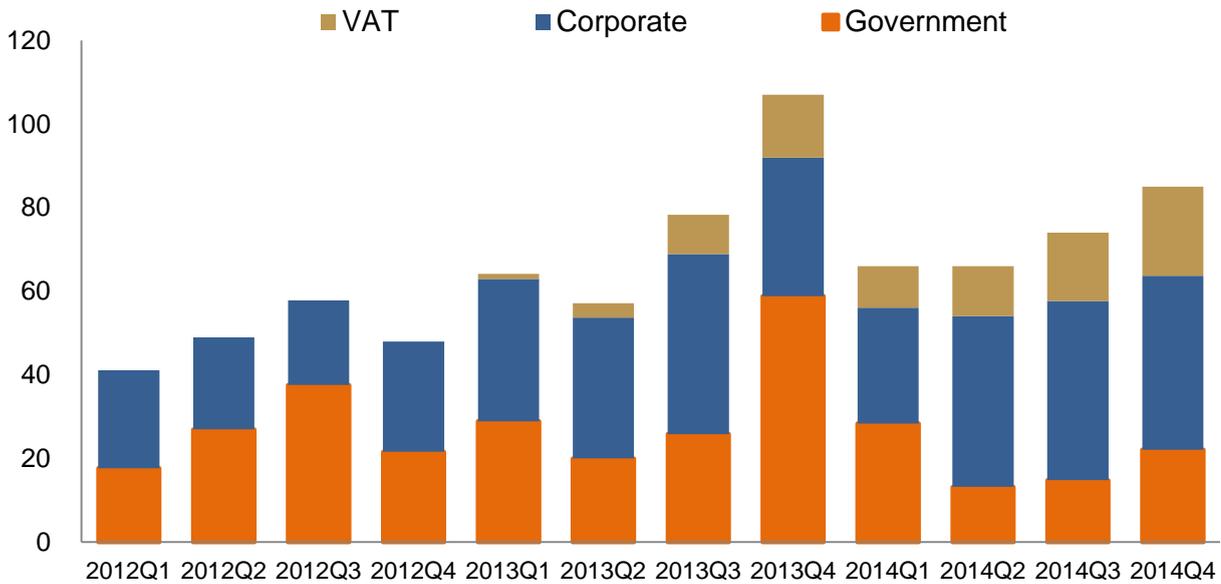


来源：公司资料，招商证券(香港)

WPS

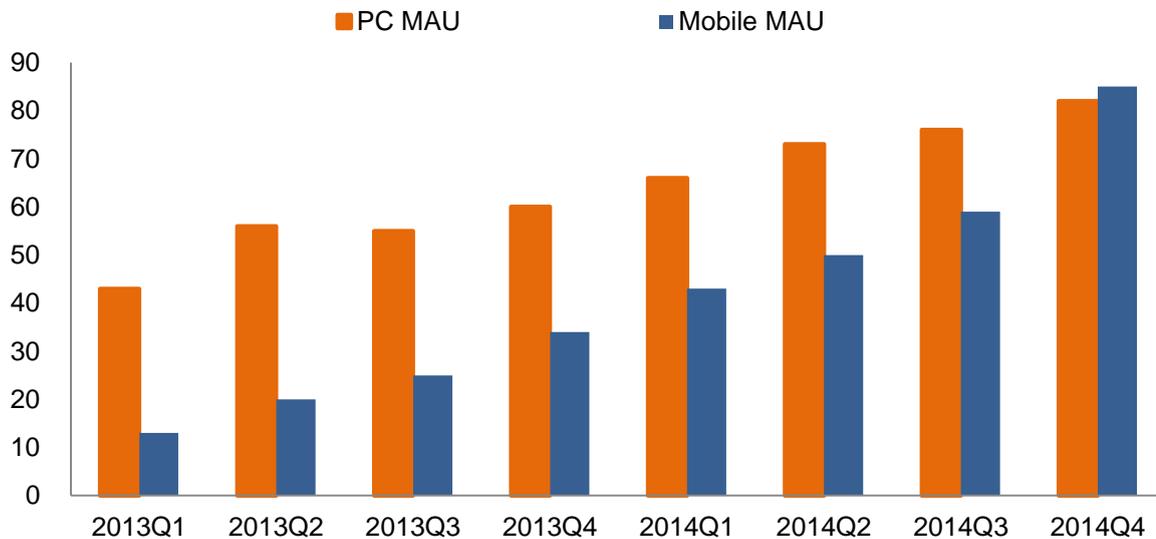
4Q14 WPS 收入 8500 万元，同比下降 20%，环比增长 15%。WPS PC 版 MAU 达到 8200 万，移动版 MAU 达到 8500 万。4Q 收入环比加速增长主要受益于新一轮政府采购的开始以及 4Q 是传统的政府采购旺季。另外值得注意的是，公司在期内推出的 WPS Mail 在用户数方面取得了良好的增长。WPS 移动端产品 8500 万 MAU 中 6500 万为 WPS Office 产品，剩下的 2000 万主要来自于 WPS Mail。目前市场上尚无一款非常出色的第三方手机邮件应用，我们认为 WPS Mail 一方面可以填补这一项空白，另一方面也会与 WPS Office 形成协同效应。我们相信 WPS Mail 未来将成为 WPS 在移动端重要的组成部分。

图20: WPS 季度收入及分布 (百万人民币)



来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图21: WPS PC及Mobile MAU (mn)



来源: 公司资料, 招商证券(香港)

估值与评级

综合我们对收入及OPM的调整，我们下调2015盈利预测7.8%，上调2016年盈利预测2.5%，并加入2017年预测。综合以上调整，我们小幅基于DCF的目标价至HK\$30，对应29x2015E及17x2016E P/E。金山软件目前股价相当于25x2015E及13x 2016E P/E vs. 行业平均31x2015E P/E。重申买入评级。

图12: DCF主要假设

Beta	1.23
无风险利率 (Rf)	3.6%
风险溢价 (Rp)	10.6%
所得税率	11%
债务成本 (Cost of Debt)	7.0%
权益成本 (Cost of Equity)	16.7%
永续增长率 (g)	3.0%
WACC	16.24%

来源: Bloomberg, 招商证券(香港)

图13: FCF预测

百万人民币	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
FCF	1,232	2,393	4,035	4,446	4,455	4,460	4,504	4,536	4,567	5572
折现后 FCF 总计	17,044									
终值价值	9,625									
企业价值	26,669									
现金及其他非核心资本	4,620									
权益价值	28,497									
每股价值 (RMB)	24.50									
每股价值 (HKD)	30.00									

来源: Bloomberg, 招商证券(香港) 预测

图14: 敏感性分析

人民币	WACC					
	15.2%	15.7%	16.24%	16.7%	17.2%	
2.0%	25.8	24.8	23.8	22.9	22.1	
2.5%	26.2	25.1	24.1	23.2	22.4	
Growth	3.0%	26.6	25.5	24.5	23.5	22.6
	3.5%	27.1	25.9	24.8	23.8	22.9
	4.0%	27.6	26.4	25.2	24.2	23.2

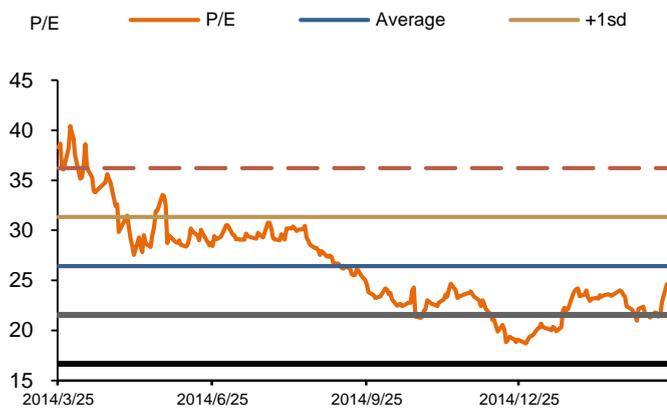
来源: Bloomberg, 招商证券(香港)

图15: 同业估值

公司	代码	货币	股票价格	市值 (百万美元)	P/E		
					2014	2015E	2016E
腾讯控股	700 HK	HKD	145	175,250	45	35	27
奇虎 360	QIHU US	USD	50.9	6,410	21	15	11
百度	BIDU US	USD	212.69	74,598	33	27	20
网易	NTES US	USD	100.67	13,156	16	15	12
新浪	SINA US	USD	32.93	2,194	44	43	19
YY	YY US	USD	56.195	3,185	19	15	11
久邦数码	GOMO US	USD	3.61	121	19	68	12
汽车之家	ATHM US	USD	44.49	4,884	43	28	21
携程	CTRP US	USD	57.58	7,791	84	62	32
前程无忧	JOBS US	USD	32.9	1,956	20	18	15
易车网	BITA US	USD	53.08	2,419	29	39	19
搜房网	SFUN US	USD	5.68	2,345	10	11	9
猎豹移动	CMCM US	USD	17.53	2,453	65	23	11
微博	WB US	USD	13.51	2,704	N/A	60	23
500彩票	WBAI	USD	11.06	382	9	10	9
平均					32.75	31.31	16.63
金山软件	3888 HK	HKD	19.56	2987	24.84	24.59	13.05

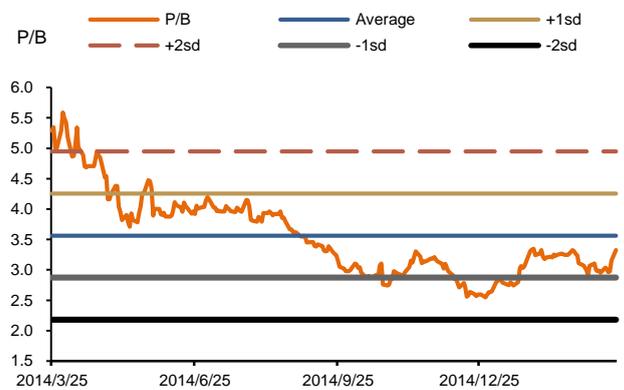
来源: Bloomberg, 招商证券(香港)

图16 Forward PE



来源: Bloomberg, 招商证券(香港)

图17 Forward PB



来源: Bloomberg, 招商证券(香港)

图18 季度业绩

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q2014	2Q2014	3Q2014	4Q2014
收入	457	497	551	669	676	751	852	1017
娱乐软件	267	271	271	288	295	308	304	347
WPS	64	57	78	107	66	66	74	81
猎豹移动	126	154	187	250	293	354	446	557
其他	0	15	14	24	22	23	29	31
收入成本	-62	-66	-80	-90	-107	-116	-140	-226
毛利	395	430	471	579	569	634	712	845
研发成本	-115	-136	-170	-175	-196	-223	-273	-264
销售及市场推广开支	-68	-72	-78	-165	-157	-166	-230	-244
一般及行政开支	-45	-44	-51	-52	-66	-67	-75	-90
股份酬金成本	-10	-19	-15	-17	-21	-57	-65	-59
其他经营成本	-10	-5	0	8	0	2	-16	-15
其他收入及收益	15	5	19	6	2	1	17	15
经营盈利	162	159	176	184	130	124	71	188
出售联营公司收益	47	0	0	0	117	0	194	-13
财务收入	27	29	35	40	46	61	67	65
财务成本	-2	-2	-10	-11	-12	-22	-23	-19
分占联营公司亏损	0	0	0	-3	-3	-1	-3	-5
分占共同控制实体亏损	1	0	-1	5	0	-1	-2	-1
税前盈利	235	186	198	206	228	161	307	216
所得税	-24	-16	-21	-11	-23	-36	-20	-16
税后盈利	211	170	178	195	254	125	286	201
少数股东	15	25	14	29	8	7	56	27
母公司净利润	196	145	163	166	246	118	231	174
Non-GAAP 母公司净利润	206	165	178	183	267	175	296	233
同比增长率								
收入增长	56%	54%	51%	55%	48%	51%	55%	52%
毛利增长	63%	53%	47%	53%	44%	47%	51%	46%
母公司净利润	133%	44%	49%	41%	21%	-26%	41%	5%
Non-GAAP 母公司净利润	108%	25%	35%	20%	30%	6%	66%	27%
成本占比								
研发成本	25%	27%	31%	26%	29%	30%	32%	31%
销售及市场推广开支	15%	14%	14%	25%	23%	22%	27%	29%
一般及行政开支	10%	9%	9%	8%	10%	9%	9%	11%
股份酬金成本	2%	4%	3%	2%	3%	8%	8%	7%
利润率								
毛利率	87%	87%	86%	87%	84%	85%	84%	83%
经营利润率	35%	32%	32%	28%	19%	17%	8%	19%
Non-GAAP 经营利润率	38%	36%	35%	30%	22%	24%	16%	23%
净利率	46%	34%	32%	29%	38%	17%	27%	17%
Non-GAAP 净利率	45%	33%	32%	27%	40%	23%	35%	23%

来源: 公司资料, 招商证券(香港)

财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	5,075	8,073	9,599	12,711	17,541
现金	4,481	6,984	8,415	10,953	15,041
超过三个月定存	-	-	-	-	-
存货	4	7	7	7	7
应收贸易账款	185	411	449	736	1,107
预付款项及其他应收账款	151	392	449	736	1,107
应收关联方款项	136	124	124	124	124
其他	390	403	403	403	403
非流动资产	729	2,309	2,194	2,122	2,061
固定资产	385	584	557	534	500
无形资产	114	465	376	327	300
应收贷款	16	14	14	14	14
其他	214	1,247	1,247	1,247	1,247
资产总计	5,804	10,382	11,793	14,834	19,602
流动负债	789	1,395	1,942	2,991	4,167
应付贸易账款	32	79	129	222	350
应计开支及其他应付款项	499	931	1,235	2,051	3,051
银行贷款	16	16	16	16	16
其他	241	369	563	702	750
长期负债	1,185	2,870	2,870	2,870	2,870
延迟收益	32	14	14	14	14
延迟税项负债	31	42	42	42	42
负债合计	1,974	4,265	4,812	5,861	7,037
股本	5	5	5	5	5
储备	988	1,393	1,393	1,393	1,393
保留盈利	2,278	3,044	3,858	5,398	7,913
派息	109	119	119	119	119
非控制性权益	450	1,555	1,605	2,057	3,135
负债及权益合计	5,804	10,382	11,793	14,834	19,602

现金流量表

单位: 百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	996	1,332	1,690	2,736	3,335
税前盈利	825	931	1,187	2,207	3,991
折旧摊销	60	64	66	70	86
财务费用	3	3	3	3	25
投资收益	4	19	10	8	-
营运资金变动	170	221	246	300	435
其它	-67	94	178	149	-1,202
投资活动现金流	-44	-266	144	-25	778
资本支出	-89	-85	-95	-101	-57
其他投资	45	-181	239	76	836
筹资活动现金流	1,064	-327	-421	-1,201	-25
偿还借贷	-398	-1	-1	-1	-
支付股息	-302	-324	-418	-786	-
新增银行贷款	-	-	-	-	-
少数股东注资	-	-	-	-	-
其他	1,764	-2	-2	-415	-25
现金净增加额	2017	636	1387	1485	1,486

利润表

单位: 百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	2,173	3,350	5,561	9,104	13,836
收入成本	-297	-590	-1,112	-1,912	-3,044
毛利	1,876	2,760	4,448	7,192	10,792
研发成本	-596	-956	-1,501	-2,094	-2,767
销售及市场推广开	-383	-797	-1,557	-2,276	-3,182
一般及行政开支	-192	-297	-500	-819	-1,245
股份酬金成本	-61	-202	-222	-273	-277
其他经营成本	-7	-30	-56	-91	-138
联营公司减值	-	-	-	-	-
财务收入	129	239	334	546	830
财务成本	-24	-76	-22	-25	-25
营业利润	825	962	952	2,190	3,991
所得税	-71	-95	-95	-219	-399
净利润	754	867	856	1,971	3,592
少数股东损益	83	98	50	452	1,078
母公司所有者净利	671	769	806	1,519	2,515
Non-GAAP 母公司所有者净利润	732	971	1,029	1,792	2,791
EPS (元)	0.60	0.63	0.64	1.20	1.98

主要财务比率

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
年成长率					
营业收入	54%	54%	66%	64%	52%
营业利润	53%	47%	61%	62%	50%
净利润	55%	15%	5%	88%	66%
获利能力					
毛利率	86%	82%	80%	79%	78%
净利率	35%	26%	15%	22%	26%
ROE	20%	14%	12%	22%	29%
ROIC	15%	10%	9%	17%	23%
偿债能力					
资产负债率	34%	41%	41%	40%	36%
流动比率	6	6	5	4	4
速动比率	6	6	5	4	4
营运能力					
资产周转率	0.37	0.32	0.48	0.62	0.71
应收账款周转率	7.4	5.9	6.6	7.8	7.5
应付账款周转率	0.7	0.8	0.9	1.1	1.1
估值比率					
PE	25.05	24.84	24.59	13.05	7.89
PB	5.10	3.32	2.91	2.26	1.62
EV/EBITDA	26.1	27.6	25.6	10.8	5.1

资料来源: 公司报表、招商证券(香港)预测

投资评级定义

投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月较市场指数上升 10% 以上
中性	预期股价在未来 12 个月较市场指数上升或下跌 10% 或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月较市场指数下跌 10% 以上

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所评论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关。

监管披露

有关重要披露事项，请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html>。

免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照，并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照，并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券(香港)并非于美国登记的经纪自营商，除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外，招商证券(香港)的产品及服务并不向美国人提供。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料，但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险，且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料，但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险，且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

香港

招商证券(香港)有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话: +852 3189 6888
传真: +852 3101 0828