

## 金山软件(3888 HK)

### 业绩摘要：

集团 14 财年的总收入为 33.5 亿人民币，较上年同期增长 54%，主要由于猎豹移动收入增长迅速所致。受到整体经营成本大幅上升所拖累，集团录得 5.1 亿人民币的经营利润，比去年同期倒退 25%，对应经营利润率也大幅下滑 16 个百分点至 15%，反映集团对具潜力业务的积极投资，因此暂时牺牲当期的收益。最后，集团期内录得多个非经营性收益，例如透过出售旗下附属业务及合营公司分别录得 1.9 亿及 1.2 亿人民币的一次性利润，带动股东净利润按年升 15% 至 7.7 亿人民币。

14 财年猎豹移动的用户群规模增长惊人，月度活跃用户由 13 年底的 1.66 亿人增加至 14 年底的 3.95 亿人。旗下软件《猎豹清理大师》目前仍高据手机用户软件下载量的前列位置。用户数上升直接带动猎豹移动的线上营销及增值服务收入增量。14 财年猎豹移动分部收入同比上升 141% 至 16.7 亿人民币，占总收入比重从 13 财年的 32% 急增至 14 财年 50%，首次超越网络游戏分部，成为金山软件最大的收入来源。

### 齐鲁评论：

网络游戏传统上属于金山软件的重大业务，但其目标市场一向以客户端游戏为主，在面对国内市场饱和和竞争激烈的情况下，已逐渐失去增长动力。相比之下，猎豹移动的 14 财年业绩及营运数字反映出其坚实的增长潜力，促使管理层决定于 2015 年继续对业务的资源投放。我们认同管理层深度发展猎豹移动的战略，预期未来可能成功建立的 6 亿互联网用户平台，将给予集团大量的货币化商机，对金山系内其他业务亦能产生正面的协同效应。另一个业务重点则仍然是开发多年的「金山云」。我们相信云端市场潜力庞大，而且考虑到集团在软件工程技术、企业规模及业务执行力，认为金山软件将会是其中一家于云市场具备竞争力的公司。

我们最近在 2014 年 8 月 21 日发布过金山软件的报告，当时评级为买入，目标价 29 港元。现在由于集团已发布了 2014 财年业绩，我们正更新估值模型，并将于后续报告中调整估值、评级及目标价。

### 金山软件业绩概要 (根据市场调查预测)

(百万人民币)	12 财年	13 财年	14 财年	预测 15 财年	预测 16 财年
收入	1,411	2,173	3,350	4,904	7,001
毛利	1,224	1,876	2,760	4,012	5,608
营运利润	414	682	514	N/A	N/A
税前利润	528	825	962	1,074	1,831
净利润	433	671	769	901	1,369
每股盈利 (港元)	0.46	0.71	0.81	0.866	1.381
每股派息 (港元)	0.11	0.12	0.13	0.144	0.235
每股帐面净值 (港元)	2.27	2.68	3.58	5.844	7.199

来源：彭博

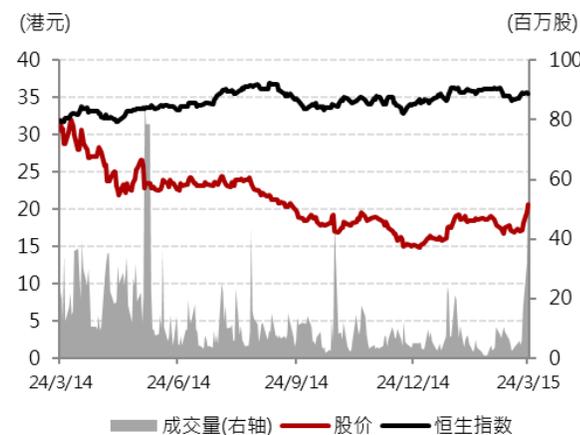
评级：买入；目标价：HK\$29

### 公司基本资料 (更新至 2015 年 3 月 24 日)：

最新价：	20.60	(港元)
市值：	243.3	(亿港元)
流通股比例 (%)：	51.3%	
已发行总股本 (百万)：	1,181	(百万股)
52 周价格区间：	14.78-33.5	(港元)
3 个月平均每日成交：	126.33	(百万港元)
主要股东：	雷军	占 14.8%

来源：彭博

### 重要财务及估值摘要：



### 集资用途：

金山软件为中国的软件开发商之一，由雷军担任集团主席。公司业务分部包括网络游戏(「剑侠情缘」系列)、猎豹移动(「清理大师」、办公软件及其他(「WPS」系列、云服务)等。

「猎豹移动」分部已正式在美国纽交所上市，股份编号「CMCM US」。腾讯(700 HK)现为集团的策略投资者及第二大股东，持有金山软件约 9.6% 的股权。

### 分析师：

杨培钦(Isaiah Yeung) CFA, FRM

[isaiah.yeung@qlzq.com.hk](mailto:isaiah.yeung@qlzq.com.hk)

# 14 财年业绩摘要：

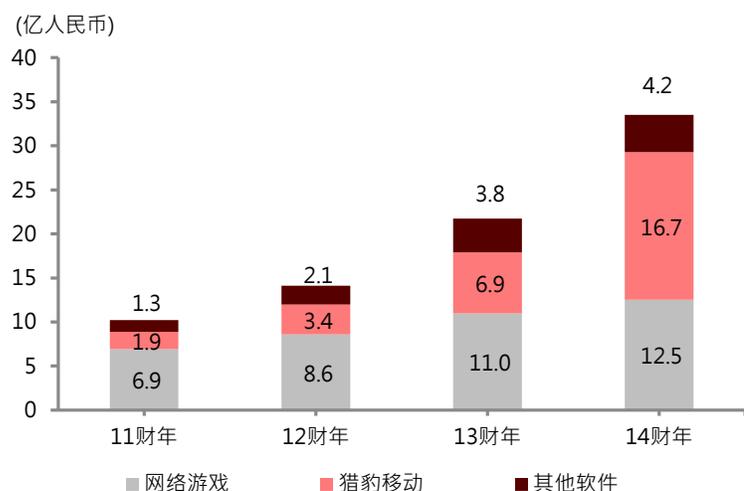
## 14 财年收入增速 54%；净利润增 15%

### 依靠猎豹移动带动收入增长；整体毛利率跌势略为明显

金山软件 14 财年的总收入为 33.5 亿人民币，较上年同期增长 54%，主要由于猎豹移动收入增长迅速所致。目前猎豹移动分部、网络游戏分部及其他软件分部占总收入比重分别为 50%、37% 及 13%。

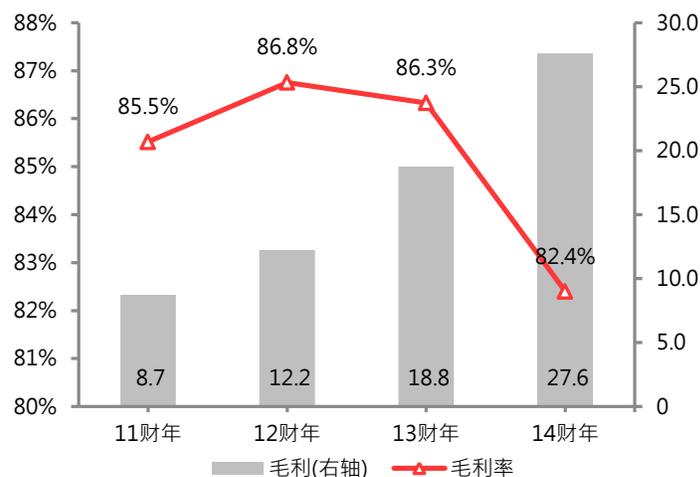
年内毛利同比增长 47% 至 27.6 亿人民币，惟对应毛利率从去年同期的 86% 下降至 82%，跌幅达 4 个百分点。毛利率跌幅明显，主要是因为 14 财年 4 季度期间推出新手机游戏，导致渠道及内容成本增加；另外对应云服务收入所产生的带宽成本和服务器托管成本亦录得明显上升。

图表 1：金山软件总收入明细 (按业务分部)



来源：公司资料

图表 2：金山软件毛利及毛利率一览



来源：App Annie

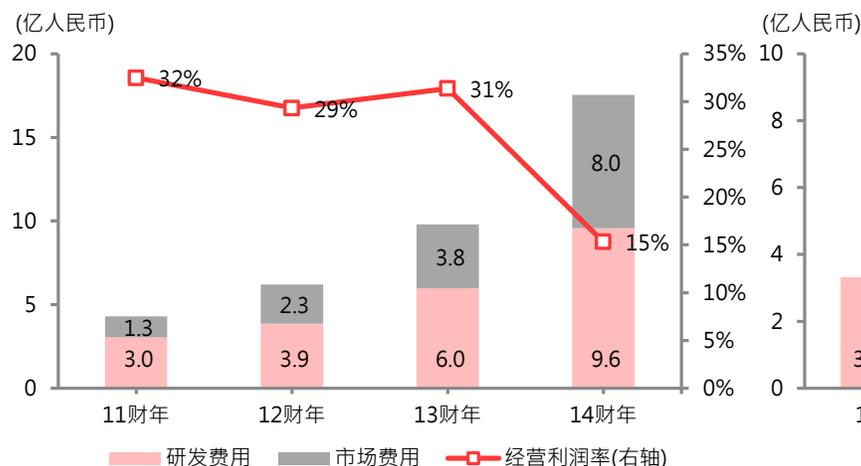
### 投资新兴业务削经营利润；出售业务贡献大额收益

14 财年期间的各项营运费用都录得明显上升，其中市场费用同比猛涨 108% 至 8.0 亿人民币，主要反映催谷猎豹移动用户增长及市场渗透率所产生的营销及推广开支。另外，研发成本也按年上升 60% 至 9.6 亿人民币，反映针对互联网及云服务所产生的研发员工开支增加。

受到整体经营成本大幅上升所拖累，集团录得 5.1 亿人民币的经营利润，比去年同期倒退 25%，对应经营利润率也大幅下滑 16 个百分点至 15%，反映集团对具潜力业务的积极投资，因此暂时牺牲当期的收益。

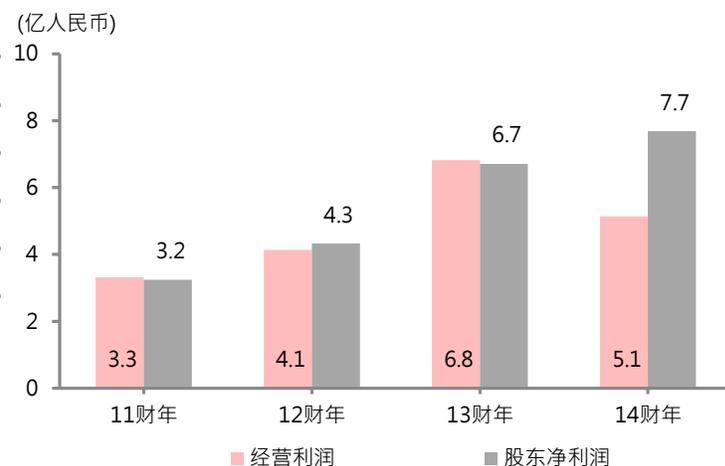
最后，集团期内录得多个非经营性收益，例如透过出售旗下附属业务及合营公司分别录得 1.9 亿及 1.2 亿人民币的一次性利润，带动归属股东净利润按年升 15% 至 7.7 亿人民币。

图表 3：金山软件研发费用、市场费用及经营利润率一览



来源：公司资料

图表 4：金山软件经营利润及股东净利润一览

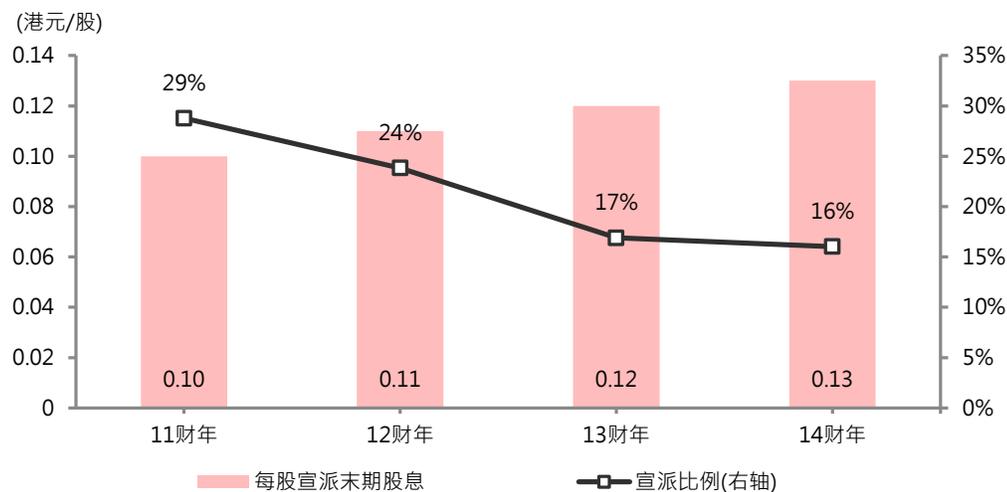


来源：App Annie

### 历史市盈率 25.4 倍；派末期息 0.13 港元；

按 13 及 14 年底的总股数计算，14 财年每股盈利为 0.81 港元，比 13 财年的每股盈利 0.71 港元上升 14%，对应最新股价的历史市盈率为 25.4 倍，PEG 比率为 1.81 倍。期内宣派末期股息为每股 0.13 港元，由于年内无中期或特别股息宣派，因此对应股息率仅 0.7%。

图表 5：金山软件宣派股息一览



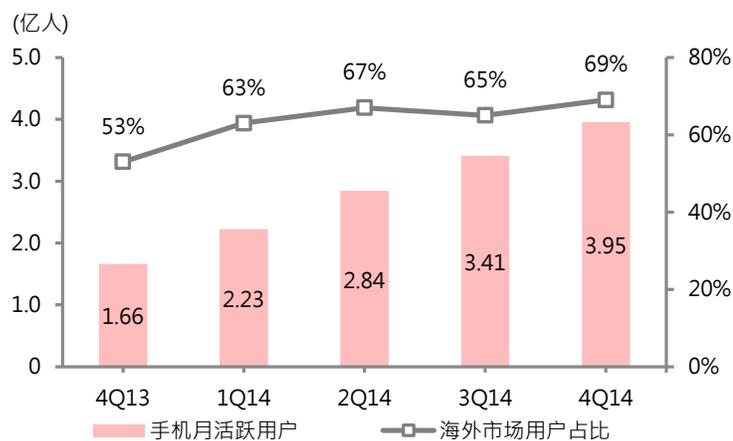
来源：公司资料

## 猎豹移动增长潜力未见底，维持重大投资力度

### 拥有近 4 亿全球性活跃用户的猎豹移动

14 财年猎豹移动的用户群规模增长惊人，月度活跃用户由 13 年底的 1.66 亿人增加至 14 年底的 3.95 亿人。另一方面，猎豹移动旗下软件产品定位于国际性市场，因此海外活跃客户的占比也从 53% 增加至 69%。旗下软件《猎豹清理大师(Clean Master)》、《CM Security》《电池医生(Battery Doctor)》能切合手机用户的需求，因此自推出以来长期受到用户关注，例如手机清理大师目前仍高据手机用户软件下载量的前列位置。

图表 6：猎豹移动的手机月度活跃用户数及海外用户占比



来源：公司资料

图表 7：猎豹移动旗下软件于 Google Play 的全球下载量排名

排名	应用软件名称	平均评分： (5 分为满)
1	Facebook Messenger	3.9
2	Whatsapp	4.4
3	Facebook	4.0
4	Instagram	4.5
5	猎豹清理大师(Clean Master)	4.7
⋮	⋮	⋮
8	CM Security	4.7
9	DU Speed Booster	4.5
⋮	⋮	⋮
19	电池医生(Battery Doctor)	4.5
⋮	⋮	⋮
25	相片组合 (Photo Grid)	4.5

注：排名按 2014 年 12 月 Google Play 全球下载量计

来源：App Annie

### 正式成为金山软件最大的收入贡献业务，分部经营利润翻倍

用户数的上升直接带动互联网业务货币化的效益，促进猎豹移动的线上营销及增值服务收入增量，14 财年猎豹移动分部收入同比上升 141% 至 16.7 亿人民币，占总收入比重从 13 财年的 32% 急增至 14 财年 50%，首次超越网络游戏分部，成为金山软件最大的收入来源。

受惠收入基数扩大及规模效应提升，分部经营利润按年上升 117% 至 4.0 亿人民币，对金山软件整体的利润贡献越见明显。

### 15 年目标打造出 6 亿全球用户的大型互联网平台

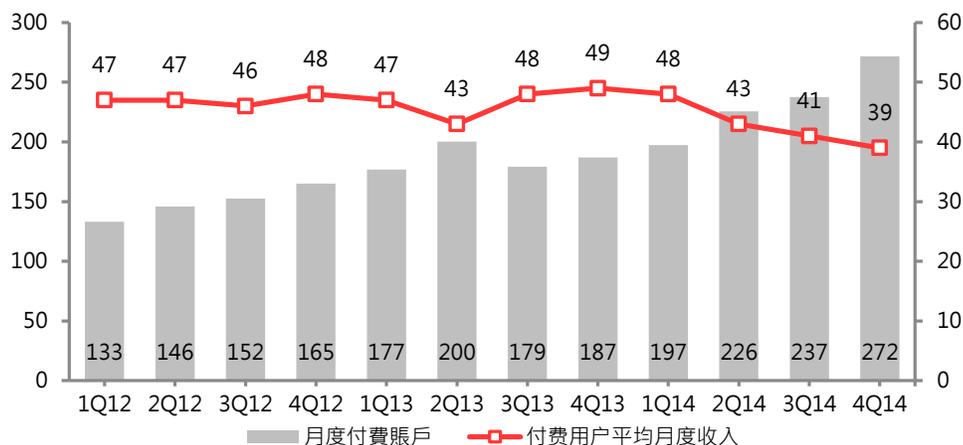
管理层看好猎豹移动的增长潜力，并明确表示将继续投放充足的企业资源，促进猎豹移动的市场发展。2015 年目标是打造猎豹移动于 15 年底的全球活跃用户数量上升至 6 亿人次。一个 6 亿活跃用户的平台将会是继腾讯的 QQ/微信平台、Facebook 平台之后，另一个庞大和具货币化潜力的互联网平台。

## 网络游戏增长放缓，看重其战略价值

### 付费用户上升，人均消费放缓

相比猎豹移动的增长势头，金山的网络游戏分部於 14 财年表现则比较平稳。集团的网络游戏组合以客户端游戏为主，而中国的客户端市场正出现饱和情况，大大局限了网络游戏业务的增长潜力。网络游戏业务的付费用户数虽然从 13 年底的 187 万，上升至 14 年底的 272 万，同比增幅约 45%；付费用户月度收入从 13 年底的 49 人民币/人，下降至 14 年底 39 人民币/人，同比跌幅约 20%。

图表 8：网络游戏业务的付费用户数及用户平均收入



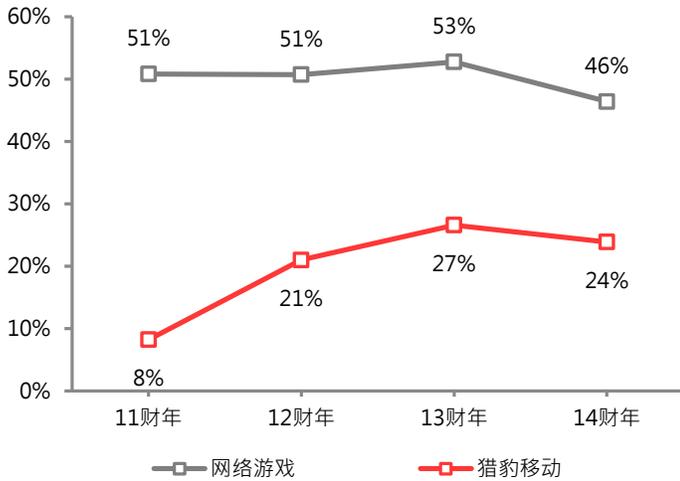
来源：公司资料

### 网络游戏收入增长放缓，仍优于行业整体表现

由於用户平均消费力度下降，抵销付费用户数上升的影响，导致 14 财年网络游戏分部收入仅同比上升 14% 至 12.5 亿人民币。金山网络游戏的收入增速虽然放缓，但根据 iResearch 的调查数据显示，2014 年客户端市场的增长为 6.1%，证明集团的增速依然高于行业平均水平，反映金山软件於客户端市场的优越竞争力及用户忠诚度。

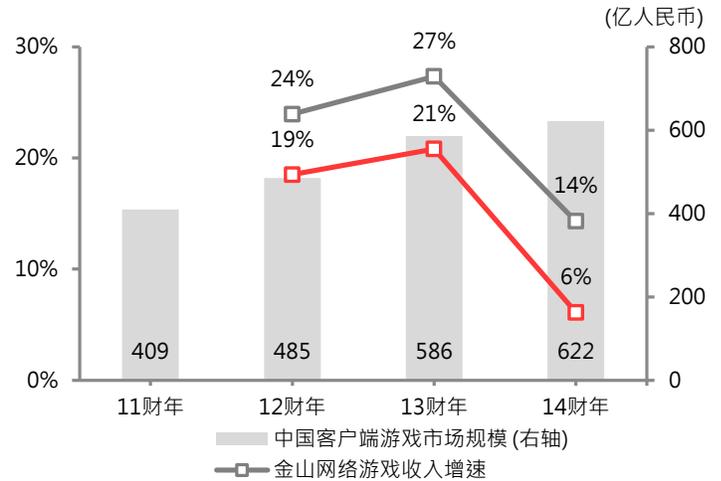
此外，网络游戏的商业模式发展成熟，游戏货币化的能力高效。期内录得分部经营利润达 5.8 亿人民币，占所有分部经营利润总额的 58%，属众业务之首；对应分部经营利润率高达 46%，明显高于猎豹移动的分部经营利润率。

图表 9：网络游戏及猎豹移动的分部经营利润率比较



来源：公司资料

图表 10：网络游戏业务收入增速及中国客户端市场规模

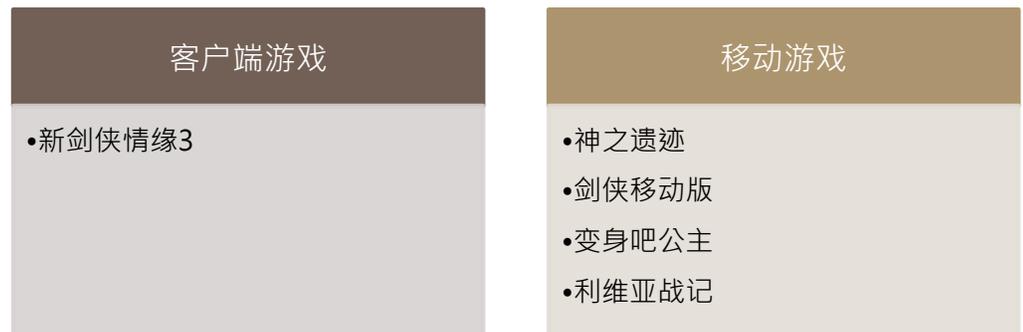


来源：iResearch 预测 · 公司资料

### 15 年强势推出重量级手游

展望 2015 年，管理层表示旗下研发已久的多款重量级手机移动游戏将正式推出，例如《神之遗迹》和《剑侠移动版》，预料对分部收入能产生提振作用。

图表 11：金山软件於 15 年即将推出的重点游戏



## 齐鲁评论：

### 转型互联网公司意图明显，网络游戏业务重要性渐淡化

网络游戏传统上属于金山软件的重大业务，但其目标市场一向以客户端游戏为主，在面对国内市场饱和和竞争激烈的情况下，已逐渐失去增长动力。面对客户端市场饱和，我们发现金山软件并不急于进入手游市场，取而代之的是将企业资源投放于猎豹移动之上，全力催谷「手机工具类」应用软件的用户数，意欲打造一个拥有庞大用户基础的全球性互联网平台。

在金山软件的战略性布署下，进入手游市场的时机一再延迟。虽然集团表示 15 年将有多款重量级游戏推出，但目前手游市场进入者众多，手机用户的爆发性增长期已过，加上游戏生命周期较短，金山软件所面对的竞争力度和市场风险正与日俱增。我们预料于手游市场的最大竞争优势将包括过往于网络游戏的开发经验、以及金山系软件之间的交叉销售效应。

### 坚定发展猎豹移动及金山云，焦点大型平台概念

猎豹移动的 14 财年业绩及营运数字反映出其坚实的增长潜力，促使管理层决定于 2015 年继续对业务的资源投放。我们认同管理层深度发展猎豹移动的战略，预期未来可能成功建立的 6 亿互联网用户平台，将给予集团大量的货币化商机，对金山系内其他业务亦能产生正面的协同效应。

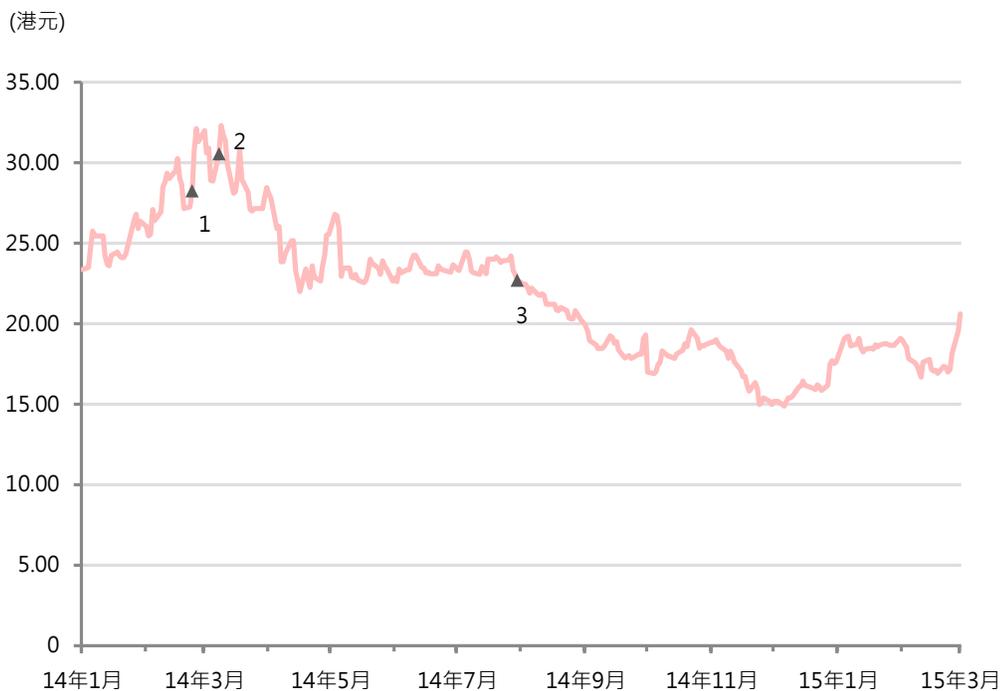
另一个业务重点则仍然是开发多年的「金山云」，管理层表示该业务每年都都以倍数式增长，于 14 财年录得大约 7,000 万人民币的收入。我们相信云端市场潜力庞大，而且考虑到集团在软件工程技术、企业规模及业务执行力等各方面后，认为金山软件将会是其中一家于云市场具备竞争力的公司。

### 详细估值、预测及评级将容后发布；暂维持「买入」评级

我们最近于 2014 年 8 月 21 日发布过金山软件的报告，当时评级为买入，目标价 29 港元。现在由于集团已发布了 2014 财年业绩，我们正更新估值模型，并将于后续报告中调整估值、评级及目标价。

# 历史建议和目标价

## 金山软件 (3888 HK) 股价表现及评级时间表：



来源：彭博·齐鲁国际研究部

附注：股价已反映股息、股本合并及分拆等调整因素

序号	日期	收市股价	评级变动	目标价
1	2014/3/5	HK\$ 28.65	「买入」(首次覆盖)	不适用
2	2014/3/21	HK\$ 31.14	「买入」(无变动)	HK\$40.00
3	2014/8/21	HK\$ 23.03	「买入」(无变动)	HK\$29.00

# 公司及行业评级定义

---

## 公司评级定义：

以报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅为基准；

买入：公司股价的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅达 20%以上

增持：公司股价的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅介于 5%和 20%之间

中性：公司股价的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅介于-10%~5%之间

卖出：公司股价的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅大于-10%以上

## 行业投资评级：

以报告发布日后的 6 个月内的行业的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅为基准。

推荐：行业基本面向好·行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定·行业指数跟随基准指数

谨慎：行业基本面向淡·行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由齐鲁国际证券有限公司 - “齐鲁国际” 分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。齐鲁国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要作出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

齐鲁国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表齐鲁国际或者附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

### 权益披露：

- (1) 在过去 12 个月，齐鲁国际与本研究报告所述公司并无投资银行业务关系。
- (2) 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。

版权所有 齐鲁国际证券有限公司

未经齐鲁国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。