

买入

2014年11月11日

移动端收入持续增长，沪港通稀缺标的，维持买入评级

- 三季度业绩经营利润符合指引，增长趋势没有改变：** 公司收入同比增长 54.6%至 8.52 亿元，由于持续对移动端进行投入，使得经营利润下降至 7120.3 万元人民币，同比倒退 42.5%，环比下降 59.6%。期内公司出售快盘个人版业务带来一次性收益为 1.94 亿元，归属股东净利润 2.31 亿人民币，同比提升 41.2%，环比提升 95.2%，每股基本盈利 0.2 元。我们认为公司三季度经营利润率下滑幅度符合资本市场预期，从长远发展的角度而言，猎豹移动维持高速增长，手游也将于年底上线，金山云计算及 WPS 业务处于行业爆发前夕，公司正通过 PC 端的已有优势布局移动端，成长趋势并没有发生变化。
- 猎豹移动维持高速增长，年底两款手游即将上线：** 截止三季度末，猎豹移动的安装用户总量达 8.6 亿人次，其中活跃用户达 3.4 亿人次，同比增长约 183%。同期猎豹移动受益于移动广告和互联网增值业务的拉动，季度收入同比增长 155%达 4.46 亿元，反映公司对移动端的投入效果斐然。未来基于移动端的安全工具类应用将有可能转化为具有货币化潜力的平台。除猎豹以外，公司将于 14 年年底推出两款手游，预计明年将会有超过 10 款手游，包括部分重度手游正式上线。我们认为公司在游戏的研发及运营上具有实力，在移动端分发渠道上具备优势，有利于公司将其优秀的手游产品向移动端推出，也符合公司向移动端转型的发展战略。
- 调整目标价至 21.5 港元，维持买入评级：** 尽管公司当前业绩因费用增长而短期受压，但我们将会看到猎豹移动及手游业务的成长持续性地拉动公司向移动端的转型，有利于其长远价值的提升。由于早前发布盈利预警，股价已经反映公司业绩压力，作为沪港通稀缺性标的及具有良好运营经验的互联网公司，我们对公司的长期发展持乐观态度，维持买入评级，调整目标价至 21.5 港元，相当于 2015 年每股盈利的 25 倍。

蔡浩
852 25321963
simon.tsoi@firstshanghai.com.hk
古森森
+852 2532 1962
sam.gu@firstshanghai.com.hk
主要数据

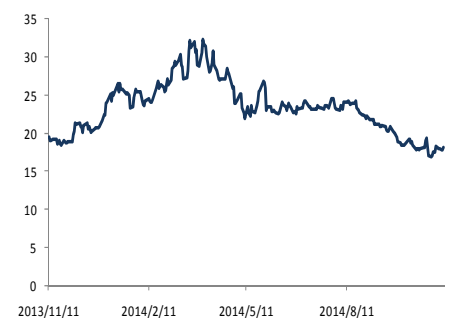
行业	TMT
股价	18.36 港元
目标价	21.5 港元 (17.1%)
股票代码	3888
已发行股本	11.8 亿股
市值	217.47 亿港元
52 周高/低	33.5/16.6 港元
每股净现值	5.73 港元
主要股东	雷军 26.83% Naspers Limited 12.59% Credit Suisse Trust Limited 9.13% Morgan Stanley 7.94%

★ 1 人民币=1.17 港元

盈利摘要

截至12月31日止财政年度	12年历史	13年历史	14年预测	15年预测	16年预测
总营业收入 (千元人民币)	1,411,161	2,173,269	3,279,738	4,477,907	5,664,618
变动	38.28%	54.01%	50.91%	36.53%	26.50%
净利润 (千元人民币)	432,589	670,746	706,979	796,534	1,184,705
每股盈利 (港元)	0.48	0.73	0.77	0.86	1.28
变动	33.22%	51.15%	5.40%	12.67%	48.73%
基于18.36港元的市盈率 (估)	38.2	25.3	24.0	21.3	14.3
每股派息 (港元)	0.11	0.09	0.22	0.24	0.35
股息现价比	0.60%	0.52%	1.18%	1.33%	1.68%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现


来源：彭博

14年三季度业绩受费用增长拖累，但收入增长趋势没有改变

公司加大对移动端投入影响短期业绩，但股价已反映经营利润率下滑

2014年第三季度，公司来自网络游戏、猎豹移动和办公软件及其他业务的收益分别占集团收益总额36%、52%和12%。总体而言，各项细分收入增长符合预期，经营利润率由2014年第一季度的19.25%下跌至三季度8.36%，主要来自于公司在研发及市场营销上的大规模投入。由于早前公司已经发布盈利预警，因此我们相信股价已经反映短期业绩压力。

图表 1: 2014 年前三季度公司盈利状况及统计

	2014Q1	2014Q2	2014Q3
毛利率	84.22%	84.51%	83.53%
研究及开发费用	-29.06%	-29.68%	-31.99%
销售及分销成本	-23.29%	-22.16%	-26.93%
行政开支	-9.82%	-8.91%	-8.75%
股份酬金成本	-3.05%	-7.61%	-7.67%
其他开支	-0.03%	0.21%	-1.88%
经营利润率	19.25%	16.50%	8.36%
税率	-8.40%	-22.35%	-6.62%
少数股东权益占比	3.24%	5.65%	19.47%
	2014Q1	2014Q2	2014Q3
娱乐软件	294,911	307,537	304,172
猎豹移动	292,847	353,595	445,981
WPS及其他应用软件	87,867	89,374	102,028
收入	675,625	750,506	852,181
销售成本	-106,613	-116,285	-140,344
毛利	569,012	634,221	711,837
其他收入	1,900	1,101	17,400
研究及开发费用	-196,337	-222,742	-272,622
销售及分销成本	-157,337	-166,278	-229,501
行政开支	-66,317	-66,868	-74,526
股份酬金成本	-20,637	-57,118	-65,388
其他开支	-217	1,539	-15,997
经营利润	130,067	123,855	71,203
可供出售投资减值亏损			-6,540
按公允价值透过损益列账的财务资产的	-105	-112	-3,099
分占联营公司利润（亏损）			-1,638
分占共同控制实体利润（亏损）	-3,139	-1,583	-2,559
出售联营公司收益	116,845		193,632
出售可供出售投资收益			1,968
抵消可赎回可转换优先股的收益			9,892
财务成本	-11,685	-22,378	-22,945
财务收入	45,841	61,449	66,659
除税前溢利	277,824	161,231	306,573
税项	-23,338	-36,030	-20,309
本年度溢利	254,486	125,201	286,264
少数股东权益	8,249	7,080	55,726
本公司股东应占盈利	246,237	118,121	230,538

资料来源：公司资料、第一上海

三季度运营数据表现良好，猎豹移动增速惊人

猎豹移动收入同比增长155%，移动端收入占比24%，已成为全球 Google play 平台重要应用分发渠道

猎豹移动的收入增速符合市场预期，在海外市场获得了用户好评。其中猎豹清理大师等工具类应用在 Google Play 的排行榜上评分大都在 4.7-5 分的高分段，证明其用户体验优质，口碑良好。根据猎豹移动（CMCM）的财报披露，第三季收入 4.46 亿元人民币，同比增长 155%，其中移动端收入更是同比增长 627.7%，收入占比由 13 年同期 8% 提升至 24%，反映其全球用户规模进一步提升及移动端变现能力进一步增强。

从猎豹移动的运营数据来看，三季度全球移动端用户安装量 8.6 亿，活跃用户量 3.4 亿，海外用户占比 65%。以第三方数据统计结果显示，猎豹移动已经成为 Google play 全球非游戏类的第二大应用分发渠道。

图表 2：2013 年第一季度至 2014 年第三季度猎豹移动运营指标数据

	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3
猎豹移动（千元人民币）	188,029	219,275	270,395	378,017	292,847	353,595	445,981
环比增长率（%）	4.0%	16.6%	23.3%	39.8%	-22.5%	20.7%	26.1%
同比增长率（%）	85.3%	92.8%	75.1%	109.0%	55.7%	61.3%	64.9%
手机用户活跃用户（百万）	46.0	80.0	120.3	166.2	222.5	284.3	340.7
环比增长率（%）	NA	73.9%	50.4%	38.2%	33.9%	27.8%	19.8%
同比增长率（%）	NA	NA	NA	NA	383.7%	255.4%	183.2%
手机安装用户	NA	NA	NA	346.6	502.1	662.2	862.2
环比增长率（%）	NA	NA	NA	NA	44.9%	31.9%	30.2%
同比增长率（%）	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
海外手机活跃用户占比	NA	NA	NA	53%	63%	67%	65%
毒霸网址导航月活跃用户	38.0	39.7	39.9	46.8	54.3	67.6	61.6
环比增长率（%）	NA	4.5%	0.5%	17.3%	16.0%	24.5%	-8.9%
同比增长率（%）	NA	NA	NA	NA	42.9%	70.3%	54.4%

资料来源：公司资料、第一上海

网游受季节性因素影响增速微降，年底两款手游上线

《剑 3》更新资料片，收入将维持平稳增长，年底两款手游上线，15 年 10 款手游在研

三季度网游收益环比微降 1% 至 3 亿元人民币，主要原因是《剑 3》的收入增长被《剑侠世界》的收入下滑所抵消。从游戏收入细分结构来看，《剑 3》收入 1.83 亿元，环比增幅 10%。而 ARPU 下降的具体原因是付费用户来自《剑 3》的比例提高，而《剑 3》的 ARPU 相比于其他游戏是比较低的。公司将于 11 月 24 日发布《剑 3》年度最大资料片《苍雪龙城》，预计将会延续《剑 3》在 14 年前三季度的增长态势，为公司网络游戏业务的提供稳定收入贡献。

对于手游市场，公司已经做好充分的准备。2014 年 11 月将会有一款全新手游正式上线，而 12 月第二款手游也将会面世。预计 2015 年公司将会有超过 10 款手游，包括部分重度手游登陆市场。我们对于手游对公司营收所带来的影响持正面态度，期待公司通过其良好运营经验、品牌及分发渠道优势将优秀的手游作品推向市场，从而实现网络游戏业务向移动端转型的战略。

图 3：2013 年第一季度至 2014 年第三季度网络游戏业务运营指标数据

	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3
网络游戏(千元人民币)	266,666	270,539	270,984	287,724	294,911	307,537	304,172
环比增长率 (%)	6.7%	1.5%	0.2%	6.2%	2.5%	4.3%	-1.1%
同比增长率 (%)	39.5%	29.6%	28.5%	15.1%	10.6%	13.7%	12.2%
MAPU	1,768,190	2,002,414	1,791,194	1,869,433	1,972,027	2,255,404	2,374,699
环比增长率 (%)	7.1%	13.2%	-10.5%	4.4%	5.5%	14.4%	5.3%
同比增长率 (%)	32.9%	37.2%	17.5%	13.3%	11.5%	12.6%	32.6%
ARPU	47	43	48	49	48	43	41
环比增长率 (%)	-2.1%	-8.5%	11.6%	2.1%	-2.0%	-10.4%	-4.7%
同比增长率 (%)	0.0%	-8.5%	4.3%	2.1%	2.1%	0.0%	-14.6%
APCU	631,098	616,285	614,263	632,171	599,384	572,374	617,717
环比增长率 (%)	-0.3%	-2.3%	-0.3%	2.9%	-5.2%	-4.5%	7.9%
同比增长率 (%)	-0.1%	0.2%	0.5%	-0.1%	-5.0%	-7.1%	0.6%

资料来源：公司资料、第一上海

出售金山快盘获利 1.93 亿，未来金山云将定位于 2B 市场

金山云日均存储上载量突破 230TB，预计 15 年将有着收入贡献

公司于 14 年三季度出售个人云盘快快盘业务以后，将会集中精力在企业级市场领域。目前的主要定位为云存储，类似于亚马逊及微软的业务；其中业界十分熟悉的小米云就是基于金山云的基础上进行运营的。从当前的使用对象来看，活跃用户大都是来自于游戏公司的开发者及其 IT 团队。

金山云以企业及开发者市场为发展方向，14 年上半年贡献超过 2000 万元人民币收入，上传量超过 230T，预计将成为存储量最大的云平台。从三季度的运营情况来看，金山云已开始建立游戏云服务联盟并着力于完善其游戏生态圈。根据公司财报披露，已有超过 50 款游戏基于金山云平台上进行运营。受益小米、WPS 及迅雷等迅速增长的用户数据推动，截止 3 季度金山云存储服务日均上载量约为 230TB。我们预计公司的企业云存储将会于 15 年有着收入贡献；

沪港通稀缺标的，长期看好公司发展，维持买入评级

股价已经反映公司业绩压力，沪港通稀缺性标的，维持买入评级

我们认为公司三季度经营利润率下滑幅度符合资本市场预期，从长远发展的角度而言，猎豹移动维持高速增长，手游也将于年底上线，金山云计算及 WPS 业务处于行业爆发前夕，公司正通过 PC 端的已有优势布局移动端，其成长趋势并没有发生变化。

由于早前已经发布盈利预警，股价已经反映公司业绩压力。作为沪港通稀缺性标的及具有良好运营经验的互联网公司，我们对公司的长期发展持乐观态度。调整目标价至 21.5 港元，相当于 2015 年每股盈利的 25 倍，维持买入评级。

附录：主要财务报表

损益表						财务分析					
<人民币千元>, 财务年度截至<12月31日>											
	2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测	2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测	
收入	1,411,161	2,173,269	3,279,738	4,477,907	5,664,618	盈利能力					
毛利	1,224,222	1,876,165	2,754,980	3,783,831	4,814,926	毛利率 (%)	86.75%	86.33%	84.00%	84.50%	85.00%
其他业务净额	28,609	45,949	32,797	44,779	56,646	EBITDA 利率 (%)	35.44%	36.16%	28.60%	24.33%	27.01%
销售及管理费用	-838,921	-1,240,234	-2,184,306	-2,883,772	-3,478,076	净利率 (%)	33.05%	34.69%	25.34%	20.93%	23.95%
营运收入	413,910	681,880	603,472	944,838	1,393,496	营运表现					
财务开支净额	89,271	104,996	188,340	175,612	187,456	销售及管理费用/收入 (%)	59.45%	57.07%	66.60%	64.40%	61.40%
联营公司等	24,612	38,176	193,632	0	0	实际税率 (%)	11.63%	8.63%	15.67%	16.34%	14.17%
除税前盈利	527,793	825,052	985,444	1,120,450	1,580,952	股息支付率 (%)	23.61%	16.31%	35.26%	35.30%	34.36%
所得税	-61,359	-71,178	-154,438	-183,119	-224,009	库存周转	19.8	12.6	12.6	12.6	12.6
净利润	466,434	753,874	831,005	937,331	1,356,943	应付账款天数	38.7	34.1	34.1	34.1	34.1
少数股东应占利润	33,845	83,128	124,026	140,798	172,238	应收账款天数	93.2	74.2	74.2	74.2	74.2
本公司股东应占利润	432,589	670,746	706,979	796,534	1,184,705	财务状况					
折旧及摊销	-61,664	-65,904	-140,929	-144,452	-136,470	总负债/总资产	0.27	0.15	0.13	0.12	0.11
EBITDA	500,186	785,960	938,033	1,089,290	1,529,966	收入/净资产	0.53	0.43	0.59	0.72	0.79
增长						经营性现金流/收入	0.39	0.43	0.11	0.16	0.20
总收入 (%)	38.3%	54.0%	50.9%	36.5%	26.5%	税前盈利对利息倍数	60.65	33.72	26.85	25.44	29.92
EBITDA (%)	28.9%	57.1%	19.3%	16.1%	40.5%						

资产负债表						现金流量表					
<人民币千元>, 财务年度截至<12月31日>						<人民币千元>, 财务年度截至<12月31日>					
	2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测	2012年 预测	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测	
现金	2,435,259	4,556,556	4,448,790	4,861,833	5,606,401	EBITDA	500,186	785,960	938,033	1,089,290	1,529,966
应收账款	412,084	472,107	954,124	1,197,861	1,439,266	净融资成本	-55,830	-24,481	-188,340	-175,612	-187,456
存货	17,006	3,528	18,134	23,985	29,363	营运资金变化	21,872	99,325	-480,027	-233,758	-232,235
其他流动资产	200,734	98,841	98,841	98,841	98,841	其他	89,718	77,320	83,529	38,710	3,920
总流动资产	3,065,083	5,131,032	5,519,889	6,182,519	7,173,871	营运现金流	555,946	938,124	353,195	718,631	1,114,195
固定资产	414,414	427,327	606,398	621,946	605,476	资本开支	-59,244	-82,980	-320,000	-160,000	-120,000
无形资产	67,820	114,098	144,470	138,253	127,780	其他投资活动	-1,003,876	38,961	145,039	179,650	210,303
长期投资	20,122	34,852	34,852	34,852	34,852	投资活动现金流	-1,063,120	-44,019	-174,961	19,650	90,303
银行存款及其他	73,830	152,804	152,804	152,804	152,804	负债变化	66,904	-390,971	0	0	0
总资产	3,641,269	5,860,113	6,458,413	7,130,374	8,094,783	股本变化	-5,836	0	0	0	0
应付账款	321,916	531,427	548,023	563,853	578,401	股息	-93,027	-101,302	-249,302	-281,199	-407,083
短期银行借款	413,559	15,724	15,724	15,724	15,724	其他融资活动	41,902	1,613,989	-36,699	-44,039	-52,847
其他短期负债	196,484	241,443	241,443	241,443	241,443	融资活动现金流	9,943	1,121,716	-286,001	-325,238	-459,929
总短期负债	931,959	788,594	805,190	821,020	835,568	现金变化	-497,231	2,015,821	-107,766	413,043	744,568
长期银行借款	0	0	0	0	0	期初持有现金	1,199,313	696,499	2,677,248	2,569,482	2,982,525
其他负债	33,625	62,078	62,078	62,078	62,078	汇兑变化	-5,583	-35,072	0	0	0
总负债	965,584	850,672	867,268	883,098	897,646	期末持有现金	696,499	2,677,248	2,569,482	2,982,525	3,727,093
少数股东权益	160,103	450,470	574,496	715,294	887,532						
股东权益	2,675,685	5,009,441	5,591,145	6,247,277	7,197,137						
每股账面价值(摊薄)	2.30	4.11	4.59	5.12	5.90						
营运资产	2,133,124	4,342,438	4,714,699	5,361,500	6,338,303						

数据来源：公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话: (852) 2522-2101
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关连人仕不会对因使用/参考本报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关连人仕可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。