

买入

2014年8月21日

加大对移动端投入拖累盈利能力，长远增长仍可期待

- **收入增长符合预期，但运营利润率下跌拖累净利增长：**上半年公司收入增长符合市场预期，主要增长动力来自于猎豹移动，收入规模同比增长约 140%至 6.46 亿元人民币，远高于网游及 WPS 的其他两项业务的收入增速。运营利润率受公司总体研发及销售费用规模增长影响，同比下降约 15.9 个百分点至 17.8%，跌幅显著但基本符合公司给予 14 年的指引。当期归属股东净利润同比增长 6.8%至 3.64 亿元人民币，每股盈利 0.31 元人民币，不派中期息。
- **端游业务稳定增长，下半年手游蓄势待发：**14 年上半年公司游戏收入同比增长 12.1%，其中剑三于新资料片发布后维持稳定增长，贡献超过一半的游戏收入。当期公司加大对移动端的研发投入，约 10-12 款手游将会于下半年至明年陆续推出市场，而下半年至少会有 2-4 款手游上线，其中更可能会有惊喜之作。我们认为公司在游戏的研发及运营上拥有良好口碑，在移动端应用分发渠道上具备相对优势，有利于公司将其优秀的手游产品向移动端推出，从而在手游领域获得高速增长。
- **掘金办公软件及云应用市场，金山云及 WPS 将成为公司重点发展方向：**金山云将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，当前上传量超过 250T，预计将成为存储量最大的云平台，15 年将会有显著收入贡献；而 WPS 移动端+PC 端用户数量突破 1.23 亿，企业及政府市场渗透率提升将继续拉动其收入增长。因此长期而言，公司除具备游戏及猎豹移动两项增长动力强劲的核心业务以外，在办公软件及云服务两个新兴市场的发展路径清晰，竞争优势明显，长远增长空间十分广阔。
- **给予公司买入评级，目标价 28 港元：**根据行业及公司盈利增长趋势，我们调整公司目标价至 28 港元，相当于 15 年每股盈利的 25 倍，维持买入评级。

蔡浩

+852 2532 1963

simon.tsoi@firstshanghai.com.hk

主要数据

行业	互联网
股价	23.3 港元
目标价	28 港元 (+20.2%)
股票代码	3888.HK
已发行股本	11.8 亿股
市值	275.9 亿港元
52 周高/低	33.5 港元/14.28 港元
每股资产净值	5.82 港元
主要股东	雷军 26.83% 腾讯 12.61% 求伯君 9.14% Morgan Stanley 7.11%

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	3,175,127	4,320,990	5,466,172
变动	38.28%	54.01%	46.10%	36.09%	26.50%
净利润 (千元人民币)	432,589	670,746	835,291	1,036,101	1,321,102
每股盈利 (港元)	0.48	0.73	0.90	1.12	1.43
变动	33.22%	51.15%	24.53%	24.04%	27.51%
基于23.3港元的市盈率 (估)	48.5	32.1	25.8	20.8	16.3
每股派息 (港元)	0.11	0.09	0.25	0.31	0.39
股息现价比	0.47%	0.41%	1.06%	1.32%	1.68%

来源: 公司资料, 第一上海

股价表现



来源: 彭博

附录1：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	3,175,127	4,320,990	5,466,172	盈利能力					
毛利	1,224,222	1,876,165	2,714,733	3,672,841	4,646,246	毛利率 (%)	86.75%	86.33%	85.50%	85.00%	85.00%
其他业务净额	28,609	45,949	31,751	43,210	54,662	EBITDA 利率 (%)	35.44%	36.16%	31.81%	29.88%	29.78%
销售及管理费用	-838,921	-1,240,234	-1,955,878	-2,581,791	-3,214,109	净利率 (%)	33.05%	34.69%	29.95%	27.34%	27.37%
营运收入	413,910	681,880	790,607	1,134,260	1,486,799	营运表现					
财务开支净额	89,271	104,996	188,340	185,780	206,849	销售及管理费用/收入 (%)	59.45%	57.07%	61.60%	59.75%	58.80%
联营公司等	24,612	38,176	116,000	50,000	30,000	实际税率 (%)	11.63%	8.63%	13.15%	13.78%	13.20%
除税前盈利	527,793	825,052	1,094,946	1,370,039	1,723,647	股息支付率 (%)	23.61%	16.31%	34.15%	34.20%	33.97%
所得税	-61,359	-71,178	-144,007	-188,784	-227,570	库存周转	19.8	12.6	12.6	12.6	12.6
净利润	466,434	753,874	950,939	1,181,255	1,496,078	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	115,649	145,154	174,976	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	835,291	1,036,101	1,321,102	财务状况					
折旧及摊销	-61,664	-65,904	-103,471	-106,876	-110,928	总负债/总资产	0.27	0.15	0.13	0.12	0.11
EBITDA	500,186	785,960	1,010,078	1,291,136	1,627,727	收入/净资产	0.53	0.43	0.56	0.66	0.72
增长						经营性现金流/收入	0.39	0.43	0.14	0.21	0.22
总收入 (%)	38.3%	54.0%	46.1%	36.1%	26.5%	税前盈利对利息倍数	60.65	33.72	29.84	31.11	32.62
EBITDA (%)	28.9%	57.1%	28.5%	27.8%	26.1%						

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	4,652,146	5,249,683	6,068,784	EBITDA	500,186	785,960	1,010,078	1,291,136	1,627,727
应收账款	412,084	472,107	932,844	1,165,940	1,398,898	净融资成本	-55,830	-24,481	-188,340	-185,780	-206,849
存货	17,006	3,528	15,910	22,398	28,334	营运资金变化	21,872	99,325	-462,540	-222,031	-222,835
其他流动资产	200,734	98,841	98,841	98,841	98,841	其他	89,718	77,320	83,334	32,808	13,033
总流动资产	3,065,083	5,131,032	5,699,741	6,536,861	7,594,857	营运现金流	555,946	938,124	442,532	916,134	1,211,076
固定资产	414,414	427,327	523,856	536,979	546,051	资本开支	-59,244	-82,980	-200,000	-120,000	-120,000
无形资产	67,820	114,098	125,097	119,284	115,530	其他投资活动	-1,003,876	38,961	175,039	199,818	229,695
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	-24,961	79,818	109,695
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	6,536,349	7,380,781	8,444,095	股本变化	-5,836	0	0	0	0
应付账款	321,916	531,427	542,006	559,559	575,618	股息	-93,027	-101,302	-285,282	-354,377	-448,823
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	-321,981	-398,415	-501,670
总短期负债	931,959	788,594	799,173	816,726	832,785	现金变化	-497,231	2,015,821	95,590	597,536	819,102
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	2,772,838	3,370,375
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	861,251	878,804	894,863	期末持有现金	696,499	2,677,248	2,772,838	3,370,375	4,189,476
少数股东权益	160,103	450,470	566,119	711,273	886,248						
股东权益	2,675,685	5,009,441	5,675,099	6,501,977	7,549,232						
每股账面值(摊薄)	2.30	4.11	4.66	5.33	6.19						
营运资产	2,133,124	4,342,438	4,900,568	5,720,136	6,762,072						

资料来源：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。