

# 公司报告

招商证券(香港)有限公司

## 金山软件 (3888 HK)

### OPM进入扩张通道；各条业务线发展顺利

- 大规模投入期结束，经营利润率OPM2015年见底并开始进入扩张通道
- 各条业务线发展顺利：猎豹移动释放更多盈利，手游业务今年有望贡献明显收入，金山云2016年收入预计达到7-8亿元且亏损率进一步降低
- 维持目标价HK\$25，相当于24x 2016E P/E (vs 同业平均29.2x 2016E P/E)，重申买入评级

### OPM从2016年起进入扩张通道

经过2014年开始两年的All-in战略，金山四条业务线都取得了转型移动互联网阶段性的成果并将从2016年开始进入收获期。考虑到整个互联网行业的发展阶段以及金山四条业务线的情况，我们目前看不到金山未来还会有类似2014-15年这样大规模集团层面的战略性投入。所以我们判断金山的OPM已经在2015年见底，并且已经进入了盈利能力扩张的通道。唯一的不确定性，是金山云有可能因为竞争或者行业发展加速而产生短期的投入波动。然而，随着AWS进入盈利周期，市场对云业务的容忍度将越来越高。

### 各条业务线发展顺利

进入2016年，占收比超过65%的猎豹移动在建立了足够高的用户门槛后将开始采取较为平衡的发展策略开始释放盈利，这将成为金山盈利重拾增长的基础。根据猎豹的指引，Non-GAAP NPM将从2015年13%上升至17%。游戏业务中，我们预期剑网三收入仍会保持10%的增速，但受到其他PC游戏的拖累，整体PC游戏收入将持平。2016年将上线两款剑侠系列手游，第一款4月底上线，由腾讯独代。第二款9月上线，与小米合作。目前能确定的是手游业务将在今年贡献相对明显的收入，且对整体OPM将有明显帮助。但是最终的收入规模要观察游戏上线后的表现。我们目前的游戏业务收入预测中没有对手游收入进行预测。WPS整体的收入增长动力将主要来自于增值服务。一方面公司预计PC端增值服务将保持超过100%的增长，另一方面公司将开始WPS移动端的货币化。我们预计金山云2016年收入将达到7-8亿元，同时亏损率将进一步下降。

### 估值和评级

我们上调2016年Non-GAAP盈利预测8%，主要因为新的少数股东权益预测。下调2017年Non-GAAP盈利预测7%，主要因为我们下调了2017年猎豹移动、游戏以及金山云的收入预测。我们维持基于DCF的目标价HK\$25，对应24x 2016E P/E (vs 同业可比公司29.2x 2016E P/E)，重申买入评级。金山目前的股价相当于18.5x 2016E P/E。

### 盈利预测及估值

人民币百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业额	3,350	5,676	8,313	11,633	14,390
同比增长(%)	54%	69%	46%	40%	24%
Non-GAAP净利润	769	351	661	1,164	1,655
同比增长(%)	15%	-54%	88%	76%	42%
Non-GAAP每股盈利(元)	0.63	0.28	0.51	0.91	1.29
每股股息(元)	0.13	0.10	0.10	0.18	0.26
市盈率(X)	24.1	27.3	18.5	12.5	9.6
市净率(X)	3.2	3.1	2.8	2.3	1.8
ROE(%)	14%	5%	13%	19%	22%

资料来源：公司资料,招商证券(香港)预测

郝云帆 黄轩  
852-3189 6117 852-3189 6179  
haoyf@cmschina.com.hk huangx@cmschina.com.cn

### 最新变动

盈利预测 上调

### 买入

前次评级	买入
股价	HK\$19.28
12个月目标价 (上涨空间)	HK\$25 (+30%)
前次目标价:	HK\$25.00

### 股价表现



资料来源：贝格数据

%	1m	6m	12m
3888 HK	19.3	4.2	(35.3)
HIS	3.7	(7.1)	(22.5)

### 行业：TMT

恒生指数	21436
国企指数	9244

### 重要数据

52周股价区间(港元)	14.0-34.95
港股市值(百万港元)	33318.9
日均成交量(百万股)	1157.47
每股净资产(港元)	6.08

### 主要股东

Jun Lei	24.38%
Topclick Holding	8.29%
Tencent	8.20%
UBS	4.84%
总股数(百万股)	1302.5
自由流通量	56.30%

图1: 盈利预测调整

百万人民币	调整前			调整后			差异 (%)		
	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
<b>收入</b>	<b>8,800</b>	<b>13,504</b>	<b>N/A</b>	<b>8,313</b>	<b>11,633</b>	<b>14,390</b>	<b>-6%</b>	<b>-14%</b>	<b>N/A</b>
娱乐软件收入	1,447	1,592	N/A	1,381	1,395	1,409	-5%	-12%	N/A
WPS 收入	398	457	N/A	555	666	766	39%	46%	N/A
猎豹移动收入	5,955	9,455	N/A	5,664	8,173	10,216	-5%	-14%	N/A
金山云收入	1,000	2,000	N/A	714	1,400	2,000	-29%	-30%	N/A
收入成本	-2,288	-3,511	N/A	-2,161	-3,025	-3,741	-6%	-14%	N/A
<b>毛利</b>	<b>6,512</b>	<b>9,993</b>	<b>N/A</b>	<b>6,152</b>	<b>8,609</b>	<b>10,649</b>	<b>-6%</b>	<b>-14%</b>	<b>N/A</b>
研发成本	-2,024	-2,701	N/A	-1,674	-2,327	-2,878	-17%	-14%	N/A
销售及市场推广开支	-2,156	-3,241	N/A	-2,304	-3,025	-3,310	7%	-7%	N/A
一般及行政开支	-792	-1,215	N/A	-653	-931	-1,151	-18%	-23%	N/A
股份酬金成本	-440	-405	N/A	-440	-465	-465	0%	15%	N/A
其他经营成本	-88	-135	N/A	-60	-116	-144	-32%	-14%	N/A
其他收入及收益	34	34	N/A	34	34	10	0%	0%	N/A
<b>经营利润</b>	<b>1,046</b>	<b>2,330</b>	<b>N/A</b>	<b>1,021</b>	<b>1,779</b>	<b>2,710</b>	<b>-2%</b>	<b>-24%</b>	<b>N/A</b>
出售一间联营公司收益	-	-	N/A	-	-	-	0%	0%	N/A
财务收入	264	405	N/A	200	349	349	-24%	-14%	N/A
财务成本	-80	-80	N/A	-80	-80	-80	0%	0%	N/A
分占联营公司亏损	-4	-4	N/A	-10	-10	-10	150%	150%	N/A
分占共同控制实体亏损	-11	-16	N/A	-	-	-	-100%	0%	N/A
税前盈利	<b>1,215</b>	<b>2,635</b>	<b>N/A</b>	<b>1,131</b>	<b>2,038</b>	<b>2,969</b>	<b>-7%</b>	<b>-23%</b>	<b>N/A</b>
所得税	-182	-395	N/A	-205	-367	-535	13%	-7%	N/A
税后盈利	<b>1,033</b>	<b>2,239</b>	<b>N/A</b>	<b>925</b>	<b>1,671</b>	<b>2,435</b>	<b>-10%</b>	<b>-25%</b>	<b>N/A</b>
少数股东应占利润	452	896	N/A	264	507	780	-42%	-43%	N/A
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>581</b>	<b>1,344</b>	<b>N/A</b>	<b>661</b>	<b>1,164</b>	<b>1,655</b>	<b>14%</b>	<b>-13%</b>	<b>N/A</b>
<b>Non-GAAP 归属母公司股东净利润</b>	<b>1,021</b>	<b>1,749</b>	<b>N/A</b>	<b>1,101</b>	<b>1,629</b>	<b>2,120</b>	<b>8%</b>	<b>-7%</b>	<b>N/A</b>
<b>经营利润率</b>	<b>12%</b>	<b>17%</b>	<b>N/A</b>	<b>12%</b>	<b>15%</b>	<b>19%</b>	<b>28bps</b>	<b>-171bps</b>	<b>N/A</b>

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图2: 招商预测vs.市场预测

百万人民币	招商证券(香港)预测			市场一致预期			差异 (%)		
	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
收入	8,313	11,633	14,390	8,433	11,427	14,828	-1%	2%	-3%
毛利率	74%	74%	74%	75%	74%	73%	-111 bps	-16 bps	116 bps
归属母公司净利润	661	1,164	1,655	788	1,338	1,955	-16%	-13%	-15%
EPS	0.51	0.91	1.29	0.73	1.11	1.64	-30%	-18%	-21%
Non-GAAP 归属母公司净利润	1,101	1,629	2,120	1,041	1,648	2,191	6%	-1%	-3%
Non-GAAP EPS	0.86	1.27	1.65	0.83	1.28	1.81	3%	-1%	-9%

资料来源: Bloomberg, 招商证券(香港)预测

**猎豹移动：由用户量增长转向用户质量提升，海外竞争优势依然明显**

根据AppAnnie，截止2016年2月猎豹移动已经连续25个月稳居Google Play非游戏应用下载榜前三名。2016年猎豹将从用户数量的增长转为用户使用时长及频率的提升。第一是推出一系列内容驱动型产品。公司已在印度开始正式尝试，推出了个性化信息聚合类应用InstaNews，目前已经成为印度排名第三的新闻类应用。第二是继续加大在大数据分析方面的投入以完善用户体验及广告投放效果。公司已聘请前VMWare负责云存储及大数据业务的高级副总裁范承工先生担任CTO，负责硅谷研发中心的组建。

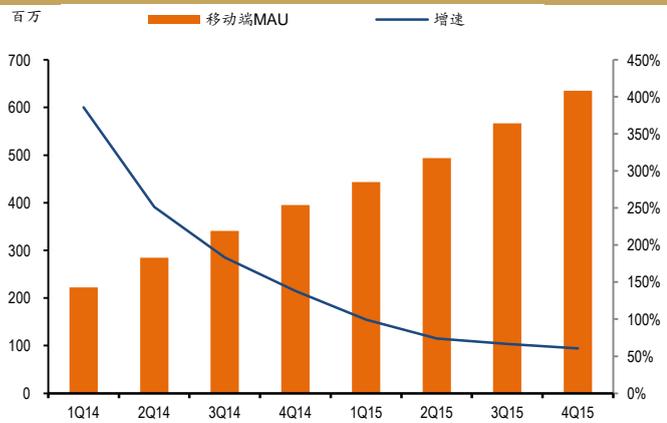
在海外竞争方面，我们相信猎豹较竞争对手依然有巨大的领先优势。第一是用户基数。猎豹除了已经在成熟市场建立起稳固的用户门槛，还在目前竞争最为激烈的新兴市场取得了绝对的领先。我们估算猎豹在主要新兴市场的MAU已经超过1.6亿，其中印度市场MAU已超过5000万。猎豹在新兴市场的用户规模已与大部分竞争对手用户总量相当。第二是变现能力。在竞争对手刚刚开始参照猎豹的经验，通过Facebook进行初步海外变现的同时，猎豹已经开始全力建设自有广告平台并希望两年内直销占比达到50%。需要注意的是，建立自有广告平台的前提是庞大的自有流量、精准的投放系统以及本地化的销售团队。而猎豹主要竞争对手仍处在用户积累阶段。

图3：猎豹在2016年2月Googleplay下载榜排名第三

Top Companies				
Google Play - Applications - Worldwide - Feb 2016				
#	By Downloads		Headquarters	Apps
1	Facebook	=	USA	29
2	Google	=	USA	140
3	Cheetah Mobile (猎豹移动)	=	China	171
4	Microsoft	=	USA	129
5	Sungy Mobile (广州久邦数码)	=	China	2,406
6	Alibaba Group (阿里巴巴集团)	▲3	China	90
7	LINE (ライン)	▲1	Japan	83
8	Baidu (百度)	▼1	China	90
9	Qihoo 360 (奇虎360)	▼3	China	54
10	DotC	▲4	China	5

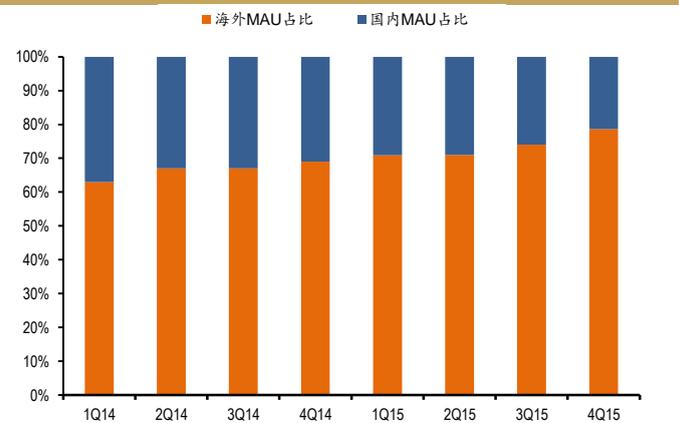
资料来源：App Annie，招商证券（香港）

图4：猎豹移动移动端季度MAU



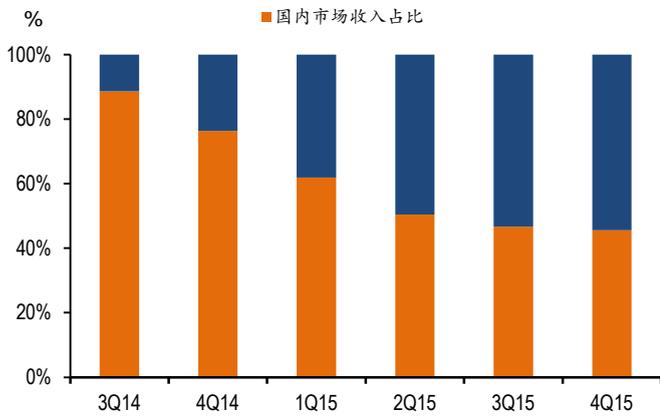
资料来源：公司资料，招商证券（香港）

图5：猎豹移动海外和国内MAU占比



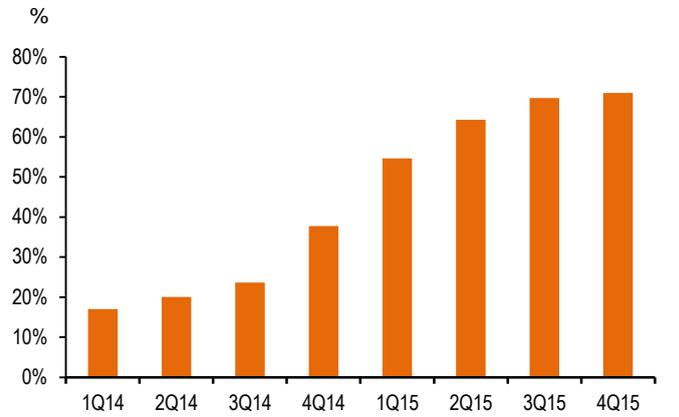
资料来源：公司资料，招商证券（香港）

图6: 猎豹移动来自海外和国内市场的收入分布



资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图7: 猎豹移动来自移动端收入占比趋势



资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

开始发力拓展内容驱动型产品

经过3年多的积累, 猎豹已经拥有了庞大的用户基数和流量。2016年猎豹将会把重心从用户数量增长转向用户使用时长及使用频率上。用户质量的提升才是从根本提升广告效果的方法。猎豹移动已经开始推出内容驱动型产品, 以进一步增加用户的使用时长和使用频率。3Q15及4Q15猎豹移动推出了几款内容类产品进行尝试, 虽然这些产品不一定是最终的形态, 但是我们能从这些产品的类型中观察到猎豹移动对内容产品的发展方向。我们相信公司将至少从三个方向进行内容产品的尝试: 1) 内容社交; 2) 信息聚合及推荐; 3) 轻游戏。目前这三类产品在国内市场都有相对成熟的产品形态, 公司可以结合海外市场在某一领域的空白, 将类似形态的产品放到海外市场进行试错和改进。

猎豹已在印度开始正式尝试, 推出了个性化信息聚合类应用InstaNews, 目前已经成为印度排名第三的新闻类应用。推出这款产品主要是看准印度目前尚无类“今日头条”模式的新闻类应用。目前, 猎豹在印度已经拥有超过5000万MAU, 占整体MAU比例超过8%。猎豹也同时在全球范围内采购版权, 为推出全球化的内容产品做准备。我们预计猎豹移动将从2Q16开始陆续推出几款新的内容产品。从2016年开始, 我们认为监控猎豹的主要指标除了MAU的增长, 更应该关注推出新产品的数量, 新产品的用户数以及用户使用新产品的时长以及频率。

图8: InstaNews产品截图



资料来源: GooglePlay, 招商证券(香港)

图9: InstaNews排名印度GooglePlay新闻类应用第三

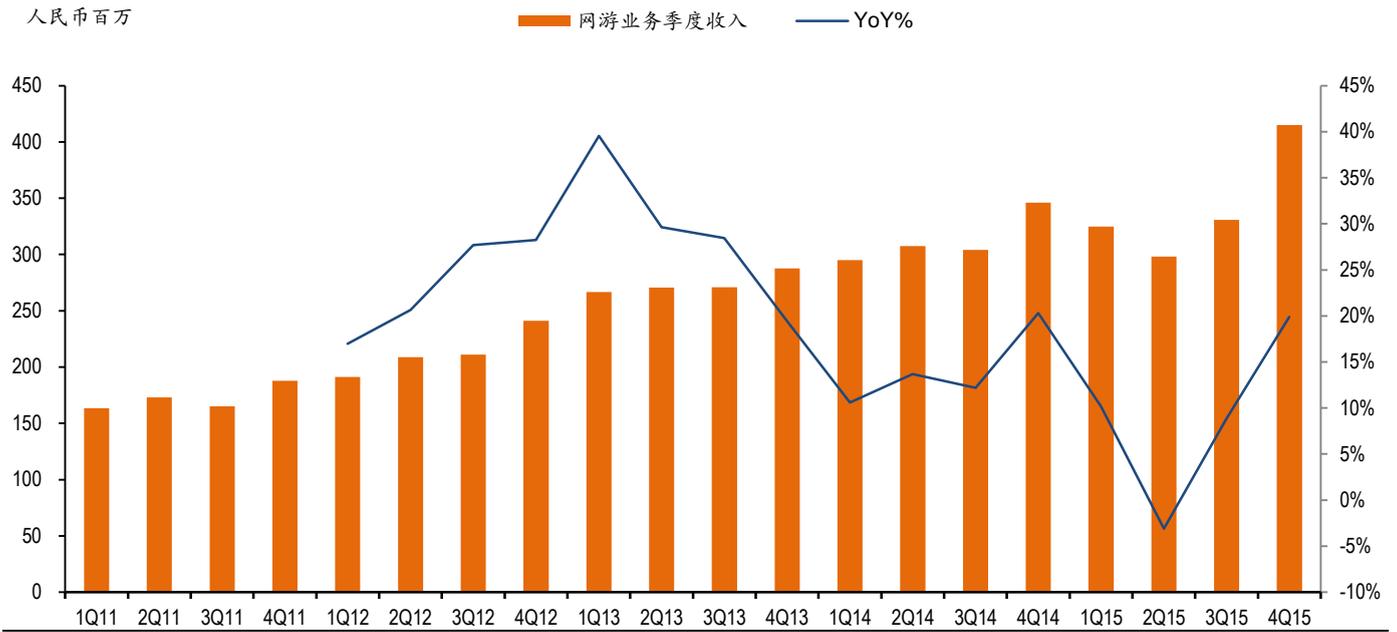
#	Free
1	Dailyhunt (NewsHunt) News Dailyhunt
2	NewsDog - Indian Breaking... Hacker Interstellar, Inc.
3	InstaNews India Breaking N... InstaDev Team
4	Way2 ( Way2SMS Free SMS ) Way2 ( Formerly Way2SMS )
5	Whale News li wangxing
6	Inshorts - News in 60 words Inshorts (Formerly News in Shorts)
7	WTF Content For WhatsApp... ViralShots
8	NDTV News - India NDTV Official App
9	India News Times Internet Limited
10	AajTak Living Media India limited

资料来源: App Annie, 招商证券(香港)

### 网游业务

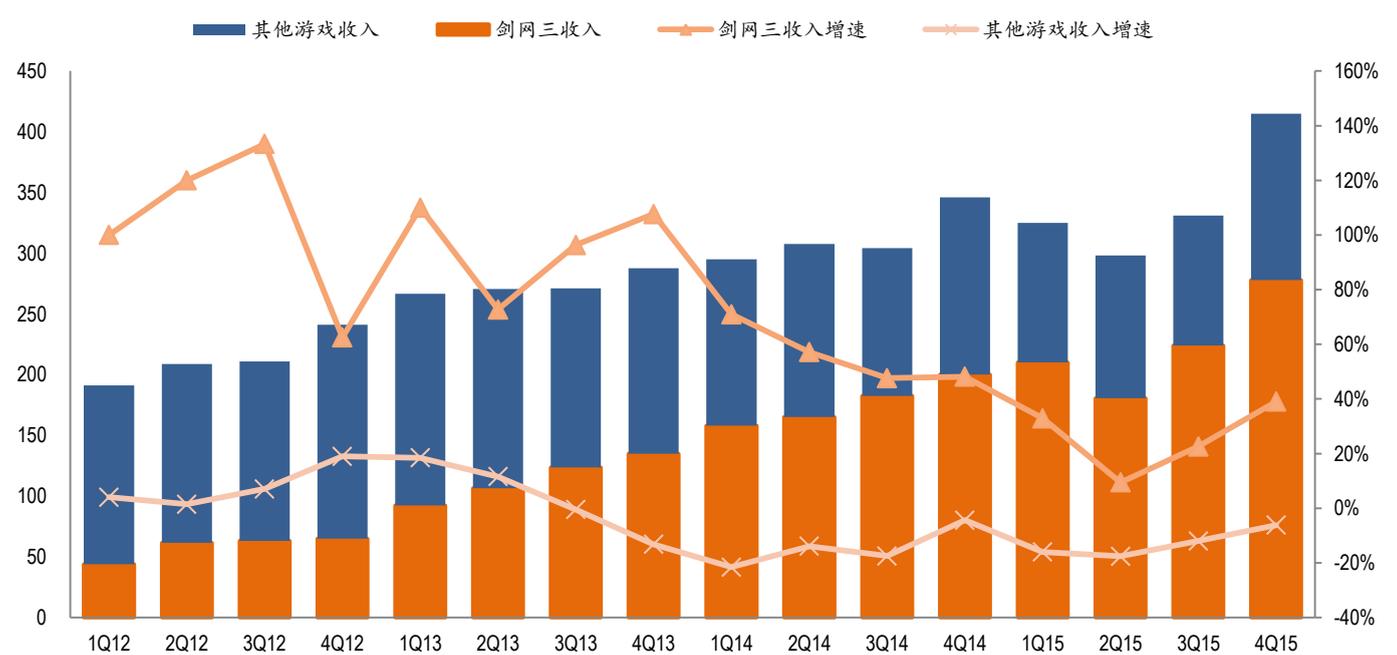
2016年，PC游戏方面，我们预计龙头游戏剑网三将继续成为公司重要的现金牛，并且保持10%左右的增长。增长动力主要是用户数的增加以及ARPU的提升。2016年剑网三将对游戏的画面进行重大升级，并推出1-2个重大更新包。不过我们预期其他PC游戏收入将继续下滑，所以我们预期PC整体收入将与2015年持平。手游方面，2016年将上线两款剑侠系列手游，第一款4月底上线，由腾讯独代。第二款9月上线，与小米合作。剑侠系列的最后一款则要等到1Q17。目前能确定的是手游业务将在今年贡献相对明显的收入，且对整体OPM将有明显帮助。但是最终的收入规模要观察游戏上线后的表现。我们目前的游戏业务收入预测中没有对手游收入进行预测。

图10: 金山软件网游业务季度收入趋势汇总



资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图11: 游戏收入分布 (百万人民币)

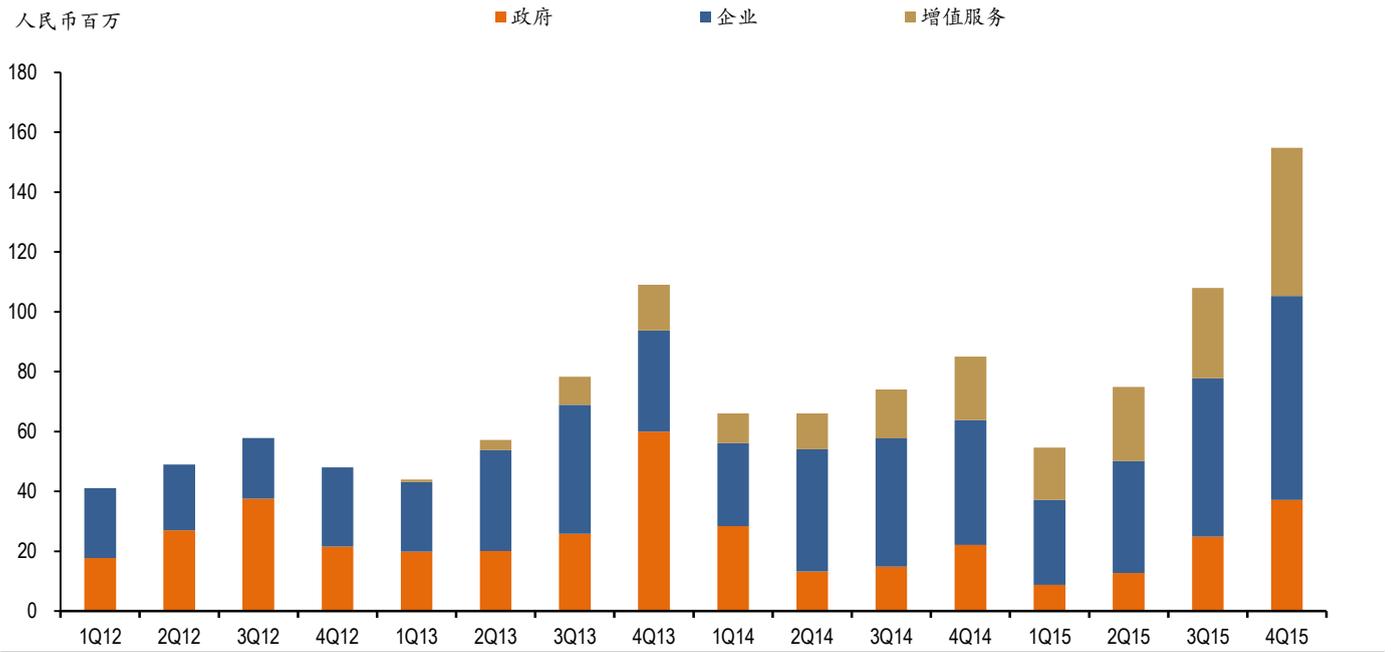


资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

### WPS

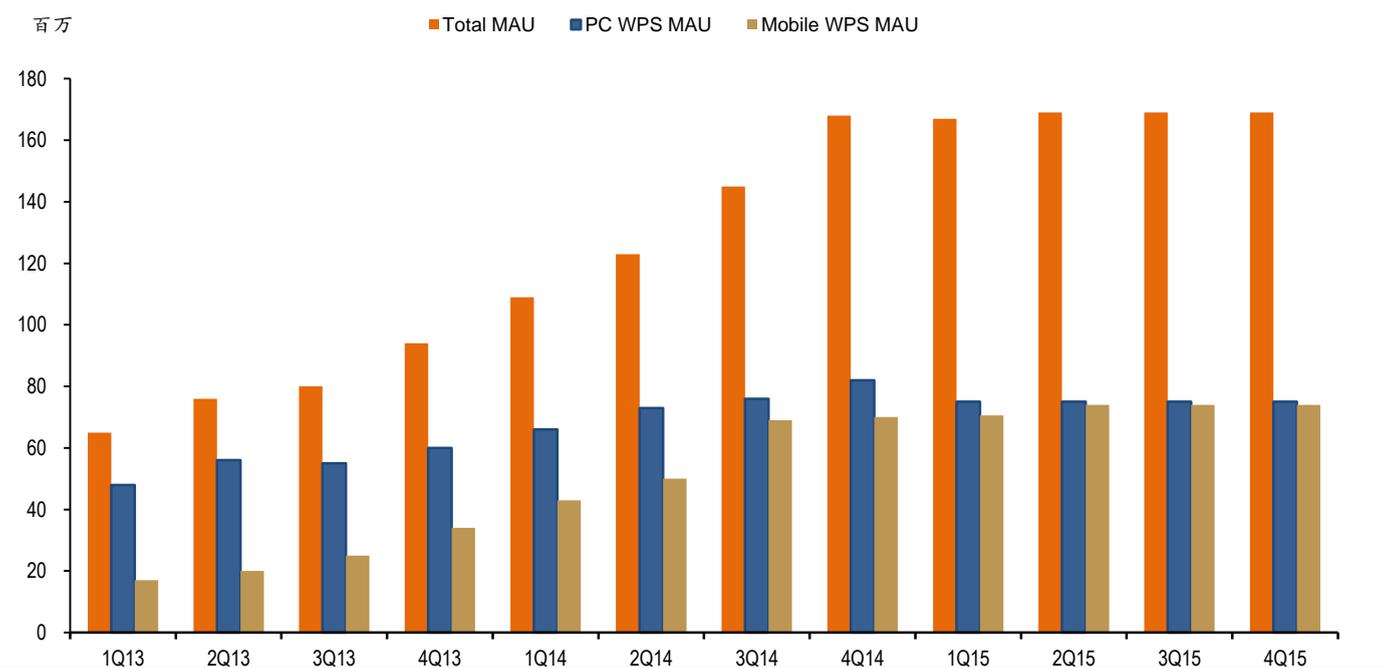
WPS的政企收入以及增值服务收入在2015年分别增长14%及106%。4Q15WPS PC端MAU达到8000万，移动端MAU达到1.02亿（其中手机WPS MAU 7700万，WPS Mail MAU 2500万）。2016年，我们预期WPS政企业务将保持15%左右的稳定增长。WPS整体的收入增长动力主要来自于增值服务。一方面公司预计PC端增值服务将保持超过100%的增长，另一方面随着WPS移动端MAU过亿，2016年将开始移动端的货币化。

图12: WPS季度收入及分布



资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图13: WPS PC端、移动端 MAU和词霸/WPS Mail MAU分布



资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

### 金山云

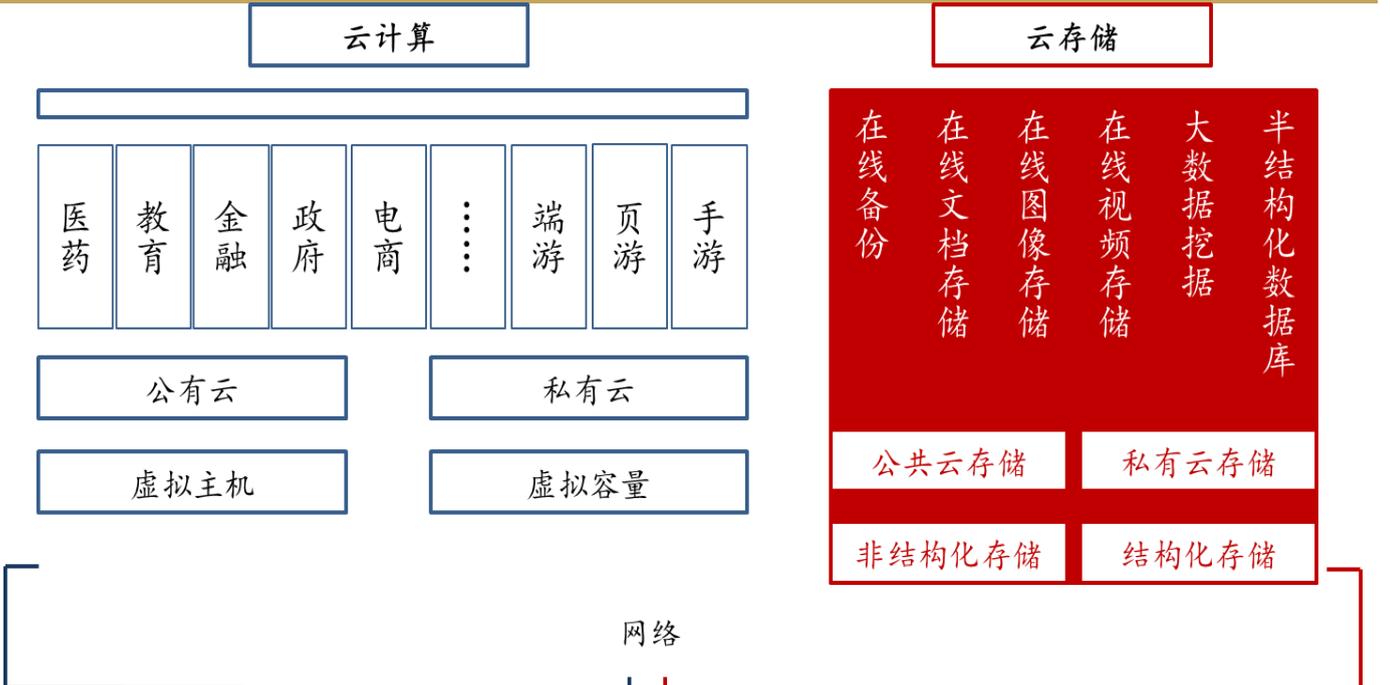
金山云收入在期内保持了快速的增长，我们预计金山云 2015 年的收入达到 2.8 亿元。金山云在期内完成 B 轮融资，估值超过 10 亿美金。具体来说，金山云分别在游戏、视频以及医疗等方面取得了进展。游戏方面，金山云成功引入英雄游戏、畅游、完美世界、天象互动以及游族网络等重量级客户；在视频方面，成功引入 GIF 快手以及今日头条，这两家公司均已成为了金山云前十大收入来源；在医疗方面，成功引入北大人民医院以及慈铭体检等客户。

图14：金山游戏云2015年新增客户情况



资料来源：公司资料，招商证券（香港）

图15：金山云为用户提供全面的云计算和云存储服务



资料来源：公司资料，招商证券（香港）

## 估值与评级

我们上调2016年Non-GAAP盈利预测8%，主要因为新的少数股东权益预测。下调2017年Non-GAAP盈利预测7%，主要因为我们下调了2017年猎豹移动、游戏以及金山云的收入预测。我们维持基于DCF的目标价至HK\$25，对应24x2016E P/E。重申买入评级。金山目前的股价相当于18x2016E PE vs. 29x 2016E PE。

图16: DCF主要假设

Beta	1.20
无风险利率 (Rf)	2.9%
风险溢价 (Rp)	11.5%
所得税率	18%
债务成本 (Cost of Debt)	5.0%
权益成本 (Cost of Equity)	16.7%
永续增长率 (g)	3.0%
WACC	15.69%

资料来源: Bloomberg, 招商证券(香港)预测

图17: FCF预测

百万人民币	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
FCF	1,131	2,038	2,969	3,287	3,610	3,643	3,676	3,709	3,744	3,778
折现后 FCF 总计	11,909									
终值价值	5,819									
企业价值	17,728									
净现金及非核心资本	6,731									
权益价值	24,459									
每股价值 (RMB)	21.00									
每股价值 (HKD)	25.00									

资料来源: Bloomberg, 招商证券(香港)预测

图18: 敏感性分析

单位: 港元	WACC				
	14.7%	15.2%	15.7%	16.2%	16.7%
	26.0	25.2	24.5	23.8	23.2
	26.3	25.5	24.8	24.1	23.4
Growth	26.6	25.8	25.0	24.3	23.6
	27.0	26.1	25.3	24.5	23.8
	27.4	26.4	25.6	24.8	24.1

资料来源: Bloomberg, 招商证券(香港)预测

图19: 同业估值

公司	代码	货币	股票价格	市值 (百万美元)	P/E		
					2016E	2017E	2018E
腾讯控股	700 HK	HKD	161.90	196,345	30.8	24.0	19.7
百度	BIDU US	USD	194.52	67,353	28.6	21.4	15.5
网易	NTES US	USD	137.78	18,011	13.2	12.0	11.5
新浪	SINA US	USD	49.13	3,417	51.6	35.7	21.6
易车网	BITA US	USD	28.04	1,775	18.7	12.5	10.3
搜房网	SFUN US	USD	5.98	2,843	N/A	28.6	15.3
猎豹移动	CMCM US	USD	16.74	2,385	16.7	11.0	7.1
微博	WB US	USD	21.95	4,536	45.1	27.2	17.9
<b>平均</b>					<b>29.2</b>	<b>21.5</b>	<b>14.9</b>
<b>金山软件</b>	<b>3888 HK</b>	<b>HKD</b>	<b>18.96</b>	<b>3,184</b>	<b>18.5</b>	<b>12.5</b>	<b>9.6</b>

资料来源: Bloomberg, 招商证券(香港)预测

图20: 预测市盈率区间 (以Non-GAAP EPS计算)



资料来源: Bloomberg, 招商证券(香港)预测

图21: 预测市净率区间



资料来源: Bloomberg, 招商证券(香港)预测

## 财务预测表

## 资产负债表

人民币百万	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	<b>8,073</b>	<b>8,937</b>	<b>10,506</b>	<b>12,837</b>	<b>15,829</b>
现金	6,984	7,749	8,896	10,695	13,246
超过三个月定存	-	-	-	-	-
存货	7	7	7	7	7
应收贸易账款	411	454	665	931	1,151
预付款项及其他应收账款	398	454	665	931	1,151
应收关联方款项	117	117	117	117	117
其他	156	156	156	156	156
<b>非流动资产</b>	<b>2,309</b>	<b>2,257</b>	<b>2,257</b>	<b>2,278</b>	<b>2,325</b>
固定资产	584	620	669	717	778
无形资产	465	376	327	300	285
应收贷款	14	14	14	14	14
其他	1,247	1,247	1,247	1,247	1,247
<b>资产总计</b>	<b>10,382</b>	<b>11,194</b>	<b>12,763</b>	<b>15,114</b>	<b>18,153</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,395</b>	<b>1,985</b>	<b>2,756</b>	<b>3,568</b>	<b>4,405</b>
应付贸易账款	79	152	249	348	430
应付开支及其他应付款项	931	1,249	1,852	2,565	3,182
银行贷款	16	16	16	16	16
其他	369	569	640	639	777
<b>长期负债</b>	<b>2,870</b>	<b>2,870</b>	<b>2,870</b>	<b>2,870</b>	<b>2,870</b>
可转债	2,792	2,792	2,792	2,792	2,792
递延所得税和其他	77	77	77	77	77
<b>负债合计</b>	<b>4,265</b>	<b>4,855</b>	<b>5,626</b>	<b>6,438</b>	<b>7,275</b>
股本	5	5	5	5	5
储备	1,393	1,266	1,134	901	570
保留盈利	3,044	3,395	4,056	5,220	6,875
派息	119	127	132	233	331
非控制性权益	1,555	1,546	1,810	2,317	3,098
<b>负债及权益合计</b>	<b>10,382</b>	<b>11,195</b>	<b>12,763</b>	<b>15,114</b>	<b>18,153</b>

## 现金流量表

人民币百万	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	<b>952</b>	<b>910</b>	<b>1,315</b>	<b>1,831</b>	<b>2,706</b>
税前盈利	962	542	1,131	2,038	2,969
折旧摊销	88	105	112	121	129
财务费用	76	78	80	80	80
投资收益	15	-	-	-	-
营运资金变动	72	490	349	281	396
其它	-259	-306	-356	-689	-869
<b>投资活动现金流</b>	<b>-3,368</b>	<b>53</b>	<b>39</b>	<b>180</b>	<b>158</b>
资本支出	-237	-147	-166	-174	-197
其他投资	-3,130	200	206	354	354
<b>筹资活动现金流</b>	<b>2,950</b>	<b>-198</b>	<b>-207</b>	<b>-212</b>	<b>-313</b>
偿还借贷	-	-	-	-	-
支付股息	-144	-119	-127	-132	-233
新增银行贷款	-	-	-	-	-
少数股东注资	-	-	-	-	-
其他	3,094	-78	-80	-80	-80
<b>现金净增加额</b>	<b>517</b>	<b>765</b>	<b>1,147</b>	<b>1,799</b>	<b>2,551</b>

## 利润表

人民币百万	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	<b>3,350</b>	<b>5,676</b>	<b>8,313</b>	<b>11,633</b>	<b>14,390</b>
收入成本	-590	-1,319	-2,161	-3,025	-3,741
<b>毛利</b>	<b>2,760</b>	<b>4,357</b>	<b>6,152</b>	<b>8,609</b>	<b>10,649</b>
研发成本	-956	-1,348	-1,674	-2,327	-2,878
销售及市场推广	-797	-1,756	-2,304	-3,025	-3,310
一般及行政开支	-297	-443	-653	-931	-1,151
股份酬金成本	-202	-356	-440	-465	-465
其他经营成本	-30	-46	-60	-116	-144
联营公司减值	-	-	-	-	-
财务收入	239	195	200	349	349
财务成本	-76	-78	-80	-80	-80
<b>营业利润</b>	<b>962</b>	<b>542</b>	<b>1,131</b>	<b>2,038</b>	<b>2,969</b>
所得税	-95	-201	-205	-367	-535
净利润	867	342	925	1,671	2,435
少数股东损益	98	-9	264	507	780
<b>母公司所有者净</b>	<b>769</b>	<b>351</b>	<b>661</b>	<b>1,164</b>	<b>1,655</b>
<b>Non-GAAP 母公司所有者净利润</b>	<b>971</b>	<b>707</b>	<b>1,101</b>	<b>1,629</b>	<b>2,120</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>0.63</b>	<b>0.28</b>	<b>0.51</b>	<b>0.91</b>	<b>1.29</b>

## 主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>年成长率</b>					
营业收入	54%	69%	46%	40%	24%
营业利润	47%	58%	41%	40%	24%
净利润	15%	-54%	88%	76%	42%
<b>获利能力</b>					
毛利率	82%	77%	74%	74%	74%
净利率	26%	6%	11%	14%	17%
ROE	14%	5%	13%	19%	22%
ROIC	10%	4%	9%	14%	18%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	41%	43%	44%	43%	40%
流动比率	5.8	4.5	3.8	3.6	3.6
速动比率	5.8	4.5	3.8	3.6	3.6
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.32	0.51	0.65	0.77	0.79
应收账款周转率	5.9	6.6	7.4	7.3	6.9
应付账款周转率	0.8	1.1	1.2	1.2	1.1
<b>估值比率</b>					
PE	24.1	27.3	18.5	12.5	9.6
PB	3.2	3.1	2.8	2.3	1.8
EV/EBITDA	22.2	34.2	18.0	10.5	6.5

资料来源: 公司报表、招商证券(香港)预测

## 投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 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联系。

### 监管披露

有关重要披露事项,请查阅本公司网站之「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