

2018年01月18日

金山软件 (3888.HK)

公司深度分析

证券研究报告

海外科技

三大板块齐头并进，开启新征程

■ **游戏研发与发行并进，强 IP 下新爆款可期：** 手游方面，我们看好公司基于剑侠强 IP 的产品研发与腾讯合作运营的新游流水表现。我们预期公司 2018 年的游戏收入将同比增长 20%，手游收入同比增长 53%，增长动力主要来自于新游戏的推出，随着 IP 资源从端游向手游的转化，手游收入的比例将提高至四成。同时，2018 年端游市场在用户期待高品质端游和电竞赛事的蓬勃发展的趋势下，端游市场呈现回暖趋势。我们看好公司在擅长的角色扮演类游戏领域的研发能力，预计《剑侠情缘》手游将分别贡献 36%和 20%的手游收入，同时《剑网 3》在 2018-2019 年分别贡献 13%和 43%的手游收入。数款游戏已于 12 月开测，游戏业务整体在 2018-19 年表现可见度较强。

■ **金山云平衡盈利与增长，未来瞄准 30%市场份额：** IDC2017 年上半年的数据显示，金山云在中国公有云 IaaS 市场份额排名已经进入前三，市场份额 6.5%，较 2016 年有所提升。金山云“All-In”三年战略目标达成，未来目标扩大市场分额。金山云从游戏云、视频云等垂直领域发力，今年 1 月 D 轮融资估值较 C 轮近翻倍，我们预期在面临潜在价格战的情况下，公司下调增速指引，有助于实现提高利润率的目标，我们预计金山云 2017 年的净亏损率仍至少有 30%，预计 2018 年亏损率将缩窄至 10-20%的水平，2017-19E 收入年复合增长为 55%。

■ **办公软件盈利能力稳步改善，中长期变现能力可期：** 2016 年其 WPS 办公软件用户占国内办公市场用户总规模的 27.81%，是国内最大的国产办公软件及服务提供商。2017 年 9 月实现移动和 PCWPS Office 月活双破亿。我们认为中短期，免费+广告模式是基于巨大用户基数的较容易的变现手段，互联网广告推广的收入贡献将继续扩大，同时办公服务订阅收入仍将基于低基数保持高速增长；长期来看，我们认为公司会适当平衡用户体验与推广广告收入增长，改善推广形式和广告展示方式，同时移动端用户付费率和平均付费额的提升会为金山办公提供可持续的增长动力。上市日程开启，招股书对应估值远低于同业可比公司 2018 年平均市盈率，我们认为估值或有上行空间。

■ **投资建议：** 买入-A 投资评级。基于分部加总法，目标价为 34.0 港币，包括：1) 在线游戏 11.0 港币，基于 12 倍 2018 年市盈率；2) 云计算 6.4 港币，基于最新融资估值；3) 办公软件及服务业务 4.0 港币，基于招股书显示估值；4) 猎豹移动 6.2 港币，基于股票市值和 47%的持股份额；以及 5) 净现金 6.4 港币。我们认为公司的核心在线游戏业务基于强 IP 产品的推出和借力腾讯的平台优势，在 2018-19 年的流水表现有较强的可见度；云服务业务优化策略，增长与盈利并重，和办公软件是公司的收入增长动力，未来利润贡献将稳步加大，近期的融资活

投资评级 买入-A

首次评级

12 个月目标价： 34.00 港币
股价 (2018-01-17) 26.95 港币

交易数据

总市值 (百万美金)	4,524
流通市值 (百万美金)	2,408
总股本 (百万股)	1,313
流通股本 (百万股)	699
12 个月价格区间 (港币)	15.90-29.15

资料来源：彭博

胡又文

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511050001

huyw@essence.com.cn

021-35082010

动利好估值提升。短期利好包括：1) 2018 年新手游《云裳羽衣》、《剑网 3》上线流水超预期；2) 金山办公计划于 A 股上市，如果对标 A 股上市公司，估值有上升空间，将利好金山软件。

■风险提示：新游《剑网 3》推出时间延迟，流水不及预期；价格战导致云业务持续亏损，拉低利润率；金山办公商业化进度不及预期。

摘要(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	5,676	8,282	5,226	6,904	9,143
非通用会计准则净利润	552	(78)	1,137	1,543	2,106
每股收益(元)	0.43	(0.06)	0.86	1.15	1.57
每股净资产(元)	7.71	8.11	9.40	11.63	14.16

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
非通用会计准则市盈率(倍)	52.3	na	26.2	19.4	14.3
市净率(倍)	2.9	2.8	2.4	1.9	1.6
非通用会计准则净利润率	9.7%	-0.9%	21.8%	22.4%	23.0%
净资产收益率	3.7%	-2.7%	7.7%	9.8%	10.9%
股息收益率	-	-	0.5%	0.8%	1.0%

数据来源：公司财报，安信证券研究中心预测

内容目录

1. 公司及行业分析	5
1.1. 游戏研发与发行并进，新爆款可期	5
1.1.1. 游戏研发实力强，产品生命周期超预期	5
1.1.2. 引入战略投资者小米与腾讯，研发与发行并进	6
1.1.3. 2018 年看点——端游回暖；手游品类突破，爆款可期	8
1.2. 金山云平衡盈利与增长，未来瞄准 30% 市场份额	10
1.2.1. 金山云跻身中国 IaaS 前三名，云计算资源向头部玩家整合	10
1.2.2. 金山云 All-In 策略小目标达成，未来瞄准 30% 市场份额	11
1.2.3. 云服务业务平衡增长与盈利，优化经营效率	13
1.3. 办公软件盈利能力稳步改善，中长期变现能力可期	14
1.3.1. WPS 月活实现双平台破亿里程碑，启动上市日程	14
1.3.2. 广告业务是中期成长主要动力，增值服务提供长期商业化潜力	15
1.3.3. 实现全面盈利，估值上升空间有望释放	18
2. 股权结构	19
3. 投资建议及估值	19
3.1. SOTP 估值	19
3.2. 行业估值对比	21
4. 风险提示	22
5. 盈利预测	22
6. 财务报表	23

图表目录

图 1: 《剑侠情缘》手游中国 iOS 流水排名	5
图 2: 2017 年月度应用买量数量	6
图 3: 2017 年游戏买量按类型的比例	6
图 4: 中国在线游戏市场规模	7
图 5: 中国在线游戏市场细分结构	8
图 6: 中国在线游戏市场份额, 3Q17	8
图 7: 中国 PC 客户端游戏市场规模	8
图 8: 中国 PC 客户端游戏用户规模	8
图 9: 《奇迹暖暖》推出后 180 天 iOS 流水排名	9
图 10: 2017Q3 手游 DAU/MAU 按游戏类型对比	9
图 11: 2017Q3 手游付费率按游戏类型对比	9
图 12: 金山 2018 年主要手游与其他手游的 TapTap 分数比照	10
图 13: 中国公有云市场规模	10
图 14: 中国公有云市场结构	10
图 15: 中国公有云 IaaS 市场份额, 2016	11
图 16: 中国公有云 IaaS 市场份额, 1H17	11
图 17: 金山软件 - 云服务收入规模及增速	12
图 18: 金山云服务一览	12
图 19: 金山云生态体系	13

图 20: 金山云人工智能云布局.....	13
图 21: 金山云盈利情况.....	14
图 22: 金山办公软件发行前股本结构.....	14
图 23: 金山办公软件发行后股本结构.....	14
图 24: 金山办公主营业务收入及增速.....	15
图 25: 金山办公收入构成.....	15
图 26: 金山办公 - 办公服务订阅收入细分.....	16
图 27: WPS 个人会员服务.....	16
图 28: 网站用户任务推广.....	16
图 29: 金山办公 - 互联网广告推广收入及增速.....	17
图 30: 金山办公 - 互联网广告推广收入细分.....	17
图 31: 金山办公软件产品矩阵.....	17
图 32: 金山办公盈利水平.....	18
图 33: 金山软件 - 自上市起远期市盈率历史走势.....	20
图 34: 金山软件- 基于不同远期市盈率的股价走势.....	20
图 35: 金山软件收入规模预测.....	22
图 36: 金山软件收入构成预测.....	22
图 37: 金山软件非通用会计准则经营利润预测.....	22
图 38: 金山软件非通用会计准则净利润预测.....	22
表 1: 金山软件 - 端游产品列表.....	5
表 2: 金山软件 - 手游产品列表.....	6
表 3: 全球手机厂商出货量排名, 3Q17.....	7
表 4: 金山云融资历史.....	11
表 5: 2016 年前 5 大客户收入贡献占比.....	15
表 6: 金山办公可比公司估值比较.....	18
表 7: 股权结构, 截至 2017 年 6 月 30 日.....	19
表 8: 金山软件 - SOTP 估值表.....	19
表 9: 游戏公司估值比较.....	19
表 10: 中国互联网公司估值比较.....	21
表 11: 金山软件- 资产负债表.....	23
表 12: 金山软件 - 利润表.....	24
表 13: 金山软件- 现金流量表.....	24

1. 公司及行业分析

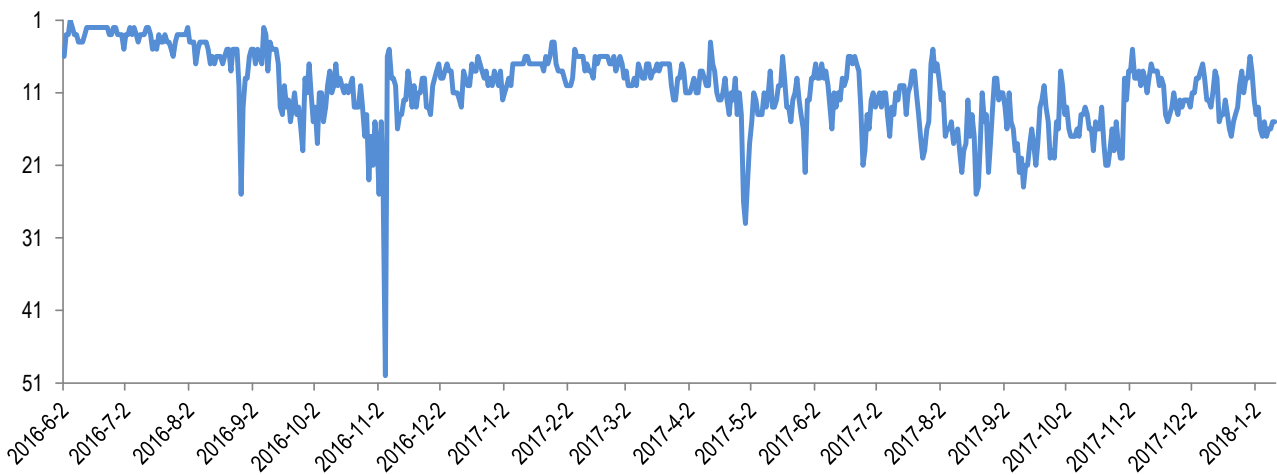
1.1. 游戏研发与发行并进，新爆款可期

1.1.1. 游戏研发实力强，产品生命周期超预期

金山软件旗下的西山居工作室正式成立于 1995 年，1997 年发布《剑侠情缘》单机版以来，剑侠 IP 已经有 20 年的历史。公司于 2003 年发布网游《剑侠情缘网络版》，从此进入网游产业，此后相继推出《剑侠情缘网络版 2》、《剑侠世界》、《剑侠情缘网络版 3》、《剑侠情缘》手游、《剑侠世界手游》等一系列基于剑侠 IP 的客户端游戏和移动游戏。

据金山公告，《剑侠情缘》手游自 2016 年 6 月推出后，首月流水突破 5 亿，在推出半年后 iOS 流水排名维持在中国前十；在推出一年半后，iOS 月流水仍维持在 10-20 名左右，相较于角色扮演类手游一般 6 个月左右的生命周期来说，《剑侠情缘》手游的生命周期已经超过市场预期；我们看到 App Annie 的数据显示，从 2017 年 11 月起，该手游的流水排名约有 10 名的提升，我们认为这得益于其重制版与 11 月公测，完成剧情内容资源更迭，有助于继续延长该手游的生命周期。

图 1:《剑侠情缘》手游中国 iOS 流水排名



资料来源: App Annie、安信证券研究中心

端游方面，《剑网 3》于 2009 年公测，据官网披露截至 2013 年连续两年流水实现翻倍增长，2016 年金山软件年报显示，在中国端游市场下滑的 2016 年，《剑网 3》的收益达到 13.928 亿元人民币，同比增长 56%，我们认为这反映了公司在端游运营方面的强实力，通过优化游戏体验维持玩家粘性，使该游戏在推出 7 年后仍能保持强劲的增长势头。在 2017 年 12 月底，《剑网 3》重制版全服公测，在顺网科技发布的 12 月网吧游戏 TOP100 榜单迅速上榜，跃居 29 名。根据发布会的数据，《剑网 3》重制版将原有的引擎替换到次时代引擎，其次就是重制游戏内的所有建模，其客户端硬盘容量高达 70G，游戏世界拓展了 15 倍，将游戏内的动作、发型、场景都进行了上千种的重制。其手游版《剑网 3: 指尖江湖》也在研发中，将为腾讯独家代理，成为金山 2018 年最受期待的新游之一。

表 1: 金山软件 - 端游产品列表

游戏	类别	3D/2D	自研/代理
剑侠情缘 I	MMORPG	2D	自研
剑侠情缘 II	MMORPG	2D	自研
剑侠情缘 III	MMORPG	3D	自研
反恐行动	FPS	3D	自研
新剑侠情缘 III	MMORPG	3D	自研

资料来源: 金山软件、安信证券研究中心

表 2: 金山软件 - 手游产品列表

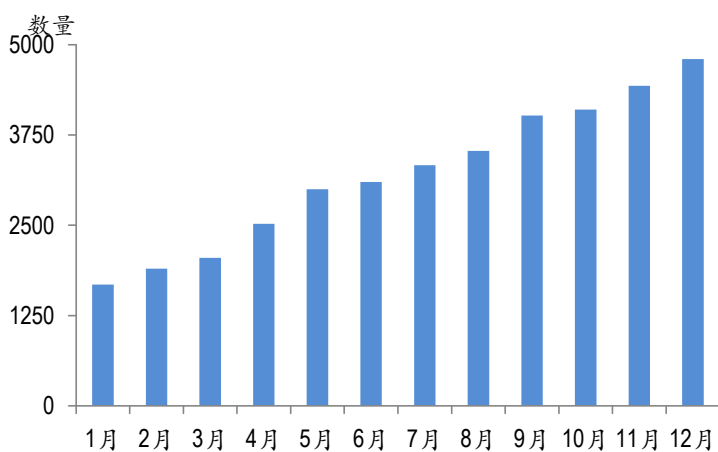
游戏	类别	自研/代理	发布时间
小米枪战	3D 射击	自研	2017 年 10 月
魔域手游	3D MMORPG	代理	2017 年 10 月
鬼吹灯	3D MMORPG	自研	2017 年 8 月
楚乔传	3D MMORPG	自研	2017 年 7 月
成吉思汗	3D MMORPG	代理	2017 年 3 月
少女咖啡枪	3D 二次元射击	自研	2016 年 11 月
剑侠世界手游	3D MMORPG	自研	2016 年 9 月
天域幻想	3D 卡牌	自研	2016 年 8 月
剑侠情缘手游	MMORPG	自研	2016 年 5 月
全民神将	卡牌	自研	2015 年 9 月

资料来源: 金山软件、安信证券研究中心

1.1.2. 引入战略投资者小米与腾讯，研发与发行并进

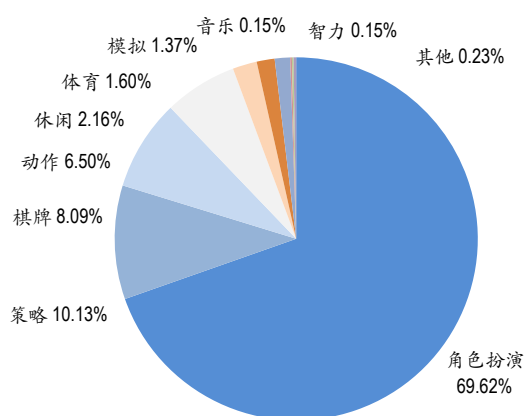
我们认为对于竞争激烈的游戏市场来说，研发和发行两方面的能力尤为重要。金山软件旗下的西山居通过完成管理层收购（MBO），激发员工的主观能动性，提升效率和营收水平，进而提升员工分红及激励性质收入，实现良性循环，保证了游戏产品的研发质量。转型移动游戏之后，于 2014 和 2017 年分别引入小米和腾讯作为战略投资者，实现优势互补，巩固了游戏的分发渠道资源。在如今游戏买量成本日益增加的趋势下，强大的分发渠道成为手游流水冲顶的重要资源，小米和腾讯作为股东，提供了安卓和 iOS 双平台的分发资源，为公司手游分发提供了重要优势。热云数据的监测数据显示，2017 年 12 月份主流的广告平台，传奇类产品和某些重度类型游戏一个 iOS 的单用户 CPA 成本甚至超过了 300 人民币；安卓游戏的投放比例占比持续增加，从年初的 21.5% 增长到了年底的 33.1%，并预期随着 iOS 的用户获取成本越来越高，而 Android 的联运渠道也越来越集中，这个比例还会持续增加。

图 2: 2017 年月度应用买量数量



资料来源: 热云数据、安信证券研究中心

图 3: 2017 年游戏买量按类型的比例



资料来源: 热云数据、安信证券研究中心

2011 年 1 月，金山软件对外宣布旗下游戏工作室西山居正式完成管理层收购，26 位西山居的核心员工出资 1.89 亿港元，换取新西山居 20% 的股权，金山集团拥有剩余 80% 的股权。重组完成后，新“西山居”将拥有金山集团旗下若干游戏工作室，并在公司内部实行项目公司化。2012 年公司表示 MBO 的出发点是让旗下业务子公司化，通过 MBO 唤起创业激情，通过自负盈亏和独立运营让研发与市场结合更加紧密，MBO 一年多之后初见成效，明显提高了效率和内部沟通。西山居 MBO 的时点正是在移动转型开始的前夕，2011 年 10 月在北京成立移动研发中心，正式宣告进军移动游戏领域。

2014年2月，金山软件公告旗下游戏子公司西山居获得来自小米2000万美元以及金山500万美元融资，交易后金山软件、西山居MBO26位参与者以及小米分别持有76.5%、18.8%和4.7%的股份。公司期望小米和西山居将在在线游戏方面共同拓展，并且寻求手机游戏领域的合作契机，小米也将成为西山居手机游戏的战略分销伙伴。根据IDC的数据，小米的手机出货量在三季度全球排名第5；同时，在中国市场，根据Counterpoint的预测数据，2017年小米手机的国内出货量较2016年提升1个百分点至12%，市场排名第四。

表 3：全球手机厂商出货量排名，3Q17

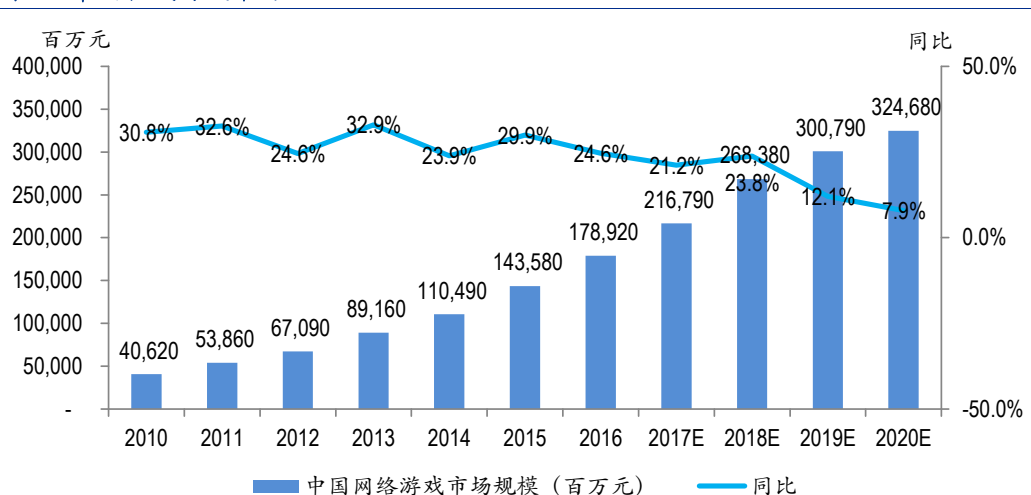
排名	公司	3Q17 出货量 (百万台)	3Q17 市场份额	3Q16 出货量 (百万台)	3Q16 市场份额	出货量同比增速
1	三星	83.3	22.3%	76.1	20.9%	9.5%
2	苹果	46.7	12.5%	45.5	12.5%	2.6%
3	华为	39.1	10.5%	33.7	9.3%	16.1%
4	OPPO	30.7	8.2%	25.8	7.1%	19.0%
5	小米	27.6	7.4%	13.6	3.7%	102.6%
	其他	145.7	39.1%	168.7	46.4%	-13.6%
	总和	373.1	100.0%	363.4	100.0%	2.7%

资料来源：IDC、安信证券研究中心

2017年4月，金山软件公告腾讯以1.43亿美元战略入股西山居。腾讯通过全资附属公司Image Frame Investment持有90,896,795股西山居股份，占西山居已发行股份总数的9.9%。交易后，金山软件持有西山居股份降至67.65%。公司期望通过引入战略投资者腾讯，加强在游戏领域的业务合作，借助腾讯的资源优势得以扩大核心用户群以及提高市场份额。双方亦签订业务合作协议，如果西山居决定不自行发行和运营自由新游戏，腾讯对于该游戏的简体中文版在中国大陆地区的发行和运营享有独家优先合作权，腾讯拥有对新游相关知识产权的优先购买权，直至腾讯持有西山居股份少于交易后的一半。

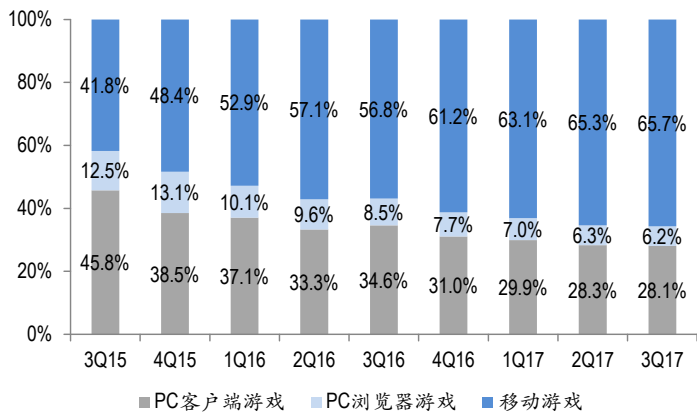
我们认为此次入股助力双方，一方面，腾讯强大的运营和发行能力以及基于巨大基数的数据分析体系，可以帮助西山居的新游迅速拓宽市场，根据公司公告2016年腾讯独代的《剑侠情缘手游》推出后月流水超5亿元，上线78小时后即登顶App Store免费畅销双榜首；另一方面，通过入股西山居，腾讯也进一步巩固了优质研发资源和游戏龙头的地位，根据艾瑞的数据，腾讯在三季度市场份额首次超过市场一半，在线游戏市场格局进一步整合，市场龙头的份额加大。

图 4：中国在线游戏市场规模



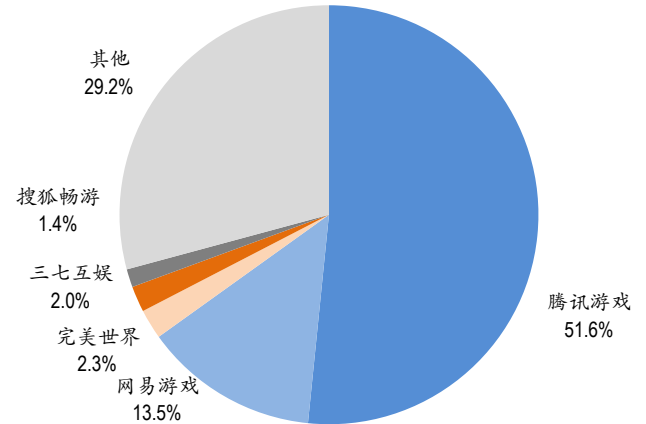
资料来源：艾瑞、安信证券研究中心

图 5：中国在线游戏市场细分结构



资料来源：艾瑞、安信证券研究中心

图 6：中国在线游戏市场份额，3Q17



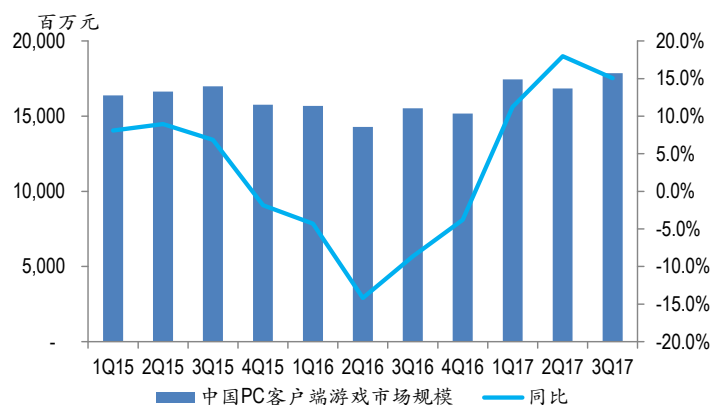
资料来源：艾瑞、安信证券研究中心

1.1.3. 2018 年看点——端游回暖；手游品类突破，爆款可期

端游市场方面，在用户期待高品质端游和电竞赛事的蓬勃发展的大趋势下，端游市场呈现回暖趋势。艾瑞的数据显示，中国单季度 PC 客户端游戏市场自今年以来已经实现同比双位数增长；伽马数据显示 PC 客户端游戏用户规模在 2017 年同比稳中有升，较 2016 年提升 1.7%。

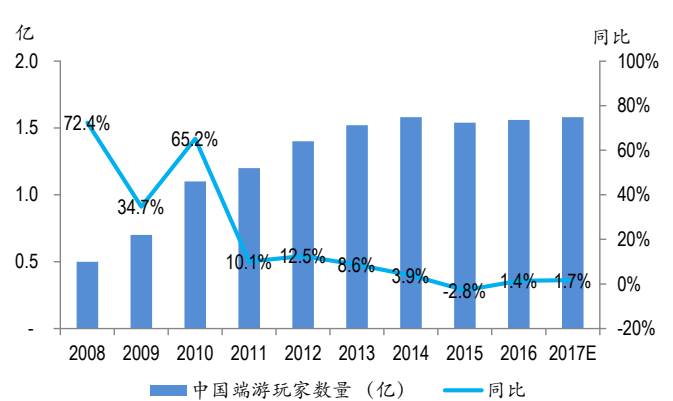
2017 年 11 月，金山软件透露端游《剑网 3》全年的收入已经达到公司的预期，并计划在 12 月推出重制版，目的在于在化自 4 年前推出的游戏引擎，提高玩家体验，增加老用户回流，维系未来 3-5 年内玩家数量，以实现该款游戏中期的稳定成长。2017 年底，《剑网 3》重制版公测，我们认为新的游戏内容的推出或将推动端游收入在 2018 年一季度实现环比增长，继续延长《剑网 3》的生命周期，一方面维持玩家的粘性，另一方面也为《剑网 3》手游的推出打下用户和口碑基础。

图 7：中国 PC 客户端游戏市场规模



资料来源：艾瑞、安信证券研究中心

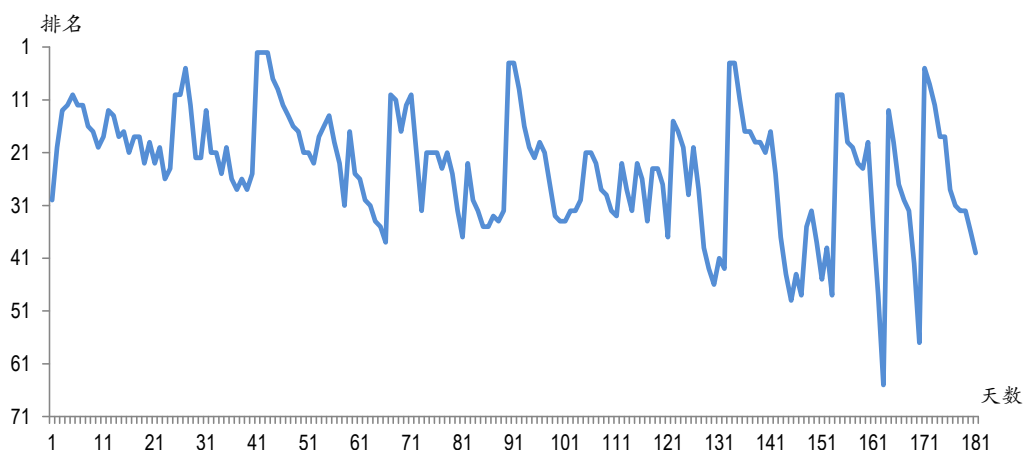
图 8：中国 PC 客户端游戏用户规模



资料来源：GPC、CNG、IDC、安信证券研究中心

手游方面，我们看好公司与腾讯合作的新游的流水表现，以及在 RPG 品类之外的手游表现。2017 年 10 月，在 2018 年，公司预期西山居与腾讯联合推出的 3D 古风换装手游《云裳羽衣》将率先推出，该款游戏已经于 12 月底开启安卓平台测试，主要针对女性玩家群体，比照腾讯在 2015 年独加代理的换装手游《奇迹暖暖》的流水排名最高排在 iOS 畅销排名第二，我们预期《云裳羽衣》月流水或至少在亿元规模。

图 9:《奇迹暖暖》推出后 180 天 iOS 流水排名



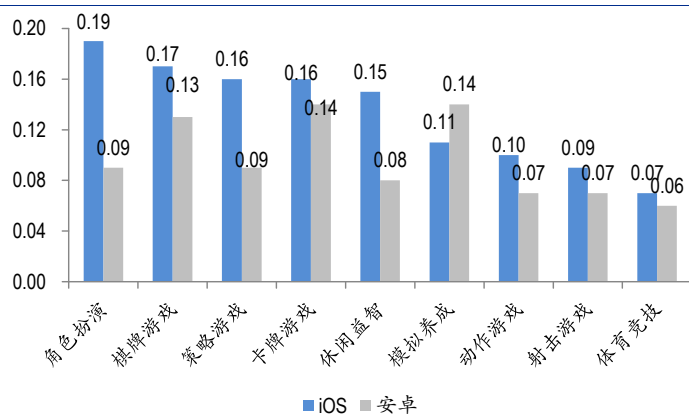
资料来源: App Annie、安信证券研究中心

与腾讯合作的手游还包括基于公司端游 IP 开发的《剑侠情缘 2》手游和《剑网 3》手游版。对照《剑侠情缘》手游的流水表现和长生命周期,我们预期借助腾讯的分发平台和运营能力,公司的 MMORPG 手游具有成为畅销榜高排名爆款的潜力,或将成为拉动公司手游收入同比增长的重要动力。

从手游用户粘性和付费率来看,公司擅长的 RPG 品类具有优势,根据 DataEye2017 年三季度的数据,综合 iOS 和安卓双平台来看,角色扮演、棋牌卡牌、策略类游戏均体现出较高的用户粘性;角色扮演类和射击类手游的玩家付费率最高,在 5%左右。

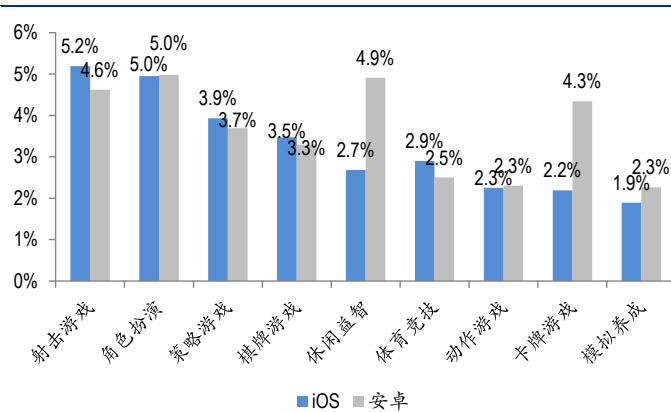
我们预期公司 2018 年的游戏收入将同比增长 20%,手游收入同比增长 53%,增长动力主要来自于新游戏的推出,随着 IP 资源从端游向手游的转化,手游收入的比例将提高至四成。我们期待公司在擅长的角色扮演类游戏领域的表现,预计《剑网 3》在 2018-2019 年分别贡献 13%和 43%的手游收入,而《剑侠情缘》手游将分别贡献 36%和 20%的手游收入。

图 10: 2017Q3 手游 DAU/MAU 按游戏类型对比



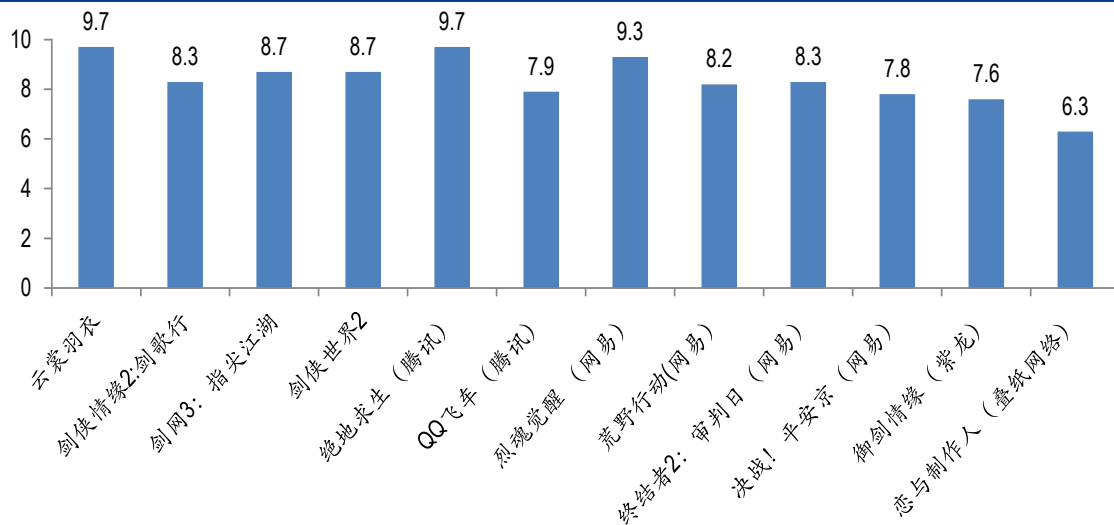
资料来源: DataEye、安信证券研究中心

图 11: 2017Q3 手游付费率按游戏类型对比



资料来源: DataEye、安信证券研究中心

图 12: 金山 2018 年主要手游与其他手游的 TapTap 分数比照



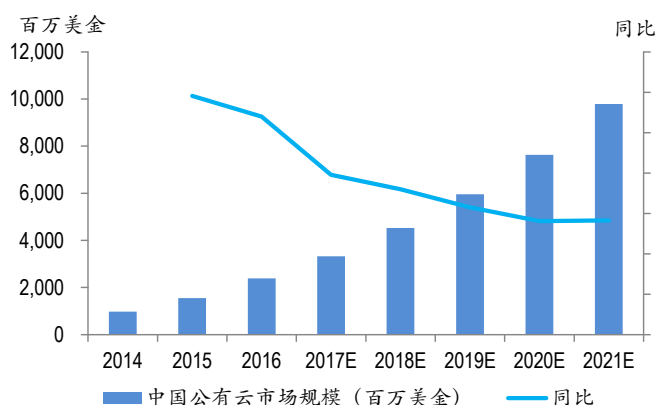
资料来源: TapTap、安信证券研究中心

1.2. 金山云平衡盈利与增长，未来瞄准 30% 市场份额

1.2.1. 金山云跻身中国 IaaS 前三名，云计算资源向头部玩家整合

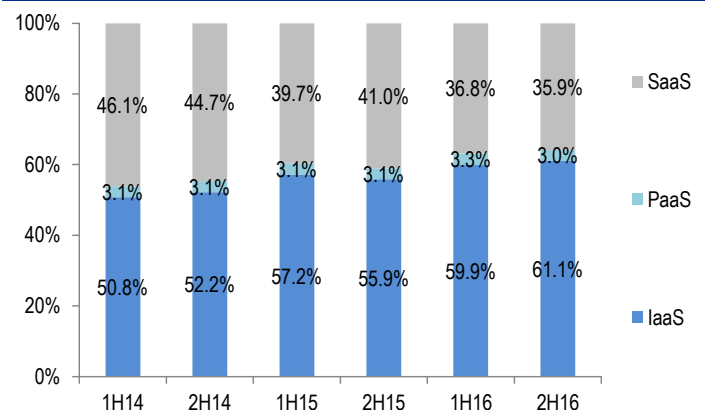
根据 IDC 的预测，中国公有云市场规模在 2016 年达到 23.8 亿美金，2016-2019 年复合增长率为 33%，到 2021 年市场规模接近 100 亿美金；其中，至 2021 年 IaaS 占比为 60%，SaaS 占比为 36%。IDC2017 年上半年的数据显示，金山云在中国公有云 IaaS 市场份额排名已经进入前三，在阿里云和腾讯云之后，与 2016 年相比，金山云的市场份额略有提高。从市场集中度来看，市场前五名的份额总和增加，从 2016 年的 68% 升至 2017 年上半年的 75%；同时，市场前三名的份额均有提升。

图 13: 中国公有云市场规模



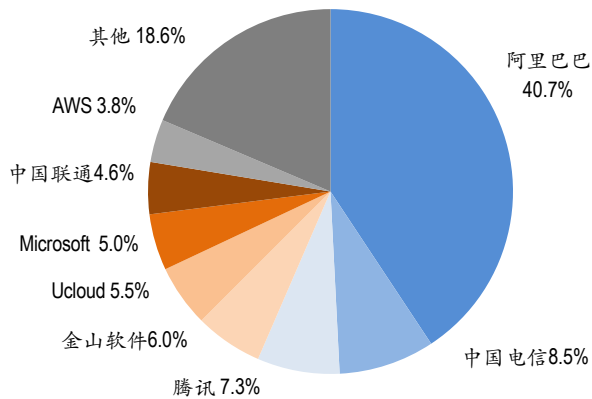
资料来源: IDC、安信证券研究中心

图 14: 中国公有云市场结构



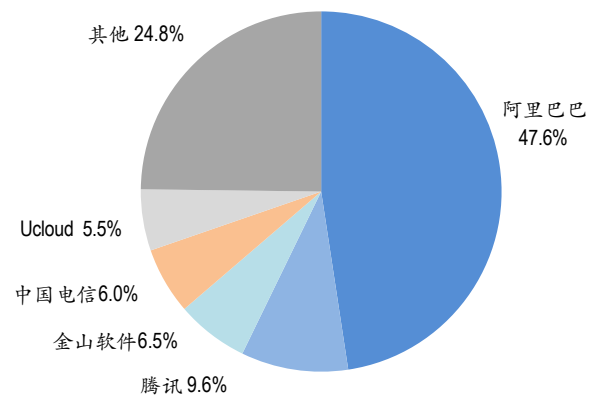
资料来源: IDC、安信证券研究中心

图 15: 中国公有云 IaaS 市场份额, 2016



资料来源: IDC、安信证券研究中心

图 16: 中国公有云 IaaS 市场份额, 1H17



资料来源: IDC、安信证券研究中心

2017 年 12 月金山软件公告金山云 D 轮完成 3 亿美元融资, 融资完成后, 金山软件、民生投资者、骊悦投资者持股分别为 51.9%, 5.26%, 2.63%。紧接着于 2018 年 1 月 4 日, 金山云宣布继 D 轮 3 亿美元融资后再获 2.2 亿美元融资, 金山云 D 系列融资累计达 5.2 亿美元。根据 DoNews, 此次融资创中国云行业融资额新高, 金山云投后估值达 21.2 亿美元, 刷新中国独立云服务商估值最高纪录。融资完成后, 在完全稀释的基础上, 金山软件、骊悦投资者、民生投资者、Forebright (GY 光远投资者) 及顺为投资者对金山云持股比例分别约为 51.73%、4.72%、4.72%、2.36%及 0.47%。

我们认为资本市场对金山云的看好显示了对其在中共有云市场地位的信心, 自 2013 年 A 轮融资以来, 金山云的估值一路攀升; 同时, 金山云披露在过去三年, 金山云收入保持了超过 100% 的年复合增长率, 快于市场平均增速水平, D 轮融资后金山云的发展重点包括: 1) 加大在 AI 领域的研发力度, 2) 巩固和扩大在视频、游戏等互联网领域的领先地位, 3) 技术赋能传统行业升级, 加大资金和人力投入力度, 全面布局政务、金融、制造、医疗等更多垂直行业, 4) 加快海外布局, 积极拓展欧洲、北美、东南亚等海外市场, 打造全球化的高品质云服务。

表 4: 金山云融资历史

时间	融资事件	融资规模	估值
2013 年 8 月	A 轮融资	2000 万美元	未披露
2015 年 3 月	B 轮融资	6666 万美元	6.亿美元
2016 年 5 月	C 轮融资	超过 1 亿美元	超过 11 亿美元
2018 年 1 月	D 轮融资	5.2 亿美元	21.2 亿美元

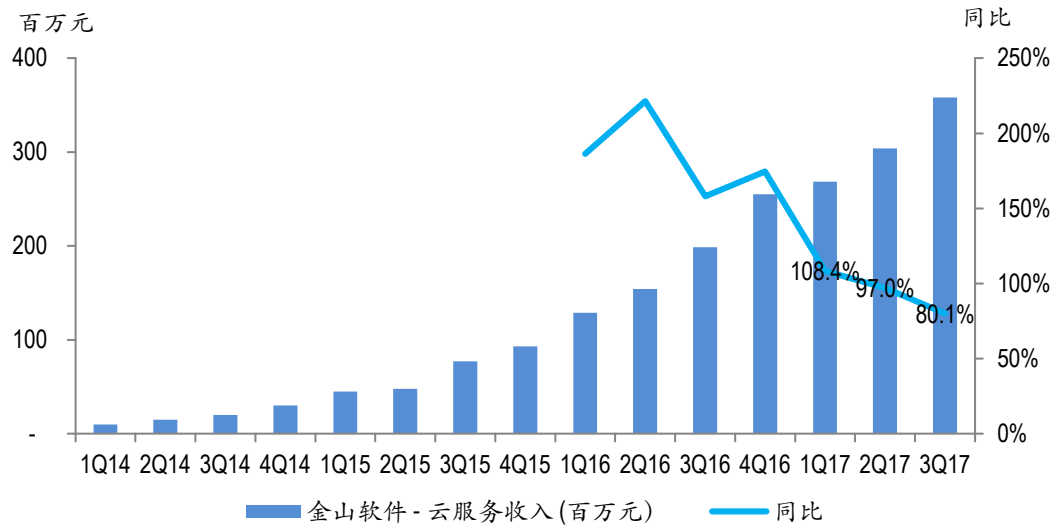
资料来源: 金山软件、金山云、36 氪、安信证券研究中心

1.2.2. 金山云 All-In 策略小目标达成, 未来瞄准 30% 市场份额

All-In 策略取得成效, 跻身国内前三。金山云成立于 2012 年, 在 2014 年 12 月, 时任金山软件董事长的雷军在小米金山联合投资世纪互联的发布会上透露年中已经制定了“**All-In 云服务**”的三年战略, 并承诺金山集团将在三到五年内向金山云投入十亿美元, 全力押宝云服务。从战略布局来看, 小米云是做应用层的云服务, 金山云提供云存储的底层服务和云计算的底层服务, 世纪互联以网络基础设施为主, 包括 IDC、带宽、CDN 等一系列的基础服务为主。当时, 金山提出金山云至少要成为市场的前三名, 以 IDC 的数据来看, 这一目标已经达成, 金山云的市场排名已经从 2016 年的第四位提升至第三位。根据金山云官网的数据, 金山云拥有超过 80000 个服务器、19 大数据中心、以及在全球布局的 600+CDN 节点, 全网

CDN 宽带总量达 20T+, 数据存储量超过 600P。

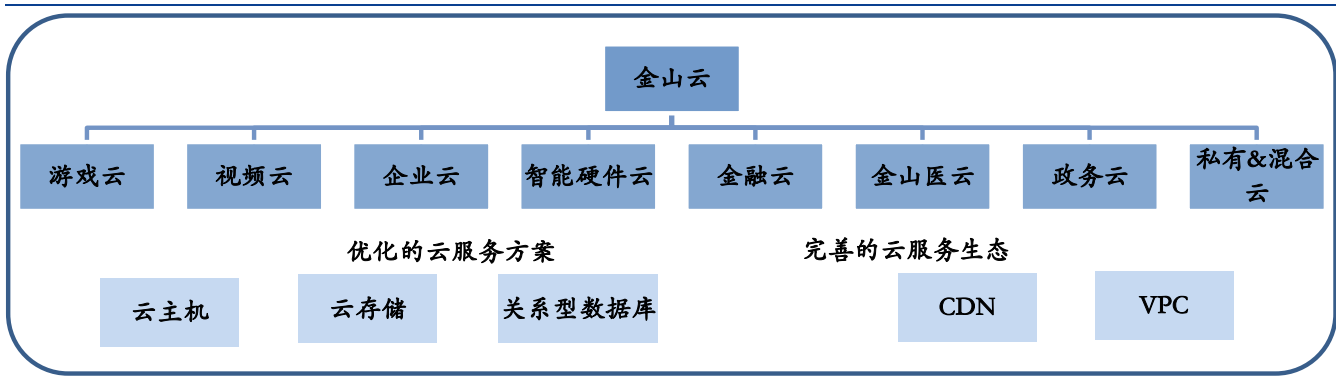
图 17: 金山软件 - 云服务收入规模及增速



资料来源: 公司财报、安信证券研究中心

注: 2014-2015 年季度收入及同比增长数据为安信证券研究中心估计值。

图 18: 金山云服务一览



资料来源: 金山云、安信证券研究中心

深耕垂直行业，新目标瞄准 30% 市场份额。根据网易科技，金山云的 CEO 王育林透露，国内目前 90% 的视频和游戏头部公司几乎都是金山云的客户。金山软件的数据显示，2017 年三季度，金山云支持了几百家游戏运营，季度内新增 61 款新游。在完成 All-In 战略中跻身市场前三的目标之后，金山云的新目标设定为“未来 3 年争取占据到中国公有云 IaaS 市场 30% 的市场份额，营收过百亿”。

游戏云服务覆盖 90% 游戏巨头。2014 年，金山云确定公有云业务方向，开始布局全线产品，首先以擅长的游戏行业作为切入点，对于移动游戏开发者来说，面临着服务器自建难度大、成本高、耗时长的问题，选择第三方云服务成为一个便利之举，两年后，金山云已经为近千款游戏提供基础云服务，其中包括爆款手游《全民奇迹 MU》、《花千骨》等。金山云的游戏云在逐渐从基础服务向生态服务转变，2015 年 3 月，金山云在业内首个推出游戏评测平台，对游戏研发商提供游戏上线前的评测和调优服务；根据凤凰游戏的数据，2015 年金山云已和国内 90% 游戏巨头达成战略合作关系，安卓平台移动游戏 Top100 的游戏中，四成厂商选择了金山云的服务。目前游戏云产品已经覆盖游戏评测、语音、营销推广、运维、安全等领域，针对 ARPG、MMORPG、MOBA、卡牌类、棋牌类游戏提供架构类解决方案，合作游戏厂商包括中国手游、畅游、西山居、胡莱游戏、完美世界、龙图游戏、巨人网络等。

视频云在直播和短视频领域优势领先。2015 年，金山云宣布正式推出移动视频云第一平台——金山视频云平台，视频云解决方案已经服务了今日头条、陌陌、凤凰视频、龙珠等热门应用。针对直播对视频流畅度的高要求，金山云构架出完整的直播功能闭环，以一站式解决方案提供全面的服务，直播架构以流媒体服务为核心，开放接入端口，在不影响基础功能稳定性的前提下，最大限度的满足客户定制化需求。金山云首家提供的 H.265 商用编解码方案，在同清晰度情况下降低 50% 的码率，减小卡顿风险和成本。从业务场景上来看，支持 PC 直播、移动直播、智能设备直播、VR 直播多种方式，场景覆盖新闻事件、娱乐、秀场、游戏、社交、电商、旅游、在线教育等。进入 2017 年下半年，金山云的数据显示短视频流量增长速度超过直播流量，短视频相较直播的带宽消耗比从 3:1 增长到 5:1，相应的金山视频云推出完整的短视频解决方案，提供拍摄、编辑、合成、上传、转码、存储、分发、播放、智能推荐等功能为一体的一站式云服务，仅需通过集成 APP 级的短视频 SDK 便可快速接入并支持视频上传、转码、存储。根据人民网，金山云在“十九大”开、闭幕式为今日头条、一点资讯、央视新闻客户端、爱奇艺等多家平台提供了有力保障。在直播方面，金山视频云支持 300 万人的实时在线观看，带宽最高峰值达到 1T；而在点播视频方案中，带宽峰值达到 2T，支持了 1000 万人观看。2017 年 11 月在第五届中国网络视听大会上，金山云透露已推出基于深度学习能力的超分辨率算法和画质修复算法的“AI 画质+”图像增强技术，实现移动端压缩高清视频以低分辨率视频进行传输，在接收端将低分辨率视频还原成高清视频。

图 19：金山云生态体系



资料来源：金山云、安信证券研究中心

图 20：金山云人工智能云布局



资料来源：金山云、安信证券研究中心

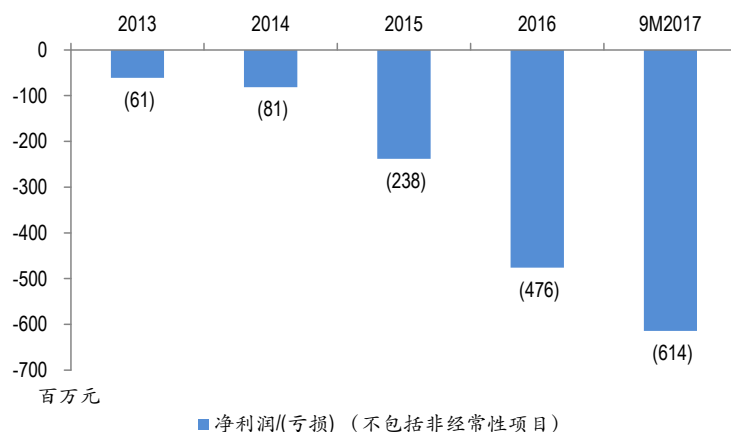
1.2.3. 云服务业务平衡增长与盈利，优化经营效率

公司下调云服务增速目标，意在优化经营效率。2017 年三季度云服务收入同比增加 80% 至 3.6 亿元。公司下调了云服务的全年收入增长预期，今年年初管理层预期云业务增速在 2017-18 年均能保持至少 100% 的同比增长；而现在公司希望能够提升云服务的经营效率，因此公司下调了板块收入目标至同比两位数增长，以保证云服务业务健康可持续的增长势头，相应地公司预计板块利润率在 2018 年呈上升趋势。

用户增长是云服务收入增长的主要动力，亏损率逐步收窄。我们认为在行业集中度逐渐提高的趋势下，2018 年价格战或成为大概率事件。2017 年 10 月的云栖大会上，阿里云宣布云数据库、云存储容量型 NAS 和 Web 应用防火墙等产品降价，最高降幅达 53%。2017 年 12 月，金山云宣布全面降价，其中 CDN、云数据库 Redis 价格创行业新低，最大降幅分别为 50%、60%；云服务器价格最大降幅超过 30%；对象存储产品 KS3 流量价格一降到底，存储价格再降 10%。我们认为在价格战的竞争之下，云服务的盈利能力成为关注重点，这也使得公司下调了云服务的收入增速预期，我们认为金山云的亏损虽然在加剧，但相对于收入比例在减小，我们估计金山云 2017 年的净亏损率仍至少有 30%，预计 2018 年亏损率将缩窄

至 10-20%的水平，盈利时点至少在 2019 年之后。

图 21：金山云盈利情况



资料来源：金山软件公告、安信证券研究中心

1.3. 办公软件盈利能力稳步改善，中长期变现能力可期

1.3.1. WPS 月活实现双平台破亿里程碑，启动上市日程

金山办公软件是金山软件旗下子公司，主要研发运营 WPS 系列办公软件，2017 年三季度金山软件披露其办公软件、服务以及其他收入同比增 50%至近两亿元，主要因为 WPS 网络广告收入及个人版增值服务收入的增长；2017 年 9 月 WPS Office 全球移动月活达 1.35 亿，PC 月活也突破 1 亿，实现移动和 PC 月活双双破亿的里程碑。在 WPS 会员变现方面，金山软件透露会员增势良好，超过公司早先的预期。

在 2017 年 5 月，金山办公软件股份有限公司递交招股说明书申报稿，拟在创业板上市，拟发行不超过 4,100 万股，不超过发行后总股本的 10.22%，拟募集 5.65 亿元，对应估值约为 55.3 亿元。募集的资金主要用途包括：1) WPS 办公套件升级项目 (45%)，2) 云办公服务平台项目 (22%)，3) 研发中心建设项目 (16%)，4) 营销服务支撑体系项目(16%)。

图 22：金山办公软件发行前股本结构

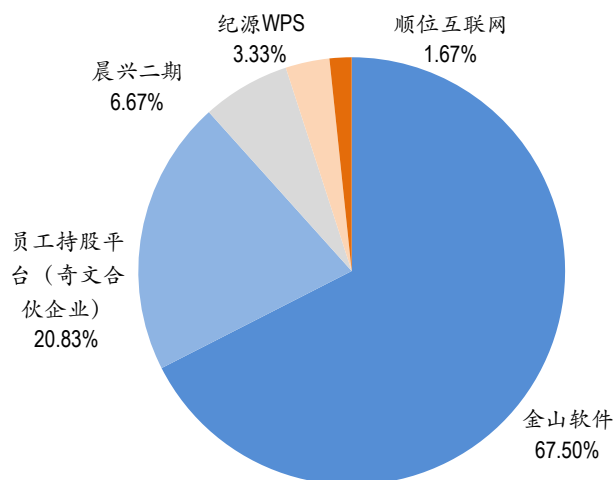
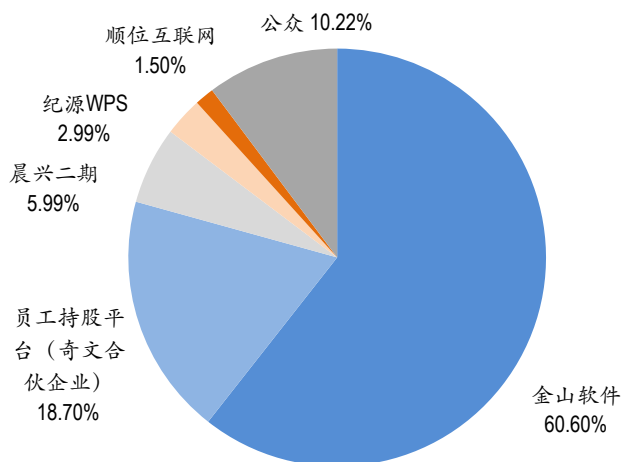


图 23：金山办公软件发行后股本结构



资料来源：金山办公软件招股说明书、安信证券研究中心

资料来源：金山办公软件招股说明书、安信证券研究中心

根据公司官网的信息，WPS 系列办公软件是中国政府应用最广泛的办公软件之一，在国家新闻出版总署、外交部、工业与信息化部、科技部等 70 多家部委、办、局级中央政府单位中被广泛采购和应用，在国内所有省级政府办公软件的采购中，WPS Office 占据总采购量近三分之二的市场份额，居国内外办公软件厂商采购首位。同时，企业用户包括中国工商银行、中国石油天然气集团公司、国家电网公司、鞍钢集团公司、中国核工业集团公司等大型企业，按招股书信息来看，互联网巨头也跻身金山办公的主要客户名单之中，这也反映出了其互联网广告推广业务的崛起。

从国内市场份额来看，招股书披露 2016 年 12 月，金山办公产品月度活跃用户数超过 2.47 亿，而按照 WPS 注册用户总量 1.66 亿计算，2016 年其 WPS 办公软件用户占国内办公市场用户总规模的 27.81%，是国内最大的国产办公软件及服务提供商。2017 年三季度金山软件财报披露，2017 年 9 月 WPS Office 全球移动月活达 1.35 亿，PC 月活也突破 1 亿，实现移动和 PC 月活双双破亿的里程碑。目前，在国内桌面市场上，微软的 Microsoft Office 和 WPS Office 出于龙头地位，国内的竞争对手还包括永中 Office 和中标普华 Office；而在移动端，WPS 优势明显，在艾瑞 App 指数的办公管理类应用排名第一，全球覆盖了 190 个国家和地区。

表 5：2016 年前 5 大客户收入贡献占比

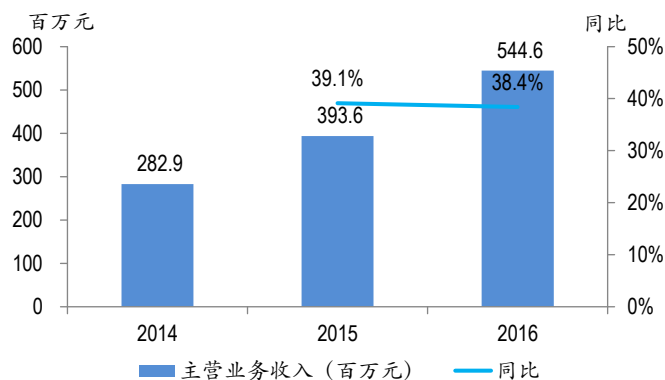
	客户	收入贡献占比
1	杭州阿里妈妈软件有限公司、浙江天猫技术有限公司、 淘宝（中国）软件有限公司	15.82%
2	中国仪器进出口集团公司	9.39%
3	百度在线网络技术（北京）有限公司	5.09%
4	北京派瑞威行广告有限公司	4.27%
5	北京金山安全软件有限公司	4.09%

资料来源：金山办公招股书、安信证券研究中心

1.3.2. 广告业务是中期成长主要动力，增值服务提供长期商业化潜力

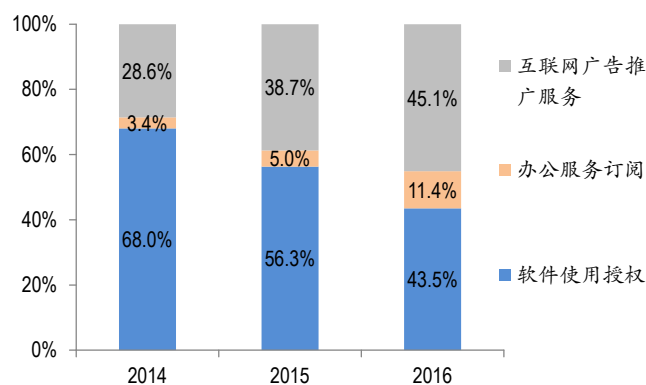
金山办公软件的产品主要包括 WPS Office 办公软件系列和金山词霸等，服务主要包括基于公司产品的增值服务以及互联网广告推广。公司披露的主营业务收入 2014-2016 年复合增长率在 38.7%，同比增速稳定，截至 2016 年底两年的时间内，收入接近翻倍。

图 24：金山办公主营业务收入及增速



资料来源：金山办公软件招股书、安信证券研究中心

图 25：金山办公收入构成



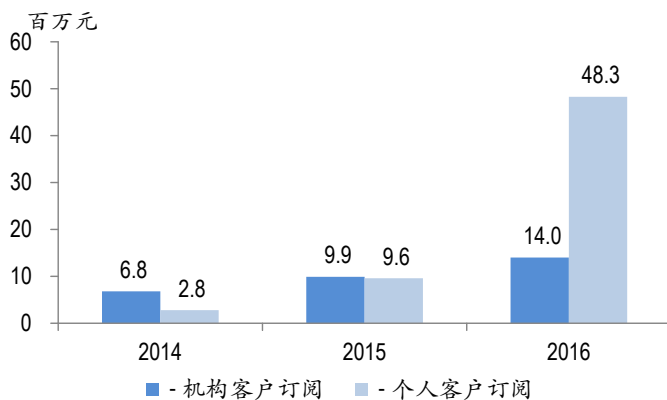
资料来源：金山办公软件招股书、安信证券研究中心

从盈利模式来看，主要有三种：

第一种是**软件使用授权**即向 B 端企业卖软件，包括代理商销售和直接销售两种模式，在 2014-2016 年复合增长率约 11%；

第二种是**办公服务订阅**，包括个人用户 WPS 会员、稻壳儿会员服务，为大型机构客户提供定制化办公软件订阅服务，以及为中小机构客户提供年付费软件订阅服务，我们看到个人客户订阅收入增速明显快于机构客户订阅收入，在 2014-2016 年复合增长率达 318%vs 机构客户订阅收入复合增长率 44%；

图 26：金山办公 - 办公服务订阅收入细分



资料来源：金山办公软件招股书、安信证券研究中心

图 27：WPS 个人会员服务

	WPS会员，15元/月 - 免费使用PDF转Word、文档修复、数据恢复 - 400款云字体 - 文档上传大小200M
	稻壳会员，20元/月 - 免费下载模板，使用皮肤 - PPT一键美化，在线文字图示 - 手机端特权共享
	超级会员，30元/月 - 专享模板免费下载 - WPS会员和稻壳会员的所有特权 - 超大云空间365G，文档上传大小1G

资料来源：WPS 官网、安信证券研究中心

第三种是**互联网广告推广服务**，包括第三方平台（例如阿里妈妈、百度广告联盟等）合作推广和广告业务，以及金山词霸中的电子书购买和网站用户任务推广。其中，网站用户任务推广即广告主购买公司稻壳儿网的“稻米”，用户通过完成广告主设置的任务（点击广告主网站链接、注册广告主网站会员等）获得稻米；在 2014-2016 年复合增长率高达 74%，其中第三方平台合作推广收入年复合增长率为 95%；

图 28：网站用户任务推广

次月6折

¥9 次月 | 连续包月

5折

¥89 | 12个月

做任务0元购会员、稻米

为你开启财富之门

加入即送: 12888稻米 / 1年WPS会员

标期大于30天的标才参与活动

使用优惠券(0)

做任务支付 ← 选择做任务支付

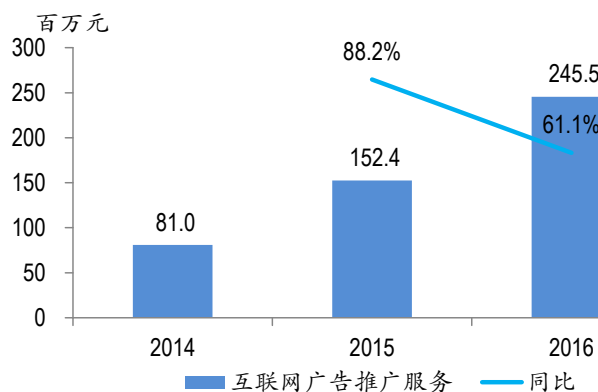
WPS联名卡折上折，了解详情>>

页面跳转

① 银行卡认证	赠送1个月WPS会员	去完成
② 首投1000~4999元	赠送12个月WPS会员	去完成
② 首投5000~9999元	赠送10000稻米	去完成
② 首投10000或以上	赠送12888稻米	去完成

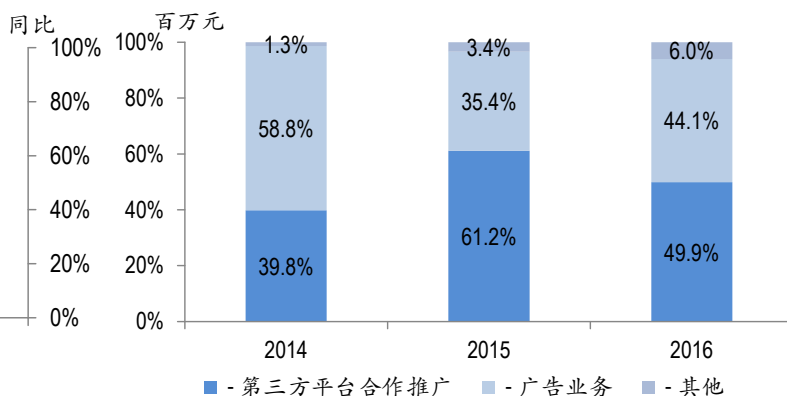
资料来源：WPS 官网、安信证券研究中心

图 29：金山办公 - 互联网广告推广收入及增速



资料来源：金山办公软件招股书、安信证券研究中心

图 30：金山办公 - 互联网广告推广收入细分

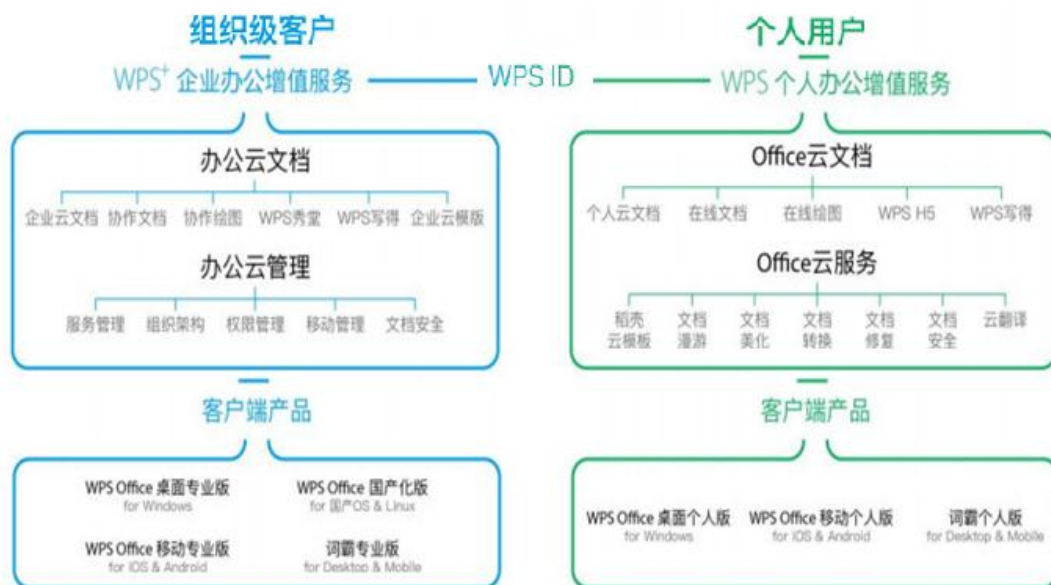


资料来源：金山办公软件招股书、安信证券研究中心

从收入构成来看，互联网广告推广服务占比迅速提升，根据招股书披露的数据，截至 2016 年，收入 3 年复合增长率为 74%，收入贡献接近一半，我们预测 2017 年互联网广告推广收入贡献超过一半，成为金山办公收入的最大来源。从季节性变化来看，第四季度收入占比较高，这是由于 1) 软件授权客户集中在政府、金融、电力、航空、能源等领域，通常于四季度会集中采购；2) 四季度是电商促销活动旺季，因而互联网广告推广收入也较集中于第四季度。

我们认为从中短期来看，互联网广告推广的收入贡献占比将继续扩大，“免费+广告”模式是基于巨大用户基数的较为容易和快捷的变现手段，同时办公服务订阅收入仍将基于低基数保持高速增长，收入贡献比例持续增加；长期来看，我们认为公司会考虑适当平衡用户体验与推广广告收入增长，改善推广形式和广告展示方式，同时移动端用户付费率和平均付费额的提升会为金山办公提供可持续的增长动力；软件使用授权收入将稳步上升，其动力主要来自于软件正版化政策下的新付费用户和单用户规模的上升。

图 31：金山办公软件产品矩阵



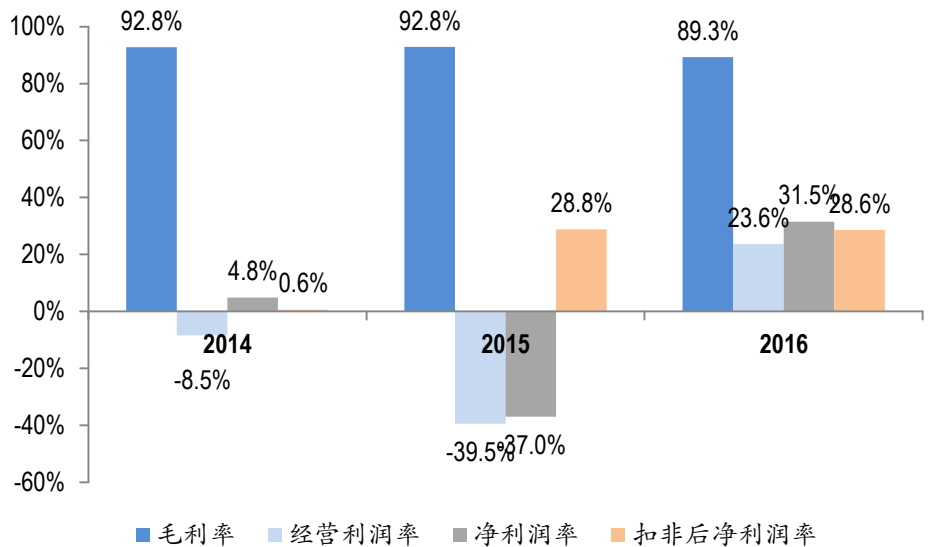
资料来源：金山办公软件招股书、安信证券研究中心

1.3.3. 实现全面盈利，估值上升空间有望释放

毛利率稳定，收入规模效应拉动盈利改善。公司的毛利率水平基本保持稳定在90%左右，2016年毛利率略降主要是因为互联网推广服务收入占比提升的同时毛利率下降，加之低毛利的办公服务订阅业务收入占比也上升。我们预计随着软件使用授权的收入占比进一步减小，整体毛利率将会稳中有降。

扣除非经常性损益的影响，公司的净利润率在2015-2016年稳定在接近29%的水平，主要是因为互联网广告推广业务的高速成长带来的收入规模效应。如果扣除股份支付费用，2014-2016年费用率分别为99.84%、77.91%和63.87%，呈逐年下降趋势。

图 32：金山办公盈利水平



资料来源：金山办公软件招股书、安信证券研究中心

按照招股书显示的可比公司，我们进行了估值对比，2018年市盈率平均值在31倍，市销率在5.1倍。按照金山办公招股说明书估算的总估值约55.3亿元来看，对应2018年市盈率约19倍，与可比公司均值相比有明显的上升空间；同时，与市值接近的上市公司相比，19倍的2018年市盈率仍是较低的水平。

表 6：金山办公可比公司估值比较

公司名称	股票代码	收盘价 (元)	市值 百万元	市盈率			市销率		
				2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
用友网络	600588 CH	22.15	32,432	80.0	54.7	42.4	5.3	4.4	3.7
广联达	002410 CH	19.32	21,626	38.1	28.2	21.8	8.7	7.0	5.6
久其软件	002279 CH	10.24	7,278	20.1	15.6	12.2	3.5	2.6	2.0
泛微网络	603039 CH	70.98	4,917	54.7	40.7	31.2	7.7	5.7	4.2
鼎捷软件	300378 CH	13.99	3,703	48.2	32.5	24.5	3.1	2.7	2.4
东方通	300379 CH	13.31	3,687	16.6	14.1	20.8	9.6	8.1	6.6
平均值				43.0	31.0	25.5	6.3	5.1	4.1

资料来源：彭博、安信证券研究中心，2018年1月16日

2. 股权结构

表 7: 股权结构, 截至 2017 年 6 月 30 日

持股超过 5% 的股东	持股比例
雷军	26.95%
求伯君	8.25%
腾讯控股	8.16%

资料来源: 公司财务报表、安信证券研究中心

注: 雷军的 352,830,251 股股份包括 1) 通过全资拥有的 Color Link Management Limited 持有的 174,818,191 股; 2) 由小米公司的全资附属公司拥有的 35,298,057 股; 及 3) 根据一致投票协议中被视为拥有的 142,714,003 股。

3. 投资建议及估值

3.1. SOTP 估值

我们首次给予买入-A 的投资评级。基于分部加法, 我们将目标价定为 34.0 港币, 包括: 1) 在线游戏 11.0 港币; 2) 云计算 6.4 港币; 3) 办公软件及服务业务 4.0 港币; 4) 猎豹移动 6.2 港币以及 5) 净现金 6.4 港币。

表 8: 金山软件 - SOTP 估值表

	持股比例	估值 (百万港币)	估值 (港币) / 股	估值方法
在线游戏	67.7%	21,713	11.0	12 倍 2018 年净利润
云计算	51.7%	16,536	6.4	最新一轮融资估值
办公软件、服务及其他	67.5%	6,636	4.0	4.3x P/S、FY19 收入 36 亿美元
猎豹移动	47.2%	17,558	6.2	47% 的股份及猎豹移动市值
净现金		8,508	6.4	
加总			34.0	

资料来源: 安信证券研究中心

在线游戏业务: 我们给予 2018 年 12 倍市盈率, 对照可比公司估值, 我们认为这是一个比较合理的水平, 鉴于游戏 IP 集中在剑侠系列, 基于网易有 30% 的折扣率; 与畅游估值接近, 鉴于同样都有角色扮演类手游爆款通过腾讯发行, iOS 流水排名一度稳定在中国前十。

表 9: 游戏公司估值比较

	股票代码	市值 百万 美金	非通用会计准则市盈率			市销率		
			2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
腾讯控股	700 HK	535,935	52.7	40.2	31.3	14.4	10.4	7.9
网易	NTES US	41,922	20.7	18.1	14.9	5.1	4.0	3.2
畅游	CYOU US	1,893	14.5	11.3	10.8	3.2	3.2	2.8
IGG	799 HK	1,529	9.2	7.4	6.8	2.4	2.0	1.9

资料来源: 彭博、安信证券研究中心, 2018 年 1 月 16 日

金山云业务: 我们的估值参照截至 1 月 4 日金山云 D 轮融资后估值 21.2 亿美元, 及完全稀释基础上金山软件 51.73% 的持股。

办公软件及服务业务: 我们的估值参照金山办公招股书显示的约 55 亿人民币估值, 根据我们对其 2018 年盈利预测, 2018 年市盈率大概在接近 20 倍的水平。

猎豹移动: 分拆猎豹移动后, 金山软件从 2017 年对猎豹移动不合并报表, 鉴于对猎豹移动 47% 的持股, 我们参照猎豹移动的市值规模计算估值。

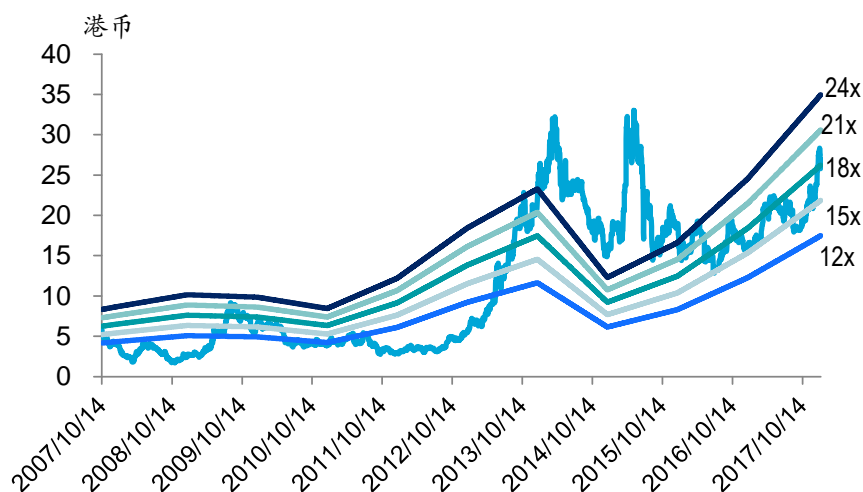
我们预计公司 2018/19 年非通用会计准则每股收益分别为 1.14 元/1.57 元，目标价对应 2018/19 年的估值分别是 20 倍/14 倍非通用会计准则市盈率。

图 33：金山软件 - 自上市起远期市盈率历史走势



资料来源：彭博、安信证券研究中心

图 34：金山软件- 基于不同远期市盈率的股价走势



资料来源：彭博、安信证券研究中心

3.2. 行业估值对比

表 10: 中国互联网公司估值比较

公司名称	股票代码	交易货币	收盘价	本年迄今收益	市值	非通用会计准则市盈率			市销率		
						2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
			1-16-2018	%	百万 美金						
腾讯控股	700 HK	港币	444.20	8.7	535,935	52.7	40.2	31.3	14.4	10.4	7.9
阿里巴巴	BABA US	美元	182.40	5.8	467,154	34.4	26.6	20.8	12.4	9.1	7.1
百度	BIDU US	美元	257.78	10.1	89,159	29.7	27.5	21.5	6.8	5.5	4.6
京东	JD US	美元	46.46	12.2	66,361	87.2	54.4	34.0	1.2	0.9	0.7
网易	NTES US	美元	322.08	-6.7	41,922	20.7	18.1	14.9	5.1	4.0	3.2
微博	WB US	美元	123.19	19.1	26,934	72.5	45.0	31.4	23.8	16.0	11.8
携程	CTRP US	美元	48.22	9.3	24,749	50.6	37.3	24.8	5.9	4.8	3.7
新东方	EDU US	美元	100.52	6.9	15,894	44.6	33.2	25.1	6.8	5.3	4.2
好未来	TAL US	美元	28.36	-4.5	14,204	73.3	45.4	30.3	8.3	5.5	3.9
众安	6060 HK	港币	73.20	3.2	13,433	na	183.7	63.8	15.0	8.6	5.4
58 同城	WUBA US	美元	79.99	11.8	11,719	51.8	34.1	24.4	7.9	6.3	5.2
阅文集团	772 HK	港币	85.45	0.5	9,709	142.4	73.0	46.5	15.5	11.0	8.1
汽车之家	ATHM US	美元	81.67	27.6	9,650	33.2	27.0	21.1	10.0	8.4	7.0
唯品会	VIPS US	美元	16.04	36.9	9,465	22.4	20.5	17.2	0.8	0.7	0.6
欢聚时代	YY US	美元	131.21	16.1	8,271	20.5	16.9	13.8	4.6	3.6	3.1
新浪	SINA US	美元	111.97	11.6	8,007	39.5	27.2	20.9	5.1	3.7	3.0
美图	1357 HK	港币	12.10	2.6	6,096	na	43.1	22.6	9.2	4.8	3.3
易鑫	2858 HK	港币	6.64	4.3	5,247	76.8	28.6	15.7	9.3	5.5	3.7
陌陌	MOMO US	美元	25.13	2.7	4,955	15.0	11.8	9.6	3.8	2.9	2.4
搜狗	SOGO US	美元	12.16	5.1	4,830	41.9	28.3	17.4	5.3	3.8	2.7
金山软件	3888 HK	港币	27.00	3.1	4,498	26.5	18.8	13.9	5.5	4.0	3.1
前程无忧	JOBS US	美元	66.63	9.5	4,117	30.4	25.4	20.6	9.3	7.7	6.9
趣店	QD US	美元	12.31	-1.8	4,063	8.9	6.6	4.6	3.8	2.8	1.5
易车网	BITA US	美元	36.47	14.7	2,616	37.5	17.5	13.2	2.0	1.5	1.2
宜人贷	YRD US	美元	39.93	-9.2	2,388	12.2	9.4	6.8	3.1	2.1	1.5
搜房	SFUN US	美元	5.20	(6.8)	2,304	104.0	23.0	17.0	5.0	4.6	4.0
猎豹移动	CMCM US	美元	15.26	26.3	2,183	25.8	18.0	17.4	2.9	2.6	2.3
拍拍贷	PPDF US	美元	6.87	-3.4	2,065	26.4	5.6	3.8	3.3	2.4	1.6
宝尊	BZUN US	美元	35.67	13.0	1,950	55.8	32.2	20.4	3.0	2.5	1.9
畅游	CYOU US	美元	36.23	-0.5	1,893	14.5	11.3	10.8	3.2	3.2	2.8
搜狐	SOHU US	美元	44.12	1.8	1,715	na	na	na	0.9	0.8	0.7
IGG	799 HK	港币	9.13	6.3	1,529	9.2	7.4	6.8	2.4	2.0	1.9
迅雷	XNET US	美元	15.56	1.1	1,035	na	na	na	na	na	na
瑞思	REDU US	美元	14.64	(1.0)	805	55.1	24.3	17.8	5.4	4.1	3.2
红黄蓝	RYB US	美元	17.75	5.2	509	53.8	27.0	17.8	3.7	2.9	2.4
凤凰新媒体	FENG US	美元	6.83	5.2	490	54.0	45.2	35.1	2.0	1.8	1.7
信而富	XRF US	美元	5.48	(4.2)	355	na	7.9	3.7	4.1	1.9	0.9
无忧英语	COE US	美元	12.41	(0.7)	249	na	14.9	7.4	2.0	1.1	0.5

资料来源: 彭博、安信证券研究中心

注: 由于财政年度起止时间不同, 阿里巴巴、学而思和新东方的 2017E 代表其 2018 财年, 以此类推。

4. 风险提示

我们认为影响股价表现低于我们目标价的因素包括：

- 1) 新游戏推出时点较预期延迟，导致全年流水不达预期，以及新的角色扮演手游流水表现低于预期；
- 2) 中国 IaaS 公共云市场竞争激烈，价格战导致公司云业务亏损加剧，拖累整体经营利润率；
- 3) 金山办公上市进程受阻，商业模式变现不及预期。

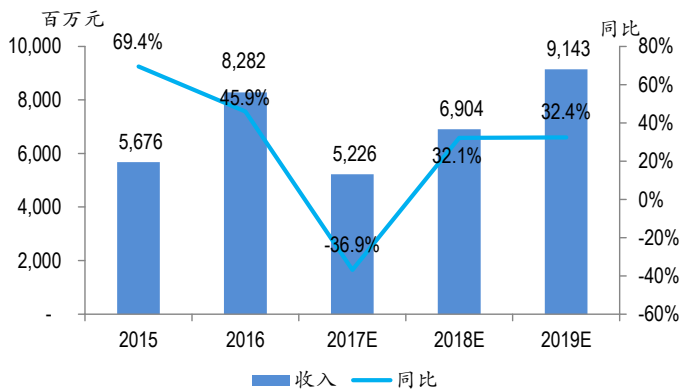
5. 盈利预测

我们预计 2017 年收入规模在 52.3 亿元左右，同比增加 36%（去掉分拆猎豹移动的影响），在线游戏贡献 60% 的收入，云服务和办公软件服务分别贡献 26% 和 14% 的收入。2018-19 年，在线游戏收入占比逐渐减少至 55% 和 51%。

2017 年非通用会计准则净利润率为 22%，2018-19 年有小幅上升。

2017-19 年非通用会计准则摊薄每股收益分别为 0.86 元、1.15 元、1.57 元。

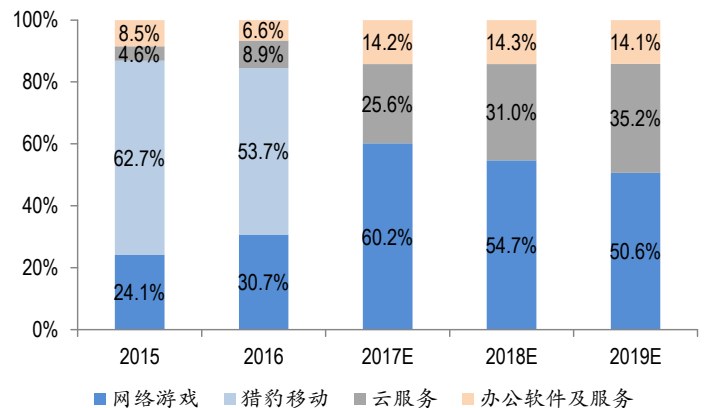
图 35：金山软件收入规模预测



资料来源：安信证券研究中心

注：2014 年至 2016 年数据包括猎豹移动。

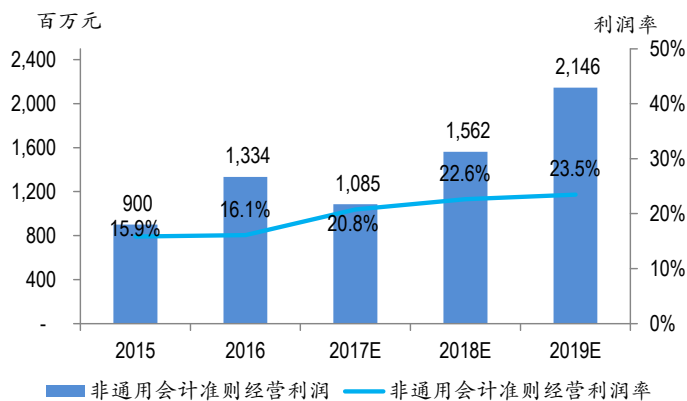
图 36：金山软件收入构成预测



资料来源：安信证券研究中心

注：2014 年至 2016 年数据包括猎豹移动。

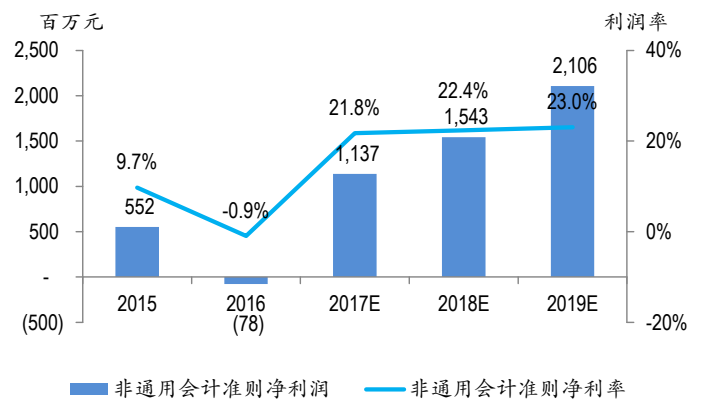
图 37：金山软件非通用会计准则经营利润预测



资料来源：安信证券研究中心

注：2014 年至 2016 年数据包括猎豹移动。

图 38：金山软件非通用会计准则净利润预测



资料来源：安信证券研究中心

注：2014 年至 2016 年数据包括猎豹移动。

6. 财务报表

表 11: 金山软件- 资产负债表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	10,642	13,105	14,377	16,933	19,925
现金及银行存款	6,629	5,776	7,087	9,180	11,577
应收账款	966	1,774	1,692	2,032	2,491
受限制现金	1,977	4,049	4,049	4,049	4,049
存货	5	11	11	11	11
抵押存款	47	69	-	-	-
预付款项、按金及其他应收款	837	1,122	1,234	1,358	1,493
其他	180	303	303	303	303
非流动资产	4,843	4,474	5,352	6,223	7,167
物业、厂房及设备	966	1,098	1,458	1,885	2,385
预付土地租赁款	272	268	264	259	255
商誉	619	955	1,290	1,626	1,962
其他无形资产	247	296	343	388	430
于联营公司、合营公司的投资	324	572	696	746	796
可供出售金融资产	2,226	1,051	1,051	1,051	1,051
其他金融资产	26	71	71	71	71
递延税项资产	55	120	132	145	160
预付款项、按金及其他	106	43	48	53	58
资产总额	15,485	17,579	19,729	23,156	27,091
流动负债	2,705	3,731	3,391	3,765	4,207
银行借款	147	380	380	380	380
递延收入	426	547	323	388	476
应付贸易账款	185	560	220	282	365
其他应付款项及应计开支	1,946	2,244	2,468	2,715	2,986
非流动负债	2,869	3,846	3,846	3,846	3,846
银行借款	11	438	438	438	438
递延收入	24	38	38	38	38
可转换债券	2,700	2,911	2,911	2,911	2,911
可赎回可转换优先股	-	317	317	317	317
递延所得税负债	63	122	122	122	122
其他非流动负债	72	20	20	20	20
权益	9,911	10,002	12,492	15,545	19,039
公司权益持有人应占权益	7,871	7,887	10,234	13,156	16,517
少数股东权益	2,041	2,115	2,258	2,390	2,522

资料来源: 公司年报、安信证券研究中心

表 12: 金山软件 - 利润表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入	5,676	8,282	5,226	6,904	9,143
收入成本	(1,319)	(2,662)	(2,173)	(3,063)	(4,179)
毛利	4,357	5,620	3,053	3,841	4,964
研发开支	(1,348)	(1,840)	(1,430)	(1,660)	(2,000)
销售及分销开支	(1,756)	(1,958)	(555)	(576)	(696)
行政开支	(443)	(565)	(246)	(252)	(332)
股权激励费用	(356)	(361)	(258)	(297)	(297)
其他开支	(60)	(76)	262	210	210
经营利润	544	973	827	1,265	1,848
非通用会计准则经营利润	900	1,334	1,085	1,562	2,146
税前利润	542	(124)	858	1,370	1,966
所得税开支	(201)	(168)	(180)	(281)	(386)
非控制性权益应占盈利	(27)	(22)	143	132	132
公司权益持有人应占盈利	369	(271)	959	1,519	2,082
非通用会计准则净利润	552	(78)	1,137	1,543	2,106
每股盈利 - 基本 (元)	0.29	(0.22)	0.72	1.14	1.55
每股盈利 - 摊薄 (元)	0.29	(0.22)	0.72	1.14	1.55
非通用会计准则每股盈利 - 摊薄 (元)	0.43	(0.06)	0.86	1.15	1.57

资料来源: 公司年报、安信证券研究中心

表 13: 金山软件- 现金流量表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	369	(271)	959	1,519	2,082
+ 折旧	188	313	314	315	316
+ 摊销	138	137	139	141	143
+ 股权激励成本	356	361	258	297	297
+ 其他非现金费用	154	1,173	1,369	1,418	1,404
+ 运营资金变动	230	(321)	(301)	(90)	(153)
经营活动产生现金流量	1,435	1,393	2,739	3,601	4,090
投资活动产生现金流量	(472)	(3,128)	(1,247)	(1,314)	(1,389)
融资活动产生现金流量	2,234	601	(182)	(194)	(304)
现金及现金等价物净增加/(减少)	3,197	(1,134)	1,311	2,093	2,397
汇兑收益/(亏损)	238	281	-	-	-
期初现金及现金等价物	3,194	6,629	5,776	7,087	9,180
期末现金及现金等价物	6,629	5,776	7,087	9,180	11,577

资料来源: 公司年报、安信证券研究中心

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先恒生指数指数 15% 以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先恒生指数 5% 至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与恒生指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后恒生指数 5% 至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后恒生指数 15% 以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于恒生指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于恒生指数波动；

■ 分析师声明

胡又文声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
李倩		010-83321355	liqian1@essence.com.cn	
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034