

金山软件 (3888 HK)

调研纪要：憧憬三款新游贡献

- ❖ **游戏：指引 FY18 收入同比增长 25%，三款手游为驱动力。** 公司表示今年游戏增长点主要为手游，其中，2018 年主要核心新游为《云裳羽衣》、《剑侠 II 剑歌行》及《剑侠 III 指尖江湖》。三款手游均为腾讯代理，《云裳羽衣》主要为女性换装游戏，《剑侠 II 剑歌行》为端游原班团队打造的国风武侠手游，《剑侠 III 指尖江湖》偏卡通画风，主要玩家集中在 95/00 后等年轻群体。为避免游戏间用户竞争，预计《剑侠 II》及《剑侠 III》发布时间将间隔 3 个月。目前 1Q18《新剑侠情缘》月流水约为 1~1.5 亿（人民币·下同），已进入成熟期。端游层面，公司表示 FY18 端游或将持平，达~20 亿，其中剑网三重制版预计 10 月进行资料片的发布，故而对 FY18 全年端游增长体现较为有限。其中 1Q18 端游或出现环比下滑。代理游戏层面，公司表示代理游戏的目标为保持对市场及 IP 的触达度，同时助于自研游戏的改善，对代理游戏的利润贡献期待较小。此外，公司预计 FY18 游戏毛利率有所上扬，归因于自研游戏及高毛利游戏占比的提升。
- ❖ **金山云：运营效率稳健化。** 作为中国 TOP3 的公有云 IaaS 提供商，金山云在 2018 年 1 月完成 D 轮融资后，估值已达 23.7 亿美元。在阿里云、腾讯云相继进行降价后，金山云进行战略调整（产品价格降价后维持在市场水平），由原来的单纯追求高速增长，转为稳健的运营效率。公司预计 FY18 金山云收入同比增长 60%，运营亏损绝对值较 FY17 持平。云计算每年的 CAPEX 约 1 亿美金，FY18 或略有增长。相较于阿里云、腾讯云，公司认为金山云的独特优势体现在视频云、游戏云等垂直领域，且客户招标过程中通常中标单位超过 1 家，故而与阿里云、腾讯云并非处于绝对竞争关系。
- ❖ **WPS：指引 FY18 收入同比增长 35%~45%。** 经营效率优化下，公司预计 WPS FY18 经营利润率或同比增加 2 个百分点（FY17~20%）。2B 端层面，公司表示新增市场中通常能获得 70%~80% 的市场份额，主要客户为央企、国企等。2C 端层面，移动端变现持续推进（广告+会员），目前广告占比较大。基于 WPS 移动端 1.7 亿 MAU，公司看好后续产品变现空间。
- ❖ **估值。** 公司表示 FY18/19 整体净利率向好，源于游戏、金山云、WPS 经营利润率的改善。根据彭博一致预测，目前公司估值为 17x/13x FY18E/19E P/E，对应-2%/+32% EPS 增速，建议密切关注三款手游表现。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17A
营业额(百万人民币)	5,676	3,834	5,181
调整后净利润(百万人民币)	438.6	563.6	1,534
调整后 EPS (人民币)	0.34	0.44	1.18
EPS 变动 (%)	-20.8	27.0	70.4
市盈率(x)	32.5	27.0	17.0
市帐率(x)	2.6	2.4	2.2
股息率 (%)	0.5	NA	0.0
权益收益率 (%)	5.9	NA	32.1
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际研究预测

未评级

当前股价 HK\$24.7

黄群

电话：(852) 3900 0889

邮件：sophiehuang@cmbi.com.hk

伍力恒

电话：(852) 3900 0881

邮件：alexng@cmbi.com.hk

互联网行业

市值(百万港元)	34,000
3 月平均流通量(百万港元)	297.8
5 周内股价高/低(港元)	31/18
总股本(百万)	1,313.0

资料来源：彭博

股东结构

Jun Lei	25.7%
Topclick Holdings	7.9%
Tch Saffron	7.8%

资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-7.0%	-5.0%
3-月	-11.6%	-6.3%
6-月	25.0%	17.1%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师：安永

公司网站：www.kingsoft.com

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容之分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2)(a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。