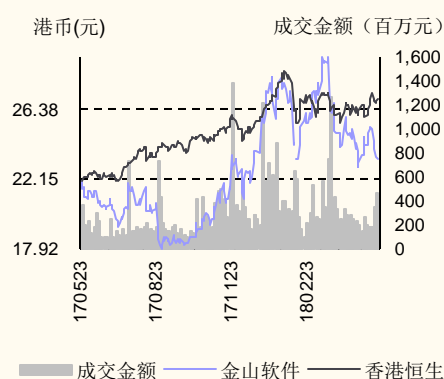


金山软件(03888.HK) 买入 (维持评级)

港股公司点评

市场数据(港币)

收盘价(元)	23.35
流通港股(百万股)	1,373.73
总市值(百万元)	32,076.57
年内股价最高最低(元)	29.60/17.92
香港恒生指数	31234.35



股价表现(%)	3个月	6个月	12个月
绝对	-8.79	2.64	6.14
相对香港恒生	-8.68	-2.50	-16.82

相关报告

- 1.《2017年符合预期,2018上半年看“独角兽”故事...》,2018.3.22
- 2.《2017年年报与2018年上半年业绩前瞻-金山软件》,2018.3.2
- 3.《转授猎豹B类普通股获益,净利将大幅增加-金山软件点评》,2018.1.25
- 4.《《剑网3》重出江湖,剑指苍穹-金山软件港股公司点评》,2018.1.2
- 5.《第三季度波澜不惊,第四季度游戏新品多多-金山软件》,2017.11.22

裴培

分析师 SAC 执业编号: S1130517060002
peipei@gjzq.com.cn

办公软件增长强劲,《指尖江湖》9月将上线

主要财务指标

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业额(百万)	5181	7433	9702	11248
同比增长	-37.4%	43.5%	30.5%	15.9%
母公司股东溢利(百万)	3045	1714	2367	2827
同比增长	370.9%	-37.6%	38.1%	19.4%
每股收益	2.22	1.25	1.72	2.02
市盈率(倍)	10.8	19.2	13.9	11.6
市净率(倍)	2.7	2.4	2.0	1.7

来源:公司年报、国金证券研究所注:货币单位是人民币

事件

- 金山软件一季度营业收入同比上升4%,净利润同比下滑50%,均略低于一致预期。网络游戏业务表现较差,办公软件、云计算业务表现良好。
- 网络游戏收入同比下滑23%、环比下滑16%;日均PCU同比下滑25%、环比下滑20%;日均付费账户同比下滑22%、环比下滑17%。管理层承认,“吃鸡”游戏的流行,使《剑网3》用户下滑约10%,重制版初期的技术问题也影响了玩家积极性。但是,以上趋势在二季度都有所扭转。管理层表示《云裳羽衣》在腾讯平台测试的结果很好,可能成为爆款,将于二季度末上线;今年期望值最高的《剑网3之指尖江湖》将于9月上线。
- 办公软件收入同比增长66%,增速高于公司的全年指引(35-40%)。管理层表示,目前办公软件来自政府采购的收入已经低于1/4,一季度增值服务(主要来自个人消费者)收入同比增长为三位数。
- 金山云收入同比增长56%,游戏云、视频云、政务云均有稳定增长。管理层表示,金山云的亏损正在收窄,小米仅贡献了金山云收入的1/4左右。

评论

- 本次季报最大的亮点是:管理层在电话会议上确认《云裳羽衣》和《指尖江湖》分别将于6月和9月上线,而且期望值很高。虽然具体上线节奏由发行方腾讯决定,但是能见度已经大大提高。
- 《剑网3》重制版上线初期出现了老玩家流失,但是管理层认为二季度情况大有改观。我们的监测数据也显示,《剑网3》端游热度正在恢复。
- 金山办公正在转型为一家互联网公司,以免费使用、广告和增值服务变现的方式,获得了大批个人用户的青睐。尤其是在移动办公领域,WPS几乎没有竞争对手。我们认为金山办公今年的收入很可能超过管理层指引。
- 金山云的一级市场估值达到23.7亿美元,但是仍处于亏损状态,二级市场并未给予估值。我们认为该项业务有可能在2019年下半年实现盈亏平衡。虽然远远落后于阿里云,但是金山云与腾讯云的差距不大。
- 我们预计金山软件2018-20年EPS依次为1.25/1.72/2.06元。我们通过SOTP估值法得出目标价30.1港元。维持“买入”评级。

风险提示:新手游延期风险;金山办公上市推迟;金山云亏损扩大。

附录：三张报表预测摘要

综合财务状况表					综合收益表				
单位:百万					单位:百万				
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	10835	11366	14232	16404	营业额	5181	7433	9702	11248
现金及现金等价物	8506	7961	10232	11846	销售成本	2169	2528	3263	3741
交易用投资	88	88	88	88	毛利	3012	4906	6439	7507
应收款项	1168	1952	2244	2581	销售、一般性和行政开支	802	1234	1583	1862
其他应收款	680	898	1077	1293	研究发展费用	1446	1748	2114	2420
存货	10	15	18	19	其他营业收入	-	-	-	-
非流动资产	6928	7607	8204	8680	EBITDA	1035	2465	3459	4145
可供出售投资	1269	1269	1269	1269	折旧和摊销	362	470	666	849
联营和共同控制实体的投资	4056	4056	4056	4056	EBIT	673	1996	2792	3296
投资物业	-	-	-	-	融资收入净额	83	110	127	156
固定资产	1329	1966	2525	2964	分占联营和共同控制实体的溢利	172	282	366	463
在建工程	-	-	-	-	除所得税前溢利	756	2106	2919	3452
土地使用权	-	-	-	-	所得税开支	134	358	496	587
无形资产	66	108	147	184	除所得税后溢利	3140	1959	2705	3231
总资产	17762	18973	22436	25084	非控制性股东应占溢利	95	245	338	404
流动负债	3854	3141	3970	3459	股息	123	35	72	72
短期借款	374	-	-	-	母公司股东应占溢利	3045	1714	2367	2827
应付款项	1012	673	1503	991	EPS	2.22	1.25	1.72	2.06
预收账款	-	-	-	-					
其他	2468	2468	2468	2468	主要财务比率				
非流动负债	1355	1355	1355	1355	会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
长期借款	326	326	326	326	成长性				
其他	1030	1030	1030	1030	营业额增长率	-37.4%	43.5%	30.5%	15.9%
负债合计	5209	4496	5326	4814	EBIT 增长率	164.1%	196.5%	39.9%	18.0%
股本	5	5	5	5	净利润增长率	370.9%	-37.6%	38.1%	19.4%
储备	9796	9796	9796	9796	盈利能力				
保留溢利	-	1679	3974	6730	EBIT/营业额	13.0%	26.8%	28.8%	29.3%
非控制性股东权益	464	709	1047	1451	EBITDA/营业额	20.0%	33.2%	35.6%	36.9%
总权益	12553	14477	17110	20269	毛利率	58.1%	66.0%	66.4%	66.7%
总负债和总权益	17762	18973	22436	25084	净利率	60.6%	26.4%	27.9%	28.7%
					ROE	25.2%	12.5%	14.7%	15.0%
综合现金流量表					偿债能力				
单位:百万					资产负债率	29.3%	23.7%	23.7%	19.2%
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E	流动比率	2.81	3.62	3.58	4.74
除所得税后溢利	744	1513	2119	2481	速动比率	2.78	3.58	3.56	4.71
折旧和摊销	21	470	666	849	营运能力				
利息费用	-	-110	-127	-156	资产周转率	0.29	0.39	0.43	0.45
营运资本的变动	974	-1416	236	-1070	应收帐款周转率	3.52	4.77	4.62	4.66
经营活动产生现金流量	12	551	3261	2568	应付账款周转率	6.59	8.82	8.92	9.02
资本性支出	-101	-960	-1264	-1325	存货周转率	202.47	202.47	202.47	202.47
投资、贷款于联营和共同控制实体	-20	-	-	-	每股资料				
投资活动产生现金流量	124	-797	-1044	-1038	每股收益	2.22	1.25	1.72	2.06
借款变动	26	-374	-	-	每股经营现金流	0.01	0.40	2.37	1.87
发行股份	79	-	-	-	每股净资产	8.80	10.02	11.69	13.70
支付的股利和利息	-79	75	55	84	估值比率(倍)				
融资活动产生现金流量	55	-299	55	84	PE	10.79	19.17	13.88	11.62
现金净变动	191	-545	2271	1614	PB	2.72	2.39	2.05	1.75
现金的期初余额	35	8506	7961	10232	EV/EBITDA	19.22	10.00	6.57	5.20
现金的期末余额	256	7961	10232	11846					

来源：公司年报，国金证券研究所

投资评级的说明:

买入: 预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上;
增持: 预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%;
中性: 预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%;
减持: 预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有, 未经事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“国金证券股份有限公司”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 对由于该等问题产生的一切责任, 国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品, 使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下, 国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法, 故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致, 且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》, 本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用; 非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资, 遭受任何损失, 国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903
传真: 021-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn
邮编: 201204
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979
传真: 010-66216793
邮箱: researchbj@gjzq.com.cn
邮编: 100053
地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378
传真: 0755-83830558
邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 518000
地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7GH