

金山软件 (03888.HK) 2018 年一季报点评

端转手进入衔接期，云业务爆发正开启

2018 年 5 月 24 日

事项:

- ❖ 公司发布 2018 年一季报，报告期内实现营收 12.64 亿元，同比+4%；营业利润 0.26 亿元，归母净利润 1.18 亿元，同比-50%；公司评估 Q2 经营业绩继续承压可能与 Q1 经营利润接近。

评论:

- ❖ **Q1 云板块继续强劲增长，游戏略低于预期。**公司报告期内实现营收同比增长 4%，归母净利润同比-50%，略低于预期。Q1 云板块业务继续强劲增长，WPS 实现收入 2.12 亿元，同比增长 66%超预期；金山云收入 4.10 亿元，同比增长 55%符合预期；网络游戏业务实现收入 6.32 亿元，同比下降 23%，环比下降 16%，略低于预期。
- ❖ **金山办公用户增长与变现同步推进，年内业绩高成长与上市进展值得期待。**WPS 用户持续增长，截至 2017 年底 WPS 移动端月活 1.45 亿，PC 端破亿、会员数量达年初四倍，支撑移动端广告收入、“稻壳儿”等个人增值服务同步增长。同时，发布面向党政机关的“WPS 政务办公云”，助力办公软件销售与云模式订阅持续增长。公司在 PC 端办公软件领域具有深厚的产品技术及品牌积累，近年来紧抓移动互联网与云机遇，“广告+增值+授权+订阅”四大模式协同，开启 WPS 高速增长变现，同时 A 股 IPO 值得期待。
- ❖ **金山云继续高增长，资金支持充足尽享云计算爆发红利。**金山云 Q1 收入持续高增长，去年 3 月完成 7.2 亿美元 D 轮融资，投后估值 23.7 亿美元，融资后金山软件持股 51.73%；IDC 数据显示公司在国内公有云 IaaS 领域排名前三，全年收入高速增长。通过深耕游戏视频等垂直行业，借力小米等核心客户资源，拓展医疗、教育等新领域，并结合 AI 等技术构筑综合竞争力，有望保持强劲增长势头。
- ❖ **西山居进入新老产品衔接阶段，18 年端转手新进展值得期待。**受新老游戏衔接期与吃鸡类游戏火爆分流影响，公司 Q1 游戏业务有所下滑并预计该趋势延续至 Q2。后续《云裳羽衣》、《剑网 3：指尖江湖》手游（预计 9 月）的陆续推出，以及《剑网 3》重置版、资料片逐步发力，将给公司下半年游戏业务带来有力支撑，公司后续端转手进展仍值得期待。
- ❖ **风险因素：**新游戏延后或端游下滑，云亏损加大，WPS 上市进程受阻。
- ❖ **维持“买入”评级。**我们看好公司以游戏为利润支撑，着力开拓云业务（IaaS 及办公软件）的战略布局及行业地位。Q3 前新老游戏衔接对短期利润的影响已被市场逐步认知，云业务将成为后续成长核心引擎。考虑游戏业务衔接期略有下滑后，下调 2018-2020 年 EPS 预测至 0.90/1.19/1.46 元（原预测 1.09/1.47/1.80 元），对应净利润为 12.38/16.39/20.09 亿元。剔除一次性收益影响后，公司持续成长已开启。维持“买入”评级，给予目标价 32 港元，对应 2018 年 29x PE。

| 项目/年度 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|---------|-----------|--------|-------|--------|
| 营业收入(百万元) | 8,282 | 5,181 | 6,309 | 8,475 | 11,139 |
| 营业收入增长率 | 45.91 | -37.44 | 21.76 | 34.34 | 31.43 |
| 净利润(百万元) | -271 | 3,202 | 1,238 | 1,639 | 2,009 |
| 净利润增长率 | -173.33 | -1,282.66 | -61.32 | 32.33 | 22.59 |
| 每股收益 EPS(基本)(元) | -0.20 | 2.33 | 0.90 | 1.19 | 1.46 |
| 毛利率% | 67.85 | 58.14 | 58.00 | 58.00 | 57.00 |
| 净资产收益率 ROE% | -2.71 | 25.51 | 9.00 | 10.60 | 11.44 |
| PE | -96 | 8 | 21 | 16 | 13 |
| PB | 2.6 | 2.1 | 1.9 | 1.7 | 1.5 |

资料来源：中信证券数量化投资分析系统

注：股价为 2018 年 5 月 23 日收盘价，单位 RMB



买入 (维持)

当前价：26.25 港元

目标价：32 港元

中信证券研究部

杨泽原

电话：010-60838782

邮件：yangzeyuan@citics.com

执业证书编号：S1010517080002

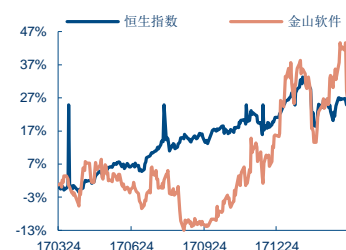
唐思思

电话：021-20262142

邮件：tangsi@citics.com

执业证书编号：S1010517080007

相对指数表现



资料来源：中信证券数量化投资分析系统

主要数据

| | |
|---------------|---------------|
| 恒生指数 | 31071.05 点 |
| 总股本/港股流通股 | 0.14/0.14 亿股 |
| 近 12 个月最高/最低价 | 29.6/17.92 港元 |
| 近 1 月绝对涨幅 | 2.54% |
| 近 6 月绝对涨幅 | 43.44% |
| 今年以来绝对涨幅 | 0.96% |
| 12 个月日均成交额 | 245.48 百万港元 |

利润表 (百万元)

| 指标名称 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 营业收入 | 8282 | 5181 | 6309 | 8475 | 11139 |
| 营业成本 | 2662 | 2169 | 2650 | 3560 | 4790 |
| 毛利 | 5620 | 3012 | 3659 | 4916 | 6349 |
| 研发费用 | 1840 | 1446 | 1451 | 1949 | 2562 |
| 销售费用 | 1958 | 545 | 631 | 848 | 1114 |
| 管理费用 | 565 | 257 | 315 | 424 | 557 |
| 股权激励费用 | 361 | 235 | 284 | 381 | 501 |
| 其他经营收入 | 154 | 294 | 189 | 254 | 334 |
| 其他经营支出 | 76 | 9 | 12 | 15 | 20 |
| 营业利润 | 973 | 814 | 1156 | 1552 | 1929 |
| 其他非经营收益净额 | (1190) | (156) | 0 | 0 | 0 |
| 净利息支出 | (59) | (83) | 89 | 79 | 107 |
| 分占联营及合营公司损益 | 34 | 172 | 500 | 600 | 720 |
| 除税前利润 | (124) | 912 | 1567 | 2073 | 2542 |
| 减: 所得税费用 | 168 | 134 | 235 | 311 | 381 |
| 净利润 | (292) | 3178 | 1332 | 1762 | 2160 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司股东净利润 | (271) | 3202 | 1238 | 1639 | 2009 |
| 每股收益 | (0.20) | 2.33 | 0.90 | 1.19 | 1.46 |

现金流量表 (百万元)

| 指标名称 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------------|---------------|---------------|--------------|------------|------------|
| 税前利润 | (124) | 912 | 1567 | 2073 | 2542 |
| 所得税支出 | (168) | (134) | (235) | (311) | (381) |
| 折旧和摊销 | 451 | 0 | 289 | 321 | 262 |
| 营运资金变动 | (321) | 0 | (268) | (668) | (813) |
| 其他 | 1555 | 1112 | (411) | (521) | (613) |
| 经营现金流 | 1393 | 1890 | 942 | 894 | 997 |
| 资本支出 | (681) | 0 | (207) | (227) | (250) |
| 短期投资 | 0 | (121) | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期资产减少 | (15) | 19 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | (2432) | (4006) | 500 | 600 | 720 |
| 投资现金流 | (3128) | (4108) | 293 | 373 | 470 |
| 发行股票 | 137 | 4464 | 0 | 0 | 0 |
| 负债变化 | 977 | (2491) | 48 | 270 | 437 |
| 股息支出 | (110) | 0 | (130) | (50) | (66) |
| 其他 | (403) | (2240) | (89) | (79) | (107) |
| 融资现金流 | 601 | (266) | (171) | 142 | 264 |
| 现金及现金等价物 经增加额 | (1134) | (2484) | 1064 | 1408 | 1731 |

资料来源: 中信证券量化投资分析系统

资产负债表 (百万元)

| 指标名称 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 5776 | 3036 | 4101 | 5509 | 7240 |
| 存货 | 11 | 10 | 12 | 16 | 21 |
| 应收账款 | 1774 | 1168 | 1282 | 1723 | 2264 |
| 其他流动资产 | 5544 | 6331 | 6522 | 6821 | 7189 |
| 流动资产 | 13105 | 10545 | 11917 | 14068 | 16714 |
| 固定资产 | 1098 | 1329 | 1263 | 1188 | 1196 |
| 长期股权投资 | 572 | 4056 | 4056 | 4056 | 4056 |
| 无形资产 | 1518 | 355 | 339 | 321 | 300 |
| 其他长期资产 | 1285 | 1477 | 1477 | 1477 | 1477 |
| 非流动资产 | 4474 | 7217 | 7135 | 7041 | 7029 |
| 资产总计 | 17579 | 17762 | 19051 | 21109 | 23743 |
| 短期借款 | 438 | 1207 | 1255 | 1525 | 1962 |
| 应付账款 | 560 | 179 | 219 | 294 | 396 |
| 其他流动负债 | 2733 | 2468 | 2468 | 2468 | 2468 |
| 流动负债 | 3731 | 3854 | 3941 | 4287 | 4826 |
| 长期负债 | 3647 | 1276 | 1276 | 1276 | 1276 |
| 其他长期负债 | 199 | 79 | 79 | 79 | 79 |
| 非流动性负债 | 3846 | 1355 | 1355 | 1355 | 1355 |
| 负债合计 | 7577 | 5209 | 5297 | 5642 | 6181 |
| 股本账面值 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 股份溢价及储备 | 7610 | 12074 | 12074 | 12074 | 12074 |
| 股东权益合计 | 10002 | 12553 | 13755 | 15467 | 17562 |
| 少数股东权益 | 2115 | 464 | 558 | 681 | 832 |
| 负债股东权益总计 | 17579 | 17762 | 19051 | 21109 | 23743 |

主要财务指标

| 指标名称 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------------|---------|----------|--------|-------|-------|
| 增长率 (%) | | | | | |
| 营业收入 | 45.9% | -37.4% | 21.8% | 34.3% | 31.4% |
| 营业利润 | 79.5% | -16.3% | 42.0% | 34.3% | 24.3% |
| 净利润 | -173.3% | -1282.7% | -61.3% | 32.3% | 22.6% |
| 利润率 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 67.9% | 58.1% | 58.0% | 58.0% | 57.0% |
| 营业利润率 | 11.7% | 15.7% | 18.3% | 18.3% | 17.3% |
| EBIT Margin | -2.0% | 62.8% | 24.8% | 23.9% | 22.4% |
| EBITDA Margin | 3.5% | 62.8% | 29.3% | 27.7% | 24.8% |
| 净利率 | -3.3% | 61.8% | 19.6% | 19.3% | 18.0% |
| 回报率 (%) | | | | | |
| 净资产收益率 | -2.7% | 25.5% | 9.0% | 10.6% | 11.4% |
| 总资产收益率 | -1.7% | 17.9% | 7.0% | 8.3% | 9.1% |
| 其他 (%) | | | | | |
| 资产负债率 | 43.1% | 29.3% | 27.8% | 26.7% | 26.0% |
| 所得税率 | -134.9% | 14.7% | 15.0% | 15.0% | 15.0% |
| 股息率 | 0.0% | 4.1% | 4.0% | 4.0% | 4.0% |

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标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。

评级说明

| 投资建议的评级标准 | 评级 | 说明 |
|--|------|--------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 买入 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上； |
| | 增持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间 |
| | 持有 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间 |
| | 卖出 | 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上； |
| | 强于大市 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上； |
| | 中性 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间； |
| | 弱于大市 | 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上 |

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ00001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024 11 2017。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2018 版权所有。保留一切权利。