

## 公司动态

金山软件 [3888.HK;23.1港元;未评级] -

**2018年首季业绩大致属预期之内；第二季表现疲弱已反映于股价上**

市值：40.43亿美元；自由流通量：55.3%；三个月平均每日成交额：3,310万美元

分析员：布家杰，CFA；电话：(852) 3698 6318；markpo@chinastock.com.hk

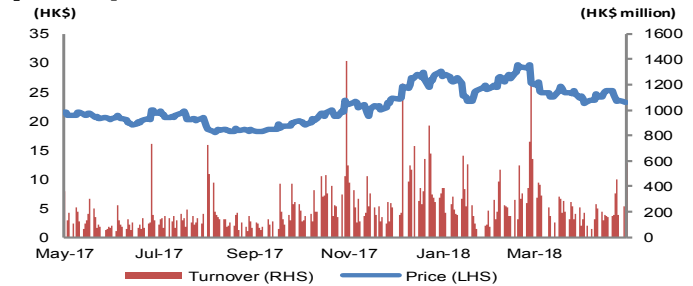
**公司背景：**金山软件主要开发和销售电脑软件。公司开发角色扮演电脑游戏和安全软件、文字处理和电子表格软件。公司主要有四个细分业务：网络游戏、猎豹移动，WPS和金山云。

**报表净利润同比下降50%至1.18亿元人民币。**金山软件昨天公布了2018年第一季度业绩。此次业绩稍为疲弱，大致符合市场预期，主要是由于线上游戏业务的收入贡献下降。金山软件的管理层将此归因于生存射击PC游戏（PUBG）变得流行和JX Online III趋向成熟所致。金山软件2018年第一季度营业额同比增长4%（环比下跌8%）至12.637亿元人民币。2018年第一季度，网络游戏、云服务和办公软件及服务收入分别占总收入的50%、33%和17%。期内金山软件的净利润同比下降50%（环比下跌95%）至1.184亿元人民币，高于市场预期。期内毛利率同比下降9个百分点（环比下降7个百分点）至49%。毛利率同比下降是由于销售组合变化所致，反映毛利率较低的云服务快速增长。

**2018年第一季度，网络游戏业务收入同比下降23%（环比上涨16%）至6.324亿元人民币。**金山软件的旗舰PC游戏JX Online III的收入减少，主要是由于一些用户暂时切换到PUBG游戏，以及2016年5月推出的JX Online I手游的收入自然下降。金山在线游戏的平均每日高峰用户数（ADPCU）在2018年第一季度同比下降25%（环比增加20%）至70万。金山在线游戏在2018年第一季的月度平均支付账户（APA）同比下降22%至330万，环比下降17%。APA的同比和环比下降反映JX Online III的一些玩家暂时切换到PUBG游戏，以及公司现有手游处于自然衰退周期。2018年第一季度云服务（包括云存储和计算）营业额同比增长56%至4.189亿元人民币（环比增长4%）。同比增长的主要动力，来自于移动视频和互联网云用户的强劲增长。2018年第一季度办公软件和服务和其他业务的营业额同比增长66%至2.124亿元人民币（环比下跌6%）。同比增长主要是由于WPS在线营销服务和WPS Office个人版增值服务快速增长，反映了其商业化的能力提升、用户参与度增加，以及产品利用率持续高企和内容趋向丰富提升了客户粘性。环比下降主要是由于WPS Office的销售季节性下降，部分被WPS在线营销服务和WPS Office个人版增值服务的收入增长所抵消。

**下半年推出的新游戏。**在2018年第一季度业绩电话会议期间，大家主要关注的问题之一是JX Mobile III的发布时间表。金山软件管理层预计，JX Mobile III将于8月底或9月初发布。新游戏云裳雨衣（YSYY）计划于2018年第二季末推出。YSYY是一款3D换装游戏，基于JX IP和时间旅行故事线。除了JX Mobile和YSYY之外，据我们理解JX Mobile 2和JX Mobile应会在2018年推出。在2018年，第一季的营业额应该是全年的最低点，预计2018年第二季的营业额将高于第一季。生存射击PC游戏已影响了中国的整个网络游戏市场，而根据金山软件管理层所指，JX

**[金山软件]**



主要财务指标 (百万元人民币)	2015	2016	2017*	2018E*	2019E*
收入	5,676.1	8,282.1	5,181.3	6,781.2	9,027.4
同比变动 (%)	69.4	45.9	(37.4)	30.9	33.1
毛利润	4,356.7	5,619.8	3,012.4	3,874.8	5,067.9
毛利润率 (%)	76.8	67.9	58.1	57.1	56.1
净利润	369.2	(270.7)	3,201.8	979.2	1,210.0
净利润率 (%)	6.5	(3.3)	61.8	14.4	13.4
每股收益 (基本)	0.32	n.a.	2.48	0.75	0.99
每股派息	\$0.083	\$0.089	\$0.098	\$0.098	\$0.098
净资产收益率 (%)	5.9	(3.4)	32.1	7.8	9.0
股息收益率 (%)	0.40	0.43	0.48	0.48	0.48
市盈率 (倍)	64.7	n.a.	8.3	27.3	20.8
市净率 (倍)	3.4	3.4	2.2	2.1	1.9
自由现金收益率 (%)	1.69%	1.49%	-2.35%	2.28%	3.35%

来源：彭博，公司，中国银河国际证券研究部；\*：猎豹移动不再并表，并在2017年入账22亿元人民币出售收益。

Online III需要更多的改进。管理层还指出，JX Online III的业绩在2018年5月出现复苏。WPS分部分面，toC收入高于toB收入。小米占金山云收入的25%左右。

**我们的观点：**尽管公司2018年第一季度业绩疲弱以及第二季指引欠惊喜，但我们仍对金山软件持乐观看法，因为预计新游戏将在下半年带来贡献，而WPS和金山云的增长势头依然良好。我们对金山软件2018年中期业绩的看法并不特别负面，因为公司弱于TMT非硬件同业的股价表现已反映了该负面因素。我们仍然认为，以全年计，金山软件在2018年可能会有更佳的增长。就市值和流通量而言，金山软件在香港上市的TMT公司中靠前，其在线/社交网络业务特别出色，所以我们认为投资者仍会将金山软件放于观察名单上。公司股价近日疲弱，应带来良好的进场机会。我们仍认为，小米IPO将引发金山软件股价向上。WPS和云业务的潜在分拆，都将成为股价催化剂。

**催化剂：**公布2018年二季度业绩；有关于JX Mobile III和YSYY、与腾讯合作、小米IPO以及分拆WPS和金山云的消息。

## COMPANY NEWS

**Kingsoft Corporation [3888.HK; HK\$23.1; Not Rated] -**

**Q1 2018 results somewhat expected, and soft Q2 performance has been reflected somewhat. A major pick-up expected in 2H 2018.**

Market Cap: US\$4.043m; Free Float: 55.3%; 3 months Average Daily Turnover: US\$33.1m

Analyst: Mark Po, CFA; Tel: (852) 3698 6318; markpo@chinastock.com.hk

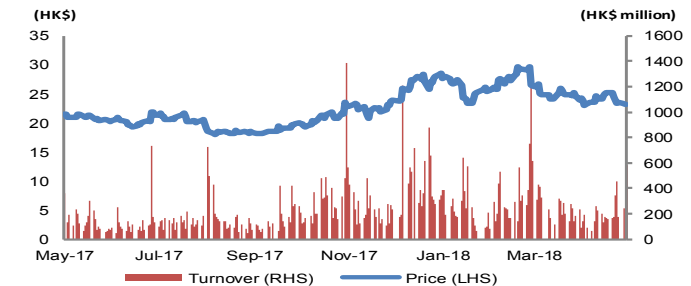
**The Company.** Kingsoft Corporation Ltd. (Kingsoft) develops and markets computer software. The Company has developed role-playing computer games, and security, word processing and spreadsheet software. The Company has four main segments: Online games, Cheetah Mobile, WPS and Kingsoft Cloud.

**Reported net profit dropped 50% YoY to RMB118m.** Kingsoft reported its Q1 2018 results yesterday. The fairly weak results, which were somewhat expected by the market, were due to a lower top-line contribution from the online game business. Kingsoft management attributed this to the increasingly popularity of survival shooting PC games (PUBG) and the maturing JX Online III. Kingsoft's Q1 2018 turnover increased 4% YoY (-8% QoQ) to RMB1,263.7m. Revenue from the online games, cloud services and office software and services and others represented 50%, 33% and 17%, respectively, of total revenue in Q1 2018. Kingsoft's net profit dropped 50% YoY (95% QoQ) to RMB118.4m, which was higher than market expectations. Kingsoft's gross profit margin decreased by 9ppts YoY (7ppts QoQ) to 49% in Q1 2018. The YoY drop in Kingsoft's gross margin in Q1 2018 was a result of a change in sales mix, reflecting the fast growth of cloud services, which has relatively lower gross profit margin.

**Turnover in the online games business in Q1 2018 decreased 23% YoY (16% QoQ) to RMB632.4m.** The decreases reflected mainly lower revenue from Kingsoft's flagship PC game JX Online III, as some users switched temporarily to PUBG games, and the natural decline in revenue of the JX Online I mobile game, which was launched in May 2016. Daily Average Peak Concurrent Users (ADPCU) for Kingsoft's online games in Q1 2018 decreased 25% YoY (20% QoQ) to 0.7m. Monthly Average Paying Accounts (APA) for Kingsoft's online games in Q1 2018 decreased 22% YoY (17% QoQ) to 3.3m. The YoY and QoQ decrease in APA reflected some players of JX Online III temporarily switching to PUBG games and the natural declining life cycles of the Company's existing mobile games. Turnover of cloud services, including cloud storage and computation, for Q1 2018 increased 56% YoY (4% QoQ) to RMB418.9m. The YoY increase was driven mainly by strong customer usage of cloud services in the mobile video and internet sectors. Turnover in office software and services and others for Q1 2018 increased 66% YoY (-6% QoQ) to RMB212.4m. The YoY increase was largely due to the rapid growth in WPS online marketing services and value-added services of the WPS Office personal edition, reflected stronger commercialization capability, increased user engagement, and stickiness driven by continuous product utilization and content enrichment. The QoQ decrease was attributable mainly to a seasonal decline in sales of WPS Office, which was partially offset by revenue growth from WPS online marketing services and value-added services of the WPS Office personal edition.

**New games in 2H18.** During the Q1 2018 results conference call, one of the key questions involved the launch schedule for JX Mobile III. Kingsoft management mentioned that JX Mobile III is expected to be released toward the end of Aug or early Sep. The new game Yungshangyuyi (YSYY) is scheduled to be launched by end of Q2 2018. YSYY is a 3D costume-changing game, which is based on the JX IP and time travel story lines. Apart from JX Mobile and YSYY, based on our understanding, JX Mobile 2 and JX Mobile are in the pipeline for 2018. Q1 turnover should mark the lowest point in 2018, as Q2 2018 turnover is expected to be higher than Q1's. PUBG has affected the whole online game market in China, and

### [Kingsoft Corporation]



Key Financials (in RMB m)	2015	2016	2017*	2018E*	2019E*
Revenue	5,676.1	8,282.1	5,181.3	6,781.2	9,027.4
Change (yoy %)	69.4	45.9	(37.4)	30.9	33.1
Gross Profit	4,356.7	5,619.8	3,012.4	3,874.8	5,067.9
Gross Margin %	76.8	67.9	58.1	57.1	56.1
Net Profit	369.2	(270.7)	3,201.8	979.2	1,210.0
Net Margin %	6.5	(3.3)	61.8	14.4	13.4
EPS (Basic)	0.32	n.a.	2.48	0.75	0.99
DPS	\$0.083	\$0.089	\$0.098	\$0.098	\$0.098
ROE (%)	5.9	(3.4)	32.1	7.8	9.0
Dividend Yield (%)	0.40	0.43	0.48	0.48	0.48
PER (x)	64.7	n.a.	8.3	27.3	20.8
PBR (x)	3.4	3.4	2.2	2.1	1.9
FCF Yield (%)	1.69%	1.49%	-2.35%	2.28%	3.35%

Source: Bloomberg, Company Data, CGIS Research; \*: deconsolidation of CheeCheetah Mobile and booking of RMB2.2bn disposal gain in 2017.

according to Kingsoft management, more enhancements have to be made to JX Online III. Management also highlighted that JX Online III performance reported recovery in May 2018. In the WPS segment, toC revenue is higher than toB revenue. Xiaomi accounted for about 25% of Kingsoft Cloud's revenue.

**Our view.** Despite the weak Q1 2018 results and soft guidance for Q2 2018, we remain positive on Kingsoft, as the new games are expected to make a contribution in 2H2018, and both WPS and Kingsoft Cloud are growing on track. We are not particularly negative regarding the 1H2018 results, as Kingsoft's share price underperformance vs. other TMT non-hardware names has reflected the weakness. We maintain the view that that Kingsoft is likely to report better growth in 2018 on a full-year basis. In terms of market cap and trading liquidity, Kingsoft ranks high among HK-listed TMT names, especially in the online/social networking segment, so we think investors will still keep Kingsoft on their radar screens. The current share price weakness should provide a good re-entry opportunity. We maintain the view that the Xiaomi IPO will trigger Kingsoft's upward share price movement. The potential spin-off of its WPS and cloud business are also catalysts for Kingsoft.

**Catalysts.** Q2 2018 results, news flow on JX Mobile III and YSYY, co-operation with Tencent, the Xiaomi IPO, and the potential spin-off of WPS and Kingsoft Cloud.

## 免责声明

此研究报告并非针对或意图被居于或位于某些司法管辖范围之任何人士或市民或实体作派发或使用，而在该等司法管辖范围内分发、发布、提供或使用将会违反当地适用的法律或条例或会导致中国银河国际证券(香港)有限公司(“银河国际证券”)及/或其集团成员需在该司法管辖范围内作出注册或领照之要求。

银河国际证券(中国银河国际金融控股有限公司附属公司之一)发行此报告(包括任何附载资料)予机构客户，并相信其资料来源都是可靠的，但不会对其准确性、正确性或完整性作出(明示或默示)陈述或保证。

此报告不应被视为是一种报价、邀请或邀约购入或出售任何文中引述之证券。过往的表现不应被视为对未来的表现的一种指示或保证，及没有陈述或保证，明示或默示，是为针对未来的表现而作出的。收取此报告之人士应明白及了解其投资目的及相关风险，投资前应咨询其独立的财务顾问。

报告中任何部份之资料、意见、预测只反映负责预备本报告的分析员的个人意见及观点，该观点及意见未必与中国银河国际金融控股有限公司及其附属公司(“中国银河国际”)、董事、行政人员、代理及雇员(“相关人士”)之投资决定相符。

报告中全部的意见和预测均为分析员在报告发表时的判断，日后如有改变，恕不另行通告。中国银河国际及/或相关伙伴特此声明不会就因为本报告及其附件之不准确、不正确及不完整或遗漏负上直接或间接上所产生的任何责任。因此，读者在阅读本报告时，应连同此声明一并考虑，并必须小心留意此声明内容。

## 利益披露

中国银河证券(6881.HK; 601881.CH)乃中国银河国际及其附属公司之直接或间接控股公司。

中国银河国际可能持有目标公司的财务权益，而本报告所评论的是涉及该目标公司的证券，且该等权益的合计总额相等于或高于该目标公司的市场资本值的1%;

一位或多位中国银河国际的董事、行政人员及/或雇员可能是目标公司的董事或高级人员。

中国银河国际及其相关伙伴可能，在法律许可的情况下，不时参与或投资在本报告里提及的证券的金融交易，为该等公司履行服务或兜揽生意及/或对该等证券或期权或其他相关的投资持有重大的利益或影响交易。

中国银河国际可能曾任本报告提及的任何或全部的机构所公开发售证券的经理人或联席经理人，或现正涉及其发行的主要庄家活动，或在过去12个月内，曾向本报告提及的证券发行人提供有关的投资或一种相关的投资或投资银行服务的重要意见或投资服务。

再者，中国银河国际可能在过去12个月内就投资银行服务收取补偿或受委托和可能现正寻求目标公司投资银行委托。

## 分析员保证

主要负责撰写本报告的分析员确认 (a) 本报告所表达的意见都准确地反映他或他们对任何和全部目标证券或发行人的个人观点; 及 (b) 他或他们过往，现在或将来，直接或间接，所收取之报酬没有任何部份是与他或他们在本报告所表达之特别推荐或观点有关连的。

此外，分析员确认分析员本人及其有联系者(根据香港证监会持牌人操守准则定义)均没有(1) 在研究报告发出前30 日内曾交易报告内所述的股票; (2) 在研究报告发出后3个营业日内交易报告内所述的股票; (3)担任报告内涵盖的上市公司的行政人员; (4)持有报告内涵盖的上市公司的财务权益。

## 评级指标

买入 : 股价于12个月内将上升 >20%

沽出 : 股价于12个月内将下跌 >20%

持有 : 没有催化因素，由“买入” 降级直至出现明确“买入” 讯息或再度降级为立刻卖出

## 版权所有

中文本与英文本如有歧义，概以英文本为准。

本题材的任何部份不可在未经中国银河国际证券(香港)有限公司的书面批准下以任何形式被复制或发布。

中国银河国际证券(香港)有限公司 (中央编号: AXM459)

香港上环皇后大道中183号新纪元广场中远大厦35楼3501-07室 电话: 3698-6888