

金山软件 (3888 HK)

游戏收入短期受压于“吃鸡”，期望下半年新游戏上线反扑

首季溢利同比大幅下跌 81%，因游戏收入大幅下跌 金山软件 2018 年首季度录得营业收入 12.6 亿元人民币，同比提升 4%，环比下跌 8%，合乎市场预期。毛利率为 49%，同比下降 9%，环比下跌 7%，主要是毛利率较低云服务占比提升的结果。归属母公司股东大幅下滑至 1.2 亿元人民币，同比下跌 50%，环比下跌 95%。每股盈利为 0.09 元人民币，同比下跌 50%，环比下跌 95%。

网络游戏收入倒退，云服务和办公软件收入增长势头强劲 网络游戏、云服务和办公软件占总收入总额分别为 50%、33%、17%；分别为 6.3 亿、4.2 亿、2.1 亿元人民币，同比分别下降 23%、上升 56% 和 66%，主要由于网络游戏收入大幅下滑。游戏下跌因《剑网 3》的部分用户被《绝地求生》抢占，《剑侠情缘 1》和其他手游的收入回落。云服务收入同比增加 56%，反应在移动视频及互联网客户使用量的快速增长。办公软件的收入同比激增，因 WPS 广告收入和 WPS Office 个人版增值服务的收入增长。

首季成本增速快于收入增速 成本显著上涨达 6.5 亿元人民币，同比上升 27%，主要是云服务客户使用增加和数据中心成本的增长。

经营业务数据因游戏业务倒退承压 首季网络游戏的每日平均最高同步用户人数 (DAU) 为 0.7 百万人，同比下降 25%；月平均付费账户 (APA) 为 3.3 百万人，同比下降 22%，因未有新游戏推出和现有游戏生命周期回落。

中泰评论：

上半年受制于吃鸡游戏，下半年推重磅新游戏反扑 首季网络游戏收入受压于火热的吃鸡游戏，加上首季未有推出新游戏和《剑侠情缘 1》生命周期回落，对网络游戏收入造成短期压力。重磅游戏《云裳羽衣》和《剑网 3》延迟到分别在 6 月和 9 月才推出，我们预期第二季网络游戏收入仍将持续受压，估计环比增长持平，待下半年新游戏推出才会改善；并下调全年游戏收入预测至 35.4 亿元人民币，同比增长 13%。

金山云保持高速增长，多样化业务领先同行 金山云通过发布面向智能 CDN3.0 时代的产品 HCDN 加强其在视频领域中的领先地位。另外，金山云金睛亦透过利用 AI 以深度学习、图像识别和云技术监管短视频内容，领先的技术吸引了多家来自金融、智慧城市、智慧医疗、智能制造领域的企业接入金山云。我们认为随着未来加强对政务云及私有云业务，在金融、汽车和游戏领域的突破，有助加强业务渗透率，有望收窄亏损。我们估计云业务仍将为持高速增长，全年收入可达 21.3 亿元人民币，同比增幅达 60%。

WPS 快速发展 首季 75% 办公软件收入来自 C 端增值服务收入，我们预期此部分将会以同比 3 位数的增速增长。来自企业和政府的收入则占 25%，新推出的 WPS 政务办公云有效解决针对党政机构的党政办公需要，我们预期金山可以在该领域持续发力，并维持同比增长稳定于 10% 增速；预测全年收入为 10.9 亿元人民币，同比增 50%。

由于首季溢利同比大幅倒退，我们相信短期股价仍会波动，但长远仍向好，故微调 18/19 年 EPS 分别至 0.81/1.22 港币，并按照 2019 年 21 倍市盈率给予公司估值下调标价为 25.6 港元，改为增持评级。

风险提示:1 游戏增长不如预期 2.云业务未能保持增长

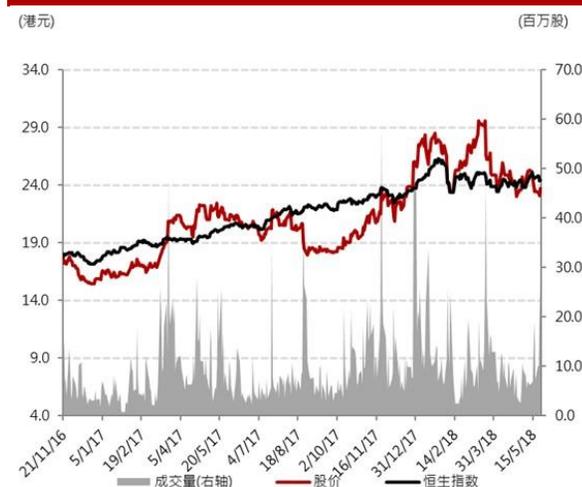
评级：增持；目标价：HK\$25.6

公司基本资料 (更新至 2018 年 05 月 24 日)

最新价	23.75	(港元)
市值	32,626.06	(百万港元)
流通股比例 (%)	55.29	
已发行总股本 (百万)	1,373.73	(百万股)
52 周价格区间	17.5-31.1	(港元)
3 个月平均每日成交	277.53	(百万港元)
主要股东	雷军	占 25.68%

来源：彭博

价格及成交量走势



来源：彭博

相关报告

更新报告-2018 年游戏将开局良好-20180329

分析师

郑嘉梁 (Jupiter Zheng) CFA
Jupiter.zheng@ztsc.com.hk

图表 1 : 金山(3888 HK) 主要财务数据

(百万人民币)	(实际) 16财年	(实际) 17财年	(预测) 18财年	(预测) 19财年	(预测) 20财年
收入	3,834	5,181	6,761	9,061	11,381
增长率 :	-	35%	30%	34%	26%
经营利润	925	814	1,136	1,856	1,935
增长率 :	-	-12%	40%	63%	4%
股东净利润	(271)	3,202	858	1,293	1,498
增长率 :	-	-1283%	-73%	51%	16%
毛利率	66%	58%	57%	56%	55%
经营利润率	24%	16%	17%	20%	17%
每股盈利 (港元)	(0.26)	3.03	0.81	1.22	1.42
每股资产净值 (港元)	3.57	6.44	7.13	8.23	9.53

来源 : 公司资料 · 中泰国际研究部

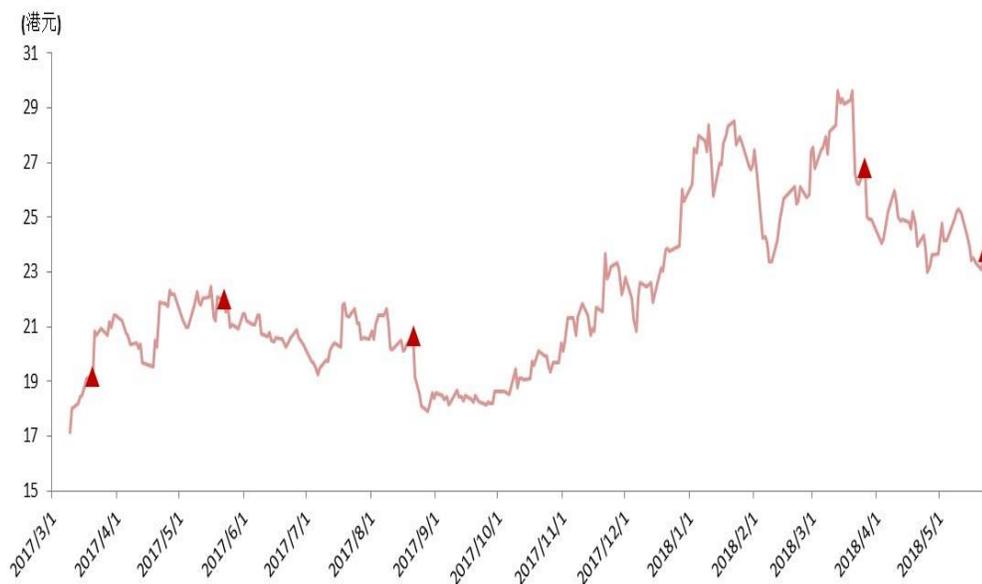
图表 2 : 金山(3888 HK) 收入损益表

(千人民币)	1Q18	1Q17	同比	解释
总收入	1,263,727	1,213,366	4.2%	
网络游戏	632,378	817,151	-22.6%	1)《剑网3》用户被《绝地求生》抢占 2)新游戏发布延期 3)现有手游生命周期回落
云服务	418,920	268,446	56.1%	客户使用量快速增长
办公软件及其他	212,429	127,769	66.3%	1)广告服务收益强劲增长; 2)增值服务实现快速增长;
主营业成本	(648,084)	(509,447)	27.2%	云服务用量增加
毛利	615,643	703,919	-12.5%	
研究及开发成本 (已扣除政府资助)	(380,314)	(321,439)	18.3%	人员数及薪金福利的增长和研发投入的增加
销售及分销开支	(126,632)	(81,173)	56.0%	网络游戏业务的广告及市场推广费用增加
行政开支	(82,885)	(56,063)	47.8%	人员相关成本的增加
所得税开支	25,958	265,202	-90.2%	
除稅前溢利	96,466	224,479	-57.0%	
所得稅開支	(43,081)	(46,087)	-6.5%	
稅後利潤	53,385	178,392	-70.1%	
非持续经营利润	-	101,873	-100.0%	猎豹移动的溢利
应占利润	118,388	238,469	-50.4%	
非控股权益	(65,003)	41,796	-255.5%	

来源 : 公司资料 · 中泰国际研究部

历史建议和目标价

金山(3888 HK) 股价表现及评级时间表



来源：彭博·中泰国际研究部

	日期	收市价	评级变动	目标价
1	2017/3/21	HK\$ 19.2	「買入」	HK\$23.6
2	2017/5/23	HK\$ 22	「買入」→「增持」	HK\$23.6
3	2017/8/22	HK\$ 20.65	「增持」→「買入」	HK\$26.7
4	2017/11/21	HK\$ 21.55	「買入」(不变)	HK\$27.4
5	2018/03/28	HK\$ 25	「買入」(不变)	HK\$29.7
6	2018/05/24	HK\$ 23.75	「買入」→「增持」	HK\$25.6

附注：股价已反映股息、股本合并及分拆等调整因素

公司及行业评级定义

公司评级定义：

以报告发布日后的 6 个月内公司的投资收益率相对同期恒生指数的涨跌幅为基准；

买入：投资收益率领先同期恒生指数 20%以上

增持：投资收益率领先同期恒生指数介于 5%至 20%之间

中性：投资收益率与同期恒生指数的变动幅度相差介于-10%至 5%之间

卖出：投资收益率落后同期恒生指数 10%以上

行业投资评级：

以报告发布日后的 6 个月内的行业的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅为基准。

推荐：行业基本面向好，行业指数将领先恒生指数

中性：行业基本面稳定，行业指数将跟随恒生指数

谨慎：行业基本面向淡，行业指数将落后恒生指数

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司 - “中泰国际” 分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要作出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或者附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的提议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- (1) 在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无投资银行业务关系。
- (2) 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- (3) 中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1%或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。