

金山软件（03888.HK）深度跟踪

比肩微软，云起江湖

中信证券研究部 计算机&传媒团队

杨泽原/唐思思/张若海/刘雯蜀

2018年7月

- **比肩微软，最被低估的核心云标的。**我们认为公司办公软件（SaaS）/金山云（IaaS）等云业务的发展潜力、以及“以游戏/互联网为现金牛支撑，大力开拓云业务”这一与微软可比的业务体系核心价值被市场低估。未来随着公司云业务收入用户规模与付费盈利情况进一步提升，以及云的收入/市值占比提高至50%+，价值重估有望开启。
- **办公软件：受益正版+自主可控+云化，上市加速成长空间广阔。**“广告+授权+增值订阅”三架马车协同驱动金山办公高速增长：1) 免费版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，**正版化**支撑广告、个人增值服务（WPS会员等）同步增长。2) 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**自主可控/移动/云**机遇开拓市场，发布面向党政机关的“WPS政务办公云”，助力企业端办公软件授权与云订阅模式持续增长。同时金山办公18Q4拟A股上市，借力资本市场打造云办公平台，前景可期。
- **金山云：稳居前三尽享云爆发红利，新技术新行业巩固竞争力。**国内外IaaS领域头部效应显著但非一家独大，第一梯队尽享行业红利。金山云一方面以自身业务体系现金流+小米系核心资源为依托，另一方面积极掘金空间广阔的中立第三方市场，通过深耕游戏视频等垂直行业实现收入持续高速增长，在国内公有云IaaS领域排名前三。7.2亿美元D轮系列融资完成，将进一步拓展金融/医疗/政务等新行业，并结合AI等技术构筑综合竞争力。
- **网络游戏：端转手持续推进，下半年新游值得期待。**西山居端转手大幕已开启，上半年处于新老游戏衔接期，影响已被市场充分消化，近期《云裳羽衣》、《剑侠世界2》已发布，核心端转手IP《剑网3：指尖江湖》预计10月推出，将给公司下半年及后续游戏业务带来有力支撑，公司端转手持续进展值得进一步期待。
- **风险因素：**办公用户增长付费与授权订阅不及预期，新游戏延后，云亏损加大。
- **维持“买入”评级。我们看好公司比肩微软的业务体系和云业务广阔前景，云将成为后续成长核心引擎；游戏端转手也给公司带来持续利润支撑，上半年新老游戏衔接对短期利润的影响已被逐步认知；**预计公司2018-20年Non-GAAP净利润为12.84/14.62/16.63亿元,对应GAAP净利润7.01/8.72/9.67亿元，Non-GAAP EPS 0.93/1.06/1.21元。公司作为最被低估的核心云标的，持续成长已开启。基于分部估值**给予6个月目标价30.72 港元（18年33x Non-GAAP PE/6x PS）**，短期看预计有**45%+空间，明年内有望看80%+空间。**

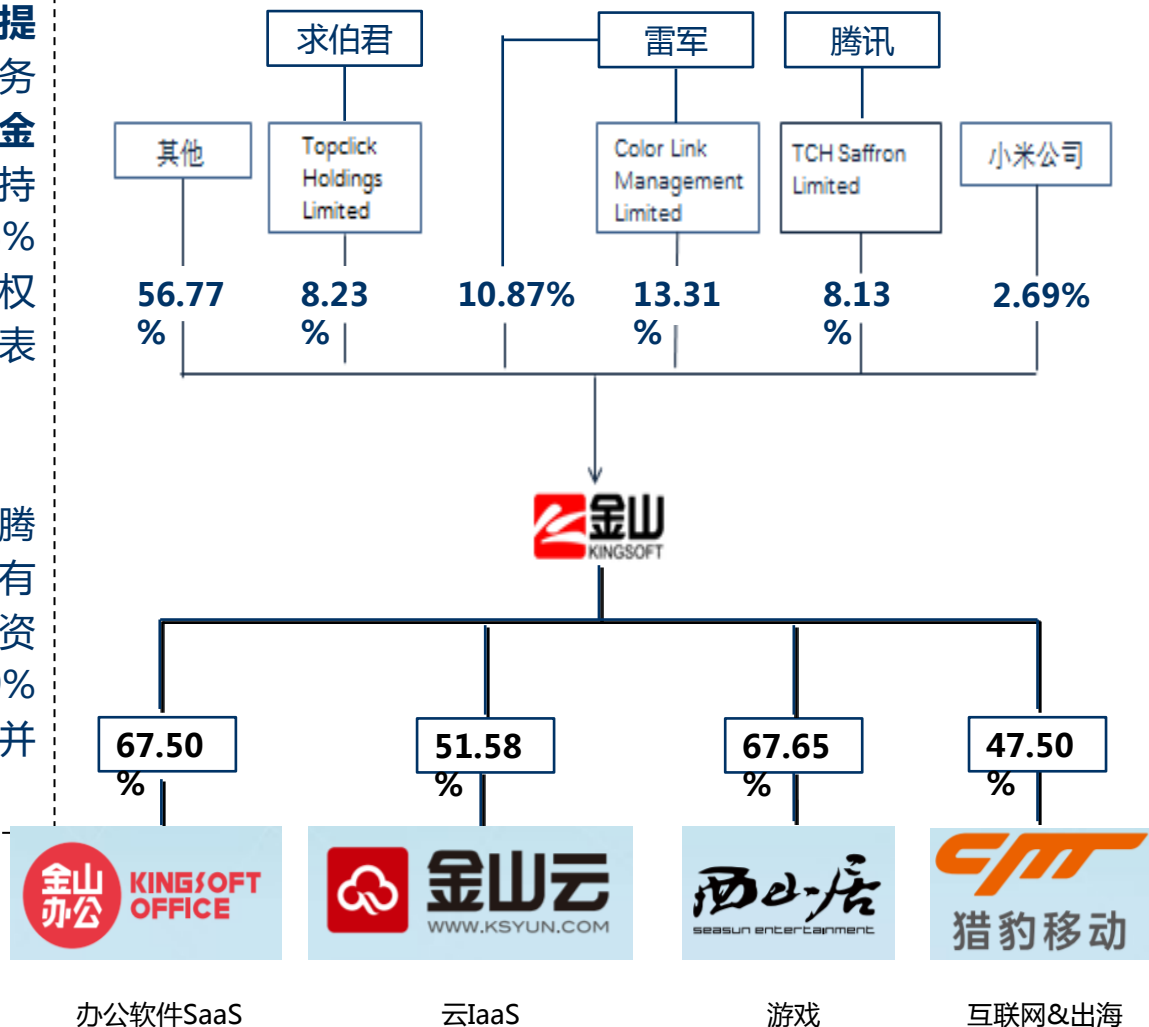
CONTENTS

目录

- **公司概况：“比肩微软”，最被低估的核心云标的**
- 办公软件：受益正版+自主可控+云化，成长加速空间广阔
- 金山云：稳居前三尽享云爆发，新技术新行业巩固竞争力
- 网络游戏：端转手持持续推进，下半年新游值得期待
- 投资策略

金山软件：国内领先的互联网综合服务商

- 公司是中国领先的互联网综合服务提供商。主营业务包括办公软件及服务、云服务、网络游戏，主要由旗下金山办公（持股67.5%）、金山云（持股51.73%）、西山居（持股67.65%）三家子公司负责开展。转让投票权后猎豹移动（持股47.50%）不再并表。
- 股权结构：实际控制人是雷军。
- 腾讯参股金山软件及部分子公司。腾讯通过全资子公司TCH Saffron持有金山软件8.13%股权。同时通过全资子公司Image Frame入股西山居9.9%，在游戏业务与公司有深度合作；并持有猎豹移动16.60%股权。

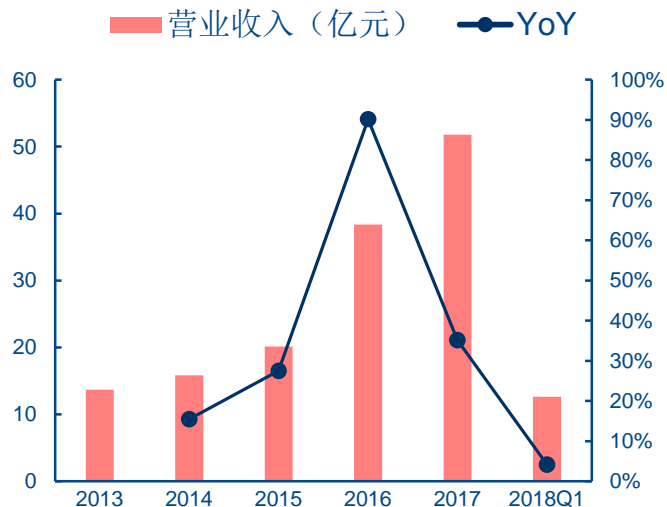


资料来源：公司年报，中信证券研究部

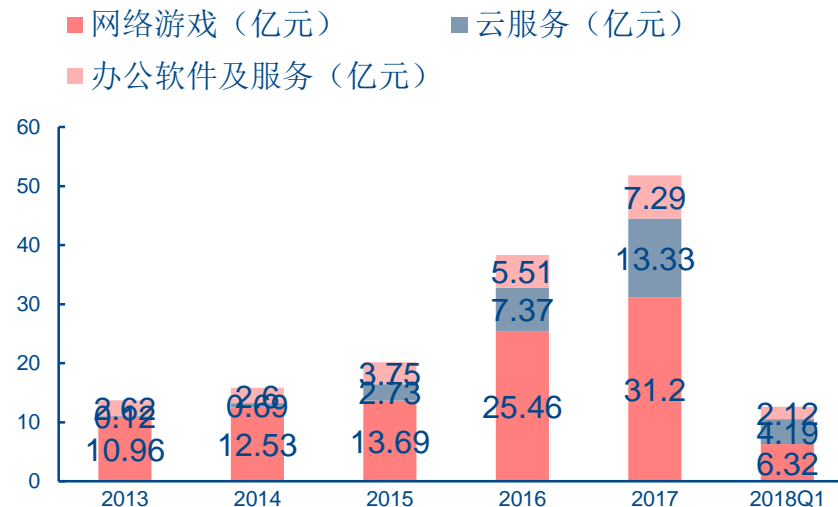
云板块（办公+金山云）收入占五成，且将进一步提高 中信证券 CITIC SECURITIES

- 受益于**云板块的强劲增长**（SaaS办公持续增长且开启变现，IaaS金山云高速增长）和**游戏端转手**带动业务稳步提升，公司营收处于快速增长通道。根据公司2017年报数据，公司全年实现营收51.81亿元，相较2016持续经营业务（将猎豹移动剥离）收入增长35.1%。其中：
 - 1) 办公软件2017收入占14%（YoY 32%）、云服务收入占26%（YoY 81%）、网络游戏收入占60%（YoY 23%）；2017年金山云+金山办公收入占总收入比例为40%；
 - 2) **云板块（办公SaaS+金山云IaaS）预计在2018年整体收入中占比有望达50%，后续将进一步提高。**

金山软件营业收入及增速



金山软件主营业务收入结构

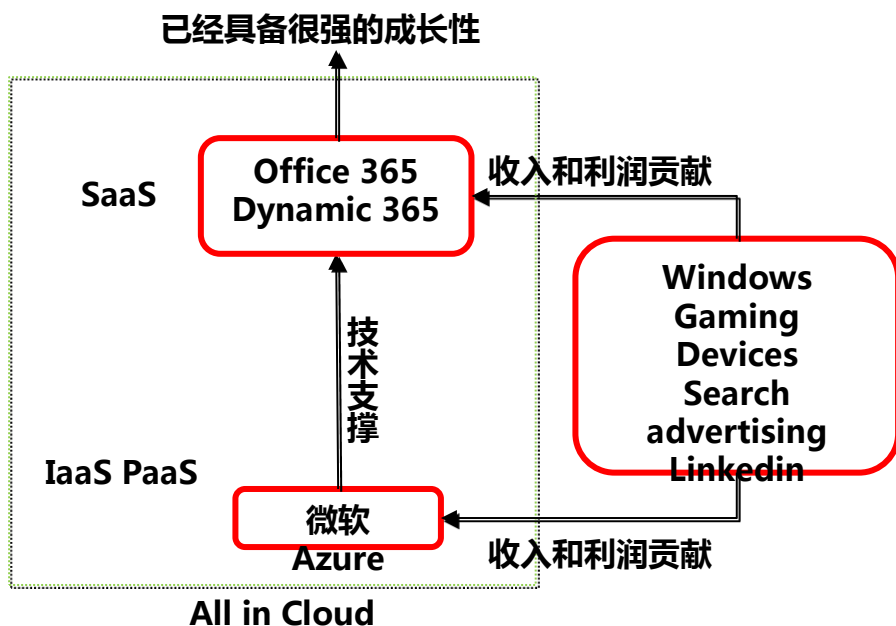


资料来源：公司财报，中信证券研究部

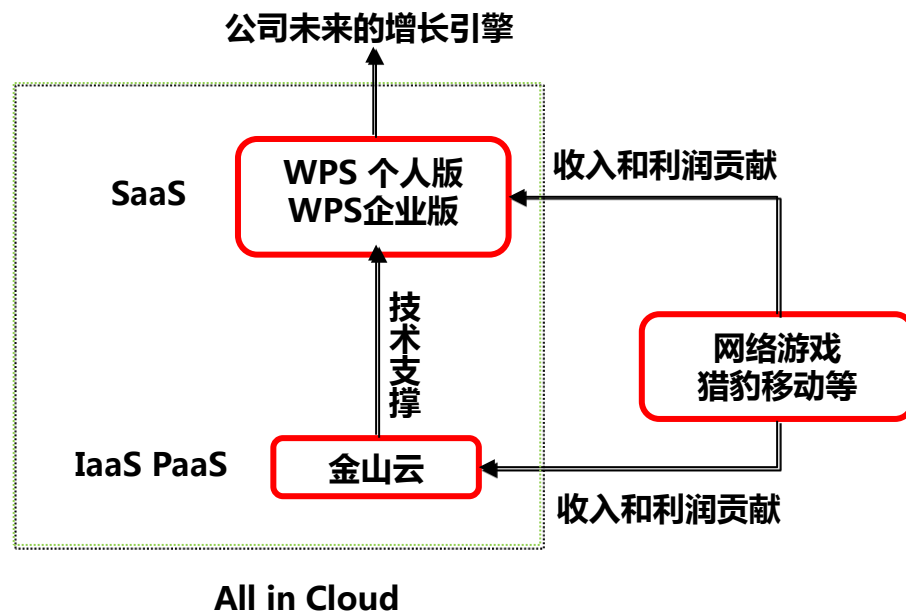
业务逻辑比肩微软，现金流业务助力云转型

- 金山与微软在业务逻辑层面存在相似性。“All In Cloud”彰显公司云转型的决心：
 - 金山2014年提出“All in Cloud”，依托**现金流业务**（西山居游戏、猎豹广告娱乐）的**积累与造血**和小米系的支撑，自有和外部资金结合，为“SaaS（金山办公）+IaaS/PaaS（金山云）”的云转型提供有力支撑；
 - 微软2010财年年报致股东信提出**“When it comes to the cloud, we are all in.”**依托现金流类业务（Windows/游戏等）支持，推动，软件业务（Office, Windows）的根基和传统业务带来的利润，为IaaS/PaaS（Azure/Server）+SaaS云转型提供有力支撑。

微软的业务逻辑图



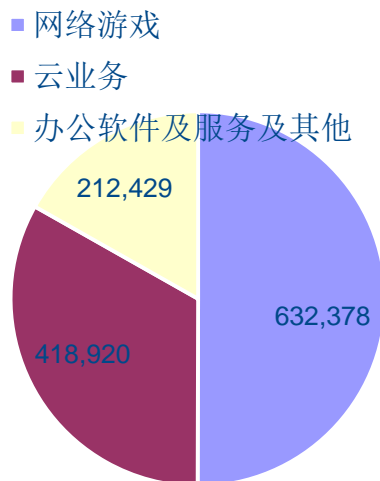
金山的业务逻辑图



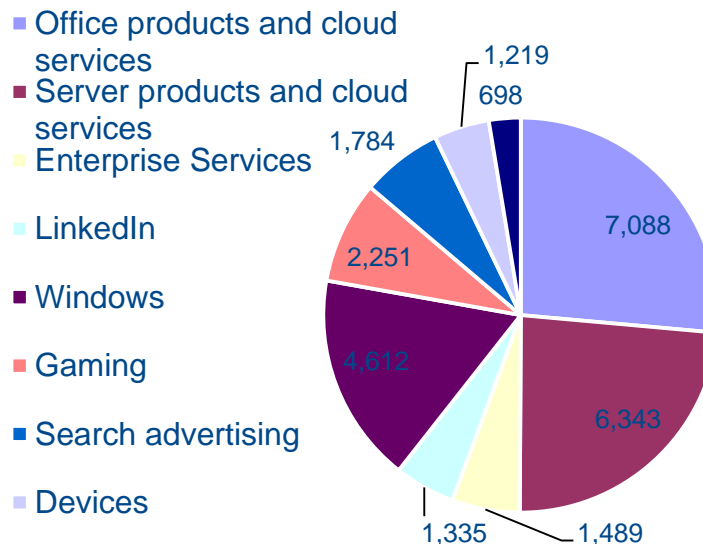
营收结构比肩微软，最被低估的云核心标的

- **金山与微软在业务结构存在相似性，云业务是公司未来的核心增长点。**
 - a) 微软云服务及相关业务（Office, Azure, Server）收入高速增长，2018Q1同比增速15.53%，且收入占比达到56%。其他业务（Windows操作系统，Xbox游戏盒，搜索广告，硬件设备，领英）带来利润贡献；
 - b) 金山软件云服务及相关业务（金山云，金山办公WPS）收入高速增长，2018Q1同比增速59.34%，且收入占比达到50%。游戏/互联网业务为公司带来利润贡献。
- **最被低估云核心标的：**借鉴微软云转型经验，现金牛业务(游戏+互联网)健康发展与小米系生态助力，为公司创造良好发展环境，办公软件SaaS与金山云IaaS有望协同高速发展，**云板块收入与市值占比持续提升，驱动价值重估。**

2018Q1金山软件收入结构(k CNY)



2018Q1微软收入结构 (mil USD)



CONTENTS

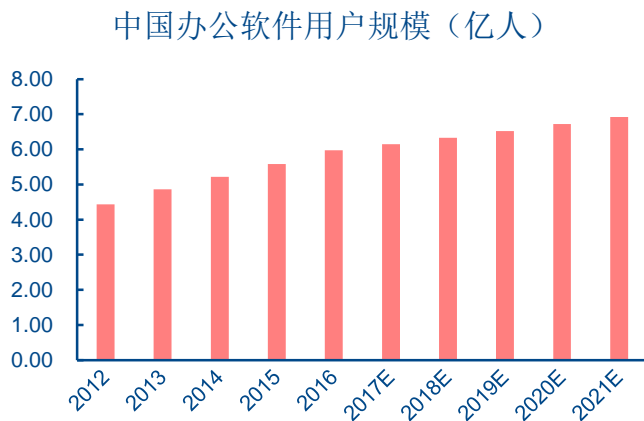
目录

- 公司概况：“比肩微软”，最被低估的核心云标的
- **办公软件：受益正版+自主可控+云化，成长加速空间广阔**
- 金山云：稳居前三尽享云爆发，新技术新行业巩固竞争力
- 网络游戏：端转手持持续推进，下半年新游值得期待
- 投资策略

办公软件有望超预期增长，金山处第一梯队受益三大趋势

- **三大趋势（版权保护、自主可控及云化）助力下，办公软件市场将迎来腾飞。**
 - a) 2016年中国办公软件用户规模近6亿人，过去5年/未来5年CAGR分别为6.15%/3%，2021年有望达7亿；
 - b) 付费不充分，增值服务有大空间。2016年国内办公软件市场规模约72亿元，受盗版影响付费不充分；
 - c) 三大趋势（云化、版权保护以及自主可控）协同驱动下，整个办公软件市场有望实现超预期增长。
- **竞争格局：国内第一梯队优势显著，金山办公WPS是其中唯一国产厂商。**金山WPS与微软Office同处于国内办公软件市场第一梯队，在产品竞争力、用户规模等维度上显著领先于第二梯队。展望未来，三大趋势有望助力金山进一步提升领先地位与在第一梯队中的比较优势。

中国办公软件用户规模



国内办公软件市场竞争格局

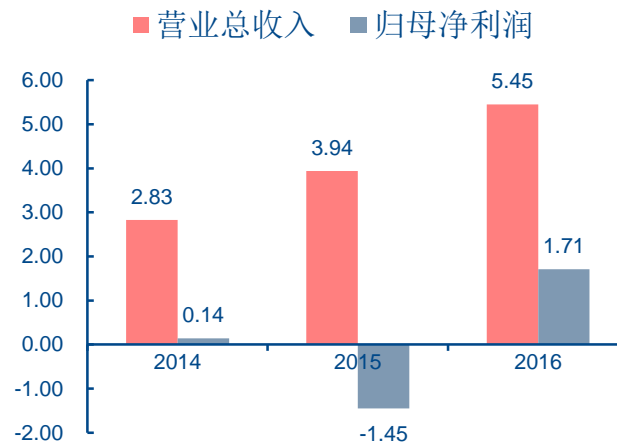


资料来源：金山办公招股书，计世资讯，中信证券研究部（含预测）

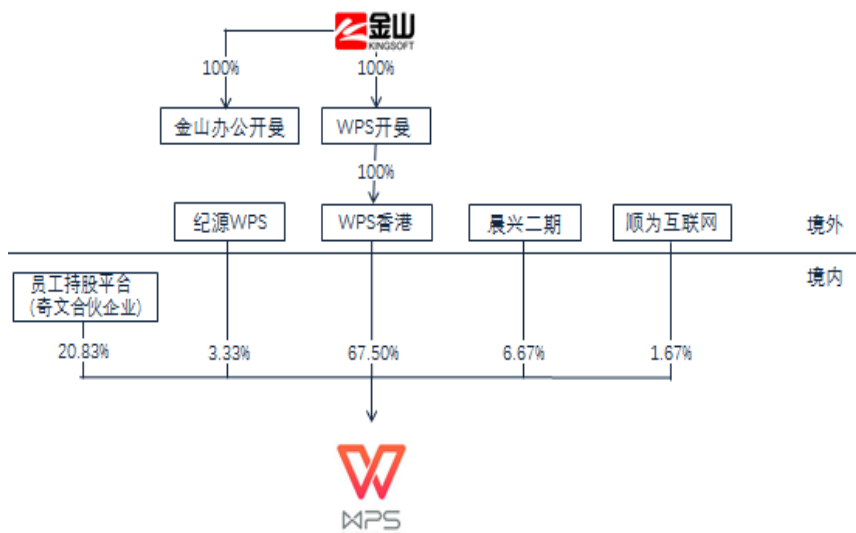
三驾马车（广告+授权+订阅）驱动金山办公高速成长

- 金山软件为金山办公第一大股东，目前间接持有其**67.5%**的股份。
- 金山办公营收增长的“三驾马车”，分为**广告收入、软件授权收入和订阅收入**三部分：
 - 随着**用户活跃度的快速提升**，广告收入高速增长构筑基础盈利并储备潜在付费用户；
 - 办公应用**功能持续完善**，**贸易战版权保护与自主可控**共同驱动，软件授权未来有较大增长空间；
 - C端增值服务的深化**和**B端云办公的推进**，云订阅收入将迎来爆发。

金山办公营收情况及营收结构

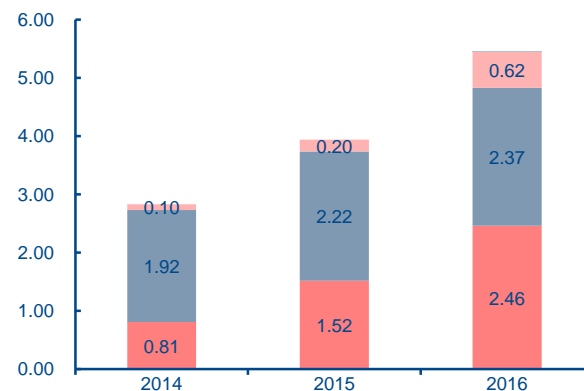


金山办公持股结构



资料来源：金山办公招股书，中信证券研究部

金山办公营收结构



1、广告业务：活跃用户持续增长支撑广告收入扩张

- 金山办公个人免费版包含PC端+移动端产品，采用“**免费+广告**”为主的模式吸引用户。
- a) **打造全套个人办公软件产品**。公司核心产品是**WPS Office**办公软件，并覆盖金山词霸、金山打字通、WPS秀堂、口袋动画、WPS邮件、金山PDF等全套办公软件产品；
- b) 截至2017年底WPS移动端MAU **1.45亿**，PC端破**1亿**，巨大的用户活跃度支撑广告收入高速增长。
- **版权保护的推进，使得WPS的市场机遇进一步打开，同时移动端的轻量级等优势更符合使用习惯**。未来WPS的用户规模有进一步增长空间，驱动广告收入高速增长,构筑基础盈利并储备潜在付费用户。

金山办公PC端和移动端主要产品

PC端产品

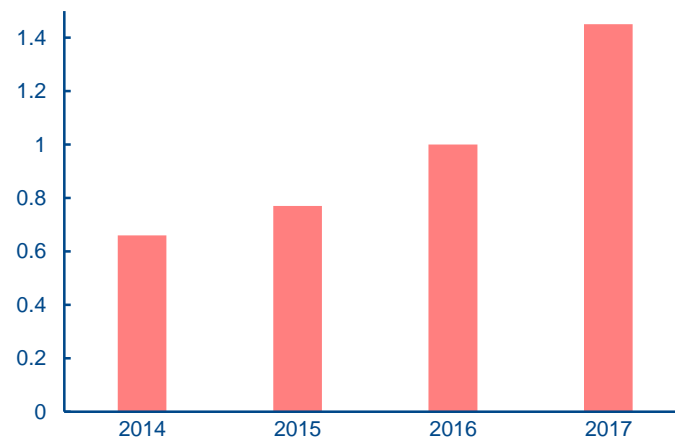
 WPS Office 2019 简单·创造·不孤单 2018.07.03/97.0 MB 下载	 WPS Office 2016 永久免费！小巧、快速、全兼容 2018.06.08/67.8 MB 下载	 WPS Office For Mac 文档在Mac上顺滑呈现 2018.07.03/133.7 MB 下载测试版
 金山词霸 2016 您身边的翻译专家 2016.12.20/23.8 MB 下载	 金山词霸 For Mac 专为MAC设计的词典翻译工具 2017.7.18/2.8 MB 下载	 WPS+云办公服务 专为中小企业打造的365天服务计划 订购
 WPS H5制作工具 轻松上手，简单易用，比PPT还简单 体验	 金山打字通 零基础入门，轻松学打字 2018.5.10/24.9 MB 下载	 金山PDF 轻巧美观，快速稳定的PDF阅读器 2018.06.29/25.6 MB 下载

移动端产品

 WPS Office For Android 全新版本，融入新设计标准 2016.09.01/25M 下载	 金山词霸 Android版 发现英文之美，现内置牛津词典 2018.05.02/20.9M 下载	 WPS 邮箱 Android版 高效的邮件管家 2018.5.09/16.2M 下载
 WPS Office For iOS 超凡移动办公体验，尽情享受 2015.07.22/204.0M 下载	 金山词霸 iPhone版 集成权威词典，发现英文之美 2018.05.02/18.51M 下载	 WPS日历 高效的日程管理助手 2017.09.01/13.6M 下载

WPS移动端MAU情况

WPS移动端月活跃用户数（亿人）

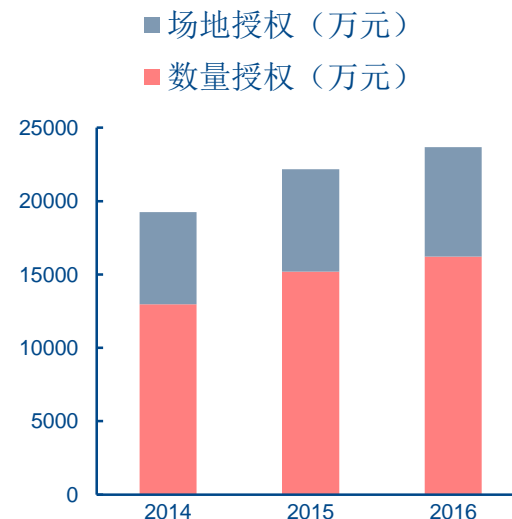


2、软件授权收入：受益功能完善、版权保护与自主可控

- 成功打造WPS Office企业版（PC端和移动端），掘金办公软件组织机构级市场。
 - 针对企业推出WPS Office桌面和移动专业版产品，保障企业信息系统的**安全性和稳定性**，有效提升企业办公效率；
 - 公司为不同规模的组织级客户提供不同类型的软件授权，主要包括**数量授权**（中小型机构）、**场地授权**（大型客户）。2016年软件授权业务收入2.37亿元，其中数量授权占比68.5%。
- 随着**党政机关、事业单位、大型企业**订单数量的增加，和**中小型企业**对于**高效安全办公软件**需求的提升，未来软件授权收入有望迎来增长期。



公司软件授权收入结构



办公软件或为“自主可控”受益格局最好的细分领域

- “核心技术自主可控”，办公软件作为基础软件平台的重要环节，国产办公软件迎来发展黄金期。
- 金山WPS作为国内最具竞争力的办公软件，在党政机关、事业单位、大中型企业中认可度进一步提升。我们认为，自主可控为公司的软件授权业务提供利好，授权业务收入有望迎来高速增长期。



资料来源：中国电科 CETC，中信证券研究部

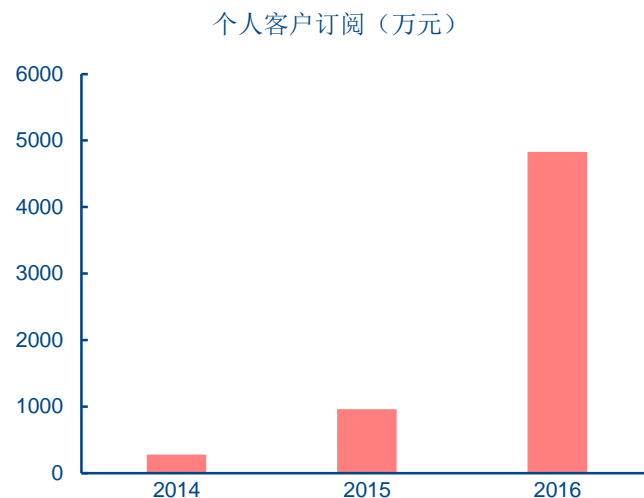
3、订阅收入：增值服务持续渗透深化，推动C端的订阅飞速增长

- “付费用户数增长+ARPU增长”共同驱动下，C端订阅收入有巨大的增长空间。
- a) C端订阅增值服务包括WPS会员、稻壳儿会员。提供了包含文档修复、数据恢复、PPT模板下载、云文档特权等核心增值服务功能；
- b) 付费用户数量未来空间显著。公司自2017年开始着力发展付费用户，截至年底个人订阅会员数量几乎是年初的四倍达到近**200万**。对于整体近3亿的MAU基数来说，付费用户有较大发展空间；
- c) 会员增值服务的逐步深化，使C端的订阅数量和订阅收入实现飞速增长。根据公司招股说明书显示，2016年公司的个人客户订阅收入达4827万元，同比增长超过400%；

WPS超级会员特权列表

超级会员 (WPS会员+稻壳会员)	
WPS会员	稻壳会员
✓ 去广告	✓ 800万模板
✓ 文档修复	✓ 500款云字体
✓ OCR文字识别	✓ 在线图示
✓ 图片PDF转换	✓ 稻壳云课堂
✓ 云文档特权	✓ 稻壳福利礼包
✓ PDF转Word	✓ 高清图片
✓ 数据恢复	✓ PPT美化
✓ PDF拆分&合并	✓ 皮肤全免费
✓ PDF签名	
✓ 邮箱特权	

金山办公个人客户订阅收入情况



3、订阅收入：以“WPS+云办公”推进B端订阅，发展空间可期

- “WPS+云办公”商业版正式上线，
 - a) 公有云：提供云存储、在线文档协作和企业邮箱等一整套**云服务**；
 - b) 私有云：提供政企**正版化国产化**解决方案、移动办公流动智慧解决方案、现代化知识中心安全防护建设方案，**进一步强化“安全可控”的定位**。
- 结合**微软Office 365**发展经验，我们认为，随着**国内企业对办公软件云化的需求进一步增加**，以及公司“WPS+云办公”等云化转型的推动，未来B端订阅服务发展空间值得期待。

WPS组织与个人用户增值服务



“WPS+云办公”提供存储、在线文档协作等云服务

编辑	协作	安全	服务
WPS Office	企业云文档	文档安全	企业实用
PC端	云文档在线预览	文档操作权限设置	扫一扫
Android端	云文档在线编辑	文档智能加密	拍照扫描
iOS端	云文档网页批量下载	明文水印	听文档
金山PDF	云文档网页批量下载数量	管理后台	投影文档
PDF转Word	云文档网页批量下载大小		共享播放
输出为PDF	云文档上传流量		纯净无广告
PDF提取	云文档链接有效期		文档修复
PDF合并	云文档可查看链接次数		数据修复
输出为长图	云文档历史版本		金山OCR识别工具
文档瘦身	云文档团队数量		云字体
图片转文字	云文档团队成员数量		文出有声
图片转PDF	云文档空间容量		WPS邮件
WPS写得	云文档附件单个文件大小		邮箱附件加密
WPS便签	下载加速		邮箱过滤规则
	文档漫游		邮箱云附件

资料来源：公司官网，中信证券研究部

- 金山办公于2017年5月23日发布公告并刊登招股说明书（申报稿），拟在深圳证券交易所创业板A股上市。公司将通过此次上市募资，使公司的主营产品得到完善与升级，为全球用户打造全平台办公云服务体系，持续扩大办公应用领域的用户总量，巩固和提升国内外市场竞争力。

金山办公募集资金投资计划

序号	项目名称	募资用途	总投资额（万元）	拟用募集资金投入金额（万元）
1	WPS 办公套件升级项目	基于现有的 WPS 产品体系，构建下一代 WPS 办公套件的核心基础组件，为用户带来更加丰富、性能更加可靠的现代化办公软件体验。	25,528.20	25,528.20
2	云办公服务平台项目	在公司原有核心产品的基础上加入云存储、云办公、云模板、文档协同等应用服务，为产品增加更多的服务属性，进一步完善公司的业务线。	12,567.19	12,567.19
3	研发中心建设项目	在公司原有研发中心的基础上进行整合，通过引进高层次的研发技术人才，增加研发费用投入等手段，建设高水平的研发中心，提升公司研发的软硬件技术水平。	9,299.52	9,299.52
4	营销服务支撑体系项目	增加技术服务中心数量，对公司既有的客户关系管理系统、客户服务中心和品牌宣传中心进行再研发和技术升级拓展，提升公司的整体营销服务水平。	9,076.96	9,076.96
合计			56,471.87	56,471.87

资料来源：金山办公招股书，中信证券研究部

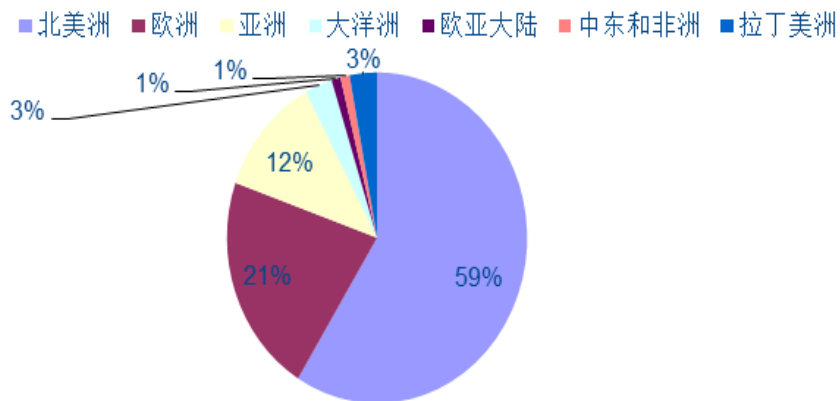
CONTENTS

目录

- 公司概况：“比肩微软”，最被低估的核心云标的
- 办公软件：受益正版+自主可控+云化，成长加速空间广阔
- **金山云：稳居前三尽享云爆发，新技术新行业巩固竞争力**
- 网络游戏：端转手持持续推进，下半年新游值得期待
- 投资策略

- **美国云计算发展进程领先全球，市场规模在全球占比较高**：2016年美国云市场占据全球54.1%的份额，增速高达19.8%。
- **美国云计算厂商资本市场受到高度认可，享受估值红利**：IaaS，SaaS、PaaS厂商在资本市场获得良好表现，市场认可IT建设逐步向云变革的大趋势、传统软件公司云转型的业务表现。

全球云计算市场格局，美国占据主导地位



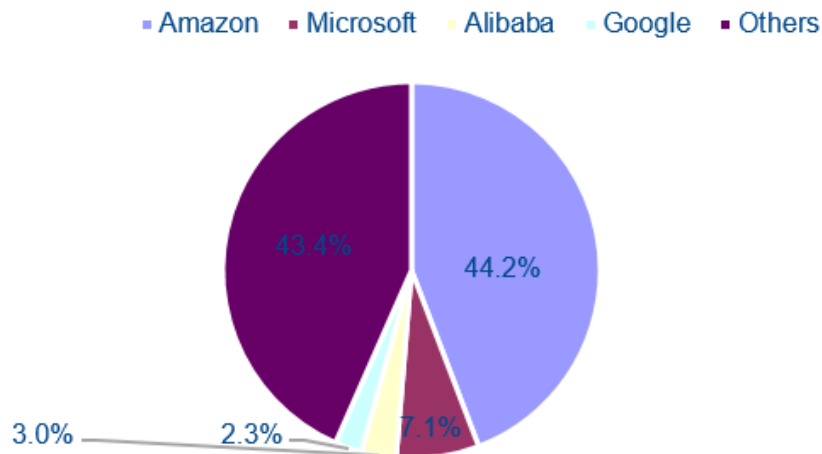
资料来源：Gartner，Wind，中信证券研究部

IaaS厂商股价走势



- **亚马逊AWS以44.2%市场份额占据全球第一。**
- **第一梯队企业集中度进一步提高，享受云市场爆发红利。**除AWS外的微软Azure、Google分列2、4位，分别占据7.1%、2.3%市场份额，且收入均高速增长，享受云计算爆发红利。
- 云计算市场前景十分广阔，第一梯队的云厂商均会有巨大的增长空间，**第一梯队集中度提升而不只是一家独大将是趋势。**

2016全球IaaS公有云市场格局



2016年全球前五大云厂商IaaS营收规模

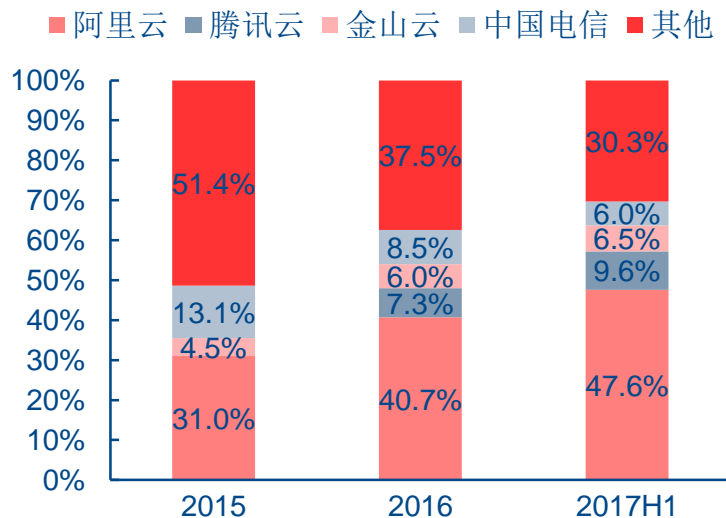
前五大厂商	2015年收入 (亿美元)	2016年收入 (亿美元)	2016年 市场份额	增长率
Amazon	66.98	97.75	44.2%	45.9%
Microsoft	9.8	15.79	7.1%	61.1%
Alibaba	2.98	6.75	3.0%	126.5%
Google	2.50	5.00	2.3%	100%
Rackspace	4.61	4.84	2.2%	5%
Other vendors	8174	9147	41.2%	11.9%
Total	168.61	221.6	100%	31.4%

资料来源：Gartner，各公司年报，中信证券研究部

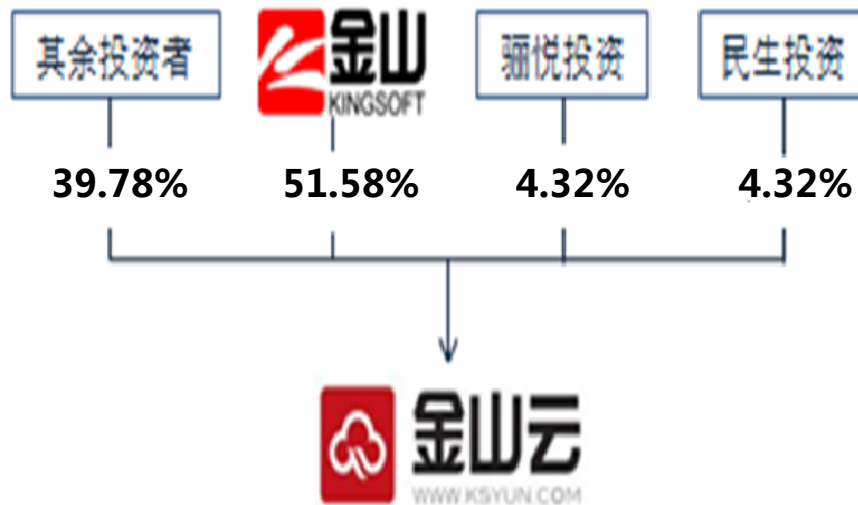
金山云稳居国内第一梯队，尽享云爆发红利

- **金山云市场份额前三，稳居第一梯队享云爆发红利。**2015-2017年金山云市场份额连续三年不断提升，已占据中国公有云IaaS市场6.5%的份额，紧随阿里云（47.5%）、腾讯云（9.6%）之后。
- **两大因素共同助力下，金山云有望取得持续发展有力支撑，掘金云时代机遇：**
 - a) **内部现金牛业务（游戏/互联网）+小米生态（手机等智能硬件+产业生态公司云需求）**协同支持；
 - b) **“中立第三方云”**市场持续发展壮大。
- 2018年Q1，金山云完成了D轮7.2亿美元融资，估值达到23.73亿美元，融资后金山软件持股51.58%

中国公有云IaaS市场竞争格局（2017H1）



D轮融资后的金山云股权结构图

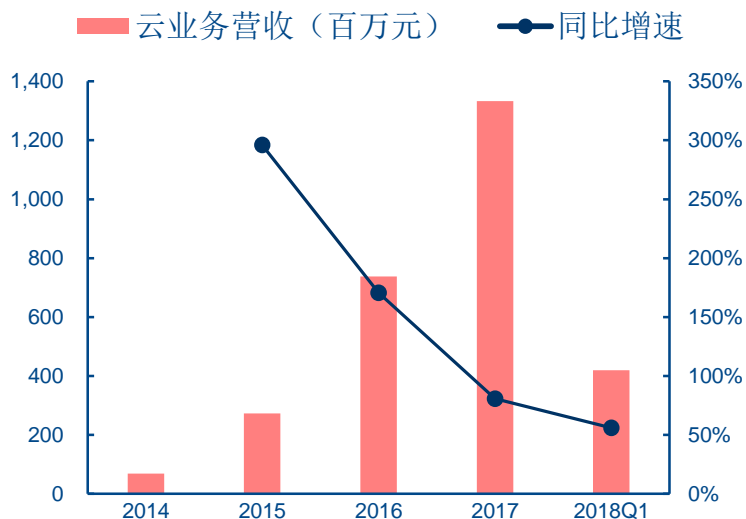


资料来源：IDC，公司公告，中信证券研究部

金山云稳居国内第一梯队，尽享云爆发红利

- **云业务持续高增长，尽享云计算爆发红利。**2018Q1金山云业务收入4.19亿元，较去年同期增长56%，继续保持高增长速度。
- **同时，公司云板块收入占整体收入比例持续提升，2018Q1金山云收入占公司总营收的33%。**

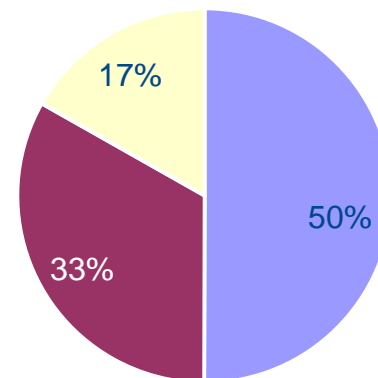
金山云业务营收及增速情况



资料来源：公司公告，中信证券研究部

2018Q1金山云营收占总营收33%

■ 网络游戏 ■ 云业务 ■ 办公软件及服务及其他



优势1：覆盖全面的云产品、跨行业解决方案及完整基础设施

- **产品**：金山云涵盖计算、网络、数据库、存储与CDN、云安全、域名服务等主流云计算产品
- **行业解决方案**：成功打造基于**游戏、视频、政务、医疗、金融、车联网**等细分行业解决方案

金山云产品服务类型持续完善

计算	网络	存储与CDN	数据库	云安全	游戏服务
云服务器	负载均衡	对象存储	关系型数据库	高防IP	游戏云评测
云硬盘	弹性IP	云硬盘	云数据库Redis	服务器安全	金山云广告.智能推荐平台
专属云 NEW	虚拟私有网络	内容分发网络	云数据库MongoDB	漏洞扫描	运维自动化
弹性伸缩 NEW	NAT			高级安全服务	
容器引擎 NEW	专线 NEW			Web应用防火墙	
云物理主机	对等连接 NEW	数据分析	人工智能	证书管理	
GPU云服务器	VPN连接 NEW	托管Hadoop	深度学习平台 NEW		
GPU物理服务器 NEW			图像识别 NEW		
大米云主机				域名服务	
	企业服务			云解析	
	金山企业云盘			证书管理	
视频服务	金山私有云				
云直播					
云点播					
云转码 NEW					

资料来源：金山云公司官网，中信证券研究部

优势1：覆盖全面的云产品、跨行业解决方案及完整基础设施

- 金山云具有完整的**基础设施和存储资源**。目前金山云在全球拥有**30个大型数据中心**，超过**80000台服务器**和**600个CDN节点**，超**20T**全网CDN带宽，为公司在国内国外云业务的开展提供强有力的基础设施层面支撑。



资料来源：金山云公司官网，中信证券研究部

优势2：深化游戏云视频云的行业优势，进一步突破其他垂直行业

- 公司深耕游戏云、视频云等优势领域外，全面突破金融、政务、医疗、制造等垂直行业。
- 公司在游戏云与视频云行业处于行业地位。游戏云：牢牢占据国内90%的游戏发行商和CP市场；视频云：覆盖从内容生产、数据存储到内容分发的视频方案接入支持，保障视频云“绝对领先”。
- 金山云进一步突破金融、政务、医疗、制造等垂直行业解决方案。
 - a) 金融云：已接入新网银行、兴业数金、中金在线等重要客户；
 - b) 政务云：北京市住房和城乡建设委员会、中关村科技园区管理委员会已接入金山云；
 - c) 医疗云：构建“1+4”一云四端体系架构，即1个云计算数据中心和面向管理、医院、基层医疗机构及居民等4类用户的云服务；
 - d) 车联网云：助力汽车企业的车联网应用上云。

游戏云与视频云业务发展概况

云服务类别	概况
游戏云	<ul style="list-style-type: none">- 累计服务游戏客户逾 1600 家，综合服务上线运营游戏 1000 余款，其中热门游戏行业占比达 40%(如《全民奇迹》《花千骨》《剑侠世界》等)- 提供一站式游戏云服务。为国内 90% 重量级游戏发行商（英雄互娱、中手游、畅游、蓝港、热酷、有爱互动、51wan）和 CP(研发商)提供一站式云服务解决方案
视频云	<ul style="list-style-type: none">- 2016 年 11 月，金山云在 GITC2015 上正式推出金山视频云平台，主攻移动视频领域。金山云视频解决方案采用了 H.265 编码、端对端的 SDK，分布式转码等技术，十分注重场景应用，支持秀场、游戏、VR、电商、娱乐、体育、教育等多场景直播。- 提供从端到端的全套解决方案，并在此基础上研发前瞻性产品功能，如美颜、美声、鉴黄等。足迹遍布抗战胜利 70 周年阅兵直播、G20 峰会直播、“两会”直播等多次重大活动。- 2017 年，金山云与央视新闻移动网签约，成为其核心系统承载商和国内直播业务的 CDN 唯一服务商。目前超过半数的 Top200 直播平台也都在使用金山云服务。

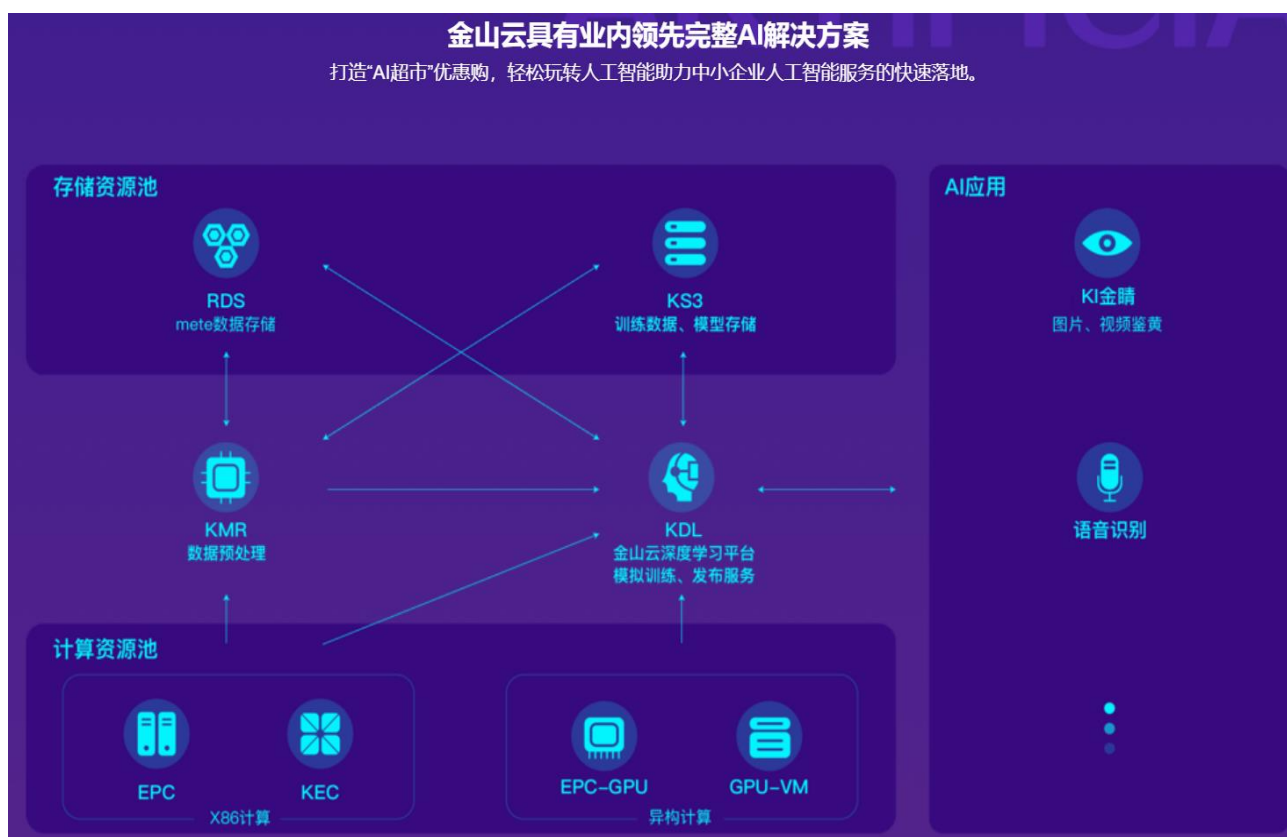
资料来源：金山云公司官网，中国软件网，中信证券研究部

金山云主要客户



优势3：“云+AI”是未来发展的核心战略 用AI构筑综合竞争力

- D轮融资资金用途：持续加大AI领域的研发投入力度，“云+AI”是金山在云计算下半场的决胜之匙
- 金山云具有业内领先的完整AI解决方案：推出的覆盖IaaS、PaaS、SaaS、行业解决方案四个层面，适用于各行业的多种组合型AI解决方案和服务。



资料来源：金山云公司官网，中信证券研究部

- “云+人工智能”已经在**智慧金融、智慧城市、智慧医疗、智能制造**领域取得重大进展。

“云+人工智能”在各领域的应用

云服务领域	AI 助力行业解决方案概况
视频云	在直播、短视频 SDK 基础上，推出“AI+”新平台，联手商汤科技、声网等业内顶尖的音视频处理服务商、人工智能服务商，通过标准化开放接口，快速集成人脸识别、图像智能识别、AR 等技术与应用，共建视频生态链。目前，多家视频行业客户也已经通过接入金山云金睛解决 AI 内容安全的问题。
游戏云	发布了“金山云智能推荐平台”——KIR，它依托于金山云在游戏行业积累多年的大数据、精准的游戏标签以及强大的智能计算能力，可通过机器学习和模型算法，最终为客户提供一个可持续提高投放效率和投入产出比的营销优化方案。
金融云	提供包括大数据、AI 等技术在内的多应用场景解决方案，为 供应链金融 等产业转型提供支持。
政务云	北京市住房和城乡建设委员会、中关村科技园区管理委员会已通过接入金山云已实现了 高效智慧办公业务 。其中，金山云专门为住建委“共有产权住房网上申购”系统配备了弹性资源和安全的数据服务，极大提高了共有产权住房网上申购业务的办理效率，形成了良好的社会效应；与兴安盟公安达成合作构建智能安防项目，更为 云计算在智慧城市和安防领域应用 树立了标杆。
车联网云	除了 基于 AI 等技术为小米 IoT 生态链底层提供支持 外，释放更多云计算能力帮助行业升级。目前，金山云正在与联通智网等汽车信息化龙头企业积极探索，通过云计算技术，为汽车行业提供成熟、完善的车联网整体方案。
医疗云	继续加大人工智能和大数据在基层医疗信息领域的应用，在实现基层医疗信息系统云化升级的同时，通过 智能辅助功能和远程医疗 ，全方位帮助基层医生提高服务能力。

资料来源：金山云公司官网，中信证券研究部

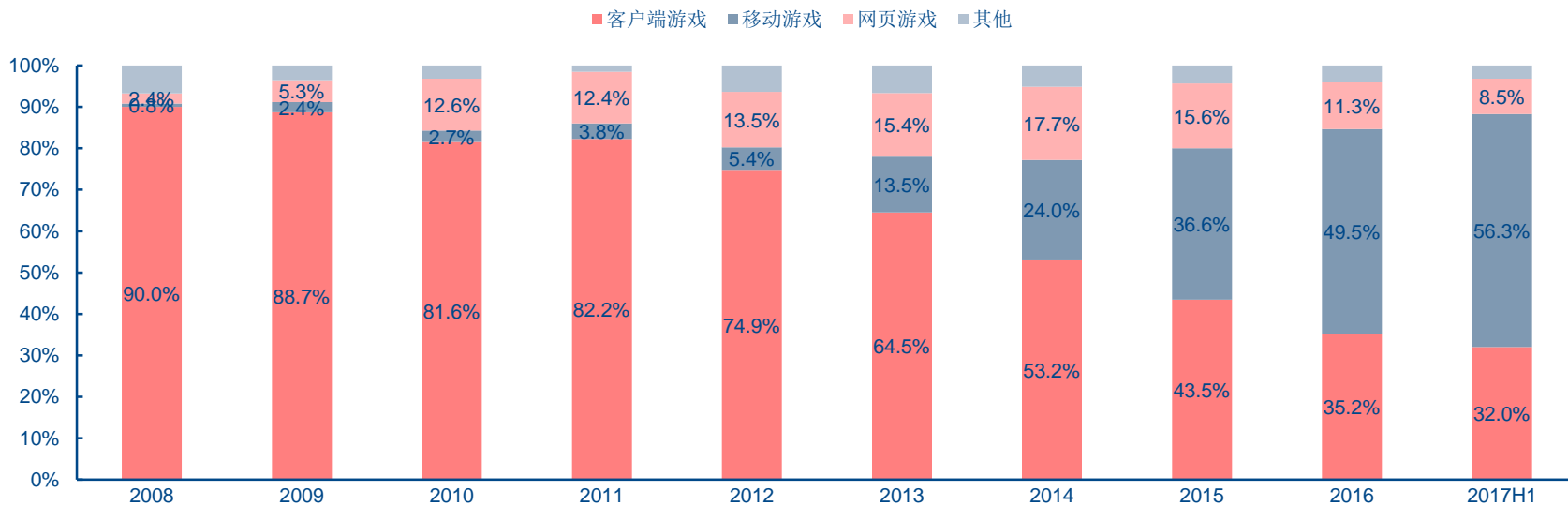
CONTENTS

目录

- 公司概况：“比肩微软”，最被低估的核心云标的
- 办公软件：受益正版+自主可控+云化，成长加速空间广阔
- 金山云：稳居前三尽享云爆发，新技术新行业巩固竞争力
- **网络游戏：端转手持持续推进，下半年新游值得期待**
- 投资策略

- **移动游戏收入占比持续提升**：2017H1移动游戏市场持续发力，收入占比达56.3%，继2016年后再度提高6.8pcts。未来几年，预计随着移动游戏内容质量的提升以及市场参与者运营的精细化，**移动游戏增长势头有望继续延续，市场占比进一步提升。**

历年各终端游戏市场占比



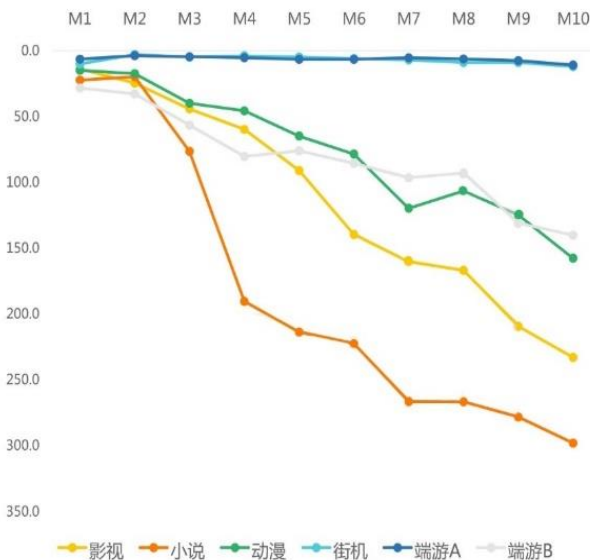
资料来源：伽马数据，中信证券研究部

- 端转手**资本市场认可度高**，对公司股价的提振作用显而易见。
- 端转手类游戏**排名稳定，热度持续周期最长**。IP改编游戏排名细分方面，经典端游IP改编手游排名最为稳定；热度持续性方面，经典端游上榜天数远高于影视、小说、动漫类IP之和，产品生命周期最长。

网易重点手游产品及股价表现



各类型IP上线后月度排名变化

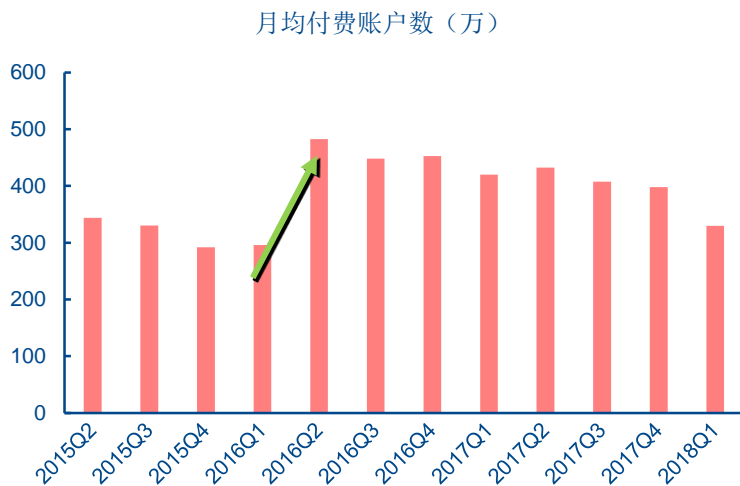


资料来源：伽马数据，Wind，中信证券研究部

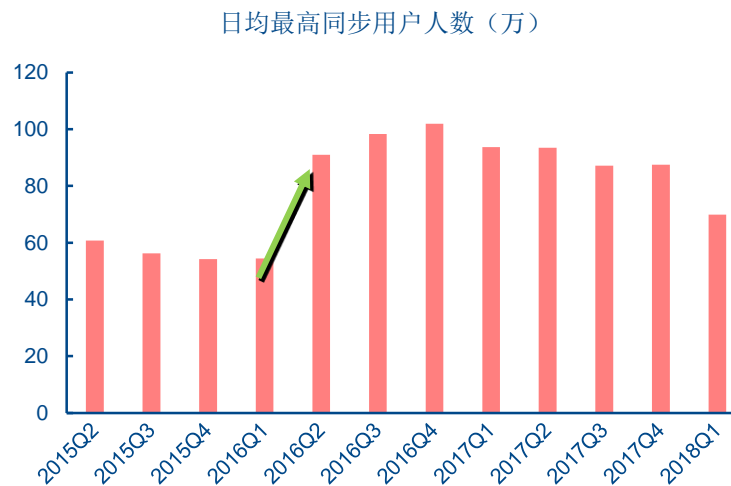
围绕“剑侠情缘”IP，打造兼具爆发力与持久力的手游

- 围绕“剑侠情缘”IP打造，从2016年5月推出《剑侠情缘》、《剑侠世界》和《新剑侠情缘》
- 《剑侠情缘》手游兼具爆发力与持久力。爆发力，《剑侠情缘》推出后，对游戏板块业务核心运营数据拉动明显；游戏上线一年多排名一直处于畅销榜前10。
- 我们认为《剑侠情缘》端转手的成功因素：IP质量过硬，端游活跃用户群体庞大且持续增长，端游用户付费意愿强烈。

公司网络游戏业务月均付费账户数（万）



公司网络游戏业务日均最高同步用户人数（万）



资料来源：公司财报，中信证券研究部

下半年端转手核心游戏发布，游戏业务发展可期

- 围绕“剑侠情缘”IP打造，预计下半年推出两至三款新手游，端转手进展值得期待
 - a) 《云裳羽衣》：西山居研发、腾讯游戏代理发行的3D古风恋爱换装手游，今年暑期已上线
 - b) 《剑侠情缘2：剑歌行》：西山居《剑侠情缘2》端游团队打造的同IP国风武侠MMORPG手游
 - c) 《剑网3：指尖江湖》：西山居剑网3制作团队研发、腾讯游戏独家代理的3D古风MMOARPG手游，也是公司核心端游剑网3的手游版，预计今年10月正式推出
- 公司今年下半年端转手的核心游戏正陆续推出，有望给公司后续游戏业务带来有力支撑

《云裳羽衣》官网截图



《剑侠情缘2：剑歌行》官网截图



资料来源：公司官网，微信游戏，中信证券研究部

CONTENTS

目录

- 公司概况：“比肩微软”，最被低估的核心云标的
- 办公软件：受益正版+自主可控+云化，成长加速空间广阔
- 金山云：稳居前三尽享云爆发，新技术新行业巩固竞争力
- 网络游戏：端转手持持续推进，下半年新游值得期待
- **投资策略**

- **主要经营模型假设如下：**
- 1. **金山办公**持续受益于办公软件行业发展及正版/自主/云三大趋势，2018-20收入增速45%/35%/30%；
- 2. **金山云**稳居第一梯队尽享IaaS行业广阔空间，2018-20收入增速60%/55%/45%；
- 3. **西山居**端转手持续推进核心游戏下半年有望上线，2018-20收入增速-15%/15%/15%；
- 4. **云板块**（办公+金山云）收入占比持续提升，2018-2020分别占55%/61%/65%；
- 5. 公司整体**毛利率**因目前毛利相对低的金山云高增长，短期略有下降，2018-20分别为54%/52%/50%。

金山软件经营模型

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
1、主营业务收入	8,282,128,000	5,181,290,000	5,840,637,200	7,780,835,640	10,153,287,244
增长率	45.9%	-37.4%	12.73%	33.22%	30.49%
网络游戏	2,545,671,000	3,120,186,000	2,652,158,100	3,049,981,815	3,507,479,087
增长率	86.0%	22.6%	-15.0%	15.0%	15.0%
猎豹移动（不再并表）	4,448,591,000	0	0	0	0
增长率	24.9%	-100.0%	0.0%	0.0%	0.0%
云、办公软件及其他（合计）	1,287,866,000	2,061,104,000	3,188,479,100	4,730,853,825	6,645,808,157
增长率	72.7%	60.0%	54.7%	48.4%	40.5%
其中：云服务	742,693,100	1,332,522,000	2,132,035,200	3,304,654,560	4,791,749,112
增长率	111.1%	79.4%	60.0%	55.0%	45.0%
办公软件及其他	545,172,900	728,582,000	1,056,443,900	1,426,199,265	1,854,059,045
增长率	38.5%	33.6%	45.0%	35.0%	30.0%
2、收入占比	100%	100%	100%	100%	100%
网络游戏	31%	60%	45%	39%	35%
猎豹移动（不再并表）	54%	0%	0%	0%	0%
云、办公软件及其他（合计）	16%	40%	55%	61%	65%
3、毛利率	67.85%	58.14%	54.02%	51.68%	49.77%

资料来源：公司财报，中信证券研究部预测

- 基于**分部估值法**，结合持股比例与18年、19业绩预期：
 1. **金山办公**163亿估值，公司持股比例对应约**100亿元RMB**；
 2. **金山云**213亿估值，公司持股比例对应约**111亿元RMB**；
 3. **西山居**149亿估值，公司持股比例对应约**100亿元RMB**；
 4. **猎豹移动**97亿估值，公司持股比例对应约**46亿RMB**，暂不计算账面现金价值；
- **合计人民币/港币目标市值357亿元/421亿HKD,对应港币目标价30.72元（≈45%空间）；**
- **基于2019年经营业绩预期，现价19年港币目标价38.55元（≈80%空间）。**

金山软件分部估值表

业务板块	持股比例	2018 营收 (亿)	净利润率 (若有)	倍数 PE/PS	估值 (亿)	对应市值 (亿)	2019 营收 (亿)	净利润率 (若有)	倍数 PE/PS	估值 (亿)	对应市值 (亿)
办公软件	61.37%	10.56	28%	55	163	100	14.26	30%	50	214	131
金山云	51.93%	21.32		10	213	111	33.05		10	330	172
网络游戏	67.65%	26.52	40%	14	149	100	30.50	40%	12	146	99
猎豹移动	47.50%				97	46				97	46
现金（暂不计算）	100%					0					0
目标市值-RMB						357					448
目标市值-HKD						422					530
目标价-HKD						30.72					38.55
当前市值-RMB						248					248
当前市值-HKD						293					293
当前价-HKD						21.30					21.30
对应空间						44%					81%
云板块收入占比						55%					61%
云板块市值占比						59%					68%

资料来源：公司财报，Wind，中信证券研究部预测

- 我们看好公司比肩微软的业务体系和云业务广阔前景，云将成为后续成长核心引擎；
- 游戏端转手也给公司带来持续利润支撑，上半年新老游戏衔接对短期利润的影响已被逐步认知；
- 预计公司 2018-20 年 Non-GAAP 净利润为 12.84/14.62/16.63 亿元，对应 GAAP 净利润 7.01/8.72/9.67亿元，Non-GAAP EPS 0.93/1.06/1.21元。
- **重申“买入”评级。**公司作为最被低估的核心云标的，持续成长已开启。基于分部估值给予**6个月目标价30.72 港元**（18年33x Non-GAAP PE/6x PS），短期看45%上升空间，明年内有望看80%空间。

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	8,282	5,181	5,841	7,781	10,153
增长率 YoY %	45.91	-37.44	12.73	33.22	30.49
GAAP 净利润(百万元)	-271	3,202	701	872	967
Non-GAAP 净利润(百万元)	1,280	1,369	1,284	1,462	1,663
增长率 YoY %	60.40	6.97	-6.23	13.87	13.78
Non-GAAP EPS(元)	0.93	1.00	0.93	1.06	1.21
毛利率%	67.85	58.14	54.02	51.68	49.77
Non-GAAP ROE %	12.80	10.91	9.74	10.38	11.02
Non-GAAP P/E	19	18	19	17	15
P/B	2.5	2.0	1.9	1.8	1.6

注：公司GAAP利润近年有所波动的原因如下所示，相对而言合理剔除部分一次性、非现金支出后的Non-GAAP净利润能更好地反映公司经营实际情况：

- 1、2017年公司转让猎豹投票权后不再将其并表，所持有股权价值重估产生一次性收益约22亿元，2016年公司因对部分投资子公司股权进行减值计提等产生其他非经营亏损约12亿元；
- 2、预计2018Q2起金山云可赎回可转换优先股应计利息费用（非现金）每季度约8千万元，同时年内汇兑损益预期在数千万元级；

- **办公用户增长付费与授权订阅不及预期。**办公软件用户持续增长与付费转化进程存在不确定性，同时授权订阅受政府、企业IT投入周期影响。此外，IPO政策环境与资本市场环境的波动，可能给金山办公IPO进程带来一定不确定性；
- **新游戏延后。**公司端转手核心游戏预期下半年推出，但同时也受到游戏市场景气程度与游戏监管政策变化的影响；
- **金山云亏损加大。**公司IaaS云业务处于持续投入期，同时行业内竞争持续存在，公司投入及亏损额存在根据市场情况进一步加大的可能性。

附：财务报表（1）

利润表（百万元）

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	8282	5181	5841	7781	10153
营业成本	2662	2169	2686	3760	5100
毛利	5620	3012	3155	4021	5054
研发费用	1840	1446	1431	1828	2284
销售费用	1958	545	584	778	1015
管理费用	565	257	280	373	487
股权激励费用	361	235	263	350	457
其他经营收入	154	294	175	233	305
其他经营支出	76	9	11	14	19
营业利润	973	814	761	910	1096
其他非经营收益净额	(1190)	(156)	(80)	0	0
净利息支出	(59)	(83)	94	107	173
分占联营及合营公司损益	34	172	300	300	300
除税前利润	(124)	912	887	1103	1223
减：所得税费用	168	134	133	165	183
净利润	(292)	3297	754	938	1039
少数股东权益	0	0	0	0	0
GAAP 归母净利润	(271)	3202	701	872	967
Non-GAAP 归母净利润	1280	1369	1284	1462	1663
GAAP 每股收益	(0.20)	2.33	0.51	0.63	0.70
Non-GAAP 每股收益	0.93	1.00	0.93	1.06	1.21

资产负债表（百万元）

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	5776	3036	3796	5058	6600
存货	11	10	12	17	23
应收账款	1774	1168	1187	1582	2064
其他流动资产	5544	6331	6457	6725	7053
流动资产	13105	10545	11453	13381	15739
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	18587	20422	22768
短期借款	438	1207	1366	2202	3432
应付账款	560	179	222	311	422
其他流动负债	2733	2468	2468	2468	2468
流动负债	3731	3854	4055	4981	6322
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	5411	6336	7677
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	13177	14086	15091
少数股东权益	2115	464	517	583	656
负债股东权益总计	17579	17762	18587	20422	22768

资料来源：公司财报，中信证券研究部预测

附：财务报表（2）

现金流量表（百万元）

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	(124)	912	887	1103	1223
所得税支出	(168)	(134)	(133)	(165)	(183)
折旧和摊销	451	0	289	321	262
营运资金变动	(321)	0	(105)	(578)	(705)
其他	1555	1112	(126)	(193)	(127)
经营现金流	1393	1890	812	487	470
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)	220	300	300
投资现金流	(3128)	(4108)	13	73	50
发行股票	137	4464	0	0	0
负债变化	977	(2491)	159	836	1230
股息支出	(110)	0	(130)	(28)	(35)
其他	(403)	(2240)	(94)	(107)	(173)
融资现金流	601	(266)	(66)	701	1022
现金及现金等价物 经增加额	(1134)	(2484)	760	1261	1542

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%	12.7%	33.2%	30.5%
营业利润	79.5%	-16.3%	-6.5%	19.5%	20.4%
净利润	-173.3%	-1282.7%	-78.1%	24.4%	10.9%
利润率 (%)					
毛利率	67.9%	58.1%	54.0%	51.7%	49.8%
营业利润率	11.7%	15.7%	13.0%	11.7%	10.8%
EBIT Margin	-2.0%	62.8%	15.9%	14.7%	13.0%
EBITDA Margin	3.5%	62.8%	20.8%	18.8%	15.6%
GAAP 净利率	-3.3%	61.8%	12.0%	11.2%	9.5%
NGAAP 净利率	15.5%	26.4%	22.0%	18.8%	16.4%
回报率 (%)					
净资产收益率	12.8%	10.9%	9.7%	10.4%	11.0%
总资产收益率	-1.7%	18.6%	4.1%	4.6%	4.6%
其他 (%)					
资产负债率	43.1%	29.3%	29.1%	31.0%	33.7%
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%

资料来源：公司财报，中信证券研究部预测



感谢您的信任与支持！

THANK YOU

中信证券研究部 计算机&传媒团队

杨泽原

电话：010-60838782

邮箱：yangzeyuan@citics.com

执业证书编号：S1010517080002

张若海

电话：021-20262114

邮箱：zhangruohai@citics.com

执业证书编号：S1010516090001

刘雯蜀

电话：010-60838782

邮箱：liuwenshu@citics.com

执业证书编号：S1010518020001

唐思思

电话：021-20262142

邮箱：tang sisi@citics.com

执业证书编号：S1010517080002

免责声明

证券研究报告 2018年7月11日

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

	评级	说明
投资建议的评级标准 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；
股票评级	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Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH11994PLC083118；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INM00010619，作为研究分析商的INH00001113）；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会员）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》（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.。如对本报告有任何疑问，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。