

公司报告

招商证券(香港)有限公司
证券研究部

金山软件 (3888 HK)

四季度将驶过减速带

- 三季度收入和经调整净利润均超出市场预期2%
- 公司几款手游将延后至21年一季度上线, 而WPS在面对19年四季度的高基数增速下预计仍将录得不错的增长
- 目标价下调至49港元; 维持买入评级

原计划四季度上线的几款手游将延后至21年一季度上线

金山软件三季度的业绩表现一般, 总收入和经调整净利润均超出市场预期2%。总收入同比增速从二季度的49%下滑至本季度的34%, 达到14.0亿元人民币, 主要由于在线游戏收入增速不及预期。三季度在线游戏收入达到7.9亿元人民币, 环比下降了9%, 主要源于: 1) 三季度《剑网3》端游缺少像二季度推出的新资料片, 因此收入出现了环比下滑; 以及2) 新游戏《剑网二: 剑歌行》于8月份上线后表现不及预期。此外, 我们预计四季度手游收入增速将放缓, 主要源于: 1) 公司原计划在四季度上线的几款手游, 如《最终幻想: 勇气启示录》(有可能因为版号审批而进一步延迟)、《卧龙吟2》以及《剑侠世界3》有可能延后至2021年一季度上线; 以及2) 最近刚上线的《指尖对弈》仅在iOS畅销榜上排到了170名左右, 预计将不会为公司带来太多增量收入贡献。而在端游方面, 《剑网3》在10月底推出了年度资料片《奉天证道》。凭借今年两个新资料片的拉动, 《剑网三》端游全年流水收入有望超过2017年的高峰。目前, 我们预计四季度在线游戏收入将同比下滑10%。

预计四季度WPS在面对去年高基数增速下仍能获得不错的增长

本季度办公软件业务取得了亮眼的表现, 收入同比加速增长59% (二季度为43%) 至6.1亿元人民币, 主要源于: 1) 之前停滞的政企软件授权业务于疫情之后得以恢复; 以及2) To-C端软件订阅业务收入的高速增长, 主要源于付费用户数借助协同办公的需求上升, 以及新型营销渠道如直播带货, 获得了快速增长。展望未来, 鉴于四季度为软件授权业务的旺季, 以及受惠于软件订阅业务在双十期间的不错表现, 我们预计四季度办公软件业务收入在面对19年四季度的高基数增速下, 仍将录得19%的同比增长。

目标价从52港元下调至49港元; 维持买入评级

三季度经营利润率同比提升了10.2个百分点, 环比下降了12.8个百分点, 达到25.9%。经营利润率的同比提升主要归功于各业务线的经营效率提升, 而环比下降则主要源于研发费用率在7月起受到了停止减免大型企业的社会和医疗保险费所带来的提升。最后, 三季度经调整净利润本季度同比增长17%, 达到了3.3亿元人民币。展望未来, 我们将20/21/22年预测收入分别调整-7%/-5%/-3%, 并将经调整净利润分别调整-7%/-8%/-6%, 主要基于: 1) 对手游业务未来的增长更为保守的预期; 以及2) 对研发费用预估的提升从而导致更为保守的盈利能力预期。我们维持买入评级, 目标价从52港元下调至49港元, 主要源于对在线游戏业务收入增长以及利润率提升更为保守的预期。我们的目标价基于分部加总估值法采用以下21财年估值倍数: 1) 在线游戏12倍市盈率; 2) WPS业务35倍市盈率; 3) 云业务4倍市盈率; 4) 投资公司; 5) 净现金。

财务预测及估值

百万元人民币	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
收入	5,906	4,371	5,482	6,644	7,715
增长(%)	14	n.a.	25	21	16
归属股东经调整净利润	622	540	1,181	1,535	1,824
增长(%)	(49)	n.a.	119	30	19
经调整摊薄每股盈利(港元)	0.5	0.4	1.0	1.3	1.5
市盈率(x)	83.7	94.9	41.4	32.3	27.6
市净率(x)	3.8	3.7	2.0	1.9	1.8
ROE (%)	3.1	(6.3)	6.9	5.6	6.3

收盘价截至2020年11月18日, 资料来源: 彭博、公司、招商证券(香港)预测; 注: 19/20E/21E/22E财年数据已反映金山云的剥离

此为2020年11月18日“Kingsoft (3888 HK) - Passing over speed bumps in 4Q20E”的中文摘要

马牧野 刘楠, CFA
+852 3189 6394 +852 3189 6117
mattma@cmschina.com.hk leoliu@cmschina.com.hk
黄耀林
+852 3189 6176
calvinngyl@cmschina.com.hk

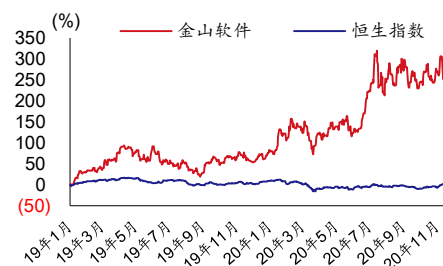
最新变动

调整预测及目标价

买入

前次评级	买入
股价	42.0港元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	49港元 (+17%)
前次目标价	52港元

股价表现



资料来源: 彭博

%	1m	6m	12m
3888 HK	5.1	49.5	138.0
恒生指数	8.8	10.9	(0.5)

行业: TMT

恒生指数 (2020年11月18日)	26,544
MSCI中国 (2020年11月17日)	106

重要数据

52周股价区间(港元)	16.9-47.8
港股市值(十亿港元)	57.7
日均成交量(百万股)	10.7
21财年预测经调整摊薄每股盈利(港元)	1.3

主要股东

雷军	24.7%
腾讯	7.8%
求伯君	7.4%
总股数(百万股)	1,372.7
自由流通量	60.1%

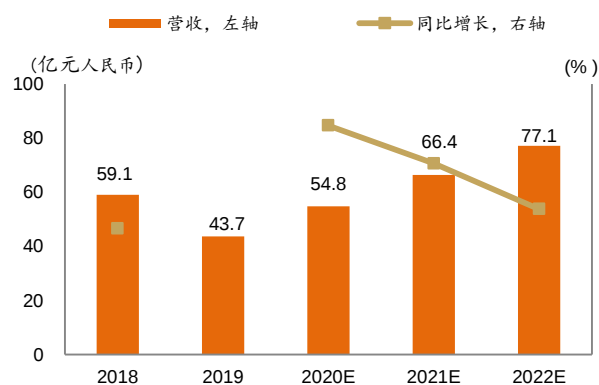
资料来源: 彭博、万得、招商证券(香港)研究部

相关报告

1. 金山软件 (3888 HK) - 静候三季度业绩佳音 (买入) (2020/11/3)
2. 游戏行业 - 渠道还是内容, 这是一个问题 (推荐) (2020/10/23)

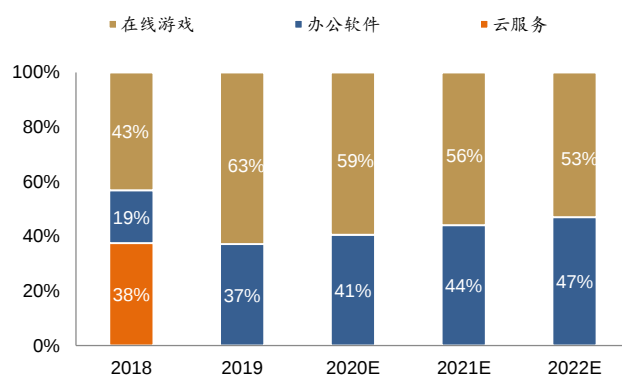
重点图表

图1: 总收入



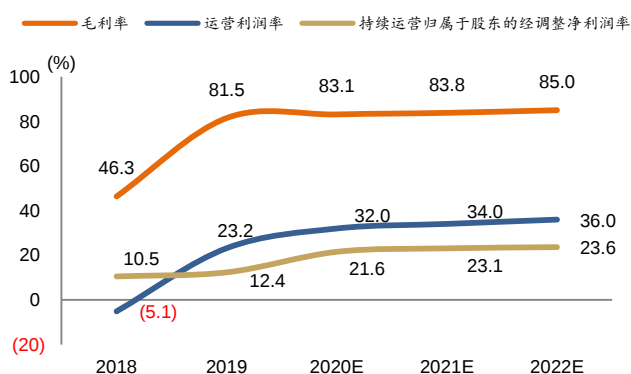
资料来源: 公司、招商证券 (香港) 预测; 注: 19/20E/21E/22E 财年数据已反映金山云的剥离

图2: 收入结构



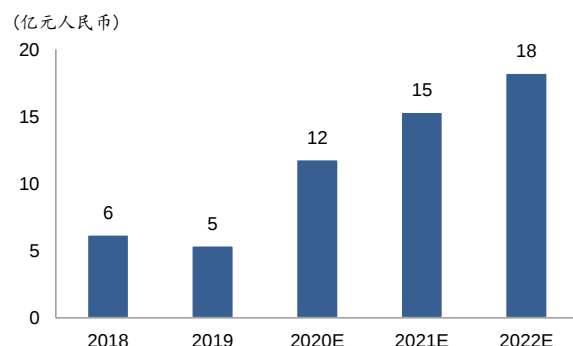
资料来源: 公司、招商证券 (香港) 预测; 注: 19/20E/21E/22E 财年数据已反映金山云的剥离

图3: 利润率趋势



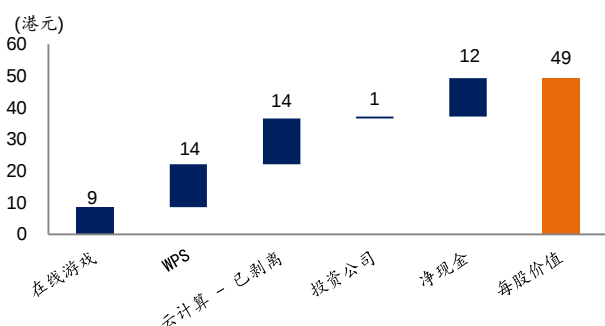
资料来源: 公司、招商证券 (香港) 预测; 注: 19/20E/21E/22E 财年数据已反映金山云的剥离

图4: 持续运营归属股东的经调整净利润



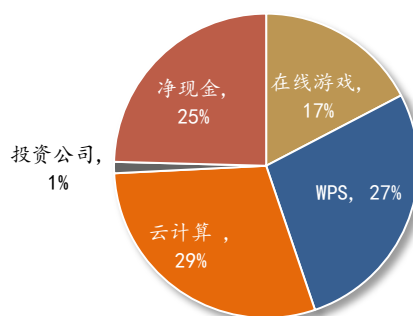
资料来源: 公司、招商证券 (香港) 预测; 注: 19/20E/21E/22E 财年数据已反映金山云的剥离

图5: SOTP估值



资料来源: 公司、招商证券 (香港) 预测

图6: 估值结构



资料来源: 公司、招商证券 (香港) 预测

图 7: 金山软件新估值表

百万元人民币	21财年收入	21财年轻调整净利润	估值基础	21财年估值倍数 (x)	估值	股权占比	金山价值	占总估值的比例
在线游戏		1,157	市盈率	12	13,888	72.0%	9,999	17%
WPS		858	市盈率	35	30,015	52.7%	15,821	27%
云计算 - 已剥离	9,743		市销率	4	38,974	43.5%	16,954	29%
投资公司								
猎豹移动 (CMCM)			市值		1,788	48.4%	866	2%
减控股折让						-20.0%	-173	0%
							693	1%
净现金							14,169	25%
					总市值 (百万元人民币)		57,636	
					人民币/港元		0.85	
					总市值 (百万港元)		67,807	
					股数 (百万)		1,376	
					每股价值 (港元)		49	
					对应的21财年市盈率 (x)		38	

注: 收盘价截至2020年11月17日

资料来源: 彭博、公司、招商证券 (香港) 预测

图 8: 金山软件前次估值表

百万元人民币	21财年收入	21财年轻调整净利润	估值基础	21财年估值倍数 (x)	估值	股权占比	金山价值	占总估值的比例
在线游戏		1,363	市盈率	12	16,353	72.0%	11,774	19%
WPS		879	市盈率	35	30,766	52.7%	16,217	26%
云计算 - 已剥离	9,743		市销率	4	38,974	46.3%	18,045	29%
投资公司								
猎豹移动 (CMCM)			市值		1,743	48.4%	844	1%
减控股折让						-20.0%	-169	0%
							675	1%
净现金							14,824	24%
					总市值 (百万元人民币)		61,535	
					人民币/港元		0.86	
					总市值 (百万港元)		71,552	
					股数 (百万)		1,376	
					每股价值 (港元)		52	
					对应的21财年市盈率 (x)		37	

注: 收盘价截至2020年11月2日

资料来源: 彭博、公司、招商证券 (香港) 预测

财务预测表

利润表

百万元人民币	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
营业收入	5,906	4,371	5,482	6,644	7,715
营业成本	(3,169)	(810)	(927)	(1,077)	(1,159)
毛利润	2,737	3,561	4,554	5,566	6,556
销售和营销费用	(727)	(709)	(785)	(1,043)	(1,275)
一般管理和行政费用	(449)	(377)	(432)	(421)	(437)
研发费用	(1,839)	(1,539)	(1,677)	(1,925)	(2,148)
股份补偿成本	(212)	(149)	(133)	(141)	(148)
其他收入/支出	188	225	226	225	227
总营业费用	(3,039)	(2,548)	(2,801)	(3,305)	(3,780)
营业利润	(302)	1,013	1,754	2,262	2,775
其他收入/损失	(146)	(1,237)	266	0	0
财务收入净额	(1)	201	326	321	357
联营/合营公司股份	424	(392)	(211)	0	0
税前收入	(25)	(415)	2,135	2,582	3,133
所得税	(140)	(153)	(237)	(387)	(470)
少数股东权益	(554)	277	584	801	987
归属股东净利润	389	(845)	1,315	1,394	1,676
归属股东经调整净利润	622	540	1,181	1,535	1,824

主要财务比率

	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
年成长率 (%)					
营业收入	14	n.a.	25	21	16
毛利润	(9)	n.a.	28	22	18
经营利润	n.a.	n.a.	73	29	23
归属股东净利润	(88)	n.a.	n.a.	6	20
归属股东经调整净收入	(49)	n.a.	119	30	19
经调整摊薄每股盈利	(51)	n.a.	118	29	18
主要比率 (%)					
ROE	3.1	(6.3)	6.9	5.6	6.3
毛利率	46.3	81.5	83.1	83.8	85.0
经营利润率	(5.1)	23.2	32.0	34.0	36.0
归属股东净利率	6.6	(19.3)	24.0	21.0	21.7
归属股东经调整净利率	10.5	12.4	21.6	23.1	23.6
股息支付率	0.0	n.a.	10.0	10.0	10.0
每股资料 and 估值 (人民币)					
经调整基本每股盈利	0.46	0.40	0.86	1.12	1.32
经调整摊薄每股盈利	0.43	0.40	0.86	1.12	1.32
经调整摊薄每股盈利 (港元)	0.50	0.44	1.01	1.30	1.52
每股净资产	9.50	10.05	17.67	18.62	19.77
每股股息	0.00	0.09	0.10	0.10	0.12
估值					
市盈率 (x)	83.7	94.9	41.4	32.3	27.6
市净率 (x)	3.8	3.7	2.0	1.9	1.8
股息率 (%)	n.a.	0.2	0.3	0.3	0.3

资产负债表

百万元人民币	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
物业、厂房及设备	2,036	2,913	1,268	1,137	1,048
联营/合营公司投资	4,505	2,708	13,191	13,191	13,191
AFS 投资	0	10	10	10	10
现金及现金等价物	9,869	13,792	14,139	16,492	19,525
应收账款	1,185	2,059	932	997	1,003
其他	2,455	2,919	3,573	3,672	3,634
总资产	20,050	24,402	33,112	35,498	38,410
递延收入	752	931	1,425	1,661	1,929
借款	4,067	4,281	2,323	2,323	2,323
应付账款	948	1,502	439	465	463
其它应付款项	1,101	1,690	877	797	771
其它	261	388	1,434	1,434	1,434
总负债	7,128	8,792	6,498	6,680	6,920
股东权益总额	13,038	13,797	24,219	25,622	27,306
少数股东权益	(116)	1,812	2,396	3,197	4,184
总权益	12,922	15,609	26,614	28,818	31,490

现金流量表

百万元人民币	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
经营活动现金流	770	825	13,001	2,496	3,201
税前利润*	(25)	(1,921)	2,135	2,582	3,133
折旧	480	684	1,920	463	475
股份补偿成本	212	245	133	141	148
运营资金变动	426	(36)	13	18	272
其它	(324)	1,853	8,800	(708)	(827)
投资活动现金流	(780)	(2,220)	(11,526)	81	64
资本开支	(1,420)	(1,377)	(460)	(332)	(386)
定期存款变动	436	(1,125)	0	0	0
其他	205	282	(11,067)	414	450
融资活动现金流	1,510	4,170	(1,128)	(224)	(232)
股息	(127)	0	(122)	(131)	(139)
借款净额	1,871	(274)	(1,958)	0	0
其它	(235)	4,444	953	(93)	(93)
净现金流	1,500	2,775	347	2,353	3,033

注: 19/20E/21E/22E 财年数据已反映金山云的剥离; *19 财年数据未被重述; 收盘价截至 2020 年 11 月 18 日; 资料来源: 彭博、公司、招商证券 (香港) 预测

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10% 以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10% 或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10% 以上

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所评论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关关系。

监管披露

有关重要披露事项, 请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责条款

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料, 但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失, 概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券, 工具或策略, 可能并不适合所有投资者, 某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制, 不能在全球范围内不受限制地提供, 和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商, 除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外, 招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计, 可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析, 基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准, 此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时, 并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息, 并承担风险。投资者须按照自己的判断, 决定是否使用本报告所载的内容和信息, 并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见, 并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险, 而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828