

金山软件 (3888 HK)

金山云增长超预期，游戏业务看下半年

首季母公司拥有人应占溢利转盈为亏

金山软件首季营收同比增长37%，环比下跌2%，至17.3亿元人民币，主要受益于云业务增长优于预期。公司整体毛利率为38%，同比下跌11个百分点，主要由于毛利较低的云业务增速加快。母公司拥有人应占溢利转盈为亏，从去年同期的溢利11.84百万元人民币下跌至当期亏损67.8百万元人民币。

《剑网3》预定6月上线，下半年发力

首季游戏业务营收同比下跌5%，环比下跌9%，至1,068.6百万元人民币，主要由于现有手游的收益自然回落。《剑网3》手游预定于今年6月推出，目前付费公测表现理想，预约人数达1200万人。《剑网2》手游预期将于9月份推出，不过由于游戏尚在调整中，对营收的不确定性较大。《剑网3》端游确认登录腾讯WeGame平台，估计可带来30万的新增用户。我们对游戏业务看法审慎乐观，将全年同比增长从35%下调至33%，主要由于手游发布时期较后和《剑网2》手游营收的不确定性。

WPS 付费率仍低，发展潜力巨大

WPS 首季保持稳健增长，同比增长35%，环比下跌23%，主要因为：(1) WPS Office 个人版增值服务快速增长(占WPS收入约75%)、(2) 企业版销售收入增长(占WPS收入约25%)。WPS Office 月活跃用户数达3.3亿，付费用户约470万，付费率低于2%，显示公司仍有巨大的变现空间。我们看好WPS的发展潜力，认为WPS在淡季仍能做出不俗的增长，相信下半年增长会加快，维持全年同比增长40%。

金山云同比增长翻倍，金融市场策略成功

云业务首季收入同比增长100%，环比增长16%，至839.3百万元人民币，主要受益于移动视频、互联网的使用量增加以及企业云服务的收益增长。目前金山云处于投入期，未能确定收支平衡点，但未来增长潜力巨大。视频业务保持领先地位，政务云和金融云的市场发展迅速，期内与多间标杆银行合作。我们对金山云在政务云和金融市场方面发展乐观，看好与WPS的协同效应，认为金山云可背靠WPS，对政府部门和金融机构进行交叉销售，预期全年同比增长将从60%提升至72%。

投资建议：

由于利润率较高的游戏业务的不确定性较高，加上毛利较低的金山云高速增长，对公司整体毛利率短期可能构成一定压力。因此，我们微调内部模型，将公司目标价从27.20港元下调至25.16港元，19/20年对应的P/E倍数分别为23.6和17.4倍，维持「买入」评级，对应的上升空间达30%。

风险提示：

(1) 新游戏内容不理想及延期推出；(2) 云行业竞争加剧

图表 1：金山(3888 HK) 主要财务数据

| (百万人民币) | (实际) 17 财年 | (实际) 18 财年 | (预测) 19 财年 | (预测) 20 财年 | (预测) 21 财年 |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 收入 | 5,181 | 5,906 | 8,800 | 12,091 | 15,940 |
| 增长率： | 35% | 14% | 49% | 37% | 32% |
| 经营利润 | 814 | (302) | 361 | 1,031 | 1,307 |
| 增长率： | -12% | -137% | -219% | 186% | 27% |
| 股东净利润 | 3,202 | 389 | 504 | 1,117 | 1,511 |
| 增长率： | -1283% | -88% | 29% | 122% | 35% |
| 毛利率 | 58% | 46% | 46% | 50% | 50% |
| 经营利润率 | 16% | -5% | 4% | 9% | 8% |
| 每股盈利 (元人民币) | 2.46 | 0.30 | 0.39 | 0.86 | 1.16 |
| 每股资产净值 (元人民币) | 9.66 | 9.95 | 10.29 | 11.33 | 12.37 |

来源：公司资料，中泰国际研究部

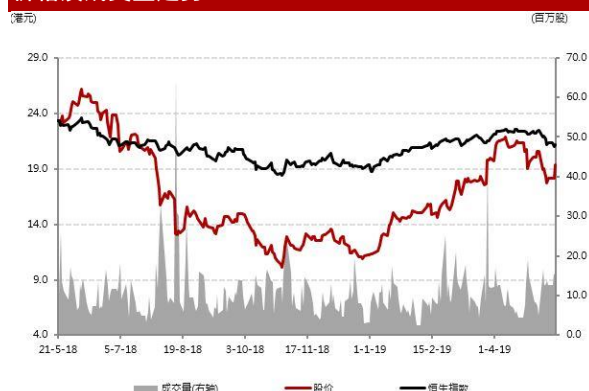
评级：买入；目标价：HK\$25.16

公司基本资料 (更新至2019年5月15日)

| | | |
|-------------|------------|---------|
| 最新价 | 19.34 | (港元) |
| 市值 | 265.49 | (百万港元) |
| 流通股比例 (%) | 57.83 | |
| 已发行总股本 (百万) | 1,372.73 | (百万股) |
| 52周价格区间 | 10.06-26.8 | (港元) |
| 3个月平均每日成交 | 215.66 | (百万港元) |
| 主要股东 | 雷军 | 占25.70% |

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

更新报告-游戏收入短期受压于“吃鸡”，期望下半年新游戏上线反扑-20180524

更新报告-《云裳羽衣》收入逊预期，重磅大作推迟发布-20180823

更新报告-游戏业务未见起色，WPS和云稳健增长-20181113

更新报告-重磅手游将上线，WPS和金山云高速增长-20190426

分析师

许汉豪 (Norman Hui)

Norman.hui@zts.com.hk

图表 2：金山(3888 HK) 分部估值法(SOTP)

| 分部业务(千元人民币) | 2019年分部营收(预测) | 2019年分部净利 | 估值方法 | 倍数 | 估值 | 控股权益所持股权 | 控股权益所持股权估值 |
|---------------|---------------|-----------|------|----|-----------|--------------------|---------------|
| 游戏 | | 503,107 | P/E | 12 | 6,037,288 | 67.70% | 4,087,244 |
| 办公软件及服务以及其他 | | 382,020 | P/E | 25 | 9,703,314 | 67.50% | 6,549,737 |
| 云服务 | 1,591,751 | | P/S | 4 | 7,003,704 | 51.93% | 3,637,024 |
| 分占联营公司: | | | | | | | |
| 猎豹移动(CMCM US) | | | 市值 | | 5,586,598 | 49.38% | 2,758,662 |
| 迅雷(XNET US) | | | 市值 | | 1,454,719 | 11.21% | 163,074 |
| 世纪互联(VNET US) | | | 市值 | | 5,876,069 | 8.50% | 499,466 |
| 折让 | | | | | | -20% | -684,240 |
| 净现金 | | | | | | | 9,329,924 |
| 汇率 | | | | | | | 1.24 |
| 总市值 (港元) | | | | | | | 32,662,703 |
| 已发行的普通股 | | | | | | | 1,298,969,084 |
| 每股估值 (港元) | | | | | | | 25.15 |
| 每股目标价 (港元) | | | | | | (四舍五入·精确至 0.02) | 25.16 |
| 对应 P/E | | | | | | | 52.29 |

来源：中泰国际研究部

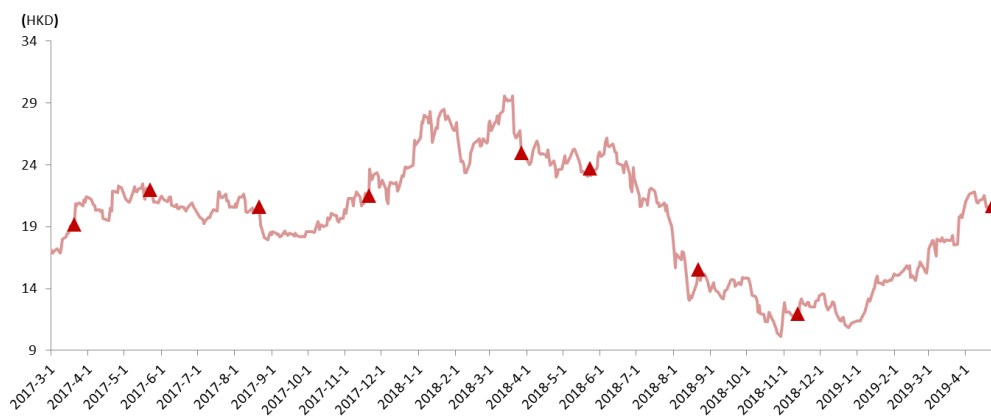
图表 3：金山(3888 HK) 财务报表 (年结: 12 月 31 日 ; 千元人民币)

| 损益表 | | | | | | 财务分析 | | | | | |
|-----------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|-----------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| | 2017年 | 2018年 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | | 2017年 | 2018年 | 2019年 | 2020年 | 2021年 |
| 财务年度截至 <12月31日> 千元人民币 | 实际 | 实际 | 预测 | 预测 | 预测 | 财务年度截至 <12月31日> 千元人民币 | 实际 | 实际 | 预测 | 预测 | 预测 |
| 营业收入 | 5,181,290 | 5,906,187 | 8,799,644 | 12,091,242 | 15,940,455 | 盈利能力 | | | | | |
| 营业成本 | -2,168,907 | -3,169,429 | -4,751,808 | -6,041,993 | -8,033,989 | 经营利润率(%) | 15.7% | -5.1% | 4.1% | 8.5% | 8.2% |
| 毛利 | 3,012,383 | 2,736,758 | 4,047,836 | 6,049,248 | 7,906,466 | 净利率(%) | 61.8% | 6.6% | 5.7% | 9.2% | 9.5% |
| 营业利润 | 813,912 | -302,320 | 360,785 | 1,031,383 | 1,307,117 | 营运表现 | | | | | |
| 除税前溢利 | 912,114 | -25,017 | 628,894 | 1,388,748 | 1,853,092 | 毛利率(%) | 58.1% | 46.3% | 46.0% | 50.0% | 49.6% |
| 所得税 | -133,834 | -140,225 | -62,889 | -133,320 | -155,660 | 营业利润率(%) | 15.7% | -5.1% | 4.1% | 8.5% | 8.2% |
| 归属净利润 | 3,201,837 | 389,214 | 503,744 | 1,117,331 | 1,510,715 | 净利率(%) | 61.8% | 6.6% | 5.7% | 9.2% | 9.5% |
| 增长 | | | | | | 回报率 | | | | | |
| 总收入(%) | 35% | 14% | 49% | 37% | 32% | ROAA(%) | 11.2% | 1.3% | 1.5% | 3.1% | 8.4% |
| 营业利润(%) | -12% | -137% | -219% | 186% | 27% | ROAE(%) | 32.1% | 3.1% | 3.8% | 8.0% | 9.9% |
| 净利润(%) | -1283% | -88% | 29% | 122% | 35% | 现金流量表 | | | | | |
| 资产负债表 | 2017年 | 2018年 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 财务年度截至 <12月31日> 千元人民币 | 实际 | 实际 | 预测 | 预测 | 预测 |
| 财务年度截至 <12月31日> 千元人民币 | 实际 | 实际 | 预测 | 预测 | 预测 | 经营业务产生 现金净额 | 2,018,042 | 906,381 | 1,025,108 | 2,153,409 | 2,086,986 |
| 物业、厂房及设备 | 1,329,203 | 2,036,424 | 2,447,314 | 2,801,004 | 2,829,354 | 已收利息 | 66,526 | 76,059 | 142,539 | -183,617 | 64,821 |
| 投资物业 | 0 | 63,943 | 63,943 | 63,943 | 63,943 | 已付所得税 | -194,183 | -212,931 | -62,889 | -133,320 | -155,660 |
| 土地租赁预付 款项 | 289,561 | 288,401 | 252,538 | 247,487 | 242,538 | 经营活动所得 现金流量净额 | 1,890,385 | 769,509 | 1,104,757 | 1,836,472 | 1,996,147 |
| 其他非流动资产 | 5,598,557 | 5,581,420 | 6,035,484 | 6,948,419 | 8,151,806 | 购买物业、厂 房及设备项目 | -667,590 | -1,391,516 | -410,890 | -353,690 | -28,350 |
| 非流动资产总 额 | 7,217,321 | 7,970,188 | 8,799,279 | 10,060,853 | 11,287,641 | 购买其他无形 资产 | -24,363 | -28,354 | 35,863 | 5,051 | 4,950 |
| 存货 | 10,327 | 11,679 | 17,599 | 24,182 | 31,881 | 其他 | -3,416,160 | 640,347 | -883,571 | -1,536,272 | -2,028,282 |
| 应收贸易账款 | 179,301 | 229,288 | 342,130 | 435,024 | 578,447 | 投资活动现金 流 | -4,108,113 | -779,523 | -1,258,599 | -1,884,911 | -2,051,682 |
| 现金及银行存 款 | 8,505,984 | 9,868,809 | 9,329,924 | 8,863,942 | 8,368,185 | 融资活动现金 流 | -266,388 | 1,509,907 | -385,044 | -417,542 | -440,222 |
| 流动资产总额 | 10,545,068 | 12,079,623 | 12,113,117 | 12,768,694 | 13,545,352 | 现金变化 | -2,484,116 | 1,499,893 | -538,885 | -465,982 | -495,757 |
| 非流动负债总 额 | 1,355,312 | 3,022,240 | 3,025,798 | 3,052,116 | 3,074,490 | 期初持有现金 | 5,776,336 | 3,036,488 | 9,868,809 | 9,329,924 | 8,863,942 |
| 应付贸易账款 | 179,301 | 229,288 | 342,130 | 435,024 | 578,447 | 汇率影响 | -255,732 | 8,403 | 0 | 0 | 0 |
| 递延收益 | 20,788 | 29,661 | 43,998 | 60,456 | 79,702 | 期末持有现金 | 8,505,984 | 15,192,834 | 9,329,924 | 8,863,942 | 8,368,185 |
| 其他 | 3,654,018 | 3,847,023 | 4,135,852 | 4,564,636 | 5,028,845 | | | | | | |
| 流动负债总额 | 3,854,107 | 4,105,972 | 4,521,981 | 5,060,116 | 5,686,994 | | | | | | |
| 母公司拥有 人应占权益 | 12,088,590 | 13,037,839 | 13,418,598 | 14,633,198 | 15,800,674 | | | | | | |
| 非控股权益 | 464,381 | -116,240 | -53,979 | 84,118 | 270,835 | | | | | | |
| 权益总额 | 12,552,971 | 12,921,599 | 13,364,619 | 14,717,316 | 16,071,509 | | | | | | |

来源：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 | 「买入」 | HK\$23.6 |
| 2 | 2017/5/23 | HK\$ 22 | 「买入」→「增持」 | HK\$23.6 |
| 3 | 2017/8/22 | HK\$ 20.65 | 「增持」→「买入」 | HK\$26.7 |
| 4 | 2017/11/21 | HK\$ 21.55 | 「买入」(不变) | HK\$27.4 |
| 5 | 2018/03/28 | HK\$ 25 | 「买入」(不变) | HK\$29.7 |
| 6 | 2018/05/24 | HK\$ 23.75 | 「买入」→「增持」 | HK\$25.6 |
| 7 | 2018/08/22 | HK\$15.56 | 「增持」(不变) | HK\$18.53 |
| 8 | 2018/11/13 | HK\$12.00 | 「增持」(不变) | HK\$14.36 |
| 9 | 2019/4/24 | HK\$20.70 | 「增持」→「买入」 | HK\$27.20 |
| 10 | 2019/5/15 | HK\$19.34 | 「买入」(不变) | HK\$25.16 |

来源：彭博·中泰国际研究部

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，但我们并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。