

云服务：好事多磨终有期

- 中国公有云市场预计将实现强劲增长
- IaaS将是三大板块中最核心的增长驱动力
- 看好行业龙头阿里巴巴 (BABA US; 目标价205美元; 买入)、腾讯 (700 HK; 目标价414港元; 买入) 以及金山软件 (3888 HK; 目标价24港元; 买入)

中国公有云市场预计将实现强劲增长

在成熟市场，公有云服务已经占据了大部分的市场份额，与之不同，中国的云服务市场目前仍然由私有云主导。然而，随着领先公有云服务的逐渐成熟，越来越多企业，尤其是中小企业，将开始意识到公有云服务在成本和技术方面的优势，从而创造出更大的市场前景。根据中国信通院，2017年中国公有云服务市场达到265亿元人民币，预计将按36%的复合年增长率继续增长，并在2021年达到与私有云市场接近的超过900亿元人民币的规模。我们认为该强劲增长受益于三个主要原因：1) 大型企业和中小企业的云服务需求充分；2) 互联网巨头拥有成熟的云服务供应能力；以及3) 积极的政策支持。

IaaS将是三大板块中最核心的增长驱动力

在公有云的三大板块中，IaaS预计将带来最为强劲的增长。由于对技术、资金和客户资源有非常高的要求，我们预计IaaS市场将进一步向市场领导者集中。同时，我们预计PaaS也将实现较为强劲的增长，因为应用开发流程分工逐步专业化，企业客户的需求也日渐个性化。然而，该市场仍然太小，无法对整体市场产生显著影响。SaaS市场目前仍然非常分散。凭借钉钉和企业微信的优势，阿里巴巴和腾讯也可以在SaaS市场分一杯羹。但因为垂直领域之间差异巨大，通常需要非常专业的解决方案，因此小玩家也依然可以在市场中找到大量机会。同时，我们认为金山软件在SaaS领域有非常大的潜力，有机会凭借WPS办公软件的强大基础重返SaaS市场。三个细分市场之间的界线变得越来越模糊，主要领导者阿里巴巴、腾讯、金山软件都试图扩展并涵盖IaaS、PaaS和SaaS的所有服务。

看好阿里巴巴、腾讯和金山软件在云领域的发展

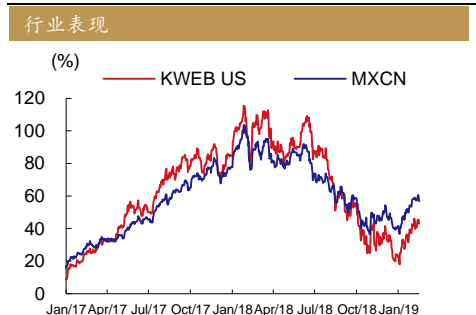
目前国际上云同业的估值为6.6倍的2019年预测市销率，而中国云同业的估值目前为5.5倍。凭借技术创新、丰富的资金储备和大量客户资源的优势，我们认为互联网巨头阿里巴巴和腾讯正处于最佳位置，能够抓住公有云市场巨大的机遇。同时，金山软件也可以在一些垂直领域茁壮成长，但与前两者相比显然存在劣势。我们维持阿里巴巴(目标价205美元)和腾讯(目标价414港元)的买入评级，亦认为金山软件当前估值吸引(目标价24港元)。云业务的主要风险包括：1) 企业采用私有云而非公有云的意愿强于预期；2) 无休止的价格战。

刘楠, CFA
+852 3189 6117
leoliu@cmschina.com.hk

马牧野
+852 3189 6394
mattma@cmschina.com.hk

推荐

恒生指数	27900.8
MSCI 中国指数	78.8



资料来源：彭博

%	1m	6m	12m
绝对回报	4.9	(8.3)	(29.3)
相对回报	1.5	(8.4)	(12.5)

相关报告

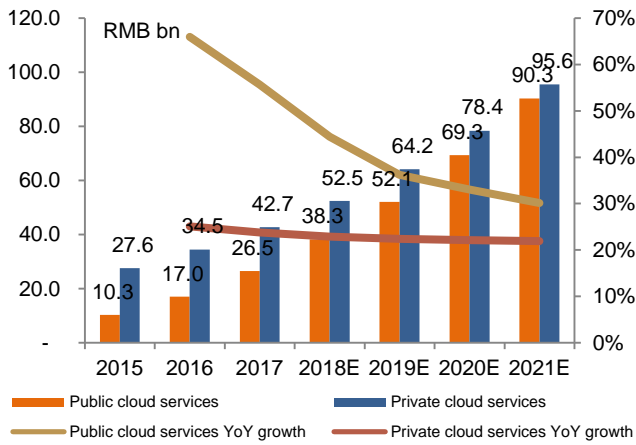
1. 中国互联网：电商行业近况更新 2019/01/24
2. 线上游戏：把最好的留在最后 2019/01/23
3. 线上广告：腾讯的康庄大道 2019/01/18
4. 在线直播：逐步向前 2019/01/10
5. 游戏行业：疾风才能知劲草 2018/12/28
6. 中国互联网 - 电竞：不仅仅是游戏 2018/12/06
7. 腾讯 (700 HK) - 双引擎帮助公司冲出短期阴霾 2018/11/15
8. 电商：增量来自何方？ 2018/11/14
9. China Internet: 2018 Single's Day - eC leaders' GMV inline with Sep YTD online retail growth 2018/11/12
10. 阿里巴巴 (BABA US) - 渠道调研：88VIP项目和本地生活服务 2018/10/05
11. 游戏行业：大吉大利，腾讯吃鸡 2018/09/27

重点公司财务预测及估值

公司	股票代码	评级	现价(港币)	目标价(港币)	上涨空间	非GAAP 摊薄每股收益		市盈率(x)		EV/EBITDA (x)	ROE (%)	
						FY18	FY19E	FY18	FY19E	FY19E	FY18	FY19E
阿里巴巴	BABA US	买入	166.2	205.0	23%	5.5	7.1	30.2	23.4	17.2	16.2	14.9
腾讯	700 HK	买入	333.8	414.0	24%	9.2	11.3	36.3	29.4	19.7	26.5	24.2
金山软件	3888 HK	买入	14.9	24.0	61%	0.3	0.5	48.7	29.9	10.5	1.0	4.6

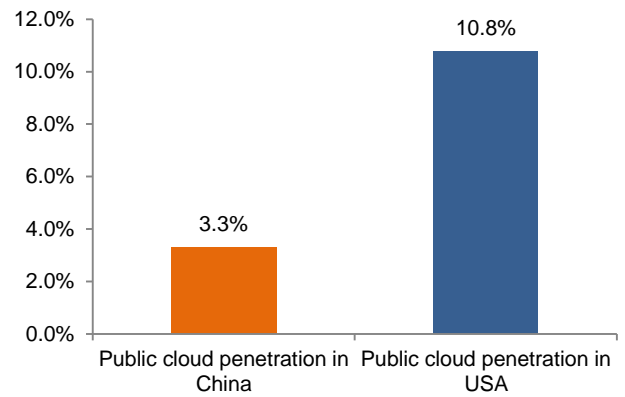
注：收盘价截至2019年2月15日；资料来源：公司资料、招商证券(香港)预测

图1: 中国云服务的市场规模



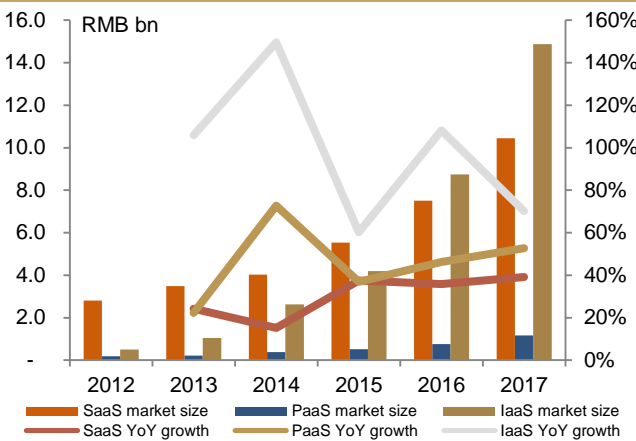
资料来源: CAICT、招商证券(香港)

图2: 2016年中国和美国科技支出的公有云渗透率比较



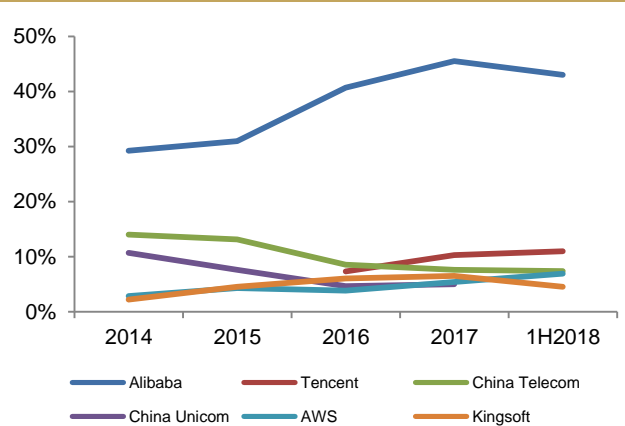
资料来源: chyxx.com、招商证券(香港)

图3: 按分部计算中国公有云市场



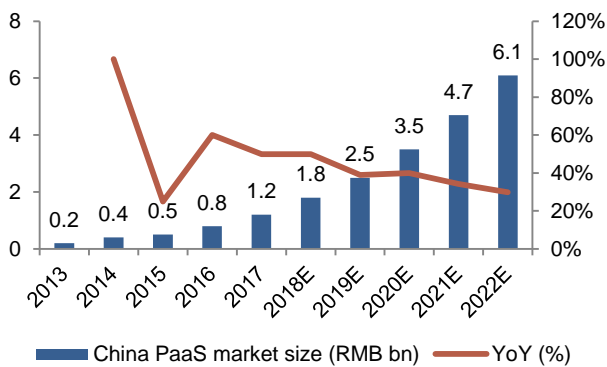
资料来源: CAICT、招商证券(香港)

图4: 中国公有云IaaS市场份额



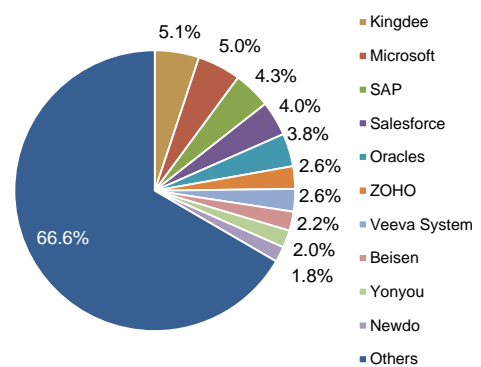
资料来源: IDC、招商证券(香港)

图5: F&S对PaaS市场的预测



资料来源: Frost and Sullivan、招商证券(香港)

图6: 中国18年上半年SaaS供应商销售市场份额



资料来源: IDC、招商证券(香港)

公司報告

金山軟件 (3888 HK)

双重催化剂: 剑网3手游和WPS上市

■ 手游业务预计于4季度发展持平, 静待19年上半年剑网2手游和剑网3手游的推出

■ 云业务发展加速, 但因竞争激烈使利润率承压; WPS订阅收入模式前景乐观, 等待A股上市

■ 评级为买入, 目标价24港元

等待剑网3和剑网2带来的增长回升

我们预计4季度线上游戏发展将持平, 是由于缺少新游戏推出以及现有游戏表现下滑。但我们预计游戏业务在剑网2手游和剑网3手游推出后将有所好转。**端游:** 我们预计剑网3 OL仍是主要现金牛, 预计2018年收入将为13亿-14亿元人民币。**手游:** 剑侠情缘手游和剑侠世界2为主要的收入贡献者, 目前分别产生8,000万-1亿元人民币及2,500万-3,000万人民币的月流水。2019年的焦点将为剑网3手游和剑网2手游, 管理层预计将于19年上半年上线(剑网2将先于剑网3发布)。这两款新游戏预计每月将分别带来5亿-10亿元人民币及约3亿元人民币的流水收入。

云服务的利润率继续承压; WPS订阅模式前景乐观

云服务: 发展持续加速, 预计将于2020年与网游收入占比持平, 但其IaaS业务面临来自阿里巴巴和腾讯激烈的直接竞争, 我们预计金山云将维持亏损并在经营利润率方面继续承压。**WPS:** 企业业务由一次性授权模式转至订阅模式, 透过产生持续的收入(与微软Office 365模式相似)为公司涉足SaaS市场带来巨大潜力。此外, 我们预计WPS能够于2019年在A股上市, 为金山软件注入更多催化剂。

盈利预测

我们预测金山软件的收入将达570/770/930亿元人民币(相对市场共识差异为1%/-1%/-3%), 而18年/19年/20年的经调整净利润将为3.77亿/6.64亿/9.00亿元人民币(相对市场共识差异为118%/-15%/-13%)。

看好长期买入机会; 目标价24港元

我们维持买入评级, 目标价为24港元, 基于19财年预测倍数的SOTP: (1)网游8倍市盈率; (2)WPS 25倍市盈率; (3)云业务4倍市销率; (4)投资对象; (5)净现金。我们24港元的目标价隐含48倍19财年预测市盈率。金山软件当前估值为30倍19财年预测市盈率。主要风险: 1) 剑网3手游和剑网2手游的表现未达预期, 2) WPS的A股上市进一步延迟。

盈利预测及估值

人民币百万元	FY17	FY18E	FY19E	FY20E	FY21E
营业额	5,181	5,701	7,685	9,308	10,100
同比增长 (%)	(37.4)	10.0	34.8	21.1	8.5
经调整净利润	1,211	377	664	900	910
同比增长 (%)	(5.8)	(68.8)	75.9	35.5	1.1
经调整摊薄每股盈利 (港元)	1.08	0.31	0.50	0.64	0.62
市盈率 (x)	13.8	48.7	29.9	23.2	24.1
市净率 (x)	1.4	1.5	1.5	1.5	1.5
ROE (%)	32.1	1.0	4.6	6.0	5.6

注: 收盘价截至2019年2月15日, 资料来源: 彭博、公司数据、招商证券(香港)预测

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

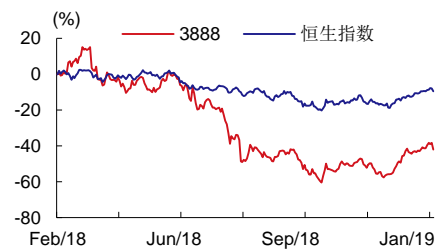
最新变动

n.a.

买入

前次评级	BUY
股价	HK\$14.9
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	HK\$24 (+61%)
前次目标价	n.a.

股价表现



资料来源: 贝格数据

%	1m	6m	12m
3888 HK	14.6	(11.7)	(53.1)
恒生指数	4.0	2.1	(10.3)

行业: TMT

恒生指数	27900.8
MSCI中国指数	38.8

重要数据

52周股价区间(港元)	10.1-31.0
港股市值(十亿港元)	20.5
日均成交量(百万股)	44.0
18年经调整摊薄每股盈利(人民币)	0.41

主要股东

Lei Jun	25.7%
FMR LLC	9.0%
Topclick Holding LTD	7.9%
总股数(百万股)	1372.7
自由流通量	60.3%

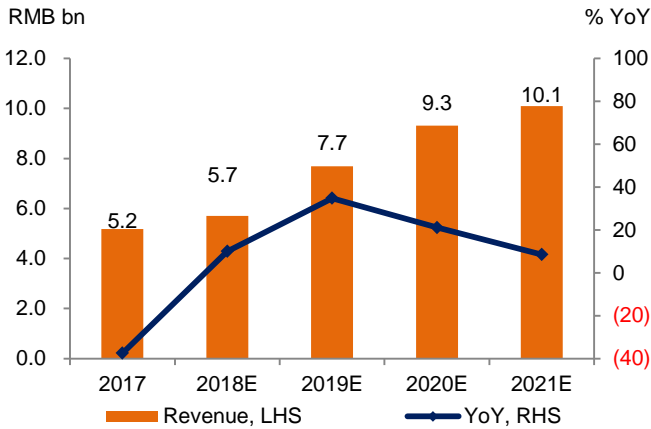
资料来源: 彭博、Capital IQ、招商证券(香港)

相关报告

1. 中国互联网: 电商行业近况更新 2019/01/24
2. 线上游戏: 把最好的留在最后 2019/01/23
3. 线上广告: 腾讯的康庄大道 2019/01/18
4. 在线直播: 迈步向前 2019/01/10
5. 游戏行业: 疾风才能知劲草 2018/12/28
6. 电竞: 不仅仅是游戏 2018/12/06
7. 腾讯(700 HK) - 双引擎帮助公司冲出短期阴霾 2018/11/15
8. 电商: 增量来自何方? 2018/11/14
9. China Internet: 2018 Single's Day - eC leaders' GMV inline with Sep YTD online retail growth 2018/11/12

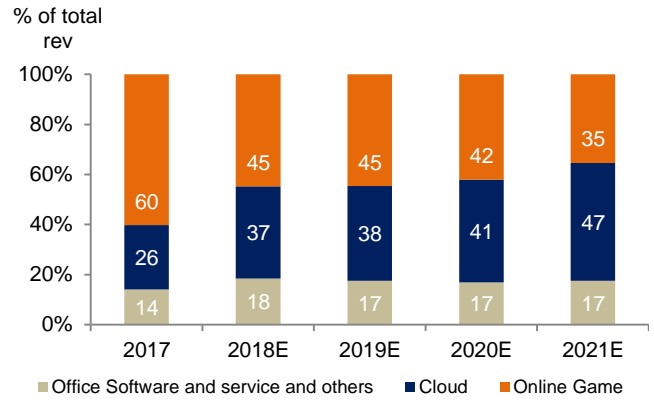
重点图表

图7: 总收入



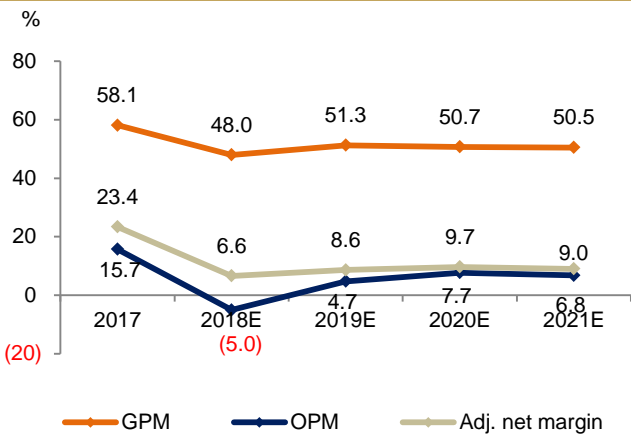
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)

图8: 分业务线收入构成



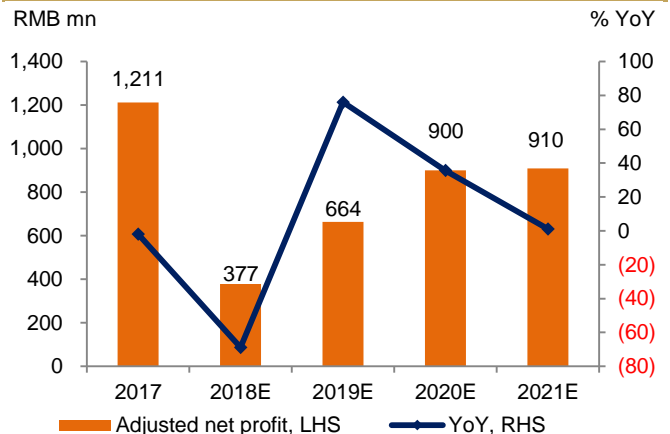
资料来源: 公司资料、招商证券(香港) 预测

图9: 利润率趋势



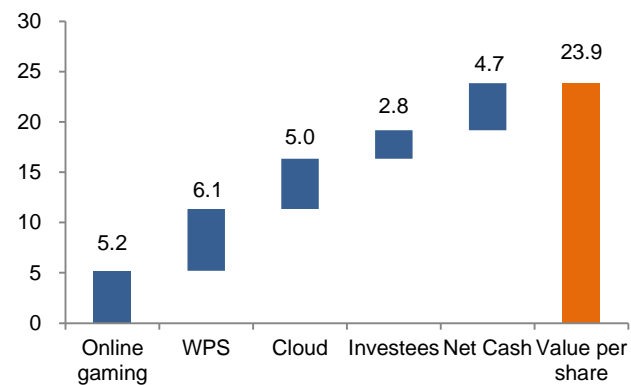
资料来源: 公司资料、招商证券(香港) 预测

图10: 经调整净利润



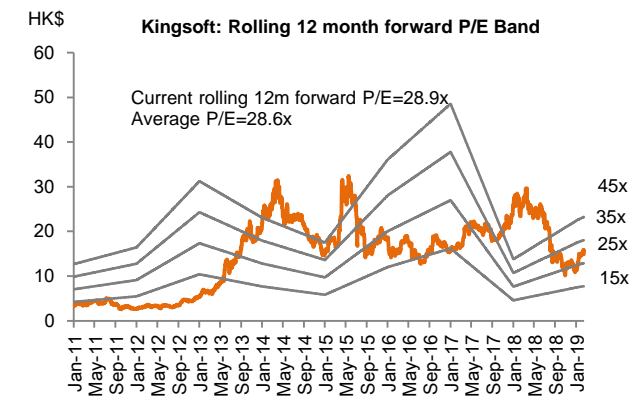
资料来源: 公司资料、招商证券(香港) 预测

图11: SOTP估值



资料来源: 公司资料、招商证券(香港) 预测

图12: 市盈率区间



注: 收盘价截至 2019年2月15日

资料来源: 彭博共识、公司数据、招商证券(香港)

财务预测表

资产负债表

人民币百万元	FY17	FY18E	FY19E	FY20E	FY21E
物业、厂房及设备	1,329	1,437	1,571	1,737	1,845
联营/合营公司投资	4,056	4,237	4,437	4,637	4,837
AVS 投资	1,357	1,059	1,059	1,059	1,059
现金及现金等价物	8,506	10,047	10,471	11,248	12,074
应收账款	1,168	1,425	1,921	2,327	2,525
其他	1,347	1,918	2,229	2,565	2,730
总资产	17,762	20,123	21,688	23,574	25,070
递延收入	629	448	483	525	570
借款	2,483	4,487	4,833	5,252	5,706
应付账款	179	237	299	367	400
其它应付款项	1,734	2,373	2,995	3,668	3,997
其它	184	364	364	364	364
总负债	5,209	7,909	8,975	10,176	11,038
股东权益总额	12,089	12,296	13,066	13,963	14,834
少数股东权益	464	(83)	(353)	(565)	(801)
总权益	12,553	12,213	12,713	13,398	14,032

现金流量表

人民币百万元	FY17	FY18E	FY19E	FY20E	FY21E
经营活动现金流	1,890	279	971	1,515	1,657
税前利润	912	(267)	591	942	911
折旧	359	463	557	672	801
股份补偿成本	305	210	220	233	273
运营资金变动	154	(249)	(87)	40	45
其它	160	121	(311)	(371)	(373)
投资活动现金流	(4,108)	(556)	(676)	(810)	(864)
资本开支	(692)	(570)	(692)	(838)	(909)
定期存款变动	(2,051)	0	0	0	0
其他	(1,366)	14	15	28	45
融资活动现金流	(266)	1,956	130	72	33
股息	(113)	(122)	(30)	(145)	(202)
借款净额	(352)	2,004	346	419	455
其它	198	74	(186)	(202)	(219)
净现金流	(2,484)	1,678	424	778	826

注: 18/19/20年度预测已调整猎豹移动不并表。收盘价截至2019年2月15日

资料来源: 彭博、公司数据、招商证券(香港)预测

利润表

人民币百万元	FY17	FY18E	FY19E	FY20E	FY21E
营业收入	5,181	5,701	7,685	9,308	10,100
营业成本	(2,169)	(2,966)	(3,744)	(4,585)	(4,997)
毛利润	3,012	2,735	3,941	4,723	5,103
销售和营销费用	(545)	(756)	(906)	(1,054)	(1,167)
一般管理和行政费用	(257)	(423)	(627)	(756)	(818)
研发费用	(1,446)	(1,869)	(2,056)	(2,243)	(2,464)
股份补偿成本	(235)	(210)	(220)	(233)	(273)
利息收入/支出	285	237	231	279	303
总营业费用	(2,198)	(3,022)	(3,579)	(4,007)	(4,418)
营业利润	814	(287)	362	716	685
其他收入/损失	(156)	(177)	0	0	0
财务收入净额	83	16	29	26	26
联营/合营公司股份	172	182	200	200	200
税前收入	912	(267)	591	942	911
所得税	(134)	(161)	(282)	(345)	(347)
少数股东权益	95	(547)	(270)	(212)	(237)
终止业务利润	294	0	0	0	0
净收入	3,202	120	579	809	801
经调整净收入	1,211	377	664	900	910

主要财务比率

	FY17	FY18E	FY19E	FY20E	FY21E
年成长率					
营业收入	(37)	10	35	21	9
毛利润	(46)	(9)	44	20	8
经营利润	(16)	(135)	(226)	98	(4)
净利润	NA	(96)	384	40	(1)
经调整净收入	(6)	(69)	76	36	1
经调整摊薄每股盈利	(13)	(71)	64	30	(3)
主要比率					
ROE	32.1	1.0	4.6	6.0	5.6
毛利率	58.1	48.0	51.3	50.7	50.5
经营利润率	15.7	(5.0)	4.7	7.7	6.8
净利率	61.8	2.1	7.5	8.7	7.9
经调整净利率	23.4	6.6	8.6	9.7	9.0
股息支付率	3.8	25.0	25.0	25.0	25.0
每股资料 and 估值 (人民币)					
经调整基本每股盈利	0.92	0.28	0.48	0.62	0.60
经调整摊薄每股盈利	0.91	0.26	0.43	0.56	0.55
经调整摊薄每股盈利 (港元)	1.08	0.31	0.50	0.64	0.62
每股净资产	9.21	8.58	8.52	8.75	8.93
每股股息	0.09	0.02	0.09	0.13	0.12
估值					
市盈率 (x)	13.8	48.7	29.9	23.2	24.1
市净率 (x)	1.4	1.5	1.5	1.5	1.5
股息率 (%)	0.74	0.16	0.73	0.97	0.91

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联系。

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/cms/hk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)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。招商证券(香港)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)。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。本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)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。招商证券(香港)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)。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。招商证券(香港)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(香港)的产品及服务并不向美国人提供。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料，但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)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。我公司及其雇员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。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，且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料，但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)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。我公司及其雇员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。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，且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构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(香港)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。招商证券(香港)或关联机构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(香港)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。

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