2019 年 8 月 21 日

金山软件（3888.HK）

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

游戏业务不升反降，致整体业绩承压

——金山软件（3888.HK）2019 年 2Q 业绩点评

海外公司简报

◆2Q19 经营亏损率扩大，猎豹减值导致大额净亏损

2Q19 公司实现营收 18.7 亿元人民币，同比上升 39%，其中网络游戏、云服务、办公软件服务占比分别为 30%/49%/21%。盈利能力来看，由于低毛利率的云业务占比较大，整体毛利率为 38%，同比下降 12 个百分点，环比持平。由于销售费用率上升及其他开支增加，经营亏损率从 1Q19 的 1.5%扩大至 4.6%。期内公司就猎豹移动的投资账面值计提减值拨备导致归母净亏损额 14.2 亿元人民币。

◆端游下滑、手游反弹力度弱，导致游戏业务面临下滑压力

2Q19 游戏业务营收 5.7 亿元人民币，同比下降 2%，由于《剑网 3》继续承压及现有手游生命周期自然回落。端游方面，我们预计年内端游《剑网 3》新资料片对收入提振作用有限，19 年营收面临同比下滑压力；手游方面，最新旗舰手游《剑侠情缘 3》流水不及预期，且新快款手游《剑侠情缘 2》将延迟至明年发布,导致手游整体收入反弹力度不及预期。综合端游及手游表现，游戏业务面临同比下滑压力，公司指引 19 全年营收同比下降 10%。

◆云业务高速扩张且亏损率收窄，WPS 变现能力稳定兑现

2Q19 云服务业务实现营收 9.2 亿元人民币，同比上升 96%，主要受益于移动视频、互联网行业用户量增长及企业云服务的收益增长。我们预计 19 年延续良好发展态势，公司维持指引 19 年营收增速 70%且亏损率继续收窄。

2Q19 办公软件业务实现营收 3.9 亿元人民币，同比上升 31%，主要受益于个人版付费会员数收入强劲增长。WPS 用户基础持续巩固，货币化进程顺利推进，公司维持指引 19 年营收增速约 40%且利润率有望企稳。

◆估值与评级

鉴于游戏业务收入及利润显著不及预期,我们预计 19 年 non-GAAP 净亏损额为 1.1 亿元，下调 20-21 年 non-GAAP 净利润预测 75%/50%至 1.7/3.6 亿元。WPS 及云业务进展顺利，云业务高成长且亏损率如期收窄，WPS 拟科创板上市提供整体估值提升潜力，然而游戏业务并未如期反弹且后续盈利改善趋势尚不明朗，拖累整体业绩表现，基于分部估值法，下调目标价至 21 港币，对应 20/21 年 128/62 倍调整后的 PE，下调至“增持”评级。

◆风险提示：手游行业竞争加剧；云业务发展不及预期。

业绩预测和估值指标

指标（人民币）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万）	5,181	5,906	7,646	10,429	13,935
净利润（百万）	3,202	389	(1,611)	(146)	(63)
Non-GAAP 净利润（百万）	1404	625	(111)	174	357
Non-GAAP EPS（元）	1.03	0.46	(0.08)	0.13	0.26
Non-GAAP EPS 增长率（%）	3.7	(55.8)	(117.8)	(256.4)	104.9
调整后 P/E	13	30	-	108	53

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 8 月 20 日

注：按照 1HKD=0.8989CNY 换算

增持（下调）

当前股价/目标价：15/21 港元

分析师

付天姿 (执业证书编号：S0930517040002)

CFA · FRM

021-52523692

futz@ebscn.com

吴柳燕 (执业证书编号：S0930519070004)

021-52523690

wuliuyan@ebscn.com

市场数据

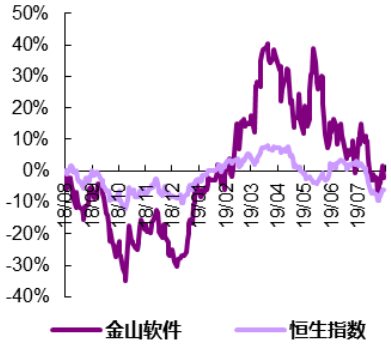
总股本(亿股)：13.73

总市值(亿元)：208.93

一年最低/最高(元)：10.06/27.55

近 3 月换手率：99.6%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-3.8	-38.4	10.9
绝对	-11.3	-34.6	5.4

资料来源：Wind

相关研报

1Q 经营亏损率环比收窄，等待手游发布驱动盈利改善……2019-05-15

19 年前景向好，各业务齐发力驱动盈利改善……2019-03-27

附录

表 1：损益表

（单位：百万人民币）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	5,181	5,906	7,646	10,429	13,935
营业成本	(2,169)	(3,169)	(4,894)	(6,258)	(7,943)
毛利	3,012	2,737	2,753	4,172	5,992
其它收入	294	278	268	260	260
其他开支	(50)	(89)	13	(54)	(58)
营业开支	(2,483)	(3,227)	(3,755)	(4,785)	(6,392)
营业利润	773.6	(302.3)	(721)	(406)	(198)
其他收益净额	2,403	(146)	(1,718)	129	172
财务成本净额	83	(1)	20	(103)	(252)
应占利润及亏损	171	424	424	200	200
税前利润	3,430	(25)	(1,996)	(181)	(78)
所得税开支	(134)	(140)	299	27	12
税后经营利润	3,297	(165)	(1,696)	(153)	(66)
少数股东权益	(95)	554	85	8	3
净利润	3,202	389	(1,611)	(146)	(63)
Non-GAAP 净利润	1,404	625	(111)	174	357
息税折旧前利润	1,029	207	350	1,078	1,689
息税前利润	596	(306)	(736)	(388)	(186)
每股收益（元）	2.49	0.29	(1.17)	(0.11)	(0.05)
每股股息（元）	0.10	0.00	0.00	0.00	0.00
调整后每股收益	1.03	0.46	(0.08)	0.13	0.26

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测

表 2：资产负债表

（单位：百万人民币）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	17,762	20,050	24,054	31,927	41,370
流动资产	10,545	12,080	16,169	24,097	34,078
现金及短期投资	8,599	9,967	11,469	15,644	20,902
有价证券及短期投资	88	10	200	200	200
应收账款	8,599	1,254	1,520	2,073	2,770
存货	10	12	49	63	79
其它流动资产	(6,752)	837	2,931	6,116	10,126
非流动资产	7,217	7,970	7,884	7,831	7,292
长期投资	4,056	5,252	5,455	5,560	5,655
固定资产净额	56	56	619	906	922
其他非流动资产	3,105	2,662	1,811	1,365	715
总负债	5,209	7,128	12,830	20,857	30,366
流动负债	3,854	4,106	9,798	17,815	27,314
应付账款	248	293	702	897	1,139
短期借贷	1,121	271	4,772	11,583	19,725
其它流动负债	2,485	3,542	4,324	5,335	6,449
长期负债	1,355	3,022	3,032	3,042	3,052
长期债务	1,276	2,973	2,973	2,973	2,973
其它	79	49	59	69	79
股东权益合计	12,553	12,922	11,223	11,070	11,004
股东权益	12,089	13,038	11,425	11,279	11,216
少数股东权益	464	(116)	(201)	(209)	(212)
负债及股东权益总额	17,762	20,050	24,054	31,927	41,370
净现金/(负债)	6,124	6,673	3,665	1,019	(1,875)
营运资本	8,361	973	867	1,239	1,711
长期可运用资本	13,908	15,944	14,256	14,112	14,056
股东及少数股东权益	12,553	12,922	11,223	11,070	11,004

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测

表 3：现金流量表

（单位：百万人民币）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1,890	770	(412)	(1,463)	(1,678)
净利润	3,202	389	(1,611)	(146)	(63)
折旧与摊销	433	513	1,086	1,466	1,875
营运资本变动	(8)	5	106	(371)	(472)
其它	(1,737)	(137)	8	(2,412)	(3,018)
投资活动现金流	(4,108)	(780)	(2,604)	(1,070)	(954)
资本性支出净额	(687)	(1,420)	(1,971)	(2,121)	(2,271)
资产处置	0	0	0	0	0
长期投资变化	(3,490)	(1,208)	(212)	(100)	(100)
其它资产变化	69	1,849	(422)	1,150	1,417
自由现金流	(1,389)	(4,720)	(5,407)	(7,896)	(9,360)
融资活动现金流	(266)	1,510	4,519	6,708	7,890
股本变动	1,344	1,326	(2)	0	0
净债务变化	(1,630)	848	4,501	6,811	8,142
派发红利	(271)	(314)	0	0	0
其它长期负债变化	291	(351)	20	(103)	(252)
净现金流	(2,484)	1,500	1,502	4,175	5,258

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明： A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼