

金山办公稳健增长，云业务带动毛利提升 买入（维持）

2019年11月14日

证券分析师 张良卫

执业证号: S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

研究助理 郭天瑜

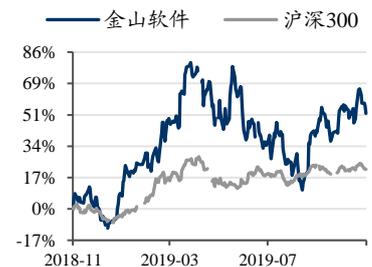
guoty@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5906	8118	10037	11927
同比(%)	14.0%	37.5%	23.6%	18.8%
归母净利润(百万元)	389	(25)	607	1130
同比(%)	-88%	-106%	2565%	86%
每股收益(元/股)	0.28	(0.02)	0.44	0.82
P/E(倍)	58	-921	37	20

投资要点

- **事件: 金山软件发布 2019Q3 财报, 公司 2019Q3 实现营业收入 20.23 亿元 (+32% yoy), 母公司拥有人应占溢利 0.36 亿元, 收入结构方面, 截至 2019Q3, 游戏, 云服务, 办公软件收入占比分别为 33%/48%/19%, 其中云计算收入占比近 50%, 成为收入核心引擎。**
- **云业务运营效率提升, 带动毛利率环比提升——19Q3 公司实现毛利 8.23 亿元, 同比增长 18%, 环比增长 15%, 毛利率为 41%, 同比下降 4 个百分点, 环比提升 3 个百分点, 提升主要由于云业务成本控制良好, 运营效率提升所致; 研发方面, 19Q3 研发成本为 5.34 亿, 同比增长 4%, 环比增长 7%, 主要由于 WPS 和云服务研发人员增加, 基本符合收入增长趋势。**
- **金山云——保持快速增长, 成为收入核心引擎, 预计全年将保持良好发展势头。**2019Q3 金山云实现收入 9.76 亿 (+62.0% yoy), 18Q4-19Q3 同比增速分别为 81%、100%、96%、62%, 受益于移动视频及互联网行业用户用量强劲增长及金融行业客户增长; 同时, 2019 年 11 月 14 日, 公司公告正考虑可能分拆金山云上市。
- **游戏——将采用“3+3”战略推动游戏增长。**2019Q3 网络游戏实现收入 6.63 亿 (-2.2% yoy), 主要由于《剑网三》手游流水不及预期, 19 年底将推出重置版本; 展望 2020 年, 公司将推出《剑仙情缘 2》, 《魔域 3》, 《卧龙吟》等 3 款新游戏; 同时公司将推出 3 款创新性较强的游戏, 丰富游戏产品线, 预计整体游戏业务将逐步复苏。
- **办公软件——“个人+企业”双管齐下。**2019Q3 办公软件及其他收入为 3.83 亿 (+39.6% yoy): (1) 个人用户端, 截至 19Q3, 金山办公 MAU 约 3.82 亿 (+33% yoy, +10% qoq), 付费用户数进一步增长, 截至 2019 年 9 月底, WPS 付费用户为 670 万人, 同比增长 120%, 付费率约 1.8%, 未来还有较大提升空间; (2) 授权业务端, 在自主可控背景下, WPS Office 已经在国内市场占据明显竞争优势, 在政府、银行、央企等多个重点领域优势明显, 随着国产替换率提升, 有望带动授权业务加速增长。
- **盈利预测与投资评级:** 预计 2019—2021 年公司营业收入为 81.18/100.37/119.27 亿元, 同比增长 37.5%/23.6%/18.8%; 实现归母净利润-0.25/6.07/11.3 亿元, 对应 EPS 为-0.02/0.44/0.82 元, 考虑公司深耕游戏领域多年, 具有较强的游戏运营能力; 同时, 金山办公近年发展迅速, 付费用户实现快速增长, 未来成长空间较大; 金山云运营效率亦呈现提升趋势, 我们认为公司整体业绩将逐步提升, 维持“买入”评级。(汇率: 1 人民币=1.1179 港元)
- **风险提示:** 新游戏上线不及预期; 云计算行业竞争格局激烈; 政策监管风险; 金山办公发展不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	18.48
一年最低/最高价	10.80/22.25
市净率(倍)	1.94
港股流通市值(百万港元)	25368.03

基础数据

每股净资产(元)	8.53
资产负债率(%)	41.35
总股本(百万股)	1372.73
流通股本(百万股)	1372.73

相关研究

- 1、《金山软件 (03888): 云服务撑起半壁江山, WPS 厚积薄发》2019-05-15
- 2、《金山软件 (03888): 静待花开: 新游戏上线在即, WPS+金山云双双实现高增长》2019-03-27
- 3、《金山软件 (03888): 价值重估, 静待花开: 隐性资产显性化趋势凸显》2019-02-22

金山软件三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产:	12,080	8,056	9,745	12,349	营业总收入	5906	8118	10037	11927
现金	9,869	5,791	7,423	9,968	营业成本	3169	4627	5018	5367
应收款项	1,185	1,185	1,185	1,185	毛利	2737	3491	5018	6560
存货	12	15	18	22	研究及开发成本	1839	2841	3011	3578
其他	1,014	1,065	1,118	1,174	销售及分销开支	727	812	1004	1193
非流动资产:	7,970	9,019	10,228	11,624	行政开支	449	487	602	716
物业, 厂房, 设备	2,036	2,444	2,932	3,519	股份酬金成本	212	325	401	477
商誉及无形资产投资	66	68	70	72	其他收入及开支	188	269	269	269
合营及联营公司投资	4,505	5,091	5,752	6,500	营运利润/亏损	(302)	(705)	269	866
可供出售投资	-	-	-	-	其他亏损净额	(146)	0	0	0
土地使用权	352	356	359	363	财务收入	326	177	177	177
其他	1,011	1,061	1,114	1,170	财务成本	(327)	(158)	(168)	(182)
资产总计	20,050	17,075	19,973	23,973	分占溢利及亏损	424	636	953	1430
流动负债:	4,106	4,201	4,328	4,489	除税前盈利	(25)	(50)	1232	2291
应付账款	229	275	330	396	所得税	(140)	7	(185)	(344)
其他应付款	1,819	1,874	1,930	1,988	归属母公司净利润	389	(25)	607	1130
短期借款	1,053	948	853	768	少数股股东损益	(554)	(18)	440	818
其他	1,004	1,105	1,215	1,337	EBIT	(302)	(705)	269	866
非流动负债:	3,022	2,860	2,706	2,562	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
长期借贷	231	208	187	169	每股收益(元)	0.28	(0.02)	0.44	0.82
其他	2,791	2,651	2,519	2,393	每股净资产(元)	9.50	6.48	7.72	9.40
负债总计	7,128	7,061	7,035	7,050	发行在外股份(百万股)	1373	1373	1373	1373
少数股东权益	(116)	4,206	5,434	7,108	ROIC (%)	2.72%	-0.25%	5.22%	8.16%
归属母公司股东权益	13038	5808	7504	9815	ROE (%)	3.0%	-0.3%	5.7%	8.8%
负债和所有者权益合计	20050	17075	19973	23973	毛利率 (%)	46.3%	43.0%	50.0%	55.0%
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	EBIT Margin (%)	-5.12%	-8.68%	2.68%	7.26%
经营活动现金流	770	745	1352	2482	销售净利率 (%)	-2.8%	-0.5%	10.4%	16.3%
投资活动现金流	(780)	(857)	(943)	(1038)	资产负债率 (%)	35.6%	31.5%	27.8%	24.1%
融资活动现金流	1510	1359	1223	1101	收入增长率 (%)	14.0%	37.5%	23.6%	18.8%
现金及现金等价物净增加额	1500	1246	1632	2545	净利润增长率 (%)	-88%	-106%	2565%	86%
汇率变动	8	0	0	0	P/E	58	-921	37	20
年初现金及现金等价额	3036	4545	5791	7423	P/B	1.74	2.55	2.14	1.76
年末现金及现金等价额	4545	5791	7423	9968					

数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所 (汇率: 1人民币=1.1179港元)

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>