金山软件（03888.HK）重大事项点评

游戏利空落地，云成为核心引擎

2018 年 8 月 15 日

事项：

- 公司发布 2018 下半年业绩更新公告，受游戏市场整体环境影响，公司拟将旗舰手游《剑网 3》发行时间由之前的 2018 下半年推迟到 2019 年初；受此影响公司经营短期业绩面临压力年内或亏损；展望 2019 年，随着《剑网 3》的推出、办公软件业务及金山云持续稳定发展，公司整体业绩表现有望改善。

评论：

- **游戏发行节奏调整影响当期盈利，逐步建立游戏业务合理预期**。年内游戏市场整体环境对包括腾讯、网易、金山在内的公司游戏业务均带来了一定影响；此前对于金山游戏业务预期较高（年内 5%~10%+），我们考虑到行业环境，对公司整体游戏业务观点偏保守（年内同比-15%），远低于同期预期。考虑手游延期后我们下调全年游戏收入预期至 15 亿（同比-50%）。
- **以办公软件为代表的云业务健康成长，后续发展前景广阔。**我们此前跟踪报告中区分于市场的核心观点在于公司云业务（办公软件+金山云）具有较大的发展潜力，处于被严重低估状态；我们维持此前对于云业务的判断，预期办公软件业务年内收入同比 40%+，金山云 50%-60%增长，具体来看：

  1）**办公软件（SaaS）**受益于版权保护、自主可控、产品云化三大趋势发展迅速，2017 年 C 端订阅用户当年增长 300%至 200 万，相比于【2.5 亿+】的 MAU 仍有较大渗透空间；B 端 License 转订阅同部快速推进，同时凭借 30 年的产品积累在国内办公软件自主可控领域占据近 80%以上增量份额；

  2）**金山云（IaaS）**一方面受益于内部现金流与小米生态的支持与需求拉动，另一方面掘金国内中立第三方云市场，持续拓展游戏、视频、政府等领域。
- **业务结构变化引导投资者关注点切换，云业务（WPS+金山云）将成为后续公司价值增长核心引擎**。后续随着市场对于游戏业务预期趋于理性客观，同时云业务继续快速发展后的收入与市值占比及边际弹性将显著提高。
- **风险因素：**新游戏延后或端游下滑，云亏损加大，WPS 上市进程受阻。
- **催化剂：**云业务的持续高增长、与小米生态进一步合作、办公 IPO 进展。
- **维持“买入”评级：**市场近期已逐步消化延期预期，公告后利空靴子落地。市场对游戏利空过度反应，随着投资者结构与关注点切换，市场将逐步认知到公司云业务价值；后续建议结合云业务边际变化把握投资机遇，考虑游戏收入同比下降 50%后，下调公司 2018-20 年 Non-GAAP EPS 预测至 0.37/0.57/0.71 元（原预测为 0.93/1.06/1.21 元），对应 Non-GAAP 净利润为 5.06/7.80/9.81 亿元，GAAP 净利润-1.12/1.41/2.71 亿元，基于此前跟踪报告分部估值框架给予目标市值 269 亿元 RMB（游戏下调至 18 年 8x PE，其余目标估值倍数不变），对应目标价 22.45 港元。

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	8,282	5,181	4,682	6,371	8,462
增长率 YoY %	45.91	-37.44	-9.64	36.08	32.82
GAAP 净利润(百万元)	-271	3,202	-112	141	271
Non-GAAP 净利润(百万元)	1,280	1,369	506	780	981
增长率 YoY %	60.40	6.97	-63.05	54.13	25.84
Non-GAAP EPS(元)	0.93	1.00	0.37	0.57	0.71
毛利率%	67.85	58.14	51.87	50.19	48.49
Non-GAAP ROE %	12.80	10.91	4.11	6.26	7.70
Non-GAAP P/E	19	18	49	32	25
P/B	2.5	2.0	2.0	2.0	1.9

资料来源：中信证券数量化投资分析系统　　注：股价为 2018 年 8 月 14 日收盘价，单位 RMB

中信证券 CITIC SECURITIES

买入（维持）

当前价：13.18 港元

目标价：22.45 港元

中信证券研究部

杨泽原

电话：010-60838782

邮件：yangzeyuan@citics.com

执业证书编号：S1010517080002

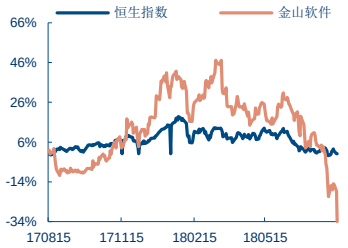
唐思思

电话：021-20262142

邮件：tangsisi@citics.com

执业证书编号：S1010517080007

相对指数表现



资料来源：中信证券数量化投资分析系统

主要数据

恒生指数	27936.57 点
总股本/港股流通股本	1,373.73/1,373.73 百万股
近 12 月最高/最低价	29.6/13.18 港元
近 1 月绝对涨幅	-40.09%
近 6 月绝对涨幅	-46.92%
今年以来绝对涨幅	-49.07%
12 个月日均成交额	263.48 百万港元

利润表（百万元）

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	**8282**	**5181**	**4682**	**6371**	**8462**
营业成本	2662	2169	2254	3173	4359
毛利	5620	3012	2428	3198	4103
研发费用	1840	1446	1358	1657	2116
销售费用	1958	545	585	701	846
管理费用	565	257	281	319	381
股权激励费用	361	235	258	319	381
其他经营收入	154	294	94	127	169
其他经营支出	76	9	9	12	15
营业利润	**973**	**814**	**32**	**319**	**533**
其他非经营收益净额	(1190)	(156)	(180)	(120)	(80)
净利息支出	(59)	(83)	93	120	211
分占联营及合营公司损益	34	172	100	100	100
除税前利润	**(124)**	**912**	**(141)**	**179**	**342**
减：所得税费用	168	134	(21)	27	51
净利润	(292)	3297	(120)	152	291
少数股东权益	0	0	0	0	0
GAAP 归母净利润	**(271)**	**3202**	**(112)**	**141**	**271**
Non-GAAP 归母净利润	**1280**	**1369**	**506**	**780**	**981**
GAAP 每股收益	(0.20)	2.33	(0.08)	0.10	0.20
Non-GAAP 每股收益	**0.93**	**1.00**	**0.37**	**0.57**	**0.71**

现金流量表（百万元）

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	(124)	912	(141)	179	342
所得税支出	(168)	(134)	21	(27)	(51)
折旧和摊销	451	0	289	321	262
营运资金变动	(321)	0	257	(505)	(621)
其他	1555	1112	173	140	191
经营现金流	**1393**	**1890**	**599**	**108**	**123**
资本支出	(681)	0	(207)	(227)	(250)
短期投资	0	(121)	0	0	0
其他长期资产减少	(15)	19	0	0	0
其他	(2432)	(4006)	(80)	(20)	20
投资现金流	**(3128)**	**(4108)**	**(287)**	**(247)**	**(230)**
发行股票	137	4464	0	0	0
负债变化	977	(2491)	(82)	1353	1683
股息支出	(110)	0	(130)	4	(6)
其他	(403)	(2240)	(93)	(120)	(211)
融资现金流	**601**	**(266)**	**(306)**	**1237**	**1466**
现金及现金等价物经增加额	**(1134)**	**(2484)**	**7**	**1098**	**1359**

资料来源：中信证券数量化投资分析系统

资产负债表（百万元）

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	5776	3036	3043	4141	5501
存货	11	10	10	14	19
应收账款	1774	1168	952	1295	1720
其他流动资产	5544	6331	6297	6530	6819
流动资产	**13105**	**10545**	**10302**	**11981**	**14059**
固定资产	1098	1329	1263	1188	1196
长期股权投资	572	4056	4056	4056	4056
无形资产	1518	355	339	321	300
其他长期资产	1285	1477	1477	1477	1477
非流动资产	**4474**	**7217**	**7135**	**7041**	**7029**
资产总计	**17579**	**17762**	**17437**	**19022**	**21088**
短期借款	438	1207	1125	2478	4160
应付账款	560	179	186	262	360
其他流动负债	2733	2468	2468	2468	2468
流动负债	**3731**	**3854**	**3779**	**5208**	**6988**
长期负债	3647	1276	1276	1276	1276
其他长期负债	199	79	79	79	79
非流动性负债	**3846**	**1355**	**1355**	**1355**	**1355**
负债合计	**7577**	**5209**	**5134**	**6563**	**8344**
股本账面值	5	5	5	5	5
股份溢价及储备	7610	12074	12074	12074	12074
股东权益合计	**10002**	**12553**	**12303**	**12459**	**12744**
少数股东权益	2115	464	456	467	487
负债股东权益总计	**17579**	**17762**	**17437**	**19022**	**21088**

主要财务指标

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
增长率（%）					
营业收入	45.9%	-37.4%	-9.6%	36.1%	32.8%
营业利润	79.5%	-16.3%	-96.1%	896.0%	67.1%
净利润	-173.3%	-1282.7%	-103.5%	-226.6%	91.5%
利润率（%）					
毛利率	67.9%	58.1%	51.9%	50.2%	48.5%
营业利润率	11.7%	15.7%	0.7%	5.0%	6.3%
EBIT Margin	-2.0%	62.8%	-0.8%	4.5%	6.3%
EBITDA Margin	3.5%	62.8%	5.3%	9.6%	9.4%
GAAP 净利率	-3.3%	61.8%	-2.4%	2.2%	3.2%
NGAAP 净利率	15.5%	26.4%	10.8%	12.2%	11.6%
回报率（%）					
净资产收益率	12.8%	10.9%	4.1%	6.3%	7.7%
总资产收益率	-1.7%	18.6%	-0.7%	0.8%	1.4%
其他（%）					
资产负债率	43.1%	29.3%	29.4%	34.5%	39.6%
所得税率	-134.9%	14.7%	15.0%	15.0%	15.0%
股息率	0.0%	4.1%	4.0%	4.0%	4.0%

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标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。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%～20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA （UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia SdnBhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024 11 2017。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA （UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2018 版权所有。保留一切权利。