

# 金山軟件 (3888.HK)

## 遊戲、辦公軟件、雲業務齊頭並進

香港 | TMT | 公司研報

8 October 2018

### 投資概要

公司是中國領先的互聯網公司，2013-2017年，公司年收入複合增速高達40%。公司未來確立專注遊戲、雲業務、辦公軟件三大業務板塊。我們看好公司作為老牌遊戲開發公司，旗下經典IP有望持續貢獻增長；作為遊戲雲與視頻雲先行者，公司將加速拓展垂直領域，提供政務、醫療、金融等垂直行業的雲服務解決方案；辦公軟件業務國內市場份額領先，啟動深交所上市進程釋放未來價值。我們給予目標價18.8港元，買入評級。

### 公司概况

**中國領先的互聯網公司。**金山軟件現有三大業務板塊分別為遊戲研發、雲儲存及計算、WPS Office辦公軟件。公司於1989年推出首套商業化辦公室應用軟件WPS1.0，並開發發行應用工具軟件金山毒霸、金山詞霸等，在中國及海外市場擁有數量龐大的用戶。公司先後引入聯想、小米、騰訊作為戰略股東，不斷隨著市場需求變化，結合自身資源優勢尋求業務發展。2013年隨著移動互聯網業態爆發，公司將發展重心轉移到移動業務。2017年2月，公司出售獵豹移動表決權，確立未來專注遊戲、雲業務、辦公軟件三大業務板塊。

**老牌遊戲開發公司，經典IP持續貢獻增長。**西山居遊戲工作室於1995年在珠海成立，是中國國內最早的遊戲開發工作室。2009年，公司首個3D網絡遊戲《劍俠情緣網絡版三》（《劍網三》）啓動公測，多年來持續受到玩家喜愛。2010年，公司遊戲收入為640.9百萬元，2017年達到3,120百萬元，年均複合增速30%以上。公司引入小米、騰訊等戰略股東，增強公司發行實力，產生互補協同效應。

**遊戲雲與視頻雲先行者，加速拓展垂直領域。**公司是國內排名第三的公有雲服務商，目前公有雲IaaS的資本投入、技術門檻已經形成市場壁壘，公司有望繼續發揮優勢，擴大市場份額。公司目前已在全球30個地區設立數據中心及運營機構。金山雲已推出一系列完整的雲產品，以及適用於遊戲、視頻、政務、醫療、金融等垂直行業的雲服務解決方案。2018年初，金山雲完成D輪融資，估值達到23.73億美元。

**辦公軟件業務國內市場份額領先，啟動深交所上市進程。**2013-2017年年均複合增速保持在30%。公司自主研發的辦公軟件WPS Office，可以實現辦公軟件最常用的文字、表格、演示等多種功能。該系列產品研發始於1988年，在2005年推出PC端個人免費版，2011年推出針對安卓用戶的移動版，並在2013年覆蓋iOS平臺用戶。2017年5月，北京金山辦公軟件股份有限公司正式向中國證監會申請在深圳證券交易所創業板進行IPO。

我們採用分部估值加總法得到目標價18.8港元。下行風險包括：分部業務增長不及預期；匯率風險；海外業務拓展不及預期等。

### 買入（首次）

現價 HKD14.46

(現價截至 10月4日)

目標價 HKD18.8 (+30%)

### 公司資料

普通股股東 (百萬股):	13,737
市值 (港幣百萬元):	19,864
52周 最高價/最低價 (港幣):	30.99/12.66

### 主要股東， %

Color Link Mgt Ltd	12.73
Lei Jun	10.39
Topclick Holdings	7.86
TCH Saffron	7.77
FMR LLC	5.11
Xiaomi	2.57

Source: Wind

### 股價表現， %

	1個月	3個月	1年
金山軟件	-0.27	-30.14	-21.97
恒生指數	-4.63	-5.97	-6.18

### 股價表現 & 恒生指數



Source: Phillip Securities (HK) Research

### 財務資料

RMB mn	FY16	FY17	FY18E	FY19E
Net Sales	3,834	5,181	5,744	7,555
Net Profit	-259	778	52	676
EPS,RMB	-0.21	2.36	0.08	0.98
PER, x	-68.86	6.13	192.55	14.69
BVPS,RMB	6.05	9.21	0.61	0.04
P/BV, x	2.39	1.57	23.69	357.43
ROE, %	-3.44	32.06	12.30	2433.82

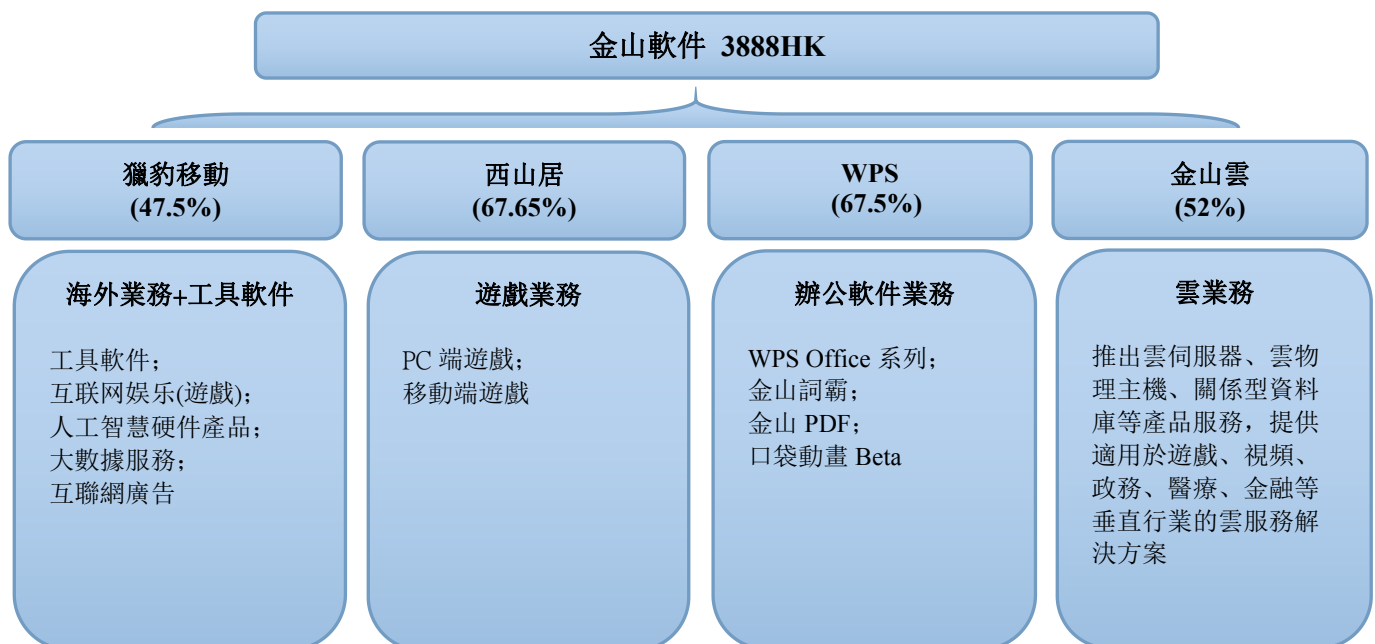
Source: Company reports, Phillip Securities Est.

周霖 (2277 6515)  
euruszhou@phillip.com.hk

圖表：公司發展里程碑

時間	事件
1989	推出首套商業化辦公室應用軟件 WPS1.0
1996	於中國商業化推出集團首個國內開發之個人電腦遊戲
1997	商業化推出集團首套字典軟件金山詞霸
1998	聯想入股公司，持有 30%
2000	推出首個互聯網安全產品金山毒霸
2003	推出集團首個網上遊戲—「劍俠情緣」
2007	重組集團業務為兩大分部（娛樂軟件，應用軟件）；在港交所主板上市，籌集約 64,908 萬港元
2008	與國家電網公司達成一項逾千萬元人民幣之採購協議，國家電網公司於全公司系統各單位，包括 31 家區域電網公司；位於各省、自治區、直轄市的電力公司以及 21 家直屬單位全面使用 WPS Office 2007 辦公軟件
2009	首個 3D 網絡遊戲《劍俠情緣網絡版三》正式啓動公測，《劍網 3》的問世也標誌著國產網遊技術達到新高峰
2010	WPS 個人版下載量突破 5,000 萬，同時 WPS Office 辦公軟件產品再獲包括南方電網、鞍鋼集團、寶鋼集團、南航集團等數十家大型中央企業統一採購；金山毒霸個人簡體中文版全面免費
2011	於四月完成西山居重組，於七月引入騰訊為戰略股東，探索雲技術及移動互聯網發展帶來的機遇
2012	成立金山雲；確定「三加一」策略即三個主要現有業務線（遊戲、網路安全服務、WPS 辦公）加一個戰略性新業務線（雲業務）的格局，標誌金山變革為互聯網企業；小米作為戰略夥伴向金山雲投資，令金山雲得以憑藉小米手機的快速增長向移動設備用戶拓展其存儲服務；正式推出網絡瀏覽器獵豹
2013	開始把核心業務轉移至移動業務；手機遊戲業務快速增長
2014	獵豹在紐約證券交易所成功上市；西山居引入小米為戰略投資者
2015	獵豹移動在全球活躍用戶超過 6.35 億，收入同比增長 113%至 3,561.7 百萬元人民幣
2016	獵豹移動的工具產品增長遭遇瓶頸，尋求內容產品發展
2017	2 月金山轉讓獵豹移動表決權與獵豹管理層；旗艦端遊《劍網 3》收入同比增長 32%；WPS 月活用戶數超過 1.45 億，
2018	金山雲完成 D 輪融資，估值達 23.7 億美元；推出新款換裝類手遊《雲裳羽衣》；WPS 月活用戶達到 3 億

圖表：金山旗下平臺子公司及業務



Source: Company, Wind, Phillip Securities

## 老牌遊戲開發公司，經典 IP 持續貢獻增長

**行業概覽。**2016年中國遊戲市場規模超過美國，占全球市場的27%，成為世界第一，2017年遊戲市場規模超過兩千億元。回顧過去，可大致將中國網路遊戲發展分為幾個階段：**1) 最初發展階段：**中國的網路遊戲始於九十年代，以《俠客行》為代表的文字網路遊戲開始流行。在這一時期，隨著用戶規模的擴大和遊戲廠家的不斷探索，中國網路遊戲的運營機制也開始形成。**2) 高速發展時期：**從2003年開始，中國網遊進入高速發展階段，高投資回報率、投資週期短、市場空間巨大等特點吸引了大量資本和人才進入。2006-2010年，隨著巨人推出客戶端遊戲《征途》，行業迎來新一輪的轉型，收費模式開始轉向以道具收費為主。在這一時期大型多人同時線上角色扮演遊戲 (MMORPG) 成為市場的主導力量，同時國內網遊企業紛紛組建自己的研發團隊，自主研發的網路遊戲開始成為國內網路遊戲市場的支柱。**3) 移動遊戲爆發期：**從2011-2015年，隨著移動互聯網技術的興起和智能終端的普及，網頁遊戲和移動遊戲的營業收入呈現爆炸式增長。這兩類遊戲順應了遊戲用戶對碎片化時間、移動化場所的娛樂需求，所以成為整個網路遊戲行業最大的增長點。**4) 平穩發展時期：**從用戶端來看，2011年之後中國遊戲用戶增速顯著下降，2013年開始維持個位數的增長，用戶數量逐漸趨於飽和，吸引客戶流量的成本日漸高企。2015年之後，遊戲行業市場規模增速呈現下降趨勢，IResearch 預測，2018年之後中國遊戲行業的市場規模增速將低於15%，至2020年增速將低至個位數。同時，其他新興休閒娛樂方式 (直播、短視頻、網路劇集等) 不斷推陳出新，擠壓著遊戲行業的市場份額，佔據用戶娛樂時間。未來，遊戲行業發展將進入平穩階段，維持發展的著力點可能主要是提高用戶付費意願及客均付費水準、根據市場偏好變化推出新遊戲形式等。

圖表：中國網遊市場規模及增速



Source: IResearch, Phillip Securities

圖表：中國網遊用戶數量及增速



Source: Chyxx.com, Phillip Securities

**遊戲業務平臺——西山居：**西山居遊戲工作室於1995年在珠海成立，是中國最早的遊戲開發工作室。1996年1月，西山居發佈了中國大陸第一款商業遊戲——《中關村啟示錄》，標誌著金山公司正式進入遊戲領域。2003年開始，相繼推出網上遊戲“劍俠情緣”系列、“仙侶奇緣”系列、“封神榜”等，並逐步拓展越南、臺灣、新馬泰等海外市場。2009年，公司首個3D網絡遊戲《劍俠情緣網絡版三》（《劍網三》）啓動公測，多年來持續受到玩家喜愛。2010年，公司遊戲收入為640.9百萬元，2017年達到3,120百萬元，年均複合增速30%以上。公司在代理手遊方面亦取得突破，2017年10月，公司與網龍合作發行手遊《魔域》，該遊戲在推出19日總流水內超過人民幣一億元。公司於2018年6月推出新款換裝類手遊《雲裳羽衣》，在發佈當日便榮登Apple Store免費遊戲排行榜第一名。

**攜手小米騰訊，增強發行實力。**2014年，小米斥資2000萬美元投資入股西山居，西山居通過小米旗下智能產品、分發管道來為旗下遊戲獲取更大資源空間，旗下《劍俠世界》手遊就是由小米互娛代理，在競爭異常激烈的MMO手遊領域找到了一席之地。騰訊繼2011年投資金山軟件後，於2017年4月以142.6百萬美元代價獲得西山居9.9%股權。與騰訊的合作將產生互補效應，西山居可以充分利用騰訊的廣泛的用戶基礎、強大的行銷宣發能力，繼續擴充核心用戶、提高市場份額，其旗下經典IP有望通過騰訊的平臺，實現多領域的價值轉化。

**發力端遊和手遊，研發和發行齊頭並進。**其增長動能將主要來自：1) 即將上線的新手遊，包括《劍俠情緣2》及《仙劍奇俠傳4》等；2) 經典IP《劍俠情緣》的價值最大化，旗艦端遊《劍網3》連續八年保持快速增長，《劍網3》重製版2017年底推出24小時內，用戶總數增長43%；3) 打造新IP，公司於今年6月推出的首部動畫作品《夢塔·雪迷城》，三個月內全網播放量超過4000萬，具有IP化潛質；4) 遊戲用戶付費水準的提高，公司利用大數據分析技術，不斷優化用戶畫像，提升用戶的付費意願及水準。

圖表：遊戲產品組合

PC 端遊戲產品			
遊戲	類型	2D/3D	貨幣化模式
劍俠情緣一	MMORPG	2D	時間收費、道具收費
劍俠情緣二	MMORPG	2D	時間收費、道具收費
劍俠情緣三重製版	MMORPG	3D	時間收費、道具收費
反恐行動	第一人稱射擊	3D	道具收費
移動端遊戲			
發行時間	遊戲		
2015	全民神將		
2016	少女咖啡槍，劍俠世界手遊，劍俠情緣手遊		
2017	小米槍戰，魔域手遊，鬼吹燈，楚喬傳，成吉思汗		
2018	劍俠世界二，雲裳羽衣		
研發中	劍網2 劍歌行，劍網3 指尖江湖，仙劍4，少女咖啡槍2，七雄爭霸，臥龍吟		

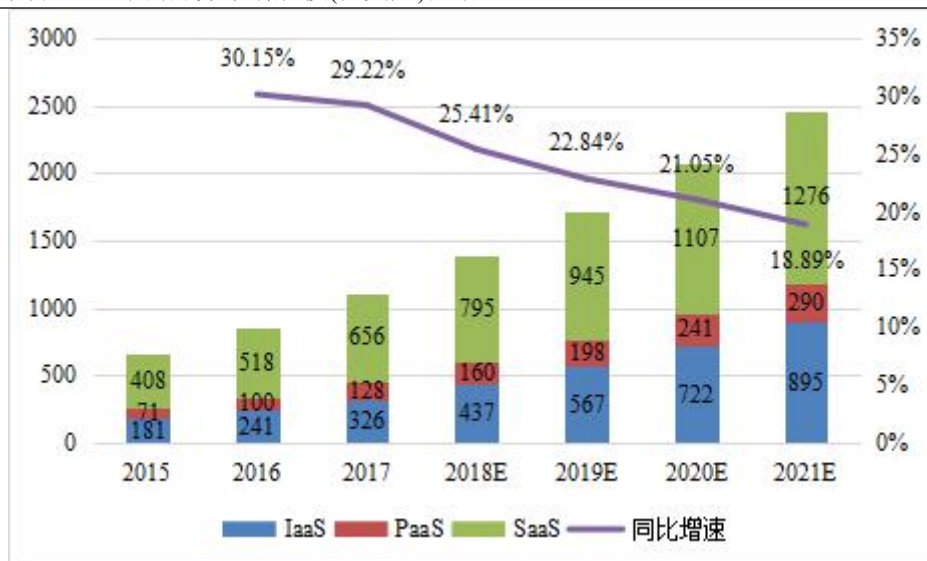
Source: Company, Phillip Securities

## 金山雲：遊戲與視頻領域先行者，加速拓展垂直領域

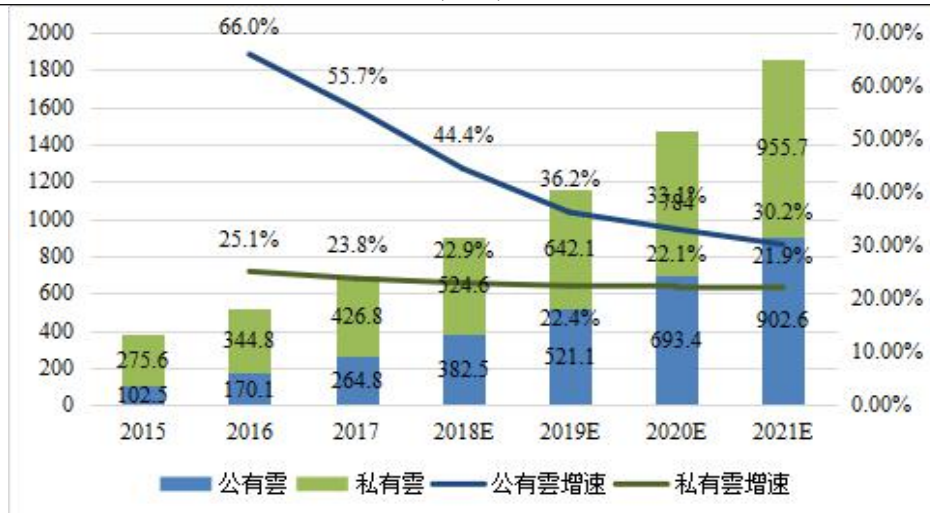
**行業概覽：**市面上比較常見的分類是按服務類別將雲計算市場分為三類：IaaS（基礎設施即服務）、PaaS（平臺即服務）和 SaaS（軟件即服務）；或者按四類典型的部署模式分為公有雲（對公眾或某個很大的業界群組提供雲服務）、私有雲（為某個組織運行服務）、社區雲（由若干個組織分享，以支持某個特定的社區）和混合雲。

**全球雲計算市場：**中國資訊通信研究院 8 月發佈的雲計算白皮書顯示，2017 年全球公有雲市場規模達到 1110 億美元，增速 29.22%。預計未來幾年市場平均增長率在 22% 左右，到 2021 年市場規模將達到 2461 億美元。**中國雲計算市場：**2017 年我國雲計算整體市場規模達 691.6 億元，增速 34.32%。其中，**公有雲市場**規模達到 264.8 億元，同比增 55% 以上，預計 2018-2021 年仍將保持快速增長態勢，到 2021 年市場規模將達到 902.6 億元，年均複合增速將高於 35%；2017 年**私有雲市場**規模達 426.8 億元，較 2016 年增長 23.8%，預計未來幾年將保持穩定增長，到 2021 年複合增速保持在 22% 以上。

圖表：全球雲計算市場規模(億美元)及增速



圖表：中國公有雲、私有雲市場規模(億元)及增速



Source: Gartner, CAICT, Phillip Securities

**公有雲市場進入壁壘已高。**由於公有雲不僅需要大規模的資金、技術、管理與服務投入，而且技術門檻和成熟度也都比較高，經過幾年的發展 IaaS 的市場壁壘已經形成。幾大巨頭雲服務商的優勢明顯，整體格局難以動搖，未來競爭將呈現強者恒強效應。全球市場方面，Gartner 的調查數據顯示，亞馬遜 AWS、微軟 Azure、阿裏雲、Google、IBM 佔據了 2017 年全球公有雲 IaaS 市場份額的前五名，且增長率均超過了 25%，而其他廠商的整體增長率只有 8%。國內市場方面，據中國資訊通信研究院的可信雲評估數據顯示，阿裏雲、騰訊雲、中國電信、金山雲、UCloud、中國聯通、中國移動等雲服務商佔據了國內大部分 IaaS 市場份額，並且領先優勢還在不斷擴大。

**金山雲創立於 2012 年**，是中國 TOP3 的雲計算公司，目前在北京、上海、成都、廣州、香港和北美等全球 30 個地區設立數據中心及運營機構。根據 IDG 的 2017 年下半年中國公有雲市場調研數據，金山雲是排名第三的 IaaS 服務提供者，佔據公有雲 IaaS 市場 6.5% 份額。金山雲已推出一系列完整的雲產品，以及適用於遊戲、視頻、政務、醫療、金融等垂直行業的雲服務解決方案。2018 年初，金山雲完成 D 輪融資，估值達到 23.73 億美元。未來，金山雲將鞏固互聯網領域，拓展更多垂直領域，積極拓展海外市場。

圖表：金山雲融資

時間	輪次	金額	領投方
2012.11	天使輪	1.82 百萬美元	小米科技
2013.8	A 輪	20 百萬美元	DST Global
2015.3	B 輪	66.66 百萬美元	小米科技、IDG、金山軟件
2016.2	C 輪	60 百萬美元	AMC (華夏資本管理基金)、IDG、金山軟件
2016.5	C+輪	50 百萬美元	CM (招商證券管理基金)
2018.1	D 輪	720 百萬美元	驪悅、民生、光遠、順為、天際資本、金山軟件



Source: Company, Phillip Securities

**金山雲業務發展迅猛。**2013年雲業務收入貢獻僅11.5百萬元人民幣，2017年收入達到1,332.5百萬元，年均增速超過227%。金山雲於創立之初首先發力雲儲存，再拓展遊戲、視頻、政企、醫療、金融等領域。**1) 遊戲雲：**遊戲雲業務在CDN、混合雲及網絡安全等多個領域取得了突破，客戶使用量持續攀升，業務收入穩定增長。**2) 視頻雲：**金山推出金睛平臺，基於人工智慧深度學習演算法，支持涉黃、涉恐、涉政、不良廣告等多種圖像智能識別服務；同時推出‘金山雲AI畫質+’對直播、短視頻提供即時安全監管服務，並且針對各種視頻應用場景中畫質不夠清晰，用戶體驗下降、識別困難等問題，推出了視頻超解析度技術和修復技術，最大程度提升畫質，改善觀看體驗。目前，金山雲已接入業內多家互聯網頭部客戶。**3) 政務雲**業務進展良好，在全國範圍內的佈局進一步擴大。今年上半年，金山雲集團作為全國最大的政務雲之一北京市政務雲的首批承建商，已服務北京市42個委辦局，並與日照市達成戰略合作協議共建智慧城市。**4) 醫療領域，**金山雲著眼於基層醫療衛生機構的醫療資訊化建設，以及基層醫療機構醫務人員的能力提升，助推國內分級診療政策落地；同時利用智能輔助診斷技術，幫助醫生完成語音病歷錄入、安全用藥指導、基本輔助診斷，提升工作效能。金山雲集團推出全國首個真正基於雲計算技術的醫療健康資訊系統CloudHIS，已經在十幾個省市部署應用。

## WPS:國產辦公軟件，三大變現途徑助力增長

**功能強大、體積小巧的辦公軟件。**WPS Office 是公司自主研發的一款辦公軟件套裝，可以實現辦公軟件最常用的文字、表格、演示等多種功能。WPS Office 系列產品研發始於1988年，公司在2005年推出PC端個人免費版，2011年推出針對安卓用戶的移動版，並在2013年覆蓋iOS平臺用戶。WPS具有記憶體佔用低、運行速度快、體積小巧的優點，擁有強大插件平臺支持，免費提供海量線上存儲空間及文檔範本，支持閱讀和輸出PDF檔，全面相容微軟Office97-2010格式獨特優勢，覆蓋Windows、Linux、Android、iOS等多個平臺。2017年五月，北京金山辦公軟件股份有限公司正式向中國證監會申請在深圳證券交易所創業板進行IPO。

圖表：WPS 產品組合

PC 端產品		
 <p><b>WPS Office 2019</b> <span>NEW</span> 簡單 創造 不簡單 2018.09.27 / 99.2 MB <a href="#">下載</a></p>	 <p><b>WPS Office 2016</b> 全新界面、超小體積、深度兼容；文... 2018.09.28 / 70.7 MB <a href="#">下載</a></p>	 <p><b>WPS Office For Mac</b> <span>NEW</span> 文檔在Mac上順暢呈現 2018.09.10 / 133.7 MB <a href="#">下載Alpha</a></p>
 <p><b>WPS Office 教育版</b> <span>NEW</span> 專為師生打造的全新Office套件 2018.09.10 / 99.9 MB <a href="#">下載</a></p>	 <p><b>金山詞霸 2016</b> 您身邊的翻譯專家，詞霸2016全新界... 2018.09.05 / 23.8 MB <a href="#">下載</a></p>	 <p><b>金山詞霸 For Mac</b> <span>NEW</span> 專為MAC設計的詞典翻譯工具 2017.07.18 / 2.8 MB <a href="#">下載</a></p>
 <p><b>WPS+云辦公服務</b> 專為中小企業打造的365天服務計劃 <a href="#">訂閱</a></p>	 <p><b>WPS H5制作工具</b> <span>NEW</span> 輕鬆上手，簡單易用，比PPT還簡單 <a href="#">體驗</a></p>	 <p><b>金山打字通</b> 零基础入門，輕鬆學打字 2018.05.10 / 24.9 MB <a href="#">下載</a></p>
 <p><b>金山PDF</b> 輕巧美觀，快速穩定的PDF阅读器，... 2018.09.27 / 25.9 MB <a href="#">下載</a></p>	 <p><b>口袋动画 Beta</b> <span>NEW</span> PocketAnimation，简称PA，是一款... 2018.09.10 / 18.1 MB <a href="#">下載</a></p>	 <p><b>WPS Office For Linux</b> 原生，兼容，高效。除延續Windows... 2018.09.11 / <a href="#">下載</a></p>
移動端產品		



Source: Company, Phillip Securities

**用戶基礎廣泛。**根據 IResearch 於今年五月發佈的調研報告，WPS Office 成為了國內 32.7% 的 PC 端用戶和 21.3% 的移動端用戶日常工作的必備軟件。公司招股書顯示，WPS Office 支持桌面和移動辦公，目前 WPS 移動版通過 Google Play 平臺，已覆蓋的 190 多個國家和地區。國內市場方面，公司的產品及服務在政府、金融、能源、航空等多個重要領域得到廣泛運用，目前已覆蓋 30 多個省市自治區政府、300 多個市縣級政府。國內 102 家央企中，公司服務 82 家，占比達到 80.39%；在金融行業，五大國有商業銀行均為公司客戶。2017 年 12 月，WPS Office 移動端月活躍用戶突破 1.45 億，2018 年上半年全球越活越用戶超過 3 億。

**順應移動辦公發展趨勢。**CNNIC《中國互聯網路發展狀況統計報告》顯示，截至 2017 年底，中國整體線民規模達 7.7 億，移動互聯網用戶規模達到 7.5 億。IResearch 研究指出，針對辦公軟件行業，傳統的 PC 端辦公仍是用戶處理辦公檔時不可替代的方式，但在傳統的 PC 辦公場景之外，用戶隨時隨地進行移動辦公的訴求與日俱增。在 PC 端辦公軟件保持持續穩定的發展背景下，移動辦公將作為有效補充，滿足更多樣的使用場景。除此之外，隨著人工智慧技術的落地，辦公軟件產品也呈現出智能化、服務化、集成化的特徵與發展方向。公司將不斷革新 WPS 的技術及產品，融合人工智慧和雲計算功能，打造更佳、更豐富的解決方案。

圖表：中國辦公軟件的業務發展方向



Source: IResearch, Phillip Securities

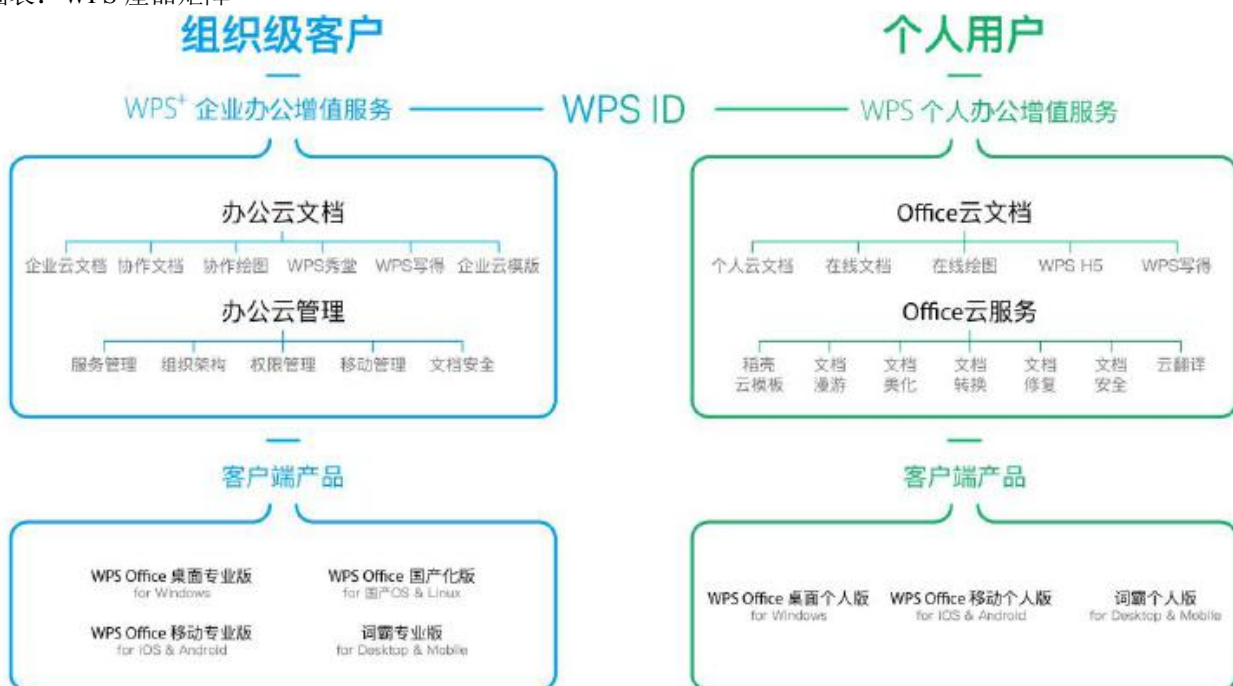
用戶質素高，結構健康利於長期發展。IResearch 訪問了 2065 名 WPS Office 用戶，結果顯示 26-35 歲的樣本占總樣本的 65.1%，其次為 36-40 歲的用戶（17.0%）。這一年齡段的用戶是城市核心工作人群，承擔著較大的工作壓力，可支配收入較低，但剛性消費需求較大。還約有 10% 左右的受訪者為 25 歲及以下年輕學生人群，由此可見學校也是 WPS Office 的使用場景之一。總體來說，WPS Office 用戶結構健康，為產品的持續穩定發展奠定了基礎。

三大變現途徑，廣告收入、會員增值服務推動收入快速增長。2016 年 WPS 辦公軟件的收入主要來自軟件使用費、廣告收入、訂閱服務，三項收入占比分別為 43.48%、45.08%、11.44%。2017 年，來自辦公軟件板塊的收益為 728.6 百萬元，較同期增長 32%，廣告推廣服務收益、個人用戶增值服務均實現快速增長。2018 年的調查顯示，34% 的 WPS 用戶購買了會員服務，購買的最主要目的是為了能夠使用 PDF 工具包、輸出長圖等會員專屬功能，相當一部分用戶已建立付費使用習慣。公司不斷優化和開發新性能，向用戶提供定製化辦公體驗。通過提供專屬及高品質內容，2017 年 12 月底的會員數量增長至年初的四倍。2018 年 7 月，WPS Office 正式發佈了 WPS Office 2019、WPS Office for Mac 等新品。新產品基於雲及人工智慧技術，為用戶提供更加智能化、場景化的辦公服務。

圖表：WPS 產品收費標準

服務	針對客戶	定價
辦公服務訂閱	中小級企業客戶	168 元/人/年; 365 元/人/年
	個人客戶	青銅會員 3 元/月;
		白銀會員 10 元/月;
		白金會員 50 元/月; 稻殼會員 20 元/月
軟件授權使用	WPS Office 2016	1998 元

圖表：WPS 產品矩陣



Source: Beijing Kingsoft Office Prospectus, Phillip Securities

## 估值與風險

我們的模型顯示目標價為**18.8港元**。我們預測得到2018-2022年收入增速為10.9%/31.5%/30.6%/32.7%/30.2%。根據最新市場交易估計各分部市場價值，考慮20%折價，分部求和得到公司股價應為**18.8港元**。匯率假設為10月4日一年期外匯遠期合約成交價。**下行風險**包括：分部業務增長不及預期；匯率風險；海外業務拓展不及預期等。

圖表：金山軟件分部收入及假設

RMB mn	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
<b>Revenue</b>	1,369.2	1,581.4	2,016.1	3,833.5	5,181.3	5,743.8	7,554.9	9,865.5	13,094.9	17,055.0
YoY	-	15.5%	27.5%	90.2%	35.2%	10.9%	31.5%	30.6%	32.7%	30.2%
Online games	1,095.9	1,252.8	1,368.8	2,545.7	3,120.2	2,652.2	2,917.4	3,209.1	3,530.0	3,883.0
YoY	28.7%	14.3%	9.3%	86.0%	22.6%	-15.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
Weight	80.0%	79.2%	67.9%	66.4%	60.2%	46.2%	38.6%	32.5%	27.0%	22.8%
Cloud services	11.5	68.8	272.5	737.2	1,332.5	1,998.8	2,998.2	4,197.4	5,876.4	7,639.3
YoY	-	497.1%	296.1%	170.5%	80.8%	50.0%	50.0%	40.0%	40.0%	30.0%
Weight	0.8%	4.4%	13.5%	19.2%	25.7%	34.8%	39.7%	42.5%	44.9%	44.8%
Office and others	261.8	259.9	374.7	550.7	728.6	1,092.9	1,639.3	2,459.0	3,688.4	5,532.7
YoY	-	-0.7%	44.2%	46.9%	32.3%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%
Weight	19.1%	16.4%	18.6%	14.4%	14.1%	19.0%	21.7%	24.9%	28.2%	32.4%

Source: Company, Phillip Securities

圖表：分部求和估值法

Equity	Valuation Base	Fair Value (RMB mn)	Ownership	Value (RMB mn)	Value per share (RMB)
西山居	142.6USD/9.9%*6.87 RMB/USD (Recent Tencent Trade)	9,923.3	67.7%	6,713.1	4.9
金山雲	2373mn USD*6.87 RMB/USD (Recent D series financing)	16,302.5	52.0%	8,477.3	6.2
辦公軟件及其他	560mn/10.88% (Proposed IPO)	6,575.4	67.5%	4,438.4	3.2
獵豹移動	Mtk.Cap on Oct 4	9,356.9	47.5%	4,444.5	3.2
			Sum (RMB)		17.5
			Discount		20%
			Discounted Sum (RMB)		14.0
Net Cash	18H1 Balance Sheet	3,608.8 RMB mn			2.6
			TP (RMB)		16.6
			Exchange Rate		0.885
			<b>TP (HKD)</b>		<b>18.8</b>
			<b>Upside</b>		<b>30%</b>

Source: Phillip Securities

圖表：同業估值對比

代碼	10月2日收盤價	總市值 百萬	總收入 百萬	總收入同比增長率(%)				市銷率 (TTM)	營業利潤率(%)				市盈率		
				18H1	17A	16A	15A		18H1	17A	16A	15A	17A	18E	19E
3888.HK	14.84	20386.13	5891.31	3.62	35.08	45.99	69.62	3.25	5.41	13.94	14.46	13.89	5.32	36.85	15.53
香港(10)	HKD														
最高值	--	27818.9	5891.31	40.88	88.52	257.13	69.62	13.12	32.52	38.72	37.54	37.37	75.01	68.15	51.92
中位值	--	4565.48	1360.57	20.4	21.56	24.87	8.96	3.44	7.22	1.48	1.02	-1.96	10.28	29.98	21.66
平均值	--	8639.3	2484.66	17.87	27.53	64.02	18.4	4.35	11.45	10.63	2.64	-7.16	-18.77	32.71	22.18
0268.HK	8.45	27818.9	2695.26	20.98	22.71	21.8	3.32	9.02	5.37	1.48	1.02	0.91	75.01	68.15	51.92
0799.HK	9.82	12667.54	4510.84	40.88	88.52	59.03	-1.03	2.24	31.95	28.82	23.84	21.54	10.39	8.12	7.01
0777.HK	15.86	8423.82	4406.7	39.24	37.82	118.61	32.33	1.55	7.22	-2.95	-16.04	-17.43	-337.84	53.66	25.38
6860.HK	2.43	4860	1360.57	-11.07	21.56	257.13	--	3.63	18.1	22	18.43	0.72	16.87	--	--
0596.HK	3.75	4270.95	1287.36	38.85	13.32	22.52	8.96	2.71	-0.59	-2.26	-7.12	-15.28	37.78	29.98	25.72
1297.HK	2.31	2823.71	687.72	19.8	16.49	18.91	25.55	3.65	32.52	38.72	37.54	37.37	10.28	9.49	8.02
1236.HK	1.19	2526.68	--	--	--	--	36.65	13.12	--	--	--	-63.12	--	--	--
1588.HK	9.86	2141.41	567.65	-11.84	15.64	24.87	1.24	3.87	12.14	-2.5	-46.49	-45.55	7.96	22.7	21.66
0418.HK	0.4	473.9	954.53	20.4	-3.35	7.29	-11.04	0.44	-9.02	-1.55	-1.9	-4.64	5.28	--	--
滬深(10)	RMB														
最高值	--	67939.76	7101.41	52.06	64.19	33.9	56.14	17.52	13.33	15.42	15.42	16.19	137.54	91.78	62.65
中位值	--	35902.8	3159.69	22.78	23.56	20.87	20.22	10.98	8.92	9.08	7.16	7.71	79.17	60.55	49.07
平均值	--	37643.42	3955.46	25.28	28.26	17.76	20.64	9.84	7.31	9.69	6.82	8.99	82.17	59.76	45.42
002230.SZ	28.57	67939.76	6139.12	52.06	64.19	32.77	41.6	9.12	-1.14	6.61	6.18	8.91	137.54	91.78	62.65
600588.SH	27.82	60572.15	7101.41	37.43	23.97	15.13	1.4	7.45	4.81	7.42	-0.3	-1.36	136.99	82.11	58.02
002153.SZ	33.76	40928.22	3339.83	2.65	11.22	33.9	-9.1	12.02	6.7	11.99	11.04	16.12	85.95	72.6	61.13
600570.SH	55.21	38762.46	2979.55	26.33	23.15	-2.73	56.14	11.57	9.77	1.31	1.29	12	72.38	56.49	43.55
300454.SZ	83.02	37739.45	2770.03	30.48	41.34	32.8	39.04	12.09	-3.74	14.98	3.75	16.19	57.9	46.94	35.84
002410.SZ	26.78	34066.15	2631.73	18.3	15.63	32.42	-12.45	11.9	10.56	15.27	10.9	5.92	63.48	56.11	47.08
002405.SZ	18.35	27307	2426.14	19.24	35.84	5.28	42.72	10.39	8.07	5.74	3.66	5.46	90.61	64.61	51.06

300253.SZ	14.42	26479.75	1349.59	30.23	26.12	26.61	53.58	17.52	11.42	15.42	15.42	13.7	101.73	72.87	53.39
600845.SH	24.51	21319.64	5408.59	18.04	20.59	0.71	-3.25	4.18	13.33	9.08	8.13	6.5	50.57	35.79	27.45
900926.SH	1.82	21319.64	5408.59	18.04	20.59	0.71	-3.25	2.13	13.33	9.08	8.13	6.5	24.52	18.27	14.01
美國(10)	USD														
最高值	--	1154500.58	208022.91	42.26	36.12	43.04	48.54	25.86	34.58	35.67	38.06	37.52	948.92	149.65	135.91
中位值	--	256611.38	18200.42	21.2	17.76	17.03	17.02	12.41	1.53	11.9	11.75	7.46	-14.59	50.83	42.7
平均值	--	467708.53	45111.99	21.36	18.71	17.65	20.59	12.57	5.4	7.44	5.48	5.02	-30.42	38.39	21.55
SAP.N	123.27	1154500.58	208022.91	1.75	6.34	6.1	18.41	5.4	18.61	21.56	23.4	23.43	30.78	--	--
ADBE.O	275.49	1051294.56	54819.99	23.76	24.72	22.08	15.64	15.69	32.78	29.69	25.49	18.86	79.39	50.83	42.7
CRM.N	159.86	945678.43	75435.36	26.4	24.88	25.87	24.07	10.26	4.87	2.25	0.77	1.17	948.92	149.65	135.91
INTU.O	227.72	460500.28	39584.53	14.33	10.29	11.98	-1.2	9.88	-1.8	26.95	26.46	21.14	60.66	--	--
ADSK.O	155.5	265762.4	14803.45	18.64	1.26	-18.89	-0.32	15.17	-3.73	-20.18	-20.64	0.05	-59.97	--	--
WDAY.O	145.87	247460.37	15425.72	28.37	36.12	35.02	47.53	13.04	-12.42	-14.15	-24	-22.77	-98.54	-85.3	-113.96
TEAM.O	95.72	176707.99	4772.65	42.26	35.64	43.04	48.54	25.86	-9.25	-10.18	-1.29	0.13	-531.8	--	--
SPLK.O	117.56	134756.55	9147.16	38.06	33.77	42.12	48.25	11.78	-32.19	-20.01	-36.19	-43.07	-66.53	--	--
ANSS.O	186	122577.06	8132.94	13.81	10.8	4.85	0.72	13.44	34.58	35.67	38.06	37.52	60.48	--	--
CTXS.O	111.12	117847.13	20975.13	6.17	3.24	4.36	4.22	5.18	22.53	22.78	22.73	13.75	-727.56	--	--

Source: Wind (as at Oct 2<sup>nd</sup>), Phillip Securities

## 財務報告

Key Ratios	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018E	FY2019E
<b>Valuation Ratios</b>					
Price to Earnings (P/E)	49.86	-68.86	6.13	192.55	14.69
Price to Book (P/B)	2.39	2.39	1.57	23.69	357.43
<b>Per Share Data (RMB)</b>					
EPS	0.29	-0.21	2.36	0.08	0.98
Book Value Per Share	6.04	6.05	9.21	0.61	0.04
Dividend Per Share	0.08	0.09	0.09	0.10	0.10
<b>Growth &amp; Margins (%)</b>					
<b>Growth</b>					
Revenue	27.49	90.15	35.16	10.86	31.53
Operating Income	-32.56	278.08	-12.02	-98.77	2,950.43
Net Profit	-78.79	-269.73	-400.83	-93.37	1,211.12
<b>Margins</b>					
Gross Profit Margin	75.48	66.29	58.14	51.00	52.00
Operating Profit Margin	12.14	24.13	15.71	0.17	4.03
Net Profit Margin	7.56	-6.75	15.02	0.90	8.95
<b>Returns</b>					
ROE (%)	5.95	-3.44	32.06	12.30	2433.82
ROA (%)	4.80	-0.06	5.80	3.69	730.14
<b>Income Statement (RMB mn)</b>					
	<b>FY2015</b>	<b>FY2016</b>	<b>FY2017</b>	<b>FY2018E</b>	<b>FY2019E</b>
Revenue	2,016	3,834	5,181	5,744	7,555
- Cost of Goods Sold	(494)	(1,292)	(2,169)	(2,814)	(3,626)
Gross Income	1,522	2,541	3,012	2,929	3,929
- Operating Expenses	(1,277)	(1,616)	(2,198)	(2,919)	(3,624)
Operating Income	245	925	814	10	304
- Net Non-Operating Expenses	56	(1,007)	98	50	482
Pretax Income	301	-82	912	60	786
- Income Tax Expenses	(148)	(177)	(134)	(8)	(110)
Profit from continuing operation	152	-259	778	52	676

Source: Company, Phillip Securities (HK) Research Estimates

Exchange rate: 0.885RMB/HKD, 6.87RMB/USD

(1Y forward contracts prices on Oct 4 from Wind)

(財務資料截至 2018 年 10 月 4 日)

**PHILLIP RESEARCH STOCK SELECTION SYSTEMS**

Total Return	Recommendation	Rating	Remarks
>+20%	Buy	1	>20% upside from the current price
+5% to +20%	Accumulate	2	+5% to +20% upside from the current price
-5% to +5%	Neutral	3	Trade within $\pm 5\%$ from the current price
-5% to -20%	Reduce	4	-5% to -20% downside from the current price
<-20%	Sell	5	>20% downside from the current price

We do not base our recommendations entirely on the above quantitative return bands. We consider qualitative factors like (but not limited to) a stock's risk reward profile, market sentiment, recent rate of share price appreciation, presence or absence of stock price catalysts, and speculative undertones surrounding the stock, before making our final recommendation

**GENERAL DISCLAIMER**

This publication is prepared by Phillip Securities (Hong Kong) Ltd ("Phillip Securities"). By receiving or reading this publication, you agree to be bound by the terms and limitations set out below.

This publication shall not be reproduced in whole or in part, distributed or published by you for any purpose. Phillip Securities shall not be liable for any direct or consequential loss arising from any use of material contained in this publication.

The information contained in this publication has been obtained from public sources which Phillip Securities has no reason to believe are unreliable and any analysis, forecasts, projections, expectations and opinions (collectively the "Research") contained in this publication are based on such information and are expressions of belief only. Phillip Securities has not verified this information and no representation or warranty, express or implied, is made that such information or Research is accurate, complete or verified or should be relied upon as such. Any such information or Research contained in this publication is subject to change, and Phillip Securities shall not have any responsibility to maintain the information or Research made available or to supply any corrections, updates or releases in connection therewith. In no event will Phillip Securities be liable for any special, indirect, incidental or consequential damages which may be incurred from the use of the information or Research made available, even if it has been advised of the possibility of such damages.

Any opinions, forecasts, assumptions, estimates, valuations and prices contained in this material are as of the date indicated and are subject to change at any time without prior notice.

This material is intended for general circulation only and does not take into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any particular person. The products mentioned in this material may not be suitable for all investors and a person receiving or reading this material should seek advice from a financial adviser regarding the suitability of such products, taking into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of that person, before making a commitment to invest in any of such products.

This publication should not be relied upon as authoritative without further being subject to the recipient's own independent verification and exercise of judgment. The fact that this publication has been made available constitutes neither a recommendation to enter into a particular transaction nor a representation that any product described in this material is suitable or appropriate for the recipient. Recipients should be aware that many of the products which may be described in this publication involve significant risks and may not be suitable for all investors, and that any decision to enter into transactions involving such products should not be made unless all such risks are understood and an independent determination has been made that such transactions would be appropriate. Any discussion of the risks contained herein with respect to any product should not be considered to be a disclosure of all risks or a complete discussion of such risks.

Nothing in this report shall be construed to be an offer or solicitation for the purchase or sale of a security. Any decision to purchase securities mentioned in this research should take into account existing public information, including any registered prospectus in respect of such security.

**Disclosure of Interest**

Analyst Disclosure: Neither the analyst(s) preparing this report nor his associate has any financial interest in or serves as an officer of the listed corporation covered in this report.

Firm's Disclosure: Phillip Securities does not have any investment banking relationship with the listed corporation covered in this report nor any financial interest of 1% or more of the market capitalization in the listed corporation. In addition, no executive staff of Phillip Securities serves as an officer of the listed corporation.

**Availability**

The information, tools and material presented herein are not directed, intended for distribution to or use by, any person or entity in any jurisdiction or country where such distribution, publication, availability or use would be contrary to the applicable law or regulation or which would subject Phillip Securities to any registration or licensing or other requirement, or penalty for contravention of such requirements within such jurisdiction.

Information contained herein is based on sources that Phillip Securities (Hong Kong) Limited ("PSHK") believed to be accurate. PSHK does not bear responsibility for any loss occasioned by reliance placed upon the contents hereof. PSHK (or its affiliates or employees) may have positions in relevant investment products. For details of different product's risks, please visit the Risk Disclosures Statement on <http://www.phillip.com.hk>.

© 2018 Phillip Securities (Hong Kong) Limited

**Contact Information (Regional Member Companies)**

**SINGAPORE****Phillip Securities Pte Ltd**

Raffles City Tower  
250, North Bridge Road #06-00  
Singapore 179101  
Tel : (65) 6533 6001  
Fax : (65) 6535 6631  
Website: [www.poems.com.sg](http://www.poems.com.sg)

**HONG KONG****Phillip Securities (HK) Ltd**

Exchange Participant of the Stock Exchange of Hong Kong  
11/F United Centre 95 Queensway  
Hong Kong  
Tel (852) 22776600  
Fax (852) 28685307  
Websites: [www.phillip.com.hk](http://www.phillip.com.hk)

**INDONESIA****PT Phillip Securities Indonesia**

ANZ Tower Level 23B,  
Jl Jend Sudirman Kav 33A  
Jakarta 10220 – Indonesia  
Tel (62-21) 57900800  
Fax (62-21) 57900809  
Website: [www.phillip.co.id](http://www.phillip.co.id)

**THAILAND****Phillip Securities (Thailand) Public Co. Ltd**

15th Floor, Vorawat Building,  
849 Silom Road, Silom, Bangrak,  
Bangkok 10500 Thailand  
Tel (66-2) 6351700 / 22680999  
Fax (66-2) 22680921  
Website: [www.phillip.co.th](http://www.phillip.co.th)

**UNITED KINGDOM****King & Shaxson Capital Limited**

6th Floor, Candlewick House,  
120 Cannon Street,  
London, EC4N 6AS  
Tel (44-20) 7426 5950  
Fax (44-20) 7626 1757  
Website: [www.kingandshaxson.com](http://www.kingandshaxson.com)

**AUSTRALIA****PhillipCapital Australia**

Level 12, 15 William Street,  
Melbourne, Victoria 3000, Australia  
Tel (613) 96188238  
Fax (613) 92002272  
Website: [www.phillipcapital.com.au](http://www.phillipcapital.com.au)

**MALAYSIA****Phillip Capital Management Sdn Bhd**

B-3-6 Block B Level 3 Megan Avenue II,  
No. 12, Jalan Yap Kwan Seng, 50450  
Kuala Lumpur  
Tel (603) 21628841  
Fax (603) 21665099  
Website: [www.poems.com.my](http://www.poems.com.my)

**JAPAN****PhillipCapital Japan K.K.**

Nagata-cho Bldg.,  
8F, 2-4-3 Nagata-cho,  
Chiyoda-ku, Tokyo 100-0014  
Tel (81-3) 35953631  
Fax (81-3) 35953630  
Website: [www.phillip.co.jp](http://www.phillip.co.jp)

**CHINA****Phillip Financial Advisory (Shanghai) Co. Ltd**

No 436 Hengfeng Road,  
Greentech Unit 604,  
Postal code 200070  
Tel (86-21) 51699400  
Fax (86-21) 63532643  
Website: [www.phillip.com.cn](http://www.phillip.com.cn)

**FRANCE****King & Shaxson Capital Limited**

3rd Floor, 35 Rue de la Bienfaisance 75008  
Paris France  
Tel (33-1) 45633100  
Fax (33-1) 45636017  
Website: [www.kingandshaxson.com](http://www.kingandshaxson.com)

**UNITED STATES****Phillip Futures Inc**

141 W Jackson Blvd Ste 3050  
The Chicago Board of Trade Building  
Chicago, IL 60604 USA  
Tel +1.312.356.9000  
Fax +1.312.356.9005