

游戏业务仍在蓄势期，业绩反转时点尚不明朗

——金山软件 (3888.HK) 2018Q3 季报点评

海外公司简报

◆三季度营收增长提速，然云业务占比加大，导致暂时经营亏损

3Q18 公司实现营收 15.4 亿元人民币，同比增长 18%，环比增长 14%。盈利能力来看，由于低毛利率的云业务占比加大，毛利率为 45%，同比下降 12 个百分点，环比下降 5 个百分点。由于毛利率下降叠加研发、销售、行政等各项费用率上升，公司暂时录得经营亏损 1.8 亿元，经营亏损率约 12%。母公司股东应占亏损为 0.6 亿元，净亏损率为 4%。

◆手游新品发布进程面临不确定性，何时迎来业绩拐点仍需观察

3Q18 网络游戏业务实现营收 6.8 亿元人民币，同比下降 9%，降幅较上一季度有所缩窄，环比增长 17%，主要由于《剑侠世界 2》iOS 版手游顺利推出。年内剑侠 IP 泛娱乐化拓展工作频频，陆续涉足动画、舞台剧、巴黎时装周等领域，有望延续旗舰 IP 生命力，有利于后续剑侠系列新手游变现。旗舰手游《剑侠情缘 3》正式发布有望驱动游戏业务反弹，然而具体发布时点仍面临一定不确定性，相对应地，公司何时迎来业绩拐点仍需观察。

◆云业务增长提速，WPS 出现季节性回落

得益于移动视频及互联网用户使用量提升，3Q18 云业务实现营收 6.0 亿元人民币，同比增长提速至 68%。我们预计金山云营收增速高于中国公有云 IaaS 市场整体增速，在国内份额有望小幅扩张。

3Q18 办公软件服务业务实现营收 2.6 亿元人民币，同比增速大幅放缓至 29%，环比下降 13%，主要由于企业版软件销售及个人版广告推广服务均出现季节性回落。

盈利预测、估值与评级：考虑到手游新品发布进程面临不确定性，或带来公司业绩的推迟释放，我们下调公司 2018-2020 年调整后的 EPS 预测 25%/5%/11% 至 0.12/0.39/0.49 元人民币。公司战略性手游发布有望驱动整体业绩反弹，然而具体发布时间面临不确定性导致业绩反转时点尚不明朗，基于 DCF 估值法，我们下调公司目标价至 14 港币，对应 2018/2019/2020 年 87/26/21 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 (单位: 人民币) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|---------------|--------|-------|--------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元) | 3,834 | 5,181 | 5,770 | 7,608 | 9,141 |
| 营业收入增长率 (%) | (32.5) | 35.2 | 11.4 | 31.9 | 20.1 |
| 调整后净利润 (百万元) | 1280 | 1404 | 165 | 543 | 672 |
| 调整后净利润增长率 (%) | 66.0 | 9.7 | (88.3) | 229.5 | 23.8 |
| 调整后 EPS (元) | 0.99 | 1.08 | 0.12 | 0.39 | 0.49 |
| 调整后 P/E | 10 | 10 | 87 | 26 | 21 |
| ROE (%) | (3.4) | 26.5 | (3.1) | 0.2 | 1.3 |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2018 年 11 月 12 日

增持 (下调)

当前股价/目标价: 12/14 港元

目标期限: 6 个月

分析师

付天姿 (执业证书编号: S0930517040002)

CFA · FRM

021-52523692

futz@ebsec.com

联系人

吴柳燕

021-52523690

wuliuyan@ebsec.com

市场数据

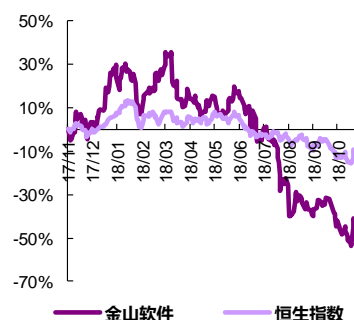
总股本(亿股): 13.74

总市值(亿港元): 160.73

一年最低/最高(港元): 10.06/31.1

近 3 月换手率: 89.4%

股价表现(一年)



收益表现

| % | 一个月 | 三个月 | 十二个月 |
|----|------|-------|-------|
| 相对 | -6.9 | -51.1 | -33.5 |
| 绝对 | -7.6 | -49.7 | -45.4 |

资料来源: Wind

相关研报

下半年仍将承压，等待 2019 年回暖
 2018-08-23
 期待游戏及 WPS 营收增长提速，盈利能力逐步改善
 2018-03-22

表 1: 损益表

| (单位: 百万人民币) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|---------------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|
| 主营业务收入 | 3,834 | 5,181 | 5,770 | 7,608 | 9,141 |
| 营业成本 | (1,292) | (2,169) | (3,173) | (4,109) | (4,753) |
| 毛利 | 2,541 | 3,012 | 2,596 | 3,500 | 4,388 |
| 其它收入 | 51 | 294 | 150 | 150 | 150 |
| 其他开支 | (8) | (50) | (29) | (38) | (40) |
| 营业开支 | (1,660) | (2,483) | (3,173) | (3,956) | (4,662) |
| 其他收益, 净额 | (1,211) | 2,403 | (278) | 130 | 182 |
| 财务成本净额 | 51 | 83 | 102 | 42 | (34) |
| 应占利润及亏损 | 120 | 171 | 200 | 200 | 200 |
| 税前利润 | (115) | 3,430 | (431) | 27 | 184 |
| 所得税开支 | (177) | (134) | 65 | (4) | (28) |
| 税后经营利润 | (292) | 3,297 | (366) | 23 | 156 |
| 少数股东权益 | 22 | (95) | 11 | (1) | (5) |
| GAAP 净利润 | (271) | 3,202 | (355) | 23 | 152 |
| Non-GAAP 净利润 | 1,280 | 1,404 | 165 | 543 | 672 |
| 息税折旧前利润 | 169 | 1,022 | (5) | 554 | 1,002 |
| 息税前利润 | (235) | 589 | (657) | (339) | (156) |
| 每股收益 (元) | (0.21) | 2.46 | (0.26) | 0.02 | 0.11 |
| 每股股息 (元) | 0.09 | 0.09 | 0.00 | 0.00 | 0.02 |
| 调整后每股收益 (元) | 0.99 | 1.08 | 0.12 | 0.39 | 0.49 |

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) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 总资产 | 17,579 | 17,762 | 18,295 | 23,626 | 28,049 |
| 流动资产 | 13,105 | 10,545 | 11,482 | 16,721 | 21,077 |
| 现金及短期投资 | 9,993 | 8,599 | 8,655 | 11,413 | 13,711 |
| 有价证券及短期投资 | 205 | 88 | 200 | 200 | 200 |
| 应收账款 | 9,993 | 1,199 | 1,147 | 1,513 | 1,817 |
| 存货 | 11 | 10 | 32 | 41 | 48 |
| 其它流动资产 | (7,097) | 648 | 1,448 | 3,555 | 5,301 |
| 非流动资产 | 4,474 | 7,217 | 6,813 | 6,905 | 6,972 |
| 长期投资 | 572 | 4,056 | 4,150 | 4,245 | 4,340 |
| 固定资产净额 | 296 | 56 | 469 | 736 | 857 |
| 其他非流动资产 | 3,606 | 3,105 | 2,194 | 1,923 | 1,775 |
| 总负债 | 7,577 | 5,209 | 6,228 | 11,536 | 15,807 |
| 流动负债 | 3,731 | 3,854 | 4,863 | 10,160 | 14,422 |
| 应付账款 | 561 | 248 | 455 | 589 | 682 |
| 短期借贷 | 438 | 1,121 | 1,319 | 5,609 | 8,948 |
| 其它流动负债 | 2,732 | 2,485 | 3,089 | 3,963 | 4,792 |
| 长期负债 | 3,846 | 1,355 | 1,365 | 1,375 | 1,385 |
| 长期债务 | 3,647 | 1,276 | 1,276 | 1,276 | 1,276 |
| 其它 | 199 | 79 | 89 | 99 | 109 |
| 股东权益合计 | 10,002 | 12,553 | 12,067 | 12,090 | 12,242 |
| 股东权益 | 7,887 | 12,089 | 11,613 | 11,636 | 11,783 |
| 少数股东权益 | 2,115 | 464 | 453 | 454 | 459 |
| 负债及股东权益总额 | 17,579 | 17,762 | 18,295 | 23,626 | 28,049 |
| 净现金/(负债) | 5,709 | 6,124 | 5,970 | 4,428 | 3,378 |
| 营运资本 | 9,444 | 961 | 724 | 964 | 1,183 |
| 长期可运用资本 | 13,848 | 13,908 | 13,432 | 13,465 | 13,627 |
| 股东及少数股东权益 | 10,002 | 12,553 | 12,067 | 12,090 | 12,242 |

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) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 经营活动现金流 | 1,393 | 1,890 | 400 | (936) | (172) |
| 净利润 | (271) | 3,202 | (355) | 23 | 152 |
| 折旧与摊销 | 404 | 433 | 652 | 893 | 1,159 |
| 营运资本变动 | (8) | 5 | 237 | (241) | (219) |
| 其它 | 1,267 | (1,749) | (134) | (1,610) | (1,264) |
| 投资活动现金流 | (3,128) | (4,108) | (526) | (638) | (830) |
| 资本性支出净额 | (681) | (717) | (1,269) | (1,419) | (1,569) |
| 资产处置 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资变化 | (268) | (3,490) | (100) | (100) | (100) |
| 其它资产变化 | (2,179) | 99 | 843 | 880 | 838 |
| 自由现金流 | 2,859 | (1,360) | (1,798) | (5,145) | (4,077) |
| 融资活动现金流 | 601 | (266) | 181 | 4,332 | 3,301 |
| 股本变动 | 343 | 1,344 | 3 | 0 | 0 |
| 净债务变化 | 1,228 | (1,689) | 199 | 4,289 | 3,340 |
| 派发红利 | (110) | (271) | (122) | 0 | (5) |
| 其它长期负债变化 | (860) | 350 | 102 | 42 | (34) |
| 净现金流 | (1,134) | (2,484) | 55 | 2,758 | 2,299 |

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 |
|-----|---|
| 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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证, 本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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的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, 光大证券股份有限公司的经营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, 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。

本证券研究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。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议, 本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下, 本报告中的信息或所表达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达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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意見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, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送, 未经本公司书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络本公司并获得许可, 并需注明出处为光大证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机: 021-22169999 传真: 021-22169114、22169134

| 机构业务总部 | 姓名 | 办公电话 | 手机 | 电子邮件 |
|--------|-----|---------------|-------------------------|-------------------------|
| 上海 | 徐硕 | 021-52523543 | 13817283600 | shuoxu@ebsecn.com |
| | 李文渊 | | 18217788607 | liwenyuan@ebsecn.com |
| | 李强 | 021-52523547 | 18621590998 | liqiang88@ebsecn.com |
| | 罗德锦 | 021-52523578 | 13661875949/13609618940 | luodj@ebsecn.com |
| | 张弓 | 021-52523558 | 13918550549 | zhanggong@ebsecn.com |
| | 黄素青 | 021-22169130 | 13162521110 | huangsuqing@ebsecn.com |
| | 邢可 | 021-22167108 | 15618296961 | xingk@ebsecn.com |
| | 李晓琳 | 021-52523559 | 13918461216 | lixiaolin@ebsecn.com |
| | 郎珈艺 | 021-52523557 | 18801762801 | dingdian@ebsecn.com |
| | 余鹏 | 021-52523565 | 17702167366 | yupeng88@ebsecn.com |
| | 丁点 | 021-52523577 | 18221129383 | dingdian@ebsecn.com |
| | 郭永佳 | | 13190020865 | guoyongjia@ebsecn.com |
| | 北京 | 郝辉 | 010-58452028 | 13511017986 |
| 梁晨 | | 010-58452025 | 13901184256 | liangchen@ebsecn.com |
| 吕凌 | | 010-58452035 | 15811398181 | lvling@ebsecn.com |
| 郭晓远 | | 010-58452029 | 15120072716 | guoxiaoyuan@ebsecn.com |
| 张彦斌 | | 010-58452026 | 15135130865 | zhangyanbin@ebsecn.com |
| 鹿舒然 | | 010-58452040 | 18810659385 | pangsr@ebsecn.com |
| 黎晓宇 | | 0755-83553559 | 13823771340 | lix1@ebsecn.com |
| 张亦潇 | | 0755-23996409 | 13725559855 | zhangyx@ebsecn.com |
| 深圳 | 王渊锋 | 0755-83551458 | 18576778603 | wangyuanfeng@ebsecn.com |
| | 张靖雯 | 0755-83553249 | 18589058561 | zhangjingwen@ebsecn.com |
| | 苏一耘 | | 13828709460 | suyy@ebsecn.com |
| | 常密密 | | 15626455220 | changmm@ebsecn.com |
| | 陶奕 | 021-52523546 | 18018609199 | taoyi@ebsecn.com |
| 国际业务 | 梁超 | 021-52523562 | 15158266108 | liangc@ebsecn.com |
| | 金英光 | | 13311088991 | jinyg@ebsecn.com |
| | 王佳 | 021-22169095 | 13761696184 | wangjia1@ebsecn.com |
| | 郑锐 | 021-22169080 | 18616663030 | zh Rui@ebsecn.com |
| | 凌贺鹏 | 021-22169093 | 13003155285 | linghp@ebsecn.com |
| | 周梦颖 | 021-52523550 | 15618752262 | zhoumengying@ebsecn.com |
| | 戚德文 | 021-52523708 | 18101889111 | qidw@ebsecn.com |
| | 安玲娴 | 021-52523708 | 15821276905 | anlx@ebsecn.com |
| | 张浩东 | 021-52523709 | 18516161380 | zhanghd@ebsecn.com |
| | 吴冕 | 0755-23617467 | 18682306302 | wumian@ebsecn.com |
| 私募业务部 | 吴琦 | 021-52523706 | 13761057445 | wuqi@ebsecn.com |
| | 王舒 | 021-22169419 | 15869111599 | wangshu@ebsecn.com |
| | 傅裕 | 021-52523702 | 13564655558 | fuyu@ebsecn.com |
| | 王婧 | 021-22169359 | 18217302895 | wangjing@ebsecn.com |
| | 陈潞 | 021-22169146 | 18701777950 | chenlu@ebsecn.com |
| | 王涵洲 | | 18601076781 | wanghanzhou@ebsecn.com |