

公司报告

招商证券(香港)有限公司
证券研究部

金山软件 (3888 HK)

一季度业绩预览: 游戏业务平稳发展, 云业务增长成焦点

■ 我们预期17年一季度营收/核心利润同比上升38%/43%至24.2亿/3.27亿元(人民币, 下同)。我们的盈利预测比市场共识高5%/13%

■ 剑侠情缘带动手游营收大幅增长, 预期网游收入同比急升78%(环比下跌1%)至8.12亿元

■ 云服务快速增长和WPS移动版变现, 我们预测非游戏收入将同比上升24%(环比下跌6%)至16亿元

手游: 剑侠情缘一季度月流水稳定

我们预期由于季节性因素的关系, 一季度手游收入将环比下跌1%至3.31亿元, 相当于网游总收入的41%。剑侠情缘一季度的表现预期将会稳定, 月流水将为2.5亿至3亿元, 与其在中国IOS十大营收手游排名相符(每周五排名第六至第十一之间)。预计剑网3(端游版)将带动端游收入, 我们预计一季度端游收入将同比上升13%(环比下降1%)至4.8亿元。腾讯互动娱乐UP2017年度发布会介绍了手游剑网3: 指尖江湖, 游戏可能在三季度末推出。

云服务及WPS移动版带动非游戏业务增长

云服务客户数持续增加和WPS移动版变现, 带来新收入来源, 同时业务利润率也正在改善, 将推动公司收入和利润增长。我们预期云、WPS和其他业务一季度将同比增长112%(环比下跌6%)至4.43亿元, 占总收入18%。公司建议分拆北京办公软件于深圳交易所上市, 而香港交易所亦已于2017年5月8日批准有关建议。我们相信此次分拆, 可为金山软件带来新的资金来源, 分担公司在扩展WPS业务上的资本开支和释放WPS的隐藏价值。

我们预期猎豹移动(CMCM US)一季度的收入将温和同比增长7%(环比下降7%)至12亿元。Facebook (FB US)暂停中国工具型手机应用广告使猎豹广告收入承压, 但我们预计Live.me和News Republic的变现将部分抵消其负面影响。

手游剑网3: 指尖江湖和云成为主要增长催化剂

金山软件现值为15.1倍2017年度预测市盈率或0.5倍17年度预测PEG(按照18年度预测每股盈利增长计算), 相比同业的平均值折让62%。催化剂包括: 1) 手游剑网3: 指尖江湖推出; 2) 云服务利润率提升; 和3) 成功分拆WPS上市。

盈利预测及估值

人民币百万元	FY14	FY15	FY16	FY17E	FY18E
营业额	3,350	5,676	8,282	11,492	14,661
同比增长(%)	54.2	69.4	45.9	38.8	27.6
核心盈利	689	760	1,286	1,638	2,189
同比增长(%)	(1.3)	10.3	69.1	27.4	33.6
核心摊薄每股盈利(港元)	0.71	0.73	1.23	1.39	1.82
市盈率(x)	29.5	28.8	17.1	15.1	11.5
市净率(x)	5.5	3.5	3.5	2.9	2.5
ROE(%)	19.4	5.9	(3.4)	15.2	17.5

注: 收盘价截至2017年5月8日

资料来源: 彭博、公司资料、招商证券(香港)

柯良蔚

+852-3189 6392

richardko@cmschina.com.hk

郑汇亨

+852-3189 6394

seancheng@cmschina.com.hk

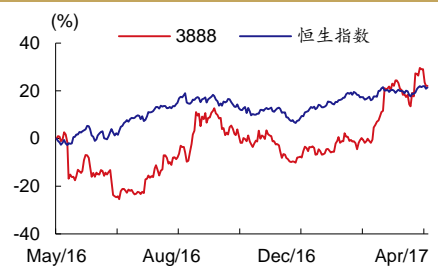
最新变动

N/A

买入

前次评级	买入
股价	HK\$21.0
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	HK\$27.8 (+32%)
前次目标价	HK\$27.8

股价表现



资料来源: 贝格数据

%	1m	6m	12m
3888 HK	1.0	21.8	18.4
恒生指数	1.3	7.3	22.2

行业: TMT

恒生指数	24578
国企指数	9982

重要数据

52周股价区间(港元)	12.7-22.95
市值(十亿美元)	3.5
日均成交量(百万股)	9.07
17年度核心每股盈利预测(港元)	1.39

主要股东

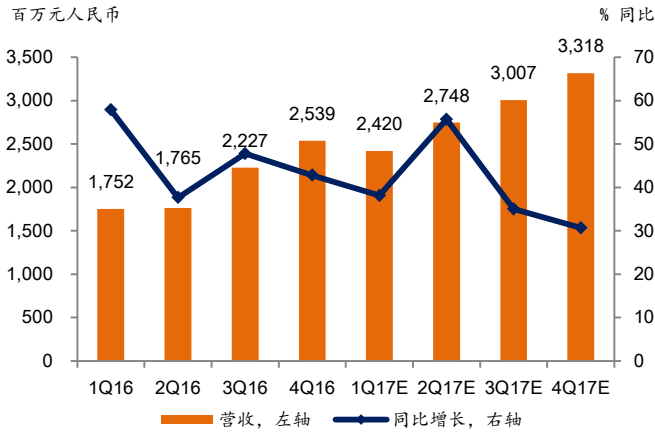
雷军	24.7%
求伯君	8.4%
腾讯控股有限公司	8.3%
总股数(百万股)	1307
自由流通量	56.5%

相关报告

- 金山软件(3888 HK) - 出售4.34%游戏子公司于腾讯-双赢交易(买入) 2017/04/24
- 金山软件(3888 HK) - 多重增长引擎, 持续增强动力(买入) 2017/04/12

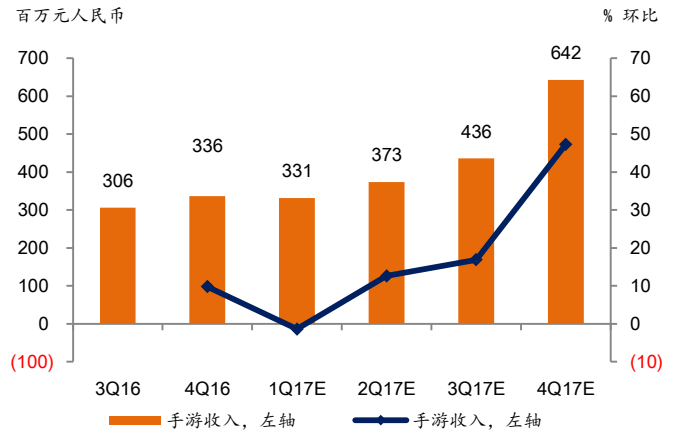
重点图表

图1: 总营业收入



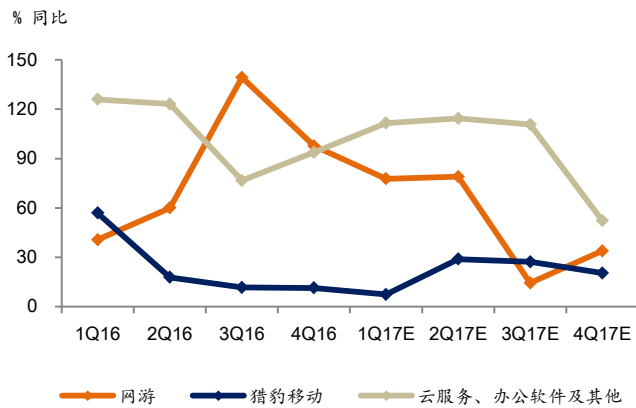
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图2: 手游收入



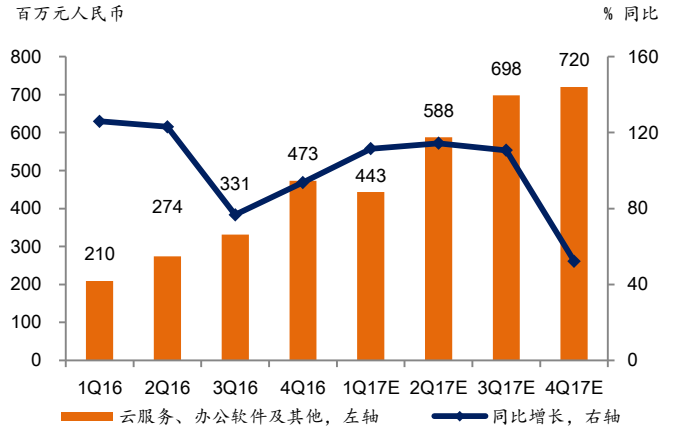
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图3: 分部门收入增长



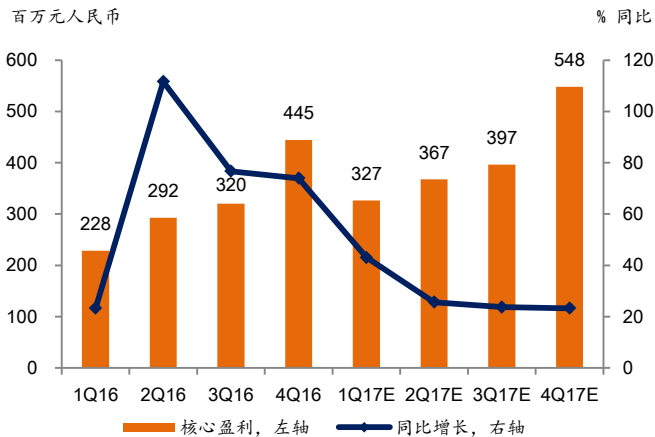
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图4: 云服务、WPS和其他收入预测



资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图5: 核心盈利



注: 核心盈利是指除股份激励成本和其他损益之外的净利润
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图6: 市盈率区间



注: 收盘价截至2017年5月8日
资料来源: 彭博, 公司资料, 招商证券(香港)预测

财务预测表

资产负债表

人民币百万元	FY14	FY15	FY16	FY17E	FY18E
物业、厂房及设备	584	966	1,098	1,372	1,695
联营/合营公司投资	149	324	572	652	732
AVS 投资	567	2,226	1,051	1,051	1,051
现金及现金等价物	6,984	8,606	9,825	11,377	13,402
应收账款	411	966	1,774	2,413	3,079
其他	1,688	2,396	3,259	3,966	4,588
总资产	10,382	15,485	17,579	20,831	24,547
递延收入	325	450	585	636	737
借款	2,808	2,847	3,291	3,291	3,291
应付账款	80	185	560	915	1,226
其它应付款项	931	1,809	2,124	2,871	3,615
其它	121	283	1,017	1,362	1,802
总负债	4,265	5,574	7,577	9,075	10,670
股东权益总额	4,561	7,871	7,887	9,410	11,212
少数股东权益	1,555	2,041	2,115	2,347	2,665
总权益	6,117	9,911	10,002	11,756	13,877

现金流量表

人民币百万元	FY14	FY15	FY16	FY17E	FY18E
经营活动现金流	952	1,435	1,393	1,862	2,630
税前利润	962	542	(124)	1,820	2,495
折旧	88	188	313	415	556
股份补偿成本	202	356	361	323	386
运营资金变动	62	230	(321)	(194)	(132)
其它	(361)	119	1,164	(503)	(676)
投资活动现金流	(3,368)	(472)	(3,128)	(954)	(1,208)
资本开支	(237)	(629)	(613)	(690)	(880)
定期存款变动	(1,986)	1,813	(2,072)	(551)	(700)
其他	(1,144)	(1,655)	(443)	286	372
融资活动现金流	2,950	2,234	601	93	(97)
股息	(144)	(122)	(110)	(116)	(387)
借款净额	1,806	102	605	345	440
其它	1,288	2,253	106	(137)	(150)
净现金流	517	3,435	(853)	1,001	1,325

注：截至2017年5月8日收盘价

资料来源：彭博、公司数据、招商证券(香港)预测

利润表

人民币百万元	FY14	FY15	FY16	FY17E	FY18E
营业收入	3,350	5,676	8,282	11,492	14,661
营业成本	(590)	(1,319)	(2,662)	(4,356)	(5,836)
毛利润	2,760	4,357	5,620	7,136	8,825
销售和营销费用	(797)	(1,756)	(1,958)	(2,257)	(2,646)
一般管理和行政费用	(297)	(443)	(565)	(704)	(792)
研发费用	(956)	(1,348)	(1,840)	(2,377)	(2,953)
股份补偿成本	(202)	(356)	(361)	(323)	(386)
利息收入/支出	2	88	77	115	147
总营业费用	(2,251)	(3,814)	(4,647)	(5,546)	(6,631)
营业利润	510	543	973	1,591	2,194
其他收入/损失	304	(74)	(1,190)	0	0
财务收入净额	163	116	59	150	221
联营/合营公司股份	(15)	(43)	34	80	80
税前收入	962	542	(124)	1,820	2,495
所得税	(95)	(201)	(168)	(273)	(374)
少数股东权益	98	(27)	(22)	232	318
净收入	769	369	(271)	1,315	1,803
核心盈利	689	760	1,286	1,638	2,189

主要财务比率

	FY14	FY15	FY16	FY17E	FY18E
年成长率					
营业收入	54	69	46	39	28
毛利润	47	58	29	27	24
经营利润	(25)	7	79	63	38
净利润	15	(52)	NA	NA	37
核心盈利	(1)	10	69	27	34
摊薄核心每股盈利	3	5	78	19	33
主要比率					
ROE	19.4	5.9	(3.4)	15.2	17.5
毛利率	82.4	76.8	67.9	62.1	60.2
经营利润率	15.2	9.6	11.7	13.8	15.0
净利率	22.9	6.5	(3.3)	11.4	12.3
核心净利率	20.6	13.4	15.5	14.3	14.9
股息支付率	15.5	29.2	NA	25.0	25.0
每股资料 and 估值 (人民币)					
基本核心每股盈利	0.59	0.60	1.05	1.25	1.66
摊薄核心每股盈利	0.57	0.59	1.05	1.25	1.66
摊薄核心每股盈利 (港元)	0.71	0.73	1.23	1.39	1.82
每股净资产	3.85	6.04	6.05	7.16	8.46
每股股息	0.10	0.08	0.09	0.28	0.38
估值					
市盈率 (x)	29.5	28.8	17.1	15.1	11.5
市净率 (x)	5.5	3.5	3.5	2.9	2.5
股息率 (%)	0.61	0.48	0.48	1.45	1.91

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

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所评论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。

监管披露

有关重要披露事项，请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cms/hk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照，并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照，并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券(香港)并非于美国登记的经纪自营商，除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外，招商证券(香港)的产品及服务并不向美国人提供。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料，但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险，且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料，但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险，且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

香港

招商证券(香港)有限公司
 香港中环交易广场一期 48 楼
 电话: +852 3189 6888
 传真: +852 3101 0828