

金山軟體 (3888 HK)

短期蟄伏，是為了更好的騰飛

- ❖ **向全球擴張的移動互聯網公司。**公司成立於 1988 年，是國內最大的個人桌面軟體發展商，旗下擁有西山居、獵豹移動(CMCM US)、金山辦公以及金山雲等四家子公司。隨著“轉型移動互聯網”的戰略實施，公司在整體業務及管理模式等方面已完成全面轉型，並形成了“3+1”的業務集群，即以互動娛樂、互聯網安全及辦公軟體為支柱，以雲計算為新起點的戰略佈局。擁有超過 70 款產品與服務，超過 30 款網路遊戲。
- ❖ **2016Q2 獵豹移動增速放緩，轉型正當時。**(1) 收入結構層面：公司 2016Q2 營收 17.7 億元，同比增長 38%，其中網路遊戲、獵豹移動(CMCM US)、辦公軟體及其他業務收入分別占總收入的 27%、57%及 16%，收入增速的放緩主要來自於 Facebook 演算法調整致獵豹移動短期變現受阻。(2) 盈利能力層面：2016Q2 歸屬於母公司淨虧損 8.1 億元，主要受累於投資迅雷(XNET US)及世紀互聯(VNET US)私有化撤銷而計提減值損失。我們認為，公司由高度依賴獵豹移動的高速增長逐漸突出高經營利潤率且市場潛力巨大的網路遊戲業務與金山雲業務，轉型陣痛期盈利承壓在所難免，而獵豹移動“內容聚合+直銷運營”的轉型路線將隨著規模效應及變現優化逐漸釋放利潤。
- ❖ **手遊進入重度動作類遊戲發酵期，市場機遇有利《劍俠》IP 貨幣化：**2016Q2 公司網遊收入為 4.8 億元，同比增長 60%，其強勁增長主要得力於首款《劍俠情緣》手遊的推出；《劍 3》季度收入再創新高，同比增長 88%，6 月總流水達 5.1 億元。手遊市場的發展經歷休閒、先進休閒遊戲及角色扮演類階段，並呈現出從輕度向重度的轉移態勢。近年來網易的《梦幻西游》成為了回合制 MMORPG 中的現象級產品，生命週期超過了一般重度手遊，長期佔據了暢銷榜排名前列，而騰訊(700 HK)推出的《王者榮耀》也成績斐然。因此，我們認為，中國手遊市場目前正等待更具有爆發力的現象級重度動作類手遊產品的出現，儘管遊戲份額已經充分向市場巨頭（騰訊(700 HK)及網易(NTES US)）集中，但憑藉西山居優質的 IP 儲備、製作精良的遊戲畫面以及管道資源優勢，《劍俠世界》和《劍 3》手遊版將有機會使得西山居重返大廠地位。
- ❖ **金山雲：開啟“視頻雲+遊戲雲”雙引擎增長模式。**金山雲服務、辦公軟體及其他業務產生的收益為 2.7 億元，同比增長 123%，主要受益於移動視頻雲及遊戲雲增長、WPS 貨幣化加速。金山雲為國內最大的獨立雲儲存及 OPENSTACK 公有雲供應商、為前 20 家遊戲廠商提供超 50%的雲服務。隨著未來醫療雲及政務雲的佈局，金山雲不僅在小米生態鏈中野蠻生長，料將迅速建立市場規模及競爭優勢，成為公司中長期業績增長動力。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY13A	FY14A	FY15A
營業額 (百萬元人民幣)	2,173	3,350	5,676
調整後淨利潤 (百萬元人民幣)	732	971	725
經調整後每股盈利 (元人民幣)	0.6	0.8	0.6
每股盈利變動 (%)	48%	31%	-32%
市盈率(x)	23.9	18.2	26.6
市帳率(x)	4.8	3.1	2.0
股息率 (%)	0.0	4.2	2.0
權益收益率 (%)	19.7	14.2	3.4
資產負債率(%)	34.0	41.1	36.0

來源：公司及招銀國際研究

金山軟體 (3888 HK)

評級	未評級
收市價	HK\$17.48
目標價	不適用
市值 (港幣百萬)	22,775
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	134.0
52 周高/低 (港幣)	21.6/12.7
發行股數 (百萬)	1302.5
主要股東	雷軍(24.4%)
	TOPCLICK Holdings (8.3%)
	Naspers Limited (8.2%)

來源：彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	12.1%	10.2%
3 月	14.9%	1.0%
6 月	-3.9%	-14.9%

來源：彭博

過去一年股價



來源：彭博

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1) 發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2) 他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1) 並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；(2) 不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3) 沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4) 並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第 49(2) (a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。