

金山軟件(3888 HK)

手游貢獻利潤，收穫正當時

- ❖ **低潮已過，3Q16 業績觸底反彈。**根據 3Q16 未經審核業績，公司迎來業績春風，主要體現在：**1）業績扭虧為盈。**2Q16 錄得虧損 8.08 億元（人民幣·下同），而 3Q16 歸屬母公司淨利潤同比大漲 198%至 1.42 億元；銷售費用得到良好控制（環比下降 2%）；**2）經營利潤增長強勁**，公司經營利潤為 2.65 億元，環比激增 209%，同比激增 310%。靚麗業績背後主要受益於公司手游業務開始貢獻利潤、金山雲迅速滲透垂直行業及獵豹移動工具及內容產品持續發力下推動收入恢復環比增長。
- ❖ **手游重度化發酵+遊戲分成上調，《劍俠情緣 1》手游持續增收趨勢可期。**3Q16 遊戲收入 7.92 億元，同比大漲 139%。手游經歷移動互聯網初期的大規模發展，用戶偏好逐漸向重度化沉澱，西山居優質的 IP 儲備、製作精良的遊戲畫面以及渠道資源優勢，將有望在手游重度化發酵期享受 IP 貨幣化春風。此外，因劍俠情緣表現超預期，公司近期公告表示雙方修訂預期 2016-2019 年騰訊（獨家代理商）將付給公司遊戲分成上限，16/17/18/19 年 1 月上調幅度分別為 91%/0%/30%/40%，其中 2016 年由 3.9 億元上調至 7.5 億元。我們認為，分成比例的直接上調將觸發 2016 年遊戲收入的大幅增長，而《劍 3》季度收入再創新高（同比增長 61%）、《劍俠情緣手游》的持續火熱、《劍俠世界》手游的初戰告捷（自 9 月 20 日首次亮相即躋身小米熱銷榜和下載榜雙榜第一）以及於 2017 年即將推出的 3 款手游，將成為遊戲業務的長期業績動力。
- ❖ **獵豹移動：收入增速“V 形”反轉，內容聚合逐步深化。**受益於公司工具產品的出色表現和貨幣化效率的優化（休閒遊戲的商業化提升），獵豹移動季度收入在持續兩季度下滑後，於 3Q16 錄得上漲，環比增長 9%。在海外市場擴張及移動轉型進程中，我們認為公司成熟的工具型產品矩陣將為短期業績提供有力支撐，而已經迅速沖榜的三大內容應用“Musical.ly+ NewsRepublic+ Live.me”有望打開平臺型及社區型產品藍海。目前 Live.me 已初步進入商業化，隨著公司“深度學習”變現模式的加速，已經坐擁海量用戶的三大應用貨幣化模式一旦成熟，或將打造公司增收新引擎。
- ❖ **金山雲滲透垂直行業，辦公軟件潛在上市機會或將重塑估值。**隨著金山雲“視頻雲+遊戲雲”雙引擎增長模式的深化、政務雲的開啓，金山雲收入貢獻將逐步體現。而 WPS Office 與雲服務的聯通助推 WPS 月活創新高（3Q16 達 2.3 億），隨著 WPS 貨幣化加速、WPS 郵箱的推廣及同行企業的合作深化，辦公軟件業務有望借助潛在上市機會重塑公司估值。此外，小米 MIX 的火爆熱銷預計將重新為公司業務生態鏈注入增長源泉。

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)	23.5	18.0	26.2
市帳率(x)	4.7	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

蔡浩

(852) 37618776

simontsoi@cmbi.com.hk

黃群

(852) 37610889

sophiehuang@cmbi.com.hk

金山軟件(3888 HK)

評級	未評級
收市價	HK\$17.2
目標價	不適用
市值 (港幣百萬)	22,414
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	169.5
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%)
	TCH SAFFRON LTD (8.2%)

來源：彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	0.8%	5.4%
3 月	11.1%	14.3%
6 月	21.6%	7.8%

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) 發表于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并無直接或間接關係。

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

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。報告所載數據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，并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，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，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數據。報告中的信息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。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布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并不時自行及/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，任何機構或個人于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信息，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。接收本報告之行爲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。