

金山软件(3888 HK)

手游贡献利润，收获正当时

- ❖ **低潮已过，3Q16 业绩触底反弹。**根据 3Q16 未经审核业绩，公司迎来业绩春风，主要体现在：**1) 业绩扭亏为盈。**2Q16 录得亏损 8.08 亿元（人民币·下同），而 3Q16 归属母公司净利润同比大涨 198%至 1.42 亿元；销售费用得到良好控制（环比下降 2%）；**2) 经营利润增长强劲**，公司经营利润为 2.65 亿元，环比激增 209%，同比激增 310%。靓丽业绩背后主要受益于公司手游业务开始贡献利润、金山云迅速渗透垂直行业及猎豹移动工具及内容产品持续发力下推动收入恢复环比增长。
- ❖ **手游重度化发酵+游戏分成上调，《剑侠情缘 1》手游持续增收趋势可期。**3Q16 游戏收入 7.92 亿元，同比大涨 139%。手游经历移动互联网初期的大规模发展，用户偏好逐渐向重度化沉淀，西山居优质的 IP 储备、制作精良的游戏画面以及渠道资源优势，将有望在手游重度化发酵期享受 IP 货币化春风。此外，因剑侠情缘表现超预期，公司近期公告表示双方修订预期 2016-2019 年腾讯（独家代理商）将付给公司游戏分成上限，16/17/18/19 年 1 月上调幅度分别为 91%/0%/30%/40%，其中 2016 年由 3.9 亿元上调至 7.5 亿元。我们认为，分成比例的直接上调将触发 2016 年游戏收入的大幅增长，而《剑 3》季度收入再创新高（同比增长 61%）、《剑侠情缘手游》的持续火热、《剑侠世界》手游的初战告捷（自 9 月 20 日首次亮相即跻身小米热销榜和下载榜双榜第一）以及于 2017 年即将推出的 3 款手游，将成为游戏业务的长期业绩动力。
- ❖ **猎豹移动：收入增速“V 形”反转，内容聚合逐步深化。**受益于公司工具产品的出色表现和货币化效率的优化（休闲游戏的商业化提升），猎豹移动季度收入在持续两季度下滑后，于 3Q16 录得上涨，环比增长 9%。在海外市场扩张及移动转型进程中，我们认为公司成熟的工具型产品矩阵将为短期业绩提供有力支撑，而已经迅速冲榜的三大内容应用“Musical.ly+ NewsRepublic+ Live.me”有望打开平台型及社区型产品蓝海。目前 Live.me 已初步进入商业化，随着公司“深度学习”变现模式的加速，已经坐拥海量用户的三大应用货币化模式一旦成熟，或将打造公司增收新引擎。
- ❖ **金山云渗透垂直行业，办公软件潜在上市机会或将重塑估值。**随着金山云“视频云+游戏云”双引擎增长模式的深化、政务云的开启，金山云收入贡献将逐步体现。而 WPS Office 与云服务的联通助推 WPS 月活创新高（3Q16 达 2.3 亿），随着 WPS 货币化加速、WPS 邮箱的推广及同行企业的合作深化，办公软件业务有望借助潜在上市机会重塑公司估值。此外，小米 MIX 的火爆热销预计将重新为公司业务生态链注入增长源泉。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY13A	FY14A	FY15A
营业额 (百万元人民币)	2,173	3,350	5,676
调整后净利润 (百万元人民币)	732	971	725
经调整后每股盈利 (元人民币)	0.6	0.8	0.6
每股盈利变动 (%)	48%	31%	-32%
市盈率(x)	23.5	18.0	26.2
市帐率(x)	4.7	3.1	2.0
股息率 (%)	0.0	4.2	2.0
权益收益率 (%)	19.7	14.2	3.4
资产负债率 (%)	34.0	41.1	36.0

来源: 公司及招银国际研究

蔡浩

(852) 37618776

simontsoi@cmbi.com.hk

黄群

(852) 37610889

sophiehuang@cmbi.com.hk

金山软件(3888 HK)

评级	未评级
收市价	HK\$17.2
目标价	不适用
市值(港币百万)	22,414
过去 3 月平均交易(港币百万)	169.5
52 周高/低(港币)	21.6/12.7
发行股数(百万)	1302.5
主要股东	雷军(24.4%)
	TOPCLICK Holdings (8.3%)
	TCH SAFFRON LTD (8.2%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	0.8%	5.4%
3 月	11.1%	14.3%
6 月	21.6%	7.8%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。