

# 睿智投资

## 金山软件 (3888 HK, HK\$23.00, 目标价: HK\$28.00, 买入) - 为未来的成长加强投入

- ❖ **猎豹移动流量增长快速、货币化能力强大。**猎豹移动开发的手机应用程序，包括清洁大师，CM Security，电池医生和 Photo Grid 广受市场欢迎。过去两年猎豹移动除了 MAU 急速增长，货币化能力(移动收入/ 移动 MAU)也大幅改善。我们相信通过提高移动广告的收入，猎豹移动的货币化能力还有很大的提升空间。
- ❖ **将网游发展的重点转向手游市场。**虽然剑侠情缘 3 在 14 财年仍然是网游业务的主要收入来源，金山开始将网游发展的重心从 PC 端转向手游市场。目前公司在开发已开发的手游已超过 10 只，主要为 SLG 和中度游戏。公司预计将在 15 财年每月发布一款游戏。我们认为金山可以得到小米及猎豹移动的支持来推动其手游发展。
- ❖ **WPS Office 由政府需求和移动版 WPS 驱动。**WPS 办公软件广泛应用于政府部门及其他市政机构加上许多大中型企业。由于中国政府重视网络安全并支持国产软件开发商，我们预计 WPS Office 将在未来几年大幅受益。此外，移动版 WPS 将是 WPS Office 的另一增长动力，移动版 WPS 将通过增值服务，包括云存储和网络办公服务来达至货币化。
- ❖ **利用小米的支持来壮大金山云。**金山云是公司的一个新业务部门，专注于为企业提供云存储和云计算服务。在目前的早期发展阶段，金山云将不会以盈利为目标。目前金山云的主要客户为小米。两家公司关系紧密，我们认为小米将对金山云壮大规模提供很大的帮助。
- ❖ **我们预期 15-16 财年的每股收益分别为人民币 0.83 元和人民币 1.10 元，年复合增长率为 29.1%。**因 1) 猎豹移动用户的增长潜力巨大以及货币化能力很强，以及 2) 金山云受小米支持而前景亮丽，我们以 27 倍 15 财年预测市盈率为公司估值，相当于过去三年平均市盈率加一个标准偏差。目标价为 28.00 港元，代表着 21.7% 的上升潜力。首次评级为 买入。

### 金山软件 (3888 HK)

评级	买入
收市价(港币)	23.00
目标价(港币)	28.00
市值(港币百万)	27,165
过去 3 月平均交易(港币百万)	186.3
52 周高/低(港币)	33.5/14.78
发行股数(百万股)	1,184.8
主要股东	雷军 (26.8%)
来源:	彭博

### 股价表现

	绝对	相对
1 月	27.7%	27.3%
3 月	47.7%	40.0%
6 月	23.2%	13.5%

来源: 彭博

### 过去一年股价



来源: 彭博

### 财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY12A	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E
营业额(百万人民币)	1,411	2,173	3,350	5,466	8,253
净利润(百万人民币)	433	671	769	967	1,282
每股收益(人民币)	0.38	0.58	0.66	0.83	1.10
每股收益变动(%)	30.5	53.5	13.5	25.7	32.6
市盈率(x)	48.6	31.7	27.9	22.2	16.7
市帐率(x)	7.9	5.5	3.5	2.7	2.1
股息率(%)	0.5	0.5	0.6	0.7	1.0
权益收益率(%)	16.2	17.5	12.6	12.2	12.4
净财务杠杆率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

来源: 公司及招银国际研究部

**利润表**

12月31日 (百万人民币)	FY12A	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E
<b>收入</b>	<b>1,411</b>	<b>2,173</b>	<b>3,350</b>	<b>5,466</b>	<b>8,253</b>
网上游戏	851	1,096	1,253	1,481	1,733
猎豹移动	337	694	1,674	3,432	5,697
WPS	195	289	291	305	314
其他	27	94	133	248	508
<b>销售成本</b>	<b>(187)</b>	<b>(297)</b>	<b>(590)</b>	<b>(1,120)</b>	<b>(1,651)</b>
<b>毛利</b>	<b>1,224</b>	<b>1,876</b>	<b>2,760</b>	<b>4,345</b>	<b>6,602</b>
研发费用	(385)	(596)	(956)	(1,530)	(2,369)
销售费用	(234)	(383)	(797)	(1,219)	(1,816)
管理费用	(148)	(192)	(297)	(465)	(685)
其他营运收入/费用	(43)	(23)	(196)	(219)	(330)
<b>息税前收益</b>	<b>414</b>	<b>682</b>	<b>514</b>	<b>913</b>	<b>1,403</b>
<b>息税及折旧摊销前收益</b>	<b>502</b>	<b>781</b>	<b>783</b>	<b>1,440</b>	<b>2,277</b>
利息收入	98	129	239	278	268
融资成本	(9)	(24)	(76)	(108)	(102)
其他非营运收入/费用	25	38	285	328	495
<b>税前利润</b>	<b>528</b>	<b>825</b>	<b>962</b>	<b>1,411</b>	<b>2,065</b>
所得税	(61)	(71)	(95)	(141)	(206)
非控制股东权益	(34)	(83)	(98)	(303)	(576)
<b>净利润</b>	<b>433</b>	<b>671</b>	<b>769</b>	<b>967</b>	<b>1,282</b>

来源：公司资料，招銀国际预测

**资产负债表**

12月31日 (百万人民币)	FY12A	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E
<b>非流动资产</b>	<b>576</b>	<b>729</b>	<b>2,309</b>	<b>4,901</b>	<b>7,248</b>
物业、厂房及设备	371	385	584	2,085	2,997
递延税项资产	33	52	78	127	192
其他	172	292	1,648	2,688	4,059
<b>流动资产</b>	<b>3,065</b>	<b>5,075</b>	<b>8,072</b>	<b>8,006</b>	<b>9,129</b>
现金及现金等价物	696	2,677	3,194	2,445	2,726
已抵押银行存款	19	20	20	20	20
存货	17	4	7	15	18
应收贸易款项	130	185	411	674	972
其他	2,202	2,190	4,440	4,851	5,392
<b>流动负债</b>	<b>933</b>	<b>789</b>	<b>1,395</b>	<b>2,202</b>	<b>3,386</b>
借债	414	16	16	(73)	(38)
应付贸易账款	23	32	79	153	222
其他	496	740	1,300	2,121	3,203
<b>非流动负债</b>	<b>34</b>	<b>1,185</b>	<b>2,870</b>	<b>2,758</b>	<b>2,624</b>
借债	0	1,116	2,792	2,681	2,547
其他	34	69	77	77	77
少数股东权益	160	450	1,555	2,537	3,831
<b>净资产总值</b>	<b>2,515</b>	<b>3,380</b>	<b>4,561</b>	<b>5,409</b>	<b>6,536</b>
<b>股东权益</b>	<b>2,515</b>	<b>3,380</b>	<b>4,561</b>	<b>5,409</b>	<b>6,536</b>

来源：公司资料，招銀国际预测

### 现金流量表

12月31日 (百万人民币)	FY12A	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E
<b>营业利润</b>	<b>414</b>	<b>682</b>	<b>514</b>	<b>913</b>	<b>1,403</b>
折旧和摊销	88	99	269	528	874
营运资金变动	(111)	309	113	213	308
利息支出	(9)	(24)	(76)	(108)	(102)
利息收入	98	129	239	278	268
税款支出	(94)	(91)	(121)	(190)	(271)
其他	169	(166)	15	25	(81)
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>556</b>	<b>938</b>	<b>952</b>	<b>1,658</b>	<b>2,399</b>
购置固定资产	(59)	(83)	(416)	(1,944)	(1,657)
其他	(1,004)	39	(2,952)	(1,126)	(1,500)
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(1,063)</b>	<b>(44)</b>	<b>(3,368)</b>	<b>(3,070)</b>	<b>(3,157)</b>
股本的变化	56	572	(160)	0	0
银行贷款变动	67	665	1,677	(200)	(100)
其他	(113)	(115)	1,433	863	1,139
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>10</b>	<b>1,122</b>	<b>2,950</b>	<b>663</b>	<b>1,039</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>(497)</b>	<b>2,016</b>	<b>535</b>	<b>(749)</b>	<b>281</b>
年初现金及现金等价物	1,199	696	2,677	3,194	2,445
外汇差额	(6)	(35)	(18)	0	0
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>696</b>	<b>2,677</b>	<b>3,194</b>	<b>2,445</b>	<b>2,726</b>

来源：公司资料，招銀国际预测

### 主要比率

12月31日	FY12A	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E
<b>销售组合 (%)</b>					
网上游戏	60.3	50.4	37.4	27.1	21.0
猎豹移动	23.9	32.0	50.0	62.8	69.0
WPS	13.8	13.3	8.7	5.6	3.8
其他	1.9	4.3	4.0	4.5	6.2
<b>总和</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>

### 盈利能力比率 (%)

毛利率	86.8	86.3	82.4	79.5	80.0
息税及折旧摊销前收益率	35.6	35.9	23.4	26.4	27.6
营业利润率	29.3	31.4	15.3	16.7	17.0
净利润率	30.7	30.9	22.9	17.7	15.5
有效税率	11.6	8.6	9.9	10.0	10.0

### 增长 (%)

收入增长	NA	54	54	63	51
毛利增长	NA	53	47	57	52
息税前收益增长	NA	65	(25)	78	54
净利润增长	NA	55	15	26	33

### 资产负债比率

流动比率 (x)	3.3	6.4	5.8	3.6	2.7
速动比率 (x)	3.3	6.4	5.8	3.6	2.7
平均应收账款周转天数	34	31	45	45	43
平均存货周转天数	33	4	4	5	4
平均应付账款周转天数	45	40	49	50	49
现金周期	22	(4)	(0)	0	(2)
净负债/权益比率 (%)	(76)	(88)	(69)	(46)	(39)

### 回报率 (%)

资本回报率	16.2	17.5	12.6	12.2	12.4
资产回报率	11.9	11.6	7.4	7.5	7.8

### 每股数据 (人民币)

每股利润	0.38	0.58	0.66	0.83	1.10
每股账面值	2.34	3.32	5.25	6.82	8.90
每股股息	0.09	0.09	0.10	0.13	0.18

来源：公司资料，招銀国际预测

## 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关于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

本报告期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作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上责任。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 年证券交易法规则 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。