

金山软件(3888 HK, HK\$20.85, 未评级) - 手游超预期, 拐点将至

- ❖ **西山居游戏增长强劲, 新品补充效应可期。** FY16 公司收入及调整后净利润分别为 82.8 亿元(人民币·下同)、8.9 亿元, 高于市场一致预期 3%、2%。主要受益于西山居游戏表现靓丽, 全年游戏收入同比大涨 86%。其中《剑网3》上线 7 年仍贡献稳健收入增长(FY16 同比增长 56%), 同时《剑侠情缘1》手游超预期(月流水维持在 2.5-3 亿元), 逐渐成为公司利润增长新引擎。预计公司于 2017 年将推出 10 款以上新品, 包括剑侠世界 2(预计 6 月推出)、代理游戏成吉思汗、魔域(1H17 推出), 剑侠情缘 3 手游(预计 9 月推出)。管理层预计 FY17 游戏收入同比增速保守估计将超过 30%, 其中手游超过 40%。而考虑手游重度化的沉淀、剑侠情缘的原有玩家粘性, 预计新品推出后收益补充效应可期。
- ❖ **云计算收入同比劲增长 171%。**在视频云及游戏云的推动下, 公司云计算收入实现爆发式增长, 管理层预计 FY17 保持超过 100% 的同比增速。鉴于国内同业阿里云与腾讯云依旧处于市场拓展期(2016 年曾出现下调价格以争夺市场份额), 我们认为 FY17 金山云仍将持续投入, 但净亏损将逐渐改善。
- ❖ **办公软件 WPS 潜在上市机会或将重塑估值。**WPS Office 与云服务的联通过推 WPS 月活创新高(2016 年 11 月 MAU 首次突破 1 亿), 随着 WPS 货币化加速(免费增值模式的引进)及同行企业的合作深化, WPS 业务有望借助潜在上市机会(预计明年于深圳创业板上市)重塑公司估值。
- ❖ **猎豹移动调整持续, 转授表决权助于释放收入增速压力。**受益于 Live.me 及 Newsrepublic 商业化加速, 猎豹移动(CMCM US, 持有)内容收入贡献显着提升(FY16 预计约 1.4 亿-1.5 亿元)。虽然猎豹 1Q17 收入指引低于市场预期 6%(环比下降 7%-10%, 受季节效应影响), 但考虑转授表决权后猎豹将不再并表(仅将猎豹的权益按联营公司权益入账), 利于市场关注其游戏、云及 WPS 业务的高增长。
- ❖ **估值下调空间有限, 拐点将至。**公司在经历猎豹增速放缓、减值拨备后估值已明显下调, 而随着猎豹的终止并表, 游戏及新业务的靓丽表现, 估值下行空间有限。虽然新游戏推出时间有所调整, 致使短期催化剂有限, 但长期增长空间值得期待。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E
营业额(百万元人民币)	3,350	5,676	8,282	10,268	12,478
调整后净利润(百万元人民币)	971	725	892	1,224	1,578
经调整后每股盈利(元人民币)	0.8	0.6	0.7	1.0	1.3
每股盈利变动(%)	31.0	-32.0	16.7	42.9	30.0
市盈率(x)	22.2	32.5	27.0	18.7	14.3
市帐率(x)	3.6	2.3	3.1	2.7	2.3
股息率(%)	0.6	0.5	0.5	0.7	0.8
权益收益率(%)	19.4	5.9	NA	NA	NA
资产负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

来源: 公司, 彭博

黄群

(852) 37610889

sophiehuang@cmbi.com.hk

TMT 行业

金山软件(3888 HK)

评级	未评级
收市价	HK\$20.85
目标价	不适用
市值(港币百万)	27,253
过去 3 月平均交易(港币百万)	112.5
52 周高/低(港币)	21.0/12.7
发行股数(百万)	1304.0
主要股东	雷军(24.3%)
	TOPCLICK Holdings (8.3%)
	TCH SAFFRON LTD (8.2%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	12.8%	10.2%
3 月	23.4%	9.4%
6 月	8.2%	3.6%

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，请与我们联络。

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。