

金山軟件 (3888 HK, HK\$23.00, 目標價: HK\$28.00, 買入) - 為未來的成長加強投入

- ❖ **獵豹移動的流量增長快速、貨幣化能力強大。**獵豹移動開發的手機應用程式，包括清潔大師，CM Security，電池醫生和 Photo Grid 廣受市場歡迎。過去兩年獵豹移動除了 MAU 急速增長，貨幣化能力(移動收入/ 移動 MAU)也大幅改善。我們相信通過提高移動廣告的收入，獵豹移動的貨幣化能力還有很大的提升空間。
- ❖ **將網遊發展的重點轉向手遊市場。**雖然劍俠情緣 3 在 14 財年仍然是網遊業務的主要收入來源，金山開始將網遊發展的重心從 PC 端轉向手遊市場。目前公司在開發加已開發的手遊已超過 10 只，主要為 SLG 和 中度遊戲。公司預計將在 15 財年每月發佈一款遊戲。我們認為金山可以得到小米及獵豹移動的支援來推動其手遊發展。
- ❖ **WPS Office 由政府需求和移動版 WPS 驅動。**WPS 辦公軟件廣泛應用於政府部門及其他市政機構加上許多大中型企業。由於中國政府重視網絡安全並支持國產軟件開發商，我們預計 WPS Office 將在未來幾年大幅受益。此外，移動版 WPS 將是 WPS Office 的另一增長動力，移動版 WPS 將通過增值服務，包括雲存儲和網絡辦公服務來達至貨幣化。
- ❖ **利用小米的支持來壯大金山雲。**金山雲是公司的一個新業務部門，專注於為企業提供雲存儲和雲計算服務。在目前的早期發展階段，金山雲將不會以盈利為目標。目前金山雲的主要客戶為小米。兩家公司關係緊密，我們認為小米將對金山雲壯大規模提供很大的幫助。
- ❖ **我們預期 15-16 財年的每股收益分別為人民幣 0.83 元和人民幣 1.10 元，年複合增長率為 29.1%。**因 1) 獵豹移動用戶的增長潛力巨大以及貨幣化能力很強，以及 2) 金山雲受小米支持而前景亮麗，我們以 27 倍 15 財年預測市盈率為公司估值，相當於過去三年平均市盈率加一個標準差。目標價為 28.00 港元，代表著 21.7% 的上升潛力。首次評級為 買入。

金山軟件 (3888 HK)

評級	買入
收市價 (港幣)	23.00
目標價 (港幣)	28.00
市值 (港幣百萬)	27,165
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	186.3
52 周高/低 (港幣)	33.5/14.78
發行股數 (百萬股)	1,184.8
主要股東	雷軍 (26.8%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	27.7%	27.3%
3 月	47.7%	40.0%
6 月	23.2%	13.5%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY12A	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E
營業額 (百萬人民幣)	1,411	2,173	3,350	5,466	8,253
淨利潤 (百萬人民幣)	433	671	769	967	1,282
每股收益 (人民幣)	0.38	0.58	0.66	0.83	1.10
每股收益變動 (%)	30.5	53.5	13.5	25.7	32.6
市盈率(x)	48.6	31.7	27.9	22.2	16.7
市帳率(x)	7.9	5.5	3.5	2.7	2.1
股息率 (%)	0.5	0.5	0.6	0.7	1.0
權益收益率 (%)	16.2	17.5	12.6	12.2	12.4
淨財務杠杆率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

來源: 公司及招銀國際研究部

利潤表

12月31日 (百万人民币)	FY12A	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E
收入	1,411	2,173	3,350	5,466	8,253
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
销售成本	(187)	(297)	(590)	(1,120)	(1,651)
毛利	1,224	1,876	2,760	4,345	6,602
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)
息税前收益	414	682	514	913	1,403
息税及折旧摊销前收益	502	781	783	1,440	2,277
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
税前利润	528	825	962	1,411	2,065
所得税	(61)	(71)	(95)	(141)	(206)
非控制股东权益	(34)	(83)	(98)	(303)	(576)
净利润	433	671	769	967	1,282

来源：公司资料，招銀國際预测

资产负债表

12月31日 (百万人民币)	FY12A	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E
非流动资产	576	729	2,309	4,901	7,248
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
流动资产	3,065	5,075	8,072	8,006	9,129
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
流动负债	933	789	1,395	2,202	3,386
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
非流动负债	34	1,185	2,870	2,758	2,624
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
净资产总值	2,515	3,380	4,561	5,409	6,536
股东权益	2,515	3,380	4,561	5,409	6,536

来源：公司资料，招銀國際预测

现金流量表

12月31日 (百万人民币)	FY12A	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E
营业利润	414	682	514	913	1,403
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)
经营活动所得现金净额	556	938	952	1,658	2,399
购置固定资产	(59)	(83)	(416)	(1,944)	(1,657)
其他	(1,004)	39	(2,952)	(1,126)	(1,500)
投资活动所得现金净额	(1,063)	(44)	(3,368)	(3,070)	(3,157)
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
融资活动所得现金净额	10	1,122	2,950	663	1,039
现金增加净额	(497)	2,016	535	(749)	281
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
年末现金及现金等价物	696	2,677	3,194	2,445	2,726

来源：公司资料，招銀國際预测

主要比率

12月31日	FY12A	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E
销售组合 (%)					
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
总和	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

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，招銀國際预测

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，並可能會受標的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。