

## 金山软件(3888 HK)

## 短期蛰伏，是为了更好的腾飞

- ❖ **向全球扩张的移动互联网公司。**公司成立于1988年，是国内最大的个人桌面软件开发商，旗下拥有西山居、猎豹移动(CMCM US)、金山办公以及金山云等四家子公司。随着“转型移动互联网”的战略实施，公司在整体业务及管理模式等方面已完成全面转型，并形成了“3+1”的业务集群，即以互动娱乐、互联网安全及办公软件为支柱，以云计算为新起点的战略布局。拥有超过70款产品与服务，超过30款网络游戏。
- ❖ **2016Q2 猎豹移动增速放缓，转型正当时。**（1）收入结构层面：公司2016Q2营收17.7亿元，同比增长38%，其中网络游戏、猎豹移动、办公软件及其他业务收入分别占总收入的27%、57%及16%，收入增速的放缓主要来自于Facebook算法调整致猎豹移动短期变现受阻。（2）盈利能力层面：2016Q2归属于母公司净亏损8.1亿元，主要受累于投资迅雷(XNET US)及世纪互联(VNET US)私有化撤销而计提减值损失。我们认为，公司由高度依赖猎豹移动的高速增长逐渐突出高经营利润率且市场潜力巨大的网络游戏业务与金山云业务，转型阵痛期盈利承压在所难免，而猎豹移动“内容聚合+直销运营”的转型路线将随着规模效应及变现优化逐渐释放利润。
- ❖ **手游进入重度动作类游戏发酵期，市场机遇有利《剑侠》IP货币化。**2016Q2公司网游收入为4.8亿元，同比增长60%，其强劲增长主要得力于首款《剑侠情缘》手游的推出；《剑3》季度收入再创新高，同比增长88%，6月总流水达5.1亿元。手游市场的发展经历休闲、先进休闲游戏及角色扮演类阶段，并呈现出从轻度向重度的转移态势。近年来网易的《梦幻西游》成为了回合制MMORPG中的现象级产品，生命周期超过了一般重度手游，长期占据了畅销榜排名前列，而腾讯(700 HK)推出的《王者荣耀》也成绩斐然。因此，我们认为，中国手游市场目前正等待更具有爆发力的现象级重度动作类手游产品的出现，尽管游戏份额已经充分向市场巨头（腾讯(700 HK)及网易(NTES US)）集中，但凭借西山居优质的IP储备、制作精良的游戏画面以及渠道资源优势，《剑侠世界》和《剑3》手游版将有机会使得西山居重返大厂地位。
- ❖ **金山云：开启“视频云+游戏云”双引擎增长模式。**金山云服务、办公软件及其他业务产生的收益为2.7亿元，同比增长123%，主要受益于移动视频云及游戏云增长、WPS货币化加速。金山云为国内最大的独立云储存及OPENSTACK公有云供应商、为前20家游戏厂商提供超50%的云服务。随着未来医疗云及政务云的布局，金山云不仅在小米生态链中野蛮生长，料将迅速建立市场规模及竞争优势，成为公司中长期业绩增长动力。

## 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)	23.9	18.2	26.6
市帐率(x)	4.8	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

## 金山软件(3888 HK)

评级	未评级
收市价	HK\$17.48
目标价	不适用
市值(港币百万)	22,775
过去3个月平均交易(港币百万)	134.0
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%)
	Naspers Limited(8.2%)

来源：彭博

## 股价表现

	绝对	相对
1月	12.1%	10.2%
3月	14.9%	1.0%
6月	-3.9%	-14.9%

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。