

金山軟件(3888 HK, HK\$20.85, 未評級) - 手游超預期, 拐點將至

- ❖ **西山居游戲增長強勁, 新品補充效應可期。** FY16 公司收入及調整後淨利潤分別為 82.8 億元(人民幣,下同)、8.9 億元, 高于市場一致預期 3%、2%。主要受益于西山居游戲表現靚麗, 全年游戲收入同比大漲 86%。其中《劍網 3》上線 7 年仍貢獻穩健收入增長(FY16 同比增長 56%), 同時《劍俠情緣 1》手游超預期(月流水維持在 2.5-3 億元), 逐漸成為公司利潤增長新引擎。預計公司于 2017 年將推出 10 款以上新品, 包括劍俠世界 2(預計 6 月推出)、代理游戲成吉思汗、魔域(1H17 推出), 劍俠情緣 3 手游(預計 9 月推出)。管理層預計 FY17 游戲收入同比增速保守估計將超過 30%, 其中手游超過 40%。而考慮手游重度化的沉澱、劍俠情緣的原有玩家粘性, 預計新品推出後收益補充效應可期。
- ❖ **雲計算收入同比勁增長 171%。** 在視頻雲及游戲雲的推動下, 公司雲計算收入實現爆發式增長, 管理層預計 FY17 保持超過 100% 的同比增速。鑒于國內同業阿裏雲與騰訊雲依舊處於市場拓展期(2016 年曾出現下調價格以爭奪市場份額), 我們認為 FY17 金山雲仍將持續投入, 但淨虧損將逐漸改善。
- ❖ **辦公軟件 WPS 潛在上市機會或將重塑估值。** WPS Office 與雲服務的聯通助推 WPS 月活創新高(2016 年 11 月 MAU 首次突破 1 億), 隨著 WPS 貨幣化加速(免費增值模式的引進)及同行企業的合作深化, WPS 業務有望借助潛在上市機會(預計明年于深圳創業板上市)重塑公司估值。
- ❖ **獵豹移動調整持續, 轉授表決權助于釋放收入增速壓力。** 受益于 Live.me 及 Newsrepublic 商業化加速, 獵豹移動(CMCM US, 持有)內容收入貢獻顯著提升(FY16 預計約 1.4 億-1.5 億元)。雖然獵豹 1Q17 收入指引低于市場預期 6%(環比下降 7%-10%, 受季節效應影響), 但考慮轉授表決權後獵豹將不再并表(僅將獵豹的權益按聯營公司權益入帳), 利于市場關注其游戲、雲及 WPS 業務的高增長。
- ❖ **估值下調空間有限, 拐點將至。** 公司在經歷獵豹增速放緩、減值撥備後估值已明顯下調, 而隨著獵豹的終止并表, 游戲及新業務的靚麗表現, 估值下行空間有限。雖然新游戲推出時間有所調整, 致使短期催化劑有限, 但長期增長空間值得期待。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E
營業額(百萬元人民幣)	3,350	5,676	8,282	10,268	12,478
調整後淨利潤(百萬元人民幣)	971	725	892	1,224	1,578
經調整後每股盈利(元人民幣)	0.8	0.6	0.7	1.0	1.3
每股盈利變動(%)	31.0	-32.0	16.7	42.9	30.0
市盈率(x)	22.2	32.5	27.0	18.7	14.3
市帳率(x)	3.6	2.3	3.1	2.7	2.3
股息率(%)	0.6	0.5	0.5	0.7	0.8
權益收益率(%)	19.4	5.9	NA	NA	NA
資產負債率(%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

來源: 公司, 彭博

黃群

(852) 37610889

sophiehuang@cmbi.com.hk

TMT 行業

金山軟件(3888 HK)

評級	未評級
收市價	HK\$20.85
目標價	不適用
市值(港幣百萬)	27,253
過去 3 月平均交易(港幣百萬)	112.5
52 周高/低(港幣)	21.0/12.7
發行股數(百萬)	1304.0
主要股東	雷軍(24.3%)
	TOPCLICK Holdings (8.3%)
	TCH SAFFRON LTD (8.2%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	12.8%	10.2%
3 月	23.4%	9.4%
6 月	8.2%	3.6%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

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) 發表于本報告的觀點準確地反映有關于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并無直接或間接關係。

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	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

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。報告所載數據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。而過去的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，并可能會受目標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，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，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數據。報告中的信息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。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布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并不時自行及/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，任何機構或個人于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信息，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。接收本報告之行爲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。