

3888.HK 金山软件

16Q1 业绩点评：游戏增长提速，但猎豹大幅下调指引

2016年05月21日

市场数据

| | |
|----------|-----------|
| 报告日期 | 2016.5.21 |
| 收盘价(港元) | 14.30 |
| 总股本(亿股) | 13.03 |
| 总市值(亿港元) | 186 |
| 净资产(亿元) | 78.71 |
| 总资产(亿元) | 154.85 |
| 每股净资产(元) | 6.04 |

数据来源：Wind

相关报告

金山软件(3888.HK)跟踪报告-
《猎豹收入占比过半,贡献超过
80%的增长》20160323

海外 TMT 行业研究

分析师：杨耀波
yangyaobo@xyzq.com.cn
SFC:BEJ406
SAC: S0190516020002

主要财务指标

| 会计年度 | 2013A | 2014A | 2015A | 2015A |
|-----------|-------|-------|--------|-------|
| 营业收入(百万元) | 2,173 | 3,350 | 5,676 | 1,752 |
| 同比增长(%) | 54.0% | 54.2% | 69.4% | 58% |
| 净利润(百万元) | 671 | 769 | 369 | 134 |
| 同比增长(%) | 55.0% | 14.6% | -52.0% | 16.5% |
| 毛利率(%) | 86.3% | 82.4% | 76.8% | 73.1% |
| 净利润率(%) | 30.9% | 23.0% | 6.5% | 7.6% |
| 净资产收益率(%) | 22.8% | 19.4% | 5.9% | 1.7% |
| EPS(元) | 0.58 | 0.66 | 0.29 | 0.13 |

数据来源：公司资料、兴业证券研究所

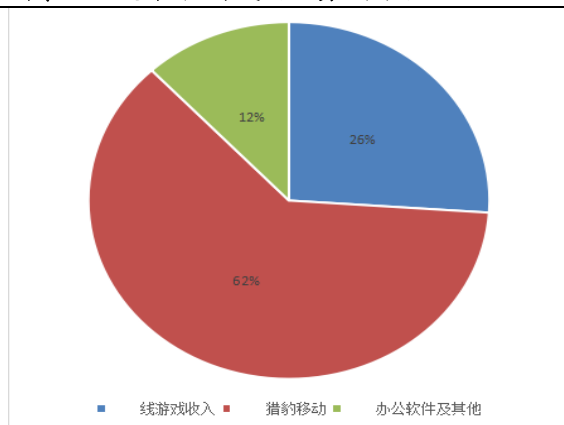
投资要点

- **事件：**金山软件发布 2016Q1 度业绩并召开电话会议。
- **业绩概要：**2016Q1 总收入为 17.52 亿元，同比增长 58%。其中网络游戏收入 4.57 亿元，同比增长 40.6%，占总收入 26%；猎豹移动收入 10.85 亿元，同比增长 56.8%，占总收入 62%；WPS 及其他收入 2.1 亿元，同比增长 125.8%，占总收入 76.4%；毛利率同比下降 680bps 至 73.1%；归母净利润为 1.34 亿元，同比增长 16.5%。
- **我们的观点：**我们预计公司 2016 年收入会保持高增长，其中游戏和金山云的收入增长值得期待。预计游戏业务利润会继续增长，而由于手游作为 CP 只确认分成部分，所以对应的毛利率和利润率都会有所提高；但是在猎豹移动指引向下调整以及金山云的盈亏平衡预计年内未能实现的双重拖累下，我们预计整体利润和利润率将会低于上季度的预期。
- **风险提示：**1) PC 游戏增速放缓，热门游戏可能进入生命周期末端；2) 手游会否成功存在较大不确定性；3) 猎豹移动的新 APP 表现可能不及预期。

报告正文

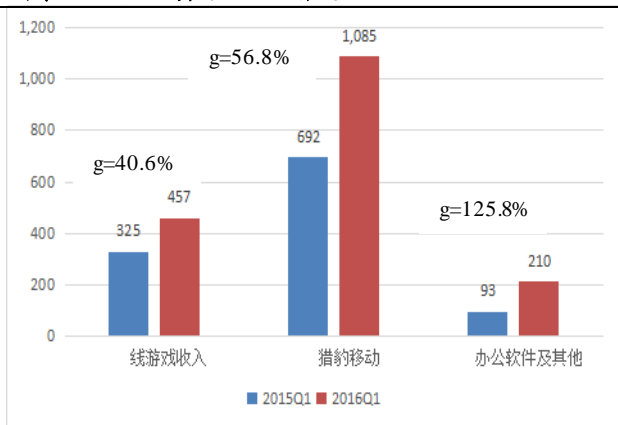
- **我们的观点:** 我们预计公司 2016 年收入会保持高增长, 其中游戏和金山云的收入增长值得期待。预计游戏业务利润会继续增长, 而由于手游作为 CP 只确认分成部分, 所以对应的毛利率和利润率都会有所提高; 但是在猎豹移动指引向下调整以及金山云的盈亏平衡预计年内未能实现的双重拖累下, 我们预计整体利润和利润率将会低于上季度的预期。
- **业绩概要:** 2016Q1 总收入为 17.52 亿元, 同比增长 58%。其中网络游戏收入 4.57 亿元, 同比增长 40.6%, 占总收入 26%; 猎豹移动收入 10.85 亿元, 同比增长 56.8%, 占总收入 62%; WPS 及其他收入 2.1 亿元, 同比增长 125.8%, 占总收入 12%; 毛利率同比下降 680bps 至 73.1%; 归母净利润为 1.34 亿元, 同比增长 16.5%。

图表 1、总营收构成 (业务划分)



资料来源: 公司资料、兴业证券研究所

图表 2、各业务收入及增速



资料来源: 公司资料、兴业证券研究所

- **剑网 3 继续推动 PC 游戏收入增长, 但手游版推出略慢于预期:** 剑侠情缘网络版 3 (简称“剑网 3”) 资料片会以及游戏内的推广会继续延续游戏的生命周期, 仍然保持着相当的人气, 推动整体游戏收入环比增长 10%, 同比增长 41%。“剑网”系列的手游是金山游戏今年的主要看点。目前来看, 原计划 4 月份由腾讯独家发行的第一款剑网 3 手游版仍未上线, 略落后于预期, 不过我们预计 5 月底或者 6 月初会上线。由于第一款剑网 3 上线的推迟, 我们预计第二款及第三款的上线时间最少也会相应顺延一样的时间。管理层预计由小米代理的第二款剑网 3 手游会在 Q3 末或 Q4 初上线。我们预计 2016 年游戏业务在剑网 3 的 IP 推动下, 能保持较高的增长。
- **季节性反弹不及预期, 猎豹移动收入及利润指引大幅下降:** 2016Q1 猎豹移动移动端 MAU 继续提升, 达到 6.51 亿, 带动收入同比增长, 但是由于季节性因素环比有所下滑。管理层支出上季度末给予的指引太过乐观, 同时下调了 Q2

以及全年的收入和利润指引。主要是由于一下 3 个原因: 1) 海外第三方广告合作平台的 eCPMs 下降; 2) 直销团队的组建速度慢于预期; 3) 增加内容的策略落实慢于预期。管理层表示已经采取对应措施, 如推出新的内容和完善直销运营能力。我们认为猎豹移动的用户粘性仍然非常高, 在维持目前庞大的用户数的前提下, 未来的货币化空间仍然非常大。

- **云服务收入增长超 200%:** 云服务的收入在本季度首次超过 WPS 的, 主要是由于在新的领域有了较好的突破。移动视频云服务很好的把握住近期直播视频的火热以及对云解决方案的需求。另外, 在第一季度, 金山云新增了 60 多款游戏, 继续巩固其在游戏云市场的领先地位。管理层再次重申, 云服务仍然是以增加客户、收入以及市场份额为首要目标, 盈利仍不是当前的目标之一。由于行业内价格战的关系, 预计今年云服务业务盈亏平衡较难实现。
- **风险提示:** 1) PC 游戏增速放缓, 热门游戏可能进入生命周期末端; 2) 手游会否成功存在较大不确定性; 3) 猎豹移动的新 APP 表现可能不及预期。

图表 3: 公司 2016Q1 年度业绩主要财务指标变动情况 (单位: 百万元)

| | 2015Q1A | 2016Q1A | 同比 | 点评 |
|------------|---------|---------|---------|---|
| 网络游戏游戏 | 325 | 457 | 40.6% | 剑网 3 资料片带动收入继续增长 |
| 猎豹移动 | 692 | 1,085 | 56.8% | MAU 和广告收入大幅增长 |
| 办公软件及其他 | 93 | 210 | 125.8% | WPS 流量变现能力提高, 云服务收入快速增长 |
| 总收入 | 1,109 | 1,752 | 58.0% | |
| 营业成本 | -224 | -470 | 109.8% | 猎豹移动第三方流量获取成本提高; 宽带及互联网数据中心成本随着业务量的上升而大幅提高; 云服务的带宽成本及数据中心成本增加 |
| 毛利 | 886 | 1,281 | 44.6% | |
| 研发费用 | -294 | -406 | 38.1% | 猎豹移动及云服务人员增加 |
| 销售费用 | -290 | -493 | 70.0% | 猎豹移动推广费用增加 |
| 管理费用 | -101 | -137 | 35.6% | 员工相关支出增加 |
| 股权激励费用 | -58 | -114 | 96.6% | 猎豹移动给予员工的股权及奖励股份增加 |
| 其他收入 | 3 | 18 | 500.0% | |
| 其他支出 | -9 | -9 | 0.0% | |
| 营业利润 | 136 | 142 | 4.4% | |
| 其他收益-非经营 | -16 | 27 | -268.8% | 出售了智谷控股的股权获得的投资收益 |
| 财务收入 | 52 | 46 | -11.5% | |
| 财务费用 | -20 | -22 | 10.0% | |
| 应占共同控制实体损益 | -6 | -3 | -50.0% | |
| 应占联营公司损益 | -3 | -13 | 333.3% | |
| 除税前溢利 | 144 | 177 | 22.9% | |
| 所得税 | -28 | -49 | 75.0% | |
| 净利润 | 116 | 128 | 10.3% | |
| 少数股东损益 | 2 | -6 | -400.0% | |
| 归母公司净利润 | 115 | 134 | 16.5% | |

资料来源: 公司资料, 兴业证券研究所

业绩会议主要 Q&A

Q1. 今年手游的 pipeline 怎样? 预期收入怎样?

在未来几个星期内, 也就是在 Q2 里面, 第一款剑网 IP 的手游将会上线。今年剑网 3 系列的手游有 3 款。第一款是与腾讯合作。然后第二款会由小米代理, 预计在 Q3 末或者 Q4 初上线。

手游收入方面, 公司是比较有信心的, 因为有剑网这个 IP, 同时游戏也加入了很多会成功的元素, 同时与强大的渠道合作。

Q2 可以讲一下世纪互联私有化的看法吗?

下周会举行董事会会议, , 目前没有太多新的信息可以分享, 要等董事会会议之后才。

Q3 公司 2016 年的经营利润和经营利润率有指引吗? 与 2015 相比怎样?

猎豹移动的收入占公司总收入的 2/3, 他们在之前的电话会议中提到了海外广告收入遇到一些困难, 季节性的反弹在 Q2 并不是太明显, 所以指引做了相应的调整。他们的具体情况最好通过他们来回答。对于金山来讲, 会受到影响, 但是整体来看公司对收入的高增长是保持乐观的。

Q4 剑网 3 的手游流水期望值是多少? 1 亿元吗?

公司对剑网 3 手游比较有信心。1 亿月流水应该是可能的, 公司有信心, 不过不想给予太具体的期望值。

Q5 云服务用户有多少? 资本开支多少? 可以实现盈亏平衡了吗?

有一点希望大家注意的, 金山云是主要针对大客户作为主要目标客户群的。目前用户企业数接近 1000, 数字仍在快速上升当中。资本开支方面, 会继续投入, 现在的好消息是收入的增速将会高于资本投入的增速。利润方面, 公司没有给予任何可以达到盈亏平衡点的指引; 目前的重点仍然是用户数和收入的增长, 今年预计收入增速能保持在 200% 以上, 而实现盈利不是今年的目标。

Q6 年报指引中提到了云服务在 2016 实现盈亏平衡，那么现在是改变了吗？

理论来讲，如果我们保持当时的经营利润率，同时没有价格战出现，2016 年将可以接近盈亏平衡。但是 2016 年出现了价格战，另外公司多次重申云服务的当前重点是行业地位，是收入增长，希望抢夺更多的市场份额。从 Q1 的公布数据来看，金山在云服务领域的收入增速是比行业内其他竞争对手要高的，公司是希望保持现有的领先增速，继续维持行业内的领先地位。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式

| 机构销售负责人 | | | | | |
|--|---------------|--------------------------|--------------|--------------------|---------------------------|
| 机构销售负责人 | | 邓亚萍 | 021-38565916 | dengyp@xyzq.com.cn | |
| 上海地区销售经理 | | | | | |
| 姓名 | 办公电话 | 邮箱 | 姓名 | 办公电话 | 邮箱 |
| 罗龙飞 | 021-38565795 | luolf@xyzq.com.cn | 盛英君 | 021-38565938 | shengyj@xyzq.com.cn |
| 杨忱 | 021-38565915 | yangchen@xyzq.com.cn | 王政 | 021-38565966 | wangz@xyzq.com.cn |
| 冯诚 | 021-38565411 | fengcheng@xyzq.com.cn | 王溪 | 021-20370618 | wangxi@xyzq.com.cn |
| 顾超 | 021-20370627 | guchao@xyzq.com.cn | 李远帆 | 021-20370716 | liyuanfan@xyzq.com.cn |
| 胡岩 | 021-38565982 | huyan@xyzq.com.cn | 王立维 | 021-38565451 | wanglw@xyzq.com.cn |
| 地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955 | | | | | |
| 北京地区销售经理 | | | | | |
| 姓名 | 办公电话 | 邮箱 | 姓名 | 办公电话 | 邮箱 |
| 朱圣诞 | 010-66290197 | zhudsd@xyzq.com.cn | 郑小平 | 010-66290223 | zhengxiaoping@xyzq.com.cn |
| 肖霞 | 010-66290195 | xiaoxia@xyzq.com.cn | 陈杨 | 010-66290197 | chenyang@xyzq.com.cn |
| 刘晓浏 | 010-66290220 | liuxiaoliu@xyzq.com.cn | 吴磊 | 010-66290190 | wulei@xyzq.com.cn |
| 何嘉 | 010-66290195 | hejia@xyzq.com.cn | | | |
| 地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220 | | | | | |
| 深圳地区销售经理 | | | | | |
| 姓名 | 办公电话 | 邮箱 | 姓名 | 办公电话 | 邮箱 |
| 朱元斌 | 0755-82796036 | zhuyy@xyzq.com.cn | 李昇 | 0755-82790526 | lisheng@xyzq.com.cn |
| 杨剑 | 0755-82797217 | yangjian@xyzq.com.cn | 邵景丽 | 0755-23836027 | shaojingli@xyzq.com.cn |
| 王维宇 | 0755-23826029 | wangweiyu@xyzq.com.cn | | | |
| 地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017 | | | | | |
| 海外销售经理 | | | | | |
| 姓名 | 办公电话 | 邮箱 | 姓名 | 办公电话 | 邮箱 |
| 刘易容 | 021-38565452 | liuyirong@xyzq.com.cn | 徐皓 | 021-38565450 | xuhao@xyzq.com.cn |
| 张珍岚 | 021-20370633 | zhangzhenlan@xyzq.com.cn | 陈志云 | 021-38565439 | chanchiwan@xyzq.com.cn |
| 曾雅琪 | 021-38565451 | zengyayi@xyzq.com.cn | 申胜雄 | | shensx@xyzq.com.cn |
| 赵新莉 | 021-38565922 | zhaoxinli@xyzq.com.cn | | | |
| 地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955 | | | | | |
| 私募及企业客户负责人 | | | 刘俊文 | 021-38565559 | liujw@xyzq.com.cn |
| 私募销售经理 | | | | | |
| 姓名 | 办公电话 | 邮箱 | 姓名 | 办公电话 | 邮箱 |
| 徐瑞 | 021-38565811 | xur@xyzq.com.cn | 杨雪婷 | 021-20370777 | yangxueting@xyzq.com.cn |
| 唐恰 | 021-38565470 | tangqia@xyzq.com.cn | 韩立峰 | 021-38565840 | hanlf@xyzq.com.cn |
| 地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955 | | | | | |

| 香港及海外市场 | | | | | |
|--|-------------|---------------------|-----|-------------|---------------------|
| 机构销售负责人 | | | 丁先树 | 18688759155 | dingxs@xyzq.com.hk |
| 姓名 | 办公电话 | 邮箱 | 姓名 | 办公电话 | 邮箱 |
| 郑梁燕 | 18565641066 | zhengly@xyzq.com.hk | 阳焯 | 18682559054 | yanghan@xyzq.com.hk |
| 王子良 | 18616630806 | wangzl@xyzq.com.hk | 周围 | 13926557415 | zhouwei@xyzq.com.hk |
| 孙博轶 | 13902946007 | sunby@xyzq.com.hk | | | |
| 地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900 | | | | | |

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求，并以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。