

【广发海外】金山软件 (03888.HK)

游戏阶段性下滑，信创推动办公高增长

核心观点：

- **公司披露 21Q2 业绩公告。** 21Q2 收入同比+4.2%至 14.80 亿元，营业利润 2.30 亿元，营业利润率降至 15.5%，归母净利 0.49 亿元。毛利率率同比-3pct 至 81.6%；销售费用率、研发费用率、管理费用率分别同比提升 7.4pct、8.5pct、1.9pct 至 21.0%、36.0%、9.0%。
- **游戏：21Q2 收入同比-20.2%，主要是《剑网 3》等游戏收入下滑。** 4 月《剑网 1 口袋版》在越南成功发布，推动海外游戏收入占比增至 10%，5 月《Bullet Angel》于东南亚首发，6 月《最终幻想勇气启示录：幻影战争》在中国推出。根据业绩会披露，《剑侠世界 3》预计于 9 月份正式上线，《剑网 3 缘起》在等版号中，《卧龙吟》《魔域 3D》推迟至明年上线。因新游推迟上线，公司预计 2021 年游戏收入同比下降 5~10%。
- **办公：21Q2 收入同比+42.7%至 7.86 亿元。** 金山办公 21Q2 扣非归母净利持平为 2.01 亿元，21H1 信创业务快速增长推动授权业务收入同比增长 200%，订阅业务因 MAU 增速放缓，收入增速收窄至 38%。截至 21Q2 主要产品 MAU 同比增长 10.35%至 5.01 亿，累计付费用户同比增长 30.2%至 2,188 万。
- **金山云：21Q2 收入同比+41.6%，经调整 EBITDA 为-0.55 亿元。** 企业云收入同比+153%，收入占比增至 28.6%；公有云收入同比+20%。
- **盈利预测与投资评级。** 预测 21 年游戏收入下滑，随新游戏上线，预测 22 年恢复正增长，预计 21~22 年归母净利为 3.75 亿元、6.21 亿元。分别给予游戏和办公 21 年 12 倍和 60 倍 PE，给予云 6 倍 PS，对游戏、办公、云业务采用 SoTP 估值，对应合理价值为 56.45 港元/股。游戏贡献稳定的现金流，办公和云发展势头好，受益于企业在线化及国产化趋势。维持“买入”评级。
- **风险提示。** 老游戏流水自然回落，新游上线推迟或不达预期；WPS 业务增长不及预期；云服务市场竞争导致亏损扩大。

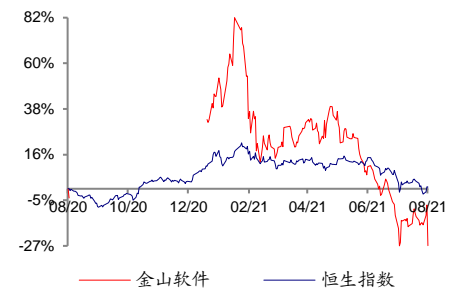
盈利预测：

(人民币)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,371	5,594	6,234	7,734	9,475
增长率(%)	-26.0%	28.0%	11.4%	24.1%	22.5%
EBITDA(百万元)	1,472	2,302	1,381	1,646	1,976
归母净利润(百万元)	-1,546	10,045	375	621	914
增长率(%)	-	-	-	65.6%	47.3%
EPS(元/股)	-1.13	7.32	0.27	0.45	0.67
市盈率(P/E)	-	3.5	95.1	57.4	39.0
ROE(%)	-	40.7%	1.5%	2.4%	3.4%
EV/EBITDA	26.8	17.1	28.6	24.0	20.0

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	31.15 港元
合理价值	56.45 港元
前次评级	买入
报告日期	2021-08-26

相对市场表现



分析师： 杨琳琳
SAC 执证号：S0260514050004
SFC CE No. BNC117
0755-23480370
yll@gf.com.cn

分析师： 刘雪峰
SAC 执证号：S0260514030002
SFC CE No. BNX004
021-38003675
gflxuefeng@gf.com.cn

相关研究：

- 【广发海外】金山软件 2021-05-26
(03888.HK)：旗舰游戏稳健增长，办公持续高增长
- 【广发海外】金山软件 2021-03-24
(03888.HK)：游戏年收入破历史新高，整体现金流强劲
- 【广发海外】金山软件 2021-01-17
(03888.HK)：基本面稳健，现金充盈

备注：报告中汇率为 1 人民币兑换 1.20 港元；报告中货币若无特别说明均为人民币。

公司披露21Q2业绩公告。21Q2收入同比+4.2%至14.80亿元；实现营业利润2.30亿元，营业利润率同比下降至15.5%；实现归母净利0.49亿元。21H1毛利率同比-3.0pct至81.6%；销售费用、研发费用、管理费用分别同比增长60.7%、36.3%、31.5%，销售费用率、研发费用率、管理费用率分别同比提升7.4pct、8.5pct、1.9pct至21.0%、36.0%、9.0%，主要是游戏研发人员薪酬提升及办公研发投入增加。21Q2应占联营公司亏损2.11亿元，主要是金山云和猎豹确认的亏损。

游戏：21Q2收入同比-20.2%，主要是《剑网3》等游戏收入下滑。21Q2游戏收入同比-20.2%实现6.93亿元，主要因《剑网3》20Q2高基数及21Q2收入下降，部分新游推迟上线。21Q2新游上线带来增量，4月《剑网1口袋版》手游在越南成功发布，在iOS、安卓双平台的角色扮演类游戏中，上线首月的下载量均排名第一。5月第一人称射击类游戏《Bullet Angel》于东南亚首发，6月《最终幻想勇气启示录：幻影战争》在中国推出。下半年《剑网3》端游将举办12周年庆并推出新资料片，《剑侠世界3》预计在9月正式上线，将带来增量。根据公司业绩会披露，《剑网3缘起》在等版号中，《卧龙吟》《魔域3D》预计明年上线，公司预计2021年游戏收入同比下降5~10%。

办公：21Q2收入同比+47%至7.86亿元。金山办公21Q2归母净利同比-2.3%至2.41亿元，扣非归母净利同比-0.2%至2.01亿元，伴随信创业务进入成熟期，客户采购力度加大，带动授权业务整体呈高增长。持续开拓中小微企业市场，截至2021年6月30日，注册使用WPS+的中小微企业已超过100万家，覆盖19个一级行业。推出文档中台，助力中国政府和企业数字化办公与转型。订阅服务业务持续增长，截至21Q2累计付费用户同比增长30.2%至2,188万。截至21Q2主要产品MAU同比增长10.35%至5.01亿，其中WPS office PC版MAU 1.99亿，同比增长15.03%；移动版MAU 2.96亿，同比增长7.64%。广告收入随用户基数提升同比稳健增长。

盈利预测与投资评级。预测21年游戏收入下行，随新游戏上线，预测22年恢复正向增长，预计公司21~22年归母净利分别为3.75亿元、6.21亿元。分别给予游戏和办公21年12倍和60倍PE，给予云6倍PS，对游戏、办公、云业务采用SoTP估值，对应合理价值为56.45港元/股。游戏贡献稳定的现金流，办公和云发展势头好，受益于企业在线化及国产化趋势；截至21Q2公司现金及银行存款153亿元，现金充盈。**维持“买入”评级。**

风险提示。老游戏流水自然回落，新游上线推迟或不达预期；WPS业务增长不及预期；云服务市场竞争导致亏损扩大。

表 1: 金山软件分部估值

分业务	持股比例	收入 (RMB 百万元)		净利润 (RMB 百万元)		PE(倍)	PS(倍)	各业务估值 (RMB 百万元)	各业务估值 (百万港元)
		2020	2021E	2020	2021E	2021E	2021E		
游戏	67.7%	3,337	3,052	1,218	882	12		7,162	8,595
金山办公	52.7%	2,257	3,183	878	1,110	60		35,110	42,132
小计		5,594	6,234					42,272	50,727
金山云	42.5%	6,577	8,748				6	22,307	26,768
合计								64,579	77,495

对应合理价值 56.45 港元/股

资料来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心 备注: 人民币兑港元汇率1.20。

表 2: 金山软件分业务预测表 (人民币百万元)

营业收入	2019	2020	2021E	2022E	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2
游戏	2,796	3,337	3,052	3,418	794	869	810	849	789	693
办公	1,575	2,257	3,183	4,316	378	551	587	756	771	786
合计	4,371	5,594	6,234	7,734	1,171	1,420	1,397	1,606	1,560	1,480
收入增速	2019	2020	2021E	2022E	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2
游戏	9.6%	19.3%	-8.6%	12.0%	32.4%	52.5%	22.1%	-8.9%	-0.6%	-20.2%
办公	38.5%	43.3%	41.0%	35.6%	31.3%	42.7%	53.2%	37.7%	104.2%	42.7%
合计	18.5%	28.0%	11.4%	24.1%	32.0%	48.6%	33.5%	8.4%	33.1%	4.2%
收入占比	2019	2020	2021E	2022E	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2
游戏	64.0%	59.7%	48.9%	44.2%	67.8%	61.2%	58.0%	52.9%	50.6%	46.9%
办公	36.0%	40.3%	51.1%	55.8%	32.2%	38.8%	42.0%	47.1%	49.4%	53.1%
合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
毛利率	2019	2020	2021E	2022E	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2
合计	81.5%	83.6%	82.1%	82.4%	82.8%	84.7%	82.9%	83.9%	84.4%	81.6%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心 备注: 金山云上市后将出表, 20Q1起分业务不单列金山云, 我们根据金山云招股书数据对整体毛利率进行重述。

表 3: 金山软件利润表简表

(百万元人民币)	2019	2020	2021E	2022E	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2
营业收入	4,371	5,594	6,234	7,734	1,171	1,420	1,397	1,606	1,560	1,480
营业成本	810	917	1,116	1,361	201	218	240	259	244	272
销售费用	709	838	1,187	1,480	147	193	221	278	205	310
研发费用	1,539	1,656	2,182	2,668	355	390	484	427	491	532
行政费用	377	454	586	720	93	101	117	142	148	133
股份酬金成本	149	179	200	248	31	37	31	81	32	41
营业利润	1,013	1,855	1,184	1,477	385	549	361	560	512	230
除税前溢利	-415	2,069	776	1,117	424	357	823	465	366	127
持续经营净利润	-568	1,798	675	961	360	274	813	351	300	153
净利润	-2,083	10,245	675	961	-121	9,201	813	351	300	153
归属母公司净利润	-1,546	10,045	375	621	6	9,151	667	221	117	49
EPS(元/股)	-1.13	7.32	0.27	0.45	0.00	6.67	0.49	0.16	0.08	0.04
主要比率	2019	2020	2021E	2022E	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2
毛利率	81.5%	83.6%	82.1%	82.4%	82.8%	84.7%	82.9%	83.9%	84.4%	81.6%
销售费用率	16.2%	15.0%	19.0%	19.1%	12.5%	13.6%	15.8%	17.3%	13.1%	21.0%
研发费用率	35.2%	29.6%	35.0%	34.5%	30.3%	27.5%	34.6%	26.6%	31.5%	36.0%
行政费用率	8.6%	8.1%	9.4%	9.3%	8.0%	7.1%	8.4%	8.8%	9.5%	9.0%
股份酬金成本率	3.4%	3.2%	3.2%	3.2%	2.6%	2.6%	2.2%	5.0%	2.0%	2.7%
营业利润率	23.2%	33.2%	19.0%	19.1%	32.9%	38.6%	25.9%	34.9%	32.8%	15.5%
税前利润率	-9.5%	37.0%	12.4%	14.4%	36.2%	25.1%	58.9%	29.0%	23.5%	8.6%
所得税率	-36.7%	13.1%	13.0%	14.0%	15.1%	23.3%	1.2%	24.5%	18.1%	-20.5%
归属母公司净利率	-35.4%	179.6%	6.0%	8.0%	0.5%	644.4%	47.7%	13.7%	7.5%	3.3%
YoY	2019	2020	2021E	2022E	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2
营业收入	-	28.0%	11.4%	24.1%	32.0%	48.6%	33.5%	8.4%	33.1%	4.2%
归属母公司净利润	-	-	-	65.6%	-	-	-	-	-	-

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

	单位: 百万元人民币				
至 12 月 31 日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	17,333	19,732	20,225	21,610	23,005
货币资金	13,792	14,062	18,077	19,022	19,867
应收及预付	3,424	1,740	2,014	2,447	2,988
存货	16	19	23	28	34
其他流动资产	100	3,911	111	113	116
非流动资产	7,069	15,313	15,393	15,566	15,822
长期股权投资	2,708	12,933	12,933	12,933	12,933
固定资产	2,913	1,185	1,071	1,017	1,008
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	31	67	101	133	165
其他长期资产	1,417	1,127	1,288	1,482	1,715
资产总计	24,402	35,044	35,617	37,176	38,827
流动负债	4,934	3,244	2,966	3,386	3,553
短期借款	623	0	100	100	100
应付及预收	1,502	291	354	432	526
其他流动负债	2,810	2,953	2,512	2,854	2,927
非流动负债	3,858	3,573	3,763	3,964	4,178
长期借款	74	0	100	200	300
应付债券	0	2,197	2,197	2,197	2,197
其他非流动负债	3,783	1,376	1,466	1,568	1,681
负债合计	8,792	6,816	6,729	7,350	7,731
股本	5	5	5	5	5
资本公积	2,981	3,220	3,220	3,220	3,220
留存收益	10,811	21,439	21,800	22,398	23,278
归属母公司股东权益	13,797	24,665	25,025	25,623	26,503
少数股东权益	1,812	3,563	3,863	4,203	4,593
负债和股东权益	24,402	35,044	35,617	37,176	38,827

	单位: 百万元人民币				
至 12 月 31 日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	4,371	5,594	6,234	7,734	9,475
营业成本	810	917	1,116	1,361	1,658
营业税金及附加	-	-	-	-	-
销售费用	709	838	1,187	1,480	1,822
管理费用	526	633	786	968	1,177
研发费用	1,539	1,656	2,182	2,668	3,221
财务费用	-201	-330	-277	-248	-220
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	225	306	220	220	220
投资净收益	-1,629	-116	-685	-608	-521
营业利润	1,013	1,855	1,184	1,477	1,817
营业外收支	0	0	0	0	0
利润总额	-415	2,069	776	1,117	1,517
所得税	153	271	101	156	212
净利润	-568	1,798	675	961	1,304
少数股东损益	-536	200	300	340	390
归属母公司净利润	-1,546	10,045	375	621	914
EBITDA	1,472	2,302	1,381	1,646	1,976
EPS (元)	-1.13	7.32	0.27	0.45	0.67

	单位: 百万元人民币				
至 12 月 31 日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	825	2,991	702	1,566	1,485
净利润	-1,546	10,045	375	621	914
折旧摊销	684	753	418	388	379
营运资金变动	998	-8,488	-667	-20	-383
其它	689	681	576	577	575
投资活动现金流	-2,220	-7,575	3,330	-541	-612
资本支出	-1,362	0	-337	-368	-401
投资变动	-858	-7,575	3,667	-174	-210
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	4,170	1,876	-18	-79	-29
银行借款	4,329	2,712	200	100	100
股权融资	25	239	0	0	0
其他	-184	-1,075	-218	-179	-129
现金净增加额	2,775	-2,708	4,014	946	845
期初现金余额	4,545	7,330	4,455	8,470	9,415
期末现金余额	7,330	4,455	8,470	9,415	10,260

至 12 月 31 日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	-	28%	11%	24%	23%
营业利润增长	-	83%	-36%	25%	23%
归母净利润增长	-	-	-	66%	47%
获利能力					
毛利率	81.5%	83.6%	82.1%	82.4%	82.5%
净利率	-35.4%	179.6%	6.0%	8.0%	9.6%
ROE	-11.2%	40.7%	1.5%	2.4%	3.4%
ROIC	6.8%	4.7%	2.7%	3.5%	4.4%
偿债能力					
资产负债率	36.0%	19.5%	18.9%	19.8%	19.9%
净负债比率	2.9%	0.0%	0.6%	0.8%	1.0%
流动比率	3.5	6.1	6.8	6.4	6.5
速动比率	3.5	6.1	6.8	6.4	6.5
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	2.7	4.0	7.6	8.0	8.0
存货周转率	57.8	51.7	52.8	4.0	5.0
每股指标 (元)					
每股收益	-1.13	7.32	0.27	0.45	0.67
每股经营现金流	0.60	2.18	0.51	1.14	1.08
每股净资产	10.05	17.97	18.23	18.67	19.31
估值比率					
P/E	-	3.5	95.1	57.4	39.0
P/B	2.6	1.4	1.4	1.4	1.3
EV/EBITDA	26.8	17.1	28.6	24.0	20.0

广发传媒行业研究小组

- 旷实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
- 叶敏婷：资深分析师，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 徐呈隽：资深分析师，复旦大学世界经济学硕士、浙江大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。
- 周喆：香港理工大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 朱国源：研究助理，罗切斯特大学金融学硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。
- 杨琳琳：海外互联网首席分析师，华中科技大学管理科学与工程硕士、管理学学士，2012年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。