

# 金山软件 (03888.HK)

《剑侠世界3》表现优秀，双订阅高速增长

增持

## 核心观点

**游戏和办公均取得较健康增长，联营公司亏损拖累净利润。**2022Q2，公司实现营业收入18.3亿元，同比增长24%。本季度，公司持续经营业务实现净利润0.49亿元，净利率为3%（去年同期为10%）；其中归属于母公司的净利润-1.39亿元，去年同期为盈利0.49亿元，主要受到分占联营公司亏损扩大影响。从经营利润来看，本季度公司实现经营利润4.19亿元，经营利润率为23%，同比提升7pct，主要得益于经营费率的下降，尤其是游戏业务在收入端的提振下利润率明显回升。

**个人订阅和机构订阅推动办公业务增长，授权业务受信创节奏影响。**2022Q2，公司办公软件及服务收入为9.25亿元，同比增长18%。收入增长主要由金山办公的个人订阅及机构订阅业务驱动，但部分被机构授权及广告业务的下降抵消。其中，个人订阅收入同比增长44%，机构订阅收入同比增长32%，机构授权收入同比下降11%，广告及其他收入同比下降36%。

**《剑侠世界3》表现优秀，推动游戏收入持续回暖。**2022Q2，网络游戏及其他业务收入约9.1亿元，同比增长31%。增长主要由2021Q4上线的手游新品《剑网1：归来》及《剑侠世界3》贡献。其中《剑侠世界3》市场表现稳中向好，截至8月24日在国内iOS畅销榜排名前40，并已经于今年上半年在港澳台地区上线。公司后续产品线丰富，未来增长依然有保障，推荐重点关注二次元射击游戏《尘白禁区》和开放世界生存游戏《New Dawn》。

**投资建议：**考虑到信创行业在今年面临不确定性，以及宏观环境对企业信息化投入的影响，我们小幅下调盈利预测，预计2022-2024年归母净利润为4.41/9.07/15.24亿元，下调幅度为12%/13%/7%。维持目标价27.5-30.5港币，较当前股价有17%-29%的上涨空间，维持“增持”评级。

**风险提示：**宏观经济增速下行，企业信息化投资下滑，新游戏不能如期上线的风险。

## 盈利预测和财务指标

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6,371	7,573	9,351	11,575	13,778
(+/-%)	13.9%	18.9%	23.5%	23.8%	19.0%
净利润(百万元)	395	441	907	1524	1777
(+/-%)	-96.1%	11.5%	105.8%	68.0%	16.6%
每股收益(元)	0.29	0.32	0.66	1.11	1.30
EBIT Margin	19.2%	21.7%	23.2%	25.2%	25.8%
净资产收益率 (ROE)	1.6%	1.7%	3.5%	5.5%	6.0%
市盈率 (PE)	65.8	59.0	28.7	17.1	16.7
EV/EBITDA	26.1	23.4	17.4	12.9	10.4
市净率 (PB)	1.05	1.03	1.00	0.94	1.01

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 公司研究·海外公司财报点评

### 互联网·互联网 II

证券分析师：谢琦

021-60933157

xieqi2@guosen.com.cn

S0980520080008

证券分析师：熊莉

021-61761067

xiongli1@guosen.com.cn

S0980519030002

证券分析师：王学恒

010-88005382

wangxueh@guosen.com.cn

S0980514030002

### 基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	27.50 - 30.50 港币
收盘价	23.6 港币
总市值/流通市值	322.53/322.53 亿港元
52周最高价/最低价	39.20/19.52 港元
近3个月日均成交额	139.40 百万港元

### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

- 《金山软件(03888.HK)-办公业务维持增长，利润率受联营公司拖累》——2022-04-08
- 《金山软件(03888.HK)-办公业务维持增长，利润率受联营公司拖累》——2022-04-08
- 《金山软件-03888.HK-财报点评：《剑网归来》海外有惊喜，办公业务继续高速增长》——2021-11-17
- 《金山软件-03888.HK-Q2财报点评：办公业务环比出现压力，游戏业务受到行业影响延期》——2021-08-27
- 《金山软件-03888.HK-财报点评：业绩稳健，逐季向好》——2021-05-27

## 游戏和办公健康增长，分占联营亏损拖累净利润

**游戏业务健康增长，办公业务体现商业模式的韧性，联营公司亏损拖累净利润。** 2022Q2，公司实现营业收入 18.3 亿元，同比增长 24%。其中办公软件及服务收入同比增长 18%；网络游戏及其他收入同比增长 31%。本季度，公司持续经营业务实现净利润 0.49 亿元，净利率为 3%（去年同期为 10%）；其中归属于母公司的净利润-1.39 亿元，去年同期为盈利 0.49 亿元，主要受到分占联营公司亏损扩大影响。

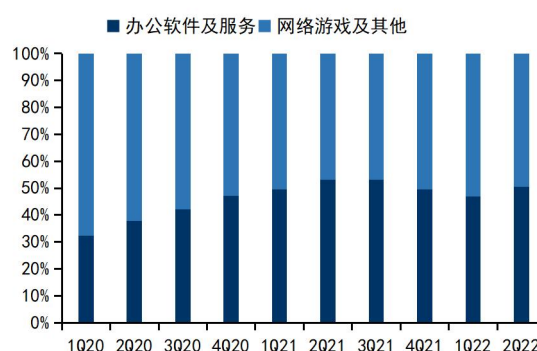
从经营利润来看，本季度公司实现经营利润 4.19 亿元，经营利润率为 23%，同比提升 7pct，主要得益于经营费率的下降，尤其是游戏业务在收入端的提振下利润率明显回升。

图1：公司持续经营业务收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：公司营业收入结构变化（%）



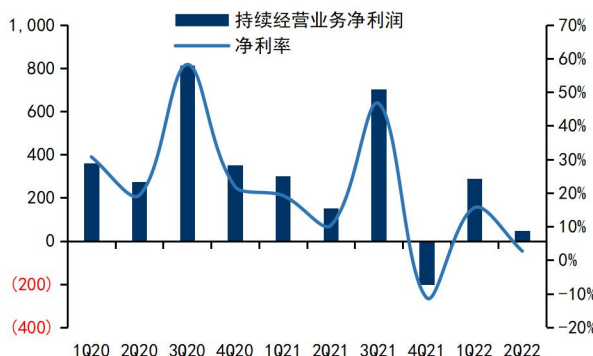
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：公司经营利润及经营利润率（百万元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：公司持续经营业务净利润及净利率（百万元、%）



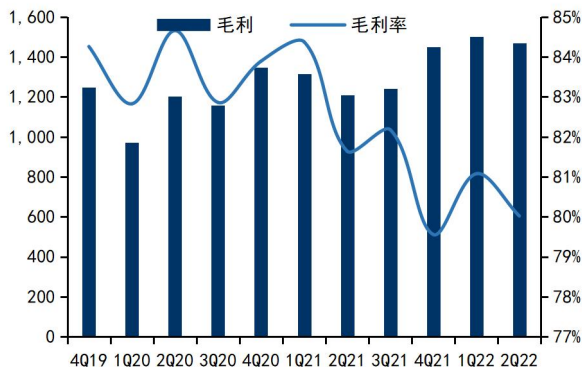
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**业务结构变化导致毛利率同比下降。** 2022Q2，公司整体毛利率为 80%，同比下降 2pct，环比下降 2pct，主要因毛利率较高的办公业务收入占比下降，以及办公业务中毛利率相对较低的个人订阅收入占比提升影响。

**费率同比明显改善。** 2022Q2，公司整体经营费率为 59%，同比下降 7pct。其中，销售费率同比下降 6pct，销售费用同比减少 9%，主要反映了金山办公的营销开支

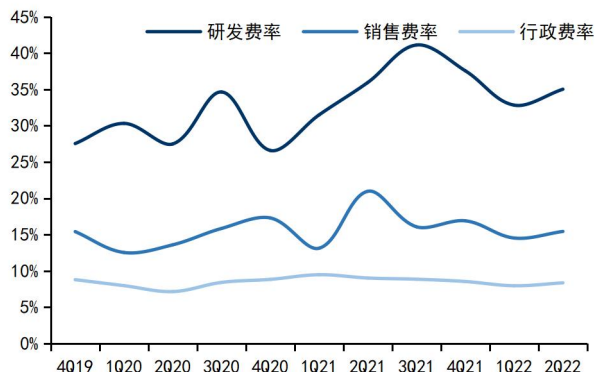
减少。研发费率和行政费率分别同比下降 1pct，主要反映了游戏业务的费率优化、抵消了办公业务的费率提升。

图5: 公司毛利及毛利率 (百万元、%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司三项费用率变动情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 办公业务: 双订阅高速增长, 持续投入研发

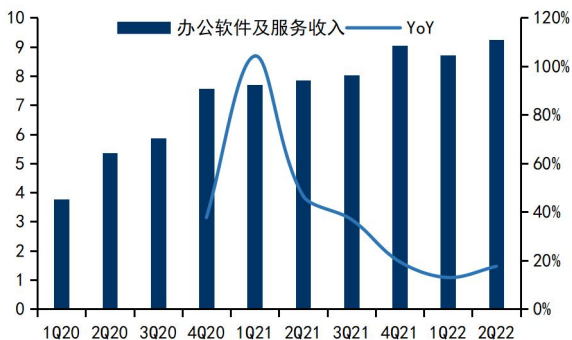
个人订阅和机构订阅推动收入增长, 授权业务受信创节奏影响。2022Q2, 公司办公软件及服务收入为 9.25 亿元, 同比增长 18%。收入增长主要由金山办公的个人订阅及机构订阅业务驱动, 但部分被机构授权及广告业务的下降抵消。其中:

- 1) 个人订阅收入同比增长 44%。截至 6 月末, 公司累计年度付费个人用户数达 2856 万, 同比增长 30.5%。
- 2) 机构订阅收入同比增长 32%。公司面向中小企业及中大企业分别推出金山数字办公平台商业版及企业版, 2022 上半年新增政企客户 1838 家; 付费企业呈现用户高黏性的状态, 企业续约率超过 70%, 金额续费率超 100%。
- 3) 机构授权收入同比下降 11%, 主要受到信创产业因疫情及政策等外部因素带来的影响, 以及去年同期的高基数效应。
- 4) 广告及其他收入同比下降 36%, 广告业务已经不再作为公司重点方向, 公司主动减少广告位数量及推送频次, 注重提升点击质量, 预计未来收入占比会逐渐下降。同时, 公司海外业务稳定发展, 用户基数持续增长。

截至 2022 年 6 月 30 日, 公司主要产品月度活跃设备数为 5.70 亿, 同比增长 13.77%。其中 WPS Office PC 版月度活跃设备数 2.32 亿, 同比增长 16.58%; 移动版月度活跃设备数 3.34 亿, 同比增长 12.84%。移动端增速有所放缓, 主要因近期智能手机出货量下降, 对预装产生了不利影响。

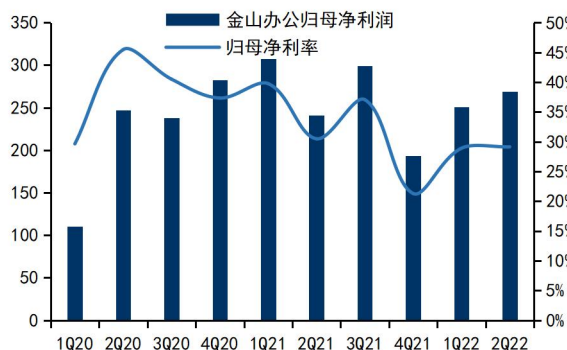
毛利率受业务结构变化影响, 继续加大研发投入。2022Q2, 金山办公实现归母净利润为 2.69 亿元, 归母净利率为 29%, 同比下降 1pct, 主要因毛利率下降和研发费率上升, 部分被销售费率的下降、投资损益和公允价值变动损益的增长而抵消。其中毛利率同比下降 3pct 至 84%, 主要因毛利率相对较低的个人订阅业务占比提升; 研发费率同比上升 7pct 至 37%, 反映公司对办公产品研发的持续投入。

图7: 办公软件及服务收入及增速 (亿元、%)



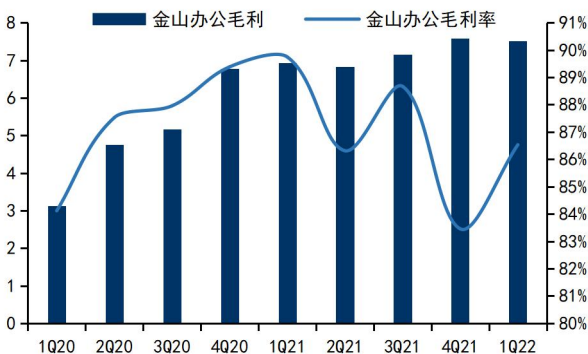
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图8: 金山办公归母净利润及利润率 (百万元、%)



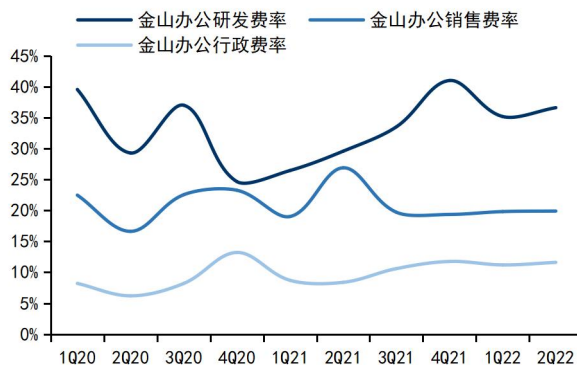
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图9: 金山办公毛利及毛利率 (亿元、%)



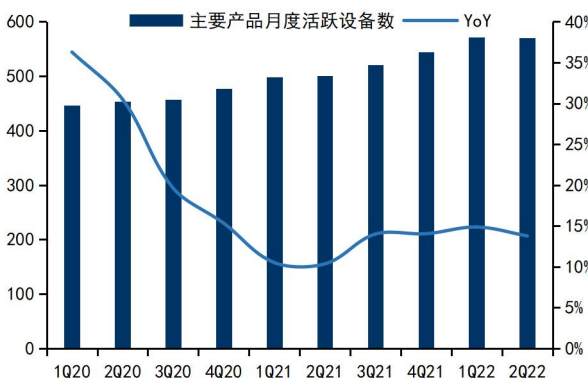
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图10: 金山办公三项费用率变动情况



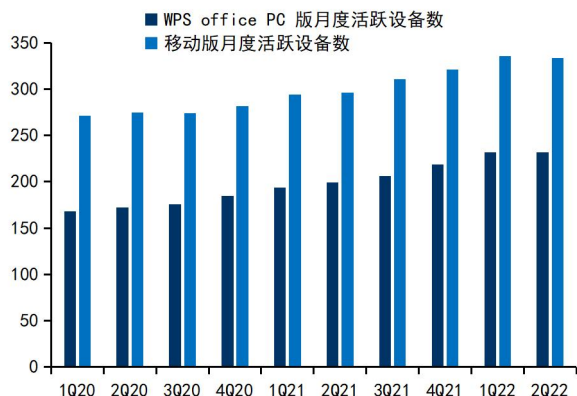
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图11: 金山办公主要产品月活及增速 (百万、%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图12: WPS Office PC和移动端月活 (百万)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

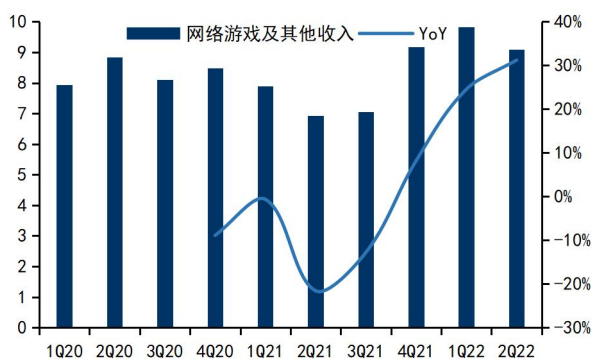
## 游戏业务：《剑侠世界3》表现亮眼，利润率显著优化

《剑侠世界3》表现优秀，推动游戏收入持续回暖。2022Q2，网络游戏及其他业务收入约9.1亿元，同比增长31%。增长主要由2021Q4上线的手游新品《剑网1：归来》及《剑侠世界3》贡献。其中《剑侠世界3》市场表现稳中向好，截至8月24日在国内iOS畅销榜排名前40，并已经于今年上半年在港澳台地区上线。

公司后续产品线丰富，未来增长依然有保障。2022Q3，《剑侠世界3》进行全平台公测并推出新门派，端游《剑网3》将举行十三周年庆活动，预计会推动游戏业务的复苏维持到下半年。同时，公司仍有多款储备游戏待上线，推荐重点关注二次元射击游戏《尘白禁区》和开放世界生存游戏《New Dawn》。

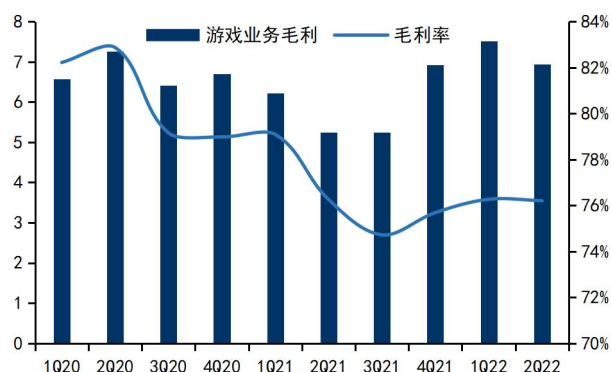
利润率显著优化，三项费用率均同比改善。2022年上半年，游戏业务的税前利润同比增长114%，税前利润率同比增长11pct至27%。我们将金山软件与金山办公的成本及费用数据进行相减，将计算结果近似视为游戏业务的成本及费用。2022Q2，游戏业务的毛利率约为76%，同比基本持平。三项费用率同比均有改善，研发费率、销售费率、行政费率分别同比降低10pct、3pct、5pct。

图13：网络游戏及其他收入和增速（百万元、%）



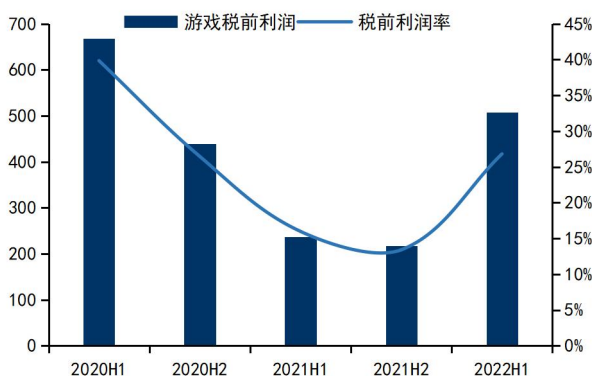
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图14：游戏业务毛利及毛利率（亿元、%）



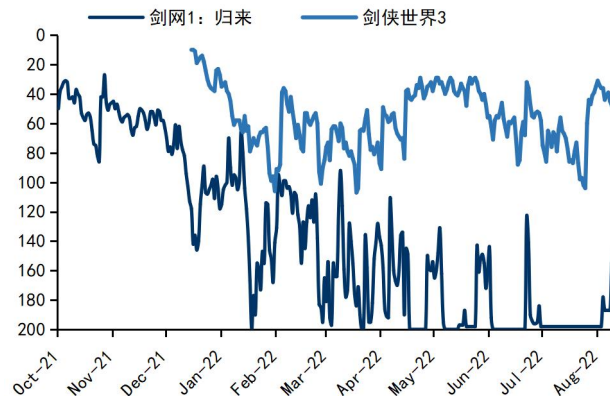
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及测算

图15：公司游戏业务税前利润及利润率（百万元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图16：两款新游国内iOS畅销榜排名



资料来源：点点数据，国信证券经济研究所整理

## 盈利预测与投资建议

综合而言，公司各项业务仍然具备潜力，个人订阅和机构订阅持续推动办公业务的收入增长、抵消授权业务的下滑，游戏业务随着新产品上线持续回暖，后续储备产品依然丰富。但考虑到信创产业政策的不确定性持续，以及宏观环境对企业信息化投入的影响，我们小幅下调盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润为 4.41/9.07/15.24 亿元，下调幅度为 12%/13%/7%。我们维持目标价 27.5-30.5 港币，对应 2023 年办公业务 25-28 倍 PE、游戏业务 12-14 倍 PE、金山云 1-1.1 倍 PS。较当前股价有 17%-29% 的上涨空间，维持“增持”评级。

## 风险提示

宏观经济增速下行，企业信息化投资下滑，新游戏不能如期上线的风险。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2021	2022E	2023E	2024E		2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	4553	17003	18703	20573	<b>营业收入</b>	<b>6371</b>	<b>7573</b>	<b>9351</b>	<b>11575</b>
应收款项	2531	2282	2562	3013	营业成本	1157	1384	1675	2034
存货净额	19	8	8	8	营业税金及附加	0	0	0	0
其他流动资产	9	10	16	17	销售费用	(1065)	(1174)	(1449)	(1736)
<b>流动资产合计</b>	<b>21652</b>	<b>33842</b>	<b>36700</b>	<b>39948</b>	管理费用	(2871)	(3214)	(3894)	(4723)
固定资产	1259	2277	3449	4426	财务费用	559	420	678	611
无形资产及其他	483	423	364	308	投资收益	(1333)	(1197)	(1077)	(754)
投资性房地产	484	484	484	484	资产减值及公允价值变动	842	(80)	306	356
长期股权投资	12658	12658	12658	12658	其他收入	(7924)	(8167)	(9750)	(11660)
<b>资产总计</b>	<b>36535</b>	<b>49684</b>	<b>53655</b>	<b>57824</b>	营业利润	176	713	1819	3332
短期借款及交易性金融负债	0	9828	8030	7505	营业外净收支	967	440	554	654
应付款项	770	538	529	549	<b>利润总额</b>	<b>1143</b>	<b>1153</b>	<b>2373</b>	<b>3986</b>
其他流动负债	3326	2725	6389	7541	所得税费用	190	150	308	518
<b>流动负债合计</b>	<b>4096</b>	<b>13092</b>	<b>14949</b>	<b>15595</b>	少数股东损益	558	562	1157	1944
长期借款及应付债券	2249	5349	5349	5349	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>395</b>	<b>441</b>	<b>907</b>	<b>1524</b>
其他长期负债	1398	1448	1498	1553					
<b>长期负债合计</b>	<b>3647</b>	<b>6797</b>	<b>6847</b>	<b>6902</b>	现金流量表(百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>7743</b>	<b>19888</b>	<b>21795</b>	<b>22497</b>	<b>净利润</b>	<b>395</b>	<b>441</b>	<b>907</b>	<b>1524</b>
少数股东权益	4008	4570	5728	7671	资产减值准备	0	0	0	0
股东权益	24784	25225	26132	27656	折旧摊销	212	482	790	1113
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>36535</b>	<b>49684</b>	<b>53655</b>	<b>57824</b>	公允价值变动损失	(842)	80	(306)	(356)
					财务费用	559	420	678	611
关键财务与估值指标					营运资本变动	55	(524)	3420	774
每股收益	0.29	0.32	0.66	1.11	其它	558	562	1157	1944
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流</b>	<b>378</b>	<b>1041</b>	<b>5968</b>	<b>4998</b>
每股净资产	18.13	18.45	19.12	20.23	资本开支	(1101)	(1520)	(1597)	(1678)
ROIC	6%	8%	11%	14%	其它投资现金流	(1025)	0	(872)	(925)
ROE	2%	2%	3%	6%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(1586)</b>	<b>(1520)</b>	<b>(2469)</b>	<b>(2603)</b>
毛利率	82%	82%	82%	82%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	19%	22%	23%	25%	负债净变化	52	3100	0	0
EBITDA Margin	23%	28%	32%	35%	支付股利、利息	0	0	0	0
收入增长	14%	19%	23%	24%	其它融资现金流	1202	9828	(1798)	(525)
净利润增长率	-96%	11%	106%	68%	<b>融资活动现金流</b>	<b>1306</b>	<b>12928</b>	<b>(1798)</b>	<b>(525)</b>
资产负债率	32%	49%	51%	52%	<b>现金净变动</b>	<b>98</b>	<b>12449</b>	<b>1700</b>	<b>1870</b>
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	4455	4553	17003	18703
P/E	65.8	59.0	28.7	17.1	货币资金的期末余额	4553	17003	18703	20573
P/B	1.0	1.0	1.0	0.9	企业自由现金流	187	(135)	4502	2750
EV/EBITDA	26	23	17	13	权益自由现金流	975	12428	2113	1693

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032