

金山软件 (03888.HK)
剑侠情缘生命力持久, WPS 空间广阔

2023 年 02 月 17 日

——港股公司首次覆盖报告
投资评级: 增持 (首次)

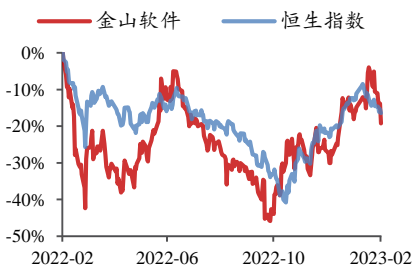
日期	2023/2/17
当前股价(港元)	27.400
一年最高最低(港元)	34.350/17.300
总市值(亿港元)	373.27
流通市值(亿港元)	373.27
总股本(亿股)	13.62
流通港股(亿股)	13.62
近 3 个月换手率(%)	29.25

吴柳燕 (分析师)

 wuliuyan@kysec.cn
 证书编号: S0790521110001

荀月 (联系人)

 xunyue@kysec.cn
 证书编号: S0790122100036

股价走势图


数据来源: 聚源

国内老牌互联网公司, 主业聚焦游戏+办公软件

金山软件覆盖桌面办公、游戏娱乐、实用工具、互联网等多业务, 其中猎豹移动和金山云分别于 2014、2020 年拆分后上市作为联营公司并表。办公业务方面, WPS 用户基数持续扩大, 截至 2022 年 9 月 30 日, WPS Office PC 版月活跃设备数 2.38 亿, 国内 Windows 平台平均市场覆盖率为 68.7%; 游戏业务方面, 核心 IP 剑侠情缘生命力持久, 旗舰产品《剑网 3》表现持续强劲。考虑到金山云及猎豹移动亏损对公司利润有较大影响, 我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 -61.8、5.0、14.1 亿元, 对应 EPS-4.5、0.4、1.0 元, 2022 年由于计提金山云减值拨备由盈转亏, 当前股价分别对应 2023、2024 年 66.2、23.3 倍 PE, 预计随业务整合及降本增效, 分占金山云及猎豹移动亏损有望收窄。未来随新品类游戏上线、《剑网 3》移动化有望额外贡献增量; 办公业务个人订阅付费率有望持续提升, B 端随信创推进恢复增长, 协同办公及端云一体化驱使机构客户从授权向订阅转型从而带来更大空间。首次覆盖给予“增持”评级。

剑侠情缘 IP 生命周期持久, 关注新品类游戏、出海及《剑网 3》移动化

剑侠情缘 IP 生命周期持久, 短期新品类游戏有望贡献增量, 长期关注《剑网 3》移动化。公司 2009 年推出的《剑网 3》端游是国内武侠 MMORPG 旗舰产品, 截止 2020 年, 《剑网 3》累计用户达 1.2 亿, 累计收入超过百亿元。储备产品方面, 《魔域 2》、二次元 TPS 手游《尘白禁区》已获版号, 有望于 2023 年上线; 长期看, 核心 IP《剑网 3》魅力仍在, 关注移动化进展。

金山办公收入持续高速增长, 受益国产化趋势空间广阔

用户基数持续扩大, 个人付费率有望持续提升, 受益软件国产化及安全化趋势机构业务空间广阔。(1)2022H1 WPS Office 个人用户订阅付费率 5%, 对照 Microsoft 365 中性情景下付费率为 11%。(2) 机构业务, 考虑到信创优先从党政机关及国企推进, 根据国有单位在岗职工人数及价值量测算, 我们预计潜在空间可达 55 亿, 未来协同办公及端云一体化驱动授权向订阅转型有望带来更大空间。

风险提示: 游戏表现不及预期、客户拓展不及预期、竞争加剧、经济增长放缓
财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5,594	6,371	7,517	9,129	11,136
YOY(%)	18.4	13.9	18.0	21.5	22.0
净利润(百万元)	878	558	(6,183)	495	1,407
YOY(%)	38.8	(36.5)	(1209.0)	(108.0)	184.4
毛利率(%)	83.6	81.8	80.4	80.9	81.6
净利率(%)	15.7	8.8	(82.3)	5.4	12.6
ROE(%)	40.7	2.2	(32.9)	2.6	6.8
EPS(摊薄/元)	0.6	0.4	-4.5	0.4	1.0
P/E(倍)	37.3	58.7	-	66.2	23.3
P/B(倍)	1.2	1.1	1.4	1.3	1.2

数据来源: 聚源、开源证券研究所(注:2023 年 2 月 17 日 1USD=6.8723RMB; 1HKD=0.8740RMB)

目 录

1、概览：国内老牌互联网公司，主业聚焦游戏+办公软件	3
1.1、国内领先的应用软件产品和服务供应商	3
1.2、发展历程：久经风雨，迈入成熟期	3
1.3、公司股权结构稳定，管理团队经验丰富	5
2、游戏：剑侠情缘 IP 生命周期持久，从端游横跨手游	6
3、金山办公：受益软件国产化趋势，WPS 空间广阔	7
3.1、B 端：短期模式转型导致增长受阻，长期受益软件国产化趋势	8
3.2、C 端：个人用户基数及订阅付费率有望持续提升	10
4、盈利预测与投资建议	11
4.1、盈利预测	11
4.2、投资建议	12
5、风险提示	13
附：财务预测摘要	14

图表目录

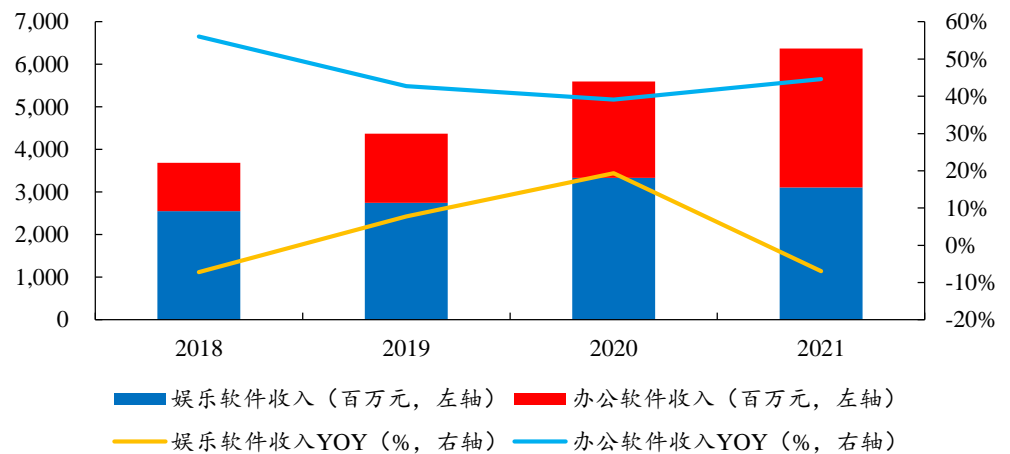
图 1：2021 年金山软件营收同比增长 14%	3
图 2：金山软件主营业务包括以西山居为主的游戏和以 WPS 为主的金山软件	3
图 3：金山软件发展历经风雨，当前进入成熟期	4
图 4：金山软件当前 Forward PE（预测当年值）为 55.4X	4
图 5：剑侠情缘 IP 历史悠久，横跨端游和手游	6
图 6：2022Q3 金山软件游戏收入同比增长 18%	7
图 7：《剑侠世界 3》上线至今畅销榜排名维持在 TOP100	7
图 8：金山办公主要产品包括办公软件及数字办公平台解决方案	8
图 9：2022Q3 金山软件办公业务收入同比增长 25%	8
图 10：2022Q3 金山办公机构订阅业务同比增长 47%	9
图 11：WPS Office 个人订阅付费率保持增长	11
表 1：公司管理团队经验丰富	5
表 2：西山居游戏矩阵围绕剑侠 IP 展开	6
表 3：政策助力信创行业发展	9
表 4：金山办公部分中标合同单套价值量约为 400-450 元	9
表 5：WPS Office 会员定价相比 Microsoft 365 较低	10
表 6：预计 2022 年公司归母净利润受减值拨备及分占联营亏损影响由盈转亏	12
表 7：金山软件同业对比	13

1、概览：国内老牌互联网公司，主业聚焦游戏+办公软件

1.1、国内领先的应用软件产品和服务供应商

金山软件股份有限公司是中国领先的应用软件产品和服务供应商，创立于1988年，旗下拥有金山办公、西山居，覆盖桌面办公、游戏娱乐、实用工具、互联网等多个领域，联营公司猎豹移动和金山云分别于2014、2020年拆分后上市。2021年公司营收63.7亿元，同比增长14%。其中，娱乐软件营收为31.1亿元，收入占比49%；金山办公营收32.7亿元，同比增长45%，收入贡献达51%。

图1：2021年金山软件营收同比增长14%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图2：金山软件主营业务包括以西山居为主的游戏和以WPS为主的金山软件



资料来源：金山软件官网、公司公告、开源证券研究所

1.2、发展历程：久经风雨，迈入成熟期

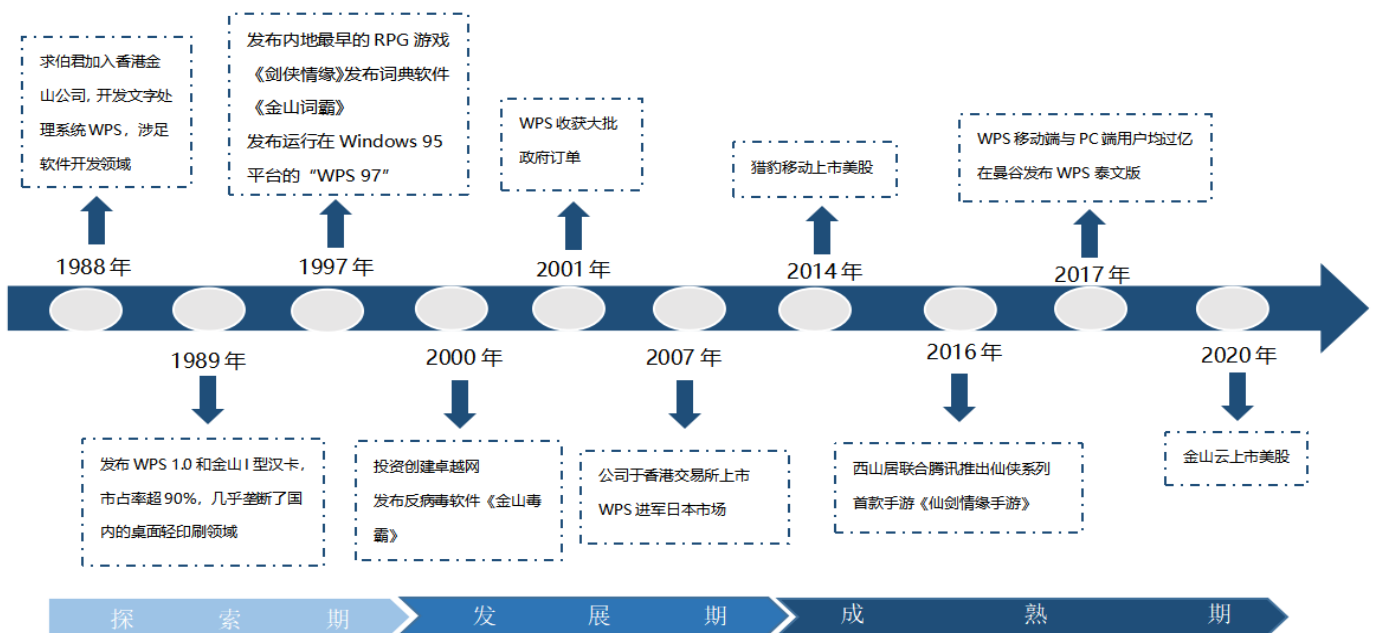
公司发展历程可以分为三个阶段，分别为：探索期、发展期、成熟期。

(1) 探索期（1988年—1997年），1989年公司发布WPS1.0，占据国内轻印

刷领域约 90% 市场份额；90 年代初期微软进入中国市场，吸引大部分 WPS 用户，对公司形成一定冲击。

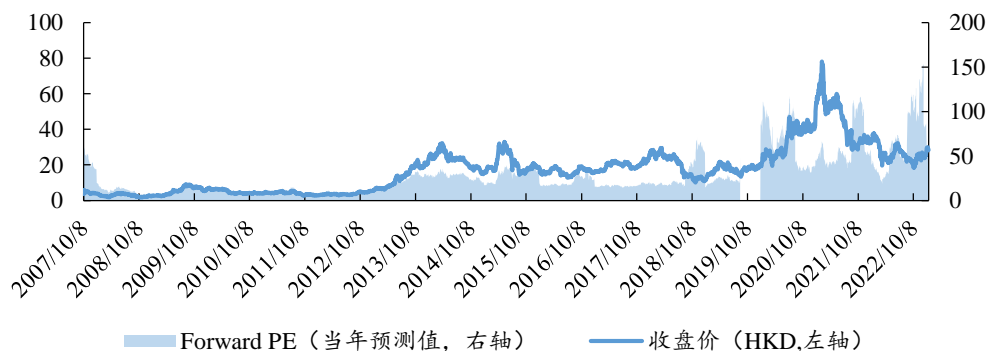
- (2) 发展期（1997 年—2007 年），从 1997 年开始，公司深耕新领域，发布新产品，相继推出游戏《仙侠情缘》、词典软件《金山词霸》、反病毒软件《金山毒霸》等。2005 年，WPS Office 2005 发布，成为民族软件代表作。
- (3) 成熟期（2007 年—至今）：2007 年金山软件于港交所上市。2011 年，金山云独立子公司成立，正式进军云计算领域，2014 年猎豹移动于美国纽交所上市；2020 年，金山云于美国纳斯达克上市。

图3：金山软件发展历经风雨，当前进入成熟期



资料来源：金山软件官网、开源证券研究所

图4：金山软件当前 Forward PE（预测当年值）为 55.4X

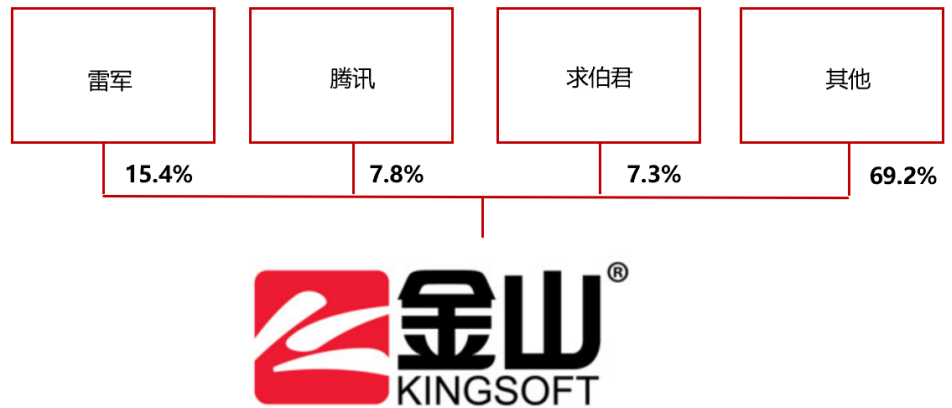


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

1.3、公司股权结构稳定，管理团队经验丰富

公司股权结构稳定，创始人及腾讯为大股东。截至 2022 年 6 月 30 日，雷军持股 15.4%，是金山软件的最大股东；腾讯作为战略股东持股 7.8%；创始人求伯君持股 7.3%。

图5：金山软件公司股权结构较稳定



资料来源：公司公告、开源证券研究所（注：数据截至 2022 年 6 月 30 日）

管理团队与公司共成长，实际控制人雷军深耕互联网领域多年，公司与小米集团在云服务，推广等方面深度合作；其余管理人员在公司发展和开发产品等方面富有经验。

表1：公司管理团队经验丰富

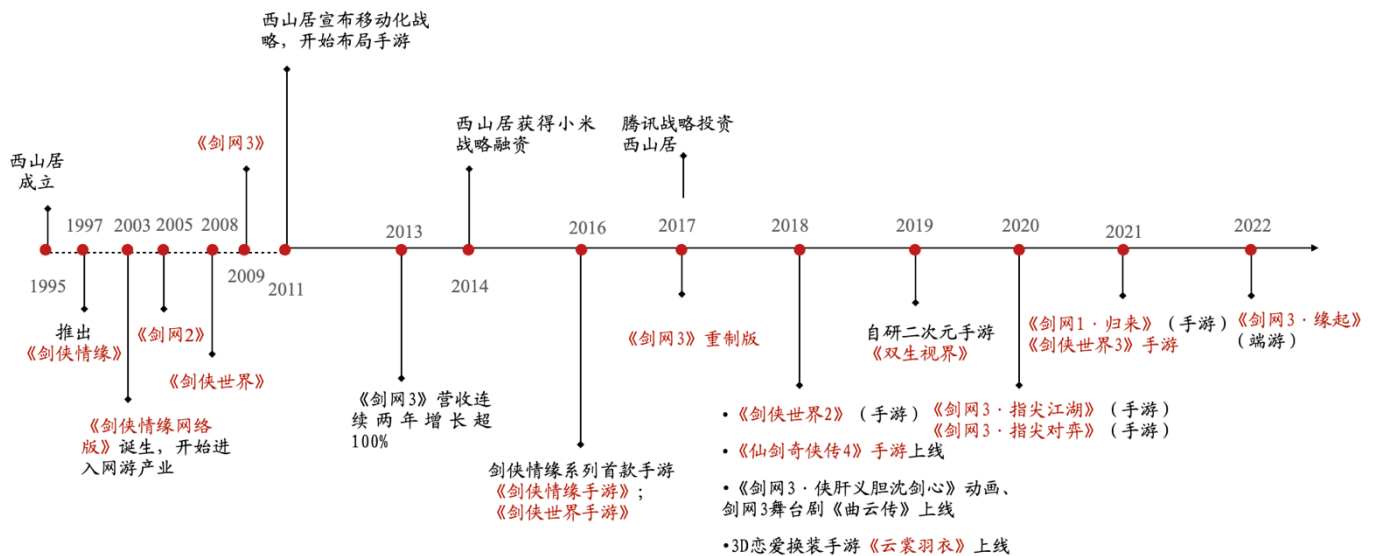
姓名	职位	经历
邹涛	董事长	1975 年出生，1997 年毕业于南开大学。于 1998 年起就职于金山软件，负责开发金山词霸产品和娱乐软件业务。2007 年成为公司高级副总裁，2009 年担任公司执行董事，2016 年起担任公司首席执行官
吴育强	首席财务官、执行董事	1964 年出生，1988 年毕业于香港大学，于财务管控、企业融资及并购方面拥有逾 20 年经验。于 2012 年担任公司首席财务官，并从 2013 年起担任公司执行董事。
雷军	实际控制人、联合创始人、名誉董事长	1969 年出生，1991 年毕业于武汉大学。1992 年起就职于金山软件，负责发展和拓展业务运作，领导公司从传统软件转变为互联网按客户需求提供服务的软件公司。2010 年至今担任小米公司董事长兼首席执行官。2011 年金山办公有限设立时担任执行董事；目前，雷军先生担任金山办公董事。
求伯君	联合创始人、非执行董事	1964 年出生，1984 年毕业于中国国防科技大学。1988 年创办金山软件及专职开发 WPS 1.0。担任金山软件代理首席执行官、金山软件首席执行官，并于 2011 年辞任，由金山软件执行董事调任为非执行董事，同时为金山软件多家附属公司的董事。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

2、游戏：剑侠情缘 IP 生命周期持久，从端游横跨手游

剑侠情缘 IP 生命周期持久，横跨单机、网游、页游、手游。(1) 西山居于 1997 年推出单机武侠游戏《剑侠情缘》。(2) 2003 年，《剑侠情缘网络版》(即《剑网 1》) 推出，西山居网游时代由此开启；此后《剑网 2》、《剑侠世界》陆续推出。(3) 2009 年，《剑网 3》公测，成为国内武侠 MMORPG 旗舰产品，强势表现延续至今，截止 2020 年，《剑网 3》累计用户达 1.2 亿，收入超过百亿元。(4) 2011 年，西山居开始布局手游，此后陆续推出剑侠情缘、剑侠世界、指尖江湖等手游。

图6：剑侠情缘 IP 历史悠久，横跨端游和手游



资料来源：西山居官网、开源证券研究所

表2：西山居游戏矩阵围绕剑侠 IP 展开

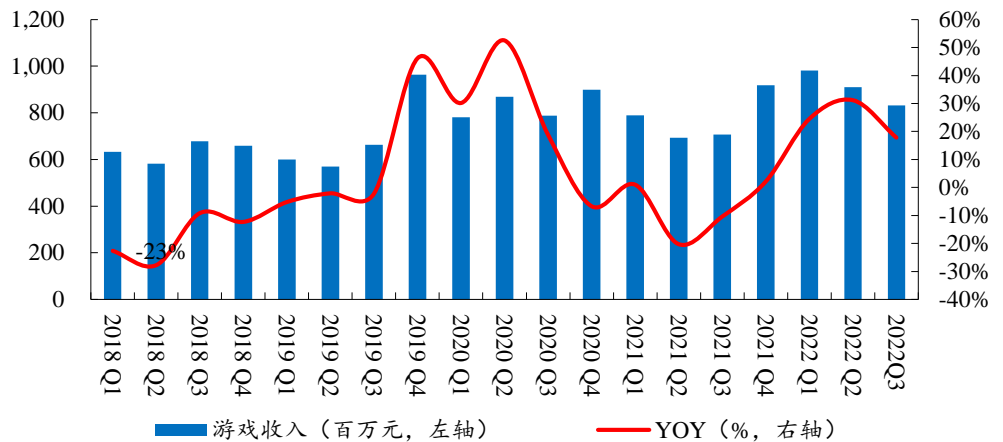
西山居端游产品	西山居移动端产品
剑网 3	新剑侠情缘手游
剑网 3 缘起	剑网 3 指尖江湖
剑侠世界	剑网 1 归来
双相	剑侠世界 3 手游
剑侠情缘网络版	仙剑奇侠传 4
反恐行动	剑网 3 指尖对弈
	剑侠世界 2 手游
剑网 2 系列	剑侠情缘 2: 剑歌行
	云裳羽衣

资料来源：西山居官网、开源证券研究所

短期关注新品类储备产品及出海进展。目前西山居除王牌剑侠系列手游和剑网三端游外，储备中包含建造、二次元、MMO、射击、休闲等多品类自研产品，其中包括：(1) 二次元 TPS 手游《尘白禁区》，Taptap 评分 9.2 分，预约量 134 万，为在研同类产品前列，已于 2022 年 12 月获批版号，有望于 2023 年上线；(2) 机甲 PVP

题材《Code B.R.E.A.K.》正在研发中；(3) 开放世界 MMO《New Dawn》已在海外开启测试；(4) 战术竞技类手游《沉没世纪》已获版号。

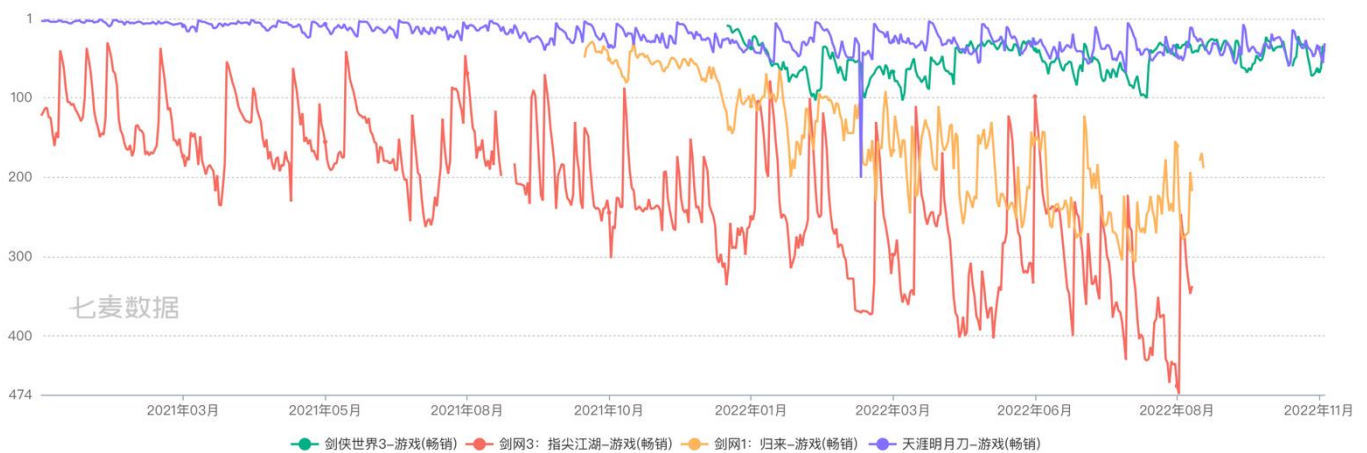
图7：2022Q3 金山软件游戏收入同比增长 18%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

长期看，核心 IP《剑网 3》魅力仍在，关注移动化进展。相较《剑网 3》在端游品类中处于绝对优势地位，《剑侠情缘·指尖江湖》等衍生手游相对平平，但 2021 年 12 月上线的《剑侠世界 3》推出至今排名仍保持在畅销榜前 100 位，或意味着西山居手游研运能力的提升改善。目前《剑网 3》仍未实现移动版原生移植，或于 2024 年上线。2022 年 8 月《剑网 3》十周年发布会西山居 CEO 郭炜炜表示，正在采用新引擎对《剑网 3》进行次世代化再度重制，未来将转型全平台支持安卓、IOS、PC 三端数据互通。

图8：《剑侠世界 3》上线至今畅销榜排名维持在 TOP100



资料来源：七麦数据

3、金山办公：受益软件国产化趋势，WPS 空间广阔

金山办公是国内领先的办公软件及服务提供商，主要业务为 WPS Office 办公软

件相关产品及服务的设计研发及销售推广。主要产品包括 WPS 办公软件、金山文档等办公能力产品矩阵及金山数字办公平台解决方案。基于客户类型，盈利模式主要分为个人办公服务订阅、国内机构订阅及服务、国内机构授权业务及互联网广告推广。

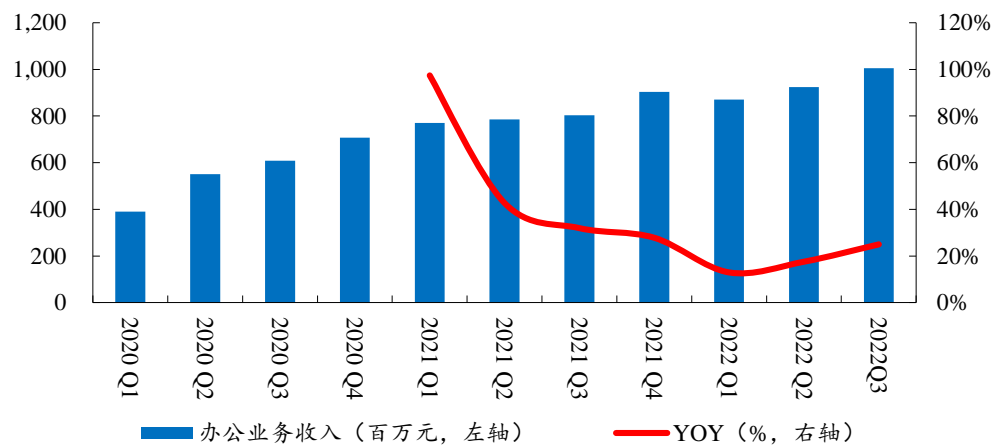
图9：金山办公主要产品包括办公软件及数字办公平台解决方案



资料来源：公司公告

2022Q3 公司办公业务收入 10.1 亿元，同比增长 25%，其中个人订阅业务收入 5.2 亿元，同比增长 43%；机构业务中，订阅业务收入 1.8 亿元，同比增长 47%，授权业务收入 2.3 亿元，同比下滑 5.9%；此外，互联网广告业务收入 0.83 亿元，同比下滑 41%，主要源于持续改善用户体验，战略收缩广告业务。

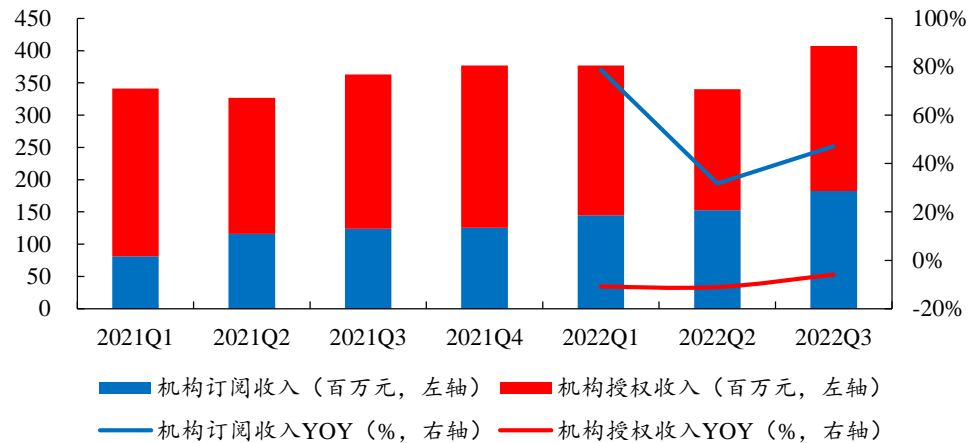
图10：2022Q3 金山软件办公业务收入同比增长 25%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.1、B 端：短期模式转型导致增长受阻，长期受益软件国产化趋势

数字办公、端云一体化及移动化办公需求驱动机构客户从授权向订阅转型，2022H1 公司数字办公平台新增政企客户 1,838 家；授权业务方面，2022H1 受同期高基数及宏观环境影响，信创产业发展节奏不明朗造成一定负面影响。

图11：2022Q3 金山办公机构订阅业务收入同比增长 47%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

信创推进及软件安全化背景下，国产办公软件自主可控打开 G 端+B 端市场。 外部环境驱动下，信创产业自主可控重要性凸显。2022 年 6 月国务院发布《十四五数字经济发展规划》指出，到 2025 年行政办公及电子政务全部完成国产化替代；《关于加强数字政府建设的指导意见》中提出，加强自主创新，加快数字政府建设关键核心技术攻关，强化安全可靠技术和产品应用，切实提高自主可控水平。目前党政信创推进较快，预计未来信创将全面推进至金融、电信、电力、石油、交通等关键行业。

表3：政策助力信创行业发展

部委	文件	发布时间	内容
国务院	十四五数字经济发展规划	2022.06	2025 年行政办公及电子政务全部完成国产化替代
国务院	关于加强数字政府建设的指导意见	2022.06	加强自主创新，加快数字政府建设领域关键核心技术攻关，强化安全可靠技术和产品应用，切实提高自主可控水平
发改委	十四五推进国家政务信息化规划	2022.01	推进实现政务信息化安全可靠应用

资料来源：发改委、国务院、开源证券研究所

国有企业客户潜在空间广阔，潜在空间或达 50 亿以上。 (1) **覆盖人群**：根据国家统计局数据，2021 年国有单位在岗职工人数为 5,633 万人；公共管理和社会组织就业人员数 1986 万人；(2) **价值量**：参考采招网数据，信创办公软件单价平均约 500 元，假设所需办公软件套数与国有企业在岗职工人数比为 1:5，我们测算潜在空间或达 55 亿。未来协同办公及端云一体化有望驱使机构客户从授权向订阅转型从而带来更大空间。

表4：金山办公部分中标合同单套价值量约为 400-450 元

日期	内容	价格
2022.11.22	大庆市红岗区应急管理局电子卖场采购合同政府采购合同	450 元/套
2022.10.31	嫩江市农业农村局金山办公软件购销合同政府采购合同	450 元/套
2022.11.21	福建省淡水水产研究所政府采购网上超市采购合同	43,800 元

日期	内容	价格
2022.11.21	昭平县残疾人联合会关于办公软件的网上超市采购项目	1200 元/套
2022.11.18	漯河市人力资源和社会保障局电子卖场采购合同政府采购合同	430 元/套
2022.11.17	大庆市退役军人事务局电子卖场采购合同政府采购合同	450 元/套

资料来源：采招网、开源证券研究所

3.2、C 端：个人用户基数及订阅付费率有望持续提升

C 端：参考 Microsoft Office，WPS Office 在价格及产品端具有一定优势，用户基数及个人用户付费率有望进一步提升。

产品及定价：WPS Office 产品及服务基于国内用户需求出发，提供包含移动版、办公模版、pdf 编辑等更贴近国民办公习惯的资源及支持服务，在个人用户定价方面低于 Microsoft 365。

表5：WPS Office 会员定价相比 Microsoft 365 较低

	类型	价格	权益
WPS	WPS 会员	89/年	 文档修复 数据恢复 图片转文字 PDF 转换 PDF 编辑 全文翻译 表格工具
	稻壳会员	79/年	800 万办公模版
	超级会员	169/年	WPS 会员特权、稻壳会员特权、300 次/月模版、云空间 365G、翻译页数 100 页/31 天、文档上传大小 2G
Microsoft 365	个人版	398/年	1TB 云存储空间
	家庭版	498/年 (1-6 个账户)	1TB 云存储空间
	教育版	216/年 (权益同个人账户)	

资料来源：WPS 官网、Microsoft 365 官网、开源证券研究所

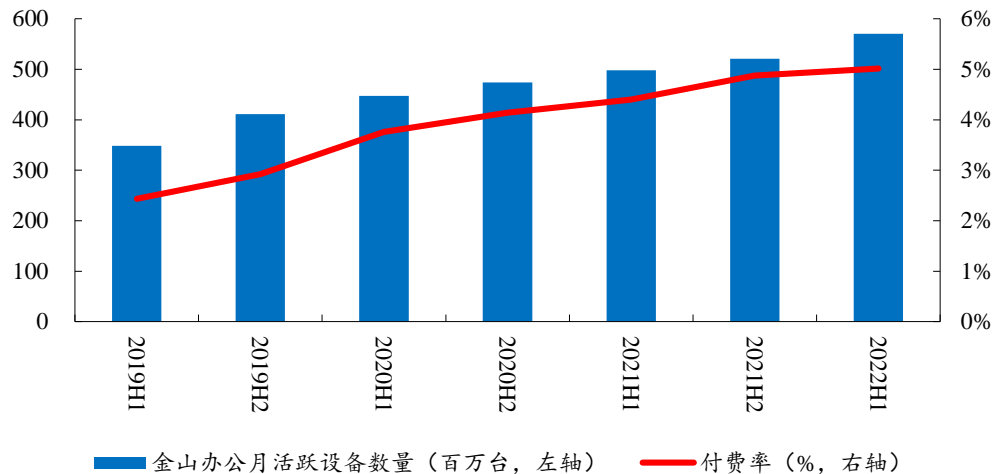
用户基数：考虑到办公软件使用人群主要为高等教育阶段学生及就业人群，其中，根据 2021 年全国教育事业发展统计公报，高等教育在学总规模为 4,430 万人；根据国家统计局，2021 年我国第一、二、三产业就业人员分别为 1.7 亿人、2.2 亿人、3.6 亿人。

WPS 用户基数持续扩大，根据金山办公财报，截至 2022 年 9 月 30 日，WPS Office PC 版月活跃设备数 2.38 亿，同比增长 15.5%。根据艾瑞咨询，截至 2022 年 6 月，微软 Office 及 WPS Office 在国内 Windows 平台的平均市场覆盖率分别为 81.5% 和 68.7%。

付费率：根据公司财报披露金山办公月活跃设备数及累计付费个人会员数，我

们测算 2022H1WPS 个人用户付费率仅 5%，而对照 Microsoft 365 中性情景下付费率为 11%。参考 Microsoft office，截至 2022Q3，Microsoft 365 个人订阅用户数达 6,130 万，根据微软财报披露 2021M12 协作软件 Teams 月活用户突破 2.7 亿，考虑到部分 Microsoft 365 用户可能并未使用 Team，假定未使用 Teams 的 Microsoft 365 个人用户占比为 50%，对应 Microsoft 365 月活用户为 5.4 亿，则付费率为 11%。

图12: WPS Office 个人订阅付费率保持增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、盈利预测

收入端：我们预计公司 2022-2024 年收入分别为 75.2、91.3、111.4 亿元，对应同比增长 18.0%、21.5%、22.0%。**(1) 游戏业务：**考虑到 2022 年《剑侠世界 3》及《剑网 3·缘起》表现良好，已获版号的储备产品《魔域 2》、《尘白禁区》有望于 2023 年上线，后续多品类及剑侠情缘储备产品有望持续贡献增量，预计 2022-2024 年公司游戏业务收入分别为 36.7、42.2、47.6 亿元，对应同比增长 18.0%、15.0%、13.0%。

(2) 办公业务：2022 年受宏观经济影响，信创产业发展节奏不明朗导致授权业务收入有所下滑，但随数字办公平台体系产品渗透提升，机构订阅业务保持高速增长，未来预计随宏观经济复苏信创业务持续推进，预计公司 2022-2024 年办公业务收入分别为 38.5、49.1、63.7 亿元，对应同比增长 18.0%、27.6%、29.7%。

成本端：考虑到新游上线存在一定推广费用但办公软件随规模扩张盈利能力提升，我们预计 2022-2024 年公司毛利率分别为 80.4%、80.9%、81.6%；研究及开发成本占收入比重分别为 34.0%、33.0%、32.0%；销售及分销开支占收入成本分别为 16.5%、18.0%、18.0%；行政开支预计占收入比重保持稳定在 8.0%。

利润端：考虑到金山云及猎豹移动亏损对公司利润有较大影响，综合收入及成本端假设，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 -61.8、5.0、14.1 亿元，对应 EPS -4.5、0.4、1.0 元。2022 年由于计提金山云减值拨备由盈转亏，预计随业务整合及降本增效，分占金山云及猎豹移动亏损有望收窄。

表6: 预计2022年公司归母净利润受减值拨备及分占联营亏损影响由盈转亏

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入 (百万元)	5,594	6,371	7,517	9,129	11,136
网络游戏	3,337	3,107	3,666	4,216	4,764
办公软件	2,257	3,265	3,851	4,914	6,372
收入增速 (%)	28.0%	13.9%	18.0%	21.5%	22.0%
网络游戏	19.3%	-6.9%	18.0%	15.0%	13.0%
办公软件	43.3%	44.6%	18.0%	27.6%	29.7%
毛利率 (%)	83.6%	81.8%	80.4%	80.9%	81.6%
网络游戏	80.8%	76.1%	75.5%	75.0%	75.0%
办公	87.7%	86.9%	85.0%	86.0%	86.5%
研发成本占比 (%)	29.6%	37.0%	34.0%	33.0%	32.0%
销售费用占比 (%)	15.0%	19.0%	16.5%	18.0%	18.0%
行政开支占比 (%)	8.1%	9.2%	8.0%	8.0%	8.0%
分占合营及联营公司亏损 (百万元)	-271	-1,333	-900	-622	-540
归母净利润 (百万元)	10,045	558	-6,183	495	1,407
EPS (元)	7.32	0.28	-4.52	0.36	1.03

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

4.2、投资建议

我们采用分部估值法验证公司当前股价水平合理性, 基于公司各项主营业务分别选取可比公司, 游戏业务方面, 分别选取 A 股及港股游戏公司完美世界、三七互娱、吉比特、网易作为可比公司; 办公业务方面, 选取主营业务同为企业服务的公司微软、Adobe 作为可比公司。2022 年由于公司计提金山云减值拨备由盈转亏, 当前股价分别对应 2023、2024 年 66.2、23.3 倍 PE。根据分部估值法, 针对各项业务, 游戏业务给予 13-15 倍估值; 办公业务考虑到 B 端及 G 端确定性更高, 估值水平也理应获得较高溢价, 给予 30-35 倍估值, 金山云及猎豹移动根据当前市值及持股比例, 给予 50%折价, 以 2 月 16 日港币兑人民币汇率 0.8728 计算, 对应公司合理价值 409-466 亿港元。

展望未来, 游戏业务方面, 剑侠 IP 生命力持久表现稳定, 新品类及出海有望额外贡献增量; 办公业务, WPS 空间广阔, 其中个人订阅付费率有望持续提升, B 端随信创推进恢复增长, 未来协同办公及端云一体化有望驱使机构客户从授权向订阅转型从而带来更大空间; 联营公司金山云及猎豹移动作为联营公司亏损有望收窄, 预计随业务整合及降本增效持续改善。首次覆盖给予“增持”评级。

表7：金山软件同业对比

证券代码	证券名称	市值	净利润 (百万, CNY)				PE			三年 CAGR
		(百万, CNY)	2021A	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
3888.HK	金山软件	32624	558	-6,183	495	1,407	-	66.2	23.3	-
按业务划分：娱乐软件 (PE)										
002624.SZ	完美世界	27,645	369	1,810	2,063	2,363	15.3	13.4	11.7	85.7%
002555.SZ	三七互娱	49,591	2,873	3,029	3,508	3,956	16.4	14.1	12.5	11.3%
603444.S H	吉比特	26,374	1,469	1,377	1,644	1,923	19.2	16.0	13.7	9.4%
09999.HK	网易	393,849	16,857	20,266	21,463	24,068	14.4	14.0	12.5	12.6%
平均值							16.3	14.4	12.6	
按业务划分：办公软件(PE)										
MSFT.O	微软	13,400,985	423,277	485,068	482,429	554,670	27.6	25.3	21.9	9.4%
ADBE.O	Adobe	1,148,842	38,801	44,602	47,515	53,489	25.8	24.2	21.5	11.3%
平均值							26.7	24.7	21.7	
联营及合营公司 (市值*股权比例*投资折价)										
KC.O	金山云	8,212	-1,592	-1,982	-1,516	-1,281				
CMCM.N	猎豹移动	607								

数据来源：Wind、Bloomberg、开源证券研究所 (注：市值按照2023年2月17日收盘价计算，汇率1USD=6.8723RMB；1HKD=0.8740RMB，微软、Adobe、金山云盈利预测数据来自Bloomberg一致预期，三七互娱盈利预测来自Wind一致预期)

5、风险提示

游戏表现不及预期：剑侠情缘 IP 已进入成熟期，若游戏玩法及美术等无法及时更新迭代，可能面临用户流失。

客户拓展不及预期：若后续政企客户拓展不及预期或导致办公业务订单及利润率下滑。

竞争加剧：若海外办公软件龙头加大国内投入，国内行业竞争环境或有所恶化导致公司市场份额面临下滑风险。

经济增长放缓：若宏观经济增长放缓，信创推进存在一定不确定性及中小企业收缩 IT 开支导致办公业务增长不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	19,732	21,652	16,044	18,560	22,798
现金	14,062	16,200	13,208	15,145	18,666
应收账款	848	839	1,453	1,765	2,153
存货	19	19	31	36	43
其他流动资产	4,803	4,594	1,353	1,614	1,937
非流动资产	15,313	14,884	15,056	14,702	13,943
固定资产及在建工程	572	1,389	1,912	2,131	2,040
无形资产及其他长期资产	14,740	13,495	13,145	12,571	11,904
资产总计	35,044	36,535	31,100	33,262	36,741
流动负债	3,244	4,096	3,980	4,534	5,170
短期借款	-0	-0	-0	-0	-0
应付账款	320	166	212	250	294
其他流动负债	2,923	3,930	3,768	4,284	4,876
非流动负债	3,573	3,647	3,465	3,345	3,225
长期借款	2,197	2,249	2,119	1,989	1,859
其他非流动负债	1,376	1,398	1,347	1,357	1,367
负债合计	6,816	7,743	7,445	7,879	8,395
股本	5	5	5	5	5
储备	-0	-0	-0	-0	-0
归母所有者权益	24,665	24,784	18,805	19,300	20,707
少数股东权益	3,563	4,008	3,953	3,964	3,984
负债和股东权益总计	35,044	36,535	31,100	33,262	36,741

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2,991	2,220	(2,969)	3,169	4,479
税后利润	10,045	558	(6,183)	495	1,407
折旧和摊销	490	599	914	1,233	1,555
营运资本变动	5	(146)	(580)	(279)	(350)
其他	(7,549)	1,210	2,881	1,720	1,866
投资活动现金流	(7,575)	(1,605)	1,938	(1,236)	(1,004)
资本开支	(541)	(1,314)	(1,500)	(1,500)	(1,500)
其他	(7,034)	(291)	3,438	264	496
融资活动现金流	1,876	(480)	17	5	45
股权融资	-0	(4)	0	-0	-0
银行借款	(1,535)	52	(130)	(130)	(130)
其他	3,411	(528)	147	135	175
汇率变动对现金的影响	19	8	-0	-0	-0
现金净增加额	(2,689)	144	(1,014)	1,937	3,521
期末现金总额	4,455	14,197	13,208	15,145	18,666

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	5,594	6,371	7,517	9,129	11,136
营业成本	(917)	(1,157)	(1,476)	(1,742)	(2,051)
营业费用	(2,495)	(3,393)	(3,796)	(4,656)	(5,568)
管理费用	(633)	(789)	(879)	(879)	(879)
其他收入/费用	306	328	368	429	523
营业利润	1,855	1,361	1,734	2,281	3,161
净财务收入/费用	55	273	198	202	270
其他利润	159	(491)	(7,330)	(1,397)	(1,459)
除税前利润	2,069	1,143	(5,398)	1,086	1,972
所得税	(271)	(190)	(156)	40	67
少数股东损益	-0	395	624	624	624
归母净利润	878	558	(6,183)	495	1,407
EBITDA	10,694	1,943	2,782	3,639	4,845
扣非净利润	612	558	247	495	1,407
EPS(元)	0.64	0.41	(4.52)	0.36	1.03

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	18.4	13.9	18.0	21.5	22.0
营业利润(%)	74.4	(26.7)	27.4	31.6	38.5
归属于母公司净利润(%)	38.8	(36.5)	(1209.0)	(108.0)	184.4
获利能力					
毛利率(%)	83.6	81.8	80.4	80.9	81.6
净利率(%)	15.7	8.8	(82.3)	5.4	12.6
ROE(%)	40.7	2.2	(32.9)	2.6	6.8
ROIC(%)	4755.3	46.7	67.6	83.5	97.2
偿债能力					
资产负债率(%)	19.5	21.2	23.9	23.7	22.8
净负债比率(%)	(48.1)	(56.3)	(59.0)	(68.2)	(81.2)
流动比率	6.1	5.3	4.0	4.1	4.4
速动比率	6.1	5.3	4.0	4.1	4.4
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
应收账款周转率	3.7	7.1	6.1	5.2	5.2
应付账款周转率	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
存货周转率	51.7	55.1	53.4	48.1	48.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.6	0.4	-4.5	0.4	1.0
每股经营现金流(最新摊薄)	2.2	1.6	-2.2	2.3	3.3
每股净资产(最新摊薄)	20.6	21.1	17.3	18.6	20.7
估值比率					
P/E	37.3	58.7	-	66.2	23.3
P/B	1.2	1.1	1.4	1.3	1.2

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn