

互联网	收盘价 港元 20.55	目标价 港元 30.00	潜在涨幅 +46.0%
-----	-----------------	-----------------	----------------

2024年8月21日

金山软件 (3888 HK)

游戏带动利润好于预期，预计3季度游戏收入加速增长

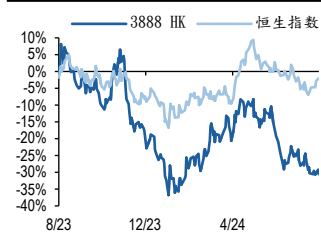
金山软件 (3888 HK) 2024 年 2 季度收入同比增 13%，调整后运营利润同比增 14%，游戏收入好于预期，WPS 因 B 端业务模式向 SaaS 转型导致收入增速短期放缓。我们微调 2024 年公司收入预测，其中下调 WPS 业务的影响被上调游戏收入预测所抵消，《剑网3无界》上线后带动老玩家回流好于预期，预计将带动 3 季度游戏加速增长，全年游戏实现双位数增长确定性强，维持目标价 30 港元及买入评级。

- 2 季度公司总收入同比增 13%至 24.7 亿元（人民币，下同），其中游戏/WPS 分别同比增 20%/6%，调整后运营利润同比增 14%至 8.8 亿元，对应运营利润率为 35%。
- WPS 收入增速较 1 季度的 17%放缓，主要因 B 端业务模式向 SaaS 转型导致，但合同负债金额同比增 24%，为长期稳健增长奠定基础。2 季度 WPS 个人订阅/机构授权/机构订阅业务收入分别同比+20%/-2%/-27%。游戏收入增长主要受到手游增量贡献，部分被《剑网3》端游较去年高基数的下降所抵消。
- WPS 于 7 月升级 AI 战略，发布 WPS AI 2.0，面向个人级企业客户升级 AI 产品体验，提升用户粘性。《剑网3无界》手游 6 月上线，打通端游数据，带来全平台日活用户数超过 1100 万，62%为老用户回归，预计将带动 3 季度流水显著提升。10 月《剑网3》将推出资料片，进一步增强 IP 生命周期。《解限机》于 8 月完成国内首次公开测试。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	32.00
52周低位 (港元)	18.72
市值 (百万港元)	27,217.24
日均成交量 (百万)	3.75
年初至今变化 (%)	(14.73)
200天平均价 (港元)	23.32

资料来源: FactSet

盈利预测变动

人民币百万	2024E			2025E			2026E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	9,668	9,882	-2%	10,586	11,304	-6%	11,799	12,939	-9%
游戏	4,593	4,435	4%	4,730	4,737	0%	4,977	4,975	0%
WPS	5,075	5,447	-7%	5,857	6,566	-11%	6,823	7,963	-14%
毛利润	7,965	8,085	-1%	8,776	9,203	-5%	9,791	10,658	-8%
毛利润率	82%	82%	0.6ppts	83%	81%	1.5ppts	83%	82%	0.6ppts
调整后运营利润	3,192	2,982	7%	3,674	3,469	6%	4,154	4,060	2%
调整后运营利润率	33%	30%	2.8ppts	35%	31%	4.0ppts	35%	31%	3.8ppts
调整后净利润	2,239	2,051	9%	2,379	2,335	2%	2,780	2,826	-2%
调整后净利润率	23%	21%	2.4ppts	22%	21%	1.8ppts	24%	22%	1.7ppts

资料来源: FactSet, 公司资料, 交银国际预测 ^ 净利润和每股盈利基于 Non-GAAP 基础

孙梦琪

mengqi.sun@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8048

谷馨瑜, CPA

connie.gu@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8045

赵丽, CFA

zhao.li@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8054

蔡涵

hanna.cai@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8041

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 2024 年 2 季度业绩概览

(百万人民币)	交银国际						
年结 12 月 31 日	2Q23	1Q24	2Q24	环比 (%)	同比 (%)	预测	差异 (%)
收入	2,193	2,137	2,474	16	13	2,536	-2
网络游戏及其他	1,073	912	1,286	41	20	1,183	9
办公软件及服务	1,121	1,225	1,188	-3	6	1,353	-12
收入成本	(362)	(396)	(432)	9	19	(498)	-13
毛利	1,832	1,741	2,042	17	11	2,038	0
毛利率 (%)	84	81	83	1	-1	80	3
研发成本净额	(666)	(713)	(741)	4	11	(754)	-2
销售及分销开支	(301)	(261)	(379)	45	26	(460)	-18
行政开支	(153)	(160)	(155)	-3	1	(177)	-12
股份酬金	(91)	(76)	(82)	7	-10	(86)	-5
其他	55	72	110			82	34
总运营开支	(1,156)	(1,139)	(1,248)	10	8	(1,395)	-11
运营利润	676	602	794	32	18	642	24
运营利润率 (%)	31	28	32			25	
经调整运营利润	767	678	876	29	14	728	20
经调整运营利润率 (%)	35	32	35			29	
经调整净利润	574	534	657	23	14	477	38
经调整净利润率 (%)	26	25	27			19	

资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 2: 金山软件 (3888 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 3: 交银国际互联网及教育行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
BIDU US	百度	买入	90.18	129.00	43.0%	2024 年 07 月 17 日	广告
TME US	腾讯音乐	买入	10.64	14.00	31.6%	2024 年 08 月 14 日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	3.31	4.20	26.9%	2024 年 07 月 22 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	44.40	55.00	23.9%	2024 年 07 月 17 日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	14.31	20.00	39.8%	2024 年 07 月 15 日	文娱内容
9899 HK	云音乐	买入	93.75	120.00	28.0%	2024 年 06 月 04 日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	7.03	5.90	-16.1%	2024 年 05 月 29 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	中性	35.57	33.00	-7.2%	2024 年 05 月 29 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	23.70	29.00	22.4%	2024 年 02 月 21 日	文娱内容
JD US	京东	买入	29.54	41.00	38.8%	2024 年 08 月 16 日	电商
PDD US	拼多多	买入	151.11	213.00	41.0%	2024 年 05 月 23 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	83.91	111.00	32.3%	2024 年 04 月 11 日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	10.90	13.40	22.9%	2024 年 06 月 26 日	电商
GOTU US	高途	买入	4.39	7.50	70.8%	2024 年 08 月 08 日	教育
TAL US	好未来教育	买入	9.06	13.80	52.3%	2024 年 08 月 02 日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	53.85	80.00	48.6%	2024 年 08 月 01 日	教育
DAO US	有道	买入	3.47	5.00	44.1%	2024 年 05 月 24 日	教育
700 HK	腾讯控股	买入	370.40	486.00	31.2%	2024 年 08 月 15 日	游戏
NTES US	网易	买入	92.55	117.00	26.4%	2024 年 05 月 24 日	游戏
3888 HK	金山软件	买入	20.55	30.00	46.0%	2024 年 05 月 22 日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	10.64	15.00	41.0%	2024 年 03 月 28 日	游戏
9690 HK	途虎	买入	17.66	24.00	35.9%	2024 年 08 月 12 日	本地生活
3690 HK	美团	买入	108.10	129.00	19.3%	2024 年 06 月 07 日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	9.74	11.30	16.0%	2024 年 08 月 16 日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	10.66	13.50	26.6%	2024 年 07 月 12 日	物流
DADA US	达达集团	中性	1.37	1.70	24.1%	2024 年 07 月 19 日	物流
9878 HK	汇通达网络	中性	21.20	30.00	41.5%	2024 年 03 月 28 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	10.70	14.00	30.8%	2024 年 03 月 27 日	商户服务
780 HK	同程旅行	买入	13.12	25.00	90.5%	2024 年 05 月 22 日	在线旅行社
9961 HK	携程集团	买入	330.40	509.00	54.1%	2024 年 05 月 21 日	在线旅行社

资料来源: FactSet, 交银国际预测 *收盘价截至 2024 年 8 月 20 日

财务数据

损益表(百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	7,637	8,534	9,668	10,586	11,799
主营业务成本	(1,460)	(1,503)	(1,703)	(1,810)	(2,008)
毛利	6,177	7,030	7,965	8,776	9,791
销售及管理费用	(1,861)	(2,132)	(2,171)	(2,315)	(2,518)
研发费用	(2,553)	(2,684)	(2,981)	(3,180)	(3,513)
其他经营净收入/费用	106	12	68	63	27
经营利润	1,869	2,227	2,881	3,345	3,787
Non-GAAP标准下的经营利润	2,129	2,541	3,192	3,674	4,154
财务成本净额	292	460	412	299	299
应占联营公司利润及亏损	(1,382)	(1,166)	(553)	(400)	(400)
其他非经营净收入/费用	(6,500)	(32)	(7)	20	20
税前利润	(5,721)	1,489	2,734	3,264	3,707
税费	380	(274)	(362)	(611)	(692)
非控股权益	(707)	(732)	(988)	(983)	(981)
净利润	(6,048)	483	1,383	1,670	2,033
作每股收益计算的净利润	(6,048)	483	1,383	1,670	2,033
Non-GAAP标准的净利润	1,486	1,976	2,239	2,379	2,780

资产负债简表(百万元人民币)					
截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	10,977	8,625	11,443	14,588	17,895
应收账款及票据	861	785	1,085	1,034	1,339
存货	18	16	16	16	16
其他流动资产	11,684	17,467	16,551	16,790	16,870
总流动资产	23,540	26,893	29,094	32,428	36,120
物业、厂房及设备	1,551	1,983	1,886	2,115	2,371
其他有形资产	110	93	103	103	103
无形资产	186	186	186	186	186
合资企业/联营公司投资	5,489	4,937	4,960	4,965	4,970
其他长期资产	1,012	1,102	1,175	1,190	1,205
总长期资产	8,348	8,301	8,310	8,558	8,834
总资产	31,888	35,195	37,405	40,986	44,954
短期贷款	0	0	0	0	0
应付账款	453	533	605	716	844
其他短期负债	6,436	4,347	4,722	5,131	5,579
总流动负债	6,888	4,880	5,326	5,847	6,423
长期贷款	0	2,770	2,770	2,770	2,770
其他长期负债	845	971	1,007	1,121	1,248
总长期负债	845	3,741	3,777	3,891	4,018
总负债	7,733	8,621	9,104	9,738	10,441
股本	2,219	2,193	2,193	2,193	2,193
储备及其他资本项目	17,283	19,096	19,835	21,794	24,070
股东权益	19,501	21,289	22,028	23,987	26,264
非控股权益	4,654	5,284	6,272	7,261	8,249
总权益	24,155	26,573	28,301	31,248	34,512

资料来源:公司资料,交银国际预测

现金流量表(百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	(5,721)	1,489	2,734	3,264	3,707
合资企业/联营公司收入调整	1,384	1,166	1,146	1,146	1,146
折旧及摊销	237	208	280	307	336
营运资本变动	155	664	865	395	264
利息调整	(292)	(460)	(412)	(299)	(299)
税费	380	(274)	(362)	(611)	(692)
其他经营活动现金流	6,429	696	(705)	(33)	(98)
经营活动现金流	2,574	3,489	3,544	4,169	4,363
资本开支	(481)	(457)	97	(229)	(256)
投资活动	32	(1,704)	13	31	30
其他投资活动现金流	4,871	(4,315)	(116)	(106)	(111)
投资活动现金流	4,422	(6,476)	(6)	(304)	(336)
负债净变动	(30)	(22)	0	0	0
权益净变动	(164)	1,276	(300)	(300)	(300)
股息	(435)	(526)	(400)	(400)	(400)
其他融资活动现金流	10	(73)	0	0	0
融资活动现金流	(619)	656	(700)	(700)	(700)
汇率收益/损失	89	(20)	(20)	(20)	(20)
年初现金	4,511	10,977	8,625	11,443	14,588
年末现金	10,977	8,625	11,443	14,588	17,895

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	(4.434)	0.353	0.999	1.242	1.558
全面摊薄每股收益	(4.434)	0.353	0.999	1.242	1.558
Non-GAAP标准下的每股收益	1.090	1.443	1.617	1.769	2.130
每股股息	0.319	0.384	0.289	0.297	0.307
每股账面价值	14.296	15.544	15.907	17.837	20.128
利润率分析(%)					
毛利率	80.9	82.4	82.4	82.9	83.0
EBIT利润率	24.5	26.1	29.8	31.6	32.1
净利率	(79.2)	5.7	14.3	15.8	17.2
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	80.9	82.4	82.4	82.9	83.0
经营利润率	27.9	29.8	33.0	34.7	35.2
净利率	19.5	23.2	23.2	22.5	23.6
盈利能力(%)					
ROA	NA	1.4	3.8	4.3	4.7
ROE	NA	1.9	5.0	5.6	6.2
ROIC	6.3	7.1	8.4	8.5	NA
其他					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	3.4	5.5	5.5	5.5	5.6

交銀國際

香港中环德辅道中68号万宜大厦10楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安泰集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司及中赣通信(集团)控股有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。