

买入

2024年8月27日

游戏业务增速回升, AI 助力新增长

- 24H1 业绩情况:** 2024 年上半年公司实现营业收入 46.1 亿元, 同比增长 11%。其中来自办公软件及服务的收入达 24.1 亿元, 同比增长 11%, 主要是金山办公国内个人办公订阅业务增长, 部分被机构授权业务的减少所抵消。网络游戏收入达 22 亿元, 同比增长 10%, 主要系公司不断创新游戏内容, 《剑网 3 无界》、《尘白禁区》表现出色, 部分被《剑网 3》收益下降所抵消。上半年毛利 37.8 亿元, 同比增长 9%, 毛利率为 82%, 较去年同期下降 1%。归母净利润为 6.8 亿元, 同比增长 171.7%。上半年公司共回购 4.2 亿港元, 截至六月末, 公司账上现金及现金等价物 197 亿元。上半年经营性现金流净流入 13.7 亿元。
- 金山办公升级 AI 协作战略:** 办公业务方面, 个人办公订阅业务稳健增长。金山办公主要产品月活跃设备数 6 亿, 同比增长 3%, 其中 WPS Office PC 版月活设备数 2.7 亿, 同比增长 7.1%, WPS Office 移动版月活设备数达 3.3 亿, 同比稳中回升。累次付费用户数 3815 万, 同比增长 14.8%。机构办公业务中机构授权业务业绩承压, 主要受信创产业调整的影响。公司推出面向组织和企业客户的办公新质生产力平台 WPS 365, 整合升级版的 WPS Office、WPS 协作及 WPS AI 企业版, 帮助政企客户解决 AI 建设过程中的模型应用数据应用问题等, 推动企业数智化转型。
- 游戏业务聚焦精品战略:** 《剑网 3 无界》移动端于 2024 年 6 月正式推出, 实现与端游《剑网 3》的全平台数据集成互通, 全平台日活数显著提升。公测首月月活用户数达 1146 万, 其中有 691 万回归玩家, 占比达 60.3%, 大量老用户的回归提升 IP 长线运营的基线。随着移动端《剑网 3 无界》的顺利发布, 新用户不断涌入, 为产品 IP 注入新活力。《剑网 3》十五周年庆典将于八月举行, 进一步巩固 IP 生命力。科幻机甲赛道游戏《解限机》八月完成国内首次公开测试。
- 给与目标价 28 港元, 维持买入评级:** 我们认为金山通过以用户为中心, 坚定 AI 协作多屏云内容的战略, 不断创新积极提升产品品质, 为用户创造长久价值。考虑到游戏业务有所回暖, 以及 AI 办公产品的不断推出, 商业化进展还有待观察, 预期公司 2024-2026 年利润分别为 12/15/18 亿元, 对应的 143%/28%/20% 的增长, 给予目标价 28 港元, 对应 24 年利润的 25 倍 PE 估值, 较现价 30.5% 的涨幅, 给与持有评级。
- 风险提示:** 竞争加剧、剑网 3 表现疲软、AI 产品发展不及预期等。

李宜格

852-25321962

Vicky.li@firstshanghai.com.hk
罗凡环

852-25321539

Simon.luo@firstshanghai.com.hk
李京霖

852-25321957

Jinglin.li@firstshanghai.com.hk
主要数据

行业	TMT
股价	21.5 港元
目标价	28.0 港元 (+30.5%)
股票代码	3888
已发行股本	13.36 亿股
总市值	286.6 亿港元
52 周高/低	31.5/18.3 港元
每股净现值	17.6 港元
主要股东	雷军 22.57% 求伯君 6.96%

盈利摘要

截至12月31日止财政年度	2022年实际	2023年实际	2024年预测	2025年预测	2026年预测
总营业收入 (千元人民币)	7,636,743	8,533,611	9,645,250	10,732,593	11,797,094
变动	19.9%	11.7%	13.0%	11.3%	9.9%
归母净利润 (千元人民币)	(6,049,409)	483,457	1,173,856	1,499,316	1,806,470
变动		-108.0%	142.8%	27.7%	20.5%
每股摊薄盈利 (元)	-4.45	0.34	0.86	1.10	1.33
变动		-107.6%	153.5%	27.7%	20.5%
基于21.45港元的市盈率 (估)	NA	63.1	24.9	19.5	16.2
每股派息 (港元)	0.13	0.14	0.19	0.24	0.29
股息现价比	0.6%	0.7%	0.9%	1.1%	1.3%

来源: 公司资料, 第一上海预测

股价表现


来源: 彭博

附录 1：主要财务报表

财务报表摘要

损益表						财务分析				
<人民币千元>, 财务年度截至<12月31日>										
	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
收入	7,636,743	8,533,611	9,645,250	10,732,593	11,797,094	盈利能力				
营业成本	(1,459,742)	(1,503,268)	(1,727,930)	(1,930,623)	(2,132,644)	毛利率 (%)	80.9%	82.4%	82.1%	82.0%
毛利	6,177,001	7,030,343	7,917,320	8,801,970	9,664,450	净利率 (%)	-69.9%	14.2%	21.0%	22.5%
研发费用	(2,552,754)	(2,683,596)	(2,936,725)	(3,160,466)	(3,414,948)	营运表现				
销售费用	(1,242,518)	(1,470,493)	(1,517,369)	(1,581,102)	(1,678,936)	销售费用/收入 (%)	-16.3%	-17.2%	-15.7%	-14.7%
管理费用	(618,956)	(661,431)	(699,367)	(756,744)	(808,206)	研发费用/收入 (%)	-33.4%	-31.4%	-30.4%	-29.4%
财务开支净额	291,567	460,309	483,324	507,491	532,865	实际税率 (%)	-6.6%	-18.4%	-18.4%	-18.4%
联营公司等	(1,381,737)	(1,166,179)	(728,508)	(805,645)	(881,733)	库存周转天数	4.6	4.1	4.1	4.0
除税前盈利	(5,721,343)	1,488,852	2,486,141	2,959,782	3,360,713	应付账款天数	108.0	118.1	118.1	118.1
所得税	379,456	(273,664)	(456,974)	(544,034)	(617,728)	应收账款天数	40.1	34.7	32.7	32.7
净利润	(5,341,887)	1,215,188	2,029,166	2,415,748	2,742,985	财务状况				
本公司股东应占利润	(6,049,409)	483,457	1,173,856	1,499,316	1,806,470	总负债/总资产	0.2	0.2	0.3	0.3
少数股东应占利润	707,522	731,731	855,310	916,432	936,514	收入/净资产	0.4	0.4	0.5	0.6
						经营性现金流/收入	0.3	0.4	0.3	0.3
资产负债表						现金流量表				
<人民币千元>, 财务年度截至<12月31日>						<人民币千元>, 财务年度截至<12月31日>				
	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
现金	18,201,410	20,271,193	22,106,397	24,471,265	24,686,082	除税前盈利	(5,721,343)	1,488,852	2,486,141	2,959,782
应收账款	860,597	785,231	967,823	982,859	1,161,299	折旧摊销	272,752	248,268	209,577	230,596
存货	18,335	15,626	23,410	20,205	27,187	已付税项	(241,826)	(294,348)	(456,974)	(544,034)
其他流动资产	4,459,489	5,821,164	4,880,432	4,105,603	3,925,432	其他	8,263,936	2,045,974	359,365	546,519
总流动资产	23,539,831	26,893,214	27,978,063	29,579,932	29,800,000	营运现金流	2,573,519	3,488,746	2,598,108	3,192,863
固定资产	1,742,205	2,152,954	2,475,172	2,775,452	3,055,311	资本开支	(482,137)	(457,394)	(528,133)	(528,133)
无形资产	295,556	278,957	275,294	272,551	270,496	其他投资活动	4,903,726	(6,018,640)	0	0
长期投资	5,489,132	4,937,049	4,937,049	4,937,049	4,981,807	投资活动现金流	4,421,589	(6,476,034)	(528,133)	(528,133)
银行存款及其他	821,325	932,538	932,538	932,538	932,538	负债变化	0	0	0	0
总资产	31,888,049	35,194,712	36,598,116	38,497,521	39,040,152	股息	(435,081)	(525,514)	(234,771)	(299,863)
应付账款	452,672	533,499	600,054	666,469	732,583	其他融资活动	(183,960)	1,181,377	0	0
短期银行借款	0	0	0	0	0	融资活动现金流	(619,041)	655,863	(234,771)	(299,863)
其他短期负债	6,435,603	4,346,939	4,751,566	5,063,053	5,160,890	现金变化	6,376,067	(2,331,425)	1,835,204	2,364,867
总短期负债	6,888,275	4,880,438	5,351,620	5,729,522	5,893,474	期初持有现金	4,553,428	11,018,882	8,707,372	10,542,576
长期银行借款	0	0	0	0	0	期末持有现金	11,018,882	8,707,372	10,542,576	12,907,444
其他负债	7,733,059	8,621,455	9,207,546	9,723,340	9,887,291					
总负债	7,733,059	8,621,455	9,207,546	9,723,340	9,887,291					
少数股东权益	4,653,724	5,284,224	6,139,534	7,055,966	7,992,480					
股东权益	19,501,266	21,289,033	21,289,033	21,289,033	21,289,033					
每股账面值(摊薄)	14	16	16	16	16					
营运资产	16,651,556	22,012,776	22,626,443	23,850,409	23,906,526					

资料来源：公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。