

【广发计算机&海外】金山软件(03888.HK)

游戏强劲，长线产品增多，办公蓄势，信创转暖

核心观点：

- 公司发布 24Q3 业绩公告，收入 29.1 亿元，同比+41.5%；运营利润 11.4 亿元，同比+204%，运营利润率 39.3%，同比+21.0pct，环比+7.2pct；归母净利润 4.13 亿，剔除金山云减值影响后，同环比均大幅增长。
- **游戏：24Q3 收入 17.1 亿元，同比+77.7%，环比+32.8%，《剑网 3》持续展现韧性，《解限机》即将上线。**《剑网 3 无界》移动端 6 月推出，用户数超预期，带来移动端增量，同时推动《剑网 3》端游收入增长；《剑网 3》10 月底发布年度资料片，进一步增强玩家情感体验和活跃度。《解限机》计划 2025 年上线；8 月结束首测，全球范围内引广泛关注，在 Steam 心愿单最高排 17 位，全球预约人数近 300 万；《剑侠情缘·零》、《剑侠世界 4》已拿到版号，计划 25 年上线。
- **办公：24Q3 收入 12.1 亿元，同比+10.5%。**WPS AI 功能持续优化，24Q3 C 端订阅收入同比+17.2%。WPS 365 带动国内机构订阅业务稳步推进 SaaS 转型，拓展规模性民企及地方国企客户。B 端业务受益于党政信创领域下沉市场等因素，国内机构授权业务回暖。AI 应用创新方面，文字伴写、AI Docs 智能文档库、金山政务办公模型、AI 智能助手 WPS 灵犀等核心能力和解决方案推出，WPS 鸿蒙版发布，持续推动 AI 办公生态发展。
- **盈利预测与投资建议。**基本维持游戏、办公收入增速预测，略上调 24 年毛利率、下调销售费用率，预测 24~25 年公司收入为 103.7/122.8 亿元，运营利润为 35.24/41.79 亿元，归母净利润为 15.8/22.1 亿元。参考可比公司，维持 24 年游戏 12 倍 PE、办公 35 倍 PE、云 1 倍 PS，根据 SOTP，对应合理价值 41.60 港元/股。**维持“买入”评级。**
- **风险提示。**老游戏自然回落，新游戏不达预期；办公低于预期等。

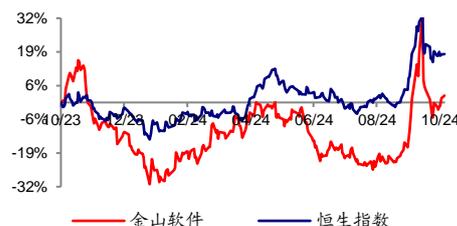
盈利预测： 备注：报告中汇率为 1 人民币兑换 1.0747 港元；货币若无特别说明均为人民币。

(人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7,637	8,534	10,372	12,285	14,636
增长率(%)	19.9%	11.7%	21.5%	18.4%	19.1%
EBITDA(百万元)	1,775	2,141	2,911	3,545	4,357
归母净利润(百万元)	-6,048	483	1,582	2,206	2,775
增长率(%)	-	-	227.2%	39.5%	25.8%
EPS(元/股)	-4.53	0.36	1.18	1.65	2.08
市盈率(P/E)	-	82.2	25.1	18.0	14.3
ROE(%)	-	2.3%	6.9%	8.8%	10.1%
EV/EBITDA	27.0	22.4	16.5	13.5	11.0

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	31.95 港元
合理价值	41.60 港元
前次评级	买入
报告日期	2024-11-21

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
gfliuxuefeng@gf.com.cn

相关研究：

- 【广发计算机&海外】金山软件 2024-10-29 (03888.HK)：预计 24Q3 业绩强劲，游戏高增长
- 【广发计算机&海外】金山软件 2024-08-28 (03888.HK)：新游超预期，订阅稳健，盈利显著提升
- 【广发计算机&海外】金山软件 2024-05-24 (03888.HK)：《尘白禁区》超预期，关注 WPS AI 商业化

表 1: 金山软件分业务预测表 (人民币百万元)

营业收入	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
游戏	3,746	3,977	5,170	5,904	6,548	919	1,073	961	1,024	912	1,286	1,708
办公	3,891	4,557	5,202	6,381	8,088	1,052	1,121	1,098	1,286	1,225	1,188	1,207
合计	7,637	8,534	10,372	12,285	14,636	1,970	2,193	2,060	2,310	2,137	2,474	2,915
收入增速	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
游戏	20.6%	6.2%	30.0%	14.2%	10.9%	-6.4%	17.9%	15.5%	0.2%	-0.8%	19.9%	77.7%
办公	19.2%	17.1%	14.2%	22.7%	26.8%	20.7%	21.2%	9.3%	17.9%	16.5%	6.0%	9.9%
合计	19.9%	11.7%	21.5%	18.4%	19.1%	6.3%	19.6%	12.1%	9.4%	8.5%	12.8%	41.5%
收入占比	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
游戏	49.1%	46.6%	49.8%	48.1%	44.7%	46.6%	48.9%	46.7%	44.3%	42.7%	52.0%	58.6%
办公	50.9%	53.4%	50.2%	51.9%	55.3%	53.4%	51.1%	53.3%	55.7%	57.3%	48.0%	41.4%
合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
毛利率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
合计	80.9%	82.4%	82.9%	83.0%	83.1%	82.5%	83.5%	81.4%	82.1%	81.5%	82.5%	84.2%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表 2: 金山软件利润表重要指标

(百万元人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
营业收入	7,637	8,534	10,372	12,285	14,636	1,970	2,193	2,060	2,310	2,137	2,474	2,915
营业成本	1,460	1,503	1,776	2,083	2,469	345	362	383	414	396	432	460
销售费用	1,243	1,470	1,430	1,711	2,017	351	301	441	377	261	379	365
研发费用	2,553	2,684	3,050	3,540	4,133	661	666	672	685	713	741	861
行政费用	619	661	667	790	932	150	153	187	171	160	155	166
股份酬金成本	261	314	305	361	431	73	91	73	77	76	82	58
运营利润	1,869	2,227	3,524	4,179	5,033	460	676	376	715	602	794	1,144
除税前溢利	-5,721	1,489	3,029	3,969	4,915	364	346	216	564	564	725	783
净利润	-5,341	1,215	2,817	3,651	4,522	338	268	172	438	522	677	752
归属母公司净利润	-6,048	483	1,582	2,206	2,775	192	57	28	205	285	393	413
主要比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
毛利率	80.9%	82.4%	82.9%	83.0%	83.1%	82.5%	83.5%	81.4%	82.1%	81.5%	82.5%	84.2%
销售费用率	16.3%	17.2%	13.8%	13.9%	13.8%	17.8%	13.7%	21.4%	16.3%	12.2%	15.3%	12.5%
研发费用率	33.4%	31.4%	29.4%	28.8%	28.2%	33.6%	30.3%	32.6%	29.6%	33.4%	30.0%	29.5%
行政费用率	8.1%	7.8%	6.4%	6.4%	6.4%	7.6%	7.0%	9.1%	7.4%	7.5%	6.3%	5.7%
股份酬金成本率	3.4%	3.7%	2.9%	2.9%	2.9%	3.7%	4.1%	3.5%	3.3%	3.6%	3.3%	2.0%
运营利润率	24.5%	26.1%	34.0%	34.0%	34.4%	23.4%	30.8%	18.3%	30.9%	28.2%	32.1%	39.3%
税前利润率	-74.9%	17.4%	29.2%	32.3%	33.6%	18.5%	15.8%	10.5%	24.4%	26.4%	29.3%	26.9%
所得税率	6.6%	18.4%	7.0%	8.0%	8.0%	7.1%	22.6%	20.3%	22.4%	7.5%	6.7%	4.0%
归属母公司净利率	-79.2%	5.7%	15.3%	18.0%	19.0%	9.8%	2.6%	1.4%	8.9%	13.3%	15.9%	14.2%
YoY	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
营业收入	19.9%	11.7%	21.5%	18.4%	19.1%	6.3%	19.6%	12.1%	9.4%	8.5%	12.8%	41.5%
运营利润	37.3%	19.2%	58.2%	18.6%	20.4%	-7.8%	61.4%	13.4%	15.5%	30.7%	17.5%	204.2%
归属母公司净利润	-	-	227.2%	39.5%	25.8%	96.0%	-	-	331.3%	48.2%	587.8%	1351%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表 3: 可比公司估值表

股票代码	公司	交易币种	最新收盘价	总市值(亿元 人民币/美元)	EPS(美元/RMB元)			PE(X)		归母净利润 YoY		
					2023A	2024E	2025E	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
办公公司												
MSFT.O	微软	USD	417.79	31,062	9.73	11.85	13.15	35.2	31.8	4.2%	21.8%	10.9%
688111.SH	金山办公	CNY	288.07	1,332	2.85	3.30	4.15	87.2	69.5	17.9%	15.9%	25.6%
游戏公司												
09999.HK	网易	HKD	134.90	4,308	8.51	8.76	9.62	14.2	13.0	44.6%	2.9%	9.9%
002555.SZ	三七互娱	CNY	16.63	369	1.20	1.22	1.39	13.7	12.0	-10.0%	1.4%	13.9%

数据来源: Bloomberg, iFinD, 广发证券发展研究中心

备注: 收盘价和市值截至2024年11月20日, 国内公司预测数据来自iFinD一致预期, 美股公司预测数据来自Bloomberg一致预期。

表 4: 金山软件分部估值

分业务	持股比例	收入	净利润	PE(倍)	PS(倍)	各业务估值 (RMB 百万元)	各业务估值 (百万港元)
		(RMB 百万元)	(RMB 百万元)	2024E	2024E		
游戏	72.0%	5,170	2,366	12		20,446	
金山办公	51.5%	5,202	1,580	35		28,502	
小计		10,372				48,948	
金山云	37.4%	7,400			1.0	2,768	
合计						51,715	56,453
						对应合理价值 41.60 港元/股	

数据来源: 公司财报, Wind, 广发证券发展研究中心 备注: 人民币兑港元汇率1.0747。

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	23,540	26,893	29,005	32,065	35,959
货币资金	18,204	20,277	21,870	24,329	27,431
应收及预付	2,193	3,010	3,582	4,213	5,001
存货	18	16	18	22	26
其他流动资产	3,125	3,591	3,608	3,611	3,615
非流动资产	8,348	8,301	8,876	9,496	10,170
长期股权投资	5,489	4,937	4,937	4,937	4,937
固定资产	1,551	1,983	2,427	2,889	3,372
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	110	93	104	114	124
其他长期资产	1,198	1,288	1,408	1,556	1,738
资产总计	31,888	35,195	37,881	41,561	46,129
流动负债	6,888	4,880	5,238	5,995	6,959
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	453	533	630	739	876
其他流动负债	6,436	4,347	4,617	5,271	6,097
非流动负债	843	3,741	3,837	3,937	4,042
长期借款	0	0	100	200	300
应付债券	0	2,770	2,770	2,770	2,770
其他非流动负债	843	971	966	967	972
负债合计	7,731	8,621	9,075	9,932	11,001
股本	5	5	5	5	5
资本公积	2,653	2,350	2,350	2,350	2,350
留存收益	16,843	18,934	20,456	22,580	25,252
归属母公司股东权益	19,501	21,289	22,812	24,936	27,607
少数股东权益	4,655	5,284	6,519	7,964	9,710
负债和股东权益	31,888	35,195	37,881	41,561	46,129

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7,637	8,534	10,372	12,285	14,636
营业成本	1,460	1,503	1,776	2,083	2,469
营业税金及附加	-	-	-	-	-
销售费用	1,243	1,470	1,430	1,711	2,017
管理费用	880	975	972	1,152	1,363
研发费用	2,553	2,684	3,050	3,540	4,133
财务费用	-292	-460	-532	-536	-540
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	367	326	380	380	380
投资净收益	-7,882	-1,198	-1,027	-747	-657
运营利润	1,869	2,227	3,524	4,179	5,033
营业外收支	0	0	0	0	0
利润总额	-5,721	1,489	3,029	3,969	4,915
所得税	-380	274	212	317	393
净利润	-5,341	1,215	2,817	3,651	4,522
少数股东损益	707	732	1,235	1,445	1,746
归属母公司净利润	-6,048	483	1,582	2,206	2,775
EBITDA	1,775	2,141	2,911	3,545	4,357
EPS (元)	-4.53	0.36	1.18	1.65	2.08

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2,574	3,489	2,361	3,205	3,912
净利润	-6,048	483	1,582	2,206	2,775
折旧摊销	273	240	265	318	375
营运资金变动	1,056	1,691	-184	151	167
其它	7,293	1,075	932	992	1,191
投资活动现金流	4,422	-6,476	-823	-920	-1,028
资本支出	-1,406	0	-719	-790	-868
投资变动	5,828	-6,476	-104	-130	-160
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	-619	656	55	174	218
银行借款	8,799	-1,570	100	100	100
股权融资	-291	-303	0	0	0
其他	-9,127	2,529	-45	74	118
现金净增加额	6,376	-2,331	1,593	2,459	3,102
期初现金余额	4,553	11,019	8,707	10,301	12,760
期末现金余额	11,019	8,707	10,301	12,760	15,862

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长	20%	12%	22%	18%	19%
运营利润增长	37%	19%	58%	19%	20%
归母净利润增长	-	-	227%	39%	26%
获利能力					
毛利率	80.9%	82.4%	82.9%	83.0%	83.1%
净利率	-79.2%	5.7%	15.3%	18.0%	19.0%
ROE	-31.0%	2.3%	6.9%	8.8%	10.1%
ROIC	6.1%	5.4%	7.4%	8.3%	9.2%
偿债能力					
资产负债率	24.2%	24.5%	24.0%	23.9%	23.8%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.3%	0.5%	0.7%
流动比率	3.4	5.5	5.5	5.3	5.2
速动比率	3.4	5.5	5.5	5.3	5.2
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	9.0	10.4	11.9	11.8	11.8
存货周转率	79.1	88.5	6.0	7.0	8.0
每股指标 (元)					
每股收益	-4.53	0.36	1.18	1.65	2.08
每股经营现金流	1.93	2.61	1.77	2.40	2.93
每股净资产	14.60	15.93	17.07	18.66	20.66
估值比率					
P/E	-	82.2	25.1	18.0	14.3
P/B	2.0	1.9	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA	27.0	22.4	16.5	13.5	11.0

广发产业研究小组

张全琪：TMT 首席专家，中山大学通信与信息系统博士，2018 年加入广发证券发展研究中心。

杨琳琳：TMT 首席专家，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 47 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	香港湾仔骆克道 81 号 广发大厦 27 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。