

买入

2025 年 4 月 3 日

游戏业务增速回稳，AI 助力 WPS 增长

- 24Q4 利润超预期：**2024 Q4 公司实现营业收入 27.93 亿元，同比增长 20.88%；其中来自办公软件及服务的收入达 15.01 亿元，同比增长 16.76%，增长主要来自于 WPS 个人用户增值服务与 WPS 365 云协作业务，部分被 WPS 软件业务收入减少所抵销。游戏业务收入 12.91 亿元，同比增长 26%，环比下降 24%，主因季节性调整及商业化内容减少。归母净利润达 4.60 亿元，同比增长 124%，环比增长 11.3%；经营利润率提升至 39.6%，主要受益于游戏业务超预期表现及费用优化。
- 金山办公升级 AI 协作战略：**办公业务收入 15.01 亿元，同比增长 16.8%，环比增长 24.4%，全年收入 51.21 亿元。截至 2024 年底，WPS 全球月活设备数达 6.32 亿，同比增长 6%，其中国内 PC 端日活突破 1 亿；WPS AI 月活用户近 2000 万，全年流水过亿元；WPS 365 全年收入 4.37 亿元，同比增长 149%，新增华润集团、中粮集团等标杆客户。公司营收同比高增长主要受益于 WPS 365 企业端的 AI 协同生态构建及 C 端订阅价值升级，环比增长动能来自传统软件授权业务的 G 端季节性集采兑现与订阅业务持续高留存，我们认为，当前估值尚未充分反映 AI 办公生态的货币化延展性。
- 游戏业务稳健运营精品：**游戏业务实现营收 12.91 亿元，同比上升 26.05%，占总营收 46.24%，同比高增核心源自：1) 经典 IP《剑网 3 无界》实现 DAU 环比提升；2) 二次元战术竞技产品《尘白禁区》借助版本更新拓宽流水，验证细分赛道持续运营能力。环比波动主因头部产品商业化活动周期性调整，符合行业季节性规律。新游储备方面，机甲题材开放世界端游《解限机》及剑侠 IP 旗舰手游《剑侠情缘·零》锁定 2025H1 全球多端发行，自研 3A 级战术射击游戏《兽猎突袭》计划 2025 年 4 月登陆 Steam/Epic 构筑 PC 生态壁垒。
- 给与目标价 44 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。考虑到游戏业务稳健发展，以及 AI 办公产品的加速落地，商业化进展还有待观察，给予目标价 44 港元，对应 25 年利润的 20 倍 PE 估值，较现价 18% 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。

李京霖

852-25321957

Jinglin.li@firstshanghai.com.hk
主要数据

行业	TMT
股价	38.25 港元
目标价	44 港元 (+18%)
股票代码	3888
已发行股本	13.35 亿股
总市值	502.63 亿港元
52 周高/低	47.5/19.74 港元
每股净资产	18.27 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	23年历史	24年历史	25年预测	26年预测	27年预测
总营业收入 (人民币千元)	8,533,611	10,317,904	11,951,284	13,197,753	14,770,776
总收入	11.74%	20.91%	15.83%	10.43%	11.92%
经调整净利润	1,285,670	2,853,311	3,349,513	3,748,489	4,232,923
经调整每股盈利 (人民币元)	0.340	1.110	1.501	1.680	1.897
变动 (%)	107.64%	226.47%	35.22%	11.91%	12.92%
派息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
市盈率 38.25 港元 (估)	105.1	32.2	23.8	21.3	18.8

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

单位：千元；财务年度截至十二月三十一日

损益表	2023年	2024年	2025E	2026E	2027E
营运收入	8,533,611	10,317,904	11,951,284	13,197,753	14,770,776
营运支出	1,503,268	1,737,428	2,036,812	2,356,167	2,753,577
毛利	7,030,343	8,580,476	9,914,472	10,841,586	12,017,199
其他收入	374,586	379,843	398,427	416,412	434,614
销售及分销费用	1,470,493	1,345,903	1,554,044	1,773,656	2,039,840
行政开支	661,431	634,304	683,667	734,854	788,705
研发费用	2,683,596	3,045,393	3,997,392	4,197,262	4,407,125
其他支出	362,527	288,096	299,203	310,346	321,847
经营溢利	2,226,882	3,646,623	3,778,591	4,241,881	4,894,297
利息收入	629,199	720,580	449,005	449,005	449,005
融资成本	168,890	178,656	178,656	178,656	178,656
税前盈利	1,488,852	3,131,254	3,778,591	4,241,881	4,894,297
所得税	273,664	334,158	429,078	493,391	661,374
净利润	1,215,188	2,797,096	3,349,513	3,748,489	4,232,923
少数股东损益	731,731	1,245,483	1,500,763	1,546,976	1,546,976
本公司股东应占利润	483,457	1,551,613	1,848,750	2,201,513	2,685,947
经调整净利润	1,285,670	2,853,311	3,349,513	3,748,489	4,232,923
折旧及摊销	-131,116	-219,295	-246,083	-280,825	-328,035
增长					
总收入 (%)	12%	21%	16%	10%	12%
经调整净利润 (%)	-127%	122%	17%	12%	13%

资产负债表

单位：千元	2023年	2024年	2025E	2026E	2027E
固定资产	1,983,123	2,215,482	2,707,913	3,279,180	3,925,126
投资物业	169,831	164,075	170,000	163,000	16,805
无形资产	93,393	83,944	97,265	120,457	150,242
商誉	185,564	185,564	278,325	288,097	313,315
递延税项资产	106,920	137,223	172,146	173,062	196,990
非流动资产其他项目	825,618	942,053	1,013,558	1,123,461	1,321,927
非流动资产合计	8,301,498	8,044,078	9,000,909	10,254,290	11,753,883
存货	15,626	11,465	23,224	24,125	26,596
应收账款	785,231	698,070	808,578	892,910	999,334
预付款项、按金及其他应收款	2,224,334	2,945,726	2,825,956	3,225,006	4,083,079
现金及等价物(流动)	20,271,193	23,815,022	7,412,743	9,774,159	12,328,404
流动资产其他项目	3,591,493	2,764,308	2,764,308	2,764,308	2,764,308
流动资产合计	26,893,214	30,240,397	33,950,729	36,796,996	40,315,811
总资产	35,194,712	38,284,475	42,951,639	47,051,285	52,069,694
应付账款	533,499	478,381	902,716	875,523	880,098
其他应付款及应计费用	1,617,145	2,056,722	2,358,052	2,516,225	2,868,481
合同负债	2,429,120	2,822,856	3,462,915	3,742,681	4,178,574
总短期负债	4,880,438	8,716,614	10,000,445	10,325,442	11,076,941
递延税项负债	294,448	205,294	237,793	262,594	293,892
融资租赁负债	29,496	11,782	13,102	14,462	17,151
非流动负债其他项目	640,053	938,383	938,383	938,383	938,383
总负债	8,621,455	9,872,073	11,189,723	11,540,881	12,326,367
少数股东权益	5,284,224	5,956,126	5,956,126	5,956,126	5,956,126
股东权益	26,573,257	28,412,402	31,761,915	35,510,405	39,743,327
储备	18,933,618	20,679,746	24,029,259	27,777,749	32,010,671
营运资产	22,012,776	21,523,783	23,950,284	26,471,554	29,238,870

资料来源：公司资料、第一上海预测

财务分析	2023年	2024年	2025E	2026E	2027E
盈利能力指标					
毛利率 (%)	82%	83%	83%	82%	81%
净利率 (%)	14%	27%	28%	28%	29%
营运表现					
销售及管理费用/收入 (%)	17%	13%	13%	13%	14%
实际税率	18%	11%	11%	12%	14%
应收账款周转天数	35	26	23	23	23
应付账款周转天数	21	18	21	24	21
偿债能力指标					
资产负债率	24%	26%	26%	25%	24%
流动比率	551%	347%	339%	356%	364%
财务状况					
总负债/总资产	24%	26%	26%	25%	24%
收入/净资产	32%	36%	38%	37%	37%
经营性现金流入/收入	0.41	0.44	0.40	0.30	0.29
税前盈利对利息倍数	8.82	17.53	21.15	23.74	27.40

现金流量表

单位：千元	2023年	2024年	2025E	2026E	2027E
除税前溢利(业务利润)	1,488,852	2,797,096	3,349,513	3,748,489	4,232,923
折旧及摊销	239,572	219,295	246,083	280,825	328,035
应收账款减少	48,508	87,161	-110,508	-84,331	-106,425
应付账款及应计费用增加	78,325	-55,118	424,335	-27,193	4,575
其他	1,633,489	1,538,726	903,683	-18,782	-229,857
经营业务现金流	3,488,746	4,587,160	4,813,105	3,899,008	4,229,251
资本开支	473,972	-711,568	-751,834	-875,284	-1,003,766
其他投资活动	-6,950,006	-7,812,165	-251,891	-538,329	-576,252
投资业务现金流	-6,476,034	-8,523,733	-1,003,726	-1,413,613	-1,580,017
新增借款					
融资业务现金流	655,863	-1,083,680	-100,222	-123,979	-94,989
现金净额	-2,331,425	-5,020,253	3,709,157	2,361,416	2,554,244
期初现金	11,018,882	8,707,372	3,703,586	7,412,743	9,774,159
汇兑变化	19,915	16,467	16,467	16,467	16,467
期末现金	8,707,372	3,703,586	7,412,743	9,774,159	12,328,404

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。