

互联网	收盘价 港元 33.80	目标价 港元 42.00↓	潜在涨幅 +24.3%
-----	-----------------	------------------	----------------

2025年8月21日

金山软件 (3888 HK)

2 季度短期游戏承压，办公 AI 月活快速增长

2 季度因重点游戏面临高基数的影响而导致收入承压，下降 7%，利润率因收入下降及 AI 投入、新游营销费用增加等影响而下降。《解限机》上线初步数据不及预期，但标志着公司在新品类和全球拓展取得进展，关注后续生态调整后游戏数据恢复情况。办公业务增长依然稳健，AI 月活达到近 3000 万人，同比增 50%，我们预计下半年仍将快速增长，巩固其在知识文档办公场景的领先优势。我们下调 2025 年游戏收入及盈利预测，基于 SOTP，目标价从 46 港元下调至 42 港元，维持买入。

- ⊖ **2 季度业绩承压。**2 季度收入同比下降 7%，其中游戏收入同比降 26%，办公软件及服务收入同比增 14%。调整后运营利润同比降 48%，主因游戏收入下降、新游营销费用增加以及公司增加 AI 投入。
- ⊖ **2 季度要点：**游戏业务收入下降主要因《尘白禁区》和《剑网 3》去年同期高基数影响。《剑侠情缘零》今年 5 月底上线，但收入贡献有限。办公业务增长主要受 WPS 365 和个人业务收入增长推动，分别同比增 63% 及 8%，软件业务收入同比降 2%。WPS 深化 AI 功能落地，截止 6 月底 WPS AI 月活达 2951 万，我们预计随着 AI 新产品落地，下半年 AI 用户数仍将保持快速增长。WPS 365 持续打造标杆用户，巩固国央企客户优势并加快覆盖民营企业。
- ⊖ **游戏展望：**《解限机》7 月上线后表现不及预期，公司将游戏生态进行调整和优化。《鹅鸭杀》6 月获得版号，预约量突破 500 万，预计将在下半年上线。《猫咪和汤：魔法与美食》5 月获得版号，8 月开启预约。

盈利预测变动

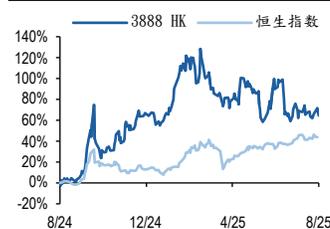
人民币，百万	2025E			2026E			2027E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	10,512	11,184	-6%	11,716	12,189	-4%	13,209	13,486	-2%
游戏及其他	4,692	5,327	-12%	4,880	5,354	-9%	5,207	5,484	-5%
WPS	5,820	5,857	-1%	6,836	6,836	0%	8,002	8,002	0%
毛利	8,652	9,281	-7%	9,764	10,098	-3%	11,024	11,204	-2%
毛利率	82%	83%	-0.7ppts	83%	83%	0.3ppts	83%	83%	0.5ppts
调整后运营利润	3,184	3,812	-16%	3,852	4,270	-10%	4,514	4,886	-8%
调整后运营利润率	30%	34%	-3.7ppts	33%	35%	-2.1ppts	34%	36%	-1.8ppts
调整后净利润	2,371	2,724	-13%	2,840	2,957	-4%	3,380	3,461	-2%
调整后净利润率	23%	24%	-1.4ppts	24%	24%	0.2ppts	26%	26%	-0.4ppts

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

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)	46.90
52周低位 (港元)	20.10
市值 (百万港元)	47,098.61
日均成交量 (百万)	13.34
年初至今变化 (%)	0.45
200天平均价 (港元)	38.17

资料来源：FactSet

孙梦琪

mengqi.sun@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5333

谷馨瑜, CPA

connie.gu@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5330

赵丽, CFA

zhao.li@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5332

蔡涵

hanna.cai@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5334

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。

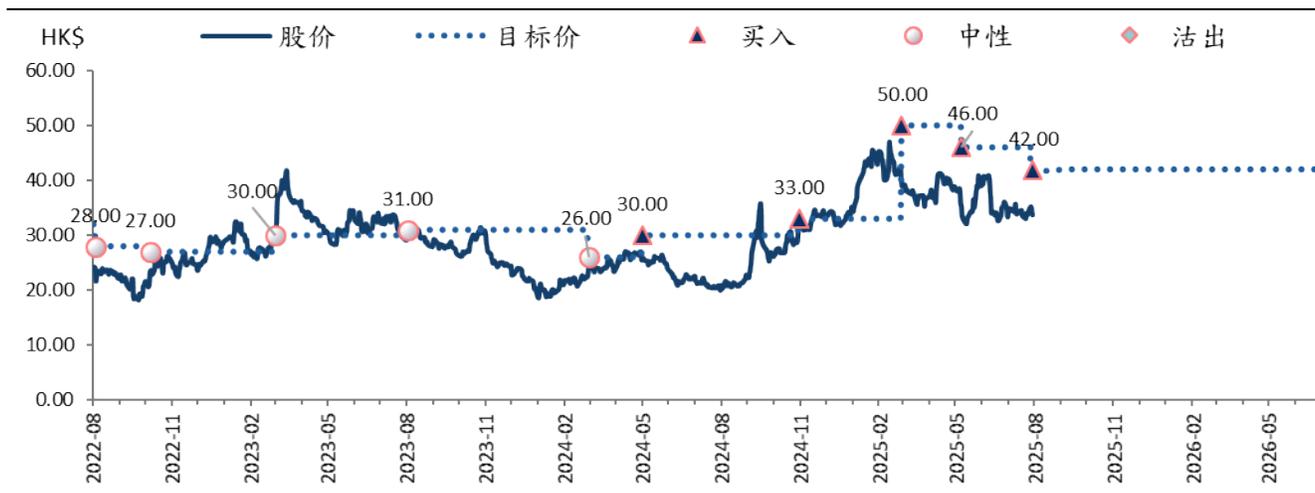
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 2025 年 2 季度业绩概览

(百万人民币) 年结 12 月 31 日	2Q24	1Q25	2Q25	环比 (%)	同比 (%)	VA 一致 预测	差异 (%)
收入	2,474	2,338	2,307	-1	-7	2,589	-11
网络游戏及其他	1,286	1,037	952	-8	-26	1,222	-22
办公软件及服务	1,188	1,301	1,356	4	14	1,367	-1
收入成本	(432)	(419)	(454)	8	5		
毛利	2,042	1,919	1,854	-3	-9	2,129	-13
毛利率 (%)	83	82	80			82	
研发成本净额	(741)	(828)	(854)	3	15	(807)	6
销售及分销开支	(379)	(340)	(424)	25	12	(437)	-3
行政开支	(155)	(160)	(174)	8	12	(165)	5
股份酬金	(82)	(54)	(71)	32	-13		
其他	110	65	52	-21	-53		
总运营开支	(1,248)	(1,317)	(1,471)	12	18		
运营利润	794	601	383	-36	-52	737	-48
运营利润率 (%)	32	26	17			28	
经调整运营利润	876	655	454	-31	-48	809	-44
经调整运营利润率 (%)	35	28	20			31	
经调整净利润	657	513	331	-35	-50	337	-2
经调整净利润率 (%)	27	22	14			13	

资料来源：公司资料，Visible Alpha，交银国际

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	86.76	99.00	14.1%	2025 年 05 月 22 日	广告
IQ US	爱奇艺	买入	2.30	2.90	26.1%	2025 年 08 月 21 日	文娱内容
9899 HK	网易云音乐	买入	291.20	339.00	16.4%	2025 年 08 月 15 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	买入	42.12	39.00	-7.4%	2025 年 08 月 13 日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	25.10	30.00	19.5%	2025 年 08 月 13 日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	买入	8.00	8.30	3.8%	2025 年 06 月 06 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	71.90	64.00	-11.0%	2025 年 03 月 26 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	买入	49.40	60.00	21.5%	2025 年 03 月 21 日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	25.31	26.00	2.7%	2025 年 02 月 21 日	文娱内容
JD US	京东	买入	31.17	40.00	28.3%	2025 年 07 月 15 日	电商
PDD US	拼多多	买入	118.00	135.00	14.4%	2025 年 05 月 28 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	119.49	165.00	38.1%	2025 年 02 月 21 日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	37.14	15.60	-58.0%	2025 年 01 月 22 日	电商
GOTU US	高途	买入	3.63	4.80	32.2%	2025 年 05 月 16 日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	36.62	46.00	25.6%	2025 年 03 月 31 日	教育
DAO US	有道	买入	9.15	12.00	31.1%	2025 年 02 月 21 日	教育
TAL US	好未来教育	买入	11.00	13.30	20.9%	2025 年 01 月 24 日	教育
3888 HK	金山软件	买入	33.80	42.00	24.3%	2025 年 08 月 21 日	游戏
NTES US	网易	买入	130.52	155.00	18.8%	2025 年 08 月 15 日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	590.50	700.00	18.5%	2025 年 08 月 14 日	游戏
777 HK	网龙网络	中性	11.90	10.20	-14.3%	2025 年 04 月 02 日	游戏
3690 HK	美团	买入	120.80	165.00	36.6%	2025 年 05 月 27 日	本地生活
9690 HK	途虎	买入	19.32	21.00	8.7%	2025 年 03 月 21 日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	13.13	18.50	40.9%	2025 年 03 月 07 日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	16.33	13.50	-17.3%	2024 年 07 月 12 日	物流
9878 HK	汇通达网络	买入	16.50	21.00	27.3%	2025 年 03 月 28 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	13.15	9.60	-27.0%	2025 年 03 月 28 日	商户服务
9961 HK	携程集团	买入	500.50	591.00	18.1%	2025 年 05 月 21 日	在线旅行社
780 HK	同程旅行	买入	21.42	25.50	19.0%	2025 年 04 月 16 日	在线旅行社
6682 HK	第四范式	买入	51.35	64.00	24.6%	2025 年 03 月 10 日	软件

资料来源：FactSet，交银国际预测 *截至 2025 年 8 月 21 日

财务数据

损益表(百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	8,534	10,318	10,512	11,716	13,209
主营业务成本	(1,503)	(1,737)	(1,860)	(1,952)	(2,185)
毛利	7,030	8,580	8,652	9,764	11,024
销售及管理费用	(2,132)	(1,980)	(2,243)	(2,478)	(2,726)
研发费用	(2,684)	(3,045)	(3,476)	(3,687)	(4,038)
其他经营净收入/费用	12	92	(50)	(110)	(156)
经营利润	2,227	3,647	2,882	3,489	4,104
Non-GAAP标准下的经营利润	2,541	3,922	3,184	3,852	4,514
财务成本净额	460	542	609	619	619
应占联营公司利润及亏损	(1,166)	(904)	(643)	(600)	(600)
其他非经营净收入/费用	(32)	(154)	430	20	20
税前利润	1,489	3,131	3,278	3,528	4,144
税费	(274)	(334)	(467)	(662)	(774)
非控股权益	(732)	(1,245)	(936)	(971)	(980)
净利润	483	1,552	1,876	1,896	2,390
作每股收益计算的净利润	483	1,552	1,876	1,896	2,390
Non-GAAP标准的净利润	1,976	2,895	2,371	2,840	3,380

资产负债简表(百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	8,625	3,522	4,973	6,613	8,463
应收账款及票据	785	698	772	874	969
存货	16	11	12	12	12
其他流动资产	17,467	25,379	25,128	24,771	24,658
总流动资产	26,893	29,610	30,885	32,269	34,102
物业、厂房及设备	1,983	2,215	2,167	2,450	2,764
其他有形资产	93	84	84	84	84
无形资产	186	186	186	186	186
合资企业/联营公司投资	4,937	4,316	4,324	4,332	4,341
其他长期资产	1,102	1,243	1,258	1,275	1,293
总长期资产	8,301	8,044	8,019	8,327	8,668
总资产	35,195	37,654	38,904	40,596	42,770
短期贷款	0	0	0	0	0
应付账款	533	478	568	671	792
其他短期负债	4,347	8,238	5,695	6,187	6,724
总流动负债	4,880	8,717	6,263	6,859	7,516
长期贷款	2,770	0	0	0	0
其他长期负债	971	1,155	1,280	1,429	1,595
总长期负债	3,741	1,155	1,280	1,429	1,595
总负债	8,621	9,872	7,543	8,288	9,111
股本	2,193	1,445	1,445	1,445	1,445
储备及其他资本项目	19,096	20,381	22,714	22,416	22,520
股东权益	21,289	21,826	24,159	23,861	23,966
非控股权益	5,284	5,956	7,202	8,447	9,693
总权益	26,573	27,782	31,361	32,308	33,658

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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	1,489	3,131	3,278	3,528	4,144
合资企业/联营公司收入调整	1,166	1,146	1,146	1,146	1,146
折旧及摊销	208	280	309	342	378
营运资本变动	664	254	815	968	808
利息调整	(460)	(542)	(609)	(619)	(619)
税费	(274)	(334)	(467)	(662)	(774)
其他经营活动现金流	696	653	548	842	711
经营活动现金流	3,489	4,587	5,022	5,545	5,793
资本开支	(457)	(232)	48	(283)	(314)
投资活动	(1,704)	(2,379)	(3,008)	(3,008)	(3,008)
其他投资活动现金流	(4,315)	(6,013)	(105)	(110)	(116)
投资活动现金流	(6,476)	(8,624)	(3,065)	(3,402)	(3,438)
负债净变动	(22)	0	0	0	0
权益净变动	1,276	(300)	(300)	(300)	(300)
股息	(526)	(185)	(185)	(185)	(185)
其他融资活动现金流	(73)	(599)	0	0	0
融资活动现金流	656	(1,084)	(485)	(485)	(485)
汇率收益/损失	(20)	16	(20)	(20)	(20)
年初现金	10,977	8,625	3,522	4,973	6,613
年末现金	8,625	3,522	4,973	6,613	8,463

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	0.353	1.180	1.341	1.360	1.715
全面摊薄每股收益	0.353	1.146	1.341	1.360	1.715
Non-GAAP标准下的每股收益	1.443	2.139	1.695	2.036	2.425
每股股息	0.384	0.136	0.132	0.132	0.132
每股账面价值	15.544	16.124	17.273	17.109	17.196
利润率分析(%)					
毛利率	82.4	83.2	82.3	83.3	83.5
EBIT利润率	26.1	35.3	27.4	29.8	31.1
净利率	5.7	15.0	17.8	16.2	18.1
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	82.4	83.2	82.3	83.3	83.5
经营利润率	29.8	38.0	30.3	32.9	34.2
净利率	23.2	28.1	22.6	24.2	25.6
盈利能力(%)					
ROA	1.4	4.3	4.9	4.8	5.7
ROE	1.9	5.7	6.3	6.0	7.2
ROIC	7.1	11.5	8.5	9.1	10.3
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	5.5	3.4	4.9	4.7	4.5

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 9 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者之观点；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】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

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、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、拨康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司及广州银诺医药集团股份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七牛智能科技有限公司的已发行股本逾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。