

【广发计算机&海外】金山软件(03888.HK)

Q4 前瞻：游戏环比趋稳，办公稳健，利润回升

核心观点：

- **预计公司 25Q4 业绩环比好转。** 预测公司 25Q4 收入同比-5%，环比+10%，其中游戏环比趋稳，办公稳健；预测运营利润率环比回升至 19%，主要因费用率环比下降；归母净利率升至 30%，其中包括金山云融资导致的价值变动影响。
- **游戏：** 预测 25Q4 收入同比-32%、环比-2%，同环比降幅均收窄，《剑网3》《尘白》重点维持用户活跃度。**新游《鹅鸭杀》**热度超预期，上线 6 天新增玩家突破千万，根据七麦数据，该游戏 1 月 7 日公测至今位居 iOS 游戏下载榜前 2，畅销榜 60 位左右；将对 26Q1 带来增量，持续关注游戏热度及后续商业化进程。储备 IP 游戏《愤怒的小鸟》等。
- **办公：** 维持此前预测，预测 25Q4 收入同比+19%，延续回暖态势，其中软件业务主要受党政信创项目招标及验收节奏加快驱动，WPS 365 增长得益于协作与 AI 产品线完善及民营企业、地方国企市场的深度渗透，个人业务稳健增长。根据金山办公官微，WPS 365 正式升级为全球一站式 AI 协同办公平台，将全产品矩阵无缝整合，实现入口、集成、数据和管控的四大统一，帮助构建企业大脑。
- **云：** 根据我们最新的金山云报告，预测 25Q4 收入同比+20%，经调整 OP 略亏；预计 26 年将延续高资本开支，超过 25 年水平。
- **盈利预测与投资建议。** 略调高游戏 25 年收入并预测 26~27 年 10% 左右增长，办公维持此前预测，云减亏；预测公司 25/26 年收入同比-5.7%/+19%，归母净利润分别为 17.4 亿元/16.0 亿元（25 年有非经影响）。参考可比公司估值，给予 26 年游戏 13 倍 PE，办公 35 倍 PE，云 3 倍 PS，对应合理价值 50.25 港元/股。维持“买入”评级。
- **风险提示。** 老游戏回落，新游戏不达预期；办公个人业务增速放缓，信创不及预期；云利润波动等。

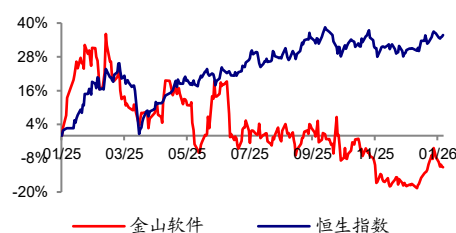
盈利预测： 备注：报告中汇率为 1 港元兑换 0.893 元人民币；货币若无特别说明均为人民币。

(人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	8,534	10,318	9,730	11,571	13,416
增长率(%)	11.7%	20.9%	-5.7%	18.9%	15.9%
EBITDA(百万元)	1,268	2,816	2,422	2,643	3,511
归母净利润(百万元)	483	1,552	1,737	1,602	2,081
增长率(%)	108.0%	220.9%	12.0%	-7.8%	29.9%
EPS(元/股)	0.36	1.16	1.24	1.14	1.49
市盈率(P/E)	59.8	25.9	21.9	23.8	18.3
ROE(%)	2.3%	6.9%	7.2%	6.3%	7.6%
EV/EBITDA	18.5	14.0	13.7	12.2	8.7

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	30.44 港元
合理价值	50.25 港元
前次评级	买入
报告日期	2026-01-26

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
gfliu雪峰@gf.com.cn

相关研究：

- 【广发计算机&海外】金山软件 2025-11-21
(03888.HK): 游戏短期承压，办公转暖，云强劲
- 【广发海外&计算机】金山软件 2025-10-30
(03888.HK): 25Q3 前瞻：游戏短期承压，办公回暖，云强劲
- 【广发计算机&海外】金山软件 2025-08-25
(03888.HK): 游戏波动，办公 AI 赋能，云减亏

表 1: 金山软件分业务预测表 (人民币百万元)

营业收入	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4E
游戏	3,977	5,197	3,768	4,239	4,701	1,708	1,291	1,037	952	898	882
办公	4,557	5,121	5,962	7,332	8,715	1,207	1,501	1,301	1,356	1,521	1,784
合计	8,534	10,318	9,730	11,571	13,416	2,915	2,792	2,338	2,307	2,419	2,665
收入增速	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4E
游戏	6.2%	30.7%	-27.5%	12.5%	10.9%	77.7%	26.0%	13.7%	-26.0%	-47.4%	-31.7%
办公	17.1%	12.4%	16.4%	23.0%	18.9%	9.9%	16.8%	6.2%	14.1%	26.1%	18.8%
合计	11.7%	20.9%	-5.7%	18.9%	15.9%	41.5%	20.9%	9.4%	-6.7%	-17.0%	-4.6%
收入占比	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4E
游戏	46.6%	50.4%	38.7%	36.6%	35.0%	58.6%	46.2%	44.3%	41.2%	37.1%	33.1%
办公	53.4%	49.6%	61.3%	63.4%	65.0%	41.4%	53.8%	55.7%	58.8%	62.9%	66.9%
合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
毛利率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4E
合计	82.4%	83.2%	80.7%	81.2%	81.5%	84.2%	83.9%	82.1%	80.3%	80.4%	80.0%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表 2: 金山软件利润表主要指标

(百万元人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4E
营业收入	8,534	10,318	9,730	11,571	13,416	2,915	2,792	2,338	2,307	2,419	2,665
营业成本	1,503	1,737	1,881	2,172	2,485	460	449	419	454	475	533
销售费用	1,470	1,346	1,800	1,627	1,754	365	340	340	424	564	471
研发费用	2,684	3,045	3,504	3,958	4,452	861	730	828	854	900	922
行政费用	661	634	701	775	835	166	153	160	174	178	189
股份酬金成本	314	276	291	336	378	58	59	54	71	80	87
运营利润	2,227	3,647	1,768	2,883	3,691	1,144	1,107	601	383	277	507
除税前溢利	1,489	3,131	2,812	3,055	3,945	783	1,059	557	804	450	1,002
净利润	1,215	2,797	2,503	2,725	3,520	752	847	509	700	384	911
归属母公司净利润	483	1,552	1,737	1,602	2,081	413	460	284	532	213	708
主要比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4E
毛利率	82.4%	83.2%	80.7%	81.2%	81.5%	84.2%	83.9%	82.1%	80.3%	80.4%	80.0%
销售费用率	17.2%	13.0%	18.5%	14.1%	13.1%	12.5%	12.2%	14.6%	18.4%	23.3%	17.7%
研发费用率	31.4%	29.5%	36.0%	34.2%	33.2%	29.5%	26.2%	35.4%	37.0%	37.2%	34.6%
行政费用率	7.8%	6.1%	7.2%	6.7%	6.2%	5.7%	5.5%	6.9%	7.5%	7.4%	7.1%
股份酬金成本率	3.7%	2.7%	3.0%	2.9%	2.8%	2.0%	2.1%	2.3%	3.1%	3.3%	3.2%
运营利润率	26.1%	35.3%	18.2%	24.9%	27.5%	39.3%	39.6%	25.7%	16.6%	11.4%	19.0%
税前利润率	17.4%	30.3%	28.9%	26.4%	29.4%	26.9%	37.9%	23.8%	34.8%	18.6%	37.6%
所得税率	18.4%	10.7%	11.0%	10.8%	10.8%	4.0%	20.0%	8.7%	13.0%	14.7%	9.0%
归属母公司净利率	5.7%	15.0%	17.9%	13.8%	15.5%	14.2%	16.5%	12.1%	23.1%	8.8%	26.6%
YoY	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4E
营业收入	11.7%	20.9%	-5.7%	18.9%	15.9%	41.5%	20.9%	9.4%	-6.7%	-17.0%	-4.6%
运营利润	19.2%	63.8%	-51.5%	63.1%	28.0%	204.2	54.9%	0.0%	-51.8%	-75.8%	-54.2%
归属母公司净利润	-	-	12.0%	-7.8%	29.9%	1351.1	124.0	-0.2%	35.4%	-48.5%	53.8%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

盈利预测与投资建议。

游戏业务：24年高基数，25年新游不及预期，预计25年游戏收入同比下滑，26~27年游戏业务收入同比增长10~13%，可比游戏公司26年PE为15~26倍，结合公司游戏成长性及港股公司估值，给予金山游戏26年13倍PE。

办公业务：金山办公是国内办公龙头公司，标的稀缺，产品在国内具有竞争力，叠加国产替代趋势，具有成长前景；根据iFind一致预期，A股金山办公26年PE估值为73倍，考虑金山软件为其控股公司且AH股估值差异，从审慎角度我们同时参考可比公司微软26财年PE，给予金山办公35倍PE估值。

金山云：国内领先的云计算公司，AI成为新增长引擎，AI业务快速增长，带来较多增量；叠加近几年公司优化业务结构，收缩CDN等低毛利率业务，亏损持续收窄。根据我们最新金山云报告中的合理价值425亿元人民币，考虑到联营公司架构，我们谨慎给予金山云3倍PS（略低于上述估值）。

将上述分业务估值加总计算，对应合理价值50.25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，新游推广导致费用增加；办公个人业务增速放缓，信创不及预期，AI应用不及预期；云业务因需求或供给不足，导致收入放缓，利润波动等。

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	
					2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
办公公司										
MSFT.O	微软	USD	465.95	34,631	13.48	16.05	34.6	29.0	13.6%	19.1%
688111.SH	金山办公	CNY	353.30	1,636	4.08	4.87	86.6	72.6	14.8%	19.4%
游戏公司										
09999.HK	网易	HKD	207.00	5,881	11.33	12.16	16.4	15.3	20.8%	7.3%
002555.SZ	三七互娱	CNY	27.49	608	1.38	1.48	20.0	18.6	14.0%	7.6%
002558.SZ	巨人网络	CNY	49.81	964	1.17	1.93	42.5	25.9	59.2%	64.3%
股票代码	公司	交易币种	最新收盘价	总市值(亿元人民币)	EPS(RMB元)		PS(X)		收入 YoY	
					2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
云计算										
MSFT.O	微软	USD	465.95	34,631	13.48	15.60	12.4	10.6	13.8%	17.0%
03896.HK	金山云	HKD	6.46	263	-0.23	-0.17	2.8	2.4	21.5%	17.8%

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2026年1月23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)	2026E	2026E		
游戏	72.0%	4,239	1,241	13		11,620	
金山办公	51.5%	7,332	2,117	35		38,189	
小计		11,571				49,809	
金山云	35.6%	12,215			3.0	13,042	
合计						62,851	70,374

数据来源: 公司财报, Wind, 广发证券发展研究中心 备注: 汇率约1港元兑换0.893元人民币。

至 12 月 31 日	单位: 百万元人民币				
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	26,893	30,240	28,899	32,165	36,139
货币资金	8,707	3,704	4,897	5,892	7,464
应收及预付	785	698	625	714	795
存货	16	11	12	12	13
其他流动资产	17,385	25,827	23,364	25,546	27,867
非流动资产	8,301	8,044	8,550	8,699	8,858
固定资产	1,983	2,215	2,193	2,170	2,152
无形资产	354	309	274	245	222
其他长期资产	5,965	5,519	6,084	6,284	6,484
资产总计	35,195	38,284	37,449	40,864	44,997
流动负债	4,880	8,717	5,390	6,240	7,061
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	533	478	492	528	562
其他流动负债	4,347	8,238	4,898	5,711	6,499
非流动负债	3,741	1,155	1,283	1,283	1,283
长期借款	2,770	0	0	0	0
其他非流动负债	971	1,155	1,283	1,283	1,283
负债合计	8,621	9,872	6,673	7,523	8,344
股本	5	5	5	5	5
储备	21,265	22,212	23,810	25,251	27,125
归属母公司股东权益	21,289	22,456	24,054	25,496	27,369
少数股东权益	5,284	5,956	6,722	7,845	9,284
股东权益合计	26,573	28,412	30,776	33,341	36,653
负债和股东权益	35,195	38,284	37,449	40,864	44,997

至 12 月 31 日	单位: 百万元人民币				
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	8,534	10,318	9,730	11,571	13,416
营业成本	1,503	1,737	1,881	2,172	2,485
销售费用	1,470	1,346	1,800	1,627	1,754
管理费用	661	634	701	775	835
研发费用	2,684	3,045	3,504	3,958	4,452
财务费用	-460	-542	-622	-641	-661
利润总额	1,489	3,131	2,812	3,055	3,945
所得税	274	334	309	329	425
净利润	1,215	2,797	2,503	2,725	3,520
少数股东损益	732	1,245	766	1,124	1,438
归属母公司净利润	483	1,552	1,737	1,602	2,081
EBIT	1,029	2,589	2,190	2,413	3,284
EBITDA	1,268	2,816	2,422	2,643	3,511
EPS (元)	0.36	1.16	1.24	1.14	1.49

	单位: 百万元人民币				
	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3,489	4,587	2,470	4,067	4,839
净利润	483	1,552	1,737	1,602	2,081
折旧摊销	240	227	232	230	227
营运资金变动及其他	2,034	1,563	-265	1,112	1,092
投资活动现金流	-6,476	-8,507	1,911	-2,848	-2,994
资本支出	-474	-426	-173	-179	-186
其他投资	-6,002	-8,081	2,085	-2,670	-2,807
筹资活动现金流	656	-1,084	-3,187	-224	-273
银行借款	-37	-37	-2,986	0	0
股权融资	-267	-433	0	0	0
已付股利	-163	-170	-202	-224	-273
其他	1,123	-443	0	0	0
现金净增加额	-2,312	-5,004	1,194	995	1,572
期初现金余额	11,019	8,707	3,704	4,897	5,892
期末现金余额	8,707	3,704	4,897	5,892	7,464

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)					
营业收入增长	11.7%	20.9%	-5.7%	18.9%	15.9%
营业利润增长	19.2%	-48.1%	-51.5%	63.1%	28.0%
归属母公司净利润增长	108.0%	220.9%	12.0%	-7.8%	29.9%
获利能力 (%)					
毛利率	82.4%	83.2%	82.4%	83.2%	80.7%
净利率	5.7%	15.0%	17.9%	13.8%	15.5%
ROE	6.9%	6.9%	7.2%	6.3%	7.6%
ROIC	7.4%	7.4%	6.3%	6.5%	8.0%
偿债能力					
资产负债率 (%)	24.5%	25.8%	17.8%	18.4%	18.5%
净负债比率	-22.3%	-2.5%	-15.9%	-17.7%	-20.4%
流动比率	5.51	3.47	5.36	5.15	5.12
速动比率	5.51	3.47	5.36	5.15	5.12
营运能力					
总资产周转率	0.25	0.28	0.26	0.30	0.31
应收账款周转率	10.37	13.91	14.70	17.28	17.79
应付账款周转率	3.05	3.43	3.88	4.26	4.56
每股指标 (元)					
每股收益	0.36	1.16	1.24	1.14	1.49
每股经营现金流	2.55	3.43	1.76	2.90	3.46
每股净资产	15.59	16.81	17.18	18.21	19.54
估值比率					
P/E	59.8	25.9	21.9	23.8	18.3
P/B	1.4	1.8	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	18.5	14.0	13.7	12.2	8.7

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。