

## 公司研究

## 料短期游戏筑底，AI 与信创双轮驱动办公业务增长

## ——金山软件（3888.HK）4Q25 业绩前瞻

## 要点

**金山软件 4Q25 业绩前瞻：**我们预计金山软件 4Q25 营收 26 亿元，同比下滑 5%/环比增长 9%，预计 4Q25 经营利润率环比提升至 19%，对应 25 全年经营利润率 19%左右。

整体来看，我们预计 4Q25 公司业绩仍将呈现“游戏弱、办公强”的结构性分化特征。游戏业务受存量产品周期及低基数效应影响，环比或有小幅修复但同比下滑态势难改，2026 年新游上线为核心催化；金山办公受益于政企数字化深化、WPSAI 功能落地及国产化需求延续，4Q25 经营数据有望持续改善；公司在手现金充沛，且持有的金山办公等核心股权市值折价显著，联营公司金山云和猎豹移动呈现持续减亏趋势，为短期业绩波动提供安全垫。

**游戏业务短期承压，新游《鹅鸭杀》有望开启 2026 修复周期。**受核心产品《剑网 3》高基数及新游《解限机》表现平淡影响，我们预计 4Q25 游戏收入同比下滑 29%，尽管环比 3Q25 略有企稳，但整体仍处于阵痛期；综合来看预计 2025 全年游戏业务营收同比下滑 27%至 38 亿元。作为 2026 年的重要增量，新游《鹅鸭杀》展现了较强的社交属性和长线潜力，该游戏为金山世游独家代理、虎牙联合发行的社交推理游戏，2026 年 1 月 7 日公测首日新增用户 500 万、上线 6 日新增用户突破千万，同时最高在线人数已超越 Steam 端历史峰值；根据七麦数据，截至 2 月 9 日，《鹅鸭杀》持股稳居 iOS 休闲(免费)游戏/家庭聚会(免费)游戏榜单第 1 名。此外，公司正针对《解限机》进行内部玩法优化调整，后续储备包括核心自研《剑侠世界 4》\授权 IP《愤怒的小鸟》《猫咪和汤：魔法与美食》以及投资的国产模拟经营游戏《星砂岛》等，预计将带动 2026 年游戏业务整体回暖。

**办公业务信创+AI 双轮驱动，预计增长持续兑现。**我们预计 4Q25 办公业务收入同比增长 15%，三大业务线协同发力。1)个人业务：WPS Office 全球月度活跃设备数达 6.69 亿(截至 3Q25)，其中 PC 端 MAU 同比增速 14.05%显著快于移动端 4.54%，显示办公核心场景的用户粘性在增强，预计伴随 WPS AI 3.0 和 WPS 灵犀的深度集成，AI 有望持续带动 MAU 和付费率转化；2)WPS365：凭借“协作+AI”一体化优势，伴随产品力和服务口碑持续验证，4Q25 WPS365 业务有望持续高双位数营收增长；3)软件业务：受益于信创招标进度加速，预计 4Q25 及 2026 年将持续放量。

**盈利预测、估值与评级：**考虑到公司当前正处于游戏业务的调整期，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测至 12.9/13.9 亿元（vs 此前预测 20.7/24.8 亿元，此前对于《解限机》流水预期较为乐观），并新增 2027 年归母净利润预测 16.0 亿元；虽游戏业务短期承压，但我们认为办公业务的稳健增长与 AI+信创的长期前景为公司估值提供有力支撑，在当前充沛现金储备与严重股权折价的背景下，公司具备较高的安全边际，建议关注 2026 年新游戏周期开启后的业绩弹性，维持公司“买入”评级。

**风险提示：**WPS 盈利不及预期；游戏上线不及预期；云服务市场竞争加剧

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万人民币）	8,534	10,318	9,710	10,944	12,089
同比变化（%）	11.7	20.9	(5.9)	12.7	10.5
归母净利润（百万人民币）	483	1,552	1,294	1,392	1,601
同比变化（%）	NA	220.9	(16.6)	7.6	15.0
每股收益（元）	0.36	1.16	0.92	0.99	1.14
市盈率	69	21	27	25	21

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-02-10，汇率 1 港币=0.8897 人民币

## 买入（维持）

当前价：27.54 港元

## 作者

分析师：付天姿

执业证书编号：S0930517040002

021-52523692

futz@ebsecn.com

分析师：黄铮

执业证书编号：S0930524070009

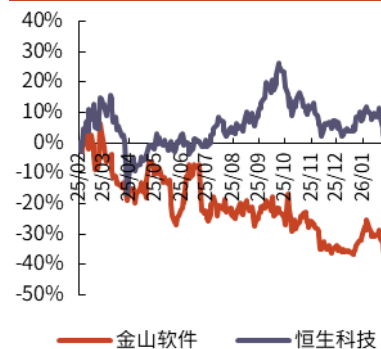
021-52523825

huangzheng1@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	14.00
总市值(亿港元):	385.68
一年最低/最高(港元):	26.66-47.5
近 3 月换手率 (%) :	79.5

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-6.4	-7.3	-40.2
绝对	-10.6	-15.3	-37.1

资料来源：Wind

## 相关研报

“生生不息”的金山软件，2025 年游戏+办公+云业务前景向好——金山软件 (3888.HK) 动态跟踪报告 (2025-01-22)

1Q24《尘白禁区》流水表现超预期，WPS AI 商业化开启——金山软件 (3888.HK) 1Q24 业绩点评 (2024-05-27)

公司长期坚持稳定分红，游戏业务稳健发展、办公 AI 商业化有望逐步推进——金山软件 4Q23 及 2023 年度业绩点评 (2024-03-22)

## 财务报表与盈利预测

损益表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入	8,534	10,318	9,710	10,944	12,089
网络游戏	3,977	5,197	3,801	4,131	4,421
办公软件及其他	4,557	5,121	5,909	6,813	7,668
营业成本	1,503	1,737	1,965	1,994	2,102
毛利	7,030	8,580	7,745	8,951	9,987
销售费用	1,470	1,346	1,807	1,867	1,983
管理费用	661	634	671	711	756
研发费用	2,684	3,045	3,534	3,819	4,157
股份薪酬费用	314	276	252	285	314
其它收入	375	380	291	331	365
其他开支	49	12	19	22	24
营业利润	2,227	3,647	1,754	2,578	3,117
OP Margin	26.1%	35.3%	18.1%	23.6%	25.8%
其他收益, 净额	35	5	500	98	-52
财务收入/(费用) 净额	460	542	600	600	630
应占利润及亏损	-1,234	-1,062	-414	-363	-274
税前利润	1,489	3,131	2,440	2,913	3,421
所得税开支	274	334	293	350	411
净利润	1,215	2,797	2,147	2,564	3,011
少数股东权益	732	1,245	854	1,172	1,410
归母净利润	483	1,552	1,294	1,392	1,601
息税折旧前利润	2,421	3,865	2,168	3,039	3,653
息税前利润	2,181	3,639	1,781	2,574	3,105
每股收益 (元)	0.36	1.16	0.92	0.99	1.14
每股股息 (元)	0.17	0.10	0.08	0.09	0.11

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3,489	4,587	1,136	3,629	3,335
净利润	483	1,552	1,294	1,392	1,601
折旧与摊销	240	227	387	464	549
营运资本变动	389	430	43	-61	89
其它	2,376	2,379	-588	1,834	1,096
投资活动现金流	-6,476	-8,524	178	-580	-727
资本性支出净额	-474	-425	-214	-500	-550
资产处置	0	0	0	0	0
长期投资变化	-6,020	660	207	181	137
其它资产变化	18	-8,758	185	-261	-313
自由现金流	8,902	5,874	4,048	6,491	6,450
融资活动现金流	656	-1,084	-413	821	945
净现金流	-2,331	-5,020	900	3,871	3,553

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	35,195	38,284	39,402	42,585	46,391
流动资产	26,893	30,240	32,119	35,448	39,389
现金及短期投资	20,277	23,821	24,721	28,592	32,146
有价证券及短期投资	3,591	2,764	3,000	3,000	3,000
应收账款	785	698	888	1,001	1,106
存货	16	11	13	13	14
其它流动资产	2,224	2,946	3,497	2,841	3,124
非流动资产	8,301	8,044	7,283	7,137	7,001
长期投资	4,937	4,316	4,109	3,927	3,791
固定资产净额	470	420	562	682	741
其他非流动资产	2,894	3,308	2,613	2,528	2,469
总负债	8,621	9,872	8,869	9,595	10,519
流动负债	4,880	8,717	6,704	7,420	8,334
应付账款	2,963	3,302	3,537	3,589	3,784
短期借贷	0	2,986	1,000	1,329	1,772
其它流动负债	1,917	2,429	2,167	2,502	2,779
长期负债	3,741	1,155	2,165	2,175	2,185
长期债务	2,770	0	1,000	1,000	1,000
其它	971	1,155	1,165	1,175	1,185
股东权益合计	26,573	28,412	30,533	32,989	35,872
股东权益	21,289	22,456	23,723	25,008	26,481
少数股东权益	5,284	5,956	6,810	7,981	9,391
负债及股东权益总额	35,195	38,284	39,402	42,585	46,391

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
<b>基准指数说明：</b>		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区复兴门外大街 6 号  
光大大厦 17 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼