



中信证券研究部



杨泽原
首席计算机分析师
S1010517080002



丁奇
计算机分析师
S1010519120003

核心观点

受益于办公软件业务高速增长与长远空间、网络游戏业务逐渐企稳回升，在优质现金流造血能力、充裕的存量现金支撑下，公司未来长期持续的分红潜力将有望进一步吸引投资者布局。考虑新游戏推出进度延后，我们下调 2021-2023 年收入预测至 73.79/87.15/103.36 亿元，归母净利润预测至 15.45/17.13/23.01 亿元，对应 EPS 预测 1.13/1.25/1.68 元。根据分部估值法，给予目标价 89 港元，维持“买入”评级。

■ **事项：**公司发布 2021 年 Q1 业绩，集团层面实现收入 15.6 亿元（yoy+33.15%，环比-2.86%），归母净利润 1.17 亿元（yoy+1751%）。

■ **游戏：**端游增长强劲，手游节奏下半年有望恢复。2021Q1 游戏业务收入 7.89 亿元，同比略下降 0.65%，环比下降 7.12%。我们认为原因在于：

- 1) **高基数：**2020Q1 疫情催化在线游戏爆发，老玩家回流显著造就高基数（2020Q1 游戏收入 yoy+31.2%）；
- 2) **增量延后：**据此前公司投资者交流会披露信息，公司若干新游发布延后，Q1 增量内容支撑少；
- 3) **季节性：**一般 Q4 为大型资料片发布时间，次年 Q1 环比下降属正常现象，我们统计 2017-2021 年 Q1 游戏收入环比均为负增长。

另外，2021Q1《剑网三》端游收入增长 23%，实际被《剑侠情缘》、《魔域》、《双生视界》、《指尖江湖》等手游收入下降所抵消，体现出核心端游玩家留存情况良好、增长势头延续。由于版号申请原因，《剑网三怀旧版》延后至 6、7 月发布，《剑侠世界 3》、《最终幻想》延续此前 8、9 月份发布计划，《卧龙吟 2》、《魔域 3D》计划于 Q4 发布，手游收入下降情况有望在下半年陆续推出新手游后得到缓解。我们认为公司游戏业务核心增长稳健，受手游存量运营及增量节奏影响，2021 年整体增速可能略低于 20 年水平。

■ **办公：**协同、信创齐发力，授权、订阅双高增，一季度业绩高速发展。公司 2021Q1 收入 7.73 亿元（yoy+107.74%），在“云协作”办公趋势下，授权、订阅业务均实现高速增长；互联网广告推广业务随战略继续控制发展。

1) **授权端：**年场地+信创+OFD+低基数共助高增长。一方面头部政企客户云化进程和渗透率不断提升，下游客户信创采购力度加大，相关订单在 20Q4、21Q1 逐步确认，同时考虑到 20Q1 因为疫情带来的授权业务低基数，在上述因素合力作用下，授权业务高速增长；另一方面，2020 年下半年数科网维并表，其 OFD 信创业务收入计入公司授权业务带来增量动能。

2) **订阅端：**用户数健康增长，收入高增持续性强。截至 2021 年 3 月 31 日，公司主要产品 MAU 达 4.94 亿元（yoy+10.51%）。其中 PC 端 MAU 达 1.94 亿元（yoy+15.48%），移动端 MAU 达 2.94 亿（yoy+8.49%），以 PC 为代表的核心用户群体持续健康增长。考虑到疫情加速线上化背景下 20Q2 订阅业务高增长基数，从增长态势看订阅业务有望保持中高速增长。

■ **金山云：**关注公有云大客户导入，私有云料支撑营收增长。1) 收入端，金山云 21Q1 营收 18.1 亿元，增速放缓至 30.4%，贴近公司预告下限。我们认为主要有 20Q1 疫情 CDN 用量高峰，以及 21Q1 政策影响互联网厂商上云迁移两方面因素，预计下半年公有云有望恢复增长态势。2) 盈利端，公司 EBITDA Margin 受社保政策变动与调薪的影响一季度由正转负，预计 Q3 恢复盈亏平衡。公司预告 Q2 计划营收 21.3-22.3 亿元，依赖于年中新的互联网厂商顺利上云以及私有云业务的快速增长。互联网公有云市场今年整体承压，我们认为下一步云厂商投资应重点关注行业云、私有云订单增长。

金山软件	03888.HK
评级	买入 (维持)
当前价	53.05 港元
目标价	89.00 港元
总股本	1,373 百万股
港股流通股本	1,373 百万股
总市值	- 亿港元
近三月日均成交额	408 百万港元
52 周最高/最低价	78.1/26.0 港元
近 1 月绝对涨幅	2.12%
近 6 月绝对涨幅	30.84%
近 12 月绝对涨幅	107.62%

- **风险因素：**新游推广不及预期；办公需求及付费转化不及预期；云计算行业竞争加剧。
- **投资建议：**受益于办公软件业务高速增长与长远空间、网络游戏业务逐渐企稳回升，在优质现金流造血能力、充裕的存量现金支撑下，公司未来长期持续的分红潜力将有望进一步吸引投资者布局。考虑新游戏推出进度延后，我们下调2021-2023年收入预测73.79/87.15/103.36亿元（原预测75.39/88.81/105.08亿元），下调归母净利润预测15.41/17.02/22.83亿元（原预测17.26/21.69/28.07亿元），对应EPS预测1.12/1.24/1.66元（原预测1.26/1.58/2.04元）。根据分部估值法，2021年给予游戏业务11.5亿净利润预测、10xPE，办公业务35.4亿收入预测、56xPS，结合金山云持股价值，整体考虑港股市场给予25%折价，折合目标价89港元，维持“买入”评级。

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,371	5,594	7,379	8,715	10,336
营业收入(百万港元)	5,000	6,263	8,261	9,756	11,571
营业收入增长率 YoY	18.5%	28.0%	31.9%	18.1%	18.6%
净利润(百万元)	-1,546	10,045	1,541	1,702	2,283
净利润(百万港元)	-1,769	11,245	1,725	1,906	2,556
净利润增长率 YoY	N/A	N/A	-84.7%	10.5%	34.1%
每股收益 EPS(基本)(元)	-1.13	7.32	1.12	1.24	1.66
每股收益 EPS(基本)(港元)	-1.29	8.19	1.26	1.39	1.86
每股净资产(元)	10.05	17.97	19.04	20.27	21.95
每股净资产(港元)	11.50	20.11	21.31	22.69	24.57
毛利率	81.5%	83.6%	84.1%	84.5%	84.9%
净利率	-35.4%	179.6%	20.9%	19.5%	22.1%
核心净利率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
净资产收益率 ROE	-11.2%	40.7%	5.9%	6.1%	7.6%
PE	-41	7	42	38	29
PB	5	3	3	2	2
PS	15	12	9	8	6
EV/EBITDA	-1.1	0.2	1.2	1.1	0.8

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为2021年6月9日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	4,371	5,594	7,379	8,715	10,336
营业成本	(810)	(917)	(1,171)	(1,349)	(1,563)
毛利	3,561	4,677	6,208	7,366	8,773
销售费用	(709)	(838)	(1,090)	(1,385)	(1,714)
管理费用	(526)	(633)	(966)	(1,184)	(1,428)
研发费用	(1,539)	(1,656)	(2,291)	(3,063)	(3,858)
融资收入净额	201	330	27	42	63
其他收益	(1,237)	155	155	155	155
投资收益	(392)	(271)	(300)	62	552
营业利润	989	1,880	1,888	1,776	1,836
利润总额	(1,930)	10,516	1,743	1,993	2,543
所得税费用	(153)	(271)	(45)	(51)	(66)
税后利润	(2,083)	10,245	1,698	1,941	2,477
少数股东损益	(536)	200	157	239	194
归属于母公司股东的净利润	(1,546)	10,045	1,541	1,702	2,283
EBITDA	(1,992)	10,369	1,796	2,050	2,595

资产负债表 (百万元)

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	7,330	4,455	5,984	7,751	10,342
存货	16	19	18	28	31
应收及预付款	3,424	1,740	2,692	4,239	4,004
其他流动资产	6,562	13,517	13,504	13,504	13,504
流动资产	17,333	19,732	22,197	25,522	27,881
物业、厂房及设备	2,913	1,185	1,705	2,105	2,440
联营及合营公司的权益	2,708	12,933	12,933	12,933	12,933
无形资产	31	67	67	67	67
其他长期资产	1,417	1,127	944	965	976
非流动资产	7,069	15,313	15,649	16,070	16,417
资产总计	24,402	35,044	37,846	41,592	44,298
短期借款	623	-	-	-	-
应付款项及应计费用	3,192	1,619	2,508	3,949	3,729
合同负债	879	1,306	1,723	2,035	2,413
其他流动负债	240	319	190	253	301
流动负债	4,934	3,244	4,421	6,238	6,443
长期借款	74	-	-	-	-
其他长期负债	3,783	3,573	3,573	3,573	3,573
非流动性负债	3,858	3,573	3,573	3,573	3,573
负债合计	8,792	6,816	7,994	9,810	10,016
归属于母公司所有者权益合计	13,797	24,665	26,132	27,823	30,129
少数股东权益	1,812	3,563	3,720	3,959	4,153
股东权益合计	15,609	28,228	29,852	31,782	34,282
负债股东权益总计	24,402	35,044	37,846	41,592	44,298
负债所有者权益和夹层权益总计	-	-	37,846	41,592	44,298

现金流量表 (百万元)

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税后利润	-2,083	10,245	1,698	1,941	2,477
折旧和摊销	139	184	80	99	115
营运资金的变化	1,812	1,899	222	236	412
其他经营现金流	956	-9,336	273	-104	-615
经营现金流合计	825	2,991	2,274	2,172	2,389
资本支出	-1,362	-684	-600	-500	-450
其他投资现金流	-858	-6,891	-116	41	540
投资现金流合计	-2,220	-7,575	-716	-459	90
权益变动	4,776	-	-	-	-
负债变动	-661	2,330	18	23	25
股息支出	-15	-399	-233	-225	-249
其他融资现金流	69	-55	187	255	334
融资现金流合计	4,170	1,876	-29	54	111
现金及现金等价物净增加额	2,785	-2,875	1,528	1,768	2,591
期初现金及现金等价物	4,545	7,330	4,455	5,984	7,751
期末现金及现金等价物	7,330	4,455	5,984	7,751	10,342

主要财务指标

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(%)	18.5%	28.0%	31.9%	18.1%	18.6%
营业利润(%)	N/A	90.1%	0.4%	-5.9%	3.4%
归母净利润(%)	N/A	N/A	-84.7%	10.5%	34.1%
毛利率(%)	81.5%	83.6%	84.1%	84.5%	84.9%
EBIT Margin(%)	-48.8%	182.1%	23.3%	22.4%	24.0%
EBITDA Margin(%)	-45.6%	185.4%	24.3%	23.5%	25.1%
净利率(%)	-35.4%	179.6%	20.9%	19.5%	22.1%
核心净利润率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
净资产收益率(%)	-11.2%	40.7%	5.9%	6.1%	7.6%
总资产收益率(%)	-6.3%	28.7%	4.1%	4.1%	5.2%
资产负债率(%)	36.0%	19.5%	21.1%	23.6%	22.6%
所得税率(%)	-7.9%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
股利支付率(%)	-8.0%	14.6%	14.6%	14.6%	14.6%
销售费用率(%)	16.2%	15.0%	14.8%	15.9%	16.6%
管理费用率(%)	12.0%	11.3%	13.1%	13.6%	13.8%
研发费用率(%)	35.2%	29.6%	31.0%	35.1%	37.3%
财务费用率(%)	-4.6%	-5.9%	-0.4%	-0.5%	-0.6%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析师编制的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。