金山软件（03888）

21Q3 季报点评：办公持续强劲增长，看好新游于明年贡献增量

买入（维持）

2021 年 11 月 19 日

证券分析师 张良卫
执业证号：S0600516070001
021-60199793
zhanglw@dwzq.com.cn
证券分析师 周良玖
执业证号：S0600517110002
021-60199793
zhoulj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	5,594	6,231	7,962	9,897
同比（%）	-32.0%	11.3%	27.8%	24.3%
归母净利润（百万元）	10,045	722	1,044	1,487
同比（%）	-749.6%	-92.8%	44.6%	42.4%
每股收益（元/股）	7.32	0.53	0.76	1.08
P/E（倍）	3.97	55.19	38.16	26.80

投资要点

- **事件：**2021Q3 公司实现营业收入 15.10 亿元，同比增长 8.08%，环比增长 2.07%，持续经营净利润 7.04 亿元，同比下降 13.45%，归母净利润 5.65 亿元，同比下降 15.25%，业绩超出我们预期。
- **办公软件及服务业务增长强劲，用户粘性持续提升。**公司政企客户云化及授权业务维持良好增长态势，信创产品需求旺盛，2021Q3 办公软件及服务业务收入达 8.04 亿元，同比增长 36.91%，环比增长 2.22%，营收占比为 53.22%，同比增加 11.21pct，环比增加 0.08pct。公司持续优化办公协作场景并上线新功能，截至 2021Q3，主要产品 MAU 达 5.21 亿，同比增长 14%，云端上传文件数达 1189 亿，同比增长 50%。同时，针对中小企业及团队的协作和轻办公需求，公司于 2021 年 9 月投资低代码 PaaS 平台服务商炎黄盈动，实现办公场景与业务场景互补，构建文档协作+无/低代码构建应用+流程体验场景+行业的数字化转型方案。公司办公产品生态不断完善，看好公司该业务在国产替代浪潮下持续高速增长，不断兑现高增长潜力。
- **游戏业务持续承压，看好新游于 2022 年释放增量。**受新游延期上线影响，2021Q3 公司游戏业务营收同比下降 12.81%至 7.06 亿元，环比维稳主要系经典端游持续稳健表现，营收占比为 46.78%。老游方面，《剑网 3》于 10 月上线年度资料片，有望提振 Q4 收入。新游方面，手游《剑网 1：归来》已于 10 月 15 日上线中国大陆地区；放置+卡牌手游《武林闲侠》已于 11 月 18 日上线；MMO 手游《剑侠世界 3》有望年内上线，截至 11 月 18 日，其官网预约数超 575 万。考虑到新游集中于年底上线，我们预计 2021 年游戏业务增速承压，看好版号恢复发放后，新游上线驱动 2022 年业绩增长。
- **加大研发投入，营业利润率短期下滑。**2021Q3 公司毛利率 82.17%（yoy-0.68pct，qoq+0.54pct），营业利润率为 19.02%（yoy-6.85pct，qoq+3.49pct），营业利润率同比下滑主要系公司加大研发投入。Q3 公司研发费用率 41.11%（yoy+6.47pct），销售费用率 16.06%（yoy+0.22pct），管理费用率 8.85%（yoy+0.44pct）。我们认为短期内研发投入增长致营业利润率承压，中长期将助力公司持续拓展办公业务与推进游戏精品化战略。我们预计公司后续研发投入将趋于温和，营收快速增长下，研发费用率有望下降。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到办公业务增长强劲以及金山云带来的其他收益增长，我们上调此前盈利预测，预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.53/0.76/1.08 元（此前为 0.23/0.44/0.54 元），对应当前股价 PE 为 55/38/27X。看好公司办公软件及服务高增长潜力不断兑现，维持“买入”评级。
- **风险提示：**新游延期风险，行业监管趋严，办公业务发展不及预期。

股价走势

市场数据

收盘价(港元)	35.40
一年最低/最高价	27.55/79.50
市净率(倍)	1.61
港股流通市值(百万港元)	48594.60

基础数据

每股净资产(元)	18.33
资产负债率(%)	19.65
总股本(百万股)	1372.73
流通股本(百万股)	1372.73

相关研究

1、《金山软件（03888）：21Q2 季报点评：办公强劲增长，新游延期及投入加大致业绩短期承压》2021-08-27
2、《金山软件（03888）：2020 年年报点评：游戏业务稳健增长，办公业务付费转化加速》2021-03-25
3、《金山软件（03888）：端游增长有望推动利润率提升，办公业务发展稳健》2020-11-18

金山软件三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	**19,732**	**20,951**	**23,134**	**25,924**
现金	4,455	5,687	6,862	8,894
应收账款	1,730	2,025	2,229	2,507
存货	19	21	22	22
其他流动资产	13,527	13,217	14,021	14,501
非流动资产	**15,313**	**15,836**	**15,921**	**16,109**
长期股权投资	13,199	13,734	13,801	13,934
固定资产	1,185	1,201	1,256	1,346
在建工程	0	0	0	0
无形资产	468	737	701	666
其他非流动资产	461	163	163	163
资产总计	**35,044**	**36,786**	**39,054**	**42,033**
流动负债	**3,244**	**3,683**	**4,208**	**4,690**
短期借款	0	0	0	0
应付账款	291	349	371	434
其他流动负债	2,953	3,334	3,837	4,255
非流动负债	**3,573**	**3,673**	**3,739**	**3,822**
长期借款	2,197	2,297	2,363	2,446
其他非流动负债	1,376	1,376	1,376	1,376
负债合计	**6,816**	**7,356**	**7,947**	**8,512**
少数股东权益	3,563	4,108	4,804	5,795
归属母公司股东权益	24,665	25,323	26,303	27,726
负债和股东权益	**35,044**	**36,786**	**39,054**	**42,033**

利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	**5,594**	**6,231**	**7,962**	**9,897**
营业成本	917	1,048	1,298	1,519
毛利	**4,677**	**5,183**	**6,664**	**8,377**
营销费用	838	1,028	1,274	1,583
行政管理费用	454	498	557	693
研发费用	1,656	2,243	2,747	3,315
其他费用	3	156	199	247
利息费用	-330	-209	-289	-396
权益性投资损益	-330	-821	-494	-482
其他非经常性损益	342	810	318	396
除税前利润	2,069	1,456	2,000	2,848
所得税	271	189	260	370
净利润	10,245	1,267	1,740	2,478
少数股东权益	200	545	696	991
归属母公司净利润	**10,045**	**722**	**1,044**	**1,487**
EBIT	1,727	1,257	1,887	2,538
EBITDA	1,814	1,352	1,989	2,643

现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2,991	1,670	2,489	3,027
投资活动现金流	-7,575	-329	-1,165	-859
筹资活动现金流	1,876	-110	-149	-137
现金净增加额	-2,708	1,232	1,175	2,032
折旧和摊销	86	95	102	104
资本开支	-534	-380	-120	-160
营运资本变动	901	152	320	202

重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
每股收益(元)	7.32	0.53	0.76	1.08
每股净资产(元)	20.56	21.44	22.66	24.42
发行在外股份(百万股)	1373	1373	1373	1373
ROIC(%)	33.0%	2.3%	3.1%	4.1%
ROE(%)	40.7%	2.9%	4.0%	5.4%
毛利率(%)	83.6%	83.2%	83.7%	84.6%
销售净利率(%)	179.5%	11.6%	13.1%	15.0%
资产负债率(%)	19.5%	20.0%	20.3%	20.2%
收入增长率(%)	-32.0%	11.3%	27.8%	24.3%
净利润增长率(%)	-749.6%	-92.8%	44.6%	42.4%
P/E	3.97	55.19	38.16	26.80
P/B	1.41	1.35	1.28	1.19
EV/EBITDA	20.73	26.96	22.17	15.95

数据来源：Wind，东吴证券研究所（以 2021 年 11 月 19 日收盘价为准，汇率：1 港元=0.82 人民币，无特殊注明，本文相关数据的货币单位均为人民币）

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn