

2021年11月25日

金山软件 (03888.HK)

公司快报

证券研究报告

海外科技

游戏板块环比企稳，办公软件及服务增势强劲

■事件：金山软件发布三季报，Q3 总收入同比+8.1%至 15.1 亿元。毛利率同比-0.7ppts 至 82.2%。季度内经营利润率为 19.0%，同比-6.8ppts，主要由于研发费用占收比的提升以及新游延期的影响。季度内调整后归属普通股股东净利 6.1 亿元，对应调整后净利率 40.5%。

■游戏板块环比企稳，旗舰端游运营稳健：Q2 网络游戏及其他收入同比-12.8%，环比+1.9%至 7.1 亿元，同比主要由于缺乏新游供给叠加部分现有游戏的收益下滑，环比企稳主要得益于旗舰端游《剑网 3》收益环比稳健，8 月《剑网 3》举办其 12 周年庆典，10 月《剑网 3》上线年度资料片“北天药宗”。此外，《剑网 1：归来》已于 10 月上线，有望提振海外游戏收入占比。近期公司与字节跳动合作的《武林闲侠》手游已于 11 月 18 日上线，公司预计 12 月底《剑侠世界 3》将上线。伴随着新游的陆续上线，我们认为游戏板块有望逐步重拾增长势头。

■办公软件及服务增长强劲，用户势头良好：Q3 办公软件及服务收入同比+36.9%至 8.0 亿元，同比主要由授权业务及个人订阅业务的快速增长所驱动，季度内办公软件产品（WPS Office+金山词霸）MAU 达 5.21 亿，同比增长 14.0%，其中 PC 版 MAU 同比+17.1%，移动端 MAU 同比+13.5%，季度内云端上传文件数同比+50%至 1,189 亿，金山文档用户数已超新冠疫情期间的峰值。

■投资建议：维持评级买入-B，12 个月 SOTP 目标价 53.5 港币，包括：1) 在线游戏 2.6 港币，基于 10x 2022E 市盈率；2) 云计算 27.2 港币，基于 5x 2022E 市销率；3) 办公软件及服务业务 21.7 港币（基于 1.2xPEG）；给予 20%控股公司估值折扣；及 4) 净现金 12.3 港币。展望 2021/2022 年，我们预期收入增速为 12%/24%，整体调整后净利为 9/22 亿元。

■风险提示：1) 新手游上线延期或变现不及预期；2) 研发及销售费用大于预期。

摘要(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	4,371	5,594	6,242	7,757	9,198
调整后净利润	1,364	10,201	903	2,164	2,559
每股收益(元)	(1.01)	7.41	0.66	1.54	1.79
每股净资产(元)	11.43	20.52	21.62	23.00	24.75

盈利和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
调整后市盈率(倍)	na	4.1	46.0	19.6	16.9
市净率(倍)	2.6	1.5	1.4	1.3	1.2
调整后净利润率	31.2%	182.4%	14.5%	27.9%	27.8%
净资产收益率	-8.8%	36.1%	3.0%	6.7%	7.2%
股息收益率	0.4%	0.8%	0.3%	0.8%	0.9%

数据来源：公司年报，安信证券研究中心预测

投资评级 买入-B

维持评级

12 个月目标价： 53.50 港币
 股价 (2021-11-24) 34.40 港币

交易数据

总市值 (百万美元)	5,913
流通市值 (百万美元)	5,913
总股本 (百万股)	1,373
流通股本 (百万股)	1,373
12 个月价格区间(港币)	27.55/79.50

资料来源：彭博

孙延

分析师

SAC 执业证书编号：S1450520040004
 sunyan1@essence.com.cn

相关报告

游戏业务承压，办公软件及服务维持强劲增势	2021-09-05
金山软件：全年利润率或承压，办公软件及服务驱动增长	2021-05-27
金山软件：双板块驱动业绩稳健增长	2021-03-24
金山软件：4Q20 业绩前瞻	2021-01-18
金山软件：双板块利润率齐升	2020-11-18
金山软件：双引擎驱动业绩超预期	2020-08-19
金山软件：2Q20 业绩前瞻	2020-07-22
金山软件：韧性显现	2020-05-27
金山软件：金山云提交 IPO 招股书	2020-04-19
金山软件：2020 年展望乐观	2020-03-25

表 1: 金山软件 - 3Q21 业绩快览

百万元	3Q20	2Q21	3Q21	QoQ	YoY
收入	1,397	1,480	1,510	2.1%	8.1%
网络游戏及其他	810	693	706	1.9%	-12.8%
办公软件及服务	587	786	804	2.2%	36.9%
毛利	1,158	1,208	1,241	2.7%	7.2%
毛利率	82.9%	81.6%	82.2%		
研发费用	(484)	(532)	(621)	16.7%	28.3%
占收比	-34.6%	-36.0%	-41.1%		
销售费用	(221)	(310)	(243)	-21.8%	9.6%
占收比	-15.8%	-21.0%	-16.1%		
管理费用	(117)	(133)	(134)	0.2%	13.7%
占收比	-8.4%	-9.0%	-8.8%		
经营利润	361	230	287	25.0%	-20.5%
经营利润率	25.9%	15.5%	19.0%		
来自持续经营业务的净利润	813	153	704	360.8%	-13.5%
来自持续经营业务的净利率	58.2%	10.3%	46.6%		
调整后归属普通股股东净利润	687	72	611	751.3%	-11.0%

资料来源: 公司财报, 彭博, 安信证券研究中心

表 2: 收入利润表

百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
收入	4,371	5,594	6,242	7,757	9,198
收入成本	(810)	(917)	(1,081)	(1,575)	(1,855)
毛利	3,561	4,677	5,161	6,182	7,342
毛利率	81.5%	83.6%	82.7%	79.7%	79.8%
研发开支	(1,539)	(1,656)	(2,295)	(2,595)	(2,895)
销售及分销开支	(709)	(838)	(1,050)	(1,250)	(1,450)
行政开支	(377)	(454)	(578)	(658)	(738)
股权激励费用	(149)	(179)	(227)	(232)	(237)
其他开支	225	306	276	250	250
经营利润	1,013	1,855	1,287	1,697	2,273
经营利润率	23.2%	33.2%	20.6%	21.9%	24.7%
调整后经营利润	1,162	2,035	1,514	1,929	2,510
调整后经营利润率	26.6%	36.4%	24.3%	24.9%	27.3%
财务净收入/(支出)	201	330	271	271	271
税前利润	(415)	2,069	1,458	2,572	3,247
所得税开支	(153)	(271)	(171)	(260)	(339)
期内净利润	(568)	1,798	1,287	2,311	2,908
非持续业务盈利/出售附属公司收益	(1,515)	8,447	-	-	-
非控制性权益应占盈利	536	200	557	379	587
公司权益持有人应占盈利	(1,546)	10,045	730	1,932	2,322
净利润率	-35.4%	179.6%	11.7%	24.9%	25.2%
调整后净利润	1,364	10,201	903	2,164	2,559
调整后净利率	31.2%	182.4%	14.5%	27.9%	27.8%

资料来源: 公司年报, 安信证券研究中心预测

表 3: 现金流量表

百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	(1,546)	10,045	730	1,932	2,322
经营活动产生现金流量	825	2,991	1,590	2,188	2,651
投资活动产生现金流量	(2,220)	(7,575)	(848)	(874)	(906)
融资活动产生现金流量	4,170	1,876	-	-	-
现金及现金等价物净增加(减少)	2,775	(2,708)	742	1,314	1,745
汇兑收益/(亏损)	10	(167)	-	-	1
期初现金及现金等价物	4,545	7,330	4,455	5,197	6,511
期末现金及现金等价物	7,330	4,455	5,197	6,511	8,257

资料来源: 公司年报, 安信证券研究中心预测

表 4: 资产负债表

百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	17,333	19,732	21,264	23,789	26,936
现金及银行存款	7,330	4,455	5,197	6,511	8,257
应收账款	2,059	772	684	850	1,008
受限制现金	6,462	9,607	9,607	9,607	9,607
存货	16	19	19	19	19
预付款项、按金及其他应收款	1,365	967	1,064	1,171	1,288
其他	100	3,911	4,693	5,631	6,757
非流动资产	7,069	15,313	15,803	16,288	16,769
物业、厂房及设备	2,913	1,185	1,509	1,796	2,042
商誉	-	186	186	186	186
其他无形资产	31	67	66	66	66
于联营公司、合营公司的投资	2,708	12,933	12,951	12,971	12,993
其他金融资产	49	199	199	199	199
递延税项资产	107	117	140	168	202
预付款项、按金及其他	1,261	626	751	901	1,082
资产总额	24,402	35,044	37,067	40,076	43,705
流动负债	4,934	3,244	3,723	4,154	4,594
银行借款	623	-	-	-	-
递延收入	879	1,306	1,437	1,581	1,739
应付贸易账款	1,502	291	475	581	664
其他应付款项及应计开支	1,930	1,647	1,811	1,992	2,192
非流动负债	3,858	3,573	3,602	3,637	3,680
银行借款	74	-	-	-	-
递延收入	52	147	177	212	254
可转换债券	-	2,197	2,197	2,197	2,197
可赎回可转换优先股	3,583	-	-	-	-
递延所得税负债	51	1,059	1,059	1,059	1,059
其他非流动负债	98	170	170	170	170
权益	15,609	28,228	29,742	32,285	35,431
公司权益持有人应占权益	13,797	24,665	25,622	27,786	30,346
少数股东权益	1,812	3,563	4,120	4,499	5,086
负债与权益总和	24,402	35,044	37,067	40,076	43,705

资料来源: 公司年报, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先恒生指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先恒生指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与恒生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恒生指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后恒生指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于恒生指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于恒生指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034