

金山软件 (3888.HK) 业绩点评:

2Q20 业绩超预期, 游戏和办公软件均增长强劲

收入同比增长 49%，高于市场预期。金山软件 2020 年二季度收入为 14.2 亿人民币，同比增长 48.6%，高于市场预期 8.5%；经营利润为 5.49 亿，同比增长 232.5%，远超市场预期，主要受益于收入结构变化和有效费率管控。由于本季度出售金山云相关收益 89.3 亿，净利润录得 92.0 亿，若剔除该收益，调整后净利润为 2.74 亿元，去年同期亏损 15.5 亿元。根据公司给出的分部业务指引，今年全年收入有望增长 30% 以上。

《剑网 3》端游表现亮眼，全年游戏收入指引提升至 30%。二季度公司游戏收入为 8.69 亿，占总收入的 61%，同比增长 52.5%，主要由于旗舰游戏《剑网 3》端游增长强劲。公司此前陆续推出的新资料片反响良好，同时疫情期间受益于“宅娱乐”需求，《剑网 3》收入同比增长 120%，日活跃玩家同比增长 39%。公司对下半年仍充满信心，预计《剑网 3》全年收入有望创出新高。

除了近期已经上线的《剑网 3：指尖江湖》，《剑侠情缘 2：剑歌行》等游戏外，公司下半年将持续推出多款新游戏，预计每月都会有新游戏上线或资料片的推出，包括《剑网 3：指尖对弈》、《剑侠世界 3》和《卧龙吟 2》等。由于上半年游戏业务的强劲表现和下半年丰富的新游戏管线，公司提升全年游戏收入指引，由原来的 10~15% 提升至 30% 以上。

受益于远程办公和国产替代影响，办公软件收入同比增长 43%。二季度办公软件及服务以及其他收入为 5.51 亿，占总收入的 39%，同比增长 42.7%。其中订阅收入增长强劲，同比增长 73% 至 3.13 亿人民币；授权业务受疫情影响表现较弱，在逐步恢复中。截至 6 月底，办公软件的月活用户数已达到 4.54 亿，同比增长 31%，而付费用户数达到 1680 万，也较年初增长约 40%，同比接近翻倍，用户付费习惯逐步改善。

此外，中美摩擦将继续推动国产替代趋势，公司表示下半年 WPS 已在多个省份的政府采购中中标，WPS 的市场份额将进一步提升。公司预计办公软件全年收入有望增长 30% 以上，同时，经营利润率也将持续提升。

金山云 EBITDA 有望年底扭亏为盈。云服务方面，金山云（已调整为联营公司）本季度收入为 15.4 亿人民币，同比增长 64.1%。由于企业上云是长期趋势，公司看好云业务的持续发展，预计金山云全年收入增长超过 60%，同时，EBITDA 也将继续改善，有望在今年内转为正值。

赵丹

互联网分析师

dan_zhao@spdbi.com
(852) 2808 6436

杨子超

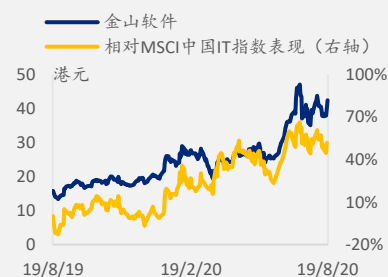
助理分析师

charles_yang@spdbi.com
(852) 2808 6409

2020 年 8 月 19 日

公司数据	未评级
目前股价 (港元)	42.3
52 周内股价区间 (港元)	13.1-47.6
市值 (百万港元)	58,066
近 90 日日均成交额 (百万港元)	562

股价相对表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

财务数据摘要

(人民币百万)	2017	2018	2019
营收	5,181	5,906	8,218
营收增速	35%	14%	39%
毛利率	58%	46%	42%
净利润	3,202	389	(1,546)
净利润增速	N/A	-88%	N/A
EPS	2.5	0.3	(1.1)

E=Bloomberg 普遍预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测

利润表

(人民币百万)	2017	2018	2019	2020E	2021E
营业收入	5,181	5,906	8,218	5,786	6,972
商品与服务成本	2,169	3,169	4,741		
毛利	3,012	2,737	3,477	4,782	5,796
营业开支	2,248	3,016	3,598		
销售及营销开支	545	727	984		
一般行政管理开支	257	449	529		
研发开支	1,446	1,839	2,085		
营业利润	814	(302)	(193)	1,721	2,226
利息支出	112	327	393		
外汇损失(收益)	(46)	137	39		
非营业损失(收益)	(165)	(741)	1,296		
税前利润	912	(25)	(1,921)	2,761	1,868
税务支出(收益)	134	140	161		
收入包括少数股权	778	(165)	(2,083)		
少数股东权益	464	(116)	1,812		
净利润	3,202	389	(1,546)	2,232	1,280

现金流量表

(人民币百万)	2017	2018	2019	2020E	2021E
净利润	3,202	389	(1,546)	2,232	1,280
折旧、摊销	468	514	738		
非现金项目	(1,813)	(290)	2,106		
非现金营运资本变动	191	427	(72)		
经营活动所得现金	2,047	1,040	1,225		
投资增加	-	-	-		
投资减少	-	-	-		
资本支出	(694)	(1,392)	(1,372)		
其他投资活动	(3,635)	315	(1,285)		
投资活动现金流量	(4,328)	(1,077)	(2,657)		
已付股利	(113)	(127)	-		
股权发行	1,324	1,324	4,819		
股权回购	-	(12)	-		
融资所得现金	(458)	1,545	4,217		
现金净增减	(2,740)	1,508	2,785		
EBITDA	1,282	212	544		
FCF	1,353	(352)	(147)		
FCFE	(312)	190	(794)		

资产负债表

(人民币百万)	2017	2018	2019	2020E	2021E
现金、现金等价物	8,506	9,869	13,792		
应收账款与票据	1,168	1,185	2,059		
库存	10	12	16		
其他短期资产	773	1,014	1,375		
总计流动资产	10,545	12,080	17,333		
财产、厂房及设备, 净值	1,619	2,389	3,380		
长期投资与应收账款	1,333	84	49		
其他长期资产	4,266	5,497	3,640		
非流动资产总计	7,217	7,970	7,069		
总资产	17,762	20,050	24,402		
应付与应计账款	179	229	1,502		
短期借贷	1,207	1,094	641		
其他短期负债	2,468	2,783	2,791		
总计流动负债	3,854	4,106	4,934		
长期借贷	1,276	2,973	3,755		
其他长期负债	79	49	103		
非流动负债总额	1,355	3,022	3,858		
总负债	5,209	7,128	8,792		
优先股	-	-	-		
股本与资本公积	2,293	2,978	3,001		
留存收益	9,796	10,060	10,796		
少数股东权益	464	(116)	1,812		
总股东权益	12,553	12,922	15,609		
总负债与股东权益	17,762	20,050	24,402		

主要财务比率

	2017	2018	2019	2020E	2021E
营收增速%	35.2	14.0	39.1	(29.6)	20.5
毛利润增速%	18.5	(9.1)	27.0	37.5	21.2
净利润增速%	N/A	(87.8)	N/A	N/A	(42.7)
市盈率	N/A	34.2	N/A	22.9	47.3
市净率	2.4	1.0	1.8	3.1	2.9
市销率	5.4	2.3	3.0	9.0	7.5
回报率%					
普通股回报率	32.1	3.1	(11.5)		
总资产回报率	18.1	2.1	(7.0)		
资本回报率	23.3	0.5	(9.7)		
投资资本回报	4.7	(2.3)	(4.2)		
利润率%					
毛利率	58.1	46.3	42.3	82.7	83.1
EBITDA率	24.7	3.6	6.6		
营业利润率	15.7	(5.1)	(2.4)		
税前毛利率	17.6	(0.4)	(23.4)		
净利润率	61.8	6.6	(18.8)		
流动性比率					
现金比率	2.2	2.4	2.8		
流动比率	2.7	2.9	3.5		
速动比率	2.5	2.7	3.2		
CFO/平均流动负债	0.5	0.3	0.3		
普通股权益/总资产	68.1	65.0	56.5		
总债务/股东权益%	19.8	31.5	28.2		
总债务/资本%	16.5	23.9	22.0		
总负债/总资产%	14.0	20.3	18.0		

E = Bloomberg预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“维持”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“增持”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“中性”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“减持”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由浦银国际证券有限公司（统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司的财务权益或持有股份。
- 2) 浦银国际跟本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。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

浦银国际证券机构销售团队

黄路遥

jessie_huang@spdbi.com
852-2808 6466

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com
852-2808 6467

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com
852-2808 6474

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼