



金山软件 (3888.HK): 游戏版号重启, 提振游戏业务增速

维持“买入”评级, 下调目标价至 28 港元, 潜在升幅 20%。

- 游戏版号重启发放, 《剑网3缘起》获批:** 4月10日, 国家新闻出版署公布2022年4月国产网络游戏审批信息。这是自2021年7月起, 游戏版号时隔八个月后的重启发放。此次共有45款游戏获批, 其中包括公司旗下西山居的《剑网3缘起》。游戏版号的重启发放, 或将提振未来公司游戏业务收入增速。由于受到游戏版号影响, 2021年公司数个新游戏未能如期上线, 全年游戏收入录得负增长, 此前保守估计2022年游戏业务或实现20%以上增速; 若《剑网3缘起》以及公司计划于2022年推出的另外3款游戏皆能取得游戏版号, 公司有信心游戏业务全年增速或达到30%~40%。
- 四季度业绩整体低于市场预期:** 公司4Q21收入为18.2亿人民币, 同比增长13.5%, 略低于市场预期1.1%。毛利率较上年同期下降约4个百分点至79.6%, 主要原因为服务及产品的采购成本上涨, 以及渠道成本增加。归母净亏损为3.4亿人民币, 市场预期归母净利润为1.0亿。网络游戏及其余业务收入为9.2亿, 同比增长8.1%; 办公业务收入为9.0亿, 同比增长19.5%。
- 办公业务稳健增长, 订阅数持续上升:** 在个人和机构订阅业务持续增长的带动下, 办公业务保持稳健增长, 2021年四季度录得19.5%的同比增速。截至四季度末, 办公业务主要产品月活跃设备数为5.44亿, 同比增长14.0%。全年累计付费用户同比增长29.3%至约2,540万。
- 维持“买入”评级, 调整目标价至28港元:** 我们预计2022年和2023年公司收入增速分别为25%和20%。由于云业务估值大幅下降, 基于分部加总估值法将目标价调整至28港元。随着游戏版号的重启, 或带动游戏收入增速和板块估值的提升, 维持“买入”评级。
- 投资风险:** 新移动游戏推出逊预期; 办公软件付费率增长逊预期。

图表 1: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	FY19	FY20	FY21	FY22E	FY23E
营业收入	4,371	5,594	6,371	7,943	9,548
同比增速	-26.0%	28.0%	13.9%	24.7%	20.2%
毛利润	1,013	1,855	1,361	1,554	2,079
净利润	(2,083)	10,245	953	1,517	1,992
同比增速	NM	NM	-47.0%	59.3%	31.3%
目标 P/E (x)				20.7	15.8

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

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

2022年4月13日

评级

买入

目标价 (港元)	28.0
潜在升幅/降幅	20%
目前股价 (港元)	23.4
52周内股价区间 (港元)	19.5-61.2
总市值 (百万港元)	32,063
近3月日均成交额 (百万港元)	183

市场预期区间



股价表现



扫码关注浦银国际研究

财务报表分析与预测

利润表

人民币百万元	FY19	FY20	FY21	FY22E	FY23E
收入	4,371	5,594	6,371	7,943	9,548
网络游戏	2,749	3,337	3,107	3,802	4,373
办公软件及服务及其他	1,622	2,257	3,265	4,140	5,175
云服务	3,847	-	-	-	-
收入成本	(810)	(917)	(1,157)	(1,430)	(1,671)
毛利	3,561	4,677	5,214	6,513	7,877
研发费用	(1,539)	(1,656)	(2,328)	(2,738)	(3,151)
销售费用	(709)	(838)	(1,065)	(1,299)	(1,528)
行政费用	(377)	(454)	(570)	(675)	(812)
股权激励费用	(149)	(179)	(219)	(247)	(308)
其他收入	225	306	328	-	-
经营盈利	1,013	1,855	1,361	1,554	2,079
其他盈利	(1,629)	(116)	(491)	-	-
财务收入	201	330	273	342	411
持续经营业务除税前盈利	(415)	2,069	1,143	1,897	2,490
所得税开支	(153)	(271)	(190)	(379)	(498)
持续经营业务年度盈利	(568)	1,798	953	1,517	1,992
非持续经营业务年度盈利	(1,515)	8,447	-	-	-
年度盈利	(2,083)	10,245	953	1,517	1,992

现金流量表

人民币百万元	FY19	FY20	FY21	FY22E	FY23E
年度盈利	(415)	2,069	1,143	1,897	2,490
物业、厂房及设备以及投资物业折旧	684	404	164	175	246
应收贸易账款减少/(增加)	(937)	(660)	(67)	(207)	(211)
存货减少/(增加)	(5)	(5)	1	(5)	(5)
应付贸易账款增加/(减少)	551	631	133	104	107
其他调整项目	947	551	846	(645)	(812)
经营活动所得现金流量净额	825	2,991	2,220	1,319	1,815
购买物业、厂房及设备项目, 净额	(1,372)	(487)	(555)	(692)	(832)
购买其他无形资产	(4)	(5)	(6)	(8)	(9)
其他投资活动	(844)	(7,082)	(1,348)	-	-
投资活动耗用现金流量净额	(2,220)	(7,575)	(1,910)	(700)	(841)
支付股息	(15)	(399)	(1,005)	(40)	(61)
(偿还)/提取银行贷款	(583)	(531)	-	-	-
已付利息	(33)	(33)	-	-	-
其他融资活动	4,801	2,839	525	-	-
融资活动所得现金流量净额	4,170	1,876	(480)	(40)	(61)
现金及现金等价物增加净额	2,775	(2,708)	(169)	580	913
年初的现金及现金等价物项目	4,545	7,330	4,455	4,249	4,829
外币汇率变动影响, 净额	10	(167)	(37)	-	-
期末的现金及现金等价物	7,330	4,455	4,249	4,829	5,743

资产负债表

人民币百万元	FY19	FY20	FY21	FY22E	FY23E
物业、厂房及设备	2,913	1,185	1,259	1,776	2,362
无形资产	31	253	307	181	111
于合营/联营公司的投资	2,708	12,933	12,277	12,277	12,277
其他非流动资产	1,417	942	1,041	1,041	1,041
非流动资产合计	7,069	15,313	14,884	15,274	15,790
存货	16	19	19	23	28
应收贸易账款	2,059	772	839	1,046	1,258
现金及银行存款	13,792	14,049	16,190	16,770	17,684
其他流动资产	1,465	4,891	4,604	4,604	4,604
流动资产合计	17,333	19,732	21,652	22,443	23,573
资产总额	24,402	35,044	36,535	37,718	39,363
股本及股份溢价	3,001	2,768	2,496	2,496	2,496
其他权益	10,796	21,897	22,288	23,366	24,905
本公司权益持有人应占权益	13,797	24,665	24,784	25,862	27,401
非控制性权益	1,812	3,563	4,008	4,008	4,008
权益总额	15,609	28,228	28,792	29,870	31,409
长期借款	74	-	-	-	-
其他非流动负债	3,783	3,573	3,647	3,647	3,647
非流动负债合计	3,858	3,573	3,647	3,647	3,647
应付贸易账款	1,502	291	423	528	635
短期借款	623	-	-	-	-
其他流动负债	2,810	2,953	3,673	3,673	3,673
流动负债合计	4,934	3,244	4,096	4,201	4,307
负债总额	8,792	6,816	7,743	7,847	7,954

主要财务比率

	FY19	FY20	FY21	FY22E	FY23E
盈利增速					
营业收入增速	-26.0%	28.0%	13.9%	24.7%	20.2%
毛利润增速	30.1%	31.3%	11.5%	24.9%	20.9%
经营利润增速	NM	83.2%	-26.7%	14.2%	33.7%
净利润增速	NM	NM	-47.0%	59.3%	31.3%
盈利能力比率					
毛利率	81.5%	83.6%	81.8%	82.0%	82.5%
经营利润率	23.2%	33.2%	21.4%	19.6%	21.8%
持续经营净利率	-13.0%	32.1%	15.0%	19.1%	20.9%
净利率	-47.6%	183.1%	15.0%	19.1%	20.9%
每股指标 (元)					
基本EPS	-1.1	7.3	0.3	0.4	0.6
摊薄EPS	-1.1	7.3	0.3	0.4	0.6
每股指标增速					
基本EPS增速	NM	NM	-96.1%	53.5%	31.3%
摊薄EPS增速	NM	NM	-96.1%	53.5%	31.3%
估值 (倍)					
目标P/E				20.5	15.6
目标P/S				3.9	3.3
目标P/B				1.0	1.0

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg, 浦银国际预测

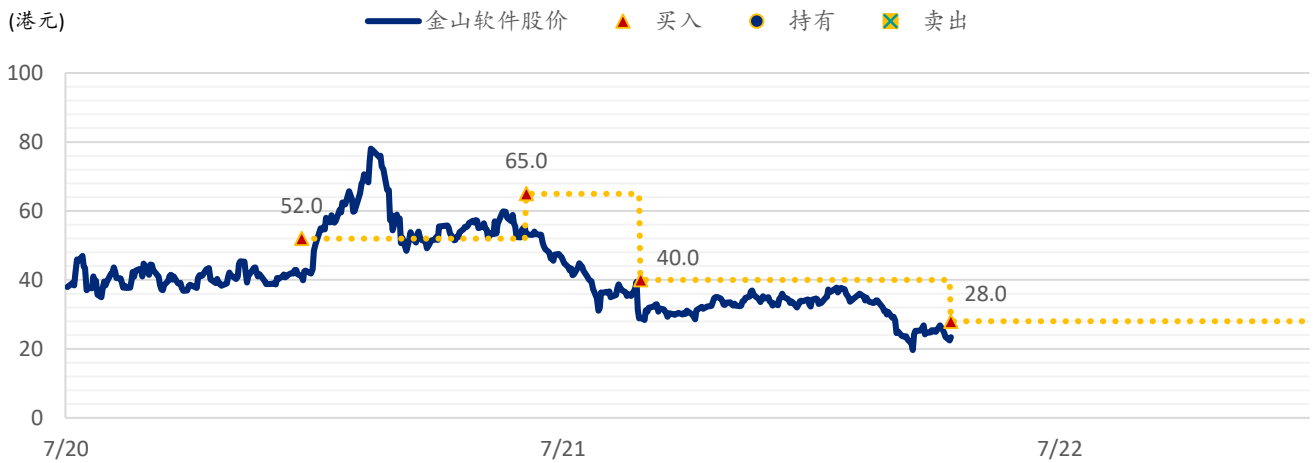
图表 2: 金山软件估值-分部加总法

业务 (人民币百万)	FY22E 分部业绩	估值方法 EV/EBIT (x)	持股比例	估值
娱乐软件	354	10	72%	2,534
办公软件及其他	1,201	20	53%	12,658
云服务			43%	3,459
净现金				12,570
市值(人民币 百万)				31,220
港币/人民币				0.82
市值(港元 百万)				38,073
股数(百万)				1,374
目标价(港元)				28

注: E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 3: SPDBI 目标价: 金山软件



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 4: SPDBI 互联网行业覆盖公司

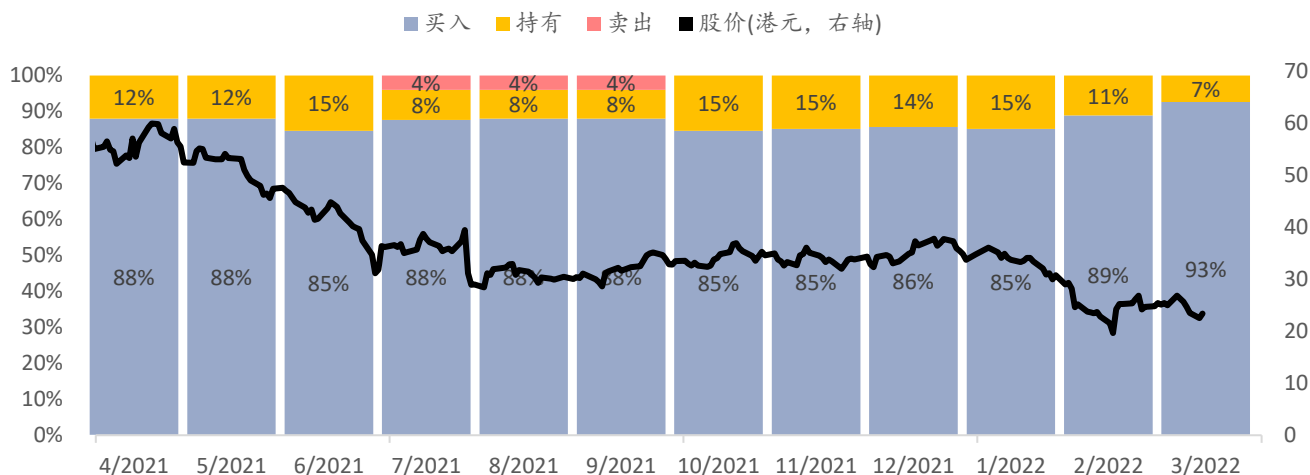
股票代码	公司	现价 (交易货币)	评级	目标价 (交易货币)	评级/目标价 发布日期	行业
700 HK Equity	腾讯	366.40	买入	650.00	19/8/2021	游戏、社交
9988 HK Equity	阿里巴巴	99.00	买入	146.00	28/2/2022	电商
BABA US Equity	阿里巴巴	101.55	买入	150.00	28/2/2022	电商
3690 HK Equity	美团	153.90	持有	202.00	23/2/2022	本地生活服务
1024 HK Equity	快手	60.65	买入	123.00	24/11/2021	短视频
9626 HK Equity	哔哩哔哩	210.80	买入	308.00	7/3/2022	中视频、游戏
BILI US Equity	哔哩哔哩	27.57	买入	39.00	7/3/2022	中视频、游戏
780 HK Equity	同程旅行	13.52	买入	20.00	25/8/2021	OTA
8083 HK Equity	有赞	0.17	持有	1.20	12/8/2021	SaaS
2013 HK Equity	微盟	4.93	买入	10.20	14/12/2021	SaaS
3888 HK Equity	金山软件	23.40	买入	28.00	13/4/2022	SaaS
600588 CH Equity	用友	21.39	买入	45.00	24/8/2021	SaaS
268 HK Equity	金蝶	15.62	买入	31.00	21/12/2020	SaaS
909 HK Equity	明源云	9.70	买入	28.00	14/12/2021	SaaS
SE US Equity	Sea	113.93	买入	180.00	2/3/2022	游戏、电商

注: 港股/A股截至4月12日收盘, 美股截至4月11日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

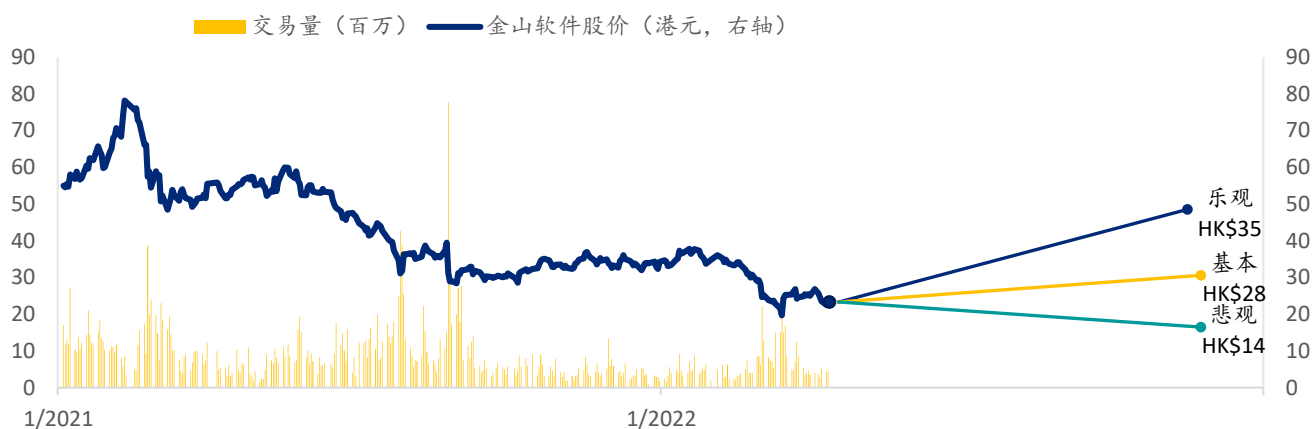
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 5: 金山软件市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 6: 金山软件 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 35 港元

概率: 20%

- 若新游戏表现好于预期, 带动 2022 年游戏收入同比增长 30% 以上, 将推动公司利润的进一步提升;
- WPS 付费订阅人数进一步渗透。

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 14 港元

概率: 20%

- 若新游戏不能按时发布, 2022 年游戏收入增速低于 15%, 也将影响公司整体利润水平;
- WPS 付费订阅人数增长不及预期。

资料来源: 浦银国际预测

图表 7: 损益表

人民币百万元	FY19	FY20	FY21	FY22E	FY23E
损益表					
收入	4,371	5,594	6,371	7,943	9,548
收入成本	(810)	(917)	(1,157)	(1,430)	(1,671)
毛利	3,561	4,677	5,214	6,513	7,877
研发费用	(1,539)	(1,656)	(2,328)	(2,738)	(3,151)
销售费用	(709)	(838)	(1,065)	(1,299)	(1,528)
行政费用	(377)	(454)	(570)	(675)	(812)
股权激励费用	(149)	(179)	(219)	(247)	(308)
其他收入	225	306	328	-	-
经营盈利	1,013	1,855	1,361	1,554	2,079
其他盈利	(1,629)	(116)	(491)	-	-
财务收入	201	330	273	342	411
持续经营业务除税前盈利	(415)	2,069	1,143	1,897	2,490
所得税开支	(153)	(271)	(190)	(379)	(498)
持续经营业务年度盈利	(568)	1,798	953	1,517	1,992
非持续经营业务年度盈利	(1,515)	8,447	-	-	-
年度盈利	(2,083)	10,245	953	1,517	1,992
少数股东权益	(536)	200	558	910	1,195
本公司权益持有人	(1,546)	10,045	395	607	797

E=浦银国际预测

资料来源: 公司年报, 浦银国际

图表 8：资产负债表和简明现金流量表

人民币百万元	FY19	FY20	FY21	FY22E	FY23E
资产负债表					
物业、厂房及设备	2,913	1,185	1,259	1,776	2,362
无形资产	31	253	307	181	111
于合营/联营公司的投资	2,708	12,933	12,277	12,277	12,277
其他非流动资产	1,417	942	1,041	1,041	1,041
非流动资产合计	7,069	15,313	14,884	15,274	15,790
存货	16	19	19	23	28
应收贸易账款	2,059	772	839	1,046	1,258
现金及银行存款	13,792	14,049	16,190	16,770	17,684
其他流动资产	1,465	4,891	4,604	4,604	4,604
流动资产合计	17,333	19,732	21,652	22,443	23,573
资产总额	24,402	35,044	36,535	37,718	39,363
权益					
股本及股份溢价	3,001	2,768	2,496	2,496	2,496
其他权益	10,796	21,897	22,288	23,366	24,905
本公司权益持有人应占权益	13,797	24,665	24,784	25,862	27,401
非控制性权益	1,812	3,563	4,008	4,008	4,008
权益总额	15,609	28,228	28,792	29,870	31,409
负债					
长期借款	74	-	-	-	-
其他非流动负债	3,783	3,573	3,647	3,647	3,647
非流动负债合计	3,858	3,573	3,647	3,647	3,647
应付贸易账款	1,502	291	423	528	635
短期借款	623	-	-	-	-
其他流动负债	2,810	2,953	3,673	3,673	3,673
流动负债合计	4,934	3,244	4,096	4,201	4,307
负债总额	8,792	6,816	7,743	7,847	7,954
简明现金流量表					
经营活动所得现金流量净额	825	2,991	2,220	1,319	1,815
投资活动耗用现金流量净额	(2,220)	(7,575)	(1,605)	(700)	(841)
融资活动所得现金流量净额	4,170	1,876	(480)	(40)	(61)
现金及现金等价物增加净额	2,775	(2,708)	135	580	913
期初的现金及现金等价物	4,545	7,330	4,455	4,249	4,829
现金及现金等价物的汇兑收益	10	(167)	(37)	-	-
期末的现金及现金等价物	7,330	4,455	4,553	4,829	5,743

E=浦银国际预测

资料来源：公司年报，浦银国际

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。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-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经授权的行为。

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。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他个人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

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逾 1%的财务权益。
- 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。

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

“持有”: 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):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 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。

浦银国际证券机构销售团队

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

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

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

