



金山软件(3888.HK): 收入稳健增长, 新游《剑网3无界》或于1H24上线

我们看好公司办公业务长期受益于信创和国产替代, 维持“买入”评级, 维持目标价 36 港元。

- 收入基本符合预期:** 公司 3Q23 收入为人民币 20.6 亿元, 同比增长 12%, 环比下降 6%; 其中办公软件及服务收入 11.0 亿元, 同比增长 9%, 环比下降 2%; 网络游戏及其他收入为 9.6 亿元, 同比增长 15%, 环比下降 10%; 经营利润 3.76 亿元, 同比增长 13%; 净利润为 0.28 亿元, 去年同期亏损 61 亿元(主要因为金山云计提减值 65 亿元)。
- 《剑网3》手游或 1H24 上线, 四季度游戏收入预计个位数增长:** 3Q23 游戏及其他收入同比增长 15%, 主要由于旗舰端游《剑网3》同比增长以及新游《尘白禁区》贡献, 但《剑网3》在二季度高基数下环比有所下降。《剑网3》在十月推出旗舰画质 beta 测试版和新资料片, 有望推动其四季度健康增长, 但考虑到《剑侠世界》流水下滑影响, 我们预计四季度游戏收入或录得个位数增长。新游方面, 手游《剑网3无界》已获得版号并计划在明年上半年上线, 值得期待, 机甲类手游《Code BREAK》也将于明年上线。
- 办公业务收入增速有所放缓, AI 或推动付费率提升:** 3Q23 办公软件及服务收入同比增长 9%, 增速放缓, 个人和机构订阅业务保持增长, 而机构授权业务因信创新增订单减少而有所下滑。金山办公主要产品月活设备数为 5.89 亿, 同比增长 2%, 环比增长 1%。金山办公围绕“AI”和“协作”为战略重点, 持续提升产品在 AI 领域的服务能力, 会员付费率或将得到进一步提升。
- 维持“买入”评级和目标价 36 港元:** 我们将公司 2023E/2024E 收入预测略微下调 3.9%/2.2%, 维持 SOTP 估值目标价 36 港元, 对应 2023E/2024E 39.3x/19.5x 市盈率。我们看好公司办公业务长期受益于信创和国产替代, 当前估值相较于金山办公有较大折价, 维持“买入”评级。
- 投资风险:** 办公业务增长不及预期; 新游戏表现弱于预期。

图表 1: 盈利预测变动

人民币百万元	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
营业收入	6,371	7,637	8,636	10,160	11,492
经营利润	1,361	1,869	1,989	2,579	3,029
调整后净利润	953	(5,341)	1,159	2,336	2,709
调整后目标 PE (x)			39.3	19.5	16.8

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, CFA

助理分析师
charles_yang@spdbi.com
(852) 2808 6409

2023 年 11 月 22 日

评级

目标价 (港元)	36
潜在升幅/降幅	+18%
目前股价 (港元)	30.5
52 周内股价区间 (港元)	21.85-42.35
总市值 (百万港元)	39,601
近 3 月日均成交额 (百万港元)	142

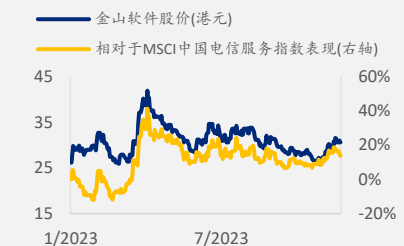
买入

市场预期区间



▲ SPDB 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间
资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



注: 截至 11 月 21 日收盘
资料来源: Bloomberg、浦银国际



扫码关注浦银国际研究

图表 2: SPDBI 目标价: 金山软件



注: 截至 11 月 21 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 3: 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/预测 发布日期	行业
9988 HK Equity	阿里巴巴	76.00	买入	97.00	17/11/2023	电商
BABA US Equity	阿里巴巴	78.94	买入	100.00	17/11/2023	电商
9618 HK Equity	京东	110.80	买入	162.00	16/11/2023	电商
JD US Equity	京东	28.08	买入	42.00	16/11/2023	电商
PDD US Equity	拼多多	117.34	买入	115.00	30/8/2023	电商
VIPS US Equity	唯品会	15.75	持有	16.00	15/11/2023	电商
9878 HK Equity	汇通达	28.85	买入	37.00	30/8/2023	电商
9991 HK Equity	宝尊	8.16	持有	21.00	9/9/2022	电商
BZUN US Equity	宝尊	3.26	持有	8.00	9/9/2022	电商
700 HK Equity	腾讯	324.80	买入	424.00	16/11/2023	游戏、社交
NTES US Equity	网易	116.48	买入	133.00	17/11/2023	游戏
9999 HK Equity	网易	179.60	买入	207.00	17/11/2023	游戏
9626 HK Equity	哔哩哔哩	112.70	买入	146.00	18/8/2023	游戏、中视频
BILI US Equity	哔哩哔哩	14.16	买入	19.00	18/8/2023	游戏、中视频
777 HK Equity	网龙	14.32	买入	20.00	11/9/2023	游戏
2400 HK Equity	心动	13.68	买入	20.00	11/9/2023	游戏
799 HK Equity	IGG	3.35	买入	4.00	11/9/2023	游戏
1119 HK Equity	创梦天地	2.66	买入	3.70	17/10/2023	游戏
HUYA US Equity	虎牙	3.90	持有	2.60	11/9/2023	游戏直播
DOYU US Equity	斗鱼	0.91	持有	1.00	11/9/2023	游戏直播
3690 HK Equity	美团	110.50	买入	180.00	25/8/2023	本地生活服务
1024 HK Equity	快手	58.50	买入	80.00	22/11/2023	短视频
780 HK Equity	同程旅行	15.14	买入	20.00	22/11/2023	OTA
8083 HK Equity	中国有赞	0.12	持有	1.20	12/8/2021	SaaS
2013 HK Equity	微盟	3.66	买入	4.80	17/8/2023	SaaS
3888 HK Equity	金山软件	30.50	买入	36.00	22/11/2023	SaaS
600588 CH Equity	用友网络	17.77	买入	21.00	21/8/2023	SaaS
268 HK Equity	金蝶	12.02	买入	15.00	21/8/2023	SaaS
909 HK Equity	明源云	3.28	买入	28.00	14/12/2021	SaaS
SE US Equity	Sea	38.26	持有	41.00	15/11/2023	电商、游戏

注：股价截至 11 月 21 日收盘

资料来源：Bloomberg、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。

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人士。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。

浦银国际证券财富管理团队

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

