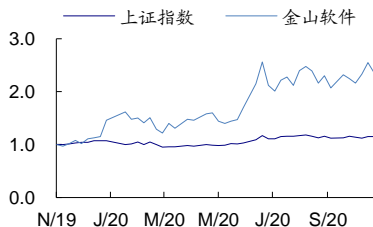


证券研究报告—动态报告
港股
互联网/软件
金山软件(03888)
买入

合理估值 48-52 港元 收盘 43.65 (维持评级)

2020年11月18日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	1,373
总市值/流通(百万港元)	59,900
恒生指数	23,384.16
12个月最高/最低(港元)	47.75/16.89

相关研究报告:

《互联网公司财报点评:拼多多(PDD.O):业绩全面超预期,第二成长曲线确立》——2020-11-16
 《腾讯控股-00700.HK-财报点评:符合预期,金融稳健,手游闪亮》——2020-11-13
 《华虹半导体-01347.HK-财报点评:Q3收入和毛利率均超预期》——2020-11-11
 《阿里巴巴-SW-09988.HK-财报点评:云计算增速亮眼,信息流生态未来可期》——2020-11-09
 《国信证券-拼多多(PDD):深度复盘:集涓成流,轰然成势》——2020-11-04

证券分析师:王学恒

电话: 010-88005382
 E-MAIL: wangxueh@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980514030002

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

海外公司财报点评
办公业务再超预期
● 2020年Q3表现总体颇佳,游戏受季节性影响略拖后腿

已披露的A股金山办公Q3保持强劲增长,同比59%(相比Q2 43%),超过市场预期。游戏业务同比增长19%(Q2 52%),低于市场预期。公司毛利同比增长41%(相比Q2 68%),符合市场预期。

● 办公业务继续保持高增长

2020年前三季度,金山办公实现营收15.0亿元(+44%),归母净利润5.9亿元(+191%),扣非归母净利润为3.9亿元(+146%)。单三季度来看,公司营收增长为5.8亿元,同比增长65%,环比增长7.9%;归母净利润为2.4亿元,同比增长314%,环比下滑3.6%。公司季度营收增速呈现加速态势,三季度收入增速超预期。

● 游戏略低预期,部分重量级游戏延迟到2021年

Q2游戏收入增速同比19%,环比下滑,主要源于季节性因素和手机游戏剑歌行的低于预期。此外公司在业绩说明会上提及,《剑网3指尖对弈》、《卧龙吟》、《最终幻想》将要推迟到明年Q1发行,其中《最终幻想》要视版号批复而定。我们将2020年的游戏收入预期从30%的增速下调至18%,但游戏业务在公司市值占比不高,办公业务和云业务的强劲可对冲此影响。

估计金山云Q3继续保持较快增长,目前的估值接近80亿美元,今年受到疫情影响,云计算的需求旺盛,阿里财报也释放出云计算保持高增长的结论。因此我们认为金山云当下的估值不高,仅为2022年的4倍PS,低过阿里约一半,未来依然有较大的上涨空间。

● 投资建议

我们以分部估值计算公司价值。由于接近年底,我们分别给予游戏业务21年10倍PE,办公业务21年30倍PE(对应22年22倍PE),云业务6倍PS(对应22年4倍PS),加上公司的现金价值,得到公司合理估值区间为48-52元,维持买入评级。

● 风险提示

疫情冲击导致宏观经济低于预期,游戏可能造成的拖延。

盈利预测及市场重要数据	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,218	5,612	7,208	9,053
(+/-%)	39.1%	-31.7%	28.4%	25.6%
净利润(百万元)	-1546	10208	1767	2654
(+/-%)	--	-760.1%	-82.7%	50.2%
每股收益(元)	-1.13	7.44	1.29	1.93
EBIT Margin	-5.1%	32.6%	33.4%	34.5%
净资产收益率(ROE)	-11.2%	42.5%	6.9%	9.3%
市盈率(PE)	-38.7	5.9	33.9	22.6
EV/EBITDA	216.7	23.6	18.7	14.3
市净率(PB)	4.34	2.50	2.32	2.11

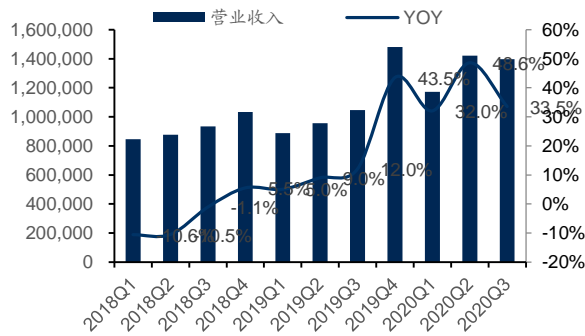
资料来源:wind,国信证券经济研究所整理预测

办公业务增长强劲，游戏 Q4 发行推迟

2020 年 Q3 办公业务增长强劲，游戏业务环比略有下滑

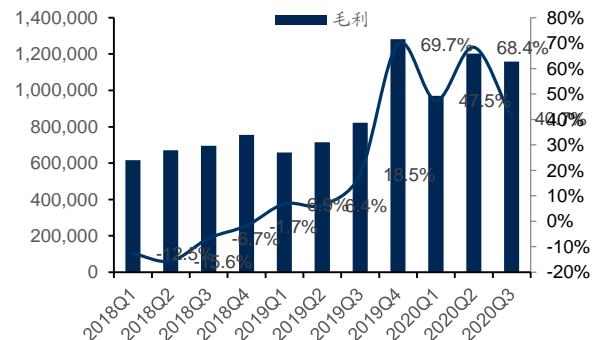
已披露的 A 股金山办公 Q3 保持强劲增长，同比 59%（相比 Q2 43%），超过市场预期。游戏业务同比增长 19%（Q2 52%），低于市场预期。公司毛利同比增长 41%（相比 Q2 68%），符合市场预期。

图 1：收入与增速，千元



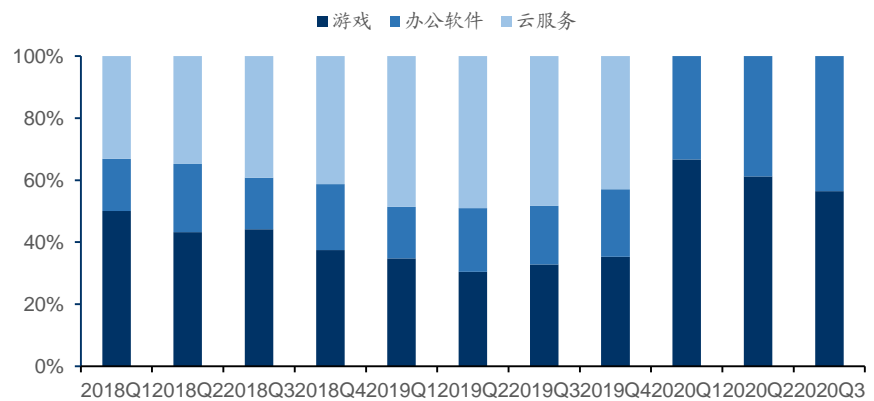
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图 2：毛利与增速，千元



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图 3：收入结构



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

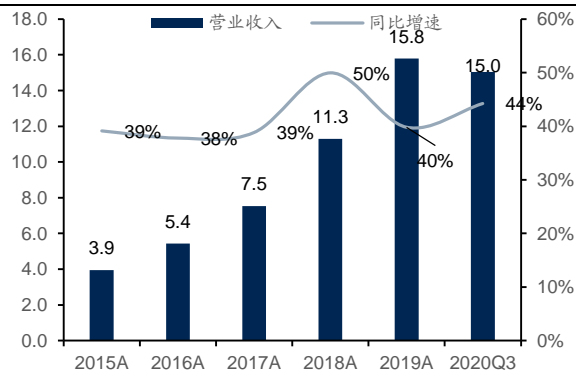
办公用户高增长，核心订阅业务增长突出

2020 年前三季度，金山办公实现营收 15.0 亿元（+44%），归母净利润 5.9 亿元（+191%），扣非归母净利润为 3.94 亿元（+146%）。单三季度来看，公司营收增长为 5.8 亿元，同比增长 65%，环比增长 7.9%；归母净利润为 2.4 亿元，同比增长 314%，环比下滑 3.6%。公司季度营收增速呈现加速态势，三季度收入增速超预期。

分业务来看，授权业务方面，公司作为办公软件龙头厂商，三季度政府业务的集中提前释放，为公司带来了强劲增长。预计该业务是当前高增长主要推动力，近两年有望持续受益信创市场。订阅业务方面，公司不断尝试新的市场开拓策略，依然保持高增长态势，截止 Q3 公司 MAU 同比增长 19.63%，同时公司发

布了金山文档-教育版，再次深挖细分市场。广告业务方面，公司为平衡产品用户体验，主要维持业务的平稳运行。

图 4: 金山办公营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



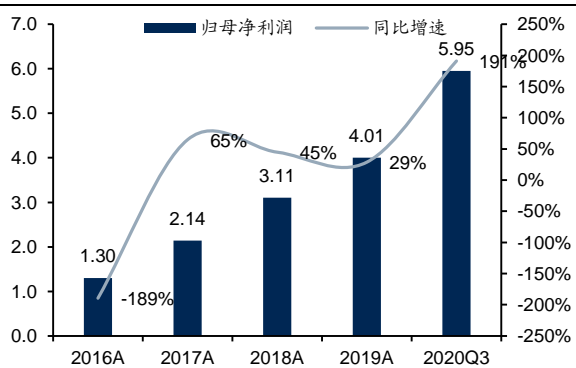
资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图 5: 金山办公单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



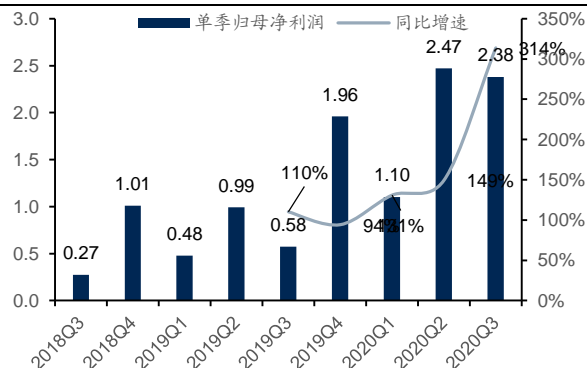
资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图 6: 金山办公归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图 7: 金山办公单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

毛利率保持稳定，净利率持续提升。费用端来看，销售费用同比增长 38.19%，管理费用同比增长 28.13%，研发费用同比增长 19.6%，均低于整体营收增速。一方面是因为公司规模效应显著，营收快速增长；另一方面也是因为疫情影响下，公司研发和销售投入趋缓。随着下半年恢复正常，公司将加速恢复研发和人才的投入及市场推广营销，费用可能出现略微回升。

游戏 Q3 不如 Q2，但预期毛利率将比去年保持很大改观

2020Q3，游戏收入同比增长 19%（相比 Q2 同比 52%），主要由旗舰端游《剑网 3》的持续增长。10 月，推出了年度资料片《奉天正道》，预计公司今年 PC 游戏的收入将超越历史峰值（2017 年）。

八月《剑侠情缘 2：剑歌行》全平台上线，上线首日即登顶 iOS 免费榜，但随着后续运营的观察，低于公司此前的预期。公司在业绩说明会上提及，《剑网 3 指尖对弈》、《卧龙吟》、《最终幻想》将要推迟到明年 Q1 发行，其中《最终幻想》要视版号批复而定。

因此，总体上公司今年游戏较去年有了长足的进步，但部分重量游戏没有达到此前的乐观预期。我们认为由于游戏自研，今年公司游戏的利润端还是有非常明显的提升。此外，我们将 2020 年的游戏收入从 30% 的同比增速调低至 18%。

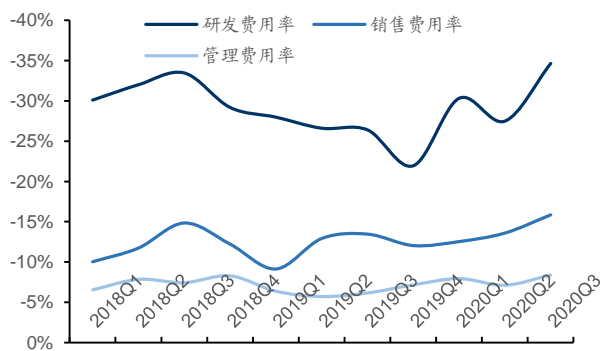
金山云 Q3 表现颇佳

金山云在美国上市，我们估计 Q3 继续保持较快增长，目前的估值接近 80 亿美元，今年受到疫情影响，云计算的需求旺盛，阿里财报也释放出云计算保持高增长的结论。因此我们认为金山云当下的估值不高，仅为 2022 年的 4 倍 PS，低过阿里约一半，未来依然有较大的上涨空间。

毛利率小有下降，费用率略提升

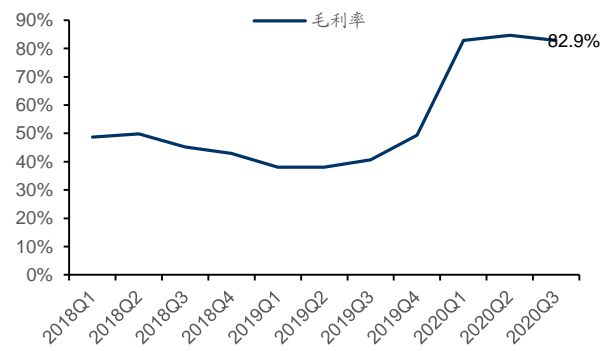
公司的毛利率略降至 82.9%。研发费用率略有提升，一方面公司 2019-2020 年研发人员规模增加较大，另一方面和 Q3 游戏收入端增速放缓有关。

图 8: 三费率



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图 9: 毛利率



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

投资建议与风险提示

投资建议

我们以分部估值计算公司价值。由于接近年底，我们分别给予游戏业务 21 年 10 倍 PE，办公业务 21 年 30 倍 PE (对应 22 年 22 倍 PE)，云业务 6 倍 PS (对应 22 年 4 倍 PS)，加上公司的现金价值 (考虑到公司现金主要用于存款和潜在的并购，给予一定的折扣)，得到公司合理估值区间为 48-52 元，维持买入评级。

表 1: 分部估值

百万元人民币	游戏	金山办公	云业务	现金	加总
收入	3,892.2	3,316.1	8,925.4		
净利润	1,167.7	1,094.3	NA		
估值方法	P/E	P/E	P/S		
倍数 (20 年)	10.0	30.0	6.0		
估值	11,676.6	32,829.2	53,552.7	15,327	
持有比例	67.7%	52.7%	46.3%	70%折扣	
归属股东估值	7,905.1	17,304.3	24,794.9	10,729	60,733.2
摊薄股数 (亿)					1,374.0
目标价 (人民币)	5.8	12.6	18.0	7.8	44.2
人民币兑港币汇率					1.18
目标价 (港元)	6.8	14.8	21.3	9.2	52.1

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

表 2: 可比公司估值

代码	公司	股价	市值 (亿元)	19 年收入 (亿元)	19 年利润 (亿元)	20 年 预期 PS	20 年 预期 PE	20 年 收入预期	20 年 利润预期
3888.HK	金山软件	43.65	508.2	82.2	-15.46	8.9	9.0	57.0	56.6
0268.HK	金蝶国际	25.90	761.4	33.3	3.73	21.8	45,457.6	35.0	0.0
2013.HK	微盟集团	11.30	216.1	14.4	3.12	9.6	-104.3	22.6	-2.1
0909.HK	明源云	37.55	613.8	12.6	2.16	34.9	190.6	17.6	3.2
600588.SH	用友网络	48.02	1,570.3	84.0	11.83	17.0	164.3	92.1	9.6
002410.SZ	广联达	70.00	829.1	34.2	2.35	19.8	189.2	41.9	4.4
688158.SH	优克得	56.20	237.5	15.1	0.21	10.8	-374.7	22.1	-0.6
中位值						17.0	164.3	35.0	3.2
平均值						17.5	6,504.5	41.2	10.2

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

风险提示

疫情冲击导致宏观经济低于预期, 游戏可能造成的拖延。

表 3: 盈利预测

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	7330	10708	14962	15954	营业收入	8218	5612	7208	9053
应收款项	3371	2153	2567	3100	营业成本	4741	1113	1316	1653
存货净额	16	2	1	1	销售费用	(984)	(662)	(901)	(1132)
流动资产合计	17333	19477	24543	26489	管理费用	(2805)	(1957)	(2535)	(3099)
固定资产	2913	3481	3916	4006	财务费用	89	308	394	386
无形资产及其他	146	142	140	139	投资收益	0	8400	(700)	(500)
投资性房地产	448	448	448	448	资产减值及公允价值变动	0	(200)	(100)	(200)
长期股权投资	3561	3561	3561	3561	其他收入	(9197)	(4530)	(6055)	(7323)
资产总计	24402	27109	32607	34644	营业利润	(2020)	10481	2079	3222
短期借款及交易性金融负债	623	1000	1100	1210	营业外净收支	99	0	0	(100)
应付款项	1705	73	49	48	利润总额	(1921)	10481	2079	3122
其他流动负债	2606	(6789)	(3184)	(3965)	所得税费用	161	272	312	468
流动负债合计	4934	(5716)	(2035)	(2708)	少数股东损益	(536)	0	0	0
长期借款及应付债券	3657	6757	6757	6757	归属于母公司净利润	(1546)	10208	1767	2654
其他长期负债	200	250	300	355					
长期负债合计	3858	7008	7058	7113	现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
负债合计	8792	1292	5023	4405	净利润	(1546)	10208	1767	2654
少数股东权益	1812	1812	1812	1812	资产减值准备	0	0	0	0
股东权益	13797	24005	25772	28426	折旧摊销	736	757	1065	1387
负债和股东权益总计	24402	27109	32607	34644	公允价值变动损失	0	200	100	200
					财务费用	89	308	394	386
关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E	营运资本变动	250	(9744)	3217	(1261)
每股收益	-1.13	7.44	1.29	1.93	其它	(536)	0	0	0
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	(1097)	1421	6148	2981
每股净资产	10.05	17.49	18.77	20.71	资本开支	(1560)	(1520)	(1597)	(1678)
ROIC	57%	37%	38%	47%	其它投资现金流	(1247)	0	(397)	(421)
ROE	-11%	43%	7%	9%	投资活动现金流	(969)	(1520)	(1994)	(2099)
毛利率	42%	80%	82%	82%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	-5%	33%	33%	34%	负债净变化	684	3100	0	0
EBITDA Margin	4%	46%	48%	50%	支付股利、利息	0	0	0	0
收入增长	39%	-32%	28%	26%	其它融资现金流	3482	377	100	110
净利润增长率	--	-760%	-83%	50%	融资活动现金流	4850	3477	100	110
资产负债率	43%	11%	21%	18%	现金净变动	2785	3378	4255	992
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	4545	7330	10708	14962
P/E	-38.7	5.9	33.9	22.6	货币资金的期末余额	7330	10708	14962	15954
P/B	4.3	2.5	2.3	2.1	企业自由现金流	(1028)	(8723)	4731	1102
EV/EBITDA	217	24	19	14	权益自由现金流	3041	(5547)	4497	883

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：

1. 本报告所述所有观点准确反映了本人对上述美股、港股市场及其证券的个人见解。
2. 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观的出具本报告，并保证报告所采用的数据均来自公开、合规渠道。
3. 本人不曾因、不因、也将不会因本报告中的内容或观点而直接或间接地收到任何形式的补偿。

风险提示

国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告版权归我公司所有，仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告仅适用于在中华人民共和国境内（不包括港澳台地区）的中华人民共和国内地居民或机构。在此范围之外的接收人（如有），无论是否曾经或现在为我公司客户，均不得以任何形式接受或者使用本报告。否则，接收人应自行承担由此产生的相关义务或者责任；如果因此给我公司造成任何损害的，接收人应当予以赔偿。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，我公司力求但不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，可随时更新但不保证及时公开发布。本公司其他分析人员或专业人士可能因为不同的假设和标准，采用不同的分析方法口头或书面的发表与本报告意见或建议不一致的观点。

我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本

报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险。我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032