

公司成功扭亏为盈，疫情加速在线办公发展 买入（维持）

2020年05月28日

证券分析师 张良卫

执业证号：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

研究助理 郭天瑜

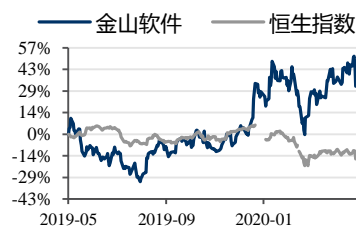
guoty@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	8218	5397	6424	7612
同比（%）	39.1%	-34.3%	19.0%	18.5%
归母净利润（百万元）	(1546)	241	430	658
同比（%）	-497%	116%	79%	53%
每股收益（元/股）	(1.13)	0.18	0.31	0.48
P/E（倍）	-20	131	73	48

投资要点

- **事件：**金山软件 1Q20 实现营业收入 11.71 亿元，同比增长 32%；运营利润 3.85 亿，同比增长 124%；归母净利润 626 万元，去年同期亏损 6776 万元，亏损收窄主要由于亏损较大的金山云出表，同时疫情期间游戏业务发展较快。
- **金山云出表，高毛利游戏和办公业务将提升公司盈利能力。**2020Q1 公司整体运营情况改善，毛利率大幅提升至 83%，毛利提升主要由于公司自研游戏贡献收入占比提升叠加金山云出表影响；收入结构方面，游戏和办公业务分别占比 67%和 33%。
- **疫情推动游戏业务增长，2020 年运营情况将改善。**游戏收入 7.81 亿，同比增长 30%，环比下降 15%，Q1 游戏月均付费用户达 262 万，同比增长 14%，环比增长 3%，增长主要来自公司旗舰端游《剑网三》，由于端游本身盈利能力较强，成为 Q1 公司扭亏为盈和核心驱动。预计随着疫情结束，游戏收入环比将略有下降，但随着后续新游发布，同时《剑网三》手游新宣传片也已经在 19Q4 发布，上线后 30 天平均 DAU 增长 24%，说明西山居剑侠 IP 影响力经久不衰；同时，19 年底，公司新游《双生视界》也在日本（9 月）和中国（11 月）上线，运营良好。预计 2020 年整体游戏表现和运营情况将好于 2019 年。
- **金山办公发展良好，疫情驱动在线办公行业快速发展。**1Q20 金山办公收入 3.91 亿元，同比增长 36%，环比下降 31%，增长主要由于 Q1 受疫情影响，加速在线办公用户渗透，用户规模扩大致使订阅收入快速增长，2020Q1 月活用户达 4.47 亿，同比增长 36%，环比增长 9%，收入环比下降主要由于 Q1 为授权业务销售淡季，同时广告收入略有下滑，但不会影响 2020 全年办公业务运营情况。并且，受疫情影响，整体在线办公使用率快速提升，金山办公作为国内办公软件龙头企业，将率先受益，快速提升影响力。
- **盈利预测与投资评级：**考虑公司金山办公发展迅速，付费用户快速增长；金山软件运营效率提升；游戏业务逐步回暖，有望推动公司保持快速发展。预计 2020—2022 年公司营业收入为 53.97/64.24/76.12 亿元，同比增长 -34%/19%/19%；实现归母净利润 2.41/4.3/6.58 亿元，对应 EPS 为 0.18/0.31/0.48 元，维持“买入”评级。（汇率：1 元=1.0821 港元）
- **风险提示：**新游戏上线不及预期；行业竞争激烈；政策监管风险。金山办公发展不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	24.90
一年最低/最高价	13.16/30.50
市净率(倍)	2.22
港股流通市值(百万港元)	34180.98

基础数据

每股净资产(元)	10.38
资产负债率(%)	38.44
总股本(百万股)	1372.73
流通股本(百万股)	1372.73

相关研究

- 1、《金山软件 (03888)：云业务稳定发展，在线办公加速提升》2020-03-25
- 2、《金山软件 (03888)：金山办公稳健增长，云业务带动毛利提升》2019-11-15
- 3、《金山软件 (03888)：云服务撑起半壁江山，WPS 厚积薄发》2019-05-15

金山软件三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产:	17,333	17,801	20,338	22,944	营业总收入	8218	5397	6424	7612
现金	7,330	9,707	11,895	14,135	营业成本	4741	1442	1672	1921
应收款项	3,424	1,185	1,185	1,185	毛利	3808	3956	4752	5692
存货	16	20	24	28	研究及开发成本	2085	1349	1606	1903
其他	6,562	6,890	7,235	7,597	销售及分销开支	984	648	771	913
非流动资产:	7,069	8,065	9,226	10,581	行政开支	529	324	385	457
物业, 厂房, 设备	2,913	3,496	4,195	5,034	股份酬金成本	245	162	193	228
商誉及无形资产投资	435	448	461	475	其他收入及开支	172	94	112	82
合营及联营公司投资	2,708	3,060	3,458	3,907	营运利润/亏损	138	1567	1909	2272
可供出售投资	-	-	-	-	其他亏损净额	(1240)	(744)	(595)	(476)
土地使用权	63	63	64	64	财务收入	299	178	178	178
其他	951	998	1,048	1,100	财务成本	(388)	(168)	(182)	(204)
资产总计	24,402	25,866	29,564	33,526	分占溢利及亏损	(398)	(279)	(320)	(256)
流动负债:	4,934	5,335	5,815	6,386	除税前盈利	(1590)	554	990	1513
应付账款	1,502	1,802	2,162	2,595	所得税	(161)	(139)	(247)	(378)
其他应付款	1,690	1,741	1,793	1,847	归属母公司净利润	(1546)	241	430	658
短期借款	623	561	505	454	少数股东损益	(536)	175	312	477
其他	1,119	1,231	1,354	1,490	EBIT	138	1567	1909	2272
非流动负债:	3,858	3,661	3,475	3,298	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
长期借贷	74	67	60	54	每股收益(元)	(1.13)	0.18	0.31	0.48
其他	3,783	3,594	3,415	3,244	每股净资产(元)	10.05	7.13	8.57	10.07
负债总计	8,792	8,996	9,290	9,684	发行在外股份(百万股)	1373	1373	1373	1373
少数股东权益	1,812	7,085	8,515	10,013	ROIC (%)	-10.67%	2.32%	3.49%	4.59%
归属母公司股东权益	13797	9785	11759	13828	ROE (%)	-11.2%	2.5%	3.7%	4.8%
负债和所有者权益合计	24,402	25,866	29,564	33,526	毛利率 (%)	46.3%	73.3%	74.0%	74.8%
现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	EBIT Margin (%)	1.68%	29.03%	29.72%	29.85%
经营活动现金流	825	1066	1496	2155	销售净利率 (%)	-25.3%	7.7%	11.6%	14.9%
投资活动现金流	(2220)	(2442)	(2686)	(2955)	资产负债率 (%)	36.0%	34.8%	31.4%	28.9%
融资活动现金流	4170	3753	3377	3040	收入增长率 (%)	39.1%	-34.3%	19.0%	18.5%
现金及现金等价物净增加额	2775	2377	2188	2240	归母净利润增长率 (%)	-497%	116%	79%	53%
汇率变动	10	0	0	0	P/E	-20	131	73	48
年初现金及现金等价额	4545	7330	9707	11895	P/B	2.29	3.23	2.69	2.28
年末现金及现金等价额	7330	9707	11895	14135					

数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所 (汇率: 1元=1.0821港元)

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>