

“生生不息”的金山软件，2025 年游戏+办公+云业务前景向好

——金山软件（3888.HK）动态跟踪报告

要点

游戏业务：坚持精品战略，做深做透经典剑侠情缘系列，《剑网3》历经15年持续展现韧性，全平台打通带动老玩家回归；不断布局拓展新品类，2025年多款游戏有望上线。2024年6月《剑网3无界》移动端上线，与公司端游《剑网3》旗舰版实现全平台数据互通。西山居官方披露数据显示，《剑网3无界》公测首月月活用户数达1146万，其中691万为回归玩家，这体现了该系列游戏通过创新和拓展依旧保持着对老玩家的吸引力以及开拓新玩家市场的能力。盈利能力方面，在8月8日-8月12日的15周年庆活动期间，《剑网3》全平台流水5天时装销售额估算超2亿元，这显示了这款经典剑侠IP游戏经过15年仍具备强大的吸金能力和玩家的高付费意愿。在手游戏方面，目前公司在手储备游戏有5款，其中2款自研游戏《解限机》《剑侠情缘·零》以及2款代理游戏《封神再临》《此间山海》均已获版号，另一款自研游戏《剑侠世界4》仍在申请版号，2025年多款新游蓄势待发。

办公业务：ToB/ToC双订阅制转型已有效果，WPS AI 2.0发布开启AI商业化，2025年信创节奏有望改善，长期海外C端仍大有可为。2024年7月金山办公推出的WPS AI 2.0新增AI写作助手、AI阅读助手、AI数据助手、AI设计助手，为用户提供更加便捷高效的创作体验，有力促进用户粘性和付费转化提升，带动C端订阅业务稳健增长；WPS 365打通文档、AI、协作三大能力，全面覆盖一个组织的办公需求，进一步带动B端订阅SaaS转型。2025年预计伴随信创节奏回暖，B端授权业务营收有望恢复正增长；长期来看，WPS海外渗透率仍有提升空间，与小米新加坡协议合作有望提升品牌知名度，助力出海战略持续推进。

联营公司1：金山云盈利能力持续改善，未来3年来自小米&金山软件生态的收入有望加速增长。AI业务加速增长带动金山云3Q24收入重回双位数增长区间，同时伴随公司收入结构改善（AI等高毛利率业务营收占比提升+低毛利率的CDN业务战略收缩）、优化行业云项目选择及有效的成本控制，公司盈利能力延续改善趋势，毛利率已从2Q22的3.4%提升至3Q24的16.1%。2024年11月19日公司发布关联交易公告，根据公告，金山云在2025-2027三年来自金山软件+小米集团的收入上限分别为27.8/37.4/48.1亿元，加总金额达113亿元（vs 2023年来自小米+金山软件营收11亿元），生态战略合作带来的业绩弹性可期，对金山软件利润端拖累有望收窄。

联营公司2：猎豹移动短期尚处亏损状态，但AI转型正在持续推进。猎豹移动目前处于从移动互联网向AI驱动的产业互联网进行战略升级阶段，机器人&大模型业务发展前景良好，AI业务营收占比有望持续提升。

投资建议：通过对于公司业务历史梳理和近况分析，我们认为金山软件目前各项业务均处于向好态势，我们上调2024-2026年金山软件归母净利润预测至15.2/20.7/24.8亿元（上调幅度45%/22%/8%），对应同比增速达+214%/+36%/+20%，维持公司“买入”评级。

风险提示：新游戏上线不及预期风险、技术发展不及预期、AI进展不及预期等

公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万人民币）	7,637	8,534	10,228	11,977	13,718
同比变化（%）	19.9	11.7	19.9	17.1	14.5
归母净利润（百万人民币）	-6,049	483	1,520	2,067	2,480
同比变化（%）	—	—	214.4	36.0	20.0
每股收益（元）	-4.43	0.36	1.14	1.55	1.86
市盈率	—	91	29	21	17

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2025-01-21，汇率1港币=0.9213人民币

买入（维持）

当前价：35.25 港元

作者

分析师：付天姿

执业证书编号：S0930517040002

021-52523692

futz@ebsecn.com

分析师：黄铮

执业证书编号：S0930524070009

021-52523825

huangzheng1@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	13.36
总市值(亿港元):	470.97
一年最低/最高(港元):	18.52-35.95
近3月换手率(%)	62.5

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	1.7	36.2	55.0
绝对	3.7	34.3	89.3

资料来源：Wind

相关研报

1Q24《尘白禁区》流水表现超预期，WPS AI商业化开启——金山软件（3888.HK）1Q24业绩点评（2024-05-27）

公司长期坚持稳定分红，游戏业务稳健发展、办公AI商业化有望逐步推进——金山软件4Q23及2023年度业绩点评（2024-03-22）

期待2024年移动端《剑网3无界》上线，办公AI商业化落地可期——金山软件3Q23业绩点评（2023-11-23）

经典剑侠端游表现亮眼，办公订阅业务增长延续——金山软件2Q23业绩点评（2023-08-24）

目 录

1、金山软件：国内最早的软件互联网公司之一，目前聚焦游戏+办公业务	5
1.1 游戏+办公为并表业务，营收占比五五开.....	5
1.2 雷军为公司实控人，业务之间协同发展.....	6
2、游戏业务：《剑网3》历经15年持续展现韧性，2025年多款游戏有望上线	8
2.1 游戏业务双子星：西山居&金山世游.....	8
2.2 经营：端游剑侠IP历久弥新，手游实现守正创新.....	9
2.2.1 《剑网3》实现全平台数据互通，3Q24营收表现亮眼.....	9
2.2.2 不断拓展品类，《尘白禁区》带动1H24营收超预期.....	13
2.3 展望：2025在手五款游戏储备，长期出海战略持续推进.....	15
3、办公业务：WPS为国产办公软件龙头，AI有望打开发展新空间	17
3.1 商业模式：双订阅制转型已有效果，WPS AI 2.0发布开启AI商业化.....	17
3.2 经营：产品MAU保持提升趋势，AI技术融入提升用户付费转化.....	18
3.3 展望：海外C端仍有较大空间，B端信创有望边际改善.....	20
4、联营公司：金山云减亏有望超预期，猎豹移动向AI转型	22
4.1 猎豹移动：2014年美股上市，当前AI+云+广告+应用四大全新业务矩阵.....	22
4.1.1 目前向AI转型，打造四大业务矩阵.....	22
4.1.2 AI仍需大规模投入，预计公司短期仍将处于亏损状态.....	24
4.2 金山云：受益于雷系定位，2025年有望经营利润转正.....	25
4.2.1 Capex积极投入，有望持续受益于生态AI发展机会.....	26
4.2.2 战略转型带动毛利率持续改善，2025年OP Margin有望转正.....	27
5、盈利预测	28
6、风险提示	29

图目录

图 1: 金山软件自 1988 年成立已经历三十余年.....	5
图 2: 3Q24 金山软件营收加速增长	5
图 3: 1Q20-3Q24 游戏及办公业务营收情况	5
图 4: 2023 年游戏/办公业务收入占比分别为 47%/ 53%	6
图 5: 1-3Q24 游戏/办公业务收入占比分别为 52%/ 48%	6
图 6: 金山软件的股权结构.....	6
图 7: 金山办公 WPS 云文档.....	7
图 8: 西山居多款自研游戏示意.....	8
图 9: 2008-3Q24 金山软件游戏业务收入与发展历程.....	9
图 10: 《剑网 3 无界》公测首周老玩家回归率达 74.8%	10
图 11: 《剑网 3 无界》公测首周多个服务器持续爆满.....	10
图 12: 《剑网 3 无界》公测首月月活用户达到 1146 万	10
图 13: 76.7% 用户同时使用 PC 端和移动端/极速端	10
图 14: 2024 年 6 月 13 日《剑网 3 无界》全平台上线.....	11
图 15: 《剑网 3 无界》上线 2 周, 同时在线人数达去年同期的 240%	11
图 16: 《剑网 3 无界》上线以来在 iOS 角色扮演免费榜的排名居于中上	11
图 17: 周边动画《剑网 3·侠肝义胆沈剑心》反馈积极.....	13
图 18: 2024 年西山居编曲的《万象长安》登上央视元宵晚会	13
图 19: 《剑网 3》×《秦时明月》联动活动已上线	13
图 20: 2025 年公司将继续开展与《仙剑奇侠传》系列联动.....	13
图 21: 《尘白禁区》定位为公司二次元枪战游戏	14
图 22: 《双生视界》定位为少女恋爱射击手游.....	14
图 23: 2023 年 7 月 20 日(公测)至 2025 年 1 月 15 日《尘白禁区》iPhone 端收入估算.....	14
图 24: 2023 年 7 月 20 日(公测)至 2025 年 1 月 15 日《尘白禁区》iPad 端收入估算.....	15
图 25: 2024 年 4 月-10 月《尘白禁区》iOS(iPhone)畅销游戏榜单稳定在前 200 名左右.....	15
图 26: 《解限机》将于 2025 年春季登陆 PC 及主机平台	16
图 27: 《封神再临》官网预约人数已超 296 万人次	16
图 28: 《此间山海》TapTap 期待值 9.1 分	16
图 29: 金山办公营收及结构变化.....	17
图 30: WPS 365 包含 WPS Office、WPS AI 企业版和 WPS 协作	18
图 31: 金山办公 WPS AI 已迭代升级至 2.0	18
图 32: 近年来 WPS 主要产品总月度活跃用户数保持增长趋势	19
图 33: 2024 年开始产品 MAU 增速有所提升	19
图 34: WPS Office PC 端产品 MAU 及增速.....	19
图 35: WPS Office 移动端产品 MAU 及增速.....	19
图 36: 金山办公国内累计付费个人用户数持续提升.....	20
图 37: 1H24 半年内新增付费用户数达 266 万人	20
图 38: 目前会员体系主要分为超级会员、AI 会员和大会员.....	20
图 39: 1H24 金山办公海外收入占比 4.3%	21

图 40: WPS 鸿蒙原生应用于 2024 年 10 月 22 日正式发布	22
图 41: 猎豹移动发展历程.....	22
图 42: 猎豹移动打造四大板块的全新业务矩阵.....	23
图 43: 覆盖多家全球头部媒体广告资源.....	24
图 44: 聚焦品牌、电商、游戏、APP 出海等领域的广告代理服务	24
图 45: 金山云主营 IaaS 云服务	25
图 46: 公司在 2H23 开始加大 Capex 投入力度.....	27
图 47: 缩减亏损 CDN+AI 等高毛利业务占比提升, 带动公司盈利能力逐季持续提升.....	27
图 48: 金山云 AI 相关收入逐季提升	28

表目录

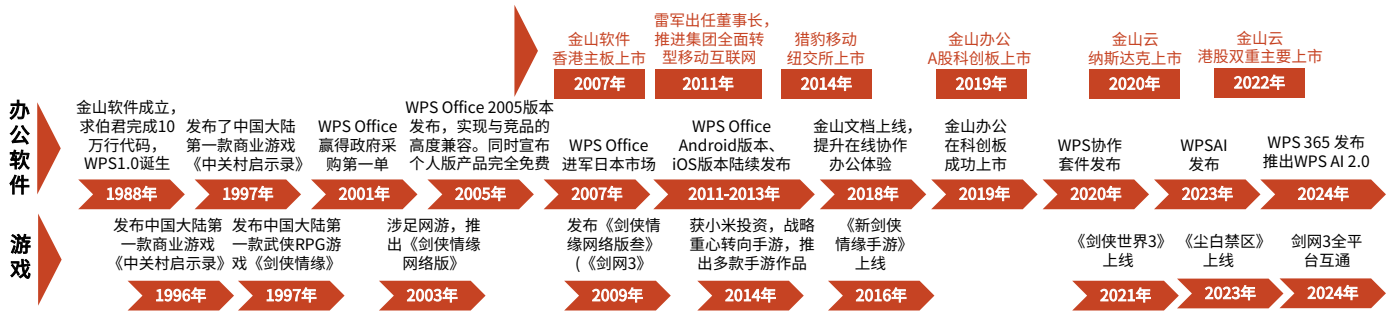
表 1: 《剑网 3》系列资料片梳理.....	11
表 2: 2014-2023 年猎豹移动营收拆分及口径变化.....	24
表 3: 金山云公有云服务和行业云服务对比	26

1、金山软件：国内最早软件互联网公司之一，目前聚焦游戏+办公业务

1.1 游戏+办公为并表业务，营收占比五五开

金山软件 (3888.HK) 是国内最早一批软件互联网服务公司，自 1988 年成立以来已经历三十余年。公司以办公软件起步，早在 1988 年研发出 WPS 1.0，后逐步将业务进行拓展至游戏、办公软件和服务和云服务等，跨越了 PC、互联网和移动互联网三个时代。

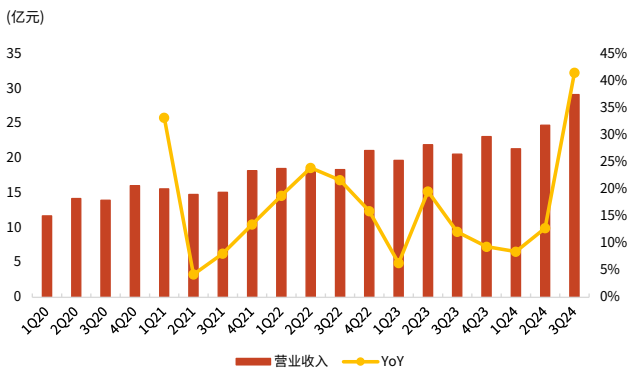
图 1：金山软件自 1988 年成立已经历三十余年



资料来源：金山办公官网、金山软件官网、环球网、界面新闻、36Kr，光大证券研究所整理

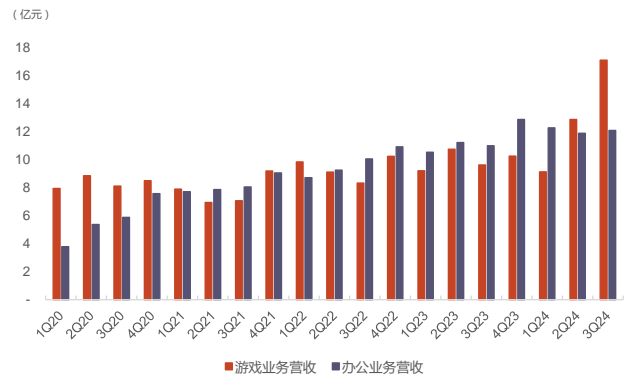
目前公司的并表业务主要为游戏和办公两大主营业务，其中游戏业务的经营主体为“西山居”和“金山世游”，办公业务则为 A 股上市的金山办公。2023 年公司实现收入 85.3 亿元，同比增长 12%，其中游戏业务和办公软件服务收入占比分别为 47%和 53%；1-3Q24 公司实现收入 75.25 亿元，同比增长 21%，其中游戏业务和办公软件服务收入占比为 52%和 48%，游戏占比有所上升主要系《剑网3 无界》成功推出带动 2Q24/3Q24 游戏业务营收同比+20%/+78% (vs 公司整体营收 yoy+13%/+42%)。

图 2：3Q24 金山软件营收加速增长



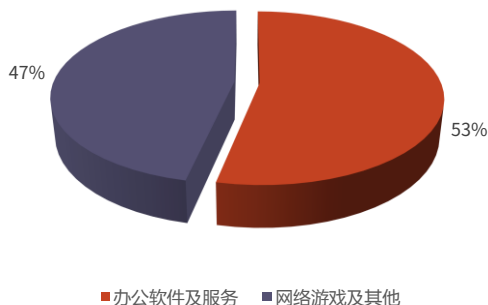
资料来源：金山软件财报，光大证券研究所整理

图 3：1Q20-3Q24 游戏及办公业务营收情况



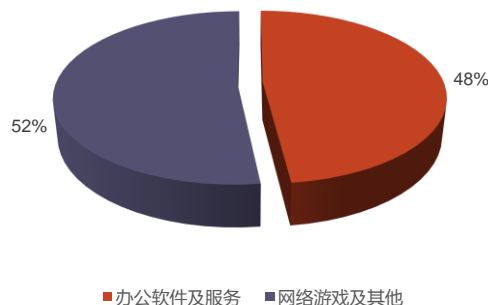
资料来源：金山软件财报，光大证券研究所整理

图 4: 2023 年游戏/办公业务收入占比分别为 47%/ 53%



资料来源: 金山软件财报, 光大证券研究所整理

图 5: 1-3Q24 游戏/办公业务收入占比分别为 52%/ 48%

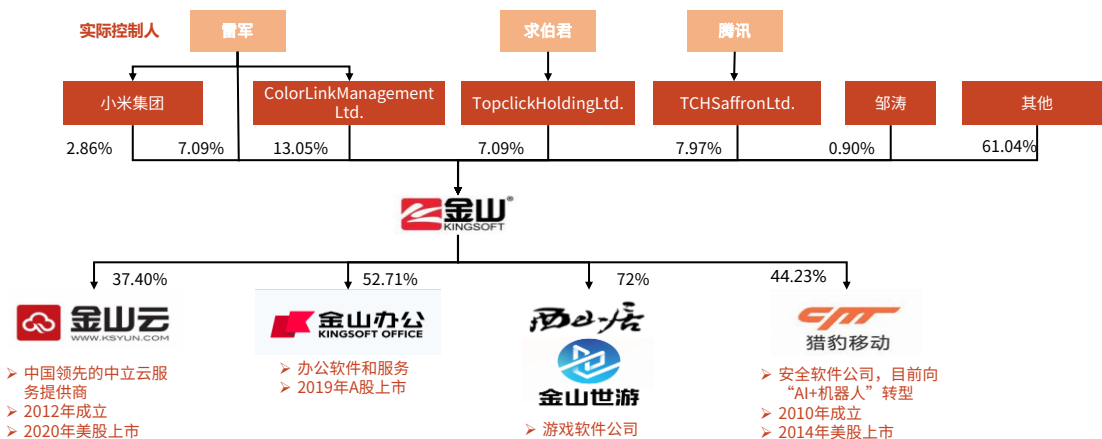


资料来源: 金山软件财报, 光大证券研究所整理

1.2 雷军为公司实控人，业务之间协同发展

雷军是金山软件的实际控制人，CEO 邹涛持股占比 0.9%。公司董事会主席雷军是金山的联合创始人之一，在发展及扩展集团业务运作方面承担重要角色，截至 2024 年 6 月 30 日，雷军对金山软件直接或间接持股比例总计为 23.01%；另一董事求伯君亦间接持股 7.09%；公司执行董事及 CEO 邹涛持股占比 0.9%。此外，腾讯通过 TCH Saffron Limited 间接持有 7.97% 的股权。

图 6: 金山软件的股权结构



资料来源: 金山软件财报、各子公司官网 (截至 2024-06-30)

小米集团直接持股 2.86% 股权。同为“雷军系”公司之一的小米公司持有金山软件 2.86% 股份。借助小米的资源，如其用户以及硬件生态链，小米和金山生态之间产生强大的协同效应。

1) 办公软件与智能设备融合：在 2019 年，小米 MIUI 系统与金山办公 WPS 合作推出“超级文档”功能，让用户在手机上能获得媲美电脑的文档查看体验，如主流文档缩略图查阅等，提升了用户的办公效率和体验；2023 年，WPS AI 与小米 14 系列手机深度合作，小米 14 系列用户可下载搭载 WPS AI 功能的专属版 WPS，为用户带来更智能的移动办公体验、提升双方产品的竞争力。

2) 广告服务合作：2024 年 11 月 19 日，金山办公的全资子公司金山办公香港与小米新加坡达成广告服务协议，通过 WPS Office 海外安卓版应用为小米提供

在线广告服务，同时小米新加坡会在其海外移动设备上预装 WPS Office 安卓版，双方实现资源共享与收益分成，有望提升双方品牌知名度。

3) 云计算与 AI 领域合作：金山软件联营公司金山云与小米签订框架协议，在 2025 至 2027 年对云计算及大数据领域的合作进行深入布局，年度上限分别为 23.10 亿元、31.38 亿元和 40.35 亿元，金山云为小米提供算力支持等服务，助力小米在智能汽车、智能手机及智能家居物联网设备等领域发展，同时也推动了金山云自身业务发展。

四个子公司中的三个(金山办公、金山云、猎豹移动)已上市，其业务之间具有协同性。

1) 其中最为典型的是云业务与办公业务，云化协同战略为近年来金山办公业绩增长的重要驱动力；

2) 云业务与游戏板块之间的协同则体现在云游戏上，例如西山居的《剑网 3》云游戏就是金山软件与金山云的合作。

3) 同时，猎豹移动和金山办公也有所联系。例如，猎豹移动的安全软件可以与金山办公的软件进行安全防护方面的合作，保障用户在使用办公软件时的数据安全和设备安全；此外，根据 2024 年 12 月消息，猎豹移动旗下的聚云科技作为亚马逊云科技的高级咨询合作伙伴，将为金山办公的 WPS Office 海外版以及其他海外业务提供专业的云服务解决方案，帮助其更好地利用云资源，提升系统的稳定性和性能，以满足海外用户的高并发访问需求并助力推出 WPS AI 海外版。

图 7: 金山办公 WPS 云文档



资料来源：金山办公官网

2、游戏业务：《剑网3》历经15年持续展现韧性，2025年多款游戏有望上线

2.1 游戏业务双子星：西山居&金山世游

金山软件的游戏业务主要通过西山居和金山世游两个子公司展开。

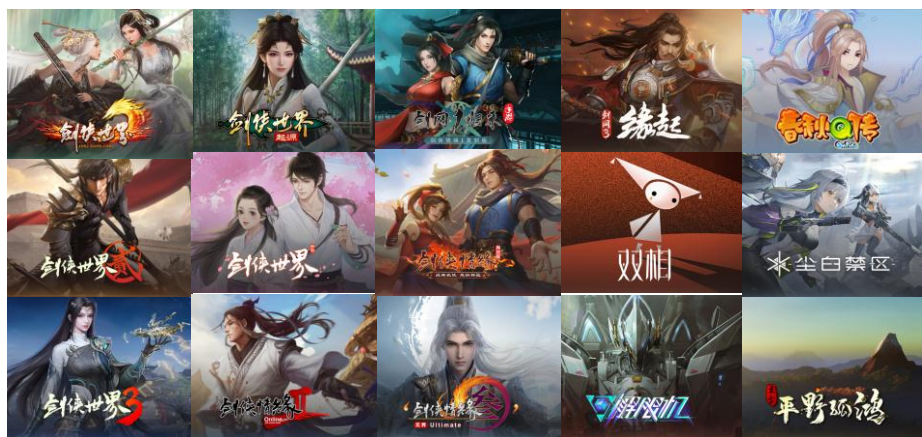
1) 西山居：

- 发展历程&简介：1996年发布了中国大陆第一款商业游戏《中关村启示录》；1997年推出了中国大陆第一款武侠RPG游戏《剑侠情缘》；2003年涉足网游推出《剑侠情缘网络版》；2009年发布《剑侠情缘网络版叁》，即《剑网3》至今仍长盛不衰，并在电竞、动漫、影视、音乐等跨界领域多点开花。
- 代表游戏作品：涵盖单机游戏、客户端网游、移动端游戏等多个领域，以武侠题材为主要特色，代表作有《剑网3》《剑网3无界》《剑侠世界》《剑侠世界2》《剑侠世界3》《剑网1：归来》《剑网3指尖对弈》《剑网3缘起》《剑侠情缘手游》《剑网3：指尖江湖》等；此外还包括二次元题材手游《双生视界》、二次元题材的《尘白禁区》和即将发布的科幻机甲题材《解限机》等。

2) 金山世游（曾用名：西山居世游）

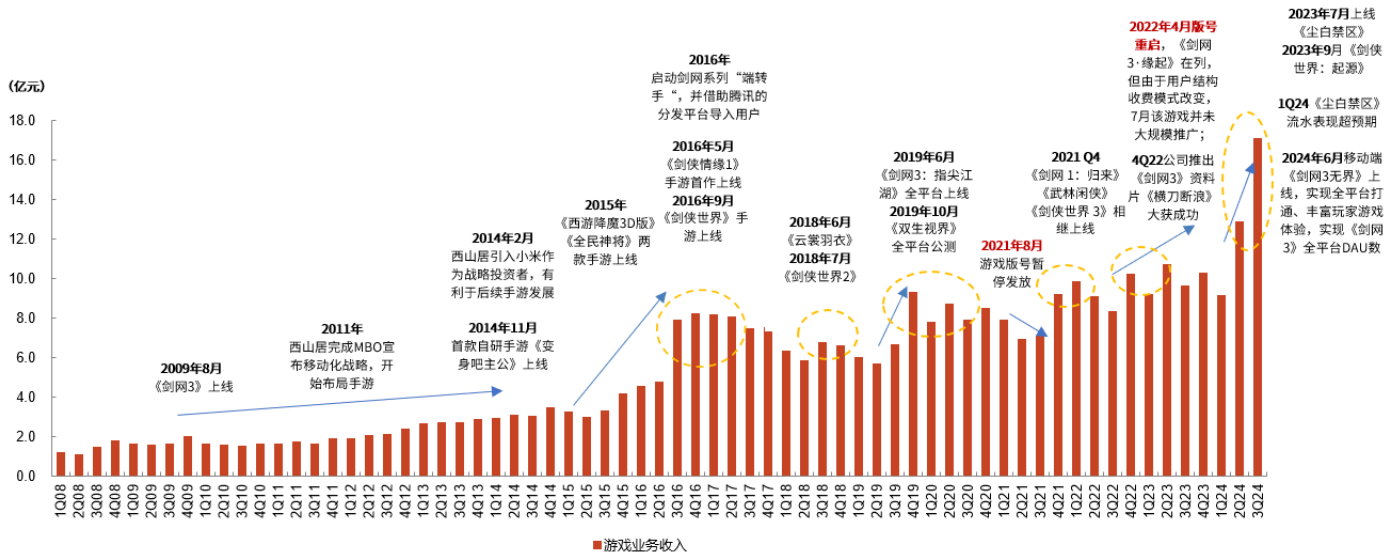
- 发展历程&简介：2016年成立，2020年3月起由“西山居世游”正式更名为“金山世游”。依托金山软件在游戏领域的沉淀，不断强化自主研发，推出《反恐行动》《武林闲侠》等自研产品，同时积极开展游戏投资和发行，并于2019年开始在海外手游的研发与发行领域布局。目前，金山世游专注于网络游戏研发、全球发行运营、游戏投资等业务，总部位于北京，并在武汉、珠海设有研发中心。
- 代表游戏作品：主要集中在运营代理、移动端游戏研发：自研游戏包括武侠题材的MMORPG《剑侠情缘2：剑歌行》、卡牌放置类的《武林闲侠》、冒险射击类的《反恐行动》《小米枪战》和以泡泡类玩法为核心的休闲对战手游《全民泡泡超人》等。代理方面，金山世游2017年与网龙合作发行的《魔域手游》创下流水19天破亿的成绩；以《魔域手游》成功为契机，金山世游取得“魔域”IP后续全部手游产品代理发行权，后代理发行《最终幻想：勇气启示录》及其续作等。

图8：西山居多款自研游戏示意



资料来源：西山居官方网站

图 9：2008-3Q24 金山软件游戏业务收入与发展历程



资料来源：金山软件财报，光大证券研究所整理

2.2 经营：端游剑侠 IP 历久弥新，手游实现守正创新

2.2.1 《剑网3》实现全平台数据互通，3Q24 营收表现亮眼

剑侠 IP 长青，现金牛业务支撑流水和游戏业务收入。《剑网3》凭借公司对经典的剑侠 IP 打造经验和 MMORPG 类游戏高粘性、强付费的特性，至今仍是金山软件游戏业务重要的现金牛产品。

三大维度发力，为经典 IP 提供活力。2009 年发布至今的《剑网3》生命周期之所以能够不断延长，其背后的原因离不开公司持续研发与运营，并在游戏持续创新研发、资料片扩充、玩法多元化 3 方面实现多维度发力。

1) 游戏持续创新研发：

- 在游戏创新方面，公司在 2017 年推出了更高画质、内容更新的《剑网3 重制版》；
- 2019 年 6 月《剑网3》端游原班人马创作的手游《剑网3：指尖江湖》全平台上线，保留了端游的世界观设定，将故事发生的时间线前移 5 年，玩家可以重温端游里的各路名侠、门派以及经典剧情，游戏还创新了战斗体系，推出了“全角色体验”玩法等；
- 2020 年推出策略类战棋手游《剑网3：指尖对弈》，游戏中的侠客均为《剑网3》江湖人物；
- 2021 年推出《剑网3 怀旧服》，在经典重现基础上对于电脑配置要求进行了大幅优化；
- 2022 年 4 月《剑网3-缘起》获得半年以来行业版号重启的首批版号、并于 5 月 13 日开启公测和正式商业化；

- 2023年10月,《剑网3》开放部分旗舰版画质、新增更高配置项,并且可以一键切换,提前为玩家预热了旗舰版的画面效果;
- 2024年6月手游《剑网3无界》移动端上线,它并非传统意义上单纯“端转手”的IP衍生之作,而是沿用了端游的点卡时长付费模式,且与公司端游《剑网3》旗舰版实现全平台数据互通,保证了老玩家的账号资产、外观资产不会贬值,并能够凭借手游轻量化的特点,为端游已积淀的成熟生态注入新活力。西山居官方披露数据显示,《剑网3无界》公测首周,超过312万账号的回归,其中2017年及以前流失的玩家总占比达到74.8%,同时单周新增105万账号;《剑网3无界》公测首月月活用户数达1146万,其中691万为回归玩家,占比60.29%,同时纯新玩家达到153万人,这体现了该系列游戏通过创新和拓展依旧保持着对老玩家的吸引力以及开拓新玩家市场的能力。盈利能力方面,在8月8日-8月12日的15周年庆活动期间,《剑网3》全平台流水5天时装销售额预估超2亿元,这显示了这款经典剑侠IP游戏经过15年仍具备强大的吸金能力和玩家的高付费意愿。

图 10:《剑网3无界》公测首周老玩家回归率达 74.8%



资料来源:《剑网3》官方公众号

图 11:《剑网3无界》公测首周多个服务器持续爆满



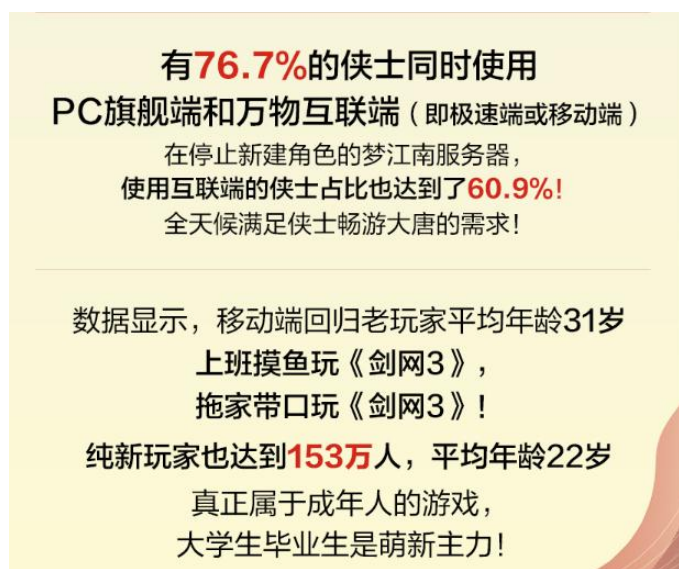
资料来源:《剑网3》官方公众号

图 12:《剑网3无界》公测首月月活用户达到 1146 万



资料来源:《剑网3》官网新闻

图 13: 76.7%用户同时使用 PC 端和移动端/极速端



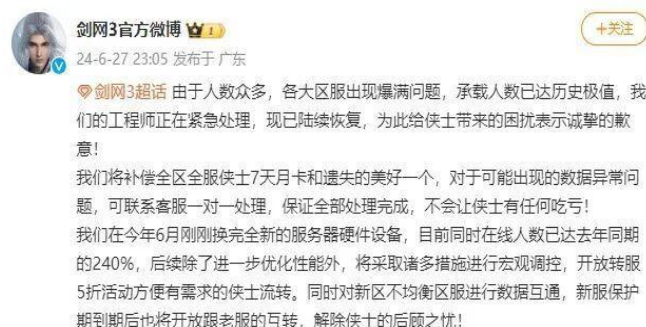
资料来源:《剑网3》官网新闻

图 14: 2024 年 6 月 13 日《剑网 3 无界》全平台上线



资料来源: 剑网 3 官网

图 15:《剑网 3 无界》上线 2 周,同时在线人数达去年同期的 240%



资料来源: 剑网 3 官方微博

图 16:《剑网 3 无界》上线以来在 iOS 角色扮演免费榜的排名居于中上



资料来源: 七麦数据 (截至 2024 年 12 月 25 日)

2) 资料片扩充: 自游戏 2009 年上线后的 15 年间已推出近 40 部资料片, 平均发布节奏稳定在 2-3 部/年, 巩固核心 IP 的生命周期和活力。2024 年 10 月,《剑网 3》发布 24 年度资料片“丝路风语”, 包括新门派、新等级上限以及创新玩法, 进一步增强了玩家的情感体验和活跃度。

表 1:《剑网 3》系列资料片梳理

年份	公测时间	资料片名称	主要更新内容
2009 年	8 月 28 日	风起稻香	开放等级 50 级, 新增纯阳宫、万花谷、少林寺、天策府、七秀坊等门派; 新增场景稻香村、长安、洛阳、扬州等; 秘境增加空雾峰、天工坊、凌霄峡等; 战场新增云湖天池
	10 月 22 日	破晓之路	等级提升至 70 级, 新增巴陵县、龙门荒漠、南屏山等场景; 秘境增加天子峰等; 战场新增神农涸; 开启阵营系统
2010 年	2 月 8 日	撼世禅劫·战宝迦蓝	开启团队秘境战宝迦蓝; 新增战场九宫棋谷
	5 月 24 日	藏剑山庄	新门派藏剑山庄加入; 推出五人秘境剑冢; 上线橙武系统、萝莉体型、双人秘境、挖宝、科举等玩法
	10 月 28 日	战魂劫	团队秘境宫中神武遗迹、持国天王殿开启 25 人模式; 上线战阶等级、大攻防、转阵营、阵营士气系统等
2011 年	1 月 20 日	龙争虎斗	开启团队秘境荻花宫后山; 推出多套装备栏、居魁印等功能
	5 月 19 日	巴蜀风云	等级上限提升至 80 级, 新门派五毒教加入; 新增白龙口、无量山、成都等场景; 五人秘境有仙踪林、法王窟等; 团队秘境荻花圣殿、龙渊泽开启; 上线镇派经脉系统、精炼镶嵌系统等
	11 月 16 日	一代宗师	新门派唐家堡登场; 五人秘境唐门密室开启; 团队秘境荻花洞窟开启; 上线大轻功、亲传师徒、美人图潜行、名剑大会、茶馆、安全锁等玩法
2012 年	4 月 19 日	烛火燎天	开启团队秘境烛龙殿; 推出外观拓印、游历瞿塘采仙草、成衣店等功能
	7 月 12 日	洱海惊龙	开放苍山洱海场景; 团队秘境会战唐门、持国天王回忆录、烛龙殿隐藏乌蒙贵开启; 战场三国古战场开启; 上线试炼之地、双人同骑、马术轻功、坐骑驯养等玩法

	11月22日	日月明尊	新门派明教加入; 五人秘境光明顶密道开启; 团队秘境南诏皇宫开启; 上线小橙武、门派事件、帮会约战、大唐监狱、奇货商等玩法
2013年	6月8日	安史之乱	等级上限提升至90级, 新门派丐帮加入; 新增马嵬驿、战乱洛阳、战乱天策等场景; 五人秘境流离岛、一线天、华清宫等开启; 团队秘境战宝军械库、大明宫开启; 奇穴改造
	9月16日	乱世长安	长安城场景更新; 推出装备洗炼、齐物阁、秘籍扩充等功能
	11月21日	血战天策	五人秘境直城门开启; 团队秘境血战天策开启; 上线拍团系统、逾越之石、少侠体型、铁血宝箱等
2014年	4月23日	逐鹿中原	五人秘境墨家秘殿开启; 团队秘境秦皇陵、风雪稻香村开启; 推出角色DIY、名剑大会段位制等功能
	11月24日	苍雪龙城	新门派苍云加入; 开放太原场景; 五人秘境雁门关之役开启; 团队秘境太原之战·夜守孤城、太原之战·逐虎驱狼开启; 上线平行江湖、坐骑系统、纯阳少侠、名剑大会精英赛、颜艺表情等玩法
2015年	4月20日	侠义乾坤	推出幻镜云图、天策正太、太原之战副本挑战模式、师徒系统革新等功能
	10月28日	剑胆琴心	等级上限提升至95级, 新门派长歌门加入; 开放千岛湖、阴山大草原、五台山、黑戈壁场景; 五人秘境天泣林、阴山圣泉、梵空禅院等开启; 团队秘境永王行宫·仙侣庭院、永王行宫·花月别院开启; 上线五毒少侠、数值精简、交互表情等功能
2016年	4月28日	壮志凌云	推出大轻功2.0、全门派跟宠、竞技大师赛、直升丸子等功能
	7月14日	百家争鸣	五人秘境白帝水宫开启; 上线唐门少侠、江湖百态、水上轻功等玩法
	10月17日	风骨霸刀	新门派霸刀山庄加入; 洛阳城场景更新; 五人秘境夕颜阁开启; 团队秘境上阳宫·观风殿、上阳宫·双曜亭开启; 上线江湖百态方士玩法
2017年	4月20日	日月凌空	五人秘境刀轮海厅开启; 团队秘境风雷刀谷·锻刀厅、风雷刀谷·千雷殿开启; 推出轻功3.0、明教少侠、名剑大会散排、主城禁仇杀等功能
	12月29日	重制版	采用次世代引擎、场景翻新、任务历程大改、新人援助、账号共享仓库、快速精炼等; 五人秘境稻香秘事、银雾湖开启; 团队秘境狼牙堡·战兽山、狼牙堡·燕然峰开启; 开启绝境龙门绝境
2018年	6月21日	长风破晓	开放九寨沟场景; 团队秘境狼牙堡·辉天堑、狼牙堡·狼神殿开启; 推出李渡鬼域、云梦幽泽、稻香村回归、幻镜云图2.0、奇遇CD取消等功能
	12月21日	世外蓬莱	等级上限提升至100级, 新门派蓬莱加入; 开放龙泉府、侠客岛、经首道源岛、洞天福地岛场景; 五人秘境镜泊湖、大衍盘丝洞、泥兰洞天等开启; 团队秘境冰火岛·荒血路、冰火岛·青莲狱开启; 推出轻功4.0、专属NPC陪伴、声望等级软佩、阵营指挥系统、竞技场物理破坏等玩法
2019年	6月20日	怒海争锋	更新鲲鹏岛场景; 五人秘境周天屿开启; 团队秘境开放尘归海·巨冥湾、尘归海·饕餮洞; 绝境新增沧溟绝境; 飞火论锋、师徒值商店、师徒系统升级
2019年	11月28日	凌雪藏锋	全新门派凌雪阁登场, 公布全新地图蔷薇列岛; 五人秘境更新玄鹤别院; 团队秘境新增敖龙岛; 更新小攻防拍卖、全新拍团功能、摇杆操作模式、四时论武阵、宠物系统
2020年	5月22日	结庐在江湖	团队秘境新增范阳夜变; 主要更新家园系统
2020年	7月27日	同筑山水居	更新家园麻将玩法、园宅会赛、地下室、自由水池功能, 更新范阳夜变英雄秘境挑战模式、100级橙武奇遇
2020年	10月29日	奉天证道	等级上限提升至110级; 新增衍天宗门派; 新增乱世万花、乱世七秀、乱世少林、乱世藏剑地图场景; 五人秘境新增罗汉门、剑冢惊变、梧桐山庄、月落三星、梦入集真岛; 团队秘境新增达摩洞; 推出白龙绝境; 更新共居宅邸、帮会系统升级、破招属性
2020年	11月30日	月满归乡	更新轻功5.0、全门派昼夜、同账号家园共居、账号威望共享、出师后重新拜师、砥砺同心宝箱
2021年	4月22日	白帝风云	全新团队秘境白帝江关和五人秘境漳水南路开启; 家园玩法增添珍稀家园宅邸九寨沟, 推出家园模块化建造功能; 上线全新家园系统庐园广记、全新家园奇遇及经营类新玩法; 名剑大会规则革新, 浪客行推出新地图与新玩法, 飞沙令奖励优化
2021年	10月28日	北天药宗	全新门派北天药宗上线; 全新场景黑山林海; 全新团队秘境雷域大泽更新; 奇遇系统革新升级, 世界首领"蚀毒巨尸"、家园结庐江湖、新奇遇、交易行升级、画质升级
2022年	4月28日	江湖无限	团队秘境新增河阳之战; 威望名剑币合并、江贡侠义值合并、监本印文取消、精炼熔嵌改革、铁血宝箱争夺改革、苗疆经略纪改革
2022年	10月27日	横刀断浪	等级上限提升至120级, 故事舞台转向全新地图, 包含烂柯山、晟江、楚州、百溪; 全新门派刀宗登场; 全新团队秘境西津渡上线。
2023年	4月27日	群侠万变	五人秘境新增鹿桥驿; 团队秘境新增武狱黑牢; 绝境推出洱海绝境; 更新体型自定义、楚天社·诛恶事件、新界面调整
2023年	10月26日	万灵当歌	PC旗舰画质beta上线, 以水墨国风展现东方韵味。全新门派万灵山庄登场。全新团队秘境九老洞和五人秘境栖灵洞天开启。新增野外地图银霜口, 全新玩法pvp龙骧驰竞上线; 写实捏脸系统同步登场, 新增双眼皮等多个可调节选项。
2024年	2月26日	无界·序章	全新稻香村地图场景上线, 新角色创建即为100级; 全新跨服大世界开启, 打破服务器壁垒。挂件位置自定义, 大战秘境推出剧情模式, 随身仓库、邮箱、交易行
2024年	4月25日	雾海寻龙	笔记本极速端上线; 团队秘境新增冷龙峰; 广都镇重制, 新增休闲装备
2024年	10月31日	丝路风语	等级上限提升至130级; 新门派段氏加入; 全新河西瀚漠场景开放; 五人秘境上线天龙寺、不染窟、风砂旧垒、冰川宝库; 剧情引导升级, 秘境掉落提升, 取消侠客装备, 升级自动提升所需属性, 移动端AR增强现实功能上线。

资料来源:《剑网3》官网、Bilibili, 光大证券研究所整理

3) 玩法多元化: 《剑网3》目前已发展出了多样的玩法, 包括冒险(PVE)、战斗(PVP)、外观(换装)、圈子(社交)以及奇趣(宠物系统)等, 其中PVP具备电竞属性, 换装板块吸引女性玩家以及社交功能带来的强大用户黏性。

另一方面，公司以剑侠 IP 为核心，积极布局传统文化创意产业，相继进军动漫、舞台剧、音乐、Cosplay、电竞等领域，不断拓展 IP 影响力。例如周边动画《剑网3·侠肝义胆沈剑心》已经推出四部作品，每部均取得了不俗的播放量，在 Bilibili 和豆瓣评分也取得了积极反馈，目前，“沈剑心”系列动画在 B 站平台的播放量已接近 3.8 亿，最新一季的观众评分高达 9.8 分。线下方面，《剑网3》通过丰富的场景和工艺活动，积极拓展玩家体验，《剑网3》曾参加过全球四大漫展和国内 50 余家大中型漫展，峰值人流超 120 万；2023 年《剑网3》和自贡灯会合作的“《剑网3》主题非遗灯会”广获好评，成为了央视元宵晚会唯一分会场。2024 年西山居编曲的《万象长安》登上央视元宵晚会舞台；端午节期间，西山居携手河南卫视共创节目《雷霆振山河》，将游戏 IP 文化融入舞蹈艺术。

图 17: 周边动画《剑网3·侠肝义胆沈剑心》反馈积极

动画名	开播时间	播放次数 (B站)	评分 (B站)	评分 (豆瓣)
《剑网3·侠肝义胆沈剑心》	2018.09.21	1.2亿	9.8	8.5
《剑网3·侠肝义胆沈剑心 第二季》	2019.12.27	1亿	9.6	8.3
《剑网3·侠肝义胆沈剑心之长漂》	2020.10.24	6353万	9.4	7.4
《剑网3·侠肝义胆沈剑心 第三季》	2022.07.08	9513万	9.8	8.0



资料来源: B 站、豆瓣, 光大证券研究所整理 (截至 2025-01-19)

图 18: 2024 年西山居编曲的《万象长安》登上央视元宵晚会



资料来源: 西山居微信公众号

此外，《剑网3》联合其他 IP 实现联动。1Q24/2Q24《剑网三》已分别实现和《功夫熊猫》/《非人哉》联动，2024 年 12 月 19 日，《剑网3》×《秦时明月》联动活动也已正式上线；展望 2025 年，公司表示将陆续开展与跟《仙剑奇侠传一》《仙剑奇侠传三》的系列联动。

图 19: 《剑网3》×《秦时明月》联动活动已上线



资料来源: 剑网3 官方公众号

图 20: 2025 年公司将陆续开展与《仙剑奇侠传》系列联动



资料来源: 西山居微信公众号

2.2.2 不断拓展品类，《尘白禁区》带动 1H24 营收超预期

2016 年正式开启剑侠 IP “端转手” 进程，手游新游发布节奏更频繁。2013 年西山居手游团队陆续成立；2014 年 11 月，西山居首款自研手游《变身吧·主公》上线；2016 年 6 月，《剑侠情缘 1》手游全平台上线正式拉开公司剑网 IP “端转手” 移动化的序幕，通过前文图 9 可以看到，3Q16 公司游戏业务营收开始显著增长；此后，陆续推出的多部重点产品持续发力，为公司在游戏领域的发展注入

源源不断的动力。相比端游偏重通过资料片形式更新，手游的新游推出节奏则更快，基本实现每年推出 1-2 部。

近年来，在剑侠 IP 基础上不断拓展更多游戏品类。例如西山居以《云裳羽衣》这一换装类游戏实现了剑侠情缘 IP 品类扩展；同时《少女咖啡枪》《双生视界》《尘白禁区》均为二次元风格的枪战游戏等。

图 21:《尘白禁区》定位为公司二次元枪战游戏



资料来源：西山居官网

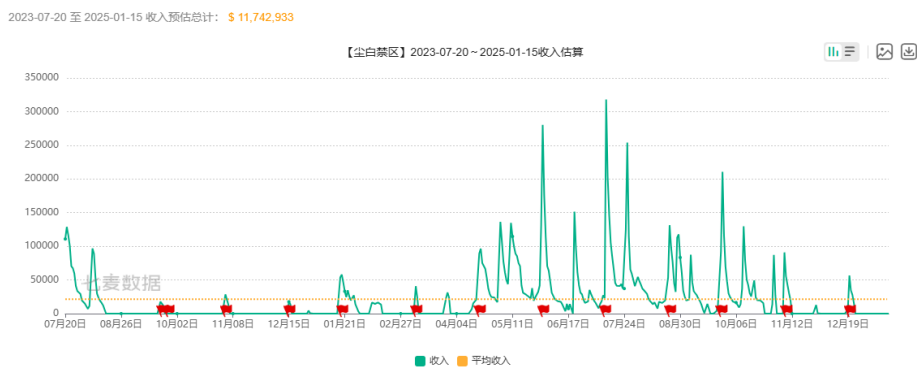
图 22:《双生视界》定位为少女恋爱射击手游



资料来源：《双生视界》官网

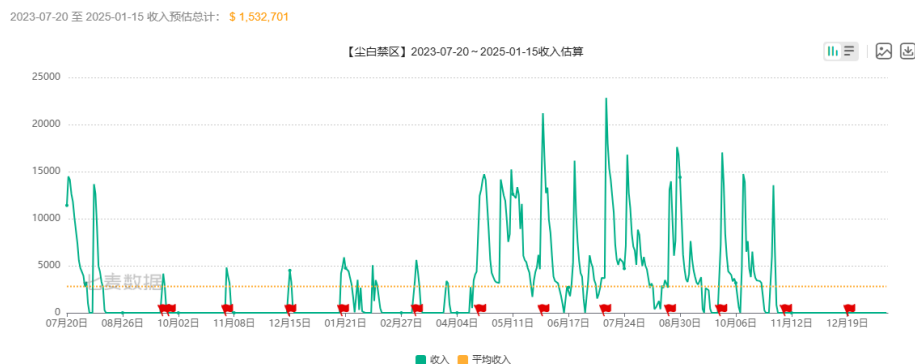
《尘白禁区》流水表现超预期，位列 iOS 畅销榜较前列。《尘白禁区》定位为一款轻科幻 3D 第三人称射击游戏，也是一款面向成年玩家的二次元游戏，该款游戏 7M23 正式上线以来，公司持续坚持画面表现和玩法的打磨，在二次元游戏赛道竞争力日益提升，根据公司公告，1Q24《尘白禁区》日活用户及流水环比均实现显著增长；根据 GameLook（按照收入结构“苹果 iOS、安卓、PC 端 1:2:7”的比例估算），4 月中旬至 5 月中旬的 30 天《尘白禁区》流水收入可达两亿元。根据七麦数据，2024 年 4 月-10 月《尘白禁区》iOS 畅销游戏榜单稳定在前 200 名左右。

图 23: 2023 年 7 月 20 日(公测)至 2025 年 1 月 15 日《尘白禁区》iPhone 端收入估算



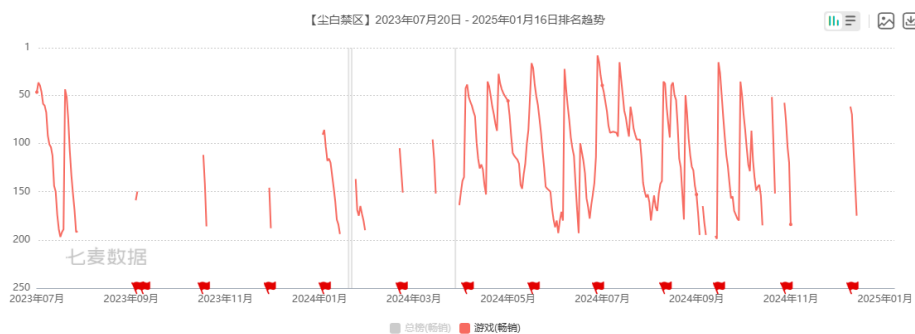
资料来源：七麦数据

图 24: 2023 年 7 月 20 日(公测)至 2025 年 1 月 15 日《尘白禁区》iPad 端收入估算



资料来源: 七麦数据

图 25: 2024 年 4 月-10 月《尘白禁区》iOS(iPhone)畅销游戏榜单稳定在前 200 名左右



资料来源: 七麦数据

2.3 展望: 2025 在手五款游戏储备, 长期出海战略持续推进

展望 2025, 公司在手游戏充沛。目前公司在手储备游戏有 5 款, 其中《解限机》《剑侠情缘·零》《剑侠世界 4》3 款为自研游戏, 《解限机》《剑侠情缘·零》已获得版号、《剑侠世界 4》仍在申请版号; 《封神再临》《此间山海》为 2 款代理游戏, 均已获版号。

1) **《解限机》**定位为科幻机甲主题的多人对战游戏, 于 2024 年 3 月获得客户端、游戏机 (PS5) 版号, 并于 2024 年 8 月完成国内首次公开测试“先驱者行动”, 吸引了近 150 万海外玩家参与, 并收获了超过 300 万的预约量, 游戏中丰富的模式、独特的机制以及精细的设计细节赢得了玩家们的喜爱, 官方满意度高达 88.7%。2024 年 10 月, 《解限机》在 Steam 心愿单的最高排名为 17 名, 全球预约人数达 276 万。根据公司官网信息, 《解限机》将于 2025 年春季登陆 PC 及主机平台。

图 26:《解限机》将于 2025 年春季登陆 PC 及主机平台



资料来源:《解限机》官网

- 2) 《剑侠情缘·零》定位为剑侠情缘系列游戏的延续，已于 2024 年 9 月 27 日获得版号，其兼具移动、客户端版号。
- 3) 《剑侠世界 4》仍在申请版号。
- 4) 《封神再临》是一款以封神题材为背景的国风神话大世界手游，于 2024 年 7 月 22 日获得移动、客户端版号。2024 年 5 月 17 日官方在 B 站发布宣传 PV，8 小时累计播放量 88.5 万；截至 2025 年 1 月 16 日，《封神再临》官网预约人数已超 296 万人次。
- 5) 《此间山海》是以东方幻想为背景的 MMORPG 游戏，已于 2024 年 8 月 30 日获得端游和移动端版号，目前 TapTap 预约/关注人数达 5.3 万/5.3 万，期待值 9.1 分。

图 27:《封神再临》官网预约人数已超 296 万人次



资料来源:《封神再临》官网

图 28:《此间山海》TapTap 期待值 9.1 分



资料来源: TapTap

游戏出海布局多年，有望发挥优势因地制宜。金山软件早在 2005 年就通过《剑网情缘网络版》风靡东南亚，并占据越南 80% 市场，核心原因在于文化的同根同源。因此，公司发挥优势、因地制宜，战略性将传统剑侠 IP 游戏市场偏向韩国、东南亚等地；而近几年的新品类游戏 IP 设定则偏国际化，例如《尘白禁区》为全球上线，2025 年预计上线的《解限机》也将于全球范围推广。公司表示，目前海外游戏收入占比已逐渐提升。我们认为，随着公司出海战略的不断推进以及已有海外团队规模的进一步扩大，有望在海外游戏市场赢得更大份额。

3、办公业务：WPS 为国产办公软件龙头，AI 有望打开发展新空间

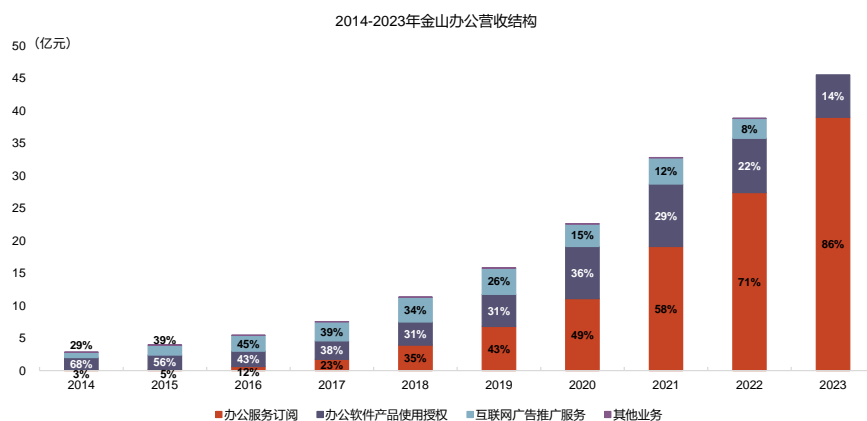
金山软件的办公业务，即于 2019 年 A 股上市的金山办公，是国内领先的办公软件和服务提供商，主营业务围绕 WPS Office、WPS 云文档（金山文档）等办公产品矩阵、以及 WPS 365 展开。WPS Office 系列产品研发始于 1988 年，是全球较早的办公软件产品之一。

3.1 商业模式：双订阅制转型已有效果，WPS AI 2.0 发布开启 AI 商业化

公司商业模式有望经历“广告+授权——授权+订阅（B 端+C 端）——订阅+AI”转型。

1) 金山办公早期（2017 年及以前）的营收主要依赖 ToB 的授权业务和 ToC 的互联网广告业务贡献。其中，授权业务是指公司为不同规模的 B 端客户提供软件产品使用授权，主要包括数量授权+场地授权 2 种模式；互联网广告业务则是通过启动封面、弹窗、开屏页等方式推广宣传客户的产品，并根据时长、点击量、注册数等赚取收入。

图 29：金山办公营收及结构变化



资料来源：金山办公财报，光大证券研究所整理

2) 2018 年开始，公司办公服务订阅业务营收占比持续提升。核心系：(1) C 端订阅提升：2018 年开始公司着力发展 WPS 会员和稻壳会员业务，通过优化产品服务吸引个人用户开始订阅会员并付费；(2) 公司开启云化升级：2018 年 7 月，面向多人协作的在线文档产品——金山文档上线，充分受益于彼时远程办公需求提升的环境；2021 年 12 月，为企业提供一站式高效、安全云办公解决方案的平台——金山数字办公平台上线，便于 B 端用户数字化转型；(3) B 端授权向订阅制转变：公司不断推动 B 端客户从传统的“独立端办公”向“云和协作办公”转化，伴随 B 端用户的云化程度逐渐加深，企业的办公需求变得更加灵活多样，订阅制能够根据企业的实际使用情况和需求变化，灵活调整订阅的服务内容和规模，更好地满足企业的个性化需求；同时由于 B 端客户上云需求提升，更多企业数据集中存储在云端，更需要持续订阅来维持数据的安全与稳定，因此 B 端客户的商业模式开始由授权向订阅制转化。(4) 广告业务战略收缩：为了避免用户办公过程中被打扰、提升使用体验，公司战略将互联网广告业务进行收缩，并在 2023 年 12 月正式关停国内第三方商业广告业务。

3) **战略 AI 转型，未来商业模式有望向“订阅+AI”转型。**2023 年初，金山办公明确提出“All in AI”战略，开始全面布局人工智能领域，并开始将 AI 技术深度融合入自身产品与服务中：2Q23 公司正式发布了具备大语言模型能力的办公赛道的类 ChatGPT 式应用 WPS AI，将大模型能力嵌入 WPS 文字、演示、表格、PDF、金山文档等产品线；4Q23 WPS AI 正式完成备案并正式开启公测，AI 功能面向全体用户陆续开放体验；2024 年 4 月，公司发布面向 B 端用户的办公新质生产力平台 WPS 365，整合升级版的 WPS Office、WPS 协作及 WPS AI 企业版；2024 年 7 月，公司在 2024 世界人工智能大会上升级 AI 战略，正式发布 WPS AI 2.0，针对 C 端用户新增了 4 个 AI 办公助手（AI 写作助手、AI 阅读助手、AI 数据助手和 AI 设计助手），全面提升办公效率；针对 B 端用户提供 WPS AI 企业版和 WPS AI 政务版，赋能企业和政务服务系统智能化转型。

图 30: WPS 365 包含 WPS Office、WPS AI 企业版和 WPS 协作



资料来源：金山办公财报

图 31: 金山办公 WPS AI 已迭代升级至 2.0



资料来源：金山办公财报

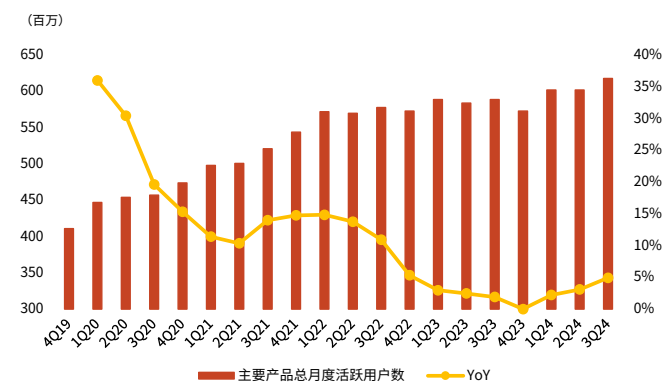
持续提升的合同负债总额，说明公司 B 端构订阅业务转型进展顺利。合同负债是指企业已收或应收客户对价而应向客户转让商品或提供服务的义务，在 B 端订阅业务中，主要体现为客户提前支付的订阅费用，但企业尚未完成相应服务的部分。合同负债总额的高低，反映了公司未来一段时间内可确认收入的储备情况。对于正在进行订阅模式转型的 B 端业务来说，这一指标的变化趋势能够直观地体现转型的进展和市场对其订阅服务的接受程度。截至 2024 年上半年，公司合同负债总额达 26.8 亿元，说明公司 B 端订阅业务向 SaaS 模式转型进展顺利。

3.2 经营：产品 MAU 保持提升趋势，AI 技术融入提升用户付费转化

近年来 WPS 主要产品总月度活跃用户数(MAU)保持增长趋势。2019 年末，公司总 MAU 为 4.11 亿，而截至 2024 年 9 月末，公司总 MAU 已达 6.18 亿。具体拆分结构来看，近年来 WPS Office 移动端产品 MAU 增长速度相对更快，导致早期移动端 MAU 明显高于 WPS Office PC 端、但目前两者差距已逐渐缩小，主要系：1) 2019-2022 年移动办公需求的提升；2) B 端客户面临数字化转型需求，WPS 产品相应持续升级；3) 2019-1H23 全球智能手机出货量持续承压。可以看到 2H23 伴随全球智能手机出货同比转正，公司移动端产品 MAU 增速也有提升趋势。

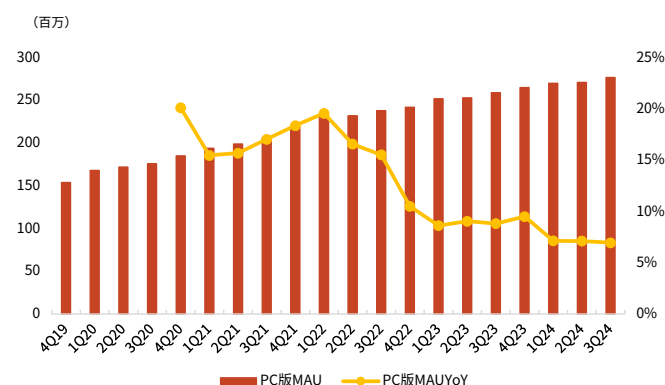
2024 年开始产品 MAU 增速有所提升。2024 年伴随 WPS AI 商业化开始推进，整体 MAU 有所提升的同时、同比增速也有所提升，即呈现“加速提升”趋势。核心受益于：1) 2024 年 4 月推出的 WPS 365 办公新质生产力平台，促进 B 端订阅销售模式深度转型；2) WPS AI 2.0 新增 AI 写作助手、AI 阅读助手、AI 数据助手、AI 设计助手，为用户提供更加便捷高效的创作体验。

图 32：近年来 WPS 主要产品总月度活跃用户数保持增长趋势



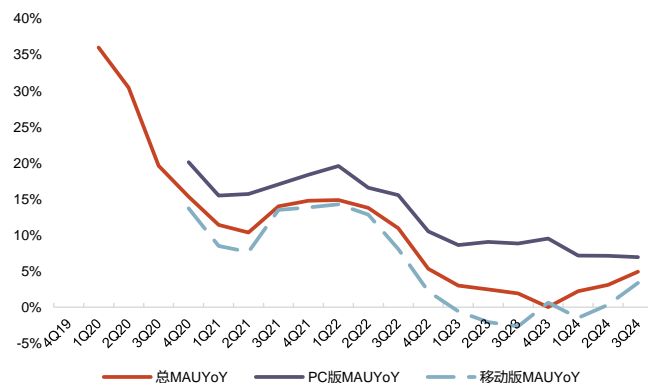
资料来源：金山办公财报，光大证券研究所整理
注：以上时间均代表截至该季度末的数字

图 34：WPS Office PC 端产品 MAU 及增速



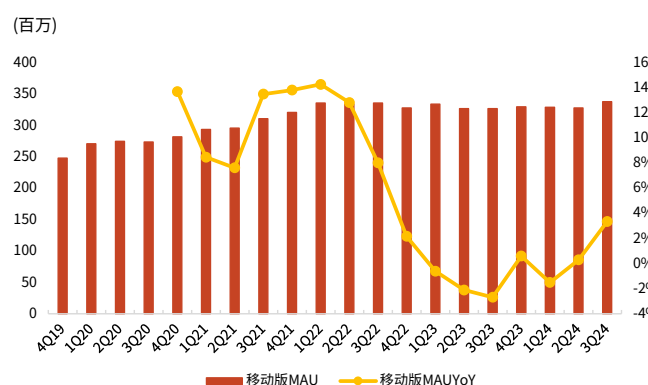
资料来源：金山办公财报，光大证券研究所整理
注：以上时间均代表截至该季度末的数字

图 33：2024 年开始产品 MAU 增速有所提升



资料来源：金山办公财报，光大证券研究所整理

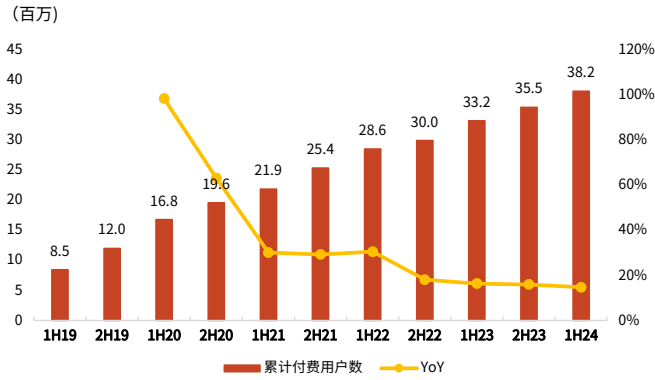
图 35：WPS Office 移动端产品 MAU 及增速



资料来源：金山办公财报，光大证券研究所整理
注：以上时间均代表截至该季度末的数字

国内累计付费个人用户数持续提升，3M24 会员体系调整开启 AI 收费有望带动 ARPU 提升。与免费注册用户相比，会员在付费后可以享受大量增值服务，助力其高效办公。2024 年 3 月，公司对 WPS 会员体系针对 AI 功能进行了调整，目前会员体系主要分为超级会员（包含原 WPS 会员 & 原稻壳会员权益）、AI 会员（可享受 AI 功能）和大会员（超级会员+AI 会员）三类，用户可选择按月度、季度或年度的方式进行付费。其中超级会员、AI 会员、大会员 12 个月套餐价格分别为 148 元、248 元、348 元。根据公司披露，截至 1H24，金山办公 AI 会员和大会员累计年度付费用户数合计已超百万，我们认为伴随 ASP 更高的 AI 会员和大会员渗透率逐步提升，将带动个人订阅业务综合 ARPU 提升。

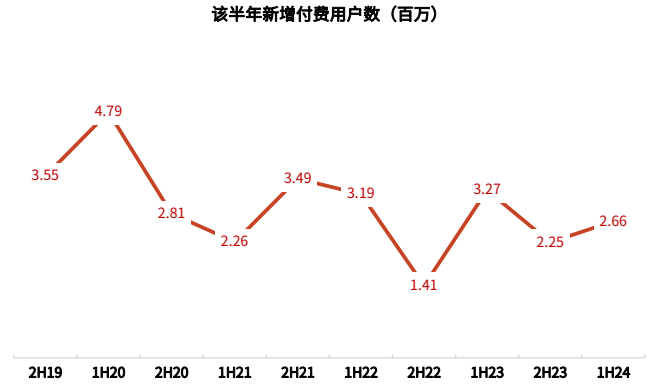
图 36: 金山办公国内累计付费个人用户数持续提升



资料来源: 金山办公财报, 光大证券研究所整理

注: 累计年度付费个人用户数定义为过去 12 个月内发生付费行为的个人用户数(不含一次性零售), 不含海外

图 37: 1H24 半年内新增付费用户数达 266 万人



资料来源: 金山办公财报, 光大证券研究所整理

图 38: 目前会员体系主要分为超级会员、AI 会员和大会员



WPS 超级会员
更实用 · 随心用

¥138 送6个月
/年 ¥148

立即开通

- 包含原WPS会员&原酷壳会员权益
- PDF套餐
- 图片套餐
- 模板库套餐
- 美化权益
- 表格套餐
- 批量服务
- 云盘套餐
- 思维导图套餐
- 素材库套餐
- 独立功能
- 简历服务套餐
- 文库套餐



WPS AI会员
AI办公 · 效率起飞

¥108 低于5折
/年 ¥248

立即开通

- AI写文章
- AI扩写
- AI写公式
- AI灵感市集
- AI主题生成PPT
- AI文档生成PPT
- AI阅读问答200次/31天
- AI阅读总结
- AI缩写
- AI润色
- AI灵感市集



WPS 大会员
大显身手 · 大有可为

¥228 送3个月
/年 ¥348

立即开通

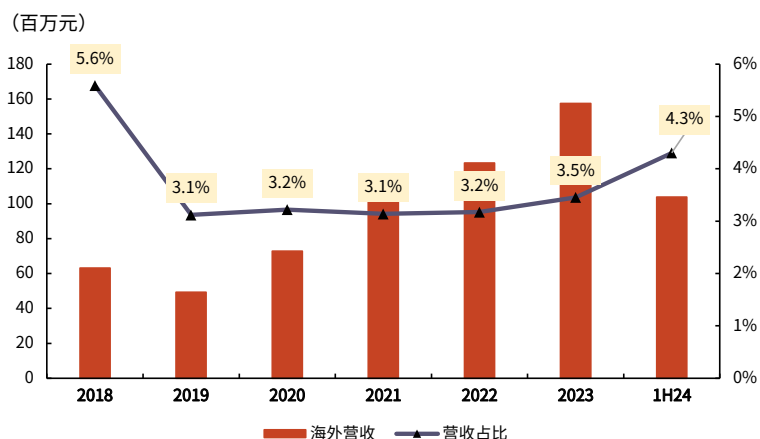
- 包含超级会员&AI会员权益
- 文库套餐
- 个人商用套餐
- AI阅读问答1000次/31天
- 多类模板下载共800次/31天
- 全文翻译500页/31天
- 教学套餐
- 1T云空间

资料来源: 金山办公官网

3.3 展望: 海外 C 端仍有较大空间, B 端信创有望边际改善

海外 C 端仍有较大发展空间。金山办公的 WPS Office 已在为全球 220 多个国家和地区的用户提供办公服务, 海外产品月活设备数超 2 亿, 但从收入贡献来看, 2023 年境外业务实现收入 1.57 亿元, 占总收入的比例仅 3.5%; 1H24 境外业务收入 1.04 亿元, 营收占比提升至 4.3%但仍较低, 这表明其在海外 C 端市场虽有一定用户基础, 但付费转化及市场挖掘程度还较低, 仍有大量潜在用户可待开发。

图 39: 1H24 金山办公海外收入占比 4.3%



资料来源: 金山办公财报, 光大证券研究所整理

相比微软 Office WPS 具备性价比+定制化优势, 小米新加坡合作有望助力品牌推广。

1) **性价比优势:** 与微软 Office 等竞品相比, WPS Office 在价格上具有明显的优势。例如在印度, 微软 Copilot 的价格相对较高, 而 WPS 的价格则更为亲民, 对于价格敏感的 C 端用户来说, WPS Office 的高性价比使其更具吸引力, 能够满足更多用户的需求, 尤其是在一些发展中国家及新兴市场, 这种价格优势将有助于金山办公进一步扩大市场份额。

2) **定制化优势:** WPS Office 具有丰富的功能和模板, 能够满足不同用户在文档处理、表格制作、演示文稿等方面的多样化需求。并且, 它还针对海外不同地区的用户习惯和办公场景进行了本地化优化, 如在泰国推出泰语版、在印度尼西亚为教育系统提供定制服务等, 使其更贴合海外用户的使用习惯。

3) **WPS AI 助力:** 根据金山办公官方介绍, 在金山办公和亚马逊云科技全球 AI 团队共同努力下, WPS AI 海外版上线整体效率提升了 30%, 目前 WPS AI 海外版累计使用的人数过亿级, 受到了用户广泛好评。此外, 2024 年 11 月金山办公与小米新加坡签署广告服务协议, 将在 WPS Office 海外安卓版应用中为小米提供在线广告服务, 作为回报 WPS Office 可免费预装在海外小米手机上, 有望提升品牌知名度和用户活跃度, 进一步拓展海外市场版图。

政策支持与财政投入助力信创发展, 国产操作系统有望带动 WPS 份额提升。

3Q24 金山办公机构授权业务收入 1.43 亿元, yoy+ 9.0%, 较 2Q24 有明显改善, 主要受益于信创产业推进背景下, 地方政府对国产办公软件的需求逐渐释放。

1) 我们看到, 信创产业得到国家政策的大力支持, 2024 年政府发行超长期特别国债, 专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设, 其中科技安全作为重点领域之一, 信创有望受益; 此外, 国新办提出的一揽子财政增量政策, 如安排 4 万亿元债务限额置换地方政府存量隐性债务等, 缓解了地方财政压力, 使得地方政府有更多财力推动信创采购, 从而为 WPS 等国产办公软件的 B 端授权业务带来了增长机遇。

2) WPS Office 能够在 Windows、Linux、macOS、Android、iOS、HarmonyOS 等众多主流操作系统上应用, 且兼容多种 CPU 和文档格式。这种多平台覆盖和良好的兼容性, 使得用户在不同设备和操作系统间能够无缝切换, 随时随地进行办公, 为 WPS 在国产操作系统中的推广提供了有力支持。例如, WPS 鸿蒙原生版于 2024 年 10 月 22 日正式发布, 在鸿蒙系统中 WPS 的纯血鸿蒙版本进一步优化了与鸿蒙系统的交互和适配, 能够更好地发挥鸿蒙系统的特性, 为用户提供

更流畅、高效的办公体验，增强了 WPS 在鸿蒙生态中的竞争力，进而带动其 B 端授权业务的增长。

图 40: WPS 鸿蒙原生应用于 2024 年 10 月 22 日正式发布



资料来源：原生鸿蒙之夜暨华为全场景新品发布会

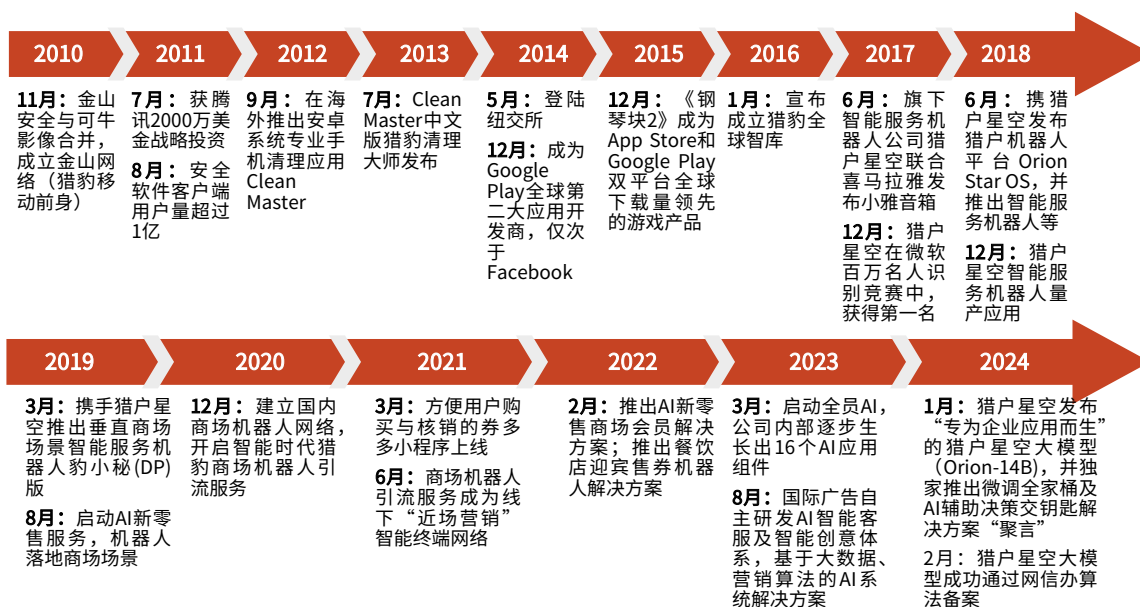
4、联营公司：金山云减亏有望超预期，猎豹移动向 AI 转型

4.1 猎豹移动：2014 年美股上市，当前 AI+云+广告+应用四大全新业务矩阵

4.1.1 目前向 AI 转型，打造四大业务矩阵

猎豹移动 (CMCM.O) 早期主营出海工具类应用产品，2014 年美股上市。猎豹移动前身为金山网络，成立于 2010 年 11 月，公司致力于“MAKE THE WORLD SMARTER”，成为 AGI 时代全球领先的新质生产力工具提供商。2014 年 5 月 8 日，在纽交所正式上市。

图 41: 猎豹移动发展历程



资料来源：猎豹移动官网，光大证券研究所

目前向 AI 转型，打造四大板块的全新业务矩阵。2016 年，傅盛提出“AllinAI”的企业战略，在保持原有业务优势的基础上，猎豹移动从移动互联网向以 AI 驱动的产业互联网进行战略升级，并投资成立了以人工智能为基础的服务机器人公司猎户星空。2023 年开始，公司围绕 AI 大模型及应用开发，以 AI 技术为新增长引擎，构建了四大板块的全新业务矩阵：即 1) 以猎户星空为主体的的人工智能业务；2) 以聚云科技为主体的云管理服务业务；3) 国际广告业务；4) APP 应用业务。

图 42：猎豹移动打造四大板块的全新业务矩阵



资料来源：猎豹移动官网

1) 人工智能业务

- 产品与服务：以猎户星空为主体，拥有猎户星空大模型，在此基础上开发了 AI 应用如 AI 老板智囊团和数字员工，以及大模型机器人等产品和服务。
- 商业模式：一方面，为企业提供私有化大模型及大模型套件的应用服务，帮助企业进行智能化升级，收取相关的技术服务费用；另一方面，通过销售大模型机器人等硬件产品，获得销售收入。目前猎户星空的服务机器人已在接待、配送、工业、新零售等多个场景得到应用。

2) 云管理业务

- 产品与服务：以聚云科技为主体，作为多云管理服务提供商，提供云原生赋能的多云管理平台。
- 商业模式：为海内外企业级用户提供专业 IT 服务、云原生技术等云管理服务解决方案，收取服务费用。例如，通过 SavingsNow 云成本管理与优化平台，为企业节省云资源开支，并按照一定比例或固定费用收取服务费用。

3) 国际广告业务

- 产品与服务：本质是协助国内公司在大型海外广告平台上进行广告宣传，业务涵盖品牌出海、电商出海、游戏出海、APP 出海等领域的广告代理服务，包括广告创意、数据追踪、网红推广、品牌营销等多种业务。
- 商业模式：通过为中国企业提供海外推广解决方案，并收取广告代理费用及相关增值服务费用，其优势在于能够整合自有数据和第三方平台数据，为客户提供精准的广告投放服务，同时借助 AI 技术提升广告效果和投放效率。上市当年(2014 年)，猎豹移动获得 Facebook 官方在中国区首家一级代理资质；2022 年成为 TikTok For Business 官方授权代理商。截至目前，猎豹移动已覆盖 Snapchat、Instagram、Google、Twitter 等全球头部媒体广告资源，累计服务出海企业超 2 万家、出海国家和地区超 220 个。

图 43: 覆盖多家全球头部媒体广告资源



资料来源: 猎豹移动官网

图 44: 聚焦品牌、电商、游戏、APP 出海等领域的广告代理服务



资料来源: 猎豹移动官网

4) APP 应用业务

- **产品与服务**: 聚焦工具应用、游戏等业务,旗下有猎豹清理大师、猎豹安全大师、猎豹浏览器等工具应用,以及 Cheetah Games 旗下的多款爆款游戏,如《钢琴块 2》《滚动的天空》《跳舞的线》《砖块消消消》等。
- **商业模式**: 工具应用主要通过免费下载+广告变现的模式盈利,凭借用户基础吸引广告主投放广告,获取广告收入;游戏业务则通过游戏内购、广告变现等多种方式实现盈利,如《砖块消消消》通过恰当的广告变现与内购相结合,实现了收益最大化。

4.1.2AI 仍需大规模投入, 预计公司短期仍将处于亏损状态

公司曾多次调整财报拆分口径, 目前分为互联网业务和 AI 及其他业务两类。

表 2: 2014-2023 年猎豹移动营收拆分及口径变化

(百万元)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	
Online marketing services	1,339.25	3,283.42	3,950.89								
IVAS	400.67	395.31	500.99	2015 年内部孵化直播平台 live.me、2016 年正式上线并开始贡献收入增量, 2017 年决定重列业务口径、突出移动娱乐业务重要性							
Internet security services and others	118.26	95.14	112.77	2017 年将互联网移动应用广告、猎豹安全等 app 业务合并							
Revenue	1,858	3,774	4,565								
Utility products and related services		3,465.24	3,871.00	3,439.56	3,119.48	1,573.03					
Mobile entertainment business		281.67	693.20	1,496.44	1,778.87	1,871.54	2020 年 Live-me 从猎豹实现拆分分离, 移动娱乐业务收入收缩明显				
Others		26.97	0.46	38.75	83.36	143.12					
Revenue		3,774	4,565	4,975	4,982	3,588					
Internet business						3,370.81	1,380.91	653.76	697.39	450.13	
AI and others		2018 年开始推出 AI 语音终端以及 AI 机器人 Cheetah GreetBot, 后推出更多 AI 机器人, 并陆续加强多云管理业务					216.88	171.74	130.86	186.68	219.37
Revenue						3,588	1,553	785	884	670	

资料来源: 猎豹移动财报, 光大证券研究所整理

传统互联网广告业务和海外广告代理业务下滑明显, AI 新业务盈利尚需时间。

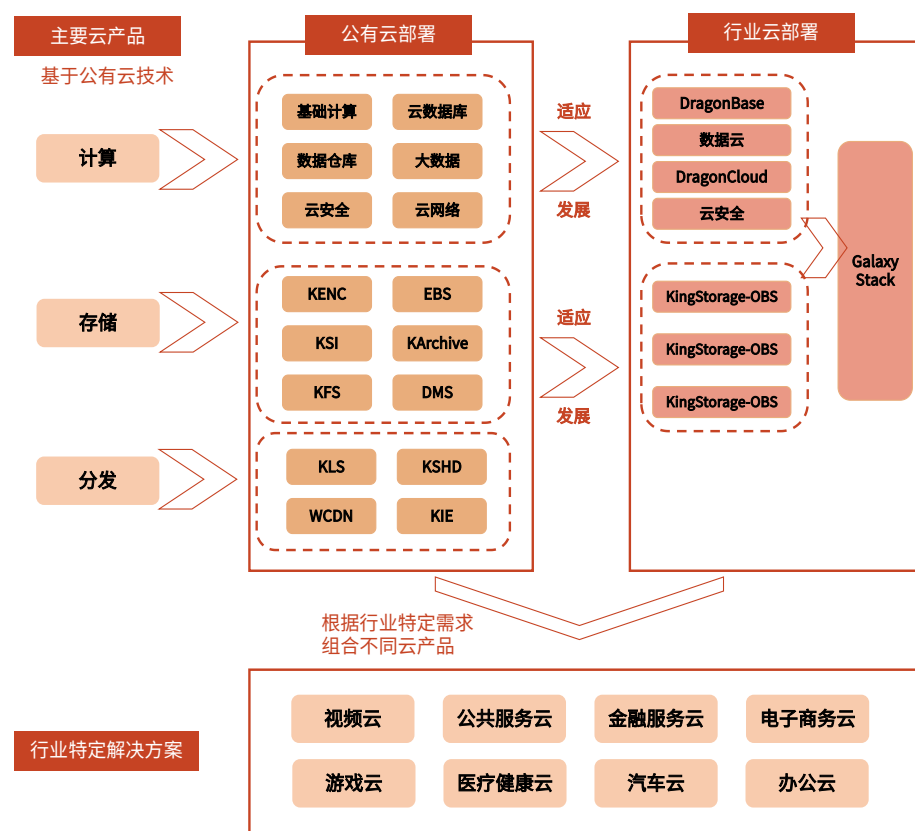
近年来, 互联网广告业务营收持续下滑, 主要系: 1) 2018 年 Facebook 终止与猎豹移动的合作; 2020 年 2 月, 公司的 Google Play 商店、Google AdMbo 和 Google AdManager 账户被禁, 明显影响了公司新用户开拓和创收能力; 2) 行业竞争加剧: 移动互联网市场不断发展, 竞争愈发激烈, 广告主的选择增多 (如

短视频平台的崛起)，导致广告投放资源的竞争更加激烈；3) 2021 年开始公司将国际广告代理业务转入 AI 及其他业务口径。虽然 AI 及其他业务营收有所增长，但处于发展初期，需要持续投入资源进行技术研发、市场培育和客户拓展，短期内难以实现大规模盈利。为保持竞争力，猎豹移动需不断投入研发资源以提升技术水平，如研发大模型 Orion-MoE 8×7B 和 AI 数据宝 AirDS 等产品，3Q24 公司研发费用为 6626 万元，yoy+44.8%；同时为了拓展市场份额、提高产品知名度和吸引用户，公司加大了销售与市场推广力度，3Q24 销售费用达到 8903 万元，yoy+62.1%。

4.2 金山云：受益于雷系定位，2025 年有望经营利润转正

金山云 (3896.HK/KC.O) 主营 IaaS 云服务，2020 年美股上市、2022 年末成功回港上市。金山云成立于 2012 年，早期作为金山软件控股子公司和重要业务部门，一直被纳入金山软件的合并财务报表中，后于 2020 年成功在美股上市，并于 2022 年 12 月回港双重主要上市，目前作为金山软件的联营公司入账。公司是国内领先云服务厂商，主要通过自建的云平台向战略选定垂直行业的客户提供以 IaaS 为主的云服务，拥有较为广泛的云基础设施、多种云产品以及行业特定解决方案，并为客户提供覆盖全阶段的端到端项目实施部署服务。

图 45：金山云主营 IaaS 云服务



资料来源：金山云港股招股说明书，光大证券研究所整理

金山软件持股 37.4%，小米持股 12.5%。截至 2024 年 11 月 19 日，公司第一大股东是金山软件，持股比例为 37.40%；公司第二大股东为小米集团，持股比例为 12.5%。具体来看，小米集团 CEO 雷军为金山云董事长；同时 2022 年 8 月金山软件 CEO 邹涛开始担任金山云的执行董事兼代理 CEO，管理层的高度融合与协同为金山云带来前瞻战略指引和生态资源整合机会。

两大业务下游客户和部署方式有所差异，公有云为营收主要来源。根据客户和部署方式的不同，公司的业务主要分为公有云服务和行业云服务，其中：

- 1) 公有云服务主要是向互联网行业（如视频、游戏、电子商务等）提供模块化的公有云产品，一般在外部基础设施上运行并通过互联网分发给客户，并根据云产品的实际消费情况收费；
- 2) 行业云服务主要通过企业级专有云银河平台 Galaxy Stack 实现，为传统行业客户（如金融、政务、医疗等）提供云产品和解决方案的本地化部署，客户独享专属资源池，与公有云资源物理隔离，满足其需求细分、安全合规等定制服务要求，一般根据项目商定服务费、或已完成的履约情况收费。

表 3：金山云公有云服务和行业云服务对比

类别	公有云服务	行业云服务
底层技术	公有云服务和行业云服务的开发均基于相同一套的底层公有云技术能力	
收费模式	根据云产品的实际消费情况 按月收取服务费 ；公司还在固定订阅期内提供预付费订阅套餐	根据履约完成情况 按项目收费 ，大部分收入为非经常性
部署方式	外部基础设施上运行 ，底层基础设施客户共享，通过互联网交付给客户	本地基础设施上运行 ，在特定客户专属基础设施上建立云环境，帮助客户快速构建“公有云”能力
合同周期	协议通常 1-3 年，可在双方同意后续期	据各项目实际工作量而异，通常 3-9 个月
为客户带来好处	1) 灵活性+可扩充性 高，按需付费； 2) 较低的维护成本	1) 从专有云资源获得对 安全和隐私 的高度控制； 2) 符合 监管标准 ； 3) 定制服务 ，满足行业需求
主要服务行业	视频、游戏、电动汽车、电子商务和移动互联网	公共服务、医疗健康、金融服务

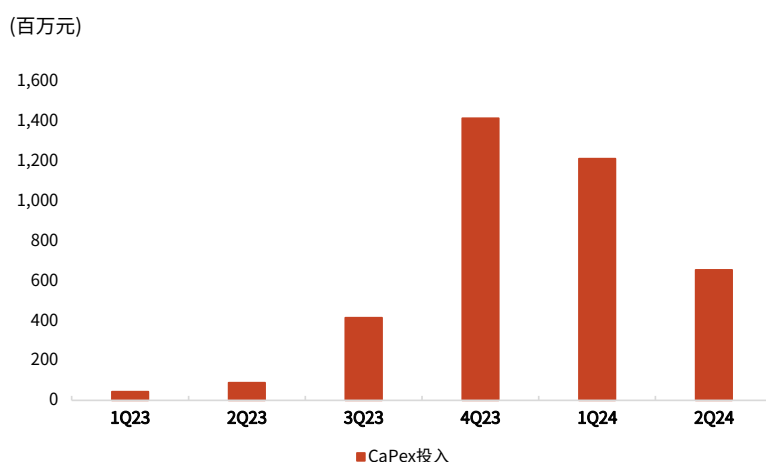
资料来源：金山云港股招股说明书、公司官网，光大证券研究所

4.2.1 Capex 积极投入，有望持续受益于生态 AI 发展机会

公司在 2H23 开始加大 Capex 投入力度，积极把握 AI 发展机会。1Q23/2Q23 金山云资本开支仅 4460/8900 万元，但 3Q23 迅速提升至 4.15 亿元，4Q23 进一步提升至 14.2 亿元，2H23 资本开支达 18.3 亿元，主要用于购买先进 AI 服务器、以满足 AI 客户对于算力需求；1H24 公司持续 18.7 亿元高额 CapEX 投入，积极投资支持 AI 业务发展。

持续赋能小米&金山生态系统，2025-2027 三年框架协议收入上限总额达 113 亿元。11 月 19 日公司发布关联交易公告，2025-2027 年公司预计将继续为金山软件和小米集团提供云服务（包括但不限于云存储、云计算、算力服务、综合云解决方案，以及技术支持、维护升级等其他相关或相似服务），同时受益于 1) 金山软件：办公业务 WPS AI 商业化推进+云游戏发行和运营；2) 小米集团：小米汽车智能驾驶训练研发+自动驾驶数据存储+手机×AIoT 分部的持续发展，公司来自生态系统收入有望持续增长。根据公告，金山云在 2025-2027 三年来自金山软件+小米集团的收入上限分别为 27.8/37.4/48.1 亿元，加总金额达 113 亿元(vs 2023 年来自小米+金山软件营收 11 亿元)。

图 46: 公司在 2H23 开始加大 Capex 投入力度

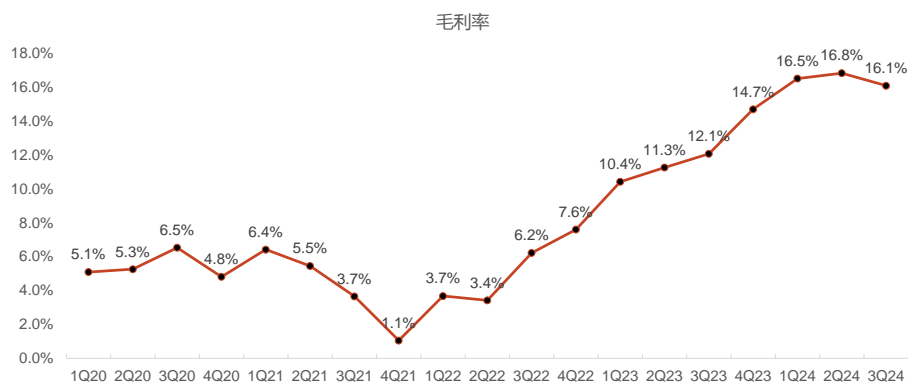


资料来源: 金山云财报, 光大证券研究所整理

4.2.2 战略转型带动毛利率持续改善, 2025 年 OP Margin 有望转正

2022 年开始公司着手战略调整, 以短期阵痛换取长期盈利。金山云 2019-2021 年营收逐年增长, 对应 CAGR 达到 51.3%, 并于 2021 年实现营收 91 亿元。2022-2023 年受到延迟复工、公司战略性缩减 CDN 产品规模、以及行业云加强项目考核等因素影响, 公司营收连续两年下滑。作为回报的是, 公司毛利率呈现持续提升趋势, 公司综合毛利率从 2021 年的 3.9% 提升至 2022 年的 5.3%, 再提升至 2023 年的 12.1%。进入 2024 年, 公司业务调整基本稳定、叠加 AI 收入持续提升, 1Q24 营收同比下降幅度明显收窄, 2Q24 实现营收增速回正, 3Q24 已实现营收双位数同比提升; 同时毛利率进一步延续提升趋势。3Q24 实现综合毛利率 16.1%, 同比提升 4 个 pcts。

图 47: 缩减亏损 CDN+AI 等高毛利业务占比提升, 带动公司盈利能力逐季持续提升

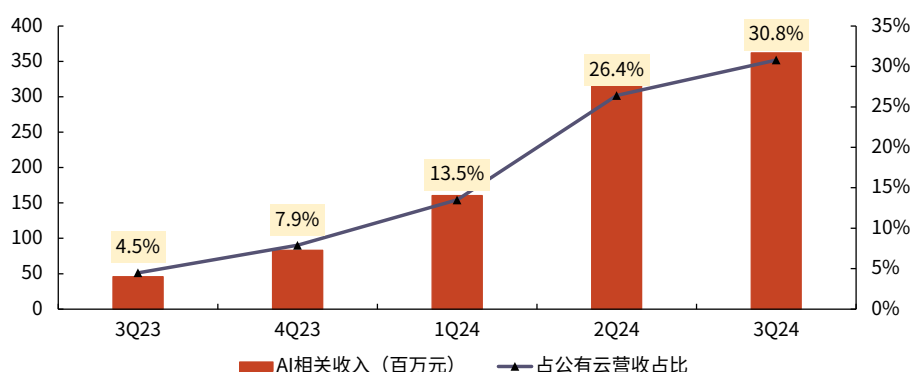


资料来源: 金山云财报, 光大证券研究所整理

3Q24 公有云营收回归双位数增长, AI 布局已初见成效。3Q24 公有云实现收入 11.8 亿元, 同比增长 15.6%, 主要受益于 AI 收入提升; 但环比下降 4.8%, 主要系该季度公司继续主动减少 CDN 业务规模。AI 方面, 3Q24 AI 收入达 3.6 亿元, 占公有云业务收入的 31%。AI 业务的扩张带动公司客户与行业分布实现进一步多元化: 1) 目前金山云已覆盖多数业内头部通用 AI 公司; 2) AI 的发展带

动公司数据清洗业务算力及存储需求实现快速增长；3) 公司在自动驾驶和智能机器人领域实现新突破。

图 48: 金山云 AI 相关收入逐季提升



资料来源: 金山云财报, 光大证券研究所整理

5、盈利预测

金山软件是国内最早一批软件互联网服务公司, 自 1988 年成立以来已经历三十余年, 目前公司的并表业务主要为游戏和办公两大主营业务, 而金山云和猎豹移动则为联营公司入账。通过对于公司业务历史梳理和近况分析, 我们认为金山软件目前各项业务均处于向好态势, 具体分析如下:

- 1) 游戏业务方面, 考虑到《剑网 3 无界》推出后带动用户回归及流水表现超预期、以及公司在手游戏储备多元, 预计游戏业务营收或将成为公司 2024 年营收增长核心驱动, 同时 2025 年有望延续增长趋势;
- 2) 办公业务方面, 我们预计 WPS AI 2.0 将带动 AI 商业化节奏加快, WPS 365 有望助力 B 端客户加速拓展, 同时信创业务有望伴随政策支持和一揽子财政增量而受益;
- 3) 联营公司方面, 金山云作为小米&金山生态系统内的唯一战略云平台, 我们看好 2025-2027 年生态 AI 发展机会为金山云带来的营收/利润弹性、盈利能力有望持续改善, 我们预计金山云调整经营利润率有望于 2025 年转正; 猎豹移动方面, 虽公司短期盈利端仍将亏损, 但公司目前已积极进行 AI 转型, 长期对于金山软件利润端拖累有望收窄。

综上, 我们上调 2024-2026 年金山软件归母净利润预测至 15.2/ 20.7/24.8 亿元, 对应同比增速达+214%/+36%/+20%, 重申公司“买入”评级。

公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万人民币)	7,637	8,534	10,228	11,977	13,718
同比变化 (%)	19.9	11.7	19.9	17.1	14.5
归母净利润 (百万人民币)	-6,049	483	1,520	2,067	2,480
同比变化 (%)	—	—	214.4	36.0	20.0
每股收益 (元)	-4.43	0.36	1.14	1.55	1.86
市盈率	—	91	29	21	17

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2025-01-21, 汇率 1 港币=0.9213 人民币

6、风险提示

- 1) **新游戏上线不及预期的风险**：玩家对游戏的需求和喜好变化快速，如果新游戏不能精准把握玩家需求趋势，可能上线效果不及预期；游戏开发过程中，对于画面渲染、动作捕捉、引擎优化等方面技术要求高，若开发进度延迟，可能会导致上线时间推迟。
- 2) **技术升级不及预期风险**：软件行业技术更新换代迅速，为保持竞争力，各厂商需不断投入大量资源进行技术研发和创新，公司若不能及时跟上技术发展的步伐，其市场竞争力可能会有所下降。
- 3) **云行业竞争加剧**：为争夺有限的市场份额，云服务厂商纷纷打起价格战，云巨头若继续推出低价策略、迫使其他竞争对手跟进，行业利润空间可能会被严重压缩。
- 4) **AI 进展不及预期**：企业对办公软件的 AI 应用需求多样且复杂，金山办公需要针对不同行业、不同规模的企业提供定制化解决方案，若在企业端市场的推广策略、产品定制化能力不足，可能影响 AI 在 B 端的商业化进展；同时，面对 AI 浪潮的爆发式增长，金山云 AI 算力若不能满足其核心客户需求，则可能对于公司未来经营产生负向影响。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营收入	7,637	8,534	10,228	11,977	13,718
网络游戏及其他	3,746	3,977	5,215	6,235	7,153
办公软件	3,891	4,557	5,013	5,742	6,565
营业成本	1,460	1,503	1,741	1,932	2,188
毛利	6,177	7,030	8,487	10,045	11,530
其它收入	395	375	480	527	590
其他开支	53	49	38	118	135
营业开支	4,675	5,129	5,488	6,314	7,111
营业利润	1,844	2,227	3,442	4,140	4,875
OP Margin	24.1%	26.1%	33.7%	34.6%	35.5%
其他收益, 净额	-6,471	35	161	-110	-194
财务成本净额	292	460	138	43	-84
应占利润及亏损	-1,386	-1,234	-1,010	-408	-270
税前利润	-5,721	1,489	2,732	3,665	4,326
所得税开支	-379	274	155	220	260
净利润	-5,342	1,215	2,576	3,445	4,066
少数股东权益	707	732	1,056	1,378	1,586
归母净利润	-6,049	483	1,520	2,067	2,480
Non-GAAP 净利润	718	866	1,807	2,407	2,872
息税折旧前利润	2,107	2,459	4,104	4,963	5,800
息税前利润	1,835	2,220	3,453	4,231	4,980
每股收益 (元)	(4.43)	0.36	1.14	1.55	1.86
每股股息 (元)	0.17	0.10	0.19	0.21	0.21

资产负债表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总资产	31,888	35,195	38,861	42,829	47,462
流动资产	23,540	26,893	31,702	36,106	41,144
现金及短期投资	18,204	20,277	26,162	30,159	34,793
有价证券及短期投资	3,125	3,591	3,000	3,000	3,000
应收账款	861	785	947	1,109	1,270
存货	18	16	18	20	23
其它流动资产	1,332	2,224	1,575	1,817	2,059
非流动资产	8,348	8,301	7,160	6,723	6,318
长期投资	5,489	4,937	4,432	4,228	4,093
固定资产净额	580	470	373	245	48
其他非流动资产	2,279	2,894	2,354	2,250	2,177
总负债	7,731	8,621	9,569	10,349	11,192
流动负债	6,888	4,880	5,588	6,358	7,191
应付账款	2,652	2,963	3,134	3,478	3,939
短期借贷	2,590	0	0	0	0
其它流动负债	1,647	1,917	2,454	2,880	3,252
长期负债	843	3,741	3,981	3,991	4,001
长期债务	0	2,770	3,000	3,000	3,000
其它	843	971	981	991	1,001
股东权益合计	24,156	26,573	29,292	32,480	36,271
股东权益	19,501	21,289	22,952	24,761	26,966
少数股东权益	4,655	5,284	6,341	7,719	9,305
负债及股东权益总额	31,888	35,195	38,861	42,829	47,462

现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2,574	3,489	5,128	5,116	5,978
净利润	-6,049	483	1,520	2,067	2,480
折旧与摊销	273	240	651	732	820
营运资本变动	-8	5	7	180	298
其它	8,358	2,761	2,950	2,137	2,381
投资活动现金流	4,422	-6,476	247	-904	-985
资本性支出净额	-508	-474	-214	-500	-550
资产处置	0	0	0	0	0
长期投资变化	6,791	-5,974	505	204	135
其它资产变化	-1,862	-29	-44	-608	-570
自由现金流	908	5,530	2,764	-15,611	500
融资活动现金流	-619	656	511	-214	-360
派发红利	-399	-400	-134	-258	-276
其它长期负债变化	-561	-667	138	43	-84
净现金流	6,376	-2,331	5,885	3,998	4,633

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP