

金山办公 (688111.SH)

Q3 整体收入表现较好，关注其持续性

核心观点：

- **公司披露 2021 年三季报。** 21 年前三季度业绩：营业总收入 23.72 亿元，同比增加 57.82%；归母净利润为 8.48 亿元，同比增长 42.4%；扣非净利润为 7.03 亿元，同比增长 78.2%。
- **1. 办公软件授权业务 Q3 单季度收入 3.55 亿元，同比+41.2%，该业务收入主要包括信创相关业务收入以及公司在国内大中型政企客户市场的收入，我们判断，一方面，信创相关业务对公司 Q3 收入应有较大幅度增厚，而另一方面，考虑到大中型政企客户全年采购的季节性因素，该部分收入也应有所表现。2. 办公服务订阅业务 Q3 单季度收入 3.89 亿元，同比+56.1%。**
- **从 Q3 单季度看，整体上，公司费用控制相关措施效果较好。而管理费用的较高增长或主要受 21 年 6 月的股权激励影响，剔除该因素，测算 21Q3 单季度管理费用与 20Q3 基本持平。**
- **截至 Q3，合同负债 11.94 亿元，季度环比增速(+13.6%)较 21Q2(+20.4%)有所回落。Q2 合同负债环比快速增长或与 Q2 的较高强度销售投入有关，而二季度末较高的合同负债也为 Q3 办公服务订阅业务的快速增长奠定了基础。**
- **公司主要产品月活环比增速约+4.0%，略高于 PC 版月活环比增速(+3.5%)，略低于移动版月活环比增速(+5.1%)。一方面，单季度 Q3 的月活环比增速较 Q2 有一定程度提升，关注其持续性；另一方面，当前体量下，PC 版月活的更高增速对公司付费用户数的增长应更重要。**
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 21-23 年归母净利润分别为 11.10 亿元、14.83 亿元、19.24 亿元。我们维持公司合理价值约 359.67 元/股的判断，维持“增持”评级。
- **风险提示。** 市场化的企业端需求培育周期相对较长；大型政企市场需求释放的节奏和可持续性；个人用户的转化率节奏与 ARPU 值空间。

盈利预测：

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	1,580	2,261	3,183	4,316	5,647
增长率 (%)	39.8	43.1	40.8	35.6	30.8
EBITDA (百万元)	356	716	1,189	1,574	2,024
归母净利润 (百万元)	401	878	1,110	1,483	1,924
增长率 (%)	28.9	119.2	26.4	33.5	29.7
EPS (元/股)	0.87	1.90	2.41	3.22	4.17
市盈率 (P/E)	188.62	215.76	108.98	81.61	62.90
ROE (%)	6.6	12.8	13.9	15.7	16.9
EV/EBITDA	210.10	263.40	99.88	74.31	56.62

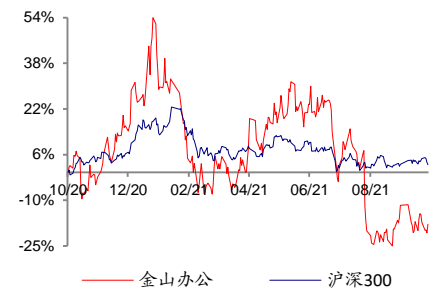
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级

当前价格	262.45 元
合理价值	359.67 元
前次评级	增持
报告日期	2021-10-28

相对市场表现



分析师：

刘雪峰



SAC 执证号：S0260514030002



SFC CE No. BNX004



021-38003675



gflinuxefeng@gf.com.cn

相关研究：

金山办公 (688111.SH) :C	2021-08-25
端放缓，未来更多关注 B 端方向	
金山办公 (688111.SH) :Q1	2021-04-30
业绩超预期，信创贡献较大增量	
金山办公 (688111.SH) :协	2021-03-24
作战战略前景广阔，大型政企市场需求增厚业绩	

联系人：

雷棠棣 021-38003673

leitangdi@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

一、公司披露 2021 年三季度报

公司披露2021年三季度报:

21年前三季度业绩: 营业总收入23.72亿元, 同比增加57.82%, 较2019年同期增长128%; 归母净利润为8.48亿元, 同比增长42.4%, 较2019年同期增长315%; 扣非净利润为7.03亿元, 同比增长78.2%, 较2019年同期增长338%;

21Q3业绩: 营业总收入为8.07亿元, 同比增长37.4%, 较19Q3增长126%; 归母净利润为2.99亿元, 同比增长25.7%, 较19Q3增长420%; 扣非净利润为2.44亿元, 同比增长89.6%, 较19Q3增长485%。

简评:

1. 从总收入增速来看, Q3单季度收入增速较Q2单季度有明显回升。
 - (1) 办公软件授权业务: 该业务Q3单季度收入3.55亿元, 同比增长41.2% (21H1为6.40亿元, 同比增长200%)。该业务收入主要包括信创相关业务收入以及公司在国内大中型政企客户市场的收入, 我们判断, 一方面, 信创相关业务对公司Q3收入应有较大程度增厚, 而另一方面, 考虑到大中型政企客户全年采购的季节性因素, 该部分收入也应有所表现。
 - (2) 办公服务订阅业务: 该业务Q3单季度收入3.89亿元, 同比增长56.1% (21H1为7.35亿元, 同比增长37.9%)。从合同负债环比增速看 (21H1环比21Q1增长20.4%), Q2公司较快速的合同负债环比增速为Q3订阅业务的快速增长奠定了基础。
 - (3) 互联网广告推广及其他业务: 该业务Q3单季度收入6270万元, 同比减少27.5% (21H1为7.35亿元, 同比增长37.9%)。公司持续提升办公用户体验, 降低广告弹窗频次, 加强广告审查, 互联网广告业务收入减少应在预期之中。
2. 前三季度毛利率为88.23%。Q3单季度为88.67%, 较Q2环比提升2.35 pct。毛利率相对较高的办公软件授权业务的收入占比提升应是主要原因之一。
3. 费用方面, 从Q3单季度看, 公司费用控制相关措施效果较好。
 - (1) 研发费用: 前三季度研发费用同比增长35.4%。Q3单季度研发费用为2.71亿元, 同比增加24.4%, 环比Q2增加15.5%。前三季度公司研发人员数同比增长超60%。
 - (2) 销售费用: 前三季度销售费用同比增长69.4%。Q3单季度销售费用为1.59亿元, 同比增加20.2%, 环比Q2减少25.3%。Q3销售费用环比减少或主要系Q2基数较高, 在Q2季度, 公司在品牌影响力及美誉度方面投入较大。
 - (3) 管理费用: 前三季度管理费用同比增长95.0%。Q3单季度管理费用为8555万元, 同比增加77.7%, 环比Q2增加28.9%。管理费用的上升应是受21年6月股权激励费用摊销影响。根据股权激励授予公告, 公司21年摊销的费用为8706万元, 按全年共摊销7个月计算, 则平均每月摊销约3731万元。

剔除该影响，21Q3单季度管理费用与20Q3基本持平。

4. 前三季度合同负债11.94亿元，较21H1增长13.6%，较年初增长43.4%。季度环比增速较21Q2有所回落，21Q2合同负债环比Q1增长20.4%。我们判断，Q2合同负债环比快速增长或与Q2的较高强度销售投入有关，而二季度末较高的合同负债也为Q3办公服务订阅业务的快速增长奠定了基础。根据公司中报，其他非流动负债由超过一年的合同负债构成，前三季度为1.06亿元，较21H1增长1.0%，而21年半年末该科目环比Q1增长15.8%。
5. 前三季度经营活动现金流净额为12.05亿元，同比增长48.8%。Q3单季度该科目为4.44亿元，同比增长24.0%。其中，Q3单季度销售商品、提供劳务收到的现金10.54亿元，同比增长51.7%。
6. 月活方面：截至21年06月，公司主要产品（不含金山文档）MAU达到5.21亿，21年6月/21年3月/20年12月/20年9月/20年6月/20年3月分别为5.01、4.94/4.74/4.57/4.54/4.47亿；其中，WPS office PC版月度活跃用户数2.06亿，21年6月/21年3月/20年12月/20年9月/20年6月/20年3月分别为1.99/1.94/1.85/1.76/1.72/1.68亿；移动版月度活跃用户数3.11亿，21年6月/21年3月/20年12月/20年9月/20年6月/20年3月分别为2.96/2.94/2.82亿/2.74亿/2.75亿/2.71亿。月活环比增速约+4.0%，略高于PC版月活环比增速（+3.5%），略低于移动版月活环比增速（+5.1%）。一方面，单季度Q3的月活环比增速较Q2有一定程度提升，判断或与Q2的销售活动有关，关注其持续性；另一方面，当前体量下，PC版月活的更高增速对公司付费用户数的增长应更重要。

表1：历史三季度财务关键数据

财报数据（百万元）	2019Q1-Q3	2020Q1-Q3	2021Q1-Q3
营业总收入	1,042.08	1,503.17	2,372.33
营业成本	167.16	197.67	279.17
销售费用	221.76	306.46	519.25
管理费用	87.75	112.43	219.26
研发费用	438.04	523.91	709.38
财务费用	-1.88	-6.16	-30.68
投资净收益	27.40	118.24	86.48
营业利润	198.86	609.05	899.66
归属于母公司所有者的净利润	204.41	595.29	847.91
扣非归母净利润	160.36	394.31	702.52
主要比率			
综合毛利率	83.96%	86.85%	88.23%
销售费用率	21.28%	20.39%	21.89%
管理费用率	8.42%	7.48%	9.24%
研发费用率	42.03%	34.85%	29.90%
营业利润率	19.08%	40.52%	37.92%
归母净利率	19.62%	39.60%	35.74%
YOY			

营业收入	39.49%	44.25%	57.82%
归母净利润	-2.51%	191.22%	42.44%
扣非归母净利润	-12.38%	145.89%	78.17%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表2: 季度财务关键数据 (单位: 百万元)

财报数据 (百万元)	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3
营业总收入	543.50	587.40	757.80	773.35	791.73	807.25
营业成本	67.79	70.75	80.46	79.32	108.37	91.48
销售费用	90.36	132.42	176.35	147.11	212.96	159.18
管理费用	33.70	48.16	100.11	67.36	66.35	85.55
研发费用	159.22	217.42	186.97	204.62	234.21	270.54
财务费用	-3.27	-2.29	-3.25	-9.82	-14.91	-5.94
投资净收益	22.73	75.71	25.93	8.16	49.88	28.44
营业利润	255.80	242.21	326.32	361.01	228.54	310.11
归母公司净利润	247.09	237.89	282.85	307.40	241.37	299.14
扣非净利润	201.72	128.57	217.72	257.50	201.30	243.73
主要比率						
毛利率	87.53%	87.96%	89.38%	89.74%	86.31%	88.67%
销售费用率	16.63%	22.54%	23.27%	19.02%	26.90%	19.72%
管理费用率	6.20%	8.20%	13.21%	8.71%	8.38%	10.60%
研发费用率	29.29%	37.01%	24.67%	26.46%	29.58%	33.51%
营业利润率	47.06%	41.23%	43.06%	46.68%	28.87%	38.42%
归母净利率	45.46%	40.50%	37.33%	39.75%	30.49%	37.06%
YoY						
营业总收入	35.58%	64.62%	41.00%	107.74%	45.67%	37.43%
归母净利润	149.30%	313.61%	44.19%	178.65%	-2.31%	25.75%
扣非净利润	133.11%	208.37%	41.22%	302.27%	-0.21%	89.56%
QoQ						
营业总收入	46.00%	8.08%	29.01%	2.05%	2.38%	1.96%
归母净利润	123.98%	-3.72%	18.90%	8.68%	-21.48%	23.93%
扣非净利润	215.14%	-36.26%	69.34%	18.27%	-21.82%	21.08%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

二、盈利预测与投资建议

预计公司21年~23年营业收入分别为31.83亿元、43.16亿元、56.47亿元，同比增速分别为40.8%、35.6%、30.8%；归母净利润分别为11.10亿元、14.83亿元、19.24亿元，同比增速分别为26.4%、33.5%、29.7%。

综合考虑，公司中长期成长性较高，一方面随着自主可控产业持续推进，公司作为国产办公软件旗帜厂商将获发展良机，另一方面目前付费用户转换率、ARPU值仍偏低，长期看增长空间较大。我们维持公司合理价值约359.67元/股的判断，维持“增持”评级。

三、风险提示

- (一) 市场化的企业端需求培育周期相对较长
- (二) 大型政企市场需求释放的节奏和可持续性
- (三) 个人用户的转化率节奏与 ARPU 值空间

		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	6,681	8,088	9,484	11,509	14,136	
货币资金	749	1,004	2,209	4,014	6,374	
应收及预付	352	409	576	780	1,020	
存货	1	1	2	3	4	
其他流动资产	5,577	6,674	6,696	6,711	6,738	
非流动资产	163	423	501	536	571	
长期股权投资	22	36	36	36	36	
固定资产	67	62	89	111	139	
在建工程	0	0	0	0	0	
无形资产	18	59	109	122	130	
其他长期资产	57	267	267	267	267	
资产总计	6,844	8,512	9,984	12,045	14,707	
流动负债	727	1,438	1,790	2,353	3,074	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付及预收	498	140	201	263	333	
其他流动负债	229	1,297	1,588	2,091	2,742	
非流动负债	49	183	183	183	183	
长期借款	0	0	0	0	0	
应付债券	0	0	0	0	0	
其他非流动负债	49	183	183	183	183	
负债合计	775	1,621	1,973	2,536	3,257	
股本	461	461	461	461	461	
资本公积	4,588	4,642	4,642	4,642	4,642	
留存收益	1,013	1,753	2,863	4,345	6,269	
归属母公司股东权益	6,069	6,855	7,965	9,448	11,371	
少数股东权益	0	36	47	61	79	
负债和股东权益	6,844	8,512	9,984	12,045	14,707	

		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业收入	1,580	2,261	3,183	4,316	5,647	
营业成本	228	278	399	520	659	
营业税金及附加	16	23	32	44	57	
销售费用	345	483	652	876	1,141	
管理费用	136	213	223	302	395	
研发费用	599	711	971	1,312	1,711	
财务费用	-3	-9	-16	-31	-52	
资产减值损失	0	0	0	0	0	
公允价值变动收益	50	118	0	0	0	
投资净收益	31	144	153	164	175	
营业利润	402	935	1,186	1,582	2,052	
营业外收支	5	0	-3	-2	-2	
利润总额	406	936	1,183	1,580	2,050	
所得税	6	49	62	83	108	
净利润	401	887	1,121	1,497	1,942	
少数股东损益	0	8	11	14	18	
归属母公司净利润	401	878	1,110	1,483	1,924	
EBITDA	356	716	1,189	1,574	2,024	
EPS (元)	0.87	1.90	2.41	3.22	4.17	

		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	586	1,514	1,166	1,718	2,267	
净利润	401	887	1,121	1,497	1,942	
折旧摊销	32	47	33	39	45	
营运资金变动	218	844	162	344	453	
其它	-65	-263	-150	-162	-173	
投资活动现金流	-4,474	-1,116	40	87	93	
资本支出	-63	-55	-113	-77	-82	
投资变动	-4,456	-1,259	0	0	0	
其他	45	198	153	164	175	
筹资活动现金流	4,449	-141	0	0	0	
银行借款	0	0	0	0	0	
股权融资	4,482	0	0	0	0	
其他	-32	-141	0	0	0	
现金净增加额	562	251	1,206	1,805	2,360	
期初现金余额	186	749	1,004	2,209	4,014	
期末现金余额	749	1,000	2,209	4,014	6,374	

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	39.8%	43.1%	40.8%	35.6%	30.8%
营业利润增长	18.8%	132.9%	26.8%	33.4%	29.7%
归母净利润增长	28.9%	119.2%	26.4%	33.5%	29.7%
获利能力					
毛利率	85.6%	87.7%	87.5%	87.9%	88.3%
净利率	25.4%	39.2%	35.2%	34.7%	34.4%
ROE	6.6%	12.8%	13.9%	15.7%	16.9%
ROIC	5.3%	9.2%	13.7%	15.3%	16.4%
偿债能力					
资产负债率	11.3%	19.0%	19.8%	21.1%	22.1%
净负债比率	12.8%	23.5%	24.6%	26.7%	28.4%
流动比率	9.19	5.63	5.30	4.89	4.60
速动比率	9.18	5.62	5.29	4.88	4.59
营运能力					
总资产周转率	0.23	0.27	0.32	0.36	0.38
应收账款周转率	4.58	5.68	5.68	5.68	5.68
存货周转率	1,106.03	1,677.34	1,273.49	1,323.32	1,367.04
每股指标 (元)					
每股收益	0.87	1.90	2.41	3.22	4.17
每股经营现金流	1	3	3	4	5
每股净资产	13.16	14.87	17.28	20.49	24.67
估值比率					
P/E	188.62	215.76	108.98	81.61	62.90
P/B	12.45	27.64	15.19	12.81	10.64
EV/EBITDA	210.10	263.40	99.88	74.31	56.62

广发计算机行业研究小组

- 刘雪峰：首席分析师，东南大学工学士，中国人民大学经济学硕士，1997年起先后在数家IT行业跨国公司从事技术、运营与全球项目管理。2010年7月始就职于招商证券研究发展中心负责计算机组行业研究工作，2014年1月加入广发证券发展研究中心。
- 庞倩倩：资深分析师，华南理工大学管理学硕士，曾就职于华创证券，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 李傲远：资深分析师，重庆大学金融学硕士，曾任职于国泰君安、安信基金，2020年9月加入广发证券发展研究中心。4年证券行业研究经验。
- 雷棠棣：研究助理，电子科技大学软件工程学士，哈尔滨工业大学软件工程硕士，悉尼大学商科硕士（金融学与商业分析方向），注册会计师非执业会员。曾在四大行IT部门工作3年，2020年4月加入广发证券发展研究中心。
- 吴祖鹏：资深分析师，中南大学材料工程学士，复旦大学经济学硕士，曾先后任职于华泰证券、华西证券，2021年2月加入广发证券发展研究中心。3年证券行业研究经验。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究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。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。