

## 整体经营情况良好，订阅收入高速增长

### ——金山办公(688111.SH)2021年三季度点评

## 买入|维持

#### 事件：

公司于2021年10月28日晚发布《2021年第三季度报告》。

#### 点评：

##### ● 第三季度经营业绩良好，订阅收入同比高速增长

公司持续关注用户需求，深耕产品服务，第三季度取得了良好的经营成绩。第三季度，公司实现营业收入8.07亿元，同比增长37.43%；实现归母净利润2.99亿元，同比增长25.75%；实现扣非归母净利润2.44亿元，同比增长89.56%；经营性现金流净额为4.44亿元，同比增长23.96%。分产品来看，办公软件授权收入为3.55亿元，同比增长41.19%；办公服务订阅业务收入为3.89亿元，同比增长56.13%；互联网广告推广及其他业务收入为6269.71万元，同比下滑27.48%。前三季度，公司实现营业收入23.72亿元，同比增长57.82%；实现归母净利润8.48亿元，同比增长42.44%。

##### ● 月度活跃设备数稳定增长，持续投入研发保障核心竞争力

订阅业务方面，公司着重优化办公协作场景并上线新功能，有效提升月度活跃设备数及付费用户数的稳定增长。截至三季度末，公司主要产品月度活跃设备数为5.21亿，同比增长14.00%。其中，WPS Office PC版月度活跃设备数2.06亿，同比增长17.05%；移动版月度活跃设备数3.11亿，同比增长13.50%；其他产品如金山词霸等月度活跃设备数接近500万。截至三季度末，用户黏性持续增加，个人及“WPS+”用户通过公有云服务上传云端文件数量已达1189亿份。公司坚持技术立业，前三季度研发人员数同比增长超60%，研发费用为7.09亿元，与2020年全年持平。

##### ● 拟现金出资875万美元参股创客贴，进一步完善产业生态布局

10月13日，公司发布公告称拟使用自有资金现金出资875万美元，通过境外全资子公司认购参股公司Chuangkit Inc.（创客贴）新发行股份并受让创客贴老股东股份合计1787.28万股。本次交易完成后，公司将持有创客贴合计2928.10万股股份，对应持有创客贴股份比例合计20.95%。创客贴是一个基于云端协作、智能化辅助、图像处理等技术打造的在线设计平台，公司与创客贴展开全面战略合作后，金山WPS、金山文档各端将接入创客贴图片设计能力，作为金山办公的文档、PPT、Excel等产品的有益补充，为用户提供更完善的创意设计体验和更全面的协同办公体验。

##### ● 投资建议与盈利预测

公司是国内领先的办公软件和服务提供商，未来成长空间较为广阔。预测公司2021-2023年营业收入为33.38、45.57、60.72亿元，归母净利润为11.35、15.82、22.46亿元，EPS为2.46、3.43、4.87元/股，对应PE为106.60、76.48、53.87倍。公司目前营业收入快速增长，研发等费用投入较多，采用PS估值法较为合理。上市以来，公司PS主要运行在40-120倍之间，考虑到公司近期PS估值水平调整明显，下调公司2021年的目标PS至50倍，对应的目标价为362.00元，维持“买入”评级。

##### ● 风险提示

付费用户数量增长低于预期；国产化替代进程低于预期；其他公司进入办公软件市场，市场竞争加剧。

当前价/目标价：262.45元/362.00元

目标期限：6个月

#### 基本数据

52周最高/最低价（元）：491.77 / 238.28

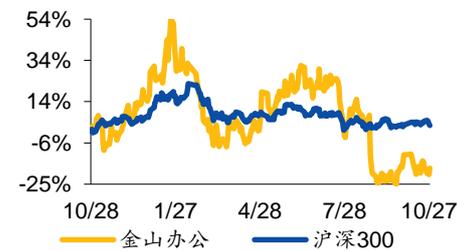
A股流通股（百万股）：215.82

A股总股本（百万股）：461.00

流通市值（百万元）：56641.81

总市值（百万元）：120989.45

#### 过去一年股价走势



资料来源：Wind

#### 相关研究报告

《国元证券公司研究-金山办公(688111.SH)2021年半年度报告点评：信创业务爆发式增长，加大研发布局未来》2021.08.25

《国元证券公司研究-金山办公(688111.SH)2020年年度报告点评：付费用户数高速增长，长期成长空间广阔》2021.03.24

#### 报告作者

分析师 耿军军

执业证书编号 S0020519070002

电话 021-51097188-1856

邮箱 gengjunjun@gyzq.com.cn

分析师 陈图南

执业证书编号 S0020521090001

电话 021-51097188

邮箱 chentunan@gyzq.com.cn

附表：盈利预测

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1579.52	2260.97	3337.66	4556.99	6071.76
收入同比(%)	39.82	43.14	47.62	36.53	33.24
归母净利润(百万元)	400.58	878.14	1134.95	1581.88	2245.76
归母净利润同比(%)	28.94	119.22	29.24	39.38	41.97
ROE(%)	6.60	12.81	14.71	17.77	21.20
每股收益(元)	0.87	1.90	2.46	3.43	4.87
市盈率(P/E)	302.04	137.78	106.60	76.48	53.87

资料来源：Wind，国元证券研究所

图 1：金山办公上市以来 PS-Band



资料来源：Wind，国元证券研究所

**财务预测表**

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	6680.56	8088.17	9138.02	10559.68	12472.57
现金	749.24	1003.50	1478.37	2094.43	3059.80
应收账款	345.02	398.11	587.09	800.66	1064.38
其他应收款	25.50	41.21	60.41	81.57	107.47
预付账款	5.32	8.38	12.04	16.19	21.38
存货	1.43	1.35	1.95	2.71	3.69
其他流动资产	5554.05	6635.62	6998.16	7564.12	8215.85
<b>非流动资产</b>	163.43	423.41	431.74	444.25	467.04
长期投资	21.86	35.83	37.92	39.86	43.29
固定资产	67.17	61.69	62.62	64.60	72.99
无形资产	17.61	59.04	59.81	62.04	65.33
其他非流动资产	56.80	266.85	271.38	277.74	285.42
<b>资产总计</b>	6843.99	8511.59	9569.75	11003.93	12939.61
<b>流动负债</b>	726.71	1437.81	1612.95	1834.88	2042.26
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	60.24	140.39	193.22	246.92	301.40
其他流动负债	666.48	1297.43	1419.73	1587.96	1740.86
<b>非流动负债</b>	48.70	182.95	194.74	206.53	220.08
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	48.70	182.95	194.74	206.53	220.08
<b>负债合计</b>	775.41	1620.76	1807.69	2041.41	2262.34
少数股东权益	0.00	35.92	46.90	62.36	84.77
股本	461.00	461.00	461.00	461.00	461.00
资本公积	4588.25	4641.91	4641.91	4641.91	4641.91
留存收益	1012.83	1752.68	2611.03	3795.68	5487.78
<b>归属母公司股东权益</b>	6068.58	6854.91	7715.17	8900.16	10592.50
<b>负债和股东权益</b>	6843.99	8511.59	9569.75	11003.93	12939.61

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	585.69	1514.42	983.49	1455.00	2031.26
净利润	400.58	886.57	1145.93	1597.34	2268.18
折旧摊销	32.14	47.13	36.95	48.01	39.95
财务费用	-3.02	-9.41	-24.82	-35.73	-51.54
投资损失	-31.47	-144.17	-45.85	-51.36	-56.74
营运资金变动	204.11	790.41	-94.83	-150.09	-196.13
其他经营现金流	-16.65	-56.11	-33.89	46.83	27.55
<b>投资活动现金流</b>	-4473.63	-1116.32	-258.75	-477.77	-564.01
资本支出	63.21	55.28	26.28	38.26	36.42
长期投资	4455.63	1111.05	4.37	4.37	5.72
其他投资现金流	45.22	50.01	-228.10	-435.14	-521.87
<b>筹资活动现金流</b>	4449.06	-141.36	-249.87	-361.16	-501.88
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	101.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	4372.01	53.66	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-23.96	-195.02	-249.87	-361.16	-501.88
<b>现金净增加额</b>	562.44	251.34	474.86	616.06	965.37

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	1579.52	2260.97	3337.66	4556.99	6071.76
营业成本	227.77	278.13	397.33	530.79	696.39
营业税金及附加	15.94	22.92	33.71	46.03	61.32
营业费用	344.74	482.81	706.92	961.07	1276.28
管理费用	135.70	212.54	310.74	422.89	561.64
研发费用	598.79	710.88	922.17	1166.52	1359.80
财务费用	-3.02	-9.41	-24.82	-35.73	-51.54
资产减值损失	-0.03	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	50.30	117.56	98.46	90.73	85.46
投资净收益	31.47	144.17	45.85	51.36	56.74
<b>营业利润</b>	401.65	935.37	1205.91	1680.07	2384.30
营业外收入	0.00	0.81	0.92	1.03	1.18
营业外支出	-4.72	0.32	0.46	0.57	0.69
<b>利润总额</b>	406.37	935.86	1206.37	1680.53	2384.79
所得税	5.79	49.29	60.44	83.19	116.62
<b>净利润</b>	400.58	886.57	1145.93	1597.34	2268.18
少数股东损益	0.00	8.43	10.98	15.46	22.42
<b>归属母公司净利润</b>	400.58	878.14	1134.95	1581.88	2245.76
EBITDA	430.76	973.09	1218.04	1692.35	2372.71
EPS (元)	0.87	1.90	2.46	3.43	4.87

主要财务比率					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	39.82	43.14	47.62	36.53	33.24
营业利润(%)	18.82	132.88	28.92	39.32	41.92
归属母公司净利润(%)	28.94	119.22	29.24	39.38	41.97
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	85.58	87.70	88.10	88.35	88.53
净利率(%)	25.36	38.84	34.00	34.71	36.99
ROE(%)	6.60	12.81	14.71	17.77	21.20
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	11.33	19.04	18.89	18.55	17.48
净负债比率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动比率	9.19	5.63	5.67	5.75	6.11
速动比率	9.19	5.62	5.66	5.75	6.11
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.37	0.29	0.37	0.44	0.51
应收账款周转率	5.34	5.86	6.67	6.57	6.51
应付账款周转率	3.50	2.77	2.38	2.41	2.54
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.87	1.90	2.46	3.43	4.87
每股经营现金流(最新摊薄)	1.27	3.29	2.13	3.16	4.41
每股净资产(最新摊薄)	13.16	14.87	16.74	19.31	22.98
<b>估值比率</b>					
P/E	302.04	137.78	106.60	76.48	53.87
P/B	19.94	17.65	15.68	13.59	11.42
EV/EBITDA	263.04	116.44	93.02	66.95	47.75

## 投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限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。

## 一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属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投资银行业务服务或其他服务。

## 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: [www.gyzq.com.cn](http://www.gyzq.com.cn)

## 国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188