

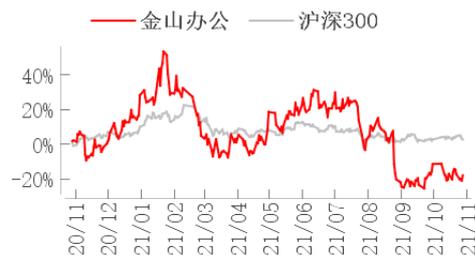
Q3 业绩超预期，加码 B 端协作布局



投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2021年10月28日)	262.45元
目标价格	286.88元
52周最高价/最低价	520.22/237元
总股本/流通A股(万股)	46,100/21,582
A股市值(百万元)	120,989
国家/地区	中国
行业	计算机
报告发布日期	2021年10月29日

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-3.86	-0.5	-16.25	-17.94
相对表现	-2.09	-4.81	-16.57	-21.37
沪深300	-1.77	4.31	0.32	3.43



资料来源: WIND、东方证券研究所

证券分析师 浦俊懿
021-63325888*6106
pujunyi@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860514050004

证券分析师 陈超
021-63325888*3144
chenchao3@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860521050002

相关报告

业务继续保持健康快速增长,加大销售、研发投入力度谋划更大增长空间: 2021-08-30

“协作”成为新增核心产品战略,企业级市场未来可期: 2020-12-02

业务边界持续拓宽,网络效应构建高壁垒: 2020-11-26

事件: 公司发布 2021Q3 季报,前三季度营收 23.72 亿,同比增长 57.8%,归母净利润 8.48 亿,增长 42.4%,扣非净利 7.03 亿,增长 78.2%。公司 2021Q3 单季度营收 8.07 亿,同比增长 37.4%,归母净利润 2.99 亿,增长 25.8%,扣非净利 2.44 亿,增长 89.6%,经营性现金流净额为 4.44 亿,同比增长 24.0%。公司 Q3 办公订阅服务业务收入与净利润增速较 Q2 有明显提升,各项财务与运营数据超市场预期。

核心观点

- 核心业务收入增速超出市场预期。** 办公软件授权业务方面,报告期内公司政企客户云化及授权业务延续良好增长态势,同时信创产品采购依然旺盛,带动该业务 Q3 单季度收入保持快速增长趋势,实现收入 3.55 亿,同比增长 41.2%。办公服务订阅业务方面,公司不断提供优质的办公服务,并上线新功能,如新推出稻壳文库业务,提升月活设备数及付费用户数,继续推动订阅用户需求向长期应用转化,驱动该业务 Q3 单季收入增速较上半年 37.9% 的增速实现加速,单季度实现收入 3.89 亿,同比增长 56.1%。
- 毛利率提升,外加费用控制良好,致 Q3 单季利润超预期。** 受收入结构变化,公司前三季度毛利率达到 88.23%,同比上升 1.38pct, Q3 单季度毛利率为 88.67%,同比上升 0.71pct。报告期内期间费用率为 59.74%,同比下降 2.57pct,其中 Q3 单季度费用率为 63.09%,同比下降 4.27pct。从研发投入情况看,前三季度研发人员数同比增长超过 60%,研发费用合计超 7 亿,已与 2020 年全年持平。
- 核心运营数据指标改善明显, B 端协作战略加速布局。** 截止 9 月底,公司主要产品月活设备数 5.21 亿,同比增长 14.00%,环比增长 3.99%,其中 PC 版月活达 2.06 亿,同比增长 17.05%,环比增长 3.52%,云端文件数量达 1189 亿,同比增长 50.15%,显示出用户黏性持续增加。此外在协作战略上,公司投资了低代码 PaaS 平台服务商炎黄盈动,并结合生态伙伴能力上架 CRM、进存销等各类应用及小程序,金山文档产品的用户数也已超过疫情峰值, B 端协作战略稳步推进。

财务预测与投资建议

- 我们维持给予公司 21-23 年 EPS 分别为 2.55/3.26/4.47 元,维持给予公司 22 年 88 倍市盈率,维持目标价为 286.88 元,维持增持评级

风险提示

国产化替代不及预期的风险; 付费率转化不及预期的风险; 估值溢价过高风险

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,580	2,261	3,397	4,386	5,961
同比增长(%)	39.8%	43.1%	50.3%	29.1%	35.9%
营业利润(百万元)	402	935	1,236	1,583	2,168
同比增长(%)	18.8%	132.9%	32.2%	28.1%	37.0%
归属母公司净利润(百万元)	401	878	1,174	1,504	2,060
同比增长(%)	28.9%	119.2%	33.7%	28.1%	37.0%
每股收益(元)	0.87	1.90	2.55	3.26	4.47
毛利率(%)	85.6%	87.7%	88.3%	87.9%	87.8%
净利率(%)	25.4%	38.8%	34.6%	34.3%	34.6%
净资产收益率(%)	11.0%	13.6%	15.9%	17.6%	20.4%
市盈率	302.0	137.8	103.0	80.4	58.7
市净率	19.9	17.7	15.3	13.1	11.0

资料来源: 公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格, 据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	749	1,004	2,053	3,688	6,005	营业收入	1,580	2,261	3,397	4,386	5,961
应收票据、账款及款项融资	347	400	578	746	954	营业成本	228	278	397	531	725
预付账款	5	8	17	22	30	营业税金及附加	16	23	34	44	60
存货	1	1	2	3	4	营业费用	345	483	722	925	1,243
其他	5,577	6,674	6,674	6,684	6,700	管理费用及研发费用	734	923	1,353	1,733	2,336
流动资产合计	6,681	8,088	9,325	11,143	13,693	财务费用	(3)	(9)	(15)	(29)	(48)
长期股权投资	22	36	22	22	22	资产、信用减值损失	7	4	7	6	8
固定资产	67	62	136	110	34	公允价值变动收益	50	118	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	0	投资净收益	31	144	187	244	317
无形资产	18	59	141	168	176	其他	67	115	149	164	213
其他	57	267	10	7	4	营业利润	402	935	1,236	1,583	2,168
非流动资产合计	163	423	308	307	236	营业外收入	0	1	0	0	0
资产总计	6,844	8,512	9,633	11,450	13,929	营业外支出	(5)	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	406	936	1,236	1,583	2,168
应付票据及应付账款	60	140	198	265	363	所得税	6	49	62	79	108
其他	666	1,297	1,507	1,941	2,504	净利润	401	887	1,174	1,504	2,060
流动负债合计	727	1,438	1,705	2,206	2,867	少数股东损益	0	8	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	401	878	1,174	1,504	2,060
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.87	1.90	2.55	3.26	4.47
其他	49	183	0	0	0	主要财务比率					
非流动负债合计	49	183	0	0	0		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	775	1,621	1,705	2,206	2,867	成长能力					
少数股东权益	0	36	36	36	36	营业收入	39.8%	43.1%	50.3%	29.1%	35.9%
实收资本(或股本)	461	461	461	461	461	营业利润	18.8%	132.9%	32.2%	28.1%	37.0%
资本公积	4,588	4,642	4,642	4,642	4,642	归属于母公司净利润	28.9%	119.2%	33.7%	28.1%	37.0%
留存收益	1,013	1,753	2,789	4,105	5,924	获利能力					
其他	6	(1)	0	0	0	毛利率	85.6%	87.7%	88.3%	87.9%	87.8%
股东权益合计	6,069	6,891	7,928	9,244	11,063	净利率	25.4%	38.8%	34.6%	34.3%	34.6%
负债和股东权益总计	6,844	8,512	9,633	11,450	13,929	ROE	11.0%	13.6%	15.9%	17.6%	20.4%
现金流量表						ROIC	10.8%	13.5%	15.7%	17.2%	19.8%
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	偿债能力					
净利润	401	887	1,174	1,504	2,060	资产负债率	11.3%	19.0%	17.7%	19.3%	20.6%
折旧摊销	32	44	97	181	251	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	(3)	(9)	(15)	(29)	(48)	流动比率	9.19	5.63	5.47	5.05	4.78
投资损失	(31)	(144)	(187)	(244)	(317)	速动比率	9.19	5.62	5.47	5.05	4.78
营运资金变动	1,210	632	73	311	419	营运能力					
其它	(1,023)	106	(106)	6	8	应收账款周转率	5.5	6.0	6.7	6.4	6.8
经营活动现金流	586	1,514	1,037	1,730	2,373	存货周转率	173.2	175.3	185.3	166.1	167.6
资本支出	(40)	(70)	(250)	(180)	(180)	总资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.4	0.5
长期投资	1	(14)	14	0	0	每股指标(元)					
其他	(4,435)	(1,032)	372	244	317	每股收益	0.87	1.90	2.55	3.26	4.47
投资活动现金流	(4,474)	(1,116)	136	64	137	每股经营现金流	1.27	3.29	2.25	3.75	5.15
债权融资	0	0	0	0	0	每股净资产	13.16	14.87	17.12	19.97	23.92
股权融资	4,473	54	0	0	0	估值比率					
其他	(24)	(195)	(123)	(159)	(192)	市盈率	302.0	137.8	103.0	80.4	58.7
筹资活动现金流	4,449	(141)	(123)	(159)	(192)	市净率	19.9	17.7	15.3	13.1	11.0
汇率变动影响	1	(5)	-0	-0	-0	EV/EBITDA	263.2	116.9	86.0	65.3	47.8
现金净增加额	562	254	1,050	1,634	2,218	EV/EBIT	281.2	122.1	82.8	72.0	52.5

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、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邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者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口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn