

业绩超预期，订阅增长提速

金山办公(688111)

评级:	买入	股票代码:	688111
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	521.0/237.0
目标价格:		总市值(亿)	1,209.89
最新收盘价:	295.28	自由流通市值(亿)	566.42
		自由流通股数(百万)	215.82

事件概述

10月28日，金山办公发布2021年三季报：前三季度实现营收23.7亿元，同比增长57.8%；归母净利润8.5亿元，同比增长42.4%；扣非归母净利润7.0亿元，同比增长78.2%。Q3单季度来看，实现营收8.1亿元同比增长37.4%，归母净利润3.0亿元，同比增长25.8%；扣非归母净利润2.4亿元，同比增长89.6%。

► 订阅收入高增，合同负债与现金流验证C端成长性

1、**订阅营收高增，多指标共振验证持续性**：公司Q3单季度订阅业务贡献营收3.9亿元，同比大增56.1%，并将前三季度订阅业务整体营收增速抬升至43.7%（合计11.2亿元），增速持续向上，系公司持续加强培育用户云服务使用习惯及订阅付费习惯的结果。不仅如此，加总公司2020Q3的合同负债、其他流动负债、其他非流动负债等科目，合计已达13.8亿元。而现金流来看前三季度公司经营现金流净额达到12.1亿元，同比增长48.8%，与收入增速匹配、展现健康增长趋势与收入增速接近。判断合同负债、现金流增长乐观的背景下，叠加订阅业务收入放量、H1用户ARPU值提升等信号，乐观看待订阅业务高增持续性。

2、**用户基数扩张，年内付费用户/超级用户数或超预期**：2021Q3公司主要产品月度活跃设备数达5.2亿台，同比增长14.0%、环比增长4.0%。其中PC端月度活跃设备数2.06亿台，同比增长17.1%、环比增长3.5%；移动端月度活跃设备数3.1亿，同比增长13.5%、环比增涨5.1%；金山文档的用户数已刷新疫情以来的新高。预计年内累计付费会员人数增长超预期，超级会员占比也有一定程度提升。

3、**综合来看，营收和用户两方面数据释放积极信号，认为伴随云协作战略在产品、销售层面的加速落地，公司WPS的付费转化和粘性正在取得质的飞跃，C端业绩弹性有望持续超预期。**

► 信创推动授权业务大超预期，压缩广告聚焦产品力

1、**信创推动授权业务超预期，关注B端付费模式优化**：前三季度公司授权业务实现营收10.0亿元，同比大增113.7%，其中Q3单季度贡献营收3.6亿元，高基数基础上继续同比大增41.2%，彰显信创采购需求持续旺盛。年初至今公司WPS依旧在党政信创领域维持绝对龙头地位，且公司进一步推动信创领域的年场地授权/信创云等年付费模式升级，认为授权业务增长也将展现更高持续性。

我们认为，2020-2022年是信创集中落地的3年，2021年起信创项目或将从党政口向区县及细分行业下沉落地，公司产品作为办公电脑标配软件将持续受益，预计未来2年公司授权业务仍将持续受益于国产替代。国产适配方面，公司已完成与华为鸿蒙等等260家伙伴的软硬件产品的适配工作，持续完善行业生态及产品渠道的建设。

2、**广告业务再压缩，影响有限**：Q3单季度广告业务贡献营收仅0.63亿元，同比继续下滑27.5%，对公司基本面及业绩体量影响有限。判断公司继续围绕产品战略对广告业务进行调整，通过降低弹窗频次、减少打扰、加强审查、协助用户屏蔽等措施来提升用户体验，聚焦产品力本身。

► 费用压力边际缓解，强研发继续深化护城河

2021年以来公司加强招聘、宣传力度，费用投入有所增加，但整体增速低于收入，带来费用率边际改善。Q3单季度来看，公司销售费用1.6亿元，同比增长20.2%，销售费用率19.7%，同比下降2.8pct；管理费用0.9亿元，同比增长77.7%，管理费用率10.6%，同比提升2.4pct；研发费用2.7亿元，同比增长24.4%，研发费用率33.5%，同比下降3.5pct。

2021Q1-Q3研发费用合计已经超过7亿元（与2020年全年持平），深入构建护城河。前三季度公司主办了

1) “信创大比武基础办公应用赛道”，助力基础办公应用开发行业人才培养；2) 2021 年度开发者大会，发布文档中台、提供协同办公技术解决方案；3) 金山办公首届技术开放日，发布了人工智能深度学习推理开源框架 KSAI-lite。

拟进一步入股创客贴，强化产品打造及生态合作。此外，近日公司发布公告，拟使用自有资金现金出资 875 万美元进一步入股在线设计平台创客贴，交易完成后将持有创客贴股份 20.95%（此前为 10%）。创客贴主打轻平面设计、以“拖拉拽”的形式进行创作，目前已经累计 3,000 万注册用户，本次收购有助于加深双方合作，打造新生态。

投资建议

考虑到公司受益于信创和数字化趋势，下游市场需求非常旺盛，维持公司的盈利预测不变，预计 2021-2023 年公司营业收入分别为 34.3/48.8/64.7 亿元；归母净利润分别为 12.6/18.5/25.2 亿元；对应 EPS 分别为 2.7/4.0/5.5 元。2021 年 10 月 29 日 295.28 元，对应 PE 分别为 107.7/73.8/53.6 倍。考虑到公司在 B 端业务未来的巨大空间和成长性，以及下游需求的旺盛，持续推荐，维持“买入”评级。

风险提示

1) 宏观经济下滑。2) 信创项目推进不及预期。3) WPS 新产品推广不及预期。4) 技术研发不及预期风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,580	2,261	3,425	4,875	6,474
YoY (%)	39.8%	43.1%	51.5%	42.3%	32.8%
归母净利润(百万元)	401	878	1,264	1,845	2,523
YoY (%)	28.9%	119.2%	43.9%	46.0%	36.7%
毛利率 (%)	85.6%	87.7%	86.8%	86.9%	86.9%
每股收益 (元)	0.87	1.90	2.74	4.00	5.47
ROE	6.6%	12.8%	15.6%	18.5%	20.3%
市盈率	339.82	155.01	107.72	73.80	53.63

资料来源: Wind, 华西证券研究所

首席分析师: 刘泽晶

邮箱: liuzj1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520020002

联系电话:

华西计算机&中小盘联合覆盖

首席分析师: 王秀钢

邮箱: wangxg1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519020001

联系电话:

分析师: 孔文彬

邮箱: kongwb@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520090002

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,261	3,425	4,875	6,474	净利润	887	1,268	1,853	2,537
YoY (%)	43.1%	51.5%	42.3%	32.8%	折旧和摊销	47	29	29	29
营业成本	278	453	640	851	营运资金变动	844	-8	577	716
营业税金及附加	23	35	49	65	经营活动现金流	1,514	1,234	2,397	3,147
销售费用	483	617	877	1,165	资本开支	-55	-68	-51	-67
管理费用	213	240	341	453	投资	-1,259	0	0	0
财务费用	-9	9	-13	-80	投资活动现金流	-1,116	103	193	257
资产减值损失	0	-87	-96	-87	股权募资	0	0	0	0
投资收益	144	171	244	324	债务募资	0	2,389	260	196
营业利润	935	1,289	1,893	2,624	筹资活动现金流	-141	2,337	150	77
营业外收支	0	23	24	18	现金净流量	251	3,674	2,740	3,480
利润总额	936	1,312	1,917	2,642	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	49	44	64	105	成长能力				
净利润	887	1,268	1,853	2,537	营业收入增长率	43.1%	51.5%	42.3%	32.8%
归属于母公司净利润	878	1,264	1,845	2,523	净利润增长率	119.2%	43.9%	46.0%	36.7%
YoY (%)	119.2%	43.9%	46.0%	36.7%	盈利能力				
每股收益	1.90	2.74	4.00	5.47	毛利率	87.7%	86.8%	86.9%	86.9%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率率	39.2%	37.0%	38.0%	39.2%
货币资金	1,004	4,678	7,418	10,898	总资产收益率 ROA	10.3%	10.1%	11.9%	13.1%
预付款项	8	14	18	25	净资产收益率 ROE	12.8%	15.6%	18.5%	20.2%
存货	1	3	4	5	偿债能力				
其他流动资产	7,075	7,376	7,686	7,989	流动比率	5.63	2.92	2.87	2.91
流动资产合计	8,088	12,070	15,126	18,917	速动比率	5.62	2.92	2.86	2.90
长期股权投资	36	36	36	36	现金比率	0.70	1.13	1.41	1.68
固定资产	62	76	90	105	资产负债率	19.0%	34.6%	35.3%	34.8%
无形资产	59	107	138	179	经营效率				
非流动资产合计	423	398	348	317	总资产周转率	0.27	0.27	0.32	0.34
资产合计	8,512	12,469	15,473	19,234	每股指标 (元)				
短期借款	0	2,389	2,649	2,845	每股收益	1.90	2.74	4.00	5.47
应付账款及票据	140	186	252	371	每股净资产	14.87	17.61	21.61	27.09
其他流动负债	1,297	1,552	2,378	3,286	每股经营现金流	3.29	2.68	5.20	6.83
流动负债合计	1,438	4,127	5,279	6,502	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	183	183	183	183	PE	155.01	107.72	73.80	53.63
非流动负债合计	183	183	183	183	PB	27.64	17.38	14.16	11.29
负债合计	1,621	4,310	5,462	6,685					
股本	461	461	461	461					
少数股东权益	36	40	48	62					
股东权益合计	6,891	8,159	10,012	12,548					
负债和股东权益合计	8,512	12,469	15,473	19,234					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

刘泽晶（首席分析师）：2014-2015年新财富计算机行业团队第三、第五名，水晶球第三名，10年证券从业经验。

孔文彬（分析师）：金融学硕士，3年证券研究经验，主要覆盖云计算、金融科技、网络安全、人工智能等研究方向。

分析师承诺

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，保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。