

2021 年三季度报点评：订阅释放，信创繁荣利好核心业务 买入（维持）

2021 年 10 月 31 日

证券分析师 王紫敬

执业证号：S0600521080005

021-60199781

wangzj@dwzq.com.cn

研究助理 周高鼎

zhougd@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2,261	3,473	4,844	6,632
同比（%）	43.1%	53.6%	39.5%	36.9%
归母净利润（百万元）	878	1,346	1,879	2,576
同比（%）	119.2%	53.2%	39.6%	37.1%
每股收益（元/股）	1.90	2.92	4.08	5.59
P/E（倍）	155.41	101.12	72.37	52.82

股价走势



市场数据

收盘价(元)	295.28
一年最低/最高价	237.00/520.22
市净率(倍)	18.13
流通 A 股市值(百万元)	63727.17

基础数据

每股净资产(元)	16.28
资产负债率(%)	21.79
总股本(百万股)	461.00
流通 A 股(百万股)	215.82

相关研究

- 1、《金山办公（688111）：2020 年年报点评：付费渗透率稳步提升，业绩高速增长有望延续》2021-03-24
- 2、《金山办公（688111）：业绩继续保持高速增长，看好 B 端打开新市场》2021-02-24
- 3、《金山办公（688111）：归母净利润翻倍增长，静待新战略的业绩释放》2021-01-27

- **事件：**金山办公发布 2021 三季度报，2021 前三季度实现营收 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%；扣非后归母净利润 2.44 亿元，同比增长 89.56%，基本符合我们的预期。
- **战略升级稳步推进，核心业务强势发展。**公司持续关注用户需求，深耕授权与订阅双产品线，继续贯彻实施“多屏、云、内容、AI 和协作”战略，取得良好经营业绩。2021 年前三季度公司实现营收 8.07 亿元，其中办公软件授权业务实现收入 3.55 亿元，同比增长 41.19%；办公服务订阅业务收入 3.89 亿元，同比增长 56.13%；互联网广告推广及其他业务收入 0.63 亿元，同比下降 27.48%。2021 年 Q3 公司政企客户云化及授权业务持续高速增长，同时互联网广告业务因积极开展公司战略转型，通过降低弹窗、减少打扰等优化以提升用户体验，营收下降为战略性调整，整体营收持续向好。
- **软件授权业务保持高速增长，信创行业高景气度利好企业发展。**2021 年 Q3 信创产品采购需求依旧旺盛，带动软件授权业务保持高速增长。针对政企业务，公司建立完善业务培训与渠道管理平台，有效提升售前管理、项目支持及场景挖掘能力，借助信创行业的发展红利，不断发力信创生态服务能力，加入可信计算联盟，于 2021 年开发者大会发布首款通过鲲鹏兼容性验证的信创云文档中台，构建以文档服务为核心的协同合作方案，为数字政务、智慧办公等主要信创市场线上党政协同办公平台；同时积极参与逐渐开启的信创市场试点工作，取得政企客户一致认可，为高用户粘性行业特征下，未来市场份额的迅速提升奠定基础。
- **订阅业务高速增长，主要产品月活设备数超 5 亿，高研发投入助力转云进程。**办公订阅服务着重提高用户体验、优化协作场景并上线新功能如稻壳文库、“一键出图”创客贴轻编辑、WPS 深度定制服务等，在有效提升产品性能下助力产品月活设备数与付费用户数增长，持续推动订阅用户由随机需求向长期应用转化。截至 2021 年 Q3，公司主要产品月活设备数为 5.21 亿台，同比增长 14%，其中 WPS Office PC 版月活 2.06 亿台、移动版 3.11 亿台，同比增长 17.05%、13.50%。此外，为积极响应数字化转型下对云协同的海量需求，公司通过高研发投入形成文档协作+无/低代码应用+场景+行业的整套数字化转型方案，以及多领域的应用小程序服务，全方位满足云端应用需求。随数字化转型与转云的不断深入，用户对云端应用便捷性与安全性需求将逐步释放，付费用户数、用户粘性将稳定提升，为企业良好现金流与稳健营收增长奠定基础。
- **盈利预测与投资评级：**我们维持公司 2021-2023 年净利润预测 13.46/18.79/25.76 亿元，对应 2021-2023 年 EPS 为 2.92/4.08/5.59 元，当前市值对应 PE 分别为 101/72/53 倍。我们认为公司作为国内办公软件龙头，今年信创、在线办公加速、订阅服务指标提升（转化率、MAU、消费频次）、云协作等多重因素推动业绩保持高速增长，维持“买入”评级。
- **风险提示：**产品单一风险；付费用户增长不及预期；云化不及预期。

金山办公三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	8,088	9,375	10,583	13,564	营业收入	2,261	3,473	4,844	6,632
现金	1,004	1,918	2,995	5,450	减:营业成本	278	368	459	594
应收账款	400	748	854	1,339	营业税金及附加	23	37	49	68
存货	1	2	2	4	营业费用	483	695	945	1,287
其他流动资产	6,683	6,707	6,732	6,771	管理费用	213	299	407	550
非流动资产	423	661	814	962	研发费用	711	1,024	1,419	1,923
长期股权投资	36	50	64	77	财务费用	-9	-61	-98	-160
固定资产	62	232	371	532	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	0	2	4	4	加:投资净收益	144	85	85	85
无形资产	59	112	111	86	其他收益	115	150	150	150
其他非流动资产	267	266	264	262	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	8,512	10,036	11,397	14,526	营业利润	935	1,389	1,950	2,670
流动负债	1,438	1,890	1,470	2,143	加:营业外净收支	0	-3	-4	-0
短期借款	0	0	0	0	利润总额	936	1,387	1,947	2,670
应付账款	140	0	0	0	减:所得税费用	49	38	62	84
其他流动负债	1,297	1,890	1,470	2,143	少数股东损益	8	3	6	10
非流动负债	183	183	183	183	归属母公司净利润	878	1,346	1,879	2,576
长期借款	0	0	0	0	EBIT	906	1,343	1,873	2,543
其他非流动负债	183	183	183	183	EBITDA	953	1,428	2,027	2,777
负债合计	1,621	2,073	1,653	2,326	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	36	39	45	54	每股收益(元)	1.90	2.92	4.08	5.59
归属母公司股东权益	6,855	7,924	9,699	12,146	每股净资产(元)	14.87	17.19	21.04	26.35
负债和股东权益	8,512	10,036	11,397	14,526	发行在外股份(百万股)	461	461	461	461
					ROIC(%)	-123.5%	-235.8%	1389.5%	2285.8%
					ROE(%)	12.9%	16.9%	19.3%	21.2%
现金流量表 (百万 元)	2020A	2021E	2022E	2023E	毛利率(%)	87.7%	89.4%	90.5%	91.0%
经营活动现金流	1,514	1,324	1,252	2,656	销售净利率(%)	38.8%	38.8%	38.8%	38.8%
投资活动现金流	-1,116	-195	-170	-231	资产负债率(%)	19.0%	20.7%	14.5%	16.0%
筹资活动现金流	-141	-215	-6	30	收入增长率(%)	43.1%	53.6%	39.5%	36.9%
现金净增加额	251	914	1,077	2,455	净利润增长率(%)	121.3%	52.2%	39.7%	37.2%
折旧和摊销	47	85	154	234	P/E	155.41	101.12	72.37	52.82
资本开支	55	223	140	134	P/B	23.42	20.26	16.55	13.22
营运资本变动	790	79	-550	147	EV/EBITDA	160.68	106.60	74.54	53.54

数据来源: wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>