

## 金山办公 (688111.SH)

强烈推荐 (维持)

### Q3 营收略超预期, 双订阅高增, 有望充分受益于信创

公司 Q3 个人与机构订阅均保持快速增长, 双订阅制转型取得积极成效。信创加速推进, 叠加收入与人员成本形成“剪刀差”, 公司未来业绩有望加速释放, 迎来黄金发展期, 维持“强烈推荐”投资评级。

□ **事件:** 公司发布 2022 三季报, 前三季度实现营收 27.95 亿元, 同比增长 17.83%; 归母净利润 8.13 亿元, 同比减少 -4.10%; 扣非归母净利润 6.63 亿元, 同比减少 5.68%。

□ **Q3 个人与机构订阅保持高速增长, 双订阅转型取得积极成效。** 公司 22Q3 单季度实现营收 10.04 亿元, 同比增加 24.35%; 归母净利润 2.93 亿元, 同比减少 1.91%; 扣非归母净利润 2.51 亿元, 同比增长 2.88%。Q3 个人与机构订阅保持高速增长, 个人订阅实现营收 5.17 亿元, 同比增长 43.13%; 截至三季度, MAU 为 5.78 亿, 同比增长 10.94%, 其中 PC 端用户达到 2.38 亿, 同比增长 15.53%, 成为主要增长点, 显示出 WPS 用户深度使用粘性持续提升; 移动端用户为 3.36 亿, 同比增长 8.04%。机构订阅 Q3 实现营收 1.82 亿元, 同比增长 47.19%, 公司数字办公平台持续拓展, 保持快速推广态势。机构授权业务 Q3 营收 2.25 亿元, 同比减少 5.90%, 由于正版化产品采购需求提升, 该业务在去年信创高基期下, 仅小幅下滑。前三季度合同负债为 15.81 亿元, 同比增长 32.34%, 为业绩增长持续性提供保障。公司 Q3 单季经营性净现金流为 2.44 亿元, 同比下滑 45.17%, 主要系公司本期支付职工薪酬增加及信创产业政策差异较大形成业绩落差所致。Q3 毛利率 85.01%, 减少 3.66pct, 我们预计主要是为提供云服务在基础设施上的投入所致。前三季度, 公司双订阅制转型取得积极成效, 有效抵消了信创的波动性及广告业务战略收缩影响, 大幅提升了业绩增长确定性。

□ **信创加速推进, 叠加收入与人员成本形成“剪刀差”, 公司未来业绩有望加速释放。** 近期, 金融、医疗、央企等领域信创政策持续推进, 信创明年将进入全面加速阶段。公司在前期党政信创中优势明显, 未来信创对产品性能要求更高, 公司竞争优势将更加突出。同时, 叠加公司明年将进入“人效”收获期, 上半年人员增长已经明显放缓, 我们预计今年公司人员扩招将明显放缓, 明年收入与人员成本费用有望形成“剪刀差”, 有助于业绩加速释放。我们认为, 公司作为最优质的自主软件产品型公司, 随着信创加速推进与“剪刀差”形成, 业绩有望加速释放, 将迎来黄金发展期。

□ **维持“强烈推荐”投资评级。** 预计 2022-2024 年公司归母净利润为 10.54/15.13/19.61 亿元, 双订阅制转型成效积极, 信创推进叠加收入与人员成本“剪刀差”, 业绩有望加速释放, 迎来黄金发展期, 维持“强烈推荐”投资评级。

□ **风险提示:** 个人用户付费不及预期; 信创推进不及预期; 新品推广不及预期。

#### 财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	2261	3280	3903	5098	6617
同比增长	43%	45%	19%	31%	30%
营业利润(百万元)	935	1121	1135	1634	2119
同比增长	133%	20%	1%	44%	30%
归母净利润(百万元)	878	1041	1054	1513	1961
同比增长	119%	19%	1%	44%	30%
每股收益(元)	1.90	2.26	2.29	3.28	4.25
PE	145.3	122.6	121.1	84.3	65.1
PB	18.6	16.5	15.1	13.2	11.4

资料来源: 公司数据、招商证券

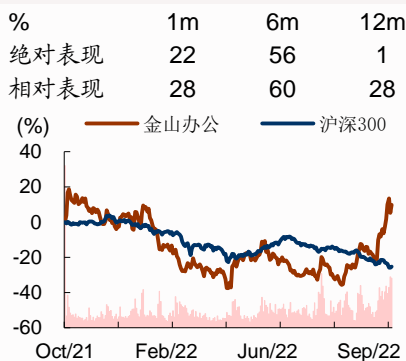
敬请阅读末页的重要说明

TMT 及中小盘/计算机  
目标估值: NA  
当前股价: 276.7 元

#### 基础数据

总股本(万股)	46122
已上市流通股(万股)	21822
总市值(亿元)	1276
流通市值(亿元)	604
每股净资产(MRQ)	17.4
ROE(TTM)	12.6
资产负债率	25.9%
主要股东	Kingsoft WPS Corporation
主要股东持股比例	52.71%

#### 股价表现



资料来源: 公司数据、招商证券

#### 相关报告

- 《金山办公 (688111) — 业绩符合预期, C 端付费率提速, B 端订阅快速增长》2022-08-24
- 《金山办公 (688111) — 22Q1 业绩符合预期, 机构订阅业务实现高速增长》2022-04-29
- 《金山办公 (688111) — 协作办公发力企业端市场, 股权激励深度绑定核心骨干》2022-03-24

刘玉萍 S1090518120002

liuyuping@cmschina.com.cn

石恺 研究助理

shikai2@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	8088	8694	9977	11827	14260
现金	1004	1254	2464	4140	6351
交易性投资	6625	6942	6942	6942	6942
应收票据	2	4	4	6	7
应收款项	398	412	467	610	792
其它应收款	41	36	43	56	73
存货	1	2	1	1	1
其他	16	45	57	72	94
<b>非流动资产</b>	423	1732	1716	1695	1674
长期股权投资	36	123	123	123	123
固定资产	62	88	105	114	119
无形资产商誉	244	303	272	245	221
其他	82	1217	1215	1213	1211
<b>资产总计</b>	<b>8512</b>	<b>10426</b>	<b>11693</b>	<b>13523</b>	<b>15934</b>
<b>流动负债</b>	1438	2268	2776	3368	4221
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	140	212	280	353	458
预收账款	833	1421	1873	2362	3066
其他	465	635	623	653	697
<b>长期负债</b>	183	378	378	378	378
长期借款	0	0	0	0	0
其他	183	378	378	378	378
<b>负债合计</b>	<b>1621</b>	<b>2645</b>	<b>3153</b>	<b>3746</b>	<b>4598</b>
股本	461	461	461	461	461
资本公积金	4642	4748	4748	4748	4748
留存收益	1752	2511	3242	4439	5946
少数股东权益	36	61	89	129	181
归属于母公司所有者权益	6855	7720	8451	9648	11155
<b>负债及权益合计</b>	<b>8512</b>	<b>10426</b>	<b>11693</b>	<b>13523</b>	<b>15934</b>

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	1514	1864	1295	1716	2388
净利润	887	1069	1082	1554	2013
折旧摊销	47	68	83	90	92
财务费用	1	6	55	55	55
投资收益	(144)	(205)	(403)	(403)	(403)
营运资金变动	731	929	477	411	621
其它	(6)	(2)	0	9	11
<b>投资活动现金流</b>	(1116)	(1364)	332	332	332
资本支出	(55)	(149)	(71)	(71)	(71)
其他投资	(1061)	(1215)	403	403	403
<b>筹资活动现金流</b>	(141)	(247)	(417)	(371)	(509)
借款变动	(199)	(287)	(40)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	54	106	0	0	0
股利分配	(138)	(277)	(323)	(316)	(454)
其他	143	210	(55)	(55)	(55)
<b>现金净增加额</b>	<b>257</b>	<b>253</b>	<b>1210</b>	<b>1677</b>	<b>2211</b>

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业总收入</b>	2261	3280	3903	5098	6617
营业成本	278	429	566	714	926
营业税金及附加	23	35	42	55	71
营业费用	483	695	820	1020	1290
管理费用	213	326	390	433	562
研发费用	711	1082	1288	1580	1985
财务费用	(9)	(17)	55	55	55
资产减值损失	(4)	(12)	(10)	(10)	(10)
公允价值变动收益	118	(1)	(1)	(1)	(1)
其他收益	115	199	199	199	199
投资收益	144	205	205	205	205
<b>营业利润</b>	935	1121	1135	1634	2119
营业外收入	1	4	4	4	4
营业外支出	0	6	6	6	6
<b>利润总额</b>	936	1119	1132	1631	2117
所得税	49	50	51	78	104
少数股东损益	8	28	28	40	52
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>878</b>	<b>1041</b>	<b>1054</b>	<b>1513</b>	<b>1961</b>

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	43%	45%	19%	31%	30%
营业利润	133%	20%	1%	44%	30%
归母净利润	119%	19%	1%	44%	30%
<b>获利能力</b>					
毛利率	87.7%	86.9%	85.5%	86.0%	86.0%
净利率	38.8%	31.7%	27.0%	29.7%	29.6%
ROE	13.6%	14.3%	13.0%	16.7%	18.8%
ROIC	13.4%	14.2%	13.8%	17.4%	19.5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	19.0%	25.4%	27.0%	27.7%	28.9%
净负债比率	0.0%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	5.6	3.8	3.6	3.5	3.4
速动比率	5.6	3.8	3.6	3.5	3.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
存货周转率	200.4	235.6	381.6	942.6	954.6
应收账款周转率	6.0	8.0	8.8	9.4	9.4
应付账款周转率	2.8	2.4	2.3	2.3	2.3
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	1.90	2.26	2.29	3.28	4.25
每股经营净现金	3.28	4.04	2.81	3.72	5.18
每股净资产	14.86	16.74	18.32	20.92	24.18
每股股利	0.60	0.70	0.69	0.98	1.28
<b>估值比率</b>					
PE	145.3	122.6	121.1	84.3	65.1
PB	18.6	16.5	15.1	13.2	11.4
EV/EBITDA	133.5	111.8	100.8	72.2	56.6

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**刘玉萍**：计算机行业首席分析师，北京大学汇丰商学院金融学硕士。优势领域云计算，2020 年入围水晶球最佳分析师。

**周翔宇**：计算机行业分析师，三年中小盘研究经历，获得 2016/17 年新财富中小市值团队第五、第二名。

**孟林**：计算机行业分析师，中科院信息工程研究所硕士，两年四大行技术部工作经验，两年一级市场投资经验，2020 年加入招商证券。

**石恺**：计算机行业分析师，康奈尔大学电子与计算机工程、香港科技大学金融数学双硕士，华盛顿大学电子工程学士，2021 年加入招商证券。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

**强烈推荐**：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

**增持**：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

**中性**：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

**减持**：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

**推荐**：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

**中性**：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

**回避**：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。