

金山办公 (688111.SH)

双订阅制快速推进，国产办公云领军成长性持续验证

事件: 10月26日，公司发布2022年第三季度报告，实现营业收入10.04亿元，同比增长24.35%；归属于上市公司股东的净利润2.93亿元，同比降低1.91%，超出市场预期。

个人订阅付费维持高增，云产品及服务体验不断优化。 1) Q3单季度，公司实现国内个人办公服务订阅业务5.17亿元收入，同比增长43%，主要系随着个人用户基数不断扩大，公司加强个人产品服务体验，提升用户活跃度及使用黏性，促使会员属性持续向长期转化，推动国内个人办公服务订阅业务持续稳定增长。2) 月活而言，Q3实现稳健增长，公司主要产品月度活跃设备数为5.78亿，同比增长10.94%，环比增长1.40%，其中PC版月活2.38亿，同比增长15.53%，环比增长2.59%；移动版月活3.36亿，同比增长8.04%，环比增长0.60%。

机构订阅快速增长，数字办公平台体系持续推进。 1) Q3单季度，公司实现国内机构订阅及服务业务1.82亿元，同比增长47%收入，主要系随着组织级用户效率提升、数据管理、信息安全、行业场景应用等需求不断增加，公司数字办公平台体系产品渗透率持续提升，带动国内机构订阅及服务业务继续高速增长。2) 根据公司公告，2022H1，公司数字办公平台新增服务政企客户1838家，带动数字办公平台（云产品）收入同比增长51%，同时云产品需求增长进一步带动订阅制转型提速。在企业级服务市场，公司云和协作产品在金融、能源、通信、制造、互联网等行业快速落地，为国企及民企客户均输出了数字化转型解决方案；在公有云服务市场，金山数字办公平台商业版及企业版推出，云文档和团队协作应用的高频使用催动企业员工激活账号，其中付费企业呈现用户高黏性的状态，企业续约率超过70%，金额续费率超100%，带动公有云领域的机构订阅收入高速增长。

机构授权受信创节奏影响，正版化产品渗透率提升。 1) Q3单季度，公司实现国内机构授权业务2.25亿元，同比下降6%，主要系公司正版化产品随客户需求逐渐提升渗透率，部分抵消了上年同期高基数及当期信创产业发展节奏不明朗等因素带来的业绩影响，带动国内机构授权业务逐步回暖。2) 随着党政信创扩容下沉、行业信创对端云一体化产品需求增加，我们预计未来公司机构授权业务将加速成长。

成本费用保持稳健，盈利能力持续回稳。 1) Q3单季度，公司毛利率为85.01%，同比下降3.66个pct；销售费用率为19.96%，同比提升0.24个pct；管理费用率为10.46%，同比下降0.14个pct；研发费用率为32.73%，同比下降0.78个pct。2) 2021年，公司员工人数同比增长约为48.69%，费用基数较高，预计今年进入相对消化周期。2022Q3，公司归母净利率约为29.23%，环比继续提升0.11个pct。

维持“买入”评级。 根据关键假设，我们预计2022-2024年公司实现营业收入39.78、54.01及72.08亿元，归母净利润11.88、16.31、21.66亿元。考虑公司作为国产云办公领军的增长持续性，维持“买入”评级。

风险提示: 云化推进不及预期、行业竞争加剧风险、宏观环境风险

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,261	3,280	3,978	5,401	7,208
增长率 yoy (%)	43.1	45.1	21.3	35.8	33.4
归母净利润(百万元)	878	1,041	1,188	1,631	2,166
增长率 yoy (%)	119.2	18.6	14.1	37.3	32.8
EPS 最新摊薄(元/股)	1.90	2.26	2.58	3.54	4.70
净资产收益率(%)	12.9	13.7	13.8	16.3	18.2
P/E(倍)	145.3	122.6	107.4	78.2	58.9
P/B(倍)	18.6	16.5	14.9	12.7	10.7

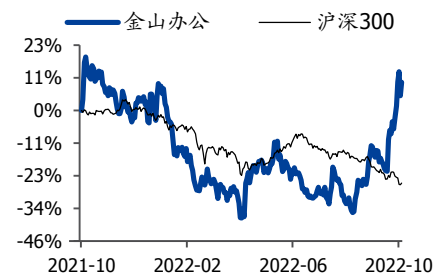
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2022年10月26日收盘价

买入(维持)

股票信息

行业	软件开发
前次评级	买入
10月26日收盘价(元)	276.70
总市值(百万元)	127,620.00
总股本(百万股)	461.22
其中自由流通股(%)	47.31
30日日均成交量(百万股)	3.78

股价走势



作者

分析师 刘高畅

执业证书编号: S0680518090001

邮箱: liugaochang@gszq.com

分析师 杨然

执业证书编号: S0680518050002

邮箱: yangran@gszq.com

相关研究

- 《金山办公(688111.SH): 22H1 双订阅制转型加速, 国产办公云领军长期成长性持续验证》2022-08-24
- 《金山办公(688111.SH): 机构业务核心驱动要素解析》2022-08-08
- 《金山办公(688111.SH): 高基数下收入依然稳健增长, 国产云办公领军长期成长性持续验证》2022-04-29

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com