

计算机

2022年10月27日

# 金山办公 (688111)

## ——收入超预期，预计 Q4 为利润加速拐点

报告原因：有业绩公布需要点评

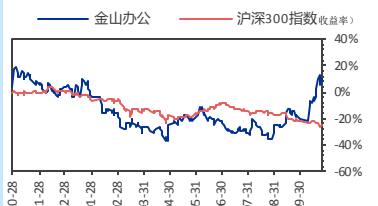
**买入** (维持)

**市场数据：** 2022年10月26日  
 收盘价(元) 276.7  
 一年内最高/最低(元) 303/155  
 市净率 15.2  
 息率(分红/股价) 0.25  
 流通A股市值(百万元) 60382  
 上证指数/深证成指 2999.50/10818.33

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

**基础数据：** 2022年09月30日  
 每股净资产(元) 18.18  
 资产负债率% 24.78  
 总股本/流通A股(百万) 461/218  
 流通B股/H股(百万) -/-

**一年内股价与大盘对比走势：**



**相关研究**

《金山办公(688111)点评：收入-薪酬错配幅度缩窄，下半年利润加速可期》  
2022/08/24

《金山办公(688111)点评：收入-薪酬错配下 Q1 仍超预期，B 端订阅开启高增》  
2022/04/29

**证券分析师**

施鑫展 A0230519080002  
shixz@swsresearch.com  
刘洋 A0230513050006  
liuyang2@swsresearch.com

**联系人**

施鑫展  
(8621)23297818x  
shixz@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

**投资要点：**

- **公司披露 2022 三季度报：**2022 前三季度收入 27.95 亿元，同比+17.8%，归母净利润 8.13 亿元，同比-4.1%。其中 22Q3 收入 10.04 亿元，同比+24.4%；归母净利润 2.93 亿元，同比-1.9%。Q3 收入超预期，净利润符合预期。
- **国内个人订阅业务 22Q3 收入 5.17 亿元，同比增长 43%。**22Q3 月活设备数 5.78 亿，同比增长 10.9%，环比恢复增长。其中 PC 版 2.38 亿，增长 15.5%；移动版 3.36 亿，增长 8.0%。随着用户登录数量和云服务使用活跃度逐渐增加，公司继续践行付费用户长期化策略。预计未来付费率与 ARPU 值提升将持续为 C 端增长带来驱动。报告期末合同负债为 15.8 亿元，同比+32.3%，环比上季度持平。
- **国内机构订阅业务 22Q3 收入 1.82 亿元，同比增长 47%，收入占比提升至 18.2%**（去年全年机构订阅收入占比为 13.6%）。云产品需求增长带动订阅制转型提速，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，推动用户端云一体的产品协同进程。此外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，带动国内机构订阅高速增长。
- **国内机构授权业务 22Q3 收入 2.25 亿元，同比下滑 6%，预计明年信创将开启新一轮大规模建设。**公司抓住政企用户对国产化办公产品的需求，凭借良好的产品竞争力，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影响。当前自主可控与安全的战略地位显著提升，公司是办公软件国产替代的核心供应商，明年起行业信创及党政信创需求有望快速释放，显著增厚业绩。
- **收入-薪酬增速错配已经结束，净利率有望上行。**经历了 2021 年的人员大幅扩张后，公司今年以来人员增速显著放缓。我们计算得到 21Q4-22Q3 单季度薪酬增速分别为 78%/38%/34%/21%，呈现逐季下行态势，对应的收入端增速分别为 20%/12%/17%/24%，收入增速-薪酬增速的差值分别为-58%/-26%/-17%/3%，目前收入-薪酬增速的负向剪刀差已经抹平，此前几个季度利润端面临的主要压力已经缓解。预计伴随收入加速、薪酬放缓，净利率将持续回升，22Q4 为利润加速拐点。
- **维持“买入”评级。**随着“云协作办公”时代的到来，公司业绩增长潜力将不断提升。考虑到信创需求短期递延、长期加速，我们下调机构授权业务今、明年的收入预测，同时上调其后年的收入规模，对应下调 2022-2023 年盈利预测并上调 2024 年盈利预测，2022-2024 年归母净利润分别为 11.42/17.28/23.24 亿元（原预测值为 12.88/17.60/22.83 亿元），对应 2022-2024 年 PE 分别为 112/74/55 倍。维持买入评级。
- **风险提示：**费用增长超预期；行业巨头以及新进入者的挑战；信创业务释放节奏不确定。

**财务数据及盈利预测**

	2021	22Q1-Q3	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	3,280	2,795	3,893	5,278	6,901
同比增长率(%)	45.1	17.8	18.7	35.6	30.8
归母净利润(百万元)	1,041	813	1,142	1,728	2,324
同比增长率(%)	18.6	-4.1	9.7	51.3	34.5
每股收益(元/股)	2.26	1.76	2.48	3.75	5.04
毛利率(%)	86.9	85.1	84.2	84.4	84.0
ROE(%)	13.5	9.7	13.4	17.5	20.1
市盈率	123		112	74	55

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

## 财务摘要

百万元, 百万股	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,261	3,280	3,893	5,278	6,901
其中: 营业收入	2,261	3,280	3,893	5,278	6,901
减: 营业成本	278	429	617	825	1,104
减: 税金及附加	23	35	39	53	69
主营业务利润	1,960	2,816	3,237	4,400	5,728
减: 销售费用	483	695	785	990	1,223
减: 管理费用	213	326	435	559	688
减: 研发费用	711	1,082	1,364	1,662	2,074
减: 财务费用	-9	-17	-18	-37	-54
经营性利润	563	730	671	1,226	1,797
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	-4	-12	-7	-15	-17
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	0	0	0	0	0
加: 投资收益及其他	376	403	576	675	770
营业利润	935	1,121	1,240	1,886	2,550
加: 营业外净收入	0	-3	1	-1	-1
利润总额	936	1,119	1,241	1,885	2,549
减: 所得税	49	50	75	113	160
净利润	887	1,069	1,165	1,772	2,389
少数股东损益	8	28	23	44	64
归属于母公司所有者的净利润	878	1,041	1,142	1,728	2,324

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhysec.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhysec.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhysec.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhysec.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。