

金山办公 (688111)

公司研究/点评报告

业绩高速增长，企业级市场值得期待

—金山办公 2020 业绩快报点评

点评报告/计算机

2021 年 02 月 24 日

一、事件概述

金山办公于 2021 年 2 月 23 日发布业绩快报，20 年全年实现营收 22.61 亿元，同比增长 43.14%；实现归母净利润 8.79 亿元，同比增长 119.56%；实现扣非后归母净利润 6.19 亿元，同比增长 96.79%。

二、分析与判断

➤ Q4 持续高速增长，费用投入放缓及投资收益致利润大增

公司四季度单季实现营收 7.58 亿元，同比增长 41%，环比增长 29%，继续保持高速增长；全年实现归母净利润 8.79 亿元，同比大增 120%，其中 Q4 单季归母净利润 2.84 亿元，同增 44.9%。公司利润大增源于三方面：1) 业务规模高速增长；2) 疫情影响线下推广、人才招聘，费用投入有所放缓；3) 投资及并购收益（非经常收益约 2.61 亿元）。

➤ 云办公需求旺盛，B、C 两端业务不断发力

疫情影响加速企业上云进程，B 端与 C 端用户通过云协作的方式办公已成为趋势。从企业端看，随着企业级云化需求逐渐显现，机构订阅业务体量增加，机构授权业务实现了高速增长；从个人端看，随着用户对移动办公及云协作办公的深入使用，公司缩减了传统互联网广告的投放量，提升客户使用体验，进而带动个人订阅业务继续保持较高增速。

➤ 长期成长逻辑清晰，企业级市场空间广阔

金山办公是国内稀缺的办公软件标的，成长逻辑清晰商业模式良好。对于个人 To C 业务，公司通过基础版免费+增值服务的方式获取用户，并通过构建生态的方式加强客户粘性，提升单客户价值；对于企业级 To B 业务，公司凭借“正版化趋势+信创端提供市场+云协作构建生态”持续扩大市场，增长空间广阔。

三、投资建议

预计公司 2021、2022 年营收分别为 37.79、54.01 亿元，同比增长 67.1%、42.9%；实现归母净利润 12.97、17.99 亿元，同比增长 47.5%、38.7%；当前市值对应 20、21、22 年业绩的 PE 分别为 197.1、133.6、96.3 倍。目前计算机各版块领军企业市值在 Wind 一致预期下对应 21 年 PE 均值为 94 倍，公司对应 21 年 PE 为 133.6 倍，考虑到公司高增速及优良商业模式，理应享有一定的估值溢价。故维持“推荐评级”

四、风险提示

用户数量增长不及预期；软件正版化推进不及预期；产品研发进度不及预期

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	1,580	2,261	3,779	5,401
增长率 (%)	39.8	43.1	67.1	42.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	401	879	1,297	1,799
增长率 (%)	28.9	119.4	47.5	38.7
每股收益 (元)	1.09	1.91	2.81	3.90
PE (现价)	344.7	197.1	133.6	96.3
PB	28.5	24.9	21.0	17.2

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

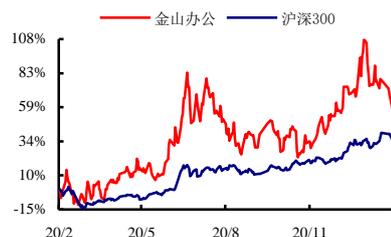
维持评级

当前价格： 375.77 元

交易数据 2021-2-23

近 12 个月最高/最低(元)	491.77/210.2
总股本 (百万股)	461
流通股本 (百万股)	216
流通股比例 (%)	46.82
总市值 (亿元)	1,732
流通市值 (亿元)	811

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：强超廷

执业证号： S0100519020001

电话： 021-60876718

邮箱： qiangchaoting@mszq.com

分析师：郭新宇

执业证号： S0100518120001

电话： 01085127654

邮箱： guoxinyu@mszq.com

相关研究

1.【民生计算机】金山办公 (688111) 20 年中报点评：净利润增速亮眼，个人订阅量持续提升

2.【民生计算机】金山办公 (688111) 19 年年报点评：业绩增长亮眼，订阅与授权业务大有可为

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,580	2,261	3,779	5,401
营业成本	228	260	435	621
营业税金及附加	16	23	38	54
销售费用	345	452	756	1,080
管理费用	136	170	265	378
研发费用	599	814	1,360	1,945
EBIT	257	543	926	1,323
财务费用	(3)	(7)	(11)	(25)
资产减值损失	(0)	8	12	6
投资收益	31	158	200	250
营业利润	402	933	1,376	1,909
营业外收支	5	1	0	0
利润总额	406	933	1,376	1,909
所得税	6	54	79	110
净利润	401	879	1,297	1,799
归属于母公司净利润	401	879	1,297	1,799
EBITDA	289	579	976	1,397
资产负债表 (百万元)				
货币资金	749	1086	2497	4618
应收账款及票据	347	534	830	970
预付款项	5	7	11	16
存货	1	1	3	4
其他流动资产	16	16	16	16
流动资产合计	6681	7817	9562	11842
长期股权投资	22	180	380	630
固定资产	67	87	137	207
无形资产	18	18	19	20
非流动资产合计	163	304	511	765
资产合计	6844	8121	10073	12607
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	60	106	160	203
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	727	1125	1780	2515
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	49	49	49	49
非流动负债合计	49	49	49	49
负债合计	775	1174	1829	2564
股本	461	461	461	461
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	6069	6948	8244	10043
负债和股东权益合计	6844	8121	10073	12607

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	39.8	43.1	67.1	42.9
EBIT 增长率	8.7	111.5	70.6	42.9
净利润增长率	28.9	119.4	47.5	38.7
盈利能力				
毛利率	85.6	88.5	88.5	88.5
净利润率	25.4	38.9	34.3	33.3
总资产收益率 ROA	5.9	10.8	12.9	14.3
净资产收益率 ROE	6.6	12.7	15.7	17.9
偿债能力				
流动比率	9.2	6.9	5.4	4.7
速动比率	9.2	6.9	5.4	4.7
现金比率	8.6	6.4	4.9	4.3
资产负债率	0.1	0.1	0.2	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	65.2	70.0	65.0	60.0
存货周转天数	1.9	2.0	2.0	2.0
总资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.5
每股指标 (元)				
每股收益	1.1	1.9	2.8	3.9
每股净资产	13.2	15.1	17.9	21.8
每股经营现金流	1.2	1.8	3.0	4.6
每股股利	0.3	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	344.7	197.1	133.6	96.3
PB	28.5	24.9	21.0	17.2
EV/EBITDA	194.3	123.6	73.1	50.5
股息收益率	0.1	0.0	0.0	0.0

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	401	879	1,297	1,799
折旧和摊销	25	45	62	79
营运资金变动	218	190	310	571
经营活动现金流	572	813	1,368	2,099
资本开支	63	19	57	78
投资	(4,456)	(600)	0	0
投资活动现金流	(4,474)	(476)	43	22
股权募资	4,482	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	4,449	0	0	0
现金净流量	547	337	1,411	2,121

分析师简介

强超廷，民生证券研究院教育&计算机行业首席，2019年加入民生证券研究院，上海对外经贸大学金融学硕士。曾任职与海通证券研究所，传媒团队。2017年新财富最佳分析师评比“传媒与文化”第3名团队成员；2016年新财富、水晶球、金牛奖最佳分析师评比“传媒与文化”第3名团队成员。

郭新宇，民生证券计算机行业分析师，克拉克大学金融学硕士，2016年加入民生证券研究院。

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12个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。