

金山办公 (688111)

公司研究/点评报告

二季度收入持续高增长，订阅指标健康成长

—金山办公 2021 中报点评

点评报告/计算机

2021 年 08 月 25 日

一、事件概述

公司于 8 月 24 日晚发布公告，21H1 实现营收 15.65 亿元，同比增长 70.9%；实现归母净利润 5.49 亿元，同比增长 53.54%；其中扣非后净利润达到 4.59 亿元，同比增长 72.65%。

二、分析与判断

➤ Q2 单季度收入高速增长，

从收入利润端看：Q2 单季度营收 7.92 亿，同比增长 45.7%。公司二季度营收创历史最好水平，上半年收入增速较一季度有所回落（Q1 同增 108%），主要为 Q1 有部分信创收入延迟确认所致。公司进一步加大研发投入，研发人员 2188 同比增加 641 人，研发投入 4.4 亿同增 43%，但由于收入端更快的增长，公司利润增长未受到影响。

分业务看：订阅收入 7.35 亿元同增 38%，考虑到月活增长订阅健康发展；软件授权业务 6.4 亿同增 200%，印证 Q1 确认部分延迟信创收入；广告业务 1.9 亿元同增 12%。

➤ 合同负债、现金流与月活指标健康增长，公司有望迎来多重催化

从财务指标看：合同负债 10.51 亿，环比 Q1 增 20.4%；经营性现金流净额达到 7.61 亿，同比增长 68%；销售收现比维持在 1.2 的高水准。多个指标反映订阅业务健康增长。

从 C 端指标看：21H1 主要产品月活达 5.01 亿，同比增长 10.35%，季度环比增长 1.42%，其中 PC 产品月活 1.99 亿，移动版产品月活 2.96 亿；21H1 累计付费用户数达到 2188 万人，同比增长 30%；云端上传文件数 1085 亿份，同比增长 57%。

股权激励指引 21-23 复合增速 23.4%，公司有望迎来多重增长动力。根据金山发布的股权激励公告，拟向 223 名核心骨干人员授予 87 万股（占比约 0.19%），解锁条件以 20 年营收为考核基准，计算可得 21-23 年 CAGR 为 23.4%。金山作为国产办公软件龙头公司，有望迎来行业信创、云化与协同战略多重动力推动，成长空间广阔。

三、投资建议

预计公司 21/22/23 年营收分别为 33.99/46.48/60.66 亿元，同比增长 50%/37%/31%；实现归母净利润 11.53/14.98/19.52 亿元，同比增长 31%/30%/30%；当前市值对应 21 年业绩的 PE 为 138 倍。当前 A 股计算机各细分龙头在 Wind 一致预期下 21 年 PE 为 100 倍，考虑到公司高增速、潜在的市场空间及优良的商业模式，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	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	2,261	3,399	4,648	6,066
增长率 (%)	43.1	50.3	36.7	30.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	878	1,153	1,498	1,952
增长率 (%)	119.2	31.3	30.0	30.3
每股收益 (元)	1.90	2.50	3.25	4.24
PE (现价)	181.1	137.6	105.9	81.2
PB	23.1	19.8	16.7	13.8

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

维持评级

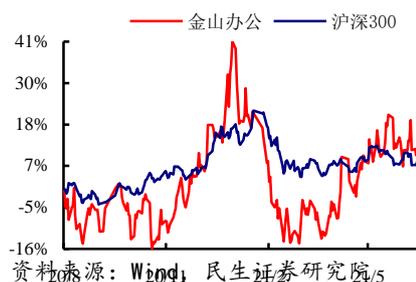
当前价格： 344.0 元

交易数据

2021-8-24

近 12 个月最高/最低(元)	491.77/290.7
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)	1,586
流通市值 (亿元)	742

该股与沪深 300 走势比较



分析师：郭新宇

执业证号： S0100518120001

电话： 01085127654

邮箱： guoxinyu@mszq.com

研究助理：丁辰晖

执业证号： S0100120090026

电话： 021-60876718

邮箱： dingchenhui@mszq.com

相关研究

1. 金山办公 (688111.SH) 2021 年一季报点评：高速增长持续，经营质量优异
2. 金山办公(688111):云转型成果丰厚，长期增长空间广阔

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,261	3,399	4,648	6,066
营业成本	278	435	621	808
营业税金及附加	23	34	46	61
销售费用	483	782	1,069	1,395
管理费用	213	340	465	607
研发费用	711	1,054	1,418	1,820
EBIT	554	755	1,029	1,376
财务费用	(9)	(10)	(27)	(48)
资产减值损失	0	13	(2)	6
投资收益	144	158	200	250
营业利润	935	1,223	1,590	2,072
营业外收支	0	1	0	0
利润总额	936	1,223	1,590	2,072
所得税	49	71	92	119
净利润	887	1,153	1,498	1,952
归属于母公司净利润	878	1,153	1,498	1,952
EBITDA	601	802	1,093	1,469
资产负债表 (百万元)				
货币资金	1004	2677	4835	7284
应收账款及票据	400	641	599	749
预付款项	8	11	16	20
存货	1	3	3	6
其他流动资产	8	8	8	8
流动资产合计	8088	10618	12762	15384
长期股权投资	36	194	394	644
固定资产	62	82	132	202
无形资产	59	54	49	46
非流动资产合计	423	367	560	794
资产合计	8512	10985	13322	16179
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	140	161	287	318
其他流动负债	53	53	53	53
流动负债合计	1438	2759	3597	4502
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	183	183	183	183
非流动负债合计	183	183	183	183
负债合计	1621	2942	3780	4685
股本	461	461	461	461
少数股东权益	36	36	36	36
股东权益合计	6891	8043	9542	11494
负债和股东权益合计	8512	10985	13322	16179

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	43.1	50.3	36.7	30.5
EBIT 增长率	115.8	36.4	36.2	33.8
净利润增长率	119.2	31.3	30.0	30.3
盈利能力				
毛利率	87.7	87.2	86.6	86.7
净利润率	38.8	33.9	32.2	32.2
总资产收益率 ROA	10.3	10.5	11.2	12.1
净资产收益率 ROE	12.8	14.4	15.8	17.0
偿债能力				
流动比率	5.6	3.8	3.5	3.4
速动比率	5.6	3.8	3.5	3.4
现金比率	5.3	3.6	3.4	3.2
资产负债率	0.2	0.3	0.3	0.3
经营效率				
应收账款周转天数	59.2	55.0	48.0	40.0
存货周转天数	1.8	2.0	2.0	2.0
总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4
每股指标 (元)				
每股收益	1.9	2.5	3.2	4.2
每股净资产	14.9	17.4	20.6	24.9
每股经营现金流	3.2	4.3	4.6	5.3
每股股利	0.6	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	181.1	137.6	105.9	81.2
PB	23.1	19.8	16.7	13.8
EV/EBITDA	120.1	84.0	61.2	46.0
股息收益率	0.2	0.0	0.0	0.0

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	887	1,153	1,498	1,952
折旧和摊销	43	60	62	99
营运资金变动	790	1,051	855	725
经营活动现金流	1,452	1,963	2,115	2,427
资本开支	55	(168)	57	78
投资	(1,259)	(600)	0	0
投资活动现金流	(1,116)	(290)	43	22
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	(141)	0	0	0
现金净流量	195	1,674	2,158	2,449

分析师与研究助理简介

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。

丁辰晖，民生证券计算机行业助理研究员，复旦大学资产评估硕士，2020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：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

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。