



买入 (维持)

金山办公 (688111.SH) 中报点评: 收入增长提速/净利率环比改善, C 端订阅及公有云收入增速亮眼

所属行业: 计算机/计算机应用
当前价格(元): 164.13
合理区间(元): 223.27-237.22

投资要点

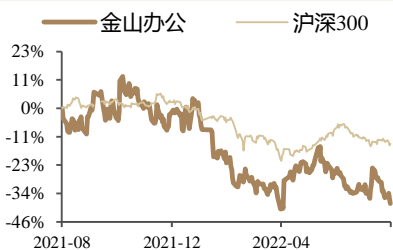
证券分析师

赵伟博
资格编号: S0120521090001
邮箱: zhaowb@tebon.com.cn

研究助理

陈嵩
邮箱: chensong3@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-8.21	-16.38	-18.36
相对涨幅(%)	-5.92	-10.04	-21.70

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

- 《金山办公 (688111.SH) 季报点评: C 端运营指标持续向好, 整体盈利水平显著改善》, 2022.5.3
- 《金山办公 (688111.SH) 事件点评: C 端 MAD 及付费渗透率表现亮眼, 股权激励深化核心团队绑定, 助力行稳致远》, 2022.3.24
- 《金山办公 (688111.SH): 短中长期皆宜的国产办公优质白马》, 2021.11.5

- 业绩简述:** 22H1 公司实现营收 17.92 亿元 (同比+14.5%), 22H1 公司归母净利润/扣非归母净利润分别为 5.20/4.12 亿元, 同比分别-5.3%/-10.2%。截止 22 年 6 月, 主要产品月活跃设备数为 (MAD) 为 5.70 亿 (同比+13.8%), 年累计付费用户数为 2856 万 (同比+30.5%)。业绩符合预期, 收入增速/净利率环比改善, C 端付费用户数增长/公有云收入增速亮眼。
- 22Q2 收入增速/净利率环比改善, 22H1 研发投入持续加码:** 22Q2 公司实现收入 9.24 亿 (同比+17%), 其中 C 端订阅/机构订阅/机构授权/互联网广告及其他业务分别实现收入 5.1/1.5/1.9/0.7 亿, 同比分别+44%/+32%/-11%/-40%。C 端增速环比 Q1 提升 7pcts, 表现颇佳, 广告业务战略性收缩持续, B 端业务受信创节奏影响, 有所下滑。22Q2 公司毛利率为 83.8%, 环比-2.7pcts, 主要系付费用户数及客户活跃度增长引起外部资源采购成本、结算成本、服务器成本增长, 带来了一定的营业成本端压力。22Q2 公司净利率为 29.1%, 环比提升 0.2pcts。22H1 公司销/管/研费用率分别为 19.9%/11.4%/35.9%, 同比分别-3/+3/+8pcts, 研发端持续加码, 销售费用率优化, 管理费用率上升主要系 22H1 确认了约 0.91 亿的股份支付 (去年同期约 0.17 亿), 还原股份支付影响, 22H1 管理费用率同样优化。
- C 端, MAD 受消费电子终端低景气影响环比略微下滑, 付费用户数增长提速:** 22H1 公司 MAD 为 5.70 亿, 受 22Q2 国内外消费电子景气度低迷影响, 环比 22Q1 的 5.72 亿略有减少, 其中 PC 端 MAD 约 2.32 亿, 与 22Q1 基本持平, 移动端 MAD 约 3.34 亿, 环比 22Q1 减少约 200 万。22H1 公司累计年度付费个人用户数约 2856 万, 同比增长 30.5%, 较 21Q4 增速+1.22pcts, 在 MAD 环比略有减少的情况下, 22H1 付费用户数增长亮眼, 反映了公司引导用户付费转换的效率提高。截止 6 月底, 用户通过公有云上传的云文档数量已超 1519 亿份 (同比+39.9%), 对应存储总量已达 270PB (同比+67.8%, 高于付费用户数增速), 随着用户对云服务使用的粘性持续提高, 看好 C 端业务付费转化效率及老用户留存率持续提升。
- B 端, 受信创节奏影响, 授权业务收入短期承压, 机构业务订阅制转型进程深化, 数字办公平台开始发力:** 22H1 公司机构授权业务实现收入 4.2 亿 (同比-11%), 受信创节奏影响, 收入短期承压。机构订阅业务实现收入 3.0 亿 (同比+51%), 继续保持高增速。22H1 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%。公有云服务端, 随着数字办公平台的推广及云和协作产品体系在 B 端用户中的使用粘性持续提高, 22H1 公司公有云相关收入同比翻番。
- 看好公司 C 端业务健康、快速成长, B 端业务受益云转型提速/信创需求回暖逐步重回高增轨道:** C 端 MAD 增速放缓的情况下, 付费用户数增长提速、上云文档数与存储总量快速增长, 充分说明 C 端用户的粘性及其付费转化效率持续提高, 考虑到公司积极培养用户长周期付费习惯及功能、内容、生态、云服务与协作体验持续优化带来的提价可能, 看好 C 端业务持续健康、快速成长。B 端, 除了满足政企客户对国产化产品的需求外, 公司顺应各级政府政务办公数字化管理、端云一体化和移动化办公需求, 先后在广东、广西、湖南、湖北、浙江、山东等省份落地数字政务业务, 有望形成示范效应并带来更多商机。针对企业客户, 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, 22H1 先后为中国人寿、工行、五矿、宝钢、用友、知乎等国企、民企客户输出了匹配其需求的数字化转型解决方案。看好金山依托数字办公平台出众的产品力实现 B 端市场的持续突破, 考虑到党政信创的深化、朝区县下沉的可能及行业信创逐步铺开并提速, 看好公司 B 端业务云转型持续提速的同时, 收入逐步回到高增轨道。

- **持续看好公司经营前景，维持“买入”评级：**考虑到信创需求不确定带来的授权业务增长压力，略微下调盈利预期，预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 12.87/17.71/23.95 亿元，对应 EPS 分别为 2.79/3.84/5.19 元。给予公司 2022 年 80-85x 目标 P/E，对应目标价 223.27-237.22 元。
- **风险提示：**党政军及行业信创政策落地时点不及预期；C 端订阅业务 MAD 及付费渗透率不及预期；机构订阅业务拓展情况不及预期；行业竞争加剧。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	461.22		2020	2021	2022E	2023E	2024E
流通 A 股(百万股):	218.22	营业收入(百万元)	2,261	3,280	4,014	5,377	7,036
52 周内股价区间(元):	158.00-300.00	(+/-)YOY(%)	43.1%	45.1%	22.4%	34.0%	30.8%
总市值(百万元):	75,700.29	净利润(百万元)	878	1,041	1,287	1,771	2,395
总资产(百万元):	10,925.91	(+/-)YOY(%)	119.2%	18.6%	23.6%	37.6%	35.3%
每股净资产(元):	17.41	全面摊薄 EPS(元)	1.90	2.26	2.79	3.84	5.19
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	87.7%	86.9%	87.7%	88.4%	88.9%
		净资产收益率(%)	12.8%	13.5%	14.8%	17.6%	20.1%

资料来源: 公司年报 (2020-2021), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	2.26	2.79	3.84	5.19
每股净资产	16.74	18.83	21.80	25.81
每股经营现金流	4.04	5.15	7.97	11.88
每股股利	0.70	0.86	1.19	1.61
价值评估(倍)				
P/E	72.70	58.81	42.75	31.61
P/B	9.81	8.72	7.53	6.36
P/S	23.08	18.86	14.08	10.76
EV/EBITDA	103.20	75.41	60.48	43.11
股息率%	0.4%	0.5%	0.7%	1.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	86.9%	87.7%	88.4%	88.9%
净利润率	31.7%	32.1%	32.9%	34.0%
净资产收益率	13.5%	14.8%	17.6%	20.1%
资产回报率	11.0%	11.2%	12.4%	13.0%
投资回报率	13.2%	11.8%	14.2%	16.3%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	45.1%	22.4%	34.0%	30.8%
EBIT 增长率	36.4%	23.3%	40.4%	35.3%
净利润增长率	18.6%	23.6%	37.6%	35.3%
偿债能力指标				
资产负债率	25.4%	29.9%	36.0%	42.4%
流动比率	3.8	3.2	2.6	2.2
速动比率	3.8	3.2	2.6	2.2
现金比率	3.6	3.0	2.5	2.1
经营效率指标				
应收帐款周转天数	45.8	45.8	45.8	45.8
存货周转天数	2.0	2.0	1.9	2.0
总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4
固定资产周转率	43.7	37.7	33.7	28.6

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	1,041	1,287	1,771	2,395
少数股东损益	28	34	47	64
非现金支出	68	97	135	183
非经营收益	-222	-260	-336	-443
营运资金变动	789	1,009	1,787	2,926
经营活动现金流	1,864	2,377	3,675	5,479
资产	-149	-181	-242	-317
投资	-1,422	0	0	0
其他	207	236	271	312
投资活动现金流	-1,364	55	29	-5
债权募资	0	0	0	0
股权募资	0	0	0	0
其他	-247	-299	-334	-418
融资活动现金流	-247	-299	-334	-418
现金净流量	251	2,133	3,371	5,056

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 25 日
 资料来源：公司年报（2020-2021），德邦研究所

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	3,280	4,014	5,377	7,036
营业成本	429	493	626	783
毛利率%	86.9%	87.7%	88.4%	88.9%
营业税金及附加	35	43	58	75
营业税金率%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
营业费用	695	923	1,237	1,618
营业费用率%	21.2%	23.0%	23.0%	23.0%
管理费用	326	409	511	633
管理费用率%	9.9%	10.2%	9.5%	9.0%
研发费用	1,082	1,264	1,694	2,216
研发费用率%	33.0%	31.5%	31.5%	31.5%
EBIT	912	1,124	1,578	2,135
财务费用	-17	-24	-65	-131
财务费用率%	-0.5%	-0.6%	-1.2%	-1.9%
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	205	236	271	312
营业利润	1,121	1,375	1,906	2,569
营业外收支	-3	-3	-3	-3
利润总额	1,119	1,372	1,903	2,567
EBITDA	979	1,221	1,713	2,319
所得税	50	51	85	108
有效所得税率%	4.4%	3.7%	4.5%	4.2%
少数股东损益	-28	-34	-47	-64
归属母公司所有者净利润	1,041	1,287	1,771	2,395

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,254	3,178	6,277	10,979
应收账款及应收票据	415	508	681	891
存货	2	3	3	4
其它流动资产	19	19	19	19
流动资产合计	8,694	10,713	14,007	18,949
长期股权投资	123	123	123	123
固定资产	88	125	194	298
在建工程	0	0	0	0
无形资产	118	165	202	232
非流动资产合计	1,732	1,815	1,922	2,055
资产总计	10,426	12,527	15,929	21,004
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	212	268	374	515
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	88	88	88	88
流动负债合计	2,268	3,371	5,354	8,518
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	378	378	378	378
非流动负债合计	378	378	378	378
负债总计	2,645	3,748	5,731	8,896
实收资本	461	461	461	461
普通股股东权益	7,720	8,684	10,056	11,902
少数股东权益	61	95	142	206
负债和所有者权益合计	10,426	12,527	15,929	21,004

信息披露

分析师与研究助理简介

赵伟博：德邦证券计算机行业首席分析师，中国人民大学金融学硕士，中国人民大学经济学本科，曾就职于东北证券、华泰证券。对网络安全、金融 IT、云计算、智能驾驶、工业软件、信创产业链均有深入研究。

陈嵩：德邦证券计算机行业研究助理，北京大学计算机技术硕士，曾就职于东北证券。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。