公司研究

公司信息更新报告

开源证券 证券研究报告

金山办公（688111.SH）

2021 年 03 月 24 日

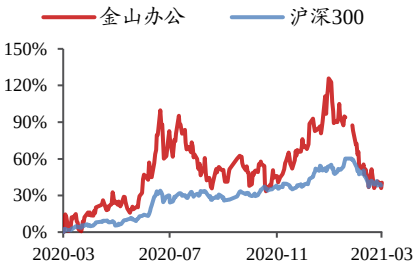
经营净现金流大超预期，全面拥抱云协作战略

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2021/3/24
当前股价(元)	306.08
一年最高最低(元)	521.00/204.50
总市值(亿元)	1,411.03
流通市值(亿元)	660.58
总股本(亿股)	4.61
流通股本(亿股)	2.16
近 3 个月换手率(%)	59.84

股价走势图



数据来源：贝格数据

陈宝健（分析师）
chenbaojian@kysec.cn
证书编号：S0790520080001

刘逍遥（分析师）
liuxiaoyao@kysec.cn
证书编号：S0790520090001

● **长期成长路径清晰，维持“买入”评级**

公司成长逻辑清晰，中短期看 2C/2G 市场，更长期看广泛的 B 端市场与海外市场。我们维持公司 2021-2022 年归母净利润预测为 11.69、15.27 亿元，同时预测 2023 年归母净利润为 19.41 亿元，对应 EPS 分别为 2.54、3.31、4.21 元/股，当前股价对应 2020-2023 年 PE 为 120.7、92.4、72.7 倍，维持“买入”评级。

● **办公授权与订阅业务高速增长，经营性现金流大超预期**

2020 年公司实现业务收入 22.61 亿元，同比增长 43.14%；实现归母净利润 8.78 亿元，同比增长 119.22%。其中，办公软件授权业务 8.03 亿元，同比增长 61.90%；办公服务订阅业务 11.09 亿元，同比增长 63.18%；互联网广告推广业务 3.49 亿元，同比减少 13.61%，各项业务增速符合预期。2020 年公司实现经营活动净现金流 15.14 亿元，同比增长 158.57%，超出市场预期。公司合同负债为 8.33 亿元，2019 年预收账款为 4.38 亿元，同比大幅增长主要系个人订阅业务增长所致。

● **累计个人付费会员数高速增长，用户粘性持续增强**

2020 年公司 MAU 保持稳定增长，截至 2020 年底公司主要产品（不含金山文档）MAU 已达到 4.74 亿，同比增长 15.33%；累计年度付费个人会员数达 1962 万，同比增长 63.23%。而且 2020 年个人及“WPS+”用户通过公有云服务上传云端文件数量已达 898 亿份。目前个人付费会员渗透率仍较低，公司有望通过丰富特权功能、拓展内容资源等方式持续优化用户体验，推动个人订阅业务高速增长。

● **力推云协作办公，中小企业级市场有望成为新增长点**

随着企业级“云化”需求增加，公司在原有四大产品战略“多屏、云、内容和 AI”基础上，将协作加入公司的产品战略，并发布了包括“金山表单、金山会议、金山日历、金山待办和 FlexPaper”等全新协作产品。目前公司已孵化 WPS+中小微活跃企业超过 20 万家，全国 27 个省 79 个地市共 107 家政府单位和行业协会把 WPS+作为远程办公推荐产品，中小企业级市场有望成为公司新增长点。

● **风险提示：**全年业务受新冠疫情影响风险；技术变革风险。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,580	2,261	3,325	4,645	6,185
YOY(%)	39.8	43.1	47.1	39.7	33.2
归母净利润(百万元)	401	878	1,169	1,527	1,941
YOY(%)	28.9	119.2	33.2	30.6	27.1
毛利率(%)	85.6	87.7	87.3	87.4	88.3
净利率(%)	25.4	38.8	35.2	32.9	31.4
ROE(%)	6.6	12.9	15.1	16.8	18.0
EPS(摊薄/元)	0.87	1.90	2.54	3.31	4.21
P/E(倍)	352.2	160.7	120.7	92.4	72.7
P/B(倍)	23.3	20.6	18.2	15.5	13.0

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	6681	8088	9225	10814	12507
现金	749	1004	1944	3229	4724
应收票据及应收账款	347	400	578	852	1023
其他应收款	26	41	54	81	98
预付账款	5	8	14	16	24
存货	1	1	3	3	5
其他流动资产	5552	6633	6633	6633	6633
非流动资产	163	423	422	435	449
长期投资	22	36	48	60	72
固定资产	67	62	64	62	74
无形资产	18	59	58	60	49
其他非流动资产	57	267	252	253	252
资产总计	6844	8512	9648	11249	12955
流动负债	727	1438	1742	1973	1922
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	60	140	212	374	478
其他流动负债	666	1297	1531	1599	1444
非流动负债	49	183	110	124	129
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	49	183	110	124	129
负债合计	775	1621	1853	2097	2051
少数股东权益	0	36	47	62	80
股本	461	461	461	461	461
资本公积	4588	4642	4642	4642	4642
留存收益	1013	1753	2611	3692	5078
归属母公司股东权益	6069	6855	7748	9090	10823
负债和股东权益	6844	8512	9648	11249	12955

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	586	1514	1025	1209	1449
净利润	401	887	1181	1542	1959
折旧摊销	32	47	51	72	72
财务费用	-3	-9	6	1	4
投资损失	-31	-144	-162	-170	-179
营运资金变动	204	790	107	-73	-249
其他经营现金流	-17	-56	-158	-163	-159
投资活动现金流	-4474	-1116	286	249	234
资本支出	63	55	2	-2	-0
长期投资	-4456	-1111	-12	-12	-12
其他投资现金流	-8866	-2172	276	234	222
筹资活动现金流	4449	-141	-353	-173	-207
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	101	0	0	0	0
资本公积增加	4372	54	0	0	0
其他筹资现金流	-24	-195	-353	-173	-207
现金净增加额	562	251	940	1285	1495

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1580	2261	3325	4645	6185
营业成本	228	278	423	586	725
营业税金及附加	16	23	34	47	63
营业费用	345	483	632	884	1189
管理费用	136	213	239	325	433
研发费用	599	711	1202	1673	2219
财务费用	-3	-9	6	1	4
资产减值损失	-0	0	0	0	0
其他收益	67	115	138	164	177
公允价值变动收益	50	118	156	164	159
投资净收益	31	144	162	170	179
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	402	935	1246	1627	2067
营业外收入	0	1	1	1	2
营业外支出	-5	0	0	1	1
利润总额	406	936	1246	1627	2068
所得税	6	49	66	86	109
净利润	401	887	1181	1542	1959
少数股东损益	0	8	11	15	19
归母净利润	401	878	1169	1527	1941
EBITDA	416	953	1253	1621	2021
EPS(元)	0.87	1.90	2.54	3.31	4.21

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	39.8	43.1	47.1	39.7	33.2
营业利润(%)	18.8	132.9	33.2	30.6	27.1
归属于母公司净利润(%)	28.9	119.2	33.2	30.6	27.1
获利能力					
毛利率(%)	85.6	87.7	87.3	87.4	88.3
净利率(%)	25.4	38.8	35.2	32.9	31.4
ROE(%)	6.6	12.9	15.1	16.8	18.0
ROIC(%)	6.2	12.2	14.5	16.0	16.9
偿债能力					
资产负债率(%)	11.3	19.0	19.2	18.6	15.8
净负债比率(%)	-11.8	-12.1	-23.7	-34.1	-42.3
流动比率	9.2	5.6	5.3	5.5	6.5
速动比率	9.2	5.6	5.3	5.5	6.5
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.4	0.5
应收账款周转率	5.5	6.0	6.8	6.5	6.6
应付账款周转率	3.5	2.8	2.4	2.0	1.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.87	1.90	2.54	3.31	4.21
每股经营现金流(最新摊薄)	1.27	3.29	2.22	2.62	3.14
每股净资产(最新摊薄)	13.16	14.87	16.81	19.72	23.48
估值比率					
P/E	352.2	160.7	120.7	92.4	72.7
P/B	23.3	20.6	18.2	15.5	13.0
EV/EBITDA	324.1	140.3	105.9	81.1	64.3

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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、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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券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。

本报告的版权归本公司所有。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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn