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）

2020 年 10 月 27 日

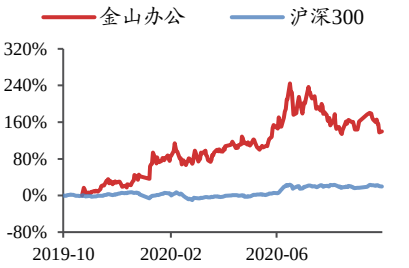
业绩超预期，现金流表现亮眼

——公司 3 季报点评报告

投资评级：买入（维持）

日期	2020/10/26
当前股价(元)	302.99
一年最高最低(元)	436.00/125.00
总市值(亿元)	1,396.78
流通市值(亿元)	214.21
总股本(亿股)	4.61
流通股本(亿股)	0.71
近 3 个月换手率(%)	139.25

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

● 收入和利润均超预期，维持“买入”评级

公司发布 2020 年 3 季报，实现营业收入 15.03 亿元，同比增长 44.25%；归母净利润 5.95 亿元，同比增长 191.22%。Q3 单季度公司实现营业收入 5.87 亿元，同比增长 64.62%；归母净利润 2.38 亿元，同比增长 313.61%，公司收入和利润均略超预期。收入的快速增长得益于办公订阅业务的高速增长，及政府业务需求释放拉动办公授权业务在 Q3 强劲增长。公司前三季度经营性现金流净额为 8.1 亿元，同比增长 226.80%；合同负债为 6.10 亿元，同比增长 92.2%，现金流和合同负债的高速增长进一步说明公司订阅业务进展乐观。考虑公司各项业务进展积极，我们上调公司 2020-2022 年归母净利润为 9.17、13.16、18.21 亿元（原预测为 8.07、12.10、17.01 亿元），EPS 为 1.99、2.86、3.95 元/股（原预测为 1.75、2.63、3.69 元/股），当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 176、123、89 倍，考虑公司在国产办公领域的龙头地位，维持“买入”评级。

● 付费用户数强劲增长，成长逻辑持续兑现

截止 2020 年 9 月底，公司主要产品月度活跃用户（MAU）为 4.57 亿，同比增长 19.63%。其中，WPS office PC 版月度活跃用户数 1.76 亿，同比增长 23.08%；移动版月度活跃用户数 2.74 亿，同比增长 19.13%。2020 年上半年公司累计年度付费个人会员数为 1681 万，同比增长 98.47%，增长极为强劲。月活用户高速增长，同时付费客户率快速提升，客户粘性增强，公司成长逻辑持续兑现，办公订阅业务有望保持高增长。

● 办公授权业务有望在四季度进一步加速

公司通过强化产品与区域服务能力，积极拥抱行业生态建设，持续提升全国各区域政企市场的服务能力和品牌影响力。同时伴随着疫情影响的逐渐消除，政府业务需求逐渐释放，拉动办公授权业务的强劲增长。我们认为四季度随着信创业务贡献体现，公司办公授权业务有望进一步加速。

● 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	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,130	1,580	2,656	3,893	5,274
YOY(%)	50.0	39.8	68.1	46.6	35.5
归母净利润(百万元)	311	401	917	1,316	1,821
YOY(%)	44.9	28.9	129.0	43.5	38.3
毛利率(%)	86.7	85.6	86.6	85.9	85.8
净利率(%)	27.5	25.4	34.5	33.8	34.5
ROE(%)	26.2	6.6	13.4	16.3	18.5
EPS(摊薄/元)	0.67	0.87	1.99	2.86	3.95
P/E(倍)	520.7	403.8	176.3	122.9	88.8
P/B(倍)	136.3	26.7	23.6	20.0	16.4

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)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1490	6681	7671	9341	11676
现金	187	749	1615	2964	5147
应收票据及应收账款	227	347	434	746	852
其他应收款	21	26	50	62	90
预付账款	6	5	17	14	28
存货	1	1	3	3	6
其他流动资产	1049	5552	5552	5552	5552
非流动资产	137	163	181	203	221
长期投资	13	22	32	44	55
固定资产	53	67	90	107	115
无形资产	18	18	13	6	6
其他非流动资产	53	57	46	46	44
资产总计	1627	6844	7852	9544	11897
流动负债	424	727	974	1415	2026
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	70	60	236	202	679
其他流动负债	354	666	738	1213	1346
非流动负债	16	49	31	34	36
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	16	49	31	34	36
负债合计	440	775	1005	1450	2061
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	360	461	461	461	461
资本公积	216	4588	4588	4588	4588
留存收益	607	1013	1772	2823	4251
归属母公司股东权益	1187	6069	6848	8095	9835
负债和股东权益	1627	6844	7852	9544	11897

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	418	586	869	1290	2064
净利润	311	401	917	1316	1821
折旧摊销	17	32	34	47	57
财务费用	-2	-3	-37	-71	-124
投资损失	-50	-31	-106	-64	-83
营运资金变动	122	204	121	121	459
其他经营现金流	21	-17	-61	-60	-67
投资活动现金流	-218	-4474	110	56	76
资本支出	53	63	18	8	6
长期投资	-198	-4456	-10	-12	-12
其他投资现金流	-363	-8866	118	51	70
筹资活动现金流	-184	4449	-114	4	44
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	101	0	0	0
资本公积增加	12	4372	0	0	0
其他筹资现金流	-196	-24	-114	4	44
现金净增加额	20	562	865	1349	2183

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1130	1580	2656	3893	5274
营业成本	150	228	355	547	749
营业税金及附加	11	16	27	39	53
营业费用	216	345	531	740	1003
管理费用	89	136	199	280	369
研发费用	428	599	900	1267	1656
财务费用	-2	-3	-37	-71	-124
资产减值损失	-4	-0	-5	-6	-8
其他收益	52	67	94	123	135
公允价值变动收益	2	50	55	61	67
投资净收益	50	31	106	64	83
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	338	402	942	1344	1860
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	17	-5	6	1	3
利润总额	322	406	936	1344	1857
所得税	11	6	18	27	35
净利润	311	401	917	1316	1821
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	311	401	917	1316	1821
EBITDA	333	416	934	1322	1792
EPS(元)	0.67	0.87	1.99	2.86	3.95

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	50.0	39.8	68.1	46.6	35.5
营业利润(%)	56.7	18.8	134.5	42.7	38.4
归属于母公司净利润(%)	44.9	28.9	129.0	43.5	38.3
获利能力					
毛利率(%)	86.7	85.6	86.6	85.9	85.8
净利率(%)	27.5	25.4	34.5	33.8	34.5
ROE(%)	26.2	6.6	13.4	16.3	18.5
ROIC(%)	25.6	6.2	12.9	15.4	17.3
偿债能力					
资产负债率(%)	27.1	11.3	12.8	15.2	17.3
净负债比率(%)	-15.3	-11.8	-23.3	-36.3	-52.1
流动比率	3.5	9.2	7.9	6.6	5.8
速动比率	1.0	9.2	7.8	6.6	5.7
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.4	0.4	0.4	0.5
应收账款周转率	5.6	5.5	6.8	6.6	6.6
应付账款周转率	2.8	3.5	2.4	2.5	1.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.67	0.87	1.99	2.86	3.95
每股经营现金流(最新摊薄)	0.91	1.27	1.89	2.80	4.48
每股净资产(最新摊薄)	2.57	13.16	14.85	17.56	21.33
估值比率					
P/E	520.7	403.8	176.3	122.9	88.8
P/B	136.3	26.7	23.6	20.0	16.4
EV/EBITDA	485.8	373.8	165.5	115.9	84.3

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