

金山办公 (688111)

公司研究/点评报告

云转型成果丰厚，长期增长空间广阔

—金山办公 2020 年年报点评

点评报告/计算机

2021 年 03 月 24 日

一、事件概述

金山办公于 2021 年 3 月 23 日发布 2020 年年度报告，2020 年实现营收 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%。

二、分析与判断

➤ 营收端高速增长，多重因素共振盈利水平大幅提升

B、C 两端齐头并进。拆解公司三大业务来看，办公软件授权业务营收 8.03 亿元，同比增长 61.9%；办公服务订阅收入 11.09 亿元，同比增长 63.2%；广告推广收入 3.49 亿元，同比下滑 13.6%。B、C 两端核心业务保持高速增长，广告业务战略调整有所下滑。

利润水平达到 38.8% 创近几年新高。公司 2020 年归母净利润 8.78 亿元，利润率达到 38.8%，较 19 年大幅提升 13.5pct。公司销售、管理费率保持稳定，利润率大幅提升主要源自两点：1) 研发费率下降 6.5pct 至 31.44%；2) 募集资金获取的理财收益与公允价值损益合计贡献利润 2.62 亿。

➤ 云化成果显著，用户数高速增长、现金流表现亮眼

月活与付费用户数持续增长。公司着力推动政企客户与个人客户的云化进程，主要产品月度活跃用户数保持稳定增长。2020 年主要产品（不含金山文档）MAU 达到 4.74 亿，同比增长 15.33%，环比增长 3.72%。其中 WPS PC 版 MAU 为 1.85 亿；移动版月度活跃用户数 2.82 亿。公司累计年度付费个人会员数达到 1962 万，同比增长 63.23%；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。

经营性净现金流达到 15.14 亿，合同负债 8.33 亿。受益于公司云化转型持续推进，2020 年经营性净现金流达到 15.14 亿元，同比增长 158.5%，环比增长 87%；合同负债科目达到 8.33 亿元，同比增长 90.2%。两项指标表现亮眼，彰显公司云化转型成果。

三、投资建议

预计公司 2021、2022、2023 年营收分别为 37.79、54.01、70.22 亿元，同比增长 67.1%、42.9%、30%；实现归母净利润 12.16、16.47、21.2 亿元，同比增长 38.5%、35.4%、28.7%；当前市值对应 21、22、23 年业绩的 PE 分别为 112、83、64 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 72 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	3,779	5,401	7,022
增长率 (%)	43.1	67.1	42.9	30.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	878	1,216	1,647	2,120
增长率 (%)	119.2	38.5	35.4	28.7
每股收益 (元)	1.90	2.64	3.57	4.60
PE (现价)	155.8	112.2	82.8	64.4
PB	19.9	16.9	14.0	11.5

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

维持评级

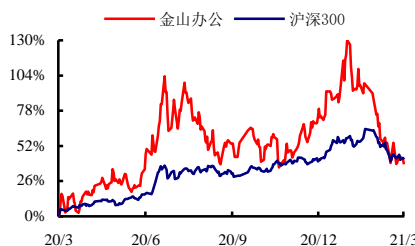
当前价格： 296.0 元

交易数据

2021-3-23

近 12 个月最高/最低(元)	491.77/214.0
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)	1,365
流通市值 (亿元)	639

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

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):业绩高速增长，企业级市场值得期待

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

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	3,779	5,401	7,022
营业成本	278	435	621	808
营业税金及附加	23	38	54	70
销售费用	483	831	1,188	1,545
管理费用	213	378	540	702
研发费用	711	1,247	1,782	2,317
EBIT	554	850	1,215	1,580
财务费用	(9)	(10)	(26)	(45)
资产减值损失	0	21	9	7
投资收益	144	158	200	250
营业利润	935	1,291	1,748	2,250
营业外收支	0	1	0	0
利润总额	936	1,291	1,748	2,250
所得税	49	74	101	130
净利润	887	1,216	1,647	2,120
归属于母公司净利润	878	1,216	1,647	2,120
EBITDA	601	898	1,279	1,673
资产负债表 (百万元)				
货币资金	1004	2558	4536	6969
应收账款及票据	400	862	1089	1252
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	10731	12963	15589
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	11097	13523	16383
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	140	137	242	229
其他流动负债	53	53	53	53
流动负债合计	1438	2807	3586	4326
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	2990	3769	4509
股本	461	461	461	461
少数股东权益	36	36	36	36
股东权益合计	6891	8107	9754	11874
负债和股东权益合计	8512	11097	13523	16383

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	67.1	42.9	30.0
EBIT 增长率	115.8	53.6	42.9	30.0
净利润增长率	119.2	38.5	35.4	28.7
盈利能力				
毛利率	87.7	88.5	88.5	88.5
净利润率	38.8	32.2	30.5	30.2
总资产收益率 ROA	10.3	11.0	12.2	12.9
净资产收益率 ROE	12.8	15.1	16.9	17.9
偿债能力				
流动比率	5.6	3.8	3.6	3.6
速动比率	5.6	3.8	3.6	3.6
现金比率	5.3	3.5	3.3	3.3
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	60.0	65.0	60.0
存货周转天数	1.8	2.0	2.0	2.0
总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.5
每股指标 (元)				
每股收益	1.9	2.6	3.6	4.6
每股净资产	14.9	17.5	21.1	25.7
每股经营现金流	3.2	4.0	4.2	5.2
每股股利	0.6	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	155.8	112.2	82.8	64.4
PB	19.9	16.9	14.0	11.5
EV/EBITDA	103.3	62.4	43.1	32.5
股息收益率	0.2	0.0	0.0	0.0
现金流量表 (百万元)				
净利润	887	1,216	1,647	2,120
折旧和摊销	43	69	73	100
营运资金变动	790	860	515	542
经营活动现金流	1,452	1,844	1,935	2,411
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	1,554	1,978	2,433

分析师与研究助理简介

强超廷，民生证券研究院计算机&教育行业首席，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。

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：

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。