

## 付费用户数高增长，长期成长空间广阔

### ——金山办公(688111.SH)2020年年度报告点评

## 买入|维持

当前价/目标价：296.00元/434.40元

目标期限：6个月

#### 基本数据

52周最高/最低价(元)：491.77 / 218.0

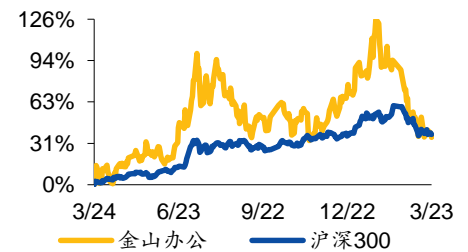
A股流通股(百万股)：215.82

A股总股本(百万股)：461.00

流通市值(百万元)：63882.56

总市值(百万元)：136456.00

#### 过去一年股价走势



资料来源：Wind

#### 相关研究报告

《国元证券公司研究-金山办公(688111.SH)事件点评：业绩大幅增长，长期空间巨大》2021.01.27

《国元证券公司研究-金山办公(688111.SH)：政府需求提前释放，付费用户强劲增长》2020.10.27

#### 报告作者

分析师 耿军军

执业证书编号 S0020519070002

电话 021-51097188-1856

邮箱 gengjunjun@gyzq.com.cn

联系人 陈图南

邮箱 chentunan@gyzq.com.cn

#### 事件：

公司于2021年3月23日晚发布《2020年年度报告》。

#### 点评：

##### ● 授权与订阅业务齐头并进，盈利能力与质量大幅提升

2020年，公司实现营业收入22.61亿元，同比增长43.14%。其中：1) 办公软件产品使用授权业务收入8.03亿元，同比增长61.90%，政府及企业市场继续保持高速增长；2) 办公服务订阅业务收入11.09亿元，同比增长63.18%；3) 互联网广告推广业务收入3.49亿元，同比减少13.61%，公司主动调整广告策略，减少使用中用户对用户的打扰，提升跨端协作体验。2020年，公司实现扣非归母净利润6.12亿元，同比增长94.59%；经营性现金流净额为15.14亿元，同比大幅增长158.57%。

##### ● 月活用户数量持续提升，累计年度付费个人会员数量大幅增长

1) 月活用户方面：截至2020年年底，公司主要产品(不含金山文档)月度活跃用户(MAU)已达到4.74亿，同比增长15.33%。WPS office PC版月度活跃用户数1.85亿；移动版月度活跃用户数2.82亿；公司其他产品如金山词霸等月度活跃用户数接近0.1亿。2) 付费情况方面：2020年，公司累计年度付费个人会员数达到1962万，同比大幅增长63.23%。3) 云办公方面：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，同比增长79.24%，云办公用户粘性持续增加。

##### ● 公司各项战略持续推进，协作赋能产品优势逐步凸显

分业务来看，1) 国内政企业务：公司持续推进企业级客户云化进程；加强适配国产软硬件，WPS汇集260家生态合作伙伴，与14家高市占率的生态厂商签订战略合作协议；孵化WPS+中小微活跃企业超过20万家；继续加大对教育领域的布局投入。2) 个人增值业务：提升会员渗透率及使用粘性，超级会员增速显著提高。3) 广告业务：丰富广告业务结构，优化展示策略，提升用户体验。4) 金山文档业务：疫情催生协作办公的旺盛需求，疫情后超三分之二的用户续用。5) 海外业务：新增覆盖俄罗斯、中东、北美南美及非洲地区，目前为全球220个国家和地区的用户提供产品及服务。6) 人工智能及词霸业务：自主研发的OCR和机器翻译技术达到了国内第一梯队的水平；词霸产品用户量保持平稳。

##### ● 投资建议与盈利预测

公司是国内领先的办公软件和服务提供商，未来成长空间较为广阔。预测公司2021-2023年营业收入为33.38、45.57、60.72亿元，归母净利润为11.38、15.87、22.51亿元，EPS为2.47、3.44、4.88元/股，对应PE为119.95、85.97、60.62倍。公司目前营业收入快速增长，研发等费用投入较多，采用PS估值法较为合理。上市以来，公司PS主要运行在40-120倍之间，考虑到近期科技股估值调整较为明显，下调公司2021年的目标PS至60倍，对应的目标价为434.40元，维持“买入”评级。

##### ● 风险提示

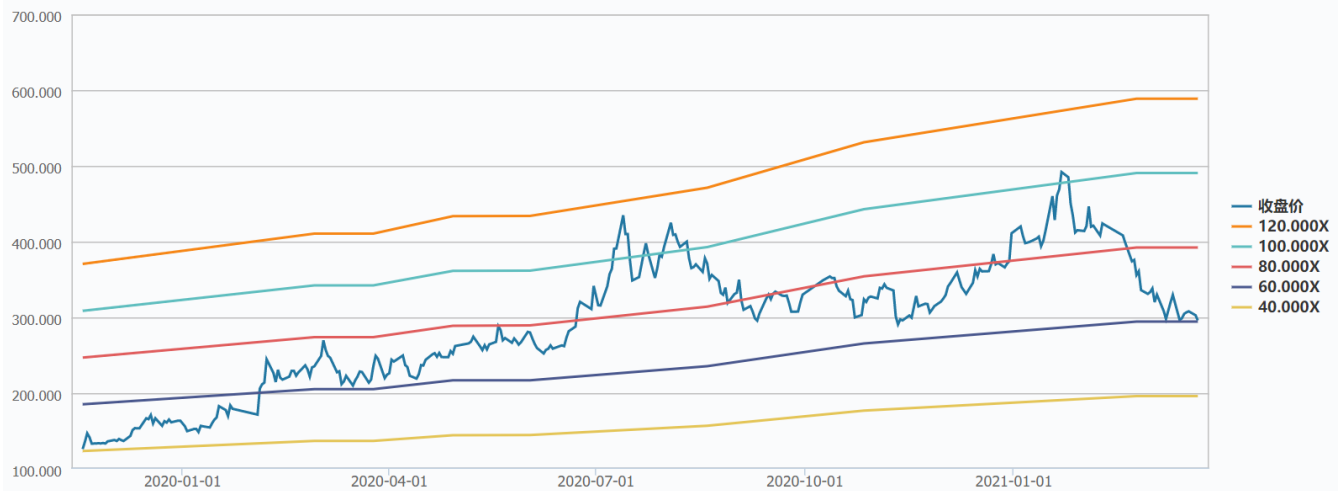
付费用户数量增长低于预期；国产化替代进程低于预期；其他公司进入办公软件市场，市场竞争加剧。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1579.52	2260.97	3337.66	4556.99	6071.76
收入同比(%)	39.82	43.14	47.62	36.53	33.24
归母净利润(百万元)	400.58	878.14	1137.58	1587.18	2251.14
归母净利润同比(%)	28.94	119.22	29.54	39.52	41.83
ROE(%)	6.60	12.81	14.23	17.28	20.69
每股收益(元)	0.87	1.90	2.47	3.44	4.88
市盈率(P/E)	340.65	155.39	119.95	85.97	60.62

资料来源：Wind，国元证券研究所

图 1：金山办公上市以来 PS-Band



资料来源：Wind，国元证券研究所

**财务预测表**

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	6680.56	8088.17	9417.27	10843.36	12759.83
现金	749.24	1003.50	1757.62	2378.11	3347.06
应收账款	345.02	398.11	587.09	800.66	1064.38
其他应收款	25.50	41.21	60.41	81.57	107.47
预付账款	5.32	8.38	12.04	16.19	21.38
存货	1.43	1.35	1.95	2.71	3.69
其他流动资产	5554.05	6635.62	6998.16	7564.12	8215.85
<b>非流动资产</b>	163.43	423.41	431.74	444.25	467.04
长期投资	21.86	35.83	37.92	39.86	43.29
固定资产	67.17	61.69	62.62	64.60	72.99
无形资产	17.61	59.04	59.81	62.04	65.33
其他非流动资产	56.80	266.85	271.38	277.74	285.42
<b>资产总计</b>	6843.99	8511.59	9849.01	11287.61	13226.87
<b>流动负债</b>	726.71	1437.81	1612.95	1834.88	2042.26
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	60.24	140.39	193.22	246.92	301.40
其他流动负债	666.48	1297.43	1419.73	1587.96	1740.86
<b>非流动负债</b>	48.70	182.95	194.74	206.53	220.08
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	48.70	182.95	194.74	206.53	220.08
<b>负债合计</b>	775.41	1620.76	1807.69	2041.41	2262.34
少数股东权益	0.00	35.92	46.92	62.43	84.90
股本	461.00	461.00	461.00	461.00	461.00
资本公积	4588.25	4641.91	4641.91	4641.91	4641.91
留存收益	1012.83	1752.68	2890.25	4079.28	5774.91
<b>归属母公司股东权益</b>	6068.58	6854.91	7994.40	9183.76	10879.63
<b>负债和股东权益</b>	6843.99	8511.59	9849.01	11287.61	13226.87

**现金流量表**

单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	585.69	1514.42	983.35	1454.72	2030.98
净利润	400.58	886.57	1148.58	1602.69	2273.61
折旧摊销	32.14	47.13	36.95	48.01	39.95
财务费用	-3.02	-9.41	-27.61	-41.36	-57.25
投资损失	-31.47	-144.17	-45.85	-51.36	-56.74
营运资金变动	204.11	790.41	-94.83	-150.09	-196.13
其他经营现金流	-16.65	-56.11	-33.89	46.83	27.55
<b>投资活动现金流</b>	-4473.63	-1116.32	-258.75	-477.77	-564.01
资本支出	63.21	55.28	26.28	38.26	36.42
长期投资	4455.63	1111.05	4.37	4.37	5.72
其他投资现金流	45.22	50.01	-228.10	-435.14	-521.87
<b>筹资活动现金流</b>	4449.06	-141.36	29.52	-356.46	-498.02
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	101.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	4372.01	53.66	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-23.96	-195.02	29.52	-356.46	-498.02
<b>现金净增加额</b>	562.44	251.34	754.12	620.49	968.95

**利润表**

单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	1579.52	2260.97	3337.66	4556.99	6071.76
营业成本	227.77	278.13	397.33	530.79	696.39
营业税金及附加	15.94	22.92	33.71	46.03	61.32
营业费用	344.74	482.81	706.92	961.07	1276.28
管理费用	135.70	212.54	310.74	422.89	561.64
研发费用	598.79	710.88	922.17	1166.52	1359.80
财务费用	-3.02	-9.41	-27.61	-41.36	-57.25
资产减值损失	-0.03	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	50.30	117.56	98.46	90.73	85.46
投资净收益	31.47	144.17	45.85	51.36	56.74
<b>营业利润</b>	401.65	935.37	1208.70	1685.70	2390.01
营业外收入	0.00	0.81	0.92	1.03	1.18
营业外支出	-4.72	0.32	0.46	0.57	0.69
<b>利润总额</b>	406.37	935.86	1209.16	1686.16	2390.50
所得税	5.79	49.29	60.58	83.46	116.90
<b>净利润</b>	400.58	886.57	1148.58	1602.69	2273.61
少数股东损益	0.00	8.43	11.00	15.51	22.47
<b>归属母公司净利润</b>	400.58	878.14	1137.58	1587.18	2251.14
EBITDA	430.76	973.09	1218.04	1692.35	2372.71
EPS (元)	0.87	1.90	2.47	3.44	4.88

**主要财务比率**

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	39.82	43.14	47.62	36.53	33.24
营业利润(%)	18.82	132.88	29.22	39.46	41.78
归属母公司净利润(%)	28.94	119.22	29.54	39.52	41.83
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	85.58	87.70	88.10	88.35	88.53
净利率(%)	25.36	38.84	34.08	34.83	37.08
ROE(%)	6.60	12.81	14.23	17.28	20.69
ROIC(%)	-174.76	474.64	378.35	346.65	336.72
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	11.33	19.04	18.35	18.09	17.10
净负债比率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动比率	9.19	5.63	5.84	5.91	6.25
速动比率	9.19	5.62	5.84	5.91	6.25
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.37	0.29	0.36	0.43	0.50
应收账款周转率	5.34	5.86	6.67	6.57	6.51
应付账款周转率	3.50	2.77	2.38	2.41	2.54
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.87	1.90	2.47	3.44	4.88
每股经营现金流(最新摊薄)	1.27	3.29	0.00	0.00	0.00
每股净资产(最新摊薄)	13.16	14.87	17.34	19.92	23.60
<b>估值比率</b>					
P/E	340.65	155.39	119.95	85.97	60.62
P/B	22.49	19.91	17.07	14.86	12.54
EV/EBITDA	298.94	132.33	105.72	76.09	54.27

## 投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

## 分析师声明

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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

## 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: [www.gyzq.com.cn](http://www.gyzq.com.cn)

## 国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188