

公司点评

金山办公（688111）

计算机 | 计算机应用

用户群体持续成长，现金流增势强劲

2021年03月24日

评级 推荐

评级变动 维持

合理区间 342.00-391.00 元

交易数据

当前价格（元）	306.08
52周价格区间（元）	204.50-521.00
总市值（百万）	141102.88
流通市值（百万）	66058.02
总股本（万股）	46100.00
流通股（万股）	21581.95

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
金山办公	-18.16	-17.29	43.18
计算机应用	-6.21	-5.46	-8.91

邓睿祺

分析师

执业证书编号：S0530520120001
dengrq@cfzq.com

18042686813

相关报告

- 《金山办公：金山办公（688111.SH）2020年业绩预告点评：业绩高速增长，超级办公平台逐渐形成》 2021-01-27
- 《金山办公：金山办公（688111.SH）公司深度：多层次用户生态体系，授权和订阅业务同步发展》 2020-11-24

预测指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入（百万元）	1579.52	2260.97	3314.00	4517.00	6061.00
净利润（百万元）	400.58	878.14	1148.09	1557.79	2255.26
每股收益（元）	0.87	1.90	2.49	3.38	4.89
每股净资产（元）	13.16	14.87	16.58	18.89	22.24
P/E	340.65	155.39	118.85	87.60	60.51
P/B	22.49	19.91	17.86	15.67	13.31

资料来源：贝格数据，财信证券

投资要点：

- **事件：**金山办公发布2020年年度报告。公司实现业务收入22.61亿元，同比增长43.14%；实现归属于母公司所有者的净利润8.78亿元，同比增长119.22%；其中办公软件授权业务8.03亿，同比增长61.90%；办公服务订阅业务11.09亿，同比增长63.18%；互联网广告推广业务3.49亿，同比减少13.61%。
- **业绩亮眼，用户数与付费率持续增长。**公司在2020年疫情压力下仍实现营收快速增长，授权与订阅业务均表现出强劲动力。订阅业务方面，公司活跃用户与付费用户自疫情好转的用户回落后再创新高，其中全年MAU达4.74亿，年度同比增长达15.33%；累计年度付费个人会员数达1962万，同比增长63.23%。授权业务方面，全年授权收入略低于此前预期，我们认为是自主可控招标在疫情影响下出现节奏调整，但60%以上的增长速度仍可充分反映公司在B端、G端办公软件市场的竞争力。
- **云转型叠加规模效应，现金流大幅增长。**公司由产品向订阅转型的成功有所显现，全年预收款项（合同负债+其他非流动负债）增长明显，报告期末预收总额达9.18亿元，较2020年年初增长约119%。叠加授权业务的规模效应及期间费用的良好管控，公司现金流实现大幅增长，全年经营性现金流量净额达15.14亿元，同比增长约159%。我们认为，公司按现有用户结构继续增长的确定性较高，迅速增长的预收款项与高毛利率的授权业务将促使公司保持超高速的现金流增长。
- **十四五仍强调自主可控，关注赛道远期结果。**虽然公司2020年授权业务收入略低于此前预期，但十四五规划再次强调了自主可控的重要性，党政招标全部落地的确定性得到保证。但当前全球政治经济环境较为复杂，我们认为自主可控短期招投标进度具有较大不确定性，而自主可控赛道的远期结果具有相对确定性。我们对五年（即2024年）党政招投标终局进行预测，预计2024年授权业务规模区间约为24.76-28.51亿元，2021-2024年授权业务CAGR区间约为32.51%-37.27%。
- **盈利预测与评级。**预计公司2021-2023年分别实现营收33.14、45.17、60.61亿元，归母净利润分别为11.48、15.58、21.83亿元，EPS分别为2.49、3.38、4.73元。参考以Adobe为代表的国际SaaS巨头发展历程，

以公司 2024 年对标 Adobe 的 2020 年所处发展节点，充分考虑公司业绩的成长性与基于信创市场招标不确定性导致的波动性，给予公司 2024 年合理市值区间 2100-2400 亿元。由于全球市场利率目前波动较大，参考上证 50 净收益指数与沪深 300 指数的长期回报率，按 10% 进行折现，对应 2021 年合理市值区间约为 1578-1803 亿元，对应合理股价区间约为 342-391 元。维持“推荐”评级。

- 风险提示：信创业务发展不及预期风险；宏观经济下行风险。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指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。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438