

金山办公（688111）2020年业绩预告点评

## 业绩符合市场预期，静待正版化市场兑现

### 事项:

- ❖ 公司1月26日晚间发布业绩预告，预计20年归母净利润8.01~9.21亿元，同比增长100%~130%，预测扣非净利润5.66~6.61亿，同比增长80%~110%，非经常损益2.35~2.61亿元，主要包括闲置资金管理收益和并购数科产生投资收益。业绩基本符合市场预期。

### 评论:

- ❖ **公司2020年增收突出:**2020年度，公司为更多的企业及个人用户提供了优质的云协作、云办公应用服务。报告期内，机构授权业务实现了高速增长；随着企业级云化需求逐渐显现，机构订阅业务体量增加；在疫情刺激下，移动办公及云协作办公料将深入改变用户使用习惯，进而带动个人订阅业务继续保持较高增速，推动公司业绩大幅增长。
- ❖ **疫情期间公司在不影响主业的前提下有效完成了控费:**年内受疫情影响，公司线下市场推广活动、差旅活动及人员招聘活动受限，同时公司持续提高开支的使用效率，导致相关费用及成本被节省或消耗放缓。
- ❖ **公司长期前景在于正版化的持续深入和单用户收入的提高。**如果静态来看，当前2000亿市值，相对于20年虽然翻倍但仍然不超过10亿的利润而言有些高估，但考虑公司主要面对的办公软件市场，中国乃至全球的正版化率依然不高，公司的远期目标可获得市场依然是一个海量数字，公司也有很大的成长空间。

**公司目前的单用户收入也有较高提升空间:**由于目前公司的订阅用户还在持续增长过程中，因此观上优惠等因素导致单用户收入不足百元，但随着公司持续盈利，有望反哺研发投入，公司有望持续推出办公软件的新产品，例如协作工具，形成公司办公软件的工具产品矩阵，进而提升对目标客户的吸引力，提升订阅用户的单用户付费数。从长期公司价值的角度，单用户的付费数是公司长期价值的核心驱动力。

- ❖ **盈利预测、估值及投资评级:**正版化持续推进，公司今年收入增速持续景气。考虑到公司发布业绩预告，我们以此依据部分修正盈利预测模型，我们预测金山办公20~22年的收入增速分别为49.1%，45.8%，41.1%，收入分别为23.54亿，34.32亿，48.45亿元（原预测值为25.68亿，37.7亿，51.14亿元），20~22年的归母净利润分别为8.53亿，11.00亿，16.29亿元（原预测值为6.95亿，10.34亿，13.88亿元）。以21年1月27日收盘价计算市盈率分别为235/182/123倍。考虑公司的长期市场空间，我们给予550元的目标价，维持“强推”评级。
- ❖ **风险提示:**正版化推进不及预期，竞品出现导致市场竞争加剧。

### 主要财务指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	1,580	2,354	3,432	4,845
同比增速(%)	39.8%	49.1%	45.8%	41.1%
归母净利润(百万)	401	853	1,100	1,629
同比增速(%)	28.9%	112.9%	29.1%	48.1%
每股盈利(元)	0.87	1.85	2.39	3.53
市盈率(倍)	499	235	182	123
市净率(倍)	33	30	26	22

资料来源:公司公告,华创证券预测

注:股价为21年01月27日收盘价

## 强推(维持)

目标价:550元

当前价:433.99元

### 华创证券研究所

证券分析师:张璋

邮箱:zhangzhang@hcyjs.com

执业编号:S0360520080002

证券分析师:王文龙

邮箱:wangwenlong1@hcyjs.com

执业编号:S0360520070002

### 公司基本数据

总股本(万股)	46,100
已上市流通股(万股)	21,582
总市值(亿元)	2,000.69
流通市值(亿元)	936.63
资产负债率(%)	16.1
每股净资产(元)	14.2
12个月内最高/最低价	521.0/162.83

### 市场表现对比图(近12个月)



### 相关研究报告

《金山办公(688111)2019年报点评:云与国产化驱动高成长》

2020-03-25

《金山办公(688111)2020年一季报点评:业绩超预期,订阅业务驱动高增长》

2020-04-29

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	749	1,305	2,333	3,762
应收票据	2	3	5	6
应收账款	345	452	626	837
预付账款	5	8	13	19
存货	1	349	527	767
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	5,579	5,598	5,625	5,663
流动资产合计	6,681	7,715	9,129	11,054
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	22	22	22	22
固定资产	67	77	70	55
在建工程	0	0	3	9
无形资产	18	16	14	13
其他非流动资产	56	54	53	51
非流动资产合计	163	169	162	150
<b>资产合计</b>	<b>6,844</b>	<b>7,884</b>	<b>9,291</b>	<b>11,204</b>
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	60	96	144	210
预收款项	438	652	951	1,342
合同负债	0	0	0	0
其他应付款	36	37	38	39
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	192	273	370	475
流动负债合计	726	1,058	1,503	2,066
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	49	49	49	49
非流动负债合计	49	49	49	49
<b>负债合计</b>	<b>775</b>	<b>1,107</b>	<b>1,552</b>	<b>2,115</b>
归属母公司所有者权益	6,069	6,777	7,739	9,089
少数股东权益	0	0	0	0
<b>所有者权益合计</b>	<b>6,069</b>	<b>6,777</b>	<b>7,739</b>	<b>9,089</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>6,844</b>	<b>7,884</b>	<b>9,291</b>	<b>11,204</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	<b>586</b>	<b>409</b>	<b>1,020</b>	<b>1,530</b>
现金收益	430	847	1,087	1,603
存货影响	0	-347	-178	-240
经营性应收影响	-120	-111	-180	-219
经营性应付影响	257	251	348	458
其他影响	19	-231	-58	-72
<b>投资活动现金流</b>	<b>-4,474</b>	<b>-30</b>	<b>-19</b>	<b>-12</b>
资本支出	-46	-32	-21	-13
股权投资	-9	0	0	0
其他长期资产变化	-4,419	2	2	1
<b>融资活动现金流</b>	<b>4,449</b>	<b>177</b>	<b>27</b>	<b>-89</b>
借款增加	0	0	0	0
股利及利息支付	0	-138	-279	-339
股东融资	4,482	0	0	0
其他影响	-33	315	306	250

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>1,580</b>	<b>2,354</b>	<b>3,432</b>	<b>4,845</b>
营业成本	228	361	546	795
税金及附加	16	24	35	49
销售费用	345	353	481	654
管理费用	136	188	240	291
研发费用	599	848	1,133	1,550
财务费用	-3	-30	-40	-50
信用减值损失	-7	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	50	200	15	20
投资收益	31	10	13	15
其他收益	67	60	70	80
<b>营业利润</b>	<b>402</b>	<b>880</b>	<b>1,136</b>	<b>1,671</b>
营业外收入	-1	0	0	0
营业外支出	-5	15	20	18
<b>利润总额</b>	<b>406</b>	<b>865</b>	<b>1,116</b>	<b>1,653</b>
所得税	5	12	16	24
<b>净利润</b>	<b>401</b>	<b>853</b>	<b>1,100</b>	<b>1,629</b>
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>401</b>	<b>853</b>	<b>1,100</b>	<b>1,629</b>
NOPLAT	398	823	1,061	1,580
EPS(摊薄) (元)	0.87	1.85	2.39	3.53

**主要财务比率**

	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	39.8%	49.1%	45.8%	41.1%
EBIT 增长率	26.2%	107.0%	28.9%	48.9%
归母净利润增长率	28.9%	112.9%	29.1%	48.1%
<b>获利能力</b>				
毛利率	85.6%	84.6%	84.1%	83.6%
净利率	25.4%	36.2%	32.1%	33.6%
ROE	6.6%	12.6%	14.2%	17.9%
ROIC	53.7%	55.5%	42.3%	40.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	11.3%	14.0%	16.7%	18.9%
债务权益比	0.8%	0.7%	0.6%	0.5%
流动比率	920.2%	729.2%	607.4%	535.0%
速动比率	920.1%	696.2%	572.3%	497.9%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.2	0.3	0.4	0.4
应收账款周转天数	65	61	57	54
应付账款周转天数	103	78	79	80
存货周转天数	2	174	289	293
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.87	1.85	2.39	3.53
每股经营现金流	1.27	0.89	2.21	3.32
每股净资产	13.16	14.70	16.79	19.72
<b>估值比率</b>				
P/E	499	235	182	123
P/B	33	30	26	22
EV/EBITDA	583	296	230	156

## 计算机组团队介绍

### 组长、首席分析师：王文龙

香港城市大学金融与精算数学硕士，6 年计算机研究经验，曾任职于广发证券、太平洋证券。2015-2017 年所在团队取得新财富第 6、第 4、第 3。2019 年金麒麟新锐分析师。

### 高级分析师：孟灿

中南财经政法大学投资学硕士。3 年以上一级市场 TMT 投资和近 3 年二级市场计算机行业研究经验。曾任职于苏州高新创业投资集团和兴全基金。2020 年加入华创证券研究所。

### 高级分析师：张璋

爱荷华州立大学硕士。2 年芯片设计工作经验，5 年计算机行业研究经验。曾任职于广发证券和浙商基金，2020 年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：邓怡

厦门大学金融硕士。2020 年加入华创证券研究所。

**华创证券机构销售通讯录**

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	资深销售经理	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	资深销售经理	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-20572500
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572522