金山办公（688111）

2020 年年报点评：付费渗透率稳步提升，业绩高增长有望延续

买入（维持）

2021 年 03 月 23 日

证券分析师 张良卫
执业证号：S0600516070001
021-60199793
zhanglw@dwzq.com.cn
研究助理 王紫敬
021-60199781
wangzj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2,261	3,267	4,652	6,466
同比（%）	43.1%	44.5%	42.4%	39.0%
归母净利润（百万元）	878	1,287	1,905	2,757
同比（%）	119.2%	45.5%	48.0%	44.9%
每股收益（元/股）	1.90	2.79	4.13	5.98
P/E（倍）	155	106	72	49

事件：公司 2020 年实现营收 22.61 亿元，同比增长 43.14%，归母净利润为 8.78 亿元，同比增长 119.22%，扣非净利润 6.12 亿元，同比增长 94.59%，符合市场预期。

投资要点

- **订阅和授权业务高增长，订阅业务营收占比近半：**分业务看，**办公软件授权业务**营收 8.03 亿，同比增长 61.90%，营收占比 35.51%，实现大幅增长主要系为政企用户提供优质的云办公、云协作应用服务，推动用户从桌面端及移动端使用向云端和协作应用转化，提升政企用户渗透率。**办公服务订阅业务**营收 11.09 亿，同比增长 63.18%，营收占比 49.04%（2019 年 43.02%），主要来源于个人客户订阅业务的增长，2020 年个人客户订阅业务同比增长 64.1%。随着移动办公及云协作办公深入改变用户使用习惯，公司积极开辟了多元化售卖渠道，推动个人服务订阅业务收入高速增长。同时企业级“云化”需求增加也推动 WPS+等面向中小客户群体的云办公产品业务发展迅速。**互联网广告推广业务**营收 3.49 亿，同比减少 13.61%，营收占比 15.44%，主要系为优化用户在云办公、云协作场景下的使用体验，主动缩减了传统互联网广告的投放规模。
- **云业务指标均实现大幅增长：**毛利率方面，整体毛利率 87.71%（+2.12pct），办公软件授权、办公服务订阅、互联网广告推广毛利率分别为 96.07%（-1.40pct）、84.71%（+3.98pct）、78.00%（-1.16pct）。费用率方面，销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 21.35%(-0.48pct)、9.40%（+0.81pct）、31.44%（-6.47pct），管理费用率增长主要系股权激励费用增加。期末合同负债 8.33 亿元，较期初增长 130.82%。经营性现金净流量 15.14 亿元，同比增长 158.57%，持续强化云化逻辑。
- **MAU 和付费转化率均有明显提高：**公司主要产品月度活跃用户数保持稳定增长，截至 2020 年 12 月 31 日，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%，环比增长 3.72%。其中 WPS office PC 版月度活跃用户数 1.85 亿（同比+20.13%）；移动版月度活跃用户数 2.82 亿（同比+13.71%）；公司其他产品如金山词霸等月度活跃用户数接近 0.1 亿。2020 年度，公司累计年度付费个人会员数达到 1962 万，同比增长 63.23%。付费转化率提升至 4.14%（2019 年底为 2.92%）。同时，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（2019 年 501 份）。
- **盈利预测与投资评级：**我们将 2021-2022 年的 EPS 从 2.75/4.09 元上调至 2.79/4.13 元，预计 2023 年 EPS 为 5.98 元，对应 PE 分别为 106/72/49 倍。作为国内办公软件龙头，看好今年信创、在线办公加速、订阅服务指标提升（转化率、MAU、消费频次）、云协作等多重因素推动业绩保持高速增长，维持“买入”评级。
- **风险提示：**产品单一风险；付费用户增长不及预期；云化不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	296.00
一年最低/最高价	204.50/521.00
市净率(倍)	19.91
流通 A 股市值(百万元)	63882.56

基础数据

每股净资产(元)	14.87
资产负债率(%)	19.04
总股本(百万股)	461.00
流通 A 股(百万股)	215.82

相关研究

1、《金山办公（688111）：业绩继续保持高速增长，看好 B 端打开新市场》2021-02-24

2、《金山办公（688111）：归母净利润翻倍增长，静待新战略的业绩释放》2021-01-27

3、《金山办公（688111）：业绩持续超市场预期，订阅业务实行渠道创新+深耕细分市场战略》2020-10-27

请务必阅读正文之后的免责声明部分

金山办公三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	**8,088**	**9,467**	**10,820**	**13,952**
现金	1,004	2,085	3,227	5,904
应收账款	400	680	858	1,280
存货	1	2	2	4
其他流动资产	6,683	6,700	6,732	6,764
非流动资产	**423**	**629**	**793**	**954**
长期股权投资	36	50	64	77
固定资产	62	201	351	523
在建工程	0	1	3	4
无形资产	59	112	111	86
其他非流动资产	267	266	264	262
资产总计	**8,512**	**10,096**	**11,613**	**14,905**
流动负债	**1,438**	**2,008**	**1,719**	**2,373**
短期借款	0	0	0	0
应付账款	140	123	218	224
其他流动负债	1,297	1,885	1,500	2,149
非流动负债	**183**	**183**	**183**	**183**
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	183	183	183	183
负债合计	**1,621**	**2,191**	**1,902**	**2,556**
少数股东权益	36	39	45	55
归属母公司股东权益	6,855	7,866	9,666	12,294
负债和股东权益	**8,512**	**10,096**	**11,613**	**14,905**

现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1,514	1,454	1,315	2,873
投资活动现金流	-1,116	-159	-172	-236
筹资活动现金流	-141	-214	-1	40
现金净增加额	251	1,081	1,142	2,677
折旧和摊销	47	80	146	226
资本开支	55	192	150	147
营运资本变动	790	273	-500	199

利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	**2,261**	**3,267**	**4,652**	**6,466**
减:营业成本	278	365	473	614
营业税金及附加	23	34	47	66
营业费用	483	644	898	1,203
管理费用	923	1,245	1,707	2,295
研发费用	711	964	1,326	1,778
财务费用	-9	-63	-103	-169
资产减值损失	0	0	0	0
加:投资净收益	144	85	85	85
其他收益	115	160	210	250
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	**935**	**1,329**	**1,977**	**2,858**
加:营业外净收支	0	-3	-4	-0
利润总额	**936**	**1,326**	**1,973**	**2,858**
减:所得税费用	49	36	63	90
少数股东损益	8	3	6	10
归属母公司净利润	**878**	**1,287**	**1,905**	**2,757**
EBIT	906	1,280	1,894	2,721
EBITDA	953	1,361	2,040	2,947

重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
每股收益(元)	1.90	2.79	4.13	5.98
每股净资产(元)	14.87	17.06	20.97	26.67
发行在外股份(百万股)	461	461	461	461
ROIC(%)	-123.5%	-159.7%	-1361.9%	-1336.3%
ROE(%)	12.9%	16.3%	19.7%	22.4%
毛利率(%)	87.7%	88.8%	89.8%	90.5%
销售净利率(%)	38.8%	39.4%	40.9%	42.6%
资产负债率(%)	19.0%	21.7%	16.4%	17.1%
收入增长率(%)	43.1%	44.5%	42.4%	39.0%
净利润增长率(%)	121.3%	45.5%	48.0%	44.9%
P/E	155	106	72	49
P/B	20	17	14	11
EV/EBITDA	135.41	94.04	62.18	42.13

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn