# 金山办公（688111）

## 归母净利润翻倍增长，静待新战略的业绩释放

买入（维持）

2021 年 01 月 26 日

证券分析师 郝彪
执业证号：S0600516030001
021-60199781
haob@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入（百万元） | 1,580 | 2,520 | 3,607 | 5,134 |
| 同比（%） | 39.8% | 59.5% | 43.1% | 42.3% |
| 归母净利润（百万元） | 401 | 890 | 1,370 | 2,090 |
| 同比（%） | 28.9% | 122.2% | 53.9% | 52.6% |
| 每股收益（元/股） | 0.87 | 1.93 | 2.97 | 4.53 |
| P/E（倍） | 518 | 233 | 152 | 99 |

**事件：**

公司发布 2020 年业绩预告，预计公司 2020 年归母净利润为 8.01 亿元-9.21 亿元，同比增长 100%-130%。扣非净利润 5.66 亿元-6.61 亿元，同比增长 80.00%-110.00%。

**投资要点**

- **云化继续加速归母净利润释放：**2020Q4 预计实现归母净利润 2.06 亿元-3.26 亿元，同比增长 5.10%-66.30%；扣非净利润 1.72 亿元-2.67 亿元，同比增长 11.69%-73.38%。2020 年业绩高增主要源于两方面：1）、2020 年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。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；2）在疫情刺激下，移动办公及云协作办公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。同时，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。

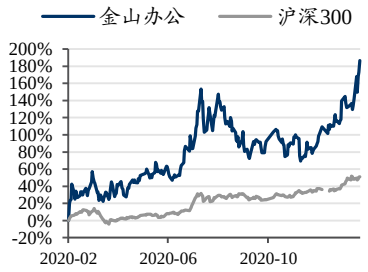
- **协作成为金山办公新的核心产品战略，加速向云化和 2B 扩张：**12 月 1 日金山办公举办 WPS「CHAO」办公大会将协作作为公司新核心产品战略，并将协作作为公司新核心产品战略，推出了金山表单、金山会议、金山日历、金山待办、FlecPaper 等 5 款协作产品。此外，公司未来的业务模式正加速从移动互联网和 2C 向云化和 2B 扩张，未来将打开更多更大的盈利空间。

- **与麒麟、飞腾、齐安信等出资成立先进操作系统创新中心：**本次投资的目的是强强联合，聚焦各方产业及资源优势，致力于以操作系统为核心的国产基础软硬件产业生态构建。目前 WPS 在国内信创市场地位稳固，竞争对手较少，通过新的合作模式，有望进一步提升信创领域市占率。

- **盈利预测与投资评级：**2020-2022 年归母净利润为 8.90/13.70/20.90 亿元，对应 PE 分别为 233/152/99 倍。作为国内最大的办公软件厂商，今年在信创、在线办公加速、订阅服务指标提升（转化率、MAU、消费频次）等多重因素推动下，业绩保持高速增长态势，我们看好公司协作产品给公司带来新的增长点，以及授权业务和订阅业务在各自细分市场潜在商机的挖掘和渗透，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) | 450.35 |
| 一年最低/最高价 | 162.83/521.00 |
| 市净率(倍) | 31.81 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 97194.29 |

**基础数据**

| | |
|---|---|
| 每股净资产(元) | 14.16 |
| 资产负债率(%) | 16.13 |
| 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**

**2、《金山办公（688111）：订阅业务表现亮眼，拟收购数科网维深化布局 OFD 领域》2020-08-19**

**3、《金山办公（688111）：MAU 稳步增长，规模化效应显现》2020-04-30**



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） | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| **流动资产** | **6,681** | **7,230** | **8,788** | **10,885** |
| 现金 | 749 | 1,070 | 2,452 | 4,158 |
| 应收账款 | 345 | 567 | 738 | 1,120 |
| 存货 | 1 | 2 | 3 | 4 |
| 其他流动资产 | 5,585 | 5,591 | 5,594 | 5,604 |
| **非流动资产** | **163** | **398** | **523** | **652** |
| 长期股权投资 | 22 | 33 | 44 | 56 |
| 固定资产 | 67 | 202 | 314 | 456 |
| 在建工程 | 0 | 38 | 46 | 49 |
| 无形资产 | 18 | 72 | 69 | 44 |
| 其他非流动资产 | 57 | 54 | 51 | 48 |
| **资产总计** | **6,844** | **7,628** | **9,311** | **11,538** |
| **流动负债** | **727** | **758** | **1,113** | **1,295** |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 60 | 115 | 133 | 209 |
| 其他流动负债 | 666 | 643 | 980 | 1,085 |
| **非流动负债** | **49** | **49** | **49** | **49** |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 49 | 49 | 49 | 49 |
| **负债合计** | **775** | **807** | **1,162** | **1,343** |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司股东权益 | 6,069 | 6,821 | 8,149 | 10,194 |
| **负债和股东权益** | **6,844** | **7,628** | **9,311** | **11,538** |

| 现金流量表（百万元） | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| 经营活动现金流 | 586 | 619 | 1,580 | 1,896 |
| 投资活动现金流 | -4,474 | -200 | -227 | -270 |
| 筹资活动现金流 | 4,449 | -98 | 30 | 80 |
| 现金净增加额 | 562 | 320 | 1,383 | 1,706 |
| 折旧和摊销 | 32 | 81 | 146 | 215 |
| 资本开支 | 63 | 224 | 114 | 117 |
| 营运资本变动 | 204 | -197 | 179 | -210 |

| 利润表（百万元） | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | **1,580** | **2,520** | **3,607** | **5,134** |
| 减:营业成本 | 228 | 307 | 423 | 583 |
| 营业税金及附加 | 16 | 28 | 39 | 54 |
| 营业费用 | 345 | 504 | 649 | 873 |
| 管理费用 | 136 | 1,008 | 1,335 | 1,848 |
| 财务费用 | -3 | -40 | -71 | -125 |
| 资产减值损失 | -0 | 0 | 0 | 0 |
| 加:投资净收益 | 31 | 102 | 28 | 53 |
| 其他收益 | 50 | 13 | 16 | 21 |
| **营业利润** | **402** | **903** | **1,396** | **2,124** |
| 加:营业外净收支 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| **利润总额** | **406** | **907** | **1,401** | **2,129** |
| 减:所得税费用 | 6 | 17 | 31 | 39 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **归属母公司净利润** | **401** | **890** | **1,370** | **2,090** |
| EBIT | 384 | 880 | 1,348 | 2,030 |
| EBITDA | 416 | 961 | 1,494 | 2,245 |

| 重要财务与估值指标 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| 每股收益(元) | 0.87 | 1.93 | 2.97 | 4.53 |
| 每股净资产(元) | 13.16 | 14.80 | 17.68 | 22.11 |
| 发行在外股份(百万股) | 461 | 461 | 461 | 461 |
| ROIC(%) | 6.2% | 12.6% | 16.1% | 19.5% |
| ROE(%) | 6.6% | 13.1% | 16.8% | 20.5% |
| 毛利率(%) | 85.6% | 87.8% | 88.3% | 88.6% |
| 销售净利率(%) | 25.4% | 35.3% | 38.0% | 40.7% |
| 资产负债率(%) | 11.3% | 10.6% | 12.5% | 11.6% |
| 收入增长率(%) | 39.8% | 59.5% | 43.1% | 42.3% |
| 净利润增长率(%) | 28.9% | 122.2% | 53.9% | 52.6% |
| P/E | 518.28 | 233.21 | 151.56 | 99.34 |
| P/B | 34.21 | 30.44 | 25.48 | 20.37 |
| EV/EBITDA | 484.01 | 209.28 | 133.60 | 88.17 |

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