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

买入（维持）

2020 年 10 月 26 日

证券分析师 郝彪
执业证号：S0600516030001
021-60199781
haob@dwzq.com.cn
证券分析师 张良卫
执业证号：S0600516070001
021-60199793
zhanglw@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	3,687	5,275
同比（%）	39.8%	59.5%	46.3%	43.1%
归母净利润（百万元）	401	940	1,369	2,053
同比（%）	28.9%	134.7%	45.6%	50.0%
每股收益（元/股）	0.87	2.04	2.97	4.45
P/E（倍）	349	149	102	68

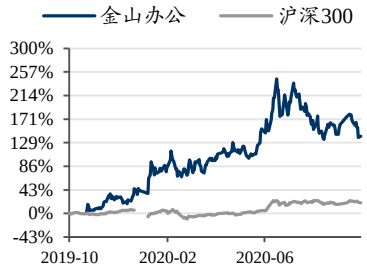
事件：

公司 2020 年前三季度实现营收 15.03 亿元，归母净利润 5.95 亿元，扣非净利润 3.94 亿元，同比分别增长 44.25%、191.22%、145.89%。

投资要点

- **Q3 业绩超预期，净现金流持续高增：**Q3 单季度来看，实现营收 5.87 亿元，同比增长 64.62%，归母净利润 2.38 亿元，同比增长 313.61%，扣非净利润 1.29 亿元，同比增长 208.37%。前三季度经营性现金流净额 8.10 亿元，同比增长 226.80%。合同负债（原预收账款）6.10 亿元，同比增长 91.82%。
- **整体费用率持续下降：**前三季度毛利率 86.85%（同比+2.89pct、环比+0.71pct），净利率 39.68%（同比+20.06pct、环比+0.65pct）；销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 20.39%、7.48%、34.85%，同比分别下降 0.89pct、0.94pct、7.18pct，整体费用率仍在持续下降。
- **MAU 保持高增长态势：**截至 2020 年 9 月 30 日，公司主要产品 MAU 已达到 4.57 亿，同比增长 19.63%，环比增长 0.66%。其中 WPS office PC 版月度活跃用户数 1.76 亿，同比增长 23.08%，环比增长 2.33%；移动版月度活跃用户数 2.74 亿，同比增长 19.13%，环比减少 0.36%；其他产品如金山词霸等月度活跃用户数已接近千万。主要是公司依靠技术优势和产品粘性提升了疫情带来的新用户的留存率。此外，公司付费用户数依旧保持强劲的增长。
- **授权业务受益党政市场，订阅业务实行渠道创新+精耕细分市场战略：**办公软件授权业务，全国各区域政企市场的服务能力和品牌影响力显著提升，尤其政府业务的集中提前释放。办公服务订阅业务，WPS 超级会员再次尝试直播带货等创新模式，开辟市场推广及品牌宣传新渠道。报告期内签约成为 2021 年第 31 届世界大学生运动会办公软件类官方独家供应商，同时发布金山文档-教育版，与清华大学正式签订智慧校园办公合作框架协议，持续加大对教育行业的覆盖率，继续精耕细分行业市场。广告业务，报告期内整体用户规模和活跃度的提升，仍能维持业务的平稳运行。
- **盈利预测与投资评级：**上调 2020-2022 年归母净利润为 9.40/13.69/20.53 亿元，对应 PE 分别为 149/102/68 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，我们继续看好公司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)	302.99
一年最低/最高价	125.00/436.00
市净率(倍)	21.40
流通 A 股市值(百万元)	21421.39

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)	70.70

相关研究

1、《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
2、《金山办公（688111）：MAU 稳步增长，规模化效应显现》2020-04-30
3、《金山办公（688111）：付费率显著提升，云化升级持续推进》2020-03-25

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**	**7,280**	**8,863**	**10,892**
现金	749	1,120	2,498	4,142
应收账款	345	567	767	1,142
存货	1	2	3	4
其他流动资产	5,585	5,591	5,595	5,604
非流动资产	**163**	**398**	**537**	**673**
长期股权投资	22	33	44	56
固定资产	67	202	326	475
在建工程	0	38	47	50
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**	**7,678**	**9,400**	**11,565**
流动负债	**727**	**758**	**1,152**	**1,309**
短期借款	0	0	0	0
应付账款	60	115	133	209
其他流动负债	666	643	1,019	1,100
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**	**1,201**	**1,357**
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	6,069	6,871	8,199	10,207
负债和股东权益	**6,844**	**7,678**	**9,400**	**11,565**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	586	668	1,589	1,870
投资活动现金流	-4,474	-200	-243	-307
筹资活动现金流	4,449	-98	32	81
现金净增加额	562	370	1,379	1,644
折旧和摊销	32	81	148	220
资本开支	63	224	127	124
营运资本变动	204	-197	189	-229

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**1,580**	**2,520**	**3,687**	**5,275**
减:营业成本	228	307	435	599
营业税金及附加	16	28	40	56
营业费用	345	504	726	1,018
管理费用	136	983	1,327	1,820
财务费用	-3	-41	-73	-126
资产减值损失	-0	0	0	0
加:投资净收益	31	102	28	28
其他收益	50	13	16	21
营业利润	**402**	**953**	**1,396**	**2,087**
加:营业外净收支	5	5	5	5
利润总额	**406**	**958**	**1,400**	**2,092**
减:所得税费用	6	18	31	39
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	**401**	**940**	**1,369**	**2,053**
EBIT	384	930	1,346	1,992
EBITDA	416	1,011	1,494	2,212

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.87	2.04	2.97	4.45
每股净资产(元)	13.16	14.90	17.78	22.14
发行在外股份(百万股)	461	461	461	461
ROIC(%)	6.2%	13.2%	16.0%	19.1%
ROE(%)	6.6%	13.7%	16.7%	20.1%
毛利率(%)	85.6%	87.8%	88.2%	88.6%
销售净利率(%)	25.4%	37.3%	37.1%	38.9%
资产负债率(%)	11.3%	10.5%	12.8%	11.7%
收入增长率(%)	39.8%	59.5%	46.3%	43.1%
净利润增长率(%)	28.9%	134.7%	45.6%	50.0%
P/E	348.69	148.56	102.02	68.02
P/B	23.02	20.33	17.04	13.68
EV/EBITDA	320.72	131.63	88.13	58.78

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