

# 业绩增长超预期，长期成长空间在 B 端

## 金山办公(688111)

评级:	买入	股票代码:	688111
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	521.0/163.0
目标价格:		总市值(亿)	2,076.11
最新收盘价:	450.35	自由流通市值(亿)	971.94
		自由流通股数(百万)	215.82

### 事件概述

1月27日，金山办公发布2020年度业绩预增公告，预计公司2020年度归属于母公司所有者的净利润约8亿元至9.2亿元，同比增长预计为100%-130%。预计归属于母公司所有者的扣除非经常性损益的净利润约5.67亿元至6.6亿元，同比增长预计为80%-110%。

### ► 受益于疫情和云化趋势的推动，B端和C端业务大幅增长，业绩超市场预期

从预增公告看，2020年金山办公归母净利润区间是8-9.2亿，同比增长翻倍以上，我们认为业绩增长超预期。从收入端看，2020年金山办公的高增长来自于2个方面：1) 疫情刺激下C端订阅业务的高增长，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。2) 企业级云化需求逐渐显现，机构订阅业务体量增加，叠加信创的推进，B端授权业务呈现出明显加速增长态势。

从费用端看，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。2020年前三季度公司销售费用率和管理费用率分别为20.4%和7.5%，相比去年同期均下降了0.9个百分点。整体上看，B端授权和C端订阅高增长的同时，期间费用率的下降，叠加理财受益和并购数科的投资收益，导致了2020年业绩实现翻倍以上的增长。

### ► WPS成功从工具转型为办公服务，长期有望形成C端+小B+大B三层飞轮模式

WPS成功从办公工具转型为办公服务，奠定公司发展重要的里程碑。在2020年12月初举办的金山办公「CHAO」大会上，金山办公披露了2个重要的业务数据：1) 保存在公司云端的文件数从2018年的93亿增长到2020年的820亿，总共增长了8.8倍。2) 存储量方面，从2018年的9.7PB增长到2020年的103PB，增长了10.6倍。2020年全年金山办公日均上云的文件数超过1亿，而这些海量的终端文件一方面有助于终端用户远程协作与互动，另一方面更是形成了价值巨大的数字资产，大大加强了用户的粘性。

我们认为，从长期来看，B端业务具备极强的挖掘潜力和付费能力，相对于C端业务具备更大的成长潜力和市场空间。云模式不仅满足了小B客户远程协作和文档资源存档的痛点，通过私有云部署直达每个账户，场地授权向数量授权转变，B端企业内部渗透率长期呈上升趋势。我们认为，金山办公未来有望形成C端+小B+大B三层飞轮用户模式，即：以C端用户为试点资源池，在小B客户中推广应用，最后对大B客户进行垂直场景渗透，把行业和场景属性功能封装，形成标准化能力向行业客户输出的业务模式。

### 投资建议

考虑到公司受益于疫情和云化趋势的影响，我们上调公司盈利预测，预计2020-2022年公司营业收入分别为25.4/39.4/54.6亿元，归母净利润由7.8/12.3/17.8亿元上调为8.3/12.4/17.8亿元，对应的EPS由1.7/2.68/3.86元上调至1.8/2.68/3.86元，对应的PE为250/168/117倍。考虑到公司在B端业务未来的巨大空间和成长性，给予公司2021年180倍PE，目标价482.40元，持续推荐，给予“买入”评级。

### 风险提示

1) 宏观经济下滑。2) 信创项目推进不及预期。3) WPS新产品推广不及预期。4) 技术研发不及预期风险。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,130	1,580	2,543	3,940	5,458
YoY (%)	50.0%	39.8%	61.0%	54.9%	38.5%
归母净利润(百万元)	311	401	832	1,235	1,781
YoY (%)	44.9%	28.9%	107.7%	48.4%	44.2%
毛利率 (%)	86.7%	85.6%	85.7%	85.5%	85.3%
每股收益 (元)	0.67	0.87	1.80	2.68	3.86
ROE	26.2%	6.6%	12.1%	15.2%	18.0%
市盈率	668.28	518.28	249.53	168.17	116.59

资料来源: Wind, 华西证券研究所

**分析师: 刘泽晶**

邮箱: liuzj1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520020002

联系电话:

**分析师: 刘忠腾**

邮箱: liuzt1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520050001

联系电话: 0755-82533391

**研究助理: 孔文彬**

邮箱: kongwb@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520090002

联系电话:

**研究助理: 吴祖鹏**

邮箱: wuzp1@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话:

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,580	2,543	3,940	5,458	净利润	401	832	1,235	1,781
YoY (%)	39.8%	61.0%	54.9%	38.5%	折旧和摊销	32	47	63	46
营业成本	228	362	570	804	营运资金变动	218	41	321	318
营业税金及附加	16	27	40	56	经营活动现金流	586	935	1,642	2,115
销售费用	345	458	709	982	资本开支	-63	-72	-70	-65
管理费用	136	178	276	382	投资	-4,456	0	0	0
财务费用	-3	20	9	-36	投资活动现金流	-4,474	29	87	153
资产减值损失	0	-87	-96	-87	股权募资	4,482	0	0	0
投资收益	31	102	158	218	债务募资	0	2,389	260	196
营业利润	402	825	1,239	1,796	筹资活动现金流	4,449	2,337	150	77
营业外收支	5	23	24	18	现金净流量	562	3,301	1,880	2,345
利润总额	406	848	1,263	1,814	<b>主要财务指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
所得税	6	16	28	33	<b>成长能力</b>				
净利润	401	832	1,235	1,781	营业收入增长率	39.8%	61.0%	54.9%	38.5%
归属于母公司净利润	401	832	1,235	1,781	净利润增长率	28.9%	107.7%	48.4%	44.2%
YoY (%)	28.9%	107.7%	48.4%	44.2%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	0.87	1.80	2.68	3.86	毛利率	85.6%	85.7%	85.5%	85.3%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	净利率	25.4%	32.7%	31.3%	32.6%
货币资金	749	4,050	5,930	8,275	总资产收益率 ROA	5.9%	8.0%	9.9%	11.8%
预付款项	5	13	19	25	净资产收益率 ROE	6.6%	12.1%	15.2%	18.0%
存货	1	3	4	6	<b>偿债能力</b>				
其他流动资产	5,925	6,153	6,460	6,830	流动比率	9.19	3.01	2.89	2.92
流动资产合计	6,681	10,219	12,413	15,136	速动比率	9.18	3.01	2.89	2.92
长期股权投资	22	22	22	22	现金比率	1.03	1.19	1.38	1.60
固定资产	67	110	136	168	资产负债率	11.3%	33.3%	34.8%	34.5%
无形资产	18	23	31	36	<b>经营效率</b>				
非流动资产合计	163	125	60	10	总资产周转率	0.23	0.25	0.32	0.36
资产合计	6,844	10,344	12,473	15,146	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	0	2,389	2,649	2,845	每股收益	0.87	1.80	2.68	3.86
应付账款及票据	60	138	211	272	每股净资产	13.16	14.97	17.65	21.51
其他流动负债	666	868	1,429	2,064	每股经营现金流	1.27	2.03	3.56	4.59
流动负债合计	727	3,395	4,289	5,181	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	49	49	49	49	PE	518.28	249.53	168.17	116.59
非流动负债合计	49	49	49	49	PB	12.45	24.78	21.02	17.25
负债合计	775	3,443	4,338	5,230					
股本	461	461	461	461					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	6,069	6,901	8,135	9,916					
负债和股东权益合计	6,844	10,344	12,473	15,146					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

刘泽晶（首席分析师）：2014-2015年新财富计算机行业团队第三、第五名，水晶球第三名，10年证券从业经验。

刘忠腾（分析师）：计算机+金融复合背景，3年IT产业+3年证券研究经验，深耕云计算、信创和工业软件等。

孔文彬（研究助理）：金融学硕士，2年证券研究经验，主要覆盖金融科技、区块链研究方向。

吴祖鹏（研究助理）：2019年新财富公用事业第三（核心成员），覆盖5G应用、智能驾驶、医疗IT等。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出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。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。