

2021年02月23日

证券分析师 郝彪

执业证号：S0600516030001  
021-60199781

haob@dwzq.com.cn

研究助理 王紫敬

021-60199781

wangzj@dwzq.com.cn

## 业绩继续保持高速增长，看好 B 端打开新市场

买入（维持）

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,580	2,261	3,227	4,584
同比（%）	39.8%	43.1%	42.7%	42.0%
归母净利润（百万元）	401	879	1,269	1,887
同比（%）	28.9%	119.4%	44.4%	48.7%
每股收益（元/股）	0.87	1.91	2.75	4.09
P/E（倍）	432.45	197.10	136.47	91.79

### 事件：

公司发布 2020 年业绩快报，2020 年实现营收 22.61 亿元，同比增长 43.14%，归母净利润为 8.79 亿元，同比增长 119.56%，扣非净利润 6.19 亿元，同比增长 96.79%。

### 投资要点

■ **营收继续保持高增长：**2020 年 Q4 单季度，实现营收 7.58 亿元，同比增长 41.15%，继续保持高速增长。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。期间，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。同时，随着用户对移动办公及云协作办公的深入使用，为优化云和协作办公时代的用户体验，公司缩减了传统互联网广告的投放量，进而带动个人订阅业务继续保持较高增速增长。

■ **归母净利润继续加速释放：**归母净利润 2.84 亿元，同比增长 44.90%；扣非净利润 2.25 亿元，同比增长 46.10%。2020 年净利润高增主要源于两方面：1) 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，导致相关成本费用被节省或消耗放缓。2) 受益于闲置资金管理收益和并购数科产生投资收益，2020 年的非经常性损益为 2.61 亿元，而 2019 年同期为 8605.08 万元。

■ **C 端授权继续稳扎稳打，加速向云化和 2B 扩张：**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%。此外，公司付费用户数依旧保持强劲的增长。C 端订阅业务渗透率和留存率的快速提升，正不断稳定贡献业绩。目前，云办公、协作办公的时代渐行渐近，2020 年 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。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。

■ **盈利预测与投资评级：**2020-2022 年归母净利润为 8.79/12.69/18.87 亿元，对应 PE 分别为 197/136/92 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)	375.77
一年最低/最高价	201.00/521.00
市净率(倍)	26.54
流通 A 股市值(百万元)	81098.48

### 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）：归母净利润翻倍增长，静待新战略的业绩释放》2021-01-27
- 2、《金山办公（688111）：业绩持续超预期，订阅业务实行渠道创新+深耕细分市场战略》2020-10-27
- 3、《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

金山办公三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>6,681</b>	<b>7,030</b>	<b>8,670</b>	<b>10,400</b>	<b>营业收入</b>	<b>1,580</b>	<b>2,261</b>	<b>3,227</b>	<b>4,584</b>
现金	749	1,426	3,050	4,745	减:营业成本	228	228	280	384
应收账款	347	0	0	0	营业税金及附加	16	25	35	48
存货	1	1	2	2	营业费用	345	452	636	885
其他流动资产	5,583	5,604	5,618	5,653	管理费用	734	882	1,162	1,581
<b>非流动资产</b>	<b>163</b>	<b>227</b>	<b>239</b>	<b>238</b>	研发费用	599	701	936	1,284
长期股权投资	22	33	44	56	财务费用	-3	-44	-83	-140
固定资产	67	67	71	84	资产减值损失	-0	0	0	0
在建工程	0	1	2	5	加:投资净收益	31	112	28	28
无形资产	18	72	69	44	其他收益	67	41	51	53
其他非流动资产	57	55	53	50	资产处置收益	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>6,844</b>	<b>7,257</b>	<b>8,909</b>	<b>10,638</b>	<b>营业利润</b>	<b>402</b>	<b>884</b>	<b>1,293</b>	<b>1,927</b>
<b>流动负债</b>	<b>727</b>	<b>400</b>	<b>823</b>	<b>709</b>	加:营业外净收支	5	8	-1	-1
短期借款	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>406</b>	<b>892</b>	<b>1,292</b>	<b>1,926</b>
应付账款	60	0	0	0	减:所得税费用	6	13	23	39
其他流动负债	666	400	823	709	少数股东损益	0	0	0	0
<b>非流动负债</b>	<b>49</b>	<b>49</b>	<b>49</b>	<b>49</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>401</b>	<b>879</b>	<b>1,269</b>	<b>1,887</b>
长期借款	0	0	0	0	EBIT	384	860	1,225	1,809
其他非流动负债	49	49	49	49	EBITDA	416	921	1,313	1,916
<b>负债合计</b>	<b>775</b>	<b>448</b>	<b>872</b>	<b>758</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	0	0	0	0	每股收益(元)	0.87	1.91	2.75	4.09
归属母公司股东权益	6,069	6,809	8,037	9,880	每股净资产(元)	13.16	14.77	17.43	21.43
<b>负债和股东权益</b>	<b>6,844</b>	<b>7,257</b>	<b>8,909</b>	<b>10,638</b>	发行在外股份(百万股)	461	461	461	461
					ROIC(%)	-161.8%	-468.5%	-204.7%	-392.2%
					ROE(%)	6.6%	12.9%	15.8%	19.1%
					毛利率(%)	85.6%	89.9%	91.3%	91.6%
					销售净利率(%)	25.4%	38.9%	39.3%	41.2%
					资产负债率(%)	11.3%	6.2%	9.8%	7.1%
					收入增长率(%)	39.8%	43.1%	42.7%	42.0%
					净利润增长率(%)	28.9%	119.4%	44.4%	48.7%
					P/E	432.45	197.10	136.47	91.79
					P/B	28.55	25.44	21.55	17.53
					EV/EBITDA	401.36	180.51	125.41	85.08

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 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>

