

证券研究报告—动态报告

信息技术

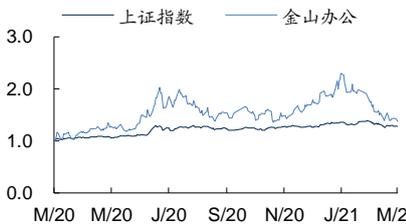
软件与服务

金山办公(688111)
买入

2020 年报点评

(维持评级)

2021 年 03 月 24 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	461/216
总市值/流通(百万元)	136,456/63,883
上证综指/深圳成指	3,412/13,607
12个月最高/最低(元)	521.00/204.50

相关研究报告:

《金山办公-688111-2020 年业绩预告点评: 业绩符合预期, 协作开启新办公》——2021-01-27
 《金山办公-688111-2020 年三季报点评: 三季度营收加速, 月活保持稳定增长》——2020-10-27
 《金山办公-688111-2020 年中报点评: 付费率持续提升, 订阅模式带动利润快速增长》——2020-08-19
 《金山办公-688111-2020 年一季报点评: 收入、利润全面超预期, 核心订阅业务增长突出》——2020-04-29
 《金山办公-688111-2019 年报点评: 业绩符合预期, 核心订阅业务增长突出》——2020-03-25

证券分析师: 熊莉

E-MAIL: xiongli1@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519030002

证券分析师: 库宏彦

电话: 021-60875168
 E-MAIL: kuhongyao@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520010001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

财报点评

现金流表现优异, 付费转化率提升亮眼

● 年报亮点颇多, 订阅和授权业务带动利润高增长

公司 2020 年实现收入 22.61 亿元 (+43.14%), 归母净利润为 8.78 亿元 (+119.22%), 扣非归母净利润为 6.12 亿元 (+94.59%)。分业务来看, 办公软件授权业务收入 8.03 亿 (+61.90%), 办公服务订阅业务 11.09 亿 (+63.18%), 互联网广告推广业务 3.49 亿 (-13.61%)。

● 各财务指标表现优异, 现金流和合同负债高增长

公司经营活动净现金流达到 15.14 亿元 (+158.57%), 合同负债达到 8.33 亿元 (+90.18%), 订阅业务有望持续快速成长。费用端来看, 销售费用率为 21.35% (-0.48pct), 管理费用率为 9.40% (+0.81pct), 研发费用率为 31.44% (-6.47pct)。2020 年, 公司人员达到 2824 人 (+24.57%), 其中研发人员达到 1923 人 (+23.90%)。

● PC 端月活增长亮眼, 付费转化率持续提升

截止 2020 年底, 公司主要产品 (不含金山文档) MAU 达到 4.74 亿, 年度增长 15.33%, 季度增长 3.72%。其中 WPS office PC 版 MAU 达到 1.85 亿 (+20.13%), 移动版 MAU 达到 2.82 亿 (+13.71%)。截止 2020 年底, 累计付费用户数达到 1962 万 (+63.23%), 付费转化率为 4.14%, 去年为 2.92%, 提升明显。以此计算 ARPU 值, 2020 年为 56.52 元, 与 2019 年保持一致。

● 授权业务下半年显著加速, 广告业务战略收缩

2020H1 授权业务仅为 2.14 亿元, 全年达到 8.03 亿元, 受益于政府信创领域下半年全面推进, 2021 年仍是信创推进大年, 预期授权业务仍会保持较高增长。2020 年广告业务下滑, 主要系公司进一步强调用户体验, 主动减少了广告投放规模。

● 风险提示: 企业级市场开拓放缓; 协作业务发展不及预期。
● 投资建议: 维持“买入”评级。

预计 2021-2023 年营业收入为 34.53/47.75/63.59 亿元, 增速分别为 53%/38%/33%, 归母净利润为 12.20/16.97/22.76 亿元, 摊薄 EPS=2.65/3.68/4.94 元。维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1579.52	2260.97	3452.73	4774.63	6359.03
(+/-%)	39.82%	43.14%	52.71%	38.29%	33.18%
净利润(百万元)	400.58	878.14	1220.36	1697.34	2275.59
(+/-%)	28.94%	119.22%	38.97%	39.09%	34.07%
摊薄每股收益(元)	1.11	1.90	2.65	3.68	4.94
EBIT Margin	54.44%	55.93%	29.54%	30.35%	30.81%
净资产收益率(ROE)	6.60%	12.81%	15.48%	18.23%	20.26%
市盈率(PE)	340.65	155.39	111.82	80.39	59.97
EV/EBITDA	121.65	105.43	136.11	98.67	76.09
市净率(PB)	22.49	19.91	17.31	14.65	12.15

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

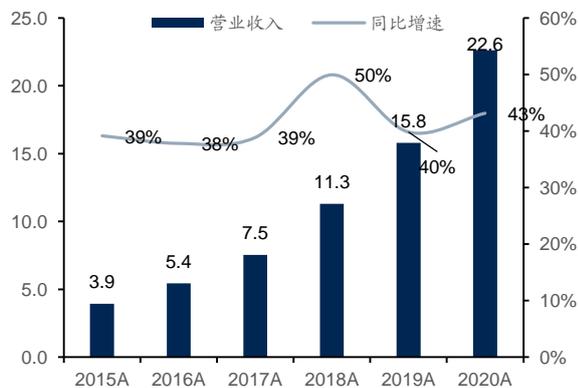
利润高增长，SaaS 和授权业务规模效应显著。2020 年公司实现收入 22.61 亿元 (+43.14%)，归母净利润为 8.78 亿元 (+119.22%)，扣非归母净利润为 6.12 亿元 (+94.59%)。分业务来看，办公软件授权业务收入 8.03 亿 (+61.90%)，办公服务订阅业务 11.09 亿 (+63.18%)，互联网广告推广业务 3.49 亿 (-13.61%)。2020 年广告业务下滑是公司战略收缩所致，为进一步强调用户体验，公司主动减少了广告投放规模。但是 SaaS 化订阅高增长，以及政企端授权业务全面铺开，规模效应下，公司利润迅速释放。

授权业务下半年增长超预期。2020 年上半年授权业务仅为 2.14 亿元，全年达到 8.03 亿元；其中数科网维于 20 年 9 月并表，合并收入约 0.82 亿元，合并利润约 0.27 亿元。受益于政府信创领域下半年全面推进，授权业务下半年显著加速；而 2021 年仍是信创推进大年，预期授权业务仍会保持较高增长。公司在政企端优势明显，已累计和 260 家国内办公生态伙伴完成产品适配，全国建设十二个服务中心，拥有上百家授权认证的服务商。目前，公司服务了国务院 65 个部委中的 62 个，34 个省级政府中的 33 个，覆盖 400 多个市县级政府和央企。另一方面，公司以数科网维为核心，加大 OFD 标准的开放及推广力度；UOF 和 OFD 将在国内办公市场占据一席之地。同时，公司着力推进政企客户云化，尤其中小企业客户，公司通过 WPS+整合旗下 WPS Office、在线文档、文档管理等全线产品，满足客户一站式办公需求。

订阅业务高增长，付费转化率表现亮眼。截止 2020 年底，公司主要产品（不含金山文档）MAU 达到 4.74 亿，年度增长 15.33%，季度增长 3.72%。其中 WPS office PC 版 MAU 达到 1.85 亿 (+20.13%)，移动版 MAU 达到 2.82 亿 (+13.71%)。截止 2020 年底，累计付费用户数达到 1962 万 (+63.23%)，付费转化率为 4.14%，去年为 2.92%，提升明显。以此计算 ARPU 值，2020 年为 56.52 元，与 2019 年保持一致。

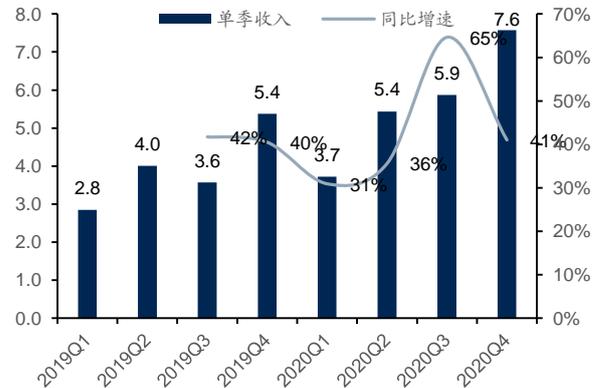
云办公粘性持续增加，“协作”战略未来可期。金山文档在疫情期间创下了 2.38 亿月活的成绩，疫情控制后有所下滑，但随着用户习惯的养成，月活再度重回增长。金山文档充分证明了当前协作办公发展趋势。2020 年 12 月，公司正式宣布全新公司产品战略“协作”，并发布了包括“金山表单、金山会议、金山日历、金山待办和 FlexPaper”5 款全新的协作产品。公司云办公产品粘性显著增强，2020 年云端上传文件数达到 898 亿 (+79.24%)。近两年，云端文件存储量增长 10.6 倍；云端文件存储量增长 8.8 倍。大量用户侧数据，形成持续粘性，有效提升 WPS 产品续费率 and 付费意愿。通过协作产品，公司进一步挖掘千万级中小微企业办公市场。

图 1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



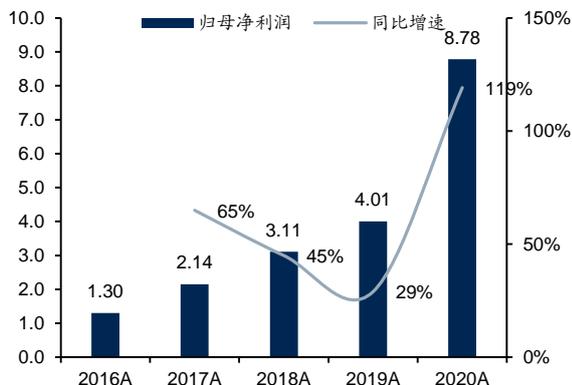
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



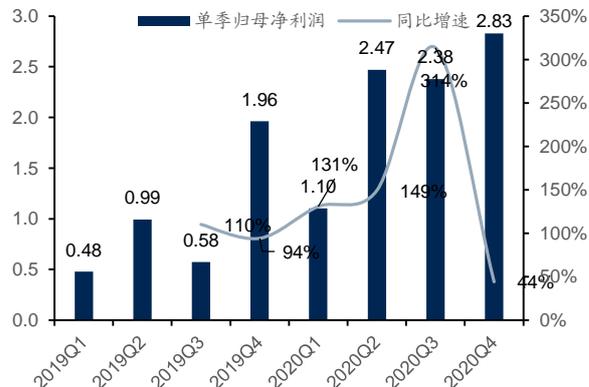
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

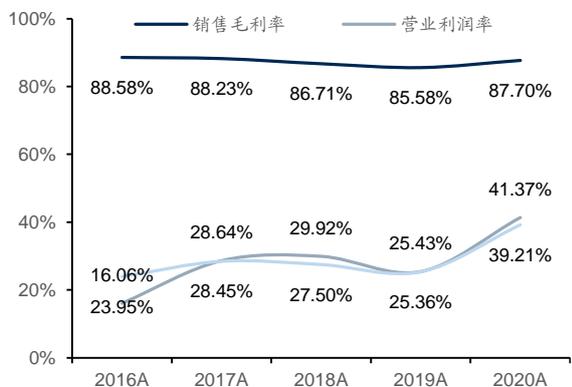
图 4: 公司单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

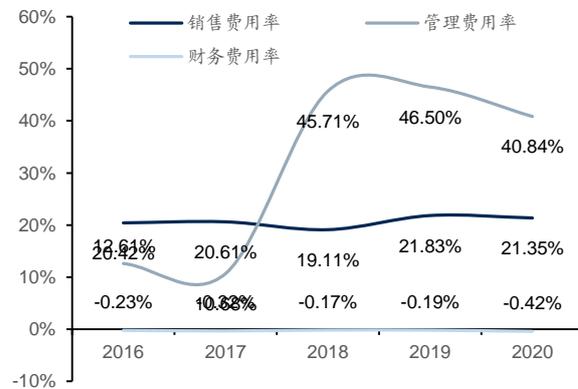
订阅助推毛利率持续提升, 研发费用下降较大, 但依然保持 30% 以上。SaaS 订阅模式规模效应显著, 业务快速增长过程中, 毛利率和净利率均会有大幅提升。公司订阅业务毛利率 2020 年达到 84.71%, 提升近 4 个百分点; 其他业务毛利率均略有下滑, 但高速整体毛利率仍提升 2 个百分点。费用率方面, 公司销售费用率为 21.35% (-0.48pct), 管理费用率为 9.40% (+0.81pct), 研发费用率为 31.44% (-6.47pct)。研发费用率随着产品化的订阅和授权迅速放量, 整体下降较大, 但依然保持在较高水平。

图 5: 公司毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 公司三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

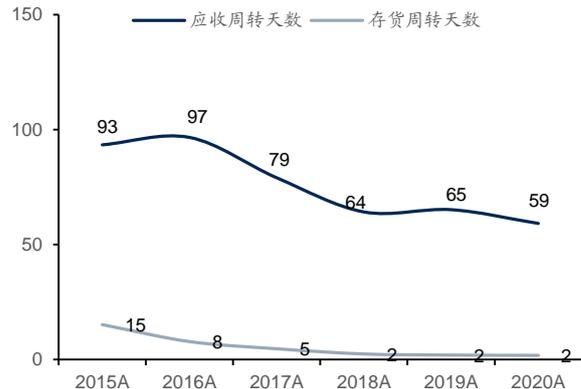
现金流表现优异, 各项指标持续优化。公司订阅和授权业务的放量, 带动各项财务指标积极。尤其 SaaS 订阅下, 公司经营活动净现金流达到 15.14 亿元 (+158.57%), 合同负债达到 8.33 亿元 (+90.18%)。现金流表现远好于销售收入和净利润。同时, 公司应收账款周转天数和存货周转天数也持续下降, 公司运营良好。对于 SaaS 企业, 净现金流及合同负债代表的预收更为重要, 2020 年现金流表现超市场预期, 从现金流估值来看, 公司在快速消化中, 已回到合理估值水平, 公司成长依然十分健康。

图 7: 公司经营现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 公司主要流动资产周转情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 维持“买入”评级。考虑信创领域 2021 年依然是大年, 用户粘性持续加强的情况下, 付费率有望继续提升, 我们预计 2021-2023 年营业收入为 34.53/47.75/63.59 亿元, 增速分别为 53%/38%/33%, 归母净利润为 12.20/16.97/22.76 亿元, 摊薄 EPS=2.65/3.68/4.94 元。维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1004	3804	8943	16557	营业收入	2261	3453	4775	6359
应收款项	441	674	932	1242	营业成本	278	376	516	690
存货净额	1	2	3	4	营业税金及附加	23	35	48	64
其他流动资产	16	25	35	46	销售费用	483	691	941	1240
流动资产合计	8088	11131	16538	24474	管理费用	213	1332	1821	2406
固定资产	62	154	244	330	财务费用	(9)	(36)	(95)	(191)
无形资产及其他	59	57	54	52	投资收益	144	60	60	60
投资性房地产	267	267	267	267	资产减值及公允价值变动	118	50	50	50
长期股权投资	36	36	36	36	其他收入	(600)	135	155	165
资产总计	8512	11644	17139	25159	营业利润	935	1301	1809	2425
短期借款及交易性金融负债	0	15	13	10	营业外净收支	0	0	0	0
应付款项	140	213	293	392	利润总额	936	1301	1809	2425
其他流动负债	1297	3304	7278	13266	所得税费用	49	68	95	128
流动负债合计	1438	3533	7583	13667	少数股东损益	8	12	16	22
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	878	1220	1697	2276
其他长期负债	183	183	183	183					
长期负债合计	183	183	183	183	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1621	3715	7766	13850	净利润	878	1220	1697	2276
少数股东权益	36	46	60	78	资产减值准备	(0)	0	0	0
股东权益	6855	7883	9313	11230	折旧摊销	45	10	13	16
负债和股东权益总计	8512	11644	17139	25159	公允价值变动损失	(118)	(50)	(50)	(50)
					财务费用	(9)	(36)	(95)	(191)
					营运资本变动	571	1838	3784	5765
					其它	7	10	14	18
					经营活动现金流	1384	3028	5458	8025
					资本开支	(148)	(50)	(50)	(50)
					其它投资现金流	(1089)	0	0	0
					投资活动现金流	(1251)	(50)	(50)	(50)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(138)	(192)	(267)	(358)
					其它融资现金流	398	15	(2)	(3)
					融资活动现金流	121	(177)	(269)	(361)
					现金净变动	254	2801	5139	7614
					货币资金的期初余额	749	1004	3804	8943
					货币资金的期末余额	1004	3804	8943	16557
					企业自由现金流	1666	2764	5120	7587
					权益自由现金流	2064	2813	5208	7765

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032