

2021年03月24日

李天凡
H70465@capital.com.tw
目标价(元) 360

金山办公 (688111.SH)

Buy 买入

用户数保持稳定增长，全年净利润翻倍

结论与建议：

公司发布2020年年报，全年实现营收22.61亿元，同比增长43.14%；净利润为8.78亿元，同比增长119.22%；扣非后净利润为6.12亿元，同比增长94.59%，EPS为1.90元。其中4Q单季实现营收7.58亿元，同比增长41%，净利润为2.83亿元，同比增长44.19%。公司业绩符合预期。

云协作办公已逐渐成为云时代的办公新趋势，公司持续创新，并抓住新兴技术趋势，将“协作”加入产品战略，有望持续受益移动办公和软件国产化，预计公司会员数将保持稳定增长。我们看好公司在办公软件领域的高成长性，给予“买入”评级。

公司基本资讯

產業別	计算机
A 股价(2021/3/24)	306.08
上证指数(2021/3/24)	3367.06
股價 12 個月高/低	521/204.28
總發行股數(百萬)	461.00
A 股數(百萬)	215.82
A 市值(億元)	660.58
主要股東	Kingssoft WPS Corporation Limited(52.71%)
每股淨值(元)	14.87
股價/賬面淨值	20.58
股價漲跌(%)	一个月 三个月 一年
	-18.5 -17.3 43.2

近期評等

出刊日期	前日收盤	評等
------	------	----

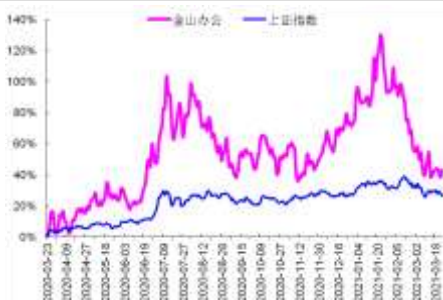
产品组合

办公服务订阅	49.04%
办公软件产品授权使用	35.51%
互联网广告推广服务	15.44%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	14.8%
一般法人	60.6%

股价相对大盘走势



■ **全年净利润翻倍，业绩实现高增长：**2020年公司营收22.61亿元，同比增长43.14%，主要是机构授权业务和个人订阅业务保持高速增长，随着企业级云化需求逐渐显现，机构订阅业务也保持增长。分业务看，办公软件授权业务营收8.03亿，同比增长61.90%；办公服务订阅业务营收11.09亿，同比增长63.18%；互联网广告推广业务营收3.49亿，同比下降13.61%。净利润为8.79亿元，同比增长119.56%，增速快于营收，主要是受疫情影响，市场推广和差旅活动等受限，同时公司提高开支使用率，导致相关费用支出减少。扣非后净利润同比增长94.59%，主要是闲置资金理财收益及并购数科网维产生投资收益。4Q单季营收同比增长41%，净利润同比增长44.19%，增速较前三季度放缓，我们认为主要是国内疫情得到控制后，在线办公需求增速有所放缓。全年来看公司业绩实现高增长。

■ **毛利率同比提高，费用率明显下降：**毛利率方面，2020年公司综合毛利率同比提高2.12个百分点至87.70%，主要是办公服务订阅业务毛利率提高3.98个百分点。费用率方面，公司整体费用率同比下降6.35个百分点至61.79%，主要是研发费用率下降6.47个百分点；管理费用率提高0.81个百分点，主要是股份激励费用增加及员工薪酬增加。公司控费效果显著，盈利能力提升。

■ **云化战略持续推进，用户数稳定增长：**公司着力推进政企客户云化，通过云文档系统嵌入用户业务场景，提升产品的实际渗透率及使用频率。针对党政机关的公文写作需求推出“公文模式”，提升办公效率。对个人客户，主动调整广告策略，提升跨端协作体验，同时专注多人在线文档协作的场景开发，促使用户由单一编辑文档向协作用户转化，增强用户粘性。截至2020年12月31日，公司主要产品月度活跃用户(MAU)4.74亿，同比增长15.33%。其中WPS office PC版月度活跃用户数1.85亿；移动版月度活跃用户数2.82亿；其他产品如金山词霸等月度活跃用户数接近0.1亿。2020年公司累计年度付费个人会员数1,962万，同比增长63.23%。公司用户数保持稳定增长。

■ **盈利预测：**我们预计2021/2022年净利润分别为11.14/14.38亿元，yoy分别为+26.85%和+29.06%，折合EPS分别为2.42/3.12元，目前A股股价对应的PE为127倍和98倍，给予“买入”投资建议。

■ **风险提示：**1、付费用户增长不及预期；2、云办公渗透率不及预期；3、新产品研发和推广不及预期。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2018	2019	2020	2021E	2022E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	310.67	400.58	878.14	1113.95	1437.71
同比增减	%	44.94	28.94	119.22	26.85	29.06
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.43	1.09	1.90	2.42	3.12
同比增减	%	43.33	26.74	74.76	26.85	29.06
A 股市盈率 (P/E)	X	712	281	161	127	98
股利 (DPS)	RMB 元	0.00	0.30	0.60	0.70	0.70
股息率 (Yield)	%	0.00	0.10	0.20	0.23	0.23

【投資評等說明】

評等定義

強力買進 (Strong Buy)	首次評等潜在上漲空間 $\geq 35\%$
買進 (Buy)	$15\% \leq$ 首次評等潜在上漲空間 $< 35\%$
區間操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次評等潜在上漲空間 $< 15\%$
中立 (Neutral)	無法由基本面給予投資評等 預期近期股價將處於盤整 建議降低持股

图 1: 金山办公营业收入及增速

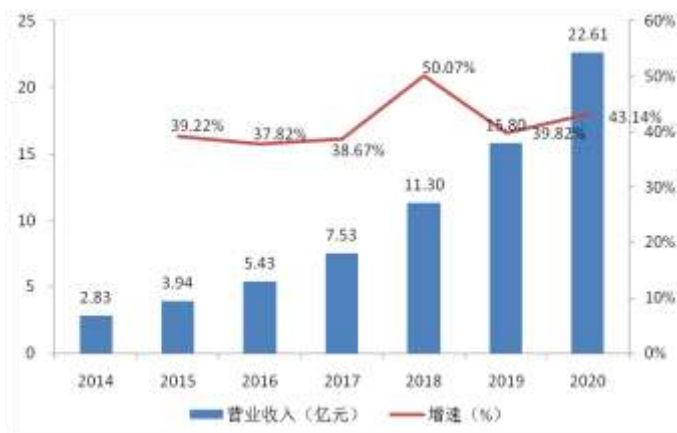


图 2: 金山办公净利润及增速



资料来源: Choice, 群益金鼎证券整理

表 1: 主要产品月度活跃用户数变动表

日期	2020 年 12 月	2019 年 12 月	2020 年 9 月	年度变动	季度变动
主要产品月活	4.74 亿	4.11 亿	4.57 亿	15.33%	3.72%

表 2: 累计年度付费个人会员数

截止日期	2020 年 12 月 31 日	2019 年 12 月 31 日	增长率 (2019-2020)
累计付费用户数	1962 万	1202 万	63.23%

资料来源: 公司公告, 群益金鼎证券整理

附一：合并损益表

会计年度（百万元）	2018	2019	2020	2021E	2022E
营业收入	1130	1580	2261	3237	4484
经营成本	150	228	278	397	556
营业税金及附加	11	16	23	32	45
销售费用	216	345	483	680	924
管理费用	516	734	923	1327	1812
财务费用	(2)	(3)	(9)	(9)	(10)
资产减值损失	(4)	(0)	0	0	0
投资收益	2	50	118	130	130
营业利润	338	402	935	1163	1501
营业外收入	0	0	1	1	1
营业外支出	17	(5)	0	1	1
利润总额	322	406	936	1163	1502
所得税	11	6	49	27	35
少数股东损益	0	0	8	23	29
归属于母公司股东权益	311	401	878	1114	1438

附二：合并资产负债表

会计年度（百万元）	2018	2019	2020	2021E	2022E
货币资金	187	749	1004	1237	1815
应收账款	227	345	398	518	718
存货	1	1	1	2	3
流动资产合计	1490	6681	8088	8903	10269
长期股权投资	13	22	36	25	25
固定资产	53	67	62	90	90
在建工程	0	0	0	0	0
非流动资产合计	137	163	423	630	740
资产总计	1627	6844	8512	9533	11009
流动负债合计	424	727	1438	1522	1794
非流动负债合计	16	49	183	211	242
负债合计	440	775	1621	1733	2035
少数股东权益	0	0	36	59	88
股东权益合计	1187	6069	6891	7800	8974
负债及股东权益合计	1627	6844	8512	9533	11009

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2018	2019	2020	2021E	2022E
经营活动产生的现金流量净额	418	586	1514	906	1188
投资活动产生的现金流量净额	(218)	(4474)	(1116)	(550)	(450)
筹资活动产生的现金流量净额	(184)	4449	(141)	(120)	(160)
现金及现金等价物净增加额	20	562	251	236	578

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司，及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或會在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證券持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券。此份報告不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。