

MAU和付费率双提升，业绩稳增有望延续

投资要点

- **业绩总结**：公司2020年实现营收22.61亿元，同比增长43.14%；实现归母净利润8.80亿元，同比增长119.2%。
- **订阅业务高速增长，持续发力推动业绩增长**。1) **收入端**：2020年公司营收同比增长43.14%。分业务来看，办公服务业务收入8.0亿元，同比增长61.9%；办公软件产品使用授权业务收入11.1亿元，同比增长63.2%；互联网广告推广业务收入3.5亿元入同比下降13.6%，主要是因为公司不断优化用户体验而减少广告植入。2) **利润端**：归母净利润同比增长119.2%，主要因为WPS产品标准化程度提升导致规模优势持续显现。公司毛利率为87.7%，同比上升2.1pp，主要因为业务占比较大的办公服务订阅业务毛利率明显提升；净利率为38.9%，同比提升13.5pp。3) **费用方面**：公司销售费用率为21.4%，同比下降0.5pp；管理费用率为9.4%，同比上升0.8pp；研发费用率为31.4%，同比下降6.5pp。
- **活跃用户数和付费率持续提升，云办公用户粘性进一步增强**。截至2020年年底，1) **月活用户数**：主要产品MAU达4.74亿，同比增长15.3%，其中WPS office PC版MAU为1.85亿；移动版MAU为2.82亿；公司其他产品如金山词霸等MAU接近0.1亿。2) **累计付费用户数**：累计付费用户数达1962万，同比增长63.2%。3) **云端文档总量**：用户云办公体验持续提升，用户粘性持续增加，用户通过公有云服务上传云端文件数量已达898亿份，同比增长超过79%。
- **后疫情时期云办公需求持续释放，国产化替代加速公司市占率提升**。根据iMedia数据显示，2019年我国在线办公市场规模为288亿元，2020年有望达449亿元，预计未来市场规模将超过千亿。公司作为国产办公软件领导者，有望长期享受行业高景气所带来的红利。2020年，公司WPS产品实现覆盖95%的国务院组织、100%地市级政府、97%省级政府、93%的央企和87%的中大型银行。政府与央企大客户形成的标杆效应预计将加速公司向八大产业国产化替代的业务推进，公司市占率将进一步提升。
- **盈利预测与投资建议**。考虑到公司信创市场加上云化办公市场未来的高速发展，我们预计未来三年归母净利润的复合增长率预计将达到30%左右，2021-2023年公司EPS分别为2.39、3.15、4.15元。由于公司极具稀缺性，给予公司2022年目标价格403.20元，上调至“买入”评级。
- **风险提示**：国产化替代低于预期；付费率提升不及预期；云化不及预期等。

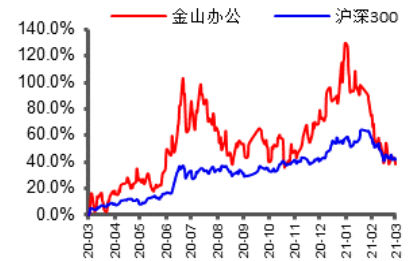
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2260.97	3422.57	4964.06	6905.12
增长率	43.14%	51.38%	45.04%	39.10%
归属母公司净利润(百万元)	878.14	1100.43	1450.70	1914.96
增长率	119.22%	25.31%	31.83%	32.00%
每股收益EPS(元)	1.90	2.39	3.15	4.15
净资产收益率ROE	12.87%	14.18%	16.11%	18.04%
PE	155	124	94	71
PB	19.91	17.62	15.18	12.87

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 常潇雅
执业证号: S1250517050002
电话: 021-58351932
邮箱: cxya@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	4.61
流通A股(亿股)	2.16
52周内股价区间(元)	200.79-521.00
总市值(亿元)	1422
总资产(亿元)	85.12
每股净资产(元)	14.87

相关研究

1. 金山办公(688111): MAU持续提升, 授权、订阅业务高速增长(2020-10-27)
2. 金山办公(688111): 办公订阅业务高速增长, 公司业绩靓丽(2020-08-20)

盈利预测

关键假设：

假设 1：我国信创市场规模继续保持高速增长，公司国产替代落地进程加速。我们预计近三年，国内政策将不断加大政府与国企办公软件的国产化替代进程，并进一步向八大行业推进，为国产化替代市场增长提供有力支撑，进而对公司业务增长产生直接驱动作用。

假设 2：办公服务订阅业务占比不断提升。办公服务订阅中的云服务有较强的用户粘性。随着公司覆盖率的不断上升，我们认为订阅业务将成为公司业绩增长的重要驱动力，且业务占比将逐年稳步增大，预计到 2023 年占比接近 54%。

假设 3：规模效应继续提高公司的净利率。随着 WPS 产品标准化程度提升，公司规模优势持续显现。因此，我们预计未来三年公司边际成本会继续收窄，利润率会进一步上升。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
办公服务订阅	收入	1108.9	1729.9	2560.2	3712.3
	增速	63.2%	56.0%	48.0%	45.0%
	毛利率	84.7%	84.4%	84.3%	84.3%
办公软件产品使用授权	收入	802.8	1308.5	1989.0	2744.8
	增速	61.9%	63.0%	52.0%	38.0%
	毛利率	96.1%	96.5%	96.5%	96.5%
互联网广告推广业务	收入	349.1	384.0	414.7	447.9
	增速	-13.6%	10.0%	8.0%	8.0%
	毛利率	78.0%	82.0%	81.5%	81.5%
其他	收入	0.2	0.2	0.2	0.2
合计	收入	2261.0	3422.6	4964.1	6905.1
	增速	43.1%	51.4%	45.0%	39.1%
	毛利率	87.7%	88.8%	89.0%	89.0%

数据来源：Wind，西南证券

相对估值

我们选取四家主流可比公司，预计 2021 年四家公司的平均 PE 为 76 倍。考虑到公司信创市场加上云化办公市场未来的高速发展，我们对公司长期看好，虽然短期回调较多，未来仍有望长期享有高估值。预计 2021-2023 年公司的 EPS 分别为 2.39、3.15、4.15 元，由于公司在 A 股市场具有稀缺性，因为给予一定的估值溢价，给予公司 2022 年 128 倍 PE、4 倍 PEG，对应目标价格 403.20 元，上调至“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
002410	广联达	61.00	0.21	--	0.55	0.80	163.13	282.57	111.49	76.70
600588	用友网络	33.93	0.47	0.27	0.34	0.46	60.11	125.18	99.02	73.93
002230	科大讯飞	45.87	0.37	0.54	0.72	0.97	92.54	85.13	63.91	47.11
600570	恒生电子	84.39	1.76	1.19	1.48	1.84	44.09	70.68	56.98	45.97
平均值							70.27	98.94	75.73	57.43

数据来源：Wind，西南证券整理（数据截至 2021.03.23 收盘）

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2260.97	3422.57	4964.06	6905.12	净利润	886.57	1103.93	1455.93	1922.54
营业成本	278.13	384.98	548.49	761.96	折旧与摊销	47.13	22.77	22.77	22.77
营业税金及附加	22.92	34.56	50.18	69.81	财务费用	-9.41	1.61	1.78	2.75
销售费用	482.81	723.41	1058.53	1468.48	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	212.54	1396.41	2035.26	2844.91	经营营运资本变动	645.46	-1072.04	-24.43	-15.24
财务费用	-9.41	1.61	1.78	2.75	其他	-55.33	-256.67	-231.47	-232.16
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1514.42	-200.41	1224.58	1700.67
投资收益	144.17	151.60	134.12	129.95	资本支出	-183.51	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	117.56	105.14	99.28	101.24	其他	-932.81	1717.44	-325.61	254.01
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1116.32	1717.44	-325.61	254.01
营业利润	935.37	1138.34	1503.20	1988.39	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.49	-0.93	0.49	0.01	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	935.86	1137.41	1503.69	1988.40	股权融资	53.66	0.00	0.00	0.00
所得税	49.29	33.48	47.76	65.86	支付股利	-138.30	-210.72	-205.39	-299.78
净利润	886.57	1103.93	1455.93	1922.54	其他	-56.72	78.67	88.01	91.01
少数股东损益	8.43	3.50	5.23	7.59	筹资活动现金流净额	-141.36	-132.05	-117.39	-208.77
归属母公司股东净利润	878.14	1100.43	1450.70	1914.96	现金流量净额	251.34	1384.99	781.58	1745.91
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1003.50	2388.49	3170.07	4915.99	成长能力				
应收和预付款项	449.85	739.21	1062.01	1463.96	销售收入增长率	43.14%	51.38%	45.04%	39.10%
存货	1.35	1.80	0.66	2.67	营业利润增长率	132.88%	21.70%	32.05%	32.28%
其他流动资产	6633.47	5177.61	5734.96	5714.76	净利润增长率	121.32%	24.52%	31.89%	32.05%
长期股权投资	35.83	35.83	35.83	35.83	EBITDA 增长率	125.90%	19.49%	31.40%	31.82%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	61.69	55.06	48.43	41.81	毛利率	87.70%	88.75%	88.95%	88.97%
无形资产和开发支出	243.71	228.84	213.97	199.09	三费率	30.34%	61.98%	62.36%	62.51%
其他非流动资产	82.18	87.53	93.15	100.56	净利率	39.21%	32.25%	29.33%	27.84%
资产总计	8511.59	8714.37	10359.09	12474.67	ROE	12.87%	14.18%	16.11%	18.04%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	10.42%	12.67%	14.05%	15.41%
应付和预收款项	502.77	589.29	853.02	1198.44	ROIC	-157.14%	-316.71%	1520.22%	26969.6%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	43.04%	33.97%	30.78%	29.17%
其他负债	1118.00	340.13	470.64	618.02	营运能力				
负债合计	1620.76	929.42	1323.66	1816.46	总资产周转率	0.29	0.40	0.52	0.60
股本	461.00	461.00	461.00	461.00	固定资产周转率	35.09	58.63	95.93	153.03
资本公积	4641.91	4641.91	4641.91	4641.91	应收账款周转率	6.08	6.44	6.13	6.09
留存收益	1752.68	2642.38	3887.68	5502.86	存货周转率	187.09	239.59	242.48	239.95
归属母公司股东权益	6854.91	7745.53	8990.78	10605.98	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	129.87%	—	—	—
少数股东权益	35.92	39.42	44.65	52.23	资本结构				
股东权益合计	6890.82	7784.95	9035.43	10658.21	资产负债率	19.04%	10.67%	12.78%	14.56%
负债和股东权益合计	8511.59	8714.37	10359.09	12474.67	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	5.63	12.45	10.26	8.83
					速动比率	5.62	12.45	10.26	8.82
					股利支付率	15.75%	19.15%	14.16%	15.65%
					每股指标				
					每股收益	1.90	2.39	3.15	4.15
					每股净资产	14.87	16.80	19.50	23.01
					每股经营现金	3.29	-0.43	2.66	3.69
					每股股利	0.30	0.46	0.45	0.65
业绩和估值指标									
	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	973.09	1162.72	1527.76	2013.92					
PE	155.39	124.00	94.06	71.26					
PB	19.91	17.62	15.18	12.87					
PS	60.35	39.87	27.49	19.76					
EV/EBITDA	132.32	110.80	83.45	62.45					
股息率	0.10%	0.15%	0.15%	0.22%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn