

金山办公 (688111.SH)

Q1 收入大超预期，云协作战略进一步深化

投资要点

- ◆ **事件：**2021年一季度，公司实现营业收入7.73亿元，同比增长107.74%；归母净利润3.07亿元，同比增长178.65%；扣非归母净利润2.57亿元，同比增长302.27%。
- ◆ **MAU 再创新高，移动端助力环比提速。**截至2021年3月31日，WPS Office 及金山词霸各端 MAU 合计达4.94亿，年度同比增长10.51%，季度环比增长4.22%，其中 WPS Office 桌面版 MAU 达1.94亿，年度同比增长15.48%，季度环比增长4.86%；WPS Office 移动版 MAU 达2.94亿，年度同比增长8.49%，季度环比增长4.26%。我们认为，移动端是云协作办公的重要应用平台，用户渗透率及使用率的提升反映出云协作战略带来的动力效益正逐步凸显。
- ◆ **信创加码，授权业务再爆发。**伴随信创业务进入成熟期，当期客户采购力度加大，带动授权业务整体呈爆发式增长。考虑到去年并表的数科网维是国内版式文件头部厂商，公司携手数科网维打造的流版一体化服务或已在 BG 端市场中产生合力效应，有望进一步巩固公司在正版化和国产化软件市场的龙头地位。
- ◆ **广告调整行之有效，订阅业务粘性提升。**公司对广告业务继续平缓调整，持续优化 C 端及 BG 端用户的使用体验，不断提升云协作办公场景的用户粘性，继续扩大在公有云市场的覆盖率，从而推动订阅业务持续增长。C 端作为订阅业务的主要用户，用户基数的扩大将为进一步提升付费用户的转化、留存及复购奠定基础。
- ◆ **边际效益继续递增，净利率大幅抬升 12.70%。**2021Q1 公司毛利率和净利率分别达到 89.74%、42.44%，均创下历史最高水平，同比分别提升 5.61%、12.70%，我们推测毛利率的提升主要来自授权、订阅两大高毛利业务继续放量，且规模化效应持续释放；与 2020Q1 相比，期间费用率由 70.09% 下滑至 52.91%，销售费用率由 22.48% 下滑至 19.02%，管理费用率由 8.21% 上升至 8.71%，研发费用同比增长 38.84% 达 2.04 亿元。截止 2021Q1 末，合同负债达 8.73 亿元，同比增长 82.60%。
- ◆ **投资建议：**上调至“买入”评级。在党政信创与行业信创共同推进下，随着公司云协作办公产品矩阵的不断丰富，优质产品对增强用户粘性的价值将进一步凸显，WPS+ 等面向中小企业市场的产品渗透率提升有望增厚公司业绩，我们调高对公司的盈利预测，预计 2021-2023 年 EPS 分别为 2.76 元、3.73 元、4.86 元，对应 PE 分别为 138 倍、102 倍、78 倍，上调至“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**行业竞争加剧；信创推进放缓；付费转化率不及预期。

财务数据与估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,579.5	2261.0	3541.3	4985.7	6261.8
YoY(%)	39.8	43.1	56.6	40.8	25.6
净利润(百万元)	400.6	878.1	1270.9	1717.5	2238.5
YoY(%)	28.9	119.2	44.7	35.1	30.3
毛利率(%)	85.6	87.7	89.3	90.4	91.9
EPS(摊薄/元)	0.87	1.90	2.76	3.73	4.86
ROE(%)	6.6	12.8	15.9	18.0	19.4
P/E(倍)	437.3	199.5	137.8	102.0	78.3
P/B(倍)	28.9	25.6	21.9	18.4	15.2
净利率(%)	25.4	38.8	35.9	34.4	35.7

资料来源：Wind，万和证券研究所

投资评级

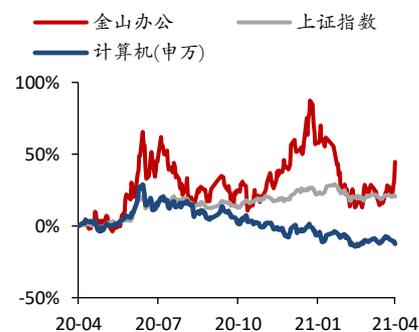
买入

上调评级

基本数据 (2021-04-30)

所属行业	计算机 软件开发
股价(元)	380.00
总市值(百万元)	175,180.00
流通市值(百万元)	82,011.39
总股本(百万股)	461.00
流通股本(百万股)	215.82
12个月价格区间(元)	250.50-521.00

股价表现



%	1M	3M	12M
相对收益	16.90	-6.10	28.72
绝对收益	17.24	-7.77	50.84

资料来源：Wind，万和证券研究所

作者

严诗静 分析师
 SAC 执业证书：S0380520120001
 联系电话：0755-82830333(111)
 邮箱：yansj@wanhesec.com

相关报告

《金山办公(688111.SH)：协作战略见成效，规模化边际效益递增》2021-04-16



本公司具有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。

分析师声明：本研究报告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，本报告清晰准确的反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级标准：

行业投资评级：自报告发布日后的 12 个月内，以行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

同步大市：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%—10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级：自报告发布日后的 12 个月内，以公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对沪深 300 指数涨幅 15%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 5%—15%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-5%—5%之间；

回避：相对沪深 300 指数跌幅 5%以上。

免责声明：本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。

本报告由本公司研究所撰写，报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券股份有限公司研究所所有，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。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

市场有风险，投资需谨慎。

万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道 7028 号时代科技大厦西座 20 楼

电话：0755-82830333 传真：0755-25170093

邮编：518040 公司网址：<http://www.vanho.cn>