

2021年一季报点评：业绩超出市场预期，订阅和授权业务有望加速放量 买入（维持）

2021年05月11日

证券分析师 张良卫

执业证号：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

研究助理 王紫敬

021-60199781

wangzj@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入（百万元） | 2,261 | 3,473 | 4,844 | 6,632 |
| 同比（%） | 43.1% | 53.6% | 39.5% | 36.9% |
| 归母净利润（百万元） | 878 | 1,346 | 1,879 | 2,576 |
| 同比（%） | 119.2% | 53.2% | 39.6% | 37.1% |
| 每股收益（元/股） | 1.90 | 2.92 | 4.08 | 5.59 |
| P/E（倍） | 182.81 | 119.29 | 85.43 | 62.31 |

事件：公司2021年Q1实现营收7.73亿元，同比增长107.74%，归母净利润为3.07亿元，同比增长178.65%，扣非净利润2.57亿元，同比增长302.27%，超出市场预期。

投资要点

- **经营性现金流同比高增，规模化效应持续强化：**2021年Q1毛利率为89.74%，同比提升+5.62pct。经营性现金净流量2.28亿元，同比增长72.93%，主要源于软件使用授权业务和服务订阅业务高速增长所致。合同负债8.73亿元，环比增长4.80%（同比+82.64%）。公司规模化效应持续强化，主要体现在：1）费用率方面，销售费用率同比-3.46pct，管理费用率同比+0.5pct，研发费用率同比-13.1pct，整体费用率下降明显；2）净利率42.33%，同比大幅提升12.7pct。此外，2021Q1研发费用2.05亿元，同比增长38.94%，保障了产品的竞争优势。
- **持续发力“云和协作”生态战略带动订阅服务增长：**随着公司逐渐转型为云协作办公解决方案高级服务商，持续优化个人用户及企业用户在“云和协作”领域的产品体验，公司不断提升用户在“云和协作”办公场景的粘性，继续扩大在公有云市场的覆盖率，推动客户的云化进程和渗透率有效提升，办公服务订阅业务持续增长。
- **信创当期采购力度加大，带动授权业务高增：**伴随信创业务进入成熟期，当期客户采购力度加大，带动办公软件产品使用授权业务整体呈快速增长态势。在两会期间，金山办公为全国人大代表工作信息化平台提供了定制化的办公软件文档服务，保证全部公文以电子文件进行流转和审批，配合移动环境下“实时在线”处理文档的能力，真正实现了无纸化云办公，提高了审议流程的效率，节约了行政成本。在之后召开的金山办公2021年合作伙伴大会上，共计有上千家渠道代理商和办公生态服务商参会交流，加速了公司商业渠道生态体系的建设。
- **月活用户继续稳步增长：**截至2021年3月31日，公司主要产品月度活跃用户（MAU）为4.94亿，较上年同期增长10.51%。其中WPS office PC版月度活跃用户数1.94亿，较上年同期增长15.48%（环比增长4.86%）；移动版月度活跃用户数2.94亿，较上年同期增长8.49%（环比增长4.26%）；公司其他产品如金山词霸等月度活跃用户数已近千万。
- **盈利预测与投资评级：**考虑一季度公司授权和订阅业务高增长，将2021年的EPS从2.79元上调至2.92元，同时考虑公司加大新战略的研发和销售端投入，将2022-2023年EPS从4.13/5.98元略微下调为4.08/5.59元，对应PE分别为119/85/62倍。作为国内办公软件龙头，看好今年信创、在线办公加速、订阅服务指标提升（转化率、MAU、消费频次）、云协作等多重因素推动业绩保持高速增长，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) | 348.22 |
| 一年最低/最高价 | 250.50/521.00 |
| 市净率(倍) | 22.43 |
| 流通A股市值(百万元) | 75152.84 |

基础数据

| | |
|-----------|--------|
| 每股净资产(元) | 15.52 |
| 资产负债率(%) | 18.63 |
| 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）：2020年年报点评：付费渗透率稳步提升，业绩高增长有望延续》2021-03-24
- 2、《金山办公（688111）：业绩继续保持高速增长，看好B端打开新市场》2021-02-24
- 3、《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

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) | | | | |
|-------------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 流动资产 | 8,088 | 9,375 | 10,583 | 13,564 | 营业收入 | 2,261 | 3,473 | 4,844 | 6,632 |
| 现金 | 1,004 | 1,918 | 2,995 | 5,450 | 减:营业成本 | 278 | 368 | 459 | 594 |
| 应收账款 | 400 | 748 | 854 | 1,339 | 营业税金及附加 | 23 | 37 | 49 | 68 |
| 存货 | 1 | 2 | 2 | 4 | 营业费用 | 483 | 695 | 945 | 1,287 |
| 其他流动资产 | 6,683 | 6,707 | 6,732 | 6,771 | 管理费用 | 213 | 299 | 407 | 550 |
| 非流动资产 | 423 | 661 | 814 | 962 | 研发费用 | 711 | 1,024 | 1,419 | 1,923 |
| 长期股权投资 | 36 | 50 | 64 | 77 | 财务费用 | -9 | -61 | -98 | -160 |
| 固定资产 | 62 | 232 | 371 | 532 | 资产减值损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 在建工程 | 0 | 2 | 4 | 4 | 加:投资净收益 | 144 | 85 | 85 | 85 |
| 无形资产 | 59 | 112 | 111 | 86 | 其他收益 | 115 | 150 | 150 | 150 |
| 其他非流动资产 | 267 | 266 | 264 | 262 | 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 8,512 | 10,036 | 11,397 | 14,526 | 营业利润 | 935 | 1,389 | 1,950 | 2,670 |
| 流动负债 | 1,438 | 1,890 | 1,470 | 2,143 | 加:营业外净收支 | 0 | -3 | -4 | -0 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 利润总额 | 936 | 1,387 | 1,947 | 2,670 |
| 应付账款 | 140 | 0 | 0 | 0 | 减:所得税费用 | 49 | 38 | 62 | 84 |
| 其他流动负债 | 1,297 | 1,890 | 1,470 | 2,143 | 少数股东损益 | 8 | 3 | 6 | 10 |
| 非流动负债 | 183 | 183 | 183 | 183 | 归属母公司净利润 | 878 | 1,346 | 1,879 | 2,576 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | EBIT | 906 | 1,343 | 1,873 | 2,543 |
| 其他非流动负债 | 183 | 183 | 183 | 183 | EBITDA | 953 | 1,428 | 2,027 | 2,777 |
| 负债合计 | 1,621 | 2,073 | 1,653 | 2,326 | 重要财务与估值指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 少数股东权益 | 36 | 39 | 45 | 54 | 每股收益(元) | 1.90 | 2.92 | 4.08 | 5.59 |
| 归属母公司股东权益 | 6,855 | 7,924 | 9,699 | 12,146 | 每股净资产(元) | 14.87 | 17.19 | 21.04 | 26.35 |
| 负债和股东权益 | 8,512 | 10,036 | 11,397 | 14,526 | 发行在外股份(百万股) | 461 | 461 | 461 | 461 |
| | | | | | ROIC(%) | -123.5% | -235.8% | 1389.5% | 2285.8% |
| | | | | | ROE(%) | 12.9% | 16.9% | 19.3% | 21.2% |
| 现金流量表 (百万 元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 毛利率(%) | 87.7% | 89.4% | 90.5% | 91.0% |
| 经营活动现金流 | 1,514 | 1,324 | 1,252 | 2,656 | 销售净利率(%) | 38.8% | 38.8% | 38.8% | 38.8% |
| 投资活动现金流 | -1,116 | -195 | -170 | -231 | 资产负债率(%) | 19.0% | 20.7% | 14.5% | 16.0% |
| 筹资活动现金流 | -141 | -215 | -6 | 30 | 收入增长率(%) | 43.1% | 53.6% | 39.5% | 36.9% |
| 现金净增加额 | 251 | 914 | 1,077 | 2,455 | 净利润增长率(%) | 121.3% | 52.2% | 39.7% | 37.2% |
| 折旧和摊销 | 47 | 85 | 154 | 234 | P/E | 182.81 | 119.29 | 85.43 | 62.31 |
| 资本开支 | 55 | 223 | 140 | 134 | P/B | 23.42 | 20.26 | 16.55 | 13.22 |
| 营运资本变动 | 790 | 79 | -550 | 147 | EV/EBITDA | 160.68 | 106.60 | 74.54 | 53.54 |

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>