东兴证券 DONGXING SECURITIES

金山办公（688111）：单季度收入持续创新高，付费转化率正快速提升

2020 年 10 月 28 日

强烈推荐/维持

金山办公 | 公司报告

单季收入持续创新高，办公服务订阅仍是增长主力。公司披露 2020 年三季报，前三季度实现营收 15.0 亿，同比增长 44.3%，净利润 6.0 亿，同比增长 191.2%，扣非净利润 3.9 亿，同比增长 145.9%，收入与利润双双维持高速增长。单三季度实现营收 5.9 亿，同比增长 64.6%，净利润 2.4 亿，同比增长 313.6%。公司的授权业务受益于疫情转好、政企端需求回暖等因素，出现了较好的增长；随着推广方式的不断创新，订阅业务则继续维持高增长的态势；互联网业务虽受疫情影响，但随着用户规模提升仍能维持稳定。我们认为，未来订阅业务仍然是公司长期成长的主要看点，信创的不断推进将推动 WPS 在国内的渗透率持续提升，进一步巩固龙头地位，加速实现进口替代。

PC+移动端 MAU 齐头并进，付费转化率正快速提升。2020 年前三季度，公司 MAU 达到 4.6 亿，同比增长 19.6%，其中移动版用户数达到 2.7 亿，同比增长 19.1%，PC 端用户数达 1.8 亿，同比增长 23.1%。从季度变化来看，MAU 略有提升，但因为其中的付费用户占比快速提升，订阅服务收入实现了大幅增长。我们认为，随着正版化浪潮袭来，金山办公的 WPS 软件以个人移动端免费的特点不断吸引新用户加入，与 PC 端的互联互通以及开通会员带来的增值服务不断提升用户粘性并刺激付费，长期来看这个趋势有望保持并延续，月活与付费用户数量仍有较大提升空间。

朱金办拟与金山数字娱乐签署技术服务合同，WPS 文档翻译技术有望得到提升。公司发布公告称，子公司朱金办拟与金山数字娱乐签署预计不超过 1500 万元的合同，为公司在人工智能机器翻译领域增添人才优势及技术专长，基于现有技术进一步开发以提升 WPS 的文档翻译技术。我们认为，产品功能的不断增加与改进有望长期锁定用户并提升付费率，竞争优势进一步显现。

公司盈利预测及投资评级：维持强烈推荐评级。预计公司 2020-2022 归母净利润分别为 8.0/12.3/17.1 亿元，对应 EPS 分别为 1.73/2.67/3.70 元，对应 PE 分别为 187、121 和 87 倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：付费用户增长、订阅业务拓展、营收增长不达预期等风险

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,129.68	1,579.52	2,535.35	3,846.13	5,371.92
增长率（%）	49.97%	39.82%	60.51%	51.70%	39.67%
归母净利润（百万元）	310.67	400.58	797.03	1,228.99	1,707.64
增长率（%）	44.94%	28.94%	98.97%	54.20%	38.95%
净资产收益率（%）	26.17%	6.60%	11.94%	16.18%	19.23%
每股收益(元)	0.86	1.09	1.73	2.67	3.70
PE	376.51	297.06	187.28	121.46	87.41
PB	98.21	24.60	22.37	19.65	16.81

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

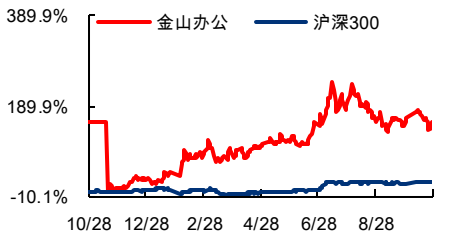
公司简介：

公司是国内领先的办公软件和服务提供商，主要从事 WPS Office 办公软件产品及服务的设计研发及销售推广。公司向各行业客户提供包括 WPS Office 办公软件和金山词霸在内的软件产品，并基于办公应用场景开发各类办公增值服务，提供一站式、多平台办公应用解决方案，同时提供以产品和相关文档为媒介的互联网广告推广服务。

交易数据

52 周股价区间（元）	434.86-126.22
总市值（亿元）	1,492.72
流通市值（亿元）	228.93
总股本/流通 A 股（万股）	46,100/7,070
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	3.46

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：王健辉
010-66554035 wangjh_yjs@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480519050004

分析师：陈宇哲
021-25102909 chenyzh@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480520040001

附表：公司盈利预测表

资产负债表					单位:百万元	利润表					单位:百万元
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	1490	6681	7503	8747	10460	**营业收入**	1130	1580	2535	3846	5372
货币资金	187	749	1326	2239	3577	**营业成本**	150	228	374	576	794
应收账款	227	345	543	807	1104	营业税金及附加	11	16	18	27	38
其他应收款	21	26	41	62	87	营业费用	216	345	495	732	995
预付款项	6	5	8	10	15	管理费用	89	136	192	284	386
存货	1	1	2	3	5	财务费用	-2	-3	-10	-18	-29
其他流动资产	1049	16	44	84	130	研发费用	428	599	834	1189	1634
非流动资产合计	137	163	158	157	154	资产减值损失	d	-0.03	9.50	11.40	13.68
长期股权投资	13	22	22	22	22	公允价值变动收益	2.40	50.30	55.33	60.86	66.94
固定资产	53	67	62	56	51	投资净收益	49.96	31.47	45.00	54.00	64.80
无形资产	18	18	17	16	15	加：其他收益	52.00	67.35	86.49	104.96	117.28
其他非流动资产	17	4	0	0	0	**营业利润**	338	402	810	1265	1789
资产总计	1627	6844	7661	8904	10614	营业外收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	424	727	939	1257	1684	营业外支出	16.50	-4.72	-4.72	-4.72	-4.72
短期借款	0	0	0	0	0	**利润总额**	322	406	814	1270	1794
应付账款	70	60	96	144	195	所得税	11	6	17	41	86
预收款项	194	438	615	884	1260	**净利润**	311	401	797	1229	1708
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
非流动负债合计	16	49	49	49	49	归属母公司净利润	311	401	797	1229	1708
长期借款	0	0	0	0	0	**主要财务比率**					
应付债券	0	0	0	0	0		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	440	775	988	1306	1733	**成长能力**					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	49.97%	39.82%	60.51%	51.70%	39.67%
实收资本（或股本）	360	461	461	461	461	营业利润增长	56.71%	18.82%	101.60%	56.22%	41.44%
资本公积	216	4588	4593	4593	4593	归属于母公司净利润增长	44.94%	28.94%	98.97%	54.20%	38.95%
未分配利润	573	953	1431	2169	3193	**获利能力**					
归属母公司股东权益合计	1187	6069	6673	7598	8881	毛利率(%)	86.71%	85.58%	85.26%	85.03%	85.21%
负债和所有者权益	1627	6844	7661	8904	10614	净利率(%)	27.50%	25.36%	31.44%	31.95%	31.79%
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润（%）	19.09%	5.85%	10.40%	13.80%	16.09%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	26.17%	6.60%	11.94%	16.18%	19.23%
经营活动现金流	418	586	670	1104	1621	**偿债能力**					
净利润	311	401	797	1229	1708	资产负债率(%)	27%	11%	13%	15%	16%
折旧摊销	16.67	32.14	8.08	8.82	9.44	流动比率	3.51	9.19	7.99	6.96	6.21
财务费用	-2	-3	-10	-18	-29	速动比率	3.51	9.19	7.98	6.95	6.21
应收帐款减少	-51	-118	-198	-264	-298	**营运能力**					
预收帐款增加	104	244	177	269	376	总资产周转率	0.78	0.37	0.35	0.46	0.55
投资活动现金流	-218	-4474	90	99	114	应收账款周转率	6	6	6	6	6
公允价值变动收益	2	50	55	61	67	应付账款周转率	21.24	24.30	32.55	32.09	31.67
长期投资减少	0	0	0	0	0	**每股指标（元）**					
投资收益	50	31	45	54	65	每股收益(最新摊薄)	0.86	1.09	1.73	2.67	3.70
筹资活动现金流	-184	4449	-184	-289	-398	每股净现金流(最新摊薄)	0.04	1.22	1.25	1.98	2.90
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.30	13.16	14.48	16.48	19.26
长期借款增加	0	0	0	0	0	**估值比率**					
普通股增加	0	101	0	0	0	P/E	376.51	297.06	187.28	121.46	87.41
资本公积增加	12	4372	4	0	0	P/B	98.21	24.60	22.37	19.65	16.81
现金净增加额	16	561	576	914	1337	EV/EBITDA	331.01	346.99	183.61	117.29	82.48

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司深度报告	金山办公（688111）：中期 2000 亿市值，中长期 3000 亿市值成长逻辑	2020-09-21
公司普通报告	金山云（KC.O）：营收维持高速增长，深耕垂直领域差异化打法打开成长空间	2020-08-20
公司普通报告	金山办公（688111）：上半年业绩表现靓丽，订阅业务实现快速成长	2020-08-20
公司普通报告	金山办公（688111）：金山发布“公文模式”，国产办公迈出重要一步	2020-07-10
公司深度报告	金山云（KC.O）：All in 云服务，赋能企业构建产业新生态	2020-07-08
公司深度报告	金山办公（688111）：中美对标，订阅转型+云协同有望打开成长空间——“科技茅台”系列报告之二	2020-05-20
公司深度报告	金山办公（688111）：专注产品，将迎“在线办公”转化率提升红利	2020-04-29
公司深度报告	金山办公（688111）：专注产品价值提升，订阅业务有望持续超预期	2020-03-29
行业深度报告	【东兴计算机】中美对标医疗信息化研究报告之一——产业逻辑研究框架	2020-10-27
行业普通报告	【东兴证券】新三板精选层周报：上周精选层第二批发行开启，本周万通液压启动申购	2020-10-25
行业普通报告	【东兴证券】新三板精选层周报：上周精选层普遍上涨，转板政策预期不断落地	2020-10-18
行业普通报告	【东兴证券】新三板精选层周报：上周精选层股价大面积上涨，上会公司谋划多举措稳定股价	2020-09-20
行业普通报告	【东兴证券】新三板精选层周报：上周精选层深度下探，两融业务迈出实质性步伐	2020-09-14
行业普通报告	新三板精选层周报：创业板注册制落地再造风潮，精选层亟待政策调整改善流动性	2020-08-30
行业深度报告	医疗信息化行业：云乘大势，共轭发展	2020-08-19
行业普通报告	【东兴证券】新三板精选层周报：精选层“价格发现”功能充分发挥，后续挂牌企业需要合理设定预期	2020-08-16

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

王健辉

计算机互联网行业首席分析师，博士，2015 年新财富第二名，2018 年万得金牌分析师第一，2019 年加盟东兴证券计算机团队，组织团队专注研究：云计算、信创网安、医疗信息化、工业软件、AI 大数据、车联网、5G 应用、金融科技及数字货币等领域，奉行产业研究创造价值理念。

陈宇哲

计算机行业分析师，五年证券从业经验，曾任职东方证券，从事中小市值行业（TMT 方向）研究，2020 年加盟东兴证券研究所。曾获 2018/2019 年财新 II 最佳分析师中小市值第一名/第三名，2018 年第一财经最佳分析师新经济团队第二名。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路6009号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526