公司研究

公司首次覆盖报告

开源证券 证券研究报告

金山办公（688111.SH） 业绩超预期，国产办公龙头加速成长

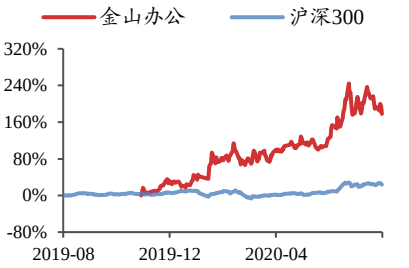
2020 年 08 月 21 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

日期	2020/8/20
当前股价(元)	350.90
一年最高最低(元)	436.00/125.00
总市值(亿元)	1,617.65
流通市值(亿元)	248.09
总股本(亿股)	4.61
流通股本(亿股)	0.71
近 3 个月换手率(%)	145.32

股价走势图



数据来源：贝格数据

陈宝健（分析师）
chenbaojian@kysec.cn
证书编号：S0790520080001

● 国产办公龙头，订阅业务空间广阔，首次覆盖给予“买入”评级

随着疫情影响的逐渐弱化，公司政企业务有望逐渐恢复，同时个人订阅业务有望持续高速增长，高度看好公司的长期成长。我们预测公司 2020-2022 年归母净利润为 8.07、12.10、17.01 亿元，EPS 为 1.75、2.63、3.69 元/股，当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 201、134、95 倍，公司 PE 和 PS 估值均高于行业可比公司平均水平，但考虑公司在国产办公领域的龙头地位，首次覆盖给予“买入”评级。

● 业绩超预期，个人订阅服务业务表现亮眼

2020H1 公司营业收入同比增长 33.64%，其中：办公软件授权业务 2.14 亿，同比增长 6.13%；办公服务订阅业务 5.33 亿，同比高速增长 70.89%；互联网广告推广业务 1.69 亿，同比下降 1.77%。公司毛利率为 86.14%，同比提升 3.48 个百分点，我们判断主要由于订阅服务业务占比提升所致。同时，期间费用率同比下降 9.13 个百分点。此外，公司现金流表现靓丽，经营活动现金净流量为 4.52 亿元，同比增长 227.91%，主要由于办公服务订阅业务收款同比增加所致。

● 月活用户稳定增长，成长逻辑持续兑现

截至 2020 年 6 月底，公司主要产品 MAU 已达到 4.54 亿，同比增长 30.5%，环比增长 1.6%。其中 WPS office PC 版 MAU 为 1.72 亿；移动版 MAU 为 2.75 亿。累计年度付费个人会员数为 1681 万，较年初增长 39.85%，较 2019 年 6 月底增长 98.47%，持续领先其他国产办公软件。月活用户高速增长，同时付费客户率快速提升，客户粘性增强，公司成长逻辑持续兑现，办公订阅业务有望高增长。

● 拟收购数科网维 37.52%股权，完善国产 OFD 领域布局

数科网维是国内 OFD 领域的领先厂商，公司将通过合作开发、代理数科网维产品等多种形式加大与其合作力度，为政府及行业用户提供更优质的办公软件产品和服务。公司目前已经奠定了信创领域流式办公软件的领先地位，通过收购数科网维有望拓展版式软件市场，公司在国产办公领域的布局也将进一步完善。

● 风险提示： 全年业务受新冠疫情影响风险；技术变革风险。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,130	1,580	2,568	3,770	5,114
YOY(%)	50.0	39.8	62.6	46.8	35.6
归母净利润(百万元)	311	401	807	1,210	1,701
YOY(%)	44.9	28.9	101.4	50.0	40.6
毛利率(%)	86.7	85.6	86.3	85.6	85.4
净利率(%)	27.5	25.4	31.4	32.1	33.3
ROE(%)	26.2	6.6	12.0	15.4	17.9
EPS(摊薄/元)	0.67	0.87	1.75	2.63	3.69
P/E(倍)	520.7	403.8	200.5	133.7	95.1
P/B(倍)	136.3	26.7	24.0	20.5	17.0

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目　录

1、 业绩超预期，个人订阅服务业务表现亮眼 3
2、 月活用户稳定增长，订阅业务成长逻辑持续兑现 5
3、 政企业务龙头地位稳固，收购数科网维完善布局 5
3.1、 政企业务通过场景化与新技术的融合，多维度提升产品能力 5
3.2、 拟收购数科网维 37.52%股权，完善国产 OFD 领域布局 6
4、 盈利预测与投资建议 7
4.1、 核心假设 7
4.2、 盈利预测与投资建议 7
5、 风险提示 8
附：财务预测摘要 9

图表目录

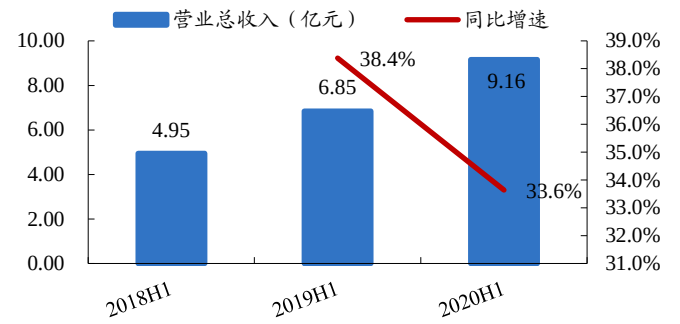
图 1: 2020H1 公司营业收入增速保持平稳 3
图 2: 2020H1 公司归母净利润加速增长 3
图 3: 办公服务订阅业务收入占比迅速提升 3
图 4: 2020H1 公司期间费用率明显下降 4
图 5: 2020H1 公司毛利率明显提升 4
图 6: 2020H1 公司经营活动现金流表现靓丽 4
图 7: 2020Q2 公司营业收入增速环比略有提升 4
图 8: 2020Q2 公司归母净利润增速环比提升 4
图 9: 2020Q2 公司期间费用率显著下降 5
图 10: 2020Q2 公司毛利率与净利率大幅提升 5
图 11: 公司主要产品月度活跃用户数保持稳定增长 5
图 12: 公司累计年度付费个人会员数达到 1681 万 5
图 13: WPS 客户端支持二次开发 6
图 14: 股权转让后公司将持有数科网维 67.52%股权 6
图 15: 数科网维是国内 OFD 领域的领先厂商 7
图 16: 数科网维产品按照用户端/服务器端报价 7

表 1: 公司 PE 及 PS 估值高于行业可比公司平均水平（截止 2020.8.20 收盘） 7

1、 业绩超预期，个人订阅服务业务表现亮眼

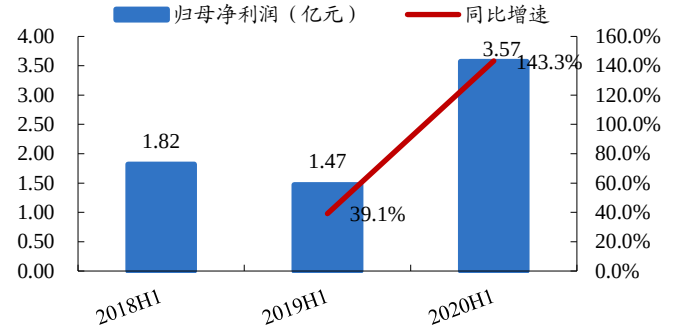
业绩超预期。2020H1 公司营业收入同比增长 33.64%，主要得益于订阅服务业务的快速发展；实现归母净利润 3.57 亿元，同比增长 143.3%；扣非净利润 2.66 亿元，同比增长 123.94%。

图1：2020H1 公司营业收入增速保持平稳



数据来源：Wind、开源证券研究所

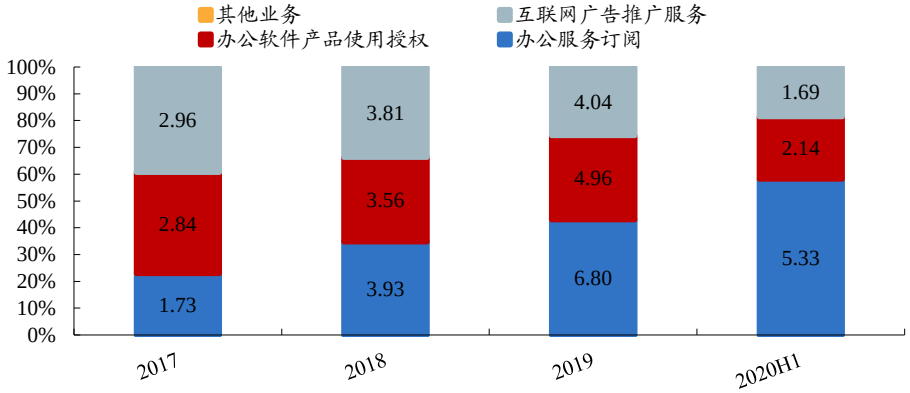
图2：2020H1 公司归母净利润加速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

从各项业务发展情况来看，办公软件授权业务 2.14 亿，同比增长 6.13%；办公服务订阅业务 5.33 亿，同比高速增长 70.89%；互联网广告推广业务 1.69 亿，同比下降 1.77%。

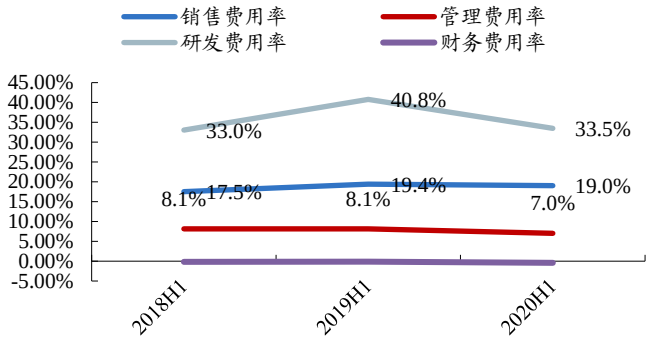
图3：办公服务订阅业务收入占比迅速提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

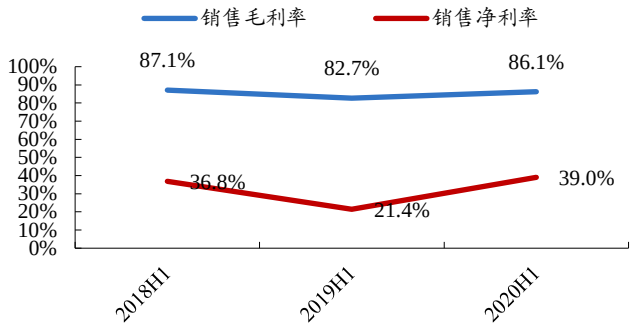
2020H1 公司销售毛利率明显提升。上半年毛利率提升 3.48 个百分点 86.14%，盈利能力有所提升，主要是由于订阅服务业务占比提升所致。得益于毛利率的显著提升，而期间费用率下降，公司净利润水平也从 2019H1 的 21.44%提升至 39.03%。

图4：2020H1 公司期间费用率明显下降



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：为保持口径一致，图中管理费用率中含研发费用）

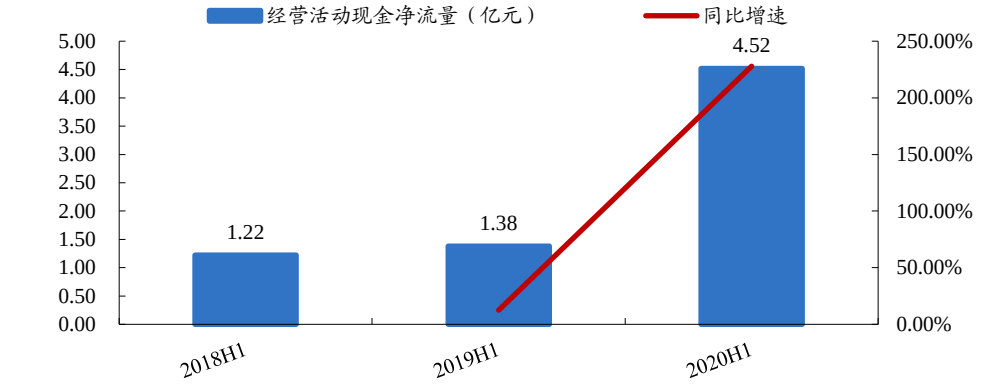
图5：2020H1 公司毛利率明显提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

2020H1 公司经营活动现金净流量显著改善。上半年公司现金流表现靓丽，经营活动现金净流量为 4.52 亿元，同比增长 227.91%，主要由于办公服务订阅业务收款同比增加所致。

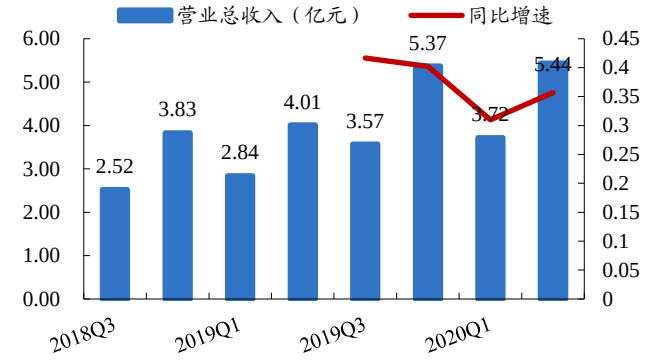
图6：2020H1 公司经营活动现金流表现靓丽



数据来源：Wind、开源证券研究所

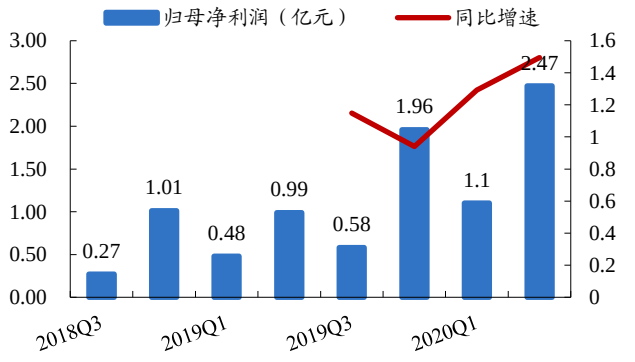
2020Q2 公司净利润增速环比继续提升。Q2 单季度公司实现营业收入 5.44 亿元，同比下滑 35.7%（Q1 增长 31%）；实现归母净利润 2.47 亿元，同比增长 149.5%（Q1 增长 129.2%）。

图7：2020Q2 公司营业收入增速环比略有提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

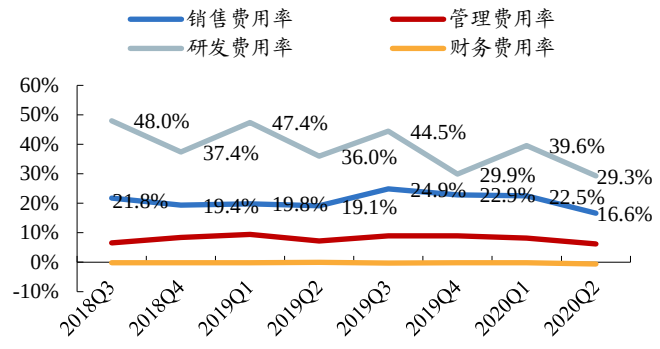
图8：2020Q2 公司归母净利润增速环比提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

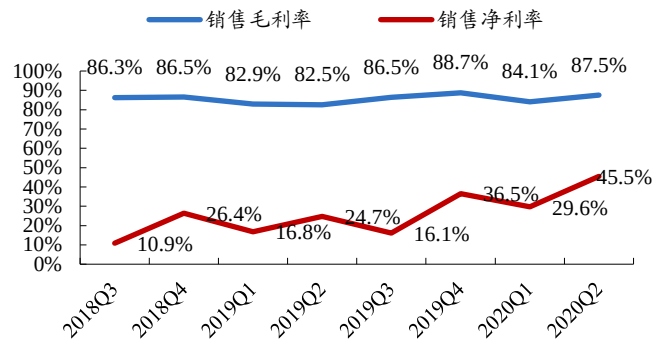
2020Q2 公司销售毛利率和销售净利率明显提升，也明显高于 2018Q2 水平。

图9：2020Q2 公司期间费用率显著下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2020Q2 公司毛利率与净利率大幅提升

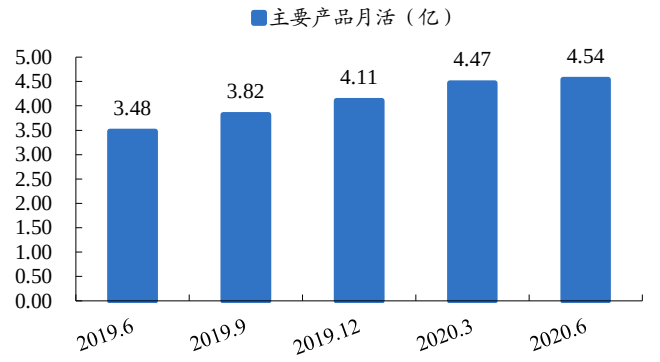


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 月活用户稳定增长，订阅业务成长逻辑持续兑现

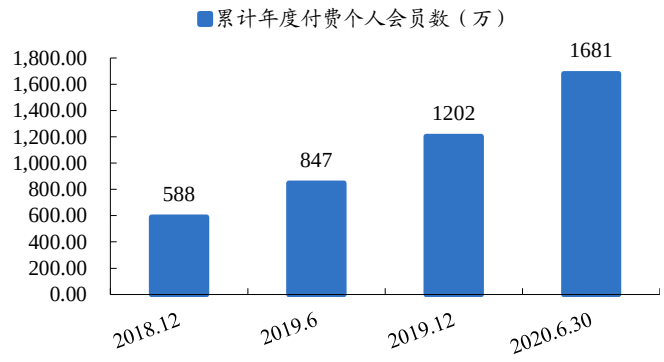
公司主要产品月度活跃用户数保持稳定增长，付费个人会员数高速增长。截至 2020 年 6 月底，公司主要产品月度活跃用户（MAU）已达到 4.54 亿，同比增长 30.5%，环比增长 1.6%。其中 WPS office PC 版月度活跃用户数 1.72 亿；移动版月度活跃用户数 2.75 亿；公司其他产品如金山词霸等月度活跃用户数 0.07 亿，持续领先其他国产办公软件。累计年度付费个人会员数为 1681 万，较年初增长 39.85%，较 2019 年 6 月底增长 98.47%，持续领先其他国产办公软件。月活用户高速增长，同时付费客户率快速提升，客户粘性增强，公司成长逻辑持续兑现，办公订阅业务有望持续高增长。

图11：公司主要产品月度活跃用户数保持稳定增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图12：公司累计年度付费个人会员数达到 1681 万



数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、 政企业务龙头地位稳固，收购数科网维完善布局

3.1、 政企业务通过场景化与新技术的融合，多维度提升产品能力

2020 年上半年陆续发布 WPS 流版签一体化版，WPS 商密版和绘图版等多个产品版本，功能不断扩展的同时，将 API 接口全部开放给生态伙伴，帮助广大生态伙伴丰富自身产品能力，提高竞争力。

图13：WPS 客户端支持二次开发



资料来源：公司官网

截止到 2020 年 6 月，金山办公已累计和 190 家生态伙伴完成产品适配，与龙芯、飞腾、鲲鹏、统信、麒麟、长城等基础厂商紧密合作，产品适配涵盖协同办公、输入法、邮件、语音识别，以及手写板和平板等多个领域，形成完整的解决方案。

3.2、 拟收购数科网维 37.52%股权，完善国产 OFD 领域布局

拟出资 1.5 亿元收购数科网维 37.52%股权。公司发布公告，拟以自有资金出资 1.5 亿元收购参股子公司数科网维 37.52%股权，股权转让后公司将持有数科网维 67.52%股权，成为数科网维的控股股东。

图14：股权转让后公司将持有数科网维 67.52%股权

序号	股东名称	本次转让前		本次转让后	
		认缴注册资本出资额（万元）	出资比例	认缴注册资本出资额（万元）	出资比例
1	冠群股份	1,072	37.5219%	0	0
2	刘丹	878	30.7315%	878	30.7315%
3	金山办公	857	29.9965%	1,929	67.5184%
4	马亚颉	50	1.7501%	50	1.7501%
	合计	2,857	100%	2,857	100%

资料来源：公司公告

数科网维是国内 OFD 领域的领先厂商，也是 OFD 国家版式标准的主要编制单位之一。数科网维专注于版式技术研发和信息化应用十余年，是国内主要的专业版式文档处理产品和技术服务提供商。根据 IT 之家资料，多年以来，产品成功应用于 100 余个国家部委行业，覆盖 33 个省市自治区（除台湾外全覆盖），服务 2000 余家客户单位，横跨电子公文、电子档案、电子证照、数字出版等多个行业领域，市场占有率全国领先。

图15：数科网维是国内 OFD 领域的领先厂商



资料来源：数科网维官网

图16：数科网维产品按照用户端/服务器端报价



资料来源：数科网维官网

公司将通过合作开发、代理数科网维产品等多种形式加大与数科网维合作力度，为政府及行业用户提供更优质的办公软件产品和服务。公司目前已经奠定了在信创领域流式办公软件的领先地位，通过收购数科网维有望拓展版式软件市场，公司国产办公软件领域布局也将进一步完善。

4、 盈利预测与投资建议

4.1、 核心假设

收入端：1）订阅业务是公司研发和推广的重点，预计未来几年将保持高速增长；2）受益于安全可靠体系建设，公司办公软件产品使用授权有望较快发展，呈现加速趋势；3）互联网广告业务预计保持较平稳增长。

费用端：未来几年将是公司研发投入的关键期，预计研发费用将快速增长。

毛利率：随着规模效应的体现，订阅业务毛利率将持续上升，推动整体毛利率提升。

4.2、 盈利预测与投资建议

一方面，公司作为国产办公软件龙头，将充分受益于安全可靠体系建设；另一方面，订阅业务空间广阔，行业天花板远未触及，公司未来几年有望实现持续高速增长。我们预测公司 2020-2022 年归母净利润为 8.07、12.10、17.01 亿元，EPS 为 1.75、2.63、3.69 元/股，当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 201、134、95 倍，公司 PE 和 PS 估值均高于行业可比公司平均水平，但考虑公司在国产办公领域的稀缺性和领先地位，首次覆盖给予“买入”评级。

表1：公司 PE 及 PS 估值高于行业可比公司平均水平（截止 2020.8.20 收盘）

证券代码	公司简称	当前市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE			PS		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
688981.SH	中芯国际	5346	19.38	20.60	24.53	276	259	218	21	18	16
688256.SZ	寒武纪	806	-5.21	-3.28	-1.31	-	-	-	133	93	67
600536.SH	中国软件	513	3.59	6.30	8.55	143	82	60	6	4	3
300598.SZ	诚迈科技	187	1.15	1.46	1.67	159	126	110	21	16	12
	行业平均					**193**	**156**	**129**	**45**	**30**	**22**

证券代码	公司简称	当前市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE			PS		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
688111.SH	金山办公	1660	8.07	12.10	17.01	201	134	95	65	44	32

数据来源：Wind、开源证券研究所（中芯国际、寒武纪、中国软件、诚迈科技盈利预测均来源于 Wind 一致预期）

5、 风险提示

1）全年业务受新冠疫情影响风险。下半年疫情发展仍是一个不确定因素，如有较大反复，仍会对公司业务产生影响，进而影响全年业绩目标的达成。

2）技术变革风险。若公司不能及时丰富技术储备或更新掌握新技术，可能丧失现有技术和市场的领先地位。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1490	6681	7554	9124	11327
现金	187	749	1527	2760	4840
应收票据及应收账款	227	347	408	734	815
其他应收款	21	26	48	61	87
预付账款	6	5	17	14	27
存货	1	1	3	3	5
其他流动资产	1049	5552	5552	5552	5552
非流动资产	137	163	178	199	217
长期投资	13	22	32	44	55
固定资产	53	67	87	103	112
无形资产	18	18	13	6	6
其他非流动资产	53	57	46	46	44
资产总计	1627	6844	7732	9324	11544
流动负债	424	727	964	1411	2010
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	70	60	233	201	674
其他流动负债	354	666	730	1210	1335
非流动负债	16	49	31	34	36
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	16	49	31	34	36
负债合计	440	775	995	1446	2045
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	360	461	461	461	461
资本公积	216	4588	4588	4588	4588
留存收益	607	1013	1680	2647	3981
归属母公司股东权益	1187	6069	6737	7878	9499
负债和股东权益	1627	6844	7732	9324	11544

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	418	586	842	1186	1979
净利润	311	401	807	1210	1701
折旧摊销	17	32	33	46	55
财务费用	-2	-3	-36	-66	-116
投资损失	-50	-31	-43	-55	-72
营运资金变动	122	204	141	110	476
其他经营现金流	21	-17	-61	-60	-67
投资活动现金流	-218	-4474	51	48	65
资本支出	53	63	14	7	6
长期投资	-198	-4456	-10	-12	-12
其他投资现金流	-363	-8866	55	43	60
筹资活动现金流	-184	4449	-116	-1	36
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	101	0	0	0
资本公积增加	12	4372	0	0	0
其他筹资现金流	-196	-24	-116	-1	36
现金净增加额	20	562	777	1233	2080

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1130	1580	2568	3770	5114
营业成本	150	228	352	544	744
营业税金及附加	11	16	26	38	52
营业费用	216	345	531	754	998
管理费用	89	136	193	283	373
研发费用	428	599	870	1227	1606
财务费用	-2	-3	-36	-66	-116
资产减值损失	-4	-0	-5	-6	-8
其他收益	52	67	94	123	135
公允价值变动收益	2	50	55	61	67
投资净收益	50	31	43	55	72
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	338	402	829	1236	1738
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	17	-5	6	1	3
利润总额	322	406	823	1235	1734
所得税	11	6	16	25	33
净利润	311	401	807	1210	1701
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	311	401	807	1210	1701
EBITDA	333	416	822	1217	1676
EPS(元)	0.67	0.87	1.75	2.63	3.69

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	50.0	39.8	62.6	46.8	35.6
营业利润(%)	56.7	18.8	106.4	49.1	40.6
归属于母公司净利润(%)	44.9	28.9	101.4	50.0	40.6
获利能力					
毛利率(%)	86.7	85.6	86.3	85.6	85.4
净利率(%)	27.5	25.4	31.4	32.1	33.3
ROE(%)	26.2	6.6	12.0	15.4	17.9
ROIC(%)	25.6	6.2	11.4	14.5	16.7
偿债能力					
资产负债率(%)	27.1	11.3	12.9	15.5	17.7
净负债比率(%)	-15.3	-11.8	-22.4	-34.7	-50.7
流动比率	3.5	9.2	7.8	6.5	5.6
速动比率	1.0	9.2	7.8	6.4	5.6
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.4	0.4	0.4	0.5
应收账款周转率	5.6	5.5	6.8	6.6	6.6
应付账款周转率	2.8	3.5	2.4	2.5	1.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.67	0.87	1.75	2.63	3.69
每股经营现金流(最新摊薄)	0.91	1.27	1.83	2.57	4.29
每股净资产(最新摊薄)	2.57	13.16	14.61	17.09	20.61
估值比率					
P/E	520.7	403.8	200.5	133.7	95.1
P/B	136.3	26.7	24.0	20.5	17.0
EV/EBITDA	485.8	373.8	188.2	126.1	90.4

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn