2020 年 08 月 19 日
证券研究报告•2020 年半年报点评
金山办公（688111）

持有 （首次）
当前价：371.00 元
目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

办公订阅业务高增长，公司业绩靓丽

投资要点

- **业绩总结：**2020 年 H1 实现营业收入 9.16 亿元，同比增长 33.64%；实现归母净利润 3.57 亿元，同比增长 143.3%。Q2 单季度实现营业收入 5.4 亿元，同比增长 35.6%；实现归母净利润 2.5 亿元，同比增长 149.3%。

- **MAU 同比快速增长，办公订阅业务业绩靓丽。**2020 上半年，订阅业务实现营收 5.3 亿元，同比增长 70.9%。高增长系受益于高用户订阅转换率。截至 2020 年 6 月，主要产品月度活跃用户数达 4.5 亿，与去年同期相比增长 30.5%。其中 PC 端 MAU 为 1.7 亿；移动端 MAU 为 2.8 亿。公司不断主动删减广告植入，优化用户体验，提高用户黏性，累计年度付费个人会员数达 1681 万，年度增长 98.5%。

- **信创、云化趋势推动市占率稳步提升，助力办公授权业务。**受疫情影响，在线远程办公逐渐普及。公司安全可控的产品定位受益于信创、国产自主可操控、云化等多种趋势，市占率不断提升。公司已服务国内 96 家央企中的 82 家，占比高达 85.4%。凭借在大型行业客户的重点拓展， 2019 年 WPS Office 产品的市场渗透率为 61.7%，移动端市场份额达到了 90%。国家于 2016 年首次披露公务员人数为 716.7 万人。基于政府机关办公对信创、自主可操控的支持，预计公司可全部转化这部分市场，市占率将进一步提升，办公授权业务有望持续增长。

- **盈利预测与投资建议。**我们预计 2020-2022 年的摊销 EPS 分别为 1.72 元、2.34 元、3.13 元，未来三年归母净利润将保持 53.32%的复合增长率。考虑到公司受益于信创、自主可操控以及行业云化办公红利，企业处于高速增长阶段，长期拓展空间可观，首次覆盖给予“持有”评级。

- **风险提示：**国家政策对国产替代推进低于预期；用户转换率低于预期；付费率提升不及预期；云化不及预期；产品单一风险等。

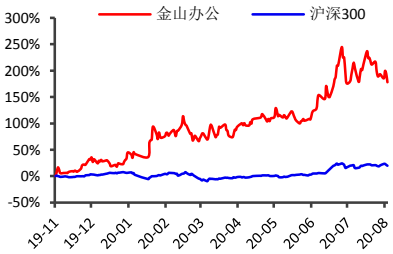
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1579.52	2409.55	3478.23	5049.43
增长率	39.82%	52.55%	44.35%	45.17%
归属母公司净利润（百万元）	400.58	792.29	1076.81	1443.83
增长率	28.94%	97.79%	35.91%	34.08%
每股收益 EPS（元）	0.87	1.72	2.34	3.13
净资产收益率 ROE	6.60%	11.20%	13.47%	15.66%
PE	427	216	159	118
PB	28.18	24.18	21.40	18.55

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

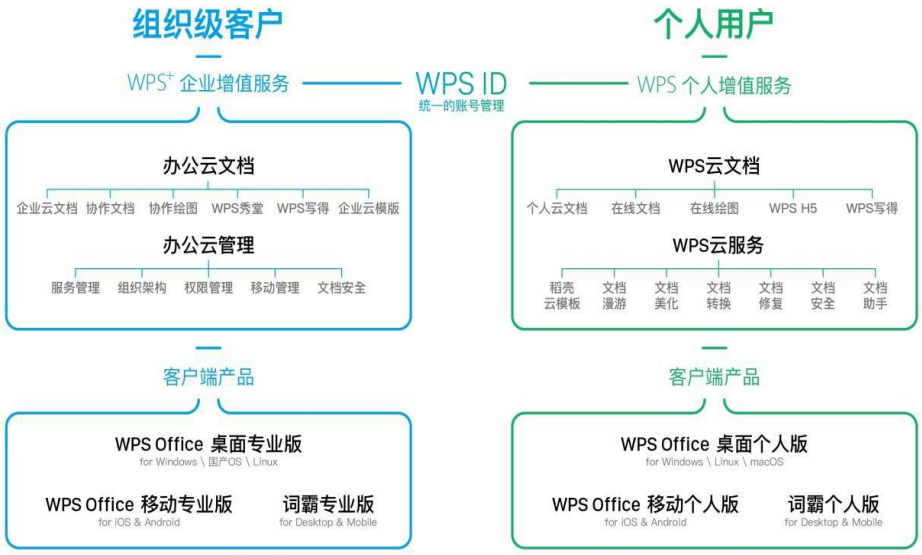
总股本(亿股)	4.61
流通 A 股(亿股)	0.71
52 周内股价区间(元)	124.81-436
总市值(亿元)	1710.31
总资产(亿元)	16.27
每股净资产(元)	3.30

相关研究

1 国产办公软件龙头

金山办公是国内领先的办公软件和服务提供商，专注于 WPS Office 办公软件产品及服务的设计研发及销售推广。公司由 1988 年成立的金山公司深圳开发部发展而来，在办公处理软件行业奋进打磨，至今已有 31 年。2019 年，公司在科创板上市。31 年间公司持续深化技术、开拓创新，把单一的办公应用工具向互联网办公云服务转变，核心产品 **WPS Office 办公软件**通过持续技术变革和业务拓展，实现同一账号，多平台多设备切换的更加便利的办公模式，引入 WPS 和稻壳会员提供会员在公有云办公的选择。此外，公司还提供互联网广告推广服务，通过产品内的界面展示、平台导流，为公司带来盈利新增长点。从盈利模式来说，公司的盈利模式主要分为办公软件产品使用授权、办公服务订阅（个人会员服务、机构订阅服务）和互联网广告推广三种。从主要产品以及服务方面来看，分为以下四种：

图 1： 公司主要产品及服务矩阵



数据来源：公司年报，西南证券整理

（1） WPS Office 办公软件产品：与国外主流办公软件高兼容的 WPS Office 为公司核心产品，产品组建包括 WPS 文字、WPS 表格、WPS 演示以及 WPS 阅读。WPS Office 有桌面版、移动版，桌面版和移动版又分别拥有专业版、个人版。桌面版实现各操作系统兼容包括Windows、Linux、Mac;移动版支持各类基于 Android 、iOS 的主流手机，坚持小、快、灵的特点，帮助用户实现更便捷的移动办公。个人版坚持免费+广告植入的模式，而专业版为用户提供更加专业化的定制办公。

图 2：WPS Office 办公软件产品



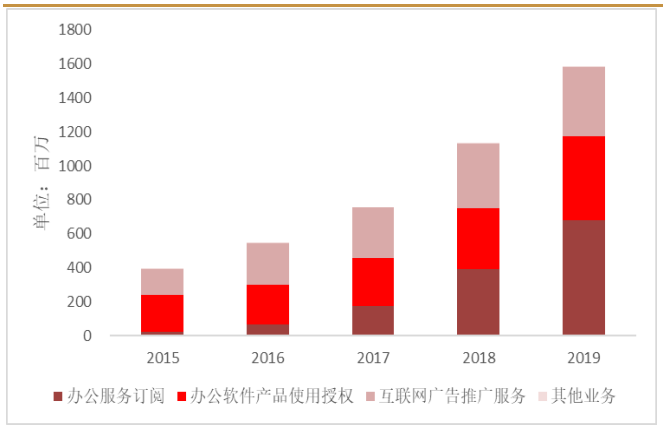
数据来源：招股说明说，西南证券整理

（2） 金山词霸：是公司开发的支持包括 Windows 、 iOS 、 Android 等多种平台的中英互译为主的电子词典及在线翻译软件。用户可使用金山词霸进行英文阅读、写作、口语练习以及单词复习等多种语言训练。

（3） 办公增值服务：包括个人办公增值服务以及企业办公增值服务。是公司结合用户的不同需求，所研发的一系列（如：文档漫游、个人云文档、企业云协作等）办公应用服务。

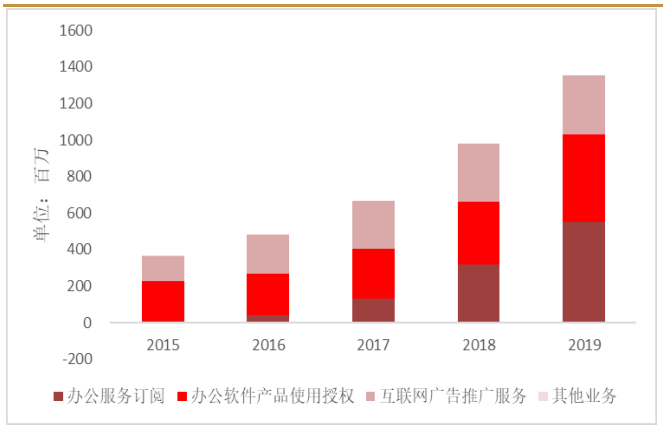
（4） 互联网广告服务业务：公司以产品、官网为主要载体，为各类广告客户提供广告营销服务。主要以免费使用软件+软件含有广告植入的模式运营，包含弹窗、启动封面、开屏页等多种广告展示形式。意在为更多用户提供免费使用产品机会，为广告客户带来更多商机，同时公司也获利于此。

图 3：公司 2015-2020H1 主营业务收入结构情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司 2015-2020H1 主营业务毛利润情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

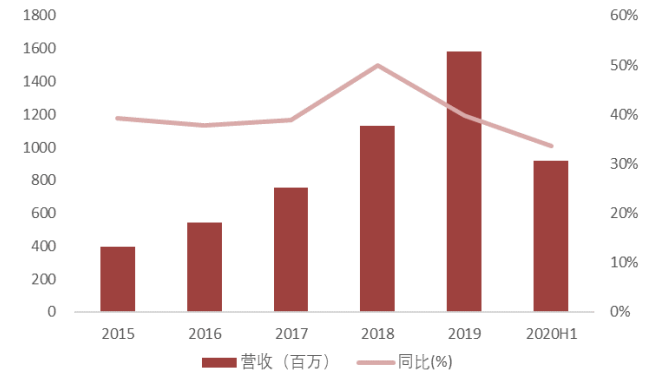
公司业绩情况：从公司历史业绩来看，公司营业总收入 15-19 四年的复合增长率为 41.5%。营收和净利润均保持稳定增长，系受益于信创推动之下的在线办公需求增加，办公服务订阅业务的高增长。15-19 年，办公服务订阅业务的四年的复合增长率达 143%。2018 年，办公服务订阅业务营收占总营收的 34.8%，占比首次超办公软件使用授权业务，成为公司第一大业务，最重要的业绩驱动引擎。

2019 年，公司实现营收 15.8 亿元，同比上升 39.8%，实现归属于上市公司股东的净利润 4 亿，同比上升 28.9%。其中，来自办公服务订阅板块的营收达到 6.8 亿元，占总营收的 43%，同比增幅高达 73%；来自办公软件使用授权的营收达到 5 亿，占总营收的 31.4%，同比增长 39%；来自互联网推广服务的营收达 4 亿，占总营收的 25.6%，同比增长 6%。

随着公司云化程度的不断加深，订阅转换率逐步靠近海外成熟市场龙头厂商。2020 年上半年，受益于办公服务订阅板块的高达 71%的持续大幅增长，实现营业收入 9.16 亿元，同比增长 33.64%；实现归母净利润 3.57 亿元，同比增长 143.3%。

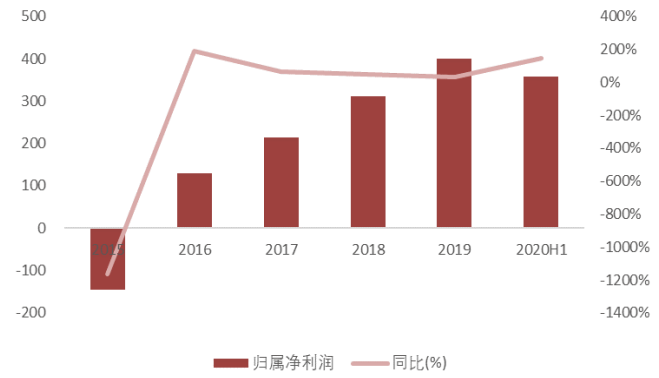
从盈利能力方面来看，公司 2015 年-2019 年期间维持高毛利率水平，稳定在 80%以上。2019 年，办公订阅毛利率为 80.7%，办公软件授权毛利率为 97.5%，广告服务毛利率为 79.2%。从成本控制方面来看，公司保持高研发投入，2015 年以来研发费用率保持在 35%以上，为公司的长期发展打下坚实基础。同时，公司的销售费用率、管理费用率在 SaaS 行业可比公司中处于低位。

图 5：公司 2015-2020H1 营业收入及增速



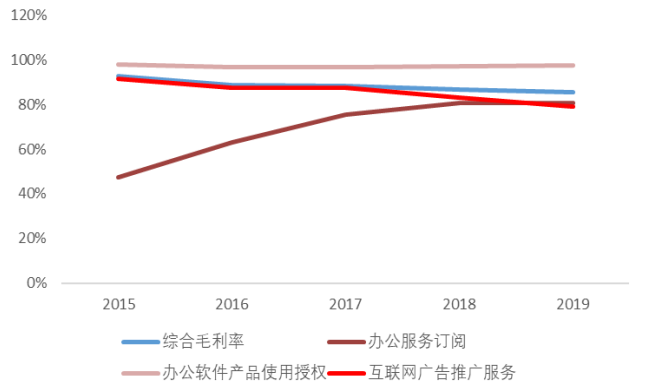
数据来源：wind，西南证券整理

图 6：公司 2015-2020H1 归母净利润及增速



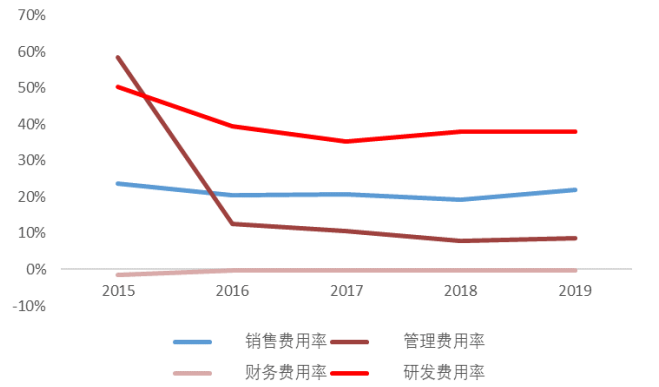
数据来源：wind，西南证券整理

图 7：公司 2015-2019 毛利率



数据来源：wind，西南证券整理

图 8：公司期间费用率稳定，成本控制较好



数据来源：wind，西南证券整理

MAU 同比快速增长，高转化率之下办公订阅业务持续上升

公司月活跃用户稳定增长，高订阅转换率高助力个人付费量不断增加，订阅业务业绩靓丽成为上半年业绩主要增长动力。订阅业务 2020 上半年实现营收 5.3 亿元，同比增长 70.9%。截至 2020 年 6 月，主要产品月度活跃用户数达 4.54 亿，与去年同期相比增长 30.5%。其中 PC 端 MAU 为 1.7 亿；移动端 MAU 为 2.8 亿。公司不断优化用户体验，提高用户黏性，累计年度付费个人会员数达 1681 万，年度增长 98.5%。未来有望持续高速增长。

信创之下，市占率稳步提升助力办公授权业务

2020 年上半年，受疫情推动在线远程办公进一步普及，以及公司受益于信创、国产自主可操控、云化趋势下，产品 WPS Office 安全可控的定位使软件授权业务实现 2.1 亿营收，同比增长 6.1%。凭借在大型行业客户的重点拓展， 2019 年 WPS Office 产品的市场渗透率为 61.74%，移动端市场份额达到了 90%。公司自主研发的 WPS Office Linux 版全面兼容国产整机和国产操作系统。已服务国内 96 家央企中的 82 家，占比高达 85.4%。国家于 2016 年首次披露公务员人数为 716.7 万人。基于政府机关办公对信创、自主可操控的支持，预计公司可全部消化这部分市场。2016-2018 年，公司 WPS Office 办公软件用户国内市占率从 27.81%提升至 42.8%，市占率有望持续上升。

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1： 公司重点推广 WPS+的变现能力。推出不同价格不同组合的专业版订阅服务，基础班（免费试用）、商业版（365 元/人/年）、高级商业版（599 元/人/年）。预计后续将解锁更高价位的组合订阅。

假设 2：公司 WPS Office 为主的产品全线 MUA 2020 年上半年突破 4.54 亿，同比增长 30.5%。2020 年上半年付费人数达 1681 万同比增长超 98%，当前付费率为 3.7%，预计年底付费率可达 4.5%。此外，公司市占率从 16 年 27.8%，3 年时间提升到 42.8%。随着公司不断上升的市占率、MUA，我们预计公司 2020 年市占率将上升至 48%并有望逐年上升 2-3 个百分点，助力公司订阅业务以及办公授权业务。

假设 3：互联网推广业务受限于用户体验，公司主动限制广告展示的影响。公司未来广告业务将加大对线上消费、在线教育等行业内容比重，提升垂直品类高价值广告的投放，降低了低价值广告位投放。我们预计公司未来三年广告业务将缓慢增长。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
办公服务订阅	收入	679.5	1291.1	2130.3	3408.5
	增速	73.1%	90.0%	65.0%	60.0%
办公软件产品使用授权	收入	495.8	694.2	902.4	1173.2
	增速	39.4%	40.0%	30.0%	30.0%
互联网广告推广服务	收入	404.1	424.3	445.5	467.7
	增速	6.0%	5.0%	5.0%	5.0%
合计	收入	1579.5	2409.5	3478.2	5049.4
	增速	39.8%	52.5%	44.4%	45.2%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值

我们预计 2020-2022 年的摊销 EPS 分别为 1.72 元、2.34 元、3.13 元，未来三年归母净利润将保持 53.32%的复合增长率。我们选取 A 股及 H 股的 IT 传统软件龙头公司，并在近年积极转型 SaaS 业务转型的上市公司广联达、用友网络、金蝶国际作为可比公司。考虑到公司受益于信创、自主可操控以及云化办公红利，企业处于高速增长阶段，长期拓展空间可观，首次覆盖给予“持有”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	市值（亿元）	EPS（元）				PE			
			18A	19A	20E	21E	18A	19A	20E	21E
002410.SZ	广联达	782	0.39	0.21	0.36	0.56	53.39	163.13	189.07	120.06
600588.SH	用友网络	1459	0.32	0.47	0.33	0.42	66.73	60.11	138.09	108.45
0268.HK	金蝶国际	633	0.12	0.11	0.08	0.11	48.54	62.19	223.54	156.72
平均值							56.22	95.14	183.57	128.41

数据来源：Wind，西南证券整理（数据截至 2020.08.19）

3 风险提示

国家政策对国产替代推进低于预期；用户转换率低于预期；付费率提升不及预期；云化不及预期；产品单一风险等。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1579.52	2409.55	3478.23	5049.43
营业成本	227.77	332.52	471.10	698.81
营业税金及附加	15.94	24.97	35.51	51.71
销售费用	344.74	554.20	834.78	1262.36
管理费用	135.70	626.48	939.12	1413.84
财务费用	-3.02	-4.79	-8.98	-13.81
资产减值损失	-0.03	0.00	0.00	0.00
投资收益	31.47	30.00	30.00	30.00
公允价值变动损益	50.30	25.95	30.14	32.10
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	401.65	932.11	1266.84	1698.62
其他非经营损益	4.72	0.00	0.00	0.00
利润总额	406.37	932.11	1266.84	1698.62
所得税	5.79	139.82	190.03	254.79
净利润	400.58	792.29	1076.81	1443.83
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	400.58	792.29	1076.81	1443.83

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	400.58	792.29	1076.81	1443.83
折旧与摊销	32.14	16.57	16.57	16.57
财务费用	-3.02	-4.79	-8.98	-13.81
资产减值损失	-0.03	0.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	1209.66	214.17	225.41	350.10
其他	-1053.63	-56.05	-58.24	-63.04
经营活动现金流净额	585.69	962.21	1251.58	1733.66
资本支出	-115.96	0.00	0.00	0.00
其他	-4357.67	55.95	60.14	62.10
投资活动现金流净额	-4473.63	55.95	60.14	62.10
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	4473.01	300.00	0.00	0.00
支付股利	0.00	-80.12	-158.46	-215.36
其他	-23.96	-1.71	8.98	13.81
筹资活动现金流净额	4449.06	218.18	-149.48	-201.56
现金流量净额	562.44	1236.33	1162.24	1594.21

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	749.24	1985.57	3147.81	4742.02
应收和预付款项	377.93	573.08	820.65	1197.87
存货	1.43	2.27	1.36	3.92
其他流动资产	5551.96	5560.25	5570.92	5586.60
长期股权投资	21.86	21.86	21.86	21.86
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	67.17	61.75	56.34	50.92
无形资产和开发支出	17.61	7.55	-2.52	-12.58
其他非流动资产	56.80	55.70	54.61	53.51
资产总计	6843.99	8268.03	9671.03	11644.12
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	691.09	1093.07	1556.04	2265.05
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	84.32	100.70	122.37	157.98
负债合计	775.41	1193.77	1678.41	2423.03
股本	461.00	511.00	511.00	511.00
资本公积	4588.25	4838.25	4838.25	4838.25
留存收益	1012.83	1725.01	2643.37	3871.83
归属母公司股东权益	6068.58	7074.26	7992.62	9221.09
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	6068.58	7074.26	7992.62	9221.09
负债和股东权益合计	6843.99	8268.03	9671.03	11644.12

财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
销售收入增长率	39.82%	52.55%	44.35%	45.17%
营业利润增长率	18.82%	132.07%	35.91%	34.08%
净利润增长率	28.94%	97.79%	35.91%	34.08%
EBITDA 增长率	22.12%	119.12%	35.02%	33.50%
获利能力				
毛利率	85.58%	86.20%	86.46%	86.16%
三费率	30.23%	48.80%	50.74%	52.73%
净利率	25.36%	32.88%	30.96%	28.59%
ROE	6.60%	11.20%	13.47%	15.66%
ROA	5.85%	9.58%	11.13%	12.40%
ROIC	117.77%	-200.40%	-170.62%	-154.59%
EBITDA/销售收入	27.27%	39.17%	36.64%	33.69%
营运能力				
总资产周转率	0.37	0.32	0.39	0.47
固定资产周转率	26.33	37.38	58.91	94.15
应收账款周转率	5.53	5.58	5.51	5.52
存货周转率	173.20	166.34	164.30	167.41
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.40%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	11.33%	14.44%	17.36%	20.81%
带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	9.19	7.09	5.85	4.86
速动比率	9.19	7.09	5.85	4.85
股利支付率	0.00%	10.11%	14.72%	14.92%
每股指标				
每股收益	0.87	1.72	2.34	3.13
每股净资产	13.16	15.35	17.34	20.00
每股经营现金	1.27	2.09	2.71	3.76
每股股利	0.00	0.17	0.34	0.47

业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
EBITDA	430.76	943.90	1274.43	1701.39
PE	426.96	215.87	158.83	118.46
PB	28.18	24.18	21.40	18.55
PS	108.28	70.98	49.17	33.87
EV/EBITDA	382.34	192.83	141.91	105.36
股息率	0.00%	0.05%	0.09%	0.13%

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
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	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
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@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
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	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
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn