东兴证券 DONGXING SECURITIES

金山办公（688111）：订阅业务实现快速增长，战略布局OFD推动实现流版签一体化

2020 年 08 月 20 日

强烈推荐/维持

金山办公 | 公司报告

收入利润维持高速增长，订阅业务系成长关键动力。公司披露 2020 半年报，上半年实现营业收入 9.2 亿元，同比增长 33.6%，净利润 3.6 亿元，同比增长 143.3%，扣非净利润 2.7 亿元，同比增长 123.9%，收入与利润双双实现快速增长。三大收入分类中，传统授权模式业务与互联网业务维持稳定，而办公服务订阅业务则实现较快增长，营收达 5.3 亿元，同比增长 70.9%，收入占比高达 58.2%，成为收入与利润主要来源。我们认为，未来订阅业务仍然是公司长期成长的主要看点，BG 端+C 端有望共同发力，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+移动端互联互通吸粉能力强，主要产品 MAU 仍维持快速增长。2020 年上半年，公司 MAU 已达 4.5 亿，同比增长 30.5%，其中移动版用户数达到 2.8 亿。累计年度付费个人会员数量达 1681 万，同比增长 98.47%。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。

拟收购数科网维股权，战略布局 OFD，实现 WPS 流版签一体化。公司发布公告称，拟以 1.5 亿元收购数科网维 37.5%股权，以实现控股并将其并表。数科网维是版式文档的主要厂商，我们认为，本次收购控股有望助力金山在未来实现流版签一体化，为党政军及各行业企业提供更加全面的产品和配套服务，进一步提升竞争优势。

公司盈利预测及投资评级：上调盈利预测，维持强烈推荐评级。预计公司 2020-2022 归母净利润分别为 7.34/10.97/15.31 亿元，对应 EPS 分别为 1.59/2.38/3.32 元，对应 PE 分别为 233 倍、156 倍和 112 倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：付费用户增长、机构业务拓展不及预期，业绩不达预期；政策变化风险；产业生态投入不及预期风险。

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	2,476.58	3,614.87	4,988.50
增长率（%）	49.97%	39.82%	56.79%	45.96%	38.00%
归母净利润（百万元）	310.67	400.58	734.28	1,097.40	1,531.23
增长率（%）	44.94%	28.94%	83.30%	49.45%	39.53%
净资产收益率（%）	26.17%	6.60%	11.08%	14.73%	17.80%
每股收益(元)	0.86	1.09	1.59	2.38	3.32
PE	431.40	340.37	232.92	155.85	111.70
PB	112.53	28.18	25.81	22.95	19.88

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

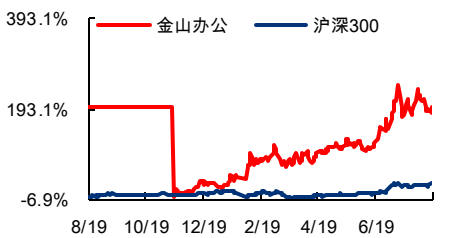
公司简介：

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）	1,742.58
流通市值（亿元）	267.25
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	3.71

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	7449	8571	10118	**营业收入**	1130	1580	2477	3615	4988
货币资金	187	749	1287	2123	3333	**营业成本**	150	228	363	535	729
应收账款	227	345	530	758	1026	营业税金及附加	11	16	17	25	35
其他应收款	21	26	40	58	81	营业费用	216	345	484	688	924
预付款项	6	5	8	10	14	管理费用	89	136	188	267	359
存货	1	1	2	3	4	财务费用	-2	-3	-10	-17	-27
其他流动资产	1049	16	43	77	118	研发费用	428	599	865	1190	1592
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	84.48	98.65	108.91
其他非流动资产	17	4	0	0	0	**营业利润**	338	402	746	1129	1604
资产总计	1627	6844	7608	8727	10273	营业外收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	424	727	933	1227	1621	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	750	1134	1609
应付账款	70	60	93	134	179	所得税	11	6	16	36	77
预收款项	194	438	611	864	1213	**净利润**	311	401	734	1097	1531
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	734	1097	1531
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	981	1276	1670	**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%	56.79%	45.96%	38.00%
实收资本（或股本）	360	461	461	461	461	营业利润增长	56.71%	18.82%	85.64%	51.43%	42.06%
资本公积	216	4588	4593	4593	4593	归属于母公司净利润增长	44.94%	28.94%	83.30%	49.45%	39.53%
未分配利润	573	953	1394	2052	2971	**获利能力**					
归属母公司股东权益合计	1187	6069	6626	7452	8603	毛利率(%)	86.71%	85.58%	85.34%	85.20%	85.38%
负债和所有者权益	1627	6844	7608	8727	10273	净利率(%)	27.50%	25.36%	29.65%	30.36%	30.70%
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润（%）	19.09%	5.85%	9.65%	12.57%	14.91%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	26.17%	6.60%	11.08%	14.73%	17.80%
经营活动现金流	418	586	617	994	1452	**偿债能力**					
净利润	311	401	734	1097	1531	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	6.99	6.24
财务费用	-2	-3	-10	-17	-27	速动比率	3.51	9.19	7.98	6.98	6.24
应收帐款减少	-51	-118	-185	-228	-267	**营运能力**					
预收帐款增加	104	244	173	253	349	总资产周转率	0.78	0.37	0.34	0.44	0.53
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	32.37	31.87	31.87
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	1.59	2.38	3.32
筹资活动现金流	-184	4449	-169	-257	-356	每股净现金流(最新摊薄)	0.04	1.22	1.17	1.81	2.63
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.30	13.16	14.37	16.16	18.66
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	431.40	340.37	232.92	155.85	111.70
资本公积增加	12	4372	4	0	0	P/B	112.53	28.18	25.81	22.95	19.88
现金净增加额	16	561	538	836	1210	EV/EBITDA	379.33	397.82	228.81	151.03	105.94

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
公司深度报告	金山办公（688111）：“在线办公”王者，恰逢云经济红利	2020-03-03
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
行业普通报告	【东兴证券】新三板精选层周报：计划试点融资融券业务获认可，流动性有望持续改善	2020-08-09
行业普通报告	【东兴证券】新三板精选层周报：开板首周精选层涨跌互现，首日破发或预示中国资本市场童年的终结	2020-08-02
行业普通报告	【东兴证券】新三板精选层周报：新三板精选层 27 日开市，涵盖 5 家计算机公司	2020-07-26
行业深度报告	计算机行业报告：传统企业上云释放增长动能，中国特色拓宽私有云市场发展空间	2020-07-26
行业普通报告	【东兴证券】新三板精选层周报：首批 32 家企业申购完毕,后续 100 多家将恢复审查或进入公开发行辅导程序	2020-07-19
行业普通报告	计算机行业报告：AI 龙头拐点红利将至+信创产业如期启动，相关公司迎黄金机遇期	2020-07-16

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