2020 年 08 月 19 日

李天凡
H70465@capital.com.tw

目标价(元) 430

金山办公（688111.SH） Buy 买入

办公订阅业务高速发展，公司业绩超预期

结论与建议：

公司发布2020年上半年业绩，实现营业收入9.16亿元，yoy+33.64%；净利润为3.57亿元，yoy+143.30%，EPS为0.78元；2Q单季营业收入5.44亿元，yoy+35.58%，净利润为2.47亿元，yoy+149.31%。公司业绩超预期。

公司是国产办公软件龙头，受益于远程办公催化和国产软件替代，我们看好公司在办公软件领域的高成长性，给予“买入”评级。

- **上半年办公订阅业务持续高速发展，业绩超预期：**20年上半年公司营收同比增长33.64%，主要是是办公订阅业务收入高增长。分业务看，办公软件授权业务营收2.14亿元，同比增长6.13%，主要是受疫情影响增速放缓；办公服务订阅业务营收5.33亿元，同比增长70.89%，主要是公司优化产品和服务，开辟新的售卖渠道助力个人订阅业务继续高速增长，同时WPS+等面向中小企业的云办公产品业务发展迅速；互联网广告推广业务营收1.69亿元，同比下降1.77%。公司净利润同比增长143.30%，增速高于营收，主要是毛利率同比增加，同时整体费用率同比下降。2Q单季营收同比增长35.58%，净利润同比增长149.31%，增速均高于1Q，单季度业绩创新高，主要是用户订阅业务继续快速增长。
- **毛利率稳步提高，费用率明显下降：**上半年公司综合毛利率同比提高3.48个百分点至86.14%，我们认为主要是付费用户持续增长所致。费用率方面，公司整体费用率同比下降9.13个百分点至59.07%。其中管理费用率同比下降1.12个百分点；研发费用率同比下降7.30个百分点。公司费用率明显下降，规模化效应逐步显现，预计公司未来费用率会继续下降。
- **用户数量持续增长，经营现金流净额同比大增：**公司主要产品月度活跃用户数保持稳定增长。截至2020年6月30日，主要产品月度活跃用户（MAU）已达4.54亿，同比增长30.46%，环比增长1.57%。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；其他产品月度活跃用户数0.07亿。截至2020年6月30日，公司累计年度付费个人会员数达1681万，同比增加834万，增幅达98.47%。付费渗透率达到3.70%（2019年末为2.92%）。上半年经营现金流净额为4.52亿元，同比大幅增长227.91%，主要是办公订阅业务增长导致收款增加。
- **拟收购数科网维股权布局OFD业务：**公司公告拟收购数科网维37.52% 股权，支付对价为1.5亿元。公司目前直接持有数科网维约30%股权，收购完成后将持有数科网维67.52%股权，公司将并表数科网维。北京数科网维是国内主要的专业版式文档处理产品和技术服务提供商。公司战略布局 OFD国家版式文件标准，通过合作开发、代理产品等形式加大与数科网维合作力度。本次对外投资将增加公司的并表财务收入及利润（2019年数科网维营收9692 万元，净利润3676万元），有利于公司产品在OFD领域内的创新。
- **盈利预测：** 我们上调公司盈利预测，预计 2020、2021 和 2022 年净利润分别为 8.23/11.42/15.11 亿元，yoy 分别为+105.40%、+38.81%和+32.30%，折合 EPS 分别为 1.78/2.48/3.28 元，目前 A 股股价对应的 PE 为 208 倍、150 倍和 113 倍，给予“买入”投资建议。
- **风险提示：**1、付费用户增长不及预期；2、市场竞争加剧的风险；3、新产品研发和推广不及预期。

公司基本资讯

產業別	计算机
A 股价(2020/8/19)	371.00
上证指数(2020/8/18)	3408.13
股價 12 個月高/低	436/124.87
總發行股數(百萬)	461.00
A 股數(百萬)	70.70
A 市值(億元)	262.30
主要股東	Kingsoft WPS Corporation Limited(52.71 %)
每股淨值(元)	13.65
股價/賬面淨值	27.17

	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	0.6	38.2	N/A

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等

产品组合

办公服务订阅	58.19%
办公软件产品使用授权	23.36%
互联网广告推广服务	18.45%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	38.8%
一般法人	

股价相对大盘走势



年度截止 12 月 31 日		2018	2019	2020E	2021E	2022E
纯利（Net profit）	RMB 百万元	310.67	400.58	822.79	1142.13	1511.00
同比增减	%	44.94	28.94	105.40	38.81	32.30
每股盈余（EPS）	RMB 元	0.43	1.09	1.78	2.48	3.28
同比增减	%	43.33	26.74	63.74	38.81	32.30
A 股市盈率(P/E)	X	863	340	208	150	113
股利（DPS）	RMB 元	0.00	0.30	0.40	0.45	0.45
股息率（Yield）	%	0.00	0.08	0.11	0.12	0.12

【投資評等說明】

評等	定義
强力買進（Strong Buy）	首次評等潜在上漲空間≥ 35%
買進（Buy）	15%≤首次評等潜在上漲空間<35%
區間操作（Trading Buy）	5%≤首次評等潜在上漲空間<15%
中立（Neutral）	無法由基本面給予投資評等 預期近期股價將處于盤整 建議降低持股

图 1：金山办公营业收入及增速



图 2：金山办公净利润及增速



资料来源：Choice，群益金鼎证券整理

表 1：主要产品月度活跃用户变动表

日期	2020 年 6 月	2019 年 6 月	2020 年 3 月	年度变动	季度变动
主要产品月活	4.54 亿	3.48 亿	4.47 亿	30.46%	1.57%

表 2：累计年度付费个人会员数

日期	2020 年 6 月 30 日	2019 年 6 月 30 日	2019 年 12 月 31 日	年度变动	半年度变动
付费个人会员数	1681 万	847 万	1202 万	98.47%	39.85%

资料来源：公司公告，群益金鼎证券整理

附一：合并损益表

会计年度（百万元）	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1130	1580	2473	3577	4852
经营成本	150	228	349	518	714
营业税金及附加	11	16	25	36	49
销售费用	216	345	502	712	949
管理费用	516	734	989	1384	1832
财务费用	(2)	(3)	(3)	(4)	5
资产减值损失	(4)	(0)	0	0	0
投资收益	2	50	100	100	100
营业利润	338	402	835	1159	1533
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	17	(5)	1	1	1
利润总额	322	406	834	1158	1532
所得税	11	6	12	16	21
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司股东权益	311	401	823	1142	1511

附二：合并资产负债表

会计年度（百万元）	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	187	749	1146	1783	2742
应收账款	227	345	445	572	776
存货	1	1	2	2	3
流动资产合计	1490	6681	7393	8663	10310
长期股权投资	13	22	25	25	25
固定资产	53	67	80	90	90
在建工程	0	0	0	0	0
非流动资产合计	137	163	180	215	235
资产总计	1627	6844	7573	8878	10545
流动负债合计	424	727	767	1109	1504
非流动负债合计	16	49	55	70	87
负债合计	440	775	822	1179	1591
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	1187	6069	6751	7699	8954
负债及股东权益合计	1627	6844	7573	8878	10545

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动产生的现金流量净额	418	586	767	1037	1359
投资活动产生的现金流量净额	(218)	(4474)	(290)	(280)	(240)
筹资活动产生的现金流量净额	(184)	4449	(80)	(120)	(160)
现金及现金等价物净增加额	20	562	397	637	959

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群證益券(香港)有限公司提供的投資服務.不是.個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信用以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司.不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司，及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或會在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證i@持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證i@。此份報告.不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。