订阅业务高增长，“工具转型服务”战略效果显著

增持|维持

事件：

公司于 8 月 18 日晚发布《2020 年半年度报告》。2020 年上半年，公司实现营业收入 9.16 亿元，同比增长 33.64%；实现扣非归母净利润 2.66 亿元，同比增长 123.94%。

点评：

- **受益于办公服务订阅业务的快速增长，上半年收入保持较快增长**

2020 年上半年，办公软件授权业务实现收入 2.14 亿元，同比增长 6.13%，呈现放缓趋势，主要是受新冠肺炎疫情的影响；办公服务订阅业务实现收入 5.33 亿元，同比增长 70.89%，其中个人客户订阅业务继续成为增长的关键动力；互联网广告推广业务实现收入 1.69 亿元，同比下降 1.77%，受整体用户规模和活跃程度提升、公司不断平衡产品用户体验，以及疫情下品牌媒体广告市场低迷的多重影响，呈现小幅下降状态。公司主要产品月度活跃用户数 MAU 保持稳定增长，截至 6 月 30 日，MAU 已达到 4.54 亿，其中 WPS office PC 版为 1.72 亿，移动版为 2.75 亿，其他产品为 0.07 亿。累计年度付费个人会员数达到 1681 万，约为 2019 年同期的 2 倍。

- **继续加大研发投入，完善服务网络，持续成长动力充足**

2020 年上半年，研发费用达到 3.06 亿元，同比增长 9.72%，公司坚持“技术立业”，持续进行组织结构创新，做实研发中台，提升研发效率，赋能公司产品及技术优化。公司在北京、上海、广州、深圳、珠海、成都、西安、武汉等 8 个城市设有专门的技术服务中心，服务渗透产品应用全过程。公司已经成为北京 2022 年冬奥会官方协同办公软件供应商，将结合赛会实际情况，为北京冬奥组委定制专属协同办公服务，助力提升北京冬奥会赛事组织能力水平。公司获评《中国电子报》“信创先锋企业”，WPS Office 2019 荣获“信创优秀产品与技术奖”，公司有望在信创领域取得更大的成绩。

- **拟收购数科网维 37.5219%股权，战略布局 OFD 国家版式文件标准**

根据公司公告，为加强公司在国家标准版式文件 OFD 新领域内的布局、提升公司未来在相关域的竞争力，公司拟收购北京冠群信息技术股份有限公司直接持有的数科网维 37.5219%股权，支付对价为 15,000 万元，收购完成后，将持有 67.5184%股权，公司将并表数科网维。数科网维 2019 年度营业收入为 9,691.74 万元，扣非归母净利润为 3,666.18 万元。我们认为，此次投资，一是将增加公司的并表营业收入和利润，二是将有利于公司产品在 OFD 领域内的创新，提升公司的竞争力。

- **投资建议与盈利预测**

公司是国内领先的办公软件和服务提供商，有望受益于信创产业的发展。预计公司 2020-2022 年营业收入为 24.28、34.43、46.29 亿元，归母净利润为 6.83、10.44、14.82 亿元，EPS 为 1.48、2.27、3.22 元/股。公司目前收入体量较小，增速较快，研发投入较多，未来成长空间广阔，采用 PS 估值法较为合理。上市以来，公司 PS 主要运行在 40-120 倍之间，调升 2020 年目标 PS 至 80 倍，对应的目标价为 421.35 元，维持“增持”评级。

- **风险提示**

付费用户数量增长低于预期；国产化替代进程低于预期；其他公司进入办公软件市场，市场竞争加剧。

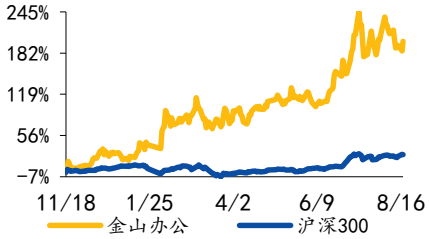
当前价/目标价：378.00 元/421.35 元

目标期限：6 个月

基本数据

52 周最高/最低价（元）：	434.86 / 126.35
A 股流通股（百万股）：	70.70
A 股总股本（百万股）：	461.00
流通市值（百万元）：	26724.60
总市值（百万元）：	174258.00

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-金山办公(688111.SH)：国产办公软件龙头，持续成长空间广阔》2020.06.29

报告作者

分析师　耿军军

执业证书编号　S0020519070002

电话　021-51097188-1856

邮箱　gengjunjun@gyzq.com.cn

联系人　陈图南

邮箱　chentunan@gyzq.com.cn

附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1129.68	1579.52	2428.05	3443.42	4628.66
收入同比(%)	49.97	39.82	53.72	41.82	34.42
归母净利润(百万元)	310.67	400.58	683.14	1044.17	1482.15
归母净利润同比(%)	44.94	28.94	70.54	52.85	41.95
ROE(%)	26.17	6.60	10.33	14.06	17.31
每股收益(元)	0.67	0.87	1.48	2.27	3.22
市盈率(P/E)	560.92	435.02	255.09	166.89	117.57

资料来源：Wind，国元证券研究中心

财务预测表

资产负债表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1490.14	6680.56	7538.59	8701.76	10278.53
现金	186.80	749.24	1181.71	1938.36	3019.30
应收账款	226.68	345.02	524.39	741.54	994.24
其他应收款	20.90	25.50	38.85	54.75	73.13
预付账款	5.83	5.32	7.70	10.72	14.10
存货	1.00	1.43	2.03	2.80	3.68
其他流动资产	1048.93	5554.05	5783.91	5953.59	6174.07
非流动资产	137.24	163.43	182.75	199.81	220.53
长期投资	13.22	21.86	25.41	28.65	31.86
固定资产	52.81	67.17	79.88	87.25	97.13
无形资产	17.85	17.61	17.46	17.52	17.69
其他非流动资产	53.35	56.80	60.00	66.39	73.85
资产总计	1627.38	6843.99	7721.34	8901.58	10499.06
流动负债	424.23	726.71	1053.58	1419.80	1876.40
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	69.78	60.24	90.58	128.42	173.76
其他流动负债	354.46	666.48	963.00	1291.39	1702.64
非流动负债	16.21	48.70	52.12	55.54	59.20
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	16.21	48.70	52.12	55.54	59.20
负债合计	440.45	775.41	1105.70	1475.34	1935.60
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	360.00	461.00	461.00	461.00	461.00
资本公积	216.24	4588.25	4588.25	4588.25	4588.25
留存收益	606.75	1012.83	1557.67	2366.77	3501.84
归属母公司股东权益	1186.93	6068.58	6615.64	7426.23	8563.45
负债和股东权益	1627.38	6843.99	7721.34	8901.58	10499.06

现金流量表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	418.10	585.69	539.30	961.40	1399.56
净利润	310.67	400.58	683.14	1044.17	1482.15
折旧摊销	16.67	32.14	31.16	42.74	57.10
财务费用	-1.95	-3.02	-19.31	-31.20	-49.58
投资损失	-49.96	-31.47	-29.76	-28.54	-27.91
营运资金变动	121.94	204.11	-103.93	-47.07	-47.63
其他经营现金流	20.72	-16.65	-22.00	-18.69	-14.58
投资活动现金流	-217.94	-4473.63	9.94	-2.37	-23.27
资本支出	52.57	63.21	35.61	40.52	56.03
长期投资	197.91	4455.63	6.34	8.36	9.71
其他投资现金流	32.54	45.22	51.89	46.51	42.47
筹资活动现金流	-184.17	4449.06	-116.76	-202.38	-295.35
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	101.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	12.07	4372.01	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-196.24	-23.96	-116.76	-202.38	-295.35
现金净增加额	20.38	562.44	432.47	756.65	1080.94

利润表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1129.68	1579.52	2428.05	3443.42	4628.66
营业成本	150.11	227.77	330.46	463.93	618.58
营业税金及附加	11.29	15.94	24.77	35.47	48.14
营业费用	215.84	344.74	534.90	756.18	1010.44
管理费用	88.81	135.70	207.84	293.38	392.97
研发费用	427.54	598.79	786.69	996.13	1235.01
财务费用	-1.95	-3.02	-19.31	-31.20	-49.58
资产减值损失	-4.41	-0.03	-0.04	-0.05	-0.06
公允价值变动收益	2.40	50.30	30.25	27.62	25.68
投资净收益	49.96	31.47	29.76	28.54	27.91
营业利润	338.02	401.65	692.98	1059.10	1503.20
营业外收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外支出	16.50	-4.72	0.00	0.00	0.00
利润总额	321.52	406.37	692.98	1059.10	1503.20
所得税	10.85	5.79	9.84	14.93	21.04
净利润	310.67	400.58	683.14	1044.17	1482.15
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	310.67	400.58	683.14	1044.17	1482.15
EBITDA	352.74	430.76	704.83	1070.64	1510.72
EPS（元）	0.86	0.87	1.48	2.27	3.22

主要财务比率					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	49.97	39.82	53.72	41.82	34.42
营业利润(%)	56.70	18.82	72.53	52.83	41.93
归属母公司净利润(%)	44.94	28.94	70.54	52.85	41.95
获利能力					
毛利率(%)	86.71	85.58	86.39	86.53	86.64
净利率(%)	27.50	25.36	28.14	30.32	32.02
ROE(%)	26.17	6.60	10.33	14.06	17.31
ROIC(%)	33.65	7.40	12.25	18.55	26.02
偿债能力					
资产负债率(%)	27.06	11.33	14.32	16.57	18.44
净负债比率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动比率	3.51	9.19	7.16	6.13	5.48
速动比率	3.51	9.19	7.15	6.13	5.48
营运能力					
总资产周转率	0.78	0.37	0.33	0.41	0.48
应收账款周转率	5.49	5.34	5.38	5.24	5.14
应付账款周转率	2.82	3.50	4.38	4.24	4.09
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.67	0.87	1.48	2.27	3.22
每股经营现金流(最新摊薄)	0.91	1.27	1.17	2.09	3.04
每股净资产(最新摊薄)	2.57	13.16	14.35	16.11	18.58
估值比率					
P/E	560.92	435.02	255.09	166.89	117.57
P/B	146.81	28.71	26.34	23.47	20.35
EV/EBITDA	476.04	389.82	238.24	156.84	111.15

投资评级说明

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。 本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、 分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：（0551）62207952	传真：（021）68869125
	电话：（021）51097188