金山办公（688111）

公司研究/点评报告

净利润增速亮眼，个人订阅量持续提升

—金山办公 2020H1 中报点评

点评报告/计算机　　2020 年 8 月 19 日

一、事件概述

公司公布 2020 财年中报，2020 上半年实现营收 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 143.30%，实现归母扣非后净利润 2.66 亿元，同比增长 123.94%；本年度 1-6 月基本每股收益 0.78 元/股，比上年同期增长 90.24%。

二、分析与判断

➢ 月活用户数持续增长，个人订阅业务高速增长

月活同比快速增长，个人付费量持续上升。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%；订阅业务 2020H1 营收同比增长 70.89%，达 5.33 亿元，为公司 2020 年度上半年业绩主要增长动力，其中个人客户订阅是增长的关键动力。产品端 WPS Office PC 版 MAU 增长最快，较年初增长 11.69%，截至 2020 年 6 月 30 日月活用户数为 1.72 亿；移动版 MAU 最多，达 2.75 亿。公司致力于通过丰富特权、拓展内容资源、差异化定制服务等方式优化 WPS 会员的用户体验，提高用户黏性，同时积极开辟新的销售渠道，来推动付费转化率的提高。累计年度付费个人会员数达 1681 万，年度增长 98.47%。

➢ “WPS+”系列云办公服务发展迅速，大力拓展政企客户

公司不断开拓新场景化应用，深度融合新技术，多维度提升云办公产品能力，目前已为数十万家中小微企业提供服务。上半年疫情推动了在线远程办公产品的应用和普及。同时在国产化、正版化、云化三大核心趋势下，公司面向政府及企业市场的软件授权业务继续保持高速增长，2016 年至 2018 年公司 WPS Office 办公软件用户占国内办公市场用户总规模的 27.81%、38.40%及 42.75%，市占率不断上升。推出的“WPS+云办公解决方案”入选工业和信息化部发布的第一期《中小企业数字化赋能服务产品及活动推荐目录》，成为首批中小企业数字化赋能试点示范企业。自主研发的 WPS Office Linux 版已全面支持国产整机平台和国产操作系统，累计和 190 家合作伙伴完成协同办公、输入法、邮件、语音识别，以及手写板和平板等多领域的产品适配，在国家多项重大示范工程项目中完成系统适配和应用推广，覆盖金融、航空、能源、建筑等多个重要领域，截至 2019 年，公司已服务国内 96 家央企中的 82 家，占比 85.41%。

➢ 客户需求驱动产品研发，收购数科网维战略布局 OFD

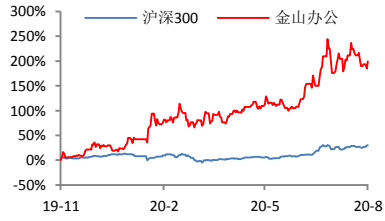
研发投入快速增长，2020 上半年研发费用 3.06 亿元，占营收比例为 33.47%；出资 1.5 亿元收购数科网维 37.52%的股权，成为其控股股东。公司研发人员占总员工人数 65.20%，自 2017 年以来，研发费用呈快速增长趋势，以最终用户需求为导向，形成“客户驱动研发、产品服务客户”的良性循环机制。近日，为加强公司在国家标准版式文件 OFD 新领域内的战略布局，公司以 1.5 亿自有资金收购数科网维 37.52%股权，累计共持有其 67.52%股权，成为其控股股东，并将数科网维纳入合并报表。未来公司将通过合作开发、代理产品等多种形式加大与数科网维合作力度，继续为政企客户提供优质服务，同时提升公司在 OFD 领域的竞争力。

推荐　维持评级

当前价格： 378.00 元

交易数据	2020-08-18
近 12 个月最高/最低(元)	434.86/126.22
总股本（百万股）	461
流通股本（百万股）	71
流通股比例（%）	15.34
总市值（亿元）	1743
流通市值（亿元）	267

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：强超廷

执业证号：S0100519020001

电话：021-60876718

邮箱：qiangchaoting@mszq.com

研究助理：应瑛

执业证号：S0100119010012

电话：021-60876718

邮箱：yingying@mszq.com

相关研究

1.【民生计算机团队】金山办公（688111）2019 年年报点评，业绩增长亮眼，订阅与授权业务大有可为

2.【民生计算机团队】金山办公（688111）科创板计算机公司上市跟踪系列：金山办公，国内领先的办公软件提供商

三、投资建议

维持“推荐”评级。我们预计 2020-2022 年公司的 EPS 分别为 1.74/2.44/3.35 元，对应当前股价的 PE 分别为 217X/155X/113X。云计算行业可比公司用友网络、广联达的 20 年 PE 估值分别为 138X/189X.但考虑到公司是国产办公软件领军厂商，当前 MAU 用户已达 4.54 亿，付费 C 端用户达 1681 万人次，在用户数量和技术水平等方面优势显著。考虑公司优势在信创领域具有稀缺性（参考持有国产操作系统 UOS 股权的诚迈科技 20 年 PE 估值为 172X），可给予一定的估值溢价，故给予“推荐”评级。

四、风险提示

付费用户增长不及预期，国产替代进程不及预期，办公软件技术升级加速。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,580	2,659	4,015	5,434
增长率（%）	39.8%	68.4%	51.0%	35.3%
归属母公司股东净利润（百万元）	401	804	1,127	1,543
增长率（%）	28.9%	100.6%	40.2%	36.9%
每股收益（元）	1.09	1.74	2.44	3.35
PE（现价）	346.8	216.8	154.6	112.9
PB	28.7	25.4	21.8	18.3

资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,580	2,659	4,015	5,434
营业成本	228	368	552	751
营业税金及附加	16	27	40	54
销售费用	345	505	803	1,087
管理费用	136	213	321	435
研发费用	599	904	1,405	1,902
EBIT	257	642	894	1,206
财务费用	(3)	(15)	(37)	(69)
资产减值损失	(0)	0	0	0
投资收益	31	41	36	38
营业利润	402	816	1,144	1,560
营业外收支	5	(4)	(5)	(1)
利润总额	406	812	1,138	1,559
所得税	6	8	11	16
净利润	401	804	1,127	1,543
归属于母公司净利润	401	804	1,127	1,543
EBITDA	289	677	934	1,255

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	749	1841	3439	5430
应收账款及票据	347	580	854	1178
预付款项	5	11	15	22
存货	1	3	3	5
其他流动资产	16	16	16	16
流动资产合计	6681	8059	9923	12307
长期股权投资	22	63	99	137
固定资产	67	87	111	130
无形资产	18	12	10	7
非流动资产合计	163	190	210	219
资产合计	6844	8249	10133	12526
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	60	140	204	254
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	727	1328	2085	2935
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	49	49	49	49
非流动负债合计	49	49	49	49
负债合计	775	1377	2134	2984
股本	461	461	461	461
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	6069	6872	7999	9543
负债和股东权益合计	6844	8249	10133	12526

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	39.8%	68.4%	51.0%	35.3%
EBIT 增长率	8.7%	150.2%	39.2%	34.9%
净利润增长率	28.9%	100.6%	40.2%	36.9%
盈利能力				
毛利率	85.6%	86.1%	86.3%	86.2%
净利润率	25.4%	30.2%	28.1%	28.4%
总资产收益率 ROA	5.9%	9.7%	11.1%	12.3%
净资产收益率 ROE	6.6%	11.7%	14.1%	16.2%
偿债能力				
流动比率	9.2	6.1	4.8	4.2
速动比率	9.2	6.1	4.8	4.2
现金比率	8.6	5.6	4.3	3.7
资产负债率	0.1	0.2	0.2	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	65.2	64.7	64.9	64.8
存货周转天数	1.9	2.2	2.0	2.1
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5
每股指标（元）				
每股收益	1.09	1.74	2.44	3.35
每股净资产	13.2	14.9	17.4	20.7
每股经营现金流	1.2	2.4	3.5	4.4
每股股利	0.3	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	346.8	216.8	154.6	112.9
PB	28.7	25.4	21.8	18.3
EV/EBITDA	195.5	109.1	73.0	53.5
股息收益率	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	401	804	1,127	1,543
折旧和摊销	25	34	40	49
营运资金变动	218	315	491	456
经营活动现金流	572	1,116	1,628	2,012
资本开支	63	24	30	21
投资	(4,456)	0	0	0
投资活动现金流	(4,474)	(24)	(30)	(21)
股权募资	4,482	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	4,449	0	0	0
现金净流量	547	1,092	1,598	1,991

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

强超廷，民生研究院教育& 计算机行业首席，2019年加入民生证券研究院，上海对外经贸大学金融学硕士。曾任职于海通证券研究所，传媒团队。2017年新财富最佳分析师评比“传播与文化”第3名团队成员；2016年新财 富、水晶球、金牛奖最佳分析师评比“传播与文化”第3名团队成员。

应瑛，民生研究院教育&计算机行业研究助理， 2019年加入民生证券研究院，伦敦国王学院银行与金融学硕士。

分析师承诺

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，保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。