金山办公（688111）

订阅业务表现亮眼，拟收购数科网维深化布局 OFD 领域

买入（维持）

2020 年 08 月 18 日

证券分析师 郝彪
执业证号：S0600516030001
021-60199781
haob@dwzq.com.cn
证券分析师 张良卫
执业证号：S0600516070001
021-60199793
zhanglw@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,580	2,427	3,542	5,060
同比（%）	39.8%	53.7%	45.9%	42.9%
归母净利润（百万元）	401	831	1,324	1,984
同比（%）	28.9%	107.5%	59.3%	49.8%
每股收益（元/股）	0.87	1.80	2.87	4.30
P/E（倍）	435	210	132	88

事件：公司 2020 年 H1 实现营收 9.16 亿元，归母净利润 3.57 亿元，扣非净利润 2.66 亿元，同比分别增长 33.64%、143.30%、123.94%。

投资要点

- **业绩持续高增，订阅业务表现亮眼：**Q2 单季度来看，营收 5.44 亿元，同比增长 35.58%，归母净利润 2.47 亿元，同比增长 149.30%，扣非净利润 2.02 亿元，同比增长 133.11%。办公软件授权业务营收 2.14 亿，同比增长 6.13%，主要受疫情影响增速呈现放缓趋势，未来随各行各业复苏以及国产招标推进，增速将大幅提升。办公服务订阅业务营收 5.33 亿，同比增长 70.89%，主要受益于个人客户订阅业务快速增长。一方面，通过优化 WPS 会员及稻壳会员业务产品服务；另一方面，积极开辟新的售卖渠道，两者共同拉动了个人服务订阅业务高增。WPS+等面向中小企业的云办公产品业务发展迅速，也推动订阅业务的收入增长。广告业务营收 1.69 亿，同比下降 1.77%，呈现小幅下降状态。
- **订阅业务贡献大量现金流，规模化效应带动净利率显著提升：**经营活动产生的现金流量净额同比增加 3.14 亿，增幅 227.91%，主要系办公服务订阅业务收款同比增加所致（合同负债 5.03 亿，同比翻倍）。H1 毛利率 86.14%（同比+3.48pct、环比+2.02pct），净利率 39.03%（同比+17.59pct、环比+9.4pct）；销售费用率、管理费用率、研发费用率分别同比下降 0.41pct、1.12pct、7.30pct，整体费用率下降明显，规模化效应持续显现。
- **付费渗透率继续快速提升：**截至 2020 年 6 月 30 日，主要产品 MAU 已达到 4.54 亿，同比增长 30.5%，环比增长 1.6%。其中 WPS office PC 版月度活跃用户数 1.72 亿，环比增长 2.38%；移动版月度活跃用户数 2.75 亿，环比增长 1.48%；其他产品如金山词霸等月度活跃用户数接近 0.07 亿。累计年度付费个人会员数达到 1681 万，同比增长 98.47%，环比增长 39.85%，付费渗透率达到 3.70%（2019 年末为 2.92%）。
- **拟收购数科网维深化布局 OFD 领域，并表进一步增厚业绩：**公司拟收购冠群股份直接持有的数科网维 37.52%股权，支付对价为 1.5 亿元。目前公司直接持有数科网维约 30.00%股权，收购完成后，将持有数科网维 67.52%股权，将并表数科网维，成为控股股东。公司战略布局 OFD 国家版式文件标准，通过合作开发、代理数科网维产品等多种形式加大与数科网维合作力度，继续为政府及广大行业客户提供优质服务。本次对外投资符合公司总体发展战略的要求，将增加公司的并表财务收入及利润（2019 年数科网维营收 9691.74 万元，净利润 3676.38 亿元），另一方面，将有利于公司产品在 OFD 领域内的创新。
- **盈利预测与投资评级：**上调 2020-2022 年归母净利润为 8.31/13.24/19.84 亿元，对应 PE 分别为 210/132/88。作为国内最大的办公软件厂商，今年信创、在线办公加速、订阅服务指标提升（转化率、MAU、消费频次）等多重因素推动下，业绩将保持高速增长态势，维持“买入”评级。
- **风险提示：**产品单一风险；付费用户增长不及预期；云化不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	378.00
一年最低/最高价	125.00/436.00
市净率(倍)	27.69
流通 A 股市值(百万元)	26724.60

基础数据

每股净资产(元)	13.65
资产负债率(%)	13.06
总股本(百万股)	461.00
流通 A 股(百万股)	70.70

相关研究

1、《金山办公（688111）：MAU 稳步增长，规模化效应显现》2020-04-30

2、《金山办公（688111）：付费率显著提升，云化升级持续推进》2020-03-25

3、《金山办公（688111）：办公软件自主可控势在必行，国产龙头乘势而起》2019-11-13

请务必阅读正文之后的免责声明部分

金山办公三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**6,681**	**7,151**	**8,710**	**10,631**
现金	749	1,026	2,365	3,941
应收账款	345	533	749	1,083
存货	1	2	3	3
其他流动资产	5,585	5,590	5,594	5,603
非流动资产	**163**	**379**	**514**	**645**
长期股权投资	22	33	44	56
固定资产	67	187	307	450
在建工程	0	34	43	47
无形资产	18	72	69	44
其他非流动资产	57	54	51	48
资产总计	**6,844**	**7,530**	**9,224**	**11,275**
流动负债	**727**	**720**	**1,131**	**1,243**
短期借款	0	0	0	0
应付账款	60	109	129	198
其他流动负债	666	612	1,002	1,045
非流动负债	**49**	**49**	**49**	**49**
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	49	49	49	49
负债合计	**775**	**769**	**1,180**	**1,291**
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	6,069	6,761	8,045	9,984
负债和股东权益	**6,844**	**7,530**	**9,224**	**11,275**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	586	631	1,542	1,789
投资活动现金流	-4,474	-256	-230	-287
筹资活动现金流	4,449	-100	28	75
现金净增加额	562	276	1,339	1,576
折旧和摊销	32	79	143	212
资本开支	63	205	123	119
营运资本变动	204	-201	191	-232

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**1,580**	**2,427**	**3,542**	**5,060**
减:营业成本	228	296	417	573
营业税金及附加	16	27	38	53
营业费用	345	493	698	977
管理费用	136	947	1,275	1,746
财务费用	-3	-39	-69	-120
资产减值损失	-0	0	0	0
加:投资净收益	31	26	31	34
其他收益	50	13	16	21
营业利润	**402**	**842**	**1,350**	**2,016**
加:营业外净收支	5	5	5	5
利润总额	**406**	**847**	**1,354**	**2,021**
减:所得税费用	6	16	30	37
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	**401**	**831**	**1,324**	**1,984**
EBIT	384	820	1,304	1,926
EBITDA	416	899	1,446	2,138

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.87	1.80	2.87	4.30
每股净资产(元)	13.16	14.67	17.45	21.66
发行在外股份(百万股)	461	461	461	461
ROIC(%)	6.2%	11.8%	15.8%	18.9%
ROE(%)	6.6%	12.3%	16.5%	19.9%
毛利率(%)	85.6%	87.8%	88.2%	88.7%
销售净利率(%)	25.4%	34.2%	37.4%	39.2%
资产负债率(%)	11.3%	10.2%	12.8%	11.5%
收入增长率(%)	39.8%	53.7%	45.9%	42.9%
净利润增长率(%)	28.9%	107.5%	59.3%	49.8%
P/E	435.02	209.66	131.59	87.84
P/B	28.71	25.77	21.66	17.45
EV/EBITDA	403.84	186.58	115.07	77.09

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn