



中信证券研究部



杨泽原
首席计算机分析师
S1010517080002



刘雯蜀
计算机分析师
S1010518020001



联系人：张帅

核心观点

公司 2019 年收入高速增长。受益于国产化、正版化、云化三大核心趋势，积极推动 C 端与 B 端客户获取与云化转型，业务规模有望持续高增。维持“买入”评级。

■ **事项：**公司发布 2019 年年报，报告期内实现业务收入 15.80 亿，较上年增长 39.82%；实现归母公司净利润 4.01 亿，较上年增长 28.94%。

■ **收入高增长，B 端授权与 C 端订阅核心驱动。**2019 年公司实现营业收入 15.80 亿，其中办公软件授权业务 4.96 亿，同比+39.41%；办公服务订阅业务 6.80 亿，同比+73.06%；互联网广告推广业务 4.04 亿，同比+5.99%。整体营收同增 39.8%至 15.79 亿元，报告期内 B 端授权业务和 C 端会员订阅构成核心增长驱动力，符合此前判断。费用端，2019 年销售/管理/研发费用分别为 3.45/1.36/5.99 亿元，同比增长 59.72%/52.79%/40.06%；销售/管理/研发费用率 21.83%/8.59%/37.91%，比去年同期提升 2.72/0.73/0.06pcts。展望 2020，人员投入或将增加但预计收入高增长驱动费用率下降，营业利润率将进一步回升。

■ **累计付费用户增长翻倍，C 端订阅有望持续爆发。**2019 年，公司办公服务订阅业务较 2018 年同期增长 73.06%，其中主要来源于 C 端订阅业务的增长（同比+73.46%）。截至 2019 第四季度，公司 MAU 约 4.11 亿，其中桌面版 MAU 超过 1.54 亿；移动版 MAU 超过 2.48 亿，其他产品（如金山词霸等）MAU 接近 0.10 亿。产品覆盖 46 种语言，遍布全球 220 多个国家和地区，2019 年 10 月，海外终端总月活跃用户超过 1 亿。2019 年 WPS 产品累计付费用户数 1202 万，同比+104.42%。我们认为随着产品服务的优化迭代，用户粘性、活跃用户付费转化率有望持续提升，预计未来个人服务订阅收入仍将保持增长态势。

■ **BG 端业务快速增长，党政信创示范标杆。**2019 年，公司政企业务增长迅速。在能源、金融、大型民营企业等领域打造出一批业界最佳实践，如何央行、国网、华为等；WPS 开放集成能力，汇集了 800 多家生态合作伙伴；面向中小型企业及组织的 WPS+业务已为数十万家中小微企业提供云办公服务。公司自主研发的 WPSOffice Linux 版已经全面支持国产整机平台和国产操作系统，通过持续功能完善和性能提升，并针对进行了深度适配和定制优化，目前产品已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，并在国家党政机关和事业单位中建立了示范效应。我们预计未来 B 端授权业务的核心业绩驱动效应有望持续强化，与信创等领域需求共同促进 B 端高速增长。

■ **金山文档需求爆发，云化+生态协同效应显著。**受疫情影响，远程办公需求爆发式增长，截至 2020 年 3 月 2 日，金山文档 MAU 达到 2.39 亿，而截至 2019 年 12 月 31 日，金山文档 MAU 为 6700 万。尽管金山文档及相关功能目前主要面向个人用户免费提供，对公司经营业绩不产生直接影响，但是从中长期看，有助于推进个人客户云化，提升跨端协作体验，促使用户由单一编辑文档向协作用户转化，进而增强用户粘性。

■ **风险因素：**B 端政企需求不及预期、C 端付费速度过慢、长期渗透空间不足。

金山办公	688111
评级	买入（维持）
当前价	234.31 元
总股本	461 百万股
流通股本	67 百万股
52 周最高/最低价	245.0/126.35 元
近 1 月绝对涨幅	30.53%
近 6 月绝对涨幅	410.92%
近 12 月绝对涨幅	410.92%

■ **投资建议：**2019 年公司收入高速增长符合预期。受益于国产化、正版化、云化三大核心趋势，积极推动 C 端与 BG 端客户获取与云化转型，成长性不断得到验证，长期业务空间伴随品类、功能、赛道扩张有望持续打开。调整公司 2020-2021 年 EPS 预测至 1.85/2.41 元（原预测为 1.85 /2.40 元），新增 2022 年 EPS 预测 3.07 元。预测归母净利润 8.55/11.10/14.13 亿元，2020-2022 年收入为 26.21/35.41/46.83 亿元。维持“买入”评级。

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,129.68	1,579.52	2,620.94	3,540.94	4,683.31
营业收入增长率	50%	40%	66%	35%	32%
净利润(百万元)	310.67	400.58	854.86	1,109.45	1,413.12
净利润增长率	45%	29%	113%	30%	27%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.86	1.09	1.85	2.41	3.07
毛利率%	87%	86%	87%	87%	87%
净资产收益率 ROE%	26.17%	6.60%	12.60%	14.36%	15.85%
每股净资产（元）	2.57	13.16	14.72	16.75	19.34
PE	253	200	118	91	71
PB	85	17	15	13	11

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

利润表 (百万元)						资产负债表 (百万元)					
指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E	指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,130	1,580	2,621	3,541	4,683	货币资金	187	749	1,381	2,503	3,800
营业成本	150	228	340	467	622	存货	1	1	3	3	4
毛利率	86.71%	85.58%	87.03%	86.81%	86.72%	应收账款	227	347	571	754	1,016
营业税金及附加	11	16	28	36	48	其他流动资产	1,076	5,583	5,612	5,630	5,652
销售费用	216	345	524	708	937	流动资产	1,490	6,681	7,567	8,889	10,472
营业费用率	19.11%	21.83%	20.00%	20.00%	20.00%	固定资产	53	67	67	67	67
管理费用	89	136	197	266	328	长期股权投资	13	22	22	22	22
管理费用率	7.86%	8.59%	7.50%	7.50%	7.00%	无形资产	18	18	18	18	18
财务费用	(2)	(3)	(23)	(43)	(69)	其他长期资产	53	57	66	78	94
财务费用率	-0.17%	-0.19%	-0.89%	-1.21%	-1.48%	非流动资产	137	163	172	184	200
投资收益	50	31	32	38	34	资产总计	1,627	6,844	7,739	9,074	10,672
营业利润	338	402	885	1,149	1,458	短期借款	0	0	0	0	0
营业利润率	29.92%	25.43%	33.77%	32.45%	31.14%	应付账款	70	60	129	173	211
营业外收入	0	0	0	0	0	其他流动负债	354	666	776	1,128	1,498
营业外支出	17	(5)	4	5	1	流动负债	424	727	906	1,301	1,709
利润总额	322	406	881	1,144	1,457	长期借款	0	0	0	0	0
所得税	11	6	26	34	44	其他长期负债	16	49	49	49	49
所得税率	3.38%	1.43%	3.00%	3.00%	3.00%	非流动性负债	16	49	49	49	49
少数股东损益	0	0	0	0	0	负债合计	440	775	954	1,350	1,757
归属于母公司股东的净利润	311	401	855	1,109	1,413	股本	360	461	461	461	461
净利率	27.50%	25.36%	32.62%	31.33%	30.17%	资本公积	216	4,588	4,588	4,588	4,588
						归属于母公司所有者权益合计	1,187	6,069	6,785	7,724	8,915
						少数股东权益	0	0	0	0	0
						股东权益合计	1,187	6,069	6,785	7,724	8,915
						负债股东权益总计	1,627	6,844	7,739	9,074	10,672

现金流量表 (百万元)					
指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	322	406	881	1,144	1,457
所得税支出	-11	-6	-26	-34	-44
折旧和摊销	17	32	0	0	0
营运资金的变化	122	204	-76	196	121
其他经营现金流	-31	-51	-256	-281	-303
经营现金流合计	418	586	523	1,024	1,231
资本支出	-53	-63	0	0	0
投资收益	50	31	32	38	34
其他投资现金流	-215	-4,442	191	188	184
投资现金流合计	-218	-4,474	223	226	218
发行股票	0	4,482	0	0	0
负债变化	0	0	0	0	0
股息支出	0	-138	-138	-171	-222
其他融资现金流	-184	106	23	43	69
融资现金流合计	-184	4,449	-115	-128	-153
现金及现金等价物净增加额	16	561	631	1,122	1,297

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	49.97%	39.82%	65.93%	35.10%	32.26%
营业利润增长率	56.71%	18.82%	120.36%	29.81%	26.92%
净利润增长率	44.94%	28.94%	113.41%	29.78%	27.37%
毛利率	86.71%	85.58%	87.03%	86.81%	86.72%
EBITDA Margin	29.78%	27.52%	32.73%	31.09%	29.63%
净利率	27.50%	25.36%	32.62%	31.33%	30.17%
净资产收益率	26.17%	6.60%	12.60%	14.36%	15.85%
总资产收益率	19.09%	5.85%	11.05%	12.23%	13.24%
资产负债率	27.06%	11.33%	12.33%	14.88%	16.47%
所得税率	3.38%	1.43%	3.00%	3.00%	3.00%
股利支付率	0.00%	34.53%	20.00%	20.00%	20.00%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。