

# 金山办公（688111）：专注产品价值提升，订阅业务有望持续超预期

2020年03月28日

强烈推荐/维持

金山办公 公司报告

**事件：**公司披露2019年年度报告。公司本财年实现营收15.8亿元，同比增长39.82%，归母净利润4.01亿元，同比增长28.94%，归母扣非净利润3.15亿元，同比增长16.60%。

**企业云办公利好公司B端业务。**2019年，公司着力推进客户云化。一方面，公司推出文档的行业解决方案，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；另一方面，公司面向中小型企业及组织推出WPS+业务，2019年已为数万家中小微企业提供WPS+云办公服务。企业上云已成为未来办公趋势，大大利好公司B端业务。

**C端服务提升致订阅收入大幅增长。**2019年公司办公服务订阅业务收入6.79亿元，同比增长73.06%，主要来源于个人客户订阅业务的增长。个人服务订阅业务增长主要受益于用户数量增长、消费频次及转化率提升、用户粘性增强等因素。受本次疫情影响，在线办公软件持续渗透，截至2020年3月2日，公司在线文档月度活跃用户数（MAU）达到2.39亿，随着远程办公用户数量的增长及习惯的培养，预计未来个人服务订阅收入将继续保持增长态势。

**国内信息安全趋势利好公司信创业务。**3月26日工信部透露，在基础软硬件方面，将实施国家软件重大工程，集中力量解决关键软件的“卡脖子”问题。在国家信息安全总战略及信息化工程的有力带动下，从硬件制造到软件领域信息安全问题均备受关注。公司重视信创领域的研发支出，公司自主研发的WPS Office Linux版已经全面支持国产整机平台和国产操作系统，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。公司作为国内办公软件龙头，有望成为办公领域软件安全化的领军企业。

**公司盈利预测及投资评级：**公司近三年营业收入增长平稳增长，研发投入慷慨，产品性能良好，行业市场空间广阔，预计公司2020年到2022年归母净利润分别为5.18/7.98/12.05亿元，对应EPS分别为1.12/1.71/2.61元，对应PE分别为219倍、144倍和94倍，维持“强烈推荐”评级。

**风险提示：**行业竞争加剧导致业绩不达预期风险；国家对自主创新领域政策变化风险；产业生态投入不及预期风险。

## 财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,129.68	1,579.52	2,396.69	3,577.23	5,300.17
增长率(%)	49.97%	39.82%	51.74%	49.26%	48.16%
归母净利润(百万元)	310.67	400.58	517.69	789.18	1,205.10
增长率(%)	44.94%	28.94%	29.24%	52.44%	52.70%
净资产收益率(%)	26.17%	6.60%	8.01%	11.19%	15.14%
每股收益(元)	0.86	1.09	1.12	1.71	2.61
PE	285.81	225.50	218.88	143.58	94.03
PB	74.55	18.67	17.54	16.06	14.24

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 公司简介：

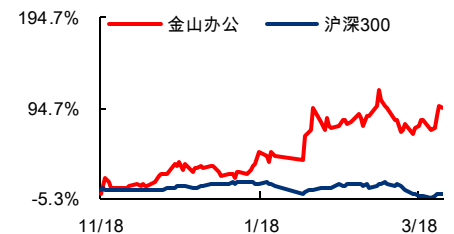
公司是国内领先的办公软件和服务提供商，主要从事WPS Office办公软件产品及服务的设计研发及销售推广。公司向各行业客户提供包括WPS Office办公软件和金山词霸在内的软件产品，并基于办公应用场景开发各类办公增值服务，提供一站式、多平台办公应用解决方案，同时提供以产品和相关文档为媒介的互联网广告推广服务。

## 未来3-6个月重大事项提示：

## 交易数据

52周股价区间(元)	270.0-126.35
总市值(亿元)	1,133.14
流通市值(亿元)	163.81
总股本/流通A股(万股)	46,100/6,664
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	5.41

## 52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

## 分析师：王健辉

010-66554035

wangjh\_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519050004

## 分析师：叶盛

010-66554022

yesheng@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517070003

## 研究助理：陈晓博

chenxb\_yjs@dxzq.net.cn

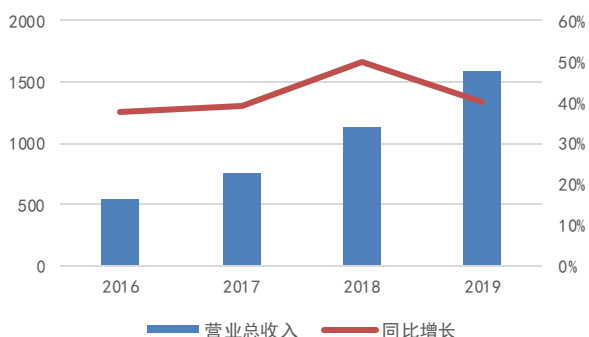
## 一、B 端业务与 C 端业务共同发力，公司营收及利润稳步增长

公司本财年实现营收 15.8 亿元，同比增长 39.82%，归母净利润 4.01 亿元，同比增长 28.94%，归母扣非净利润 3.15 亿元，同比增长 16.60%。分产品来看，办公软件授权业务营收 4.96 亿，同比增长 39.41%；办公服务订阅业务营收 6.80 亿，同比增长 73.06%；互联网广告推广业务营收 4.04 亿，同比增长 5.99%。

**企业云办公利好公司 B 端业务。**2019 年，公司着力推进客户云化。一方面，公司推出文档的行业解决方案，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；另一方面，公司面向中小型企业及组织推出 WPS+ 业务，2019 年已为数十万家中小微企业提供 WPS+ 云办公服务。企业上云已成为未来办公趋势，大大利好公司 B 端业务。

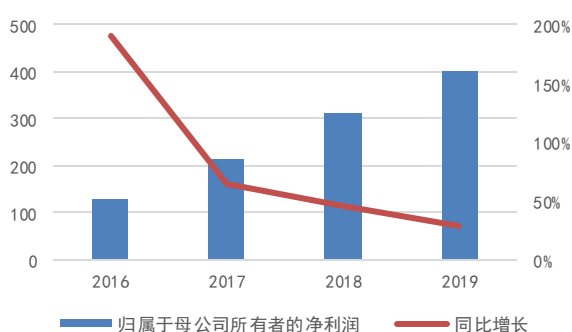
**C 端服务提升致订阅收入大幅增长。**2019 年公司办公服务订阅业务收入 6.79 亿元，同比增长 73.06%，主要来源于个人客户订阅业务的增长。个人服务订阅业务增长主要受益于用户数量增长、消费频次及转化率提升、用户粘性增强等因素。受本次疫情影响，在线办公软件持续渗透，截至 2020 年 3 月 2 日，公司在线文档月度活跃用户数 (MAU) 达到 2.39 亿，随着远程办公用户数量的增长及习惯的培养，预计未来个人服务订阅收入将继续保持增长态势。

图1：公司近年营业收入及增长率（百万元）



资料来源：wind，东兴证券研究所

图2：公司近年归母净利润及增长率（百万元）



资料来源：wind，东兴证券研究所

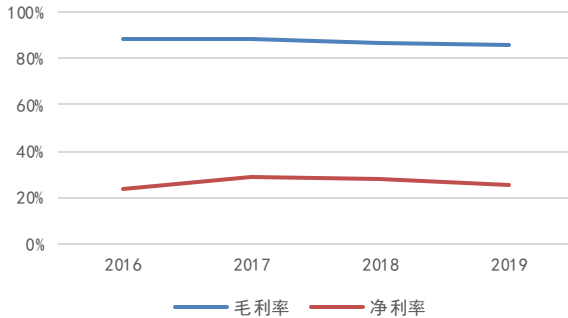
## 二、公司重视产品推广及技术研发，现金流健康利于长远发展

公司本财年毛利率为 85.58%，同比下降 1.13pct，净利率为 25.36%，同比下降 2.14pct。报告期内，期间费用占比 68.13%，同比增加 3.49pct，其中销售费用率为 21.83%，同比增加 2.72pct，管理费用率为 8.59%，同比增加 0.73pct，财务费用率为 -0.19%，同比下降 0.02pct，研发费用率为 37.91%，同比增加 0.06pct。

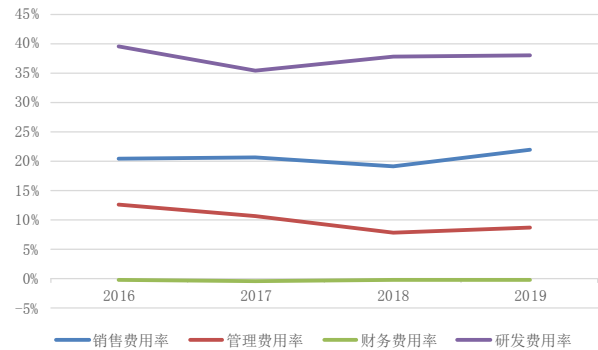
**公司针对业务特点，分产品采用适宜的销售模式。**根据市场销售的需求，公司的办公软件产品使用授权销售和办公服务订阅销售主要分为公司直销和代理商经销两种模式；公司的互联网广告推广服务销售模式分为直接销售、代理商经销与第三方平台合作推广三种。

**公司大力进行研发投入，具备较好的研发创新及产业化能力。**从研发投入来看，公司 2017 年-2019 年研发费用分别为 2.66 亿元、4.28 亿元、5.99 亿元，呈快速增长趋势，研发费用占营业收入的比例分别为 35.31%、37.85%、37.91%，较高的研发投入使得公司具备较强的研发优势，形成了较为完善的创新性研发模式、技术创新机制及研发技术产业化能力。2019 年度内，公司共申请发明专利 245 件。

公司现金流健康,尤其在应对疫情等突发情况时具备较好的危机应对能力。本财年公司经营活动产生的现金流量净额为 5.86 亿元,同比增长 40.08%,经营性现金流净额/营业收入为 37.08%,同比增长 0.07%。应收账款周转率为 5.5257,同比增长不适用,存货周转率为 187.2421,同比增长不适用,总资产周转率为 0.3729,同比增长不适用。

**图3: 公司近年期间毛利率及净利率情况**


资料来源: wind, 东兴证券研究所

**图4: 公司近年期间费用情况**


资料来源: wind, 东兴证券研究所

### 三、信息安全问题备受关注,公司信创业务迎来利好

国内信息安全趋势利好公司信创业务。3月26日工信部透露,在基础软硬件方面,将实施国家软件重大工程,集中力量解决关键软件的“卡脖子”问题。在国家信息安全总战略及信息化工程的有力带动下,从硬件制造到软件领域信息安全问题均备受关注。公司重视信创领域的研发支出,公司自主研发的 WPS Office Linux 版已经全面支持国产整机平台和国产操作系统,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。公司作为国内办公软件龙头,有望成为办公领域软件安全化的领军企业。

#### 公司盈利预测及投资评级:

公司近三年营业收入增长平稳增长,研发投入慷慨,产品性能良好,行业市场空间广阔,预计公司 2020 年到 2022 年归母净利润分别为 5.18/7.98/12.05 亿元,对应 EPS 分别为 1.12/1.71/2.61 元,对应 PE 分别为 219 倍、144 倍和 94 倍,维持“强烈推荐”评级。

**风险提示:** 行业竞争加剧导致业绩不达预期风险;国家对自主创新领域政策变化风险;产业生态投入不及预期风险。

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产合计</b>	1490	6681	7469	8663	10445	<b>营业收入</b>	1130	1580	2397	3577	5300
货币资金	187	749	6865	7762	9119	<b>营业成本</b>	150	228	333	471	655
应收账款	227	345	513	750	1090	营业税金及附加	11	16	17	25	37
其他应收款	21	26	39	58	86	营业费用	216	345	487	727	1051
预付款项	6	5	7	10	13	管理费用	89	136	182	264	381
存货	1	1	2	3	4	财务费用	-2	-3	-38	-73	-84
其他流动资产	1049	16	40	76	127	研发费用	428	599	885	1320	1946
<b>非流动资产合计</b>	137	163	158	157	154	资产减值损失	4.41	-0.03	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	13	22	22	22	22	公允价值变动收益	2.40	50.30	0.00	0.00	0.00
固定资产	53	67	62	56	51	投资净收益	49.96	31.47	0.00	0.00	0.00
无形资产	18	18	17	16	15	加:其他收益	52.00	67.35	70.00	60.00	50.00
其他非流动资产	17	4	0	0	0	<b>营业利润</b>	338	402	601	903	1365
<b>资产总计</b>	1627	6844	7628	8819	10600	营业外收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>流动负债合计</b>	424	727	1123	1710	2574	营业外支出	16.50	-4.72	15.00	15.00	15.00
短期借款	0	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	322	406	586	888	1350
应付账款	70	60	85	118	161	所得税	11	6	59	89	135
预收款项	194	438	809	1363	2184	<b>净利润</b>	311	401	528	799	1215
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	10	10	10
<b>非流动负债合计</b>	16	49	36	36	36	归属母公司净利润	311	401	518	789	1205
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>负债合计</b>	440	775	1158	1745	2609	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	0	0	10	20	30	营业收入增长	49.97%	39.82%	51.74%	49.26%	48.16%
实收资本(或股本)	360	461	461	461	461	营业利润增长	56.71%	18.82%	49.72%	50.16%	51.18%
资本公积	216	4588	4588	4588	4588	归属于母公司净利润增长	44.94%	28.94%	29.24%	52.44%	52.70%
未分配利润	573	953	1264	1737	2460	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权益合计	1187	6069	6459	7054	7960	毛利率(%)	86.71%	85.58%	86.11%	86.85%	87.65%
<b>负债和所有者权益</b>	1627	6844	7628	8819	10600	净利率(%)	27.50%	25.36%	22.02%	22.34%	22.93%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润(%)</b>					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	<b>ROE(%)</b>					
<b>经营活动现金流</b>	418	586	671	1025	1579	<b>偿债能力</b>					
净利润	311	401	528	799	1215	资产负债率(%)	27%	11%	15%	20%	25%
折旧摊销	16.67	32.14	8.08	8.82	9.44	流动比率	3.51	9.19	6.65	5.07	4.06
财务费用	-2	-3	-38	-73	-84	速动比率	3.51	9.19	6.65	5.06	4.06
应收账款减少	-51	-118	-168	-237	-339	<b>营运能力</b>					
预收账款增加	104	244	371	554	821	总资产周转率	0.78	0.37	0.33	0.43	0.55
<b>投资活动现金流</b>	-218	-4474	5536	-4	-4	应收账款周转率	6	6	6	6	6
公允价值变动收益	2	50	0	0	0	应付账款周转率	21.24	24.30	32.98	35.25	38.05
长期投资减少	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	50	31	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.86	1.09	1.12	1.71	2.61
<b>筹资活动现金流</b>	-184	4449	-91	-124	-217	每股净现金流(最新摊薄)	0.04	1.22	13.27	1.95	2.94
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.30	13.16	14.01	15.30	17.27
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	101	0	0	0	P/E	285.81	225.50	218.88	143.58	94.03
资本公积增加	12	4372	0	0	0	P/B	74.55	18.67	17.54	16.06	14.24
<b>现金净增加额</b>	16	561	6116	897	1357	EV/EBITDA	251.14	262.98	186.86	126.23	80.96

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司深度报告	金山办公（688111）：“在线办公”王者，恰逢云经济红利	2020-03-03
行业深度报告	计算机行业报告：中国 saas 产业：时代变革和投资机遇	2020-03-02
行业深度报告	计算机行业报告：“IT 重构”，中国 IT 产业成长的革命	2020-03-01
行业深度报告	疫情下的长期趋势：加速成长的企业服务软件	2020-02-07
计算机行业周报	计算机行业周报：“新冠疫战”加速“在线科技”成长机会，关注在线办公、在线医疗和在线教育	2020-02-06

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 王健辉

计算机行业首席分析师, 四年证券从业经验, 兼具 TMT 行业研发经验与一二级市场研究经验, 曾任职方正证券, 曾获 2018 年万得金牌分析师计算机行业团队第一名, 2019 年加盟东兴证券计算机团队, 践行产业研究创造研究价值理念。

### 叶盛

计算机行业研究员, 西安交通大学工业工程专业学士, 中央财经大学金融专业硕士, 2015 年加盟东兴证券研究所, 曾从事机械行业研究, 现从事计算机、互联网行业研究。专注研究海内外云计算产业, 新零售、OTT 等高增长领域。

## 研究助理简介

### 陈晓博

中国人民大学会计硕士, 2019 年加入东兴证券研究所, 从事计算机行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 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, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526