

金山办公 (688111.SH)

把握云协作办公大趋势，办公软件龙头实现飞跃发展

事件：金山办公公布 2020 年报：2020 年，公司实现收入 22.61 亿元，同比增长 43.14%；归母净利润 8.78 亿元，同比增长 119.22%。

持续推进客户云化进程。2020 年，公司实现业务收入 22.61 亿。其中办公软件授权业务 8.03 亿，同比增长 61.90%；办公服务订阅业务 11.09 亿，同比增长 63.18%；互联网广告推广业务 3.49 亿，同比减少 13.61%。

公司积极推动各类客户的云化，通过提供更加优质的云和协作产品引导客户向云端转化：对于中大型政企客户，公司持续推进企业级客户云化进程，集中发力推进公司及组织客户由桌面及移动端的办公产品使用习惯向云端转化。对于中小型企业及组织，公司通过 WPS+整合旗下 WPSOffice、在线文档、文档管理、企业后台管理、稻壳儿模板、协作产品（会议/日历/代办/表单）等全线产品，满足用户一站式办公服务需求。对于个人客户，公司着重开展 WPS 超级会员用户的教育和推广，通过多种方式提升会员渗透率及使用粘性，实现超级会员增速显著提高。

MAU同比增长 15.33%，会员付费率达 4.10%。截至 2020 年 12 月底，公司主要产品月度活跃用户（MAU）已达到 4.74 亿，同比增长 15.33%，较上个季度末同比增长了 3.72%。其中 WPS Office PC 版月度活跃用户数 1.85 亿；移动版月度活跃用户数 2.82 亿。付费个人会员数方面，截至 2020 年 12 月底，付费个人会员数达到 1962 万，同比增长了 63.23%。付费率从 2019 年的 2.92%提升到了 4.10%。此外，用户云办公体验持续提升，用户粘性持续增加，个人及“WPS+”用户通过公有云服务上传云端文件数量已达 898 亿份，同比增长 79.24%。

盈利能力优秀，毛利率和净利率大幅提升。2020 年，公司毛利率为 87.70%，同比提升 2.12 个百分点；期间费用率 61.77%，同比下降 6.37 个百分点，主要是研发费用率贡献所致，2020 年公司员工人数为 2824 人，同比增长 24.6%，增长幅度小于收入增速；同时，由于公司 2019 年下半年募集资金到账后，公司将闲置募集资金用于理财，公允价值变动收益显著提高。

维持“买入”评级。预计 2021-2023 年公司收入为 34.96 亿元、50.61 亿元、74.19 亿元，归母净利润分别为 11.93 亿元、15.37 亿元、20.49 亿元。

风险提示：技术研发不达预期风险、行业竞争加剧风险、宏观环境风险。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,580	2,261	3,496	5,061	7,419
增长率 yoy (%)	39.8	43.1	54.6	44.8	46.6
归母净利润（百万元）	401	878	1,193	1,537	2,049
增长率 yoy (%)	28.9	119.2	35.8	28.9	33.3
EPS 最新摊薄（元/股）	0.87	1.90	2.59	3.33	4.44
净资产收益率 (%)	6.6	12.9	15.4	16.7	18.5
P/E (倍)	340.6	155.4	114.4	88.8	66.6
P/B (倍)	22.5	19.9	17.6	14.8	12.3

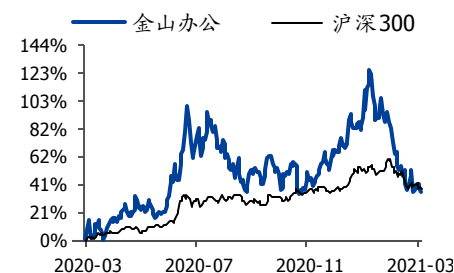
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（维持）

股票信息

行业	计算机应用
前次评级	买入
最新收盘价	296.00
总市值(百万元)	136,456.00
总股本(百万股)	461.00
其中自由流通股(%)	46.82
30 日均成交量(百万股)	1.59

股价走势



作者

分析师 刘高畅

执业证书编号：S0680518090001

邮箱：liugaocang@gszq.com

相关研究

- 1、《金山办公（688111.SH）：企业级云化需求显现，个人订阅保持高增速》2021-02-23
- 2、《金山办公（688111.SH）：业绩高增长，企业云办公需求日益增加》2021-01-26
- 3、《金山办公（688111.SH）：各财务指标表现超预期 MAU 保持高增》2020-10-26



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	6681	8088	9538	10759	13534	营业收入	1580	2261	3496	5061	7419
现金	749	1004	2697	3226	5029	营业成本	228	278	368	462	618
应收票据及应收账款	347	400	755	918	1535	营业税金及附加	16	23	35	51	75
其他应收款	26	41	62	87	132	营业费用	345	483	745	1079	1581
预付账款	5	8	13	18	27	管理费用	136	213	329	476	697
存货	1	1	2	2	4	研发费用	599	711	1154	1721	2597
其他流动资产	5552	6633	6008	6508	6808	财务费用	-3	-9	-7	7	3
非流动资产	163	423	428	467	512	资产减值损失	0	0	0	0	0
长期投资	22	36	41	46	51	其他收益	67	115	110	130	95
固定资产	67	62	80	103	142	公允价值变动收益	50	118	120	90	100
无形资产	18	59	48	38	27	投资净收益	31	144	151	131	111
其他非流动资产	57	267	259	280	292	资产处置收益	0	0	0	0	0
资产总计	6844	8512	9965	11227	14046	营业利润	402	935	1253	1615	2153
流动负债	727	1438	1964	1778	2660	营业外收入	0	1	1	1	1
短期借款	0	0	0	0	0	营业外支出	-5	0	0	0	0
应付票据及应付账款	60	140	125	208	238	利润总额	406	936	1254	1616	2154
其他流动负债	666	1297	1839	1570	2422	所得税	6	49	50	65	86
非流动负债	49	183	183	183	183	净利润	401	887	1204	1551	2067
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	8	11	14	19
其他非流动负债	49	183	183	183	183	归属母公司净利润	401	878	1193	1537	2049
负债合计	775	1621	2147	1961	2843	EBITDA	416	953	1273	1653	2215
少数股东权益	0	36	47	61	79	EPS (元)	0.87	1.90	2.59	3.33	4.44
股本	461	461	461	461	461	主要财务比率					
资本公积	4588	4642	4642	4642	4642	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
留存收益	1013	1753	2577	3640	5056	成长能力					
归属母公司股东权益	6069	6855	7771	9205	11124	营业收入(%)	39.8	43.1	54.6	44.8	46.6
负债和股东权益	6844	8512	9965	11227	14046	营业利润(%)	18.8	132.9	34.0	28.9	33.3
						归属于母公司净利润(%)	28.9	119.2	35.8	28.9	33.3
						获利能力					
						毛利率(%)	85.6	87.7	89.5	90.9	91.7
						净利率(%)	25.4	38.8	34.1	30.4	27.6
						ROE(%)	6.6	12.9	15.4	16.7	18.5
						ROIC(%)	6.2	12.2	14.9	16.4	18.2
						偿债能力					
						资产负债率(%)	11.3	19.0	21.5	17.5	20.2
						净负债比率(%)	-11.8	-12.1	-32.3	-33.0	-43.4
						流动比率	9.2	5.6	4.9	6.0	5.1
						速动比率	9.2	5.6	4.8	6.0	5.1
						营运能力					
						总资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.5	0.6
						应收账款周转率	5.5	6.0	6.0	6.0	6.0
						应付账款周转率	3.5	2.8	2.8	2.8	2.8
						每股指标 (元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.87	1.90	2.59	3.33	4.44
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.27	3.29	2.41	2.20	4.65
						每股净资产(最新摊薄)	13.16	14.87	16.86	19.97	24.13
						估值比率					
						P/E	340.6	155.4	114.4	88.8	66.6
						P/B	22.5	19.9	17.6	14.8	12.3
						EV/EBITDA	313.0	135.4	100.6	76.8	56.4

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

事件

2021 年 3 月 23 日，金山办公公布 2020 年报：2020 年，公司实现收入 22.61 亿元，同比增长 43.14%；归母净利润 8.78 亿元，同比增长 119.22%。

点评

2020 年，公司实现业务收入 22.61 亿；实现归属于母公司所有者的净利润 8.78 亿，较上年增长 119.22%；其中办公软件授权业务 8.03 亿，较上年度增长 61.90%；办公服务订阅业务 11.09 亿，较上年度增长 63.18%；互联网广告推广业务 3.49 亿，较上年度减少 13.61%。

图表 1：2019-2020 年金山办公收入构成（单位：百万元）

	2019 年	2020 年	YoY
主营业务收入合计	1,579	2,261	43.14%
办公软件产品使用授权	496	803	61.90%
办公服务订阅	680	1,109	63.18%
互联网广告推广服务	404	349	-13.61%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

1、办公软件产品使用授权：推动政企用户向云端和协作应用转化

2020 年办公软件产品使用授权业务收入同比增长 61.90%。公司通过更为高效、完善的营销服务网络和解决方案，服务于更多政企用户。通过为政企用户提供优质的云办公、云协作应用服务，推动用户从桌面端及移动端使用向云端和协作应用转化，进而提升政企用户渗透率。同时，受益于品牌优势及良好的兼容适配性，公司继续占据国内软件正版化销售的龙头地位。推动办公软件产品使用授权业务保持高速增长。

2、办公服务订阅：个人客户订阅和 WPS+ 业务发展迅速

2020 年办公服务订阅业务收入同比增长 63.18%，其中主要来源于个人客户订阅业务的增长，2020 年，个人客户订阅业务同比增长 64.1%。

第一，在个人客户订阅上，随着移动办公及云协作办公深入改变用户使用习惯，公司通过丰富特权功能、拓展内容资源等方式优化 WPS 会员及稻壳会员业务产品服务，积极创新地开辟了多元化售卖渠道，推动个人服务订阅业务收入高速增长。

第二，在企业客户订阅上，随着企业级“云化”需求增加，WPS+ 等面向中小客户群体的云办公产品业务发展迅速，推动办公订阅业务的收入进一步增长。

3、广告业务：主动缩减广告投放

2020 年互联网广告推广业务收入同比下降 13.61%。主要原因在于，公司为优化用户在云办公、云协作场景下的使用体验，减少广告对用户的打扰，主动缩减了传统互联网广告的投放规模。另外，通过 AI 赋能推广功能，逐渐推动更多的 WPS 生态产品及服务触达用户，带动付费用户数占比持续提升。未来，公司基于长期发展战略考虑，将继续调整互联网广告推广业务发展方向。

经营现金流及合同负债表现亮眼。在现金流方面，公司经营活动产生的现金流净额为 15.14 亿元，同比增长了 158.57%；合同负债体现了公司 SaaS 订阅业务未来的发展，2020 年末，公司的合同负债为 8.33 亿元，同比增长了 90.27%。

图表 2：金山办公经营现金流及合同负债（单位：百万元）

	2019 年	2020 年	YoY
经营现金流	586	1514	158.57%
合同负债	438	833	90.27%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

MAU 同比增长 15.33%，会员付费率达 4.10%。截至 2020 年 12 月底，公司产品月度活跃用户（MAU）已达到 4.74 亿，同比增长 15.33%，较上个季度末同比增长了 3.72%。其中 WPS Office PC 版月度活跃用户数 1.85 亿；移动版月度活跃用户数 2.82 亿。付费个人会员数方面，截至 2020 年 12 月底，付费个人会员数达到 1962 万，同比增长了 63.23%。付费率从 2019 年的 2.92% 提升到了 4.10%。

云端文档总量攀升，达到 898 亿份。此外，用户云办公体验持续提升，用户粘性持续增加，个人及“WPS+”用户通过公有云服务上传云端文件数量已达 898 亿份，同比增长 79.24%。

图表 3：主要产品月度活跃用户数变动及累计年度付费个人会员数

月活用户数	19/12/31	20/3/31	20/6/30	20/9/30	20/12/31	年度变动	季度变动
主要产品 MAU (亿)	4.11	4.47	4.54	4.57	4.74	15.33%	3.72%
其中：WPS Office 桌面版 MAU (亿)	1.54	1.68	1.72	1.76	1.85	20.13%	5.11%
WPS Office 移动版 MAU (亿)	2.48	2.71	2.75	2.74	2.82	13.71%	2.92%
其他产品 MAU (亿)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.07		

	19/12/31	20/6/30	20/12/31	年度变动	半年变动
付费个人会员数 (万)	1202	1681	1962	63.23%	16.71%
付费率	2.92%	3.70%	4.10%		

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

注：累计年度付费个人会员数定义：过去 12 个月内发生付费行为的个人会员数

图表 4：云端文档总量

截至日期	2018 年 12 月 31 日	2019 年 12 月 31 日	2020 年 12 月 31 日
云端上传文件数量	175 亿	501 亿	898 亿

资料来源：国盛证券研究所

注：云端上传文件数量不含重复编辑过程和历史版本。

盈利能力优秀，毛利率和净利润率大幅提升。2020 年，公司毛利率为 87.70%，同比提升 2.12 个百分点；期间费用率 61.77%，同比下降 6.37 个百分点，主要是研发费用率贡献所致，2020 年公司员工人数为 2824 人，同比增长 24.6%，增长幅度小于收入增速；同时，由于公司 2019 年下半年募集资金到账后，公司将闲置募集资金用于理财，公允价值变动收益显著提高。

图表 5：金山办公利润率及期间费用率（%）

	2019 年	2020 年
毛利率	85.58	87.70
期间费用率	68.14	61.77
销售费用率	21.83	21.35
管理费用率	8.59	9.40
研发费用率	37.91	31.44
财务费用率	-0.19	-0.42
投资净收益/收入	1.99	6.38
公允价值变动净收益/收入	3.18	5.20
营业利润率	25.43	41.37
净利润率	25.36	39.21

资料来源：Wind，国盛证券研究所

持续推进客户云化进程。公司积极推动各类客户的云化，通过提供更加优质的云和协作产品引导客户向云端转化：

对于中大型政企客户，公司持续推进企业级客户云化进程，集中发力推进公司及组织客户由桌面及移动端的办公产品使用习惯向云端转化。云文档为企业级客户提供存储、安全管控、日志等服务，并为文档中台赋能，在企业级客户业务系统中提供预览、编辑、文档商密安全管控、协作等服务。

对于中小型企业及组织，公司通过 WPS+整合旗下 WPSOffice、在线文档、文档管理、企业后台管理、稻壳儿模板、协作产品（会议/日历/代办/表单）等全线产品，满足用户一站式办公服务需求。在疫情期间，公司免费发放 400 多万个云账号，助力政府、企业、学校、医院等机构复工复产。

对于个人客户，公司着重开展 WPS 超级会员用户的教育和推广，通过多种方式提升会员渗透率及使用粘性，实现超级会员增速显著提高；公司尝试电商直播带货等创新方式，加大超级会员的推广力度，超级会员比例进一步提升。同时，重点提升 WPS 会员业务中的会员体验和服务细节。

发力海外市场，覆盖地域从东南亚扩充到全球。WPS Office MAC 海外版自 2019 年 8 月发布以来，因优秀的体验和超高性价比，持续获得用户好评。2020 年海外业务持续拓展合作渠道，覆盖地域由东南亚及欧洲增加至俄罗斯、北美南美及非洲地区。此外，金山办公陆续在泰国、印尼等国家同政府等机构开展合作，试水海外 B 端销售。疫情期间，WPS 助力各国抗击新冠疫情，先后为泰国、印尼、马来西亚的相关政府部门、教育机构等提供办公软件产品，帮助各国政府解决疫情期间办公难题。

维持“买入”评级。预计 2021-2023 年公司收入为 34.96 亿元、50.61 亿元、74.19 亿元，归母净利润分别为 11.93 亿元、15.37 亿元、20.49 亿元。

风险提示

技术研发不达预期风险：未来若公司自行研发的新技术或创新性的升级迭代进度、成果未达预期、新技术研发领域不符合行业技术发展大方向或研发失败，将在增加公司研发成本的同时，影响公司产品竞争力并错失市场发展机会。

行业竞争加剧风险：WPS Office 系列产品及服务是公司收入的主要来源。一旦行业格局发生巨大变动或新的替代产品出现等情况，将会对公司业务带来较大影响。

宏观环境风险：疫情对宏观经济造成的影响具有不确定性，可能会导致公司部分客户无法按时签署合同，或相关营销及投放预算缩减等，对公司未来业务发展造成不利影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com