

金山办公 (688111.SH)

协作战略见成效，规模化边际效益递增

投资要点

- ◆ **事件：**2020年公司实现营业收入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%；扣非归母净利润6.12亿元，同比增长94.59%。
- ◆ **云协作带来动力效益，授权业务增长再提速。**授权业务2020年实现收入8.03亿元，同比增长61.90%。公司通过积极推动用户从桌面端及移动端使用向云办公和云协作应用转化，政企市场渗透率和使用率得以进一步提升。凭借品牌效应和良好的兼容适配性，公司稳居国内软件正版化市场份额第一，尤其在党政市场的覆盖率已遥遥领先。在党政信创与行业信创共同推进下，授权业务规模有望维持较高增速。
- ◆ **以用户体验为导向，主动缩减广告业务规模。**广告业务2020年实现收入3.49亿元，同比减少13.61%。为推进云端应用与跨端协作的快速发展，提升用户体验，公司主动缩减广告投放规模。基于公司用户至上的价值理念，且以提高产品市占率作为现阶段的主要目标，广告业务的结构和方向皆面临调整，考虑到收入体量的继续缩减，将有助于用户粘性进一步增强。
- ◆ **多渠道会员推广见成效，订阅业务仍处于上升通道。**订阅业务2020年实现收入11.09亿元，同比增长63.18%，主要来自个人会员业务的贡献。公司通过多渠道加大WPS会员推广力度和对功能服务的不断优化，个人会员业务收入同比增长64.1%，留存率及复购率均实现极大的提升。随着企业级云化需求逐渐显现，WPS+等面向中小客户群体的云办公产品发展迅速。对标海外办公软件龙头企业，公司付费用户转化率存有巨大的提升空间，随着公司云协作办公产品矩阵的不断丰富，中小企业市场渗透率提升有望增厚公司业绩，我们认为订阅业务高景气将延续，规模效应带动毛利率持续上升。
- ◆ **规模化边际效益递增，业绩高质量增长。**2020年公司实现毛利率87.71%，同比提升2.12个百分点；期间费用率下降至历史最低水平61.78%；净利率39.21%，同比大幅提升13.85个百分点，规模化边际效益递增；人均创利增加逾七成约31万元；经营性现金流15.14亿元，同比增长158.57%。截止2020年末，合同负债达8.33亿元，较上年末预收账款同比增长90.18%，为2021年业绩增长形成保障。
- ◆ **投资建议：**首次覆盖给予“增持”评级。我们预计公司2021-2023年EPS分别为2.61元、3.50元、4.86元，对应PE分别为116倍、87倍、62倍。公司作为国产办公软件龙头企业，紧跟技术趋势和用户需求，其优质产品对增强用户粘性的价值将进一步凸显，公司有望充分享受国产化替代以及云协作办公发展红利。
- ◆ **风险提示：**行业竞争加剧；信创推进放缓；付费转化率不及预期。

财务数据与估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,579.5	2,261.0	3,272.5	4,646.8	6,309.5
YoY(%)	39.8	43.1	44.7	42.0	35.8
净利润(百万元)	400.6	878.1	1,203.4	1,615.3	2,240.9
YoY(%)	28.9	119.2	37.0	34.2	38.7
毛利率(%)	85.6	87.7	89.0	90.4	91.7
EPS(摊薄/元)	0.87	1.90	2.61	3.50	4.86
ROE(%)	6.60	12.81	15.17	17.23	19.69
P/E(倍)	349.2	159.3	116.2	86.6	62.4
P/B(倍)	23.0	20.4	17.6	14.9	12.3
净利率(%)	25.36	38.84	36.77	34.76	35.52

资料来源：Wind，万和证券研究所

投资评级

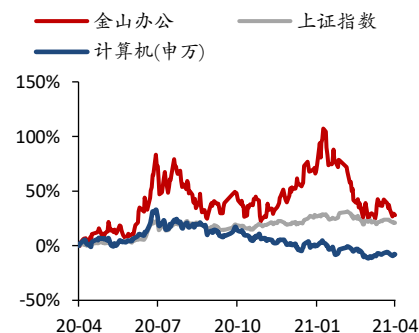
增持

首次评级

基本数据 (2021-04-15)

所属行业	计算机 软件开发
股价(元)	303.39
总市值(百万元)	139,862.79
流通市值(百万元)	65,477.46
总股本(百万股)	461.00
流通股本(百万股)	215.82
12个月价格区间(元)	220.95-521.00

股价表现



%	1M	3M	12M
相对收益	-4.14	-14.85	5.50
绝对收益	-7.98	-24.38	34.86

资料来源：Wind，万和证券研究所

作者

严诗静 分析师
 SAC 执业证书：S0380520120001
 联系电话：0755-82830333(111)
 邮箱：yansj@wanhesec.com

相关报告

正文目录

一、 订阅授权齐发力，前瞻指标放量业绩可期	3
（一） 云协作助力授权业务再提速，付费用户数维持高增	3
（二） 规模化边际效益递增，业绩高质量增长	4
（三） 净利率拉动 ROE 上行，合同负债高增形成保障	5
二、 盈利预测和投资建议	6
（一） 收入预测及假设	6
（二） 投资建议：首次覆盖给予“增持”	6
风险提示	6

图表目录

图 1 2016-2020 年金山办公营业收入及增速	3
图 2 2016-2020 年金山办公归母净利润及增速	3
图 3 2016-2020 年金山办公各业务增速	4
图 4 2016-2020 年金山办公各业务收入占比	4
图 5 2016-2020 年金山办公毛利率	4
图 6 2016-2020 年金山办公净利率	4
图 7 2016-2020 年金山办公期间费用率	5
图 8 2016-2020 年金山办公研发费用率	5
图 9 2016-2020 年金山办公 ROE	5
图 10 2016-2020 年金山办公 ROIC	5
图 11 2016-2020 年金山办公存货周转率	5
图 12 2016-2020 年金山办公应收账款周转率	5
表 1 金山办公主营业务收入假设	6

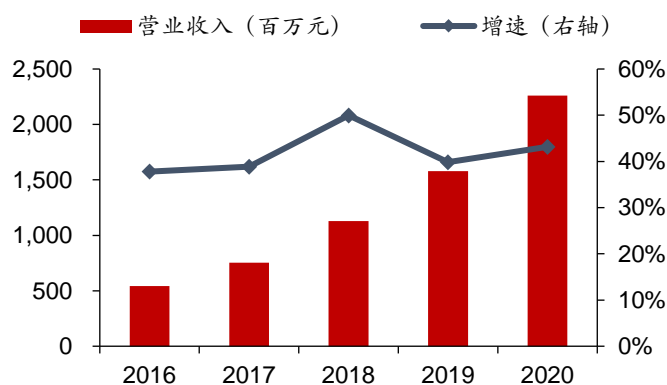
一、订阅授权齐发力，前瞻指标放量业绩可期

金山办公是国内领先且拥有自主核心技术的办公软件和服务提供商，旗下 WPS Office、金山词霸等拳头产品适配众多主流操作平台，包括支持飞腾、鲲鹏、龙芯、兆芯等国产芯片整机和统信 UOS、中标麒麟等国产操作系统。截至 2020 年 12 月，WPS Office 及金山词霸各端 MAU 合计达 4.74 亿，同比增长 15.33%，其中 WPS Office 桌面版 MAU 超 1.85 亿，领先其他国产办公软件；WPS Office 移动版 MAU 超 2.82 亿；金山词霸等其他产品 MAU 接近 0.10 亿。当公司各产品线用户规模再创新高时，海外市场同样取得突破，得益于公司持续拓展海外合作渠道，其高性价比的产品服务使得海外用户数超 1 亿。在会员渗透率与使用粘性共同提升的助力下，公司累计年度付费个人会员数同比增长 63.23% 达 1,962 万。同时，疫情触发云协作办公需求释放，推动个人及“WPS+”用户通过公有云服务上传云端文件数量同比增长 79.24% 达 898 亿份。

（一）云协作助力授权业务再提速，付费用户数维持高增

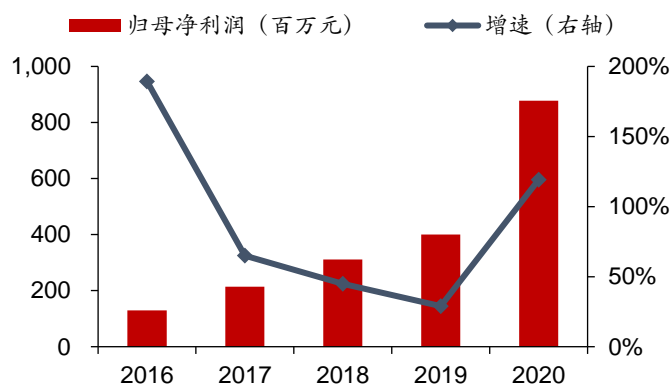
2020 年公司实现营业收入 22.61 亿元，同比增长 43.14%；实现归母净利润 8.78 亿元，同比增长 119.22%；实现扣非归母净利润 6.12 亿元，同比增长 94.59%，达到业绩预告区间的中位水平。

图 1 2016-2020 年金山办公营业收入及增速



资料来源：Wind，万和证券研究所

图 2 2016-2020 年金山办公归母净利润及增速



资料来源：Wind，万和证券研究所

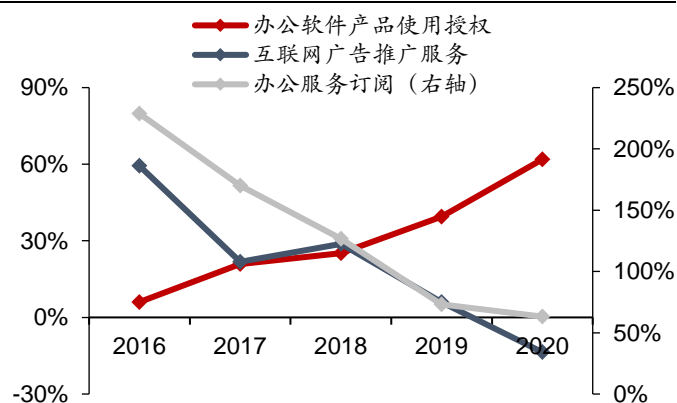
云协作带来动力效益，授权业务增长再提速。公司面向政企市场的授权业务仍维持着高景气度，2020 年实现收入 8.03 亿元，同比增长 61.90%，较上年提升 22.49pct，营收占比回升至 35% 以上。公司通过推出更为全面、精准的产品解决方案以及构建更为高效、完善的营销服务网络，推动用户从桌面端及移动端使用向云办公和云协作应用转化，进而提升政企用户的渗透率和使用率。受益党政信创全面推进和行业信创加速启动，公司凭借品牌效应和良好的兼容适配性，稳居国内软件正版化市场份额第一。目前公司服务的客户包括国务院 65 个部委中的 62 个、34 个省级政府中的 33 个、400 多个市县级政府和央企、153 家中大型银行中的 133 家。

以用户体验为导向，主动缩减广告业务规模。互联网广告推广服务业务 2020 年实现收入 3.49 亿元，同比减少 13.61%，营收占比从 2016 年的 44.76% 下滑至 2020 年的 15.44%。为推进云端应用与跨端协作的快速发展，流畅的使用体验有助于增强用户粘性，因此公司主动缩减广告投放规模以减少对用户的打扰。同时，公司不断优化广告展示策略，降低低价值广告位投放，拓展多元广告客户以丰富业务结构，并通过 AI 赋能推广功能，逐渐推动更多 WPS 生

态产品及服务触达用户，从而拉动付费用户数占比持续提升。

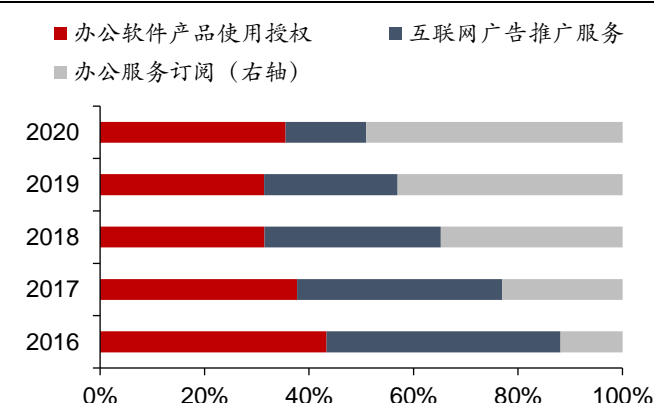
多渠道会员推广见成效，订阅业务仍处于上升通道。通过多渠道加大 WPS 会员推广力度和对功能服务的不断优化，办公服务订阅业务 2020 年实现收入 11.09 亿元，同比增长 63.18%，四年复合增长率达 104%，营收占比从 2016 年的 11.82% 提升至 2020 年的 49.04%。个人会员业务是订阅业务高速放量的主要动力，其收入较上年同比增长 64.1%，留存率及复购率均实现极大的提升。随着企业级云化需求逐渐显现，WPS+ 等面向中小客户群体的云办公产品发展迅速，机构订阅业务体量增加，促使订阅业务整体收入进一步增长。

图 3 2016-2020 年金山办公各业务增速



资料来源：Wind，万和证券研究所

图 4 2016-2020 年金山办公各业务收入占比

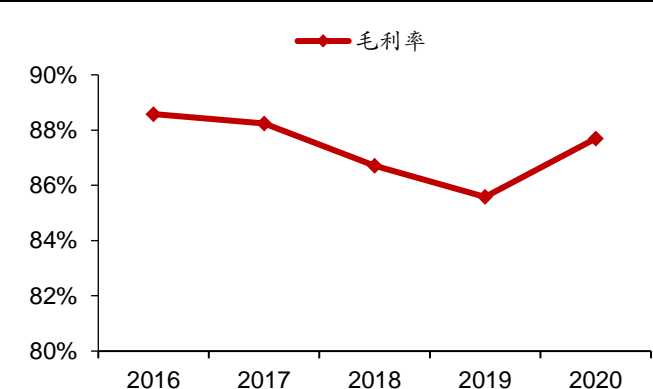


资料来源：Wind，万和证券研究所

（二）规模化边际效益递增，业绩高质量增长

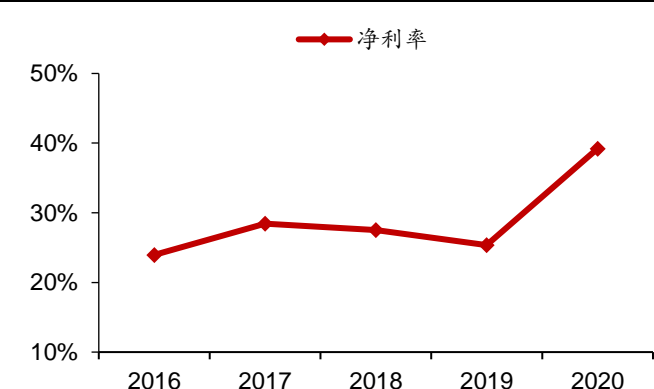
公司 2020 年综合毛利率为 87.71%，较上年同期提升 2.12pct；分产品来看，授权业务毛利率下降 1.40pct 至 96.07%，广告业务毛利率下降 1.16pct 至 78.00%，订阅业务毛利率提升 3.98pct 至 84.71%，综合毛利率的提升来自两方面影响，一是授权和订阅两大高毛利率业务皆实现高增，其中营收占比最高的订阅业务毛利率持续走高，侧面体现规模化边际效益递增，二是毛利率相对较低的广告业务体量出现收窄。净利率大幅提升 13.85pct 至 39.21%，经营性现金流 15.14 亿，同比增长 158.57%。

图 5 2016-2020 年金山办公毛利率



资料来源：Wind，万和证券研究所

图 6 2016-2020 年金山办公净利率

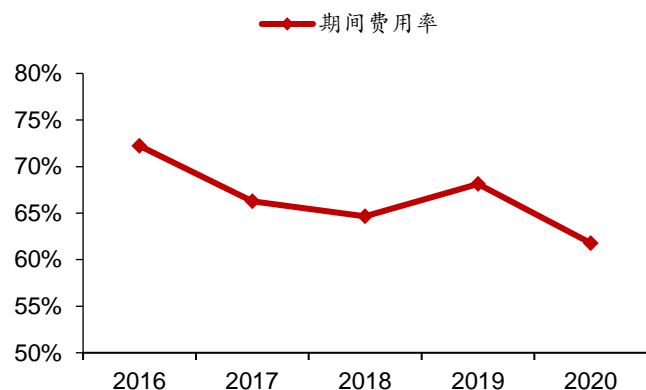


资料来源：Wind，万和证券研究所

公司 2020 年管理费用率为 9.40%，较上年同期上升 0.81pct；销售费用率为 21.35%，较上年同期降低 0.47pct；财务费用率为 -0.42%，较上年同期降低 0.23pct；研发费用同比增长 18.72% 达 7.11 亿元，营收占比 31.44%；人均创利从 2019 年的 17.67 万元接近翻倍增长至

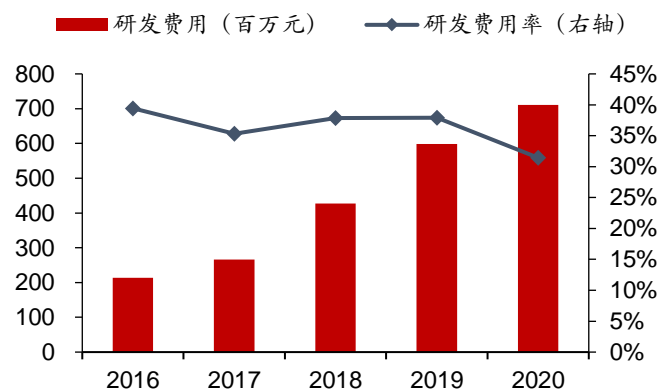
2020 年的 31.10 万元。综合来看，公司期间费用率下降至历史最低水平 61.78%。

图 7 2016-2020 年金山办公期间费用率



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图 8 2016-2020 年金山办公研发费用率

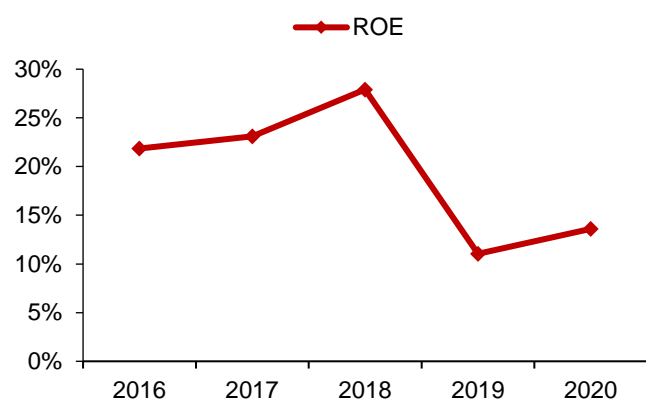


资料来源: Wind, 万和证券研究所

(三) 净利率拉动 ROE 上行，合同负债高增形成保障

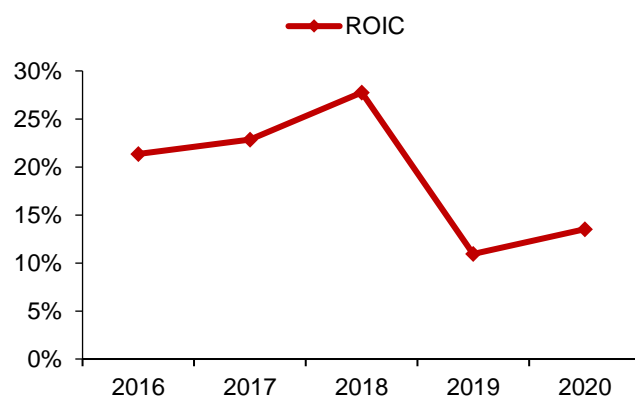
公司 2020 年 ROE 为 13.59%，较上年同期提高 2.55pct，净利率的拉动是 ROE 上行的主要因素；ROIC 为 13.53%，较上年同期提高 2.59pct；存货周转率继续提速至 200.38 次，应收账款周转率 6.09 次，较上年同期上升 10.12%。截止 2020 年末，公司合同负债达 8.33 亿元，较上年末预收账款同比增长 90.18%，为 2021 年业绩增长形成保障。

图 9 2016-2020 年金山办公 ROE



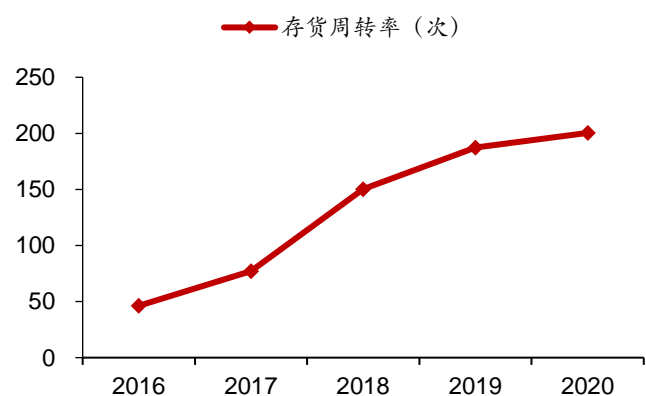
资料来源: Wind, 万和证券研究所

图 10 2016-2020 年金山办公 ROIC



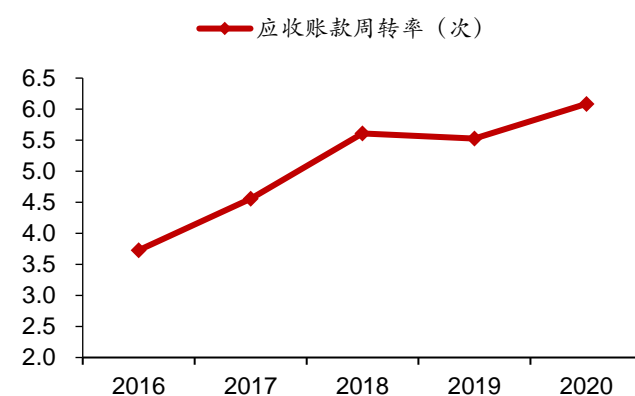
资料来源: Wind, 万和证券研究所

图 11 2016-2020 年金山办公存货周转率



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图 12 2016-2020 年金山办公应收账款周转率



资料来源: Wind, 万和证券研究所

二、盈利预测和投资建议

（一）收入预测及假设

我们对公司 2021-2023 年三大业务收入假设如下：

1、办公软件产品使用授权：在党政信创与行业信创共同推进下，我们预计授权业务规模将继续扩张，由于公司在党政企事业单位的市场覆盖率已达较高水平，而民企采购意愿或不如党政企事业单位强烈，因此我们假设授权业务收入增速将逐步放缓，但仍会处于历史较高位，2021-2023 年分别为 55%、45%、30%，毛利率维持在 96.5% 的水平。

2、互联网广告推广服务：基于公司用户至上的价值理念，且以提高产品市占率作为现阶段的主要目标，广告业务的结构和方向皆面临调整，我们预计 2021-2023 年收入增速分别为-5%、0%、5%，考虑到该业务正处于调整阶段，且在自有平台上推广 WPS 生态产品的力度或进一步加大，从而导致毛利率将继续下滑，当业务发展趋于稳定时毛利率将开始回升。

3、办公服务订阅：对标海外办公软件龙头企业，公司付费用户转化率存有巨大的提升空间，随着公司云协作办公产品矩阵的不断丰富，中小企业市场渗透率提升有望增厚公司业绩，我们预计订阅业务高景气将延续，2021-2023 年收入增速分别为 53%、48%、44%，规模效应带动毛利率持续上升。

表 1 金山办公主营业务收入假设

		2020A	2021E	2022E	2023E
办公软件产品使用授权	收入（百万元）	802.8	1,244.3	1,804.2	2,345.5
	增速	61.9%	55.0%	45.0%	30.0%
	毛利率	96.1%	96.5%	96.5%	96.5%
互联网广告推广服务	收入（百万元）	349.1	331.6	331.6	348.2
	增速	-13.6%	-5.0%	0.0%	5.0%
	毛利率	78.0%	76.0%	75.0%	77.0%
办公服务订阅	收入（百万元）	1,108.9	1,696.6	2,510.9	3,615.8
	增速	63.2%	53.0%	48.0%	44.0%
	毛利率	84.7%	86.0%	88.0%	90.0%
合计	收入（百万元）	2,261.0	3,272.5	4,646.8	6,309.5
	增速	43.1%	44.7%	42.0%	35.8%
	毛利率	87.7%	89.0%	90.4%	91.7%

资料来源：Wind，万和证券研究所

（二）投资建议：首次覆盖给予“增持”

我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 2.61 元、3.50 元、4.86 元，对应 PE 分别为 116 倍、87 倍、62 倍。公司作为国产办公软件龙头企业，紧跟技术趋势和用户需求，其优质产品对增强用户粘性的价值将进一步凸显，公司有望充分享受国产化替代以及云协作办公发展红利。首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

行业竞争加剧；信创推进放缓；付费转化率不及预期。

财务报表与财务指标

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	8,088.2	9,498.8	11,941.2	14,716.0	营业收入	2,261.0	3,272.5	4,646.8	6,309.5
现金	1,003.5	2,685.3	4,661.8	7,221.7	营业成本	278.1	360.7	447.4	523.8
应收票据及应收账款	441.5	709.3	899.7	1,249.4	税金及附加	22.9	33.0	46.9	63.7
预付款项	8.4	9.4	12.7	13.2	销售费用	482.8	679.4	990.4	1,334.0
存货	1.3	2.2	2.1	2.9	管理费用	212.5	282.0	412.2	565.5
其他流动资产	8.0	11.9	11.9	11.9	研发费用	710.9	916.3	1,347.6	1,798.2
非流动资产	423.4	413.2	403.4	392.8	财务费用	-9.4	-21.0	-42.8	-69.9
长期投资	35.8	35.8	35.8	35.8	资产减值损失	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	61.7	52.4	44.4	36.3	信用减值损失	-4.2	-7.1	-8.9	-12.4
在建工程	0.0	0.0	0.0	0.0	公允价值变动收益	117.6	60.8	63.5	62.2
无形资产	59.0	60.3	60.8	60.5	投资净收益	144.2	100.0	91.9	112.0
其他非流动资产	60.4	60.4	60.4	60.4	其他收益	114.7	78.0	86.7	93.1
资产总计	8,511.6	9,912.0	12,344.6	15,108.8	营业利润	935.4	1,253.9	1,678.4	2,349.1
流动负债	1,437.8	1,710.8	2,619.0	3,258.3	营业外收入	0.8	0.3	0.4	0.5
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	营业外支出	0.3	4.0	-0.1	1.4
应付票据及应付账款	140.4	100.2	192.0	164.4	利润总额	935.9	1,250.1	1,678.9	2,348.1
预收账款	832.8	1,167.1	1,930.8	2,626.1	所得税	49.3	42.0	56.2	93.7
其他流动负债	415.3	415.3	415.3	415.3	税后利润	886.6	1,208.2	1,622.6	2,254.4
非流动负债	182.9	229.1	302.0	410.1	少数股东损益	8.4	4.8	7.3	13.5
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	归属母公司净利润	878.1	1,203.4	1,615.3	2,240.9
其他非流动负债	182.9	229.1	302.0	410.1	EBITDA	971.0	1,258.9	1,666.1	2,315.5
负债合计	1,620.8	1,939.9	2,921.1	3,668.4	主要财务比率				
少数股东权益	35.9	40.8	48.1	61.6		2020A	2021E	2022E	2023E
股本	461.0	461.0	461.0	461.0	成长能力				
资本公积	4,641.9	4,641.9	4,641.9	4,641.9	营业收入(%)	43.1	44.7	42.0	35.8
留存收益	1,752.7	2,828.5	4,272.6	6,275.9	营业利润(%)	132.9	34.1	33.9	40.0
归属母公司股东权益	6,854.9	7,931.4	9,375.5	11,378.8	归母净利润(%)	119.2	37.0	34.2	38.7
负债和股东权益总计	8,511.6	9,912.0	12,344.6	15,108.8	获利能力				
现金流量表(百万元)					毛利率(%)	87.7	89.0	90.4	91.7
	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率(%)	38.8	36.8	34.8	35.5
经营活动现金流	1,514.4	1,221.8	2,371.9	2,569.5	ROE(%)	12.8	15.2	17.2	19.7
净利润	886.6	1,203.4	1,615.3	2,240.9	ROIC(%)	-320.6	-145.3	-180.9	-131.1
折旧摊销	47.1	26.0	30.5	36.3	偿债能力				
财务费用	-9.4	-21.0	-42.8	-69.9	资产负债率(%)	19.0	19.6	23.7	24.3
投资损失	-144.2	-100.0	-91.9	-112.0	流动比率	5.6	5.6	4.6	4.5
营运资本变动	1,130.3	47.9	789.9	398.5	速动比率	5.6	5.6	4.6	4.5
其他经营现金流	-396.0	65.6	70.8	75.7	营运能力				
投资活动现金流	-1,116.3	565.8	-267.0	158.0	总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4
筹资活动现金流	-141.4	-105.9	-128.4	-167.6	应收账款周转率	5.6	5.7	5.8	5.9
					应付账款周转率	22.5	27.2	31.8	35.4
每股指标(元)					估值比率				
每股收益(最新摊薄)	1.9	2.6	3.5	4.9	P/E	159.3	116.2	86.6	62.4
每股经营现金流(最新摊薄)	3.3	2.7	5.1	5.6	P/B	20.4	17.6	14.9	12.3
每股净资产(最新摊薄)	14.9	17.2	20.3	24.7	EV/EBITDA	187.2	104.1	77.3	54.6

资料来源：Wind，万和证券研究所

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

分析师声明：本研究报告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，本报告清晰准确的反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级标准：

行业投资评级：自报告发布日后的 12 个月内，以行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

同步大市：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%—10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级：自报告发布日后的 12 个月内，以公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对沪深 300 指数涨幅 15%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 5%—15%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-5%—5%之间；

回避：相对沪深 300 指数跌幅 5%以上。

免责声明：本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。

本报告由本公司研究所撰写，报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券股份有限公司研究所所有，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。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

市场有风险，投资需谨慎。

万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道 7028 号时代科技大厦西座 20 楼

电话：0755-82830333 传真：0755-25170093

邮编：518040 公司网址：<http://www.vanho.cn>