

金山办公（688111）：金山发布“公文模式”，国产办公迈出重要一步

2020年07月09日

强烈推荐/维持

金山办公

公司报告

发布全球首个“公文模式”，国产办公迎来创新成长。7月8日，金山办公发布全球首个办公软件“公文模式”，主要应用于 WPS Office 2019 for Linux 专业版。“公文模式”主要面向的是党政机关用户，以国标版式、定制工具、集成 OFD、模板导入等功能为出发点，党政机关用户可以在 WPS 一个端内完成公文撰写、协作、排版等工作，并直接打印出符合国家公文标准的文件。我们认为，该产品的推出将有助于提升党政机关的公文写作及输出效率，是国产办公软件创新的重要里程碑。

“公文模式”扩大国产办公竞争优势，提升办公效率和客户粘性。党政办公对于办公软件的专业化需求日益增加，在正版化率快速提升、国产替代加速推进的背景下，金山办公有望通过创新模式进一步提升其在政府、金融、国企等机构领域的市占率。伴随着场地授权模式逐渐向订阅模式转移，我们认为未来党政机关、事业单位等订阅用户数有望实现大幅提升，逐渐告别机构覆盖率高而用户使用率低的情形，机构订阅的业务收入有望保持快速增长。

本地办公+云协助实现互联互通，金山文档助力打开成长空间。金山办公旗下主动多人在线协作办公载体金山文档，从支持“文字、表格、演示、流程图”等不同格式文档多人在线协作编辑，到推出“表单、会议、代办、日历”等多场景协作应用，成为国内协作办公的创新代表。微软主办谷歌主协同，金山文档二者兼备实现互联互通，同时金山文档是国内协同领域的重要角色，阿里、腾讯、华为都是金山办公的合作伙伴。

公司盈利预测及投资评级：公司近三年营业收入平稳增长，研发投入力度大，专注产品性能提升，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 257 倍、169 倍和 111 倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：付费用户增长不及预期、机构业务拓展不及预期，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 | 335.88 | 265.01 | 257.23 | 168.74 | 110.50 |
| PB | 87.61 | 21.94 | 20.62 | 18.88 | 16.73 |

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

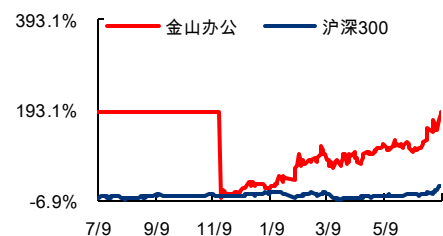
公司简介：

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。

交易数据

| | |
|----------------|---------------|
| 52 周股价区间（元） | 364.03-126.22 |
| 总市值（亿元） | 1,678.18 |
| 流通市值（亿元） | 257.37 |
| 总股本/流通 A 股（万股） | 46,100/7,070 |
| 流通 B 股/H 股（万股） | / |
| 52 周日均换手率 | 3.92 |

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：陈宇哲

021-25102909

cheny zh@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520040001

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 |
| 流动资产合计 | 1490 | 6681 | 7469 | 8663 | 10445 | 营业收入 | 1130 | 1580 | 2397 | 3577 | 5300 |
| 货币资金 | 187 | 749 | 6865 | 7762 | 9119 | 营业成本 | 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 |
| 非流动资产合计 | 137 | 163 | 158 | 157 | 154 | 资产减值损失 | d | -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 | 营业利润 | 338 | 402 | 601 | 903 | 1365 |
| 资产总计 | 1627 | 6844 | 7628 | 8819 | 10600 | 营业外收入 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 流动负债合计 | 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 | 利润总额 | 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 | 净利润 | 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 |
| 非流动负债合计 | 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 | 主要财务比率 | | | | | |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 负债合计 | 440 | 775 | 1158 | 1745 | 2609 | 成长能力 | | | | | |
| 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 | 获利能力 | | | | | |
| 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% |
| 负债和所有者权益 | 1627 | 6844 | 7628 | 8819 | 10600 | 净利率(%) | 27.50% | 25.36% | 22.02% | 22.34% | 22.93% |
| 现金流量表 | | | | 单位:百万元 | | 总资产净利润(%) | 19.09% | 5.85% | 6.79% | 8.95% | 11.37% |
| | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | ROE(%) | 26.17% | 6.60% | 8.01% | 11.19% | 15.14% |
| 经营活动现金流 | 418 | 586 | 671 | 1025 | 1579 | 偿债能力 | | | | | |
| 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 |
| 应收帐款减少 | -51 | -118 | -168 | -237 | -339 | 营运能力 | | | | | |
| 预收帐款增加 | 104 | 244 | 371 | 554 | 821 | 总资产周转率 | 0.78 | 0.37 | 0.33 | 0.43 | 0.55 |
| 投资活动现金流 | -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 | 每股指标(元) | | | | | |
| 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 |
| 筹资活动现金流 | -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 | 估值比率 | | | | | |
| 普通股增加 | 0 | 101 | 0 | 0 | 0 | P/E | 335.88 | 265.01 | 257.23 | 168.74 | 110.50 |
| 资本公积增加 | 12 | 4372 | 0 | 0 | 0 | P/B | 87.61 | 21.94 | 20.62 | 18.88 | 16.73 |
| 现金净增加额 | 16 | 561 | 6116 | 897 | 1357 | EV/EBITDA | 295.23 | 309.36 | 221.70 | 149.96 | 96.38 |

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 | 金山云（KC.O）：All in 云服务，赋能企业构建产业新生态 | 2020-07-08 |
| 公司深度报告 | 金山办公（688111）：中美对标，订阅转型+云协同有望打开成长空间——“科技茅台”系列报告之二 | 2020-05-20 |
| 公司深度报告 | 金山办公（688111）：专注产品，将迎“在线办公”转化率提升红利 | 2020-04-29 |
| 公司深度报告 | 金山办公（688111）：专注产品价值提升，订阅业务有望持续超预期 | 2020-03-29 |
| 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 |
| 行业普通报告 | 【东兴证券】新三板精选层周报：精选层打新进入第二周，九只新股蓄势待发 | 2020-07-06 |
| 行业深度报告 | 信息安全行业专题报告之二：中美云安全产业对比研究，国内云安全公司空间几何？ | 2020-06-30 |
| 行业深度报告 | 首推国产数据库黄金赛道龙头，十倍空间成长逻辑 | 2020-06-30 |
| 行业深度报告 | 数据库产业报告：中国数据库成长之路，基于全球数据库技术演绎路径的研究 | 2020-06-22 |
| 行业普通报告 | 计算机行业报告：人工智能场景应用进入规模化落地拐点，科大讯飞等个股 AI 红利收获期将至 | 2020-06-15 |
| 行业深度报告 | 计算机产业报告：5G 应用之 5G 消息 RCS 与微信对比研究报告 | 2020-06-09 |
| 行业普通报告 | 计算机中报行情呈现云计算龙头强者恒强，IAAS 云影射全行业发展逻辑 | 2020-06-08 |
| 行业深度报告 | 工具型软件行业深度报告：价值从何处来，转型该何处去 | 2020-05-19 |

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

王健辉

计算机互联网行业首席分析师，博士，2015 年新财富第二名，2018 年万得金牌分析师第一，2019 年加盟东兴证券计算机团队，组织团队专注研究：云计算、信创网安、医疗信息化、工业软件、AI 大数据、车联网、5G 应用、金融科技及数字货币等领域，奉行产业研究创造价值理念。

陈宇哲

计算机行业分析师，五年证券从业经验，曾任职东方证券，从事中小市值行业（TMT 方向）研究，2020 年加盟东兴证券研究所。曾获 2018/2019 年财新 II 最佳分析师中小市值第一名/第三名，2018 年第一财经最佳分析师新经济团队第二名。

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