

国产办公软件新征途

——金山办公（688111）深度报告

分析师： 王洪磊

SAC NO: S1150516070001

2019年10月31日

证券分析师

王洪磊

022-28451975

wanghl@bhzq.com

助理分析师

张源

SAC No: S1150118080012

zhangyuan3337@bhzq.com

投资要点：

● 行业规模扩张迅速，终端、广告业务迎红利

2010年至2018年，我国软件和信息技术服务业收入从2010年的1.36万亿元增长至2018年的6.31万亿元，年复合增长率达21.1%，其增速显著高于GDP增速。2018年中国基础办公软件市场规模为85.34亿元，同比增长9.7%，预计到2023年，行业市场规模将达到149.04亿元，2018-2023年期间复合增长率将达11.8%。2012年至2018年，全球智能手机行业整体出货量保持波动增长，智能手机出货量已由2012年的约7.23亿台增至2018年的14.05亿台，期间复合增长率达11.7%。2018年中国网络广告市场规模达到3,717亿元，同比增长25.7%，近7年的复合增长率达到30.0%。

● 2B与2C端侧重有别

金山办公紧抓移动互联网浪潮，在C端市场迅速崛起：2014年，金山办公个人客户的办公服务订阅收入还不及机构用户订阅与软件授权收入之和的1.4%，2018年两者的差距已经缩小至883.27万元，WPS个人办公服务的订阅数也远高于机构用户。**Office的营收结构与用户结构则恰好与金山办公相反，**2016年下半年至今，Office Commercial和Office Consumer的营收基本维持在6.6:1的水平上下，截至2019财年第3财季，Office 365 Commercial的月活跃用户数为1.8亿，Office 365 Consumer在同一时期的订阅数为3420万，远不能与前者相提并论。

● 2B端授权稳步增长，2C端订阅成新动能

2C端发力，与2B端收入差异逐年显现：2014年至2018年，金山办公2B端收入与2C端收入的差值由1.15亿元逐渐下降至0.70亿元、-0.40亿元、-1.34亿元乃至-3.72亿元，规模不断扩大。2018年，2C端收入占到当年营业总收入的近66.48%，是公司目前最主要收入模式。

软件授权占主场，机构云订阅服务将迎跨越式发展，2B端有望超越2C端与微软收入结构趋同：产品使用授权收入主要来自于政府和大型企业，在2016年至2018年分别为2.35亿元、2.84亿和3.56亿，收入稳步上升，占主营业务收入的比例分别为43.3%、37.7%和31.5%，呈逐年下降的趋势。**机构客户增值服务**在2016年至2018年分别为0.16亿元、0.25亿元和0.23亿元，占办公服务订阅收入的比例分别为24.7%、14.6%和5.8%，占比近三年来大幅下降，目前对营业收入贡献较小。**但2B端增长乏力的现象或将随着金山办公大力推广云订阅服务而画上句点，**在收入结构上有望与行业领导者微软趋同。

服务升级+版权付费意识增强，个人订阅收入规模扩大，短期仍将保持高增

长：个人订阅的 ARPU 值从 2016 年的 21.69 元提升至 2018 年的 24.28 元。WPS 订阅的 ARPU 值由 2016 年的 26.16 元提升至 2018 年的 53.93 元。付费月活数量大幅提升，从 2016 年的 77.8 万提升至 2018 年的 481.17 万，年均复合增速为 148.69%，占比全部月活用户数的比重由 0.36% 提升至 1.55%。**WPS 会员收入** 2016 年至 2018 年分别为 0.28 亿元、0.82 亿元和 2.31 亿元，年复合增长率高达 189%，可谓涨势迅猛。占 WPS 办公服务订阅收入的比例分别为 43.3%、47.2% 和 58.9%，足见其在办公增值服务体系中的重要性。**稻壳会员收入** 2016 年至 2018 年分别为 0.18 亿元、0.51 亿元和 1.03 亿元，占 WPS 办公服务订阅收入的比例分别为 27.8%、29.5% 和 26.3%，对 2C 端业务收入的贡献相对稳定。

● 着力开发升级软件和配套云服务，人工智能研发与产品国际化步伐加快

金山办公的投建项目有四大方向，分别是 WPS Office 办公软件研发升级、办公领域人工智能基础研发中心建设、办公产品互联网云服务以及办公软件国际化，各方向拟投入金额占总募集资金比例依次为 31.22%、16.35%、31.27% 和 21.16%。

● 盈利预测与投资评级

我们预计公司 2019-2021 年的营业收入分别为 15.79 亿元、21.37 亿元、28.36 亿元，同比分别增长 39.8%、35.33%、32.70%；归母净利润分别为 4.37 亿元、6.05 亿元、8.14 亿元，对应的 EPS 分别为 1.21 元、1.68 元、2.26 元。

风险提示：订阅服务增速不及预期、在经济不景气的背景下致使互联网广告收入下滑、AI 进展不及预期。

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入	753.26	1129.68	1579.26	2137.23	2836.03
(+/-)%	38.84%	49.97%	39.80%	35.33%	32.70%
经营利润 (EBIT)	153.90	236.09	330.07	461.43	626.03
(+/-)%	91.23%	53.40%	39.81%	39.80%	35.67%
净利润	214.34	310.67	436.95	604.98	813.89
(+/-)%	64.97%	44.94%	40.65%	38.45%	34.53%
每股收益 (元)	0.60	0.86	1.21	1.68	2.26

表：三张表及主要财务指标

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	166	187	916	1592	2496	营业收入	753	1130	1579	2137	2836
应收账款及应收票据	176	227	281	381	505	营业成本	89	150	215	274	344
预付账款	4	6	8	11	13	营业税金及附加	9	11	16	21	28
其他应收款	15	21	25	34	45	销售费用	155	216	292	391	513
存货	1	1	1	2	2	管理费用	80	89	118	156	204
其他流动资产	849	1049	1049	1049	1049	研发费用	266	428	608	834	1120
流动资产合计	1211	1490	2281	3068	4111	财务费用	-2	-2	-4	-5	-7
长期股权投资	0	13	13	13	13	资产减值损失	1	4	9	3	4
固定资产合计	17	53	41	27	13	其他收益	45	52	76	112	163
无形资产	14	18	33	47	61	投资收益	15	50	50	50	50
商誉	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	2	0	0	0
长期待摊费用	0	10	10	10	10	资产处置收益	0	0	0	0	0
其他非流动资产	3	17	17	17	17	营业利润	216	338	452	626	842
资产总计	1279	1627	2421	3210	4252	营业外收支	0	-17	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	216	322	452	626	842
应付票据及应付账款	37	70	76	98	122	所得税费用	2	11	15	21	28
预收账款	90	194	271	367	487	净利润	214	311	437	605	814
应付职工薪酬	67	106	159	200	251	归母净利润	214	311	437	605	814
应交税费	28	42	58	79	104	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他流动负债	0	0	0	0	0	基本每股收益	0.60	0.86	1.21	1.68	2.26
长期借款	0	0	200	200	200	财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
预计负债	0	0	0	0	0	营收增长率	38.84%	49.97%	39.80%	35.33%	32.70%
负债合计	240	440	801	985	1213	EBIT 增长率	91.23%	53.40%	39.81%	39.80%	35.67%
股东权益	1039	1187	1620	2225	3039	净利润增长率	64.97%	44.94%	40.65%	38.45%	34.53%
现金流量表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	销售毛利率	88.23%	86.71%	86.40%	87.19%	87.87%
净利润	214	311	437	605	814	销售净利率	28.45%	27.50%	27.67%	28.31%	28.70%
折旧与摊销	11	17	22	24	26	ROE	20.63%	26.17%	26.97%	27.19%	26.78%
经营活动现金流净额	347	418	515	665	893	ROIC	17.71%	23.03%	35.64%	54.14%	82.49%
投资活动现金流净额	-477	-218	25	25	25	BVPS	—	—	—	—	—
筹资活动现金流净额	-16	-184	189	-14	-14	资产负债率	18.78%	27.06%	33.09%	30.68%	28.53%
现金净变动	-146	16	729	676	904	PE	—	—	—	—	—
期初现金余额	314	166	187	916	1592	PB	—	—	—	—	—
期末现金余额	166	186	916	1592	2496	EV/EBITDA	-1.01	-0.74	-2.03	-2.87	-3.52

目 录

1. 国产办公软件龙头的黄金时代	7
1.1 成名之路三十年	7
1.2 业绩增长三支柱	9
2. 行业情况	13
2.1 行业规模扩张迅速，终端、广告业务迎红利	13
2.1.1 软件行业发展迅速，为办公软件行业提供良好环境	13
2.1.2 办公软件规模和用户数量呈持续上升趋势	14
2.1.3 智能移动终端的日益普及，移动办公场景的日益成熟	15
2.1.4 国内广告市场持续增长，软件企业或将充分受益	16
2.2 品牌、技术与经验的三重壁垒	16
2.3 全球市场微软制霸，中国市场微软、金山二分天下	17
对标微软：2B 与 2C 端侧重有别	18
3. 2B 端授权稳步增长，2C 端订阅成新动能	19
3.1 供应商较集中，采购规模逐年扩张，采购标的稍有变化	19
3.2 技术人才储备充足，研发费用规模不断扩张，知产成果丰硕	20
3.3 用户分散，前五大用户以接受互联网广告推广服务居多	21
3.4 2C 已成公司收入贡献主力，未来 B 端有望再次崛起	21
3.4.1 2B 端：目前以软件授权为主，未来云订阅服务或将迎跨越式发展	23
3.4.2 2C 端：服务升级 + 版权付费意识增强，个人订阅收入规模扩大，短期仍将保持高增长	23
4. 着力开发升级软件和配套云服务，人工智能研发与产品国际化步伐加快	25
5. 盈利预测与投资建议	26

图 目 录

图 1: 金山办公股权结构	8
图 2: 金山办公主要产品及服务矩阵图	8
图 3: 金山办公营业收入构成	10
图 4: 金山办公各项业务营业收入同比增速	10
图 5: 金山办公总体及各项业务毛利率	11
图 6: 金山办公毛利构成	11
图 7: 金山办公营业成本构成	11
图 8: 金山办公各项业务营业成本同比增速	11
图 9: 金山办公营业收入及增速	12
图 10: 金山办公归母净利润及增速	12
图 11: 金山办公毛利及增速	12
图 12: 金山办公毛利率	12
图 13: 金山办公营业成本及增速	13
图 14: 软件业务收入及增速	14
图 15: 软件行业占 GDP 比重走势图	14
图 16: 我国办公软件市场规模及增速	14
图 17: 2012-2018 年中国办公软件用户规模及增速	14
图 18: 全球智能手机出货量	15
图 19: 中国 PC 出货量 (单位: 百万台)	15
图 20: 中国分行业商用 PC 出货量 (单位: 百万台)	15
图 21: 我国网络广告市场规模及增速	16
图 22: 金山办公面向机构的产品服务与面向个人的产品服务营收对比 (单位: 百万元)	18
图 23: Office Commercial 和 Office Consumer 的营收对比 (单位: 百万美元)	18
图 24: Office 365 Commercial 月活跃用户数 (单位: 户)	19
图 25: Office 365 Consumer 订阅数 (单位: 百万人)	19
图 26: 2016 年前五大供应商	19
图 27: 2017 年前五大供应商	19
图 28: 2018 年前五大供应商	19
图 29: 金山办公研发投入占营收的比例	20
图 30: 金山办公研发人员数量及占比	20
图 31: 2018 年金山办公前五大用户	21
图 32: 金山办公 2B 端、2C 端收入对比	22
图 33: 金山办公 2B 端、2C 端收入增速对比	22
图 34: 金山办公产品使用授权收入及增速	23
图 35: 金山办公机构客户服务订阅收入及增速	23
图 36: 办公订阅服务收入占比	24
图 37: 金山办公月活付费用户数及占比	24
图 38: 金山办公 WPS 会员收入及增速	24
图 39: 金山办公 WPS 付费用户转化率	24
图 40: 金山办公稻壳会员收入及增速	25
图 41: 金山办公稻壳付费用户转化率	25

图 42: 金山办公各项目拟投入金额26
图 43: 金山办公各项目拟投入金额占比26

表 目 录

表 1: 金山办公产品与服务收费标准9
表 2: 互联网广告推广业务分类（按广告计费方式）10
表 3: 互联网广告推广业务分类（按广告展示方式）10
表 4: 金山办公竞品软件对比17
表 5: 金山办公知识产权数量20
表 6: 金山办公核心技术20

1. 国产办公软件龙头的黄金时代

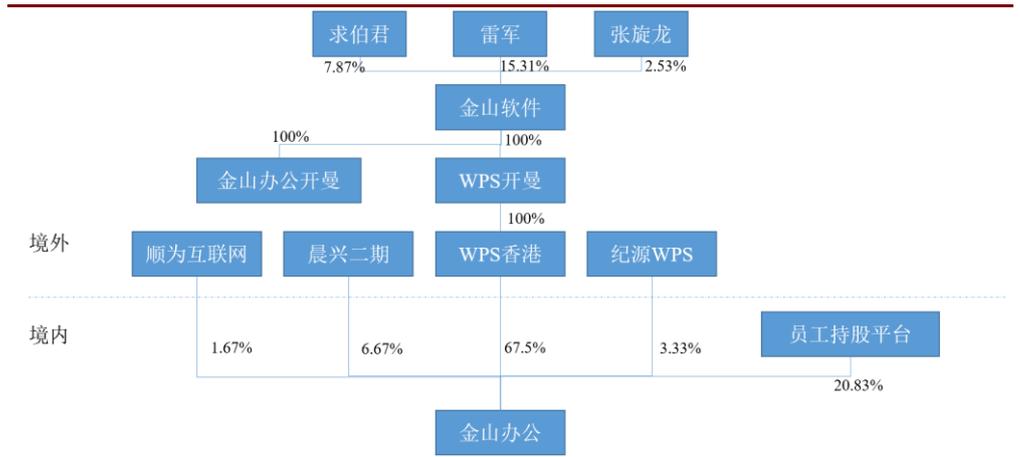
1.1 成名之路三十年

金山办公，国内领军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。

历史沿革：1988 年，程序员求伯君研发成功 WPS 1.0，中文字处理时代由此开启；1993 年，为迎接 MS Office 的挑战，求伯君带领金山软件开发办公软件套组《盘古组件》，但未赢得市场，事业陷入低谷；1997 年，WPS 97 历经万难最终问世，实现“所见即所得”的文字处理方式，并以其出色的表格、稿纸打印功能以及宽容的及其配置要求收获大批用户青睐；1999 年，WPS 2000 发布，获联想注资的金山软件取得底层技术突破，集文字处理、电子表格、多媒体演示制作、图文排版、图象处理五大功能于一身，荣膺国家科技进步二等奖；2001 年，WPS 更名 WPS Office，从单一的文字处理软件升级为多模块组件式产品；2005 年，拥有完全自主知识产权的 WPS Office 2005 问世；2006 年，金山推出 Kingsoft Office 2007，正式进军海外市场，收获良好口碑；2011 年，企业信息安全存储产品——金山安全云存储问世，具备存储、备份、协同、移动办公多重功能，使“私有云”真正落地；同年，金山办公香港出资设立外商独资有限公司金山办公有限；2012 年，金山推出 WPS 云化版本，紧跟技术革新浪潮；2016 年，金山办公有限由有限责任公司整体变更为股份有限公司。

股权结构：境外股东 WPS 香港、晨兴二期、纪源 WPS 和顺为互联网依次持有金山办公 67.5%、6.67%、3.33%和 1.67%的股份，境内的员工持股平台持有剩余 20.83%的股份。WPS 香港，即金山办公应用软件有限公司（Kingsoft WPS Corporation Limited），由 WPS 开曼，即金山办公应用软件控股有限公司（Kingsoft WPS Holdings Limited）100%控股。金山软件，即金山办公软件控股有限公司（Kingsoft Corporation Limited），依据开曼群岛法律设立并在香港上市，对 WPS 开曼 100%控股。雷军、求伯君和张旋龙分别持有金山软件 15.31%、7.83%和 2.53%的股份，其中，雷军实际控制金山软件 25.70%的股份表决权。

图 1: 金山办公股权结构



资料来源: 金山办公, 渤海证券

产品服务体系: 公司产品主要有 WPS Office 办公软件、金山词霸等, 适配 Windows、Linux、MacOS、Android、iOS 等多个主流操作平台; 公司服务主要有基于公司产品及相关文档的增值服务、互联网广告推广服务, 前者旨在根据用户类型及相应需求, 为组织级和个人用户提供差异化、有针对性的软件产品、云服务和办公解决方案, 后者旨在以产品为载体, 通过多种展示形式, 为各类广告客户提供广告营销服务。

图 2: 金山办公主要产品及服务矩阵图



资料来源: 金山办公, 渤海证券

截至 2019 年 3 月, 公司主要产品月度活跃用户数 (MAU) 超过 3.28 亿, 其中 WPS Office 桌面版月活超过 1.32 亿, 领先其他国产办公软件; WPS Office 移动版月活超过 1.87 亿; 公司其他产品 (如金山词霸等) 月活接近 0.10 亿。WPS Office 移动版已覆盖全球超过 220 个国家和地区。

公司产品及服务在政府、金融、能源、航空等领域应用广泛。以政府部门为例，公司产品目前已覆盖 30 多个省市自治区政府、400 多个市县级政府。以企业用户为例，截至 2019 年 3 月底，《财富》杂志披露的“世界 500 强”中的 120 家中国企业，公司已服务 69 家，比例达 57.50%；国内 96 家央企中，公司所服务的客户已达 82 家，比例达 85.41%；特别在金融行业，全国五大国有商业银行均为公司客户，在 12 家全国性股份制商业银行中，公司所服务的客户已达 11 家，比例达 91.67%。

特别地，在移动终端平台上，WPS Office 移动版凭借着快速迭代和积极响应用户需求的产品优势，2015 年成功入选“Google Play 年度最佳应用”和“2015 年 AppStore 年度精选”，并多次在国内多家应用市场荣登“编辑推荐榜单”，产品现已覆盖全球超过 220 个国家和地区，且在全球 Google Play、中国 AppStore 的办公软件应用中排名前列。

1.2 业绩增长三支柱

金山办公的三大业务——办公软件使用授权、办公服务订阅和互联网广告推广——构成了公司业绩增长的驱动力。

办公软件产品授权：金山办公为不同规模的组织级客户提供不同类型的软件产品使用授权，主要包括面向中小型机构用户的数量授权和面向大型机构用户的场地授权模式。

办公增值服务订阅：区分企业增值服务订阅和个人会员服务订阅。金山办公为企业提供多选组合套餐服务，为个人提供 WPS 会员（含超级会员）、稻壳儿会员两类服务。

表 1: 金山办公产品与服务收费标准

面向用户	产品与服务	价格标准
组织级用户	WPS 桌面版	1998 元
	商业版	365 元/人/年
	高级商业版	599 元/人/年
个人用户	WPS 会员	15 元/月
	WPS 超级会员	30 元/月
	稻壳儿会员	20 元/月

资料来源：金山办公、渤海证券

互联网广告推广：金山办公向基于免费定价策略积累的庞大用户群体投放广告，根据广告投放位置、类别，以时长、点击量等作为收费标准确认收入。

表 2：互联网广告推广业务分类（按广告计费方式）

类型	收费来源
CPS(Cost Per Sale)	扣减广告主相关运营成本后的一定比例的用户消费金额
CPT(Cost Per Time)	广告投放时长对应的费用
CPA(Cost Per Action)	带给广告主的效果（如注册账号数量）
CPC(Cost Per Click)	用户点击数量对应的费用

资料来源：金山办公、渤海证券

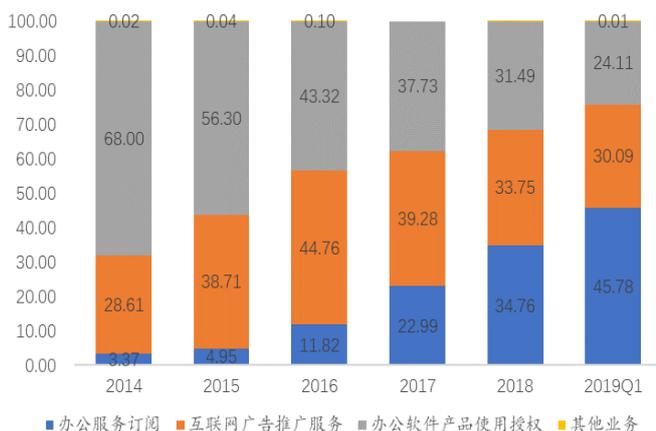
表 3：互联网广告推广业务分类（按广告展示方式）

类型	广告展示方式
启动封面	在软件启动的加载过程中展示广告
界面类	弹窗 在不影响用户体验的情况下，通过弹窗展示广告
	开屏页面 在首页 banner、顶通、尾通等固定广告位展示广告
任务类	客户通过做任务（如点击广告链接）赚稻米，稻米可用于购买稻壳儿云模板和会员服务

资料来源：金山办公、渤海证券

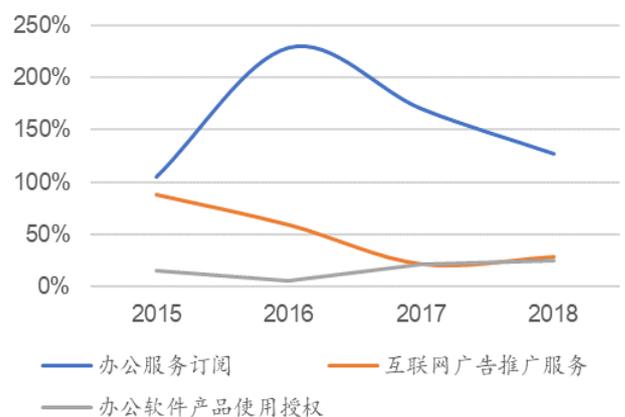
云订阅占比快速上升。2014 至 2018 年，办公软件产品使用授权带来的营业收入占金山办公总收入的比例，已由最初的 68.00% 下降至 31.49%；办公增值服务订阅的收入占比则由 3.37% 上升至 34.76%，年均复合增长率达 59.47%；截至 2018 年 12 月底，互联网广告推广服务所占比重达 33.75%。

图 3：金山办公营业收入构成



资料来源：金山办公、渤海证券

图 4：金山办公各项业务营业收入同比增速

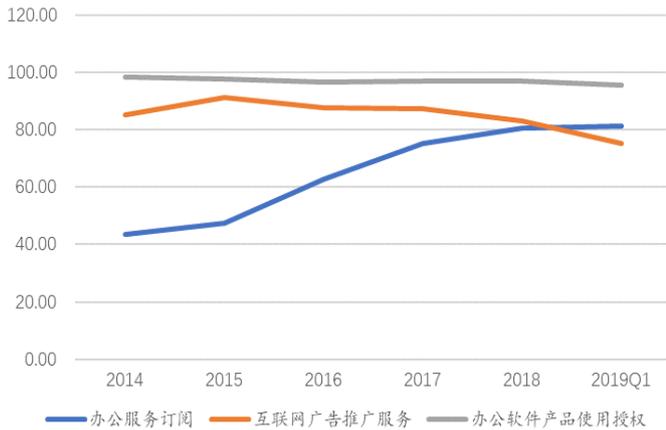


资料来源：金山办公、渤海证券

规模效应显现，办公订阅服务毛利率不断提升。从细分项来看，办公软件产品使用授权与互联网广告推广服务毛利率一直维持在 80% 以上；办公服务订阅因投入

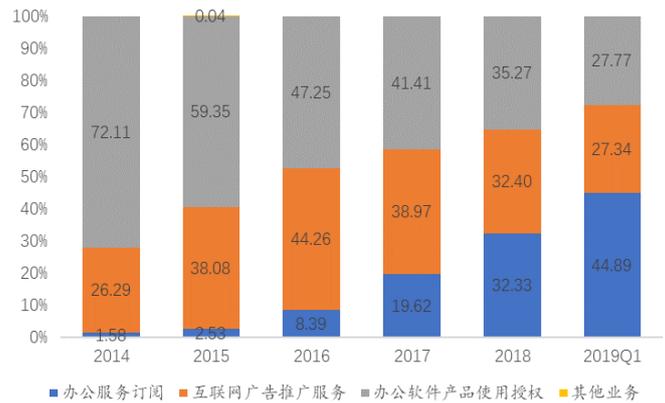
大，其初期毛利率水平不高，后随着用户规模扩大，截至 2018 年底，办公服务订阅的毛利率已迅速提升至 80%。2018 年，办公软件产品使用授权对毛利贡献最大，为 35.3%，超过其收入占比；互联网广告推广业务和办公服务订阅分别贡献了 32.4%和 32.3%的毛利，略低于其收入占比。

图 5: 金山办公总体及各项业务毛利率



资料来源: 金山办公、渤海证券

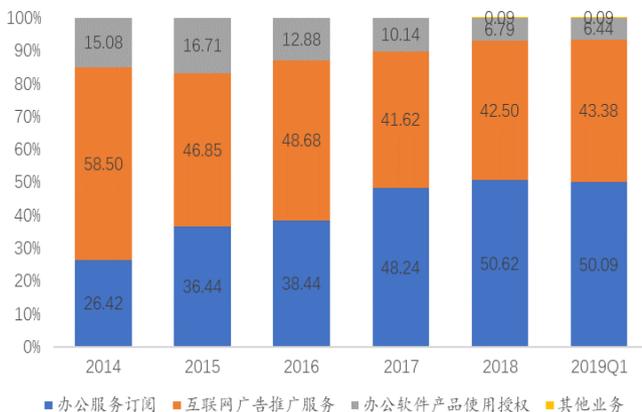
图 6: 金山办公毛利构成



资料来源: 金山办公、渤海证券

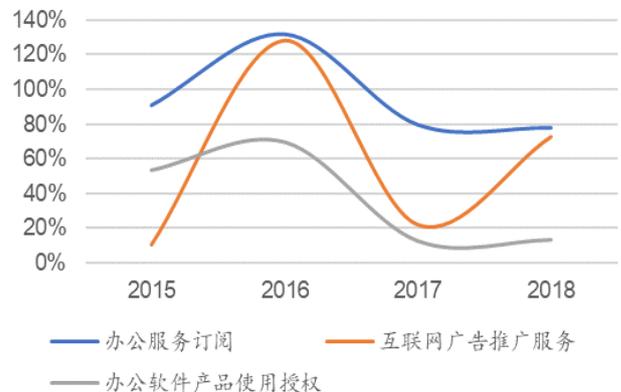
已经具备规模化、较为成熟用户群体的金山办公在成本结构上也日趋稳定。从营业成本细分项来看，办公服务订阅、互联网广告推广服务占比较高，办公增值服务订阅支出成本所占总营业成本的比重逐年上升，并于 2018 年 12 月底达到 50.62%；互联网广告推广服务营业成本增速波动明显，占总成本比重呈波动下降趋势，截至 2018 年 12 月底为 42.50%；办公软件产品使用授权的成本占比则由 2014 年的 15.08%下降至 2018 年的 6.79%。

图 7: 金山办公营业成本构成



资料来源: 金山办公、渤海证券

图 8: 金山办公各项业务营业成本同比增速

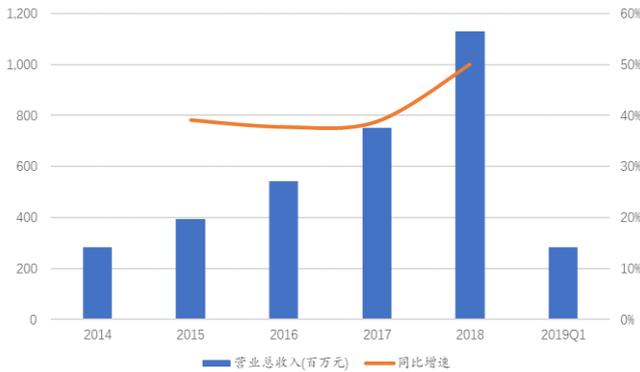


资料来源: 金山办公、渤海证券

受益于办公付费服务订阅增长、政府企业大量采购正版办公软件以及免费广告推广服务持续扩张，金山办公营业收入和归母净利润保持高速增长，近三年均保持

着 35%以上的增速,毛利率逐年下降,主要系云订阅业务占比快速提升所致。2018 年,金山办公营业收入 11.30 亿元,同比增长 49.97%; 归母净利润高达 3.11 亿元,同比增长 44.94%。毛利率虽呈下降趋势,但我们判断,随着云订阅模式付费用户数持续增加,办公订阅业务毛利率将继续呈上升趋势,未来将使毛利率下降趋势进一步放缓并逐步反转。

图 9: 金山办公营业收入及增速



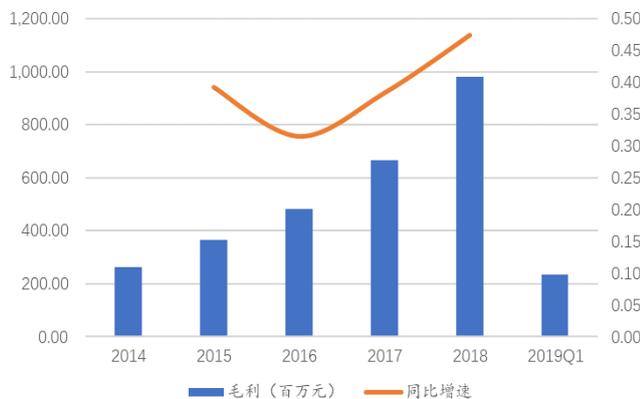
资料来源: 金山办公, 渤海证券

图 10: 金山办公归母净利润及增速



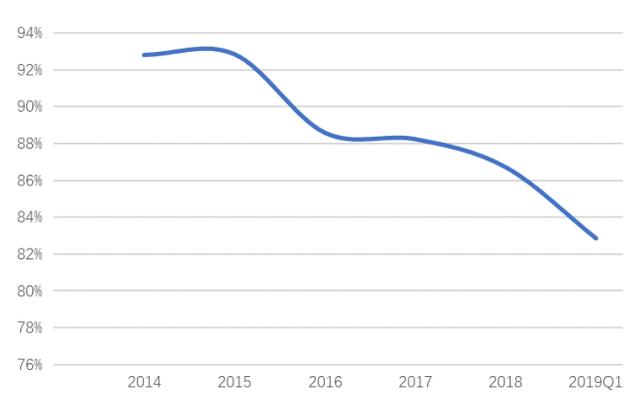
资料来源: 金山办公, 渤海证券

图 11: 金山办公毛利及增速



资料来源: 金山办公, 渤海证券

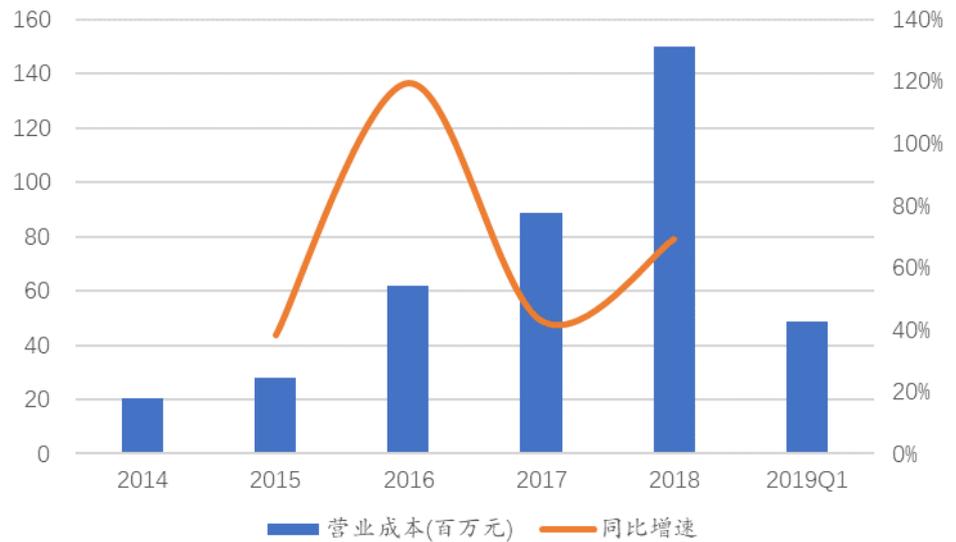
图 12: 金山办公毛利率



资料来源: 金山办公, 渤海证券

订阅服务等业务前期平台内容建设投入驱动营业成本增长。金山办公近年来不断推动办公产品向云端协同、AI 赋能方向发展,同时提供更优质的内容订阅服务与广告精准投放,前期内容与平台建设投入较大,未来营业成本增速将趋于合理。

图 13: 金山办公营业成本及增速



资料来源: 金山办公, 渤海证券

2. 行业情况

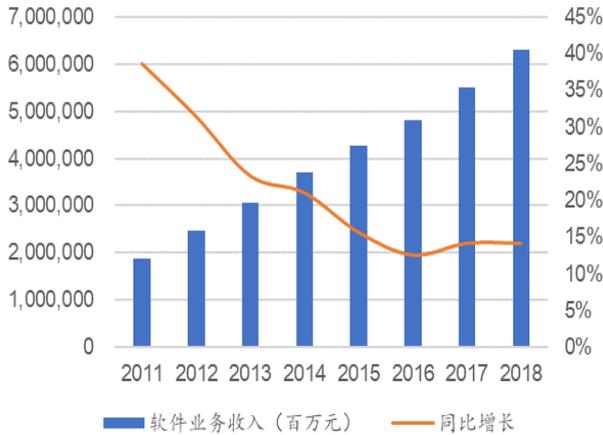
金山办公主要从事 WPS Office 办公软件产品和服务的设计研发及销售推广, 核心技术相关软件及服务业务收入占营业收入比例 99%以上, 属办公和管理软件业。

2.1 行业规模扩张迅速, 终端、广告业务迎红利

2.1.1 软件行业发展迅速, 为办公软件行业提供良好环境

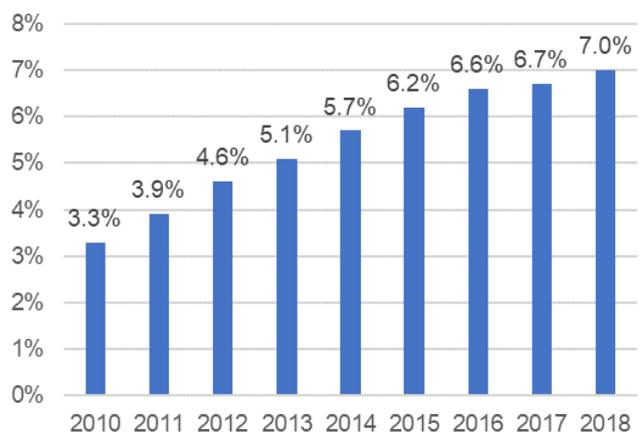
2010 年至 2018 年, 我国软件和信息技术服务业收入从 2010 年的 1.36 万亿元增长至 2018 年的 6.31 万亿元, 年复合增长率达 21.1%, 其增速显著高于 GDP 增速。行业占国内生产总值的比重也逐步攀升, 截至 2018 年达到 7.0%, 在国民经济中的重要地位日渐凸显。

图 14: 软件业务收入及增速



资料来源: 工信部、渤海证券

图 15: 软件行业占 GDP 比重走势图



资料来源: 工信部、国家统计局、渤海证券

2.1.2 办公软件规模和用户数量呈持续上升趋势

据计世资讯数据, 2018 年中国基础办公软件市场规模为 85.34 亿元, 同比增长 9.7%, 预计到 2023 年, 行业市场规模将达到 149.04 亿元, 2018-2023 年复合增长率将达 11.8%。

据 CNNIC 统计, 截至 2018 年 12 月底, 我国网民规模约 8.29 亿, 较上年同期增长 7.3%。根据计世资讯数据, 2018 年中国基础办公软件用户规模为 6.55 亿, 相较于 2017 年同比增长为 4.75%, 2012 年至 2018 年中国基础办公软件用户规模复合增长率达到 6.8%, 预计未来随着移动办公等新办公模式渗透率提升, 将进一步推升国内办公软件市场规模、用户数量将呈持续上升趋势。

图 16: 我国办公软件市场规模及增速

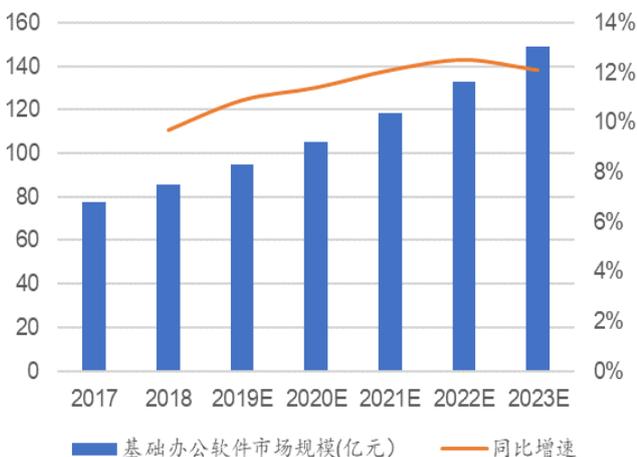
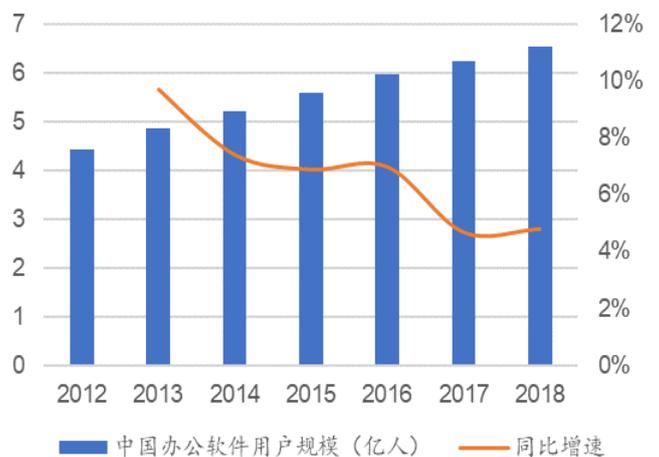


图 17: 2012-2018 年中国办公软件用户规模及增速



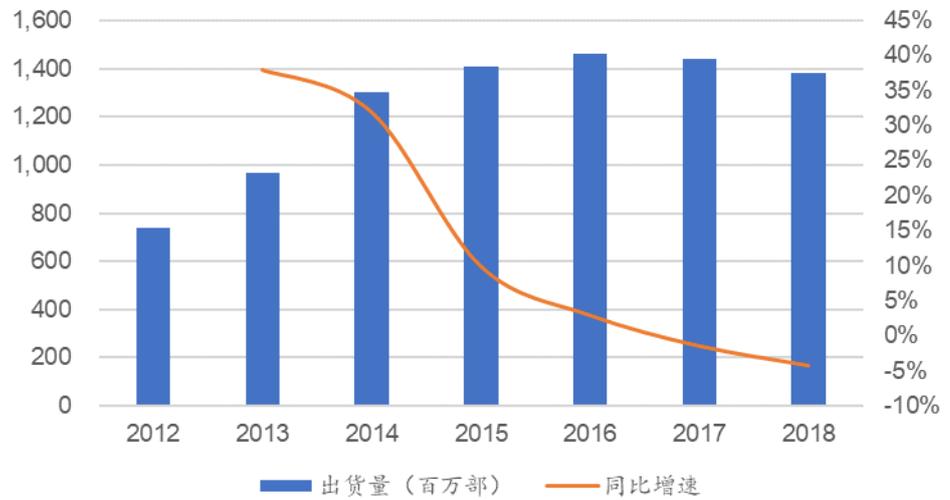
资料来源：计世资讯、渤海证券

资料来源：计世资讯、渤海证券

2.1.3 智能移动终端的日益普及，移动办公场景的日益成熟

全球移动互联网应用不断发展，以智能手机为代表的智能移动终端日益普及。2012年至2018年，全球智能手机行业整体出货量保持波动增长，智能手机出货量已由2012年的约7.23亿台增至2018年的14.05亿台，期间复合增长率达11.7%。中国市场智能手机出货量整体亦呈波动增长趋势，从2012年的2.13亿台增长到2018年的3.98亿台，期间复合增长率达到11.0%。

图 18: 全球智能手机出货量



资料来源：IDC、渤海证券

虽然2017年、2018年智能设备出货量出现下降，但国产智能设备出货量占比继续上升，未来5G技术成熟，将进一步带动智能设备出货量的增长。智能移动终端的日益普及，移动办公应用帮助用户随时随地进行交流互动和协同办公，应用场景日益成熟，成为办公软件行业发展的新动力。

图 19: 中国 PC 出货量 (单位: 百万台)



图 20: 中国分行业商用 PC 出货量 (单位: 百万台)



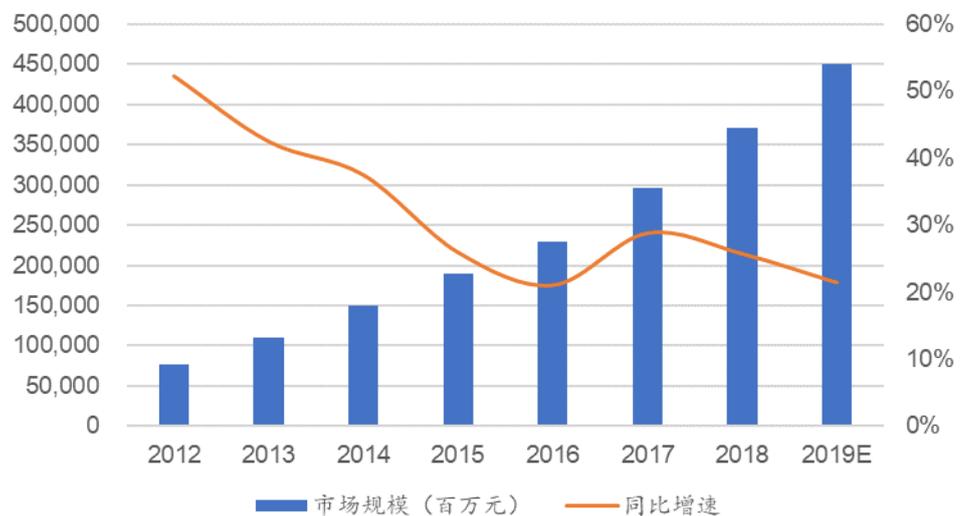
资料来源：IDC、渤海证券

资料来源：IDC、渤海证券

2.1.4 国内广告市场持续增长，软件企业或将充分受益

CNNIC 报告显示，2018 年中国网络广告市场规模达到 3,717 亿元，同比增长 25.7%，近 7 年的复合增长率达到 30.0%。随着软件行业“免费+广告”的兴起，软件行业公司将分享互联网广告经济所带来的红利，中国网络广告市场规模将保持较高增速。公司拥有较高的月活用户数，在不影响用户体验的前提下，可以充分利用办公软件“打开频次高、单次使用时间长”等特点，进行用户变现。预计公司互联网广告业务将持续稳定增长。

图 21：我国网络广告市场规模及增速



资料来源：CNNIC、渤海证券

2.2 品牌、技术与经验的三重壁垒

1) 基础办公软件行业发展成熟，微软、金山等企业已凭借在产品、技术、品牌等方面构筑了明显的壁垒。

2) 办公软件行业为技术密集型行业，创新和积累核心技术是推动基础办公软件企业取得竞争优势的关键因素。作为软件行业的一部分，基础办公软件的技术核心是办公资源的整合、共享以及应用。企业是否具备整合资源、共享资源以及应用资源的核心技术，是否具有在已积累的核心技术上实现创新的能力，是企业能否进入基础办公软件领域并实现持久发展的重要因素。并且针对移动办公、跨平台办公、云端共享、协同办公等新技术的应用和用户使用体验是长期的产品迭代和技术研发沉淀形成的，因此相较于其他办公软件产品，公司的产品经历过多版

本、多系统、多终端等多次迭代，产品的稳定性、技术的成熟度及用户体验均达到了较为领先的水平。

3) 除给客户销售办公产品外，公司还在持续跟踪用户对于办公软件产品的使用情况。根据用户对于软件产品的使用过程中使用效果，不断依据客户需求完善和迭代产品。逐渐构筑起公司的产品壁垒。

2.3 全球市场微软制霸，中国市场微软、金山二分天下

金山办公在国内外办公软件市场上的主要对手有微软 (Microsoft Office)、谷歌 (G Suite)、苹果 (iWork)、永中 (永中 Office) 和中标 (中标普华 Office)，对比情况如下：

表 4: 金山办公竞品软件对比

公司	主要产品	简介	适用操作系统	移动终端
金山办公	WPS Office	包括 WPS 文字、WPS 表格、WPS 演示、PDF 阅读等组件，提供在线编辑、存储及文档模板	Windows、Linux、OS X、iOS、Android	有
微软	Microsoft Office	含 Word、Excel、PowerPoint、Onenote、Outlook 等组件，推出的 Office 365 支持订阅模式	Windows、Linux、OS X、iOS、Android	有
谷歌	G-Suite	在线办公组件，包括 Gmail、Google Calender、Google Docs/Sheets/Slides/Drive/Meet 等组件	Windows、Linux、OS X、iOS、Android	有
苹果	iWork	针对苹果用户，包括文稿 (Pages)、电子表格 (Numbers) 和演示文稿 (Keynote) 等组件	OS X、iOS	有
永中	永中 Office	有文字处理、电子表格、简报制作等功能，支持网络在线办公，有专业版、教育版、个人版、青年版	Windows、Linux、Android	有
中标	中标普华 Office	有文字处理、电子表格、演示文稿、绘图制作、数据库五大模块，有普通版、教育版、藏文版三个版本	Windows、Linux	无

资料来源：渤海证券

全球市场：Microsoft Office 是全球办公软件的标杆，兼具品牌、技术和经验三重壁垒优势，凭借 Windows 系统的预装优势，Microsoft Office 得以大规模扩张。G-Suite 可在 Google Chrome 在线使用，具备强大的云端群组协作功能，再加上 Google 在其他服务中积累的海量用户，G-Suite 一经推出便成功抢占了一定份额。iWork 仅适用于 iOS 和 Mac OS 终端，其用户数正随着苹果产品的销量大增而上涨。但与 MS Office 对比，G-Suite 和 iWork 的市场份额还相距甚远。

中国市场：除金山 WPS office 外，国产办公软件中，永中 Office 追随金山办公的发展方向，在政府采购市场占少量份额；中标普华 Office 主要依托中标软件开发的中标麒麟操作系统，活跃于审计、财税、工商等领域。

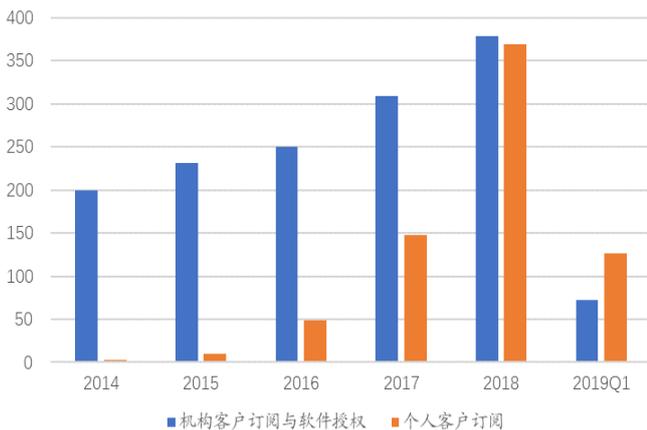
据计世资讯数据，MS Office 在国内市场的渗透率已达 97.31%，金山办公 WPS Office 则凭借在大型行业客户的重点拓展、个人级客户“免费+增值付费”等策略，达到了 61.74% 的市场渗透率。此外，金山办公准确把握用户移动办公需求增长的机遇，于 2011 年推出了 WPS Office 移动版，凭借先发优势和产品优势牢牢占据移动端办公软件头把交椅，目前的市场渗透率已高达 90%。从市场份额和产品维度两个方面看，微软 office 和金山 WPS office 在国内办公市场呈现两强格局，且在移动端金山较为领先。

对标微软：2B 与 2C 端侧重有别

微软的办公软件与服务体系由 Office Commercial 和 Office Consumer 构成，两者分别包含软件授权和 Office 365 办公服务订阅。

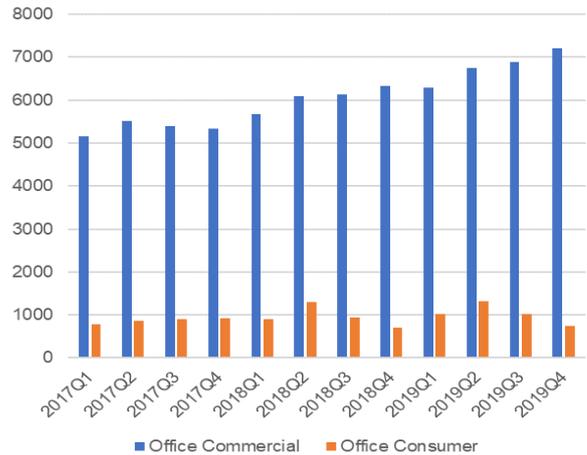
金山办公个人客户的办公服务订阅收入在 2014 年还不及机构用户订阅与软件授权收入之和的 1.4%，2018 年两者的差距已经缩小至 883.27 万元，这得益于金山办公抓住了移动互联网浪潮，从而在 C 端市场迅速崛起，并且云订阅模式的助推 C 端用户付费率和 ARPU 值提升，带动了 C 端收入的提升。Office 的营收结构则恰好相反，2016 年下半年至今，Office Commercial 和 Office Consumer 的营收基本维持在 6.6: 1 的水平上下。

图 22: 金山办公面向机构的产品服务与面向个人的产品服务营收对比 (单位: 百万元)



资料来源: 金山办公、渤海证券

图 23: Office Commercial 和 Office Consumer 的营收对比 (单位: 百万美元)

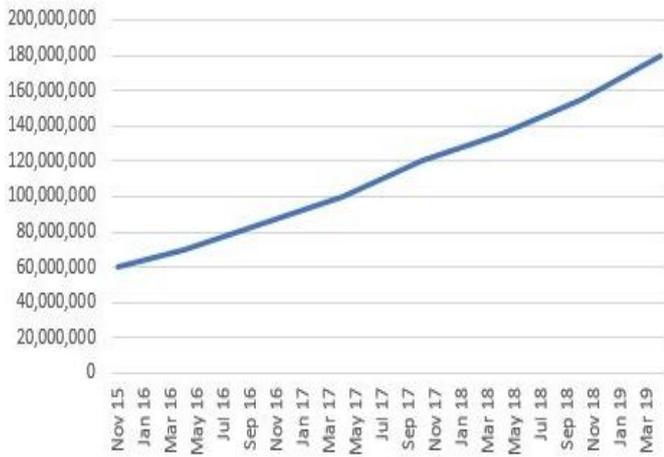


资料来源: 微软、渤海证券

用户数方面,WPS 会员人数由 2016 年度的约 99 万人增长至 2018 年度的约 575 万人、稻壳儿会员人数由 2016 年度的约 106 万人增长至 2018 年度的约 357 万人,WPS 个人办公服务的订阅数远高于机构用户。Office 365 的用户结构与 WPS 相反,截至 2019 财年第 3 财季,Office 365 Commercial 的月活跃用户数为 1.8

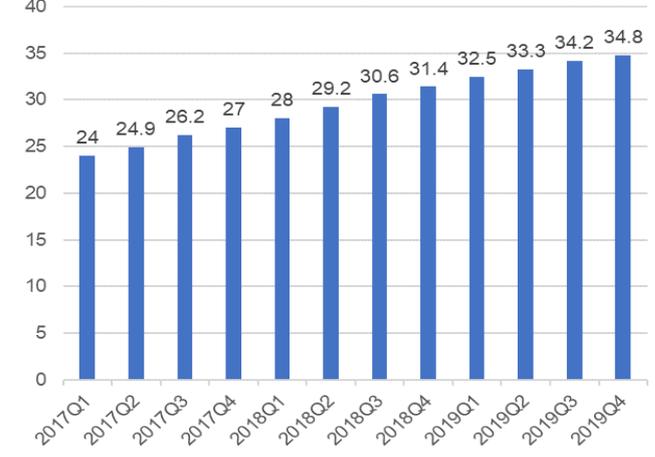
亿，Office 365 Consumer 在同一时期的订阅数为 3420 万，后者远不能与前者相提并论。

图 24: Office 365 Commercial 月活跃用户数 (单位: 户)



资料来源: 微软、渤海证券

图 25: Office 365 Consumer 订阅数 (单位: 百万人)



资料来源: 微软、渤海证券

3. 2B 端授权稳步增长，2C 端订阅成新动能

3.1 供应商较集中，采购规模逐年扩张，采购标的稍有变化

2016 至 2018 年，金山办公向前五大供应商支付的费用从 3,843.85 万元增至 9,018.09 万元，占总采购金额的比重保持在 50% 上下。云存储、云计算等服务的采购规模迅速扩大，成为金山办公实施“云、AI、多屏、内容”办公应用新四大件布局的必要举措。主要采购标的新增了会员模板服务的采购，2018 年风尚云起向金山办公提供的服务价值 1,098.32 万元，这与办公增值服务正在成为公司业务的中流砥柱密切相关。

图 26: 2016 年前五大供应商

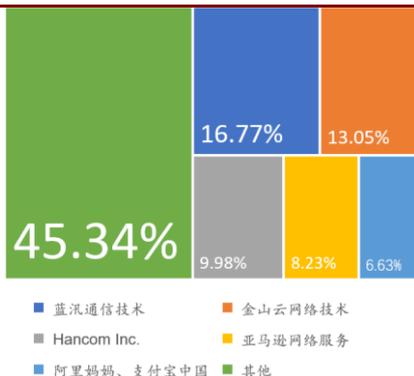


图 27: 2017 年前五大供应商

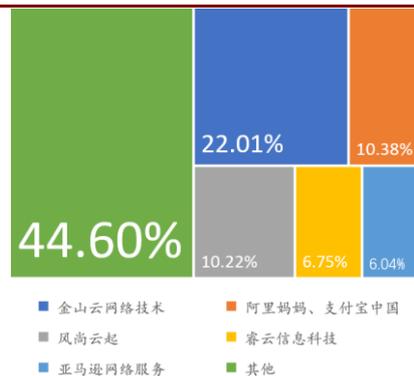
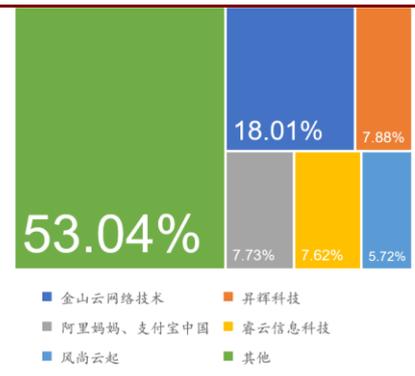


图 28: 2018 年前五大供应商



资料来源：金山办公、渤海证券

3.2 技术人才储备充足，研发费用规模不断扩张，知产成果丰硕

近三年，金山办公在技术研发上的投入连年增长，投入占营收比例保持在 35%以上。2018 年研发费用为 4.28 亿元，同比增长 60.72%。截至 2018 年底，公司员工总数为 1,911 人，其中研发人员 1,410 人，占公司总人数 74%。

图 29: 金山办公研发投入占营收的比例

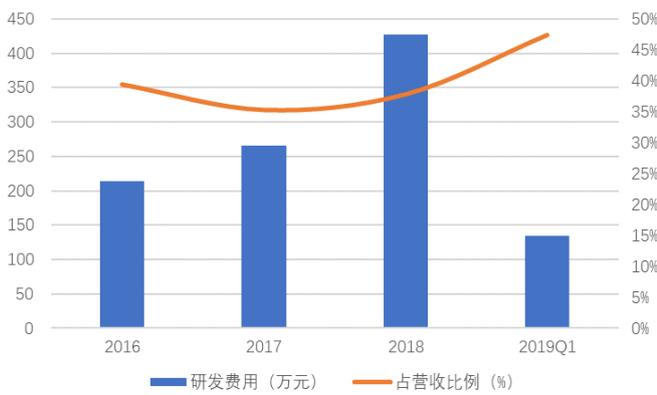
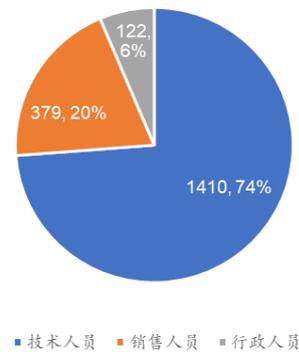


图 30: 金山办公研发人员数量及占比



资料来源：金山办公、渤海证券

资料来源：金山办公、渤海证券

核心技术自主研发，国内领先的知产成果丰硕，公司竞争力得以长期保持。截至 2018 年 12 月 31 日，金山办公及子公司拥有专利总计 164 项，计算机软件著作权 282 项。13 项核心技术全部自主研发，覆盖应用集成、多平台办公、云存储、智能文档创作及辅助多个领域，全方位支持产品与服务体系向好发展。

表 5: 金山办公知识产权数量

专利	数量	著作权	数量
国内专利	146	境内软件著作权	275
国外专利	18	境外软件著作权	7
专利使用许可	18	作品著作权	6

资料来源：金山办公、渤海证券

表 6: 金山办公核心技术

核心技术	技术来源	技术水平	技术领域
1 多平台操作系统适配技术	自主研发	国内领先	基于多平台的办公技术
2 面向多平台第三方应用的统一跨进程对象模型	自主研发	国内领先	基于多平台的办公技术
3 WPS 新内核引擎技术	自主研发	国内领先	基于多平台的办公技术
4 数据同步及安全存储技术	自主研发	国内领先	文档云存储技术
5 基于云端的移动共享技术	自主研发	国内领先	移动办公应用技术
6 快速缓存和全平台推送技术	自主研发	国内领先	移动办公应用技术

请务必阅读正文之后的免责声明

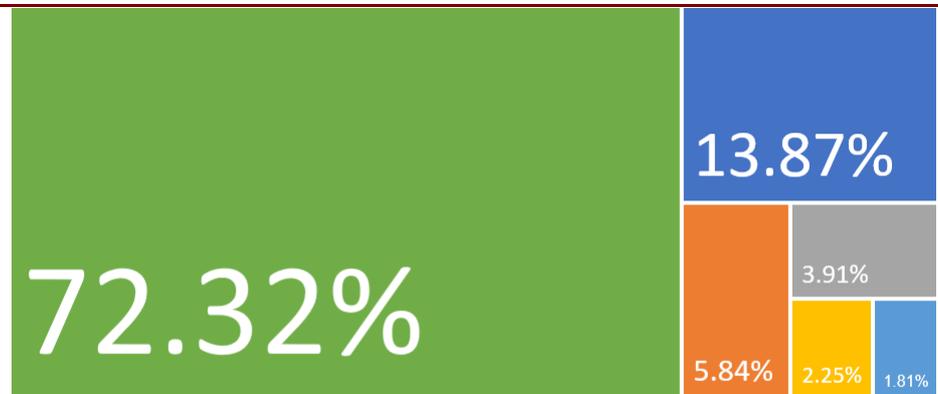
7	多形态终端自适应排版技术	自主研发	国内领先	移动办公应用技术
8	办公文档多端网络分享实现技术	自主研发	国内领先	移动办公应用技术
9	基于网络开放 API 的网络函数计算机制	自主研发	国内领先	多平台的网络化办公应用集成技术
10	非结构化文档的结构优化技术	自主研发	国内领先	多平台的网络化办公应用集成技术
11	文档智能美化技术	自主研发	国内领先	多平台的网络化办公应用集成技术
12	多平台协同编辑技术	自主研发	国内领先	多用户协同办公应用技术
13	基于大数据分析的知识图谱技术	自主研发	国内领先	智能文档创作及辅助技术

资料来源：金山办公、渤海证券

3.3 用户分散，前五大用户以接受互联网广告推广服务居多

截至 2018 年，阿里巴巴集团旗下公司连续三年成为金山办公最大的用户，2016 至 2018 年，公司向其提供互联网广告推广服务，并从中收入 8,625.21 万元、13,022.70 万元和 15,664.15 万元。中国仪器进出口集团连续 3 年分别向金山办公支付 5,116.91 万元、7267.85 万元和 4,415.17 万元用于获取办公软件产品授权和订阅办公增值服务，是公司最重要的办公产品与服务客户。

图 31：2018 年金山办公前五大用户



- 阿里妈妈、天猫、淘宝中国：广告
- 壹捌零数字技术：广告
- 中国仪器进出口集团：产品、服务
- 晟让信息技术：广告
- 腾讯计算机系统、腾讯科技：广告
- 其他

资料来源：金山办公、渤海证券

我们认为，导致这种情况的主要原因在于，金山办公拥有丰富的 C 端用户，使得其对于广告商来说具有较大的价值，因而大量采购了公司的互联网广告推广服务，从而成为了公司的前五大客户。而公司的主要收入仍旧来自于用户分散、客单价低，但收入总额庞大的 C 端用户市场。

3.4 2C 已成公司收入贡献主力，未来 B 端有望再次崛起

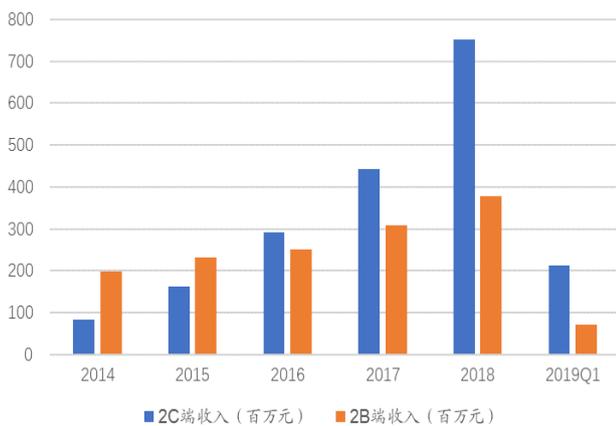
2B 端，主要指产品使用授权和机构客户的增值服务订阅；2C 端，主要指 WPS 会员、稻壳会员订阅和广告投放。

2016 年至 2018 年，金山办公 2B 端收入分别为 2.51 亿元、3.10 亿元和 3.79 亿元，较上年同期增速分别为 8.32%、23.40%和 22.31%，呈现稳定增长的趋势。

2016 年至 2018 年，金山办公 2C 端收入分别为 2.91 亿元、4.44 亿元和 7.51 亿元，两年实现 4.60 亿元的增长，公司同期营业收入增长 5.87 亿元，即 2C 端贡献了公司两年营收增加值的 78.36%，成为金山办公主要的盈利增长点。2018 年，2C 端收入占到当年营业总收入的近 66.48%，是公司目前最主要收入模式。

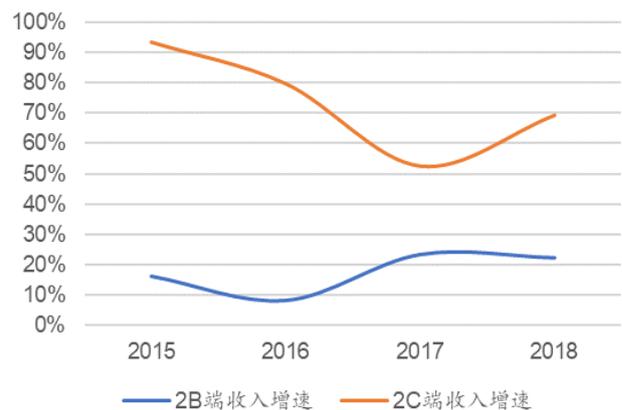
2014 年至 2018 年，金山办公 2B 端收入与 2C 端收入的差值由 1.15 亿元逐渐下降至 0.70 亿元、-0.40 亿元、-1.34 亿元乃至-3.72 亿元，由此可见 C 端已逐渐成为公司收入贡献的主要来源。

图 32: 金山办公 2B 端、2C 端收入对比



资料来源: Wind、渤海证券

图 33: 金山办公 2B 端、2C 端收入增速对比



资料来源: Wind、渤海证券

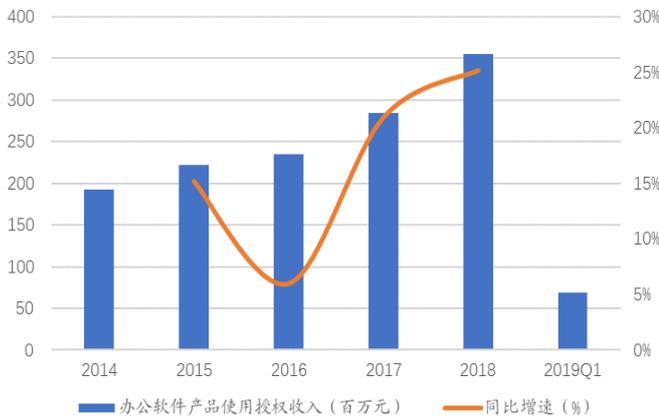
参考全球办公软件龙头厂商微软 Office 的营收结构，其营收主要来源于企业端，近三年微软 Office 的 B 端收入和 C 端收入的比例基本维持在 6.6: 1，表明 B 端才是办公软件市场最大的金主。我们认为，虽然目前 C 端收入已成为金山办公的收入贡献主力，但在我国大力推进软硬件自主可控的大背景下，办公软件的国产化也必然是其中的趋势之一。金山办公作为国产办公软件的龙头，将有望在国内的党政军客户中取得突破，国企、央企等也会陆续跟进。这一趋势将有望提升金山办公在政企端的销售额，B 端市场或将再次崛起。

3.4.1 2B 端：目前以软件授权为主，未来云订阅服务或将迎跨越式发展

2B 端的产品使用授权收入主要来自于政府和大型企业，在 2016 年至 2018 年分别为 2.35 亿元、2.84 亿和 3.56 亿，收入稳步上升，占主营业务收入的比例分别为 43.3%、37.7%和 31.5%，呈逐年下降的趋势。

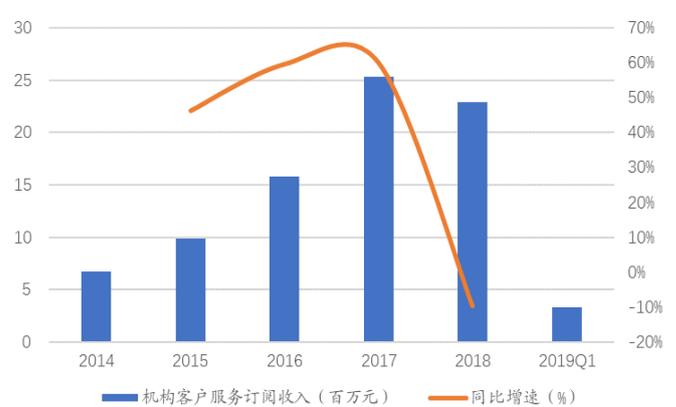
2B 的机构客户增值服务在 2016 年至 2018 年分别为 0.16 亿元、0.25 亿元和 0.23 亿元，占办公服务订阅收入的比例分别为 24.7%、14.6%和 5.8%，占比近三年来大幅下降，目前对营业收入贡献较小。参考国际巨头微软 Office 的发展经验，2017Q4, Office 365 的收入首次超过 Office License 的收入，我们认为，随着人们对协同办公、文档在线存储等的需求愈加强烈，办公软件的云化是大势所趋。未来，在“国产软件自主可控浪潮+云化趋势”的加持下，金山办公在 B 端的订阅收入有望迎来跨越式增长。

图 34：金山办公产品使用授权收入及增速



资料来源：Wind、渤海证券

图 35：金山办公机构客户服务订阅收入及增速



资料来源：Wind、渤海证券

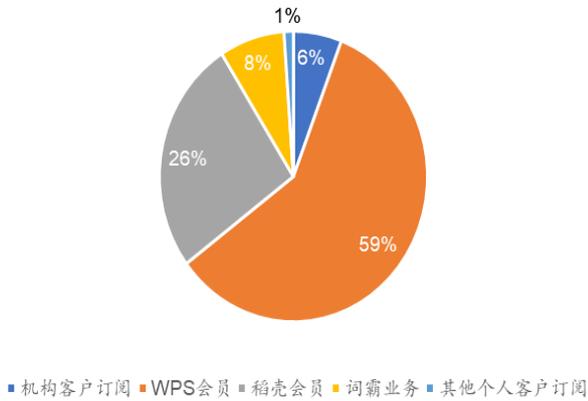
3.4.2 2C 端：服务升级 + 版权付费意识增强，个人订阅收入规模扩大，短期仍将保持高增长

个人订阅业务占办公订阅服务的比重较高，是办公订阅服务增长的主要驱动力，其规模呈扩大趋势。个人订阅的 ARPU 值从 2016 年的 21.69 元提升至 2018 年的 24.28 元。WPS 订阅的 ARPU 值由 2016 年的 26.16 元提升至 2018 年的 53.93 元。

付费月活数量大幅提升，从 2016 年的 77.8 万提升至 2018 年的 481.17 万，年均

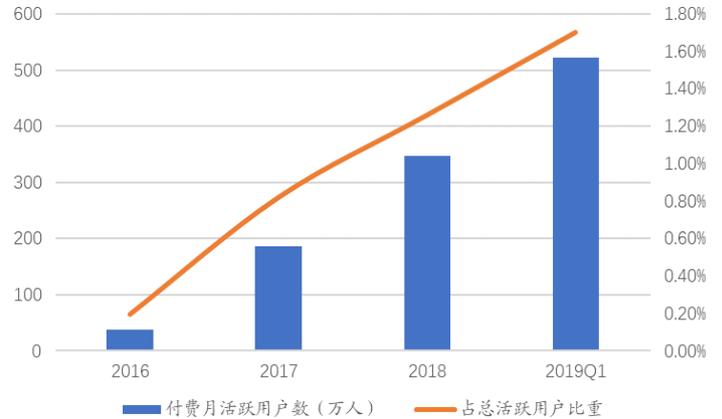
复合增速为 148.69%，占比全部月活用户数的比重由 0.36% 提升至 1.55%。

图 36: 办公订阅服务收入占比



资料来源: Wind、渤海证券

图 37: 金山办公月活付费用户数及占比

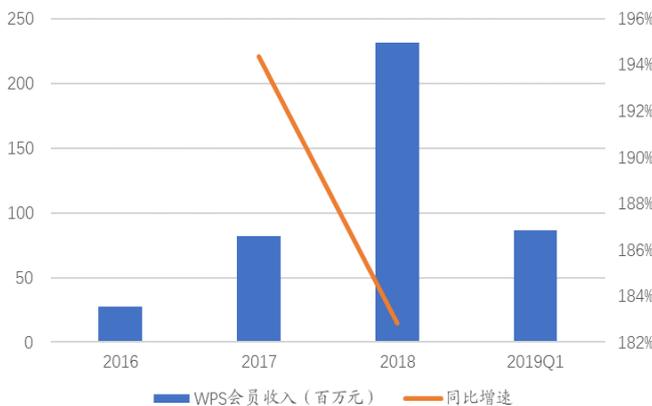


资料来源: Wind、渤海证券

WPS 会员收入 2016 年至 2018 年分别为 0.28 亿元、0.82 亿元和 2.31 亿元，年复合增长率高达 189%，可谓涨势迅猛。占 WPS 办公服务订阅收入的比例分别为 43.3%、47.2%和 58.9%，足见其在办公增值服务体系中的重要性。

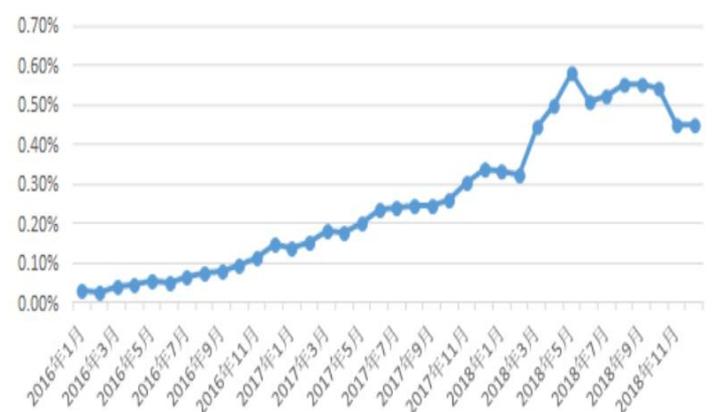
WPS 会员服务类型和付费渠道不断改进，付费用户数量不断增长。WPS 桌面版先后增加了云字体、数据恢复、文档修复、图片边框、PDF 转 DOC、OCR 识别、图片转 PDF 等特权；移动端先后增加了 WPS 云服务、图片分享、云字体、文档瘦身、共享播放、文档恢复、阅读背景、演讲实录、PDF 签名等功能，WPS 会员使用体验大幅改善。此外，通过场景优化，公司改善了用户从体验产品到付费购买的中间流程，如电脑端早期需单独打开浏览器支付、后期仅需在 WPS 软件内扫码支付，移动端中用户点击某功能按键时即直接跳转至付费界面，提升了用户的付费转换率，付费用户规模因此呈上升趋势。

图 38: 金山办公 WPS 会员收入及增速



资料来源: Wind、渤海证券

图 39: 金山办公 WPS 付费用户转化率

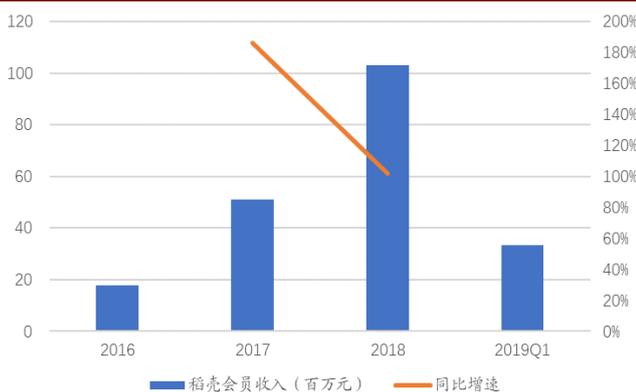


资料来源: Wind、渤海证券

稻壳会员收入 2016 年至 2018 年分别为 0.18 亿元、0.51 亿元和 1.03 亿元，占 WPS 办公服务订阅收入的比例分别为 27.8%、29.5%和 26.3%，对 2C 端业务收入的贡献相对稳定。

稻壳儿会员商业模式的拓展、精品文档内容的拓展和垂直行业的精准推送吸引了越来越多的付费用户。2017 年以前稻壳儿均采用预充值分次单独购买模板的商业模式，单价相对高因此付费用户粘度相对低，2017 年 1 月正式引入以月度付费购买的稻壳儿会员体系，支付特定月费/年费后用户即可享受一定数量模板的免费下载、优选模板八折购买等特权，该模式对用户有较大吸引力；稻壳儿模板提供方原以个人为主，使得公司难以对模板的质量和数量进行精准的管理，后逐步引入会计学堂、学科网、HRbar、阿斯达等多家不同行业领域的机构进驻和大 IP 的加盟，使得精品文档内容不断拓展；另外，公司还逐步采用 AI 平台提供的精准数据，识别用户偏好，向用户精准推送行业模板，提高付费转化率。

图 40: 金山办公稻壳会员收入及增速



资料来源: Wind、渤海证券

图 41: 金山办公稻壳付费用户转化率

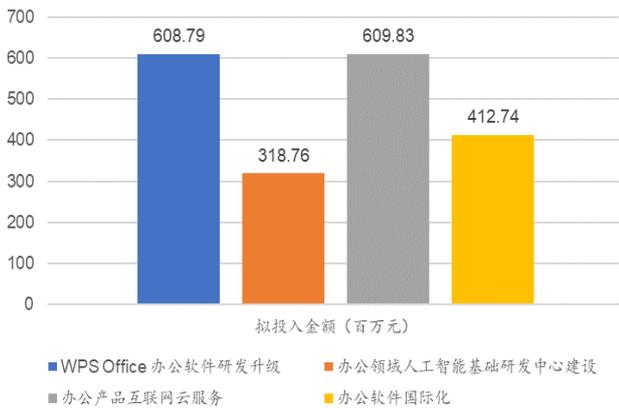


资料来源: Wind、渤海证券

4.着力开发升级软件和配套云服务,人工智能研发与产品国际化步伐加快

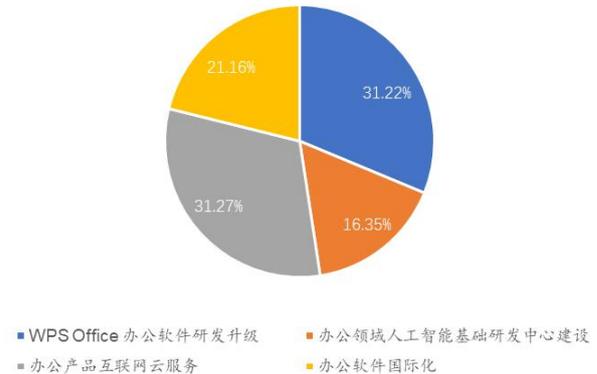
金山办公的投建项目有四大方向，分别是 WPS Office 办公软件研发升级、办公领域人工智能基础研发中心建设、办公产品互联网云服务以及办公软件国际化，各方向拟投入金额占总募集资金比例依次为 31.22%、16.35%、31.27%和 21.16%。

图 42: 金山办公各项目拟投入金额



资料来源: 金山办公, 渤海证券

图 43: 金山办公各项目拟投入金额占比



资料来源: 金山办公, 渤海证券

WPS Office 办公软件研发升级主要关注智能化和安全可靠, 办公领域人工智能基础研发的主要方向是提升软件对自然语言、图像文字的理解处理能力, 办公产品互联网云服务聚焦云和其他增值服务项目的升级, 办公软件国际化则是在适应全球用户需求、建设全球营销服务体系方面发力。

未来, 金山办公将顺应国内产业规划, 适应全球竞争环境, 继续走应用场景化、工具服务化的移动办公之路, 构建 WPS Office 办公产品云服务体系以响应全球用户需求, 解决移动办公数据流转和协作问题, 成为世界领先的办公软件民族企业。具体举措包括: 第一, 坚持企业文化建设, 提高员工素质, 建立并完善科技人才和高级管理人才的引进和激励机制, 提供良好的工作环境和发展机遇; 第二, 开发具有高技术含量的产品和服务, 增强用户体验, 扩大用户规模; 第三, 利用已有优势拓展国内外市场, 提高市占率和品牌影响力。

5. 盈利预测与投资建议

核心假设:

1) 2B、2C 订阅服务均保持快速增长; 2) 互联网广告推广服务保持稳健增长; 3) 办公软件产品使用授权保持稳健增长。

综上, 我们预计公司 2019-2021 年的营业收入分别为 15.79 亿元、21.37 亿元、28.36 亿元, 同比分别增长 39.8%、35.33%、32.70%; 归母净利润分别为 4.37 亿元、6.05 亿元、8.14 亿元, 对应的 EPS 分别为 1.21 元、1.68 元、2.26 元。

风险提示: 订阅服务增速不及预期、在经济不景气的背景下致使互联网广告收入

下滑、AI 进展不及预期。

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司就不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券股份有限公司研究所

所长&金融行业研究

张继袖
+86 22 2845 1845

副所长&产品研发部经理

崔健
+86 22 2845 1618

计算机行业研究小组

王洪磊 (部门经理)
+86 22 2845 1975
张源
+86 22 2383 9067
王磊
+86 22 2845 1802

汽车行业研究小组

郑连声
+86 22 2845 1904
陈兰芳
+86 22 2383 9069

食品饮料行业研究

刘瑀
+86 22 2386 1670

电力设备与新能源行业研究

张冬明
+86 22 2845 1857
刘秀峰
+86 10 6810 4658
滕飞
+86 10 6810 4686

医药行业研究小组

徐勇
+86 10 6810 4602
甘英健
+86 22 2383 9063
陈晨
+86 22 2383 9062

通信行业研究小组

徐勇
+86 10 6810 4602

公用事业行业研究

刘蕾
+86 10 6810 4662

餐饮旅游行业研究

刘瑀
+86 22 2386 1670
杨旭
+86 22 2845 1879

非银金融行业研究

洪程程
+86 10 6810 4609

中小盘行业研究

徐中华
+86 10 6810 4898

机械行业研究

张冬明
+86 22 2845 1857

传媒行业研究

姚磊
+86 22 2383 9065

固定收益研究

崔健
+86 22 2845 1618
夏捷
+86 22 2386 1355
朱林宁
+86 22 2387 3123

金融工程研究

宋旻
+86 22 2845 1131
张世良
+86 22 2383 9061

金融工程研究

祝涛
+86 22 2845 1653
郝惊
+86 22 2386 1600

流动性、战略研究&部门经理

周喜
+86 22 2845 1972

策略研究

宋亦威
+86 22 2386 1608
严佩佩
+86 22 2383 9070

宏观研究

宋亦威
+86 22 2386 1608
孟凡迪
+86 22 2383 9071

博士后工作站

张佳佳 资产配置
+86 22 2383 9072
张一帆 公用事业、信用评级
+86 22 2383 9073

综合管理&部门经理

齐艳莉
+86 22 2845 1625

机构销售•投资顾问

朱艳君
+86 22 2845 1995
刘璐

合规管理&部门经理

任宪功
+86 10 6810 4615

风控专员

张敬华
+86 10 6810 4651

渤海证券研究所

天津

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: (010) 68104192

传真: (010) 68104192

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn