

匠心三十载，再启新征程

——金山办公 (688111.SH) 新股定价报告

科创板新股深度

◆成长路径清晰的自主办公软件龙头

公司主要面向机构客户和个人用户提供WPS Office办公套件授权及订阅服务，并基于庞大用户群开展在线广告业务。2019年3月公司主要产品月活数超过3.28亿，其中WPS Office桌面版月活超过1.32亿，WPS Office移动版月活超过1.87亿，覆盖全球超过220个国家和地区。公司2018年实现营收11.30亿元同增50%，实现归属于母公司所有者净利润3.11亿元同增45%。2014-2018年收入和利润复合增速分别为41%和118%。

◆个人用户渗透尚有充足成长空间

在价格和可得性体验作为普通用户群体最为关注的选用Office办公产品标准的背景下，公司采取基础功能免费的产品策略，远低于竞争对手的价格策略，联合手机厂商预装移动端应用的市场策略，从而获得领先的市场优势，移动端产品在国内占据首位。持续扩大用户基础，不断提升付费用户转化率，走出一条清晰成长路径。2019年3月公司PC端+移动端总月活数3.29亿个，占2018年末中国基础办公软件6.55亿用户的50%。其中付费月活数570万，占公司总月活数1.7%。市场渗透率和付费转化率均有很大提升空间。2018年个人用户订阅业务实现收入3.7亿元同增150%。

◆机构客户拓展受益自主可控

公司产品在政府、金融、能源、航空等多个领域得到广泛应用，覆盖30多个省市自治区政府、400多个市县级政府。服务58%世界五百强的中国企业，85%央企公司，五大国有和11家全国性股份制商业银行亦是公司客户。在办公软件市场保持年均12%增速基础上，国家大力推行自主可控将带来更大助力。公司产品全面支持国产芯片和操作系统，有望在党政机关、事业单位和重要行业等自主可控要求高的领域逐渐完成存量海外产品的进口替代。2018年机构客户服务业务实现收入3.79亿元同增22%。

◆盈利预测与估值结论：预计公司2019-2021年归属于上市公司股东的净利润为3.66、6.15、8.13亿元，对应的EPS分别为0.79、1.33、1.76元/股。综合绝对估值和相对估值，合理估值区间为44.15-47.87元/股。

◆风险提示：机构客户数增长不达预期，行业竞争加剧，总月活用户数增长不达预期，研发费用税前加计扣除税收优惠的风险。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	753	1,130	1,562	2,152	2,894
营业收入增长率	38.84%	49.97%	38.30%	37.76%	34.47%
净利润(百万元)	214	311	366	615	813
净利润增长率	64.97%	44.94%	17.75%	68.19%	32.08%
EPS(元)	0.46	0.67	0.79	1.33	1.76
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.63%	26.17%	5.91%	9.10%	10.81%
PE	99	68	58	34	26

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

注：EPS是按照发行1.01亿新股之后的股本计算，PE按照45.86元/股发行价计算。

定价区间

44.15元-47.87元

分析师

卫书根 (执业证书编号：S0930517090002)
021-52523858
weishugen@ebsecn.com

姜国平 (执业证书编号：S0930514080007)
021-52523857
jianggp@ebsecn.com

万义麟 (执业证书编号：S0930519080001)
021-52523859
wanyilin@ebsecn.com

发行数据

发行价格：45.86(元)

发行PE：78(倍)

发行规模：101.00(百万股)

发行方式：战略配售,网下询价,上网定价

发行日期：20191107

资料来源：Wind

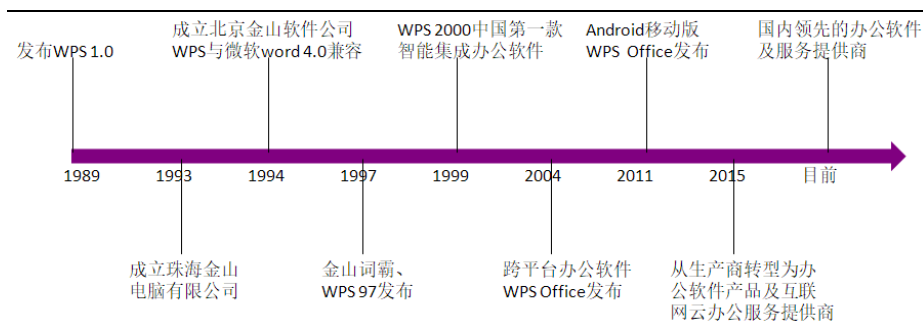
注：发行PE以最新财报数据和发行后总股本计算

1、领先的办公软件及服务提供商

公司是国内领先的办公软件和服务提供商。旗下主要产品包括 WPS Office 办公套件及金山词霸等软件。公司前身为金山软件旗下独立的办公软件业务主体。1989 年 WPS 1.0 发布；1994 年 WPS 占领中文文字处理市场 90%，与微软 word 4.0 兼容；1997 年发布词典软件金山词霸，发布 WPS 97，是第一个在 windows 平台上运行的中国本土文字处理软件，支持所见即所得；1999 年 WPS 2000 发布，集成文字、电子表格、多媒体演示制作等多种功能；2011 年发布 Android 移动版，实现移动办公；2016 年公司从生产商转型为办公软件产品及互联网云办公服务提供商。

公司拥有办公软件领域 30 余年研发经验及技术积累，基于办公应用向客户提供定制、多平台协作等增值服务，同时以产品为媒介提供互联网广告推广服务，并积极拓展互联网办公云服务业务。2019 年 3 月，公司主要产品月度活跃用户数超过 3.28 亿，其中 WPS Office 桌面版月活超过 1.32 亿，WPS Office 移动版月活超过 1.87 亿，金山词霸等产品月活接近 1000 万。覆盖全球超过 220 个国家和地区，领先其他国产办公软件。

图 1：公司的发展历程

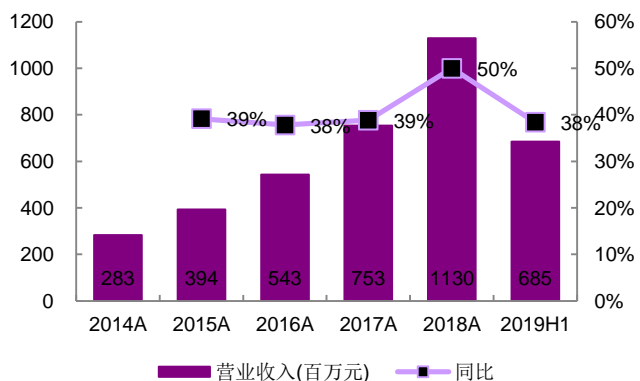


资料来源：公司公告 光大证券研究所整理

1.1、收入及业务结构

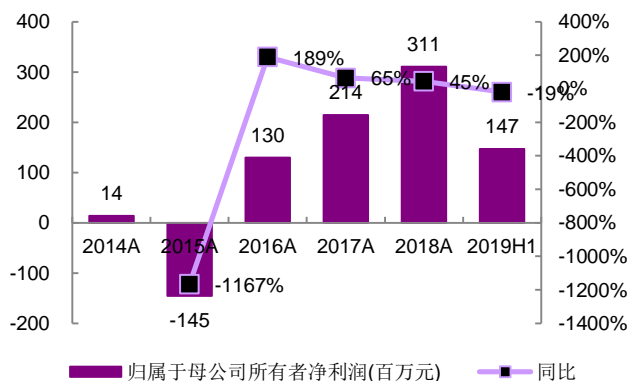
收入和利润。公司 2016-2018 年实现营收分别为 5.43 亿元、7.53 亿元、11.30 亿元，2017-2018 年营收同比增速分别为 39%、50%。2016-2018 年归属于母公司所有者净利润分别为 1.30 亿元、2.14 亿元和 3.11 亿元，2017-2018 年利润同比增速分别为 65%、45%。2019 年上半年公司实现营收 6.85 亿元同增 38%，实现归属于母公司所有者净利润 1.47 亿元同降 19%。净利润下滑主要是公司为未来业务发展与募投项目的开展储备人才，带来研发人员数量较去年同期增长 48%，对应研发费用较去年同期增加 1.16 亿元所致。

图 2：公司营收变动情况



资料来源：公司公告

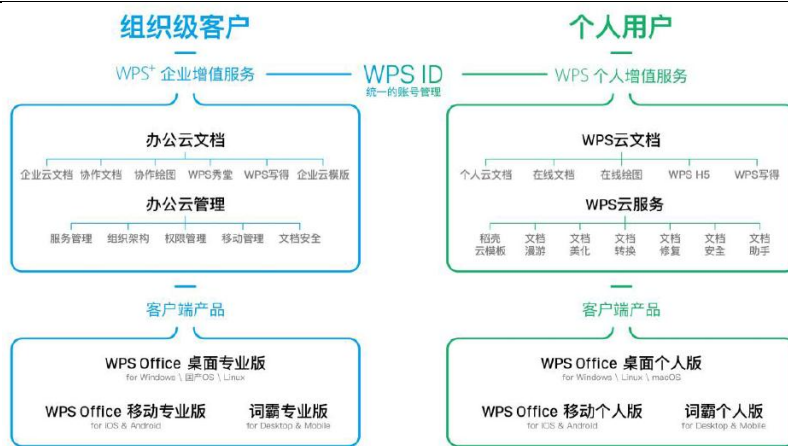
图 3：公司归属于母公司所有者利润变动情况



资料来源：公司公告

收入结构。公司的收入来源主要包括：WPS Office 办公套件授权收费、WPS Office 办公套件和金山词霸订阅服务收费，以及以公司产品、官网等为载体向广告客户提供的广告营销服务收费。2018 年公司办公服务订阅实现收入 3.93 亿元同增 127%，占总营收的 35%；办公软件产品授权实现收入 3.56 亿元同增 25%，占总营收的 32%；互联网广告推广服务实现收入 3.81 亿元同增 29%，占总营收的 34%。在地区结构上，公司在大陆实现收入 7.31 亿元占比 92%，日本实现收入 834 万元占比 1%，海外其他地区实现收入 5483 万元占比 7%。

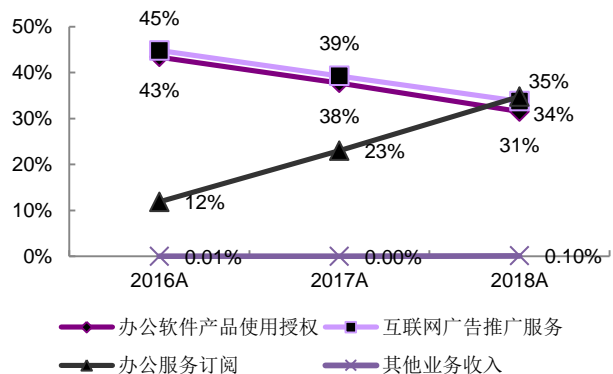
图 4：公司主要产品及服务矩阵图



资料来源：公司公告

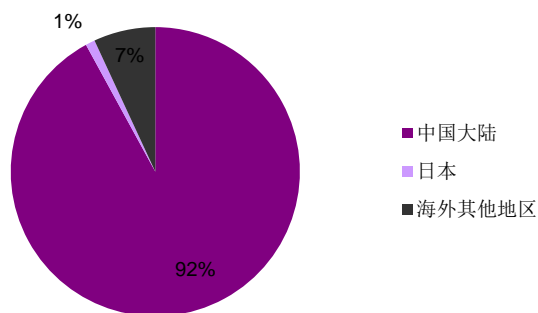
公司三大主要业务均保持较高增长速度，办公服务订阅增长速度最快，占总营收比例稳步上升。随着移动互联网时代的高速发展，办公用户需求的不断提升，个人用户和组织级用户群体中，为服务付费的观念逐渐形成，公司产品服务化转型效果明显。与转型推进对应的是，公司预收账款大幅增长，从 2014 年底的 978 万元上升到 2019 年中期的 2.53 亿元。

图 5：公司 2016-2018 年各业务的收入占比



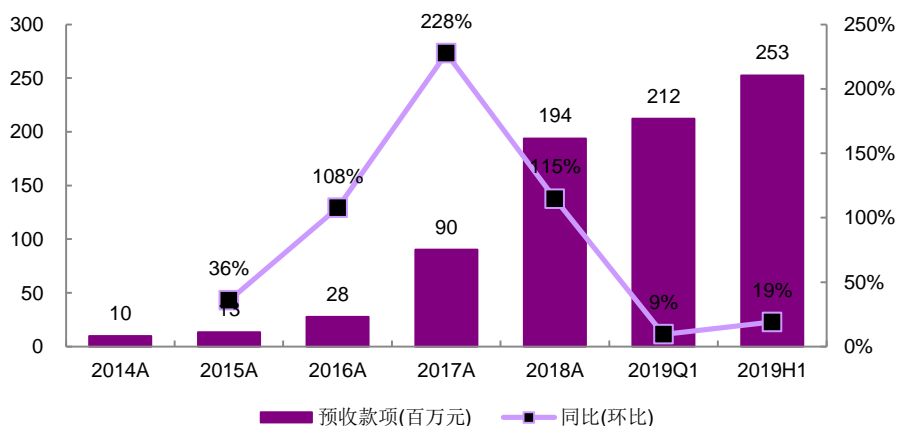
资料来源：公司公告

图 6：2018 年公司按照区域计算收入占比



资料来源：公司公告

图 7：公司预收账款变化与商业模式转型相匹配

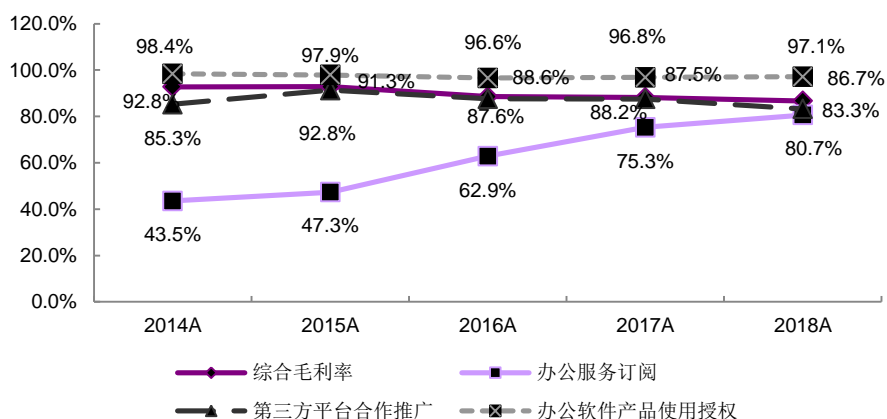


资料来源：公司公告

注：预收账款数据中，2014-2018 年之间增速是同比数据，2018-2019H1 之间增速是环比数据。

成本结构。公司业务以软件授权、办公服务订阅及互联网广告为主，因此主要成本来自 IDC 服务器租赁及 CDN 带宽成本，公司办公服务订阅业务在销售第三方开发的文件模板和第三方服务时需要与版权所有人按照约定比例分成，因此会员功能服务采购成本占比较大，毛利率相较其它业务略低。公司综合毛利率由 2014 年的 92.8% 下降到 2018 年的 86.7%，主要是毛利率偏低的办公服务订阅业务收入占比提升所致。

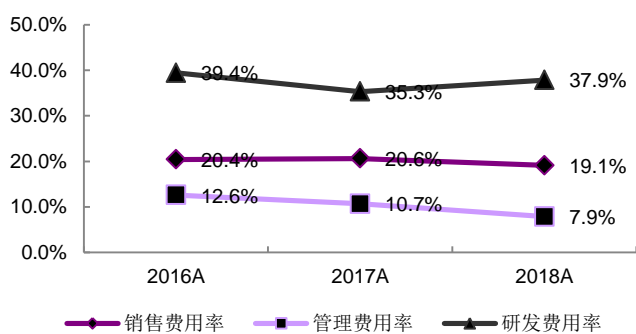
图 8：公司 2014-2018 年综合毛利率及分业务毛利率情况



资料来源：公司公告

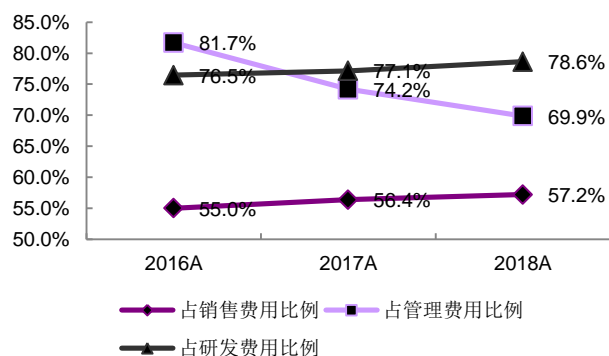
费用结构。对于软件市场，产品的快速迭代升级是保持竞争力的重要基础，同时通过广告等营销手段扩大产品知名度，实现产品与潜在用户的快速触达是市场拓展的重要手段，因此研发费用率和销售费用率往往较高。公司 2016-2018 年研发费用率分别为 39.4%、35.3%、37.9%，销售费用率分别为 20.4%、20.6%、19.1%，管理费用率分别为 12.6%、10.7%、7.9%。管理费用率降幅明显主要是股份支付费用下降所致。从费用细节看，人员薪酬是主要费用支出。我们加总计算 2016-2018 年三费中人员薪酬及股份支付占总费用的比例可得，员工薪酬占比分别为 71.3%、70.2%、71.2%。与费用支出相匹配的是，公司人员结构中，技术人员 2018 年占比 74%。

图 9：公司 2016-2018 三项费用率



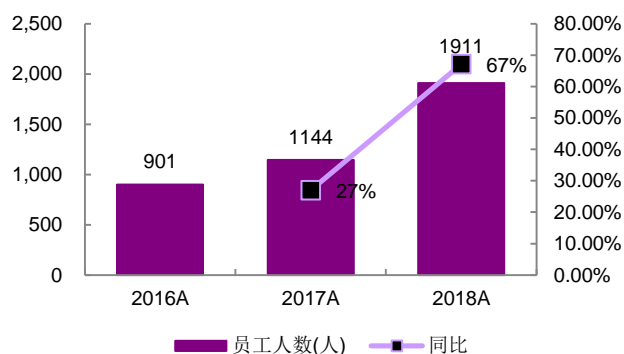
资料来源：公司公告

图 10：公司 2016-2018 年人员薪酬占三项费用比例



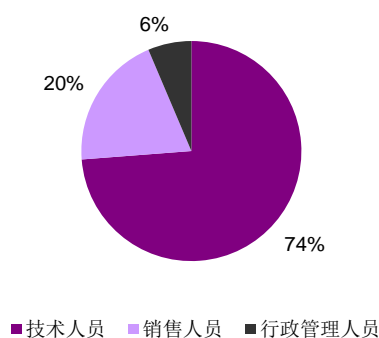
资料来源：公司公告

图 11：公司 2016-2018 年员工人数变化



资料来源：公司公告

图 12：公司人员结构

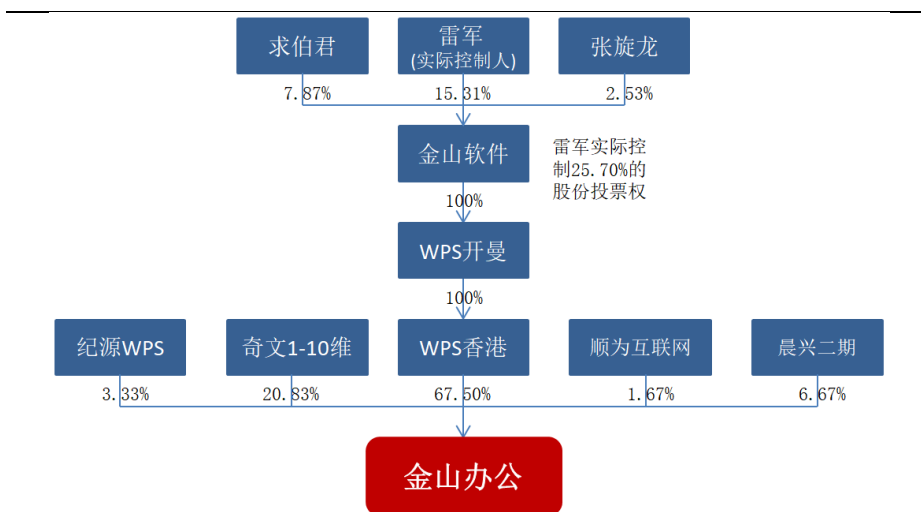


资料来源：公司公告

1.2、股权结构

截止 2019 年 1 月，实际控制人雷军先生控制公司 25.7% 的股份表决权，间接持有公司 11.99% 的股份。此外公司股东中的奇文一维、奇文二维等企业是面向公司高管及核心员工的股权激励平台，合计持有公司发行前 20.83% 的股份。

图 13：公司发行前的股权结构图



资料来源：公司公告

表 1：金山办公旗下控股子公司一览

公司名称	成立时间	主要产品	与金山办公关系	总资产(百万元)	净资产(百万元)	净利润(百万元)
珠海奇文	2009/8/21		软件产品研发	85.62	85.35	158.74
广州金山移动	2013/11/12	WPS Office 桌面个人版	研发支持和代理运营、网络运营	64.61	49.60	27.67
金山办公香港	2011/9/15	WPS Office Professional 2016、WPS Office 日文版办公软件 V10	代理港澳台销售业务	135.03	117.58	34.10
珠海金山办公	2009/10/22	WPS Office 桌面专业版、WPS Office 移动版、WPS Office 云办公、网络运营	委托研发、代理销售和代理运营	773.11	385.62	134.83

武汉金山办公	2017/12/15	WPS 云平台、WPS Office 海外版、人工智能产品	研发支持、代理销售和代理运营	130.95	95.80	45.80
金山办公爱尔兰	2013/9/26		为发行人持有金山办公美国的持股主体	7.88	7.88	-0.25
金山办公美国	2013/9/10	WPS Office 多语言版	代理欧美业务拓展	15.02	7.52	-0.03
安徽金山办公	2018/7/19	WPS 云平台、人工智能产品	研发支持、代理销售和代理运营	3.44	0.73	-3.27
金山办公科技	2018/10/31		为发行人持有金山办公印度的持股主体	尚无业务开展		
金山办公印度	2019/3/25		代理软件销售推广	尚无业务开展		

资料来源：公司公告

注：子公司的财务数据均是 2018 年数据。

1.3、募投项目

募投项目。公司本次拟发行不超过 1.01 亿股股票预计募集资金 46.32 亿元，投向 WPS Office 办公软件升级方向、办公领域人工智能基础研发中心建设方向、办公产品互联网云服务方向和办公软件国家化方向等四个项目：

■ **WPS Office 办公软件研发升级方向：**本方向共有 2 个项目。

(1)WPS Office 办公软件客户端增强与优化项目：在原有的 WPS Office 产品基础上，对 WPS 文字、WPS 表格、WPS 演示及 PDF 阅读等核心模块进行研发升级、实现数据的智能处理、数据交互以及数据可视化等。

(2)WPS Office 办公软件安全可靠增强与优化项目：重点研究安全可靠基础软硬件应用的开发与系统适配技术，定制和增强办公软件应用及安全功能，提升办公软件性能及效率，重点对 WPS 文字、WPS 表格、WPS 演示及 PDF 阅读等核心模块进行研发升级，定制符合国家标准办公应用接口，为安全可靠平台下的办公应用提供解决方案。

■ **办公领域人工智能基础研发中心建设方向：**本方向共分为 3 个项目。

(1)基于海量语料的人机协同辅助写作系统研发项目，旨在研发适合多领域的辅助协作系统，提供协作模版、语料素材推荐和文档校对等辅助写作功能。

(2)AI 自然语言处理平台项目，基于海量语料构建的深度语言模型和知识图谱，可以用于多种 NLP 任务的基础设施，帮助各个 NLP 任务提升准确率。

(3)AI 计算机视觉识别平台项目，旨在开发基于深度学习的计算机视觉模型，实现对文字载体的检测和识别，实现对图片进行文字提取。

■ **办公产品互联网云服务方向：**本方向共分为 2 个项目。

(1)办公产品云服务研发中心建设项目：基于公司现有的 WPS Office 产品体系，通过建设 WPS 云文档和 WPS+ 云办公两个子项目，增强公司现有产品的云端服务能力。

(2)互联网增值服务研发项目：基于公司现有的 WPS Office 产品体系，通过 WPS 会员增值服务研发升级和稻壳增值服务升级两个子项目，增强公司现有办公增值服务能力。

- **办公软件国际化方向：**本方向的建设目标是基于公司产品和服务持续开发，为满足全球用户差异化办公需求，推动 WPS Office 办公软件全球化，建设全球产品及品牌营销服务体系。本方向分为 3 个项目，分别为 WPS Office 办公产品及服务全球化研发升级项目、全球技术服务支持中心建设项目、全球营销网络服务中心建设项目。

表 2：公司募投项目一览

序号	方向/项目名称	总投资额(百万元)	拟用募集资金投入金额(百万元)
1	WPS Office 办公软件研发升级方向	608.79	608.79
1.1	WPS Office 办公软件客户端增强与优化项目	404.10	404.10
1.2	WPS Office 办公软件安全可靠增强与优化项目	204.69	204.69
2	办公领域人工智能基础研发中心建设方向	318.76	318.76
2.1	基于海量语料的人机协同辅助写作系统研发项目	107.93	107.93
2.2	AI 自然语言处理平台项目	105.17	105.17
2.3	AI 计算机视觉识别平台项目	105.66	105.66
3	办公产品互联网云服务方向	609.83	609.83
3.1	办公产品云服务研发中心建设项目	204.13	204.13
3.2	互联网增值服务研发项目	405.70	405.70
4	办公软件国际化方向	512.74	512.74
4.1	WPS Office 办公产品及服务全球化研发升级项目	203.92	203.92
4.2	全球技术服务支持中心建设项目	206.15	206.15
4.3	全球营销网络服务中心建设项目	102.67	102.67
合计		2050.13	2050.13

资料来源：公司公告

2、个人用户渗透尚有充足成长空间

在价格和可得性体验作为普通用户群体最为关注的 Office 办公产品选用标准的背景下，金山办公采取基础功能免费的产品策略，远低于竞争对手的价格策略，联合手机厂商预装移动端应用的市场策略，从而获得了领先的市场优势，移动端产品在国内占据首位。在持续扩大用户占有的基础上，不断提升付费用户转化率，从而形成一条清晰的成长路径。此外公司不断拓展国外市场，国际化战略有望打造新的增长极。

2.1、免费聚集流量，增值服务打开变现通道

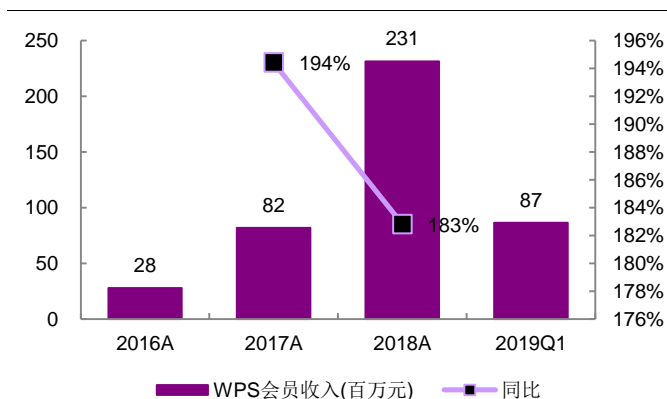
公司针对个人用户提供免费版本的 WPS 套装软件，包括桌面版和移动版。个人用户在基础版本上通过购买会员可以获得文档漫游、专业模板、更大私人专属空间等增值服务。会员体系包括 WPS 会员、稻壳会员、超级会员、精品课会员四类。截止 2018 年底，公司 WPS 会员数由 2016 年的约 99 万人增长至约 575 万人，稻壳会员数由 2016 年的约 106 万人增长至 357 万人。公司 2018 年个人用户订阅业务实现收入 3.70 亿元，其中 WPS 会员（包含超级会员）贡献收入 2.31 亿元，占比 62%；稻壳会员贡献收入 1.03 亿元占比 28%；另外公司金山词霸业务收入 3086 万元占比 8%。

表 3: 公司的 WPS 会员体系及服务内容介绍

服务内容	会员体系	价格	主要服务
WPS 服务	WPS 会员	89 元/12 月、169 元/24 月、228 元/36 月、15 元连续包月(次月起 9 元)	文档修复、数据恢复、图片转文字、PDF 转换、PDF 编辑、全文翻译、表格工具、WPS 云文档、思维导图、流程图、写作模式
	超级会员	179 元/12 月、299 元/24 月、69 元/3 月、30 元连续包月(次月起 21 元)	WPS 会员所有特权、稻壳会员所有特权、模板免费 300 次/月、全文翻译 100 页/月、365G 超大云空间、单附件 1G 文档上传
	稻壳会员	39.9 元/3 月、49 元/6 月、89 元/12 月、20 元连续包月(次月起 15 元)	300 次/月模板、PPT 一键美化、字体/艺术字不限次、图标/图片不限次、图表/符号不限次、渐变色/主题色不限次、脑图/流程图模板、会员免广告
	精品课会员	698 元/年	230+课程、160+本有声书、150+大咖亲授、10 位职业顾问、尊贵标识、每周更新
金山词霸	收入主要来自商城中付费课程、电子书销售等。		

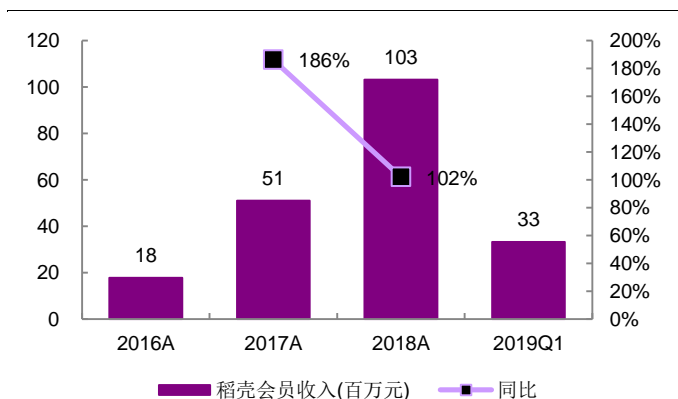
资料来源: 公司官网, 公司公告, 光大证券研究所整理

图 14: 公司 WPS 会员收入及增速



资料来源: 公司公告

图 15: 公司稻壳会员收入及增速



资料来源: 公司公告

2.2、产品是基础，价格+市场策略决定格局

Office 办公软件经过三十年的发展，产品早已成熟。无论是龙头微软，还是后起之秀金山办公，基本软件产品功能上差异已经逐渐被抹平，更多的差异还是来自基于用户群个性化需求的本地化处理带来用户体验上的细微差别，以及产品矩阵丰富度的差别。比如微软的 office 系列产品包括 Word、Excel、PowerPoint、Onenote、Outlook、OneDrive、SharePoint、Microsoft Teams，而金山对应的产品系列包括 WPS 文字、WPS 表格、WPS 演示、PDF 阅读等。

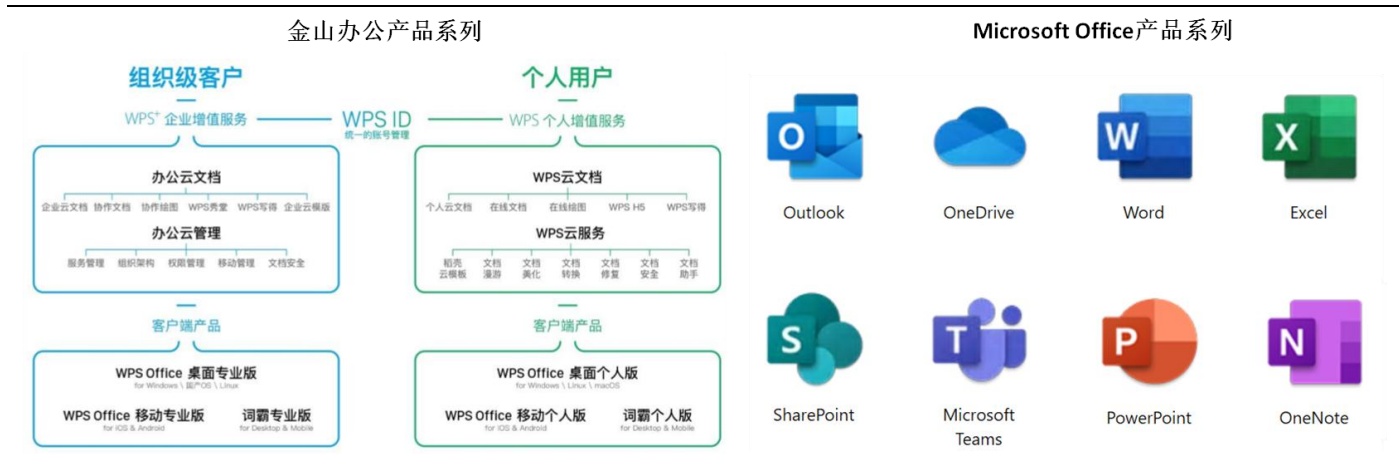
表 4: 不同办公软件的差别主要体现在开放性及操作便捷性的辅助工具上

分类	对比项	WPS Office 2019	微软 Office 2019	Google Docs
组件	核心产品模块	文字处理、电子表格、演示文稿、PDF	文字处理、电子表格、演示文稿	文字处理、电子表格、演示文稿
标准支持	OOXML 格式标准	兼容性强	标准制定者	一般
	PDF 格式	支持阅读和编辑	不支持	不支持
	UOF 中文格式标准	标准制定者	支持	不支持
	OFD 版式文件标准	支持	不支持	不支持
	公文标准	支持	支持	不支持
	多人协作编辑	支持	支持	支持

	文档存储服务	全球	全球	仅境外
	私有化部署	支持	不支持	不支持
云服务	在线资源	百万级的文档模板、图标、字体、图片、图表等等各种素材	基础模板	基础模板
二次开发	二次开发	本地二次开发、web 二次开发	本地二次开发	web 二次开发
人工智能	AI	PPT 美化、校对、辅助写作、图像处理、OCR	PPT 美化、翻译	PPT 美化

资料来源：公司公告

图 16: 金山办公产品系列 VS Microsoft Office 产品系列



资料来源：公司公告，Microsoft Office 官网

对于普通用户而言，高频使用的仅是办公软件的基础功能，而基础功能对于 Microsoft office 和 WPS office 这类市场头部产品基本都是标配，彼此之间差异极小，此时价格与市场策略就成了竞争的胜负手。WPS office 采用基础版本软件免费的策略使得用户在产品获得时门槛更低体验更好，同时每个月 15 元左右的会员成本相比 Microsoft office 价格优势明显，无疑在个人用户市场更有潜力。

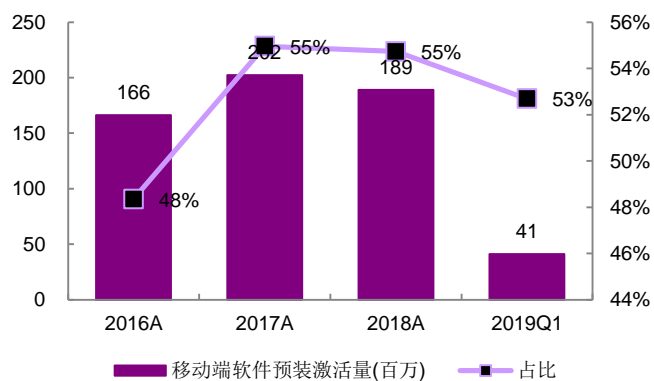
图 17: Office 365 定价

<p>Office 365 家庭版</p> <p>¥498.00 /年</p> <p>★★★★★</p> <p>立即购买</p> <p>免费试用 1 个月 ></p> <p>与家庭成员分享，最多支持 6 位家庭成员，他们可在其所有设备上使用。</p> <p>包含的 Office 应用</p> <p>Word Excel PowerPoint Outlook</p> <p>Publisher (仅适用于电脑) Access (仅适用于电脑)</p> <p>包含的服务</p> <p>OneDrive</p>	<p>Office 365 个人版</p> <p>¥398.00 /年</p> <p>★★★★★</p> <p>立即购买</p> <p>对于一位成员，在你的所有设备上使用。</p> <p>包含的 Office 应用</p> <p>Word Excel PowerPoint Outlook</p> <p>Publisher (仅适用于电脑) Access (仅适用于电脑)</p> <p>包含的服务</p> <p>OneDrive</p>	<p>Office 家庭和学生版 2019</p> <p>¥748.00</p> <p>☆☆☆☆☆</p> <p>立即购买</p> <p>一次性购买</p> <p>对于一个人，在 1 台电脑或 Mac 上安装。</p> <p>包含的 Office 应用</p> <p>Word Excel PowerPoint</p> <p>包含的服务</p> <p>(不含)</p>
--	--	---

资料来源：Office 官网

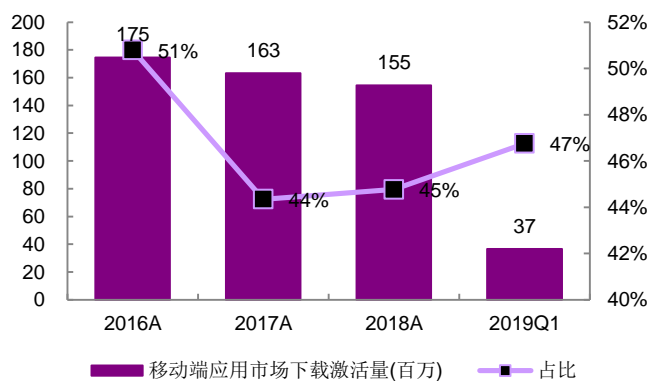
每一次的技术迭代都将带来新的产品机遇。金山办公相比竞争对手更早押注移动互联网赛道，在 2011 年就率先发布 android 版移动产品，抢得市场先机。同时公司在移动端产品推广上采用与主流手机厂商包括华为、小米、OV、印度 MicroMax 等合作预装的方式，实现用户屏幕更早占领。产品迭代的领先型加上正确的市场拓展策略，使得公司移动端产品在国内占据首位，2019 年 3 月月度活跃用户数超过 1.87 亿，已覆盖全球超过 220 个国家和地区，在全球 Google Play、中国 App Store 的办公软件应用市场中排名前列，并持续保持领先地位。

图 18: WPS 移动端来自软件预装激活量及总月活占比



资料来源：公司公告

图 19: WPS 移动端来自应用商店下载量及总月活占比



资料来源：公司公告

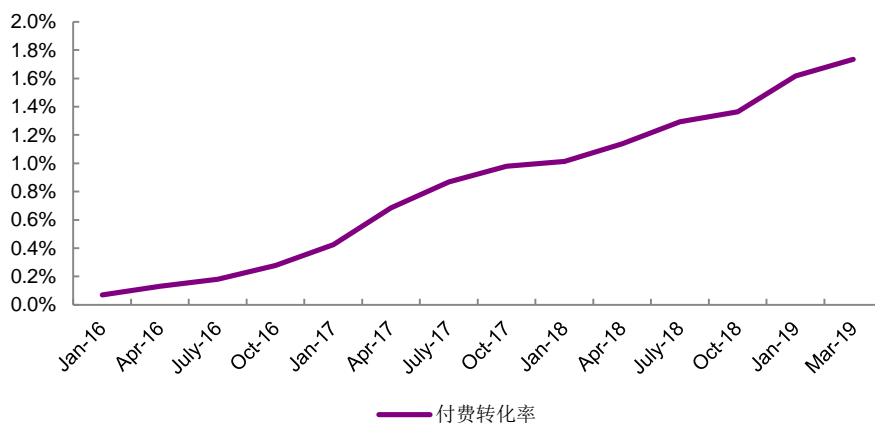
表 5: WPS office 和 Microsoft office 在国内主流应用商店下载量对比

	华为应用商店	小米应用商店	vivo 应用商店	iOS app store	腾讯应用宝
WPS Office	50 亿次安装	25.69 万次评分	9185 万次安装	57.8 万个评分，效率类第 3	25 亿次下载
微软 Word	8930 万次安装	674 次评分	977 万次安装	20.7 万个评分，效率类第 14	1 亿次下载
微软 PowerPoint	6604 万次安装	381 次评分	176 万次安装	18 万个评分，效率类第 16	1.4 亿次下载
微软 Excel	7871 万次安装	527 次评分	744 万次安装	4.8 万个评分，效率类第 43	9093 万次下载

资料来源：光大证券研究所整理，从应用上架截止 2019.11.15

在免费+预装策略的驱动下，公司 2019 年 3 月 PC 端+移动端总月度活跃用户数达到 3.29 亿个，相比 2016 年同期增长 77%，占 2018 年末中国基础办公软件 6.55 亿用户的 50%，渗透率还有提升空间。其中付费月度活跃用户数 570 万，仅占公司总月度活跃用户数的 1.7%，付费转化率尚有巨大的提升空间。

图 20：公司的付费转化率在持续增长，但仍有巨大的提升空间



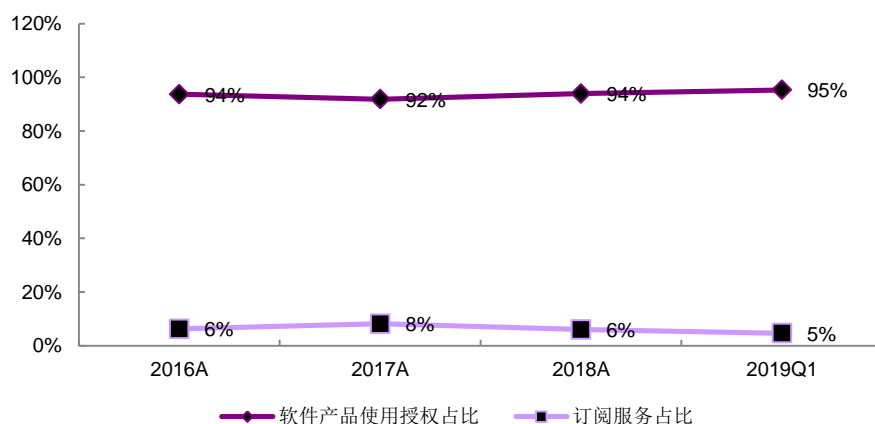
资料来源：公司公告，光大证券研究所测算

3、机构客户拓展受益自主可控

3.1、以授权模式为基础，探索订阅服务

公司面向机构客户提供收费版的 WPS 套装软件，收费模式包括使用授权和订阅两种。在使用授权模式下，公司收取一次性 licence 费用，对于新版本软件收取新的授权费用。一次性授权 WPS Office 桌面版标准定价为 1998 元，根据销售模式、客户行业、版本功能的不同价格会有所差异。在订阅模式下，公司提供与软件配套的一系列针对客户自身的定制化服务，在订阅期间，客户可以随时使用公司现有和新增的产品服务模块，并持续获得产品升级和技术支持服务。2018 年公司实现机构客户服务收入 3.79 亿元，其中产品使用授权模式收入 3.56 亿元占比 94%，办公服务订阅收入 2290 万元占比 6%。

图 21：公司机构客户不同收费模式收入占比

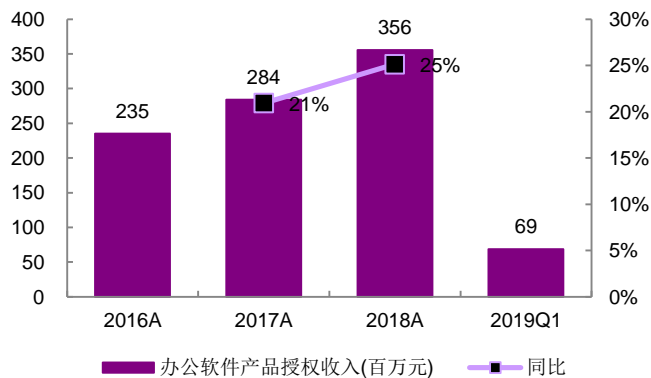


资料来源：公司公告

授权模式分为按数量授权和按场地授权两种。公司针对软件订购数量较少的中小型机构客户通常采用数量授权方式，并按照授权数量进行收费；对

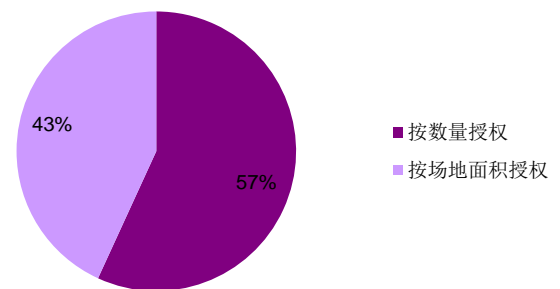
于软件需求数量较大的大型客户通常采用场地授权方式。在合同约定期间，公司授予此类客户在其经营场所不限装机数量使用某一版本软件的权利，这一时间通常持续一至五年。2018年公司办公软件产品使用授权实现收入3.56亿元，占主营业务收入的31.49%，其中按数量授权实现收入2.02亿元占比57%，按场地授权实现收入1.53亿元占比43%。公司2016-2018年办公产品按数量授权销量分别为40.82万套、49.00万套、57.02万套，根据相关收入可以估计出数量授权均价在300元左右。

图 22：公司办公软件产品授权收入变化



资料来源：公司公告

图 23：2018 年公司办公软件产品授权收入结构



资料来源：公司公告

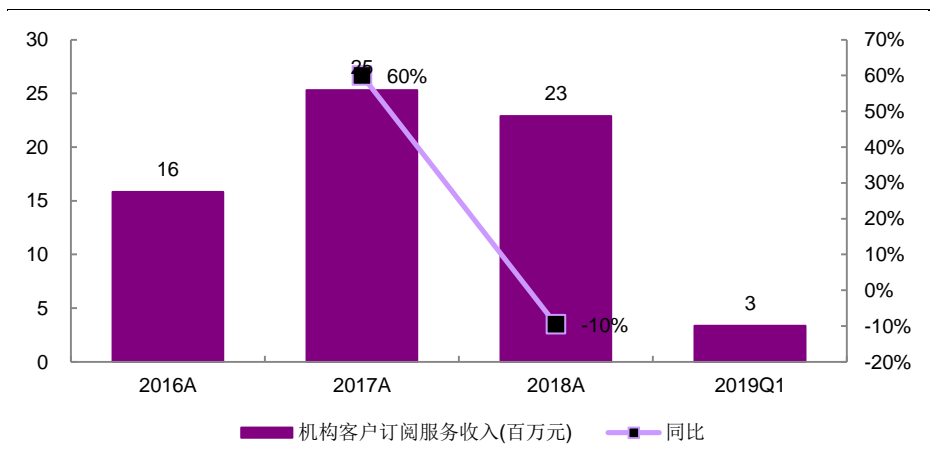
表 6：数量授权模式下标准版本软件的单价在 300 元左右

	2016A	2017A	2018A	2019Q1
按数量授权收入(百万元)	161	166	202	39
标准版本收入占比	80.17%	86.86%	88.37%	80.31%
标准版本收入(百万元)	129	145	179	31
标准版本销量(万套)	40.82	49	57.02	10.92
标准版本平均单价(元/套)	316	295	313	288

资料来源：公司公告

机构服务订阅模式下，大型机构通常通过商务谈判，根据客户的规模、需要的服务商定价格。因客户规模和需求差异较大，价格差异较大。中小机构服务订阅模式下，目前按照商业版 365 元/人/年，商业高级版 599 元/人/年收费，客户根据需求进行购买。针对机构客户订阅服务，公司定制一系列如企业云办公、文件管理等差异化办公服务。由于机构客户目前更倾向于软件授权形式，因此相关收入规模还较小，2018 年公司机构订阅服务实现收入 2290 万元同降 10%。

图 24：公司 2016-2019Q1 机构订阅服务收入变化



资料来源：公司公告

表 7：机构订阅模式下会员体系及增值服务

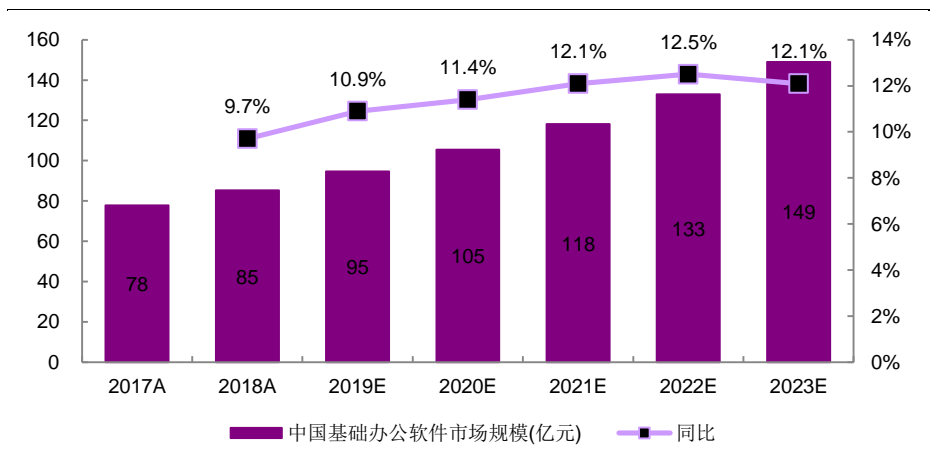
	会员体系	价格	主要服务
机构订阅	商业版	365/年	1T/人云安全储存、查看成员操作日志(近1年)、批量下载(500个)、文档修复、数据恢复、全文检索、在线解压、PDF工具包、团队数量(300个/人)
	商业高级版	599/年	包含商业版所有功能、查看成员操作日志(近3年)、批量下载(1000个)、团队数量(500个/人)
机构客户订阅增值服务			
企业云文档	面向组织级客户的文档管理服务,支持全平台业务系统应用的调用,使客户的系统可以直接具备文档上传下载、存储管理、在线预览等能力,给予用户良好的应用体验。		
企业云协作	面向组织级客户的全平台文档协作服务,如协作文档、协作绘图等,可满足企业团队的沟通协作、文档管理、信息安全、业务流程通知汇集、企业层级管控等办公应用需求,实现随时随地办公,提升办公效率。		
文档安全	通过 WPS Office 客户端和安全服务器提供加解密文档、细粒度权限管理、权限申请与审批、离线使用、外发、日志审计以及溯源追踪等功能,为企业提供便捷高效的文档安全管理服务。		

资料来源：公司公告，公司官网，光大证券研究所整理

3.2、市场拓展受益自主可控

根据计世资讯统计,2018年中国基础办公软件市场规模为85亿元,相较2017年同比增长9.7%。公司2018年办公软件授权及订阅服务总计实现收入7.48亿元,市场占比8.8%,还有明显的进一步可渗透的市场空间。预计到2023年,整个基础办公软件市场规模将达到149亿元,2018-2023年五年复合增长率为11.8%。公司将面临良好的市场发展机遇。

图 25：中国基础办公软件市场规模未来五年复合增长率为 11.8%



资料来源：CCW Research, 2019.3

公司产品具有良好机构客户市场基础。在政府、金融、能源、航空等多个重要领域得到广泛应用，目前已覆盖 30 多个省市自治区政府、400 多个市县级政府。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，公司服务 69 家，占比 58%。国内 96 家央企公司所服务的客户已达 82 家，占比 85%。在银行业，全国五大国有商业银行均为公司客户，12 家全国性股份制商业银行公司所服务客户已达 11 家，占比 92%。

自主可控给国产基础软件带来新机遇。目前自主可控网络空间已经成为国家继陆、海、空、天四个疆域之后的第五疆域。办公软件是工作中最常见的软件产品之一，是文字和数据处理的基础，往往会涉及到重要、敏感的信息。公司在国家“十二五”、“十三五”期间的“核高基”多项重大示范工程项目中完成国产操作系统适配和应用推广。在国家大力推行自主可控的环境下，WPS Office 在党政机关、事业单位和国有企业等自主可控要求高的领域有望进一步逐渐完成存量海外 office 产品的进口替代。

表 8：公司针对自主软硬件的适配性相比竞品更有优势

分类	对比项	WPS Office 2019	微软 Office 2019	Google Docs
组件	核心产品模块	文字处理、电子表格、演示文稿、PDF	文字处理、电子表格、演示文稿	文字处理、电子表格、演示文稿
客户端	Windows	支持	支持	不支持
	Linux	支持	不支持	不支持
	MacOS	支持	支持	不支持
	Android	支持	支持	支持
	iOS	支持	支持	支持
	Web	支持	支持	支持
	CPU 支持	X86、ARM、龙芯、飞腾、兆芯、申威	X86	X86
	国产操作系统	中标麒麟、银河麒麟、深度、新支点等主流国产操作系统	不支持	不支持

资料来源：公司公告

4、用户群持续渗透助力广告业务增长

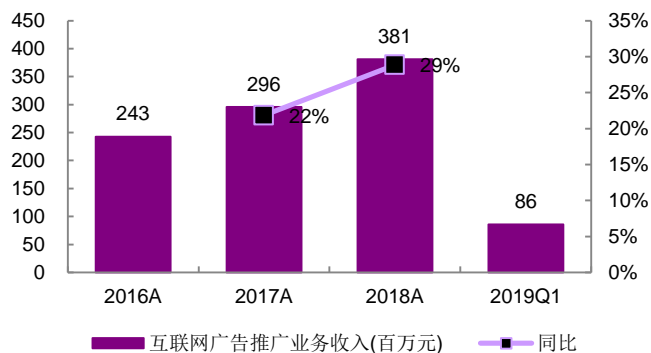
公司的互联网广告推广业务是以产品、官网为主要载体，为各类广告客户提供广告营销服务。按照不同展示方式，分为界面类和任务类两类，包括启动封面、弹窗、开屏页以及做任务赚稻米等手段。计费模式包括按效果付费(CPA)、按时间付费(CPT)、按点击付费(CPC)等。2018年公司互联网广告推广服务实现收入3.81亿元同比增长29%，占主营业务收入的34%。其中公司直销模式实现收入6336万元占比17%，代理商经销模式实现收入1.27亿元占比33%，第三方平台合作推广模式实现收入1.91亿元占比50%。

表 9：公司互联网广告推广业务主要展现形式

服务/类别	服务内容
(1)界面类	通过启动封面、弹窗、开屏页等方式推广、宣传客户产品。
启动封面	用户启动软件的家在程序过程中展示广告信息。
弹窗	软件在不影响用户体验的情况下，提供弹窗形式的广告展示。
开屏页	包含首页 banner、顶通、尾通等固定位置的广告位广告。
(2)任务类	在客户端及官网上，为客户提供做任务（点击广告链接）赚到米的机会，赚取的到米可以用来购买稻壳儿云模版和会员服务。

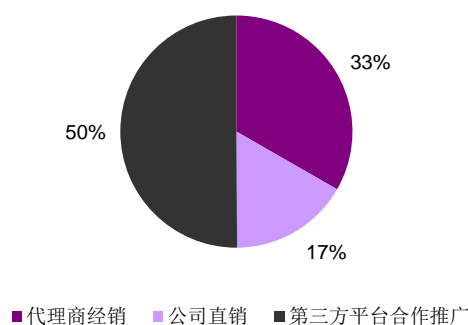
资料来源：公司公告

图 26：公司互联网广告推广服务收入变化



资料来源：公司公告

图 27：公司 2018 年互联网广告推广业务销售结构



资料来源：公司公告

广告市场持续增长，新增活跃用户提供原动力。根据 CNNIC 发布的第 43 次《中国互联网络发展状况统计报告》显示，2018 年中国网络广告市场规模达到 3717 亿元，同比增长 26%，保持高速增长。预计 2019 年将达到 4512 亿元同增 21%。按照年平均活跃用户数计算，公司总活跃用户数 2017-2018 年同比增速分别为 17%、22%，略慢于广告业务的收入增速。根据年均活跃用户数测算，2016-2018 年单个活跃用户贡献的广告收入分别为 1.26 元、1.31 元、1.38 元，稳中有增。按照 2018 年中国基础办公软件 6.55 亿的用户规模测算，假设公司最终能实现 80% 的活跃用户数占有，对应 5.24 亿的潜在活跃用户，按照单用户贡献广告收入 1.3 元计算，潜在收入空间有望达到 6.8 亿元，相比 2018 年底还有近 80% 的增长空间。

但不可忽视的是，较多的广告会带来差的用户体验，进而影响公司的用户留存，而留存的活跃用户是公司后续会员体系变现的基础。从市场空间来

看，互联网广告推广服务市场潜在空间远低于用户付费订阅市场空间，而后者才是公司谋求长期发展的基本盘和战略制高点。因此，公司需要在广告业务量与用户留存率之间寻求平衡。

5、盈利预测

5.1、关键假设及盈利预测

基于以下假设：

- (1) 考虑到公司 2017-2018 年年均总月活用户数增速分别为 17.3%、21.5%，同时公司 2019 年 3 月总月度活跃用户数占 2018 年末中国基础办公软件总用户数的 50%，渗透率还有明显提升空间。假设公司 2019-2021 年年均总月活用户数增速分别为 20%、18%、15%；
- (2) 公司 2019-2021 年付费用户转化率缓步提升，分别为 1.8%、2.3%、2.8%，单付费用户贡献收入每年维持 5% 低速增长，对应个人客户订阅收入 2019-2021 年增速分别为 80%、58%、47%；
- (3) 受益于安全自主可控驱动，公司办公软件产品授权服务收入 2019-2021 年增速分别为 25%、28%、30%；
- (4) 公司在用户体验和广告量之间取得平衡，单活跃用户贡献广告收入 2019-2021 年维持 1.3 元/人/年不变；
- (5) 公司为未来业务储备 2019 年上半年研发人员数量同增 48%，假设公司 2019-2021 年包含研发支出的管理费用率分别为 50%、49%、48%；

表 10：金山办公盈利预测(单位：百万元)

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	543	753	1130	1562	2152	2894
办公服务订阅	64	173	393	688	1076	1571
：个人客户订阅	48	148	370	665	1052	1547
年均总月活用户数(万个)	19325	22659	27538	33046	38994	44843
同比		17%	22%	20%	18%	15%
月均付费用户数(万个)	38	186	347	595	897	1256
转化率	0.2%	0.8%	1.3%	1.8%	2.3%	2.8%
单用户 ARPU 值(元/人年)	127	79	106	112	117	123
同比		-37%	34%	5%	5%	5%
：机构客户订阅	16	25	23	23	24	24
互联网广告推广服务	243	296	381	430	507	583
：单用户贡献金额(元/人)	1.3	1.3	1.4	1.3	1.3	1.3
办公软件产品使用授权	235	284	356	445	569	740
营业收入增速	38%	39%	50%	38%	38%	34%
办公服务订阅	229%	170%	127%	75%	56%	46%
：个人客户订阅	403%	206%	150%	80%	58%	47%
：机构客户订阅	60%	60%	-10%	2%	2%	2%
互联网广告推广服务	59%	22%	29%	13%	18%	15%

办公软件产品使用授权	6%	21%	25%	25%	28%	30%
------------	----	-----	-----	-----	-----	-----

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

预计公司 2019-2021 年归属于上市公司股东的净利润为 3.66、6.15、8.13 亿元，对应的 EPS 分别为 0.79、1.33、1.76 元/股。

6、估值水平

6.1、相对估值

考虑到公司办公软件订阅服务采用租赁模式向用户收费，软件产品授权和广告业务是一次性收费模式。因此对于软件订阅服务业务我们采用 SAAS 公司 PS 方法估值，结合 A 股对于有一定规模 SAAS 收入的 PS 估值，以及公司 28% 左右的净利润率水平，按照公司 2019 年预测办公服务订阅收入 6.88 亿元，给予 10 倍 PS 对应 68.8 亿元市值。

公司软件授权业务和广告业务预计 2019 年合计实现营业收入 8.74 亿元，按照公司 2017-2018 年平均净利润率 28% 计算对应 2019 年利润为 2.45 亿元。基于产品属性和行业地位，我们选择万兴科技、泛微网络和恒生电子作为可比公司。结合可比公司 2019 年估值水平，基于谨慎考虑，给予公司 2019 年 55-62 倍 PE 估值，对应 134.8-151.9 亿市值。两者加总合计 203.6-220.7 亿市值，对应 44.15-47.87 元/股。

表 11：可比公司估值(收盘价：元/股；EPS：元/股)

公司名称	代码	收盘价-20191105	EPS			PE			增速	
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	2019E	2020E
万兴科技	300624.SZ	69.70	1.02	1.27	1.65	68	55	42	25%	30%
泛微网络	603039.SH	62.67	0.75	0.96	1.21	84	65	52	28%	26%
恒生电子	600570.SH	77.98	1.04	1.2	1.27	75	65	61	15%	6%
平均值						76	62	52	23%	21%

资料来源：WIND，光大证券研究所预测

注：泛微网络和恒生电子预测业绩采用光大证券计算机团队预测，万兴科技预测业绩采用 wind 一致预期结果。

6.2、绝对估值

关于基本假设的几点说明：

- (1) 长期增长率：假设长期增长率为 3%；
- (2) β 值：根据中信计算机三级行业基础软件与套装软件公司 β 值作为公司的近似；

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	3.00%
无风险利率 Rf	3.43%
β (β levered)	1.19
Rm-Rf	7.43%

Ke(levered)	12.26%
税率	3.50%
Kd	0.00%
Ve	1724.96
Vd	0
目标资本结构	0.00%
WACC	12.26%

资料来源：光大证券研究所

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	317.88	1.71%
第二阶段	6527.79	35.21%
第三阶段 (终值)	11691.29	63.07%
企业价值 AEV	18536.96	100.00%
加: 非经营性净资产价值	1252.59	6.76%
减: 少数股东权益 (市值)	0.00	0.00%
减: 债务价值	0.00	0.00%
总股本价值	19789.55	106.76%
股本 (百万股)	461.00	
每股价值 (元)	42.93	
PE (隐含)	54.09	
PE (动态)	57.79	

资料来源：光大证券研究所

敏感性分析

WACC	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%
0.11	46.79	48.53	50.49	52.69	55.20
0.12	43.32	44.81	46.47	48.33	50.42
0.12	40.23	41.51	42.93	44.50	46.27
0.13	37.47	38.58	39.79	41.14	42.64
0.13	46.79	48.53	50.49	52.69	55.20

资料来源：光大证券研究所

估值结果汇总

估值方法	估值结果	估值区间(元/股)	敏感度分析区间
FCFF	42.93 35.00	-	55.20 贴现率±1%，长期增长率±1%
APV	41.95 34.01	-	54.22 贴现率±1%，长期增长率±1%
EVA	52.80 44.04	-	66.30 贴现率±1%，长期增长率±1%

资料来源：光大证券研究所

根据绝对估值结果，金山办公的合理估值区间为 41.95~52.80 元/股。

6.3、估值结论

综合绝对估值和相对估值，结合公司的业务属性及商业模式有较好的对标公司，我们选择相对估值结果。给予金山办公合理估值区间为 44.15-47.87 元/股。

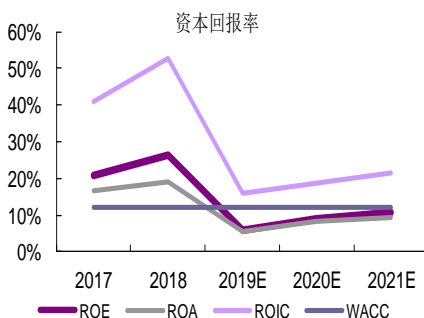
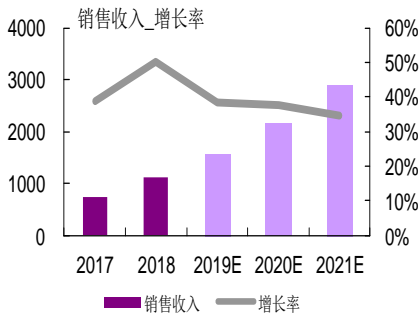
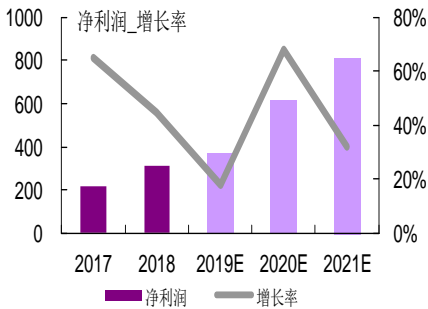
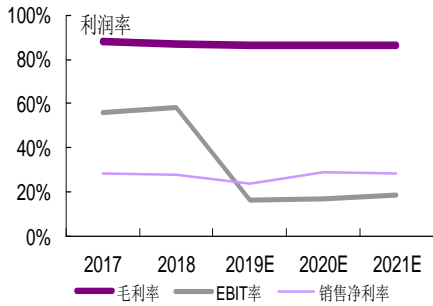
7、风险分析

机构客户数增长不达预期。我们认为机构客户市场主要增长驱动力来自自主可控政策驱动，但政策推进若不达预期将带来该部分业务增长不达预期的风险。

行业竞争加剧。智能化、移动化大背景下，在线文档市场上涌入多个新的竞争对手，存在行业竞争加剧的风险。

总月活用户数增长不达预期。总月活用户是公司后续变现的基础，但与此同时用户体验和广告业务等变现手段之间需要寻求动态平衡，因此存在公司经营策略等因素导致总月活用户增长不达预期的风险。

研发费用税前加计扣除税收优惠的风险。公司 2016-2018 年因研发费用税前加计扣除对净利润的影响额分别为 2453、2944、7130 万元。如果相关政策发生变化或者公司不能持续符合相应政策条件，将面临因不再享受相应税收优惠政策而导致利润下降的风险。



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	753	1,130	1,562	2,152	2,894
营业成本	89	150	215	296	390
折旧和摊销	11	17	5	9	13
营业税费	9	11	18	24	32
销售费用	155	216	297	409	550
管理费用	80	89	781	1,055	1,389
财务费用	-2	-2	-7	-110	-107
公允价值变动损益	0	2	0	0	0
投资收益	15	50	55	65	75
营业利润	216	338	382	640	846
利润总额	216	322	379	637	843
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	214	311	366	615	813

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	1,279	1,627	6,786	7,589	8,613
流动资产	1,211	1,490	6,614	7,375	8,362
货币资金	166	187	4,987	5,299	5,722
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	176	227	303	418	562
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	15	21	31	43	58
存货	1	1	2	2	3
可供出售投资	11	9	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	13	13	13	13
固定资产	17	53	57	62	62
无形资产	14	18	17	16	15
总负债	240	440	601	826	1,098
无息负债	240	440	601	826	1,098
有息负债	0	0	0	0	0
股东权益	1,039	1,187	6,185	6,763	7,515
股本	360	360	461	461	461
公积金	210	250	4,818	4,879	4,961
未分配利润	470	573	902	1,419	2,089
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	347	418	159	218	344
净利润	214	311	366	615	813
折旧摊销	11	17	5	9	13
净营运资金增加	400	142	248	349	447
其他	-279	-51	-461	-754	-929
投资活动产生现金流	-477	-218	-2	15	25
净资本支出	-29	-53	-50	-50	-50
长期投资变化	0	13	0	0	0
其他资产变化	-447	-179	48	65	75
融资活动现金流	-16	-184	4,643	79	53
股本变化	0	0	101	0	0
债务净变化	0	0	0	0	0
无息负债变化	112	200	161	224	272
净现金流	-148	20	4,800	312	423

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	38.84%	49.97%	38.30%	37.76%	34.47%
净利润增长率	64.97%	44.94%	17.76%	68.10%	32.24%
EBITDA 增长率	40.33%	56.99%	-62.34%	46.70%	44.97%
EBIT 增长率	42.86%	57.27%	-62.19%	46.36%	44.97%
盈利能力 (%)					
毛利率	88.23%	86.71%	86.26%	86.23%	86.51%
EBITDA 率	57.16%	59.83%	16.29%	17.35%	18.71%
EBIT 率	55.65%	58.35%	15.95%	16.95%	18.27%
税前净利润率	28.69%	28.46%	24.27%	29.61%	29.12%
税后净利润率 (归属母公司)	28.45%	27.50%	23.42%	28.57%	28.10%
ROA	16.75%	19.09%	5.39%	8.10%	9.44%
ROE (归属母公司) (摊薄)	20.63%	26.17%	5.92%	9.09%	10.82%
经营性 ROIC	41.05%	52.93%	16.06%	18.71%	21.64%
偿债能力					
流动比率	5.21	3.51	11.27	9.16	7.82
速动比率	5.21	3.51	11.27	9.16	7.81
归属母公司权益/有息债务	-	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-	-	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.46	0.67	0.79	1.33	1.76
每股红利	0.00	0.00	0.08	0.13	0.18
每股经营现金流	0.75	0.91	0.34	0.47	0.75
每股自由现金流(FCFF)	0.00	1.01	-0.11	-0.07	0.06
每股净资产	2.25	2.57	13.42	14.67	16.30
每股销售收入	1.63	2.45	3.39	4.67	6.28

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼