

金山办公（688111）新股定价报告

国产办公领军，科创优质龙头

- ❖ **金山办公是国内领先的办公软件和服务提供商。**公司产品主要包括 WPS Office 办公软件和金山词霸等，截止 2018 年底，公司主要产品月活用户数（MAU）超过 3.10 亿，其中 WPS Office 桌面版 MAU 超过 1.20 亿，领先其他国产办公软件；移动版 MAU 超过 1.81 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。此外，公司业绩表现靓丽，近三年营收和净利润复合增长率分别为 44.3% 和 54.6%。
- ❖ **商业模式不断优化，从“产品化”向“服务化”逐渐转型。**近年来公司主要产品线从桌面产品向多平台全线产品延伸，商业模式从传统办公软件产品使用授权向办公服务订阅、互联网广告推广多模式发展。针对个人用户，以公司产品和办公文档为载体，全面推出会员服务体系，逐渐通过“免费注册用户+周期付费会员”的机制实现用户变现。针对组织级客户，在传统销售使用授权的基础上，逐步过渡到“办公产品使用授权+办公服务订阅”的双模式运作机制。
- ❖ **云化与移动化大势所趋，订阅业务成为公司重要增长极。**市占率、付费率、客单价则是驱动公司订阅业务增长的三驾马车。1) 市占率层面，公司 WPS 办公软件用户占国内办公市场用户总规模比例不足 50%，尚有较大的提升空间，公司有望通过“免费注册用户+周期付费会员”的发展策略，及在移动端的领先优势，进一步提升市占率。2) 付费率层面，截止 2018 年底，公司拥有 2.8 亿注册用户，而 WPS 会员和稻壳儿会员付费率仅为 2.1% 和 1.3%，尚有规模较大的免费用户，而对 MS Office 盗版用户的转换有望成为关键突破点。3) 客单价层面，随着产品成熟度的提升，将逐步推动客单价的提升。我们认为订阅业务的增长短期看市占率及付费率的提升，长期看客单价的增加，据我们粗略测算，订阅业务长期发展空间有望达百亿元。
- ❖ **办公软件国产化势在必行，公司迎来绝佳发展机遇。**在国际贸易关系愈发紧张的局势下，安全可靠的重要性更加凸显，而基础办公软件是国家安全可靠战略中的重要一环。公司在政企领域已经具有绝对领先的市占率，产品及服务在政府、金融、能源、航空等多个重要领域得到广泛应用。WPS Office Linux 版已经支持龙芯、飞腾、申威、兆芯等 CPU，兼容中标麒麟、普华、方德、深度等全部国产操作系统平台，并在国家“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系统适配和应用推广。随着安全可靠体系持续建设，公司面临新一轮发展机遇。
- ❖ **投资建议：**根据我们核心假设，预测 19-21 年归母净利润为 3.84 亿、6.95 亿、10.34 亿元。我们采用 PS 和 PE 两种估值方法进行估值：参考可比公司平均估值，同时考虑公司作为国产办公领军及科创龙头企业，给予一定估值溢价，给予公司 2020 年 15 倍 PS，对应市值为 366.9 亿元；给予公司 2020 年 65 倍 PE，对应市值为 451.75 亿元。综上分析，我们认为公司合理价值区间为 366.9 亿-451.75 亿元，按照 4.61 亿总股本计算，对应股价区间为 79.6 元-100.2 元。
- ❖ **风险提示：**盈利模式的风险；人力成本上升；市场竞争加剧；产品单一及技术升级风险。

主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	1,130	1,560	2,446	3,708
同比增速(%)	50.0%	38.1%	56.8%	51.6%
归母净利润(百万)	311	384	695	1,034
同比增速(%)	44.9%	23.7%	80.9%	48.7%
每股收益(元)	0.67	0.83	1.51	2.24
ROE	26.2%	6.6%	11.0%	14.9%

资料来源：公司公告，华创证券预测

首次报告

上市合理估值：

79.6-100.2 元

华创证券研究所

证券分析师：陈宝健

电话：010-66500984

邮箱：chenbaojian@hcyjs.com

执业编号：S0360517060001

证券分析师：邓芳程

电话：021-20572565

邮箱：dengfangcheng@hcyjs.com

执业编号：S0360518080001

联系人：刘逍遙

电话：010-63214650

邮箱：liuxiaoyao@hcyjs.com

发行数据

发行前总股本(万)	36,000
本次发行股数(万)	10,100
发行后总股本(万)	
发行价(元/股)	45.86
发行 PE(摊薄后)	78.37
发行日期	2019 年 11 月 07 日
上市日期	

发行后主要股东

	持股比例
金山办公应用软件有限公司	67.5%
成都奇文五维商务信息咨询合伙企业（有限合伙）	10.35%

目录

一、公司概况：国产办公软件龙头企业	5
（一）发展历程回顾：历经坎坷，王者归来.....	6
（二）商业模式详解：从“产品化”向“服务化”逐渐转型.....	7
（三）财务数据分析：业绩表现靓丽，财务指标健康.....	9
1、业绩稳定高速增长，订阅服务收入占比快速提升.....	9
2、经营性净现金流与预收账款表现靓丽.....	10
3、盈利能力同行业领先，规模效应逐渐显现.....	11
4、高度重视研发，持续巩固核心竞争力.....	13
（四）员工激励充分，绑定核心骨干释放活力.....	13
（五）募集资金四大重点投向：国产化、AI、云与国际化.....	14
二、在云化和移动化的趋势下，订阅业务成为公司重要增长极	15
（一）云化与移动化成为办公软件发展长期趋势.....	15
1、办公软件加速向云化发展.....	15
2、移动终端的普及和移动办公场景的成熟带动了办公软件的二次腾飞.....	16
（二）国内订阅业务有望持续高速增长.....	18
1、驱动公司订阅收入增长的三驾马车：市占率、付费率和客单价.....	18
2、订阅业务长期发展空间有望达百亿元.....	22
（三）境外业务有望进一步打开成长空间.....	22
三、办公软件国产化势在必行，公司竞争优势极为突出	23
（一）基础办公软件是国家安全可靠战略中的重要一环.....	23
（二）公司是绝对领先的国产办公软件，安全可靠体系建设为公司发展提供良好机遇.....	25
四、投资建议	26
（一）核心假设.....	26
（二）盈利预测.....	27
（三）估值分析.....	27
五、风险提示	27

图表目录

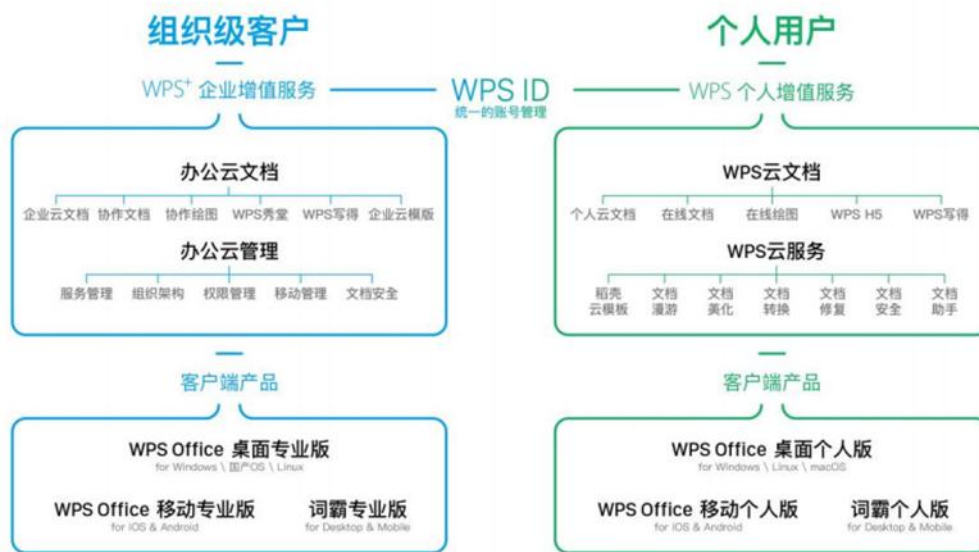
图表 1	公司主营业务构成图	5
图表 2	公司股权结构图	6
图表 3	公司业务发展情况	6
图表 4	个人用户会员收费标准	7
图表 5	组织级客户会员收费标准	8
图表 6	互联网广告业务计费模式	8
图表 7	2014-2018 年公司营业收入及增速	9
图表 8	2014-2018 年公司归母净利润及增速	9
图表 9	公司营业收入构成	10
图表 10	2014-2018 年公司经营活动现金流金额变化	11
图表 11	2014-2018 年公司预收账款变化	11
图表 12	公司主要可比上市公司综合毛利率情况	12
图表 13	2014-2018 年公司分项业务毛利率变化	12
图表 14	2014-2018 年公司期间费用率	12
图表 15	2016-2018 年研发费用及占营收比重	13
图表 16	2016-2018 年研发人员及占总员工数量比重	13
图表 17	公司九大员工持股平台	13
图表 18	公司募集资金投向	14
图表 19	云办公应用的优越性	15
图表 20	Microsoft Office 订阅服务收费标准	16
图表 21	企业版 Office 365 用户数增长趋势	16
图表 22	家用版 Office 365 订阅用户数增长趋势	16
图表 23	全球智能手机出货量级预测	17
图表 24	2012-2020 年我国智能移动办公市场规模变化情况及预测	17
图表 25	公司订阅收入的影响因素	18
图表 26	2012-2018 年办公软件用户规模及增速	18
图表 27	2017-2023 年办公软件市场规模及增速预测	18
图表 28	公司主要竞争对手	19
图表 29	WPS 办公软件用户占国内办公市场用户总规模的比例	19
图表 30	金山 WPS Office 移动版	20
图表 31	公司主要产品月度活跃用户数	21
图表 32	公司 WPS 会员和稻壳儿会员数量高速增长	21

图表 33	公司订阅业务发展中短期看市占率及付费率的提升，长期看客单价的增加	22
图表 34	订阅业务成长空间估算	22
图表 35	中美贸易冲突时间线梳理	23
图表 36	安全可靠产业链全景图	24
图表 37	政府办公软件正版化的支持政策法规	25
图表 38	公司各行业客户应用案例	25
图表 39	WPS Office Linux 的主要特点	26
图表 40	可比公司估值（截止 2019.11.6）	27

一、公司概况：国产办公软件龙头企业

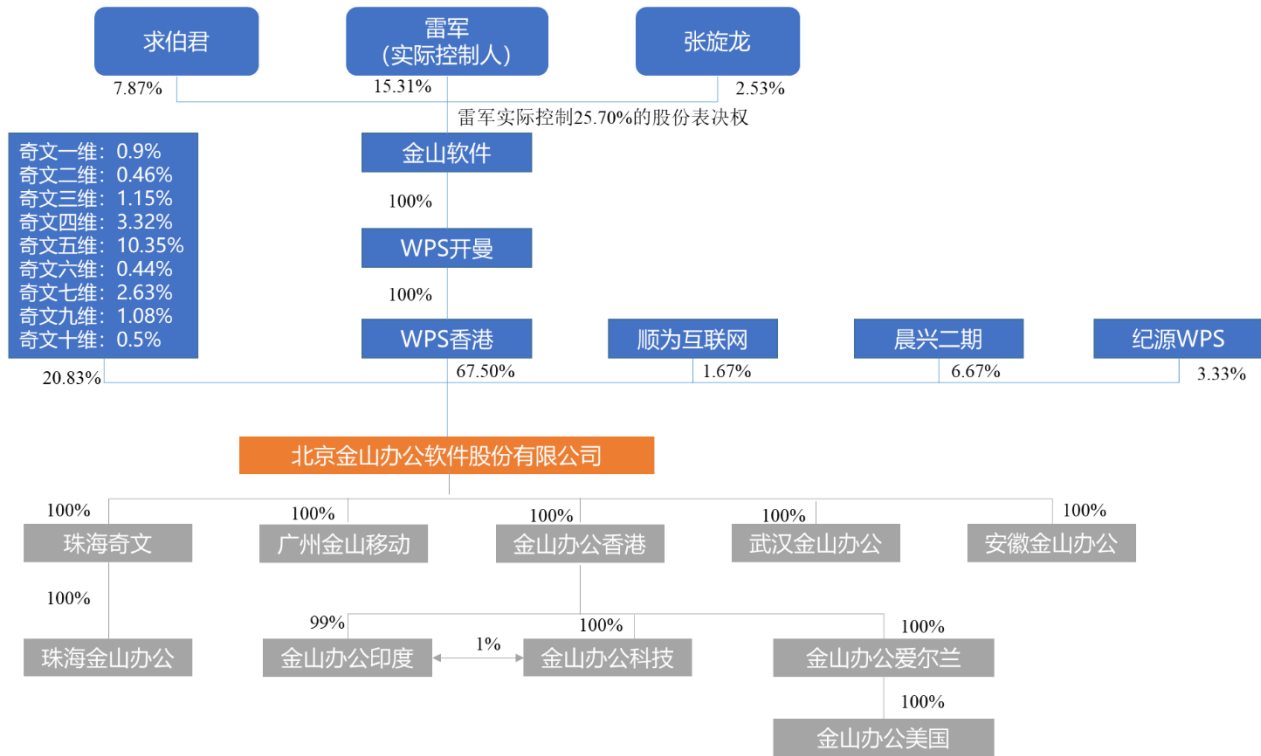
金山办公是国内领先的办公软件和服务提供商，主要从事 WPS Office 办公软件产品及服务的设计研发及销售推广。公司产品主要包括 WPS Office 办公软件和金山词霸等，可在 Windows、Linux、MacOS、Android、iOS 等众多主流操作平台上应用。公司服务主要包括基于公司产品及相关文档的增值服务以及互联网广告推广服务，为客户提供一站式、多平台应用解决方案。

图表 1 公司主营业务构成图



资料来源：公司招股说明书

公司实际控制人为雷军。雷军拥有金山软件合计 25.70% 的表决权，而金山软件通过 WPS 开曼、WPS 香港持有金山办公 67.50% 的股份。此外，雷军先生还通过持有顺为互联网、奇文二维、奇文四维、奇文五维、奇文七维间接持有公司的股份。

图表 2 公司股权结构图


资料来源：公司招股说明书、华创证券

(一) 发展历程回顾：历经坎坷，王者归来

WPS 诞生于 1988 年的 DOS 机时代，是全球最早的办公软件产品之一。自 1994 年与微软签订文档互读协议后，WPS 逐渐被边缘化，市场一度被 MS office 一家独占。但随着近年来 WPS 重新崛起，金山办公已发展成为全球先进、国内领先的办公软件厂商之一，也是国内最大的国产办公软件及服务提供商。

- **辉煌期（1988-1994）**：1988 年，金山软件创始人求伯君用 128 万行代码完成了 WPS 1.0，揭开了中文排版、中文办公的新时代的帷幕。1995 年之前，WPS 已拥有逾 3800 万用户，在国内的市场占有率达到 90%。
- **低谷期（1995-2005）**：由于缺乏市场竞争经验，再加上盗版横行，WPS 的事业一度从高潮滑落至低谷。
- **恢复期（2005-2010）**：2005 年，WPS Office 2005 的两大特性“兼容”和“免费”将日渐疏离的用户再次拉回到 WPS 的阵营中。
- **快速发展期（2011-至今）**：主要产品线从桌面产品向多平台全线产品延伸，商业模式从传统办公软件产品使用授权向办公服务订阅、互联网广告推广多模式发展。

图表 3 公司业务发展情况

时间	阶段业务情况说明
2011 年度	实现移动办公 ：在传统桌面办公软件产品的基础上，开创移动办公业务，全新发布 Android 版移动产品，抢占移动版全球办公市场领先地位
2012 年度	多平台产品线 ：开发 iOS 产品，多平台产品线全面研发和推广
2013 年至 2015 年	开创运营收入 ：正式组建运营团队，公司突破单一办公软件产品使用授权收入模式，开始推广个人办公服务订阅业务和互联网广告推广业务

时间	阶段业务情况说明
2015 年至今	商业模式转型： 公司开始从“产品化”向“服务化”转型，增加组织级客户的办公服务订阅等业务模式，公司商业模式更加多元化

资料来源：公司招股说明书、华创证券

（二）商业模式详解：从“产品化”向“服务化”逐渐转型

近年来，公司商业模式从传统办公软件产品使用授权向办公服务订阅、互联网广告推广多模式发展。我们认为公司商业模式的转型，是公司近几年快速发展的重要驱动因素之一。针对个人用户，以公司产品和办公文档为载体，全面推出会员服务体系，逐渐通过“免费注册用户+周期付费会员”的机制实现用户变现。针对用户需求的不同，公司引入了 WPS 会员和稻壳儿会员两种盈利模式，用户除了免费使用 WPS Office 个人版以外，也可以付费成为 WPS 会员或稻壳儿会员，在公有云上使用更多的办公应用服务。WPS 会员（包含超级会员）、稻壳儿会员的价格分别为每月 15 元（超级会员为 30 元）、20 元。

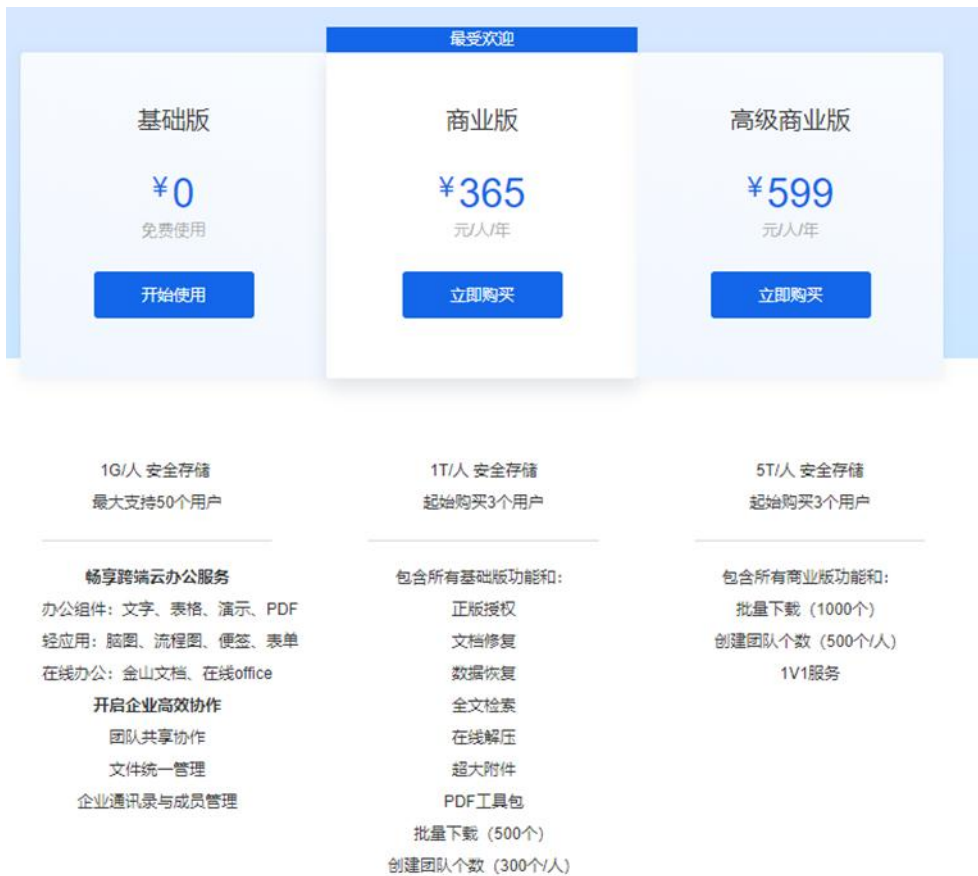
图表 4 个人用户会员收费标准



资料来源：公司官网

针对组织级客户，在传统的销售使用授权的基础上，逐步过渡到“办公产品使用授权+办公服务订阅”的双模式运作机制。1) 公司销售 WPS Office 桌面版标准定价为 1,998 元（WPS Office Mac 版尚处于发布初期，未进行收费）。在实际销售中根据客户的不同行业、购买版本及数量不同的实际情况，销售价格会有所不同。

2) 办公服务订阅模式中，公司为中小企业级客户提供网上年度服务订阅，目前收费标准为商业版 365 元/人/年，高级商业版 599 元/人/年。而且在该模式下，公司除了提供专业标准的企业办公增值服务以外，还可根据组织要求进行服务定制，让更多的用户能够利用企业专属云服务进行文档数据管理和办公协作，未来的服务化商业模式也将吸引更多的上下游合作伙伴实现合作共赢。

图表 5 组织级客户会员收费标准


资料来源：公司官网

同时，公司充分利用产品为媒介，通过界面展示、平台导流量等方式提供互联网广告推广服务，通过产品运营为公司带来新的盈利空间。公司自 2013 年正式组建运营团队，目前已有超过 200 人的规模，具有明确而专业的分工。公司互联网广告推广业务主要包括第三方平台合作推广及广告业务，其中广告业务包含自营广告及代理广告两种模式。

1) 第三方平台合作推广模式：广告平台向公司提供广告主展示需求后，公司根据其运营决策选择以文字链、弹窗等方式对广告需求进行展示。软件使用者通过点击文字链、弹窗等方式进入广告主需要展示的页面并完成广告展示后，公司根据广告平台提供的当期结算数据确认收入，计费方式主要包括 CPS（Cost Per Sale）、CPA（Cost Per Action）、CPC（Cost Per Click）等。

2) 广告业务模式：公司与广告主或广告代理商约定展示方式及计费方式，公司在完成约定的互联网广告推广业务后，或者依据广告发布进度，通过后台数据或经过双方对账确认后确认收入，计费方式包括 CPT（Cost Per Time）、CPA（Cost Per Action）、CPC（Cost Per Click）等。

图表 6 互联网广告业务计费模式

类型	计费方式
CPS（Cost Per Sale）	广告主投放广告后，吸引用户完成一定的消费金额，该金额扣减广告主相关运营成本后的收入为分成收入，客户将分成收入中的一定比例作为广告费用支付给公司作为公司的广告收入
CPT（Cost Per Time）	根据双方签署合同上的具体广告投放周期，将广告客户的推广信息投放一定的时间，并按照实际投放的时间确定公司的收入金额

类型	计费方式
CPA (Cost Per Action)	通过公司广告给客户带来的某种效果（如注册客户主网站账号），计算公司应实际收取的广告费用
CPC (Cost Per Click)	用户每点击一次广告主指定链接，广告客户支付给公司一定费用，作为公司的广告收入

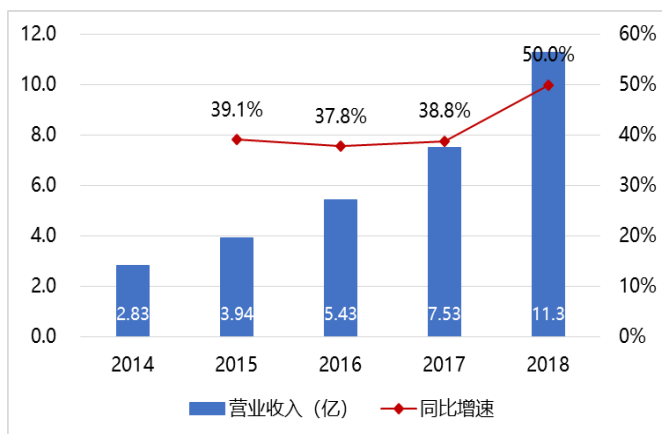
资料来源：公司招股说明书、华创证券

（三）财务数据分析：业绩表现靓丽，财务指标健康

1、业绩稳定高速增长，订阅服务收入占比快速提升

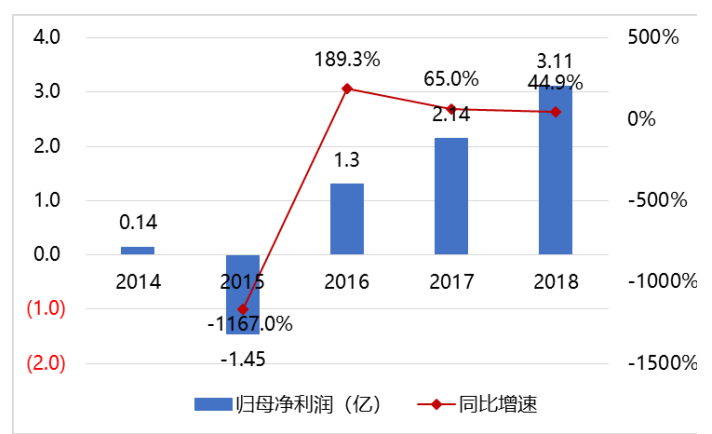
近三年公司营业收入和净利润复合增长率分别为 44.3% 和 54.6%。2016-2018 年度，公司营业收入分别为 5.43 亿元、7.53 亿元及 11.30 亿元，同比增速分别为 38.84% 和 49.97%；公司归母净利润分别为 1.30 亿元、2.14 亿元及 3.11 亿元，同比增速分别为 64.97% 和 44.94%，收入和净利润均呈快速增长趋势。2019 年上半年，公司实现营业收入 6.85 亿元，同比增长 38.38%；实现净利润 1.47 亿元，同比下降 19.42%，主要由于研发费用大幅增加所致。

图表 7 2014-2018 年公司营业收入及增速



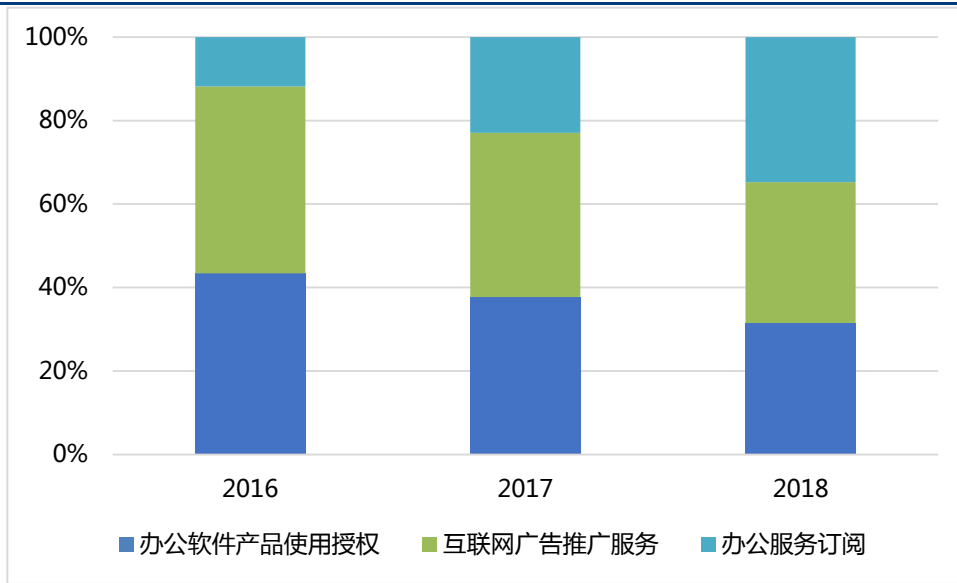
资料来源：Wind、华创证券

图表 8 2014-2018 年公司归母净利润及增速



资料来源：Wind、华创证券

办公订阅服务收入占比快速提升，逐渐成为公司最主要收入来源。从业务结构来看，办公服务订阅业务收入占比由 2016 年的 11.8% 提升至 2018 年的 34.8%，办公软件产品使用授权和互联网广告推广服务收入占比呈现下降趋势。具体来看：

图表 9 公司营业收入构成


资料来源：Wind、华创证券

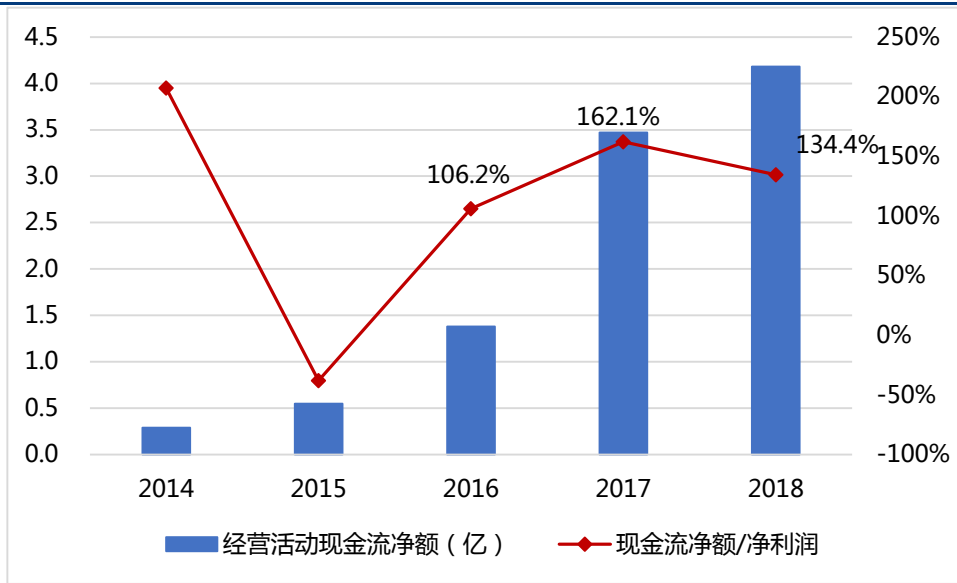
办公软件产品使用授权业务：2016-2018 年，办公软件产品使用授权业务分别实现收入 2.35 亿元、2.84 亿元及 3.56 亿元，对应收入增长率分别为 20.93% 及 25.14%，占相应期间公司主营业务收入总额比例分别为 43.36%、37.73% 及 31.49%。授权业务快速增长主要原因在于：一方面公司与大型机构客户保持了良好稳定的合作关系，并在此基础上大力开拓中小型机构客户；另一方面，公司加大销售推广，积极参加行业活动，尤其加强了场地授权推广力度，使场地授权收入不断增长，并带动了办公软件产品使用授权整体收入的增速提升。

互联网广告推广服务业务：2016-2018 年，公司互联网广告推广服务业务分别实现收入 2.43 亿元、2.96 亿元和 3.81 亿元，三年平均复合增长率为 25.29%，占相应期间公司主营业务收入总额比例分别为 44.80%、39.28% 及 33.75%，主要由于基于多年软件授权业务的用户积累，公司将战略重心转向挖掘用户增值价值，增加广告投放，增强与广告代理商的合作力度，实现了互联网广告推广服务业务收入的快速增长。

办公服务订阅业务：2016-2018 年，公司办公服务订阅业务分别实现收入 6,412.48 万元、1.73 亿元及 3.93 亿元，占相应期间公司主营业务收入总额比例分别为 11.83%、22.99% 及 34.76%。订阅业务收入三年平均复合增长率为 147.45%，其中机构客户订阅收入平均复合增长率为 20.33%，同期个人客户订阅收入平均复合增长率为 176.65%。主要由于公司着力发展 WPS 会员和稻壳会员业务，通过优化产品服务，引进大量优质资源等吸引个人用户订阅，推动付费用户数量的高速增长以及 ARPU 的提升。

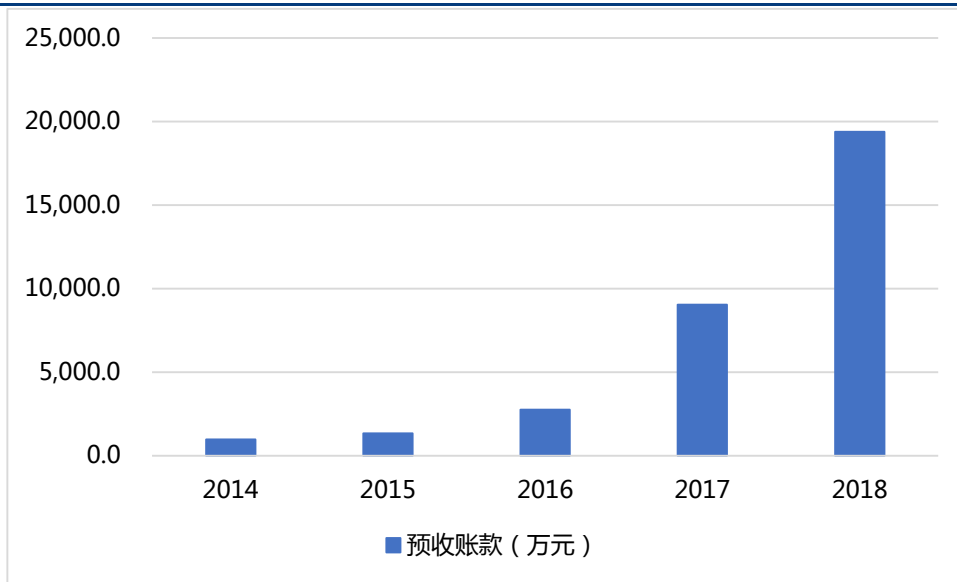
2、经营性净现金流与预收账款表现靓丽

经营性现金流量净额可判断公司日常生产经营运转是否健康，预测企业未来的发展情况。2016-2018 年，公司经营活动现金流量净额分别为 1.38 亿元、3.47 亿元和 4.18 亿元，经营性现金流量持续为正，且逐年递增，公司盈利能力良好。

图表 10 2014-2018 年公司经营活动现金流金额变化


资料来源: Wind、华创证券

预收账款的高速增长进一步印证公司订阅服务的发展态势良好。2016年底至2018年底,公司预收款项分别为2,757.37万元、9,033.23万元及19,390.6万元,占负债总额比例为21.52%、37.61%和44.02%。预收款项增长较快的原因主要是办公服务订阅业务中个人客户服务订阅形成的预收款项金额增速较快,印证公司办公服务订阅业务量的良好发展态势。

图表 11 2014-2018 年公司预收账款变化


资料来源: Wind、华创证券

3、盈利能力同行业领先,规模效应逐渐显现

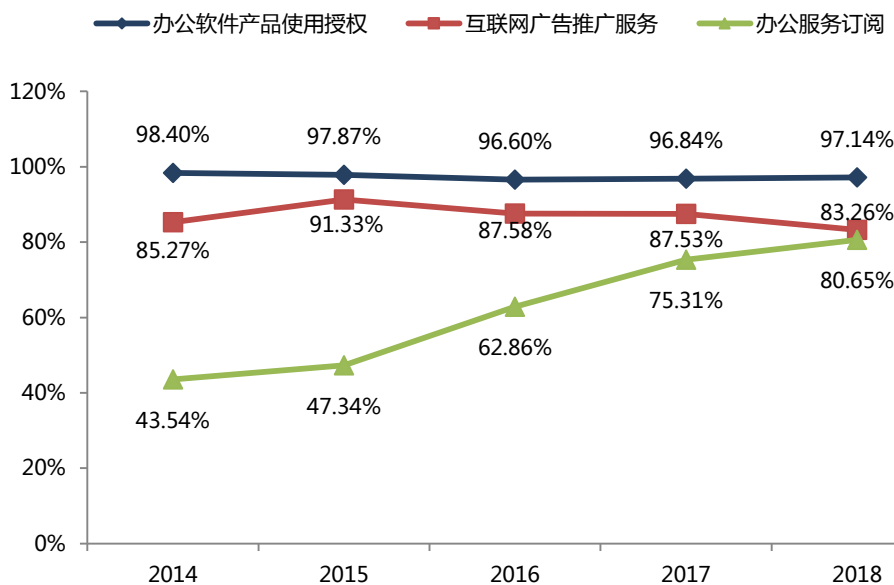
2016-2018年,公司主营业务综合毛利率分别为88.57%、88.23%和86.72%。整体处于行业较高水平,体现了公司具有较强的核心竞争优势,以及在产品定价、成本控制方面的能力。

图表 12 公司主要可比上市公司综合毛利率情况

公司	2016 年	2017 年	2018 年
鼎捷软件	82.43%	82.79%	83.52%
东方通	77.84%	74.71%	75.41%
广联达	93.33%	93.07%	93.42%
泛微网络	95.93%	95.41%	95.8%
用友网络	68.64%	71.43%	69.95%
均值	83.63%	83.48%	83.62%
金山办公	88.57%	88.23%	86.72%

资料来源：公司招股说明书、华创证券

值得关注的是，受益于规模效应的逐渐显现，公司订阅服务毛利率逐年上升。2016-2018 年办公服务订阅业务毛利率分别 62.86%、75.31%及 80.65%，呈现持续上升趋势。主要由于公司加大对个人客户订阅业务的投入，推出了包括稻壳儿模板下载、稻壳儿会员等产品及服务；同时，个人用户数量整体呈增加趋势，受益于规模效应收入增速大于成本增速所致。

图表 13 2014-2018 年公司分项业务毛利率变化


资料来源：Wind、华创证券

公司期间费用率保持基本稳定。2016-2018 年，公司期间费用占营业收入的比重分别为 72.23%、66.29%和 64.64%，扣除股份支付费用后期间费用率分别为 65.04%、61.86%和 63.57%。

图表 14 2014-2018 年公司期间费用率

项目	2016 年	2017 年	2018 年
销售费用率	20.42%	20.61%	19.11%
管理费用率	12.61%	10.68%	7.86%
财务费用率	-0.23%	-0.32%	-0.17%
研发费用率	39.43%	35.31%	37.85%

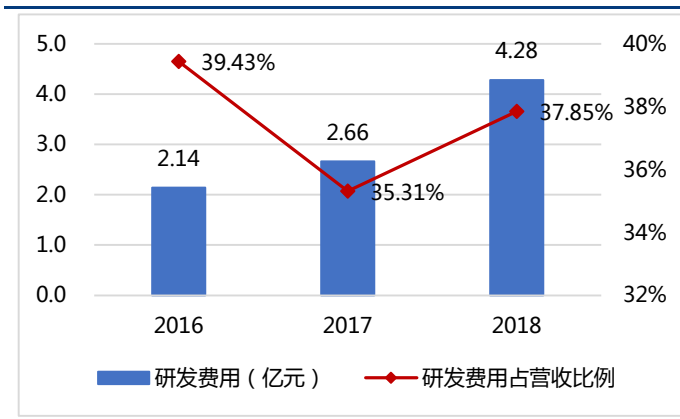
项目	2016年	2017年	2018年
期间费用率	72.23%	66.29%	64.64%
扣除股份支付费用后期间费用率	65.04%	61.86%	63.57%

资料来源：公司招股说明书、华创证券

4、高度重视研发，持续巩固核心竞争力

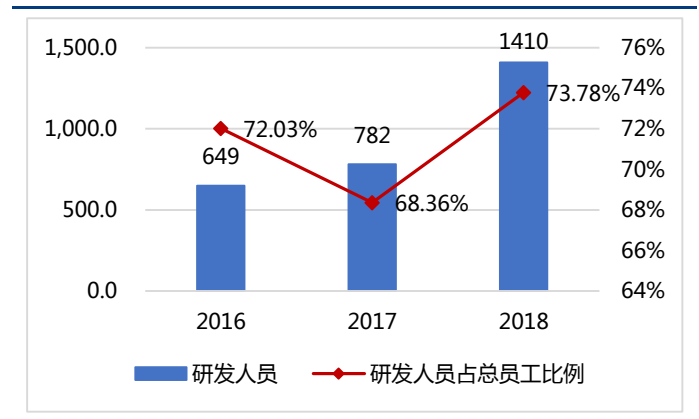
公司研发人员规模及研发投入逐年增加。公司员工从2016年的901人增长到2019年3月的1,972人，其中研发团队从600余人增长到超过1,400人，研发团队占员工总数的比例持续增长。同时，公司保持较高的研发投入，2016-2018年公司研发费用分别为2.14亿元、2.66亿元、4.28亿元，呈快速增长趋势，占营业收入的比例分别为39.43%、35.31%、37.85%。持续高强度的研发投入可以从根本上保证公司在研项目的顺利开展，增强主营业务产品和服务的核心竞争力。

图表 15 2016-2018 年研发费用及占营收比重



资料来源：Wind、华创证券

图表 16 2016-2018 年研发人员及占总员工数量比重



资料来源：Wind、华创证券

（四）员工激励充分，绑定核心骨干释放活力

公司设立奇文一维、奇文二维、奇文三维、奇文四维、奇文五维、奇文六维、奇文七维、奇文九维、奇文十维作为员工持股主体，九大员工持股平台共持有公司股份7500万股，占公司IPO前股份总数的20.83%。可以看出公司员工激励充分，有利于绑定公司核心骨干，释放发展活力。

图表 17 公司九大员工持股平台

员工持股计划	持股数量 (万股)	持股比例	成立时间
奇文一维	325.53	0.9%	2015年11月4日
奇文二维	164.72	0.46%	2015年11月4日
奇文三维	412.53	1.15%	2015年11月3日
奇文四维	1193.92	3.32%	2015年11月4日
奇文五维	3725.76	10.35%	2015年11月3日
奇文六维	159.02	0.44%	2015年11月4日
奇文七维	948.18	2.63%	2015年11月3日
奇文九维	390.03	1.08%	2015年11月18日

员工持股计划	持股数量（万股）	持股比例	成立时间
奇文十维	180.32	0.50%	2015年11月18日

资料来源：公司招股说明书、华创证券

（五）募集资金四大重点投向：国产化、AI、云与国际化

根据公司招股说明书，公司拟公开发行不超过 10,100 万股股票，募集资金总额将根据发行时市场状况和询价的情况予以确定。本次募投资金主要投向三大重点方向：

一是 WPS Office 办公软件研发升级方向。主要基于公司目前“多平台操作系统适配技术、多形态终端自适应排版技术及非结构化文档的结构优化”等核心技术的进一步拓展、延伸，未来将用于公司主要产品 WPS Office 办公软件的升级和优化。

二是办公领域人工智能基础研发中心建设方向。主要投向海量语料的人机协同辅助写作系统研发项目、AI 自然语言处理平台项目、AI 计算机视觉识别平台项目，用于完成“文档智能美化及基于大数据分析的知识图谱”等核心技术的进一步研究和实现，未来将通过公司主要产品 WPS Office 软件为用户提供智能创作服务。

三是办公产品互联网云服务方向。基于公司目前“办公文档多端网络分享实现技术、基于大数据分析的知识图谱技术、基于云端的移动共享技术、快速缓存和全平台推送技术、数据同步及安全存储技术”等核心技术的进一步拓展、延伸，未来将用于公司主要产品 WPS Office 在云办公领域的应用及服务。

四是办公软件国际化方向。基于公司目前“高效可定制的 WPS 新内核引擎技术、多平台操作系统适配技术”等核心技术的进一步拓展、延伸，未来将用于公司主要产品 WPS Office 办公软件海外版的升级和优化。

图表 18 公司募集资金投向

序号	方向/项目名称	总投资额 (万元)	拟用募集资金投入金额 (万元)
1	WPS Office 办公软件研发升级方向	60879.11	60879.11
1.1	WPS Office 办公软件客户端增强与优化项目	40410.37	40410.37
1.2	WPS Office 办公软件安全可靠增强与优化项目	20468.75	20468.75
2	办公领域人工智能基础研发中心建设方向	31876.04	31876.04
2.1	基于海量语料的人机协同辅助协作系统研发项目	10793.43	10793.43
2.2	AI 自然语言处理平台项目	10517.10	10517.10
2.3	AI 计算机视觉识别平台项目	10565.51	10565.51
3	办公产品互联网云服务方向	60983.18	60983.18
3.1	办公产品云服务研发中心建设项目	20412.76	20412.76
3.2	互联网增值服务研发项目	40570.42	40570.42
4	办公软件国际化	51274.19	51274.19
4.1	WPS Office 办公产品及服务全球化研发	20391.87	20391.87
4.2	全球技术服务支持中心建设项目	20615.40	20615.40

资料来源：公司招股说明书、华创证券

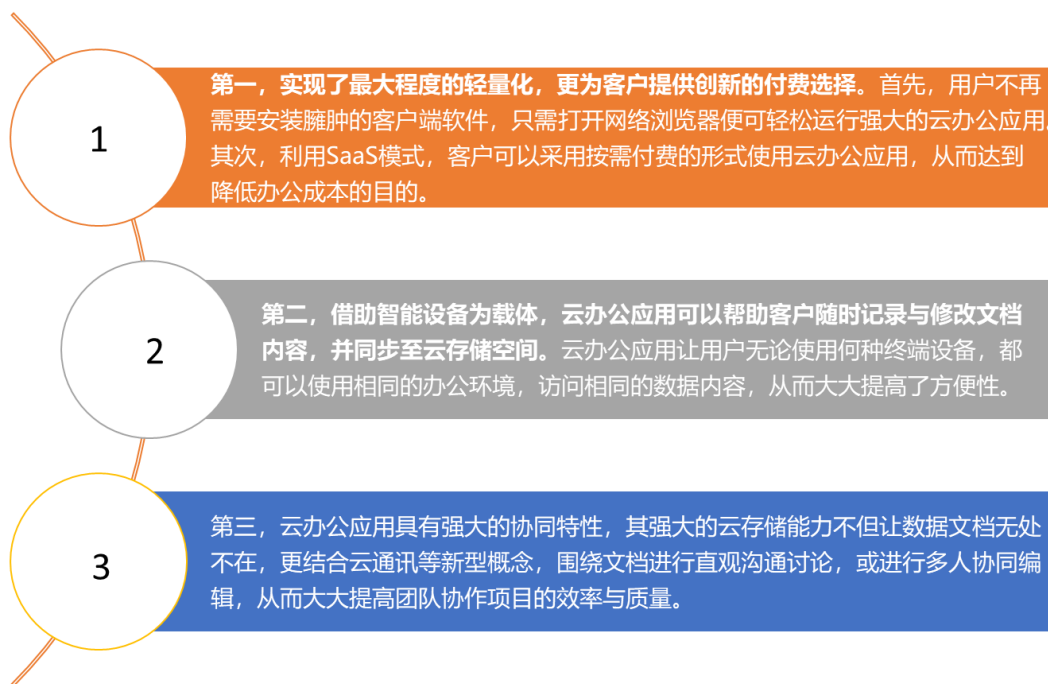
二、在云化和移动化的趋势下，订阅业务成为公司重要增长极

（一）云化与移动化成为办公软件发展长期趋势

1、办公软件加速向云化发展

软件行业加速云化已是行业趋势，在办公软件领域也不例外。狭义上的云办公指以“办公文档”为中心，为政企提供文档编辑、存储、协作、沟通、移动办公、工作流程等云端 SaaS 服务。云办公作为 IT 业界的发展方向，正在逐渐形成其独特的产业链与生态圈，并有别于传统办公软件市场。从用户体验上来说，云办公的特性包括：1) 网络浏览器中的瘦客户端也可以编写出符合规格的专业文档，并且这些文档在大部分主流操作系统与智能设备中都可以轻易被打开；2) 文档可以多人同时进行编撰修改，配合直观的沟通交流，真正实现了团队创作、云端协作，从而极大提高办公效率；3) 移动化办公：配合强大的云存储能力，办公文档数据可以无处不在，通过移动互联网随时随地同步与访问数据；4) 用户无需付费购买版本升级。

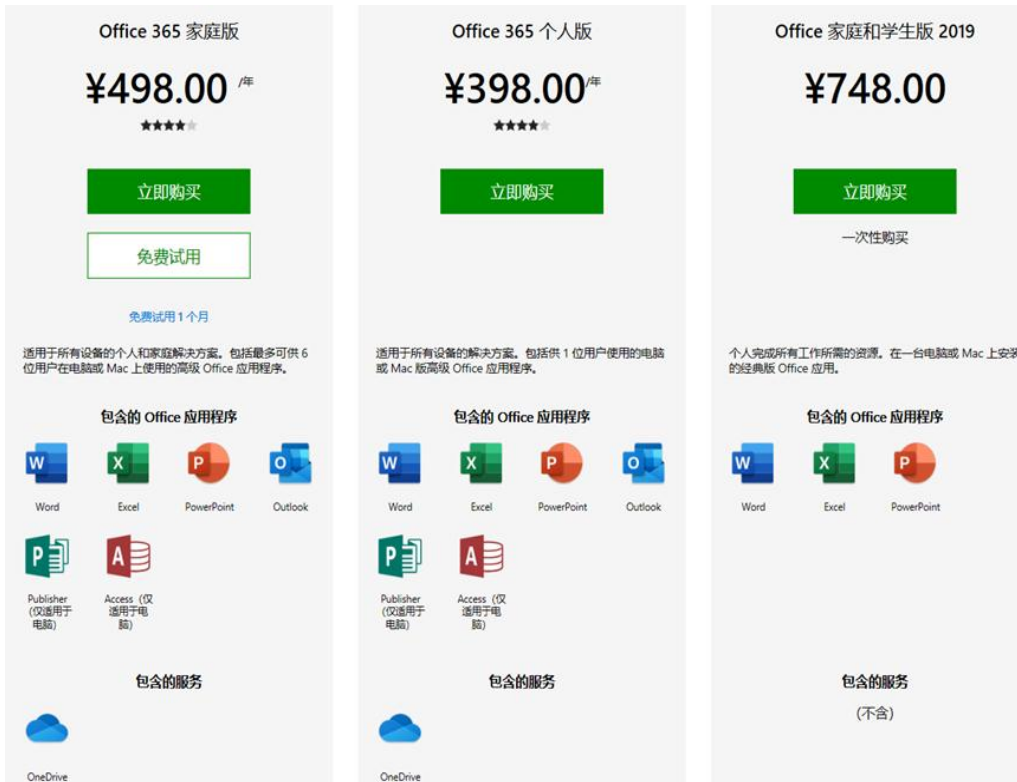
图表 19 云办公应用的优越性



资料来源：阿里云云栖社区、华创证券

办公软件云化以后，商业模式也由原有的一次性的产品式购买向年费制、增值服务、广告等模式的结合。从头部厂商的表现来看，头部厂商微软、金山等均加码云的投入力度。2011年，微软推出基于云端的 office 365，商业模式从“一次性付费，终身使用”变成“按需付费，阶段性使用”。而金山办公的产品已经完成从单一的办公应用工具向互联网办公云服务的转变。同时，商业模式也从单一的办公软件产品使用授权销售模式顺利过渡到“办公软件产品使用授权+办公服务订阅”的双模式运作机制。

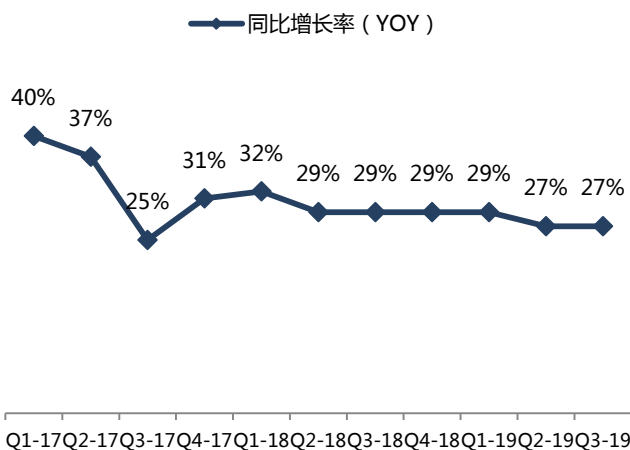
图表 20 Microsoft Office 订阅服务收费标准



资料来源：微软官网

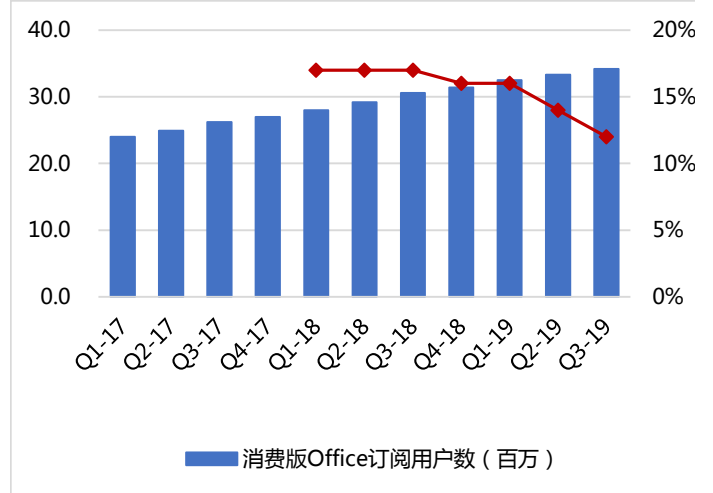
Office 365 的模式获得了大部分企业和消费者的认可。企业版 Office 365 的用户数在连续 11 个季度的同比增速一直保持在 25% 以上。家用版 office 365 订阅用户数也以 12% 以上的同比增速在增长，用户数达到 3480 万人。

图表 21 企业版 Office 365 用户数增长趋势



资料来源：Wind、华创证券

图表 22 家用版 Office 365 订阅用户数增长趋势



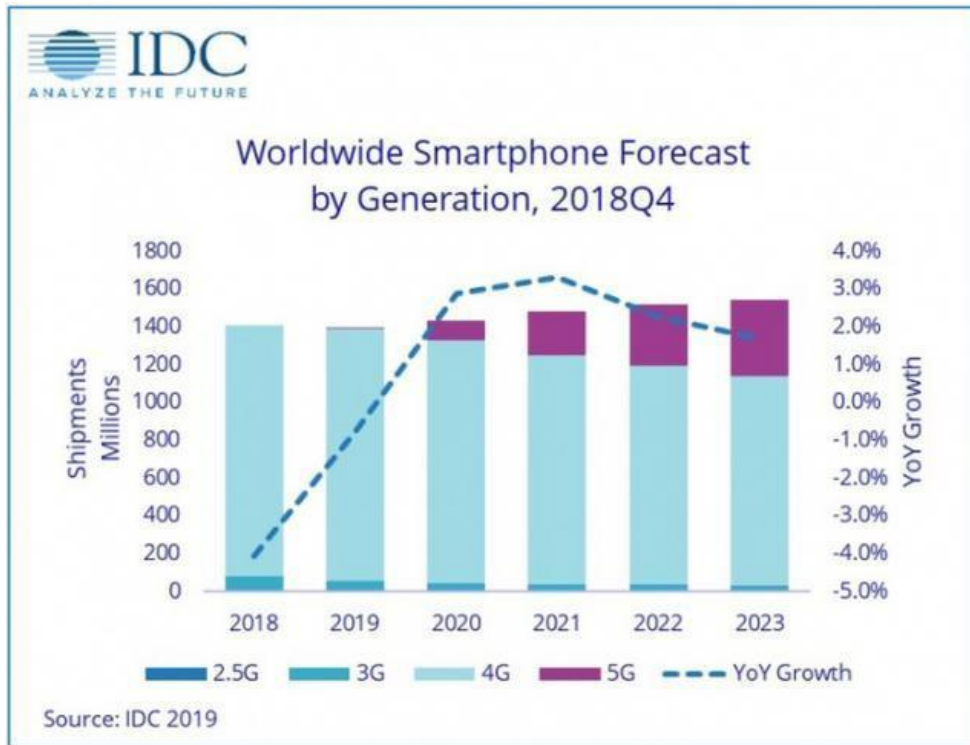
资料来源：Wind、华创证券

2、移动终端的普及和移动办公场景的成熟带动了办公软件的二次腾飞

随着全球移动互联网应用的发展，以智能手机为代表的智能移动终端日益普及。根据 IDC 公开数据，2012 年至 2018

年全球智能手机行业整体出货量保持波动增长，2012 年全球智能手机出货量约为 7.23 亿台，2018 年全球智能手机出货量为 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%。

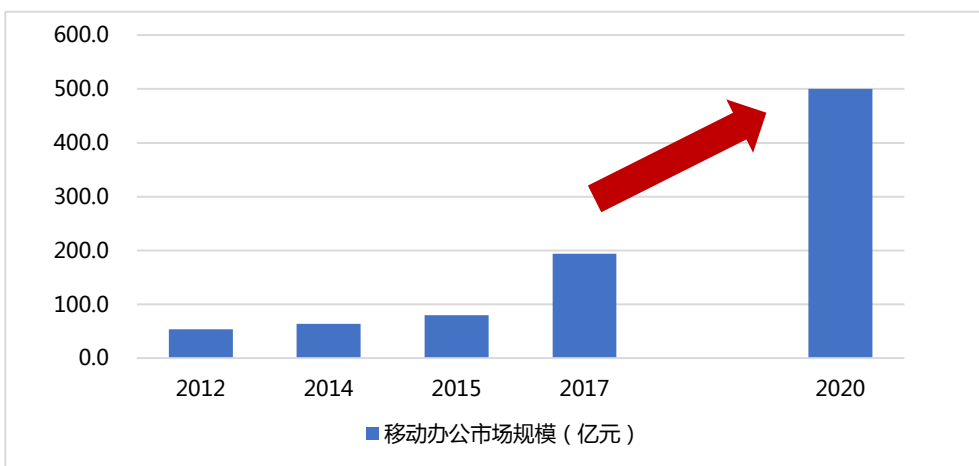
图表 23 全球智能手机出货量级预测



资料来源：IDC：《2018Q4 全球智能手机出货量预测》

随着移动智能设备出货量的高速增长，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助力。根据前瞻产业研究院数据显示，2017 年我国智能移动办公的市场规模在 194 亿元左右，预计到 2020 年市场规模将达到近 500 亿元。

图表 24 2012-2020 年我国智能移动办公市场规模变化情况及预测



资料来源：前瞻产业研究院《2019 年中国智能移动办公行业发展现状和市场前景分析》、华创证券

（二）国内订阅业务有望持续高速增长

1、驱动公司订阅收入增长的三驾马车：市占率、付费率和客单价

图表 25 公司订阅收入的影响因素

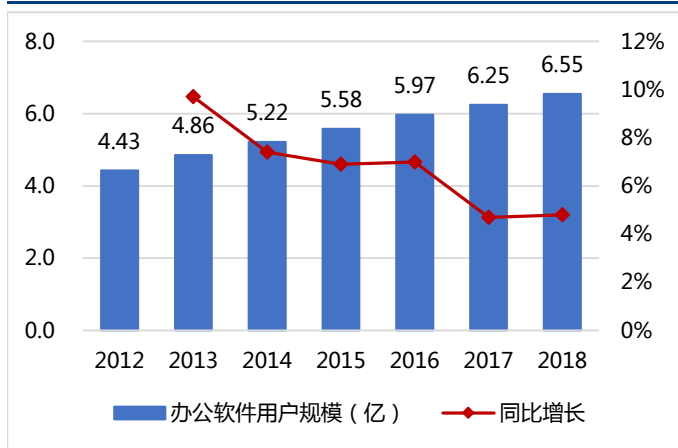


资料来源：公司招股说明书，华创证券

● 用户规模

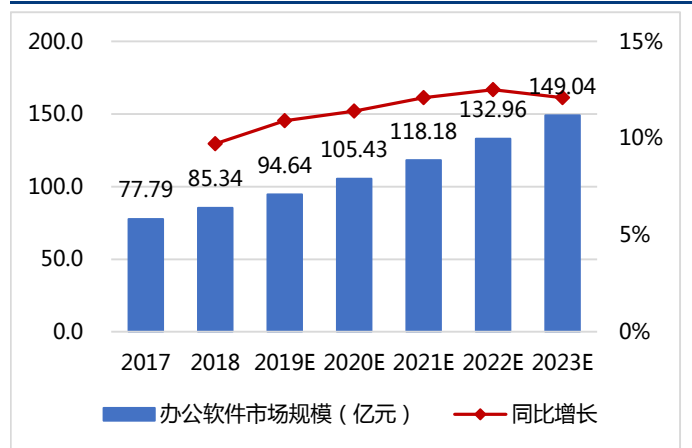
近几年来办公软件用户数量及市场规模持续稳定增长。据计世资讯调研统计，2018年中国办公软件产品的用户规模达到6.55亿人，同比2017年的整体规模增加了超过3千万。此外，2018年中国基础办公软件市场规模为85.34亿元，相较2017年同比增长为9.7%，预计到2023年，行业市场规模将达到149.04亿元，2018-2023年期间复合增长率为11.8%。与此同时，作为基础软件之一的办公软件，在国内对关键基础软件产品加强安全可控的大背景下，也正酝酿着新的发展突破点。

图表 26 2012-2018年办公软件用户规模及增速



资料来源：计世资讯 (CWW Research)：《AI 大数据助力 办公软件市场进入“办公+生态”时代》、华创证券

图表 27 2017-2023年办公软件市场规模及增速预测



资料来源：计世资讯 (CWW Research)：《AI 大数据助力 办公软件市场进入“办公+生态”时代》、华创证券

● 市场占有率

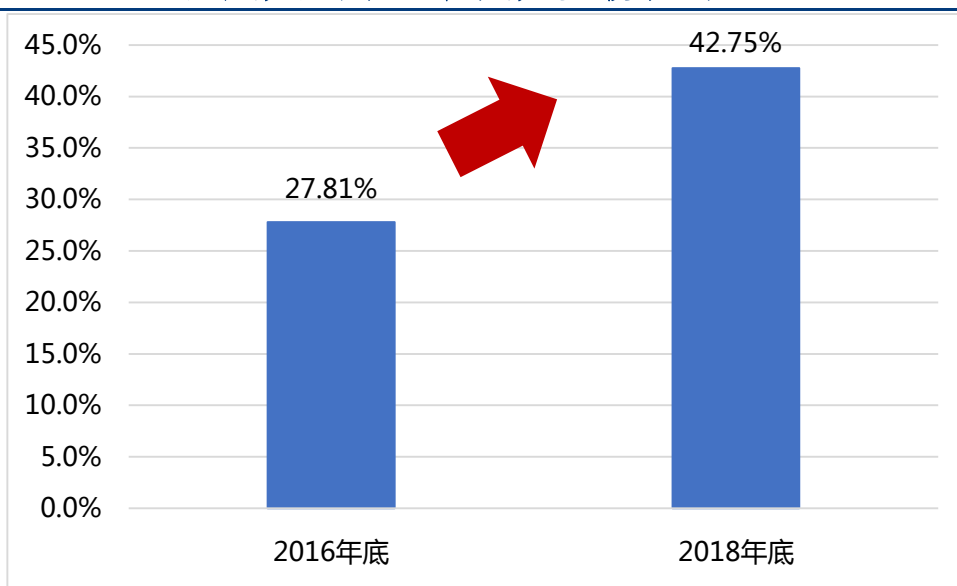
从全球市场来看，办公软件领域仍处于“两极格局”。由于办公软件产品技术门槛较高，国内办公软件市场中，仅有数家厂商参与竞争。除微软的Microsoft Office外，WPS Office、永中Office、中标普华Office等是国内市场上的主要品牌。近年来，国内桌面市场经过快速发展，微软及公司已取得明显的竞争优势，市场中形成了微软、公司办公同台竞争，其他厂商如永中软件、中标软件等跟进发展的竞争态势。

图表 28 公司主要竞争对手

产品名称	特征
微软-Microsoft Office	Microsoft Office 是微软公司开发的一套基于 Windows 操作系统的办公软件，套装。常用组件有 Word、Excel、PowerPoint 等，Microsoft Office 目前已成为世界知名办公软件。
谷歌-G Suite	谷歌的 G Suite 办公套件是一套在线办公软件，可以通过云端处理和搜索文档、表格、幻灯片，具体包括 Gmail、日历、云端硬盘等 G Suite 核心服务以及 Google+、环聊、Blogger 等附加服务，并具备与其他 G Suite 用户云端分享文件、编辑文件等功能。
苹果-iWork	iWork 是苹果公司为 Mac OS X 和 iOS 操作系统开发的办公室软件，包括文档、电子表格和演示文稿等产品。同微软与谷歌一样，iWork 套件向公众推出了云端的在线网页版本 iWork for iCloud，主要针对具有 Apple ID 的用户。
永中-永中 Office	永中 Office 套件主要包含文字处理、电子表格和简报制作等应用，可以在 Windows、Linux 等多个不同操作系统上运行。随着云计算和移动互联时代的来临，永中也推出了永中云办公系统。
中标-中标普华 Office	依托于中标麒麟操作系统产品，中标普华 Office 在审计、财税、工商等领域得到了应用，可以同时运行于 Windows 和 Linux 平台，有普通版、教育版、藏文版等版本。

资料来源：公司招股说明书、华创证券

“免费注册用户+周期付费会员”的模式驱动公司市占率的迅速提升。WPS 一路高歌猛进，从 2016 年至 2018 年，WPS 注册用户总量从 1.66 亿提升至 2.80 亿，公司 WPS 办公软件用户占国内办公市场用户总规模也从 27.81% 迅速提升至 42.75%。我们认为公司能够在个人及企业用户中快速渗透主要得益于“免费+收费”的发展策略。个人用户、中小企业以及创业团队主要考虑成本，付费意愿较低；而大型企业和高端客户希望通过付费方式，使所购买的产品和服务有良好安全保障。

图表 29 WPS 办公软件用户占国内办公市场用户总规模的比例


资料来源：公司招股说明书、华创证券

公司在移动端 WPS 呈现一家独大的局面。公司在微软等海外厂商移动端发展滞后时，快速推出移动办公产品，并在全球迅速占领市场；同时，在产品持续迭代的过程中，重点针对用户需求定制，持续提升用户体验，使产品口碑不断提升，目前 WPS Office 移动版已经成为国内市场月中活跃用户第一位的移动端办公软件产品。据计世资讯的调研数据显示，中国地区微软 Microsoft Office 系列在移动端的渗透率为 44.62%，而金山 WPS Office 在移动端的渗透率达到了 73.21%。

图表 30 金山 WPS Office 移动版



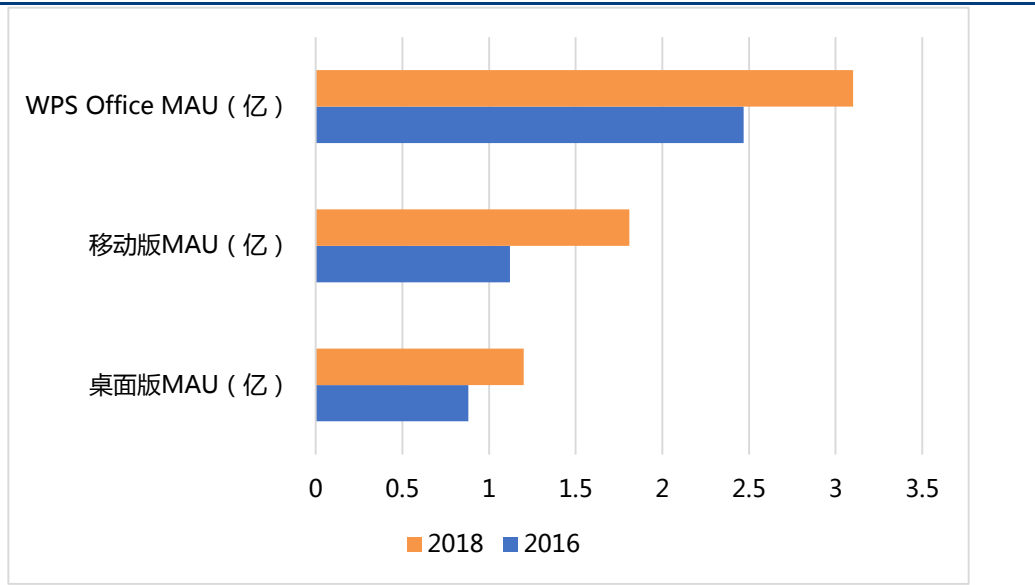
资料来源：公司招股说明书

整体来看，公司 WPS 办公软件用户占国内办公市场用户总规模比例不足 50%，尚有较大的提升空间，公司有望通过“免费注册用户+周期付费会员”的发展策略，及在移动端的领先优势，进一步提升市占率。

● 付费率

公司订阅业务付费率具有巨大的提升空间。2018 年 12 月，公司主要产品月度活跃用户数（MAU）超过 3.10 亿。其中，WPS Office 桌面版月度活跃用户数超过 1.20 亿，领先其他国产办公软件；WPS Office 移动版月度活跃用户数超过 1.81 亿；公司其他产品（如金山词霸等）月度活跃用户数接近 0.10 亿。WPS Office 移动版已覆盖全球超过 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。

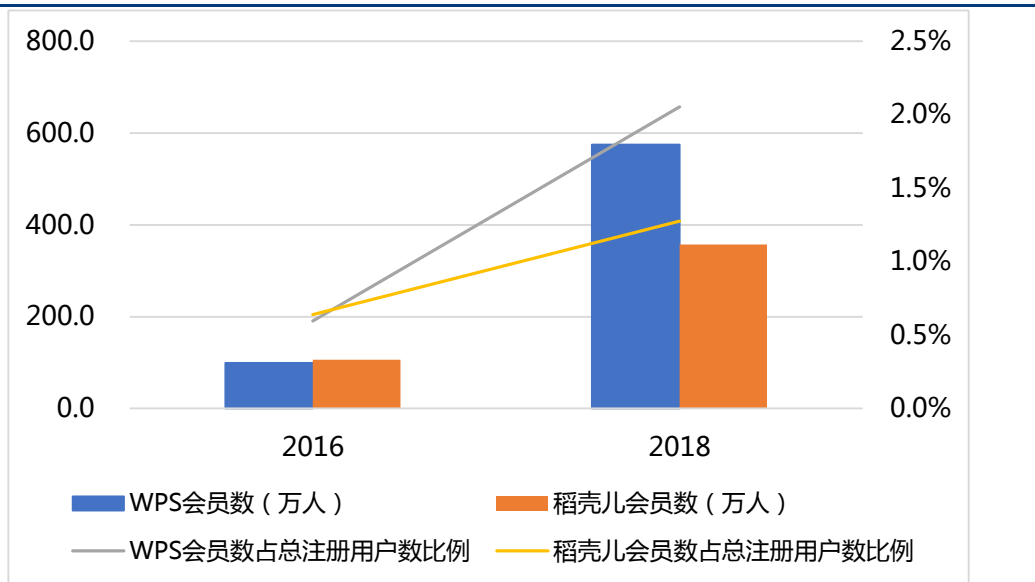
图表 31 公司主要产品月度活跃用户数



资料来源：公司招股说明书、华创证券

针对个人用户需求的不同，公司引入了 WPS 会员和稻壳儿会员两种盈利模式。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。2016 年 12 月、2017 年 12 月及 2018 年 12 月，公司付费用户月活分别为 77.80 万、271.33 万及 481.17 万，付费用户月活数量持续增长。截止 2018 年底，公司拥有 2.8 亿注册用户，而 WPS 会员和稻壳儿会员付费率仅为 2.1% 和 1.3%，尚有规模较大的免费用户，公司未来有较大的市场拓展空间。

图表 32 公司 WPS 会员和稻壳儿会员数量高速增长



资料来源：公司招股说明书、华创证券

较低的订阅服务费能够降低使用门槛，有利于盗版 Microsoft Office 用户转换为公司的付费用户。过去微软 Microsoft Office 产品凭借依然强势的 Windows 操作系统的预装优势，在 PC 端持续称雄。因此 Microsoft Office 虽然用户群体广泛，但由于价格较高，付费用户比例并不高。公司 WPS 会员和稻壳儿会员以订阅模式，年费均在百元以下，极大地降低了使用门槛，有利于盗版 Office 用户转换为公司付费用户。

● 客单价

产品成熟度的提升，将促进客单价的提升。一方面，公司可以提升产品的丰富程度，随着客户付费习惯的养成，可以通过产品的组合销售提升单个客户的销售额；另一方面，未来公司有望通过增加会员服务功能和内容，逐渐提升单个产品的客单价。

2、订阅业务长期发展空间有望达百亿元

订阅业务发展中短期看市占率及付费率的提升，长期看客单价的增加。正如前文所述，驱动公司订阅收入增长的三驾马车为市占率、付费率和客单价。根据对行业所处阶段及公司发展策略的客观分析，我们认为公司订阅业务发展的增长中短期内主要依靠公司市占率及客户付费率的提升，更长期则依靠公司产品性能及行业议价能力的提升，带动客单价的增加。

图表 33 公司订阅业务发展中短期看市占率及付费率的提升，长期看客单价的增加



资料来源：华创证券整理

订阅业务长期发展空间有望达百亿元。基于以下假设：1) 办公软件市场用户数量保持稳定增长；2) 中短期公司的市占率和渗透率较快提升，客单价保持稳定；3) 长期公司战略重心转移至客单价的提升。由此我们估算，在悲观、中性、乐观预期下，中短期公司订阅业务收入规模有望达到 16.3 亿、28.1 亿、42 亿元，长期公司订阅业务收入规模有望达到 67.2 亿、95.6 亿、126 亿元。

图表 34 订阅业务成长空间估算

	中短期			长期		
	悲观	中性	乐观	悲观	中性	乐观
办公软件市场用户规模 (亿)	6.8	7.2	7.5	8	8.2	8.4
市占率	60%	65%	70%	70%	72%	75%
渗透率*	4%	6%	8%	8%	9%	10%
客单价 (元/年)	100	100	100	150	180	200
订阅业务收入估算 (亿)	16.32	28.08	42	67.2	95.64	126

资料来源：华创证券估算 (*此处渗透率我们假设为包括 WPS 会员和稻壳儿会员在内，剔除重复会员后的结果)

(三) 境外业务有望进一步打开成长空间

境外业务正快速推进，有望形成新增长点。随着 2007 年 Kingsoft Office 日文版正式对外发布，公司开始逐步拓展境外市场。通过对 WPS Office 多语言版、移动版产品的全新研发和持续升级，公司在香港地区、台湾地区、日本和欧美、印度及东南亚等国家与地区，针对境外用户的不同偏好与需求进行产品销售和服务。截至 2019 年 6 月底，WPS Office 移动端境外月活达 8000 万，印度及东南亚新兴市场增长显著。为了更好地开拓市场及服务客户，目前金山办公已经在印度、印尼以及泰国设立了业务团队。

据国外媒体 Business Wire 报道，伦敦时间 2019 年 9 月 10 日，金山办公宣布在英国推出 WPS Office 2020，目前在英国、美国、澳大利亚、印度、印度尼西亚、加拿大、菲律宾和马来西亚，WPS Office 2020 均出现在了由苹果推出的“Apps & Games We Love Right Now”预览版中。WPS Office 2020 与主要的办公格式高度兼容，也适用于主流操作系统，包括 Mac、Windows、Linux、iOS 和 Android。同时，WPS Office 2020 内置了大量的免费模板，为用户快速、轻松地提供完美的文档。WPS Office 2020 还拥有一体式平板式界面、跨设备同步、轻量级、PDF 转换 Word、文件修复、图片转换文本以及云集成备份中心等特色功能。

全球化的技术服务支撑体系及营销体系也将逐渐完善。公司募集资金一个重要的投资方向就是办公软件国际化，计划投入金额为 5.12 亿元，目标是基于公司产品和服务持续开发，为满足全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。目前公司移动版 Office 已经形成了较广泛的境外用户群体，全球化的技术服务支撑体系及营销体系也在逐渐完善，未来随着用户习惯的养成及粘性的提升，境外市场有望成为公司重要的增长点。

三、办公软件国产化势在必行，公司竞争优势极为突出

（一）基础办公软件是国家安全可靠战略中的重要一环

在国际贸易关系愈发紧张的局势下，安全可靠的重要性更加凸显。2018 年 4 月 20 日召开的全国网络安全和信息化工作会议上，习近平总书记提出，“核心技术是国之重器。要下定决心、保持恒心、找准重心，加速推动信息领域核心技术突破。”总书记多次强调，“市场换不来核心技术，有钱也买不来核心技术，必须靠自己研发、自己发展”。2018 年初以来，中美贸易冲突的不断升级充分证明，核心技术受制于人存在巨大隐患。坚持关键信息技术安全可控是保证我国经济发展、社会稳定和国防安全的重要环节。

图表 35 中美贸易冲突时间线梳理

时间	事件
2016 年 6 月 28 日	竞选总统期间，唐纳德特朗普在宾夕法尼亚州集会上制定了反击中国不公平贸易行为的计划
2017 年 3 月 31 日	特朗普签署了两项行政命令。一项是呼吁在反补贴和反倾销贸易案件中实施更严格的关税执法。另一项是下令审查美国的贸易逆差及其原因
2017 年 4 月 7 日	在佛罗里达州的 Mar-a-Lago 庄园举行的首次会议上，特朗普和中国国务院总理习近平达成了为期 100 天的贸易谈判计划
2017 年 8 月 14 日	特朗普下令执行“301 条款”，调查涉嫌中国的知识产权盗窃案，这被认为是他对北京采取的第一个直接贸易措施。第 301 节提到 1974 年贸易法的一部分，该法规定了美国应如何根据贸易协定强制执行其权利
2018 年 4 月 2 日-3 日	中国对 128 种美国产品征收高达 25% 的关税，公布了对约 500 亿美元中国进口产品征收 25% 关税的计划
2018 年 4 月 4 日	中国对美国大约 500 亿美元的进口产品采取报复性关税计划作出回应
2018 年 6 月 15 日	美国将 7 月 6 日定为对中国进口的 340 亿美元商品征收 25% 的关税的生效日期。并表示，在征询公众意见后，还将增加对 160 亿美元的商品征收 25% 的关税。中国做出回应，对 340 亿美元的美国商品征收关税
2018 年 7 月 10 日	美国公布了对 2000 亿美元中国进口产品征收 10% 关税的计划
2018 年 8 月 1 日	特朗普命令美国贸易代表办公室将中国进口 2000 亿美元的关税从原先提议的 10% 提高到 25%
2018 年 8 月 7 日	美国公布将征收 25% 的关税 160 亿美元的中国商品清单。中国反击，对 160 亿美元的美国进口商品征收 25% 的关税
2018 年 9 月 24 日	美国对 2000 亿美元的中国进口产品征收 10% 的关税。美国政府表示，这一比率将于 2019 年 1 月 1 日增加到 25%。中国回应，对 600 亿美元的美国进口商品征收关税

时间	事件
2018年12月1日	中美双方同意停止相互加征新的关税，两国将争取在90天内达成协议。特朗普同意推迟于1月1日增加中国商品关税的计划，直到3月初，两国之间的谈判才开始
2019年5月8日	特朗普政府正式通知其有意将2000亿美元的中国进口商品的关税从10%提高到25%，从5月10日开始生效
2019年5月15日	美国总统特朗普签署行政命令，要求美国进入紧急状态，在此紧急状态下，美国企业不得使用对国家安全风险的企业所产生的电信设备。美国商务部周三表示，将把中国公司华为及其70家附属公司列入“实体名单”
2019年5月16日	美国商务部禁止中国华为和旗下的70家企业在美国的销售和采买行为，很多美企召开紧急会议，并以书面形式和华为断绝一切商务合作
2019年10月9日	美商务部宣布，将中国20家政府机构与8家企业列入实体清单，理由是“这28家实体与新疆对少数民族的打压行为有关”。被列入实体清单的中国政府机构包括中国新疆维吾尔自治区公安厅、新疆生产建设兵团公安局等，企业则包括旷视科技、科大讯飞、海康威视、大华股份、商汤科技、依图科技、美亚柏科、颐信科技等。

资料来源：跨境知道、华创证券整理

基础办公软件是国家安全可靠战略中的重要一环。2016年7月，国务院发布《国家信息化发展战略纲要》，提出将“带动基础软件等实现根本性突破”；国务院常务会议亦通过“十三五”科技创新规划，并在规划中部署15个“科技创新2030”重大项目，其中在电子信息领域部署3个重大专项，首个专项即是核心电子器件、高端通用芯片和基础软件项目。随后出台的《“十三五”国家信息化规划》也进一步明确要“加强自主基础软件的创新与产业发展”。在国家政策的推动下，基础办公软件的发展势必呈现长期增长的态势。

图表 36 安全可靠产业链全景图



资料来源：华创证券整理

在“安全可靠”总体战略及信息化工程的有力带动下，国产办公软件行业中的骨干企业迅速成长。用户层面上，用户逐渐倾向于选择具有品牌口碑、技术及资本等综合优势的软件企业和能够提供安全可靠产品的厂商进行合作，尤其是具有较强技术实力，能够保护客户隐私、保障行业敏感信息安全的软件企业。作为软件企业的重要组成部分，基础办公软件行业骨干企业在良好的政策环境和利好趋势下健康成长，行业地位更加突出。

（二）公司是绝对领先的国产办公软件，安全可靠体系建设为公司发展提供良好机遇

公司在政府办公软件市场具有绝对优势。公司研发团队自上世纪 90 年代致力于办公软件系统的研发，是国内最早开始研发办公软件的企业之一，是政府采购名录在册供应商。坚持自主核心技术研发、掌握自主知识产权，是 WPS Office 在政府和国有企业软件正版化中经受住考验并获得良好口碑的重要原因。

图表 37 政府办公软件正版化的支持政策法规

时间	法规名称	发布机构	主要内容
2013 年 4 月	《关于做好 2013 年推进中央企业使用正版软件工作的通知》（国资厅发〔2013〕19 号）	国务院国有资产监督管理委员会办公厅	应《2013 年推进使用正版软件工作计划》及《2013 年软件正版化工作督查方案》的要求，提出力争经过三年努力，到 2015 年底全面实现中央企业软件正版化。并要求各中央企业要按照“三年目标”的要求，制订出符合本企业实际的 2013-2015 年各年度的工作计划
2013 年 5 月	《关于印发〈政府机关办公通用软件资产配置标准（试行）〉的通知》（财行〔2013〕98 号）	财政部	政府机关配置办公通用软件资产，应当遵循安全性、适用性、经济性和正版化的原则。不得配置非正版软件
2013 年 8 月	《关于印发政府机关使用正版软件管理办法的通知》国办发〔2013〕88 号	国务院办公厅	各级政府机关的计算机办公设备及系统必须使用正版软件，禁止使用未经授权和未经软件产业主管部门登记备案的软件。各级政府机关工作人员不得随意在计算机办公设备及系统中安装或卸载软件
2015 年 8 月	《关于做好推进民营企业使用正版软件工作有关事项的通知》（全联厅发〔2015〕23 号）	全国工商联办公厅、国家版权局办公厅	要求民营企业要加强软件资产管理，各级企业要建立使用正版软件工作机制，落实工作责任，确定责任人，将使用正版软件工作与企业信息化建设相结合；要建立软件资产台账，实现软件资产采购、升级、删除等环节的全面管理，不断健全长效机制

资料来源：公司招股说明书、公司官网、华创证券

公司产品及服务在政府、金融、能源、航空等多个重要领域得到广泛应用。1) 公司在政府部门优势尤其明显，目前已覆盖 30 多个省市自治区政府、400 多个市县级政府。国内省级政府机关已于 2012 年完成正版办公软件采购工作，金山 WPS 市场份额占总采购量超过三分之二，采购套数近 50 万，为国内、外办公软件厂商中最高。目前金山 WPS 覆盖了包括外交部、新闻出版总署、工业和信息化部、科技部、文化部、国土资源部、住房和城乡建设部、民政部在内的 70 多家中央部委、办、局级政府单位。而且根据公司官网资料，金山 WPS 在所有省级政府中均有采购和应用。其中浙江省、山西省、安徽省、海南省、广东省、广西省、江西省、河北省、河南省、甘肃省、宁夏回族自治区、西藏自治区、青海省、黑龙江省、吉林省、辽宁省、云南省等，以近 100% 的比例全部采购金山 WPS。

2) 企业领域，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%。公司所服务的企业客户有：中国石油天然气集团公司、国家电网公司、中国工商银行股份有限公司、中国南方航空股份有限公司、中国航天科工集团公司等。

图表 38 公司各行业客户应用案例

行业	典型客户
部委政府机关	外交部、新闻出版总署、工业和信息化部、科技部、文化部、国土资源部、住房和城乡建设部、民政部等
省\地市政府机关	浙江省、山西省、安徽省、海南省、广东省、广西省、江西省、河北省、河南省、甘肃省、宁夏回族自治区、西藏自治区、青海省、黑龙江省、吉林省、辽宁省、云南省等

行业	典型客户
中央企业	国家电网公司、中国化学工程集团公司、中国南方电网有限责任公司、中国工艺（集团）公司、中国华电集团公司、中国中材集团公司、中国电力投资集团公司、中国建筑材料集团有限公司、中国长江三峡集团公司、中国国际技术智力合作公司、中国邮政集团、中国建筑科学研究院、中国海洋石油总公司、中国南车集团公司、鞍钢集团公司等
金融行业	中国人民银行、国家开发银行、工商银行、中国农业银行、中国民生银行、
钢铁行业	宝钢集团有限公司、中原特钢股份有限公司、中钢集团天津有限公司、武汉钢铁（集团）公司、中钢集团安徽有限公司等
教育行业	北京大学、复旦大学、江苏大学等

资料来源：公司官网、华创证券

安全可靠软硬件平台的持续发展,为公司提供了更多的潜在需求。2012 年公司响应客户对基础软件安全可靠的号召,发布基于安全可靠 Linux 平台应用的 WPS Office 产品。经过数年的发展, WPS Office Linux 版已经支持龙芯、飞腾、申威、兆芯等 CPU,兼容中标麒麟、普华、方德、深度等全部国产操作系统平台,并在国家“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系统适配和应用推广。

图表 39 WPS Office Linux 的主要特点

产品特点	详情
支持多平台适配	WPS Office Linux 版已经全面支持龙芯、飞腾、兆芯、申威和众志等芯片,支持中标麒麟、中科方德、深度 Deepin 等操作系统。同时产品通过自主研发的多平台操作系统适配技术,可将 WPS OfficeLinux 版快速移植到其他主流 Linux 操作系统上
定制二次开发体系	WPS Office Linux 版通过面向多平台第三方应用的统一跨进程对象模型技术,提供与 WPS Office Windows 版兼容的二次开发接口,帮助组织级客户将现有的业务应用系统以较低成本迁移到安全可靠软硬件平台上
支持国家标准	WPS Office Linux 版支持 UOF、OFD 文档格式,遵循国家文档格式标准,利用文档解析模块,客户可以快速地制作符合国家标准的专用文档
安全功能增强	WPS Office Linux 版提供专用的加解密接口,为客户信息安全提供有力保障

资料来源：公司招股说明书、华创证券

随着政府、大型国企央企及金融、能源等重点行业安全可靠体系的持续建设,对国产办公软件需求料将持续增加。1) 根据我们草根调研,未来几年党政机关等政务外网体系有望实现约 1500 万台的替换量。2) 从价格层面来说, WPS Office 桌面版标准定价为 1,998 元,在实际销售中根据客户的不同行业、购买版本及数量不同的实际情况,销售价格会有所不同。根据采招网数据, WPS Office 2016 单价约为 400-600 元,取中值约为 500 元。由此可以初步推算,由于安全可靠体系建设带来的国产办公软件市场空间有望达到 75 亿元。

四、投资建议

(一) 核心假设

核心假设 1: 1) 订阅业务是公司研发和推广的重点,预计未来几年将保持高速增长; 2) 受益于安全可靠体系建设,公司办公软件产品使用授权有望较快发展,呈现加速趋势; 3) 互联网广告业务预计保持较平稳增长。

核心假设 2: 未来几年将是公司研发投入的关键期,预计研发费用将快速增长。

核心假设 3: 随着规模效应的体现,订阅业务毛利率将持续上升,推动整体毛利率提升。

（二）盈利预测

一方面，公司作为国产办公软件龙头，料将充分受益于安全可靠体系建设；另一方面，订阅业务空间广阔，行业天花板远未触及，公司未来几年有望实现持续高速增长。我们预测公司 2019-2021 年归母净利润为 3.84 亿、6.95 亿、10.34 亿元。

（三）估值分析

我们考虑采用 PS 和 PE 两种估值方法进行估值：

PS 估值：参考可比公司平均 PS，同时考虑公司作为国产办公领军及科创龙头企业，给予一定估值溢价，给予公司 2020 年 15 倍 PS，对应目标市值为 366.9 亿元。

PE 估值：参考可比公司平均 PE，同时考虑公司作为国产办公领军及科创龙头企业，综合给予公司 2020 年 65 倍 PE，对应目标市值为 451.75 亿元。

综合分析，我们认为公司合理目标市值为 366.9 亿-451.75 亿元，按照 4.61 亿总股本计算，对应股价区间为 79.6 元-100.2 元。

图表 40 可比公司估值（截止 2019.11.8 收盘价）

公司名称	当前价格	EPS			PE			PS		
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
用友网络	29.60	0.35	0.45	0.58	85	66	51	8	7	6
石基信息	39.47	0.50	0.60	0.73	79	66	54	12	10	9
恒生电子	77.43	1.22	1.43	1.82	64	54	42	16	13	12
广联达	33.61	0.35	0.48	0.70	95	69	47	11	9	8
平均值		-	-	-	81	64	49	12	10	9

资料来源：Wind 注：可比公司盈利预测来自 wind 一致预期

五、风险提示

1、盈利模式风险

互联网广告推广服务占总收入的比例较高，根据公司招股说明书（注册稿），2016-2018 年，公司互联网广告业务收入在总收入中的占比分别为 44.76%、39.28%和 33.75%。互联网广告推广服务采用“免费+广告”为主的盈利模式受到用户能够接受的广告投放量的制约，即若公司在产品中投放广告量过多，则可能降低用户体验，导致用户流失，从而降低公司产品的广告投放价值，导致互联网广告收入减少。

2、人力成本上升的风险

公司所处行业为技术密集型行业，行业发展速度和技术更新较快，对产品创新、市场营销及运营技术等方面的人力资本依赖性较高。根据公司招股说明书（注册稿），公司员工总数由 2016 年末的 901 人增加至 2019 年 3 月末的 1972 人，如果未来公司不能在人员成本方面制定匹配公司业务增长的政策，导致人员成本控制不力，将会对公司未来的盈利水平造成不利影响。

3、市场竞争加剧风险

在国际市场中，微软等海外竞争对手处于优势地位，在国内市场上也与公司形成竞争之势。根据微软披露的 2019 财年第三季度报告（2019 财年起始点为 2018 年 7 月 1 日至 2019 年 6 月 30 日），Office 365 的订阅数约为 3,420 万。

微软等海外办公软件公司起步早，资金充足，且存在将操作系统与办公软件打包出售的情况，可能使公司面临市场竞争风险。

4、产品单一及技术升级风险

公司多年来专注于办公软件领域，WPS Office 系列产品及服务是公司收入的主要来源。其中，办公软件使用授权业务和办公服务订阅业务收入均直接来源于 WPS Office 产品，互联网广告推广服务销售收入也是依靠 WPS Office 产品的间接收入，一旦出现革新性技术导致行业格局发生巨大变动或新的替代产品出现等情况，发行人短期之内也许无法进行技术突破，或不能将自身研发能力马上变现，进而对公司经营产生不利影响。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	187	4,264	3,693	3,102
应收票据	0	0	0	0
应收账款	227	365	619	939
预付账款	6	8	10	14
存货	1	1	2	2
其他流动资产	1,069	1,481	2,318	3,514
流动资产合计	1,490	6,119	6,642	7,571
其他长期投资	9	9	9	9
长期股权投资	13	11	9	7
固定资产	53	147	199	203
在建工程	0	10	30	35
无形资产	18	16	14	13
其他非流动资产	44	143	241	250
非流动资产合计	137	336	502	517
资产合计	1,627	6,455	7,144	8,088
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	70	87	102	155
预收款项	194	268	420	637
其他应付款	13	13	13	13
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	147	229	286	336
流动负债合计	424	597	821	1,141
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	16	11	11	11
非流动负债合计	16	11	11	11
负债合计	440	608	832	1,152
归属母公司所有者权益	1,187	5,847	6,312	6,936
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	1,187	5,847	6,312	6,936
负债和股东权益	1,627	6,455	7,144	8,088

现金流量表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	422	622	1,196	1,858
现金收益	325	404	726	1,083
存货影响	0	0	0	-1
经营性应收影响	-57	-143	-261	-332
经营性应付影响	143	92	167	269
其他影响	11	269	565	839
投资活动现金流	-218	-220	-218	-83
资本支出	-49	-124	-122	-76
股权投资	52	-2	-2	-2
其他长期资产变化	-221	-94	-94	-5
融资活动现金流	-184	3,675	-1,549	-2,366
借款增加	0	0	0	0
股利及利息支付	-184	-231	-410	-610
股东融资	0	4,632	0	0
其他影响	0	-726	-1,139	-1,756

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,130	1,560	2,446	3,708
营业成本	150	201	247	373
税金及附加	11	16	24	37
销售费用	216	296	440	668
管理费用	89	156	245	371
财务费用	-2	-1	-21	-18
资产减值损失	4	3	5	7
公允价值变动收益	2	0	0	0
投资收益	50	47	73	96
其他收益	52	62	56	90
营业利润	338	398	718	1,067
营业外收入	1	0	1	1
营业外支出	17	2	2	2
利润总额	322	396	717	1,066
所得税	11	12	22	32
净利润	311	384	695	1,034
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	311	384	695	1,034
NOPLAT	309	383	674	1,016
EPS(摊薄) (元)	0.67	0.83	1.51	2.24

主要财务比率

	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	50.0%	38.1%	56.8%	51.6%
EBIT 增长率	49.5%	23.6%	76.0%	50.6%
归母净利润增长率	44.9%	23.7%	80.9%	48.7%
获利能力				
毛利率	86.7%	87.1%	89.9%	90.0%
净利率	27.5%	24.6%	28.4%	27.9%
ROE	26.2%	6.6%	11.0%	14.9%
ROIC	25.7%	6.7%	10.9%	14.9%
偿债能力				
资产负债率	27.1%	9.4%	11.6%	14.3%
债务权益比	1.4%	0.2%	0.2%	0.2%
流动比率	351.4%	1025.0%	809.0%	663.5%
速动比率	351.2%	1024.8%	808.8%	663.4%
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.2	0.3	0.5
应收账款周转天数	64	68	72	76
应付账款周转天数	128	141	138	124
存货周转天数	2	2	2	2
每股指标(元)				
每股收益	0.67	0.83	1.51	2.24
每股经营现金流	0.92	1.35	2.59	4.03
每股净资产	2.57	12.68	13.69	15.05
估值比率				
P/E	0	0	0	0
P/B	0	0	0	0
EV/EBITDA	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!

计算机组团队介绍

组长、首席分析师：陈宝健

清华大学计算语言学硕士。曾任职于国泰君安证券、安信证券。2017年加入华创证券研究所。2015年新财富最佳分析师第2名团队成员，2016年新财富最佳分析师第6名团队成员。

分析师：邓芳程

华中科技大学硕士。曾任职于长江证券。2017年加入华创证券研究所。

助理研究员：刘逍遥

中国人民大学管理学硕士。2018年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,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的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500