

证券研究报告—深度报告
信息技术
软件与服务
金山办公(688111)
买入

合理估值: 120.09-164.80 元 昨收盘: 45.86 元 (首次评级)

2019年11月18日

深度报告

办公服务龙头起航，剑指 2B 服务国际化厂商

股票数据

总股本/流通(百万股)	461461/
总市值/流通(百万元)	21,121,141/
上证综指/深圳成指	2,2905/9,688
12个月最高/最低(元)	445.86/45.86

证券分析师：熊莉

 E-MAIL: xiongli1@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519030002

证券分析师：于威业

 电话: 0755-81982908
 E-MAIL: yuweiyue@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519050001

● 国内龙头办公软件和服务提供商

公司主要从事 WPS Office 办公软件产品及服务的设计研发及销售推广。WPS Office 系列产品经过 30 余年的研发与更新，具备扎实的产品技术根基，拥有国内领先的技术水平。公司国内市占率绝对领先，服务于“世界 500 强”中中国企业 69 家，比例达 57.50%；国内 96 家央企中，公司客户达 82 家，比例达 85.41%；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，公司所服务的客户达 11 家，比例达 91.67%。

● 差异化功能比拼硬实力，低价战略提升性价比，订阅模式奋起直追

公司能够提供微软 Office 对应的功能，只是在 VBA、插件方面尚存差距。除此之外，公司通过研发以及资源整合等途径不断扩大业务边界，提供 PDF 以及其他如文档修复、PDF 工具包等增值功能，与微软 Office 相比形成差异化优势。WPS 重视海外市场份额差距，国际版本产品丰富，收入快速增长；通过相对低价策略提升性价比，国内外市场快速开拓；云服务起步稍晚但功能逐步丰富，过往三年增速呈每年翻倍态势，未来订阅模式有望在云计算渗透率不断上升的大环境下，实现持续高增长。

● 安全可控是必由之路，公司卡位优势突出有望充分受益

在互联网化逐渐深化、信息沟通日益迅捷的今天，世界范围内危害网络信息安全的事件屡屡发生，威胁国家利益与安全。国家对网络安全、信息安全的巨大需求使得国产的办公软件在内的基础软件未来在国家党政、军队和事业单位等重点行业和领域的广泛应用，着力为国产化系统与产品适配的公司将迎来历史性发展机遇。公司作为办公服务龙头厂商卡位优势突出，开始进入发展快车道。

● 风险提示

安可业务推进速度不及预期；海外业务渠道建设周期拉长；会员增速放缓。

● 首次给予“买入”评级

综合绝对估值和相对法估值（A 股、美股），我们认为公司合理估值在 120.09-164.80 元，相对于公司发行价有 175%~259% 的溢价空间。预计公司 2019-2021 年归母净利润 3.67/6.92/10.03 亿元，利润年增速分别为 18/89/45%，摊薄 EPS=0.80/1.50/2.18 元，首次给予“买入”评级。

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

盈利预测和财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	753	1,130	1,658	3,039	4,371
(+/-%)	38.8%	50.0%	46.7%	83.3%	43.8%
净利润(百万元)	214	311	367	692	1003
(+/-%)	65.0%	44.9%	18.1%	88.6%	45.0%
摊薄每股收益(元)	0.59	0.86	0.80	1.50	2.18
EBIT Margin	56.6%	58.7%	19.9%	25.5%	24.7%
净资产收益率(ROE)	20.6%	26.2%	27.4%	42.7%	49.4%
市盈率(PE)	77.2	53.3	57.6	30.6	21.1
EV/EBITDA	39.0	25.0	66.2	31.9	27.2
市净率(PB)	15.9	13.95	15.81	13.04	10.40

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

公司是办公软件和服务行业龙头厂商，在 2G/安全可控、2B、2C 以及国际化市场的空间巨大，成长确定性强。预计公司 2019-2021 年归母净利润 3.67/6.92/10.03 亿元，利润年增速分别为 18/89/45%，摊薄 EPS=0.80/1.50/2.18 元，未来一年合理估值区间 120.09-164.80 元，考虑公司行业地位的稀缺性和盈利模式的优越性，首次给予“买入”评级。

核心假设与逻辑

第一，公司作为产品型公司，销售费用由于安全可控业务推进而有所下降，管理费用持续保持高投入，但边际费用递减。预期随着收入上升出现规模效应，费用率将略有下降。毛利率水平边际略有上升。

第二，在云计算渗透率不断上升的大环境下，公司龙头地位稳固，办公服务订阅业务持续高增长，且会员 Arup 值略有上升。

第三，安全可控项目开启数个以三年为单位的大周期，落地将直接带来显著的业绩增量。

与市场的差异之处

第一，对金山办公与微软 Office 进行市场份额、产品功能、产品价格、云服务布局、订阅用户数量等方面的比较分析，并发现金山办公通过低价战略提升性价比，订阅模式奋起直追，云化进程加快，移动端具有比较优势。

第二，对金山办公服务订阅、互联网广告、办公软件授权三块业务进行较为详细的历史分拆和未来预测。

股价变化的催化因素

第一，安全可控项目预算、名单等持续落地。

第二，定期报告超出市场预期。

第三，WPS 会员/稻壳会员增长超出市场预期。

核心假设或逻辑的主要风险

第一，安全可控业务推进速度或市占率不及预期；

第二，海外业务渠道建设周期拉长，影响海外业务拓展速度；

第三，WPS 会员/稻壳会员增速放缓；

第四，微软等巨头竞争对手加大竞争力度，导致价格下降的风险。

第五，知识产权保护政策落地不及预期；

内容目录

估值与投资建议	6
绝对估值: 126.18-144.11 元.....	6
绝对估值的敏感性分析.....	6
相对法估值: 120.09-164.80 元.....	6
投资建议.....	7
公司概况: 国内领先的办公软件和服务提供商	7
以 WPS Office 办公软件为核心、辅以金山词霸的产品侧架构.....	9
基于产品及文档的办公增值服务与互联网广告推广服务相结合的服务侧架构.....	10
三大盈利支柱营收喜人, 个人客户订阅业务活力十足.....	11
市场渗透与覆盖成就瞩目.....	13
品牌+技术+经验+产品多维度壁垒日益明显.....	14
持续致力于产品升级、服务优化与国际化推进.....	15
WPS Office 与 Microsoft Office 对比分析: 低价战略提升性价比, 订阅模式奋起直追, 云化进程加快, 移动端具有优势	15
WPS 重视海外市场份额差距, 国际版本产品丰富, 收入快速增长.....	15
WPS 核心产品能满足替代, 功能差异性优势显现.....	16
WPS 云服务起步稍晚, 功能逐步丰富.....	18
订阅模式规模差异巨大, WPS 空间广阔.....	22
WPS 低价策略提升性价比.....	22
成长分析: 互联网+与安全可控持续深化, 办公软件市场前景可期	24
国产办公软件不断发展扩张, 海外市场国产软件逐步登陆突破.....	24
互联网化浪潮为基础办公软件应用奠定了坚实的用户基础.....	25
智能移动终端的普及和移动办公场景的成熟带动办公软件应用的二次腾飞.....	27
国家网络空间安全战略发布, 国产基础软硬件创新发展迎来历史性机遇.....	27
国内广告市场持续增长, 移动互联网广告市场增速强劲.....	28
对比微软 Office 业绩成长, WPS 潜力巨大.....	28
财务分析: 公司 Q3 业绩增长强劲, 现金流情况良好	29
盈利预测	31
假设前提.....	31
未来 3 年盈利预测.....	33
盈利预测的敏感性分析.....	34
风险提示	34
附表: 财务预测与估值	36
国信证券投资评级	37
分析师承诺	37
风险提示	37
证券投资咨询业务的说明	37

图表目录

图 1: 前公司时期产品沿革	8
图 2: 金山办公阶段业务沿革	8
图 3: 金山办公主要产品及服务矩阵图	9
图 4: 办公软件使用授权业务收入情况	11
图 5: 机构用户办公服务订阅业务收入情况	12
图 6: 个人用户办公服务订阅业务收入情况	12
图 7: 公司互联网广告推广业务收入情况	13
图 8: 广告业务开展情况	13
图 9: Office 365 的云化布局	19
图 10: Office 365 的产品服务	20
图 11: WPS 会员特权 (左)、稻壳会员特权 (右)	20
图 12: WPS 云协作产品布局	21
图 13: 三种会员价格表	23
图 14: WPS 会员和稻壳交易会员用户数与平均交易金额	24
图 15: 全球市场中 Office 365 和 G Suite 的市场份额	25
图 16: 办公软件用户规模	26
图 17: 公司办公软件产品月度活跃用户数 (万个)	26
图 18: 付费用户转化率-WPS 会员	27
图 19: 付费用户转化率-稻壳会员	27
图 20: Microsoft 办公产品收入情况	28
图 21: Microsoft Office 产品收入增速	28
图 22: Microsoft Office 365 月活情况	29
图 23: 金山办公分板块收入情况	29
图 24: 金山办公营业收入及增速 (单位: 亿元、%)	30
图 25: 金山办公单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)	30
图 26: 金山办公归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)	30
图 27: 金山办公单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)	30
图 28: 金山办公毛利率、净利率变化情况	31
图 29: 金山办公三项费用率变化情况	31
图 30: 金山办公经营性现金流情况	31
图 31: 金山办公主要流动资产周转情况	31
表 1: 公司盈利预测假设条件 (%)	6
表 2: 资本成本假设	6
表 3: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	6
表 4: A 股类似公司估值比较	7
表 5: 美股类似公司估值比较	7
表 6: WPS Office 产品版本及特点介绍	9
表 7: WPS Office 客户端主要组件情况	10
表 8: 代表性的个人办公增值服务	10

表 9: 代表性的企业办公增值服务.....	11
表 10: 互联网广告推广业务结算方式.....	13
表 11: WPS 国际版代表性产品	16
表 12: Microsoft Office 历史核心版本 (Windows 版)	17
表 13: WPS Office 与 Microsoft Office, Google Docs 的对比.....	18
表 14: Office 365 的云化功能.....	19
表 15: WPS Office 2019 与微软 Office 2019 云服务领域的对比.....	22
表 16: 微软公司办公软件产品与价格.....	23
表 17: 公司针对企业用户的套餐	24
表 18: 办公软件领域竞争企业及产品.....	25
表 19: 办公服务订阅分拆预测.....	32
表 20: 互联网广告推广服务分拆预测 (单位: 万元)	33
表 21: 办公软件产品使用授权分拆预测 (单位: 万元)	33
表 22: 整体业务分拆预测 (单位: 万元)	33
表 23: 未来 3 年盈利预测表.....	34
表 24: 情景分析 (乐观、中性、悲观)	34

估值与投资建议

综合绝对估值和相对法估值，我们认为公司合理估值在 120.09-164.80 元，相对于公司发行价有 175%~259% 的溢价空间，考虑公司行业地位的稀缺性和盈利模式的优越性，首次给予“买入”评级。

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：126.18-144.11 元

公司所处办公软件及服务行业高度景气，公司作为国内龙头厂商地位稳固。考虑公司在 2G/安全可控、2B、2C 以及国际化市场的巨大空间和增长确定性，我们预期公司在 2019-2021 年收入增速分别为 46.73%、83.33%、43.83%，毛利率因公司属于产品型公司，边际成本递减而有小幅上升趋势，费用率保持稳定，股份分配比率预期为 59.00%。

表 1：公司盈利预测假设条件（%）

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
营业收入增长率	37.79%	38.84%	49.97%	46.73%	83.33%	43.83%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	88.58%	88.23%	86.71%	87.90%	90.68%	91.89%	91.89%	91.89%	91.89%
管理费用/营业收入	10.88%	9.83%	7.51%	47.00%	48.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%
销售费用/销售收入	20.42%	20.61%	19.11%	20.00%	16.20%	16.20%	20.00%	20.00%	20.00%
营业税及附加/营业收入	1.29%	1.19%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%
所得税税率	0.33%	0.83%	3.38%	3.38%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
股利分配比率	0.00%	7.39%	59.28%	59.00%	59.00%	59.00%	59.00%	59.00%	59.00%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所预测

表 2：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.5	T	15.00%
无风险利率	4.00%	Ka	19.00%
股票风险溢价	10.00%	有杠杆 Beta	1.50
公司股价（元）	45.86	Ke	19.00%
发行在外股数（百万）	461	E/(D+E)	99.93%
股票市值(E, 百万元)	21141	D/(D+E)	0.07%
债务总额(D, 百万元)	15	WACC	18.99%
Kd	6.00%	永续增长率（10年后）	2.00%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFE 估值方法，得到公司的合理价值区间为 126.18-144.11 元，对应市值 582-664 亿元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，表 3 是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析。

表 3：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		18.0%	18.5%	19.00%	19.5%	20.0%
永续增长率变化	3.5%	158.11	149.78	142.08	134.95	128.33
	3.0%	154.86	146.85	139.44	132.56	126.16
	2.5%	151.82	144.11	136.96	130.31	124.12
	2.0%	148.96	141.53	134.62	128.19	122.19
	1.5%	146.29	139.10	132.42	126.18	120.36
	1.0%	143.77	136.81	130.34	124.29	118.63
	0.5%	141.39	134.65	128.37	122.49	116.99

资料来源：Wind、国信证券经济研究所分析

相对法估值：120.09-164.80 元

由于公司国内的主要竞争对手永中、普华均未上市，国外竞争产品 Microsoft Office 属于上市公司 Microsoft 的细分业务之一，Microsoft 并未全部公开 Office 系列产品线的收入规模，故无法直接进行估值比较。

我们在 A 股选取与公司行业类似的用友网络、恒生电子，以及盈利模式相似的泛微网络进行比较，采用 PE 法估值。

PE 估值方面，考虑公司行业地位的稀缺性和盈利模式的优越性，我们给予公司一定的估值溢价，给予公司 80-100 倍 2020 年 PE，对应合理的价格区间为 120.09-150.11 元，对应市值为 554-692 亿元。

表 4：A 股类似公司估值比较

代码	简称	股价 11 月 15 日	EPS (元)			PE			PB	PEG	总市值 (百万元)
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E			
68111	金山办公	45.86	0.86	0.80	1.50	53.29	57.62	30.55	14.99	0.65	211.41
同类公司：											
600588	用友网络	30.30	0.32	0.50	0.73	94.69	60.60	41.51	12.09	2.11	753.30
600570	恒生电子	74.81	1.04	1.35	1.40	71.93	55.41	53.44	15.77	1.19	600.83
603039	泛微网络	60.04	1.12	0.98	1.25	53.61	61.27	48.03	11.43	1.99	91.04
均值						72.42	58.49	47.10	11.83	1.88	

资料来源：万得一致预测、国信证券经济研究所整理和预测

PS 估值方面，我们选取美股中，竞争格局良好、空间较大、处于发展前期的 SaaS 公司——Slack、Zoom、Shopify、Veeva、Coupa 等进行估值对比，考虑公司稀缺性，给予 2020 年 20-25 倍 PS，对应合理的价格区间为 131.84-164.80 元，对应市值 608-760 亿元。

表 5：美股类似公司估值比较

美股公司	主营业务	PS		
		最大值	中位数	当前值
Slack	软件协作平台，是一款用于企业内部沟通协作的工具。将聊天、办公软件集成、文件整合、搜索功能等集合为一体的平台，几乎是对工作场景及功能需求进行全覆盖的一款办公协同软件。	42.87	33.08	24.51
Zoom	提供视频优先通信平台，通过无摩擦视频，语音，聊天和内容共享将人们联系起来，提供面对面的视频体验。	71.35	61.09	41.30
Shopify	致力于提供针对中小企业云端商务平台产品的公司，包括网络，平板，以及移动店面，社交媒体，和实体店辅等等，为中小企业搭建简便快捷的电子商务渠道。	41.86	18.41	26.60
Veeva	提供医药行业相关服务包括从研发到销售，药物监测的全流程，被誉为生命科学行业的 Microsoft Office。	43.64	13.91	23.40
Coupa	基于云基础的，统一的支出管理平台的供应商，在全球超过 2 万家供应商，由超过 460 个组织组成，帮助客户最大限度使他们的支出管理化，达到显著节约成本的作用和提高盈利的作用。	31.64	16.32	28.20

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议

综合绝对估值和相对法估值，我们认为公司合理估值在 120.09-164.80 元，相对于公司发行价有 175%~259%的溢价空间，考虑公司行业地位的稀缺性和盈利模式的优越性，首次给予“买入”评级

公司概况：国内领先的办公软件和服务提供商

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。

WPS Office 系列产品经过 30 余年的研发与更新，具备扎实的产品技术根基，拥有国内领先的技术水平。近年来，公司针对办公应用场景化、产品服务化、业务移动化的新需求，在办公软件跨平台、数据安全存储、移动办公、多平台

网络化办公应用集成等方面取得了系列技术突破，主要包括：多平台操作系统适配技术、面向多平台第三方应用的统一跨进程对象模型、云端实时共享推送技术、基于智能办公的知识图谱技术、多平台在线协作技术、基于大数据分析的用户画像精准推送技术、多形态终端自适应排版技术、基于网络开放 API 的网络函数计算机制、非结构化文档的结构优化技术等，整体技术水平在办公软件领域国内领先，部分甚至可以达到国际先进水平。

这些技术创新形成了独特的技术矩阵，为公司移动互联网战略的实施提供有力保障。公司已实现在金融、教育、政务等领域中的集成应用，为机构客户提供定制化办公，提升客户信息化办公效率。同时，公司产品及服务在国产软硬件平台下的应用也取得良好成效，公司针对多种国产整机平台的特性进行功能定制和性能优化，为国家党政军机关、企事业单位等组织级客户提供安全可靠的办公应用服务。

图 1：前公司时期产品沿革



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图 2：金山办公阶段业务沿革



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司向各行业客户提供包括 WPS Office 办公软件和金山词霸在内的软件产品，可在 Windows、Linux、MacOS、Android、iOS 等众多主流操作平台上应用；并提供基于办公应用场景开发各类办公增值服务，以及一站式、多平台办公应用解决方案，另外公司还提供以产品和相关文档为媒介的互联网广告推广服务。

图 3: 金山办公主要产品及服务矩阵图



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

以 WPS Office 办公软件为核心、辅以金山词霸的产品侧架构

WPS Office 办公软件是公司的核心产品，主要包括 WPS Office 桌面版 WPS Office 移动版。WPS Office 在与国外主流 Office 高度兼容的同时，拥有各种丰富的特色功能，为广大用户提供稳定、便捷的办公支持，满足各类用户的办公需要。同时，公司为 WPS Office 用户提供快速、便捷、高效的线上和线下服务及技术支持，为用户带来可靠有效的使用保障。

表 6: WPS Office 产品版本及特点介绍

平台版本	系统版本	客户群体	特点阐述
WPS Office 桌面版	WPS Office Windows 版	WPS Office Windows 个人版: 2C	在保证功能完备的同时，较同类软件具有体积小、下载安装快速以及运行时节省内存的特点；符合国内用户的操作习惯，操作方法简单易用；拥有丰富的特色功能，并能够结合文档智能解析、大数据分析技术根据用户应用场景精准推送相关产品功能和特色应用；提供了不同布局风格的界面和皮肤，实现个性化办公。
		WPS Office Windows 专业版: 2B	提供成熟的二次开发平台及与国外主流 Office 兼容的对象模型和 API 接口，支持 COM 加载项等机制，用户可以在现有的电子政务平台和企业应用系统间无障碍转换；支持读写 OOXML、标文通，遵循 XML 标准，提升组织级客户数据交换与数据检索的办公效率；支持版式文档格式，支持输出和读取 PDF、OFD 等文档，为政府和企业用户文档一体化提供办公解决方案；提供权限分配、读写控制、打印控制和区域保护等文档安全专用功能，为用户文档安全提供可靠保障。
	WPS Office Linux 版	2B、2G	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 Office Linux 版快速移植到其他主流 Linux 操作系统上；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国产软硬件平台上；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；提供专用的加解密接口，为客户信息安全提供有力保障。
WPS Office 移动版	/	WPS Office Mac 版	采用了多平台操作系统适配技术，基于 MacOS 平台研发，产品界面、功能和文档格式兼容性与 WPS Office Windows 版保持一致；拥有自主知识产权，适配 MacOS 平台下的文档安全保障体系，全面整合应用安全解决方案，保障用户在文档创作和协作等过程中的数据安全。
		WPS Office 移动个人版: 2C	支持各种主流智能手机、移动平板设备；支持 doc、docx、ppt、pptx、xls、xlsx、pdf 等多种格式；拥有丰富的特色功能，包括针对文档数据的格式转换、智能美化、PDF 签名、思维导图、安全文档功能等；针对协作办公应用场景的共享播放、演讲实录、实时多人多地分享、遥控异地终端文档功能等；对 WPS 文字和 WPS 表格的一些功能进行了定制优化；针对移动端特殊的阅读引擎及移动设备屏幕较小的特点，提供移动端阅读模式，通过检索文件内容并按照移动设备屏幕的比例重新排列文档内容，让用户阅览文档更加舒适和方便，优化用户移动办公体验。
	WPS Office 移动版	WPS Office 移动专业版: 2B	支持各种主流智能手机、移动平板设备；为满足不同的企业个性与需求，提供了丰富的定制化功能，包括提供阅读模式、文档修订、文档备份、文档回传 OA、App 等功能；提供开放的 SDK，系统兼容性强。提供基于 iOS 及 Android 平台的高效易用的二次开发接口，能够与移动 OA 等系统实现安全交互；拥有自主知识产权，具备完善的文档安全保障系统，不仅能够直接对文档进行加密保护，还提供应用认证、文档权限等安全应用接口，实现与移动安全应用解决方案的集成，保障文档在产生、协同、分享等过程中的信息安全。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表 7: WPS Office 客户端主要组件情况

产品组件	产品介绍
WPS 文字	WPS 文字是一款文字处理软件，支持对 doc/docx 文档的查看和编辑，通过多种文字处理功能，帮助用户快速制作专业办公文档。
WPS 表格	WPS 表格是一款数据分析软件，支持对 xls/xlsx 文档的查看和编辑，兼容多种 Excel 加密、解密算法，提供多种函数、图表模式，满足用户对于数据统计分析工作的需求。
WPS 演示	WPS 演示是一款演示播放软件，支持对 ppt/pptx 文档的查看、编辑和加、解密，支持复杂的 SmartArt 对象和多种对象动画/翻页动画模式，帮助客户完成专业演示文档制作。
PDF 阅读	PDF 阅读是一款阅读工具软件，提供 PDF 转换和 PDF 解析双重引擎，使客户可以更加便捷地查看 PDF 文档。

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

金山词霸是一款以中英互译为主的电子词典及在线翻译软件，支持 Windows、iOS、Android 等多种平台，用户可使用金山词霸进行英文阅读、写作、口语练习以及单词复习等多种语言训练。

金山词霸收录的词典包括《牛津词典》、《柯林斯 COBUILD 高阶英汉双解学习词典》等，在联网状态下还可查询涵盖 55 个专业学科的各大权威词典；收录标准真人英式/美式发音，并通过英文 TTS 应用实现对英文整句朗读；支持多语种的互相翻译，通过客户端内置的在线翻译引擎，可进行整段、整篇文章翻译，操作简单；支持对办公文档、邮件以及各种主流浏览器的屏幕取词，并通过内置 OCR 光学字符识别技术，使用户阅读只读、加密的 PDF 文档时，也可以使用屏幕取词功能，在使用金山词霸“译中译”取词功能时，也支持在取词窗口中进行二次取词。

基于产品及文档的办公增值服务与互联网广告推广服务相结合的服务侧架构

公司提供的办公增值服务主要包括企业办公增值服务和个人办公增值服务。企业办公增值服务为组织级客户提供专业级产品、企业办公云服务及办公解决方案；个人办公增值服务为个人用户提供办公应用软件及个人办公云服务。通过统一账号系统，客户可借由邮箱、QQ、微信、手机号等多种登录方式获得 WPS 办公增值服务。

表 8: 代表性的个人办公增值服务

服务名称	服务内容
文档漫游	支持文档自动上传到云端，可实现文档在 PC、Android、iOS 等平台上的“自动漫游”，用户可以在多个客户端随时随地访问 WPS 云文档，进行文档的查看、下载、编辑、上传等操作。
稻壳儿云模板	提供海量的专业云模板，如报告总结、活动比赛、财务报表、简历求职等类别的经典范文，也可向设计者提出需求，定制专属的个性化模板。
个人云文档	WPS 用户可管理私人存储空间、文档漫游、协同圈子等文档数据。随着会员等级提高，所享受的服务也随之升级。
会员皮肤	为用户提供多款精致的会员皮肤，用户可通过自定义设置设定个性化办公界面，同时对皮肤进行统一管理。
智能美化	为用户智能提供图文版式、关系图示、图表及动画等元素，提升编辑体验。同时基于用户 PPT 版面信息内容的形式和语义，实现 PPT 一键排版，智能实现 PPT 版面设计风格的美化。

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表 9: 代表性的企业办公增值服务

服务名称	服务内容
企业云文档	企业云文档是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	企业云协作是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	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、国信证券经济研究所整理

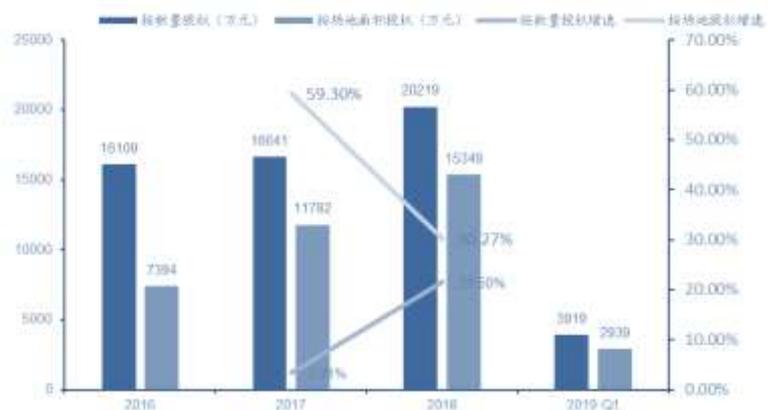
互联网广告推广服务主要以产品为载体,基于“免费+广告”的模式,通过多种展示形式,在为更多用户提供免费使用产品机会的同时,为各类广告客户提供广告营销服务。

三大盈利支柱营收喜人,个人客户订阅业务活力十足

公司的盈利模式主要分为办公软件产品使用授权、办公服务订阅和互联网广告推广三种。

办公软件授权业务稳步开展。公司为企业客户进行办公软件产品使用授权时,会对软件订购数量较少的中小型机构客户和需求数量较大的大型的客户分别开展数量授权和场地授权,即前者按照授权数量收费,后者对某一经营场地不限数量的软件授权收费。办公软件产品使用授权是公司最重要、最传统的收入来源,公司在与大型机构客户保持了良好稳定的合作关系的基础上积极打通中小型机构客户,并通过行业活动加大销售推广的力度,从而在 2016、2017、2018 三年分别实现收入 25,503.29 万元、28,422.94 万元、35,568.35 万元,且 2017 和 2018 年收入增速为 20.93%和 25.14%。

图 4: 办公软件使用授权业务收入情况



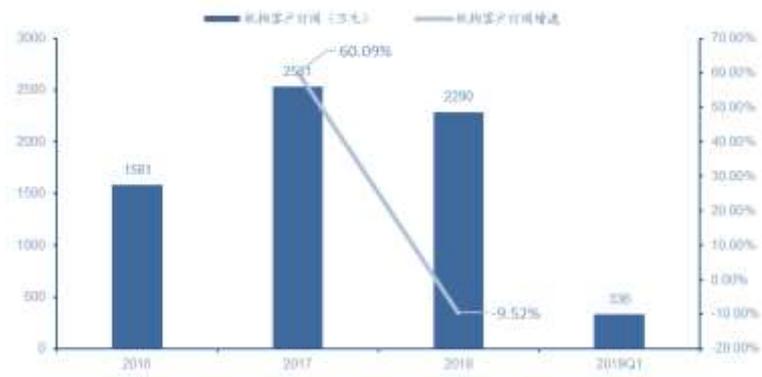
资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

办公服务订阅业务增速亮眼。办公服务订阅业务方面,首先对于机构客户,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,如企业云文档、企业云模板、企业云协作、文档安全服务等多选组合套餐,使其享受信息化办公带来的便利。而相比传统授权模式中客户需要为新增的产品模块重新付费获得授权,公司模式的优势是在订阅期间客户可以持续获取产品升级和技术支持服务,

且公司就差异化需求针对性地提出解决方案。另外对于个人用户，公司主要通过提供 WPS 会员（含超级会员）、稻壳会员两类服务来收取会员费用。WPS 会员的特色是能够使用文档转换、文档修复、文档美化、会员皮肤等增值服务，且获取云文档存储空间更大、多人云协作团队人数上限更多等高级权限；稻壳会员则能每月享受一定量稻壳儿云模板的免费下载，并在超出限额后能够以优惠价格继续购买稻壳儿云模板。超级会员则是可以同时兼具二者的福利。另外金山词霸板块包括读书业务、课程购买以及词霸会员服务营收来源。

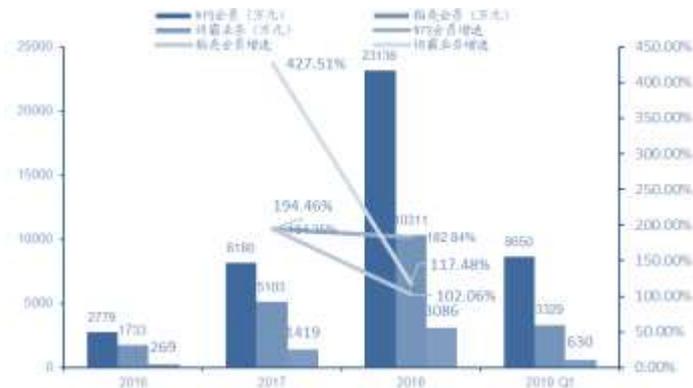
办公服务订阅业务在 2016、2017、2018 三年分别实现收入 6,412.48 万元、17,316.45 万元和 39,264.76 万元，且 2017 和 2018 年收入增速为 170.04%和 126.75%，增速相当可观。2018 年机构服务订阅收入总额整体小幅下降，主要原因是 2017 年中国仪器进出口集团公司因自身需求、代理的最终客户需求进行了大量采购，导致其 2017 年采购额较高，但此项目具有偶然性并且无法保证持续，导致发行人 2018 年的机构服务订阅收入小幅下降。而由于通过优化产品服务，引进大量优质资源等举措吸引个人用户订阅，WPS 会员和稻壳会员业务收入大幅上升。

图 5：机构用户办公服务订阅业务收入情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 6：个人用户办公服务订阅业务收入情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

互联网广告推广业务持续推进。免费用户政策的存在使得公司产品更具吸引力，基于大规模的免费用户群体公司能够以“免费+广告”的盈利模式进行互联网广告推广业务的创收。具体而言互联网广告推广服务主要分为第三方平台合作推

广告服务、自营广告业务和代理广告业务，前者指公司利用自有产品流量满足第三方平台中广告主的互联网广告展示需求，即公司平台通过文字链、弹窗等方式展示广告主的产品后，软件使用者可点击文字链、弹窗等方式进入广告主需要展示的界面。自营和代理广告业务的区别在于前者是公司直接与广告主结算而后者是公司代理商结算。具体的结算方式包括 CPS、CPT、CPA 和 CPC。

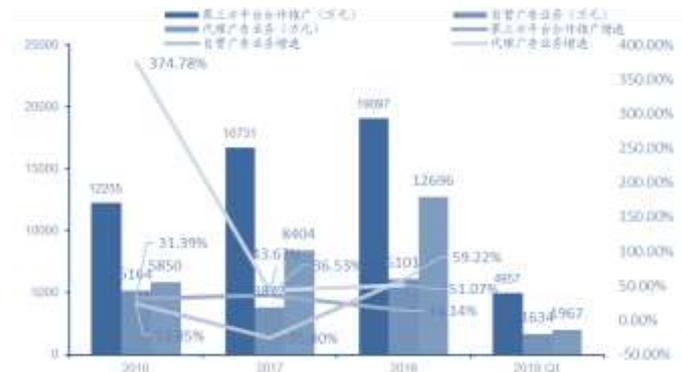
表 10: 互联网广告推广业务结算方式

结算方式	方式阐述
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部分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。
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：公司公告，国信证券经济研究所整理

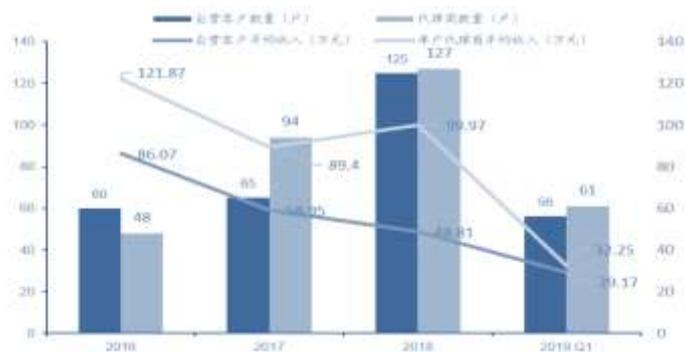
公司互联网广告推广业务在 2016、2017、2018 三年分别实现收入 24,283.41 万元、29,586.91 万元和 38,121.31 万元，且 2017 和 2018 年收入增速为 21.84% 和 28.84%。自营客户数量和代理商数量（在当期实际贡献收入的客户数量）都稳步增长，反映出良好的广告合作可持续生态。

图 7: 公司互联网广告推广业务收入情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 8: 广告业务开展情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

市场渗透与覆盖成就瞩目

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 桌面版月度活跃用户数超过1.32亿，领先其他国产办公软件；WPS Office 移动版月度活跃用户数超过1.87亿；公司其他产品（如金山词霸等）月度活跃用户数接近0.10亿。

在移动终端平台上，WPS Office 移动版以其体积小、速度快、完美支持多种文档格式等强大功能服务于全球超过1.87亿活跃用户。公司移动研发团队曾荣获Google Play“顶尖开发者”称号，WPS Office 移动版凭借着产品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App Store 年度精选”，并多次在国内多家应用市场荣登“编辑推荐榜单”。金山WPS Office 在2019年3月艾瑞APP国内指数排行中名列办公管理类APP第1位；2019年3月WPS在百度指数中的媒体指数平均值达到34,240，在渗透率、应用排名方面均领先其他国内竞争对手。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。

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，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。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。

为适应客户的安全可靠需求，公司自主研发的WPS Office Linux 版本已经全面支持国产整机平台（如：龙芯、飞腾、兆芯、申威等芯片）和国产操作系统，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，在国家党政机关和事业单位中建立了示范效应。经过中国电子学会技术鉴定，WPS Office 办公软件产品整体技术水平在办公软件领域国内领先，多项技术国际先进。

品牌+技术+经验+产品多维度壁垒日益明显

1、品牌壁垒。由于品牌产品在产品质量、服务、性价比以及用户信任度方面的优势，基础办公软件市场将向品牌产品清晰，形成办公软件行业的品牌壁垒。基础办公软件行业发展日趋成熟，形成了以微软、金山等为代表的知名软件品牌，用户对在位的品牌形成了一定程度的消费习惯和品牌认知，企业在进入办公软件行业需要克服消费者和用户的心理认知壁垒。

2、技术壁垒。公司所在行业为技术密集型行业，行业进入需要较高的技术层次。核心技术的积累和技术创新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，是企业的基础办公软件领域能否持久发展的重要因素。

3、经验壁垒。企业在提供办公软件服务的过程中，不只是向客户提供软件产品，还要帮助客户分析相关的需求，根据客户的业务提供差异化的产品服务，需要对客户的业务流程和应用环境有较深入的理解，并且能够与客户的其他系统紧密集成，因此一定的业务以及行业经验积累成为本行业的进入壁垒。

4、产品壁垒。软件行业竞争者众多，企业一般需要通过长期的市场推广和技术服务才能形成规模化、稳定、成熟的客户群体，新的行业进入者则很难在短期内开拓出稳定的市场。经过长期的技术开发与研发方面的积累，整合在客户内网或私有云上的办公软件产品/服务，其有效运营部分依赖于厂商对客户需求、系统架构的深入理解，因此形成较高的更换成本。客户在办公软件和服务方面的投资规模越大、服务周期越长，其对办公软件厂商的依赖度就越高，这一特征对新进入的竞争者造成较大的障碍。此外，办公软件下游行业客户采购多采用招标模式，招投标过程可能对厂商资质、产品功能、历史案例、技术人员等方面对投标方提出要求，对市场新进入者而言同样形成较大的遏制作用。

持续致力于产品升级、服务优化与国际化推进

本次募投分为四个大方向。**WPS Office 办公软件研发升级方向**的建设目标是基于公司现有的 WPS Office 系列产品，研发和优化产品在智能创作、多端多人协作、文档数据智能分析处理等方面的产品功能和应用，构建新一代适应智能化发展趋势的 WPS Office 办公套件。**办公领域人工智能基础研发中心建设方向**的建设目标是利用办公领域的人工智能基础技术，提升 WPS Office 软件对自然语言和图像文字信息等内容的理解及处理能力，实现提升用户处理文件的速度与效率。**办公产品互联网云服务方向**的建设目标是研发升级 WPS Office 产品的云服务及增值服务，建立互联网云办公的解决方案。**办公软件国际化方向**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。

公司有望继续优化核心技术，完善与升级公司主营产品和服务，以“云服务为基础，多屏、内容为辅助，AI 赋能所有产品”为核心进行发展布局，从而放大自身业务模式和商业模式的双重优势。同时在积极关注国内信息产业安全可靠带来的新机会的同时，公司也将着力布局多个维度的海外市场，为全球用户打造全平台办公云服务体系。

WPS Office 与 Microsoft Office 对比分析：低价战略提升性价比，订阅模式奋起直追，云化进程加快，移动端具有优势

WPS 重视海外市场份额差距，国际版本产品丰富，收入快速增长

与微软 Office 在国际化程度上存在显著差距。公司 2018 年海外业务收入为 6317.91 万元，同比增长 42.31%，实现较快增长，但基数仍然很小。参考微软报表，微软非美国本土收入大约占比 50%。公司未来海外收入比例有望持续提升。

目前,金山软件在美国加州设立了子公司,负责 WPS 国际版的相关业务活动。WPS 国际版与国内版产品功能相似,可用于 Windows 和 Linux 的 PC 以及 Android 和 iOS 系统。除了免费版, WPS Office 也提供了几种面向中小企业和大企业的套餐,从而满足各类用户的需求。

表 11: WPS 国际版代表性产品

类型	定价	产品特点
WPS Office 免费版	对 Windows 免费	拥有文档、演示文稿和电子表格的最小的办公套件,还配备 PDF 工具,可满足所有的文档使用需求;拖放工具;稻壳模板;板块导航;多个文档选项卡。
WPS Office 付费版	每年 \$ 29.99	适用于个人,家庭和小型企业;简单,轻巧且兼容;拥有文档、演示文稿和电子表格中的高级功能;免费的在线模板;免费的 PDF 转 Word 转换器;免费的 WPS 云存储;最多可连接 9 台设备(PC 和 Android);在所有设备上都没有广告。
WPS Office 专业版	1. 订阅(每年计费): \$ 44.99 / 1 个/年; 2. 终身使用许可: \$ 79.99 / 1 台电脑	商业版;更快,更轻,更高效;完整的办公套件;100%兼容;支持更多的附加设备;文件协作;令人惊叹的演示文稿;更高级的电子表格;文件加密;支持 PDF;支持多语言;提供一流的技术帮助。
WPS Office 教育版	\$ 19.99 / 3 年	面向学生和老师;最兼容的办公套件-轻便,快速,低成本;最新版的文档、演示文稿和电子表格(包括一些创新功能,例如文件漫游,段落布局和拖放表编辑工具;查看,编辑和创建几乎所有类型的文档——全部与 Microsoft Office 和 Google Docs 兼容。该办公套件稳定高效,能够胜任最复杂的办公任务);免费的在线模板;免费的 PDF 转 Word 转换器;免费的 WPS 云存储;最多可连接 9 台设备(PC 和 Android);在所有设备上均无广告。
WPS PDF 转 Word 转换器	\$ 29.95	轻松将 PDF 转换为可编辑的 DOC / DOCX 文件;超快速、简便、高质量的 PDF 转换器;拆分或合并 PDF;支持批量输出和更多文本格式。
WPS 数据恢复大师	\$ 49.95	找回加密文件;恢复意外删除的文件;从外部设备中恢复;恢复格式化文件;深度数据恢复。
WPS Office 安卓版	1. \$ 3.99 / 月; 2. \$ 29.99 / 年	随处查看,编辑和创建 Office 文件;高度兼容;免费的 PDF 转换器和 PDF 阅读器;多合一免费的 Office Suite 应用程序;可连接到云;文件协作;无线打印;随处呈现;保障文件安全;支持多语言。
WPS Office iOS 版	免费	世界上最先进的移动办公套件;专为 iPhone, iPad 和 iPad Touch 设计;适用于 iOS 系统的 PDF;100%兼容;可连接到云;文件协作;无线打印;随处呈现;保障文件安全;一个 APP 完成所有工作。

资料来源: FinancesOnline, 国信证券经济研究所整理

WPS 核心产品能满足替代, 功能差异性优势显现

公司 WPS Office 相较于微软虽然功能丰富程度不高,但通过 30 余年的潜心研发,公司具备与国际主流竞争对手同台竞争的能力。在核心的文档处理、电子表格和演示文稿以及云服务等领域,金山办公能够提供微软 Office 对应的功能,只是在 VBA、插件方面尚存差距。而 Outlook 和 Access 产品中国市场使用率低。除此之外,金山办公还提供 PDF 以及其他如文档修复、PDF 工具包等增值功能,与微软 Office365 相比形成差异化优势,且全面兼容国外主流 Office 办公软件。

表 12: Microsoft Office 历史核心版本 (Windows 版)

发布时间	版本型号	版本构成及界面
1995.8	Office 95(7.0)	Word, Excel, PowerPoint, Schedule+, Binder, Access, Bookshelf
1996.11	Office 97(8.0)	Word 97, Word 98, Excel, Outlook, PowerPoint, Access, BookShelf Basics, Publisher 97, Publisher 98, Small Business Financial Manager 97, Small Business Financial Manager 98, Automap Street Plus, Direct Mail Manager, Expedia Streets 98
1999.6	Office 2000 (9.0)	Word, Excel, Outlook, PowerPoint, Publisher, Small Business Tools, Access, FrontPage, PhotoDraw
2001.5	Office XP(10.0)	Word, Excel, Outlook, PowerPoint, Access, Publisher, FrontPage, Small Business Tools
2003.12	Office 2003(11.0)	Word, Excel, Outlook, PowerPoint, Publisher, Access, InfoPath
2007.1	Office 2007(12.0)	Word, Excel, PowerPoint, Outlook, Publisher, Access, InfoPath, Communicator, Groove, OneNote, Visio Viewer, OCT
2010.6	Office 2010(14.0)	Word, Excel, PowerPoint, OneNote, Outlook, Publisher, Access, InfoPath, SharePoint Workspace, Visio Viewer, OCT, Lync
2013.1	Office 2013(15.0)	Word, Excel, PowerPoint, OneNote, Outlook, Publisher, Access, Lync, Skype for Business, Visio Viewer
2015.12	Office 2016(16.0)	Word, Excel, PowerPoint, OneNote, Outlook, Publisher, Access, Skype for Business, Visio Viewer
2018.9	Office 2019(17.0)	Word, Excel, PowerPoint, OneNote, Outlook, Publisher, Access, Skype for Business, Visio Viewer

资料来源: Wikipedia, 国信证券经济研究所整理

表 13: WPS Office 与 Microsoft Office, Google Docs 的对比

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
	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
客户端	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
	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
标准支持	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	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，国信证券经济研究所整理

WPS 云服务起步稍晚，功能逐步丰富

微软 Office 云服务历史沿革：

2003 年，推出 SharePoint 产品

2007 年，推出 Exchange 产品

2008-2010 年，将产品基于 Microsoft Online Services 平台，包括 Microsoft Dynamics CRM Online 等

2010 年，推出 office web app 产品

2012 年，Office 365 正式形成完整的企业办公及协作解决方案

2015-2018 年，完善产品生态，用户从多种设备终端均可使用整套工具。

图 9: Office 365 的云化布局



资料来源：观研天下，国信证券经济研究所整理

表 14: Office 365 的云化功能

服务名称	服务内容
Exchange Online	能够将电子邮件托管到 Microsoft 服务器上; 能够使用 Exchange 管理中心(基于 Web 的易用界面) 高效管理组织, 通过电子数据展示中心从单个界面跨 Exchange、SharePoint 和 Microsoft Teams 数据运行就地电子数据展示。
Office Web Apps 现已更名为 Office Online	包括 Word Online、Excel Online、PowerPoint Online 和 OneNote Online 功能, 将 Microsoft Office 产品的体验延伸到可支持的浏览器上, 使得线上编辑文件成为可能。
SharePoint Online	企业可以实现共享和管理内容、知识和应用程序, 加强团队合作、快速查找信息并在整个组织实现无缝协作。
Lync Online 现已更名为 Microsoft Teams	主持会议, 体验跨平台之间的一致性, 获得计划编制协助、笔记记录、桌面共享、文件上传和聊天等功能; 能够一对一或在群组中发送即时消息以及获得完整的通话功能。

资料来源：微软官网，国信证券经济研究所整理

图 10: Office 365 的产品服务



资料来源: TPG, 国信证券经济研究所整理

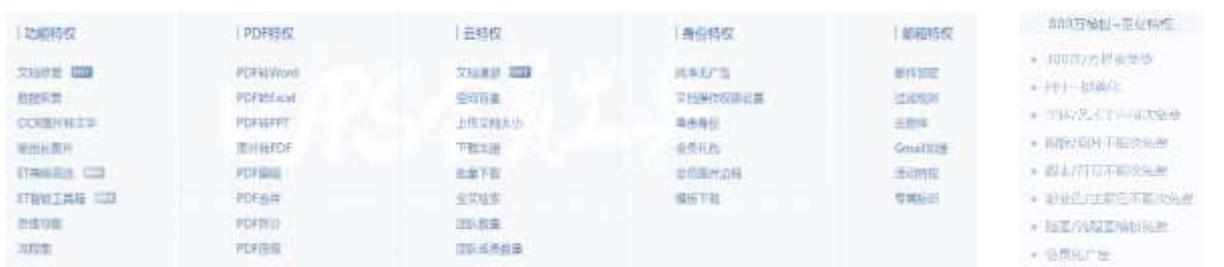
WPS Office 云服务起步稍晚，功能逐步丰富，致力打造全平台办公云服务体系：

2009 年推出第一款云存储产品，使公司产品向云服务迈进；随着公司云端服务能力的增强，WPS 办公云服务有别于仅提供文档云存储和同步的办公产品，真正实现了团队创作、云端协作。WPS Office 产品新增的协作文档、协作绘图等功能，支持多人同时在线编辑，实时显示修订痕迹，可使团队办公效率大幅提升。

之后发布的 WPS 云文档产品不仅能让用户在云端安全存储文档、文件和图片等内容，在各种设备上保持同步更新，同时能使用户与同事协同办公，共同完成一份文档的协作撰写，撰写历史记录实时保存。

2016 年开始推行 WPS 会员和稻壳会员，拓展订阅模式，并发布其云端协作类办公服务——WPS 云协作。

图 11: WPS 会员特权 (左)、稻壳会员特权 (右)



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

WPS 云协作是 WPS 由单一的编辑工具向一站式云办公服务转型的首个战略性产品，也是 WPS 根据企业的协同办公需求发布的云端协作产品。WPS 云协作对传统办公方式最根本的颠覆在于彻底抛弃“本地”，将商务创作和信息流通全部放在云端，从而改变传统的办公流程。当一切终端、流程、文档、信息和用户都被整合于云上，办公碎片化问题便迎刃而解。这体现了 WPS 将中国企业办公场景带入云端的决心。

图 12: WPS 云协作产品布局



资料来源：中国信息产业网，国信证券经济研究所整理

WPS 云协作整合了 WPS 产品家族的所有服务，包括 WPS IM、WPS office、WPS 云文档、WPS 协作文档、WPS 安全文档、WPS H5、WPS 写得、WPS 流程图等产品，通过文档中心、消息中心、安全中心和应用中心，无缝集成企业现有的通讯录和邮箱，帮团队成员实现文档的多人实时在线协作，满足企业的协同办公需求。同时，消息中心和应用中心可以集成企业内部现有的业务系统，包括 OA、ERP、CRM、APP 等消息推送，为它们提供统一的接入架构平台，让企业通过一个云协作服务就能快速完成企业内部系统集成和业务流程办理等工作。

首先，通过发挥云端优势，WPS 云协作实现了真正意义上的在线协作。WPS 云协作彻底颠覆了过去“本地编辑 → 发送 → 他人接收后修改 → 发送 → 本地编辑”这种低效的协作模式。在 WPS 云协作平台，同一企业的不同成员身处同一个云平台，共享统一的文档存储，同时能清晰看到每个成员的工作成果和分工。WPS 云协作不仅支持多人同时协作编辑同一个文档，还能实时显示文档的历史修改记录，实现了数字世界里真正意义上的团队协作。

其次，WPS 云协作简化了办公流程，让办公更加专注。WPS 云协作极大简化了办公流程，用户可以专注于工作本身，无需在流程上花太多精力。WPS 云协作的消息聚合功能，让用户不必再引入邮件、网盘或 IM 等工具来传输文件和实时沟通。企业所有成员在同一个平台上就能轻松进行实时沟通和文档的分享协作，从而实现文档创建、编辑、协作、共享与讨论交流的一站式操作，让办公效率连跳多级。

最后，WPS 云协作极大提升了办公的安全性。办公信息安全是办公类服务的重中之重。当所有办公流程都整合在同一个云平台后，信息本地化和碎片化传输所带来的安全风险被大大降低。在安全性方面，WPS 云协作不仅为用户提供完善的文档权限管理功能，还提供“瑞士银行级”的文档安全保障。WPS 云协作搭建的文档安全防卫体系让对信息安全比较敏感的企业再无后顾之忧。

对于 WPS 云协作的产品定位，其主要面向大型企业客户，满足其私有化部署的需求，此外也有面向中小企业的公有云版本。

2018 年 WPS + 云办公商业版正式上线：以企业云文档为核心，解决用户的文档管理痛点。WPS+云办公商业版不仅包含 WPS Office 办公套件，还提供专业的企业云文档、文档安全、文档服务等现代化办公所需的一整套基础云服务。

WPS+云办公商业版支持任何系统，包括 Windows、Mac 以及智能手机。企业云文档是 WPS+云办公商业版的核心模块，其最大特点是所有文档都可以储存在云端，不占用电脑和手机内存。企业云文档能帮助企业将分散的文档按照公司组织架构进行集中管理，公司管理员可通过用户活跃数、文档类型及数量、云文档空间状态、文件使用频度等数据，了解企业运作情况。

对于企业最关注的文档安全问题，WPS+云办公商业版也颇有建树。通过 WPS+云办公商业版后台，企业管理员可对所有企业成员账号及企业管理架构进行管理。在每一个团队中，团队管理员可以对团队成员的角色权限进行设定，同时还可以对每一层级文件夹的操作权限进行设置，真正做到 360 度无死角保护企业文档的安全。

新增“文档服务”功能，助力工作质量和效率的提升。WPS+云办公商业版新增了“PDF 转 Word”、“数据恢复”、“文档修复”和“OCR 识别”四大实用功能，让用户的文档创作更加得心应手。

表 15: WPS Office 2019 与微软 Office 2019 云服务领域的对比

对比项	WPS Office 2019	Microsoft Office 2019
多人协作编辑	支持	支持
文档存储服务	全球	全球
私有化部署	支持	不支持
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

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

订阅模式规模差异巨大，WPS 空间广阔

微软 2012 年推出 Office 365 正式版。据微软定期报告披露，截至 2019 年 3 月，Office 365 用户数达到 2.14 亿，其中大部分为企业用户，个人用户数达到 3420 万。

WPS 自 2016 年正式拓展订阅模式，目前 WPS 会员与稻壳会员合计仅 932 万，与微软 Office 365 差异巨大。

WPS 低价策略提升性价比

公司在国内市场中个人用户基础版本免费，而会员等增值服务价格也远远低于微软 Office 系列产品价格：公司销售 WPS Office 桌面版标准定价为 1,998 元（报告期内，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。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。针对个人客户，公司分别提供了分为 WPS 会员（包含超级会员）、稻壳会员等多档标准的会员服务，价格分别为每月 15 元（超级会员为 30 元）、20 元。公司产品定价低于微软 Office，从吸引用户维度看，有望形成性价比优势。

图 13: 三种会员价格表

会员名称	收费标准			
WPS 会员	¥89 12个月	¥169 24个月	¥228 36个月	¥15 连续包月
稻壳会员	¥15 次月连续包月	¥39.9 3个月	¥49 6个月	¥89 12个月
超级会员	¥179 12个月	¥299 24个月	¥69 3个月	¥30 连续包月

资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

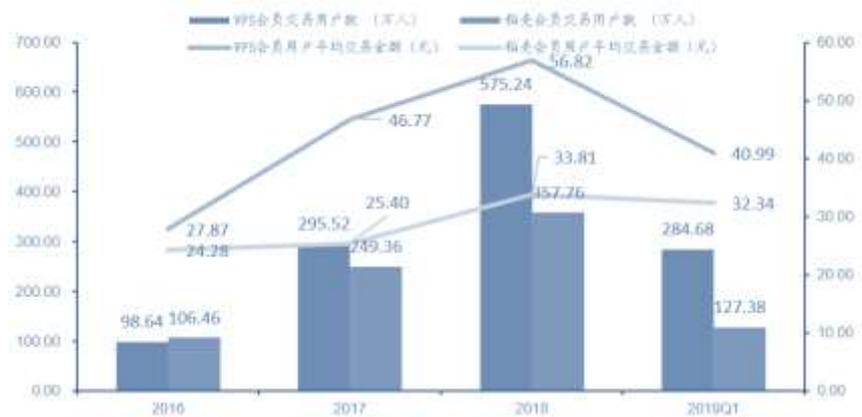
表 16: 微软公司办公软件产品与价格

类型	名称	价格(元)	使用限制	包含内容
产品授权	Office 小型企业版	1,998	一次性购买, 永久使用, 适用于一台设备	Word, Excel, PowerPoint 和 Outlook 经典 2019 版本
	Office 专业版	5,298	同上	Word, Excel, PowerPoint, Outlook, Publisher 和 Access 经典 2019 版本
	Office 家庭和 学生版	748	同上	Word, Excel 和 PowerPoint 经典 2019 版本, 仅提供家用许可
服务订阅	Office365 个人版	398	1 名用户使用 12 个月	1TB OneDrive 云存储; Word, Excel, PowerPoint, Outlook、Publisher 和 Access 应用 (Publisher 和 Access 仅适用于 Windows PC); OneNote: 附加功能 (因平台而异); 可在多台电脑/Mac、平板电脑和手机上使用 (包括 Windows、iOS 和 Android); 与他人在线协作处理文档
	Office365 家庭版	498	6 名用户使用 12 个月	每名用户 1TB OneDrive 云存储, 其他同上
	Office 365 商业版	60 / 月	1 名用户最多 5 台设备; 需包年	拥有 Office 应用, 以及 1TB OneDrive 云存储和共享功能
	Office 365 商业高级版	90 / 月	同上	可举行在线会议和视频通话, 可进行团队文件传输、信息交流等, 拥有电子邮件和日历服务, 其他同上
	Office 365 商业协作版	36 / 月	1 名用户; 需包年	可举行在线会议和视频通话, 可进行团队文件传输、信息交流等, 拥有电子邮件和日历服务, 拥有 1TB OneDrive 云存储及共享功能

资料来源: 公司公告, 微软官网, 国信证券经济研究所整理

2016-2018 年间 WPS 会员和稻壳会员交易用户数呈现稳定且高速增长的态势, 且用户平均交易金额逐步攀升, 说明用户在开通会员时对价格的容忍程度越来越高, 侧面反映出公司产品与服务质量的不断升级。这种趋势意味着业务发展的可持续性与持续向好。

图 14: WPS 会员和稻壳交易会员用户数与平均交易金额



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司针对企业用户的基础版本免费，主打的商业版仅为 365 元/人/年，而其面向增值服务商业模式下的超级会员价格为 159 元每年（活动价格优惠）。公司的招股意向书中显示其销售 WPS Office 桌面版标准定价为 1998 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。而 Office 365 商业版年费约为 720 元，一次性购买的 Office 小型企业版售价为 1998 元。相比而言公司在企业端价格优势明显。

表 17: 公司针对企业用户的套餐

企业套餐名称	套餐内容
基础版	1G/人的存储空间；办公组件、轻应用和在线办公的完整应用；初级云特权和企业管理特权
商业版	1T/人的存储空间；办公组件、轻应用和在线办公的完整应用；无广告；全部云特权、企业管理特权和 WPS 会员特权
高级商业版	5T/人的存储空间；办公组件、轻应用和在线办公的完整应用；无广告；1V1 服务；全部云特权、企业管理特权和 WPS 会员特权

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

成长分析：互联网+与安全可控持续深化，办公软件市场前景可期

国产办公软件不断发展扩张，海外市场国产软件逐步登陆突破

近年来，国内桌面市场经过快速发展，以公司为代表的国产办公软件企业通过提高兼容性和保持产品创新性，不断研究用户需求、优化用户体验，凭借更灵活的定价策略和更定制化、个性化的服务，不断扩大办公软件桌面市场份额。

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，公司的 WPS Office、永中软件股份有限公司的永中 Office、中标软件有限公司的中标普华 Office 等是国内市场上的主要

品牌。根据中国基础办公软件用户规模及公司注册用户数量统计，2016-2018 年公司 WPS Office 办公软件用户占国内办公市场用户总规模的 27.81%、38.40%和 42.75%，呈不断上升趋势，遥遥领先于其他国内办公软件厂商。市场中形成了微软、公司同台竞争，其他厂商跟进发展的竞争态势。

目前全球办公软件行业中，以美国微软和谷歌为代表的海外厂商处于产业链的最上游，是办公软件产业技术的主要创新者和核心技术掌握者，在全球市场占据主要份额。其中微软的 Office 365 产品近年增长尤为迅速，有独占鳌头之势。

图 15: 全球市场中 Office 365 和 G Suite 的市场份额



资料来源: Bitglass, 国信证券经济研究所整理

海外市场随着全球互联网的高速发展，部分国家在网络基础设施就绪度、可持续发展环境方面发展较好，但在产业与技术创新、信息化应用却相对发展一般，存在较大的提升空间和市场发展机会。而正值国家落实“一带一路”的战略方针，国产办公软件厂商也积极顺势对外扩张，为海外企业提供办公应用相关的信息化技术服务和解决方案，充分利用我国在产业与技术创新及信息化应用效益方面的优势，逐步在世界范围内扩展国产办公软件的市场份额。

表 18: 办公软件领域竞争企业及产品

企业名称	产品名称	产品简介
微软	Microsoft Office	Microsoft Office 是一套基于 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。目前，微软也在传统业务的基础上拓展在线办公服务业务。
谷歌	G Suite	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网时代的来临，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。

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

互联网化浪潮为基础办公软件应用奠定了坚实的用户基础

随着全球信息技术和信息化的不断发展和普及，全球互联网渗透率普及率呈现显著提升态势。而相比于欧美等发达地区的高互联网普及率，国内还有较大的增长空间。CNNIC 统计数据显示，截至 2018 年末我国网民规模约为 8.29 亿，同比增长 7.3%；国内互联网普及率达 59.6%，同比增长 3.8%。我国网民数量的增长也促进了办公软件用户数量的增长，计世资讯数据显示，2018 年中国基础办公软件用户规模为 6.55 亿，同比增长 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%，呈持续上升趋势。

图 16: 办公软件用户规模



资料来源：计世资讯，国信证券经济研究所整理

在用户规模不断扩张的同时，用户的办公需求也在逐步提升：用户从原来简单的“使用产品功能”逐步转变到现在的“使用产品服务”。另外随着互联网用户付费习惯的养成，用户通过付费使用服务在行业市场中占比显著提高，而对于现有体量的互联网办公用户，按照互联网用户转换率的标准测算，这些付费用户所带来的变现价值，将会对办公软件厂商带来巨大的经济效益。

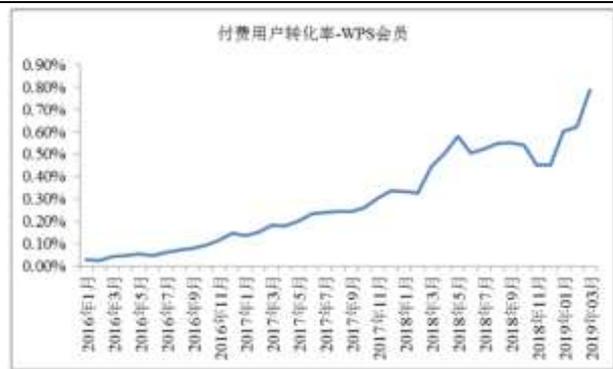
图 17: 公司办公软件产品月度活跃用户数 (万个)



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

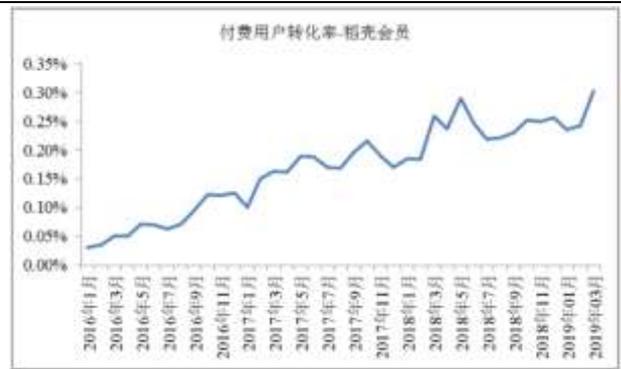
就公司业务而言，得益于公司产品市场影响力，免费用户向付费用户（WPS 会员、稻壳会员）转化率逐年提升，未来增长空间可观。

图 18: 付费用户转化率-WPS 会员



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 19: 付费用户转化率-稻壳会员



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

智能移动终端的普及和移动办公场景的成熟带动办公软件应用的二次腾飞

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,2018 年全球智能手机出货量为 14.05 亿台,2012 年至 2018 年全球智能手机出货量复合增长率达 11.7%。国内市场智能手机出货量整体亦呈波动增长趋势,2018 年为 3.98 亿台,2012 年至 2018 年复合增长率达 11.0%。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。随着移动智能设备出货量的高速增长,客户移动办公的需求持续增强,各应用场景日益成熟,整个市场将会迎来较大的发展空间。

国家网络空间安全战略发布, 国产基础软硬件创新发展迎来历史性机遇

金山办公在国内办公软件市场优势突出,同时不断研发、整合新办公工具,产品线不断丰富,有望深度参与安全可控项目,带来业绩增量。在互联化逐渐深化、信息沟通日益迅捷的今天,世界范围内危害网络信息安全的事件屡屡发生,威胁国家利益与安全。国家对网络安全、信息安全的巨大需求使得国产的操作系统、数据库、中间件以及办公软件在内的基础软件未来在国家党政、军队和事业单位等重点行业和领域的广泛应用,着力为国产化系统与产品适配的公司将迎来历史性发展机遇。

金山办公加入华为云鲲鹏凌云伙伴计划,共建云服务生态。2019 年 7 月 23 日下午,“鲲鹏凌云·开启多元新架构”论坛在北京召开,华为云与 25 家伙伴共同发布“华为云鲲鹏凌云伙伴计划”。以金山办公为代表的 25 家企业已率先完成华为云鲲鹏云服务兼容性测试的认证。华为公司副总裁、华为云业务总裁郑叶表示,随着 5G 技术的应用和普及,海量智能终端数据的应用需要一个新的云架构生态系统支撑,ARM 架构能很好地支持应用移动化和终端化的需求。而在此前,金山办公成功在华为 ARM 云上部署了云文档国产版本,并且为高可用方案。此外金山办公推出的 WPS Office 华为定制版在致力于更好地帮助客户实现业务安全可靠和产业智能化升级的同时,为公司移动端产品开拓了新的市场,进一步巩固了其国内移动端领域的竞争地位。

国内广告市场持续增长，移动互联网广告市场增速强劲

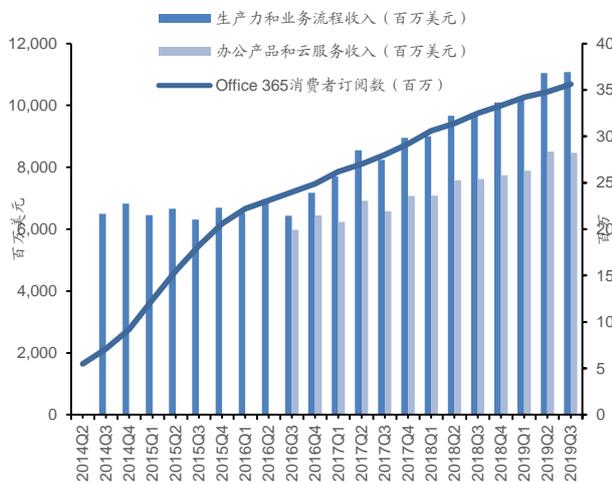
CNNIC 发布的《中国互联网络发展状况统计报告》显示，2018 年中国网络广告市场规模达到 3,717 亿元，同比增长 25.7%，2012 年至 2018 年，互联网广告行业的复合增长率达到 30.0%，发展前景广阔。随着软件行业“免费+广告”的兴起，软件行业公司将分享互联网广告经济所带来的红利。

随着移动终端的高速增长，移动广告市场发展势头十分强劲，移动广告的整体市场增速远远高于网络广告市场增速。国内互联网网民数量也从侧面印证了这一增长趋势，CNNIC 统计数据显示，截至 2018 年底中国手机网民规模达 8.17 亿，同比增加 6,433 万人。随着娱乐、消费以及办公等方面业务移动化的需求高速增长，包括移动办公在内的更多移动应用正逐渐加入移动广告的运用阵列。

对比微软 Office 业绩成长，WPS 潜力巨大

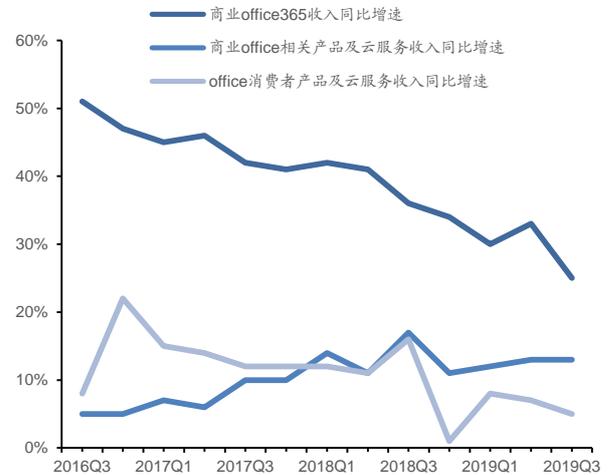
Microsoft Office 经历长期发展后，仍然维持稳定增长，且 Office 365 增速超过 20%，明显高于传统产品增速。

图 20: Microsoft 办公产品收入情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

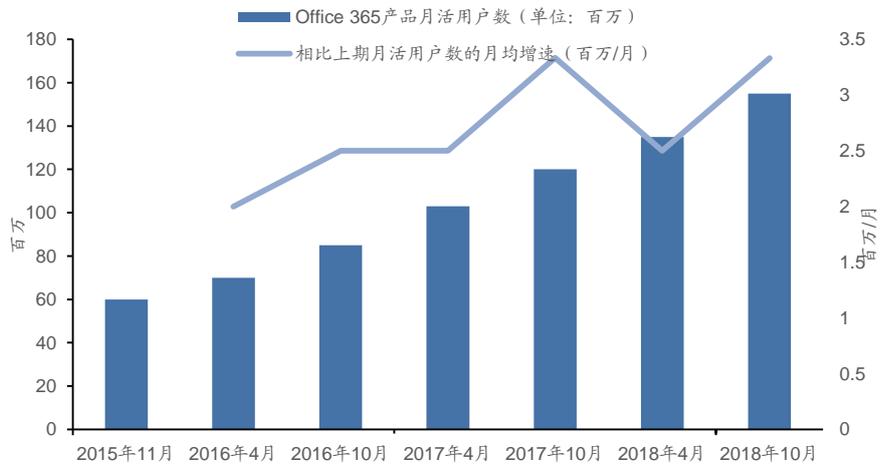
图 21: Microsoft Office 产品收入增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

Office 365 月活数高速增长，月均增长超过 300 万用户，彰显订阅模式下，办公服务的高度景气。

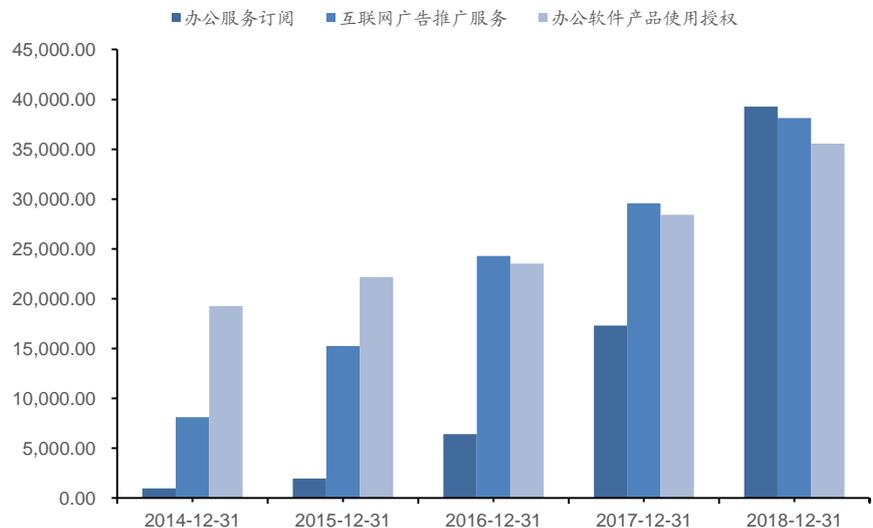
图 22: Microsoft Office 365 月活情况



资料来源：微软定期报告、国信证券经济研究所整理

WPS 订阅业务同样快速崛起，目前已成为公司最大的主营业务板块。据微软定期报告披露，截至 2019 年 3 月，Office 365 用户数达到 2.14 亿，其中大部分为企业用户，个人用户数达到 3420 万。而目前 WPS 会员与稻壳会员合计仅 932 万，与微软 Office 365 差异巨大，也意味着更广阔的成长空间。

图 23: 金山办公分板块收入情况



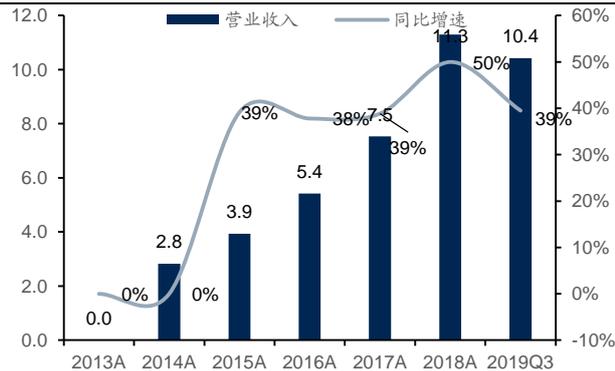
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

WPS Office 与微软 Office 在国际化程度上存在显著差距。公司 2018 年海外业务收入为 6317.91 万元，同比增长 42.31%，实现较快增长，但基数仍然很小。参考微软报表，微软非美国本土收入大约占比 50%。公司未来海外收入比例有望持续提升。

财务分析：公司 Q3 业绩增长强劲，现金流情况良好

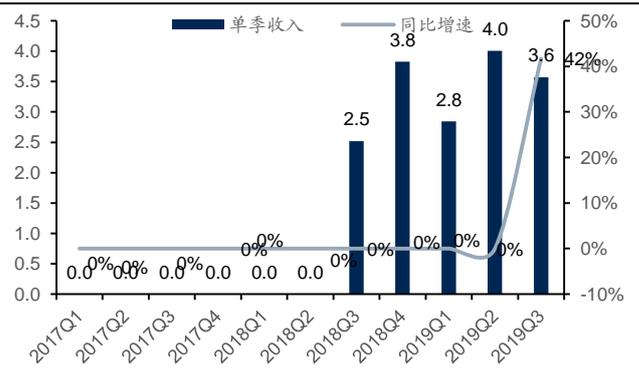
2019Q3 单季收入与利润增长强劲，多因素助推金山一路高歌。2019 前三季度公司实现营收 10.42 亿元（39.49%），归母净利润 2.04 亿元（-2.51%），扣非归母净利润 1.60 亿元（-12.38%）。前三季度归母净利润有所下降主要是因为公司在技术提升方面投入较多，致使成本及研发费用提升较快，同比增加 22,218.42 万元。Q3 单季公司实现营收 3.57 亿元（+41.69%），归母净利润 5,751.57 元（+110.20%），扣非归母净利润 4,169.47 万元（+41.00%）。由于办公软件市场需求不断增加、公司品牌优势及技术积累持续增强、市场开发及维护力度继续加大等多重利好，公司 Q3 单季业绩亮眼。

图 24: 金山办公营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 25: 金山办公单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



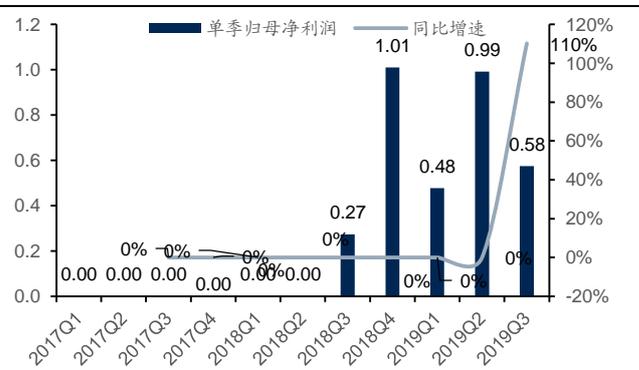
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 26: 金山办公归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

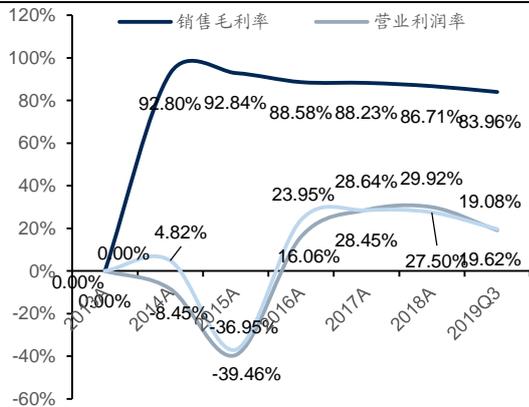
图 27: 金山办公单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

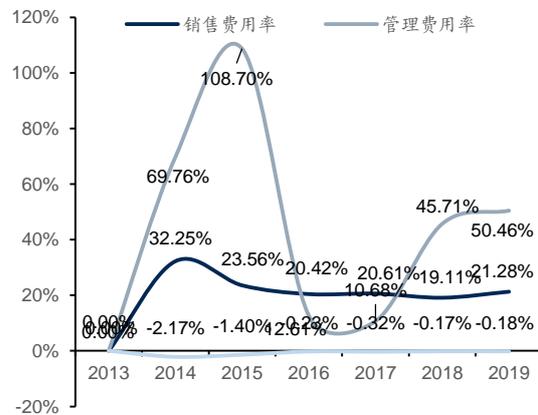
毛利率小幅回调，费用率有所上升。2019 年前三季度销售毛利率 83.96%（-2.84pp），销售费用率 21.28%（+2.33pp），管理费用率 50.46%（+4.79pp），财务费用率-0.18%（-0.02pp）。三项费用率合计 71.56%，同比上升 7.10pp。

图 28: 金山办公毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

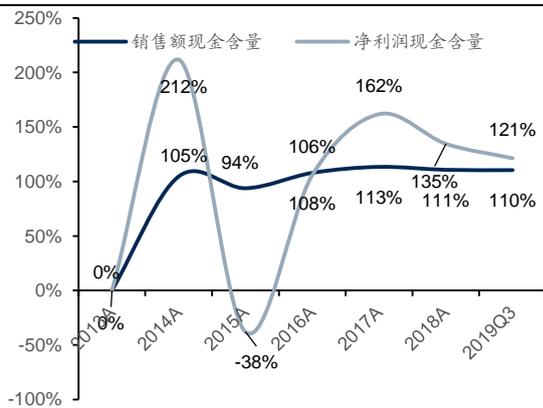
图 29: 金山办公三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

销售回款增加,经营性现金流显著改善。2019 年前三季度销售收到的现金 11.50 亿元 (+47.50%), 相对销售额的销售现金含量 110.39% (+5.99pp); 经营性现金流量净额 2.48 亿元 (+28.73%)。2019 年前三季度应收账款周转 68 天, 存货周转 2 天。

图 30: 金山办公经营性现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 31: 金山办公主要流动资产周转情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

按假设前提, 我们预计公司 19-21 年归母净利润为 3.67/6.92/10.03 亿元, 利润年增速分别为 18/89/45%, 摊薄 EPS=0.80/1.50/2.18 元。

我们的盈利预测基于以下假设条件:

(1) 公司作为产品型公司, 销售费用由于安全可控业务推进而有所下降, 管理费用持续保持高投入, 但边际费用递减。预期随着收入上升出现规模效应, 费用率将略有下降。

(2) 毛利率水平边际略有上升。

(3) 在云计算渗透率不断上升的大环境下, 公司龙头地位稳固, 办公服务订阅业务持续高增长, WPS 会员 2019-2021 年增速分别为 90%、70%、40%, 稻壳会

员 2019-2021 年增速分别为 80%、60%、30%，且会员 Arup 值略有上升。

(4) 假设机构订阅收入保持 20% 稳定收入增长，金山词霸等其他业务保持稳定。

表 19: 办公服务订阅分拆预测

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
个人订阅收入: 万元	4831	14,785.50	36,974.92	73896.43	133404.39	198664.092
WPS 会员: 万	99		575	1092.5	1857.25	2600.15
yoy				90.00%	70.00%	40.00%
单价: 元/月	15	15	15	15	15	15
会员当年 ARUP 值: 元	28.07		40.24	45.00	50.00	55.00
WPS 会员收入: 万元	2,778.59	8,180.37	23,135.64	49162.50	92862.50	143008.25
yoy		194.41%	182.82%	112.50%	88.89%	54.00%
稻壳会员: 万	106		357	642.6	1028.16	1336.608
yoy				80.00%	60.00%	30.00%
单价: 元/月	20	20	20	20	20	20
会员当年 ARUP 值: 元	16.82		28.88	33.00	36.00	39.00
稻壳会员收入: 万元	1,783.38	5,103.47	10,311.15	21205.80	37013.76	52127.71
yoy		186.17%	102.04%	105.66%	74.55%	40.83%
金山词霸收入: 万元	269.04	1,419.04	3,086.10	3086.10	3086.10	3086.10
yoy		427.45%	117.48%	0.00%	0.00%	0.00%
其他收入: 万元		82.62	442.03	442.03	442.03	442.03
yoy			435.02%	0.00%	0.00%	0.00%
付费月活: 万	77.8	271.33	481.17	895.79	1489.67	2032.46
yoy		248.75%	77.34%	86.17%	66.30%	36.44%
月活 ARUP: 元	62.10	54.49	76.84	82.49	89.55	97.75
机构订阅收入: 万元	1,581.47	2,530.95	2,289.84	2747.808	3297.3696	3956.84352
yoy		60.04%	-9.53%	20.00%	20.00%	20.00%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

(5) 假设互联网广告推广服务业务中，2019-2021 年，第三方平台推广收入增速稳定在 14% 左右；自营客户数量增速分别为 30%、30%、25%，Arup 值略有下降；代理客户数增速分别为 30%、25%、25%，Arup 值保持稳定。

表 20: 互联网广告推广服务分拆预测 (单位: 万元)

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
第三方平台推广收入	12,254.6	16,731.46	19,097.45	21771.01	24819.05	28293.71
yoy		36.53%	14.14%	14.00%	14.00%	14.00%
自营广告业务收入	5,164.01	3,831.87	6,100.96	7393.75	9083.75	10958.59
yoy		-25.80%	59.22%	21.19%	22.86%	20.64%
自营客户数量 (户)	60.00	65.00	125.00	162.5	211.25	264.0625
yoy		8.33%	92.31%	30.00%	30.00%	25.00%
自营客户平均收入	86.07	58.95	48.81	45.50	43.00	41.50
代理广告业务收入	5,849.53	8,403.73	12,695.63	16510.00	20637.50	25796.88
yoy		43.67%	51.07%	30.04%	25.00%	25.00%
代理商数量 (户)	48.00	94.00	127.00	165.10	206.38	257.97
yoy		95.83%	35.11%	30.00%	25.00%	25.00%
单户代理商平均收入	121.87	89.40	99.97	100.00	100.00	100.00
网站任务推广收入	1,015.25	619.85	227.27	227.27	227.27	227.27
yoy		-38.95%	-63.33%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

(6) 假设公司办公软件产品使用授权业务 (license) 中, 2019-2021 年, 直销收入受安全可控项目推进影响, 增速分别为 25%、485%、65%; 代理收入增速保持稳定, 分别为 20%、20%、20%。

表 21: 办公软件产品使用授权分拆预测 (单位: 万元)

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
代理收入	16972.95	20090.85	25148.74	30178.49	36214.19	43457.02
单价	1998.00	1998.00	1998.00	1998.00	1998.00	1998.00
套数	8.49	10.06	12.59	15.10	18.13	21.75
yoy		18.37%	25.18%	20.00%	20.00%	20.00%
直销收入	6530.34	8332.09	10419.61	13024.512	76193.3981	125719.106
单价	1998.00	1998.00	1998.00	1998.00	1998.00	1998.00
套数	3.27	4.17	5.22	6.52	38.13	62.92
yoy		27.59%	25.05%	25.00%	485.00%	65.00%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

表 22: 整体业务分拆预测 (单位: 万元)

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
办公服务订阅	6,412.47	17,316.45	39,264.76	76,644.24	136,701.76	202,620.94
yoy		228.79%	170.04%	126.75%	95.20%	78.36%
互联网广告	24,283.41	29,586.91	38,121.31	45,902.11	54,767.57	65,276.45
yoy		59.34%	21.84%	28.85%	20.41%	19.31%
办公软件授权	23,503.29	28,422.94	35,568.35	43,203.00	112,407.58	169,176.13
yoy		6.03%	20.93%	25.14%	21.46%	160.18%
其他业务	53.10	0.20	13.69	13.69	13.69	13.69
yoy		262.70%	-99.62%	6745.00%	0.00%	0.00%
总收入	54,252.27	75,326.50	112,968.11	165,763.04	303,890.60	437,087.21
yoy		37.79%	38.84%	49.97%	46.73%	83.33%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

未来 3 年盈利预测

表 23: 未来 3 年盈利预测表

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1130	1658	3039	4371
营业成本	150	201	283	355
销售费用	216	332	492	708
管理费用	89	780	1459	2186
财务费用	(2)	(7)	(27)	(89)
营业利润	338	379	814	1180
利润总额	322	380	814	1180
归属于母公司净利润	311	367	692	1003
EPS	0.86	0.80	1.50	2.18
ROE	26%	27%	43%	49%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

按上述假设条件, 我们得到公司 2019-2021 年收入分别为 16.58 亿元、30.39 亿元、43.71 亿元, 归母净利润 3.67/6.92/10.03 亿元, 利润年增速分别为 18/89/45%, 摊薄 EPS=0.80/1.50/2.18 元。

盈利预测的敏感性分析

我们以上述结果为中性预测结果, 进行盈利预测情景分析, 乐观预测上调收入 5%, 悲观预测下调收入 2%, 得到预测结果与收入变动之间较为敏感, 具体情况如下:

盈利预测情景分析

表 24: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
乐观预测					
营业收入(百万元)	753	1,130	1,714	3,228	4,804
(+/-%)	38.8%	50.0%	51.7%	88.3%	48.8%
净利润(百万元)	214	311	377	733	1099
(+/-%)	65.0%	44.9%	21.5%	94.2%	49.9%
摊薄 EPS	0.59	0.86	0.82	1.59	2.38
中性预测					
营业收入(百万元)	753	1,130	1,658	3,039	4,371
(+/-%)	38.8%	50.0%	46.7%	83.3%	43.8%
净利润(百万元)	214	311	367	692	1003
(+/-%)	65.0%	44.9%	18.1%	88.6%	45.0%
摊薄 EPS(元)	0.59	0.86	0.80	1.50	2.18
悲观的预测					
营业收入(百万元)	753	1,130	1,635	2,965	4,205
(+/-%)	38.8%	50.0%	44.7%	81.3%	41.8%
净利润(百万元)	214	311	363	676	967
(+/-%)	65.0%	44.9%	16.7%	86.4%	43.0%
摊薄 EPS	0.59	0.86	0.79	1.47	2.10
总股本 (百万股)	361	361	461	461	461

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值在 120.09-164.80

元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）、永续增长率的计算的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 4.0%、风险溢价 10.0%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定未来 10 年后公司永续增长率为 2%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生变化，公司持续成长性实际较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 4、相对估值时，由于不存在业务内容相同而直接可比的上市公司，我们选取了 A 股企业级服务或者产品型软件公司进行 PE 对比，也选取了美股竞争格局良好、空间较大、处于发展前期的 SaaS 公司进行 PS 对比。考虑公司的稀缺性和稳固的行业地位，故给予一定的估值溢价，可能存在可比公司不合理，或整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

收入增速假设由行业增长逻辑和公司目前用户情况而进行推导，但也与公司后续的项目签约情况和销售推广情况相关，故存在收入增长超预期或低于预期的可能。

盈利预测考虑了未来安全可控项目落地带来的可观增量，若落地不及预期则存在预测偏高的风险。

销售费用、管理费用投入或存在超预期的风险。

政策风险

知识产权保护政策落地不及预期；安全可控政策落地不及预期。

经营风险

安全可控业务推进速度或市占率不及预期；海外业务渠道建设周期拉长，影响海外业务拓展速度；WPS 会员/稻壳会员增速放缓；互联网广告业务增速放缓。

市场风险

微软等巨头竞争对手加大竞争力度，导致价格下降的风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	187	427	1784	5165	营业收入	1130	1635	2965	4205
应收款项	247	358	649	921	营业成本	150	198	276	341
存货净额	1	1	2	2	营业税金及附加	11	16	30	42
其他流动资产	1055	1527	2769	3927	销售费用	216	327	480	681
流动资产合计	1490	2313	5204	10015	管理费用	89	769	1424	2103
固定资产	53	91	127	159	财务费用	(2)	(7)	(27)	(86)
无形资产及其他	18	17	16	16	投资收益	50	15	15	15
投资性房地产	53	53	53	53	资产减值及公允价值变动	(2)	(2)	(2)	(2)
长期股权投资	13	13	13	13	其他收入	(375)	30	0	0
资产总计	1627	2488	5414	10256	营业利润	338	375	795	1137
短期借款及交易性金融负债	0	15	13	10	营业外净收支	(17)	0	0	0
应付款项	70	96	138	172	利润总额	322	375	795	1137
其他流动负债	354	1025	3634	8049	所得税费用	11	13	119	171
流动负债合计	424	1136	3785	8231	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	311	363	676	967
其他长期负债	16	16	16	16					
长期负债合计	16	16	16	16	现金流量表 (百万元)				
负债合计	440	1152	3801	8247	净利润	311	363	676	967
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	4	3	2	3
股东权益	1187	1336	1613	2009	折旧摊销	16	8	11	14
负债和股东权益总计	1627	2488	5414	10256	公允价值变动损失	2	2	2	2
					财务费用	(2)	(7)	(27)	(86)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(78)	117	1119	3022
每股收益	0.86	0.79	1.47	2.10	其它	(4)	(3)	(2)	(3)
每股红利	0.51	0.46	0.86	1.24	经营活动现金流	250	489	1808	4004
每股净资产	3.29	2.90	3.50	4.36	资本开支	(42)	(50)	(50)	(50)
ROIC	58%	28%	123%	-58%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	26%	27%	42%	48%	投资活动现金流	(55)	(50)	(50)	(50)
毛利率	87%	88%	91%	92%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	59%	20%	25%	25%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	60%	20%	26%	25%	支付股利、利息	(184)	(214)	(399)	(570)
收入增长	50%	45%	81%	42%	其它融资现金流	194	15	(2)	(3)
净利润增长率	45%	17%	86%	43%	融资活动现金流	(174)	(199)	(401)	(573)
资产负债率	27%	46%	70%	80%	现金净变动	20	240	1357	3381
息率	1.1%	1.3%	2.4%	3.4%	货币资金的期初余额	166	187	427	1784
P/E	53.3	58.3	31.3	21.9	货币资金的期末余额	187	427	1784	5165
P/B	13.9	15.8	13.1	10.5	企业自由现金流	537	388	1721	3867
EV/EBITDA	25.0	67.1	32.6	28.0	权益自由现金流	731	410	1742	3938

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

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

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

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032