



自主可控&移动化时代的中国办公 SAAS 冠军

金山办公(688111)

金山办公自成立起便坚持“技术立业”，是中国软件行业少数不忘初心的“长命公司”。其产品 WPS 相较于微软具有显著的性价比优势，是中国办公软件领域的国产冠军。

主要观点：

►自主可控释放百亿元市场空间，预计未来三年授权业务营收年均复合增速 43.48%。自主可控百亿元市场需求预计将在近 5 年内加速释放，预计 2019-2021 年公司授权业务营收分别为 4.91/7.12/11.19 亿元，同比增长 37.93%/46.13%/56.19%，对应毛利分别为 4.77/6.98/10.9 亿元。

►云化与智能化加速，预计未来三年订阅业务营收年均复合增速 70.54%。预计付费用户年均复合增速 56.95%，ARPPU 值年复合增速 15%，2019-2021 年订阅业务营收分别为 6.89/11.81/19.48 亿元，同比增长 75.35%/71.47%/64.97%，对应毛利分别为 5.65/9.92/16.55 亿元。

►WPS 单用户价值持续提升，未来三年互联网广告业务营收年均复合增速约 24.8%。预计 2019-2021 年来自互联网广告业务营收分别为 4.78/5.97/7.41 亿元，同比增长 25.4%/24.8%/24.2%，对应毛利分别为 3.82/4.77/5.93 亿元。

►盈利预测及估值：预计 2019-2021 年营收分别为 16.57/24.94/38.08 亿元，同比 46.69%/50.5%/52.7%，归母净利润为 3.4/5.93/9.96 亿元，同比 9.47%/74.37%/68.01%。参考海外可比公司在高速发展时期，PS 估值可高达 30 倍。首次覆盖，暂不评级。中长期视角下，公司有望成为办公软件领域的智能化 SaaS 平台型公司，年营收有望达到 188 亿元，净利润率有望达 40%，给予 20 倍 PE，我们认为中长期市值可达 1500 亿元。

风险提示

市场竞争风险、人才流失风险、盈利模式风险、系统性风险等。

盈利预测与估值

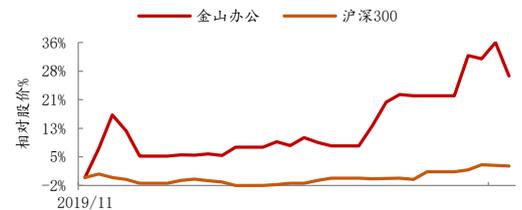
财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	753.26	1129.68	1657.14	2494.07	3808.37
YoY (%)	38.84%	49.97%	46.69%	50.50%	52.70%
归母净利润(百万元)	214.34	310.67	340.08	593.00	996.29
YoY (%)	64.97%	44.94%	9.47%	74.37%	68.01%
毛利率 (%)	88.23%	86.71%	85.92%	86.87%	87.67%
每股收益 (元)	0.46	0.67	0.74	1.29	2.16
ROE	20.63%	26.17%	22.33%	28.02%	32.01%
市盈率	296.98	204.90	187.18	107.34	63.89

资料来源：Wind、华西证券研究所

评级及分析师信息

评级：暂不评级
上次评级：首次覆盖
目标价格：
最新收盘价：160.16

股票代码：688111
52 周最高价/最低价：171.31/126.35
总市值(亿)：738.34
自由流通市值(亿)：106.73
自由流通股数(百万)：66.64



分析师：王秀钢

邮箱：wangxg1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519020001

联系人：张佳林

邮箱：zhangjl2@hx168.com.cn

联系人：郑敏宏

邮箱：zhengmh@hx168.com.cn

联系人：李化

邮箱：lihual@hx168.com.cn

相关研究

1. CMP 抛光液龙头，扬帆半导体材料国产化&制程升级
2019.12.11
2. 人才与专利构建护城河，智能照明前景可期
2019.11.03
3. 引领内存接口芯片全球标准，津逮平台&AI 芯片开辟新蓝海
2019.12.18

正文目录

1. 三十年坚持“技术立业”，成就民族办公软件冠军	4
1.1. 始终坚持基础办公软件自主研发并不断更新业态的典范	4
1.2. 专注企业及个人客户办公软件生态平台的建设与运营	6
1.3. 近三年营收年均复合增长率达 42%，订阅云服务指标亮眼	8
2. 授权业务：预计未来 3 年营收年均复合增速 46.56%	10
2.1. 自主可控释放百亿元空间，未来 3 年年均增速达 45.83%	10
2.2. 授权业务：预计未来 3 年营收复合增速达 46.56%	10
3. 订阅服务业务：未来 3 年营收年均复合增速达 70.54%	12
3.1. 未来三年金山办公月活用户数量复合增速达 20%	12
3.2. 未来 3 年 WPS 与稻壳付费用户数年均增速 56.95% 与 45.43%，单付费用户收入复合增速为 15%	15
3.3. 募集资金持续投入云服务与人工智能，为长远发展蓄能	18
3.4. 预计未来 3 年，服务订阅业务营收年均复合增速 70.54%	20
4. 互联网广告推广服务：未来 3 年营收年均复合增速 24.8%	21
4.1. 互联网广告行业未来 3 年年均复合增速达 12.6%	21
4.2. 预计未来三年单用户广告价值复合增速为 4%	21
4.3. 互联网广告业务未来三年营收年均复合增速达 24.8%	22
5. 盈利预测及估值	23
5.1. 营收预测：未来三年营收分别为 16.57/24.94/38.08 亿元	23
5.2. 盈利预测与估值：未来三年净利润为 3.4/5.93/9.96 亿元	24
5.3. 风险提示	27

图表目录

图 1 金山办公股权结构图	5
图 2 公司研发支出保持较高水平（亿元）	6
图 3 各大软件厂商研发费用占收入比重	6
图 4 技术人员占比超 70%	6
图 5 人均薪酬对比（万元）	6
图 6 办公增值服务主要内容	8
图 7 互联网广告推广服务内容	8
图 8 稻壳打造内容服务平台	8
图 9 公司近三年营收及净利润规模与增速	9
图 10 2018 年金山办公营收结构	9
图 11 公司订阅服务近三年利润率水平逐步提升	9
图 12 公司经营性现金流量净额与净利润对比	9
图 13 公司预收账款（亿元）及占比	9
图 14 公司费用率水平	9
图 15 办公增值服务主要内容	10
图 16 办公软件自主可控市场规模（万套）及增速	10
图 17 公司按数量授权收入（万元）及增速	11
图 18 公司按场地面积授权收入（万元）及增速	11
图 19 2012-2018 年中国办公软件用户规模（亿人）	12
图 20 金山办公月活数量（万人）	12
图 21 微软 Office 与 WPS Office 会员价格对比	14
图 22 中国移动互联网月活跃用户数（亿）	14
图 23 中国智能移动办公市场规模及增速	14
图 24 全球 SaaS 市场规模及增速	15
图 25 全球 SaaS 市场份额	15

图 26	全球 SaaS 细分服务市场占比.....	16
图 27	中国 SaaS 市场份额	16
图 28	爱奇艺会员数量及增速	16
图 29	网盘厂商 Dropbox 付费用户规模.....	16
图 30	公司 WPS 付费用户数量及付费转化率.....	17
图 31	公司稻壳付费用户数量及付费转化率.....	17
图 32	付费月度活跃用户数（百万人）及付费转化率.....	17
图 33	微软 Office365 与 WPS 月活数量对比（百万人）	17
图 34	WPS 付费用户人均收入及增速.....	18
图 35	稻壳付费用户人均收入及增速.....	18
图 36	中国互联网广告市场规模（亿元）及增速.....	21
图 37	WPS Office 用户的家庭月收入分布.....	22
图 38	WPS Office 用户的学历分布.....	22
图 39	WPS 用户使用频次	22
图 40	WPS 用户的使用时长	22
图 41	互联网广告业务销售模式结构.....	22
图 42	单活跃用户广告价值（元）	22
图 43	海外可比公司历史 PS_TTM 水平.....	26

表 1	金山办公的发展历程	4
表 2	公司重要管理人员及高级技术人员	5
表 3	公司主要产品类别	7
表 4	WPS Office Windows 专业版与个人版特点.....	7
表 5	公司数量授权业务营收预测.....	11
表 6	WPS Office 与微软 Office、Google Docs 产品对比	13
表 7	商务办公软件 APP 数据对比(2019 年 4 月).....	15
表 8	公司付费用户数量预测	17
表 9	募集资金投资项目及资金使用计划（万元）	18
表 10	办公产品互联网云服务项目建设时间表.....	19
表 11	办公领域人工智能基础研发中心建设时间表	19
表 12	公司订阅业务营收预测	20
表 13	公司互联网广告业务预测	23
表 14	公司营业收入预测	23
表 15	公司费用率预测	24
表 16	盈利及增速预测	24
表 17	中长期视角下公司收入预测.....	25
表 18	中长期视角下公司利润预测.....	26
表 19	国内可比上市公司估值（可比公司采用 wind 一致预期）	27

1. 三十年坚持“技术立业”，成就民族办公软件冠军

1.1. 始终坚持基础办公软件自主研发并不断更新业态的典范

始终专注刚需办公软件服务市场，将显著受益于自主可控&云服务时代来临引致的中国国内市场释放。公司的发展历程总结来看主要分为 4 个阶段，由金山软件的发展历程不难总结出：（1）始终专注 IT 领域必然存在的刚需办公软件市场，这是金山得以顽强生存发展 30 年的最大本钱。回顾中国 IT 发展史，从四通（开发第一个中文操作系统 CCDOS）到早期的中文字表编辑软件 CCED，能够始终如一坚持固有业务领域并跟随技术进步不断演进发展的只有金山办公。（2）用户与生态之争是办公软件领域的制高点。30 余年的发展历程不断证明恒古不变的真理——哪家公司能够实现和用户的高度捆绑，哪家公司就会相应地成为市场垄断者。微软凭借操作系统+办公软件的捆绑，放纵盗版，迅速成为 PC 时代最牛的 IT 公司。（3）自主可控成为中国信息技术的必然选择，国产替代进程必将加速。贸易战的背后是科技战，唯有立足自主可控布局 ICT 生态，才能不受制于人。（4）云和大数据的技术大趋势下，庞大的国内用户基数、越来越高的知识型劳动力沉淀都支持中国办公软件公司在未来 10 年进一步迎头赶上，发展势头或重复 BAT 发展之路。

表 1 金山办公的发展历程

时间	要点	市场地位	关键词	简述
第一阶段 (1988-1994)	WPS1横空出世，称霸DOS时代	占据90%市场份额	自主研发	(1) 1988年，求伯君加入香港金山公司，开发文字处理系统WPS；成立金山公司深圳开发部，涉足软件开发领域，金山软件公司的雏形出现。(2) WPS1推出后，凭借窗口技术、模拟显示等技术上的领先迅速被市场所追捧，占领了90%的市场，几乎成为每台电脑的标配软件。
第二阶段 (1995-1998)	遭到微软狙击，市场份额显著低于Office	大部分市场份额被抢	Windows95发布、捆绑Office策略、盗版	(1) 1995年，微软发布了Windows 95，捆绑Office办公软件，DOS系统迅速退出历史舞台，WPS的用户大量流失到微软Office中。(2) 尽管金山在基于Windows平台的WPS97推出，逐渐挽回部分流失的用户，但与微软Office相比，仍然处于绝对劣势。
第三阶段 (1999-2010)	打开政府市场，个人用户免费	政府市场份额占比50%以上，国内总体占比20.22%份额	自主可控、个人免费	(1) 2001年，WPS Office通过采用国家机关最新公文模板，支持国家最新合同标准和编码标准等得到政府部门的认可，打响政府采购第一枪。被中央57个部委，全国28个省，260多个地市政府采购，占办公软件份额的56%。(2) WPS于2005年宣布个人端免费使用，在2006年3月份《电脑报》的“2005年度—2006年度中国IT品牌调查”中，WPS Office 占据了20.22%的市场份额。
第四阶段 (2011-至今)	开启移动化+云办公+AI时代	移动端同类活跃度排名第一	移动化、云与智能化	(1) 2011年11月，金山办公发布WPS移动版，由此正式进入移动办公时代。这一起点早于微软的移动端布局。(2) 2015年发布“WPS+云办公”——在传统的WPS Office基础上加入云模板、云储存、云办公、文档协同等功能，金山与微软同步布局办公软件SaaS云时代。(3) 展望未来，WPS提出“云、多屏、内容、AI”战略，致力于传统的软件工具转变为向“服务+内容”的AI生态平台。

资料来源：金山办公、华西证券研究所

持续保持高强度研发投入，实现基于股权的长期利益绑定。（1）核心团队始终保持稳定，保证了研发的高度可延续性，实现持续研发效应的厚积薄发。公司董事雷

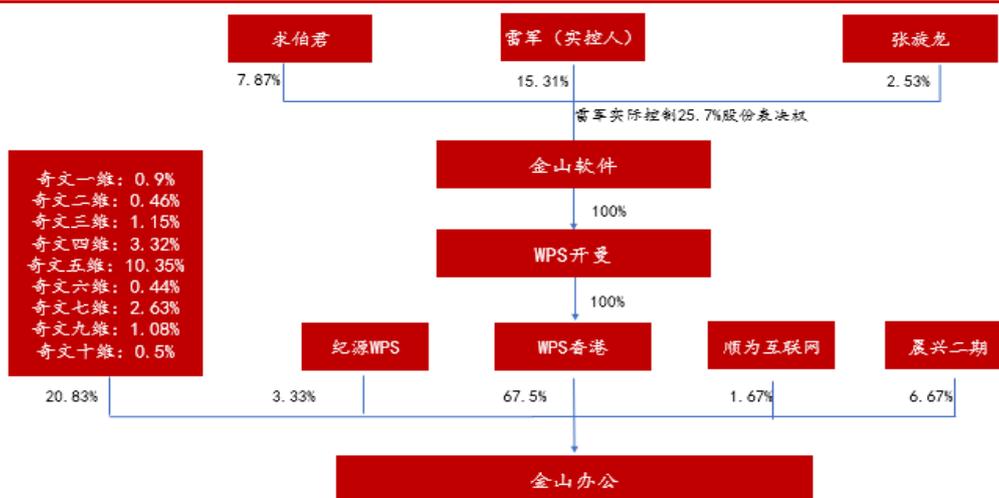
军以及求伯君都是互联网界的大佬级人物，核心高管与技术人才均在金山办公工作多年，具有丰富的工作和管理经验。(2) 公司持续保持高强度的研发投入，2016-2018 年研发支出分别为 2.14/2.66/4.28 亿元，同比增长 8%/24%/61%，2016-2018 年研发投入占收入比重分别为 39%/35%/38%，远高于国内可比软件公司。与海外软件龙头厂商相比，研发投入占收入比重也仅次于 Slack 与 Workday。(3) 2018 年公司人均薪酬达 26.97 万元，与国内可比上市公司对比处于较高水平，对于人才的吸引力具有较大优势。(4) 从股权结构上看，雷军当前持有金山软件 15.31% 股权（享有 25.7% 表决权，是单一最大表决权拥有者），间接持有金山办公 11.99% 股权，是金山办公的实际控制人。而在金山办公的股东中，奇文一维至奇文十维是公司员工的持股平台，合计持有 20.83% 的股份。公司员工持股充分，利益与公司高度绑定。

表 2 公司重要管理人员及高级技术人员

人员	公司职位	工作背景
雷军	董事	雷军先生于 1992 年起就职于金山软件，负责发展和拓展业务运作；1998 年起担任金山软件首席执行官，并于 2007 年辞任，于 2008 年 8 月由执行董事调任非执行董事；并于 2011 年 7 月担任金山软件董事长。
求伯君	董事	求伯君先生创办金山软件及专职开发 WPS 1.0，于 2007 年担任金山软件代理首席执行官，自 2008 年担任金山软件首席执行官，并于 2011 年辞任，由金山软件执行董事调任为非执行董事。求先生亦为金山软件多家附属公司的董事。
章庆元	董事、副总经理	2000 年至今为 WPS Office 研发团队的领导者，2018 年任公司首席运营官，带领公司实践移动互联网发展新战略。2009-2018 年，作为课题负责人领导了四项国家“核心电子器件、高端通用芯片及基础软件产品”项目，一项科技部 863 项目等多个国家级重大专项课题的研制任务。
庄湧	设计总监	2012 年 9 月至今，担任珠海金山办公研发总经理，负责公司各地研发管理，并作为移动端部门分管领导带领 WPS 移动版产品研发和推广，实现 WPS 移动版多个重要版本产品的发布。2012 年至今，作为课题核心管理人员，参与多个省级及国家核高基重要项目的实施管理工作。

资料来源：公司招股说明书、华西证券研究所

图 1 金山办公股权结构图



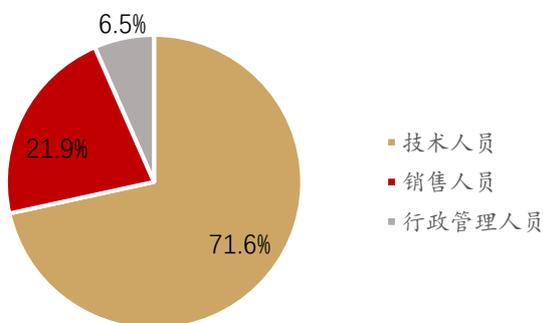
资料来源：公司招股书、华西证券研究所

图2 公司研发支出保持较高水平 (亿元)



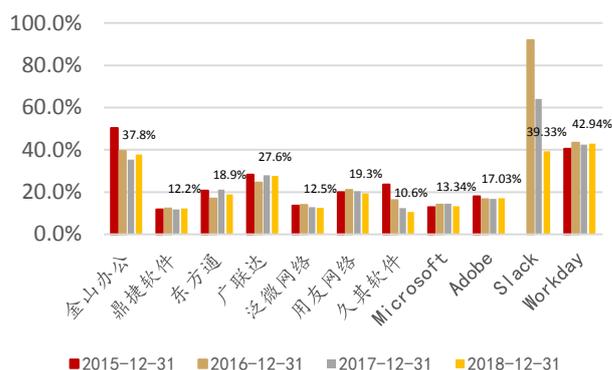
资料来源：公司招股说明书、华西证券研究所

图4 技术人员占比超70%



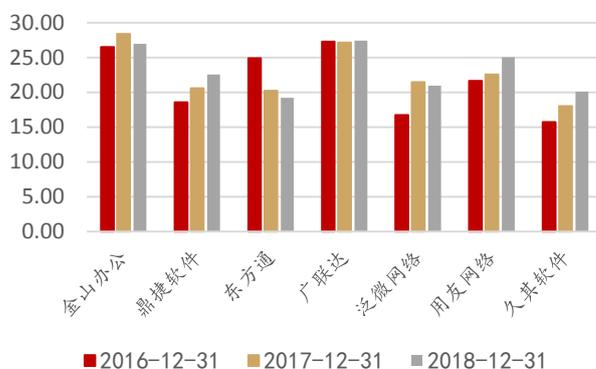
资料来源：公司招股说明书、华西证券研究所

图3 各大软件厂商研发费用占收入比重



资料来源：wind、华西证券研究所

图5 人均薪酬对比 (万元)



资料来源：wind、华西证券研究所

1.2. 专注企业及个人客户办公软件生态平台的建设与运营

金山办公最为核心的使命价值在于把最简单高效的办公体验和服务带给每个人、每个家庭、每个组织，帮助个人更轻松快乐的创作和生活，帮助企业 and 组织更高效的运行与发展。围绕这一核心使命，WPS Office、金山文档、稻壳儿、金山词霸等办公软件产品和服务，为全球220多个国家和地区的用户提供办公服务；每天全球有超过5亿个文件在WPS Office平台上被创建、编辑和分享；每个月全球有超过3.1亿用户使用金山办公的产品进行创作；每月有超过8000万件办公素材在稻壳儿平台被下载和使用；金山办公的业务已覆盖30多个省市自治区政府、400多个市县级政府。

(1) WPS Office 可以实现办公软件最常用的文字、表格、演示等多种功能。内存占用低，运行速度快，体积小。具有强大插件平台支持，免费提供海量在线存储空间及文档模板，支持阅读和输出PDF文件，全面兼容微软Office97-2010格式。(2) 按照适用终端的不同，主要包括WPS Office桌面版及WPS Office移动版。WPS桌面版主要用于台式机，移动版则适用于手机和PAD类终端。(3) 从客户分类角度，公司按照差异化战略深耕B端、C端市场；从产品形态的角度分为客户端产品、增值服务两种情况，客户端产品提供WPS的基本功能模块，而增值服务则包括：云模板、文档美化、文档转换等各类管理性应用。此外，基于商业客户、个人客户的差异（参见表4），公司的个人版产品强化了占用资源少、易操作、特色功能丰富、风格界面个性化等特征；而公司的专业版产品则具有高兼容性以便于二次开发、支持XML标准、支持版式文档、强化安全属性等鲜明特点。(4) 特别值得一提的是，顺应自主可控产业大

趋势，金山办公研发推出 Linux 版本，全面支持龙心、飞腾、兆芯、申威和众志等国产化芯片以及中标麒麟、中科方德、深度 Deepin 等操作系统。

表 3 公司主要产品类别

客户类别	产品类别	细分产品
组织级客户	WPS 企业增值服务	办公云文档：企业云文档、协作文档、协作绘图、WPS 秀堂、WPS 写得、企业云模板
		办公云管理：服务管理、组织架构、权限管理、移动管理、文档安全
	客户端产品	WPS Office 桌面专业版 (Windows、国产 OS、Linux)、WPS Office 移动专业版 (IOS、安卓)、词霸专业版
个人用户	WPS 个人增值服务	WPS 云文档：个人云文档、在线文档、在线绘图、WPS H5、WPS 写得
		WPS 云服务：稻壳云模板、文档漫游、文档美化、文档转换、文档修复、文档安全、文档助手
	客户端产品	WPS Office 桌面个人版 (Windows、国产 OS、Linux)、WPS Office 移动个人版 (IOS、安卓)、词霸个人版

资料来源：公司招股说明书、华西证券研究所

表 4 WPS Office Windows 专业版与个人版特点

	WPS Office Windows 个人版		WPS Office Windows 专业版
体积小	WPS Office Windows 个人版安装文件仅 85M，而对比微软 Office 则达到 640M。	高兼容的二次开发体系	专业版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。
易操作	个人版打开后呈现平台型操作界面，word/excel/ppt 等都可以此平台进行打开与操作。	支持 XML 标准	专业版支持读写 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
特色功能丰富	包括智能文字段落布局、排版功能；表格阅读模式、快速定位、重复项提示功能；演示文档一键更换模板、快速美化功能等。	支持版式文档	专业版支持版式文档格式，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
个性化界面风格	WPS Office Windows 版提供了 24 种布局风格的界面和皮肤。	文档安全	专业版提供权限分配、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

资料来源：公司招股说明书、华西证券研究所

针对不同客户群体采用多种商业模式实现产品与服务变现。(1) 对企业用户，公司推出软件产品使用授权与办公服务订阅相结合的模式来覆盖客户。**办公软件产品使用授权模式**：公司向客户提供某一版本的软件使用权，其中针对于中小客户多采用数量授权，对于大型客户采用场地授权。2018 年数量授权数量 57.02 万套，单价达 354.60 元。**机构客户办公服务订阅**：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。目前针对机构客户的商业版办公服务订阅收费为 365 元/人/年。(2) 针对个人用户，目前提供了免费+广告、会员服务订阅相结合的模式。**个人会员服务订阅**：主要分为 WPS 会员 (15 元/月)、稻壳会员 (20 元/月) 两类。WPS 会员服务注重基于 WPS Office 办公软件的功

能型服务；稻壳会员则可以每月免费下载一定数量的稻壳云模板，并在下载限额用完后，以优惠价格购买稻壳云模板，享受资源型服务。而对于免费用户，WPS 借助庞大用户规模以及良好的品牌价值，成为广告收入的重要源泉。

图 6 办公增值服务主要内容



资料来源：公司招股说明书、华西证券研究所

图 7 互联网广告推广服务内容



资料来源：公司招股说明书、华西证券研究所

图 8 稻壳打造内容服务平台



资料来源：稻壳、华西证券研究所

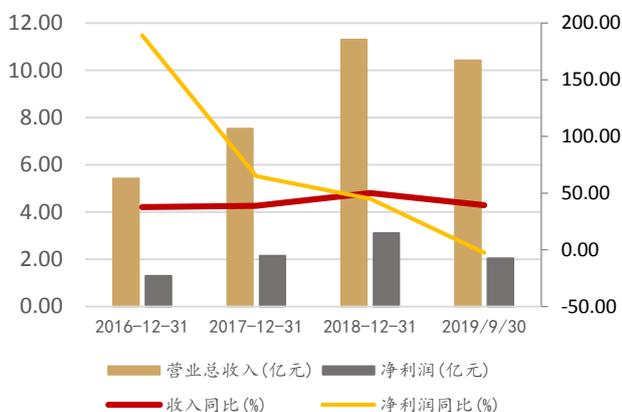
1.3. 近三年营收年均复合增长率达 42%，订阅云服务指标亮眼

公司近三年营收年均复合增长率达 42%，预收款与现金流表现亮眼。（1）2016-2018 年，公司主营业务收入分别为 5.43 亿元/7.53 亿元/11.3 亿元，同比增长率为 37.97%/38.84%/49.97%，归母净利润分别为 1.3 亿元/2.14 亿元/3.11 亿元，同比增长率为 189.31%/64.97%/44.94%。2018 年办公软件使用授权收入占比 31.49%，互联网广告推广服务收入占比 33.75%，办公服务订阅收入占比 34.76%。（2）从盈利能力看，2016-2018 年，公司毛利率分别为 88.58%/88.23%/86.71%，总体水平相对稳定，分拆来看，公司服务订阅业务毛利率随着用户数量的增加，规模效应凸显，在近几年毛利率持续上升，2016-2018 年，公司办公服务订阅业务毛利率分别为 62.86%/75.31%/80.65%（3）自 2015 年公司由单一的卖产品授权向办公云服务订阅转型后，云服务类公司的核心观测指标现金流与预收款均有显著的改善。2016-2018 年经营性现金流量净额达到 1.38 亿元/3.47 亿元/4.18 亿元，高于同期净利润 1.3 亿元/2.14 亿元/3.11 亿元。2019 年三季度末，公司的预收账款余额达到 3.18 亿元，占总负债比重高达 57.21%，预收账款是订阅服务的核心前置指标，较高的预收账款表

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

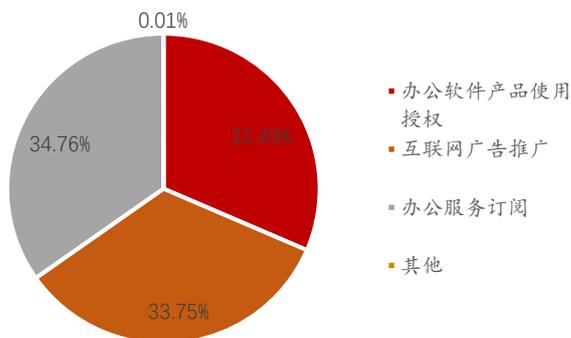
明公司未来业绩发展的动力十足。(4) 出于未来业务发展的需要, 公司提升了研发人员规模, 增加了 IDC/CDN 服务采购, 致使研发费用及 IDC/CDN 成本有所提升, 2019 年前三季度公司研发投入已高达 4.38 亿元, 高于 2018 年全年的 4.28 亿元, 同时人员规模由 2018 年的 1144 人提升至 1970 人, 费用的提升导致 2019 年前三季度净利润同比有所下滑。

图 9 公司近三年营收及净利润规模与增速



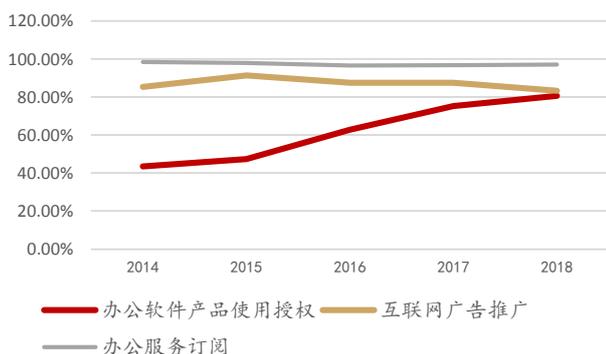
资料来源: 公司招股说明书、华西证券研究所

图 10 2018 年金山办公营收结构



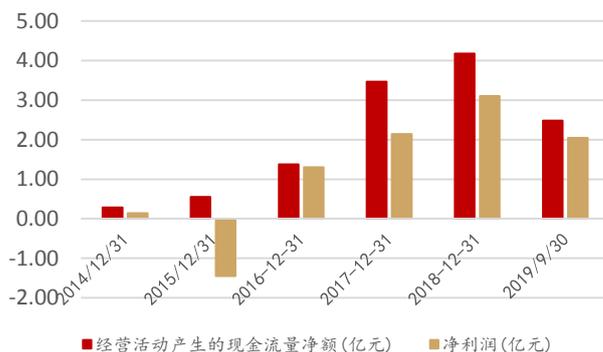
资料来源: 公司招股说明书、华西证券研究所

图 11 公司订阅服务近三年利润率水平逐步提升



资料来源: 公司招股说明书、华西证券研究所

图 12 公司经营性现金流量净额与净利润对比



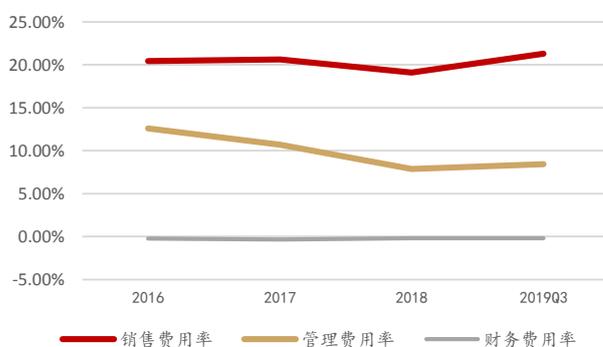
资料来源: 公司招股说明书、华西证券研究所

图 13 公司预收账款 (亿元) 及占比



资料来源: 公司招股说明书、华西证券研究所

图 14 公司费用率水平



资料来源: 公司招股说明书、华西证券研究所

2. 授权业务：预计未来 3 年营收年均复合增速 46.56%

2.1. 自主可控释放百亿元空间，未来 3 年年均增速达 45.83%

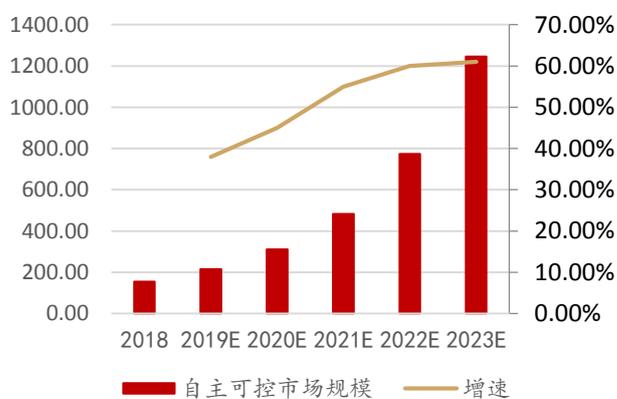
自主可控给予国产厂商带来百亿元市场规模，预计年复合增速达 45.83%。(1) 在互联网化逐渐加深，信息沟通日益迅捷的同时，世界范围内网络信息安全事件屡屡发生，威胁国家利益与安全。实现信息化建设的安全可靠成为保障国家网络与安全的重要条件。国家对网络安全、信息安全的需求使得国产的操作系统、数据库、中间件以及办公软件在内的基础软件迎来发展良机。(2) 我们认为自主可控主要分为硬件、操作系统、软件三个层面。在芯片端，我国已经具备自主研发 CPU 的企业如龙芯、飞腾、兆芯、申威、鲲鹏等。在操作系统方面，目前我国自主研发的操作系统包括中标麒麟、银河麒麟等，且因国产操作系统均是基于 Linux 开发的，对于 Linux 系统的支持是应用软件厂商参与自主可控的先决条件。(3) 针对于 B 端国产化替代空间的测算，保守起见，主要考虑国产替代化需求迫切度较大的党政军领域。目前，我国具有公务员数量 720 万人，事业编人员约 3600 万人，军队人员额约为 230 万人，合计约 4550 万人，假设其中 70% 具有办公需求，合计约 3185 万人，我们按照授权价格 350 元计算，保守计算总体市场空间达 111.47 亿元。(4) 进一步假设存在 5 年的替换周期，在当前国内外环境下，我们认为在替换周期内，自主可控的替换的趋势呈逐年加速趋势。2018 年公司授权业务总体收入为 3.6 亿元，根据公开资料显示公司在政府端采购占比达三分之二，则我们假设 2018 年党政军释放市场空间为 5.45 亿元，假设 2019-2023 年替换的市场规模对应套数分别为 215.06/311.84/483.36/773.37/1245.37 万套，增速分别为 38%/45%/55%/60%/61.03%，未来 3 年预计年均复合增速达 45.83%。

图 15 办公增值服务主要内容



资料来源：华西证券研究所

图 16 办公软件自主可控市场规模（万套）及增速



资料来源：华西证券研究所

2.2. 授权业务：预计未来 3 年营收复合增速达 46.56%

目前，金山办公授权业务收入主要分为场地授权以及数量授权模式。(1) 对于软件订购数量较少的中小型机构客户，公司通常采用数量授权方式，按照安装的套数进行授权收费。(2) 场地授权是公司面对市场竞争而对采购量较大的大型客户公司采取的销售模式，价格较数量授权便宜，类似于打包批发。2016-2018 年公司数量授权业务实现营收 1.61/1.1.66/2.02 亿元，增速分别为 6.06%/3.3%/21.5%。场地授权业务实现营收 0.74/1.18/1.53 亿元，增速分别为 5.96%/59.35%/30.28%。

图 17 公司按数量授权收入（万元）及增速



资料来源：公司招股书、华西证券研究所

图 18 公司按场地面积授权收入（万元）及增速



资料来源：公司招股书、华西证券研究所

一、基于上述对于公司与行业的分析，对数量授权业务做出如下关键假设：

(1) 2016-2018 年公司数量授权销售 40.82/49.00/57.02 万套，2017-2018 年销量增速分别为 20.04%/16.37%。随着办公软件自主可控市场的逐步释放，以及金山在办公软件自主可控领域的优势地位，我们认为公司数量授权业务销量增速将略高于上述测算的办公软件自主可控行业增速，预计 2019-2021 年销售套数增速分别为 40.00%/48.00%/58.00%。对应 2019-2021 年销售套数分别为 78.83/118.15/186.67 万套。

(2) 2016-2018 年公司数量授权销售单价分别为 394.65/339.61/354.6 元。我们预计未来价格将保持相对稳定，预计 2019-2021 年销售单价分别为 355/356/357 元。

综合上述假设，我们预计 2019-2021 年数量授权营收分别为 2.83/4.21/6.66 亿元，年均复合增速 48.82%。

二、由于公司场地授权业务没有披露具体的数量与价格，因此我们对场地授权业务做基于收入增速的整体预测，关键假设如下：

(1) 2016-2018 年公司场地授权实现营收 0.74/1.18/1.53 亿元，增速为 5.96%/59.35%/30.28%。基于在未来国产化替代过程中，金山办公最大的竞争对手微软无法参与，金山办公将占据绝对优势，因此我们认为对于类似于打包批发的场地授权模式未来增速将略低于数量授权增速。

(2) 因此我们基于历史增速以及行业增速，预计 2018-2019 年场地授权营收增速分别为 35%、43%、53%。

综合上述假设，我们预计 2019-2021 年场地授权营收分别为 2.07/2.96/4.53 亿元，年均复合增速 43.48%。

三、综合上述假设，我们预计 2019-2021 年整体授权营收分别为 4.91/7.17/11.19 亿元，年均复合增速 46.56%。2016-2018 年公司授权业务毛利率分别为 96.6%/96.84%/97.14%，因此我们预测 2019-2021 年毛利率保持相对稳定，分别为 97.2%/97.3%/97.4%。

表 5 公司数量授权业务营收预测

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
数量授权销量 (万套)	40.82	49.00	57.02	79.83	118.15	186.67
增速		20.04%	16.37%	40.00%	48.00%	58.00%

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

数量授权单价 (元)	394.65	339.61	354.60	355.00	356.00	357.00
数量授权营收 (万元)	16,109.42	16,640.90	20,219.28	28,338.94	42,059.78	66,641.12
增速	6.06%	3.30%	21.50%	40.16%	48.42%	58.44%
场地授权营收 (万元)	7,393.88	11,782.03	15,349.07	20,721.24	29,631.38	45,336.01
增速	5.96%	59.35%	30.28%	35.00%	43.00%	53.00%
办公软件产品使用授权 营收 (万元)	23,503.29	28,422.94	35,568.35	49,060.18	71,691.16	111,977.13
增速	6.03%	20.93%	25.14%	37.93%	46.13%	56.19%
毛利率	96.60%	96.84%	97.14%	97.20%	97.30%	97.40%
毛利 (万元)	22704.18	27524.78	34551.10	47686.50	69755.50	109065.72

资料来源：公司招股说明书、华西证券研究所

3. 订阅服务业务：未来3年营收年均复合增速达70.54%

3.1. 未来三年金山办公月活用户数量复合增速达20%

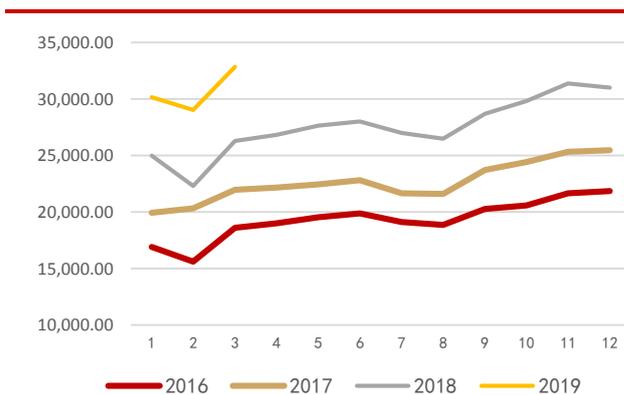
月活用户复合增速达20.87%，远超8.34%的行业增速。(1) 根据计世资讯数据显示，2018年中国基础办公软件用户规模为6.55亿人，相较2017年同比增长为4.75%，2016年至2018年中国基础办公软件用户规模复合增长率达到8.34%，未来的国内办公软件市场规模、用户数量呈持续上升趋势。(2) 2016-2018年，公司主要产品月度活跃用户数（包含PC端与移动端）分别为2.18/2.55/3.1亿人，同比增长16.7%/21.7%。2019Q1月度活跃用户数达3.28亿人，同比增长25%，近三年复合增速达20.87%，远超行业增速。

图19 2012-2018年中国办公软件用户规模（亿人）



资料来源：计世资讯、华西证券研究所

图20 金山办公月活数量（万人）



资料来源：公司招股说明书、华西证券研究所

高性价比带来的竞争力是其用户数量高增长的核心要素。从竞争格局来看，由于办公软件产品技术门槛较高，目前国内市场上与WPS Office同台竞争的最大竞争对手无疑是微软Office，微软凭借操作系统的生态，在PC端仍然处于较高地位，但我们认为在与微软的对比中，WPS不落下风：

1) WPS 与微软 OFFICE 系列在功能上已经没有明显差距, WPS 在包容性以及特色增值服务等领域甚至领先于微软。(1) 主机适配方面, WPS 除了对 X86 支持以外, 还完成了对 ARM、龙芯、飞腾、兆芯、申威等多款自主可控 CPU 的适配。(2) 操作系统适配方面, 目前微软 Office 暂不支持 Linux, 而 WPS 则可支持 Linux 系统。(3) 文件标准支持上, 微软 Office 不支持 PDF 格式, 而 WPS 支持 PDF 阅读和编辑, 且可以在 PDF 方面做到如格式转换、提取文字、识别文本、截图对比、全文翻译等多项特色应用。(4) 在云服务资源上, WPS 可以提供百万级的文档模板、图标、字体、图片、图表等等各种素材, 而微软目前仅有基础模板。(5) WPS Office 还具备轻量化、协同性高和辅助性强的特点。据艾瑞咨询的调研数据, 用户非常认可 WPS Office 的可操作性和兼容性, 总体样本关注因素占比分别为 55.9%、42.5%。(6) 在移动端, 金山办公早在 2011 年提前卡位移动端, 凭借产品品质、轻量化、免费策略以及与华为、OPPO、VIVO、小米等多家主流手机厂商达成预装合作, 占据移动端优势。而微软 Office 则在移动端布局较晚, 且最初采取收费模式, 错失移动端。

2) 在产品力相同甚至超越的情况下, 售价却明显低于微软。目前微软 Office 2019 家庭及学生版售价 748 元, 小型企业版 1998 元, 专业版 5298 元, Office 365 个人版收费 398 元/年, 商业版收费 720 元/用户/年, 而 WPS 会员个人订阅服务价格为 15 元/月, 活动价格仅 89 元/年, 稻壳价格为 20 元/月, 仅为微软 Office 365 个人版收费的四分之一, 商业版收费 365 元/人/年, 为微软 Office 365 个人版收费的二分之一。此外, 从中央国家机关政府采购中心官网上查询, 标准版微软 Office 的入围价为 <=595 元, 而 WPS Office 的入围价为 <=549 元。Office 365 商业版入围价为 <=599 元, 而 WPS Office 商业版价格为 <=198 元。正是这种高性价比, WPS 在办公服务订阅及移动化转型下发展迅速。

表 6 WPS Office 与微软 Office、Google Docs 产品对比

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
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		
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
云服务	多人协作编辑	支持	支持	支持
	文档存储服务	支持	全球	仅境外
	私有化部署	支持	不支持	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	基础模板

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

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：公司招股说明书、华西证券研究所

图 21 微软 Office 与 WPS Office 会员价格对比

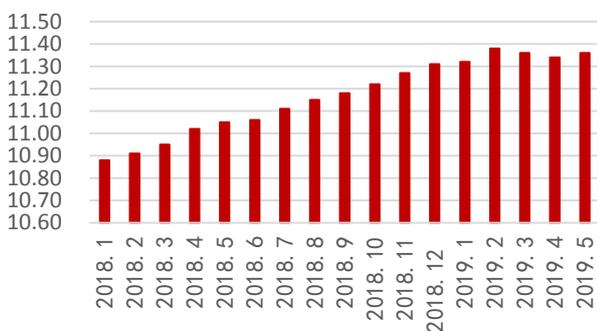


资料来源：微软、金山办公、华西证券研究所

移动办公市场规模复合增速达 15.44%，WPS 移动端用户独占率达 85.1%。(1) 随着移动互联网的发展，移动端用户基数逐年增大，根据 QuestMobile 发布了《中国移动互联网 2019 半年大报告》显示，中国移动互联网月活跃用户数达 11.36 亿，移动端办公需求也在逐步释放。(2) 根据前瞻产业研究院的数据，2018 年中国智能移动办公市场规模达 234 亿元，同比增长 20.62%，预计未来三年复合增速达 15.44%。(3) 而移动端办公强调轻量化、方便快捷、高效，WPS 在移动端已经占据了显著优势。截至 2019 年 12 月 9 日，在中国 App Store 平台上的同类产品排行榜中 WPS Office 排名第二，仅次于百度网盘，而微软 Office 排名第 14。根据易观千帆的数据显示，WPS Office 目前的行业独占率（在所选时间段内，APP 所属行业的安装用户中，只安装了该 APP，未安装行业中其他 APP 的用户，占行业总安装用户的比例）已经高达 85.1%。

综合考虑公司的竞争力以及公司在移动办公时代的优势，我们预计未来 3 年金山办公月活数量仍然将保持 20%的复合增速。

图 22 中国移动互联网月活跃用户数 (亿)



资料来源：QuestMobile、华西证券研究所

图 23 中国智能移动办公市场规模及增速



资料来源：前瞻产业研究院、华西证券研究所

表 7 商务办公软件 APP 数据对比(2019 年 4 月)

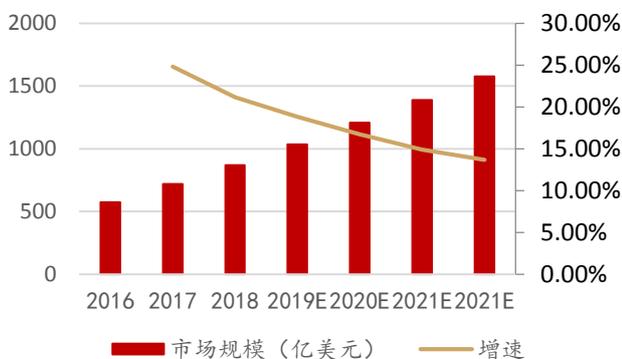
	活跃人数 (万)	活跃人数行 业渗透率	使用时长行 业渗透率	行业独占率	日均活跃人 数(万)	日均启动次 数(万次)	人均单日使 用时长(分 钟)
WPS Office	7,939.1	97.9%	98.2%	85.1%	1,202.6	3,464.6	16
有道云笔记	155.1	0.2%	6.8%	1.6%	23.8	77.7	14.6
Microsoft Word	100.7	1.2%	0.6%	0.6%	7.7	20.6	14.2
Microsoft Excel	80.6	1.0%	0.5%	0.3%	7.9	19.7	12.5
Microsoft Powerpoint	11.8	0.1%	0.2%	0.1%	2.1	6.3	19.1

资料来源：易观千帆、华西证券研究所

3.2. 未来 3 年 WPS 与稻壳付费用户数年均增速 56.95%与 45.43%， 单付费用户收入复合增速为 15%

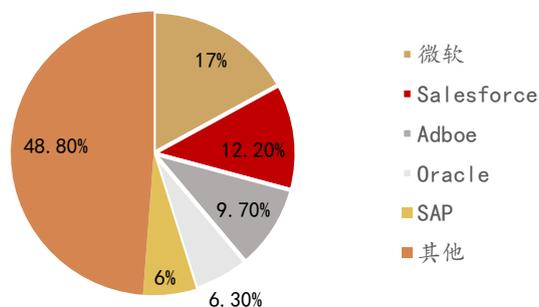
SaaS 市场规模快速增长，软件云化成为趋势。(1) 云化后的软件平台可以对产品功能进行实时维护与更新，用户可获取最新的服务与资源。(2) 借助云化可实现协同办公，大大提升了工作效率。(3) 对于成本敏感的中小型客户，可以按照自己的需求进行云服务的订阅，降低了单次的采购成本，大幅扩大了软件厂商的客户群体。(4) 国内软件盗版问题由来已久，对自主研发的软件企业造成较大伤害，而软件云化则可以有效解决盗版问题。(5) 云化也可以不断增强用户粘性，给公司持续创造现金流，为企业发展打造更为坚实的基石。据 Gartner 测算，2018 年全球 SaaS 市场规模约为 871 亿美元，较上年增长约 21.14%，其中办公服务已经在全全球 SaaS 服务细分市场占比达到 16%，是第三大细分市场，办公软件云化服务已经开始爆发。与海外龙头厂商相比，我国云计算发展还处于快速发展阶段，据 Gartner 与信通院的数据显示，2018 年我国 SaaS 市场规模达 145.2 亿元，同比增长 38.95%，足以显现行业增长之迅速。

图 24 全球 SaaS 市场规模及增速



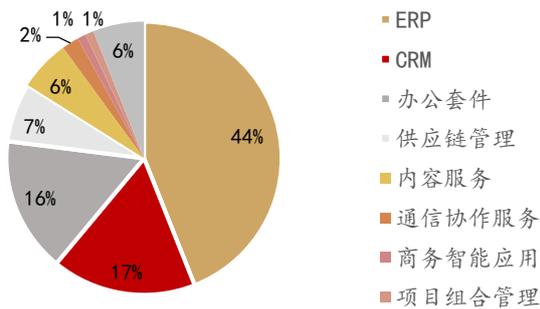
资料来源：Gartner、华西证券研究所

图 25 全球 SaaS 市场份额



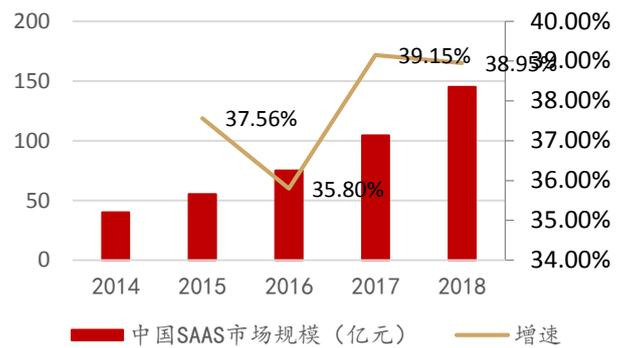
资料来源：IDC、华西证券研究所

图 26 全球 SaaS 细分服务市场占比



资料来源：Gartner、华西证券研究所

图 27 中国 SaaS 市场份额



资料来源：Gartner、信通院、华西证券研究所

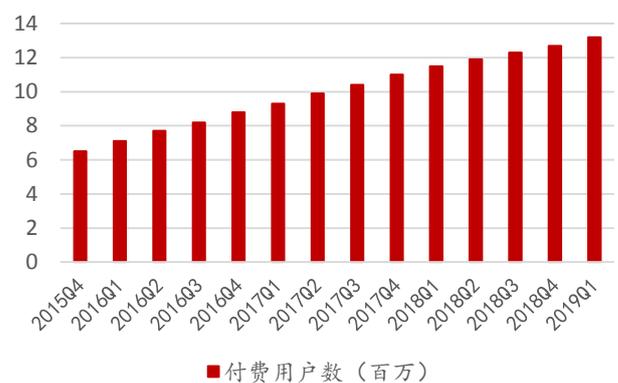
付费意愿以及付费习惯正在养成，促进云服务付费用户规模持续提升。我们可以将云服务与视频网站服务进行类比：视频网站的模式其实类似于云服务订阅模式，均是以会员付费从而获取内容与资源服务。根据爱奇艺的数据显示，2016-2018 年，爱奇艺会员数量分别达 3020/5080/8609 万人，同比增长 108.3%/68.2%/69.5%，其背后的核心因素是用户对于付费意愿的提升以及付费习惯的养成。而在软件产品云化为订阅服务阶段，我们认为用户也在逐渐养成为软件服务付费的习惯，从而推动付费用户规模的持续提升。我们以云盘厂商 Dropbox 为例：2015-2018 年，云盘厂商 Dropbox 付费用户规模由 650 万提升至 1270 万，年均复合增速达 25.02%。而智能化带来多样化服务功能，有望带动 ARPPU 值提升。(1) 人工智能的快速发展，可以给客户带来更为智能、便捷、高效与精准的办公服务，进一步提升工作效率。(2) 结合 AI 自然语言处理、计算机视觉识别、人机协同、大数据等技术，软件与服务供应商可以为客户提供更为多样的功能与服务模块，从而有望带动 ARPPU 值的提升。

图 28 爱奇艺会员数量及增速



资料来源：爱奇艺、华西证券研究所

图 29 云盘厂商 Dropbox 付费用户规模

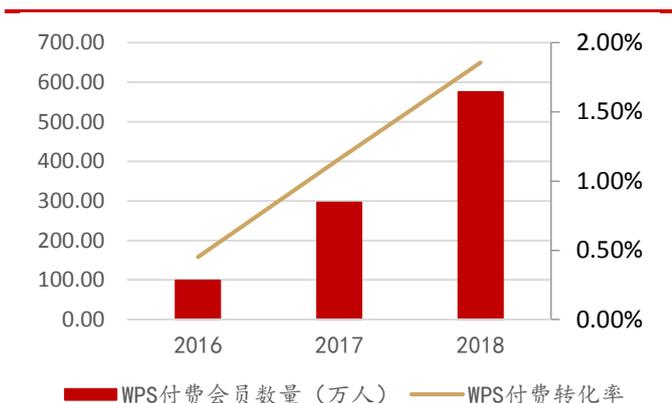


资料来源：DM Martins Research、华西证券研究所

预计 WPS 与稻壳付费用户数未来三年复合增速为 56.95%与 45.43%。自公司由提供工具产品向应用服务转型以来，WPS 付费用户数保持快速增长。(1) 2016-2018 年底，WPS 会员付费用户数分别为 98.64/295.52/575.24 万人，付费转化率为 0.45%/1.16%/1.85%，2017-2018 年 WPS 付费用户增速为 200%/95%，转化率提升 0.71/0.7pct。(2) 稻壳付费用户数分别为 106.46/249.36/357.24 万人，付费转化率为 0.49%/0.98%/1.15%。2017-2018 年 WPS 付费用户增速为 134%/43%，转化率提升 0.49/0.18pct。公司付费会员数量与微软对比仍然有较大的提升空间：微软在 2011

年发布了 Office 365 办公服务云平台,开始由传统的软件授权向云服务订阅转变。根据 2019 年第三财季的数据,微软 Office 365 消费版订阅用户数为 3420 万人,商业版订阅月活用户达 1.8 亿人,截至 2019 年一季度,金山办公整体付费月活数量仅 570 万人。办公服务订阅付费用户方面仍然远低于微软 Office。与微软对比,未来在付费用户数规模上仍均有较大的提升空间。因此,我们认为在云化服务趋势以及付费习惯的提升趋势下,公司付费转化率用户数及付费用户数将持续提升。预计 2019-2021 年公司 WPS 付费转化率分别为 2.55%/3.35%/4.15%,对应付费用户分别为 948.94/1495.97/2223.86 万人,年均复合增速达 56.95%。公司稻壳付费转化率分别为 1.45%/1.75%/2.05%。对应付费用户分别为 540.95/783.11/1100.49 万人,年均复合增速达 45.43%。

图 30 公司 WPS 付费用户数量及付费转化率



资料来源:公司招股书、华西证券研究所

图 31 公司稻壳付费用户数量及付费转化率



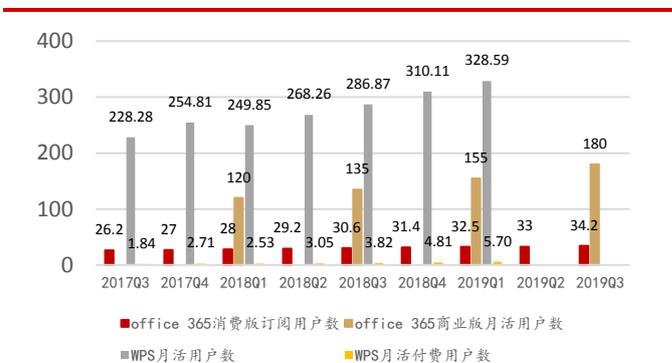
资料来源:公司招股书、华西证券研究所

图 32 付费月度活跃用户数 (百万人) 及付费转化率



资料来源:公司招股说明书、华西证券研究所

图 33 微软 Office365 与 WPS 月活数量对比 (百万人)



资料来源:微软、199IT、金山办公、华西证券研究所

表 8 公司付费用户数量预测

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
月活跃用户数量 (万人)	21,843.76	25,480.93	31,010.97	37213.16	44655.80	53586.96
增速		16.65%	21.70%	20.00%	20.00%	20.00%
WPS 付费转化率	0.45%	1.16%	1.85%	2.55%	3.35%	4.15%
WPS 付费会员数量 (万人)	98.64	295.52	575.24	948.94	1495.97	2223.86
增速		200%	95%	65%	58%	49%

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

稻壳付费转化率	0.49%	0.98%	1.15%	1.45%	1.75%	2.05%
稻壳付费会员数量 (万人)	106.46	249.36	357.76	540.95	783.11	1100.49
增速		134%	43%	51%	45%	41%

资料来源：公司招股说明书、华西证券研究所

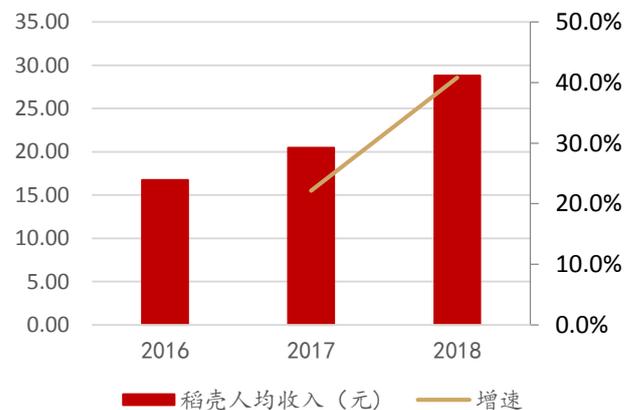
预计未来三年 WPS 与稻壳单付费用户收入复合增速达 15%。2016-2018 年，公司 WPS 会员单付费用户收入分别为 28.17/27.68/40.22 元，稻壳会员单付费用户收入分别为 16.75/20.47/28.82 元。公司 12 个月及以上的长期会员占比由 10.15% 提升至 69%，以及稻壳丰富的资源服务带动单付费用户收入提升。根据前述分析，我们认为在云化及智能化趋势下，公司长期会员占比将持续提升，同时也将推出更为丰富的智能化服务及资源，带动单付费用户收入持续提升。随着 12 个月以上的长期会员占比提升到高位，我们暂保守预计 2019-2021 年公司 WPS 单付费用户收入分别为 46.25/53.19/61.17 元，公司稻壳单付费用户收入分别为 33.14/38.12/43.83 元，年均复合增速达 15%。

图 34 WPS 付费用户人均收入及增速



资料来源：公司招股说明书、华西证券研究所

图 35 稻壳付费用户人均收入及增速



资料来源：公司招股说明书、华西证券研究所

3.3. 募集资金持续投入云服务与人工智能，为长远发展蓄能

募集资金加码投入云服务、人工智能领域，为长远发展蓄能。公司 IPO 募集资金拟投入 20.5 亿元，主要方向包括“WPS Office 办公软件研发升级方向、办公领域人工智能基础研发中心建设、办公产品互联网云服务方向、办公软件国际化方向”，具体如下表所示。(1) 在云服务方向，公司将运用募投资金作为公司未来研发投入，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。(2) 在智能化方向，公司运营募集资金主要用于完成“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。

表 9 募集资金投资项目及资金使用计划 (万元)

序号	方向/项目名称	总投资额	拟用募集资金投入金额
1	WPS Office 办公软件研发升级方向	60879.11	60879.11

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

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写作系统研发项目	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	办公产品互联网云服务研发中心建设项目	20412.76	20412.76
3.2	互联网增值服务研究项目	40570.42	40570.42
4	办公软件国际化方向	517274.19	517274.19
4.1	WPS Office办公产品及服务全球化研发升级项目	20391.87	20391.87
4.2	全球技术服务支持中心建设项目	20615.4	20615.4
4.3	全球营销网络服务中心建设项目	10266.92	10266.92
	合计	205012.53	205012.53

资料来源：公司招股说明书、华西证券研究所

表 10 办公产品互联网云服务项目建设时间表

		第一年				第二年				第三年				第四年			
办公产品互联网云服务项目		Q1	Q2	Q3	Q4												
办公产品云服务研发中心	WPS+云文档	■												■			
	WPS+云办公	■				■											
互联网增值服务	WPS会员增值服务	■												■			
	稻壳增值服务	■															

资料来源：公司招股说明书、华西证券研究所

表 11 办公领域人工智能基础研发中心建设时间表

		第一年				第二年				第三年				第四年			
办公领域人工智能基础研发中心		Q1	Q2	Q3	Q4												
基于海量语料的人机协同辅助写作系统	文档模板模块	■												■			
	语料素材推荐模块	■				■											
	文档校对模块	■												■			
AI自然语言处理平台	语言模型模块	■												■			
	知识图谱模块	■				■											
AI计算机视觉识别平台	物体检测引擎模块	■												■			
	扫描件OCR模块	■				■											
	自然场景OCR模块	■				■											

资料来源：公司招股说明书、华西证券研究所

3.4. 预计未来 3 年，服务订阅业务营收年均复合增速 70.54%

基于上述对于公司与行业的分析，我们汇总前述内容对服务订阅业务做出如下关键假设：

1) 预计 2019-2021 年公司月活数量为 3.72/4.46/5.36 亿人，保持 20%的年均复合增速。

2) 预计 2019-2021 年公司 WPS 付费转化率分别为 2.55%/3.35%/4.15%，对应付费用户分别为 948.94/1495.97/2223.86 万人，年均复合增速达 56.95%。公司稻壳付费转化率分别为 1.45%/1.75%/2.05%。对应付费用户分别为 540.95/783.11/1100.49 万人，年均复合增速达 45.43%。

3) 预计 2019-2021 年 WPS 会员人均收入分别为 46.25/53.19/61.17 元。公司稻壳单付费用户收入分别为 33.14/38.12/43.83 元。

4) 2016-2018 年，机构客户订阅营收分别为 0.16/0.25/0.23 亿元，词霸业务营收分别为 0.03/0.14/0.31 亿元，占比较小，我们在此简单线性假设 2019-2021 年机构客户订阅营收增速分别为 10%/20%/25%，词霸业务营收增速分别为 30%/25%/20%。

5) 2016-2018 年公司订阅服务业务毛利率分别为 62.9%/75.3%/80.7%，随着用户数量的增多，享受规模效应，毛利率有继续提升空间，我们假设 2019-2021 年毛利率分别为 82%/84%/85%。

综合上述假设，我们预计 2019-2021 年订阅业务收入分别为 6.89/11.81/19.48 亿元，年均复合增速 70.54%。

表 12 公司订阅业务营收预测

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
WPS 付费会员数量 (万人)	98.64	295.52	575.24	948.94	1495.97	2223.86
WPS 单付费用户收入 (元)	28.17	27.68	40.22	46.25	53.19	61.17
WPS 会员营收 (万元)	2778.59	8180.37	23135.64	44413.71	74891.12	118890.93
稻壳付费会员数量 (万人)	106.46	249.36	357.76	540.95	783.11	1100.49
稻壳单付费用户收入 (元)	16.75	20.47	28.82	33.14	38.12	43.83
WPS 会员营收 (万元)	2778.59	8180.37	23135.64	43889.78	79569.58	136028.36
词霸业务营收 (万元)	269.04	1419.04	3086.1	4011.93	5014.91	6017.90
其他营收 (万元)		82.62	442.03	500	600	700
机构客户订阅营收 (万元)	1581.47	2530.95	2289.84	2518.82	3022.59	3778.24
订阅业务合计营收 (万元)	6412.48	17316.45	39264.76	68850.15	118056.29	194763.13
增速	228.79%	170.04%	126.75%	75.35%	71.47%	64.97%
毛利率	62.9%	75.3%	80.7%	82%	84%	85%
毛利 (万元)	4030.88	13041.02	31667.03	56457.13	99167.28	165548.66

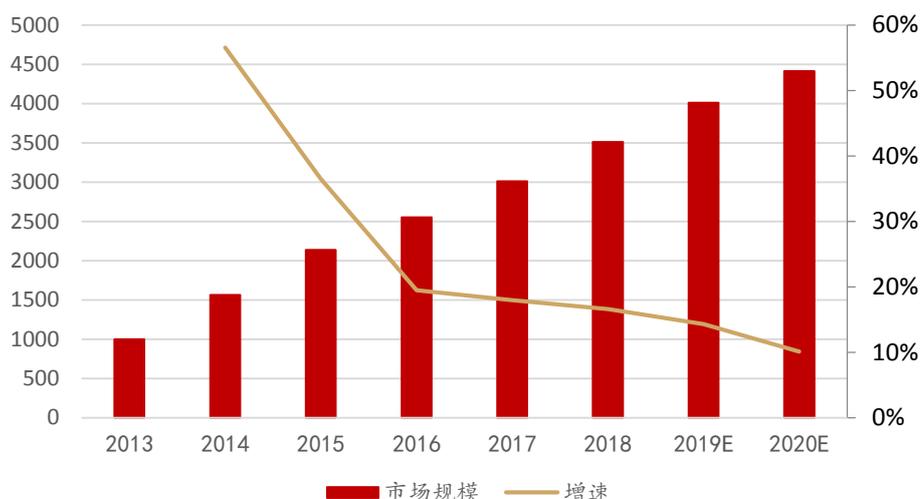
资料来源：公司招股说明书、华西证券研究所

4. 互联网广告推广服务：未来 3 年营收年均复合增速 24.8%

4.1. 互联网广告行业未来 3 年年均复合增速达 12.6%

互联网广告行业保持较高速增长，年均复合增速达 12.6%。根据易观的数据显示，2018 年中国互联网广告市场规模达到 3509 亿元，同比增长 17%，仍保持较高增速。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。根据普华永道发布《2017-2021 年全球娱乐及媒体行业展望》预测中国互联网广告总收入将以 12.6% 的年均复合增长率持续增长。

图 36 中国互联网广告市场规模（亿元）及增速



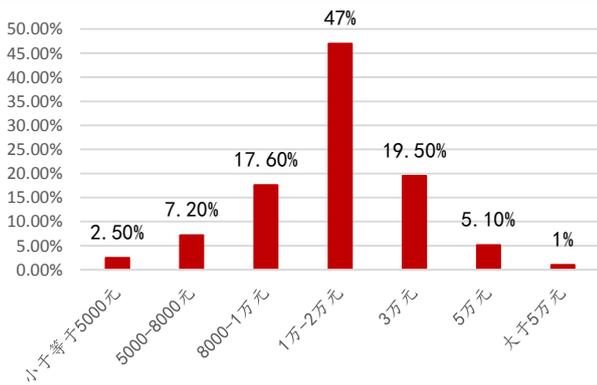
资料来源：易观、华西证券研究所

4.2. 预计未来三年单用户广告价值复合增速为 4%

WPS 用户群体为高净值人群，较高的使用粘性及时长具备较大的广告价值。根据艾瑞咨询的数据显示：(1) WPS Office 用户中本科学历用户占比为 72.1%，本科及以上学历用户接近八成，告知人群对文化教育、休闲出游等“升级型”消费具有更高的认知，消费意愿也更强。(2) 此外，从 WPS Office 用户的收入分布来看，其用户的家庭收入整体水平较高，超过七成用户的家庭月收入在万元以上，超过四分之一的用户家庭月收入在两万元以上。WPS 用户较高的消费认知以及收入水平给其带来更高的广告价值。(3) WPS Office 在办公人群中具有较高的使用粘性以及时长，使用频率在每周 4-5 次以上的用户占比超过六成，用户单日使用 WPS Office 的时间集中在 2-3 小时，35.5% 的双端用户单日停留时间在 4 小时以上。

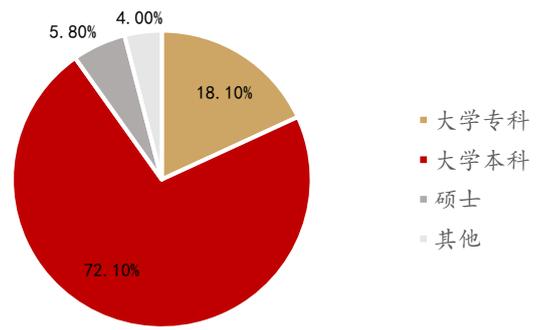
预计未来三年单用户广告价值复合增速为 4%。公司互联网广告推广业务主要包括与阿里妈妈、百度广告联盟等第三方平台合作推广模式、直销以及代理商经销模式。2016-2018 年公司互联网广告业务收入分别为 2.43/2.96/3.81 亿元，复合增速达 35.75%，其中第三方平台合作推广、公司直销、代理商经销收入占互联网广告业务收入比重分别为 50.1%、16.62%、33.28%。我们观察公司单活跃用户年化平均广告价值在近几年也是持续上升，2016-2018 年分别为 1.26/1.31/1.38 元，年均复合增速达 4.96%。考虑到持续上升的月活数量，平台广告价值持续放大，因此我们预计 2019-2021 年单活跃用户年化平均广告价值分别为 1.45/1.50/1.56 元，复合增速维持在 4% 左右。

图 37 WPS Office 用户的家庭月收入分布



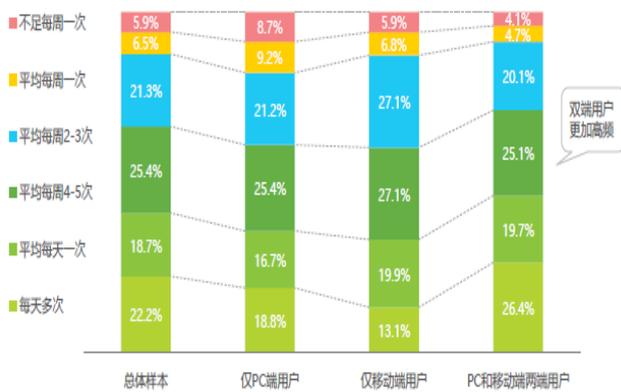
资料来源：艾瑞咨询、华西证券研究所

图 38 WPS Office 用户的学历分布



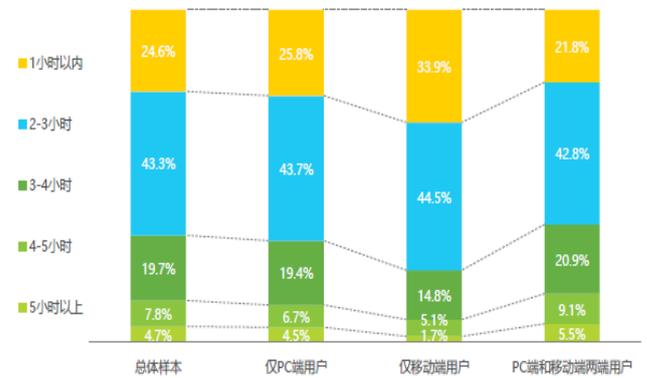
资料来源：艾瑞咨询、华西证券研究所

图 39 WPS 用户使用频次



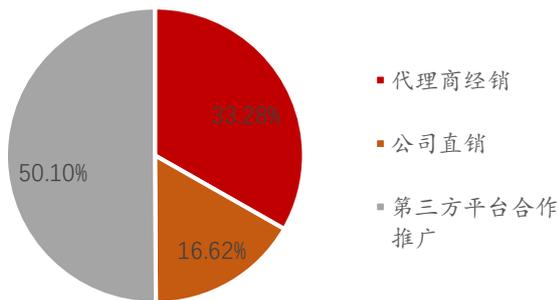
资料来源：艾瑞咨询、华西证券研究所整理

图 40 WPS 用户的使用时长



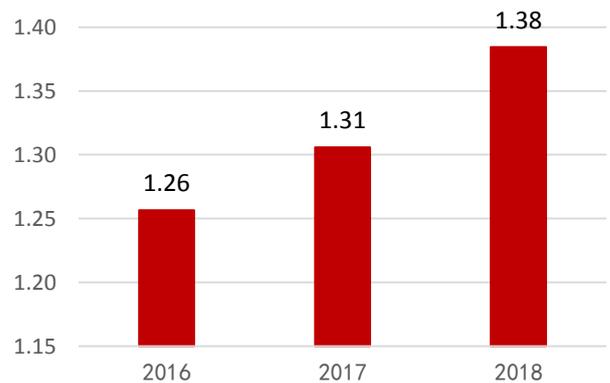
资料来源：艾瑞咨询、华西证券研究所整理

图 41 互联网广告业务销售模式结构



资料来源：公司招股说明书、华西证券研究所

图 42 单活跃用户广告价值（元）



资料来源：公司招股说明书、华西证券研究所

4.3. 互联网广告业务未来三年营收年均复合增速达 24.8%

不断提升的用户数量以及单用户价值将推升公司增速达 24.8%，超过行业整体 12.6% 的整体增速：

1) 2016-2018 年公司年化平均活跃用户数分别为 1.93/2.27/2.75 亿人，增速分别 17.25%/21.53%，根据前述分析，我们预计未来三年数量年复合增速保持在 20%。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

2) 因为互联网广告业务与平台渠道端的用户数量密不可分, 2016-2018 年单活跃用户年化平均广告价值分别为 1.26/1.31/1.38 元, 复合增速为 4.96%。我们预计 2019-2021 年单活跃用户广告价值分别为 1.45/1.5/1.56 元, 复合增速为 4%。

3) 2016-2018 年互联网广告业务毛利率分别为 87.6%/87.5%/83.3%, 我们预计 2019-2021 年毛利率保持相对稳定, 分别为 80%/80%/80%。

综合上述假设, 我们预计 2019-2021 年互联网广告业务营收分别为 4.78/5.97/7.41 亿元, 年均复合增速 24.8%。

表 13 公司互联网广告业务预测

年份	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年化平均活跃用户数量 (万人)	19,324.85	22,659.12	27,538.26	33045.91	39655.09	47586.11
增速		17.3%	21.5%	20%	20%	20%
单活跃用户广告价值 (元)	1.26	1.31	1.38	1.45	1.50	1.56
互联网广告推广收入 (万元)	24283.41	29586.91	38121.31	47804.12	59659.55	74097.16
增速		21.8%	28.8%	25.4%	24.8%	24.2%
毛利率	87.6%	87.5%	83.3%	80.0%	80.0%	80.0%
毛利 (万元)	21267.41	25897.42	31739.80	38243.30	47727.64	59277.72

资料来源: 公司招股说明书、华西证券研究所

5. 盈利预测及估值

5.1. 营收预测: 未来三年营收分别为 16.57/24.94/38.08 亿元

公司其他业务体量较小, 不足二十万, 因此暂不考虑。汇总各项业务, 我们预计公司 2019-2021 年整体营收分别为 16.57/24.94/38.08 亿元, 同比增长 46.69%/50.5%/52.7%, 毛利分别为 14.24/21.67/33.39 亿元, 同比增长 45.36%/52.16%/54.12%。

表 14 公司营业收入预测

		2017	2018	2019E	2020E	2021E
授权业务	营收 (万元)	28,422.94	35,568.35	49,060.18	71,691.16	111,977.13
	增速	20.93%	25.14%	37.93%	46.13%	56.19%
	毛利率	96.84%	97.14%	97.20%	97.30%	97.40%
订阅业务	营收 (万元)	17316.45	39264.76	68850.15	118056.29	194763.13
	增速	170.04%	126.75%	75.35%	71.47%	64.97%
	毛利率	75.3%	80.7%	82%	84%	85%

互联网广告业务	营收 (万元)	29586.91	38121.31	47804.12	59659.55	74097.16
	增速	21.8%	28.8%	25.4%	24.8%	24.2%
	毛利率	87.5%	83.3%	80.0%	80.0%	80.0%
合计	营收 (万元)	75326.50	112968.11	165714.46	249406.99	380837.41
	增速	38.8%	50.0%	46.69%	50.50%	52.70%
	毛利率	88.2%	86.7%	85.92%	86.87%	87.67%
	毛利 (万元)	66460.57	97954.65	142386.92	216650.42	333892.10

资料来源：公司招股说明书、华西证券研究所

5.2. 盈利预测与估值：未来三年净利润为 3.4/5.93/9.96 亿元

在费用率方面，根据公司历史情况以及未来的预估，我们做出如下假设：

表 15 公司费用率预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售费用率	20.61%	19.11%	20.00%	19.00%	18.50%
管理费用率	10.68%	7.86%	8.30%	7.50%	7.00%
研发费用率	35.31%	37.85%	41.00%	39.00%	37.00%
财务费用率	-0.32%	-0.17%	-0.1%	-0.13%	-0.19%

资料来源：公司招股说明书、华西证券研究所

综合前述关于营收、成本以及费用情况，我们预计公司 2019-2021 年总归母净利润分别为 3.4 亿元、5.93 亿元、9.96 亿元，同比增长 9.47%、74.37%、68.01%。

表 16 盈利及增速预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营收 (百万元)	753.26	1129.68	1657.14	2494.07	3808.37
同比增速	38.84%	49.97%	46.69%	50.50%	52.70%
归母净利润 (百万元)	214.34	310.67	340.08	593.00	996.29
同比增速	64.97%	44.94%	9.47%	74.37%	68.01%
每股收益	0.46	0.67	0.74	1.29	2.16

资料来源：wind、华西证券研究所

中长期视角下，我们预计在自主可控以及付费率与 ARPPU 值提升的趋势下，公司中长期年营收规模有望达到 188 亿元，由于用户规模效应体现，费用率水平有望降低，中长期净利润率有望达到 40%，对应净利润可达 75.46 亿元。

1) 使用授权业务：党政军人数估算为 4550 万，未来几年保持相对稳定，办公需求占比假定 70%，按照 3-5 年更新换代周期年化，授权价格为 350 元/人/年。

2) WPS 订阅服务业务：2018 年办公需求总人数 6.5 亿人，假设未来保持 2%至 3% 的增长，公司长期市覆盖达 80%，并保持相对稳定。ARPPU 值及付费率假设详见下表。

3) 稻壳订阅服务业务：2018 年办公需求总人数 6.5 亿人，假设未来保持 2%至 3% 的增长，公司长期市覆盖达 80%，并保持相对稳定，ARPPU 值及付费率假设详见下表。

4) 互联网推广业务：2018 年办公需求总人数 6.5 亿人，假设未来保持 2%至 3% 的增长，公司长期市覆盖达 80%，并保持相对稳定。单用户广告价值量值假设详见下表。

表 17 中长期视角下公司收入预测

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
党政军人数 (万人)	4550	4550	4550	4550	4550	4550	4550	4550	4550
办公需求占比	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%
授权价格 (元)	350	350	350	350	350	350	350	350	350
年化市场空间 (亿元)	27.87	27.87	27.87	27.87	27.87	27.87	27.87	27.87	27.87
份额占比	50%	55%	60%	65%	70%	75%	80%	85%	90%
授权营收预测 (亿元)	13.93	15.33	16.72	18.11	19.51	20.90	22.30	23.69	25.08
办公人数预计 (亿人)	7.3	7.46	7.61	7.76	7.92	8.08	8.24	8.40	8.57
办公覆盖率	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%
用户数 (亿人)	5.85	5.97	6.09	6.21	6.34	6.46	6.59	6.72	6.86
WPS 付费转化率	5.0%	6.5%	8.0%	9.5%	11.0%	12.5%	14.0%	15.5%	17.0%
WPS ARPPU 值 (元)	70	75	80	85	90	95	100	105	110
WPS 营收预测 (亿元)	20.48	29.10	38.97	50.15	62.72	76.73	92.27	109.41	128.23
稻壳付费转化率	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%	6.0%	7.0%	8.0%
稻壳 ARPPU 值 (元)	40	45	50	55	60	65	70	75	80
稻壳营收预测 (亿元)	2.9	4.0	5.3	6.8	8.6	10.5	13.8	17.6	21.9
单用户广告价值 (元)	1.6	1.64	1.68	1.72	1.76	1.8	1.84	1.88	1.92
互联网广告营收 (亿元)	9.36	9.79	10.23	10.68	11.15	11.63	12.13	12.64	13.17
合计营收 (亿元)	46.71	58.25	71.25	85.78	101.93	119.77	140.54	163.39	188.42

资料来源：华西证券研究所

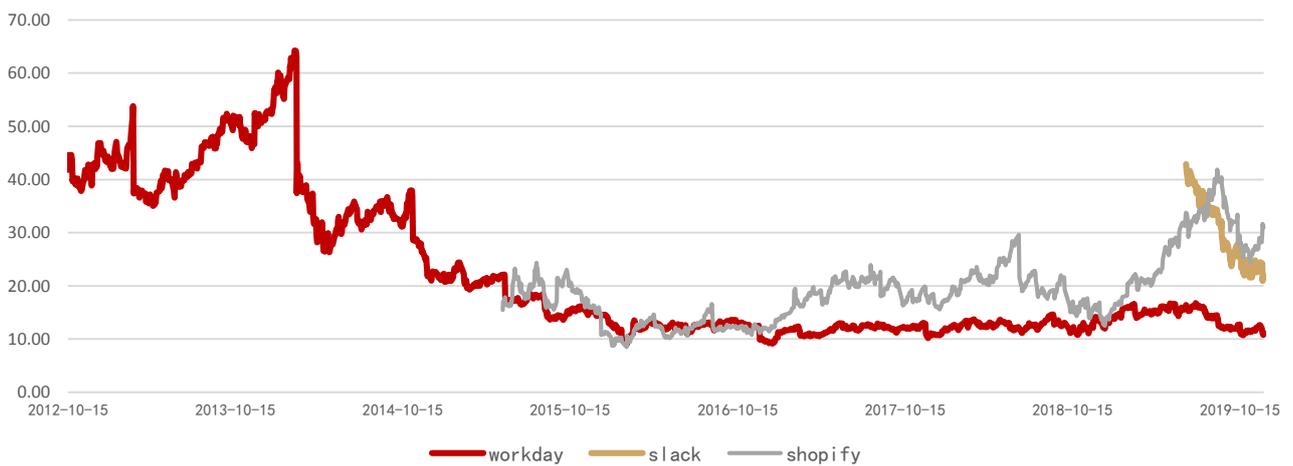
表 18 中长期视角下公司利润预测

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
合计营收 (亿元)	46.71	58.25	71.25	85.78	101.93	119.77	140.54	163.39	188.42
毛利率	88.0%	88.5%	89.0%	89.5%	90.0%	90.0%	90.0%	90.0%	90.0%
管理费用 (亿元)	2.93	3.23	3.55	3.90	4.29	4.72	5.20	5.71	6.17
财务费用 (亿元)	占比及体量小, 暂不考虑								
销售费用 (亿元)	8.10	9.32	10.72	12.32	14.17	16.30	17.93	19.72	21.30
研发费用 (亿元)	16.91	20.29	24.35	29.22	35.06	42.08	48.39	55.64	63.99
税率	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%
净利润	12.71	18.08	23.96	30.27	36.91	43.18	53.11	63.73	75.46
净利润率	27.6%	32.9%	34.5%	36.3%	37.3%	37.2%	39.0%	39.8%	40.05%

资料来源: 华西证券研究所

目前国内可比公司 2020 年 PS 平均估值为 8 倍, 但根据目前公司的业务属性、发展阶段以及市场地位, 我们主要参考海外 SaaS 类公司 Workday、Slack、Shopify 等公司进行比较: 在高速发展期, 海外 SaaS 类公司 PS 估值可高达 30 倍。首次覆盖, 暂不评级。在中长时期视角下, 公司盈利逐渐趋于稳定, 此时我们给予 20 倍 PE 估值, 则可望达到 1500 亿元市值, 建议投资者积极关注。

图 43 海外可比公司历史 PS_TTM 水平



资料来源: wind、华西证券研究所

表 19 国内可比上市公司估值（可比公司采用 wind 一致预期）

公司	收盘价（元）	EPS（元）				PE			PS	
		2018	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E
金山办公	160.16	0.75	0.74	1.29	2.16	216.43	124.16	74.15	44.56	29.60
东方通	57.80	0.44	0.62	1.23	1.91	93.62	46.95	30.32	28.05	15.26
广联达	34.23	0.39	0.35	0.49	0.71	97.11	70.10	48.05	11.38	9.44
泛微网络	59.00	1.14	0.98	1.25	1.57	135.72	80.40	37.51	6.62	5.07
用友网络	29.94	0.32	0.35	0.44	0.57	86.73	68.12	52.43	8.00	6.62
中国软件	78.36	0.22	0.41	0.99	1.47	190.70	78.81	53.22	5.41	3.19
可比公司平均						120.78	68.88	44.30	11.89	7.92

资料来源：wind、华西证券研究所（收盘价以 2019 年 12 月 19 为准）

5.3. 风险提示

市场竞争风险：在国际市场中，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。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。

人才流失风险：公司所处软件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，在包括研发、运营、维护和营销等业务链条上都依赖于核心管理人员和技术人员的决策、执行和维持，如出现竞争对手恶意行为或其它因素造成管理人员和技术人员流失，将可能对公司业务经营的稳定性产生影响。

盈利模式风险：公司互联网广告推广服务占总收入的比例较高。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，对发行人互联网广告推广服务的收入产生负面影响。

系统性风险：因国内外宏观经济、证券市场系统性变动引致的风险等。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	1129.68	1657.14	2494.07	3808.37	净利润	310.67	340.08	593.00	996.29
YoY (%)	49.97%	46.69%	50.50%	52.70%	折旧和摊销	16.67	0.00	0.50	0.67
营业成本	150.11	233.28	327.57	469.45	营运资金变动	134.00	1070.71	1146.10	1181.76
营业税金及附加	11.29	16.57	24.94	38.08	经营活动现金流	418.10	1360.09	1689.00	2127.22
销售费用	215.84	331.43	473.87	704.55	资本开支	-52.52	3.10	4.65	5.46
管理费用	88.81	137.54	187.06	266.59	投资	-197.91	0.00	0.00	0.00
财务费用	-1.95	-1.45	-3.32	-7.25	投资活动现金流	-217.94	-995.83	-994.28	-993.48
资产减值损失	4.41	0.30	0.40	0.50	股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	49.96	50.00	50.00	50.00	债务募资	0.00	150.00	0.00	0.00
营业利润	338.02	350.05	610.87	1027.35	筹资活动现金流	-184.17	145.06	-2.00	-2.00
营业外收支	-16.50	2.00	3.00	4.00	现金净流量	15.99	509.31	692.72	1131.74
利润总额	321.52	352.05	613.87	1031.35	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
所得税	10.85	11.97	20.87	35.07	成长能力 (%)				
净利润	310.67	340.08	593.00	996.29	营业收入增长率	49.97%	46.69%	50.50%	52.70%
归属于母公司净利润	310.67	340.08	593.00	996.29	净利润增长率	44.94%	9.47%	74.37%	68.01%
YoY (%)	44.94%	9.47%	74.37%	68.01%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.67	0.74	1.29	2.16	毛利率	86.71%	85.92%	86.87%	87.67%
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	净利率率	27.50%	20.52%	23.78%	26.16%
货币资金	186.80	696.11	1388.82	2520.56	总资产收益率 ROA	19.09%	15.19%	19.06%	22.09%
预付款项	5.83	14.85	17.27	25.37	净资产收益率 ROE	26.17%	22.33%	28.02%	32.01%
存货	1.00	2.19	2.97	4.12	偿债能力 (%)				
其他流动资产	1296.51	1389.34	1567.87	1829.15	流动比率	3.51	3.51	3.39	3.41
流动资产合计	1490.14	2102.48	2976.93	4379.20	速动比率	3.50	3.48	3.37	3.39
长期股权投资	13.22	13.22	13.22	13.22	现金比率	0.44	1.16	1.58	1.97
固定资产	52.81	57.31	61.31	64.81	资产负债率	27.06%	31.96%	31.98%	31.01%
无形资产	17.85	13.35	8.85	5.51	经营效率 (%)				
非流动资产合计	137.24	136.14	133.99	131.86	总资产周转率	0.78	0.86	0.93	1.00
资产合计	1627.38	2238.62	3110.92	4511.06	每股指标 (元)				
短期借款	0.00	50.00	50.00	50.00	每股收益	0.67	0.74	1.29	2.16
应付账款及票据	69.78	71.63	106.09	151.80	每股净资产	2.57	3.30	4.59	6.75
其他流动负债	354.46	477.70	722.54	1080.69	每股经营现金流	0.91	2.95	3.66	4.61
流动负债合计	424.23	599.34	878.63	1282.49	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	100.00	100.00	100.00	估值分析				
其他长期负债	16.21	16.21	16.21	16.21	PE	204.90	187.18	107.34	63.89
非流动负债合计	16.21	116.21	116.21	116.21	PB	0.00	41.79	30.08	20.45
负债合计	440.45	715.55	994.85	1398.70					
股本	360.00	360.00	360.00	360.00					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00					
股东权益合计	1186.93	1523.07	2116.07	3112.36					
负债和股东权益合计	1627.38	2238.62	3110.92	4511.06					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

王秀钢：中小成长及科创板首席分析师，北京大学硕士研究生学历，具备丰富的证券投研卖方和买方研究经验，擅长成长股的基本面梳理和投资价值判断。

张佳林：中小成长及科创板分析师，中国人民大学硕士研究生学历，具备丰富的证券投研经验。

郑敏宏：中小成长及科创板助理分析师，北京大学计算机硕士。

李化：中小成长和科创板助理分析师，厦门大学、Massachusetts General Hospital/Harvard Medical School联合培养理学博士，具有多年核药物、分子影像研究经历。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。