

金山办公（688111）：专注产品， 将迎“在线办公”转化率提升红利 ——“科技茅台”系列报告之一

2020年04月28日

强烈推荐/维持

金山办公

公司报告

公司营业收入高速增长，毛利率较高。2019年，公司实现营业收入15.8亿元，同比增长39.82%；实现净利润4.01亿元，同比增长28.94%。公司在研发和人才上大力投入，2019年，研发支出占整体营收的37.91%。公司在多平台为政企用户、个人用户提供WPS Office办公软件以及针对性的增值服务。2019年公司办公服务订阅收入为6.8亿元，营收占比43.0%，同比增长73.1%；办公软件产品使用授权业务收入5.0亿元，占比31.4%，同比增长39.4%；互联网广告推广服务实现收入4.0亿元，占比25.6%，同比增长6.0%。**中国基础办公软件市场规模庞大，预计2023年行业市场规模将达到149亿元。**软件和信息技术服务行业迅速发展，为办公软件行业发展提供良好环境，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，互联网化概念带动企业互联网化办公需求不断增长。正版化浪潮和自主可控政策为国内办公软件厂商提供广阔发展空间。

C端：“免费策略+优质产品”吸引用户，广告和订阅服务实现变现。WPS在个人用户端采取“免费”策略吸引用户，个人版重视移动化、轻量化、高性价比、操作的简便度。依靠海量用户，互联网广告推广服务实现初步变现，用户数量增长、消费频次及转化率提升、用户粘性增强等因素推动订阅服务发展。

B端：正版化和自主可控助推授权业务发展，增值服务前景广阔。公司为不同规模的组织级客户提供不同类型的软件产品使用授权，主要包括数量授权、场地授权等模式。机构订阅服务按年收费，目前业务规模较小，随着云化办公需求的增加，未来订阅服务有望实现突破。疫情推动用户需求激增，使更多用户了解云办公。

“软件升级+AI+云+国际化”四大发展方向助力WPS前进。公司未来有四大发展方向：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方向、办公产品互联网云服务方向以及办公软件国际化方向。

公司盈利预测及投资评级：公司近三年营业收入平稳增长，研发投入力度大，专注产品性能提升，行业市场空间广阔，预计公司2020年到2022年归母净利润分别为5.18/7.98/12.05亿元，对应EPS分别为1.12/1.71/2.61元，对应PE分别为221倍、145倍和95倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：付费用户增长不及预期、机构业务拓展不及预期，行业竞争加剧导致业绩不达预期风险；国家对自主创新领域政策变化风险；产业生态投入不及预期风险。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,129.68	1,579.52	2,396.69	3,577.23	5,300.17
增长率（%）	49.97%	39.82%	51.74%	49.26%	48.16%
归母净利润（百万元）	310.67	400.58	517.69	789.18	1,205.10
增长率（%）	44.94%	28.94%	29.24%	52.44%	52.70%
净资产收益率（%）	26.17%	6.60%	8.01%	11.19%	15.14%
每股收益（元）	0.86	1.09	1.12	1.71	2.61
PE	288.38	227.53	220.85	144.87	94.87
PB	75.22	18.84	17.70	16.21	14.36

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

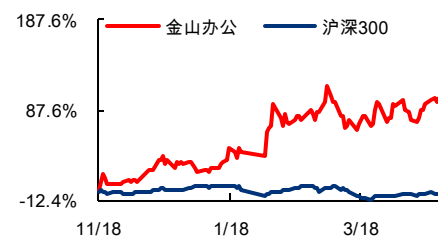
公司简介：

公司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，并基于办公应用场景开发各类办公增值服务，提供一站式、多平台办公应用解决方案，同时提供以产品和相关文档为媒介的互联网广告推广服务。

交易数据

52周股价区间（元）	270.0-126.35
总市值（亿元）	1,143.33
流通市值（亿元）	165.28
总股本/流通A股（万股）	46,100/6,664
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	4.79

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：王健辉

010-66554035 wangjh_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519050004

分析师：叶盛

010-66554022 yesheng@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480517070003

分析师：陈宇哲

010-66554066 chenyzh@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480520040001

研究助理：陈晓博

010-66554044 chenxb_yjs@dxzq.net.cn

研究助理：魏宗

18811318902 weizong@dxzq.net.cn

目 录

1. 公司简介	5
1.1 公司发展历程：三十年风雨打磨，引领国产基础办公软件发展	5
1.2 金山软件为母公司，雷军为实际控制人，员工激励与资本加持并举	5
1.3 商业模式	6
1.4 财务状况	7
2. 行业分析	10
2.1 软件市场迅速发展、互联网浪潮拉动需求，办公软件市场有望实现新的突破	10
2.2 政策东风助力国内办公软件厂商发展	12
2.3 竞争格局	13
3. C 端：“免费策略+优质产品”吸引用户，广告和订阅服务实现变现	16
3.1 获客成本低，优质产品增强用户黏性	16
3.2 依靠海量用户，互联网广告推广服务实现初步变现	18
3.3 实现免费用户向付费用户转化，增值服务增长空间广阔	21
3.4 疫情催熟云化办公，金山文档发展前景广阔，暂时未实现变现	25
4. BG 端：正版化和自主可控助推授权业务发展，增值服务前景广阔	28
4.1 正版化+自主可控推动授权业务发展	28
4.2 产品授权向云化、服务化转变，BG 端增值业务大有可为	31
5. “软件升级+AI+云+国际化”，四大发展方向助力 WPS 前进	34
5.1 WPS Office 办公软件研发升级方向	35
5.2 办公领域人工智能基础研发中心建设方向	35
5.3 办公产品互联网云服务方向	36
5.4 办公软件国际化方向	37
6. 盈利预测与公司估值	37
7. 风险提示	37
相关报告汇总	39

表格目录

表 1：WPS Office 客户端产品组件及特点	6
表 2：WPS 客户端产品及特点	7
表 3：软件和信息服务技术产业关于知识产权保护的政策	12
表 4：软件和信息服务技术产业关于自主可控的政策、法规	13
表 5：主流办公软件主要产品	13
表 6：WPS 与国际主流公司对标产品的关键指标对比	14
表 7：WPS 的行业壁垒	15
表 8：WPS 各渠道免费用户获取情况	17
表 9：WPS 互联网广告推广服务展示方式	19
表 10：WPS 互联网广告推广业务计费方式	19

表 11: WPS 部分个人订阅服务	23
表 12: 金山文档用户使用案例	26
表 13: 国内主流在线协同办公文档产品对比	27
表 14: WPS Office Windows 专业版主要特点	28
表 15: WPS Office Linux 版主要特点	29
表 16: WPS Office 移动专业版主要特点	29
表 17: WPS 部分企业办公增值服务	31
表 18: WPS+在线办公行业解决方案	32
表 19: WPS+在线办公职能解决方案	33
表 20: WPS 云端办公产品定位	34

插图目录

图 1: 金山办公股权结构	6
图 2: 金山办公产品矩阵	7
图 3: 金山办公营业收入情况	8
图 4: 金山办公毛利情况	8
图 5: 金山办公归母净利润情况	8
图 6: 金山办公费用率情况	8
图 7: 金山办公净资产收益率（ROE）情况	9
图 8: 金山办公资本回报率（ROIC）情况	9
图 9: 金山办公 2016 年-2019 年研发费用情况	9
图 10: 金山办公 2016 年-2019 年研发人员情况	9
图 11: 金山办公经营性现金流情况（百万元）	10
图 12: 金山办公经营性现金流比率情况（%）	10
图 13: 软件行业市场规模	10
图 14: 软件行业收入占 GDP 比重	10
图 15: 网民规模和互联网普及率	11
图 16: 中国市场主体数量	11
图 17: 基础办公软件行业市场规模	11
图 18: 基础办公软件用户规模	11
图 19: WPS 的本土化优势	15
图 20: WPS 与微软部分产品政府采购报价对比	16
图 21: 金山办公月活跃用户数	16
图 22: 互联网广告推广服务营收情况	18
图 23: 互联网广告推广服务毛利情况	18
图 24: 互联网广告推广服务细分业务营收	19
图 25: 互联网广告推广服务细分业务营收占比	19
图 26: 互联网广告推广服务业务拆分	20
图 27: 互联网广告推广服务毛利情况	20

图 28：广告业务收入及客户情况	20
图 29：广告业务单客收入情况	20
图 30：WPS 会员体系	21
图 31：个人订阅服务营收情况	22
图 32：个人订阅服务细分业务营收占比	22
图 33：WPS 会员数量	22
图 34：稻壳儿会员数量	22
图 35：WPS 会员付费用户转化率	23
图 36：稻壳会员付费用户转化率	23
图 37：WPS 会员部分功能特权	24
图 38：金山文档在线编辑日活增长情况	25
图 39：金山文档在疫情期间微信指数变化情况	26
图 40：金山文档产品矩阵	27
图 41：办公软件产品使用授权营收情况	30
图 42：办公软件产品使用授权毛利情况	30
图 43：授权业务细分营收	30
图 44：授权业务细分营收占比	30
图 45：WPS 在 BG 端业务形态的转变	31
图 46：WPS+云办公的优势	32
图 47：WPS+产品定价	34

1. 公司简介

1.1 公司发展历程：三十年风雨打磨，引领国产基础办公软件发展

北京金山办公软件股份有限公司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，并基于办公应用场景开发各类办公增值服务，提供一站式、多平台办公应用解决方案，同时提供以产品和相关文档为媒介的互联网广告推广服务。2019 年 11 月 18 日，金山办公于上海证券交易所科创板上市。

金山办公的发展历程可分为以下四个阶段：

公司初创（1988-1992 年）：1988 年，年仅 24 岁的求伯君受邀加入金山，并用 1 年时间开发出第一套基于 DOS 系统、中文环境下的文字处理系统 WPS1.0，市场占有率超过 90%；1992 年，雷军加入金山。

瓶颈阶段（1993-2000 年）：1993 年，金山投入大量资源开发出类似于 Office 套件的“盘古组件”，但产品不仅没有赢得市场，还丢掉了在 Dos 操作系统中的领先优势；1996 年，金山出现战略失误，与微软达成 WPS 格式与 DOC 格式互读协议，微软凭借着 Windows 系统与 Office 的捆绑销售策略迅速抢占了 WPS 的市场份额，此外，盗版的肆虐加速了正版用户的流失，此后开发的 WPS 97、WPS 2000 也没有赢回市场，金山的发展进入瓶颈。

重新起飞（2001-2010 年）：2001 年，受益于政府大规模采购正版软件，WPS 得到政府部门的青睐，收获大笔政府采购订单；2002 年，金山彻底放弃 14 年技术积累，新建产品内核，重写代码，最终研发出了拥有完全自主知识产权的 WPS Office 2005，产品设计与 MS Office 极为相似，体积轻盈，对个人用户免费，用户使用成本小，业务实现飞速增长；2007 年，金山软件在香港主板成功上市，雷军随即离开金山二次创业。

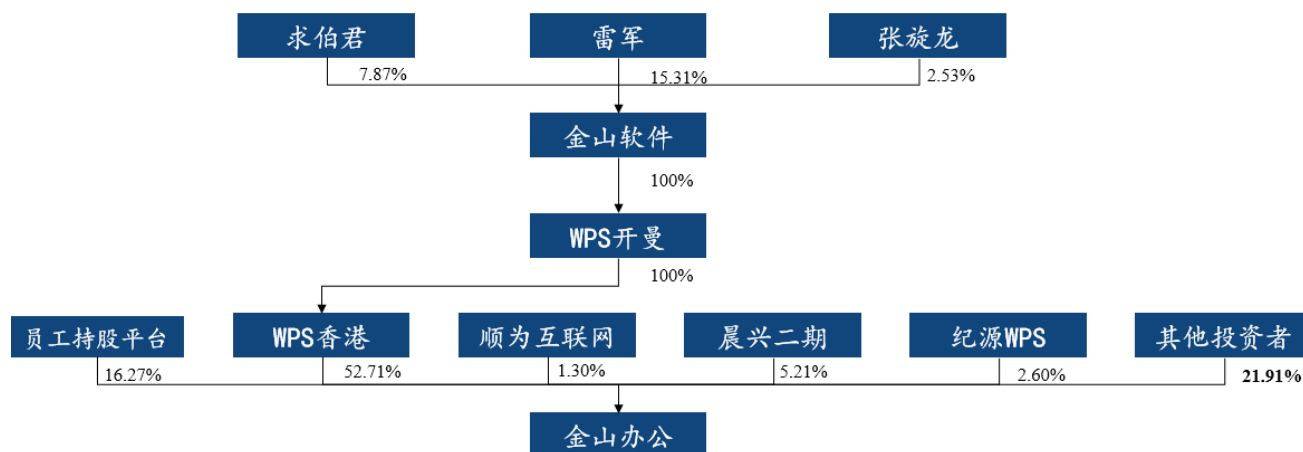
另辟蹊径，弯道超越（2011-2019 年）：2011 年，雷军重回金山，以长远的战略眼光推动移动端产品的研发，WPS 于当年推出第一款安卓系统下的移动端产品；2012 年，金山云独立子公司成立，金山正式进军云计算领域；2013 年，WPS 推出会员服务；2019 年，金山办公在科创板成功上市。

1.2 金山软件为母公司，雷军为实际控制人，员工激励与资本加持并举

金山软件是公司的控股股东，雷军是公司实际控制人。金山软件通过 WPS 开曼、WPS 香港间接持有公司 52.71% 的股份。实际上，金山办公是金山软件实行业务拆分后，办公软件业务独立而来。雷军通过金山软件、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股份。

员工持股比例高，有利于公司长远发展。“奇文一维”到“奇文十维”是金山办公多个员工持股平台，员工持股比例高达 16.27%。通过员工持股紧密绑定核心人员，有利于公司长远发展。此外，晨兴、顺为等资本持有金山办公一定比例的股权。

图 1：金山办公股权结构



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

葛珂担任董事长。1999 年，葛珂加入金山，目前葛珂全面管理 WPS、毒霸、金山词霸的整体运作，2020 年 3 月，为加强公司管理团队建设，提升公司战略管理水平，葛珂向董事会递交书面辞职报告申请辞去总经理一职，不再兼任总经理后，葛珂将投入更多精力于公司战略筹划及资本运作等工作。

章庆元担任董事兼副总经理、珠海金山办公首席运营官。章庆元于 1998 年至 2000 年，担任上海市城市信息地理研究中心项目经理；2000 年起就职于金山软件，先后负责技术研发、运营等工作。2020 年 3 月，董事会决定聘任章庆元为总经理，章庆元担任总经理后，将全面负责公司日常运营管理工作

1.3 商业模式

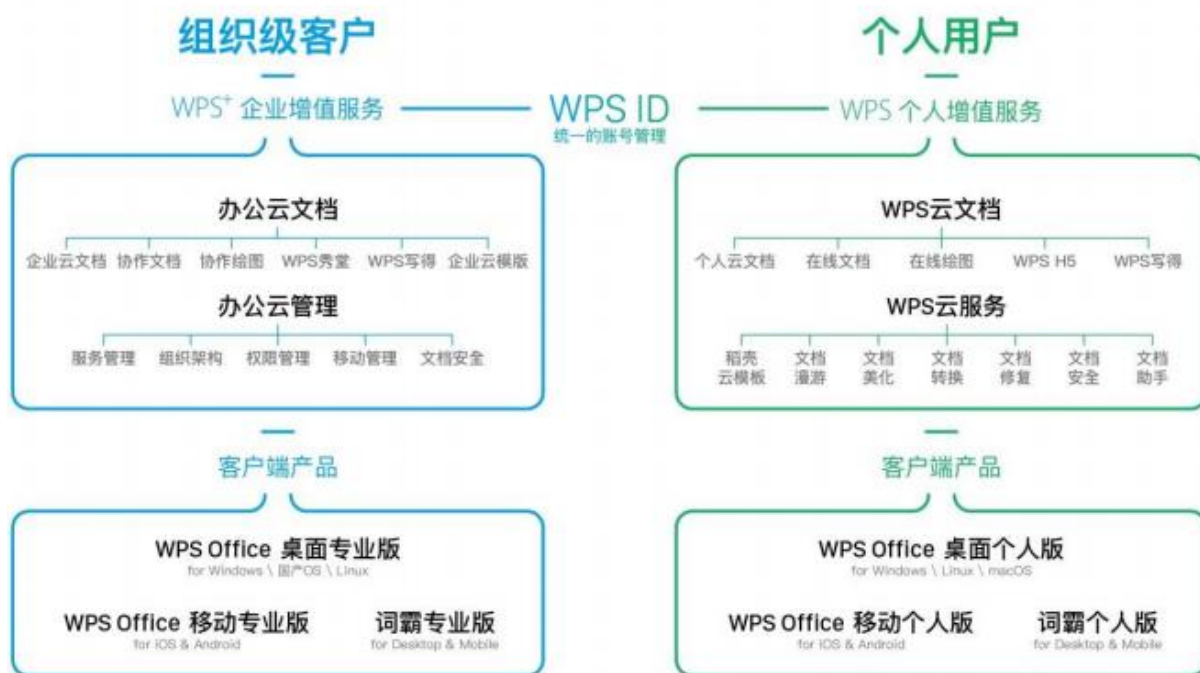
公司在多平台为政企用户、个人用户提供优秀的 WPS Office 办公软件以及针对性的增值订务。公司在 PC 端、移动端多平台上为用户提供 WPS Office 办公软件以及金山词霸，客户端组件主要由 WPS 文字、WPS 表格、WPS 演示、PDF 阅读四部分组成。在 BG 端，公司以授权形式为组织级用户提供客户端产品，并提供相应的办公增值服务，主要通过软件授权获得收入。在 C 端，公司以免费形式提供客户端产品，以收费会员形式提供增值服务，通过互联网广告以及增值服务获取收入。

表 1：WPS Office 客户端产品组件及特点

产品组件	功能
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，客户可以更加便捷地查看 PDF 文档。

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

图 2：金山办公产品矩阵



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

表 2：WPS 客户端产品及特点

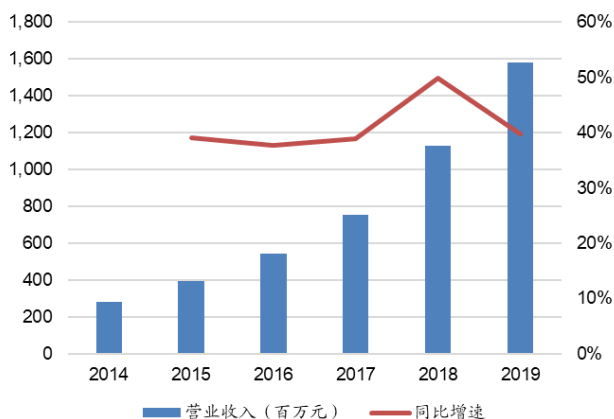
产品名称		产品特点
WPS Office 桌面版	Windows 版	个人版 体积小、易操作、特色功能丰富、个性化界面风格
		专业版 高兼容的二次开发体系、支持 XML 标准、支持版式文档、文档安全
	Linux 版	支持多平台适配、定制二次开发体系、支持国家标准、安全功能增强
	Mac 版	产品兼容性强、安全性高
WPS Office 移动版	移动个人版	文档格式兼容性高、丰富的特色功能、移动端定制优化、移动设备阅读体验优化
	移动专业版	企业个性化定制、系统兼容性强、文档安全性高
金山词霸		涵盖数量众多的权威词典、真人发音模拟朗读、支持多语种文章翻译、屏幕取词

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

1.4 财务状况

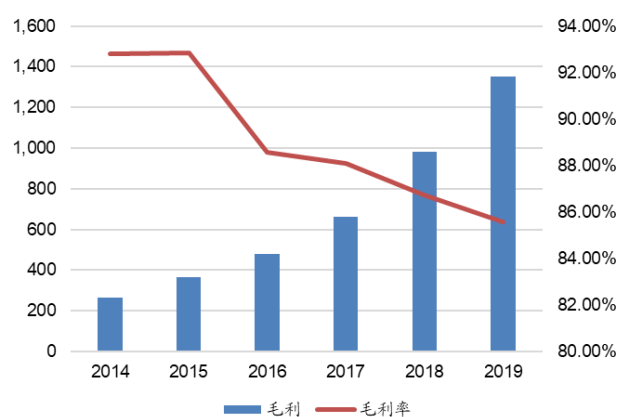
公司营业收入高速增长，毛利率较高，但略有下降。2018 年实现营业收入 11.30 亿元，较上年同期增长 49.97%；实现毛利 9.80 亿元，较上年同期增长 47.61%；实现净利润 3.11 亿元，较上年同期增长 44.94%。2019 年，公司实现营业收入 15.8 亿元，同比增长 39.82%；实现毛利 13.52 亿元，同比增长 37.99%。公司营业收入同比增速稳定在 40%左右，营收高速增长。毛利率始终维持在 80%以上，但是呈现出持续下降的趋势，这主要是因为三大营收业务中，办公服务订阅业务占比不断上升，而办公订阅服务业务毛利率相较于办公软件产品使用授权业务、互联网广告推广服务业务的毛利率较低。

图 3：金山办公营业收入情况



资料来源：Wind，东兴证券研究所

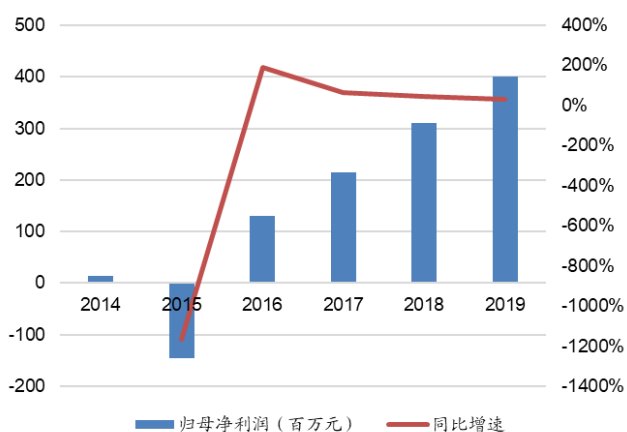
图 4：金山办公毛利情况



资料来源：Wind，东兴证券研究所

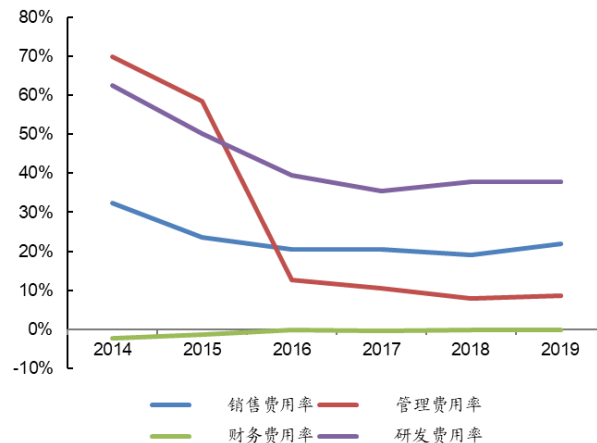
公司净利润有所增长，增速与营收相比相对滞后，主要与商业模式有关。2018 年，公司实现净利润 3.11 亿元，同比增长 44.94%，净利润率为 27.52%；2019 年实现净利润 4.01 亿元，同比增长 28.94%。公司净利润同比增速下降，主要与商业模式相关，公司商业变现有一个滞后过程，首先注重技术、产品体验、用户增长，最后一步才是变现。目前营业收入保持高速增长，未来研发方面将会有更高的投入，比如云计算、人工智能等方向，包括金山文档等产品尚未进行商业变现，但是其研发成本、运营成本及期间费用等都已经开始投入。2019 年财报中两个主要成本项投入为研发投入及云计算设备成本投入，这些投入是未来公司在新的移动互联网环境下在技术和产品上依然保持领先的核心驱动力，加大投入是对未来更有信心的表现。随着云服务能力的不断提升，商业化变现将会随之而来，近两年公司主要还是处于研发阶段的投入过程。

图 5：金山办公归母净利润情况



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 6：金山办公费用率情况

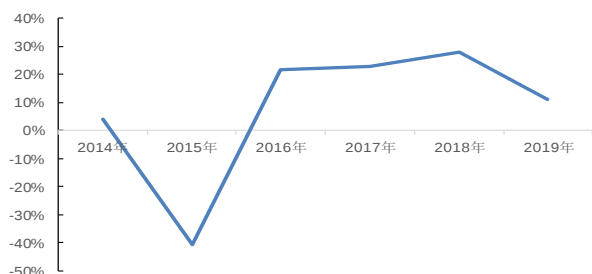


资料来源：Wind，东兴证券研究所

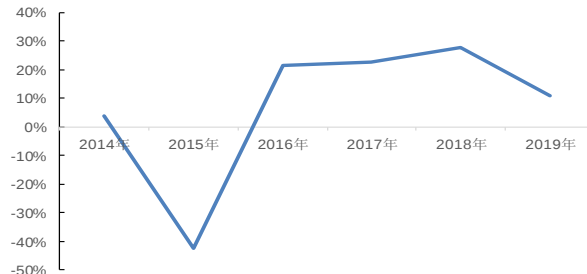
费用率比较稳定，2019 年费用率明显提升，主要是因为公司为提前布局而进行了业务扩张，研发投入

比重较高。管理费用方面, 2019 年管理费用率为 8.59%, 2016 年之前研发费用也含在管理费用中, 经拆分, 2015 年实际管理费用为 2.30 亿元, 管理费用率为 58.38%, 远高于其他年份, 原因是公司之前的员工股权激励计划在 2015 年一次性计入管理费用, 不构成实质影响。销售费用率稳定在 20% 左右。

公司 2016-2018 年净资产收益率 (ROE) 与资本回报率 (ROIC) 保持平稳且逐步上升, 盈利能力不断增强, 2019 年公司净资产收益率 (ROE) 与资本回报率 (ROIC) 下降较多, 主要原因是公司 2019 年 11 月 18 日在科创板上市, 募资资金 46.32 亿元, ROE 与 ROIC 被摊薄。公司 2014 年利润率水平较低, 主要由于公司当年加强研发投入, 研发投入所带来的收益未在当年体现, 2014 年研发费用率达 62.57%, 此外, 公司 2014 年加大海外营销推广力度, 导致宣传及推广费用较高, 销售费用达 32.25%, 当年整体期间费用率达 98.62%。2015 年公司净利润率较低主要由于当年股份支付金额较大, 导致当年度净利润为负, 2015 年公司扣非归母净利润为 1.13 亿元, 扣非后净利润率为 28.81%。

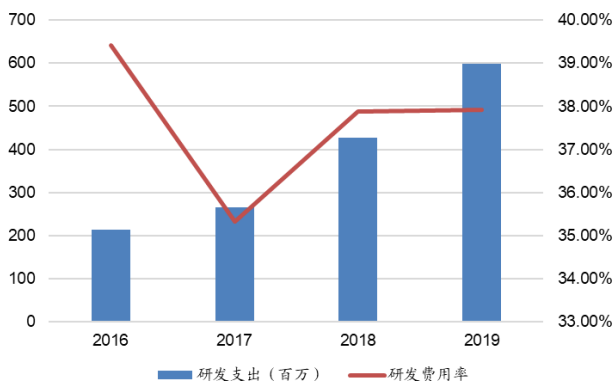
图 7: 金山办公净资产收益率 (ROE) 情况


资料来源: wind, 东兴证券研究所

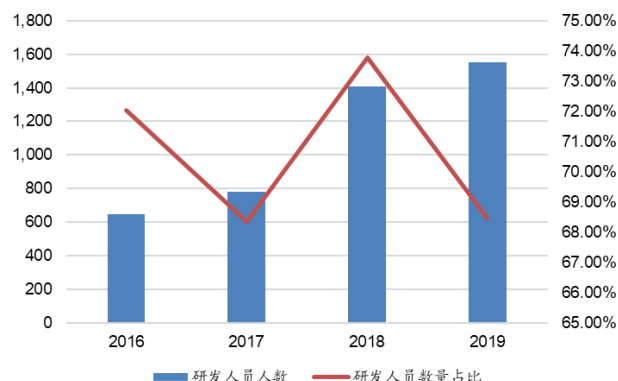
图 8: 金山办公资本回报率 (ROIC) 情况


资料来源: wind, 东兴证券研究所

研发投入多, 公司打造了专业的软件设计与研发队伍。2019 年研发费用为 5.99 亿元, 与去年同期相比增长 40.05%, 研发费用率为 37.91%, 研发投入的增加为公司优质产品开发与更新迭代提供有力支撑。技术和管理团队所拥有较强的需求分析能力、沟通能力和丰富的行业经验是公司业绩保持增长的原动力, 截至 2019 年, 公司共有研发技术人员 1552 人, 占员工总人数的 68.46%。

图 9: 金山办公 2016 年-2019 年研发费用情况


资料来源: 招股说明书, 2019 年报, 东兴证券研究所

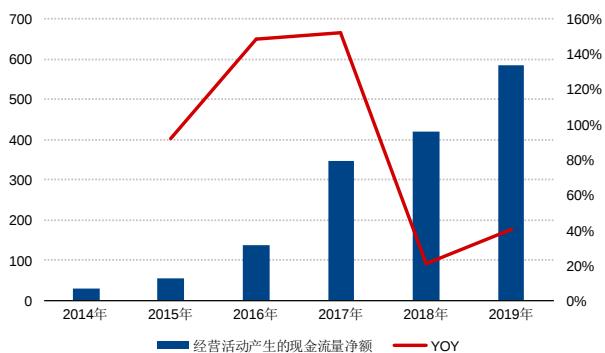
图 10: 金山办公 2016 年-2019 年研发人员情况


资料来源: 招股说明书, 2019 年报, 东兴证券研究所

成本方面，IDC 与 CDN 增长较为明显。2019 年 IDC 与 CDN 投入约 1.1 亿，增速明显高于收入增速。IDC 与收入来源有较大的关系，目前公司产品的增值服务均在云端，包括云文档、AI、金山文档等，因此有大量 IDC 消耗，未来会持续增长，同时也会带来云服务及增值服务收入的提升，二者是成正比的。

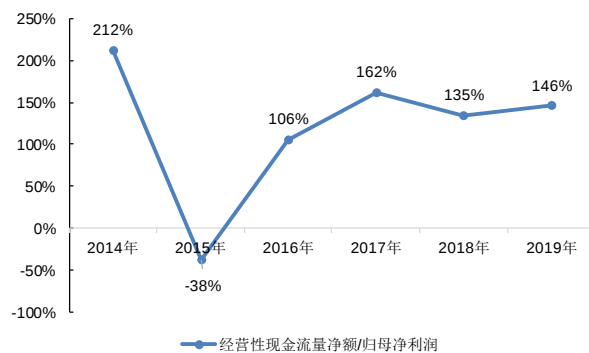
经营性现金流长期健康，公司销售回款能力强。公司保持了较好的销售回款能力，经营活动产生的现金流保持快速增长，除 2015 年外，公司经营性现金流量净额与公司归母净利润比值基本保持稳定且均高于 100%，2015 年比值为-38%，主要由于当年股份费用金额较大，为 2.08 亿元，导致当年净利润为负。

图 11：金山办公经营性现金流情况（百万元）



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 12：金山办公经营性现金流比率情况（%）



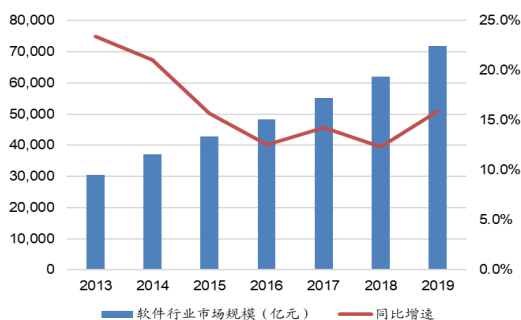
资料来源：wind，东兴证券研究所

2. 行业分析

2.1 软件市场迅速发展、互联网浪潮拉动需求，办公软件市场有望实现新的突破

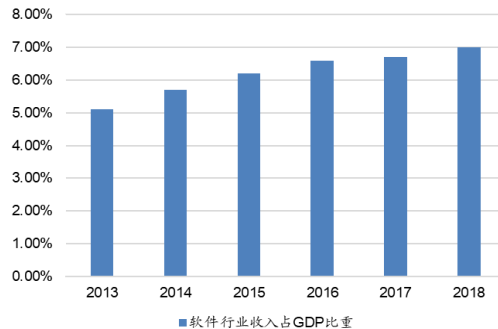
软件和信息技术服务行业迅速发展，为办公软件行业发展提供良好环境。根据工信部发布的 2019 年软件和信息技术服务业统计公报，我国软件和信息技术服务业 2019 全年实现软件业务收入 7.17 万亿元人民币，同比增长 15.9%。2010 年至 2019 年，我国软件和信息技术服务业收入从 2010 年的 1.36 万亿元增长至 2018 年的 7.17 万亿元，年复合增长率达 18.09%，呈现稳步增长趋势。软件行业收入占 GDP 比重不断提升，2018 年软件行业收入占 GDP 比重达 7.0%。软件和信息技术服务行业的迅速发展，为办公软件行业提供了优越的基础发展环境，使国内的用户观念、信息传递更加先进，协同效果最大化。

图 13：软件行业市场规模



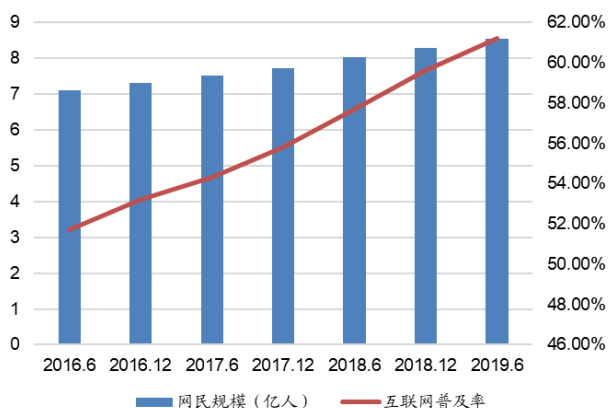
资料来源：工信部，东兴证券研究所

图 14：软件行业收入占 GDP 比重

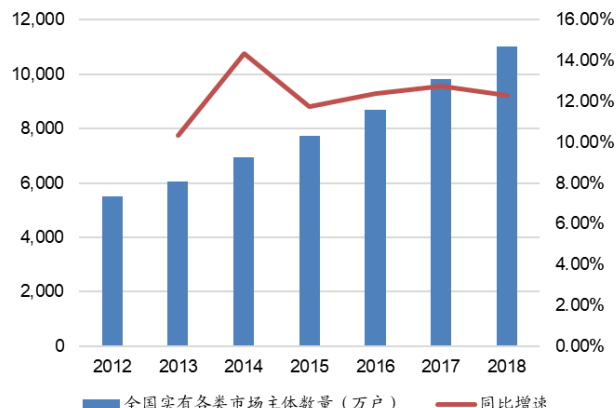


资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

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。截至 2019 年 6 月底我国网民规模约 8.55 亿, 国内互联网普及率达 61.2%。互联网化概念带动企业互联网化办公需求不断增长。国内企业数量从 2012 年的 5,494.7 万户增长到 2018 年的 11,020.0 万户, 期间复合增长率达到 12.3%。在国家积极倡导“互联网+”推动产业升级的背景下, 随着未来企业数量的不断增加, 未来将会有更多企业加入“互联网+”转型浪潮。

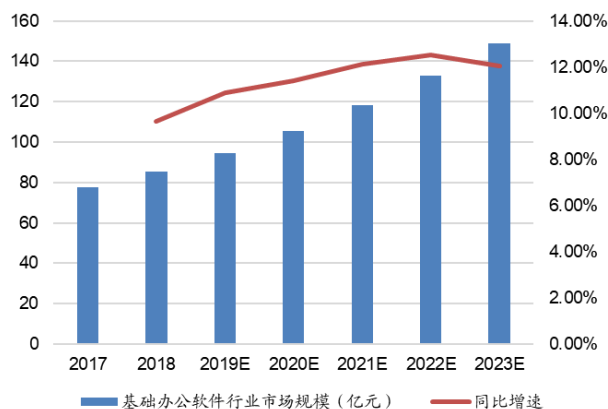
图 15: 网民规模和互联网普及率


资料来源: CNNIC, 东兴证券研究所

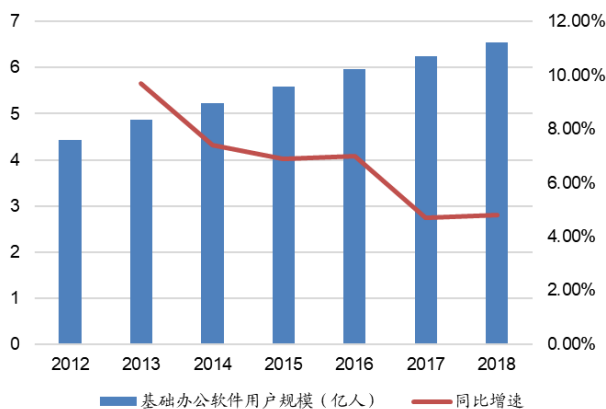
图 16: 中国实体市场主体数量


资料来源: 工商总局, 东兴证券研究所

2018 年中国基础办公软件市场规模为 85.34 亿元, 用户规模庞大, 预计 2023 年行业市场规模将达到 149 亿元。软件和信息技术服务行业的迅速发展, 为办公软件行业提供了优越的基础发展环境, 使国内的用户观念、信息传递更加先进, 协同效果最大化, 为办公软件行业的进一步发展提供了有力保障。据计世资讯统计, 2018 年中国基础办公软件市场规模为 85.34 亿元, 同比增长为 9.7%, 用户规模为 6.55 亿人, 同比增长为 4.8%, 预计到 2023 年, 行业市场规模将达到 149.04 亿元, CAGR 为 11.8%。

图 17: 基础办公软件行业市场规模


资料来源: 计世资讯, 东兴证券研究所

图 18: 基础办公软件用户规模


资料来源: 计世资讯, 东兴证券研究所

2.2 政策东风助力国内办公软件厂商发展

国家注重知识产权保护，正版化浪潮来袭。为鼓励软件行业的发展，国家有关部门先后颁布了一系列优惠政策，营造了行业发展的优良政策环境。基础办公软件作为软件的基础部分，也从中受益，办公软件企业快速走上了产业化、规模化的发展道路。同时，信息化被确定为国家的重要战略举措，国家为此制定了一系列自主知识产权软件的推广措施，为国产基础办公软件行业的发展创造了广阔的市场空间。在信息安全的导向下，越来越多的客户采购国产办公软件，市场规模快速扩大；同时，随着我国中小企业的蓬勃发展，以及国家持续推动的软件正版化，也为办公软件服务领域提供大量需求。

表 3：软件和信息服务业关于知识产权保护的政策

时间	文件	内容摘要
2000 年 6 月	《国务院关于鼓励软件产业和集成电路产业发展的若干政策的通知》（国发[2000]18 号）	在投融资、税收、产业技术、软件出口、收入分配、人才和知识产权保护等方面为我国软件产业的发展提供了政策扶持和保障。
2006 年 2 月	《国务院关于印发实施<国家中长期科学和技术发展规划纲要（2006—2020 年）>的若干配套政策的通知》	在科技投入、税收激励、金融支持、创造和保护知识产权、人才队伍等方面制定了具体政策。
2011 年 12 月	《国务院办公厅关于加快发展高技术服务业的指导意见》（国办发[2011]58 号）	重点推进以下八个领域的高技术服务加快发展：研发设计服务、知识产权服务、检验检测服务、科技成果转化服务、信息技术服务、数字内容服务、电子商务服务、生物技术服务。
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）	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 8 月	《国务院办公厅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）	规定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。且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等细则。
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）	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。
2016 年 7 月	国家版权局办公厅关于印发《正版软件管理工作指南》的通知（国版办发（2016）13 号）	《指南》规定了软件正版化工作责任制度、软件日常使用管理规定、软件配置管理规定、软件台账管理规定。明确软件使用管理台账种类和管理办法、软件安装维护管理规定等细则。
2017 年 1 月	《“十三五”国家知识产权保护和运用规划》	产权战略，深化知识产权领域改革，完善知识产权强国政策体系，全面提升知识产权保护和运用水平，全方位多层次加快知识产权强国建设。

资料来源：招股说明书、东兴证券研究所

自主可控政策为国内办公软件厂商提供广阔发展空间。国家网络安全战略发布，国产基础软硬件创新发展迎来历史性机遇。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未来在国家党政、军队和事业单位等重点行业和领域的应用更加广泛，迎来历史性发展机遇。特别是在

当前贸易战背景下，党政军各单位有迫切的国产化需求，办公软件涉及重要文件，需要保证信息安全。

表 4：软件和信息服技术产业关于自主可控的政策、法规

时间	文件	内容摘要
2015 年 7 月	《国务院关于积极推进“互联网+”行动指导意见》	支持发展自主可控，提升软件国产化和应用水平
2016 年 5 月	《关于印发国家规划布局内重点软件和集成电路设计领域的通知》	规定了国家规划布局内重点软件领域包括基础软件、工业软件和服务、信息安全软件产品研发应用、数据分析处理软件及服务、移动互联网软件、高技术服务软件、语言文字信息处理软件及云计算。
2016 年 11 月	《中华人民共和国网络安全法》	从网络运营安全、网络信息安全及关键信息基础设施保护三方面就相关责任方、管理措施及技术措施等三个维度总结了具体实施要点。
2017 年 1 月	《软件和信息技术服务业发展规划（2016-2020）》	培育壮大一批国际影响力大、竞争力强的龙头企业，基本形成具有国际竞争力的产业生态体系。
2018 年 3 月	《关于推动资本市场服务网络强国建设的指导意见》	保障国家网络安全和金融安全，支持网信企业服务国家战略。

资料来源：招股说明书、东兴证券研究所

2.3 竞争格局

国际市场上，微软公司的 Microsoft Office 占据绝对的主导地位。Microsoft Office 凭借与操作系统 Windows 绑定的方式抢占市场，并经过多年技术研发、经验积累打磨出优秀的办公软件增强客户黏性，在办公软件市场取得垄断地位。此外，谷歌、苹果、韩软等厂商推出带有自身特色和优势的产品，占据一定市场份额。

表 5：主流办公软件主要产品

	产品	产品简介	支持系统
国际	MS Office	微软公司推出的办公软件套件，包含 Word、Excel、PowerPoint、OneNote 等组件，是世界上使用最广泛的办公软件	Windows、Android、iOS、macOS
	Google Docs	谷歌公司推出的可在 Chrome 浏览器内直接使用、支持云端协同办公的办公软件	Windows、Android、iOS
	iWork	苹果公司基于自身操作系统内置的办公软件套件	macOS、iOS
	Open Office	完全开源的办公软件套件，与主流文件格式兼容度较好，跨平台、全功能、多语言、公开对象接口、可扩展文件格式	Windows、Linux、macOS
	Libre Office	Open office 停止开发之后的衍生版，支持导入 PDF 文档	Windows、Linux、macOS
	Hancom Office	韩软公司开发，支持微软文件格式，在韩国市占率最高	Windows、Android、Linux、iOS、macOS
国内	WPS Office	国内领先的办公软件，企事业单位广泛应用，含文档、表格、演示、PDF 四个组件，支持国产操作系统	Windows、Android、Linux、iOS、macOS
	永中 Office	江苏永中软件自主研发的办公软件	Windows、Android、Linux
	中标普华 Office	中标软件开发，有多种少数民族语言版本	Windows、Linux

资料来源：招股说明书、东兴证券研究所

国内市场上，Microsoft Office 市场份额较高，WPS 在国产厂商中占据绝对优势。Microsoft Office 凭借 Windows 系统预装以及软件自身的品牌、技术、经验优势，仍然占据市场主导。而 WPS 凭借多年深耕中文办公软件，在国内积极拓展企事业单位用户，并凭借免费策略获取大批个人用户，截止 2019 年 3 月，金山办公主要产品月活跃用户数超过 3.28 亿。国产厂商中，永中 Office 和中标普华也凭借各自优势拥有一部分企事业单位用户。受近期国际局势和信息安全影响，国家开始重视软件领域完全国产化，WPS 拥有独立研发的技术优势，并适配国产系统，如龙芯、兆芯、飞腾等，在未来的政府集采中会占据更大优势，市场前景十分广阔。

WPS 多年来不断进行产品研发，目前形成了六大竞争优势：

第一，技术积累深厚，具备与主流办公软件竞争的能力。WPS 目前可在多平台兼容，支持多种格式标准，是 UOF 中文格式标准的制定者，并积极拓展云服务、人工智能在办公软件中的应用，与国际主流产品相比各有优势。

表 6：WPS 与国际主流公司对标产品的关键指标对比

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	支持	不支持
	MacOS	支持	不支持	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
标准支持	国产操作系统	中标麒麟等国产操作系统	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 板式文件标准	支持	不支持	不支持
云服务	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
	在线资源	百万级文档模板等素材	基础模板	基础模板
二次开发	二次开发	本地、Web 二次开发	本地二次开发	本地二次开发
	人工智能	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：招股说明书、东兴证券研究所

第二，深度适配国产整机平台，满足基础软件国产化需求，保障国家信息安全。WPS 支持龙芯、飞腾、兆芯、申威等国产 CPU，在 Linux 环境下实现深度适配，支持国产操作系统，WPS Office Linux 产品在多项“核高基”应用示范工程中与国产办公系统、党政机关政务平台、事业单位服务平台进行深度整合，成为应用示范案例。公司与系统集成商、基础硬件厂商及基础软件厂商一同群策群力，通力合作，共同推进国产基础办公应用系统的发展，为保障国家信息安全贡献力量。

第三，移动端实现弯道超越，在移动办公软件领域内名列前茅。WPS 从 2011 年开始布局移动办公市场，产品在移动端深度适配，能够自适应排版，文档、表格、演示、PDF 都能在一个 App 内实现，满足了移动端的基本办公需求，具有轻量化的优势。

第四，多年的产品打磨形成较好的行业壁垒。品牌壁垒、技术壁垒、产品与服务壁垒、经验壁垒、产业链壁垒共同打造 WPS 的“护城河”，在稳固自身地位的同时，向行业龙头发起冲击。

表 7：WPS 的行业壁垒

壁垒	WPS 的竞争优势
品牌壁垒	基础办公软件行业发展日趋成熟，WPS 是知名软件品牌，用户已形成一定程度的消费习惯和品牌认知。
技术壁垒	紧跟 Office，持续兼容 Office 文件格式，WPS 特有的核心技术获得多项发明专利，AI 赋能产品研发。
产品壁垒	全平台、“PC+移动端”办公，四大部件整合为一款产品，个人端实行免费策略，建立良好的用户忠诚度；资源型平台+实用文档功能提升办公效率，为用户提供优质增值服务。
经验壁垒	在长期合作中，WPS 根据客户的业务提供差异化的产品服务，对客户的工作流程和应用环境有较深入的理解，与其他系统紧密集成。
产业链壁垒	与 CRM 系统、电子签章等上下游领域厂商长期在二次开发领域合作，建立成熟的办公领域生态链基础。

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

第五，本土化优势符合国内用户使用习惯。WPS 结合用户场景分析、应用系统集成、竞品功能分析进行深入研究，为国内用户提供更贴近国民办公习惯的资源及支持服务。

图 19：WPS 的本土化优势

为政企客户提供专业技术服务	资源平台提供海量模板及素材	特色功能性服务提升办公效率	云服务满足远程办公需求
- 以解决问题为导向，设立专业的技术服务团队，为组织级客户提供专属定制服务： 1) 服务渗透产品应用全过程，前期为客户解决需求和方案建议，中期为客户解决实施过程问题，后期为客户提供培训、需求扩展等服务； 2) 大客户专属服务为客户提供专门的项目经理及服务团队跟进项目的实施，提供产品部署、定制开发、系统测试、应用支持等专属服务； 3) 专项方案服务为客户提供私有化部署及特定的办公安全方案等服务。	- 通过稻壳儿平台，针对用户需求提供办公模板及素材，如报告总结、活动比赛、财务报表、简历求职等类别的经典范例，帮助用户快速、高效地制作专业、优质的办公文档。 - 平台是开放的，用户可以上传自制模板及素材，创作者可通过提供收费的优质模板及素材来获取收益，提升平台活力和创造力。 - 公司为用户提供专属的定制设计服务，客户只需要向设计者提出需求，即可得到专属定制的个性化模板，为个性、场景化办公提供极大便利。	- 针对用户办公需求，提供丰富的文档处理、PDF 处理、图片处理功能，提升办公效率： 1) 文档处理方面，除了提供常规的全文翻译、文档修复、文档校对等功能，还利用人工智能技术提供 OCR 识别、截图取字、论文排版等实用工具，并提供思维导图、教学工具箱、错题组卷等特色功能； 2) PDF 工具包提供文档格式转换、PDF 文件编辑等实用功能； 3) 图片处理方面，提供修改尺寸、压缩照片、消除杂色、翻译图片、抠图拼图等基本功能，满足用户简单处理图片的需求。	- 云服务使用的云服务商不仅包括母公司旗下的金山云，还和多家国内名列前茅的云服务商合作，如坚果云、阿里云等，相比微软使用的 One Drive，文件传输速度更快，文件自动上传，操作便捷，更符合国内用户对便捷、效率的要求。 - 在云服务中，WPS 仅负责用户数据权限校验工作，数据上传、下载均是金山云等第三方云服务商和用户之间完成交互的，WPS 既不参与数据传输过程，也不在以上传输过程中调用金山云等第三方云服务商的数据存储资源，数据安全得到保障。

资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

第六，价格优势。WPS 在个人端实行免费策略，在政府采购报价方面，与微软相比也具有明显的价格优势。经过多年研发，WPS 在组织端与微软差别不大，WPS 标准版报价比微软略低，而专业版报价比微软低 288 元，而教育版和 Linux 版微软并没有产品进行报价；办公软件服务方面，WPS 报价更低，而且 WPS 深耕国内政企市场多年，在定制服务上很有经验，与微软相比优势很明显。

图 20：WPS 与微软部分产品政府采购报价对比

 入围价：<= 595元 型号（版本号）：微软（Microsoft） 021-10559 购买	 入围价：<= 549.0元 型号（版本号）：金山 WPS Office 2019专业版 购买	 入围价：<= 599.0元 型号（版本号）：微软（Microsoft） Office 365 商业版 购买	 入围价：<= 198.0元 型号（版本号）：金山 WPS Office WPS+商业版 购买
标准版软件		办公软件服务	

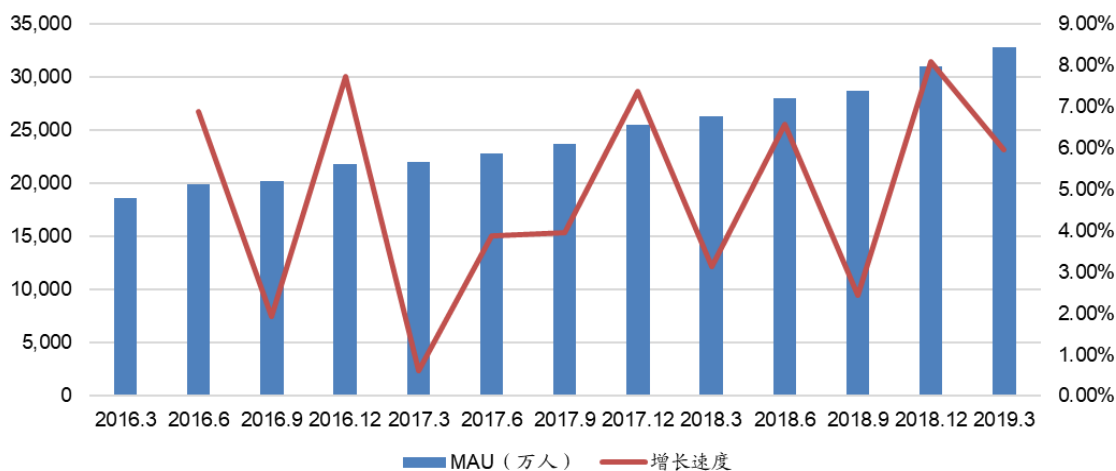
资料来源：中央国家机关政府采购中心正版软件采购网，东兴证券研究所

3. C 端：“免费策略+优质产品”吸引用户，广告和订阅服务实现变现

3.1 获客成本低，优质产品增强用户黏性

WPS 在个人用户端采取“免费”策略吸引用户，不断打磨的优质产品增加用户黏性。2019 年，公司主要产品月度活跃用户数（MAU）超过 4.11 亿，其中 WPS Office 桌面版月度活跃用户数超过 1.54 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 2.48 亿。

图 21：金山办公月活跃用户数



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

WPS 在多渠道以较低的获客成本获取免费用户, 2018 年约 53% 新增激活用户来自免费自然流量。根据招股书的数据, 公司 PC 端免费用户的获取方式主要包括官方网站、百度搜索、软件下载站、PC 安全软件管家 (主要包括 360 软件管家、QQ 电脑管家、金山毒霸软件管家) 等, 其中官网网站、百度搜索及 PC 安全软件管家均为公司产品提供免费链接, 因此不产生获取成本, 仅在软件下载站渠道有少量获客成本; 移动端免费用户的获取方式主要包括官方网站、应用市场、软件预装 (主要为手机预装) 等, 其中官方网站、应用市场均为公司产品提供免费链接, 因此不产生获取成本, 而手机预装主要系采用公司以媒体资源置换的方式提供等额的媒体资源进行结算, 而且移动端 WPS 会与手机厂商进行深度适配, 再买量的基础上争取更高的用户留存率。以 2018 年的情况来看, 53% 的新增激活数量来自免费渠道, 综合而言, 单客的获客成本仅为 0.14 元, 获客成本较低。

表 8: WPS 各渠道免费用户获取情况

类型	方式	2016 年度		2017 年度		2018 年度	
		获取成本 (元)	获取激活数 量 (万个)	获取成本 (元)	获取激活数 量 (万个)	获取成本 (元)	获取激活数 量 (万个)
PC 端	官网	-	2,500.06	-	1,924.72	-	2,663.90
	百度搜索	-	1,676.01	-	1,294.34	-	542.19
	软件下载站	3,611,079.07	5417.01	3,419,162.16	4,529.75	2,191,426.21	2,783.49
	PC 安全软件管家	-	2,918.14	-	3,867.80	-	5,391.31
移动端	官网	-	293.44	-	254.86	-	172.62
	应用市场	-	17,461.04	-	16,314.83	-	15,458.99
	软件预装	1,952,029.53	16,623.03	8,548,788.24	20,221.91	5,299,731.66	18,897.69
当期累计激活数量			46,888.74	48,408.21		45,910.20	
当期新增免费月活用户			5,304.98	3,443.65		5,320.20	
新增月活/激活数量			11.31%	7.11%		11.59%	
获客成本 (当月新增免费月活 / 获取成本)			0.10	0.35		0.14	

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

WPS 在 C 端依靠优质产品的打磨增强用户黏性, 与其他竞品相比, WPS 在 C 端具有以下优点:

重视移动端产品。顺应移动互联网业务发展趋势, 公司从 2011 年开始, 着手布局移动办公应用市场, 在竞争对手移动端发展滞后之时, 重点针对移动办公用户的需求和应用场景进行分析、研究, 实现对多平台应用适配、多终端自适应排版以及基于云端的移动共享等核心技术的突破, 快速推出 WPS Office 移动版系列办公产品, 并通过移动应用商店在全球范围内发布, 迅速占领移动应用市场。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, 在全球 Google Play、中国 App Store 的办公软件应用中持续名列前茅。而 Microsoft Office 推出移动版较 WPS 晚了两年, 市场占有率低于 WPS。

轻量化。Microsoft Office 套件下, 各个组件是独立的, 占用内存较大, 而且还包含一些平时应用较少的专业组件。WPS 将文档、表格、演示、PDF 融为一体, 占用内存较小, 功能的广度虽然不如微软 office, 但覆盖了常用的基本功能, 不影响日常使用体验。此外, 轻量化的设计使 WPS 的打开速度比 MS Office

快出不少。

性价比高。WPS 个人版的基础功能是免费使用的，收费功能针对订阅服务，WPS 会员订阅价 89 元/年，WPS 超级会员订阅价 179 元/年，而 Office365 个人版价格为 398 元/年。WPS 超级会员价格只有微软的 1/3 左右，且 WPS 的订阅服务与 MS Office 相比，功能型的 PDF 与 Word 格式文档转换、资源型的模板等服务更切合办公需求。

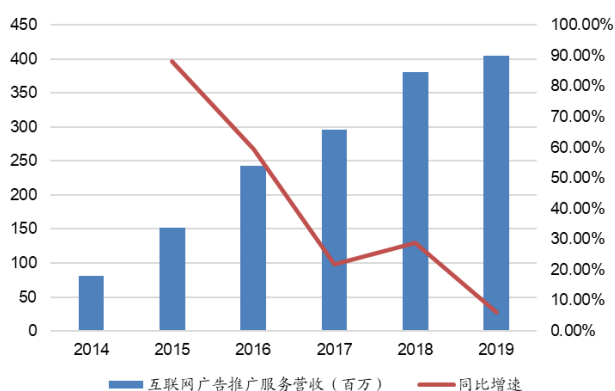
根据国人使用习惯对软件进行打磨，操作简便。与 Microsoft Office 相比，WPS 去除了一些使用门槛较高的功能选项卡，并对一些功能进行中文优化，如表格中输入公式时，Excel 的函数提示均为英文以及英文缩写，而 WPS 表格的函数提示均为中文，方便理解和操作。

3.2 依靠海量用户，互联网广告推广服务实现初步变现

互联网广告推广服务业务营收增长较平稳，占比不断下降。2017 年度、2018 年度、2019 年度，公司互联网广告推广服务业务分别实现收入 29,586.91 万元、38,121.31 万元和 40,406.09 万元，占相应期间公司主营业务收入总额比例分别为 39.28%、33.75%和 25.58%。公司出于广告和用户体验的平衡考虑，对广告投放较为克制，因此与整体业务扩张的速度相比，互联网广告推广服务营收占比有所小降。

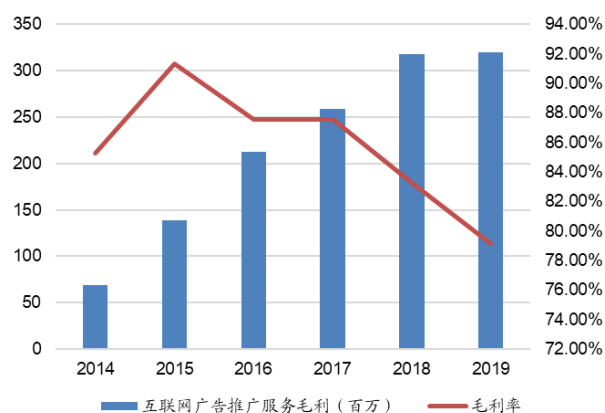
互联网广告推广服务业务毛利率呈下降趋势，主要原因是成本增速高于收入增速导致。2017-2019 年度，互联网广告推广服务业务毛利率分别 87.53%、83.26%及 79.16%，有所下降。2018 年以前，互毛利率较为稳定。2018 年以来毛利率有所下降，主要原因为业务成本增速高于收入增速导致。互联网广告推广业务成本中，IDC 服务器租赁及 CDN 带宽服务成本占比超过 70%。2018 年以来，个人用户规模的增长导致 IDC 及 CDN 成本增速较快，而同时期本业务收入增速放缓，使毛利率有所下降。

图 22：互联网广告推广服务营收情况



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

图 23：互联网广告推广服务毛利情况



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

公司采用“免费+广告”的盈利模式，广告展示形式多样化。公司借助庞大用户群体，凭借良好的品牌价值，成为广告客户推广其产品的重要平台。互联网广告推广是指公司为有推广需求的客户在客户端及网站平台上提供广告位，通过启动客户端产品以及软件使用时的启动封面、弹窗、开屏页等方式推广客

户的服务与产品。

表 9：WPS 互联网广告推广服务展示方式

服务	服务内容
(1) 界面类	启动封面 用户启动软件的加载程序过程中展示广告信息。
	弹窗 软件在不影响用户体验的情况下，提供弹窗形式的广告展示。
	开屏页 包含首页 banner、顶通、尾通等固定位置的广告位广告。
(2) 任务类	在客户端及官网上，为客户提供做任务（点击广告链接）赚稻米的机会，赚取的稻米可以用来购买稻壳儿云模板和会员服务。

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

公司采取多种方式对广告服务进行计费，满足了客户的多样化需求。广告根据不同位置、类别以及客户不同需求来确定结算方式和收入，比如根据时长、点击量、注册数等确认信息流量，公司每月与客户根据流量信息确认收入。

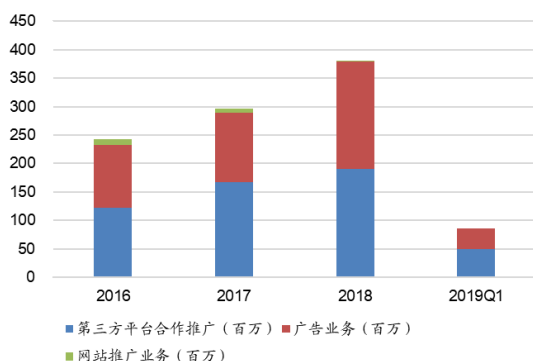
表 10：WPS 互联网广告推广业务计费方式

业务类型	业务简介
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
CPP (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：招股说明书，东兴证券研究所

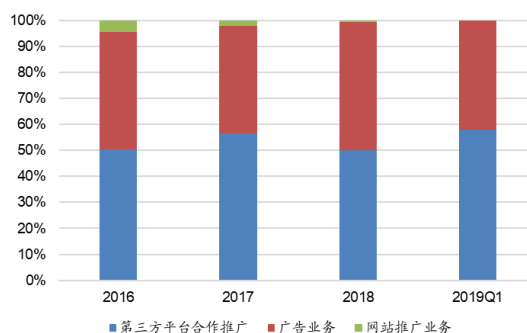
互联网广告推广服务的收入来自第三方平台合作推广、广告业务、网站推广业务。

图 24：互联网广告推广服务细分业务营收



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

图 25：互联网广告推广服务细分业务营收占比



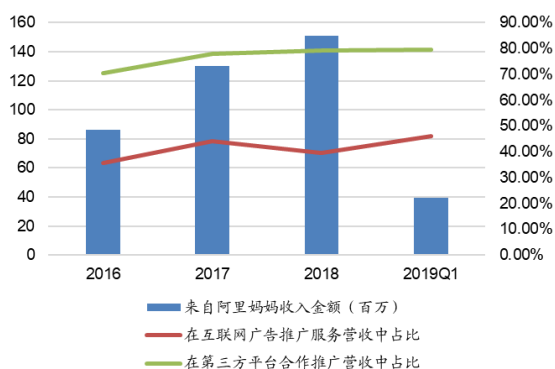
资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

第三方平台合作推广服务主要系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。2016-2018 年度，公司第三方平台合作推广收入年均复合增长率为 24.84%。主要原因包括：一方

面因为报告期内公司产品知名度较高，月度活跃用户数量增长较快进而吸引广告平台客户进行更大规模的广告投放，2018年12月月度活跃用户数量为31,010.97万；另一方面，公司合作的平台客户包括阿里妈妈、百度广告联盟广告平台本身用户量的增长以及公司对平台客户广告位的优化调整，亦使得广告效果进一步提升。

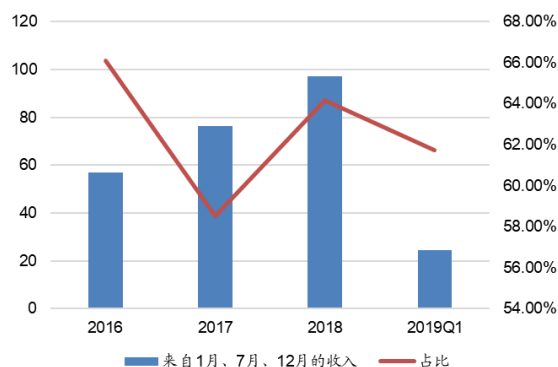
阿里妈妈平台为第三方平台合作推广业务创造主要收入。阿里妈妈作为主要平台，为公司提供的收入在互联网广告推广服务业务营收中占比约40%，在第三方平台合作推广营收中占比超过70%，且占比逐渐提升，2019年Q1，占比为79.5%。相关收入增长主要与淘宝联盟在“6.18购物节”、“双11”、“双12”等促销活动期间广告投放力度进一步增大有关，由于收入确认在下月，将三个促销节当月的收入分拆出来，占比达到60%。

图 26：互联网广告推广服务业务拆分



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

图 27：互联网广告推广服务毛利情况



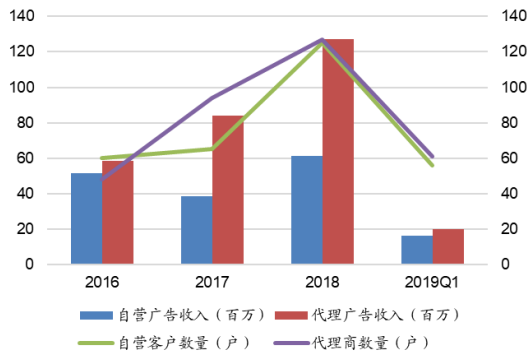
资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

广告业务分为自营广告和代理广告。2016年度、2017年度、2018年度及2019年1-3月，广告业务收入金额分别为11,013.54万元、12,235.60万元、18,796.59万元及3,600.70万元，占当期营收分别为20.32%、16.24%、16.64%及12.66%。自营广告业务是公司利用自有产品流量按照约定方式完成广告主的互联网广告展示需求，并直接与广告主结算。代理广告业务是公司利用自有产品流量按照约定方式完成代理商代理服务的广告主的互联网广告展示需求，并直接与代理商结算。

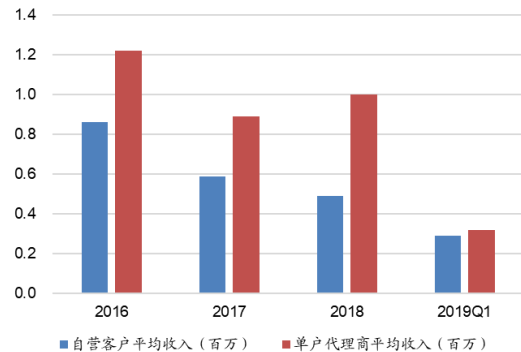
网站用户任务推广占比较小且比重有下降趋势。公司通过自有平台（网站）入口场景引导网站用户进入做广告任务集合页（购买广告主产品或在广告主网站完成实名新注册，即广告主获取有效用户），网站用户自主选择需要的任务并按照指引完成任务后，公司随机向网站用户赠送稻米以示对任务完成的奖励（即变相促进广告主的任务推广）。公司在推广结束（网站用户任务完成后），与广告主依据合同单价和确认无误的推广数据确认最终推广收入金额并完成款项结算，与发行人其他互联网广告推广服务业务在结算模式和收入确认的会计政策方面没有任何区别。

图 28：广告业务收入及客户情况

图 29：广告业务单客收入情况



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

3.3 实现免费用户向付费用户转化，增值服务增长空间广阔

公司为个人用户提供会员服务，会员主要分为 WPS 会员（含超级会员）、稻壳会员两类。WPS 会员服务注重基于 WPS Office 办公软件的功能型服务，如 WPS 会员可以使用文档转换等增值服务；稻壳会员则可以每月免费下载一定数量的模板，享受资源型服务；超级会员既可享受 WPS 会员服务，又可享受稻壳儿资源服务。相对于免费用户，WPS 会员除能够享受更多的增值服务以外，同时还拥有如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。

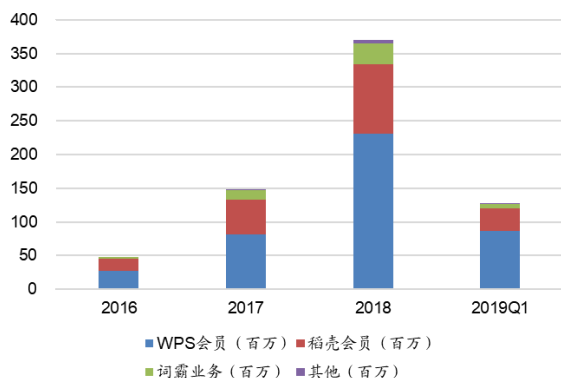
图 30：WPS 会员体系



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

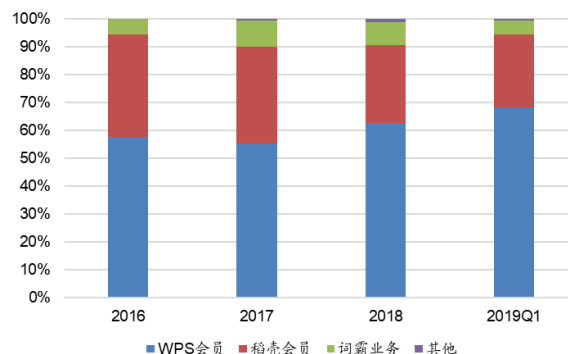
个人订阅业务收入迅速增长，2016-2018 年度个人客户订阅收入分别为 4,831.00 万元、14,785.50 万元、36,974.92 万元，年复合增长率为 176.65%。个人订阅收入主要来自 WPS 会员和稻壳会员的收入，2016 年至 2019 年 Q1 此两种会员收入占办公服务订阅业务收入的比例分别为 71.14%、76.71%、85.18%、92.00%。

图 31：个人订阅服务营收情况



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

图 32：个人订阅服务细分业务营收占比

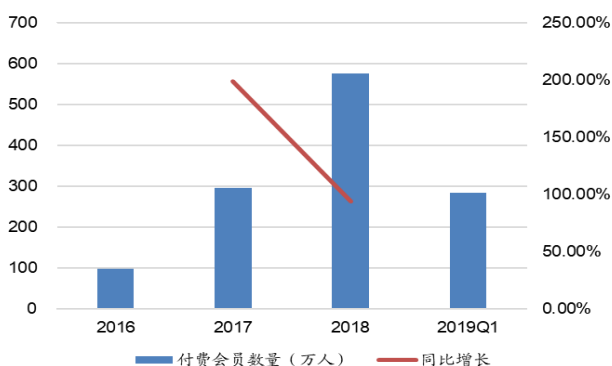


资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

用户数量增长、消费频次及转化率提升、用户粘性增强等因素推动订阅服务发展。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、稻壳会员人数由 2016 年度的约 106 万人增长至 2018 年度的约 357 万人，实现了收入的大幅上升。2016 年 12 月、2017 年 12 月、2018 年 12 月及 2019 年 3 月，公司付费用户月活分别为 77.80 万、271.33 万、481.17 万及 569.90 万，公司付费用户月活数量持续增长；同时发行人通过增加会员服务功能和内容、丰富运营手段带动付费用户数量增长。用户数量增长、消费频次及转化率提升、用户粘性增强等因素共同拉动了个人服务订阅业务收入增长。

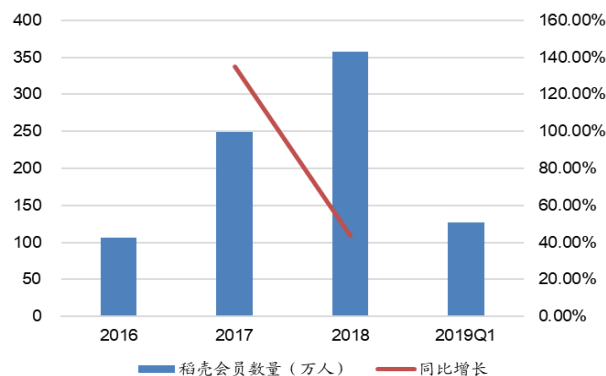
C 端潜在用户市场较大，公司未来在 C 端成长能力较强。金山全线产品包含海外用户的 MAU 达到 4.1 亿，与顶级互联网企业 8-10 亿的用户量差距较大，因此从自身发展来看远远没有达到天花板。国内存在竞争对手微软，虽然移动端市场份额较高，但是 PC 端还有很大的成长空间，未来可以从竞争对手处获得更高的市场占有率，MAU 还处于快速成长期，未来成长空间较大。2019 年付费用户增长 73%，增速有所下降但仍保持高速增长，增速随着付费用户规模扩大而下降，未来成长前景较好。

图 33：WPS 会员数量

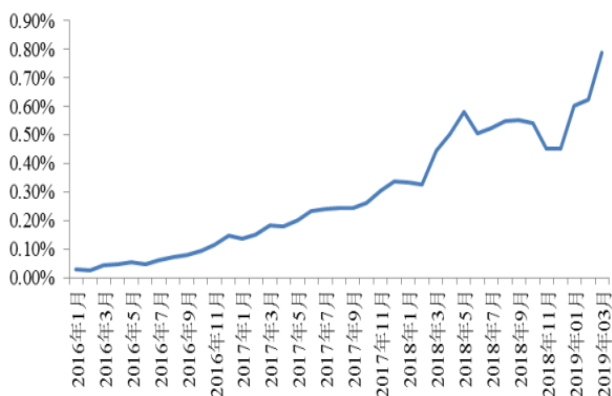


资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

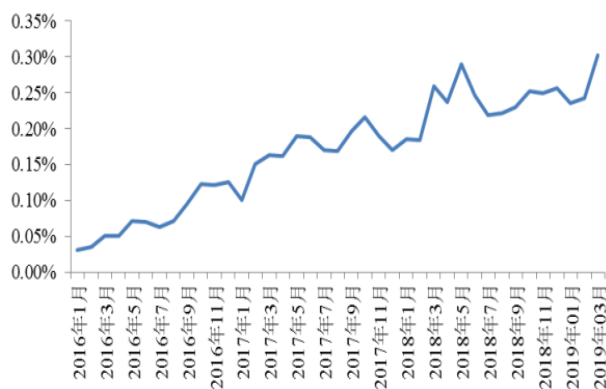
图 34：稻壳儿会员数量



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

图 35： WPS 会员付费用户转化率


资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

图 36： 稻壳会员付费用户转化率


资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

WPS 提供功能型服务和资源型服务提高用户办公效率，吸引用户付费。WPS Office 为注册用户及个人会员提供丰富的增值服务，主要包括文档漫游、个人云文档、稻壳儿云模板、文档转换、文档修复、文档美化、会员皮肤等。通过这些增值服务，用户可以更加快捷高效地进行文档创作、编辑和分享，制作更专业、更美观的办公文档，提高办公效率。

表 11： WPS 部分个人订阅服务

服务名称	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，同时可以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：招股说明书，东兴证券研究所

WPS 积极增加功能模块，提升产品体验。功能模块的增加是 C 端发展的重要方向，WPS 一直积极增加功能模块，如流程图、思维导图等功能，未来公司可能会通过合作、投资等方式增加更多功能模块，提升产品体验，从竞争对手处抢占更多市场份额，实现 C 端业务的成长，并实现公司产品口碑的提升。

图 37：WPS 会员部分功能特权



资料来源：WPS 会员网站，东兴证券研究所

丰富的运营手段带动付费用户增长。

（1）优化付费方式：通过场景优化，发行人提升了用户付费的便捷性，如 PC 端改进前需打开浏览器登录后进行支付，改进后仅需在 WPS 软件内手机扫码支付；移动端中用户点击某功能按键时即直接跳转至支付界面。通过提升用户付费的便捷性并优化产品的使用体验，进而提升了付费用户转换率。个人订阅服务业务于 2016 年 5 月底开通微信、支付宝等渠道的自动续费服务，并于后期推出相比单月、单季度购买更优惠的连续包月服务，用户进行账号绑定后无需每次手动支付。该项服务在一定程度上降低了用户主动取消订阅的意愿，增加了用户粘性并有效带动了销售额增长。

（2）丰富稻壳会员产品的运营活动：由于稻壳会员为功能型产品，运营活动的引导可以有效提升当期用户的付费效果，报告期内发行人频繁推出运营活动以吸引用户进行购买。

（3）微信公众号平台开通运营：个人服务订阅业务于 2018 年开通微信公众号平台，整合了 WPS 云文档、稻壳模板、账号管理、消息通知等功能，方便用户在其他平台登录时进行无缝切换，从而进一步提升了产品使用体验、增强用户粘性。

云服务功能有效提升用户粘性。个人云文档等功能可以培养用户在线存储个人文档等使用习惯、维持用户粘性。通过云文档服务，用户可以将文档等资料上传至云空间，并随时调用、下载、编辑。2016 年至 2018 年每年付费用户中使用云空间的数量呈上升趋势，用户粘性不断增强。

3.4 疫情催熟云化办公，金山文档发展前景广阔，暂时未实现变现

金山文档是专注于多人在线协作的文档编辑产品，用户可通过网络在线登录、及各类第三方协作场景、对文档进行编辑和协作。截至 2019 年 12 月 31 日，金山文档月度活跃用户数达到 6700 万。金山文档产品促使用户由单一的文档编辑向文档协作转化，提升了用户的粘性。2020 年 1 月 9 日，金山文档获得“微信力量—年度智慧服务奖”；金山文档通过微信小程序等多种场景触达用户，更多用户体验到多人文档协作的便利。

疫情推动用户需求激增，金山办公月活突破 2.39 亿，更多用户开始了解云办公。今年受疫情影响，在线办公需求整体增长十分明显。以金山文档为例，除夕前后，其用于收集信息的表单功能，需求增长超过 10 倍，甚至最高达到 18 倍，并且是短时间迅速增长的。受延时复工影响，各公司远程办公需求爆发式增加，截至 2020 年 3 月 2 日，金山文档月度活跃用户数达到 2.39 亿（未与其他产品月度活跃用户进行排重），截至 2020 年 2 月 27 日，在线编辑日活增长超过 6.5 倍，表单日活增长约 27 倍，远程会议日活增长高达 177 倍。

图 38：金山文档在线编辑日活增长情况



资料来源：WISE2020 新经济领风者大会 PPT

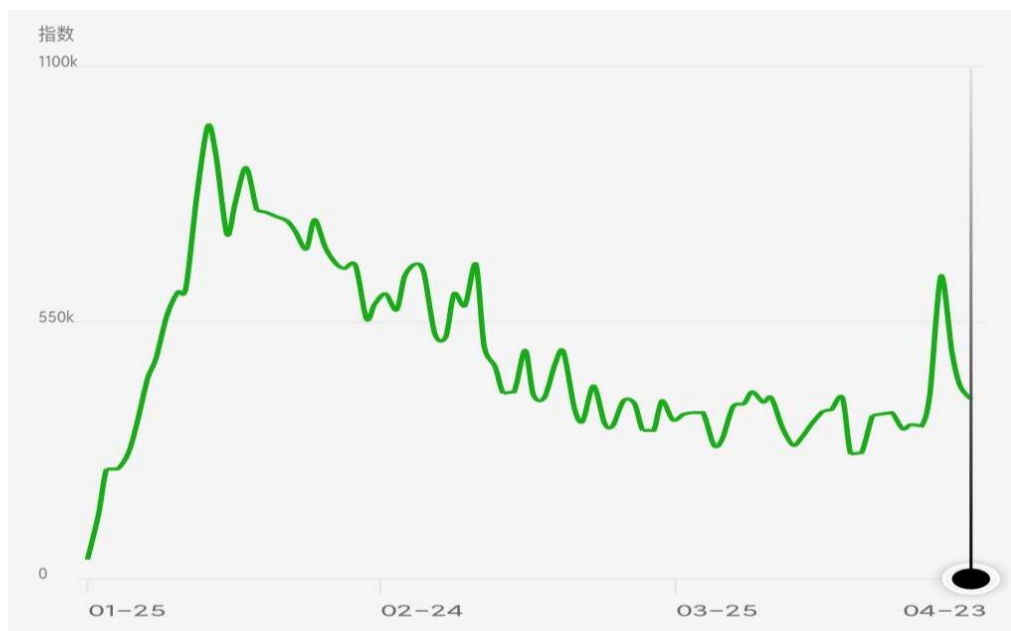
远程、异地、多人协作相关的功能需求迅速增长，用户开始探索和尝试线上办公的方案。

一方面，此次疫情迅速激发了庞大的远程办公需求，从实际的产品表现看，主要集中在包括远程的视频、语音会议，以及线上协作办公等场景。但这些短期内大量统计信息的需求和因为延时返工而导致的“在家办公”情况不会一直持续，随着疫情逐渐平稳以及企业开始复工，这些需求会逐步回到正常。

另一方面，以“实时在线、多人协作、云端存储、脱离设备和距离限制”等为特征的云办公，在最近一段时间会被大量的办公人群深度体验，这种广泛的用户认知和体验习惯将为市场带来非常大的促进效应。

金山文档在微信小程序的活跃度较高，根据微信的数据，整个疫情期间，在疫情暴发初期，用户增长速度很快，而疫情稳定后，随着各地纷纷复产复工，金山文档的指数有所下滑，但仍然保持在比较高的水平。

图 39：金山文档在疫情期间微信指数变化情况



资料来源：微信指数，东兴证券研究所

金山文档功能强大，正在实现文档协作向“工作和生活的协作”的转变。金山文档对标 Google Docs，除了支持传统的“文字、表格、演示、PDF”四大类文档的多人协作编辑外，金山文档特别开发了诸如表单、会议、日历等应用功能，借此满足丰富的协作场景需求。表单的产品定位是如何在移动端快速、安全地收集用户信息，会议功能使用户可以在金山文档上开会，帮助用户更多地关注文档本身，日历功能帮助团队通过分享、协作来完成团队日历。

表 12：金山文档用户使用案例

使用场景	用户使用案例
文档协作	以表格协作为例，用户通过多线程并进提高表格协作效率，操作过程可回溯，无需担心数据覆盖问题。企业可以将任务拆分将表格交给多人处理，通过跨表引用汇总数据，最后生成分析。以国内某 8 人电商团队为例，其员工可在同一表格里协作，既可以进行视图区分，也可以同时数据修改以及回放找到改动源头，从而高效准确作业
文档安全	金山文档首先把企业的文档资产统一管理，之后通过权限管控细化每层目录结构的权限设置，防止公司文档的外泄，权限管理除了整体文件，还可以细化到文件的某一部分，如设置某个区域不可编辑。此外，用户通过金山文档传到云端后，金山文档会将云端的文档加密，进行授权管理，可帮助用户日后回收权限。
文档兼容、开放	用户只要将文档上传金山文档，就与实体文件在云端的表现一致，整个文档迁移的过程简单，成本较低，不需要考虑文件是不是兼容，金山文档增加了更多的安全属性、协作属性，帮助用户更好地迁移到全新的模式。金山文档开放平台，帮助用户对文档进行更多操作，和企业的服务商一起来构建对用户或者对企业的服务。比如 ERP 系统里，预算部分或者输入部分，可以使用金山文档协作完成，通过金山文档的开放接口可以直接和 ERP 系统对接，ERP 系统可以做更专业的事。

资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

近期，金山文档表单小程序正式升级并更名为“金山表单”，金山文档产品矩阵逐渐成型。至此，凭借包括“金山表单、金山会议、金山待办、金山日历”等众多工作协作场景，金山文档突破单纯文档在线协作范畴，成为新一代支持全方位工作协作的企业生产力和个人效率产品。此次更名也意味着金山文档产品序列划分更加明晰，围绕实时在线协作办公功能，“金山文档”系产品矩阵逐渐成型。金山文档针对各类复杂的协作场景进行充分调研，记录用户需求。疫情期间，表单为众多场景提供了便捷功能：如电商员工可在同一表格里协作，既可以进行视图区分，也可以同时数据修改以及回放找到改动源头，从而高效准确作业；借助政务微信小程序嵌入金山文档表单功能，可让街道人员实现“无接触式”的人员信息统计；部分社区居民在防控期间使用金山文档的表单功能收集买菜信息。

图 40：金山文档产品矩阵



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

在竞争对手方面，金山文档在国内的竞品主要是腾讯文档和石墨文档，作为深耕办公软件领域的专家，金山文档具有一定竞争优势。石墨文档是国内第一款自主研发的在线文档产品，由初心科技推出，与阿里钉钉达成深度合作，并获得字节跳动仅亿元的B轮融资，目前提供个人版和企业版，个人版分为普通的免费版以及疫情期间暂时免费的远程办公版。腾讯文档是由腾讯于2018年4月推出的一款专注多人协作的在线文档产品。分为网页版、iOS版、安卓版和微信小程序版，产品价格免费，兼容Word、Excel两种微软格式。

表 13：国内主流在线协同办公文档产品对比

对比项	石墨文档	腾讯文档	金山文档
部件	文档、表格、幻灯片、思维导图、表单、白板	文档、表格、幻灯片、收集表	文字、表格、演示、流程图、思维导图、表单、便签、会议等

对比项	石墨文档	腾讯文档	金山文档
文档体积支持	不超过 20M	不超过 20M	不超过 60M
文档类型兼容	兼容 MS Office 三件套（Word、Excel、PowerPoint）	仅支持 Word 和 Excel	兼容 MS Office 全套产品
模板数量	较少	兼容 Office 标准模板	兼容 Office 标准模板
离线编辑	支持	支持	支持
在线编辑平台	WEB, 微信, 企业微信, 钉钉	WEB, 微信, QQ	WEB, 微信
文档导入速度	有明显延迟	较快	极快, 线上对接, 无导入概念
文档水印功能	支持（收费）	支持	不支持

资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

公司目前在金山文档项目上更注重提升用户黏性，短期内没有大规模的商业化计划。疫情结束后，随着逐渐复工，用户的使用场景逐渐减少，但是用户已经培养了用户习惯，比如用户会使用协作文档去统计库存、管理工作计划等，公司会对客户留存保持比较乐观的态度。公司目前还主要聚焦于客户留存及客户满意度提升方面，针对金山文档没有大规模商业化的计划，公司会在产品层面优化客户协作、改善客户体验、加快全线产品整合融合，从而提升用户黏度，再进一步将客户转化为付费客户。因此，虽然金山文档在 MAU、在线编辑日活等关键指标上数据比较亮眼，但近期内并不能在营收上为公司做贡献。

4. BG 端：正版化和自主可控助推授权业务发展，增值服务前景广阔

4.1 正版化+自主可控推动授权业务发展

面向 BG 端的 WPS 专业版产品在政府、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。

表 14：WPS Office Windows 专业版主要特点

特点	说明
高兼容的二次开发体系	WPS Office Windows 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。
支持 XML 标准	WPS Office Windows 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。
支持版式文档	WPS Office Windows 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。

特点	说明
文档安全	WPS Office Windows 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：招股说明书，东兴证券研究所

表 15：WPS Office Linux 版主要特点

特点	说明
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 Office Linux 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国产软硬件平台上。
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：招股说明书，东兴证券研究所

表 16：WPS Office 移动专业版主要特点

特点	说明
企业个性化定制	为满足不同的企业个性与需求，WPS Office 移动专业版提供丰富的定制化功能，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。
系统兼容性强	WPS Office 移动专业版提供开放的 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。
文档安全性高	WPS Office 移动专业版拥有自主知识产权，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。

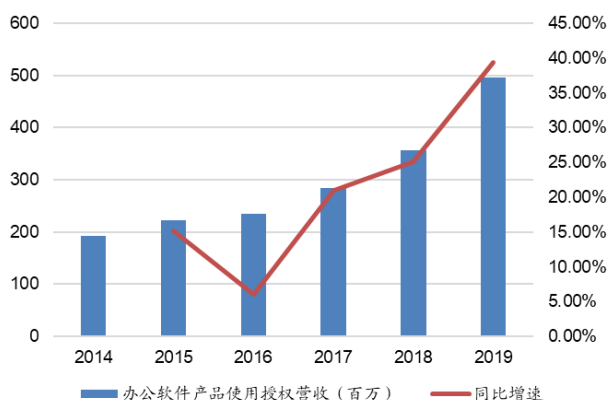
资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

办公软件产品使用授权业务收入呈逐年增长趋势，在总体营收中占比下降。2017 年度、2018 年度及 2019 年度，办公软件产品使用授权业务分别实现收入 2.84 亿元、3.56 亿元、4.96 亿元，占相应期间公司主营业务收入总额比例分别为 37.73%、31.49%、31.39%，是公司重要收入来源。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。办公软件产品使用授权属于最传统、最核心的业务收入，呈持续增长趋势；互联网广告推广和办公服务订阅业务都是从 2012 年后陆续产生的业务盈利模式，随着国内互联网的普及、办公用户的活跃用户数快速增长、用户变现能力增强，公司办公服务订阅业务收入快速增长，办公软件产品使用授权占主营业务收入比有所减少。

办公软件产品使用授权业务毛利率较高，毛利平稳增长。2017 年、2018 年以及 2019 年，办公软件产品使用授权业务分别实现毛利 2.75 亿元、3.46 亿元、4.83 亿元，毛利率一直稳定在 97% 左右。较高的毛利率来自较低的成本，自营软件业务外购配套销售软硬件成本有所降低，原因在于随着公司自主研发能

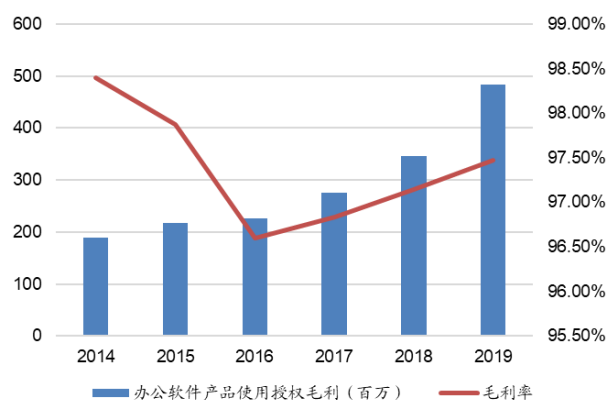
力的提升，第三方软硬件的采购逐年小幅下降。

图 41：办公软件产品使用授权营收情况



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

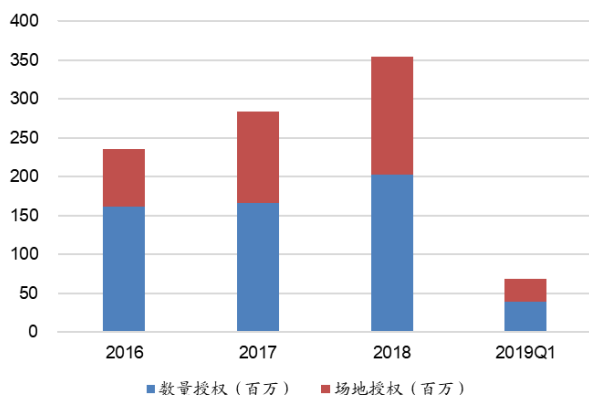
图 42：办公软件产品使用授权毛利情况



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

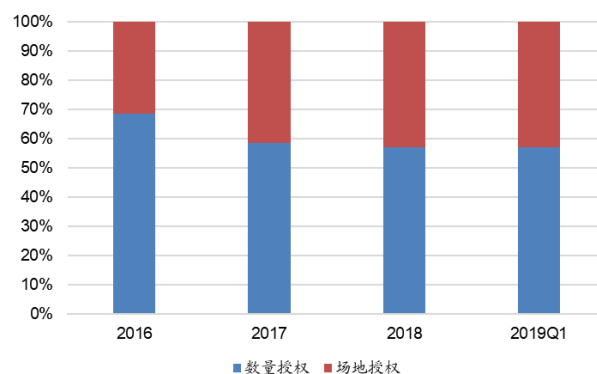
公司为不同规模的组织级客户提供不同类型的软件产品使用授权，主要包括数量授权、场地授权等模式。对于软件订购数量较少的中小型机构客户，公司通常采用数量授权方式。公司多数授予此类客户某一版本的软件使用权，并按照授权数量进行收费。对于软件需求数量较大的大型客户，公司通常采用场地授权方式。在合同约定期间，公司授予此类客户在其经营场所不限装机数量使用某一版本软件的权利。根据客户需求，此期间通常持续一至五年，公司针对整个场地收取授权使用费用。

图 43：授权业务细分营收



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

图 44：授权业务细分营收占比



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

公司按照客户规模、客户具体需求以及谈判结果等不同条件，最终与办公软件产品使用授权客户确定具体的授权方式。同时，根据与不同客户的商务谈判、招投标等进行情况，以及具体客户的具体偏好。场地授权的销售金额一般不少于一万元。场地授权模式在具体定价时，首先会根据客户经营规模与员工规模、购买意愿等条件预计其实际使用量，根据数量多少，参考数量授权模式下相应的售价，确定最后的交易总额。一般来讲，客户规模越大、员工数量越多，按照预计使用量来看，平均单价会越小；客户有

配套移动端软件需求的，比只购买桌面版的客户的平均单价要高。

4.2 产品授权向云化、服务化转变，BG 端增值业务大有可为

WPS+是业务的核心战略，机构订阅服务按年收费，随着云化办公需求的增加，未来订阅服务有望实现突破。WPS Office 可为组织级客户提供专业、定制化的增值服务，主要包括 WPS+企业云服务（如企业云文档、企业云协作）以及文档安全等，帮助组织级客户更好地进行文档创作、文档管理、分享和协同办公。2019 年软件云授权比例有了很大提升，产品形态方面，公司在推动 WPS+私有云的工作，大型国企中 WPS+私有云已经替代客户端成为主要采购产品。信创领域，过去一年 90%以上的信创客户在信创试点中选择了 WPS 作为主要采购产品。2020 年公司将继续推动商业模式及产品模式的转型，未来软件授权按年收费，产品购买方面更多的是 WPS+私有云服务。渠道方面，过去 BG 端主要是政府和央企，已实现基本覆盖，未来 B 端客户更大的空间在于广大的中小企业市场，实现用户下沉，公司已经从 2019 年开始大力拓展中小企业市场渠道。

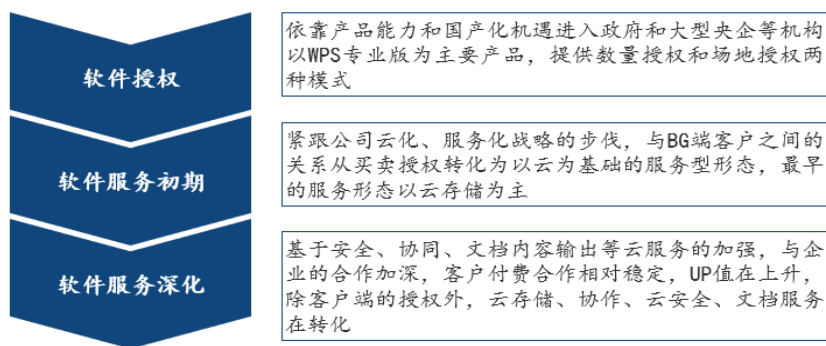
表 17：WPS 部分企业办公增值服务

服务	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，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：招股说明书，东兴证券研究所

BG 端业务正在由产品授权向以云为基础的服务型形态转变。公司为政企客户提供更多服务，比如为大中型企业从提供软件转变为提供 WPS+私有云服务，这些企业的业务系统会处理大量的文档，WPS 输出文档能力，提供涉密文档检查等服务。在一些央企，WPS 已成为办公服务顾问，在客户办公信息化过程中提供更多服务。WPS 在 BG 端的业务形态正在向服务型转变，未来机构订阅模式还会进一步深化。

图 45：WPS 在 BG 端业务形态的转变



资料来源：东兴证券研究所

BG 端的竞争对手主要包括原有竞争对手以及传统 C 端互联网企业向企业互联网的转移。公司本身具有独立的特色，在文档服务方面有独到的技术优势和产品服务能力，和互联网巨头更多采取合作关系，双方互有补充，比如跟钉钉、企业微信、华为 WeLink 等达成了合作，未来是否会形成竞争关系不确定，但是公司在文档服务方面有着较强的竞争力，具备领先优势。

WPS+集成公司所有的云服务，属于企业在购买授权产品之上的加购服务。云化思维提升服务质量，提高办公效率。传统办公的 Office，属于软件思维，针对企业和个人，卖的是软件授权服务，WPS 的发展融入了互联网的思维，WPS 提出“云、多屏、内容和 AI”的战略，背后的核心理念是“端+服务”，这并非单纯的端变轻，而是基于云、内容、AI 等，服务变多了，提供的不是单纯的软件工具，而是围绕不同类型用户的办公服务，满足不同类型用户在不同场景下的办公需求。WPS+是公司打造的包含云存储、在线文档协作以及企业邮箱等现代化办公所需的企业一站式云办公平台，主要面向 5-200 人的中小企业。主要功能包括企业级的云端文件管理和存储、文档协作、远程时间与任务安排（WPS 待办和 WPS 日历）、以及远程会议功能。

图 46：WPS+云办公的优势

企业文档集中管理

- 📁 大容量云存储空间，提供企业文档云化解决方案
- 👤 团队模式管理文档，高度匹配业务与组织架构
- 🔍 精准全文检索，文件快速定位，在线预览
- 📁 轻松协作，一键分享，告别反复传输文件

畅享专业办公应用

- © WPS Office 正版授权*
- 🔗 文字、表格、演示、流程图、PDF 等丰富办公组件
- 📱 全平台客户端应用支持，随时随地便捷办公
- ☁ 客户端文档一键上云、任一设备即时访问文档

开启高效在线协作

- ⌚ 在线 Office，即时使用，无需安装客户端
- 🔄 实时保存同步，文档所见即最新版本
- 👥 多人同时编辑，协作动态实时可见
- 😊 原生 Office 格式兼容，保障数据不丢失

文档安全管控

- ⚙ 成员、团队权限灵活配置，颗粒度细分安全管控
- 📅 文档动态完整记录，改动可追溯，历史版本可恢复
- 🔒 账号级文档加密，无需数字密码繁复设置
- 🗑 离职员工一键回收权限，避免资料泄露

资料来源：WPS+官网，东兴证券研究所

WPS+针对不同体量的客户提供差异化的方案。对于大中型企事业单位，公司主推“WPS+私有云”，针对每一个用户的具体情况提供服务，满足客户需求的同时，还能保证客户的信息安全。对于中小型企业，WPS+云办公针对各行业办公痛点以及不同职能部门的特点，打造基于文档协同的一站式云办公解决方案，助力企业降低人力成本。

表 18：WPS+在线办公行业解决方案

行业	解决方案
线下零售	汇总多家店铺每日销售清单；实时获取最新货品价格表；客户资料表在线填写和更新；随时随地查看店铺工作进度。
电子商务	多人在线修改运营计划表，无需反复传输；店铺运营数据，随时随地查看和更新；新员工可快速获取工作

行业	解决方案
	所需资料; 设置文档操作权限, 确保涉密文档安全。
批发业	订单信息线上同步, 无须邮件反复确认; 货品资料存储云端, 随时随地调取核对; 商品数据若发生偏差, 历史版本即时查看。
制造业	订单进度实时掌握, 提高客户满意度; 公司业务资料存储云端, 可快速检索获取; 跨部门信息沟通顺畅, 高效推进订单进度; 跟单过程全程清晰记录, 提高成单率。
建筑装饰	项目信息云端跨部门同步, 高效推进项目进度; 涉密文档安全加密, 确保信息不外泄; 差旅途中能随时随地处理工作。
软件与信息技术服务业	在线文档同步产品需求, 实现跨部门高效沟通; 从海量文档中快速检索获取所需文档; 用在线文档填写和更新 Bug 信息, 无需来回传输; 用在线表格高效把控产品开发进度。

资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

表 19: WPS+在线办公职能解决方案

职能	解决方案
企业管理	团队高效开会; 快速汇总工作周报; 员工入职离职管理; 随时随地查看公司运营数据; 实时查看员工工作进度; 防止核心资料泄露。
人事行政	在线文档沟通招聘要求; 云端集中管理简历; 新员工入职引导; 随时随地获取招聘培训资料; 统计员工文化衫尺码; 员工花名册管理; 办公用品需求统计; 团建活动方案投票; 会议扫码签到; 建立企业规章制度知识库。
财务管理	公司预算管理; 财务对账; 公司资产动态管理; 多人协作修改条款; 一键发送在线工资条; 财务数据集中安全存储。
产品研发	用在线文档收集用户需求; 需求文档的撰写与评审; 产品需求跨部门同步; 把控产品开发进度; 产品缺陷跟踪管理; 快速检索产品研发文档。
生产管理	实时查看最新生产进度; 随时随地查看《物料清单》; 在线表格制作和共享《生产报表》; 部门文件集中存储云端; 多人协作填写《质检日报表》。
市场营销	制定和修改市场营销计划; 自由组建团队来共享资料; 高效制定市场活动执行表; 撰写与校对营销稿件; 与营销公司高效共享文件、讨论方案; 多人协作录入营销活动数据; 营销活动资料集中存储。
销售管理	建立销售知识库; 实时查看商品最新价格表; 产品销售资料实时更新; 客户资料表在线填写与更新; 远程演示产品报价方案; 订单信息跨部门同步; 订单进度实时同步客户。
仓储物流	高效制作库存盘点表; 库存信息跨部门同步; 物流信息跟踪管理; 物流费用对账。
客服售后	客服话术等资料团队共享; 团队协作完善客服知识库; 客服工作交接表在线同步; 售后问题汇总; 售后问题跨部门同步。

资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

公司重点推广 WPS+变现, 与公司内其他的云端协作办公产品定位有明确的不同。WPS 有三款远程协作办公产品, 分别是金山文档、WPS+和 WPS 云文档, 三款产品定位不同, WPS+针对 B 端, 是公司在 2020 年会重点发力的产品, WPS+涵盖公司所有的云服务, 并且取得了一定的竞争优势, 变现能力较强。

表 20：WPS 云端办公产品定位

产品	定位
金山文档	与 Google Docs 类似，主要在 C 端面向小团队、临时团队提供文档协作，目前完全免费。
WPS+	包括套件在内打包卖给企业客户的一整套产品服务，WPS 是指原来的客户端产品，“+”包含了所有云服务的集合，是增量，主要面向中小企业。
WPS 云文档	与金山文档公用的云文档产品，主要面向大型企业的内部文档存储、协作和安全管理，往往通过私有云部署，需要和企业内部的其他系统如 OA 等打通

资料来源：东兴证券研究所

WPS+推出不同价格组合的专业版订阅服务组合，为不同类型企业提供灵活选择。针对小型团体、中小企业、大型企业，WPS+分别推出不同档次的基础版（免费试用）、商业版（365 元/人/年）、高级商业版（599 元/人/年），这些组合都能满足基本的云功能以及在线协作，不同之处在于云存储容量的不同，以及一些高级功能仅在高级版本中可以使用。

图 47：WPS+产品定价

基础版	商业版	高级商业版
¥ 0 免费使用	¥ 365 元/人/年	¥ 599 元/人/年
开始使用	立即购买	立即购买
1G/人 安全存储 享有基础文档服务与团队、文件管理服务 最大人数限制50人	1T/人 安全存储 基础版所有权益、WPS企业会员权益、正版授权 3人起购	5T/人 安全存储 权益升级、空间升级、专属客服服务 3人起购
畅享跨端云办公服务 办公组件：文字、表格、演示、PDF 轻应用：脑图、流程图、便签、表单 在线办公：云文档、在线office	包含所有基础版功能和： 正版授权 文档修复 数据恢复 全文检索 在线解压 超大附件 PDF工具包 批量下载（500个） 团队数量（300个/人）	包含所有商业版功能和： 批量下载（1000个） 团队数量（500个/人） 1V1服务
开启企业高效协作 团队共享协作 文件统一管理 企业通讯录与成员管理		

资料来源：WPS+官网，东兴证券研究所

5. “软件升级+AI+云+国际化”，四大发展方向助力 WPS 前进

公司登陆科创板实际共募集资金 46.32 亿元，募集资金主要投向研发和营销相关项目，其中用于全球营

销网络服务中心建设项目预计投入 1.03 亿元；其余 19.47 亿元均用于研发相关的项目，主要面向办公产品互联网云服务、WPS Office 办公软件研发升级方向、办公软件国际化方向、办公领域人工智能基础研发中心建设方向等 4 大方向 10 个项目。

5.1 WPS Office 办公软件研发升级方向

本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。本方向共有 2 个项目，分别为 WPS Office 办公软件客户端增强与优化项目和 WPS Office 办公软件安全可靠增强与优化项目。

项目实施符合国家扶持基础软件的产品发展要求。基础软件产业是软件和信息服务业发展的基础，加强基础软件产品的研发升级符合国家推进战略性新兴产业的政策导向。在国家政策的推动下，基础软件的发展势必呈现长期增长的态势。

紧扣行业客户对办公软件进阶需求，抓住产业升级机遇。伴随着社会信息化应用的日渐深入，办公软件产品逐步进入产业深化升级阶段。办公软件已不仅仅是用户进行简单办公、交流的工具组件，团队办公协作、实时分享等办公服务进阶需求逐渐增加。办公增值功能为日常办公带来更大的便利，文档编辑、表格计算、演示制作的优化功能有广泛的潜在需求。随着信息技术的进步，当前企业、政府等组织级客户需要处理的业务内容逐渐趋于复杂：除了简单的信息记录与加工外，文档元素标准化、协作、智能数据分析、辅助决策、形象展示等方面需求逐渐增多。此外，伴随着业务系统的数量、数据日益攀升，各系统间耦合度越来越高，协同性难度增加，这也对办公软件的兼容性、协同性提出了更高的要求，对办公软件的服务性、兼容性、适用性的研发升级势在必行。本项目的实施，将构建适应云时代与智能化发展趋势的全面升级的 WPS Office 办公套件产品，着力优化提升产品性能和效率，解决产品与各类系统集成应用的兼容性问题，为用户提供更现代化、更高效的信息化办公体验，增强公司核心竞争实力，进一步开拓潜在市场。

坚持自主核心技术，响应客户安全可靠的需求。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。2012 年公司响应客户对基础软件安全可靠的需求，发布基于国产 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、深度等操作系统平台。WPS 对国产软硬件的良好支持和适配，助力 WPS Office 在国内办公市场取得领先地位。未来，作为国产软硬件产业链中的重要一环，WPS Office 将为提高信息安全，规避软件的产业风险发挥重要作用，继续做出贡献。

5.2 办公领域人工智能基础研发中心建设方向

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。本方向共分为 3 个项目，分别为基于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和 AI 计算机视觉识别平台项目。

人工智能化已成为软件行业发展趋势，人机协同辅助办公可以大幅提升工作效率。随着语音识别、指令交互、搜索引擎、深度学习等人工智能基础技术逐步成熟完善，人机协同的办公软件应用将对未来行业发展产生深远影响。用户通过自然语言的语音输入指令控制软件系统，可以降低系统学习应用门槛，进一步优化使用体验、提升使用效率；同时通过对历史数据的深度学习，系统自主创造更多增值信息。继互联网浪潮和移动互联网浪潮后，人工智能技术的发展应用将再次对本行业发展带来重要机遇。

国家鼓励人工智能相关技术的开发与应用。2017年7月，国务院印发《新一代人工智能发展规划》，提出加快人工智能创新应用。其中软件行业作为人工智能技术的重要应用场景，受到高度关注。规划中明确指出，开发面向人工智能的关键基础软件，突破图形处理器等核心硬件，研究图像识别、语音识别、机器翻译、智能交互、知识处理、控制决策等智能系统解决方案，培育壮大面向人工智能应用的基础软硬件产业。本项目涉及的自然语言处理、机器视觉处理、知识图谱等技术与国家相关政策保持一致。

人工智能相关技术逐步成熟，即将进入红利期。人工智能行业正处于从感知智能向认知智能演进的进阶阶段，前者已有部分领域趋于成熟，后者尚待突破。在基础层的计算资源和数据资源快速提升的基础上，人工智能中低阶的计算智能已经成熟，感知智能已逐渐步入成熟阶段，并逐步向认知智能推进。在感知层面，部分技术如声音、图像感知等，基本趋于成熟，并具备了大规模应用的基础；而认知智能层面，由于该阶段要求软件要像人一样思考，如主动提出对于文本文档的建议选项、主动预测使用者的下一步使用意图等，其分析判断必然要依赖于感知层的发展成熟度。目前相关感知技术已经日趋成熟，即将迎来技术红利期。

5.3 办公产品互联网云服务方向

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。本方向共分为 2 个项目，分别为办公产品云服务研发中心建设项目和互联网增值服务研发项目。

互联网浪潮推进办公软件产品从工具向服务转型。互联网时代为各行业提供产业升级机遇，能否享受优质服务已成为用户选择应用产品的重要习惯。在办公领域，用户对办公软件的要求不再是简单文件整理编辑，对更多、更强、更复杂的应用功能，以及更个性化、更定制化、更模版化的办公服务等的需求日益提高。高效利用互联网技术，降低用户办公成本，满足用户新需求，是办公软件行业的发展趋势。

云服务协助软件厂商巩固提升先发优势。近年来，随着移动信息传输技术的快速发展，手机、平板等智能终端迅速改变人们的生活和工作方式，成为日常生产生活的重要工具。移动化、场景化办公成为主流趋势，企业对移动办公的需求程度日渐增高。移动化带来的办公场景化、时间碎片化等特点也对移动办公产品及云端服务提出了新的需求。项目通过对用户使用场景的研究和模拟不断改进云服务功能，主动贴近用户的办公习惯，结合移动平台的便利性和创新性，为用户提供更人性化、更易用的云办公服务，使用户可以在 PC 端和移动端灵活切换，随时随地继续执行自己的工作任务。项目建设将巩固提升公司在移动办公领域的先发优势。

增值服务是未来办公软件个性化、定制化需求的解决方案。随着互联网、移动传输技术的发展，用户的办公需求不断差异化，对个性化、定制化的需求日渐增长。稻壳等增值服务的研发将提供众多不同种类、

样式、布局等的文档模板，并且用户提供模板定制化功能，满足用户的多种需求。未来 WPS Office 产品将在专业的文档编辑功能之上搭建海量文档模板素材库，稻壳超过 800 万份专业的 Office 文档模板、素材资源，涵盖文档编辑的多种维度，大数据技术可以协助分析用户喜好，实现千人千面，根据用户需求推送相关模板等创作资源，实现精准匹配，增值服务将为用户带来更强大的办公软件解决方案。

5.4 办公软件国际化方向

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。本方向分为 3 个项目，分别为 WPS Office 办公产品及服务全球化研发升级项目、全球技术服务支持中心建设项目和全球营销网络服务中心建设项目。

公司现有产品及服务具有技术优势，需尽快抢占全球市场。公司是国内领先的办公软件和服务提供商，拥有办公软件领域 30 余年研发经验及技术积累，旗下主要产品及服务皆由公司自主研发，针对核心技术具有自主知识产权。公司坚持技术创新理念，保持产品及企业的良性发展，也获得国家及政府的高度认可。WPS Office 产品因技术创新荣获的重大奖励荣誉主要包括：两次荣获国家科技进步二等奖、世界知识产权版权金奖、国家重点新产品、国家战略性新兴产业、中国电子学会科技进步一等奖、中国国际软件展览会金奖等。随着技术优势的不断积累，公司产品需要走出国门，进一步扩大海外市场。

6. 盈利预测与公司估值

公司盈利预测及投资评级：公司近三年营业收入增长平稳增长，研发投入慷慨，产品性能良好，行业市场空间广阔，预计公司 2020 年到 2022 年归母净利润分别为 5.18/7.98/12.05 亿元，对应 EPS 分别为 1.12/1.71/2.61 元，对应 PE 分别为 221 倍、145 倍和 95 倍，维持“强烈推荐”评级。

7. 风险提示

风险提示：付费用户增长不及预期、机构业务拓展不及预期，行业竞争加剧导致业绩不达预期风险；国家对自主创新领域政策变化风险；产业生态投入不及预期风险。

附表：公司盈利预测表

资产负债表			单位:百万元			利润表			单位:百万元		
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	1490	6681	7469	8663	10445	营业收入	1130	1580	2397	3577	5300
货币资金	187	749	6865	7762	9119	营业成本	150	228	333	471	655
应收账款	227	345	513	750	1090	营业税金及附加	11	16	17	25	37
其他应收款	21	26	39	58	86	营业费用	216	345	487	727	1051
预付款项	6	5	7	10	13	管理费用	89	136	182	264	381
存货	1	1	2	3	4	财务费用	-2	-3	-38	-73	-84
其他流动资产	1049	16	40	76	127	研发费用	428	599	885	1320	1946
非流动资产合计	137	163	158	157	154	资产减值损失	d	-0.03	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	13	22	22	22	22	公允价值变动收益	2.40	50.30	0.00	0.00	0.00
固定资产	53	67	62	56	51	投资净收益	49.96	31.47	0.00	0.00	0.00
无形资产	18	18	17	16	15	加:其他收益	52.00	67.35	70.00	60.00	50.00
其他非流动资产	17	4	0	0	0	营业利润	338	402	601	903	1365
资产总计	1627	6844	7628	8819	10600	营业外收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	424	727	1123	1710	2574	营业外支出	16.50	-4.72	15.00	15.00	15.00
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	322	406	586	888	1350
应付账款	70	60	85	118	161	所得税	11	6	59	89	135
预收款项	194	438	809	1363	2184	净利润	311	401	528	799	1215
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	10	10	10
非流动负债合计	16	49	36	36	36	归属母公司净利润	311	401	518	789	1205
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	440	775	1158	1745	2609	成长能力					
少数股东权益	0	0	10	20	30	营业收入增长	49.97%	39.82%	51.74%	49.26%	48.16%
实收资本(或股本)	360	461	461	461	461	营业利润增长	56.71%	18.82%	49.72%	50.16%	51.18%
资本公积	216	4588	4588	4588	4588	归属于母公司净利润增长	44.94%	28.94%	29.24%	52.44%	52.70%
未分配利润	573	953	1264	1737	2460	获利能力					
归属母公司股东权益合计	1187	6069	6459	7054	7960	毛利率(%)	86.71%	85.58%	86.11%	86.85%	87.65%
负债和所有者权益	1627	6844	7628	8819	10600	净利率(%)	27.50%	25.36%	22.02%	22.34%	22.93%
现金流量表			单位:百万元			总资产净利润(%)	19.09%	5.85%	6.79%	8.95%	11.37%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	26.17%	6.60%	8.01%	11.19%	15.14%
经营活动现金流	418	586	671	1025	1579	偿债能力					
净利润	311	401	528	799	1215	资产负债率(%)	27%	11%	15%	20%	25%
折旧摊销	16.67	32.14	8.08	8.82	9.44	流动比率	3.51	9.19	6.65	5.07	4.06
财务费用	-2	-3	-38	-73	-84	速动比率	3.51	9.19	6.65	5.06	4.06
应收账款减少	-51	-118	-168	-237	-339	营运能力					
预收账款增加	104	244	371	554	821	总资产周转率	0.78	0.37	0.33	0.43	0.55
投资活动现金流	-218	-4474	5536	-4	-4	应收账款周转率	6	6	6	6	6
公允价值变动收益	2	50	0	0	0	应付账款周转率	21.24	24.30	32.98	35.25	38.05
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	50	31	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.86	1.09	1.12	1.71	2.61
筹资活动现金流	-184	4449	-91	-124	-217	每股净现金流(最新摊薄)	0.04	1.22	13.27	1.95	2.94
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.30	13.16	14.01	15.30	17.27
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	101	0	0	0	P/E	288.38	227.53	220.85	144.87	94.87
资本公积增加	12	4372	0	0	0	P/B	75.22	18.84	17.70	16.21	14.36
现金净增加额	16	561	6116	897	1357	EV/EBITDA	253.40	265.36	188.64	127.44	81.75

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司报告	金山办公（688111）：专注产品价值提升，订阅业务有望持续超预期	2020-03-29
公司报告	金山办公（688111）：“在线办公”王者，恰逢云经济红利	2020-03-03

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

王健辉

计算机行业首席分析师，四年证券从业经验，兼具 TMT 行业研发经验与一二级市场研究经验，曾任职方正证券，曾获 2018 年万得金牌分析师计算机行业团队第一名，2019 年加盟东兴证券计算机团队，践行产业研究创造研究价值理念。

叶盛

计算机行业研究员，西安交通大学工业工程专业学士，中央财经大学金融专业硕士，2015 年加盟东兴证券研究所，曾从事机械行业研究，现从事计算机、互联网行业研究。专注研究海内外云计算产业，新零售、OTT 等高增长领域。

陈宇哲

计算机行业分析师，五年证券从业经验，曾任职东方证券，从事中小市值行业（TMT 方向）研究，2020 年加盟东兴证券研究所。曾获 2018/2019 年财新 II 最佳分析师中小市值第一名/第三名，2018 年第一财经最佳分析师新经济团队第二名。

研究助理简介

陈晓博

中国人民大学会计硕士，2019 年加入东兴证券研究所，从事计算机行业研究。

魏宗

中国人民大学金融学硕士，2019 年加入东兴证券研究所，从事计算机行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易, 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。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526