

证券研究报告

2019年05月09日

行业报告 | 行业专题研究

计算机

科创板系列二十一：金山办公，国产办公软件龙头

作者：

分析师 沈海兵 SAC执业证书编号：S1110517030001



天风证券

[综合金融服务专家]

风险提示：产品单一风险；用户付费率提升不及预期；全球市场竞争地位相对劣势；IPO不及预期。

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

摘要

国产办公软件龙头，用户渗透率持续攀升

公司是国内最大的国产办公软件及服务提供商，WPS Office产品在政府部门、央国企、金融等领域优势明显。近年来，移动端用户高速增长，WPS用户渗透持续攀升，2018年达42.75%。公司业绩增长迅速，目前收入增量已由广告转向服务订阅。

大力发展增值服务，个人用户付费意愿提升

公司进一步加强运营，正逐步实现“产品化”向“服务化”转型。公司大力发展增值服务，基于WPS及各类办公应用场景，大力发展各类办公增值服务。个人用户付费意愿提升，2016年至2018年，公司付费用户月活由77.80万人大幅增长至481.17万人，占比约1.55%，后续提升空间仍然巨大。

长期聚焦自主研发，募投资金加强研发力度

公司具有自主研发基因，技术研发经验积累深厚，产品适应政企部门国产安全要求。公司保持高研发投入，研发团队不断扩充。公司此次共募集资金约20.5亿元，除了1.03亿元用于营销网络建设，其余均用于研发相关项目，公司研发力度有望持续加强。

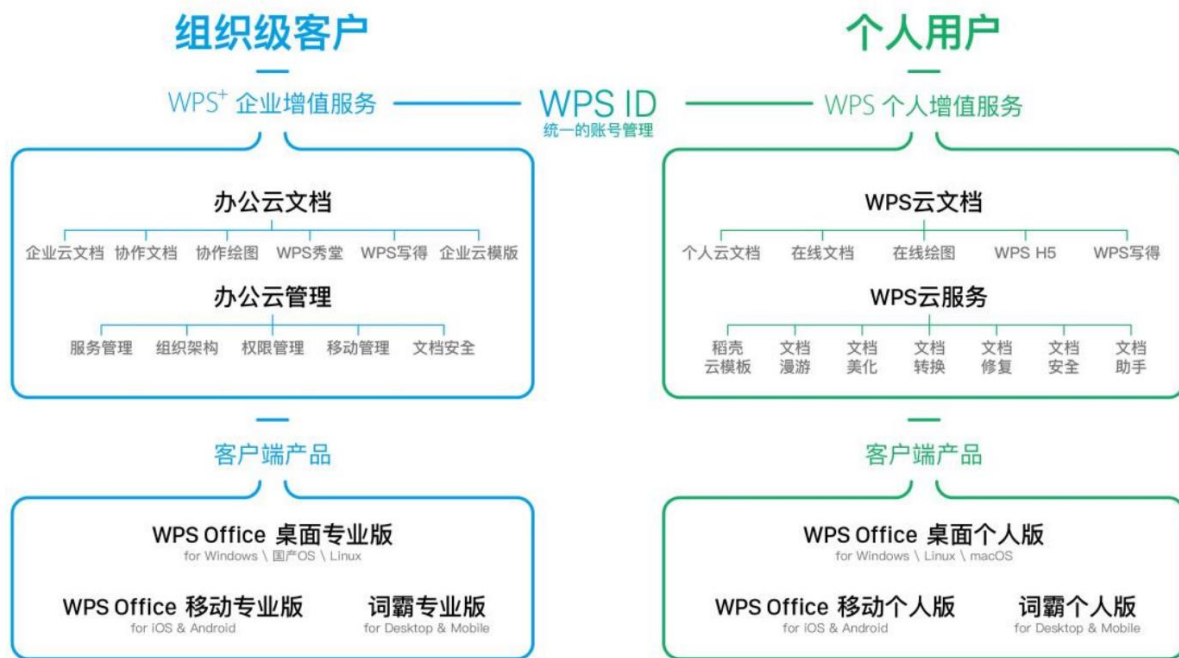
风险提示：产品单一风险；用户付费率提升不及预期；全球市场竞争地位相对劣势；IPO不及预期。

1、国产办公软件龙头，用户渗透率持续攀升

1.1 国产办公软件龙头，深耕办公软件行业

- 公司是国内最大的国产办公软件及服务提供商，主要提供WPS Office和金山词霸等两款产品。
- 公司深耕办公软件行业，自1988年起开始研发WPS Office系列产品。
- WPS Office行业地位领先，在2018年12月艾瑞APP国内指数排行中名列办公管理类APP第1位。

图1 公司产品体系



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

1、国产办公软件龙头，用户渗透率持续攀升

1.2 移动端持续发力，WPS用户渗透持续攀升

- 公司产品在政府部门、央企、金融等领域优势明显。目前，公司已服务400多个市县级政府，120家世界五百强中国企业中公司已服务69家，96家央企中公司已服务82家。
- 移动端用户高速增长，WPS用户渗透持续攀升。2016年至2018年WPS移动版月活用户数由1.12亿增长至1.81亿，带动公司产品总月活用户数不断增长至3.10亿。WPS注册用户数达到2.80亿，渗透率由2016年的27.81%提升至2018年的42.75%。

表1 公司用户情况

时间	月活用户数	WPS 注册用户数	政府部门	世界500强	央企	全国性股份制 商业银行
2018年12月	总体超过3.10亿 WPS桌面版超1.20亿 WPS移动版超1.81亿 其他产品接近0.10亿	2.80亿，占国内 办公市场用户总 规模的42.75%	30多个省市自 治区政府、400 多个市县级政府	120家中国企 业，公司已服 务69家	96家央企， 公司已服务 82家	共12家，公司 已服务11家
2016年12月	总体超2.47亿 WPS桌面版超0.88亿 WPS移动版超1.12亿 其他产品接近0.47亿	1.66亿，占国内 办公市场用户总 规模的27.81%	30多个省市自 治区政府、300 多个市县级政府	110家中国企 业，公司已服 务68家	102家央企， 公司已服务 82家	共12家，公司 已服务10家

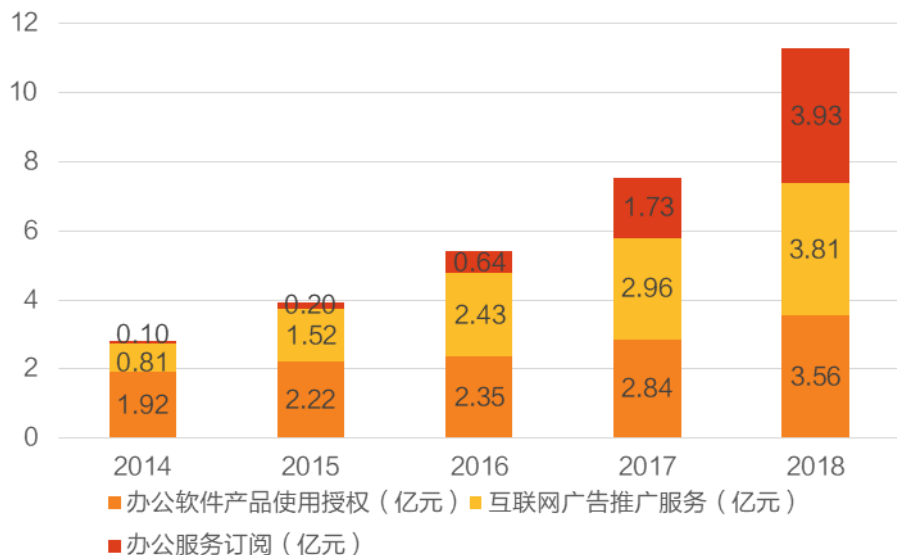
资料来源：招股说明书、2016年数据取自招股书（2017年5月8日申报稿）、天风证券研究所

1、国产办公软件龙头，用户渗透率持续攀升

1.3 业绩增长迅速，收入增量由广告转向服务订阅

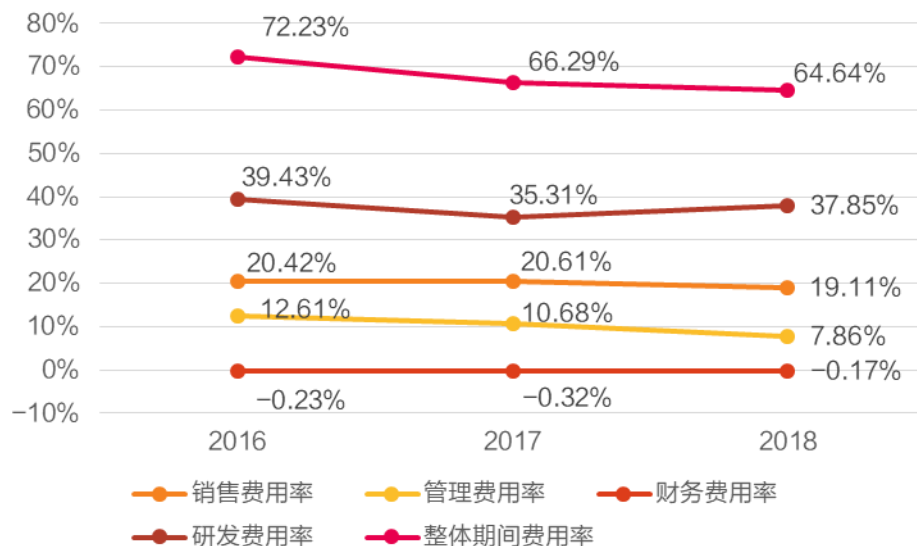
- 公司业绩增长迅速，2016年至2018年，公司营收由5.43亿元增长至11.30亿元，归母净利润由1.30亿元大幅增长至3.11亿元。
- 收入增长主要动力由广告转向服务订阅。2016年前，公司业绩主要增量来自广告推广，2016年广告收入占比达44.80%，目前广告推广收入增长稳定，服务订阅近年来增长迅速，成为公司业绩增长的主要动力。2016年至2018年，公司服务订阅收入由0.64亿元大幅增长至3.93亿元，成为公司第一大收入来源。

图2 公司历年营业收入情况



资料来源：招股说明书、14/15年数据取自招股书（2017年5月8日申报稿）、天风证券研究所

图3 公司期间费用率情况



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

2、大力发展增值服务，个人用户付费意愿提升

2.1 进一步加强运营，实现“产品化”向“服务化”转型

- 公司移动端、PC端等多平台产品线于2012年大致完成，2013年起公司正式组建运营团队，突破了单一办公软件产品使用授权收入模式，开始推广个人办公服务订阅业务和互联网广告推广业务。
- 目前，公司正进行“产品化”向“服务化”转型。针对个人用户，公司全面推出会员服务体系，逐渐通过“免费注册用户+周期付费会员”的机制实现用户变现；针对组织级客户，在传统的销售使用授权的基础上，逐步过渡到“办公产品使用授权+办公服务订阅”的双模式运作机制。

图4 公司各阶段业务战略情况



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

2、大力发展增值服务，个人用户付费意愿提升

2.2 基于WPS提供多项面向企业和个人的增值服务产品

- 公司基于WPS及各类办公应用场景，大力发展各类办公增值服务。目前公司已实现了办公云文档、办公云管理等一系列企业增值服务以及WPS云文档、WPS云服务等一系列个人增值服务。
- 公司增值服务互联网化、协作化、精准推送等特点，目前，公司通过核心技术的突破，建立互联网云办公应用服务体系，创建智能办公新模式，全面提升用户体验。

表2 公司面向企业及个人增值服务产品情况

文档漫游	稻壳儿云模板	个人云文档	会员皮肤	智能美化
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。	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。	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。	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。	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。
企业云文档	企业云协作		文档安全	
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。	

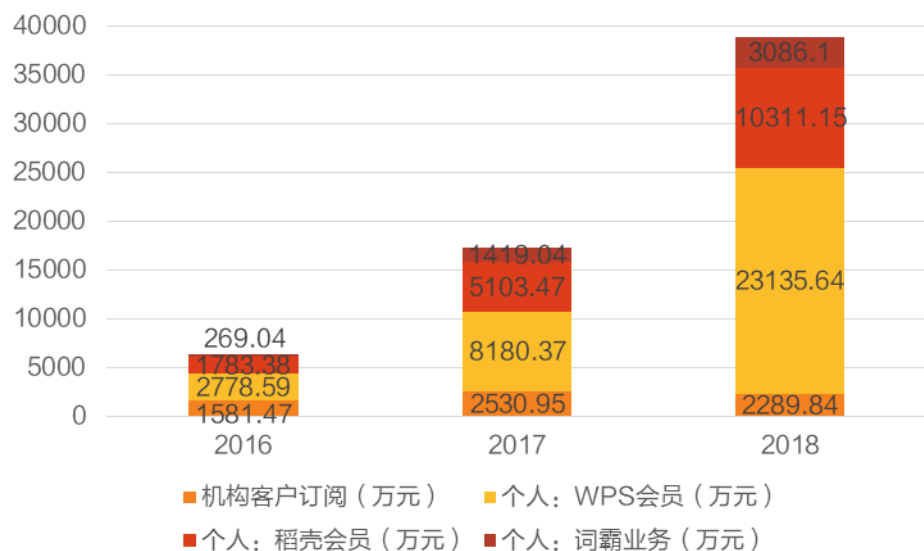
资料来源：招股说明书、天风证券研究所

2、大力发展增值服务，个人用户付费意愿提升

2.3 个人用户付费意愿提升，带动公司服务订阅收入增长

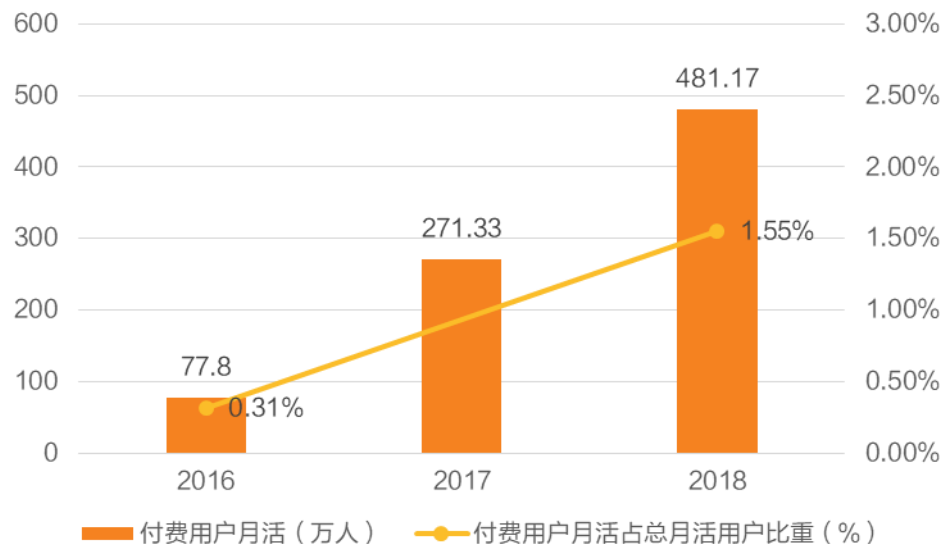
- 增值服务促个人用户付费意愿显著提升。WPS 会员人数、稻壳儿会员人数分别由2016年度的约99万人、106万人增长至2018年度的约575万人、357万人。2016年至2018年期间，个人客户订阅收入年度平均复合增长率达到了 176.65%。
- 公司巨大的用户基数将为公司后续付费用户增长及流量变现提供保障。2016年至2018年，公司付费用户月活由 77.80 万大幅增长至481.17 万，但占比仍然较低，2018年付费用户占比约1.55%，后续提升空间巨大。

图5 公司服务订阅收入细分情况



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

图6 公司付费用户月活及占比情况



资料来源：招股说明书、16年总月活用户数取自招股书（2017年5月8日申报稿）、天风证券研究所

3、长期聚焦自主研发，募投资金加强研发力度

3.1 公司具有自主研发基因，技术研发经验积累深厚

- 公司长期聚焦自主研发，旗下主要产品及服务皆为自主研发产品，拥有办公软件领域 30 余年研发经验及技术积累。目前，公司已形成了交互式研发模式、矩阵式项目研发管理模式、通用模块化研发模式等三类主要研发模式，实现了“客户驱动研发、产品服务客户”的良性循环。
- 公司自主研发产品适应了政企部门国产安全的需求，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3 公司主要研发模式情况

研发模式	特点
交互式研发模式	针对办公应用场景，以客户需求为导向，注重与客户就功能需求和产品交互等方面进行持续反复的沟通，将客户意见纳入公司的产品研制过程，在产品全周期的重点环节实现人员、技术、信息的全程对接和反馈
矩阵式项目研发管理模式	针对专用类项目研发，公司采用以项目为核心、矩阵式的项目管理模式。各类研发项目由项目负责人牵头，跨部门组合成联合研发团队，在产品研发的早期阶段，各部门分别针对产品的技术、架构和实现方法提出意见，制定总体方案
通用模块化研发模式	针对办公软件底层应用模块的特性，借助已经掌握的通用技术，将具有共性特征的功能模块抽取出来，在各平台产品线相关功能研发过程中，只需对通用模块进行定制优化，即可实现功能的快速调用

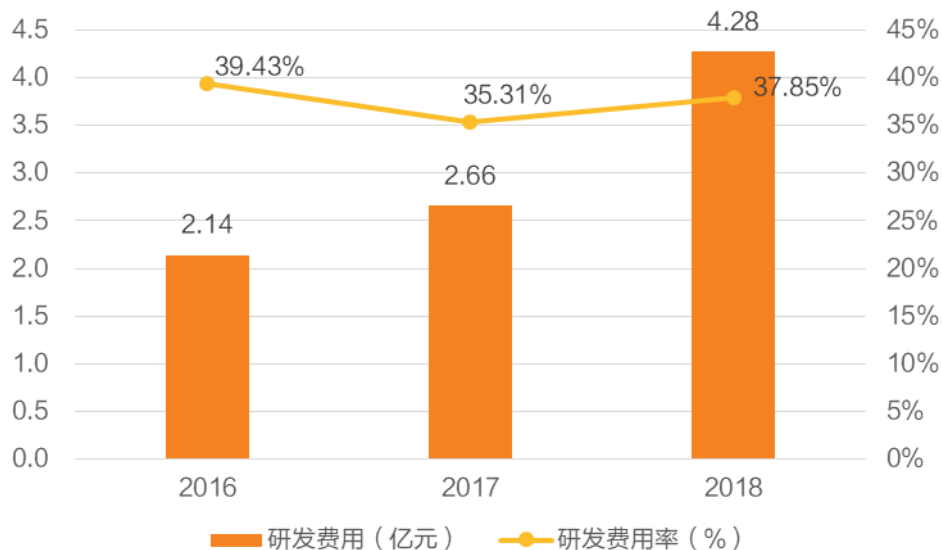
资料来源：招股说明书、天风证券研究所

3、长期聚焦自主研发，募投资金加强研发力度

3.2 保持高研发投入，研发团队不断扩充

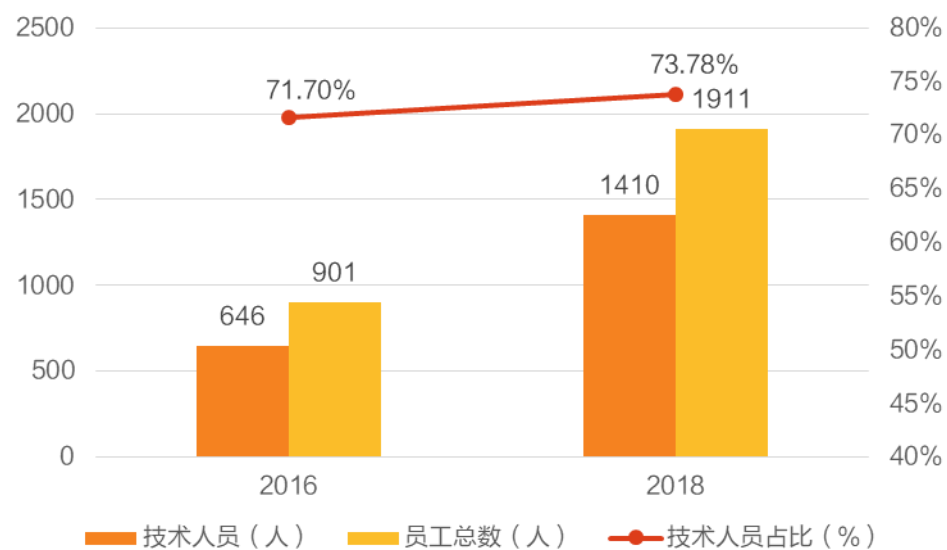
- 公司长期保持较高的研发投入。2016至2018年，公司研发费用由2.14亿元大幅增长至4.28亿元，在公司收入不断实现规模化的背景下，研发费用率持续保持高位，2018年公司研发费用率达37.85%。
- 公司技术人员占比高，人员数量不断增长。公司技术人员数量由2016年末的646人增长至2018年末的1410人，研发团队不断壮大，技术人员占比亦有小幅提升，于2018年达到73.78%。

图7 公司研发费用及费用率情况



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

图8 公司人员结构及技术人员占比情况



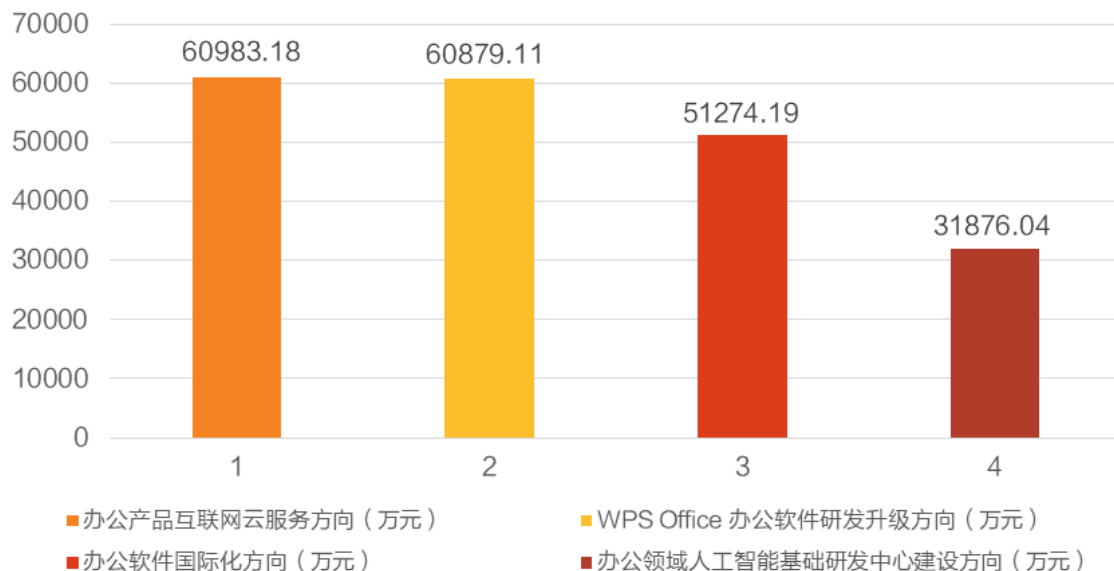
资料来源：招股说明书、16年数据取自招股书（2017年5月8日申报稿）、天风证券研究所

3、长期聚焦自主研发，募投资金加强研发力度

3.3 募投项目多聚焦于产品研发，研发力度有望持续加强

- 公司此次募投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、办公领域人工智能基础研发中心建设、办公软件国际化等4个方向10个项目，聚焦于产品优化升级和增值服务研发。
- 公司此次共募集资金约20.5亿元，除了1.03亿元用于全球营销网络服务中心建设项目，其余均用于研发相关项目，公司研发力度有望持续加强。

图9 公司募集资金投入项目情况



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

4、风险提示

- 1、产品单一风险。**公司主要产品为WPS Office与金山词霸两项，业绩来源对WPS Office 依赖较大。
- 2、用户付费率提升不及预期。**公司近年主要增长来自个人用户付费率提升，目前个人用户办公软件付费习惯尚未养成，用户付费率提升或不及预期。
- 3、全球市场竞争地位相对劣势。**微软Office系列产品起步较早，市场经营时间长，资金充裕，公司相较微软在国际市场中处于相对劣势，国际市场拓展或不及预期。
- 4、IPO不及预期。**目前公司上市申请暂处于交易所受理状态，或无法通过审核程序。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS