

计算机行业

金山办公解读

评级：增持（维持）

分析师：谢春生

执业证书编号：S0740518010002

Email: xiecs@r.qlzq.com.cn

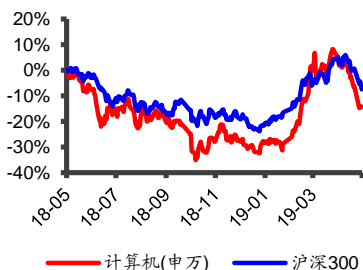
研究助理：杨亚宇

Email: yanggy@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	207
行业总市值(亿元)	20060
行业流通市值(亿元)	14016

行业-市场走势对比



相关报告

投资要点

■ 5月8日，金山办公软件提交科创板招股说明书（申报稿）。

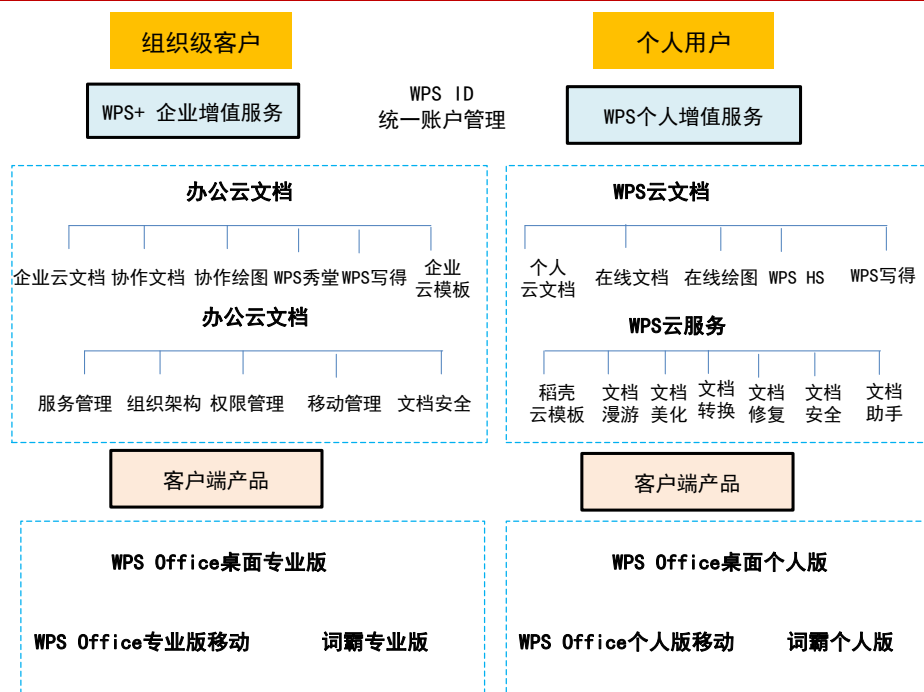
■ **1、金山办公的业务？**

金山办公是国内领先的办公软件供应商，其产品主要包括：WPS Office 办公软件和金山词霸。同时，金山办公提供与文档相关的增值服务和互联网广告推广服务。

金山办公的WPS就是中国版的Microsoft Office。

办公软件就是一个应用软件，类似于我们手机里的APP一样。在不同的操作系统运行下，需要不同版本的应用软件来支撑。金山办公的软件产品能够支持Windows、Linux、MacOS、Android、iOS等主流操作系统平台。

图表 1：金山办公的业务



来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

金山办公增值服务和互联网服务，主要基于产品形态的转变：从软件产品向云服务产品，从单一办公产品向多样化办公服务。其主要盈利模式包括：

1、WPS会员和稻壳儿会员。一般注册用户可以免费使用WPS Office个人版，如果成为WPS会员或者稻壳儿会员，用户可以在公有云上使用更多的办公服务。

2、互联网广告推广。公司利用产品作为媒介，通过界面展示、平台导流等方式，提供互联网广告服务。

■ **2、金山办公与金山软件的关系？**

金山软件是金山办公的母公司，金山软件通过WPS香港（Kingsoft WPS Corporation Limited）持股金山办公67.5%的股权。

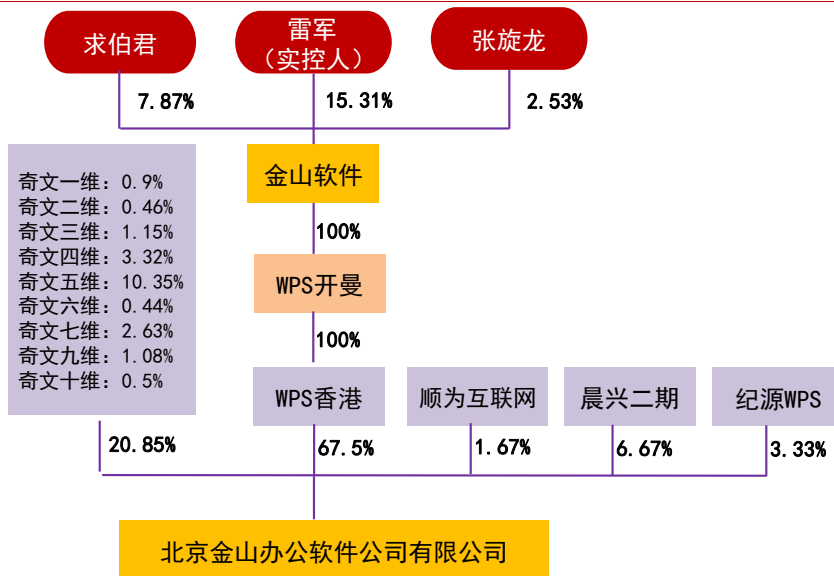
金山办公的实际控制人为雷军。截至招股说明书签署之日，雷军并未直接

持有金山办公股权，而是通过其他公司间接持有股权。

雷军通过通过持有金山软件、WPS开曼、WPS香港、顺为互联网、奇文二维、奇文四维、奇文五维、奇文七维，间接持有金山办公 11.99%的股权。

另外，求伯君为雷军的一致行动人，求伯君间接持有金山办公 7.87%的股权。求伯君是 WPS 的核心人物。

图表 2: 金山办公股权结构

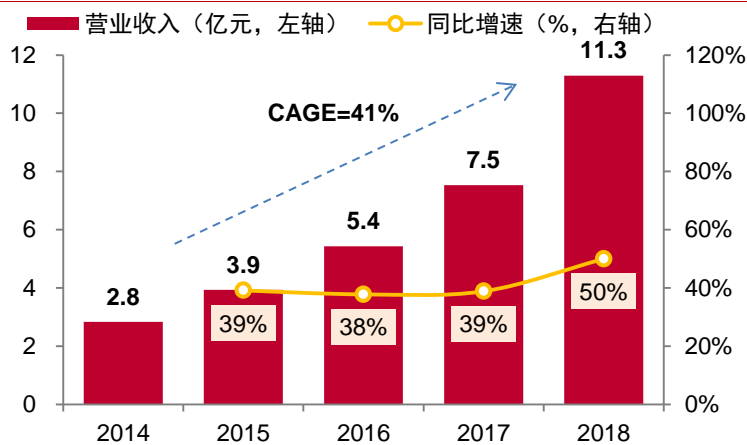


来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

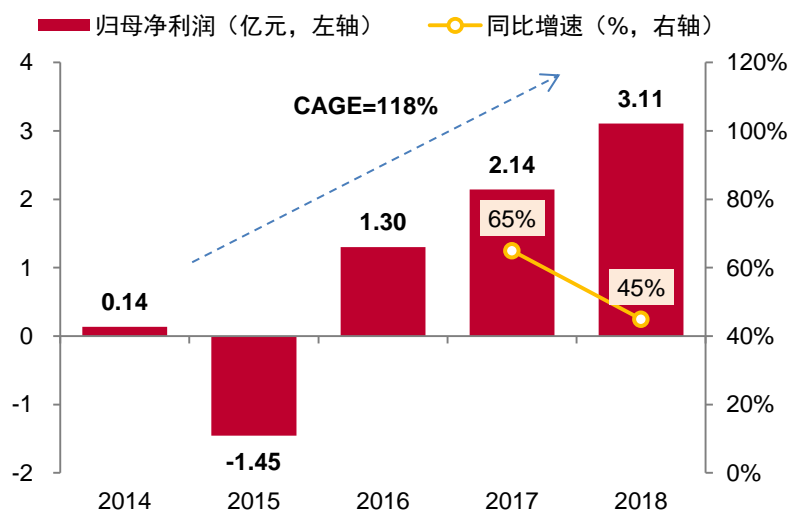
3、金山办公的体量

金山办公软件主要运营 WPS 系列办公软件。近几年，金山办公收入和净利润增速比较快。2016-2018 年公司收入为 5.43 亿元、7.53 亿元、11.30 亿元，归母净利润分别为 1.30 亿元、2.14 亿元、3.11 亿元。

图表 3: 金山办公收入



来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

图表 4: 金山办公净利润


来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

图表 5: 利润表情况

利润表摘要 (百万元)	2014	2015	2016	2017	2018
营业总收入	283	394	543	753	1130
同比(%)		39	38	39	50
营业总成本	307	549	462	598	896
营业利润	-24	-155	87	216	338
同比(%)		-550	156	148	57
利润总额	11	-118	130	216	322
同比(%)		-1154	211	66	49
净利润	14	-145	130	214	311
归母净利润	14	-145	130	214	311
同比(%)		-1167	189	65	45
非经常性损益	12	-259	17	22	41
扣非归母净利润	2	113	113	192	270
同比(%)		6469	0	70	40
研发费用	177	198	214	266	428
EBIT	-30	-160	79	198	284
EBITDA	2	-142	93	210	300
员工总数(人)	791	799	901	1144	1909

来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

金山办公的毛利率一直维持在 86% 以上，如果单纯看其 WPS 软件产品毛利率的话，我们估计在 95% 以上。这也说明了公司就是一个做软件产品的

公司。这几年公司毛利率有所下降，我们认为，主要是由于互联网推广业务收入增加所致。

图表 6: 主要比率

关键比率	2014	2015	2016	2017	2018
ROE(摊薄)(%)	3.9	-39.1	15.9	20.6	26.2
ROE(加权)(%)	4.0	-48.9	19.8	23.2	26.8
扣非后 ROE(摊薄)(%)	0.5	30.5	13.9	18.5	22.7
ROA(%)	2.8	-27.2	17.0	19.3	21.4
ROIC(%)	3.9	-40.5	21.4	22.9	27.8
销售毛利率(%)	92.8	92.8	88.6	88.2	86.7
销售净利率(%)	4.8	-37.0	24.0	28.5	27.5
EBIT Margin	1.8	-31.3	23.5	28.4	28.3
EBITDA Margin(%)	13.1	-26.8	25.9	29.9	29.8
资产负债率(%)	28.4	36.6	13.6	18.8	27.1
资产周转率(倍)	0.6	0.7	0.7	0.7	0.8
销售商品收到现金/营业收入(%)	104.6	93.8	107.9	113.4	110.7

来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

图表 7: 现金流量表情况

现金流量表摘要 (百万元)	2014	2015	2016	2017	2018
销售商品提供劳务收到的现金	296	369	585	854	1250
经营活动现金净流量	29	55	138	347	418
购建固定无形长期资产支付的现金	8	6	59	30	53
投资支付的现金	667	575	992	1655	3641
投资活动现金净流量	-30	-20	-235	-477	-218
吸收投资收到的现金			315		
取得借款收到的现金					
筹资活动现金净流量		34	271	-16	-184
现金净增加额	-1	72	177	-148	20
期末现金余额	65	137	314	166	186
折旧与摊销	32	17	13	11	17

来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

■ 4、金山办公哪些业务成长较快？

金山办公的业务可以简化为：软件产品、服务（云服务、增值服务）。

（1）软件产品：WPS 终端产品和金山词霸

WPS Office 办公软件产品包括：WPS Office 桌面版、WPS Office 移动版。

1) WPS Office 桌面版

分为 Windows、Linux、Mac 等版本。WPS Office 的功能组件包括：WP

S 文字、WPS 表格、WPS 演示、PDF 阅读。

图表 8: WPS 桌面版



来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

2) WPS Office 移动版

基于 Android、iOS 平台研发的办公应用软件，支持各种主流智能手机、移动平板设备。WPS Office 移动版包括 WPS Office 移动个人版和 WPS Office 移动专业版，主要包含 WPS 文字、WPS 表格、WPS 演示及 PDF 阅读。

图表 9: WPS 手机版



来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

3) 金山词霸

金山词霸是一款以中英互译为主的电子词典及在线翻软件，支持 Windows、iOS、Android 等多种平台。用户可使金山词霸进行英文阅读、写作等多种平台。用户可使金山词霸进行英文阅读、写作、口语练习、以及单词复

习等多种语音训练。

(2) 服务：增值服务&互联网广告

增值服务主要包括：企业办公增值服务和个人办公增值服务。

企业办公增值服务主要包括：为组织级客户提供专业级产品、企业办公云服务、办公解决方案。

个人办公增值服务主要包括：办公应用软件、个人办公云服务。

互联网广告推广服务：是以产品为载体，通过多种展示形式，为各类广告客户提供广告营销服务。

1) 个人办公增值服务

WPS Office 为注册用户和个人提供的增值服务包括：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。

通过以上增值服务，用户可以高效进行文档创作、编辑和分享。

2) 企业办公增值服务

WPS Office 为企业客户提供专业、定制化增值服务，主要包括：WPS+企业云服务（包括企业云文档、企业云协作）、文档安全等，帮助企业客户更好地进行文档创作、文档管理、分享和协同办公。

3) 互联网广告推广

目前，金山办公提供的胡来问你广告推广服务。目前广告推送的方式主要包括：

第一，弹窗。软件在不影响用户体验情况下，提供弹窗形式的广告展示。

第二，开屏页。包括首页、banner、顶通、尾通等固定位置的广告。

第三，任务雷。在客户端和官网，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换购买稻壳儿云模板和会员服务。

从公司三大主要业务收入构成来看，办公服务订阅业务收入占比提升比较明显。

图表 10：公司业务分类

单位：万元	2016		2017		2018	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
办公软件产品	23,503	43%	28,423	38%	35,568	31%
办公服务订阅	6,412	12%	17,316	23%	39,265	35%
互联网广告	24,283	45%	29,587	39%	38,131	34%
合计	54,199	100%	75,326	100%	112,964	100%

来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

图表 11: 公司业务 (按销售模式分类)

产品及服务 单位: 万元		2016		2017		2018	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比
办公软件	代理商	16,973	31%	20,091	27%	25,149	22%
	产品	6,530	12%	8,332	11%	10,420	9%
办公服务	代理商	7	0.0%	309	0.4%	568	0.5%
	订阅	6,405	12%	17,008	23%	38,696	34%
互联网	代理商	5,854	11%	8,418	11%	12,688	11%
	公司直销	6,175	11%	4,438	6%	6,336	6%
广告	第三方合作	12,255	23%	16,731	22%	19,107	17%
合计		54,199	100%	75,326	100%	112,964	100%

来源: iFind, 中泰证券研究所

■ 5、金山办公云产品? WPS+云办公

WPS+云办公: 是企业用户服务的专业办公套件, 可随时随地进行文档处理、展开共享协作, 不仅提供全平台的 WPS Office 客户端产品, 还提供在线协作文档、云存储、企业组织架构管理、文档安全管控等服务, 为企业办公带来安全高效的体验。

除了一般的文件处理功能之外, 金山办公提供了一些功能整合服务, 包括:

- 1) **文档修复:** 支持快速修复乱码文档和无法打开的文档。
- 2) **数据恢复:** 可恢复“误删除”、“误格式化”、“数据丢失”的文件。
- 3) **OCR 识别:** 支持一键将图片中的为文字转换为文本。

云服务内容和价格

根据提供云服务内容的不同, 公司将云办公服务分为三种不同的版本: 基础版、商业版、高级商业版。

图表 12: 金山办公的 WPS 会员服务

基础版	商业版	高级商业版
¥0	¥365	¥599
免费使用	元/人/年	元/人/年
1G/人 安全存储 最大支持50个用户	1T/人 安全存储 起始购买3个用户	5T/人 安全存储 起始购买3个用户
畅享跨端云办公服务	包含所有基础版功能和:	包含所有商业版功能和:
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: 金山文档、在线office	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 (1000个) 团队数量 (500个/人) 1V1服务
开启企业高效协作	批量下载 (500个) 团队数量 (300个/人)	
团队共享协作 文件统一管理 企业通讯录与成员管理		

来源: 公司官网, 中泰证券研究所

6、金山办公的会员服务?

金山办公提供多样化的会员服务。主要包括:

- WPS 会员:** WPS 精心打造的增值服务, 涵盖文档处理、PDF 文档、云服务各个专业领域。会员特权最多达 61 个, 价格低至 6 元/月。结合人工智能, 提升翻译、校对、查重、修复的效率。
- 稻壳会员:** 稻壳儿会员可以免费享受平台丰富的文档资源。稻壳平台提供简历定制、PPT 定制、Excel/ET 定制等服务。
- 精品会员课:** 覆盖五大学习主题: 291 个 WPS 技巧、75 项职场提升、30 种赚钱理财、161 本有声书、28 个亲子生活等内容。

图表 13: 金山办公的会员服务

WPS会员	稻壳会员	精品会员课
专注提升办公效率	享30+尊贵特权	只为爱学习的你
75种文档格式转换 65项办公特权 每天仅需0.24元	800万+办公模板下载 1000+图表任意使用 PPT智能排版	超低价: 享14850元知识大礼 免费学: 200+爆门好课 陪伴式: 微信社群、答疑解惑
¥ 89元/年	— 稻壳会员 — ¥79 /年 ¥240 /// 享20+项资源特权 ///	LEARNING CARD 畅学卡 有效期: 一年
	— 超级会员 — ¥159 /年 ¥360 /// 享全平台所有特权 ///	¥ 698

来源：公司官网，中泰证券研究所

关于稻壳：Docer 稻壳儿又称稻壳、Docer、稻壳儿，隶属于珠海金山办公软件有限公司，拥有海量优质的 Office 文档资源，致力于更轻松的办公生活。

DOCER 稻壳儿——海量营养的 Office 文档资源分享平台，WPS 旗下明星产品。经过三年的成长，稻壳儿日活超过 2000 万，日均 PV 超过 3000 万，月下载量超过 8000 万。

稻壳儿开创了人工定制平台的服务模式，有超过 1000 名的认证设计师资源，上线以来，深受用户的青睐，为校园和商务办公用户的求职和提高效率、精简办公提供了帮助。

图表 14：稻壳儿


来源：公司官网，中泰证券研究所

■ 7、金山办公的下游客户有哪些？

公司的产品形态决定了下游客户的种类。

金山办公的下游客户主要覆盖：政府、金融、能源、航空等领域。在以上客户中，政府优势比较明显，目前公司覆盖 30 多个省市、400 多个市县级政府。

图表 15：公司 WPS 软件客户覆盖

客户类型	总数量	公司覆盖数量	覆盖率
全球 500 强中国企业	120	69	58%
央企	96	82	85%
国有商业银行	5	5	100%
股份制银行	12	11	92%

来源：iFind，中泰证券研究所

通过以上客户类型，我们可以看出，这些行业客户的特点是：信息化程度比较高、客户支付能力比较强、信息数据安全级别要求较高。这也是与 WPS 产品的性质以及目前产品推广策略相关。

图表 16: 2018 年公司前五大客户

序号	客户名称	是否为新增客户	销售标的	收入金额	占比
1	杭州阿里妈妈软件服务有限公司	否	互联网广告推广服务	15664	13.9%
	浙江天猫技术有限公司	否			
	淘宝（中国）软件有限公司	否			
2	北京壹捌零数字技术有限	否	互联网广告推广服	6599	5.8%
3	中国仪器进出口集团有限公司	否	办公软件产品授权、 办公服务订阅	4416	3.9%
4	广州晟让信息技术有限公司	否	互联网广告推广服务	2540	2.3%
5	深圳市腾讯计算机系统有限公司	否	互联网广告推广服务	2045	1.8%
	腾讯科技（北京）有限公司	是	互联网广告推广服务		
合计				31264	27.7%

来源：iFind，中泰证券研究所

图表 17: 2017 年公司前五大客户

序号	客户名称	是否为新增客户	销售标的	收入金额	占比
1	杭州阿里妈妈软件服务有限公司	否	互联网广告推广服务	13023	17.3%
	浙江天猫技术有限公司	否			
	淘宝（中国）软件有限公司	否			
2	中国仪器进出口集团公司	否	办公软件产品使用授权、 办公服务订阅	7268	9.7%
3	北京壹捌零广告有限公司	是	互联网广告推广服务	5251	7.0%
4	日本金山（キングソフト株式会社）	否	办公软件产品授权	1661	2.2%
	北京金山安全软件有限公司	否	互联网广告推广服务		
5	黑龙江鑫联华信息股份有限公司	否	办公软件产品授权	1354	1.8%
合计				28557	37.9%

来源：iFind，中泰证券研究所

■ 8、通过金山办公招股说明，我们读到了什么？

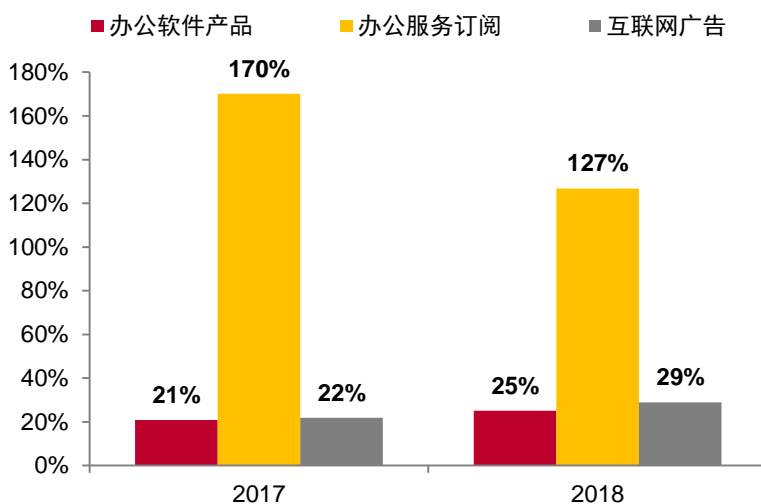
金山办公的 WPS 曾经是中国 Office 办公软件的王者，中间经过与 Microsoft 的合作与竞争之后。产品和业务战略经历迭代和变化。

1) 从三大业务构成来看，WPS 软件产品、WPS 订阅服务、互联网广告三个业务中：

WPS 订阅服务：是其增速最快的业务，而且订阅服务也是公司目前收入体量最大的业务。2018 年收入占比 35%。我们认为，WPS 订阅服务有望继续保持快速增长。

互联网广告业务：经过前期基数低的情形下的高增长之后，目前收入体量已经占到 30% 多，增速也趋于稳定。

WPS 软件产品业务：相比过去几年，这两年收入增速有所提升。我们认为，这可能与 WPS 下游客户产品拓展有关。

图表 18: 三大业务收入增速


来源：公司官网，中泰证券研究所

图表 19: 业务收入构成

收入 (百万元)	2014	2015	2016	2017	2018
办公软件产品使用授权	192	222	235	284	356
办公服务订阅	10	20	64	173	393
互联网广告推广服务	81	152	243	296	381
其他业务	0	0	1	0	0
合计	283	394	543	753	1130
增速 (%)	2014	2015	2016	2017	2018
办公软件产品使用授权		15%	6%	21%	25%
办公服务订阅		105%	229%	170%	127%
互联网广告推广服务		88%	59%	22%	29%
其他业务		186%	263%	-100%	6745%
合计		39%	38%	39%	50%
毛利率 (%)	2014	2015	2016	2017	2018
办公软件产品使用授权	98%	98%	97%	97%	97%
办公服务订阅	44%	47%	63%	75%	81%
互联网广告推广服务	85%	91%	88%	88%	83%
其他业务	0%	100%	100%	100%	0%
合计	93%	93%	89%	88%	87%

来源：公司官网，中泰证券研究所

2) 从客户结构来看，目前公司的 WPS 产品的付费用户主要集中在政府、金融、能源、航空等领域。

第一，对于不同产品形态的 WPS 产品而言，客户也略有不同。WPS 单机

版主要集中在大型企业，而 WPS 订阅服务和增值服务主要个人订阅服务更多一些。其中个人订阅服务中，WPS 会员占比最大，稻壳儿会员收入增速也比较快。

第二，机构客户订阅主要是以 WPS+云为主。

图表 20：订阅服务主要收入构成

收入（百万元）	2014	2015	2016	2017	2018
办公服务订阅	9.5	19.5	64.1	173.2	392.6
个人客户订阅	2.8	9.6	48.3	147.9	369.7
WPS 会员			27.8	81.8	231.4
稻壳会员			17.8	51.0	103.1
词霸业务			2.7	14.2	30.9
其他个人客户订阅				0.8	4.4
机构客户订阅	6.8	9.9	15.8	25.3	22.9

来源：招股说明书，中泰证券研究所

3) 未来几大主要方向：自主可控、云化、智能化、全球化

第一，自主可控。WPS 产品具备完全自主可控能力。其实，从目前 WPS 的机构客户的定位来看，党政军领域拓展已经比较深入。公司自主研发的 WPS Office WPS Linux 版本已经全面支持国产整机平台（如：龙芯、飞腾兆申威等片）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。因此，我们判断，未来自主可控这个领域仍是公司商业化比较重要的一个市场。

第二，云化&智能化。目前公司的订阅服务已经是公司收入比例最大的业务。订阅服务中包括了云化和会员服务内容。而会员客户主要以云化业务作为客户基础来源和载体。另外，从公司募投项目中我们可以看到，云服务和 AI 是主要投资建设方向。

第三，全球化。从市场占有率角度来看，2018 年底，WPS 注册用户总量为 2.8 亿，如果以注册用户数来测算的话，金山办公 WPS 用户在国内办公市场的比例为 42.75%，而这其中，大部分是免费用户，因此国内付费用户的拓展还有很大提升空间。国内如此，对于海外更是如此。

目前，海外市场主要被 Microsoft 垄断。近几年，公司海外收入体量也不断增加，收入占比还比小，大概在 6% 左右。在募投项目中，全球化单独作为一项来列示，包括全球技术服务支持中心和全球营销网络服务中心建设。

2018 财年，微软 Office 商业客户收入为 242 亿美元，订阅客户收入为 28.6 亿美元，截至 2018 年 6 月末，Office 365 的订阅数为 3140 万。

- **风险提示。**行业竞争加剧的风险，订阅业务进展低于预期的风险，付费用户拓展低于预期风险。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。