

2019年11月04日

金山办公 (688111.SH)

公司新股分析

证券研究报告

金山岂是池中物 一遇风云便成龙

- 金山办公是非常优质的“硬科技”标的。公司的主要产品是 WPS Office。WPS Office 历经三十年的发展，涵盖了办公常用的文档、表格、演示等功能，牢牢占据着国内办公软件第二的宝座。WPS Office 针对个人用户和企业用户分为不同版本，个人端采用 Freemium 模式，依靠广告和 WPS 会员/稻壳会员的订阅费变现，企业端则为年费的订阅模式和场地授权/数量授权的授权方式。公司产品已经完成适配，能够在诸多主流操作系统上使用。
- 对标 MS Office，WPS Office 潜力巨大。我们详细分析了目前办公软件领域的王者微软 MS Office 的发展历史：在 PC 时代，MS Office 依托 Windows 的优势，形成生态，迅速做大做强；进入移动时代后，MS Office 紧紧抓住云化的趋势，推出 Office 365 产品，从授权模式转为订阅模式，收入快速增长。目前 WPS 企业级收入中，订阅收入的比重较小，随着国内用户逐渐从授权转向订阅，以及国产化的推进，WPS Office 作为拥有与 MS Office 交叉授权的软件，其收入有望快速增长。此外，在移动端，WPS Office 的产品在诸多指标方面都优于 MS Office，这为 WPS Office 未来的发展打下了坚实的基础。
- 综合考虑不同市场、海外扩张及产品拓展的因素测算公司估值。我们认为，公司 To B 市场空间为 32-37 亿元，To C 市场空间为 11-16 亿元，To G 市场空间为 5-14 亿元，广告市场与目前接近。我们将他们进行折现得到的估值为 341-568 亿元。但是，我们认为，公司海外扩张及产品扩展的可能性极高，需要包含在公司估值中，我们假设公司的海外扩张和产品拓展可以贡献 40%-60% 的估值，则公司整体的估值为 480-900 亿元。
- 投资建议：我们预计公司 2019-2020 年收入分别为 16.0/26.5 亿元，同比增长 41%/66%；净利润分别为 3.4/8.0 亿元，同比增长 9%/137%。
- 风险提示：产品单一化风险，公司 To B / To C / To G 业务线发展不及预期，假设条件不成立的风险。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	753.3	1,129.7	1,595.4	2,654.0	3,450.3
净利润	214.3	310.7	337.4	799.6	1,039.5
每股收益(元)	0.60	0.86	0.80	1.89	2.45
每股净资产(元)	2.89	3.30	3.74	5.62	8.08

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
市净率(倍)	-	-	-	-	-
净利润率	28.5%	27.5%	21.1%	30.1%	30.1%
净资产收益率	20.6%	26.2%	21.3%	33.5%	30.4%
股息收益率					
ROIC	45.0%	38.5%	35.3%	70.6%	116.7%

询价区间:	41.46 - 48.06 元
定价区间:	86.77 - 182.21 元

发行数据

总股本(万股)	36,000
发行数量(万股)	-
网下发行(万股)	-
网上发行(万股)	-
保荐机构	中国国际金融股份有限公司
发行日期	2019/11/7
发行方式	网上发行,网下配售,战略投资者配售

股东信息

金山办公应用软件开发有限公司	67.50%
成都奇文五维商务信息咨询合伙企业(有限合伙)	10.35%
MSTMTHoldingILimited	6.67%
GGV(WPS)Limited	3.33%
成都奇文四维商务信息咨询合伙企业(有限合伙)	3.32%
成都奇文七维商务信息咨询合伙企业(有限合伙)	2.63%
ShunweiInternet(HongKong)Limited	1.67%
成都奇文三维商务信息咨询合伙企业(有限合伙)	1.15%
成都奇文九维商务信息咨询合伙企业(有限合伙)	1.08%
成都奇文一维商务信息咨询合伙企业(有限合伙)	.90%

胡又文

分析师

SAC 执业证书编号: S1450511050001

huyw@essence.com.cn

021-35082010

黄净

分析师

SAC 执业证书编号: S1450519100003

huangjing2@essence.com.cn

相关报告

内容目录

1. WPS：科创板待挖掘的一座“金山”	5
1.1. 科创板优质标的，基本面强劲	5
1.2. WPS 国产替代空间大，市场竞争力强	7
1.3. 公司云化办公业务不断增长，借力移动互联网大潮破浪前行	8
2. 师夷长技，微软在办公软件市场的发展回顾	9
2.1. Microsoft：PC 时代软件的代名词	9
2.2. Office：办公软件的代名词	13
2.2.1. 黄金时代：Office 套件 PC 端独孤求败	13
2.2.2. 白银时代：Office 365 在移动云端重获新生	14
2.3. 总结：MS Office 成功的法门	17
3. 自力更生，金山办公的优势与机会	18
3.1. 内力深厚：原生的办公软件科技企业	18
3.1.1. WPS Office 与 MS Office 的成长史	18
3.1.2. WPS Office 技术底蕴深厚，始终坚持自主发展	19
3.2. 门派加持：好风助力，大有可为	19
3.2.1. “自主可控”叠加税收优惠，国产软件持续受益	19
3.2.2. WPS：国产自主可控软件的杰出代表	21
3.3. 重出江湖：云化助力，办公软件擂台 2.0	23
3.3.1. 软件云化势不可挡，轻量级办公渐行渐近	23
3.3.2. WPS 移动端翻盘，与微软再战输赢	25
3.3.3. 办公云化优先布局，WPS 前景可期	27
3.3.4. 智能办公曙光初现，WPS 有望逆袭	30
3.4. 纵横对比，金山办公到底价值几何	31
3.4.1. To B 业务市场空间测算	33
3.4.2. To C 业务市场空间测算	34
3.4.3. To G 业务市场空间测算	35
3.4.4. WPS 估值测算需要考虑其未来的发展潜力	35
4. 盈利预测	36
5. 风险提示	36
5.1. 产品单一化风险	36
5.2. To B 业务线发展不及预期	36
5.3. To C 业务线发展不及预期	37
5.4. To G 业务线发展不及预期	37

图表目录

图 1：金山办公主要产品及服务矩阵	5
图 2：公司近三年主营业务收入情况	5
图 3：公司近三年利润状况	5
图 4：公司费用率情况	6
图 5：可比公司研发费用占比对比	6
图 6：金山办公股权结构	7

图 7: 2012-2018 年中国基础办公软件用户规模.....	8
图 8: 前五大客户占比变化.....	8
图 9: 公司近三年营收分拆.....	8
图 10: 微软营业收入及增速.....	9
图 11: 微软毛利率及净利率.....	10
图 12: 纳斯达克市场前 5 大高市值公司 (2019 年 10 月 7 日)	10
图 13: 微软的四大业务.....	11
图 14: 微软营业收入拆分 (亿美元)	12
图 15: 微软 2018 年营业收入组成.....	12
图 16: Office 365+Dynamics 365+Azure 业务的营收及增速.....	13
图 17: MS Office 在 2002-2010 年的营收及增速.....	13
图 18: 微软利用 OEM 方式捆绑销售 Office.....	14
图 19: MS Office 在 2010-2018 年的营收及增速.....	15
图 20: Office365 用户月活量 (单位: 亿)	15
图 21: MS Office 在 2016-2018 年的营收及增速.....	16
图 22: Office、Dynamics、Linkedin 三位一体.....	16
图 23: Office 365 企业用户产品分类.....	17
图 24: 2016 年 Office 365 产品订阅分类统计.....	17
图 25: WPS 1.0 版本.....	18
图 26: 互联网广告推广服务营收及增速.....	19
图 27: 近年来软件行业占 GDP 比重统计.....	20
图 28: WPS 的 ToG 及 ToB 类客户	22
图 29: Linux 平台上的 WPS Office 产品.....	22
图 30: 我国移动互联网 MAU 趋势.....	23
图 31: 办公商务分类汇总 MAU 及其增速 (右轴) 情况.....	24
图 32: 用户使用 WPS Office 的频率.....	24
图 33: 用户使用移动端 WPS Office 的主要场景.....	24
图 34: 谷歌公司的云化办公及企业协同产品.....	25
图 35: WPS 移动版与 MS Office 移动版占用空间对比.....	26
图 36: WPS 移动版与 MS Office 移动版价格对比.....	26
图 37: 办公服务订阅营收及占比.....	27
图 38: Office 365 与 WPS 云文档订阅价格对比.....	28
图 39: Office 365 与 WPS 云文档月活跃用户数对比.....	28
图 40: 金山办公与各云厂商的合作.....	29
图 41: 金山办公与国内其他云文档产品横向对比.....	30
图 42: WPS AI 语音批注.....	31
图 43: WPS 小墨助手.....	31
图 44: 公司口径的收入拆分 (百万元人民币)	32
图 45: 公司办公服务订阅收入前五大客户 (2018 年)	32
图 46: 重新分类后公司收入拆分.....	33
图 47: 公司总体 MAU (包含词霸产品) 和付费率情况.....	34
图 48: 公司移动端 MAU 情况 (iOS+android)	34
图 49: WPS 会员付费用户转化率.....	35
图 50: 稻壳儿会员付费用户转化率.....	35

表 1: 中美贸易战重要时间节点回顾 (截止 2019H1)	20
表 2: 近年来国产软件相关政策及事件.....	21
表 3: WPS Office 移动版产品分类及特点.....	25
表 4: 估值主要假设.....	35

1. WPS：科创板待挖掘的一座“金山”

1.1. 科创板优质标的，基本面强劲

国内领先的办公软件和服务提供商，拳头产品 WPS Office 被广泛应用。金山办公是国内领先的办公软件和服务提供商，主要从事 WPS Office 办公软件产品及服务的设计研发及销售推广。公司产品及服务在多个重要领域得到广泛应用，在政府部门优势尤其明显，公司自主研发的 WPS Office 国产化版本已经全面支持国产整机平台和操作系统。公司的 WPS Office 产品经过 30 余年的持续创新与发展，已形成产品差异化竞争优势。2018 年 12 月，WPS 产品月度活跃用户总数已超过 3.10 亿，WPS Office 移动版已覆盖全球超过 220 个国家和地区，在艾瑞 APP 指数的办公管理类应用排名第一，在百度指数中的媒体指数平均值达到 38883，用户关注度领先其他同类产品。

公司产品主要包括 WPS Office 办公软件和金山词霸等，可在 Windows、Linux、Android、iOS 等众多主流操作平台上应用。

图 1：金山办公主要产品及服务矩阵

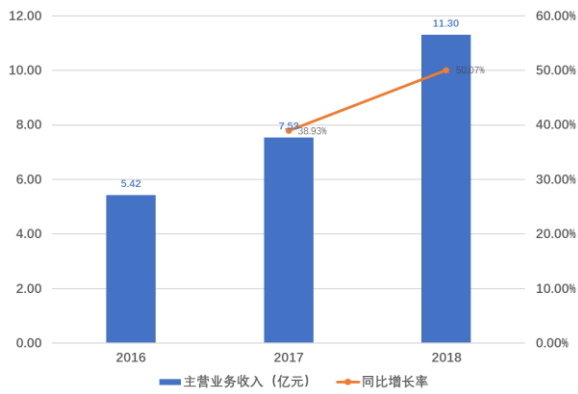


数据来源：公司招股书，安信证券研究中心

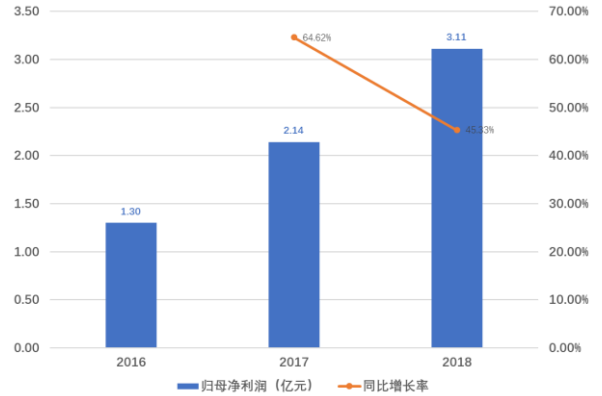
公司营收保持高增长率，具备很强的盈利能力。公司近三年营业收入分别为 5.42 亿元、7.53 亿元和 11.30 亿元，规模巨大且始终保持高速增长，2017 年度和 2018 年度的同比增长率分别为 38.93% 和 50.07%。公司近三年归母净利润分别为 1.30 亿元、2.14 亿元和 3.11 亿元，2017 年度和 2018 年度的同比增长率分别为 64.62% 和 45.33%。

图 2：公司近三年主营业务收入情况

图 3：公司近三年利润状况



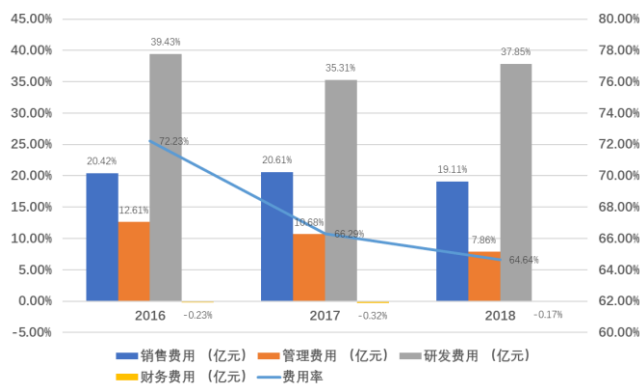
数据来源：公司招股书，安信证券研究中心



数据来源：百度流量研究院，安信证券研究中心

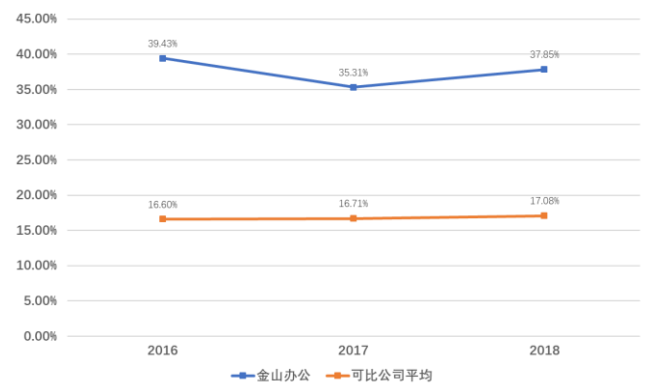
公司费用控制得当，研发投入保持较高比重。公司期间费用金额大小依序为管理费用、研发费用、销售费用和财务费用，期间费用占营业收入比例逐年降低，2016-2018 年公司费用占其营业收入的比重分别为 51.18%、42.83%、42.04%。期间费用中占比最大的是研发费用，2016 年度、2017 年度及 2018 年度，研发费用在期间费用中的占比分别为 54.60%、53.27% 和 58.55%。公司在近三年的研发费用远高于可比公司平均水平。公司较高的研发投入符合科创板对科技性的定位。

图 4：公司费用率情况



数据来源：公司招股书，安信证券研究中心

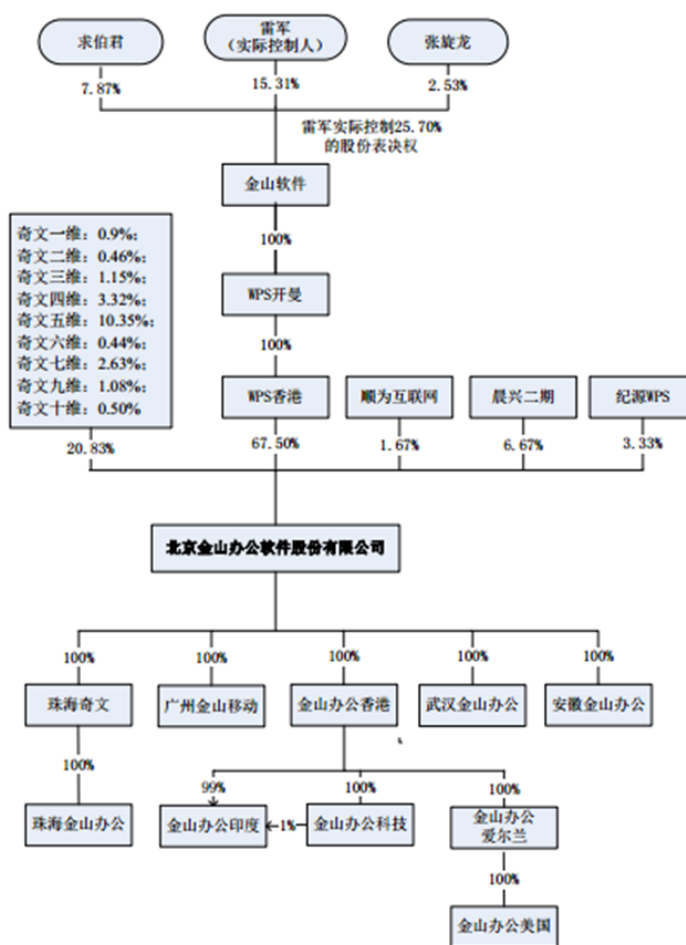
图 5：可比公司研发费用占比对比



数据来源：公司招股书，安信证券研究中心

公司股权分布集中，股权激励充分。根据公司招股书披露，WPS 香港系持有本公司 67.50% 的股份。雷军先生为公司的实际控制人，雷军先生除持有金山软件、WPS 开曼、WPS 香港持有本公司的股份外，截至招股书签署之日，雷军先生还通过持有顺为互联网、奇文二维、奇文四维、奇文五维、奇文七维间接持有公司的股份。截至 2019 年 1 月 31 日，雷军先生持有金山软件 25.70% 表决权。公司股权分布整体上较为集中。公司部分员工设立奇文一维、奇文二维、奇文三维、奇文四维、奇文五维、奇文六维、奇文七维、奇文九维、奇文十维作为员工持股主体，并由员工持股主体认购发行人相关份额。

图 6：金山办公股权结构



数据来源：公司招股书，安信证券研究中心

1.2. WPS 国产替代空间大，市场竞争力强

据计世资讯统计，2018 年我国基础办公软件市场规模为 85.34 亿元，相较 2017 年同比增长 9.7%，市场规模预计到 2023 年将达到 149.04 亿元，复合增长率为 11.8%。同时，2018 年我国基础办公软件用户规模为 6.55 亿，相较 2017 年同比增长 4.75%，用户规模复合增长率 6.8%。未来国内办公软件市场规模、用户数量将持续上升，国产办公软件替代存在巨大空间。根据 2019 年 5 月国常会吹风，国产软件的“两免三减半”减税政策有望持续。同时，中美贸易战令“自主可控”的作用凸显，金山办公作为国产办公软件绝对龙头有望持续受益。

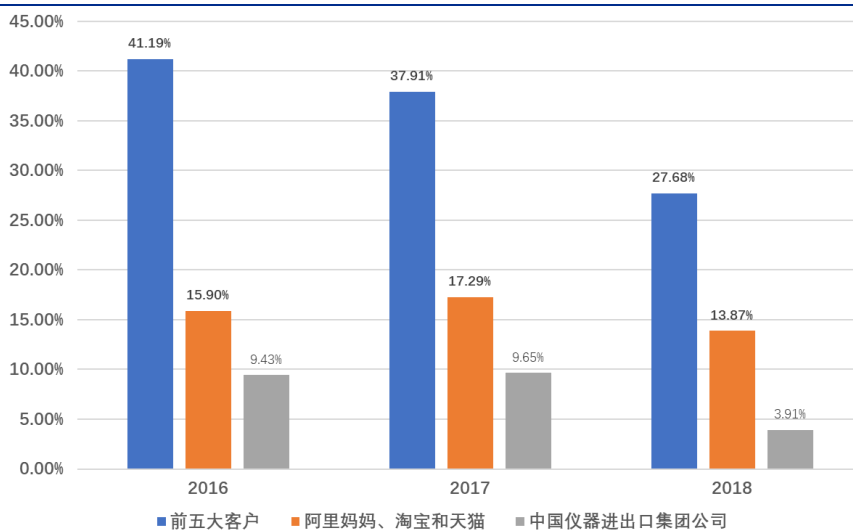
图 7：2012-2018 年中国基础办公软件用户规模



数据来源：计世资讯，安信证券研究中心

公司业务全面开花，不只在政府及国企大量引用，在企业用户中也表现突出。公司前五大客户近三年占比逐渐减少，由 41.19% 降至 27.68%，说明公司的客户逐步多元化，市场竞争能力强。在政府客户方面，公司产品在国内政府及企事业单位正版化采购市场明显领先于其他国内同类产品。与此同时，金山办公也存在大量商业客户，近三年来来自阿里电商系的采购占到公司营收的 15% 左右。

图 8：前五大客户占比变化

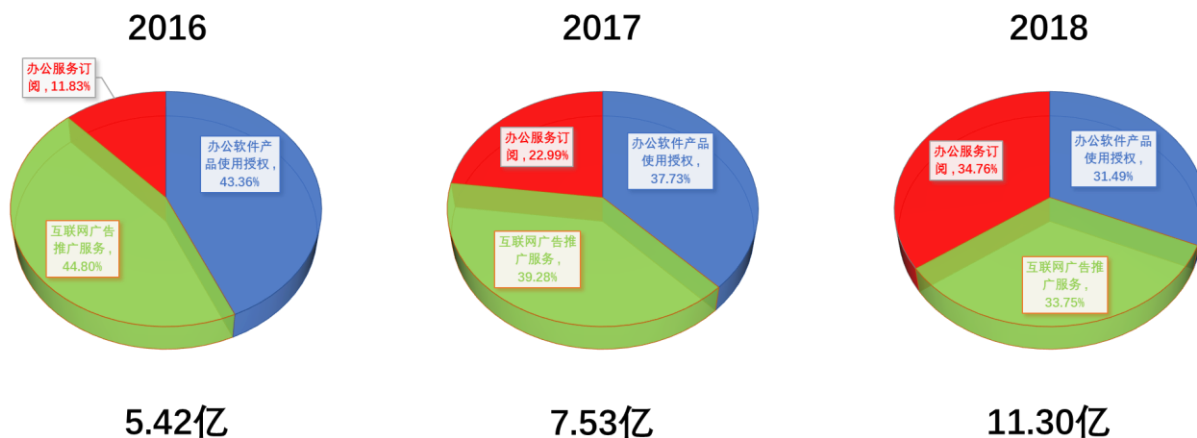


数据来源：公司招股书，安信证券研究中心

1.3. 公司云化办公业务不断增长，借力移动互联网大潮破浪前行

从近三年公司营收拆分来看，由 WPS 办公云化带来的办公服务订阅业务占总营收的比重不断提高。WPS 办公云化业务在 2016-2018 的营收分别为 0.64 亿、1.73 亿、3.93 亿，占总营收的比重由 2016 年的 11.83% 提高到 2018 年的 34.76%。在移动互联网持续渗透，软件云化不断提速的大背景下，WPS 业务未来增长可期。

图 9：公司近三年营收拆分



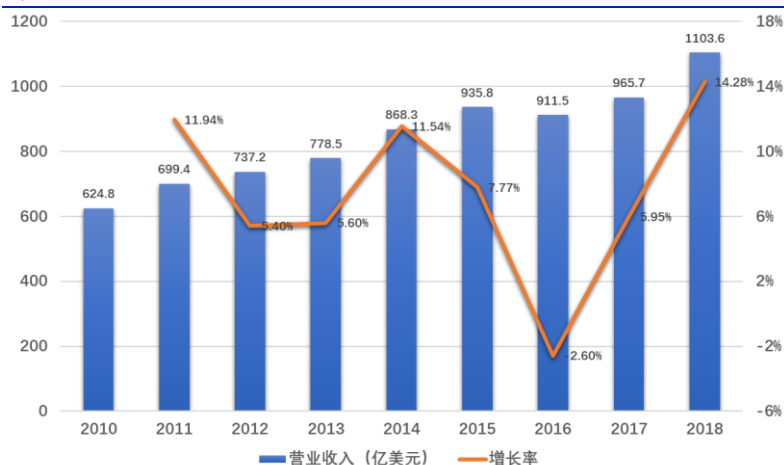
数据来源：公司招股书，安信证券研究中心

2. 师夷长技，微软在办公软件市场的发展回顾

2.1. Microsoft: PC 时代软件的代名词

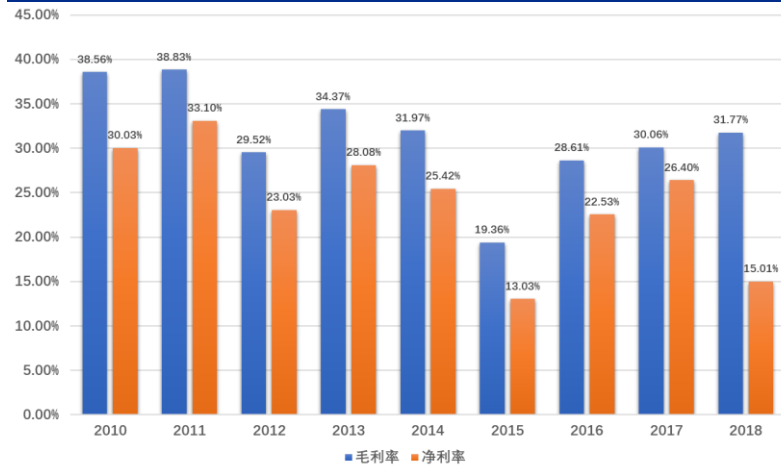
巨无霸级业务体量，纳斯达克市场中流砥柱。微软是传统软件行业的霸主，以研发、制造、授权和提供广泛的软件服务为主，分公司遍及全球各主要国家及经济体。微软业务体量巨大，同时具备极强的盈利能力。微软在 2010 年营业收入就已达 624.8 亿美元。随着收购 LinkedIn 所带来的业务增量逐步释放，微软在 2018 年的营收达到 1103.6 亿美元。同时，微软的毛利率平均水平在 30% 以上，净利率平均水平在 20% 以上，盈利能力在传统软件公司中非常突出。

图 10：微软营业收入及增速



数据来源：公司官网，安信证券研究中心

图 11：微软毛利率及净利率



数据来源：公司官网，安信证券研究中心

微软是纳斯达克市场科创象征之一。微软于 1986 年在美国纳斯达克股票交易所上市，一直致力于创新软件产品的推出，是纳斯达克市场高科技公司的代表。在上市后，经过 30 年的发展与壮大，微软长期把持纳斯达克市场前五大市值公司的位置。自 2019 年起，微软市值越过万亿美元大关，晋升为全球市值第一的上市公司。微软在纳斯达克市场的成功，成为美国资本市场吸引高科技公司出海 IPO 的榜样。

图 12：纳斯达克市场前 5 大高市值公司（2019 年 10 月 7 日）

 Microsoft	微软	10470 亿
	苹果	10261 亿
	亚马逊	8571 亿
	谷歌	8374 亿
	脸书	5126 亿

数据来源：纳斯达克官网，安信证券研究中心

操作系统打天下，办公软件定江山。微软于 1975 年由比尔·盖茨和保罗·艾伦创立，初期以 BASIC 语言编译器起家。在 1980 年，公司凭借 MS-DOS 操作系统站稳脚跟，并在九十年代最终通过 Windows 操作系统和 MS Office 办公软件一举奠定了自身在 PC 软件行业的霸主地位。

微软的业务主要包括四部分：操作系统、办公软件、游戏机和云服务。

（1）操作系统

Windows 操作系统是微软的核心产品之一，在个人操作系统领域已取得统治性地位，涵盖了 IT 行业发展早期的 16 位操作系统直至现今流行的 64 位操作系统。微软除了发布多款在 PC 市场取得巨大成功的操作系统外，也推出了 Windows 2003、Windows 2008 等针对服务器的

操作系统。

(2) 办公软件

MS Office 是微软另一款核心产品，是公司营收贡献的主要来源，目前已在全球办公软件市场取得实质性垄断地位。MS Office 作为搭配 Windows 操作系统的图形化办公软件于 1993 推出，从 MS Office 97 开始崭露头角，并在 MS Office 2003 版本奠定了自身的王者地位。目前，MS Office 的 docx、pptx 等已成为了文档的标准格式。

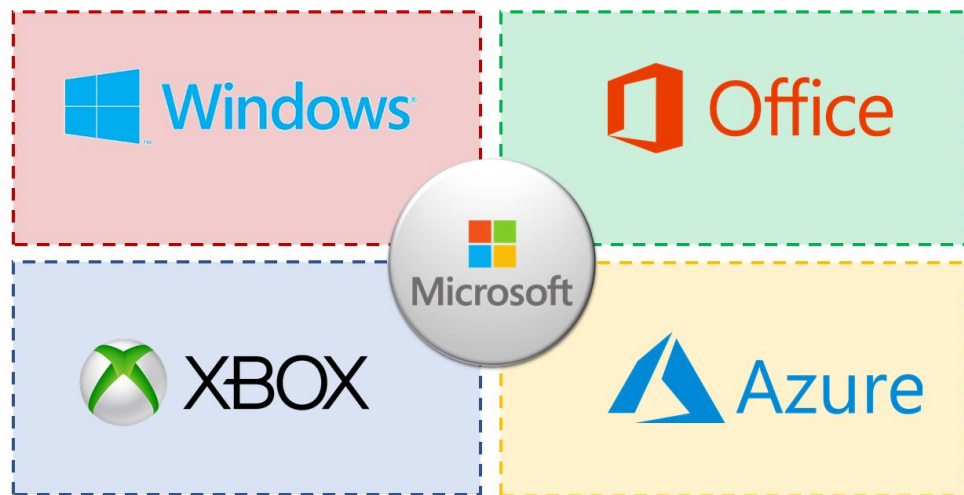
(3) 游戏机

Xbox 是微软创立的电子游戏机产品，用于与索尼的 PS 与任天堂的 Wii 对抗，目前已推出了 Xbox、Xbox360、Xbox One、Xbox One X 四款产品。Xbox 的特点是更贴近电脑，而且配备 Kinect 体感设施等附加产品。

(4) 云服务

Azure 是微软的公用云服务平台，也是微软在后 PC 时代的核心创新业务之一。Azure 项目起源于 2006 年，目前在全球拥有超过 54 座数据中心以及 44 个 CDN 跳跃点。目前，Azure 包含 30 余种服务，数百项功能。

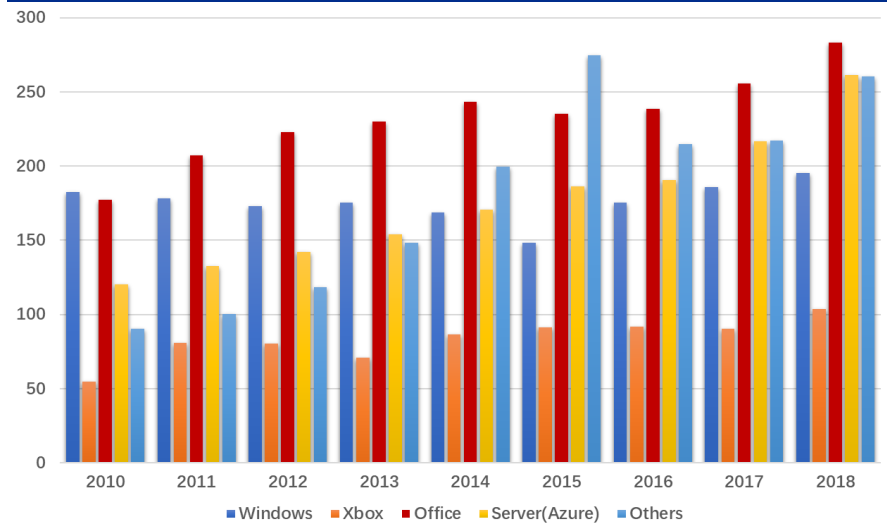
图 13：微软的四大业务



数据来源：公司官网，安信证券研究中心

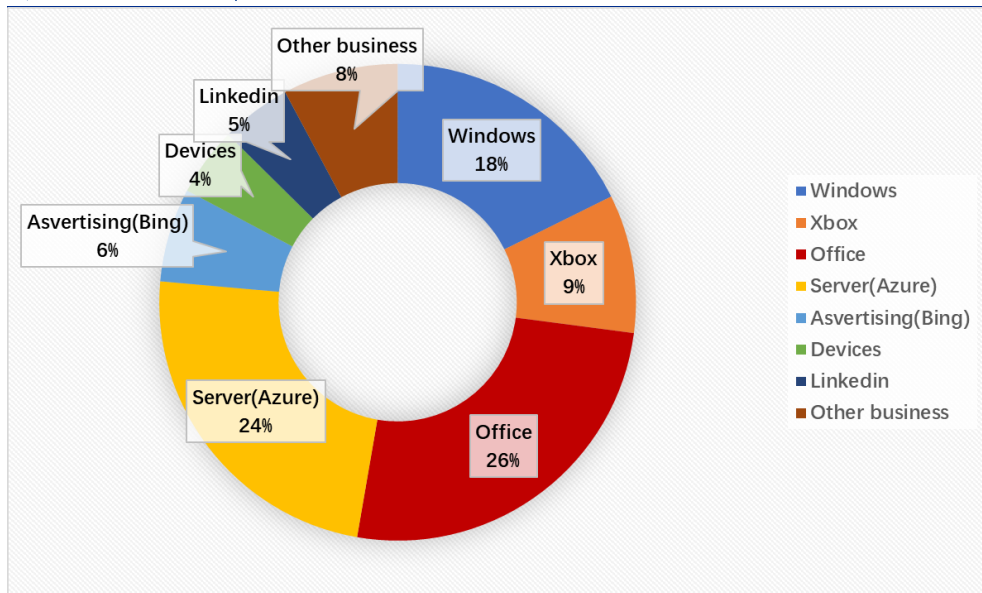
梯次分明，“传统+创新”令微软永葆活力。Windows 操作系统和 MS Office 是微软的传统产品，两类业务合计贡献近 50%，是公司营收的保障。Xbox 游戏业务是微软后劲的有生力量，封疆裂土划分出属于自己的版图，在近几年始终保持 10% 左右的业务贡献。Azure 云业务是微软最富活力的尖刀利刃，在与云化办公 Office365 结合后大放异彩，冲在公司业务的最前沿。

图 14: 微软营业收入拆分 (亿美元)



数据来源: 公司年报, 安信证券研究中心

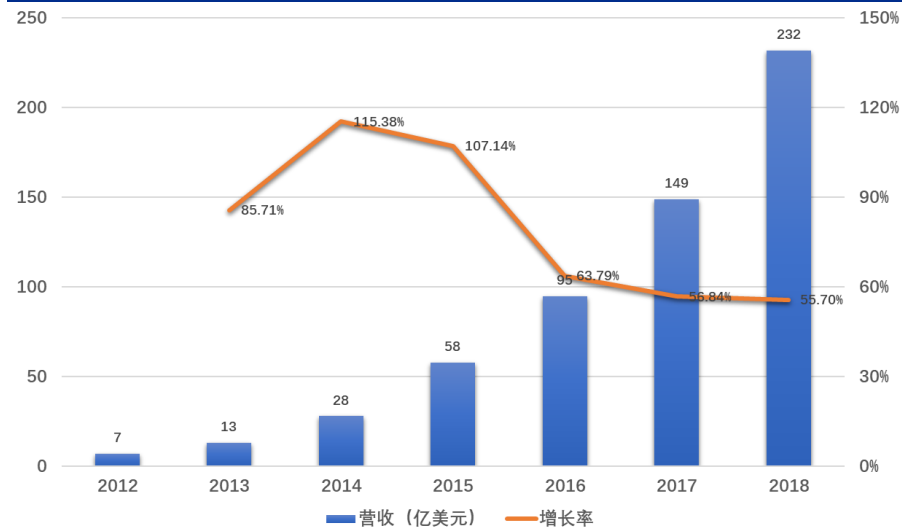
图 15: 微软 2018 年营业收入组成



数据来源: 公司年报, 安信证券研究中心

Office 业务成为微软的中流砥柱。随着传统的 Windows 操作系统业务逐步下滑, 家用机 Xbox 业务体量攀升有待时日, Office 业务成为微软营收贡献的重点。与此同时, Office 365+Azure+Dynamics 365 的“云化+办公”创新业务组合更是在近几年增长迅猛, 从 2012 年的 7 亿美元迅速提升到 2018 年的 232 亿美元, 在 2014 年、2015 年的增长率更是超过 100%, 整体上始终维持在 55% 以上。

图 16: Office 365+Dynamics 365+Azure 业务的营收及增速



数据来源：公司官网，安信证券研究中心

2.2. Office：办公软件的代名词

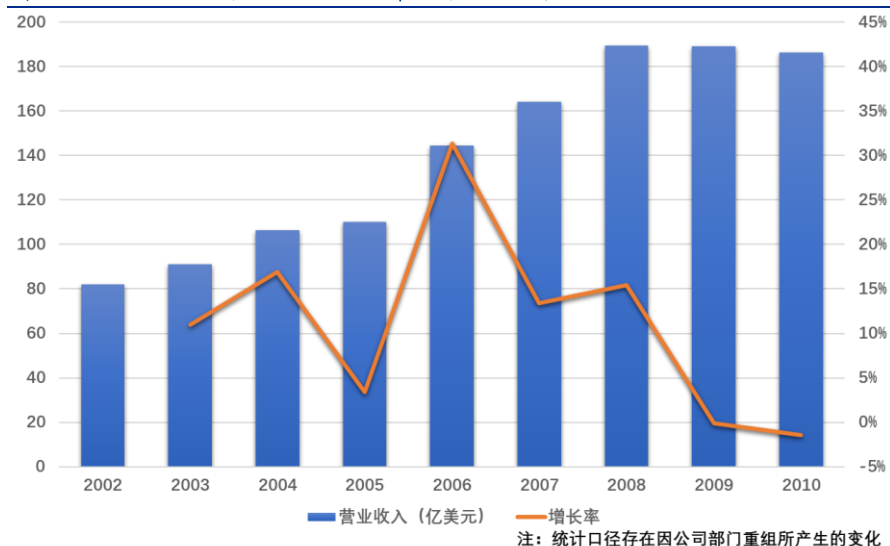
微软的 MS Office 产品最初于 1989 年提出，目前已成为世界范围内办公软件的代名词，全球装机量超过 12 亿。MS Office 初始时仅含有 Word、Excel、PowerPoint 等基本办公组件，实现文档、表格、幻灯片编辑制作的基本功能。随着产品的不断开发，MS Office 已成为涵盖基础办公、团队协作、职场社交等多项功能的综合性办公软件。

通过对微软的调研，我们认为微软 MS Office 的发展可以分为 PC 时代和移动端时代两个阶段来分析。微软在 PC 时代与移动端时代分别采用了不同的策略，让 MS Office 始终把持办公软件市场的头把交椅。

2.2.1. 黄金时代：Office 套件 PC 端独孤求败

PC 时代办公软件王者。在 PC 机逐步普及化，企业办公逐步电子化的黄金时代，MS Office 凭借良好的文档显示编排能力几近垄断了办公软件市场。在步入 2000 后，微软的 MS Office 产品营收超过 80 亿美元，并在 2008 年后持续保持在 180 亿美元的水平以上。在庞大的业务体量下，MS Office 仍多年保持 10% 以上营收增长率，是不折不扣的 PC 时代办公软件王者。

图 17: MS Office 在 2002-2010 年的营收及增速



数据来源：公司官网，安信证券研究中心

依托 Windows 平台优势，迅速做大做强。微软通过自身操作系统平台优势，为 MS Office 奠定了良好的基础。在 MS-DOS 时代，文档处理软件 WordPerfect 曾以 36% 的市场份额领先于 MS Office 产品。在 1990 年微软推出 Windows 操作系统后，公司 MS Office 技术团队依托平台优势率先向图形化进军，并最终打败 WordPerfect。

MS Office 格式标准化，领跑办公软件技术。随着 MS Office 在九十年代末成为办公软件龙头，MS Office 文档格式 doc、xls 等已实质成为电子文档标准。由于掌握文档格式标准化的制定权，因而微软的 Office 在文档预览、编辑功能上存在较大优势，而竞争对手的产品往往会在不特定环境下出现串行、错位等问题。

OEM 化销售，从源头把控办公软件市场。捆绑销售是微软销售活动中的常见策略，IE 浏览器的成功推广正是因为 Windows 操作系统预安装 IE。微软在推广 MS Office 产品时也采用了相同的策略，通过与 PC 机及笔记本电脑生产经销商合作并提供补贴，利用预安装方式绑定 Office，快速抢占市场。例如，微软曾在 2008 年与戴尔中国合作，将其销售的家用台式机及笔记本全线选装或预装微软 Office 2007 中文家庭和学生版。在云化时代，微软推出 Microsoft 365，再次利用捆绑销售策略将 Windows 操作系统和 Office 办公软件以及其他工具一体整合，作为云服务统一销售。

图 18：微软利用 OEM 方式捆绑销售 Office

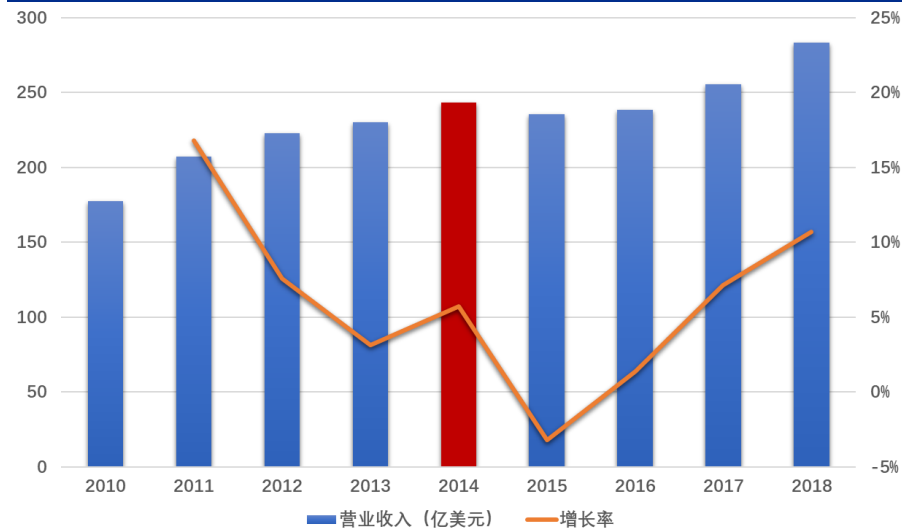


数据来源：PCWorld，安信证券研究中心

2.2.2. 白银时代：Office 365 在移动云端重获新生

MS Office 发展进入瓶颈期。尽管 MS Office 仍在办公软件领域占据着压倒性优势，但传统以软件授权的盈利模式增长空间已被挖掘殆尽。随着 Office 2010 版本的成功，MS Office 产品也达到了其在 PC 时代作为传统软件的巅峰。自 2011 年后，Office 产品的营收超过 200 亿美元，规模扩张也逐步展现出疲软状态。MS Office 从 2012 年起长期保持 10% 以下增长率，甚至在 2014 年出现 3% 的负增长。MS Office 由线下向线上，由许可授权向服务销售的盈利模式转换成为必然。

图 19: MS Office 在 2010-2018 年的营收及增速



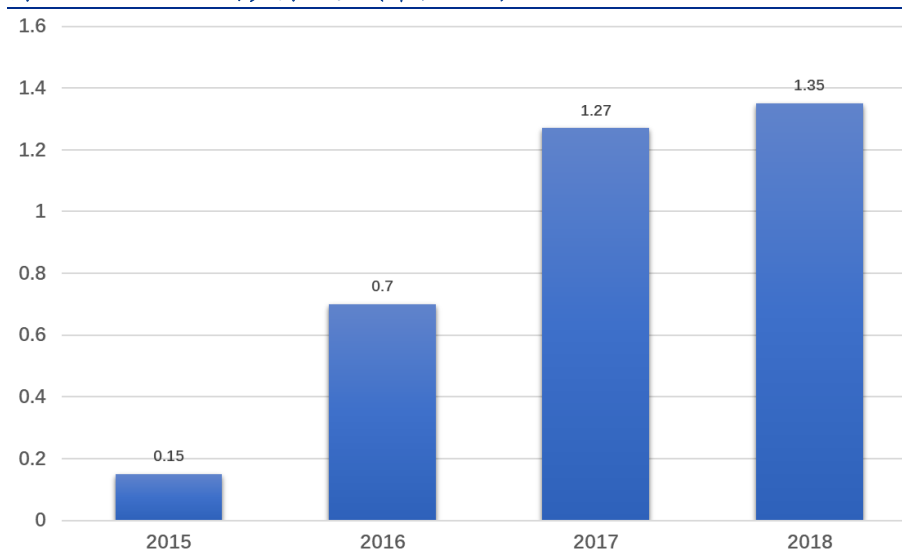
数据来源: 公司官网, 安信证券研究中心

Office 上云、办公社文化。微软注意到公众使用电脑的习惯正在改变。人们已经从习惯于在某一固定地点利用单一设备办公转为在办公室、车载、住所等多地利用多台设备联合办公。办公软件云化势不可挡。

微软早在 2011 年就对办公软件云化展开布局, 于同年提出 Office 365 产品。Office 365 是 MS Office 进化后的云服务产品, 除了包含传统的 Office 套件中 Outlook、OneDrive、Word、Excel 等, 云化协同办公相关产品 PowerPoint、OneNote、SharePoint、Microsoft Teams、Yammer 也被广泛纳入 Office 365 云服务, 从而实现“PC+平板+手机”全设备覆盖、云上办公及团队协作等功能。同时, 与传统的一次性授权安装 Office 产品不同, 云化的 Office 365 能够保持实时版本更新, 使用户持续使用最新版本的 Office 产品。

相比于 MS Office 整体业务的放缓, Office365 的订阅量始终保持快速增长态势。自 2015 年起, Office365 用户量快速攀升, 由 1500 万增长到 2016 年的 7000 万, 并在 2017 年后突破 1 亿大关达到 1.27 亿。Office365 在 2018 年的用户月活量为 1.35 亿。

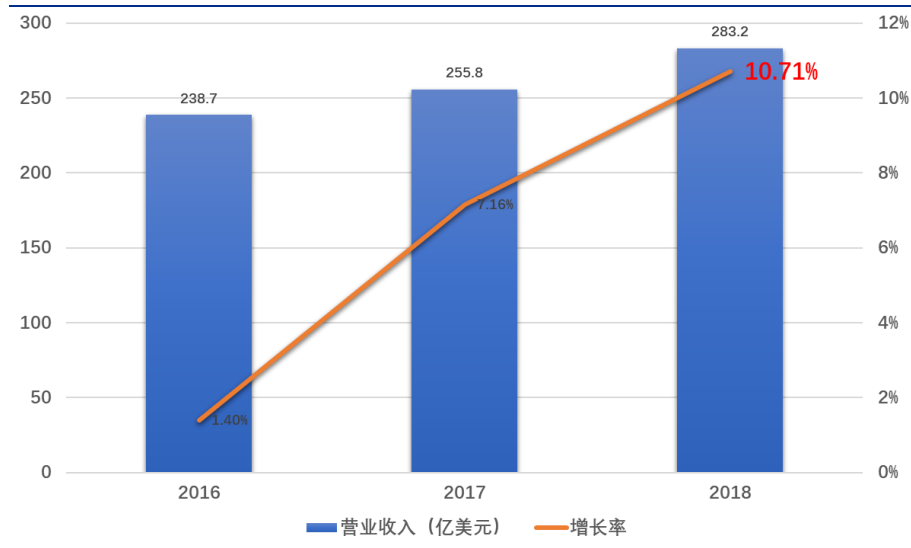
图 20: Office365 用户月活量 (单位: 亿)



数据来源: 公司年报, 安信证券研究中心

随着 MS Office 云化步伐的加快，由云化带来的盈利能力逐步体现。微软 Office 业务在 2016 年再次迎来了增长，营业收入由 238.7 亿美元增长到 283.2 亿美元，增长率也在 17-18 财年重新达到 10% 以上。

图 21：MS Office 在 2016-2018 年的营收及增速



数据来源：公司年报，安信证券研究中心

微软在逐步向办公社交转型和发力。微软认为，随着远程团队协作、实时交流的需求逐步增加，云端办公社交存在重大需求。2016 年，微软以 262 亿美元的价格收购了注册用户数超过 4.3 亿的职场社交平台 LinkedIn。目前，Office、Dynamics 和 LinkedIn 已形成三位一体，打造职业办公社交体系，提高企业协作能力，释放群体办公活力，保证商业数据安全。Office 提供高效化办公工具，Dynamics 提供优秀的项目管理服务，LinkedIn 提供广阔的社交网络，三驾马车齐头并进。

图 22：Office、Dynamics、LinkedIn 三位一体



数据来源：INKUBIT，安信证券研究中心

产品多元化，按需提供服务。Office365 部分摒弃微软在 Office 产品上传统的“大而全”思路，转而向定制化、多元化发展。Office365 推出专业增强版、E1、E3、E5 多个企业版本产品，不同的企业用户可以根据根据自己的企业特点以及财务能力，定制自己需要的 Office365 云服务。同时，Office365 企业产品强化了企业用户云协同的能力，囊括入了 OneDrive、SharePoint、

Microsoft Team 等企业合作相关产品。

图 23: Office 365 企业用户产品分类

	价格	包含的 Office 应用程序	包含的服务
Office 365 专业增强版	¥76.00 用户/月 (包年)		
Office 365 E1	¥51.00 用户/月 (包年)	(不含)	
Office 365 E3	¥127.00 用户/月 (包年)		
Office 365 E5	¥222.00 用户/月 (包年)		

数据来源: 公司官网, 安信证券研究中心

2.3. 总结: MS Office 成功的法门

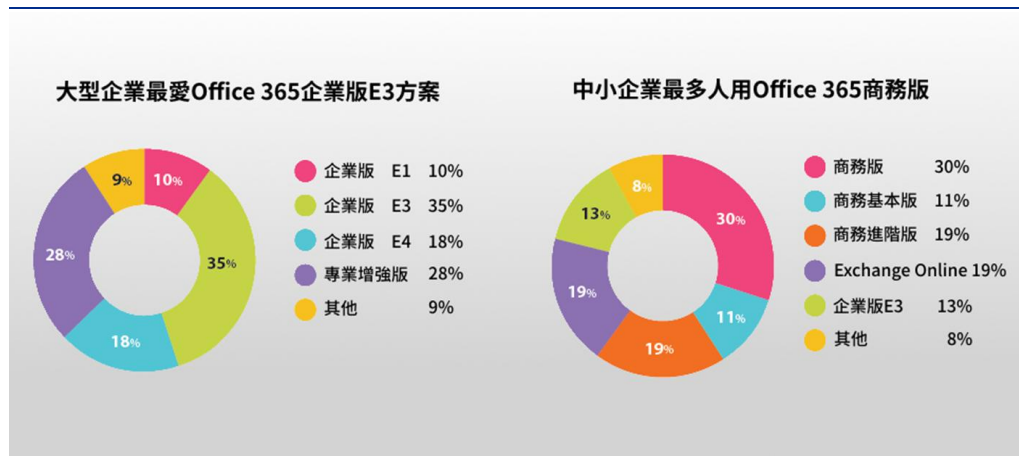
我们认为, 微软 MS Office 在办公软件领域的成功可以归功于三个方面:

1、形成生态, 垄断标准。微软在 PC 软件市场已完成基础软件至应用软件全打通, 构建了“操作系统+服务器软件+办公软件”生态。MS Office 早期借助 Windows 操作系统巨大的装机量, 通过捆绑销售就可以迅速占领市场, 挤压竞争对手。同时, MS Office 在垄断办公软件市场后推出自己的文档标准, 其他竞争者和后进者只能效仿微软的格式来适应主流市场对兼容性的需求, 从而不得不跟在微软的后边。

2、紧跟时代, 云化翻新。Office 云化能够让用户迅速体验微软的新功能, 而免去每年重新安装新版本的麻烦。同时, 云化服务可以通过不断整合进新功能来开拓市场, 这是传统的一次性软件授权做不到的。在 PC 机销量下滑, PC 端软件停滞不前的情况下, 微软迅速调整战略, 向移动端以及云化进军, 从而在移动互联网时代继续保持了 MS Office 在办公软件的优势。同时, 通过软件授权向服务提供的转变, 微软成功实现了 Office 业务的转型, 并与 Azure、LinkedIn 等业务产生联动。

3、重心下沉, 流量为王。统计表明, MS Office 传统的同一高定价策略阻碍了大部分中小企业及个人办公用户市场的拓展。Office 365 的按月付费、按需求付费大幅缓解这类客户的财务压力, 故而在中小企业市场受到广泛欢迎。通过 2016 年针对 Office 365 企业用户的统计, Office 365 各版本均有其受众, 分布比较均衡, 从而侧面证明了云化及功能定制化对拓展用户群体的作用。

图 24: 2016 年 Office 365 产品订阅分类统计



数据来源：微软，iThome，安信证券研究中心

目前，金山办公的 WPS Office 产品具备微软 MS Office 文档格式的交叉授权，并支持国产麒麟 OS 操作系统与龙芯芯片，可以满足政企客户的一体化集成需求。同时，WPS 早已转向云化，并不断在个人及中小企业客户拓展影响力。我们认为，比照微软 MS Office 的发展历史与成功经验，金山办公的 WPS Office 产品未来具备巨大的发展潜力。

3. 自力更生，金山办公的优势与机会

3.1. 内力深厚：原生的办公软件科技企业

3.1.1. WPS Office 与 MS Office 的成长史

WPS Office 是前微软时代办公软件的领军者。1988 年 5 月，金山软件创始人求伯君在深圳开始了 WPS Office 的编写工作，并在 1989 年 9 月成功完成 WPS 1.0 版本。WPS 1.0 开启了中文字处理时代，并得到迅速发展。WPS Office 在前微软时代曾在国内盛极一时，在 1994 年斩获千万用户，并占据了办公软件市场 90% 的份额，俨然成为 DOS 时代的王者。

图 25：WPS 1.0 版本



数据来源：知乎，安信证券研究中心

微软以合作方式入局“摘桃子”。自 1994 年起，微软开始拓展中国市场，并发现了 WPS 在

中国办公市场的潜力。微软提出与金山合作，让 WPS 与自家软件 Word 相互兼容，共享文档的 doc 格式标准。借助于 WPS 在国内办公软件市场前期的拓展，MS Office 以极小的代价迅速切入市场。随后，微软利用自身 Windows 操作系统的优势迅速将 MS Office 做大，并取代 WPS Office 在国内的地位。

WPS Office 始终是中国市场微软的有力竞争者。尽管在金山在 Windows 操作系统普及的时代败下阵来，但 WPS Office 始终在国内市场保有一定的份额。WPS Office 针对于中国客户特点进行了办公软件的优化，并与政府客户展开大量合作。WPS Office 承担了核高基、电子发展基金、863 计划等多项国家及地方重大研发及产业化项目，并多次获得国家科技进步二等奖等各类奖项。目前，WPS 已经拥有 3 亿月活跃用户。

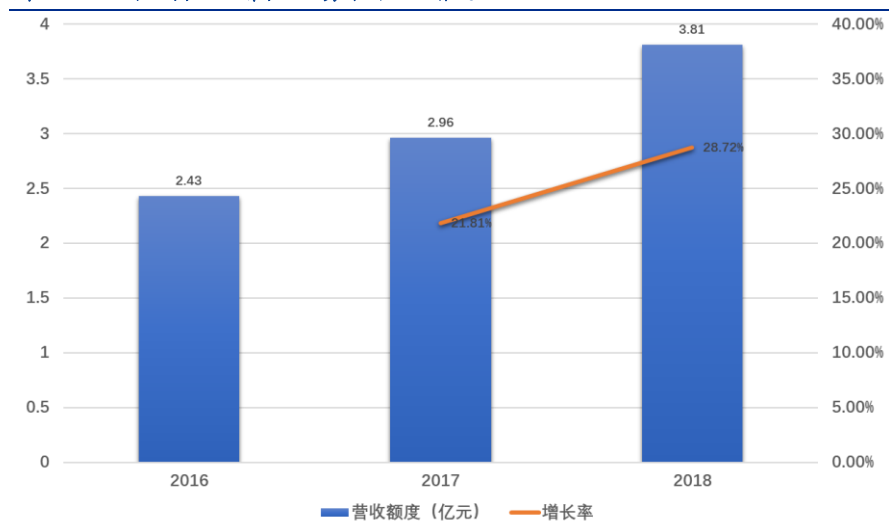
3.1.2. WPS Office 技术底蕴深厚，始终坚持自主发展

与微软共享格式，版权优势明显。尽管在 DOS 时代与微软的合作令 WPS Office 丧失了自己在国内办公软件的市场，但金山办公与微软共享 doc 文档格式标准却为 WPS 后期的发展解决了后顾之忧。WPS Office 是国内市场对微软 MS Office 兼容性最好的办公软件，而且不存在版权相关的法律风险。

针对国内用户提供个性化功能，支持简约办公。相比于微软，WPS Office 针对特定用户群体推出对应功能，例如对个人用户提供皮肤更换及精准推送等广受年轻群体欢迎的功能，对学生客户提供论文查重功能。同时，WPS Office 提供丰富的模板，以供用户迅速高效地完成文档和幻灯片的图文混排。最后，WPS Office 支持广泛应用的 PDF 格式，补充了微软 MS Office 在 PDF 文档处理上的缺陷。

小而精的免费战术，以增值服务盈利。不同于微软 MS Office 大而全的发展思路，WPS 始终走小而精路线。WPS Office 内存占用低、运行速度快，直至 WPS Office 2019 版本，WPS 的安装包体积始终控制在 100MB 以内，而微软 MS Office 体积已达到 3.5GB 以上。WPS 坚持个人用户免费策略，通过附加服务实现产品盈利。公司在近三年由 WPS 带来的广告营收分别为 2.43 亿、2.96 亿和 3.81 亿，始终保持 20% 以上的增速。

图 26：互联网广告推广服务营收及增速



数据来源：公司招股书，安信证券研究中心

3.2. 门派加持：好风助力，大有可为

3.2.1. “自主可控”叠加税收优惠，国产软件持续受益

中美贸易战持续发酵，“自主可控”重要性再次凸显。自 2018 年 3 月 22 日，美方对中方发

起“301调查”，并宣布对从中国进口的600亿美元商品征收关税，主动挑起中美贸易战。中方出于被动还击的无奈，通过对价值30亿美元的美国商品展开关税加征反击。自此开始，贸易战逐渐升级，双方政府互加关税，并逐步提高金额及品类范围。2019年5月20日，美国政府将华为列入贸易管制名单后，并通过各种手段恫吓ARM公司停止指令集架构授权、Google公司切断华为手机Google Play服务，同时威逼开源基金会及公司实体对华为进行出口禁售，并促使IEEE等学术组织对华为会员资格审查。贸易战中美方多次采用软件出口为筹码对我国进行钳制，彰显软件国产化的重要性和迫切性。

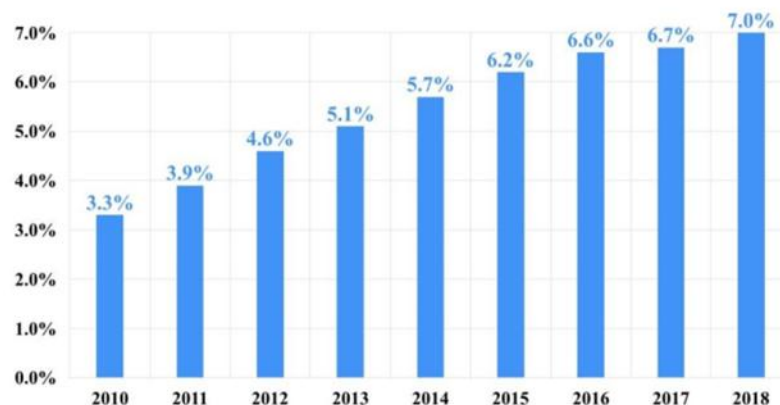
表 1：中美贸易战重要时间节点回顾（截止 2019H1）

时间	事件
2018年3月22日	特朗普签署了总统备忘录，宣布对从中国进口的600亿美元商品征收关税；
2018年3月23日	中国商务部宣布计划对价值30亿美元的美国产水果、猪肉、葡萄酒、无缝钢管和另外100多种商品征收关税；
2018年4月4日	美国政府发布了加征关税的商品清单，计划对中输美的1333项500亿美元的商品加征25%的关税；
2018年4月4日	中国国务院关税税则委员会决定对原产于美国的大豆、汽车、化工品等14类106项商品加征25%的关税；
2018年4月5日	美国总统特朗普要求额外对1000亿美元中国进口商品加征关税；
2018年4月16日	美国商务部部长罗斯对中国电信设备商中兴通讯公布零部件产品采购禁令，期限为7年；
2018年7月6日	美国加征关税清单第一部分正式生效，包括818个产品，进口价值大约340亿美元；
2018年7月6日	中国对农产品、汽车、水产品等545项约340亿美元的美国商品正式加征关税；
2018年9月24日	美国总统特朗普宣布将对2000亿美元中国产品增加10%的关税，并将在2019年1月1日上升到25%关税；
2018年9月24日	中国国务院关税税则委员会宣布将对原产于美国的5207个税目、约600亿美元商品，加征10%或5%的关税；
2018年12月1日	两国元首在G20峰会对中美经贸问题进行了讨论并达成共识。双方宣布暂停采取新的贸易措施，并设定了3个月的谈判期限；
2019年3月2日	美国贸易代表办公室宣布，对2018年9月起加征关税的自华进口商品，不提高加征关税税率，继续保持10%，直至另行通知；
2019年5月6日	美国总统唐纳德·特朗普在其推特上宣布将2000亿美元的中国商品关税从10%上调到25%
2019年5月19日	谷歌公司宣布已经停止与华为公司的商业往来

数据来源：公开信息整理，安信证券研究中心

国产软件行业保持高速增长态势，占GDP比重不断提升。近年来国内软件行业快速增长，体量持续扩大。根据工信部统计，2018年软件业完成业务收入6.3万亿元，同比增长14.2%；实现利润总额8079亿元，同比增长9.7%。2019年一季度，国内软件行业收入达到1.48万亿元，同比增长14.4%。软件产业收入增速显著高于GDP增速，占国内生产总值的比重也逐步攀升。由2013年的3.3%逐渐提升到2018年的7.0%，软件产业对社会生活和生产各个行业的渗透和带动不断增强。

图 27：近年来软件行业占 GDP 比重统计



数据来源：工信部、国家统计局，安信证券研究中心

政策红利不断释放，减税政策有望持续。自《信息安全技术信息系统安全等级保护基本要求》升级为《信息安全技术网络安全等级保护基本要求》的“等保 2.0”版本以来，自主可控的

地位显著提升。国家网信办在 2018 年 5 月指出,应当将自主可控作为网络安全的必然要求,在此基础上才能构建安全可控的信息技术体系。国产软件作为自主可控的重要实现手段,受到高度重视。

与此同时,2019 年 5 月 8 日召开的国务院常务会议提出,有关部门要抓紧研究完善下一步促进集成电路和软件产业向更高层次发展的支持政策。这一发声意味着 2011 实施的《国务院关于印发进一步鼓励软件产业和集成电路产业发展若干政策的通知》有望得到延续,国产软件相关公司将继续享受“两免三减半”等税收优惠措施。

表 2: 近年来国产软件相关政策及事件

时间	发布部门	事件或政策	主要内容
2019/5/8	国常会	提出有关部门要抓紧研究完善下一步促进集成电路和软件产业向更高层次发展的支持政策	对集成电路设计和软件企业继续实施《国务院关于印发进一步鼓励软件产业和集成电路产业发展若干政策的通知》(以下简称《通知》)中明确的所得税“两免三减半”优惠政策。
2018/3/21	中共中央	“中央网络安全和信息化领导小组”改为“中央网络安全和信息化委员会”	中央网络安全和信息化委员会(网信委)将负责相关领域重大工作的顶层设计、总体布局、统筹协调、整体推进、督促落实,并接手工信部管理国家计算机网络与信息安全管理中心
2017/6/1	人大常委会	《网络安全法》正式实施	网络安全法第三十五条规定“关键信息基础设施的运营者采购网络产品和服务,可能影响国家安全的,应当通过国家网信部门会同国务院有关部门组织的国家安全审查。”这种安全审查制度要求在关键信息基础设施中使用的重要信息技术产品能够自主且安全可控。
2016/12/15	国务院	发布《“十三五”国家信息化规划的通知》	面向重点行业需求建立安全可靠的基础软件产品体系,支持开源社区发展,加强云计算、物联网、工业互联网、智能硬件等领域操作系统研发和应用,加快发展面向大数据应用的数据库系统和面向行业应用需求的中间件,支持发展面向网络协同优化的办公软件等通用软件。
2016/5/19	国务院	《国家创新驱动发展战略纲要》	强化原始创新,增强源头供给,实现关键核心技术安全、自主、可控。
2015/1/4	国务院办公厅	《深入实施国家知识产权战略行动计划(2014-2020 年)》	首次明确提出了“努力建设知识产权强国”的新目标。
2014/5/16	中央国家机关政府采购中心	发布《中央国家机关政府采购中心重要通知》	所有计算机类产品不允许安装 Windows 8 操作系统。
2011/2/9	国务院	《鼓励软件产业和集成电路产业发展的若干政策》	为进一步优化软件产业和集成电路产业发展环境,提高产业发展质量和水平,培育一批有实力和影响力的行业领先企业,实施税收减免等相关政策。

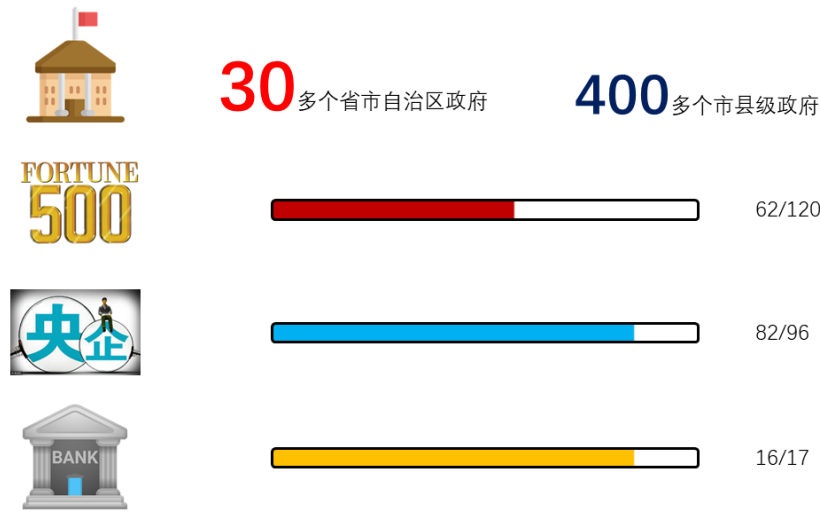
数据来源: 安信证券研究中心

3.2.2. WPS: 国产自主可控软件的杰出代表

WPS 在各类政企广泛应用, 客户覆盖面广。金山办公的 WPS Office 办公软件产品及服务在政府部门及金融、能源、航空等多个重要领域的国有企业及事业单位得到应用。与此同时,微软曾在 2014 年和 2016 年遭受反垄断调查,客观上为 WPS 业务拓展提供了更多的机会。

目前,WPS 在政府办公软件领域已覆盖 30 多个省市自治区政府、400 多个市县级政府。与此同时,WPS 覆盖了中国 120 家“世界 500 强”中的 69 家,比例达 57.50%。WPS 还覆盖了国内 96 家央企中的 82 家,包括中石油、国家电网、航天科工集团等巨无霸体量公司,比例达 85.41%。WPS 在银行领域也取得压倒性优势,覆盖客户包括全国五大国有商业银行全体,以及 12 家全国性股份制商业银行中的 11 家。

图 28: WPS 的 ToG 及 ToB 类客户



数据来源：公司招股书，安信证券研究中心

替代微软 MS Office 在 Linux 操作系统上的空白，全面支持国产芯片及操作系统平台。尽管已几乎垄断了全球 PC 办公软件市场，出于自身 Windows 操作系统产品发展的战略考虑，微软始终没有推出支持 Linux 操作系统的 MS Office 版本。与之相对，金山办公的 WPS Office 除支持 Windows 及 Mac 平台之外，也全面支持 Ubuntu、RedHat、Fedora 等其他主流 Linux 操作系统平台。相比于 Linux 平台上 LibreOffice 等其他开源办公软件，WPS Office Linux 产品尊重 Linux 用户在文档格式、用户界面和二次开发等方面的使用习惯，与 Windows 版本保持深度兼容。

图 29: Linux 平台上的 WPS Office 产品



数据来源：公司招股书，安信证券研究中心

此外，WPS Office 已全面支持龙芯、飞腾、兆芯、申威等国产芯片，满足客户对自主可控的需求。WPS Office 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。

WPS 还是安全可靠工作委员会的 19 家理事单位之一。WPS 积极参与我国软件自主可控的建设，有望在未来标准制定的过程中占得先机。

3.3. 重出江湖：云化助力，办公软件擂台 2.0

MS Office 云化承载着微软由软件终端零售商向办公社交平台转型的战略。微软作为传统的软件零售商，虽然有稳定的业绩，但近些年越来越体现出增长的乏力。Google、Facebook 等互联网公司的成功说明“平台化”是一种增长更为强劲的商业模式。尽管在 PC 时代因为时局判断及平台优势，金山办公 WPS Office 失去了与微软 MS Office 分庭抗礼的机会，此次办公云化的浪潮将再次让两者重回同一起跑线。

3.3.1. 软件云化势不可挡，轻量级办公渐行渐近

公众使用电脑的习惯正在改变。人们已经从习惯于在某一固定地点利用单一设备办公转为在办公室、车展、住所等多地利用多台设备联合办公。但受困扰于软件授权的高昂成本，中小企业及个人难以负担正版年费的财务压力。故而，盗版市场泛滥，对软件公司的盈利造成重大打击。软件云化是解决这一方案的良好措施。软件厂商由销售软件授权转变为销售云服务，中小客户可以通过所需功能及时长按需购买云服务，并免去了运维成本，这对软件公司拓展市场有巨大帮助。

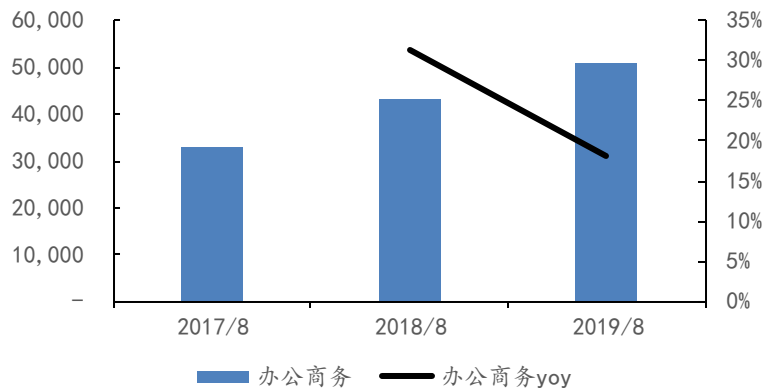
移动互联网渗透率已到高位，用户逐步接受移动设备办公。根据 Questmobile 的报告，截止今年四月份，我国的移动互联网 MAU 达到 11.36 亿，同比增速达到 3.1%，与去年同期的 6.2% 相比出现了显著的下降。我们统计了 Questmobile Top300 APP 的 MAU 情况，2018-2019 年，办公商务分类汇总的 MAU 增速达到了 31%/18%，显著高于整体增速，这说明，越来越多的人在接受移动设备办公。

图 30：我国移动互联网 MAU 趋势



数据来源：Questmobile，安信证券研究中心

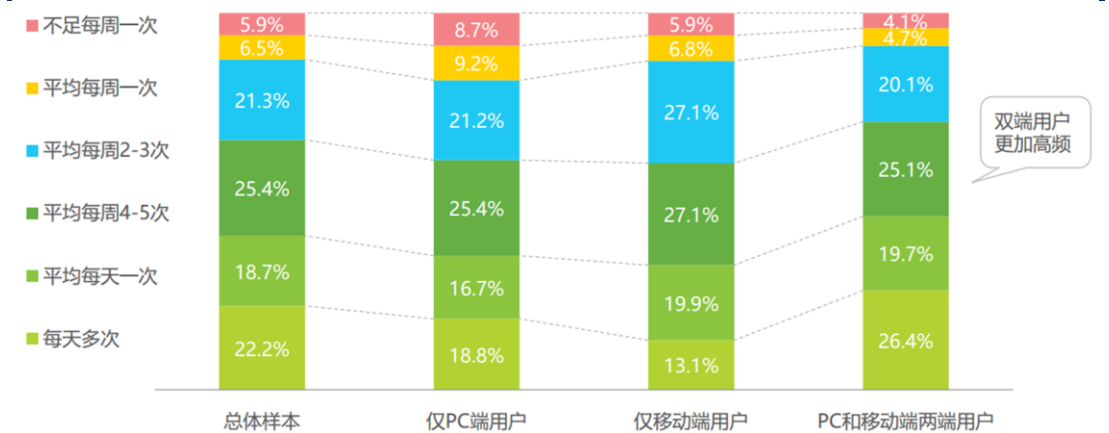
图 31：办公商务分类汇总 MAU 及其增速（右轴）情况



数据来源：Questmobile，安信证券研究中心

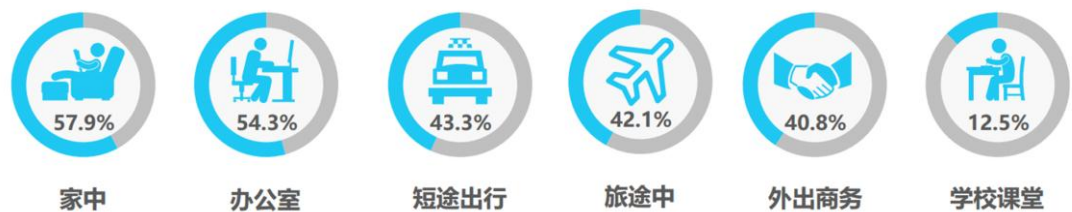
多场景化令移动端办公逐渐取代 PC 端办公。根据艾瑞咨询统计，WPS Office 的移动端版本日渐受到用户青睐，尤其是双端使用的用户使用频率极高。同时，住宅、办公室、车载等场景的移动办公应用均具备较高的比率。未来，随着 5G 技术的成熟，移动办公应用将逐步超越传统 PC 端办公。

图 32：用户使用 WPS Office 的频率



数据来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

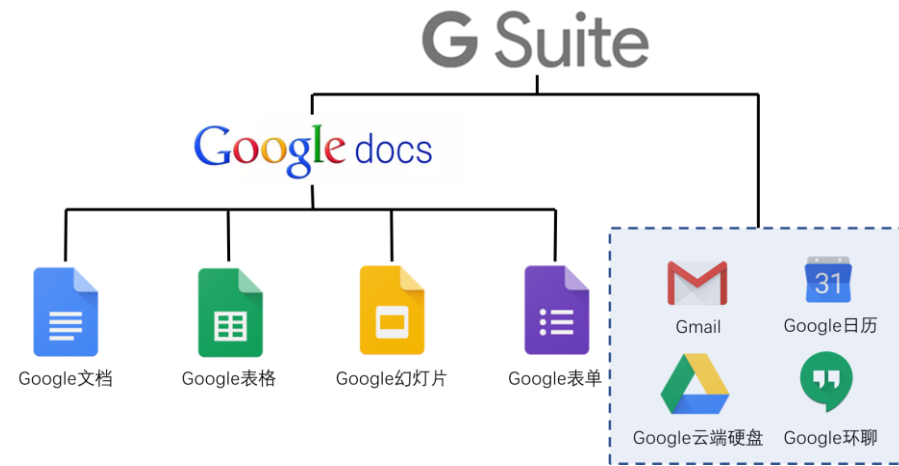
图 33：用户使用移动端 WPS Office 的主要场景



数据来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

谷歌入局云办公，Google Docs 掀起新一轮角逐。Google Docs 是由谷歌开发的一款网页式在线办公服务软件，包含 Google 文档、Google 表格、Google 幻灯片和 Google 表单。不同于微软的 MS Office，Google Docs 是原生的以云服务形式打造的办公软件。Google Docs 得到了谷歌云计算技术的支持与背书，同时与公司的 Google 云端硬盘、Google 日历和 Gmail 联合组成 G Suite 企业办公协同软件，用于对抗微软企业级办公产品 Dynamics 365。

图 34：谷歌公司的云化办公及企业协同产品



数据来源：谷歌公司官网，安信证券研究中心

3.3.2. WPS 移动端翻盘，与微软再战输赢

WPS Office 移动版是针对 Android、iOS 等智能手机操作系统平台推出的移动版办公软件，目前已覆盖全球超过 220 个国家和地区，在艾瑞 APP 指数的办公管理类应用排名第一，目前已成为多款手机的默认装机 APP。

WPS Office 移动版包含 WPS 文字、WPS 表格、WPS 演示及 PDF 阅读等常用 WPS 组件。WPS Office 移动版分为移动个人版和移动专业版。移动个人版具备体积小、速度快、可定制优化、智能排版等特点，拥有文档漫游功能，帮助个人客户实现便捷的移动办公。移动专业版是针对组织级客户研发的移动办公软件产品，提供基于移动平台下的二次开发接口，保证文档在产生、协同、分享及与其他应用系统通信过程中的信息安全。

表 3：WPS Office 移动版产品分类及特点

版本	产品特点	说明
WPS Office 移动个人版	文档格式兼容性强	WPS Office 移动个人版支持 doc、docx、ppt、pptx、xls、xlsx、pdf 等多种格式。
	丰富的特色功能	WPS Office 移动个人版拥有丰富的特色功能，包括针对文档数据的格式转换、智能美化、PDF 签名、思维导图、安全文档功能等；针对协作办公应用场景的共享播放、演讲实录、实时多人多地分享、遥控异地终端文档功能等。
	移动端定制优化	WPS Office 移动个人版在 WPS 文字中针对查找、替换、书签笔记等功能进行了特别优化；为具备手写功能的系列手机提供了手写定制版本；为解决 WPS 表格中手机输入法输入函数困难的问题，提供专用公式输入编辑器，方便用户快速录入公式。
	移动设备阅读体验优化	WPS Office 移动个人版针对移动端特殊的阅读引擎及移动设备屏幕较小的特点，提供移动端阅读模式，通过检索文件内容并按照移动设备屏幕的比例重新排列文档内容，让用户浏览文档更加舒适和方便，优化用户移动办公体验。
WPS Office 移动专业版	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。

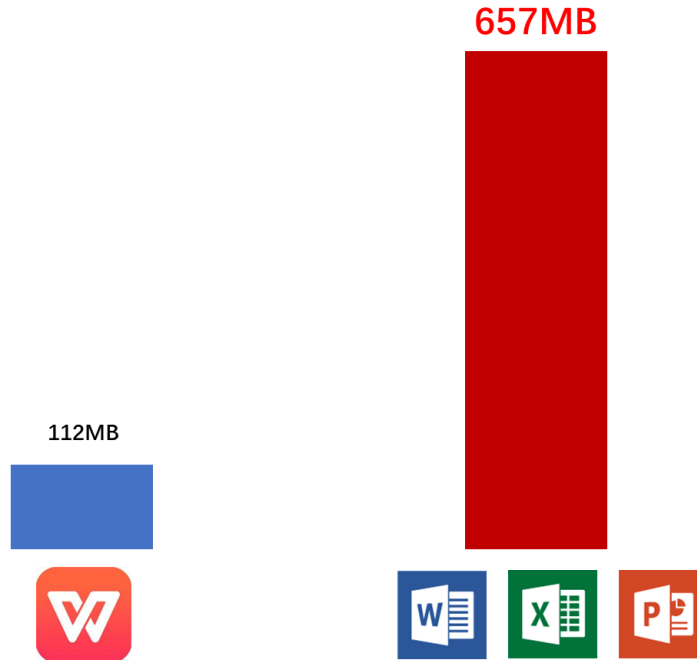
数据来源：公司招股书，安信证券研究中心

WPS Office 在移动端已和微软形成分庭抗礼之势，其产品在体积和价格上已对 MS Office 形成竞争优势。WPS Office 的小体积有助于产品在移动端流畅运行。同时，WPS Office 的低价策略可以俘获更多个人及中小企业客户。

(1) WPS 移动版与 MS Office 移动版体积大小对比

相比于微软 MS Office 的大而全策略,金山办公的 WPS 移动版一直采用小而精的策略发展。目前,MS Office 移动版应用程序体积达到 657MB,而 WPS 移动版仅为 112MB,对移动端用户更加友好。

图 35: WPS 移动版与 MS Office 移动版占用空间对比



数据来源: 公司官网, 安信证券研究中心

(2) WPS 移动版与 MS Office 移动版价格对比

相比于微软 MS Office 的收费授权策略,金山办公的 WPS 移动版一直采用免费策略占领市场。MS Office 移动版与 PC 版一样,个人版授权价格为 748 元,功能仅包含 Word、Excel、PowerPoint 三个组件。与之对比,WPS 移动版的这三项功能均免费提供给用户使用,通过提供每年 100-200 元的附加服务费来盈利。

图 36: WPS 移动版与 MS Office 移动版价格对比



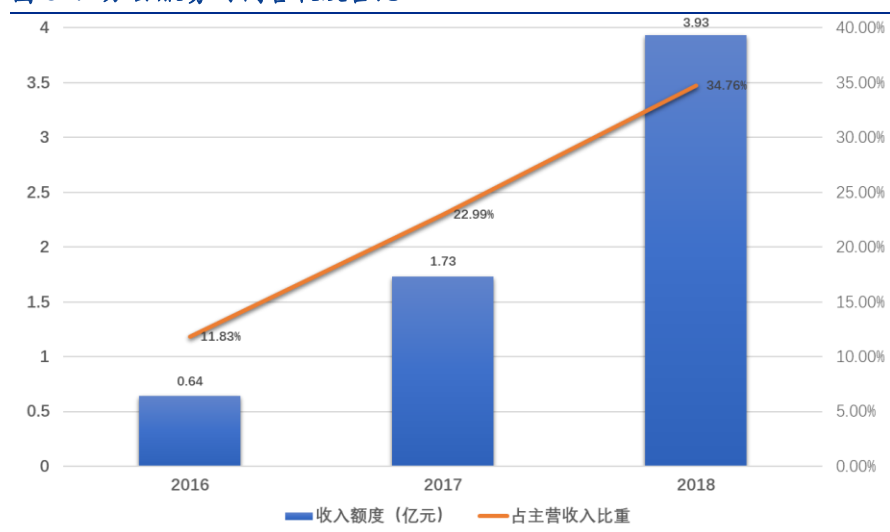
数据来源: 公司官网, 安信证券研究中心

3.3.3. 办公云化优先布局，WPS 前景可期

办公云化成为 WPS 发展的新战略。2016 年，金山 WPS 开始为用户提供一站式云办公服务，安全可靠的云端服务帮助用户降低成本，打通信息孤岛，减少繁琐流程，提升工作效率，让文件不再局限于本地，让传输、存储、共享更高效。同时，为了更好的支持企业内部团队协作，推出了 WPS 云办公服务，对文档进行全生命周期管理。基于对市场的深刻理解，WPS 云办公将商务创作和信息流通全部放在云端，终端、流程、文档、信息和用户都被整合于云上，支持全程云存储，用户在办公室处理的文件，回到家后仍能继续处理，让办公更加便捷高效。“即插即用，自主定制”的模式在广大个人及中小企业客户中受到了广泛欢迎。

WPS 由办公云化所贡献的营收不断提高。目前，办公云化带来的办公服务订阅营收已由 2016 年的 0.64 亿元增长至 3.93 亿元。同时，云化办公在 WPS 总营收的比重不断提高，已由 2016 年的 11.83% 提升到 2018 年的 34.76%。

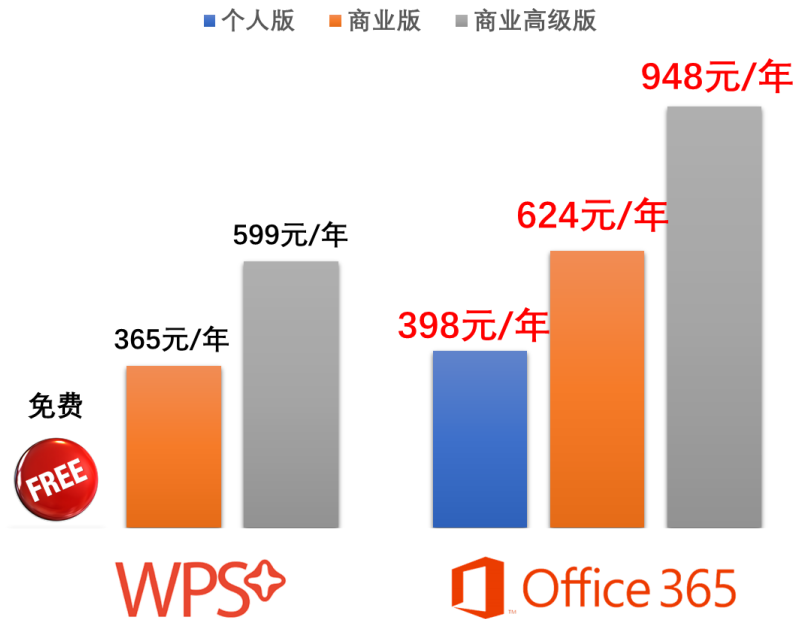
图 37：办公服务订阅营收及占比



数据来源：公司招股书，安信证券研究中心

WPS 云文档延续高性价比策略，持续吸引中小客户。在个人云服务订阅上，WPS 云文档完全免费，而微软 Office 365 的年费价格是 398 元/年；在商业版服务订阅上，WPS 云文档的年费价格是 365 元/年，而微软 Office 365 的年费价格是 624 元/年；在商业高级版服务订阅上，WPS 云文档的年费价格是 599 元/年，而微软 Office 365 的年费价格是 948 元/年。

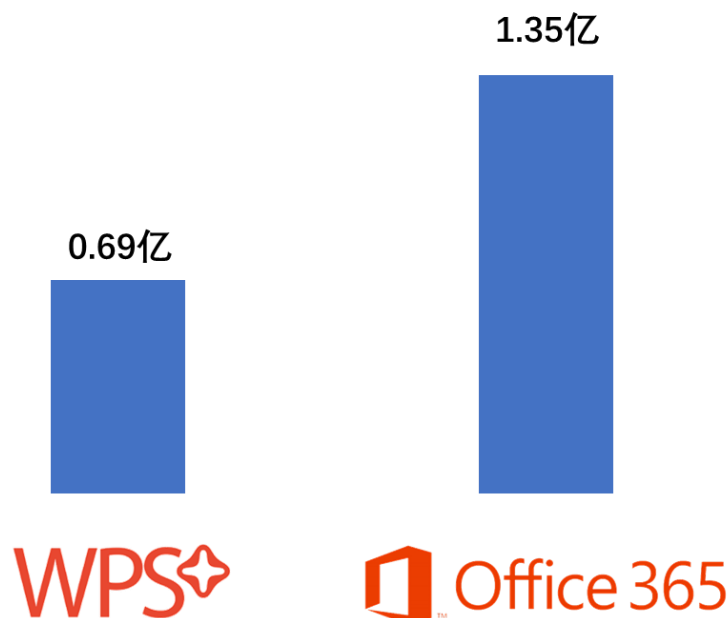
图 38: Office 365 与 WPS 云文档订阅价格对比



数据来源: 公司官网, 安信证券研究中心

WPS 云文档月活跃用户数高, 在云化办公领域奋起直追。通过对比云化办公的月活跃用户数, 可以发现 WPS 云文档已取得较大的市场份额。目前, Office 365 的月活跃用户数为 1.35 亿, 而这其中包含了全球的用户数。与之相比, WPS 云文档的月活跃用户数为 0.69 亿, 这其中主要为国内用户。我们认为 WPS 云文档已在国内取得了领先优势。

图 39: Office 365 与 WPS 云文档月活跃用户数对比



数据来源: 公司官网, 安信证券研究中心

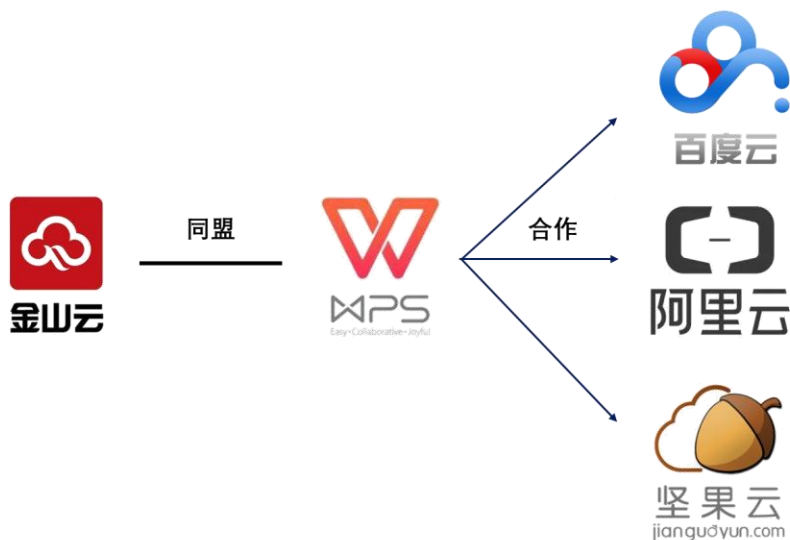
与国内云服务商开启合作模式, 建立稳定大后方。WPS Office 云化服务所带来的海量数据需要专业的云服务商处理, 目前金山办公除与金山云展开紧密协同以外, 也拓展了与国内云厂商的合作。

金山云为 WPS 云化提供重要支撑。金山云标准存储服务(KS3), 保障 WPS Office PB 级别的存量数据和每天 TB 级别的增量数据正常运营。同时, 金山云深度学习平台 KDL 为金山

WPS AI 团队提供基础平台服务，通过建模训练、调升优化，加强深度机器学习开发，为用户提供更好的 AI 办公服务。

WPS 也与国内百度云、阿里云和坚果云展开合作。金山办公与百度云联手，定位于 WPS 受众最广的年轻客户群体，推出云端文档存储、同步功能，打造轻量化跨终端、跨平台移动办公模式。金山办公与阿里云在 2018 云栖大会上达成深度合作，WPS 的在线预览与格式转换能力将落地阿里云，实现云端预览文档及办公。金山办公与坚果云展开合作，实现文件自动同步更新、一键分享、历史版本找回误改文件等功能。

图 40：金山办公与各云厂商的合作



数据来源：公司官网，安信证券研究中心

国内互联网公司竞相模仿，WPS 云化办公领头羊作用凸显。今日头条旗下的石墨文档、和腾讯 QQ 团队的 TIM 文档效仿 WPS 云化思想。石墨文档将自己定位于国内市场 Google Docs 的角色，实现多人同时在同一文档及表格上进行编辑和实时讨论，目前服务近千万个人用户、12 万企业用户，40% 的需求来自移动端。腾讯 QQ 团队推出办公轻应用腾讯 TIM，主打界面简约，操作方便。同时，通过附赠 100GB 的超大云文件容量以及 2 年的超长时间消息漫游服务推广自身，以期打通 QQ、微信四亿办公群体。目前，凭借入局早、技术精的优势，金山办公在文档体积支持、兼容性、模板功能上均领先国内竞争对手。

图 41：金山办公与国内其他云文档产品横向对比

功能点描述	WPS文档	腾讯文档	石墨文档
文档兼容	office全家桶	word+excel	office三件套 (word, excel, ppt)
版本兼容	全兼容	不支持03以前的版本	支持03以前的版本导入, 但无法正常打开
文档体积支持	60MB	20MB, 实际发生部分不支持	20MB
在线翻译	不支持	支持	不支持
三方模板数量	全office模板兼容	部分office模板	部分office模板+部分三方共享模板
权限管理	支持	支持	支持, 并且管控设计非常人性化, 配合工作套件体验很好
在线编辑功能	支持	支持	支持
支持在线编辑平台	WEB, 微信	WEB, 微信, QQ	WEB, 微信, 企业微信, 钉钉
离线编辑功能	支持	支持	支持
数据同步效率及完整度	优秀	优秀	大部分情况下优秀, 偶发同步不及时
office兼容及修改支持	全兼容, 支持全版本在线修改, 无缝对接	伪兼容, 每次需调用本地office客户端, 否则不支持在线修改	兼容良好, 但不支持03版本以前的office
文档水印功能	不支持	支持	支持, 需收费
函数表达式支持	全office函数	支持部分函数	全office函数
文档导入速度 (与网速有关)	类似one drive模式, 全线上对接, 无导入概念, 可以理解为最快	极快, 无感知	有明显延迟, 延迟低于5秒, 不影响体验

数据来源：知乎，安信证券研究中心

3.3.4. 智能办公曙光初现，WPS 有望逆袭

公司办公智能化业务持续投入，未来发展充满潜力。相比 PC 端与移动端的滞后，WPS 与 Office365 在办公智能化领域几乎同时展开研发与布局，金山办公内孵化了专业的 AI Lab 团队，已在全球 AI 挑战赛等 AI 比赛及学术会议中取得各类优异成绩。金山 WPS 将结合 AI 技术，在办公云化的基础上向办公智能化进化。

与谷歌公司合作，部署移动端 AI。随着算力提高、人工智能算法日趋成熟，AI 在移动端部署成为新的发展方向。金山办公将借助谷歌公司 tensorflow Lite 在图像识别上的技术优势，实现文档边缘检测、配图滤镜自识别匹配、文本旋转矫正、图文布局分析等功能。

自研 AI 助手小墨，拓展办公场景。金山办公在 WPS Office 2019 版本中继承了自主研发的 AI 助手小墨。小墨作为智能助手服务，提供 AI 校对、措辞修改等基础功能。同时，小墨智能助手还可提供更加智能的图文排版功能，自动匹配优质模板素材来美化 PPT。作为语音助手，小墨可以通过语音指令控制的方式实现用户各类办公场景的广泛需求。

图 42: WPS AI 语音批注



数据来源: 公司官网, 安信证券研究中心

图 43: WPS 小墨助手



数据来源: 公司官网, 安信证券研究中心

微软的 AI 战略重心不完全以 Office365 为承载, WPS 有望在 AI 办公浪潮中逆袭。尽管微软在人工智能领域投入早、积累深, 又有微软研究院各类专家协助, 但微软业务涵盖面广, AI 战略重心放在 Windows10 和 Azure 上, 微软的小娜、小冰两大助手均针对 Windows 操作系统功能特性研发, 而微软的大量人工智能算法均针对 Azure 的特性进行优化并开放。目前, Office 365 仅进行了初步的 AI 功能拓展, 例如整合 Calender、增添 AI 语音助手、手写识别等功能。微软在 2019 年 6 月为 Office 推出“Ideas”AI 办公助手, 而金山办公已在 2018 年的 WPS Office 2019 发布会上就推出了相关产品。

3.4. 横纵对比, 金山办公到底价值几何

综上所述, 我们认为, 目前来说, 市场的一致预期是 WPS 是在中国大陆范围内唯一一个可以挑战 Office 的企业, 而市场的分歧点在于 WPS 的可达市场规模和未来利润表结构。本节中, 我们将对其进行深入探讨。

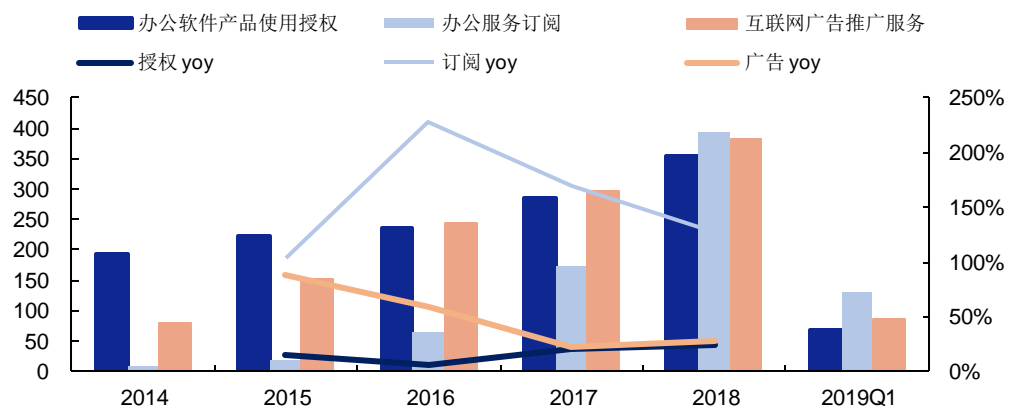
根据 WPS 的披露, 其业务可以分为三个部分:

- 1、**办公软件产品使用授权模式:** 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;
- 2、**办公服务订阅模式:**
 - a) **机构客户办公服务订阅:** 服务订阅模式通常逐年签订合同或签署多年框架式合同, 并在合同约定期间内分摊确认收入。传统授权模式下, 客户仅被授权使用某一产品版本, 对于新增产品则需要重新取得授权; 而服务订阅模式下, 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;
 - b) **个人用户服务订阅模式:** 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、文档修复、文档美化、会员皮肤等增值服务；稻壳会员则可以每月免费下载一定数量的稻壳儿云模板，并在下载限额用完后，以优惠价格购买稻壳儿云模板，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；

3、互联网广告推广模式：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。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。

图 44：公司口径的收入拆分（百万元人民币）



数据来源：Wind，安信证券研究中心

对于软件收入，公司 To B 产品有两种商业模式：办公软件产品使用授权模式 (License) + 机构客户办公服务订阅 (Subscription)；To C 产品只有一种商业模式：个人用户服务订阅模式 (Subscription)。我们认为，按照其客户属性划分，能够更为清晰地对其可达市场 (Total Addressable Market, TAM) 进行合理的预测，因此我们对公司的收入进行了重新分类。

图 45：公司办公服务订阅收入前五大客户（2018 年）

2018 年度：

序号	客户名称	销售内容	销售金额 (万元)	占比
1	中国工商银行股份有限公司	技术服务、技术开发	733.96	1.87%
2	中国农业银行股份有限公司	技术服务	367.00	0.93%
3	国家电网公司信息通信分公司	技术服务	259.43	0.66%
4	鼎信信息科技有限责任公司	技术服务	103.30	0.26%
5	恒丰银行股份有限公司	WPS+商业版	77.83	0.20%
	合计		1,541.53	3.93%

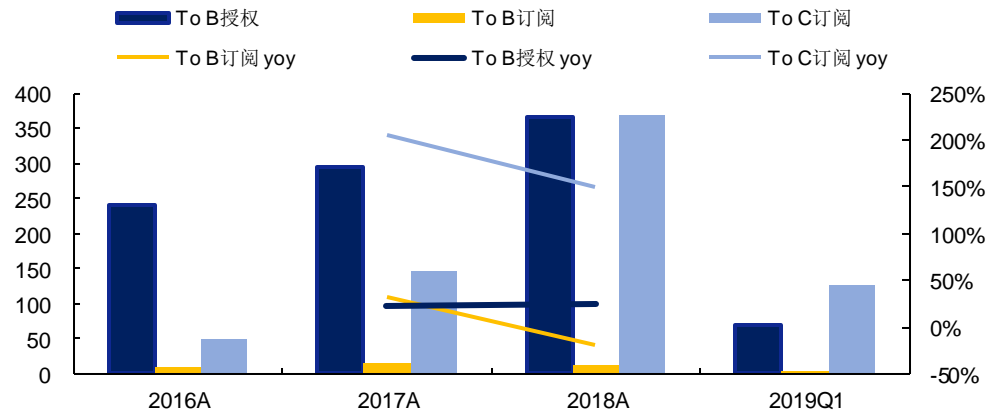
数据来源：公司招股书，安信证券研究中心

根据公司招股书披露，“机构订阅业务中，合同中未约定考核和验收条款的，公司在约定的服务期间内分期确认收入，2016 年、2017 年、2018 年及 2019 年 1-3 月，此类业务占机构订阅服务收入比例分别为 67.94%、55.98%、49.86%及 68.41%，分期确认期间由合

同服务期间确定。”

我们将其重新分类为 To B 授权、To B 订阅和 To C 订阅。重新分类之后，公司 2016-2018 年的 To B 授权收入分别为 240.09/295.37/367.16 百万元，同比增速分别为 23.02%/24.31%；To B 订阅收入分别为 10.74/14.17/11.4 百万元，同比增速分别为 31.87%/-19.42%；To C 订阅收入分别为 48.31/147.86/369.75 百万元，同比增速分别为 206.05%/150.08%。

图 46：重新分类后公司收入拆分



数据来源：安信证券研究中心

3.4.1. To B 业务市场空间测算

我们将 To B 业务分为授权和订阅的主要原因是测算市场规模时所使用的参照不同。我们认为，To B 授权业务适用于大型企业，而 To B 订阅业务适用于中小型企业。考虑到对于大型企业，我们将以招商银行（授权）/工商银行（“订阅”）作为参照，对于中小微型企业，我们将以顺丰科技（订阅）作为参照。

根据 Wind 数据库的数据，2016 年，我国全国国有企业年末从业人员数为：

- 大型企业：1930.0 万人
- 中型企业：719.8 万人
- 小型企业：328.9 万人
- 微型企业：79.2 万人

我们假设：WPS 在国有企业的渗透率达到 100%。公司来自于非国有企业的收入只有国有企业的 50%-75%。

大型国有企业市场空间测算：我们按照授权模式 / 订阅模式分开进行测算。每个测算中，我们假设该模式的情况下暴露度为 100%（即授权模式下不存在订阅模式，反之亦然）。

- 1、授权模式：根据公司披露，公司 2018 年从招商银行获得了 706.9 万元的收入。查阅年报可知，招商银行在 2018 年员工总数为 74,590 人。因此，我们可以算出招行的人均授权费用为 $706.9 \times 10^4 / 74590 = 95$ 元。我们假设软件平均 3 年更新一次。那么，大型企业的市场空间为 $95 \times 1930 \times 10^4 / 3 = 6.11$ 亿元。
- 2、订阅模式：根据公司披露，工商银行 2016-2018 连续三年都位列公司办公软件订阅用户的前五大客户之列，2018 年的金额为 733.96 万元。查阅年报可知，工商银行 2018 年员工总人数为 449,296 人。因此，我们可以算出工商银行的人均订阅费用为 $733.96 \times 10^4 / 449296 = 16.336$ 元/年。我们认为这个数字严重偏低，因此对于工商银行的人均订阅费用 *2 处理，那么，大型国有企业的市场空间为 $16.336 \times 1930 \times 10^4 \times 2 = 6.3$ 亿

元。

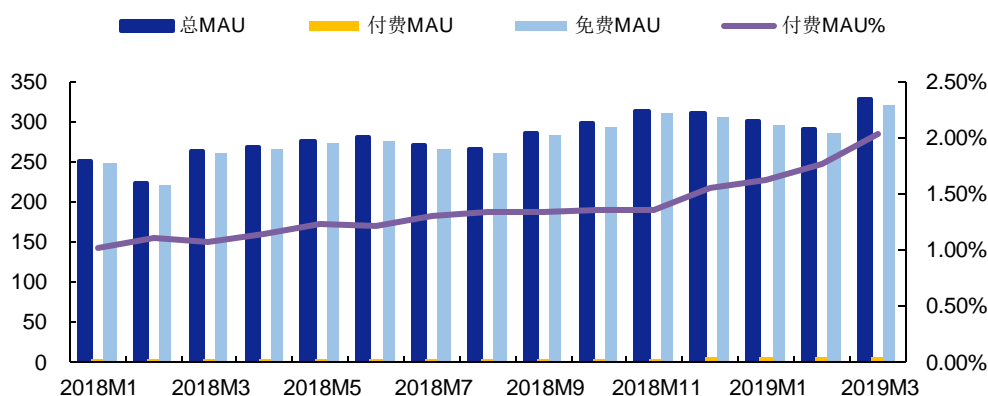
其他国有企业市场空间测算：我们假设这些企业都使用 WPS+ 版本。根据公司披露，公司从顺丰科技有限公司 2019Q1 的收入为 23.58 万元，我们假设全年=Q1*4，则为 23.58*4=94.32 万元。查阅顺丰年报可知，顺丰科技有限公司员工数为 5754 人。因此，我们可以计算出该公司的人均订阅费用为 $94.32 \times 10^4 / 5754 = 163.92$ 元/年。我们发现该价格显著高于大型国企付出的价格。我们给予其 20% 的折价。那么，其他国有企业的市场空间为 $163.92 \times (719.8 + 328.9 + 79.2) \times 10^4 \times (1 - 20\%) = 14.79$ 亿元。

整个国有企业的市场空间为 $(6.1 + 6.3) / 2 + 14.79 = 20.99$ 亿元。考虑 50%-75% 的非国有企业，整个 To B 企业的可达市场空间为 31.5-36.7 亿元。目前 WPS 的渗透率不到 10%，还有很大的发展空间。

3.4.2. To C 业务市场空间测算

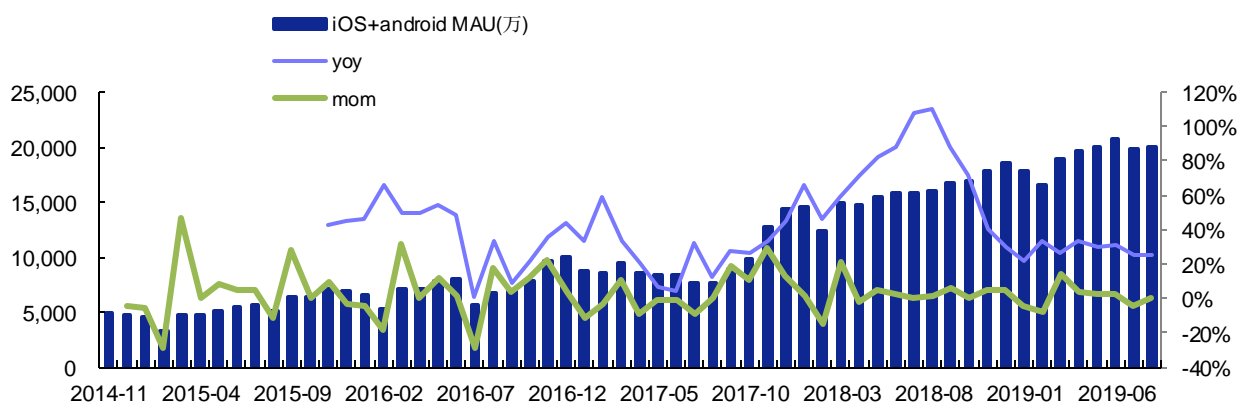
对于 To C 业务来说，我们认为公司的逻辑是“Freemium”的商业模式，即通过免费版的 WPS 积累用户，之后通过 WPS 会员、稻壳儿会员、超级会员等增值功能向客户收费。其要点是：免费功能与收费功能针对的是同一个产品，同一拨客户。因此，我们认为，可以用如下公式计算公司收入：收入=付费用户数*每用户收入=总用户数*转化率*每用户收入。

图 47：公司总体 MAU（包含词霸产品）和付费率情况



数据来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

图 48：公司移动端 MAU 情况（iOS+android）



数据来源：Questmobile，安信证券研究中心

根据招股说明书，2019年三月公司主要产品整体 MAU 超过 3.28 亿，其中 WPS Office 桌面版 1.32 亿 (qoq 10%)，移动版 1.87 亿 (qoq 3%)。根据 CNNIC 数据，2018 年底我国网民规模达到 8.29 亿，则 WPS 的渗透率为 39.57%。根据极光大数据的排名，WPS 已经是工具类软件（非输入法）中排名第二（第一为 WIFI 万能钥匙）的软件。根据 Questmobile 的数据，2019 年 8 月极光大数据移动端 iOS+Android 的 MAU 为 1.99 亿，同比增加 25%，环比增加 1%。由于 WPS 存在桌面端和移动端是两个 MAU 但是为同一个人使用的情况，再考虑到 WPS 作为生产力工具，桌面端是吸引用户付费的决定点，因此我们在测算时假设 WPS 的整体移动端 MAU 达到新浪微博的水平，桌面端 MAU 为移动端 MAU 的 40%。

图 49：WPS 会员付费用户转化率



数据来源：公司问询回复函，安信证券研究中心

图 50：稻壳儿会员付费用户转化率



数据来源：公司问询回复函，安信证券研究中心

转化率方面，我们注意到 WPS 会员与稻壳会员的转化率是不一致的。我们假设 WPS 会员的转化率达到 6%，稻壳儿会员转化率达到 2.5%，两者单价保持不变，用户的存续期可以达到 6 个月，因此，公司的年收入为 $40\% * 6 * (4 * 10^8 * 6\% * 15 + 4 * 10^8 * 2.5\% * 20) = 13.44$ 亿，如若给予 20% 的浮动，则为 10.75-16.13 亿元。

3.4.3. To G 业务市场空间测算

除了 To B 与 To C，我们认为公司在 To G 市场也大有可为。我们保守假设 PC 数量为 800 万台，WPS 渗透率为 70%，单价为 300 元/台，乐观假设 PC 数量为 1200 万台，WPS 渗透率为 90%，单价为 400 元/台，均分三年完成，更新周期也为三年，则 To G 市场的收入规模为 5-14 亿元。

3.4.4. WPS 估值测算需要考虑其未来的发展潜力

WPS 还有一项广告业务。我们认为，广告业务在未来市场空间有限。一方面，我们认为 WPS 目前的单用户广告展示量已经达到了较高的水平，另一方面，广告业务与会员业务是互斥的（会员免广告），因此，随着会员占比的增加，看广告用户（免费用户）的占比会下降。

我们按照可达市场空间*可达净利润率*PE 算出可达净利润，之后进行折现，对于不同的业务线，我们采用不同的假设，主要假设如下：

表 4：估值主要假设

	净利润率	PE	折现年限
To B	40%	30x	8
To C	25%	30x	4
广告	20%	20x	0
To G	60%	25x	1

数据来源：安信证券研究中心

我们计算出来的结果为 341-568 亿元。需要注意的是，我们这里的估值计算只包括了公司当前的业务，即 WPS Office 国内市场的业务。目前，公司已经进行了一部分的海外扩张，在国外的应用软件商城（如 Google Play、App Store）等发布了桌面端和移动端的产品，但是大规模的拓展以及商业变现尚未进行。我们认为，公司的产品非常具有竞争力，因此其海外拓展是可能的，当前公司的重点在于国内业务，当国内业务较为成熟之后，公司势必进行强势的海外扩张，考虑到雷军系已在海外进行大量布局，我们认为公司的海外扩张的速度会很快。

同时，我们认为公司的产品矩阵存在拓展的可能。正如我们报告之前所提到的，公司的产品是中重度办公的产品，轻量化办公的产品难以对其形成渗透，反而公司的产品可以从重度向轻度办公、特定领域应用进行有效渗透。我们注意到网易有道最近成功上市，其 MAU 达到 530 万，并已经成为了其在线教育的重要的流量来源。我们认为，公司向诸如有道云笔记的应用进行渗透是可能的，同时，庞大的用户基数使得公司有更多的变现路径。

综合考虑公司海外拓展以及产品拓展的因素，我们认为需要对公司的估值结果进行调整。我们假设公司的海外拓展和产品拓展可以给公司估值贡献 40%-60%的空间（136~340 亿人民币），那么，公司的估值范围为 480-900 亿人民币。该 40%-60%的测算基于以下数据：

1. 微软 FY2019 Office 相关收入约 318 亿美元，合超过 2200 亿元人民币，并且仍然保持两位数以上的增速，这说明整个市场的盘子是极大的；
2. 微软 FY2019 本土业务：海外业务的收入比例为 0.96:1，Adobe FY2018 本土业务：海外业务的收入比例为 1.31:1。我们认为对于一个成熟的软件公司来说，出海是一条必经之路。目前尽管 WPS 尚未进行有力的海外拓展及变现，但正如我们在上文提到的，公司产品较为成熟，海外扩张的速度会很快，因此，我们认为仍然需要考虑该项因素；
3. 目前专注办公领域协作的 Slack 市值在 120 亿美元左右，专注视频会议的 ZOOM 市值在 190 亿美元左右，网易有道的市值在 16 亿美元左右，这说明成熟市场对于细分办公领域的商业产品是十分认可的。我们认为公司作为一个有着较为深厚互联网底蕴的公司，是有可能向相关领域进行扩张的。

4. 盈利预测

我们认为，公司处在高速成长的阶段，To G 业务给公司带来了很大的弹性，但今年强研发投入对净利润产生了一些冲击。我们预计 2019-2020 年收入分别为 16.0 / 26.5 亿元，同比增长 41%/66%；净利润分别为 3.4 / 8.0 亿元，同比增长 9%/137%。

5. 风险提示

5.1. 产品单一化风险

公司的主要产品是 WPS Office 系列软件。如若出现颠覆性创新产品，导致公司及 Microsoft Office 相关产品被替代，那么会对公司的经营业绩产生不利影响。同时，公司单一产品要求公司进行持续地高强度研发投入，如若研发方向发生错误，那么也会对公司的经营业绩产生不利影响。

5.2. To B 业务线发展不及预期

公司 To B 业务需要销售人员进行市场拓展，目前也存在一定的场地授权情况。如若公司的销售人员无法有效地进行市场拓展，那么会对公司的经营业绩产生不利影响。如若公司以后

To B 业务仍存在大量的低价格的场地授权，那么公司的经营业绩难以达到预定目标。

5.3. To C 业务线发展不及预期

公司 To C 业务线采用的 Freemium 模式导致该板块对于转化率及续费率较为敏感。如若公司无法持续有效提升转化率及付费率，或者是市场竞品大幅度降价导致公司用户的流失和相关指标的下降，那么公司的经营业绩会不达预期。

5.4. To G 业务线发展不及预期

公司 To G 业务线受政府相关政策影响较为严重。如若有关政策低于预期，或者有关政策的推进速度低于预期，那么会对公司的经营业绩产生一定冲击。

5.5. 假设条件不成立的风险

我们重要的假设条件有：

1. WPS 在国有企业的渗透率达到 100%。公司来自于非国有企业的收入只有国有企业的 50%-75%；
2. 我们假设 WPS 的整体移动端 MAU 达到新浪微博的水平，桌面端 MAU 为移动端 MAU 的 40%，假设 WPS 会员的转化率达到 6%，稻壳儿会员转化率达到 2.5%；
3. 我们保守假设 PC 数量为 800 万台，WPS 渗透率为 70%，单价为 300 元/台，乐观假设 PC 数量为 1200 万台，WPS 渗透率为 90%，单价为 400 元/台，均分三年完成，更新周期也为三年；
4. 折现年限方面 To B 8 年，To C 4 年，To G 1 年；
5. 假设公司的海外拓展和产品拓展可以给公司估值贡献 40%-60%的空间。

如果这些假设条件不成立或者仅部分成立，会对公司的盈利预测和估值产生不良影响。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	753.3	1,129.7	1,595.4	2,654.0	3,450.3	成长性					
减:营业成本	88.6	150.1	209.9	292.5	373.4	营业收入增长率	38.8%	50.0%	41.2%	66.4%	30.0%
营业税费	9.0	11.3	18.3	30.7	38.8	营业利润增长率	147.6%	56.7%	3.3%	137.0%	31.6%
销售费用	155.3	215.8	303.1	583.9	759.1	净利润增长率	65.0%	44.9%	8.6%	137.0%	30.0%
管理费用	80.5	88.8	717.9	928.9	1,207.6	EBITDA 增长率	42.4%	63.4%	-51.0%	132.5%	30.6%
财务费用	-2.4	-1.9	-3.1	-9.5	-17.9	EBIT 增长率	44.8%	63.9%	-51.4%	136.4%	31.0%
资产减值损失	0.7	4.4	-	-	-	NOPLAT 增长率	147.1%	53.5%	3.0%	136.4%	31.0%
加:公允价值变动收益	-	2.4	-	-	-	投资资本增长率	79.5%	12.3%	18.3%	-20.8%	50.2%
投资和汇兑收益	15.0	50.0	-	-	-	净资产增长率	27.4%	14.2%	33.6%	50.4%	44.1%
营业利润	215.7	338.0	349.2	827.5	1,089.3	利润率					
加:营业外净收支	0.4	-16.5	-	-	-	毛利率	88.2%	86.7%	86.8%	89.0%	89.2%
利润总额	216.1	321.5	349.2	827.5	1,089.3	营业利润率	28.6%	29.9%	21.9%	31.2%	31.6%
减:所得税	1.8	10.9	11.8	27.9	36.8	净利润率	28.5%	27.5%	21.1%	30.1%	30.1%
净利润	214.3	310.7	337.4	799.6	1,039.5	EBITDA/营业收入	59.1%	64.4%	22.3%	31.2%	31.3%
						EBIT/营业收入	57.6%	63.0%	21.7%	30.8%	31.1%
资产负债表						运营效率					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	固定资产周转天数	6	11	11	6	4
货币资金	166.4	186.8	422.6	1,455.8	2,062.8	流动营业资本周转天数	303	270	218	128	111
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	502	430	369	325	361
应收账款	191.1	247.4	571.1	657.3	911.5	应收账款周转天数	88	70	92	83	82
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数	1	0	1	0	0
预付账款	4.2	5.8	24.1	12.6	29.1	总资产周转天数	531	463	398	340	372
存货	1.0	1.0	4.8	1.7	6.1	投资资本周转天数	314	285	233	136	116
其他流动资产	848.6	1,049.1	761.4	886.3	898.9	投资回报率					
可供出售金融资产	10.7	9.4	10.3	10.1	10.0	ROE	20.6%	26.2%	21.3%	33.5%	30.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	16.8%	19.1%	17.8%	25.6%	26.3%
长期股权投资	-	13.2	13.2	13.2	13.2	ROIC	45.0%	38.5%	35.3%	70.6%	116.7%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	17.2	52.8	47.1	41.4	35.8	销售费用率	20.6%	19.1%	19.0%	22.0%	22.0%
在建工程	6.6	-	-	-	-	管理费用率	10.7%	7.9%	45.0%	35.0%	35.0%
无形资产	14.2	17.9	13.4	9.0	4.5	财务费用率	-0.3%	-0.2%	-0.2%	-0.4%	-0.5%
其他非流动资产	19.2	43.9	32.2	31.3	31.3	三费/营业收入	31.0%	26.8%	63.8%	56.6%	56.5%
资产总额	1,279.3	1,627.4	1,900.2	3,118.8	4,003.3	偿债能力					
短期债务	-	-	-	-	-	资产负债率	18.8%	27.1%	16.6%	23.5%	14.2%
应付账款	43.3	82.3	135.8	164.8	177.7	负债权益比	23.1%	37.1%	19.9%	30.8%	16.5%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	5.21	3.51	5.86	4.17	7.06
其他流动负债	189.1	341.9	168.4	557.8	376.0	速动比率	5.21	3.51	5.85	4.17	7.05
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-178.51	-365.69	-111.70	-85.66	-59.90
其他非流动负债	7.8	16.2	10.7	11.6	12.8	分红指标					
负债总额	240.2	440.4	315.0	734.2	566.6	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	-	-	-	-	12.7	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	360.0	360.0	424.0	424.0	424.0	股息收益率					
留存收益	680.3	823.0	1,161.2	1,960.7	3,000.0						
股东权益	1,039.1	1,186.9	1,585.2	2,384.7	3,436.7						
						业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	EPS(元)	0.60	0.86	0.80	1.89	2.45
净利润	214.3	310.7	337.4	799.6	1,039.5	BVPS(元)	2.89	3.30	3.74	5.62	8.08
加:折旧和摊销	11.4	16.7	10.1	10.1	10.1	PE(X)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
资产减值准备	0.7	4.4	-	-	-	PB(X)	-	-	-	-	-
公允价值变动损失	-	-2.4	-	-	-	P/FCF	-	-	-	-	-
财务费用	-0.2	-0.3	-3.1	-9.5	-17.9	P/S	-	-	-	-	-
投资损失	-15.0	-50.0	-	-	-	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
少数股东损益	-	-	-	-	13.0	CAGR(%)	55.1%	50.2%	37.4%	55.1%	50.2%
营运资金的变动	-334.7	-31.6	-173.1	222.9	-454.5	PEG	-	-	-	-	-
经营活动产生现金流量	346.8	418.1	171.3	1,023.1	590.2	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-476.7	-217.9	-0.8	0.1	0.2	REP					
融资活动产生现金流量	-15.8	-184.2	65.4	9.9	16.6						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

胡又文、黄净声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	13723434033	yangping1@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034