

# 办公软件自主可控势在必行，国产龙头乘势而起

投资评级（暂无）

2019年11月12日

证券分析师 郝彪

执业证号：S0600516030001  
021-60199781

haob@dwzq.com.cn

证券分析师 张良卫

执业证号：S0600516070001  
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1,130	1,606	2,264	2,968
同比（%）	50.0%	42.2%	40.9%	31.1%
归母净利润（百万元）	311	370	604	787
同比（%）	44.9%	19.2%	63.1%	30.2%
每股收益（元/股）	0.67	0.80	1.31	1.71
P/E（倍）	68	57	35	27

## 投资要点

- **国产办公软件龙头：**金山办公是国内领先的办公软件和服务提供商，WPS Office 办公软件是公司的核心产品，产品线目前已从桌面向多平台全线产品延伸，可在 Windows、Linux、MacOS、安卓、iOS 等多平台使用。围绕 WPS Office 等产品，公司商业模式从传统办公软件产品使用授权向服务订阅、互联网广告推广拓展，实现业务的多元化发展。过去几年公司营收、净利润均保持高速增长，2018 年营收 11.30 亿元，同比增长 49.97%，归母净利润 3.11 亿元，同比增长 44.94%。2018 年授权业务、广告业务、订阅业务营收占比分别为 31.49%、33.75%、34.76%，三大业务占比接近，协同驱动营收增长。
- **自主可控背景下，授权业务有望加速：**授权业务是公司的核心业务，WPS Office 已经在国内市场占据明显竞争优势，截止 2018 年底公司 WPS 注册用户为 2.80 亿，占国内办公市场用户总规模的 42.75%，2019 年 3 月，月活跃用户数 3.28 亿，是国内最大的国产办公软件厂商。在政府、银行、央企等多个重点领域优势明显，覆盖率在 85% 以上。随着软件正版化和自主可控等多重政策因素的催化，用户覆盖率和国产替换率有望进一步提升，带动授权业务加速增长。
- **免费+广告模式，实现广告变现：**基于庞大的月活用户，采用“免费+广告”的模式，以产品、官网为主要载体，为各类广告客户提供广告营销服务，分享互联网广告经济带来的红利。公司广告收入来源主要包括第三方平台推广和广告业务，目前和多家广告客户建立长期稳定合作。2016 年-2018 年公司互联网广告推广服务业务营收分别为 2.43 亿元、2.96 亿元、3.81 亿元，3 年 CAGR 为 25.22%，收入稳步增长。
- **个人订阅带动营收高速增长：**办公服务订阅分为个人服务订阅和机构服务订阅，2018 年营收 3.93 亿元，2014 年-2018 年 CAGR 为 150.38%，是公司近几年业绩增长的主驱动力。个人客户订阅营收从 2014 年的 0.03 亿元增长到 2018 年的 3.70 亿元，5 年 CAGR 为 233.25%，高增速带动公司办公服务订阅业务整体高增长。个人办公服务订阅的快速增长主要受益于会员人数和付费用户数的持续高增长，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，稻壳儿会员数由 2016 年度的约 106 万人增长至 2018 年度的约 357 万人。随着公司产品服务的不断升级和用户付费意愿的持续提升，付费用户渗透率有望进一步提升，办公订阅业务有望继续保持高速增长态势。
- **盈利预测与投资评级：**预计公司 2019-2021 年实现营收 16.06 亿元/22.64 亿元/29.68 亿元，归母净利润 3.70 亿元/6.04 亿元/7.87 亿元。作为国内最大的办公软件厂商，以软件产品授权为基础，凭借庞大用户资源，云化转型推进推动增值服务的快速渗透。对比可比公司 2020 年 PE，给予公司 50-60 倍 PE，对应目标价 65.5-78.6 元。
- **风险提示：**产品单一风险；付费用户增长不及预期。

## 股价走势



## 市场数据

发行价(元)	45.86
一年最低价/最高价	N/A
市净率(倍)	3.71
流通 A 股市值(百万)	N/A

## 基础数据

每股净资产(元)	12.36
资产负债率(%)	26.81
总股本(百万股)	461.00
流通 A 股(百万股)	101.00

## 相关研究

## 内容目录

<b>1. 国内领先的办公软件和服务提供商 .....</b>	<b>4</b>
1.1. 公司主要产品和业务 .....	5
1.2. 业绩高增长，各项财务指标优异 .....	9
<b>2. 办公软件产品使用授权 .....</b>	<b>12</b>
2.1. 办公软件用户数量仍有提升空间 .....	12
2.2. 政策加码知识产权和自主可控，将助力国产办公软件突围 .....	13
2.3. 办公软件市场稳增长，国产品牌市场份额不断扩大 .....	14
2.4. 公司是目前国产办公软件市场的最强者 .....	16
<b>3. 互联网广告推广服务 .....</b>	<b>17</b>
3.1. 国内网络广告市场持续增长，移动广告占据市场主流 .....	17
3.2. 乘“免费+广告”东风，互联网广告推广服务营收稳步增长 .....	18
<b>4. 办公服务订阅 .....</b>	<b>19</b>
<b>5. 募投项目情况 .....</b>	<b>22</b>
<b>6. 盈利预测与估值 .....</b>	<b>23</b>
<b>7. 风险提示 .....</b>	<b>25</b>

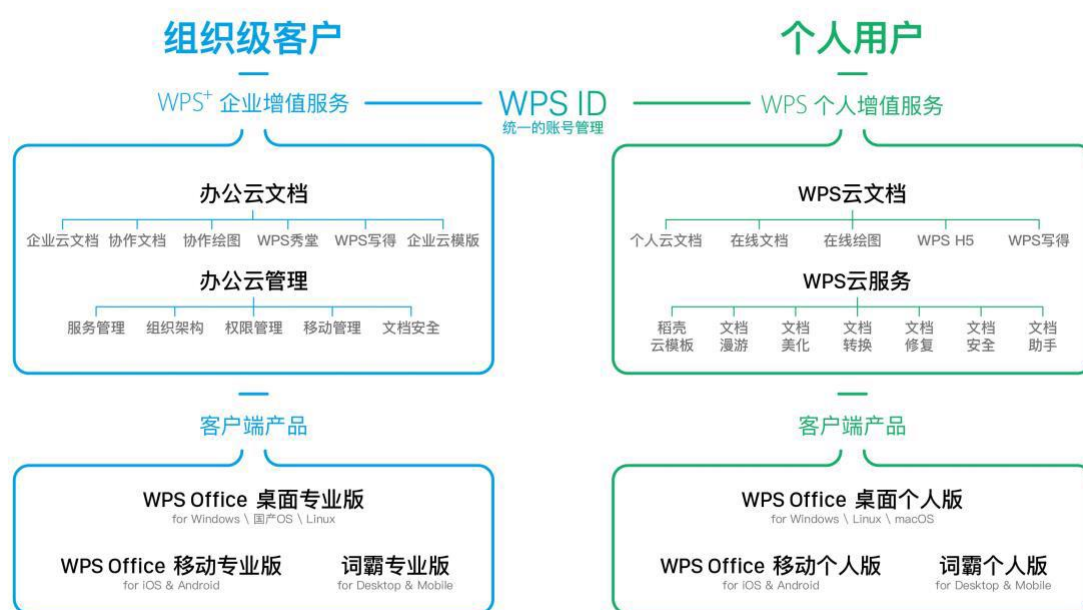
## 图表目录

图 1: 公司主要产品及服务矩阵 .....	4
图 2: 发行前公司股权结构 .....	4
图 3: WPS Office 移动版支持多平台 .....	6
图 4: 金山词霸软件界面 .....	7
图 5: 公司阶段业务情况 .....	7
图 6: 公司 2014-2018 年营收和增速 .....	10
图 7: 公司 2014-2018 年归母净利润和增速 .....	10
图 8: 公司营收构成 .....	10
图 9: 公司毛利构成 .....	10
图 10: 公司毛利率水平高 .....	10
图 11: 公司 4 项费用率 .....	11
图 12: 研发费用投入和占比 .....	11
图 13: 公司员工构成 .....	11
图 14: 经营活动现金净流量 (单位: 亿元) .....	12
图 15: 2012 年-2018 年中国办公软件用户规模 .....	12
图 16: 2017 年 1 月-12 月移动端办公服务软件月独立设备数 .....	13
图 17: 办公软件市场规模 (单位: 亿元) .....	14
图 18: 2016 年-2018 年公司月活跃用户数 (单位: 亿) .....	16
图 19: WPS 兼容性最好 .....	17
图 20: 网络广告市场规模和增长率 .....	17
图 21: 公司互联网广告推广服务构成 (单位: 亿元) .....	19
图 22: 特权对比图 .....	19
图 23: WPS 和稻壳会员数 .....	21
图 24: 付费用户数 .....	21
图 25: 付费用户渗透率低 .....	21
图 26: 个人客户和机构客户订阅 .....	22
图 27: 营收拆分与预测 (单位: 百万元) .....	23
表 1: 不同系统平台界面 .....	5
表 2: 公司广告的主要展示方式 .....	7
表 3: 办公服务订阅主要内容 .....	9
表 4: 行业重要政策法规 .....	14
表 5: 行业主要竞争对手 .....	15
表 6: 重点行业和领域高覆盖率 .....	16
表 7: 互联网广告推广类型 .....	18
表 8: 募集资金项目及资金使用计划 (单位: 万元) .....	22
表 9: 行业可比标的估值 (截至 11 月 12 日) .....	25

## 1. 国内领先的办公软件和服务提供商

**国产办公软件龙头。**公司成立于 1988 年，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产品，并基于办公应用场景开发各类增值服务，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。

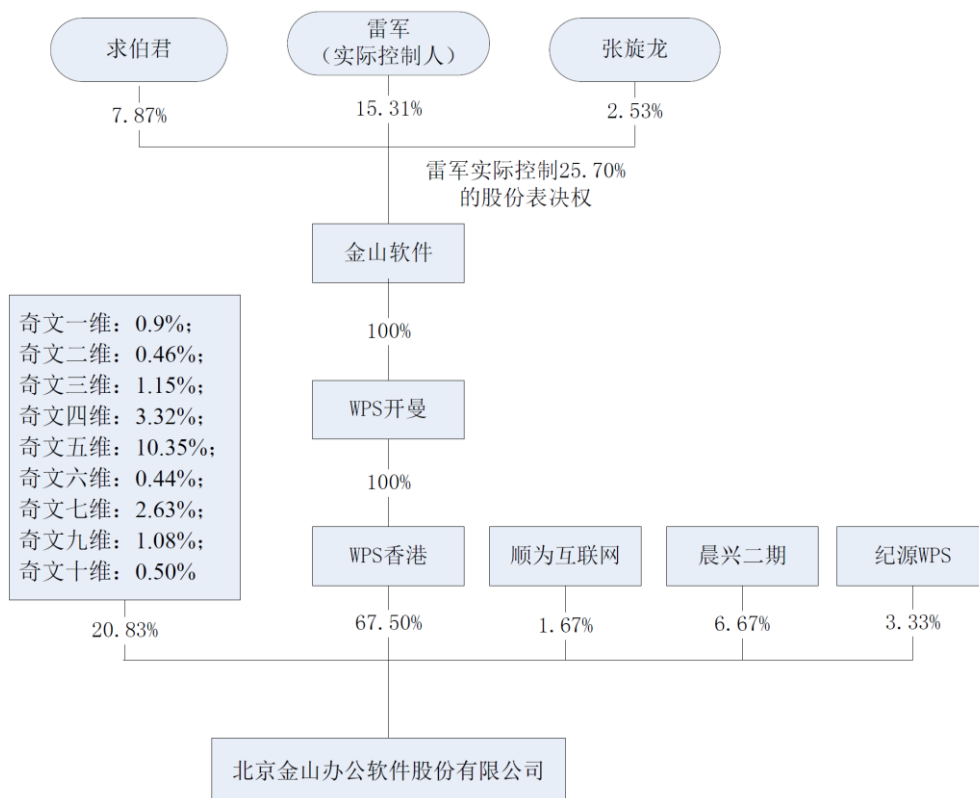
图 1：公司主要产品及服务矩阵



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

**雷军为公司实际控制人。**WPS 香港为公司控股股东，持有公司 67.5% 股份。雷军为公司实际控制人，通过金山软件、WPS 开曼、WPS 香港、顺位互联网、奇文二维、奇文四维、奇文五维、奇文七维等间接控制公司已发行 11.99% 的股份。求伯君与雷军签署了《关于保持一致行动人的协议》，为其一致行动人。

图 2：发行前公司股权结构




数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

### 1.1. 公司主要产品和业务

**WPS Office 办公软件是公司的核心产品。**公司的主要产品为 WPS Office 办公软件和金山词霸等软件，其中 WPS Office 办公软件是公司的核心产品，包括 WPS Office 桌面版和 WPS Office 移动版。

**WPS Office 桌面版**主要应用于电脑端，根据适配系统不同，主要包括 WPS Office Windows 版、WPS Office Linux 版、WPS Office Mac 版。包含 WPS 文字、WPS 表格、WPS 演示、PDF 阅读等组件。

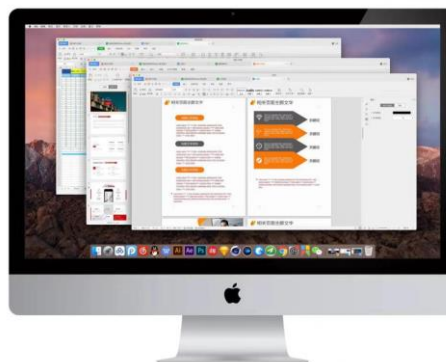
表 1：不同系统平台界面

类型	界面
WPS Office Windows 版	

WPS Office Linux 版



WPS Office Mac 版



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

WPS Office 移动版是基于 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，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 阅读等组件。

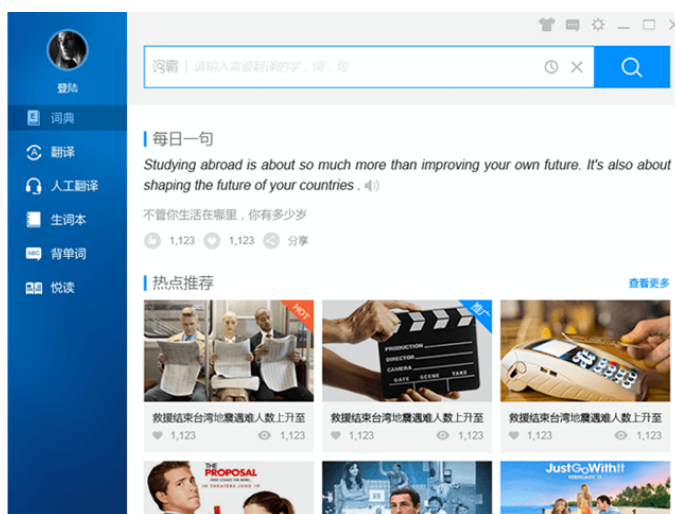
图 3：WPS Office 移动版支持多平台



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

金山词霸是一款以中英互译为主的电子词典及在线翻译软件，支持 Windows、iOS、Android 等多种平台。用户可使用金山词霸进行阅读、写作、口语练习以及单词复习等多种语言训练。

图 4：金山词霸软件界面



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

**从产品模式向服务模式转型。**随着公司持续的技术变革和业务拓展，主要产品线从桌面向多平台全线产品延伸，商业模式从传统办公软件产品使用授权向服务订阅、互联网广告推广多模式发展，围绕公司的 WPS Office 等产品，实现业务的多元化发展。

图 5：公司阶段业务情况

2011年	2012年	2013年-2015年	2015年至今
实现移动办公：在传统桌面办公软件产品的基础上，开创移动办公业务，全新发布Android版移动产品，抢占移动版全球办公市场领先地位。	多平台产品线：开发iOS产品，多平台产品线全面研发和推广。	开创运营收入：正式组建运营团队，公司突破单一办公软件产品适用授权收入模式，开始推广个人办公服务订阅业务和互联网广告推广业务。	商业模式转型：公司开始从“产品化”向“服务化”转型，增加组织级客户的办公服务订阅等业务模式，公司商业模式更加多元化。

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

**目前公司的主要业务分为三块：**

**1) 办公软件产品使用授权：**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，主要包括数量授权和场地授权等模式。对于软件需求订购数量较少的中小型机构客户，公司通常采用数量授权的方式，对于软件需求数量较大的大型客户，通常采用场地授权方式。

**2) 互联网广告推广服务：**公司采用“免费+广告”的模式，以产品、官方网页为主要载体，通过多种展示形式，为各类广告客户提供广告营销服务。按照不同展示方式，公司互联网广告推广业务主要分为界面类和任务类。

表 2：公司广告的主要展示方式

服务/类别	服务内容	图例
(1) 界面类	通过启动封面、弹窗、开屏页等方式推广、宣传客户产品。	

启动封面

用户启动软件的加载程序过程中的展示广告信息。



弹窗

软件在不影响该用户体验的情况下，提供弹窗形式的广告展示。



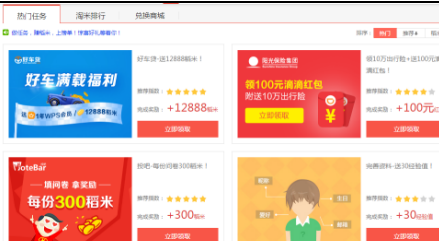
开屏页

包含首页、banner、顶通、伟通等固定位置的广告位广告。



(2) 任务类

在客户端及管网上，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。



数据来源：招股说明书，公司官网，东吴证券研究所



**3) 办公服务订阅：**公司的办公服务订阅主要包括机构客户办公服务订阅和个人用户服务订阅，是公司针对个人用户及组织级客户的办公应用场景，结合用户的不同需求，所推出的一系列办公应用服务。个人会员主要分为 WPS（含超级会员）、稻壳会员两类。

**表 3：办公服务订阅主要内容**

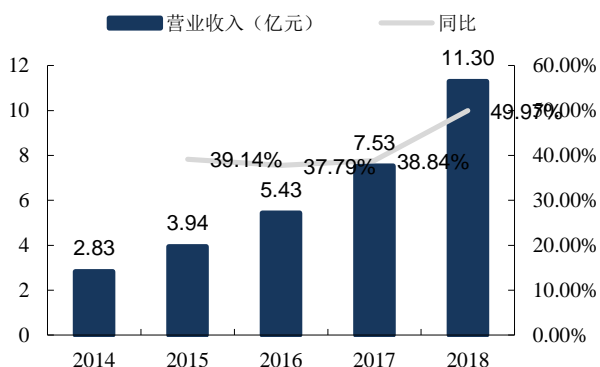
	服务名称	服务内容
个人办公增值服务	文档漫游	支持文档自动上传到云端，可实现文档在 PC、Android、iOS 等平台上的“自动漫游”，用户可以在多个客户端随时随地访问 WPS 云文档，进行文档的查看、下载、编辑、上传等操作。
	稻壳云模板	提供海量的专业云模板，如报告总结、活动比赛总结、活动比赛、财务报表、简历求职等类别的经典范文，也可向设计者提出需求，定制专属的个性化模板。
	个人云文档	WPS 用户可管理私人存储空间、文档漫游、协同圈子等文档数据。随着会员等级提高，所享受的服务也随之升级。
	会员皮肤	为用户提供多款精致的会员皮肤，用户可通过自定义设置个性化办公界面，同时可以对皮肤进行统一管理。
	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。
企业办公增值服务	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，实现随时地办公，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。

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

## 1.2. 业绩高增长，各项财务指标优异

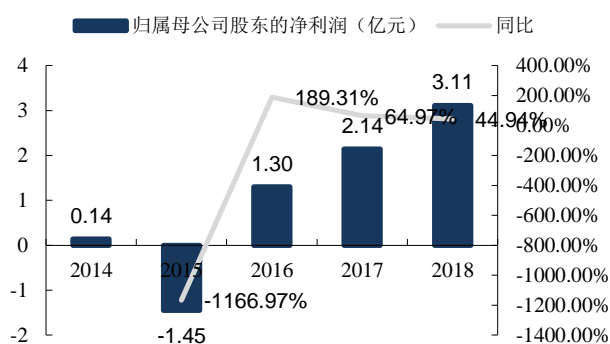
**营收和归母净利润稳健增长。**公司 2014 年-2018 年营收分别为 2.83 亿元、3.94 亿元、5.43 亿元、7.53 亿元、11.30 亿元，5 年 CAGR 为 41.36%。2014 年-2018 年归母净利润分别为 0.14 亿元、-1.45 亿元、1.30 亿元、2.14 亿元、3.11 亿元，5 年 CAGR 为 117.10%。公司业绩保持稳健增长主要得益于三方面：1、自主可控背景下的国产替代空间快速扩大；2、公司产品竞争力不断增强，带动用户规模扩大；3、加强和完善营销运营体系建设。

图 6：公司 2014-2018 年营收和增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

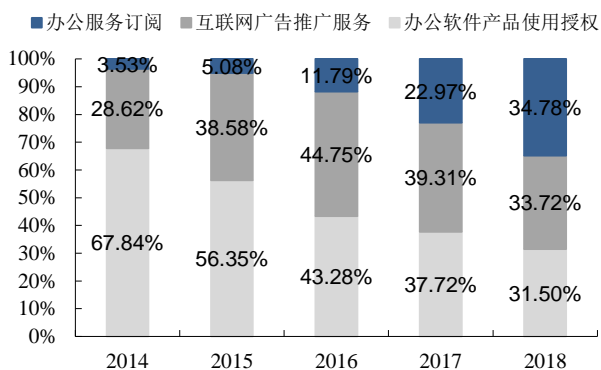
图 7：公司 2014-2018 年归母净利润和增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

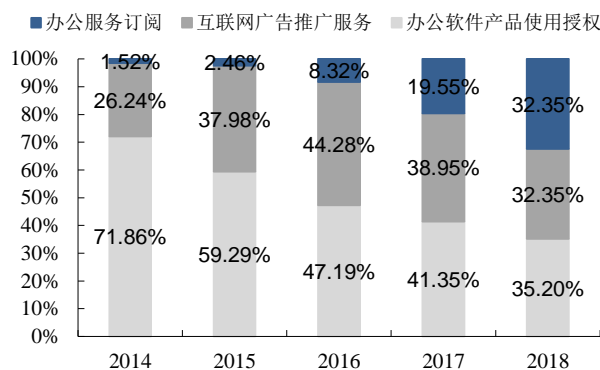
**办公服务订阅业务推动毛利持续提升。**目前公司主要业务包括办公软件产品授权、互联网广告推广服务、办公服务订阅，从 2018 年营收和毛利占比来看，公司三项业务占比接近。公司 2014 年-2018 年办公服务订阅的收入持续增长，成为公司业绩增长的主要驱动力，营收和毛利占比提升明显，2018 年营收和毛利占比分别为 34.78%、32.35%。

图 8：公司营收构成



数据来源：Wind，东吴证券研究所

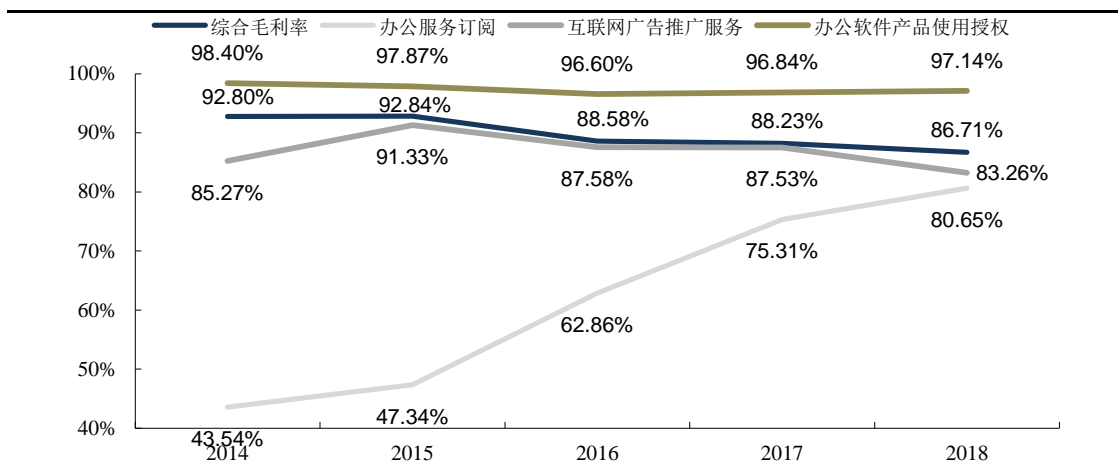
图 9：公司毛利构成



数据来源：Wind，东吴证券研究所

**公司毛利率水平高。**2014 年-2018 年公司综合毛利率分别为 92.80%、92.84%、88.58%、88.23%、86.71%。公司 2016 年开始综合毛利率开始略微下降，主要系毛利率相对较低的互联网广告推广服务和办公服务订阅业务的收入比重提升导致的。分业务看，授权业务和互联网广告业务毛利率较为稳定，办公服务订阅业务毛利率持续上升，主要是受益于订阅用户规模效应下收入增速大于成本增速。

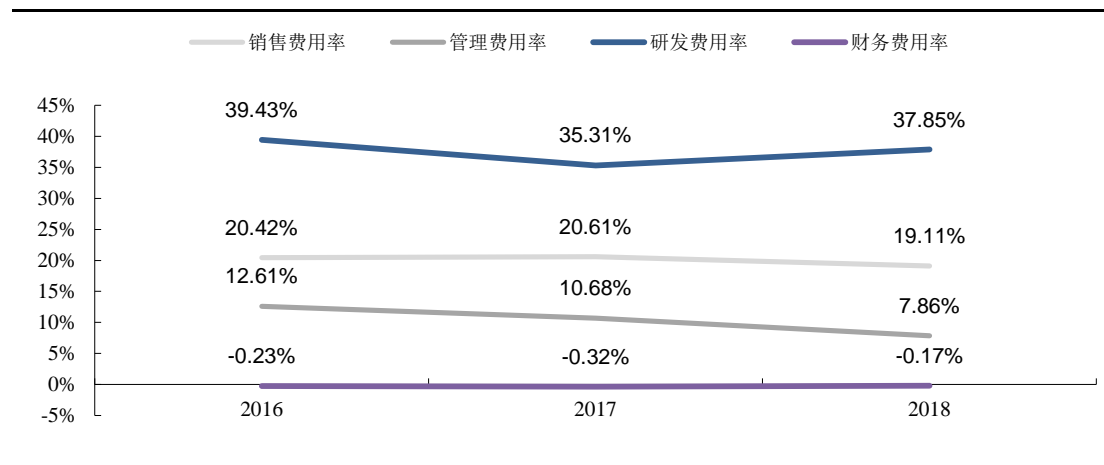
图 10：公司毛利率水平高



数据来源：Wind，东吴证券研究所

**期间费用率持续降低。**2016年-2018年公司研发费用率和销售费用率稳中有降，管理费用率下降明显，由12.61%下降为7.86%。主要系公司规模效应不断提升，管理效率逐渐增强，管理费用支出维持在较低水平。2016年-2018年公司期间费用占营收的比重分别为72.23%、66.29%、64.64%，呈现缓慢下降的趋势。

图 11：公司 4 项费用率

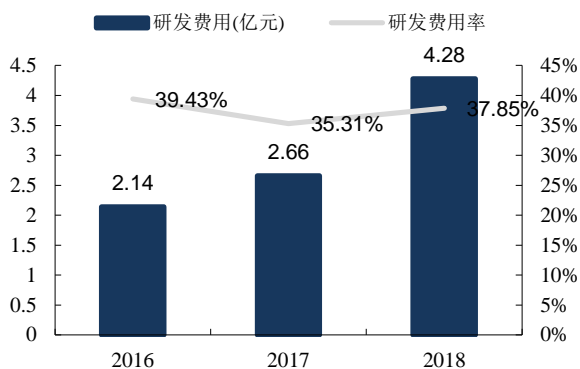


数据来源：Wind，东吴证券研究所

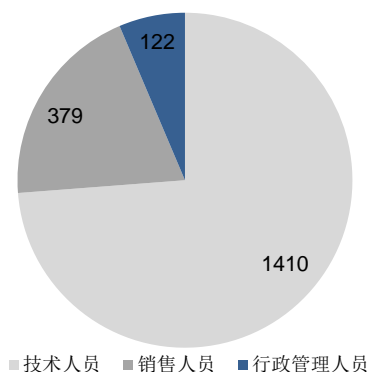
**高研发费用率，研发人员占比高。**2016年-2018年公司的研发费用率分别为39.43%、35.31%、37.85%，支出比例处于行业领先水平，高研发投入能够使公司保持持续的行业竞争力。截至2018年，公司总员工人数为1911人，其中技术人员1410人，占公司总人数的73.78%，

图 12：研发费用投入和占比

图 13：公司员工构成



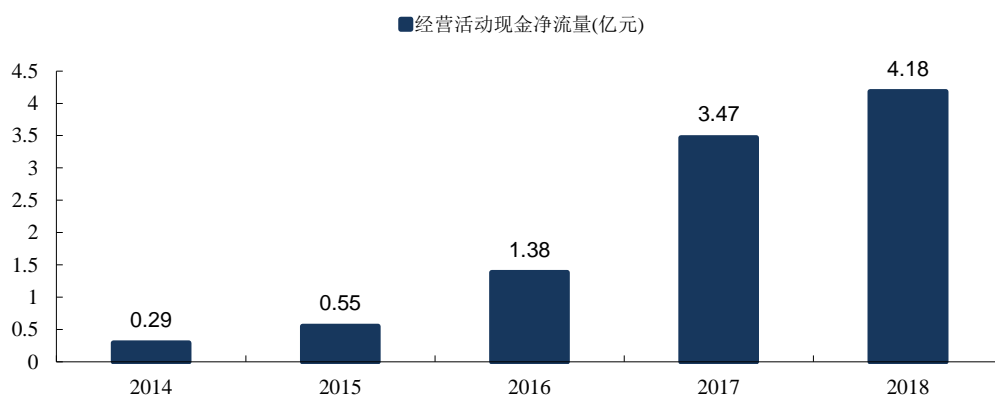
数据来源: Wind, 东吴证券研究所



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**经营性现金流净额逐年递增。**2014年-2018年公司经营活动现金流量净额分别为0.29亿元、0.55亿元、1.38亿元、3.47亿元、4.18亿元，现金流量持续为正，随着营收增长逐年递增，显示盈利能力良好。

图 14: 经营活动现金净流量 (单位: 亿元)



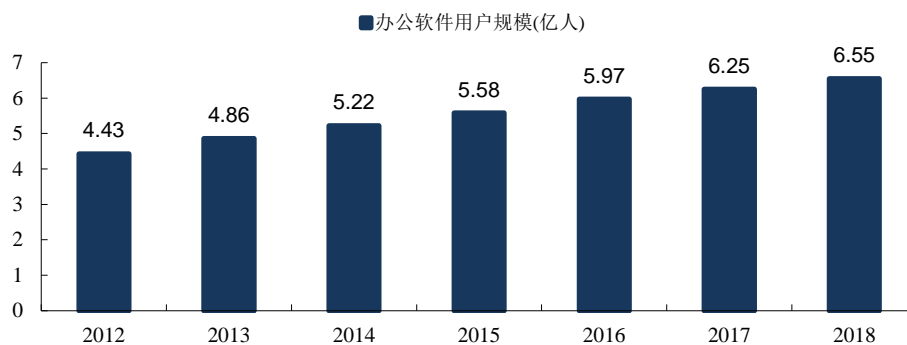
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 2. 办公软件产品使用授权

### 2.1. 办公软件用户数量仍有提升空间

**互联网浪潮带来办公软件的普及。**目前全球互联网渗透普及率呈现显著提升态势。根据CNNIC统计数据显示，截止2018年12月底我国网民规模约8.29亿，我国网民数量的增长也促进了办公软件用户数量的增长。根据计世资讯统计，2018年中国基础办公软件用户规模为6.55亿，2012年-2018年复合增速为6.8%，预计未来国内办公软件市场规模和用户数量仍将持续保持增长。

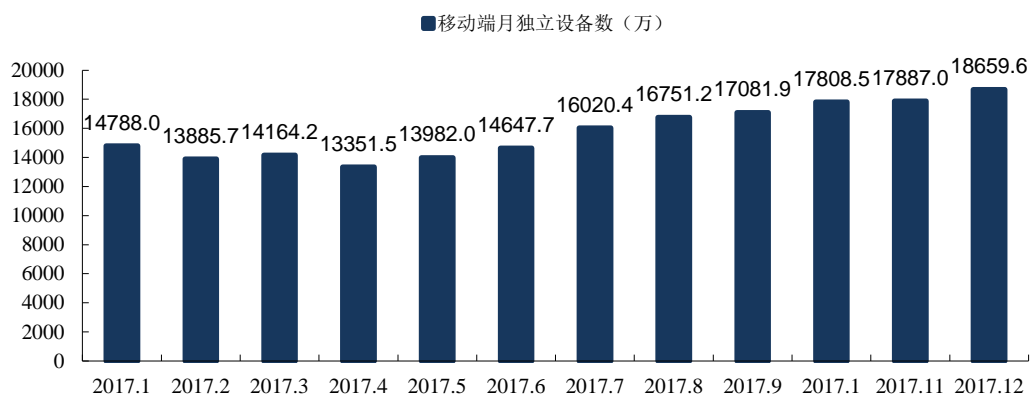
图 15: 2012年-2018年中国办公软件用户规模



数据来源：计世资讯，东吴证券研究所

**移动办公渗透率不断提升。**智能移动终端的日益普及和移动办公场景的日益成熟带动了办公软件应用的二次腾飞。随着全球移动互联网应用的发展，以智能手机为代表的智能移动终端日益普及。根据 IDC 公开数据，2012 年全球智能手机出货量约为 7.23 亿台，2018 年为 14.05 亿台，期间复合增长率达 11.7%。中国市场智能手机出货量整体亦呈持续增长趋势，从 2012 年的 2.13 亿台增长到 2018 年的 3.98 亿台，期间复合增长率达到 11.0%。未来随着智能手机的渗透率提升、5G 技术的成熟，将进一步带动智能设备出货量的高速增长，客户移动办公的需求持续增强。

图 16：2017 年 1 月-12 月移动端办公服务软件月独立设备数



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

**互联网化带动企业互联网化办公需求增长。**随着“互联网+”概念的提出，企业正迎来“互联网+”转型浪潮。而办公软件作为企业“互联网+”需求的一部分，能够为企业级客户提供更丰富的办公应用服务和解决方案，使企业级办公市场持续增长。

## 2.2. 政策加码知识产权和自主可控，将助力国产办公软件突围

**知识产权政策对国产软件意义重大。**目前国内办公软件市场面临两重障碍，一个是盗版问题，一个是微软 Office 的垄断。正版化是国产办公软件发展的基础条件，相对于盗版的零成本来说，国产办公软件无法参与竞争。随着国家对知识产权的逐渐重视，国

务院和版权局等部门推出一系列政策支持基础软件行业的发展，知识产权政策将助推用户对软件正版化的重视，增加对国产软件的需求，从而提升国产办公软件的竞争力。

表 4：行业重要政策法规

时间	政策法规	发布机构	主要内容
2017 年	《“十三五”国家知识产权保护和运用规划》	国务院	深入实施知识产权战略，深化知识产权领域改革，严格知识产权保护，加强知识产权运用，提升知识产权质量和效益，扩大知识产权国际影响力，加快建设中国特色、世界水平的知识产权强国。
2016 年	《正版软件管理工作指南》	版权局	规定了软件正版化工作责任制度、软件日常
2015 年	《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》	工商联 版权局	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。
2013 年	《关于做好 2013 年推进中央企业使用正版软件工作的通知》	国务院	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。

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

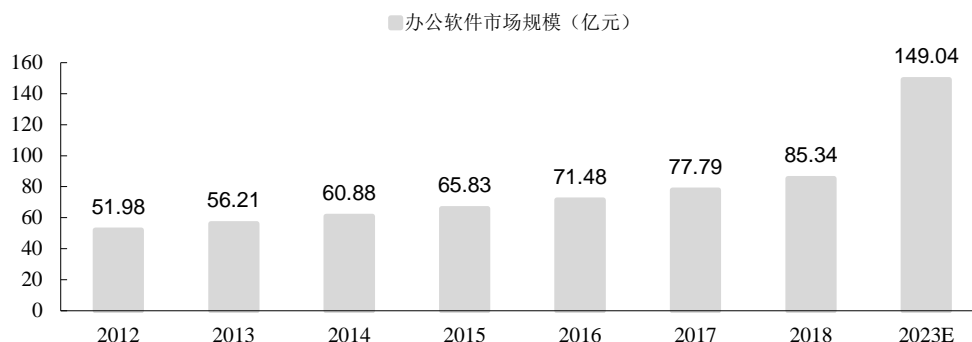
**办公软件的自主可控是信息安全的關鍵。**办公软件是基础软件中应用最广泛的软件之一，与信息安全密切相关。作为平台性的软件，一旦遭到攻击或破坏，整个系统就必然受到威胁。而办公软件的中国市场份额，目前主要被微软的 Microsoft Office 所垄断。

**自主可控体系建设提供新机会。**在国产替代总体战略的带动下，国产办公软件行业中的骨干企业有望迅速成长。用户越来越重视信息安全，开始逐渐倾向于选择具有品牌口碑、技术及资本等综合优势的软件企业和能够提供安全可靠产品的厂商进行合作，尤其是具有较强技术实力，能够保护客户隐私、保障行业敏感信息安全的软件企业。作为软件企业的重要组成部分，基础办公软件行业骨干企业在良好的政策环境和利好趋势下健康成长，行业地位更加突出。

### 2.3. 办公软件市场稳增长，国产品牌市场份额不断扩大

**办公软件市场稳定增长。**2018 年中国基础办公软件市场规模为 85.34 亿元，较 2017 年同比增长 9.7%，预计到 2023 年，行业市场规模将达到 149.04 亿元，2018-2023 年复合增长率为 11.8%。

图 17：办公软件市场规模（单位：亿元）



数据来源：计世资讯，东吴证券研究所

**国产办公软件正不断扩大市场份额。**由于办公软件产品技术门槛较高，办公软件市场中，仅有数家厂商参与竞争，目前国内外的主要竞争公司为 Microsoft Office（微软）、G suite（谷歌）、iWork（苹果）、WPS Office（金山办公）、永中 Office（永中）、中标普华 Office（中标）。以公司为代表的国产办公软件企业通过提高兼容性和保持品牌创新，不断研究用户需求、优化用户体验，凭借更灵活的定价策略和个性化的服务，不断扩大办公软件桌面市场份额。

表 5：行业主要竞争对手

竞争对手	主要特点
微软-Microsoft Office	Microsoft Office 是微软公司开发的一套基于 Windows 操作系统的办公软件套装。常见组件有 Word、Excel、PowerPoint 等，是目前世界知名软件。目前，微软也在传统业务的基础上拓展在线办公服务业务。
谷歌-G suite	谷歌的 G Suite 办公套件是一在线办公软件，可以通过云端处理和搜索文档、表格、幻灯片，具体包括 Gmail、日历、云端硬盘等 G Suite 核心服务以及 Google+、环聊、Blogger 等附加服务，并具备与其他 G Suite 用户云端分享文件、编辑文件等功能。
苹果-iWork	iWork 是苹果公司为 Mac OS X 和 iOS 操作系统开发的办公室软件，包括文档、电子表格和演示文稿等产品。同微软与谷歌一样，iWork 套件向公众推出了云端的在线网页版本 iWork for iCloud，主要针对具有 Apple ID 的用户。
永中-永中 Office	永中 Office 套件主要包含文字处理、电子表格和简报制作等应用，可以在 Windows、Linux 等多个不同操作系统上运行。随着云计算和移动互联时代的来临，永中也推出了永中云办公系统。
中标-中标普华 Office	普华 Office 目前在审计、财税工商等领域得到了应用，可以同时运行于 Windows 和 Linux 平台，有普通版、教育版、藏文版等版本。

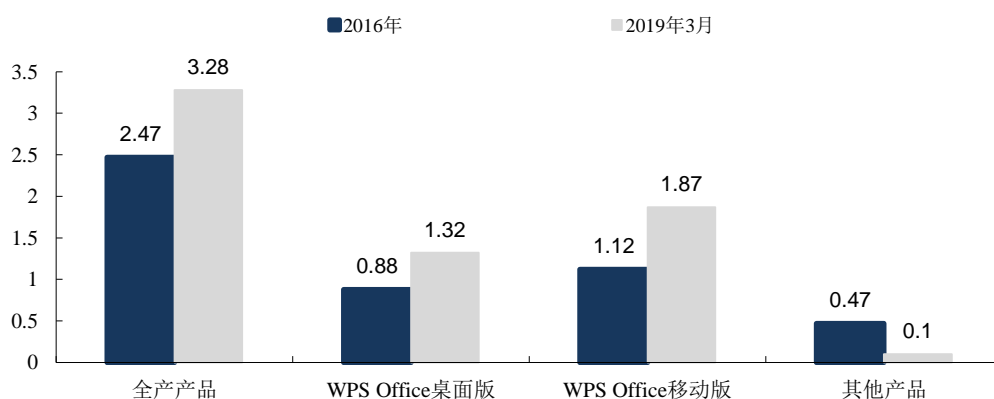
数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

## 2.4. 公司是目前国产办公软件市场的最强者

**WPS Office 已占据一定市场竞争优势。**聚焦国内市场，除了微软的 Microsoft Office 外，WPS Office、永中 Office、中标普华 Office 等是国内市场的主要品牌。目前公司与微软已取得明显的竞争优势，市场中形成了微软、公司同台竞争，其他品牌跟进发展的竞争态势。截至 2018 年底，按照 WPS 注册用户总量 2.80 亿计算，WPS 用户占国内市场总规模的 42.75%，已经成长为国内最大的国产办公软件提供商。考虑到公司有规模较大的免费用户，未来市场拓展空间较大。

**活跃用户超 3.28 亿，移动端用户增长迅速。**2019 年 3 月，主要产品月度活跃用户数 (MAU) 超过 3.28 亿，其中 WPS Office 桌面版月度活跃用户数超过 1.32 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 1.87 亿；公司其他产品（如金山词霸等）月度活跃用户数接近 0.10 亿；WPS Office 移动版已覆盖全球超过 220 个国家和地区，在全球 Google Play、中国 App Store 的办公软件应用市场中排名前列，是国内市场月活跃用户第一位的移动端办公软件。

图 18：2016 年-2018 年公司月活跃用户数（单位：亿）



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

**在多个重点行业和领域实现高覆盖率。**公司产品及服务在政府、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，所服务的客户已达 82 家，比例达 85.41%；特别在金融行业，全国五大国有商银均为公司客户，在 12 家全国性股份制商业银行中，所服务的客户已达 11 家，比例达 91.67%。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。

表 6：重点行业和领域高覆盖率

行业	数量	公司客户	比例
财富 500 强中国企业	120	69	57.50%
央企	96	82	85.41%



全国性股份制商业银行	12	11	91.67%
------------	----	----	--------

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

**产品全面适配国产整机平台，有望率先受益于国产化。**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。在国家积极推进国产自主可控生态建设的背景下，公司作为国产办公软件产品的佼佼者，在国产化推进过程中有望率先受益。

图 19：WPS 兼容性最好

分类	对比项	WPS Office 2019	微软 Office 2019	Google Docs
组件	核心产品模块	文字处理、电子表格、演示文稿、PDF	文字处理、电子表格、演示文稿	文字处理、电子表格、演示文稿
客户端	Windows	支持	支持	不支持
	Linux	支持	不支持	不支持
	MacOS	支持	支持	不支持
	Android	支持	支持	支持
	iOS	支持	支持	支持
	Web	支持	支持	支持
	CPU支持	X86、ARM、龙芯、飞腾、兆芯、申威	X86	X86
	国产操作系统	中标麒麟、银河麒麟、深度、新支点等主流国产操作系统	不支持	不支持

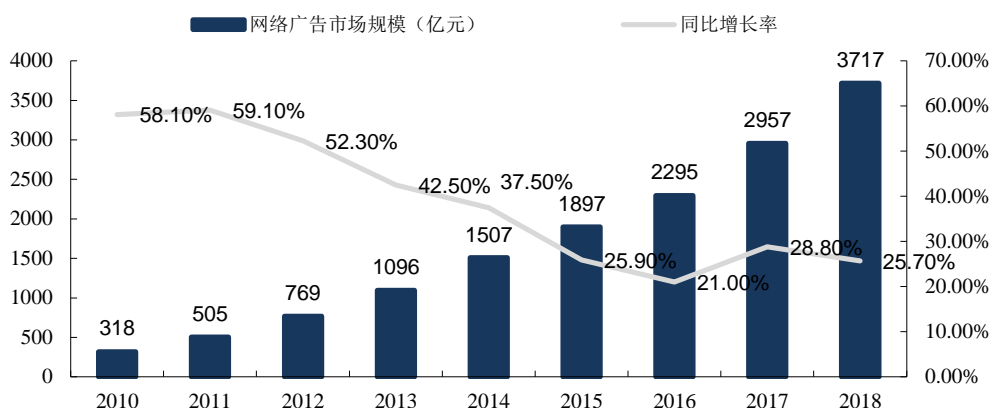
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3. 互联网广告推广服务

#### 3.1. 国内网络广告市场持续增长，移动广告占据市场主流

**国内网络广告市场持续增长。**根据 CNNIC 发布的第 43 次《中国互联网络发展状况统计报告》显示，2018 年中国网络广告市场规模达到 3,717 亿元，同比增长 25.7%，仍保持较高增速。随着软件行业“免费+广告”的兴起，软件行业公司将分享互联网广告经济所带来的红利。2012 年至 2018 年，互联网广告行业的复合增长率达到 30.0%，发展前景广阔。

图 20：网络广告市场规模和增长率



数据来源：CNNIC，东吴证券研究所

**移动广告占据市场主流。**随着移动终端的高速增长，广告市场发展势头十分强劲，移动广告的整体市场增速远高于网络广告市场增速，目前移动端广告市场份额在整体中的占比在70%左右，未来仍将持续增长。国内互联民数量也从侧面印证了这一增长趋势，据CNNIC统计数据显示，2018年12月中国手机网民规模达8.17亿，较2017年底增加6433万人。随着娱乐、消费以及办公等方面业务移动化的需求高速增长，包括移动办公在内更多应用正逐渐加入广告运营阵列。

### 3.2. 乘“免费+广告”东风，互联网广告推广服务营收稳步增长

**乘“免费+广告”东风，享互联网广告红利。**随着软件行业“免费+广告”模式的兴起，公司基于多年积累的庞大用户数，积极挖掘用户增值价值，通过与广告商合作，通过广告投放，分享互联网广告经济带来的红利。

**公司广告收入来源主要包括第三方平台推广和广告业务。**广告业务分为自营广告业务和第三方平台推广业务，第三方平台推广主要是公司与淘宝联盟、百度联盟等网络平台分别签署电子平台协议，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。公司与广告主或者广告代理商约定展示方式及计费方式，完成约定的互联网广告推广。按照不同的广告计费方式，主要分为CPS (Cost per Sale)、CPT (Cost per Time)、CPA (Cost Per Action)、CPC (Cost Per Click) 四种模式。按照不同展示方式，互联网广告推广业务主要分为界面类和任务类。

表7：互联网广告推广类型

类型	具体计费方式
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；
CPT (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	通过公司广告给客户带来的某种效果（如注册客户主网站账号），计算公司应实际收取

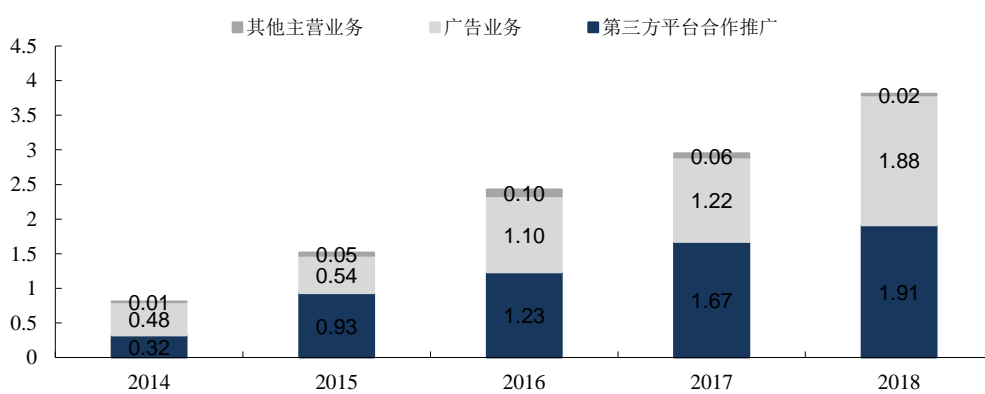
(Cost Per Action) 的广告费用;

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。

数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

**互联网广告推广服务营收稳步增长。**凭借品牌价值和用户优势, 公司与多家广告客户建立了长期稳定的合作关系, 业务收入逐年增长。2016年-2018年营收分别为2.43亿元、2.96亿元、3.81亿元, 3年CAGR为25.22%。第三方平台合作推广业务2016年-2018年分别实现收入1.23亿元、1.67亿元、1.91亿元, 3年CAGR为24.61%。广告业务2016年-2018年分别实现收入1.10亿元、1.22亿元、1.88亿元, 3年CAGR为30.73%。

图 21: 公司互联网广告推广服务构成 (单位: 亿元)







数据来源: Wind, 东吴证券研究所

#### 4. 办公服务订阅

**通过订阅模式提供优质产品服务。**公司的办公服务订阅包括个人服务订阅和机构服务订阅。针对机构客户, 在订阅模式下, 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。针对个人客户, 公司通过引入 WPS 会员 (包含超级会员)、稻壳会员两种付费会员, 为用户提供云文档、文档修复、PDF 工具包等办公应用服务。

图 22: 特权对比图

	 注册用户	 WPS会员	 稻壳会员	 超级会员
纯净无广告	×	✓	✓	✓
文档修复	×	✓	×	✓
PDF转Word	×	无限次使用	×	无限次使用
PDF合并	×	无限次使用	×	无限次使用
PDF拆分	×	无限次使用	×	无限次使用
数据恢复	×	无限次使用	×	无限次使用
金山OCR识别工具	仅转3次	无限次使用	仅转3次	无限次使用
脑图-添加节点数	150个	300个	×	无限制使用
流程图-添加图形数	60个	200个	×	无限制使用
脑图-自定义主题风格	×	限3个	×	无限制使用
脑图/流程图-导出格式	png,jpg,pdf	无限制使用	×	无限制使用
脑图/流程图-导出图片无水印	×	✓	×	✓
脑图/流程图-粘贴截图	×	✓	×	✓
云字体	88款免费	88款免费	1000款免费	1000款免费
文出有声	×	✓	×	✓
文档操作权限设置	5个	50个	5个	50个
会员图片边框	×	✓	×	✓
文档漫游	✓	✓	✓	✓
云文档空间容量	1G	100G	1G	365G
云文档附件大小	10M	200M	10M	1G
云文档网页批量下载	×	单层文件夹	×	单层文件夹
云文档网页批量下载数量	×	100个	×	300个
云文档网页批量下载大小	×	200M	×	500M
云文档全文检索	×	✓	×	✓
云文档历史版本	×	✓	×	✓
云文档团队数量	100个	100个	100个	100个
云文档团队成员数量	10个	200个	10个	500个
手机端特权共享	×	✓	✓	✓
PDF签名	×	✓	×	✓
PDF工具包	×	✓	×	✓
安全文档	×	✓	×	✓
邮箱邮件加密	×	✓	×	✓
邮箱过滤规则	×	✓	×	✓
邮箱云附件	×	✓	×	✓
邮箱Gmail加速	×	✓	×	✓
邮箱活动特权	×	✓	×	✓
邮箱尊贵身份	×	✓	×	✓
会员礼包	×	不定时惊喜礼包	×	不定时惊喜礼包
尊贵VIP身份	×	✓	✓	✓
皮肤全场免费	×	×	✓	✓
专属铭牌	×	✓	✓	✓
现金券红包	×	×	✓	✓
成长值加速	×	×	✓	✓
稻壳抽奖机会翻倍	×	×	✓	✓
专属稻壳福利礼包	×	×	✓	✓

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

**会员人数和付费用户数持续高增长，渗透率提升空间大。**通过优化产品服务，引进大量优质资源等吸引个人用户订阅，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、稻壳会员数由 2016 年度的约 106 万人增长至 2018 年度的约 357 万人。会员人数增长的同时，公司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。2016 年-2018 年，公司付费用户月活分别为 77.80 万、271.33 万、481.17 万，付费用户月活数量持续增长。近三年公司付费用户数的转化率呈现快速增长的趋势，截止 2019 年 3 月，公司月活用户 3.29 亿，付费会员数 569.9 万人，付费用户渗透率 1.73%，渗透率还有较大提升空间。

图 23: WPS 和稻壳会员数

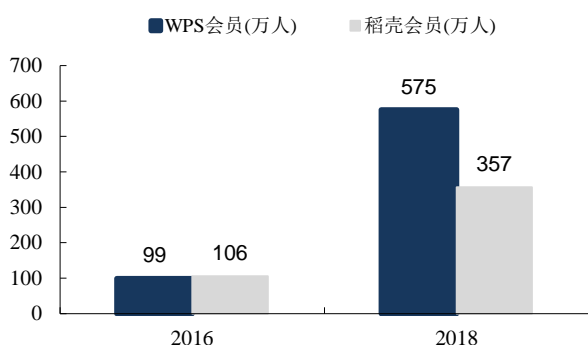
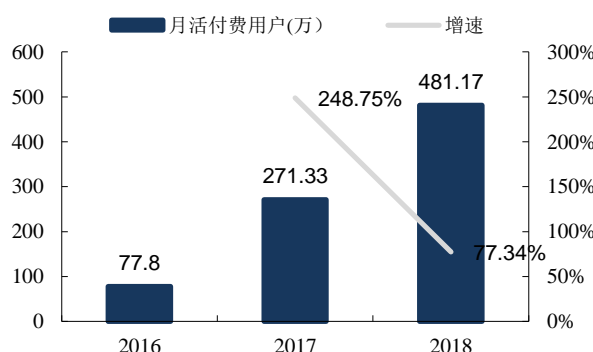


图 24: 付费用户数



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图 25: 付费用户渗透率低

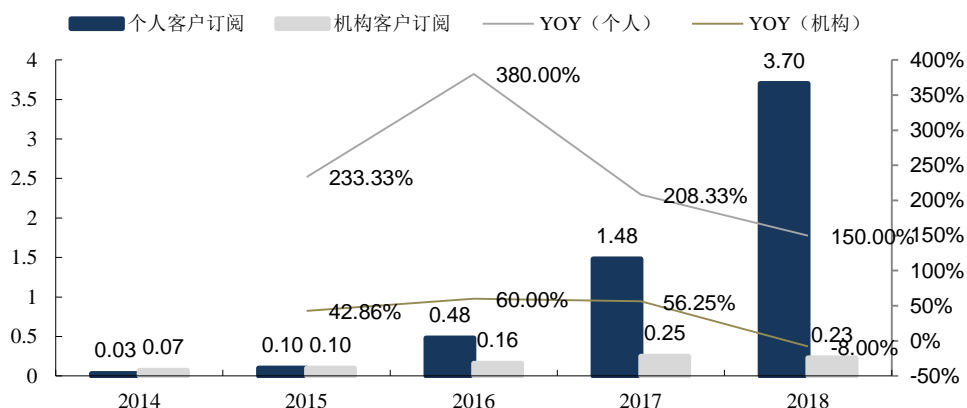


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**个人订阅带动营收高速增长。**得益于公司在 WPS 和稻壳会员数的增长，2018 年营收 3.56 亿元，2014 年-2018 年 CAGR 为 150.38%；其中个人客户订阅营收从 2014 年的 0.03 亿元增长到 2018 年的 3.70 亿元，5 年 CAGR 为 233.25%；机构客户订阅营收从 2014 年的 0.07 亿元增长到 2018 年的 0.23 亿元，5 年 CAGR 为 34.63%。个人办公服务订阅

的高增长率提升了公司办公服务订阅业务整体的高速增长。

图 26：个人客户和机构客户订阅



数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 5. 募投项目情况

公司本次公开发行股票 10100 万股，共募集 46.32 亿元资金，募集资金将用于 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方向、办公产品互联网云服务方向、办公软件国际化方向。除了对 WPS 办公软件产品的升级之外，未来公司重点的发展方向会是人工智能和云方向，并加大在海外市场的拓展力度。

表 8：募集资金项目及资金使用计划（单位：万元）

序号	方向/项目名称	总投资额	拟用募集资金投入金额
<b>1</b>	<b>WPS Office 办公软件研发升级方向</b>	<b>60879.11</b>	<b>60879.11</b>
1.1	WPS Office 办公软件客户端增强与优化	40410.37	40410.37
1.2	WPS Office 办公软件安全可靠增强与优化项目	20468.75	20468.75
<b>2</b>	<b>办公领域人工智能基础研发中心建设方向</b>	<b>31876.04</b>	<b>31876.04</b>
2.1	基于海量语料的人机协同辅助写作系统研发项目	10793.43	10793.43
2.2	AI 自然语言处理平台项目	10517.10	10517.10
2.3	AI 计算机视觉识别平台项目	10565.51	10565.51
<b>3</b>	<b>办公产品互联网云服务方向</b>	<b>60983.18</b>	<b>60983.18</b>
3.1	办公产品云服务研发中心建设项目	20412.76	20412.76
3.2	互联网增值服务研发项目	40570.42	40570.42
<b>4</b>	<b>办公软件国际化方向</b>	<b>51274.19</b>	<b>51274.19</b>
4.1	WPS Office 办公产品及服务全球化研发升级项目	20391.87	20391.87
4.2	全球技术服务支持中心建设项目	20615.40	20615.40
4.3	全球营销网络服务中心建设项目	10266.92	10266.92

合计

205012.53

205012.53

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

## 6. 盈利预测与估值

1) 办公软件产品使用授权主要客户集中在政府、金融等部门，根据募投项目描述，公司未来将加强安全可靠领域的投入，未来几年将受益于软件正版化、自主可控和海外市场的扩张。我们预计明年将有 200-300 万台的国产主机替换需求，平均一台主机的授权费用在 300 元左右，预计授权业务 2019 年-2021 年的增速为 25%、30%、10%。

2) 互联网广告推广服务一方面受益于用户规模和活跃用户数不断提升，另一方面受制于会员数的增长(会员免广告)，预计 2019 年-2021 年公司广告推广业务增速为 20%、15%、15%；

3) 办公服务订阅业务：个人服务订阅中，付费会员数和 ARPPU 持续，预计公司 2019 年-2021 年 WPS 会员收入增速为 80%、68%、44%；稻壳会员收入增速为 89%、62.5%、62.5%；机构服务订阅中，机构客户对定制化办公需求稳步提升，预计 2019-2021 年增速为 10%、10%、10%。

图 27：营收拆分与预测（单位：百万元）

	2016.00	2017	2018	2019E	2020E	2021E
办公服务订阅	64.12	173.16	392.65	703.99	1159.61	1727.53
增速	228.79%	170.04%	126.76%	79.29%	64.72%	48.98%
占比	11.82%	22.99%	34.76%	43.83%	51.22%	58.20%
营业成本	23.82	42.76	75.99	126.72	197.13	276.40
营业成本率	37.15%	24.69%	19.35%	18.00%	17.00%	16.00%
毛利率	62.86%	75.31%	80.65%	82.00%	83.00%	84.00%
个人客户订阅	48.31	147.85	369.75	678.80	1131.90	1697.05
增速	403.38%	206.05%	150.08%	83.58%	66.75%	49.93%
占比	8.9%	19.63%	32.73%	42.26%	50.00%	57.17%
WPS 会员	27.79	81.80	231.36	416.45	699.63	1007.47
增速		194.35%	182.84%	80.00%	68.00%	44.00%
WPS 会员人数	0.99	2.96	5.75	8.63	12.08	14.49
增速		198.99%	94.26%	50.00%	40.00%	20.00%
ARPPU		27.64	40.24	48.28	57.94	69.53
增速			182.84%	20.00%	20.00%	20.00%
占比	5.12%	10.86%	20.48%	25.93%	30.91%	33.94%
稻壳会员	17.83	51.03	103.11	194.88	316.68	514.60
增速		186.20%	102.06%	89.00%	62.50%	62.50%
稻壳会员人数	1.06	2.49	3.58	5.01	6.52	8.47

	增速	134.91%	43.78%	40.00%	30.00%	30.00%
	ARPPU	20.49	28.80	38.88	48.60	60.75
	增速		40.54%	35.00%	25.00%	25.00%
	占比	3.29%	6.78%	9.13%	12.13%	17.34%
词霸业务		2.69	14.19	30.86	58.63	99.68
	增速		427.45%	117.48%	90.00%	70.00%
	占比	0.50%	1.88%	2.73%	3.65%	4.40%
其他个人客户订阅		0.83	4.42	8.84	15.91	25.46
	增速		432.53%	100.00%	80.00%	60.00%
	占比		0.11%	0.39%	0.55%	0.70%
机构客户订阅		15.81	25.31	22.90	25.19	27.71
	增速	59.65%	60.04%	-9.52%	10.00%	10.00%
	占比	2.92%	3.36%	2.03%	1.57%	1.22%
<b>互联网广告推广服务</b>		<b>242.83</b>	<b>295.87</b>	<b>381.21</b>	<b>457.45</b>	<b>526.07</b>
	增速	59.34%	21.84%	28.85%	20.00%	15.00%
	占比	44.8%	39.3%	33.75%	28.48%	23.24%
	营业成本	30.16	36.88	63.8	75.48	86.80
	营业成本率	12.42%	12.46%	16.74%	16.50%	16.50%
	毛利率	87.58%	87.54%	83.26%	83.50%	83.50%
<b>办公软件产品使用授权</b>		<b>235.03</b>	<b>284.23</b>	<b>355.68</b>	<b>444.60</b>	<b>577.98</b>
	增速	6.03%	20.93%	25.14%	25.00%	30.00%
	占比	43.32%	37.73%	31.49%	27.68%	25.53%
	营业成本	7.98	8.99	10.19	12.00	14.45
	营业成本率	3.40%	3.16%	2.86%	2.70%	2.50%
	毛利率	96.60%	96.84%	97.14%	97.30%	97.50%
<b>其他业务</b>		<b>0.53</b>	<b>0.00</b>	<b>0.14</b>	<b>0.15</b>	<b>0.15</b>
	增速	262.70%	-99.62%	6760.85%	5.00%	5.00%
	占比	0.10%	0.00%	0.01%	0.01%	0.01%
	营业成本	0.00	0.00	0.14	0.13	0.14
	营业成本率			100.00%	90.00%	90.00%
	毛利率			0.00%	10.00%	10.00%
<b>收入总计</b>		<b>542.52</b>	<b>753.26</b>	<b>1129.68</b>	<b>1606.19</b>	<b>2263.81</b>
	增速	37.79%	38.84%	49.97%	42.18%	40.94%
<b>成本总计</b>		<b>61.96</b>	<b>88.63</b>	<b>150.11</b>	<b>214.33</b>	<b>294.03</b>
	增速	119.82%	43.05%	69.37%	42.78%	37.18%
<b>毛利率</b>		<b>88.58%</b>	<b>88.23%</b>	<b>86.71%</b>	<b>86.66%</b>	<b>87.01%</b>
成本/营收		11.42%	11.77%	13.29%	13.34%	12.99%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**盈利预测与投资建议:** 预计公司 2019-2021 年营收分别为 16.06 亿元/22.64 亿元/29.68 亿元, 同比增长 42.2%/40.9%/31.1%, 归母净利润分别为 3.70 亿/6.04 亿/7.87 亿元, 同比增长 19.2%/63.1%/30.2%, IPO 后 EPS 分别 0.80/1.31/1.73 元/股。公司是国内办公软



件细分领域的龙头，目前云化办公转型中，办公服务订阅业务增长空间大。以行业相关性、业务结构相似性为标准，选取东方通、广联达、泛微网络、用友网络作为公司的可比标的，上述可比公司均主要从事以办公管理软件为主的基础软件及应用软件的研发及销售，且在其细分行业均处于领先地位。结合可比公司 2020 年 PE 中位数为 53 倍，考虑办公领域的国产替代将进入加速期，公司产品竞争力和研发能力强，将来有望进一步提升市场份额，同时增值服务有望进一步增厚公司业绩，给予一定的估值溢价，我们认为应给予公司 2020 年 50-60 倍 PE 作为合理估值，对应每股价格为 65.5-78.6 元。

表 9：行业可比标的估值（截至 11 月 12 日）

	公司	归母净利润			市值 (亿元)	2019PE	2020PE	2021PE	评级
		2019E (亿元)	2020E (亿元)	2021E (亿元)					
300379.SZ	东方通	1.75	3.36	5.04	96.13	55	29	19	未评级
002410.SZ	广联达	4.72	6.12	8.45	371.53	79	61	44	买入
603039.SH	泛微网络	1.50	1.90	2.39	95.31	64	50	40	未评级
600588.SH	用友网络	10.28	12.92	17.75	713.75	69	55	40	买入
					平均值	67	49	36	
					中位数	67	53	40	

数据来源：Wind，东吴证券研究所（东方通、泛微网络取自 Wind 一致预期）

## 7. 风险提示

- 产品单一风险：**WPS 系列产品和服务是公司收入的主要来源，公司技术升级、迭代进度不及预期，影响公司产品竞争力，从而对未来业务发展产生不利影响。
- 付费用户增长不及预期：**公司办公服务业务近 3 年保持高速增长，后续付费用户增速未达预期，将会对公司营收造成不利影响。
- 国产化推进不及预期：**国产化电脑的应用进度低于预期，带来公司 WPS 产品的授权会相应滞后。

金山办公三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>1,490</b>	<b>6,380</b>	<b>7,087</b>	<b>7,870</b>	<b>营业收入</b>	<b>1,130</b>	<b>1,606</b>	<b>2,264</b>	<b>2,968</b>
现金	187	4,954	5,542	6,185	减:营业成本	150	214	294	386
应收账款	227	346	461	597	营业税金及附加	11	18	26	33
存货	1	2	2	3	营业费用	216	337	498	623
其他流动资产	1,076	1,078	1,082	1,084	管理费用	89	771	1,019	1,321
<b>非流动资产</b>	<b>137</b>	<b>280</b>	<b>348</b>	<b>405</b>	财务费用	-2	-76	-155	-170
长期股权投资	13	26	40	53	资产减值损失	-4	0	0	0
固定资产	53	114	176	219	加:投资净收益	50	18	22	26
在建工程	0	19	25	25	其他收益	2	1	1	1
无形资产	18	63	45	45	<b>营业利润</b>	<b>338</b>	<b>360</b>	<b>605</b>	<b>802</b>
其他非流动资产	53	59	62	63	加:营业外净收支	-17	16	11	3
<b>资产总计</b>	<b>1,627</b>	<b>6,660</b>	<b>7,435</b>	<b>8,275</b>	<b>利润总额</b>	<b>322</b>	<b>376</b>	<b>616</b>	<b>805</b>
<b>流动负债</b>	<b>424</b>	<b>455</b>	<b>632</b>	<b>693</b>	减:所得税费用	11	6	12	18
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	70	82	126	153	<b>归属母公司净利润</b>	<b>311</b>	<b>370</b>	<b>604</b>	<b>787</b>
其他流动负债	354	372	506	540	EBIT	316	299	458	629
<b>非流动负债</b>	<b>16</b>	<b>16</b>	<b>16</b>	<b>16</b>	EBITDA	333	379	593	770
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	16	16	16	16	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>负债合计</b>	<b>440</b>	<b>471</b>	<b>648</b>	<b>709</b>	每股收益(元)	0.67	0.80	1.31	1.71
少数股东权益	0	0	0	0	每股净资产(元)	2.57	13.43	14.72	16.41
					发行在外股份(百万				
归属母公司股东权益	1,187	6,189	6,787	7,566	股)	360	461	461	461
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,627</b>	<b>6,660</b>	<b>7,435</b>	<b>8,275</b>	ROIC(%)	25.6%	4.8%	6.6%	8.1%
					ROE(%)	26.2%	6.0%	8.9%	10.4%
					毛利率(%)	86.7%	86.7%	87.0%	87.0%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	销售净利率(%)	27.5%	23.1%	26.7%	26.5%
经营活动现金流	418	263	619	652	资产负债率(%)	27.1%	7.1%	8.7%	8.6%
投资活动现金流	-218	-204	-179	-171	收入增长率(%)	50.0%	42.2%	40.9%	31.1%
筹资活动现金流	-184	4,708	149	162	净利润增长率(%)	44.9%	19.2%	63.1%	30.2%
现金净增加额	20	4,767	589	643	P/E	68.05	57.07	34.99	26.87
折旧和摊销	17	80	134	141	P/B	17.81	3.42	3.12	2.79
资本开支	53	130	54	44	EV/EBITDA	63.02	42.77	26.32	19.42
营运资本变动	122	-92	58	-79					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

注: 估值指标根据发行价计算

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

