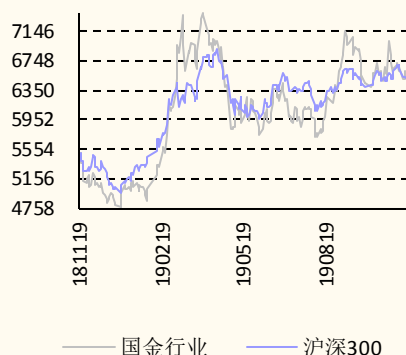


目标价格(人民币): 108.46-108.46元

## 迎来“主升”的国产办公软件龙头

### 市场数据(人民币)

国金软件指数	6559.87
沪深300指数	3877.09



### 相关报告

- 《金融IT行业深度：优质赛道，首选龙头-国金计算机》，2019.5.17

罗露 联系人  
luolu@gjzq.com.cn

孟林 联系人  
menglin@gjzq.com.cn

唐川 分析师 SAC 执业编号: S1130517110001  
tangchuan@niza.com.cn

### 公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	753	1,130	1,507	2,807	4,286
营业收入增长率	38.84%	49.97%	33.40%	86.26%	52.69%
归母净利润(百万元)	214	311	378	760	1,227
归母净利润增长率	64.97%	44.94%	21.60%	101.16%	61.53%
摊薄每股收益(元)	0.595	0.863	0.819	1.648	2.663
每股经营性现金流净额	0.96	1.16	0.87	1.84	3.05
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.63%	26.17%	6.27%	11.20%	15.31%

来源：公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- **国产办公软件龙头，三十年磨一剑构建产品和生态壁垒。**公司深耕办公领域三十年，主要产品已具备国际竞争力，是国内最大的国产办公软件提供商。公司注册用户数达 2.8 亿，占国内办公市场用户总规模的 42.75%。截至 2019 年 3 月，公司主要产品月活超 3.28 亿，其中 WPS Office 桌面版月活超 1.32 亿，移动版月活超 1.87 亿。持续高研发投入提升产品力，95% 募集资金用于自主研发，强势深耕办公软件云化智能方向。通过移动端+云全面布局追赶，公司正从过去的产品提供商向服务/平台型厂商转型。
- **办公软件行业高集中度是必然趋势，金山有望凭借四大突破口提升产品渗透率。**基础办公软件的扩张需要具备完善的生态，生态越完善，产品的扩张越迅速，这也是微软 office 能迅速发展起来的原因。受强生态属性影响，行业马太效应明显，高集中度是必然趋势。产品渗透率一旦突破拐点，规模会迅速实现扩张。未来金山办公的主要突破口在于：1) 在 B 端，受益于安可需求，自党政军领域打开突破口，借助政务市场培育生态，完善产品力，从而向重点行业进行渗透；2) 在 C 端，依托云+移动端规模优势，逐步向 PC 端进行拓展；3) 内容生态，布局龙头生态空缺，以差异化优势对市场份额抢夺；4) 顺应一带一路发展布局海外市场。
- **安可+云双轮驱动迎来“主升”。**公司未来主要成长逻辑，中短期在安可、长期在云：1) **安可替换需求带来发展机遇。**软件安可市场预计 20 年将正式起量，依托在国产办公软件的绝对龙头地位以及技术、生态综合优势，公司 2G 收入将迎来爆发式增长。党政机关替换仍以授权模式为主，预计公司办公软件产品使用授权收入 20-21 两年复合增速将超过 100%。2) **云是未来长期成长主要动力，SaaS 新赛道为公司带来弯道超车机会：**云业务未来的主要任务是以产品及服务体验提升用户付费转化率及 ARPU 值。过去三年公司云业务呈现翻倍式增长，收入规模达到 3.93 亿，但付费用户月活渗透率仅 1.55%，未来提升空间广阔。云时代公司具备用户规模、生态及价格优势，有望在新领域对海外巨头实现赶超。

### 投资建议

- 预计公司 19-21 年收入分别为 15.07/28.07/42.86 亿，EPS 分别为 0.82/1.65/2.66 元，参考可比公司估值水平，同时考虑公司在国产办公软件市场的绝对领先优势，给予公司 20 年 66 倍 PE，对应目标价 108.46 元。

### 风险

- 安可进度不及预期；客户上云不及预期；募投项目进展不及预期。

## 内容目录

一、国产办公软件龙头，长期受益“安可”+“云”大趋势	4
1.1 产品布局完善，订阅+授权+广告三轮驱动	4
1.2 SaaS 转型成效显著，预收款及经营现金流稳定增长	6
1.3 高研发投入提升产品力，高销售支出深挖客户资源	8
1.4 95% 募集资金用于自主研发，强势深耕办公软件云化智能方向	9
二、安可核心受益标的，借助党政机关突破企业级市场	10
2.1 办公软件 2020 年规模有望超百亿，软件正版化助力金山打开突破口	10
2.2 借助“安可”需求突破党政军领域，未来向重点行业渗透	10
三、生态培育逐渐完善，云是未来成长主要推动力	11
3.1 巨头挤压下，移动+云突围 c 端市场	12
3.2 生态培育持续完善，海外市场有望打开新成长	13
四、盈利预测与估值	14
五、风险提示	16

## 图表目录

图表 1：金山办公历史沿革	5
图表 2：公司主要产品及服务矩阵图	5
图表 3：营收稳健成长，订阅占比持续扩大（亿元）	6
图表 4：归母净利润逐年增长（亿元）	6
图表 5：公司近三年净利率维持 27%	6
图表 6：综合毛利稳定，订阅服务盈利能力提升	6
图表 7：办公服务订阅收入金额情况（亿元）	7
图表 8：订阅服务中个人会员收入占比持续提升	7
图表 9：WPS 会员人数与稻壳会员人数情况	7
图表 10：公司付费用户月活数量持续增长	7
图表 11：公司预收账款持续增长	8
图表 12：公司现金流持续提升	8
图表 13：研发投入快速增长	8
图表 14：研发人员规模持续扩展	8
图表 15：18 年销售费用占收入比重 19.11%	9
图表 16：公司研发费用率与同行业上市公司对比	9
图表 17：募集资金投向云业务达 29.75%	9
图表 18：软件行业收入占 GDP 比重逐步提升	10
图表 19：2012-2018 年中国办公软件用户规模	10
图表 20：与国际主流对标产品相比，公司在安可生态适配中具备绝对优势	11
图表 21：公司产品在政府及重要行业得到广泛应用	11

图表 22: 公司产品及服务在行业的部分客户情况.....	11
图表 23: WPS Office 移动版.....	12
图表 24: 2019 年 5 月电子文档 APP 月度独立设备规模.....	12
图表 25: 个人订阅服务营收细分中 WPS 贡献超 60%.....	13
图表 26: 付费月活用户/总月活数持续提升.....	13
图表 27: 服务中心遍布全国, 保证及时响应.....	14
图表 28: 金山办公业绩预测.....	15
图表 29: 2018 年公司近 70% 收入来自 2C.....	15
图表 30: 预计 2021 年公司 2B 收入占比超过 55%.....	15
图表 31: A 股可比公司情况.....	15
图表 32: 微软历史 PE 走势.....	15

## 一、国产办公软件龙头，长期受益“安可”+“云”大趋势

### 1.1 产品布局完善，订阅+授权+广告三轮驱动

公司是国内领先的办公软件厂商，注册用户数达 2.8 亿，占国内办公市场用户总规模的 42.75%。截至 2019 年 3 月，公司主要产品月活用户数 (MAU) 超 3.28 亿，其中 WPS Office 桌面版月活用户超 1.32 亿，移动版月活用户超 1.87 亿，其他产品 (金山词霸等) 活跃数近 0.1 亿。经历 30 年发展，公司已成为国内最大的国产办公软件提供商。

**行业生态属性强，金山有望凭借四大突破口提升产品渗透率。**我们认为，办公软件具备强生态属性，行业高集中度是必然趋势。MS Office 凭借操作系统及生态优势在 PC 端占据领先优势，渗透率超过 97%。我们认为，公司未来的主要成长突破口在于：1) 在 B 端，受益于安可需求，自党政军领域打开突破口，借助政务市场培育生态及口碑，完善产品力，从而向重点行业进行渗透；2) 在 C 端，依托云+移动端规模优势，逐步向 PC 端进行拓展；3) 内容生态，差异化优势占据布局龙头生态空缺，抢夺市场份额。4) 顺应一带一路发展布局海外市场。

**国产办公软件龙头，长期受益“安可”+“云”大趋势。**国内办公软件市场目前渗透率较高，未来金山办公的主要成长逻辑在于借助安可及云布局对巨头实现市场份额的争夺：1) 安可需求推动下，党政军需求有望支撑软件授权业务保持高速增长；2) SaaS 新赛道为公司带来弯道超车机会。过去以免费模式公司积攒了大量用户群，云时代的主要任务是以产品及服务体验提升用户付费转化率及 ARPU 值。

公司深耕办公领域三十年，WPS 经历了辉煌到低谷再到复兴的历程，通过不断地探索、转型和创新，公司正从过去的产品提供商向服务/平台型厂商转型：

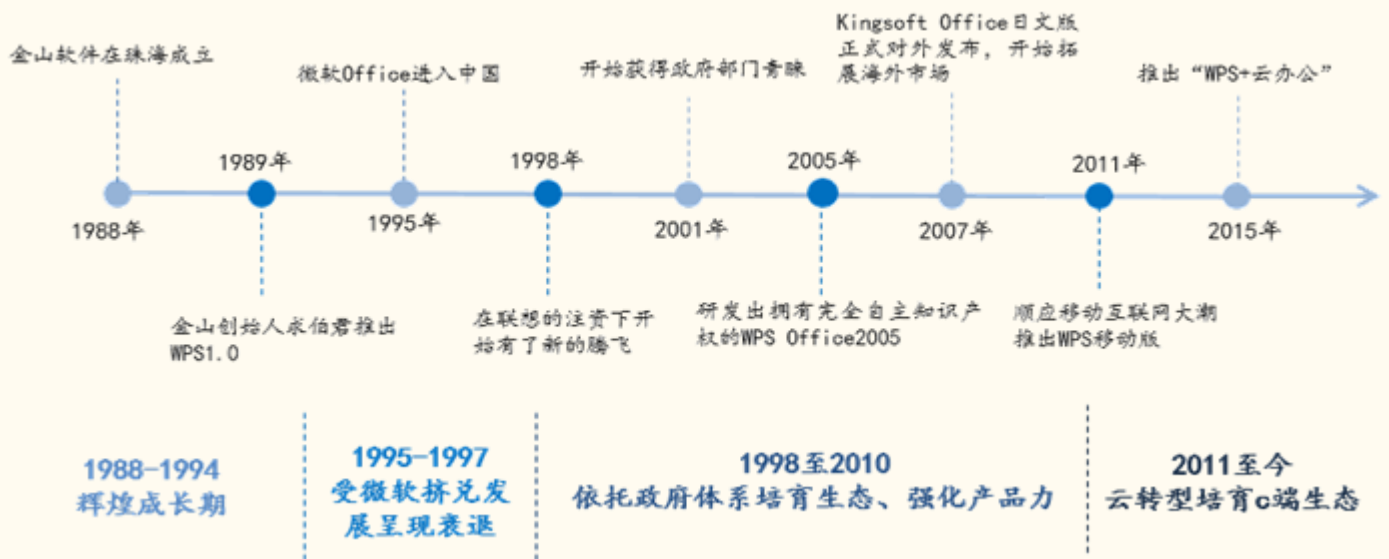
**1988-1994，辉煌成长期：**1988 年金山创始人求伯君推出 WPS1.0，正式开启中文办公软件时代。在接下来的 7 年间，WPS 迅速发展，一度占据国内超过 90% 的办公软件市场份额。

**1995-1997，受微软挤压发展进入低估：**1995 年微软 Office 进入中国，凭借着 Windows 系统的捆绑安装策略以及技术优势，很快实现了对中国 PC 办公市场的垄断，并长时间占据 90% 以上的市场份额。尽管公司开发《盘古组件》以迎接 Word 的挑战，却由于营销和定位上的错位没有赢得市场。国际巨头的竞争压力使得金山几欲破产。

**1998-2010，依托政府体系获得再次成长：**2001 年在中国加入 WTO 之后，中国政府首次进行大规模正版软件采购。经过历时半年的甄选，WPS Office 打响政府采购第一枪。从此，WPS Office 势如竹破，成为上至国务院众多部委、下至全国众多省市机关的标准办公平台。

**2011-至今，云转型培育 c 端生态：**2011 年，全新发布 Android 版移动产品，优先抢占移动办公全球市场，实现弯道超车；2015 年，推出“WPS+云办公”强化了云端协同、按需部署、安全可控等新特性，云服务能力持续增强。

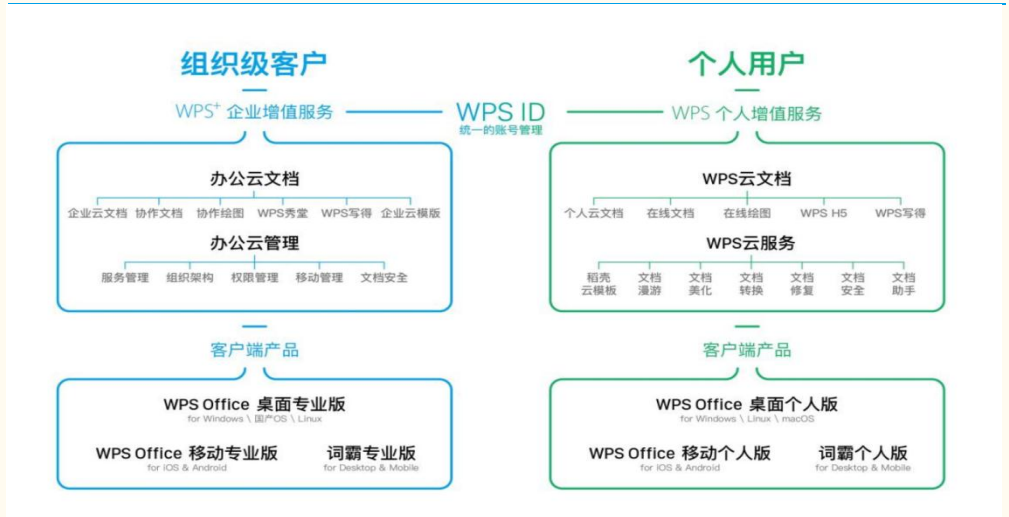
图表 1：金山办公历史沿革



来源：公司官网，国金证券研究所

移动端+云全面布局追赶，实现“产品”转型“运营”。公司目前面向企业及个人分别推出办公软件，按是否售卖 License 分为云及线下软件产品；按使用终端分为 PC 及移动端产品。2011 年，公司在产品遭受 Office 强势竞争背景下，从移动端另辟蹊径，率先发布 WPS Android 移动版，快速斩获 C 端流量。截至 19 年 3 月，公司移动端越活用户超过 1.87 亿人，已成为国内市场月活用户第一的移动端办公软件产品。

图表 2：公司主要产品及服务矩阵图



来源：招股说明书，国金证券研究所

2015 年起，公司将自身产品 SaaS 化，面向企业及个人增加办公服务订阅模式，积极由“产品”向“服务/运营”转型。截止 18 年底，办公服务订阅付费会员数达 933.01 万。我们认为，云转型一方面能够平滑产品销售带来的周期性波动，另一方面将改变公司的估值方法，由 PE 转向 PS。目前公司尚处转型初期，付费空间未来仍有较大提升空间。

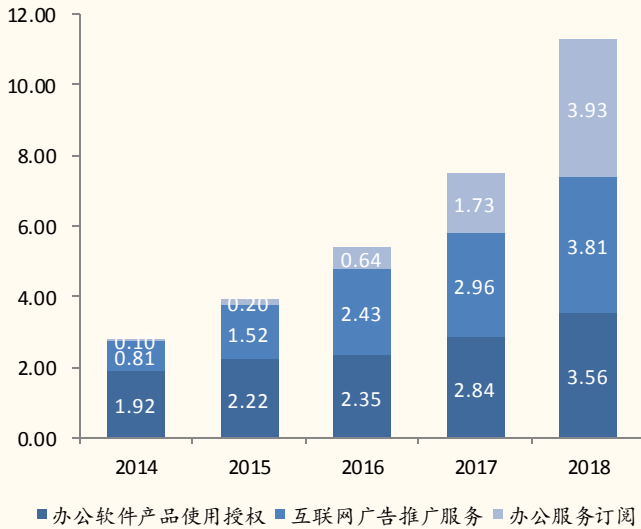
业绩快速成长，订阅服务占比持续扩大。公司目前收入模式为订阅+授权+广告三大模式，2016-2018 年，营业收入呈现稳定增长，分别为 5.43 亿元、7.53 亿



元及 11.3 亿元，复合增长率为 44.30%；归母净利润分别为 1.3 亿元、2.14 亿元及 3.11 亿元，复合增长率为 54.63%，业绩快速成长验证公司产品旺盛的市场需求。

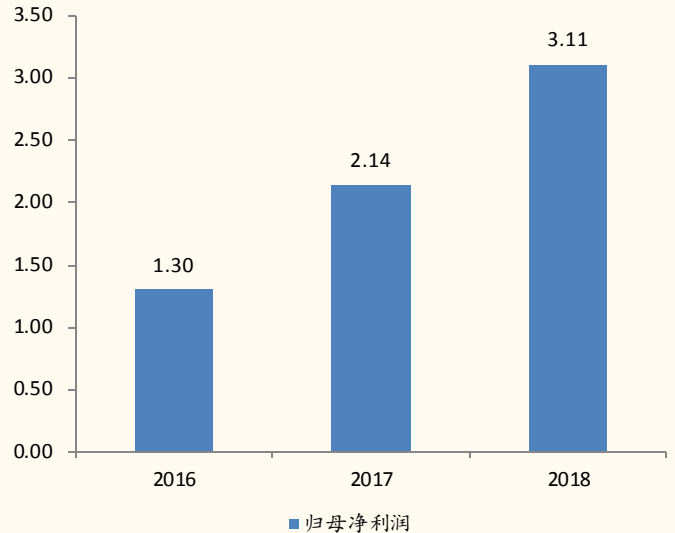
自云转型以来，办公服务订阅营收占比持续提升，截至 2018 年达到 34.76%，同比增长 126.75%。此外，伴随订阅服务逐渐成熟，毛利率三年提升 17.8pct 至 80.65%，成为公司近年来业绩的主要成长动力。

图表 3：营收稳健成长，订阅占比持续扩大（亿元）



来源：招股说明书，国金证券研究所

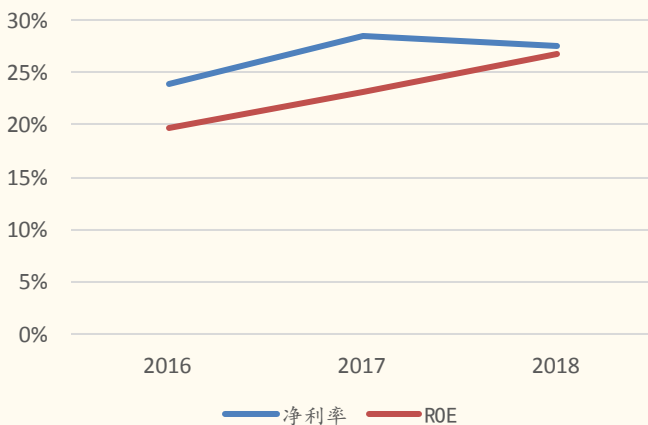
图表 4：归母净利润逐年增长（亿元）



来源：招股说明书，国金证券研究所

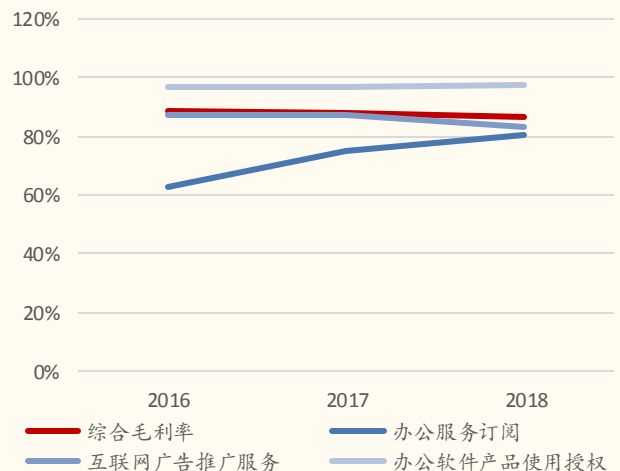
超强盈利能力带来高水平净利率，ROE 逐年提升。2016-2018 年，公司 ROE 水平持续提升至 26.17%。盈利能力较为稳定，综合毛利率保持 86%，净利率维持 27%。18 年受 IDC 租赁成本提升，互联网广告业务毛利下滑 4.27%，影响综合盈利表现。

图表 5：公司近三年净利率维持 27%



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 6：综合毛利稳定，订阅服务盈利能力提升



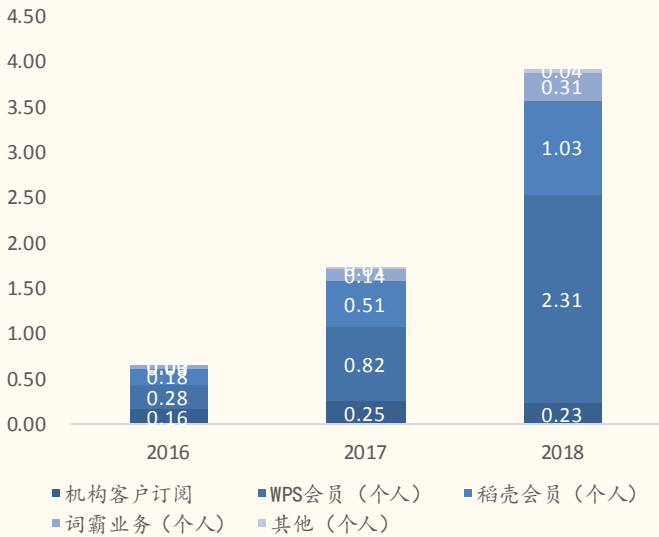
来源：招股说明书，国金证券研究所

### 1.2 SaaS 转型成效显著，预收款及经营现金流稳定增长

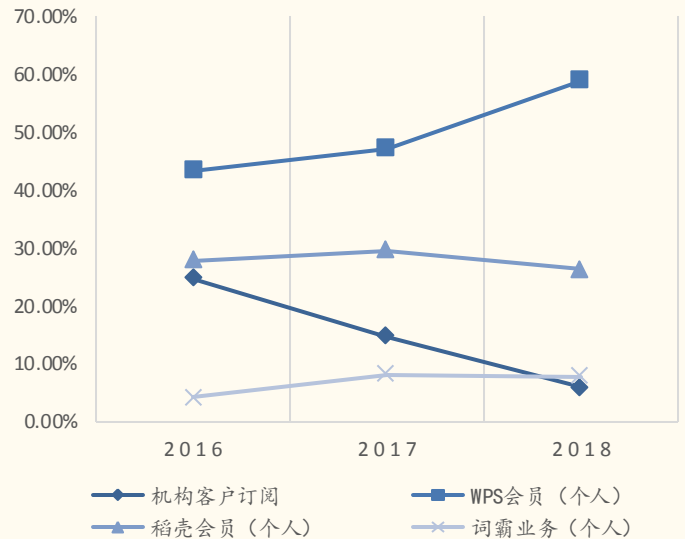
订阅用户数及付费转化率快速提升，渗透率仍有大幅提升空间。公司大力发展 WPS 会员和稻壳会员业务，订阅用户数持续提升。截止 2018 年底，公司付费会员人数达到 932 万，月活用户数达 481 万。公司付费用户月活数量持续增长，

付费月活与总月活比重自 16 年的 0.31% 提升至 18 年的 1.55%，仍有大幅提升空间。

图表 7：办公服务订阅收入金额情况（亿元）



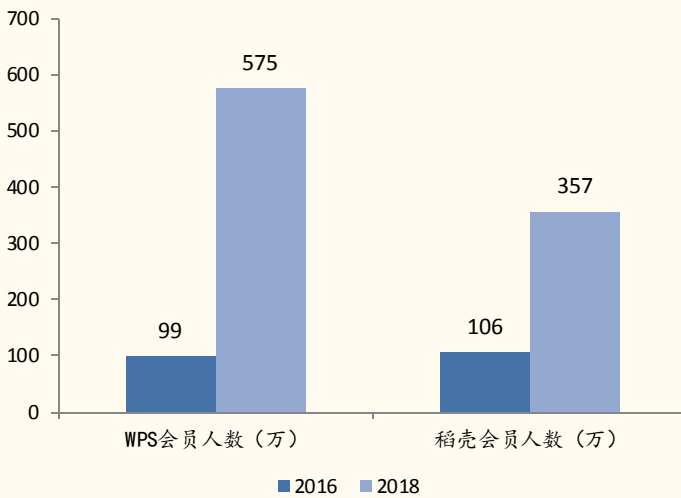
图表 8：订阅服务中个人会员收入占比持续提升



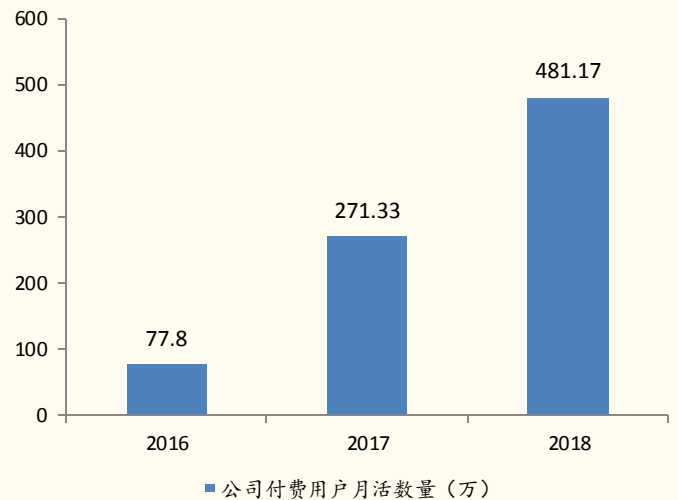
来源：招股说明书，国金证券研究所

来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 9：WPS 会员人数与稻壳会员人数情况



图表 10：公司付费用户月活数量持续增长

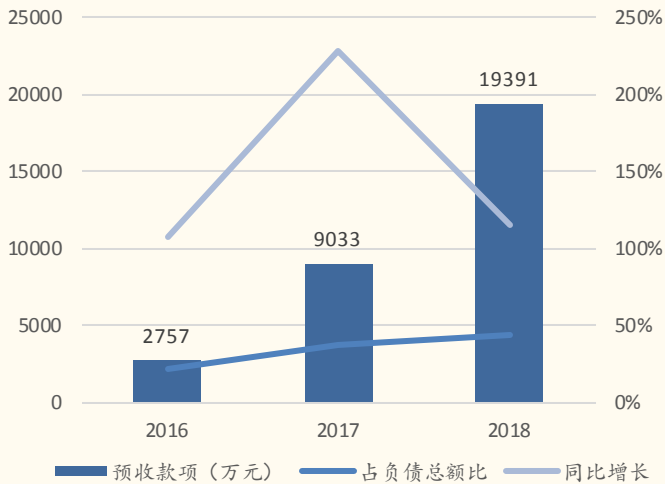


来源：招股说明书，国金证券研究所

来源：招股说明书，国金证券研究所

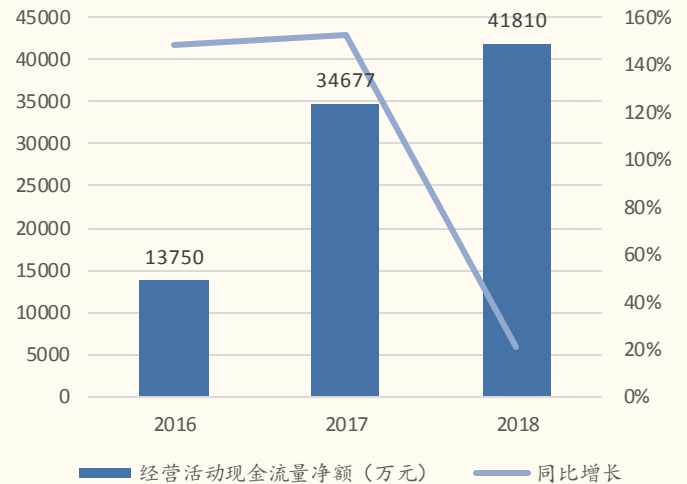
预收款及经营现金流持续增长，印证云转型进展顺利。预收账款及经营现金流作为云转型的先行指标，近年来增长稳健。受益于订阅量增长，公司预收款项达到 1.94 亿元，同比增长 114.66%，占负债总额比例达 44.02%。经营活动现金流净额 2018 年同比增长 21% 达 4.18 亿。

图表 11：公司预收账款持续增长



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 12：公司现金流持续提升



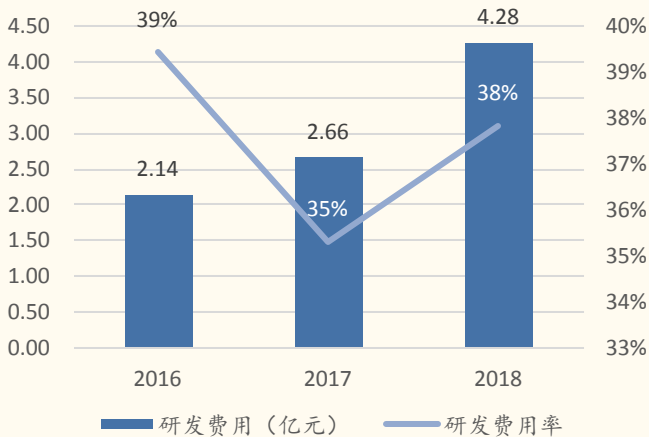
来源：招股说明书，国金证券研究所

### 1.3 高研发投入提升产品力，高销售支出深挖客户资源

公司持续加大研发投入，研发人数占比超过 73%。为加强自身产品及服务的深度和广度，公司研发人员规模及研发投入逐年增加。近三年公司研发费用分别为 2.14 亿、2.66 亿及 4.28 亿元，同比增长率分别为 8.08%、24.30%、60.90%。投入力度显著领先行业可比公司，2018 年，公司员工总数为 1911 人，其中技术人员 1410 人，占公司总人数 73.78%。截至 2018 年 12 月 31 日，已拥有专利 164 项，受理发明专利超过 400 项（含已授权专利）。

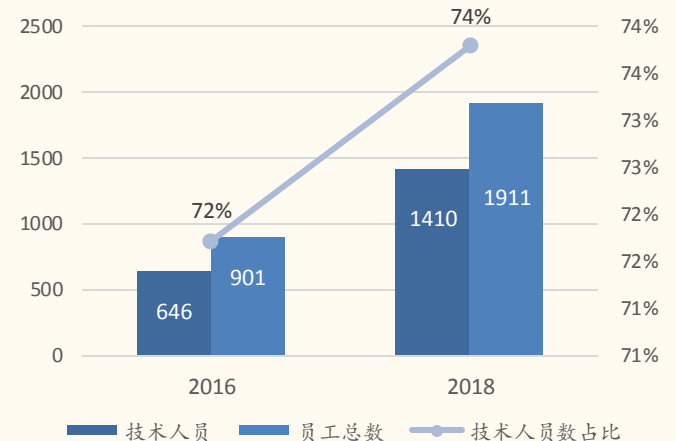
公司重视培育客户，销售费用维持 40% 增速。随着业务范围和规模不断扩充，公司的销售人员逐年增加，18 年增幅达 41.05%，带动公司的销售费用逐年增加，18 年为 2.16 亿元，占总收入的 19.11%。高销售支出转化成雄厚的客户资源：公司已服务 120 家“世界 500 强”中国企业中的 69 家；国内 96 家央企中的 82 家。

图表 13：研发投入快速增长



来源：招股说明书，国金证券研究所

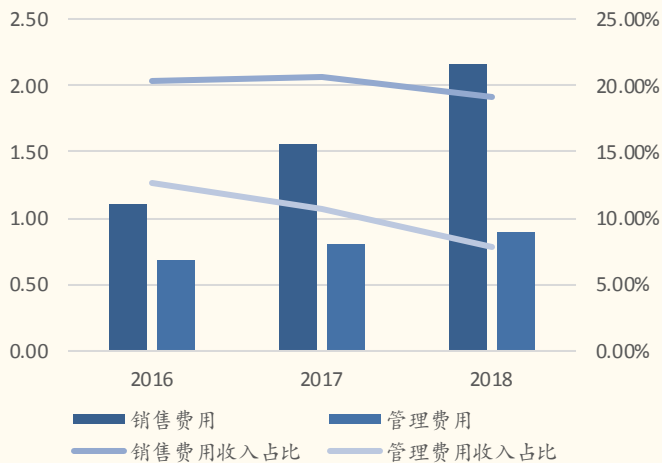
图表 14：研发人员规模持续扩展



来源：招股说明书，国金证券研究所

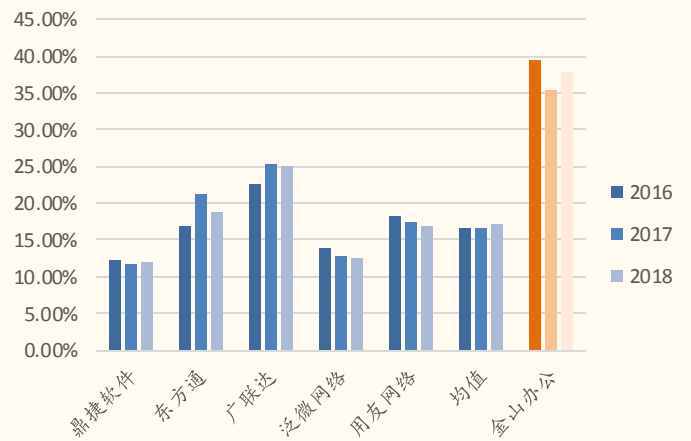


图表 15: 18 年销售费用占收入比重 19.11%



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

图表 16: 公司研发费用率与同行业上市公司对比

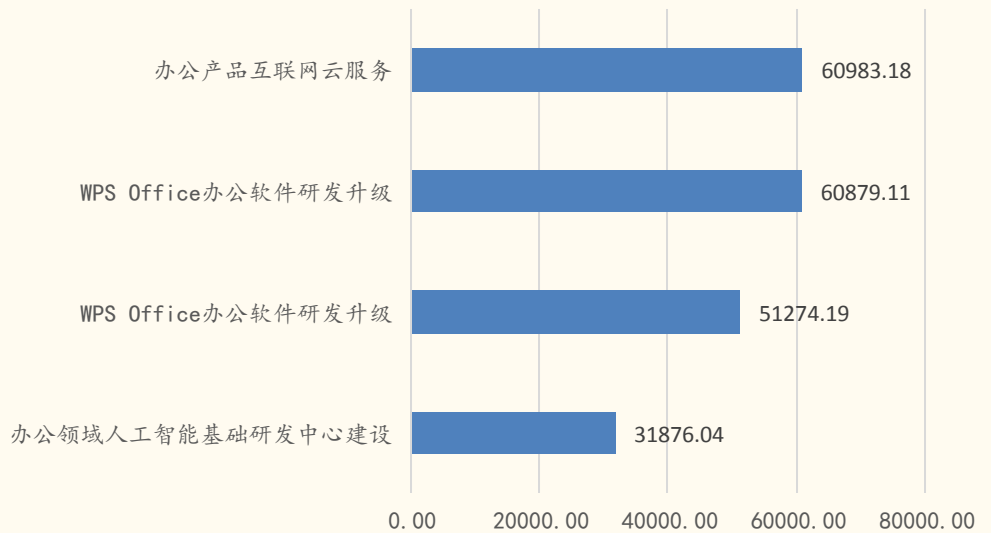


来源: 招股说明书, 国金证券研究所

### 1.495% 募集资金用于自主研发, 强势深耕办公软件云化智能方向

上市之后公司将投入研发项目 19.47 亿元, 重视产品升级实现自主可控。公司本次拟发行不超过 10,100 万股股票, 用于办公产品互联网云服务、WPS Office 办公软件研发升级、WPS Office 办公软件研发升级和办公领域人工智能基础研发中心建设 4 个项目, 其中仅有 1.03 亿元用于销售网络的建设其余资金均投入研发。公司自主研发进军云服务、AI 领域, 云服务的研发占比达 29.75%, 人工智能领域的研发占比 15.55%。

图表 17: 募集资金投向云业务达 29.75%



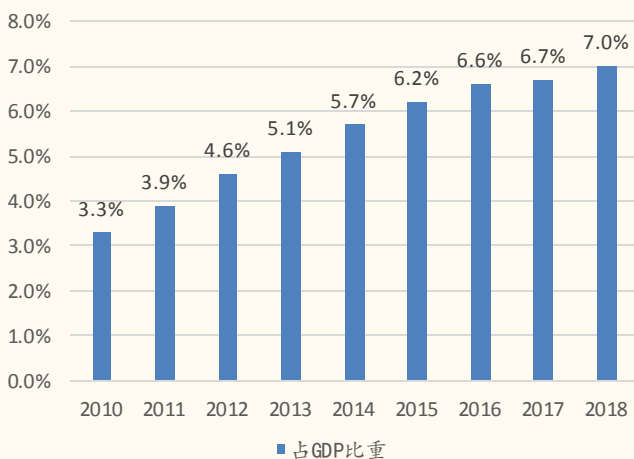
来源: 招股说明书、国金证券研究所

## 二、安可核心受益标的，借助党政机关突破企业级市场

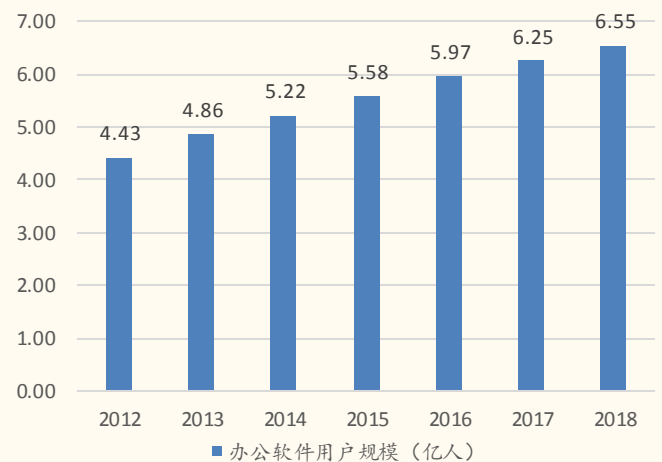
### 2.1 办公软件 2020 年规模有望超百亿，软件正版化助力金山打开突破口

基础办公软件市场 2020 年有望突破百亿。近年来，我国软件产业总体保持平稳发展，2010-2018 年，我国软件和信息技术服务业收入从 1.36 万亿元增长至 2018 年的 6.31 万亿元，年复合增长率达 21.1%；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。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，相较 2017 年同比增长为 9.7%，预计到 2023 年，行业市场规模将达到 149.04 亿元，2018-2023 年期间复合增长率为 11.8%。

图表 18：软件行业收入占 GDP 比重逐步提升



图表 19：2012-2018 年中国办公软件用户规模



来源：工信部，国家统计局，国金证券研究所

来源：计世资讯，国金证券研究所

**受益政府软件正版化趋势，价格+安可优势打开党政军市场。**2011 年起，政府机关推动软件正版化，为金山发展带来机遇。2011 年，国管资印发《中央行政事业单位软件资产管理暂行办法》，推进软件知识产权保护。2013 年，国务院办公厅印发“政府机关使用正版软件管理办法的通知”，规定计算机操作系统软件、办公软件和杀毒软件三类通用软件在政府机关全面正版化。同年，财政部发布软件配置标准，规定办公软件价格上限不得超过 600 元，特殊情况不得超过 1400 元。我们认为，党政机关软件正版化为 WPS 带来发展机遇，一方面，安可需求推动下，公司国产软件背景具备天然优势；另一方面，WPS 产品价格对比 Office 具备较大优势：微软 Office 采购价格约 1100-1700 元，不符合财政部指定的采购标准。相比之下，WPS 价格在 549-760 元，在党政机构优势明显。

目前公司业务已覆盖 30 多个省、市、自治区政府，400 多个市、县级政府，政府采购率达到 90%。服务包括党政机关、金融、能源、航空、医疗、教育等重要领域在内的众多行业。

### 2.2 借助“安可”需求突破党政军领域，未来向重点行业渗透

**产品全面兼容国产软硬件系统，推出 linux 版进一步强化安可布局。**顺应安可需求，公司自主研发了 WPS Office for Linux 版，主要包括 WPS 文字、WPS 表格、WPS 演示等组件，并提供与 WPS Office Windows 版兼容的二次开发接口，帮助客户将现有的业务应用系统低成本迁移到安全可靠硬件平台上。公司产品目前已经全面支持国产整机平台（包括龙芯、飞腾、兆芯、申威等芯片）和国产操作系统等所有主流平台，福昕、数科等版式软件以及打印机、签章、电子公文系统等软硬件厂商进行多次产品底层优化和产品互测，通过相互认证兼

容性，全面提升自身产品的易用性和可靠性。同时产品在国家“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。

图表 20：与国际主流对标产品相比，公司在安可生态适配中具备绝对优势

对比项	WPS Office 2019	微软 Office 2019	Google Docs
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
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	支持	不支持

来源：招股说明书，国金证券研究所

**金山在政府领域已占据绝对优势。**WPS Office 是中国政府应用最广泛的办公软件之一，在国家新闻出版总署、外交部、工业和信息化部、科技部等 70 多家部委、办、局级中央政府单位中被广泛采购和应用，在国内所有省级政府办公软件的采购中，WPS Office 占据总采购量近三分之二的市场份额，其中浙江省、山西省、安徽省、海南省、广东省、广西省、江西省、河北省、河南省、甘肃省、宁夏自治区、西藏自治区、青海省、黑龙江省、吉林省、辽宁省、云南省等，以近 100% 的比例全部采购金山 WPS。

**抓住党政军替代机遇培育生态及服务能力，未来向重点行业拓展。**安全可控市场将会逐步放量，目前国产软件厂商的安可产品已在党政办公等示范项目中成功应用，未来有望受益国产替代业绩得到释放。我们认为，公司在企业级市场以政府机关为突破口，培育生态及口碑，未来有望加速向金融、教育、钢铁等政府外的重点行业进行拓展。

图表 21：公司产品在政府及重要行业得到广泛应用

政府部门	目前已覆盖 30 多个省市自治区政府、400 多个市县级政府
央企	国内 96 家央企中，公司所服务的客户已达 82 家，比例达 85.41%
世界 500 强	《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
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%

图表 22：公司产品及服务在行业的部分客户情况

金融行业	教育行业	钢铁行业
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 中国人民银行</li> <li>• 国开行</li> <li>• 工商银行</li> <li>• 中信证券</li> <li>• 太平洋保险</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 北京大学</li> <li>• 复旦大学</li> <li>• 华东政法大学</li> <li>• 江苏大学</li> <li>• 中国地质大学</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 宝钢集团</li> <li>• 中国中钢</li> <li>• 鞍山钢铁</li> <li>• 武汉钢铁</li> <li>• 马钢集团</li> </ul>

来源：招股说明书，国金证券研究所

来源：公司官网，国金证券研究所

### 三、生态培育逐渐完善，云是未来成长主要推动力

### 3.1 巨头挤压下，移动+云突围 C 端市场

**免费+移动端布局，强势获取 C 端流量，先发优势突破 MS office 困局。**抓住微软移动互联网时代布局滞后带来的机会，公司自 2011 年起，由移动端布局，且以基础功能免费模式迅速斩获大量 C 端用户（微软自 14 年才开始对移动端产品免费）。2011 年，WPS 就发布了 Android 版本，2013 年初发布了 iOS 版，只用了三个月时间就登顶商务办公排行榜。截至 19 年 3 月底，公司移动端月活用户超过 1.87 亿人，已成为国内市场月活用户第一的移动端办公软件产品。

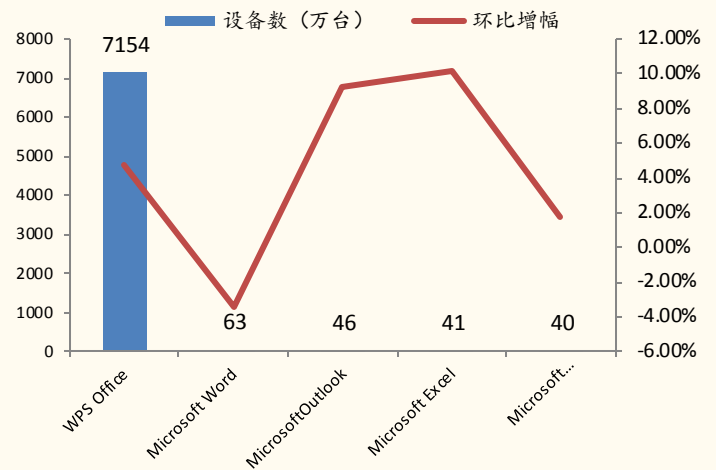
**产品功能高度集成，轻量化部署增强用户粘性。**微软将 Word、Excel、PowerPoint 拆分为三套单独的应用产品，且免费功能开放有限。不同于微软产品分离的销售策略，金山深刻理解移动端轻量、便捷的属性，移动端 WPS 主打功能集成的产品策略，将文档扫描、转换、分享、演示、朗读等功能都整合进一款产品中，满足多场景的业务需求，大幅提升用户粘性。

截至 19 年 5 月，WPS 独立设备达 7154 万，对比 MS office 各产品条线，公司在移动端规模优势遥遥领先。我们认为，通过免费+移动的先发优势，公司已经在国内 C 端市场占据绝对优势，未来有望以移动端为突破口，向 PC 端进行渗透。

图表 23：WPS Office 移动版



图表 24：2019 年 5 月电子文档 APP 月度独立设备规模



来源：招股说明书，国金证券研究所

来源：iResearch，国金证券研究所

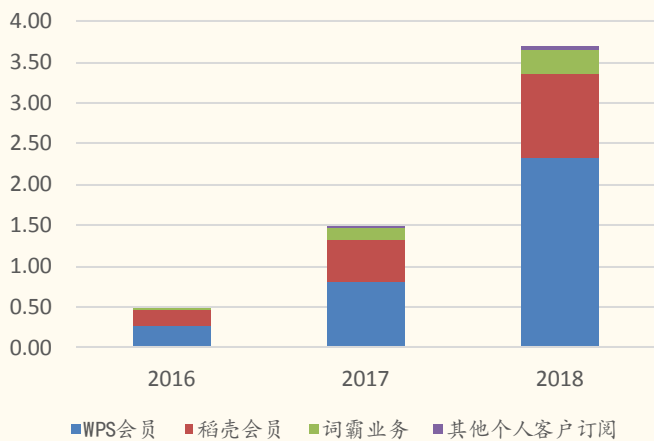
**云转型提升用户付费意愿，订阅服务高速增长刚刚开始。**公司以免费方式积攒了大量注册用户，截止 18 年底达到 2.8 亿人。自 15 年起，开始推广 SaaS 订阅制服务，面向个人及企业用户提供文档漫游、云存储、资源共享及智能美化等增值服务提升付费转化率。公司对个人 WPS、稻壳儿及超级会员分别收取 15 元/月、20 元/月及 30 元/月的订阅费用。

公司订阅服务近年来一直呈现翻倍式增长，2018 年订阅收入达到 3.93 亿元，占收入比重由 16 年的 11.8% 提升至 34.8%，三年符合增速达到 147.5%。其中个人客户订阅收入是主要成长动力，符合增速超过 176%，2018 年实现收入 3.7 亿元，贡献整体订阅收入的 94%。

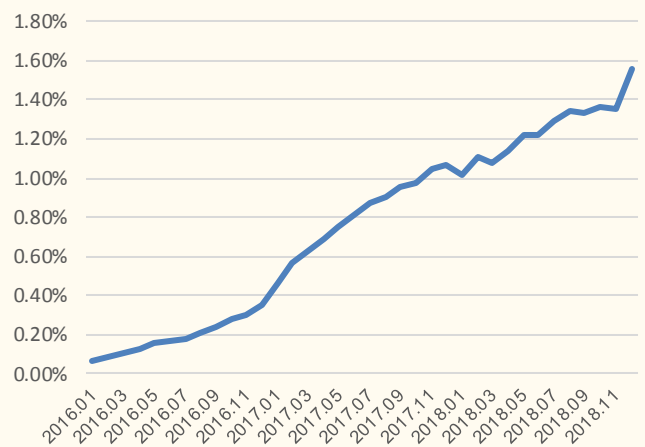
**付费转化率仍有提升大幅提升空间，云是未来成长主要动力。**虽然云业务近年来经历快速发展，但从目前付费渗透率来看，仍有巨大发展潜力。付费用户月活数量持续增长，但目前付费月活/总月活比重自 16 年的 0.31% 仅提升至 18 年的 1.55%，公司云业务布局具备用户规模、生态及价格优势，未来成长可期。



图表 25：个人订阅服务营收细分中 WPS 贡献超 60%



图表 26：付费月活用户/总月活数持续提升



来源：招股说明书、国金证券研究所

来源：招股说明书、国金证券研究所

### 3.2 生态培育持续完善，海外市场有望打开新成长

办公软件具备强生态属性，行业高集中度是必然趋势。我们认为，基础办公软件的扩张需要具备完善生态，包括用户规模、合作伙伴、内容服务等，生态越完善，产品的规模扩张越迅速，这也是微软 office 能迅速发展起来的原因。受强生态属性影响，行业马太效应明显，高集中度是必然趋势。我们认为，未来金山办公的主要突破口在于：1) 在 B 端，受益于安可需求，自党政军领域打开突破口，借助政务市场培育生态，完善产品力，从而向重点行业进行渗透；2) 在 C 端，依托云+移动端规模优势，逐步向 PC 端进行拓展；3) 内容生态，差异化优势占据布局龙头生态空缺，抢夺市场份额。4) 顺应一带一路发展布局海外市场。

依托海量用户，打造内容生态。公司积极打造内容平台——“稻壳儿”，构建开发者内容生态，从工具型厂商向生态平台商转型。平台提供海量办公文档素材资源，如报告总结、活动比赛、财务报表、简历求职等范例。此外，公司为用户提供定制化设计服务，按需提供个性化、场景化办公素材。18 年 3 月公司举办创作者大会，依托 WPS 的海量用户，积极构建内容生态；同时发布「百万年薪大玩+」计划，扶持一百位内容创作者实现百万生态变现。截至 18 年底，稻壳儿品平台入驻设计师超 3000 人，每月内容下载量超过 8000 万次。我们认为，在 MS Office 软硬件生态（插件、VBA 等）布局十分完善背景下，公司在内容生态领域另辟蹊径，在巨头布局空白领域发力，有望通过差异化优势实现对巨头的份额争夺。

本地化技术团队，保证及时服务响应。我们认为，相较海外巨头，及时响应的本地化服务是公司的优势所在。公司先后在北京、上海、广州、深圳、武汉、成都、西安、珠海建立了八大服务中心，技术服务人员从 2014 年的 30 人，扩充到现今的 1410 人，授权服务商覆盖了全国 31 个省市，客户服务中心 400 热线提供 24 小时全天候服务。技术支持服务具体范围包括：1) 服务渗透产品应用全过程，前期解决方案构建，中期实施及后期培训维护等；2) 大客户专属服务提供专门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。

图表 27：服务中心遍布全国，保证及时响应



来源：项城网，国金证券研究所

**加大海外业务拓展力度，未来有望逐步突破。**公司自 07 年起发布 Kingsoft Office 日文版拓展海外市场，目前在香港、北美、欧洲、印度及日本都设立了分支机构。近年来，顺应国家“一带一路”发展，公司于 2016 年开始进入泰国等东南亚市场。目前公司产品和服务已覆盖 200 多个国家和地区，近一半的用户来自于中国以外的市场。本次募投项目之一即为办公软件国际化方向（5.13 亿），我们认为，未来伴随公司加大对全球营销网络及技术服务的投入，海外市场突破可期。

#### 四、盈利预测与估值

基本假设：

- 1) 公司 2018 年 2B 和 2C 类业务收入比例大致为 3：7，过去几年 2C 收入增速远高于 2B。我们认为未来三年公司业绩最大看点在 2B，主要源于安可市场的放量。2B 业务中 2G 部分，党政机关办公终端以 750 万计，20-22 年每年替换三分之一；事业单位办公终端以 2200 万计，20-21 年的替换进度假设分别为 10%、20%。2B 业务非 2G 业务维持现有增速，20-21 两年的营收增速分别为 29%、28%；
- 2) 互联网广告推广业务，预计公司将继续坚持原有策略，保证用户体验和收入之间的平衡，19-21 年的营收增速预计分别为 15%、18%、23%；
- 3) 办公服务订阅业务，主要增长来自于个人客户，公司客户收入预计将维持在低位缓慢增长。预计公司 19-21 年公司活跃用户数按年增长 15-20% 左右，付费用户率将缓步提升（年均 0.5%），ARPU 值按年提升 5% 左右。预计办公服务订阅业务 19-21 年的营收增速分别为 47%、50%、47%。



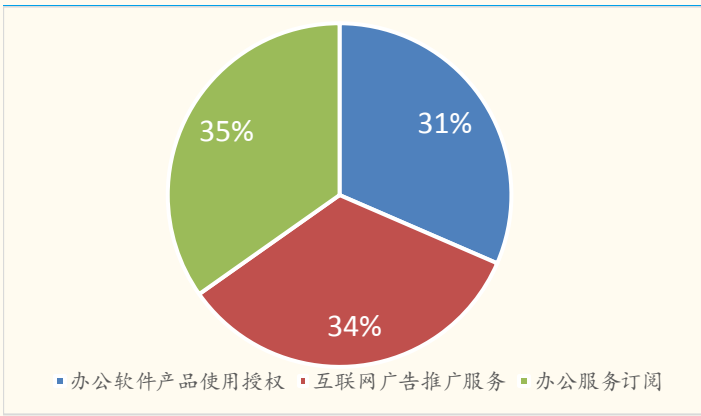
图表 28：金山办公业绩预测

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
办公软件产品使用授权	2.35	2.84	3.56	4.9	14.21	23.69
增速 (%)		21%	25%	38%	190%	67%
互联网广告推广服务	2.43	2.96	3.81	4.4	5.2	6.4
增速 (%)		22%	29%	15%	18%	23%
办公服务订阅	0.64	1.73	3.93	5.77	8.66	12.77
增速 (%)		170%	127%	47%	50%	47%
合计	5.42	7.53	11.3	15.07	28.07	42.86

来源：招股说明书，分析师预测，国金证券研究所

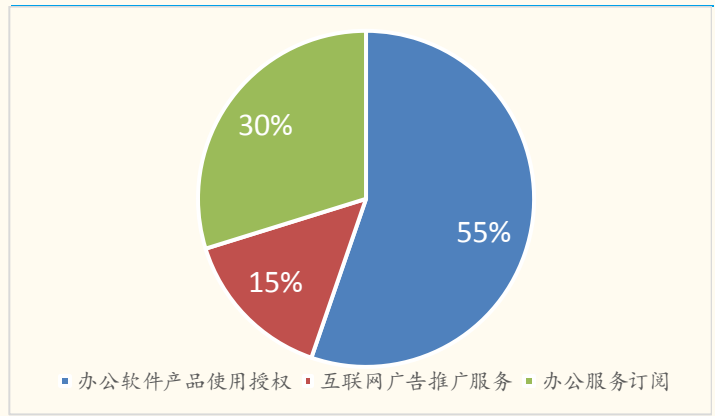
公司未来三年最大业绩看点来自安可市场放量，预计未来 2-3 年，党政机关替换仍以授权模式为主，未来受益于安可替换需求，授权类业务仍能保持加速增长态势，到 21 年收入占比达 55%。同时，伴随公司整体云+AI 化发展，我们看好公司 SaaS 转型进程，预计到 2021 年公司订阅服务占收入将大幅提升，达到 12.77 元，占比略微下滑至 30%。

图表 29：2018 年公司近 70% 收入来自 2C



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 30：预计 2021 年公司 2B 收入占比超过 55%



来源：招股说明书，分析师预测，国金证券研究所

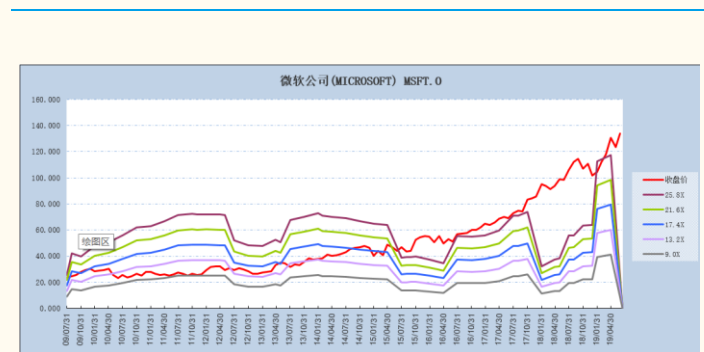
我们预计公司 19-21 年收入分别为 15.07/28.07/42.86 亿，EPS 分别为 0.82/1.65/2.66 元，参考微软过去历史 PE 20-35 倍，及 A 股可比公司估值水平，考虑到公司未来三年成长性以及在国产办公软件市场的绝对领先龙头地位，我们给予公司 2020 年 65.8 倍 PE，目标价 108.46 元，目标市值 500 亿元。

图表 31：A 股可比公司情况

公司	代码	EPS			PE		
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
泛微网络	603039.SH	0.98	1.25	1.57	63.75	50.16	39.90
用友网络	600588.SH	0.35	0.45	0.58	82.45	64.14	49.10
广联达	002410.SZ	0.35	0.48	0.70	93.40	67.96	46.48
平均		0.56	0.73	0.95	79.87	60.75	45.16

来源：wind，国金证券研究所

图表 32：微软历史 PE 走势



来源：wind，国金证券研究所

## 五、风险提示

- 政府端采购需求下滑，进度不及预期：安可需求推进节奏存在不确定性，公司在政府领域优势明显，若需求下滑，业绩成长或受阻；
- 客户上云不及预期：目前云业务主要收入来自个人订阅，未来用户上云意愿下滑，对云转型产生较大影响；
- 募投项目进展不及预期：公司本次募投项分为四个大方向，包含 10 个募投项目，将对多项关键技术进行创新和攻关，若未来项目进展不及预期，可能导致公司产品升级、服务优化以及国际化业务拓展收到影响。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>主营业务收入</b>	<b>543</b>	<b>753</b>	<b>1,130</b>	<b>1,507</b>	<b>2,807</b>	<b>4,286</b>	货币资金	315	166	187	4,680	4,965	5,713
增长率		38.8%	50.0%	33.4%	86.3%	52.7%	应收账款	176	191	248	136	300	528
主营业务成本	-62	-89	-150	-241	-435	-643	存货	1	1	1	2	3	4
% 销售收入	11.4%	11.8%	13.3%	16.0%	15.5%	15.0%	其他流动资产	397	853	1,055	1,207	1,212	1,217
毛利	481	665	980	1,266	2,372	3,643	流动资产	889	1,211	1,490	6,025	6,480	7,462
% 销售收入	88.6%	88.2%	86.7%	84.0%	84.5%	85.0%	% 总资产	94.2%	94.7%	91.6%	95.0%	89.0%	85.2%
营业税金及附加	-7	-9	-11	-15	-28	-43	长期投资	11	11	23	28	43	73
% 销售收入	1.3%	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	6	24	53	139	206	248
销售费用	-111	-155	-216	-279	-505	-750	% 总资产	0.7%	1.9%	3.2%	2.2%	2.8%	2.8%
% 销售收入	20.4%	20.6%	19.1%	18.5%	18.0%	17.5%	无形资产	18	14	28	148	548	971
管理费用	-68	-80	-89	-118	-208	-309	非流动资产	55	68	137	315	797	1,292
% 销售收入	12.6%	10.7%	7.9%	7.8%	7.4%	7.2%	% 总资产	5.8%	5.3%	8.4%	5.0%	11.0%	14.8%
研发费用	0	0	0	-527	-926	-1,350	<b>资产总计</b>	<b>944</b>	<b>1,279</b>	<b>1,627</b>	<b>6,340</b>	<b>7,277</b>	<b>8,754</b>
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	35.0%	33.0%	31.5%	短期借款	0	0	0	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	294	420	664	327	705	1,192	应付款项	51	138	276	209	385	582
% 销售收入	54.3%	55.7%	58.7%	21.7%	25.1%	27.8%	其他流动负债	69	95	148	103	104	156
财务费用	1	2	2	24	48	53	流动负债	120	232	424	312	489	739
% 销售收入	-0.2%	-0.3%	-0.2%	-1.6%	-1.7%	-1.2%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-1	-1	-4	0	0	0	其他长期负债	8	8	16	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	2	0	0	0	<b>负债</b>	<b>128</b>	<b>240</b>	<b>440</b>	<b>312</b>	<b>489</b>	<b>739</b>
投资收益	6	15	50	25	30	40	<b>普通股股东权益</b>	816	1,039	1,187	6,028	6,788	8,015
% 税前利润	4.9%	7.0%	15.5%	6.2%	3.7%	3.0%	其中：股本	360	360	360	461	461	461
营业利润	87	216	338	402	813	1,320	未分配利润	277	470	573	951	1,710	2,938
营业利润率	16.1%	28.6%	29.9%	26.7%	29.0%	30.8%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	43	0	-17	0	0	0	<b>负债股东权益合计</b>	<b>944</b>	<b>1,279</b>	<b>1,627</b>	<b>6,340</b>	<b>7,277</b>	<b>8,754</b>
税前利润	130	216	322	402	813	1,320							
利润率	24.0%	28.7%	28.5%	26.7%	29.0%	30.8%							
所得税	0	-2	-11	-24	-53	-92							
所得税率	0.3%	0.8%	3.4%	6.0%	6.5%	7.0%							
净利润	130	214	311	378	760	1,227							
少数股东损益	0	0	0	0	0	0							
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>130</b>	<b>214</b>	<b>311</b>	<b>378</b>	<b>760</b>	<b>1,227</b>							
净利率	23.9%	28.5%	27.5%	25.1%	27.1%	28.6%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	130	214	311	378	760	1,227	<b>每股指标</b>						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益	0.361	0.595	0.863	0.819	1.648	2.663
非现金支出	14	12	21	44	113	205	每股净资产	2.266	2.886	3.297	13.076	14.724	17.387
非经营收益	-6	-14	-48	-14	-30	-40	每股经营现金净流	0.382	0.963	1.161	0.868	1.844	3.053
营运资金变动	-1	134	134	-7	8	15	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
<b>经营活动现金净流</b>	<b>138</b>	<b>347</b>	<b>418</b>	<b>400</b>	<b>850</b>	<b>1,408</b>	<b>回报率</b>						
资本开支	-59	-29	-53	-233	-580	-670	净资产收益率	15.93%	20.63%	26.17%	6.27%	11.20%	15.31%
投资	-182	-462	-198	-157	-15	-30	总资产收益率	13.76%	16.75%	19.09%	5.96%	10.44%	14.02%
其他	6	15	32	25	30	40	投入资本收益率	35.97%	40.08%	53.76%	5.09%	9.71%	13.82%
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-235</b>	<b>-477</b>	<b>-218</b>	<b>-365</b>	<b>-565</b>	<b>-660</b>	<b>增长率</b>						
股权募资	315	0	0	4,463	0	0	主营业务收入增长率	N/A	38.84%	49.97%	33.40%	86.26%	52.69%
债权募资	0	-16	-184	-5	0	0	EBIT 增长率	N/A	42.62%	58.04%	-50.79%	115.75%	69.11%
其他	-40	-3	4	0	0	0	净利润增长率	#DIV/0!	64.97%	44.94%	21.60%	101.16%	61.53%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>275</b>	<b>-18</b>	<b>-180</b>	<b>4,458</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	总资产增长率	N/A	35.52%	27.21%	289.57%	14.79%	20.29%
<b>现金净流量</b>	<b>177</b>	<b>-148</b>	<b>20</b>	<b>4,493</b>	<b>285</b>	<b>748</b>	<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	52.0	80.1	65.1	30.0	35.0	40.0
							存货周转天数	3.8	4.7	2.4	2.5	2.5	2.5
							应付账款周转天数	55.8	114.4	129.3	70.0	70.0	70.0
							固定资产周转天数	4.3	8.4	17.1	33.7	26.8	21.1
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	-38.58%	-16.01%	-15.74%	-97.54%	-90.82%	-86.24%
							EBIT 利息保障倍数	-236.5	-172.6	-341.1	-13.4	-14.6	-22.3
							资产负债率	13.57%	18.78%	27.06%	4.92%	6.72%	8.44%

来源：公司年报、国金证券研究所

**定价区间的说明：**

上市定价：预期该股票上市当日均价区间；  
目标价格：预期未来 6—12 个月内该股票目标价格区间；  
询价价格：建议询价对象申报的询价价格区间。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15% 以上；  
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5% 以上。

**特别声明:**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券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,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。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,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海	北京	深圳
电话: 021-60753903	电话: 010-66216979	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	传真: 010-66216793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH