

金山办公（688111.SH）深度报告

顺应国产化+云化趋势，国产办公软件龙头率先受益

肖明亮（分析师）

叶锟（分析师）

执业编号：

A1310517070001

A1310519040001

邮 箱：

xiaoml@gzgzhs.com.cn

yek@gzgzhs.com.cn

联系方式：

020-88832290

020-88836101

2019年12月20日



核心观点:

1、国内最大的办公软件服务提供商，对比国内同行优势显著，国际对比关注差异化&价格优势。 公司主要提供包括WPS Office办公软件和金山词霸等产品，2018年中国办公软件用户规模市占率为42.75%，2019年3月底WPS产品月活数量为3.29亿，国内市占率规模遥遥领先，同时全球已有超过200个国家和地区使用公司产品。对比国际主流办公软件，公司在客户端和标准支持方面兼容性更佳，而且发力布局移动端并实现弯道超车，在全球Google Play、中国App Store 的办公软件应用市场中排名靠前；价格优势明显，标准服务包价格仅为国际品牌的1/3至1/2左右。

2、顺应行业趋势战略布局云办公，个人订阅业务5年CAGR233%为核心成长引擎。 公司2018年营收为11.3亿元 (YOY50%)，归母净利润为3.11亿元 (YOY45%)，其中授权业务/广告业务/订阅业务营收均约占三分之一；公司通过战略布局云办公，提供多元化云服务驱动个人和机构订阅付费业务5年营收CAGR150%，WPS会员人数由2016年度约99万人增长至2018年度约575万人、稻壳会员人数由2016年度约106万人增长至2018年度约357万人，但付费率还仅为2%左右，后续仍然有较大的提升空间，我们认为公司后续有望随着产品成熟市占率提升后迎来提价机会。

3、行业层面：软件正版+国产是大趋势。 国家早在2001年开始启动软件正版化管控，2019年继续把知识产权保护工作的作为纲领性文件；此外，随着中美贸易战等国际形势不断复杂，软件国产化、自主可控趋势进一步明确，金山办公作为国内办公软件的龙头企业，有望顺应行业趋势、国家意志迎来成长机会。

盈利预测： 我们预计公司2019-2020年归母净利润为3.5/6.4/9.1亿元，同比增长13%/81%/41%，对应EPS为0.76/1.38/1.95元/股，对应PE为188/103/76倍，我们看好公司作为国产办公软件龙头企业，迎政策和行业趋势，随着市场推广有望享受付费用户和ARPU双提升红利驱动成长。



1. 金山办公：国内领先的办公软件和服务提供商

2. 市场环境逐步优化，办公软件技术壁垒突出

3. 金山办公：技术立业，模式创新

4. 未来募资项目方向

5. 风险提示

6. 盈利预测与估值

目 录

目 录

1.金山办公：国内领先的办公软件和服务提供商

01

深耕三十年，获国内办公市场近半数用户青睐

02

雷军间接持股11.99%，为公司实控人

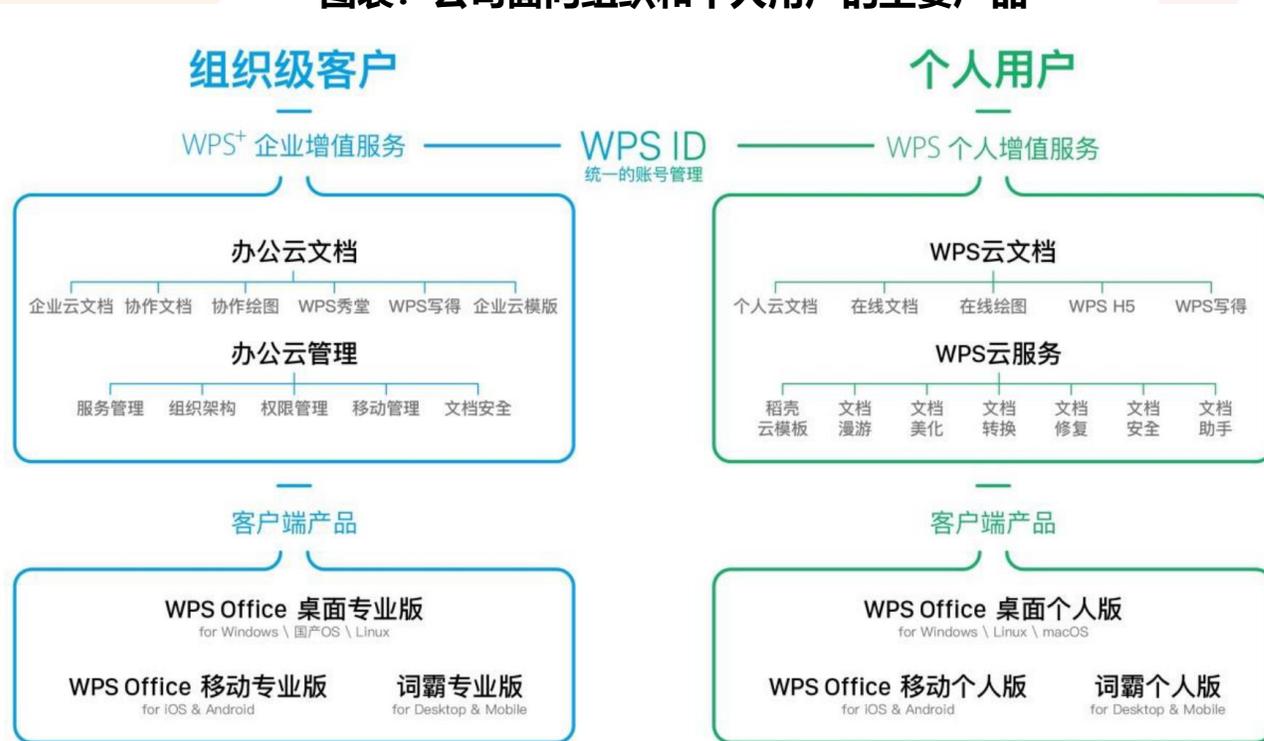
03

营收稳步增长，研发投入较大

1.1 深耕三十年，获国内办公市场近半数用户青睐

国内最大的国产办公软件及服务提供商，于2019年11月18日在上交所科创板挂牌上市。金山办公是金山软件分拆至科创板上市的子公司，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，此前金山软件在2007年于香港交易所上市。公司产品主要包括WPS Office办公软件和金山词霸等，可在Windows、Linux、MacOS、Android、iOS等众多主流操作平台上应用；公司服务主要包括基于公司产品及相关文档的增值服务以及互联网广告推广服务，为客户提供一站式、多平台应用解决方案。其中，WPS Office系列产品研发始于1988年，是全球最早的办公软件产品之一，拥有办公软件领域30余年研发经验及技术积累。

图表：公司面向组织和个人用户的主要产品

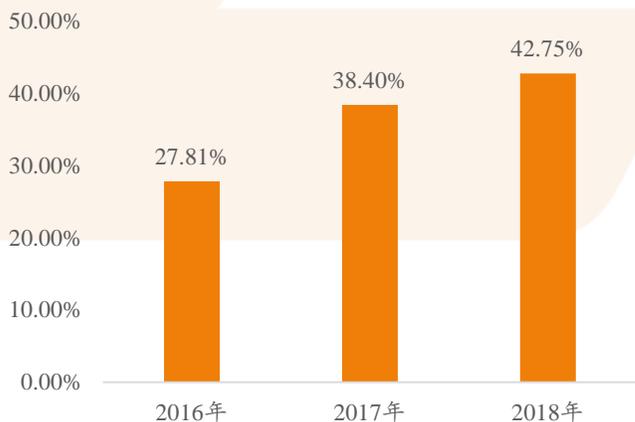




1.1 深耕三十年，获国内办公市场近半数用户青睐

- **渗透率快速提高，移动办公领域名列前茅。**根据中国基础办公软件用户规模及公司注册用户数量统计，2016年-2018年公司WPS办公软件用户占国内办公市场用户总规模的比例分别为**27.81%**、**38.40%**及**42.75%**，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，并持续保持领先地位。
- **国内企业服务覆盖比例高，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。金山办公对国内客户的服务覆盖比例极高，其中**96**家央企中就有**82**家由金山办公服务，占比**85.41%**。公司所服务的企业客户有：中国石油天然气集团公司、国家电网公司、中国工商银行股份有限公司、中国南方航空股份有限公司、中国航天科工集团公司等。

图表：WPS用户占国内办公用户总规模
逐年上升



图表：截至2019年3月底WPS覆盖国内客户情况

	国内总数	金山办公服务数量	服务覆盖比例
世界500强	120	69	57.50%
央企	96	82	85.41%
国有商业银行	5	5	100%
全国性股份制商业银行	12	11	91.67%

图表：WPS覆盖区域等情况

220 国家和地区

WPS Office、金山文档、稻壳儿、金山词霸等办公软件产品和服务，为全球220多个国家和地区的用户提供办公服务

5 亿

每天全球有超过5亿个文件在WPS Office平台上被创建、编辑、和分享

3.1 亿

每个月全球有超过3.1亿用户使用金山办公的产品进行创作

8000 万

截至2018年底，WPS Office移动端海外月度活跃用户数8000万

8000 万

每月有超过8000万件办公素材在稻壳儿平台被下载和使用

90 %

企业级市场，金山办公的业务覆盖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%

1.1 深耕三十年，获国内办公市场近半数用户青睐

1998年-2000年

联想注资金山，WPS2000发布

- WPS2000集文字处理、电子表格、多媒体演示制作、图文排版、图象处理等五大功能于一身
- 繁体版迅速打开了香港、台湾和澳门等地区的市场。

2007年

推出KSO 2007

- 推出了WPS Office海外版，开拓日本市场
- 金山软件在香港主板挂牌上市。

2018年

召开云·AI未来办公大会

- 办公文档存储平台、办公文档资源平台
- 全平台办公软件空间
- 集合人工智能功能的办公软件

图表：金山办公发展历程

1988年

求伯君开发WPS1.0

- 开创了中文字处理时代
- 市场占有率领先

2001年-2005年

“政府抢购第一枪”、WPS二次创业

- 实现跨平台和兼容性
- 个人用户永久免费
- 全面覆盖政府央企银行

2011年

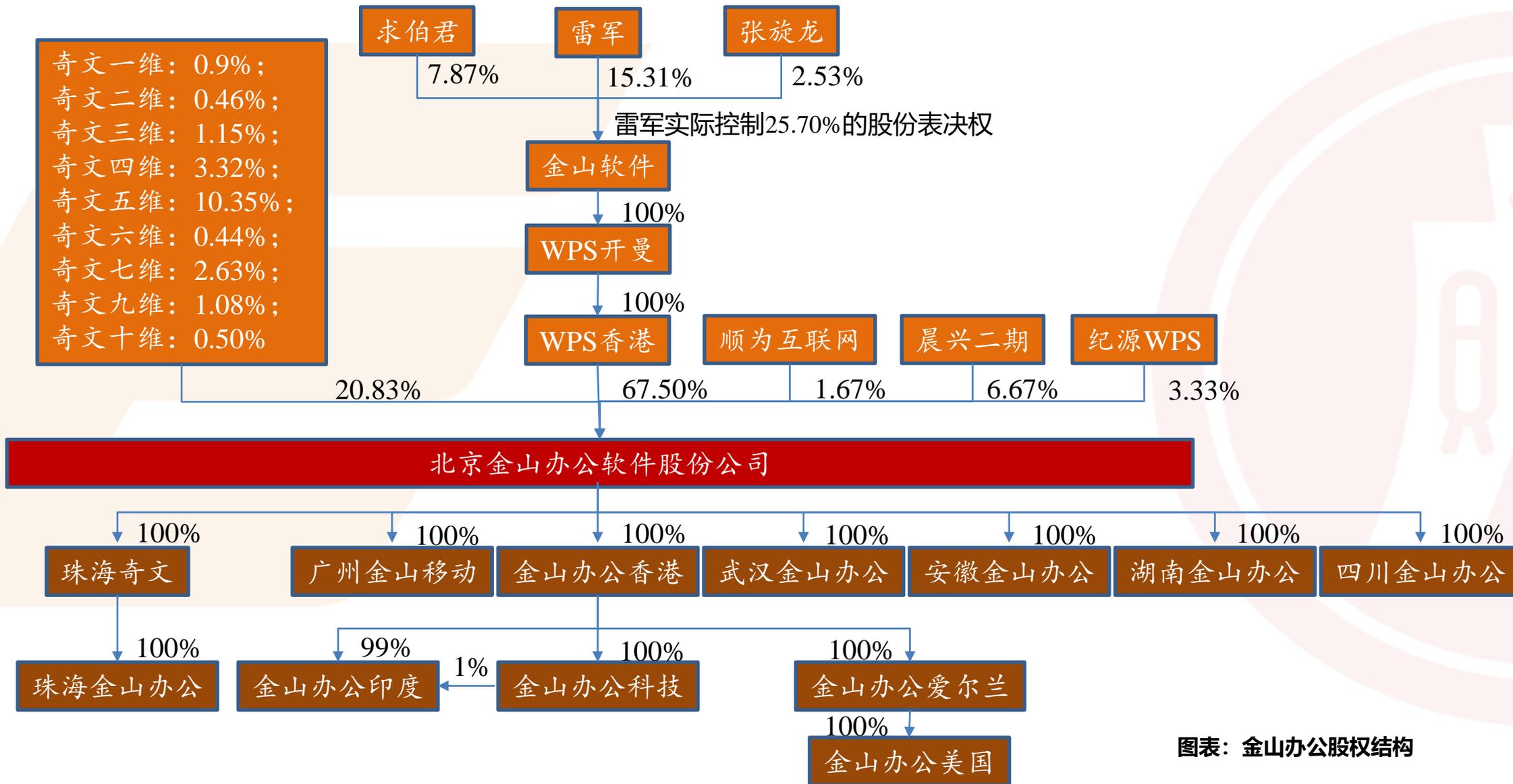
WPS移动版发布、推出金山安全云存储

- 抢占移动办公先机，进入移动互联网时代
- 金山安全云存储拥有存储、备份、协同、移动办公等功能

1.2 雷军间接持股11.99%，为公司实控人

- **控股股东为WPS香港，实控人雷军间接持股11.99%。** 控股股东WPS香港成立于2015年，持有金山办公67.50%的股份。雷军先生于1992年加盟金山公司，雷军先生未直接拥有金山办公的股份，通过持有金山软件、WPS开曼、WPS香港、顺为互联网、奇文二维、奇文四维、奇文七维间接持有金山办公11.99%的股份。
- **核心骨干持股比例高。** 2015年11月，原WPS控股及员工激励计划成员分别按照原通过金山办公开曼间接持有金山办公有限的股权比例，在境内共同设立奇文一维、奇文二维、奇文三维、奇文四维、奇文五维、奇文六维、奇文七维、奇文八维、奇文九维、奇文十维九大员工持股平台。平台共持有公司股份7500万股，占公司IPO前股份总数的**20.83%**。
- **激励制度形成人才优势。** 金山办公已建立了一系列的人才激励机制，主要包括“优才计划”、“伯乐奖”和“人才晋升计划”，培养出一支专业知识匹配、管理经验丰富、年龄结构合理的高素质复合型人才队伍，特别针对“数据云存储、移动互联网应用、智能数据处理、国产系统适配和安全云文档”等关键技术领域，公司建立专门的技术研究团队，为产品各阶段持续输送专业技术人才，并在各业务线上做出突出贡献。公司管理团队及研发人员均具有丰富的办公软件开发和项目实施（大部分骨干工龄都在5年以上）工作经验，人才优势在国内非常明显。

1.2 雷军间接持股11.99%，为公司实控人



图表：金山办公股权结构

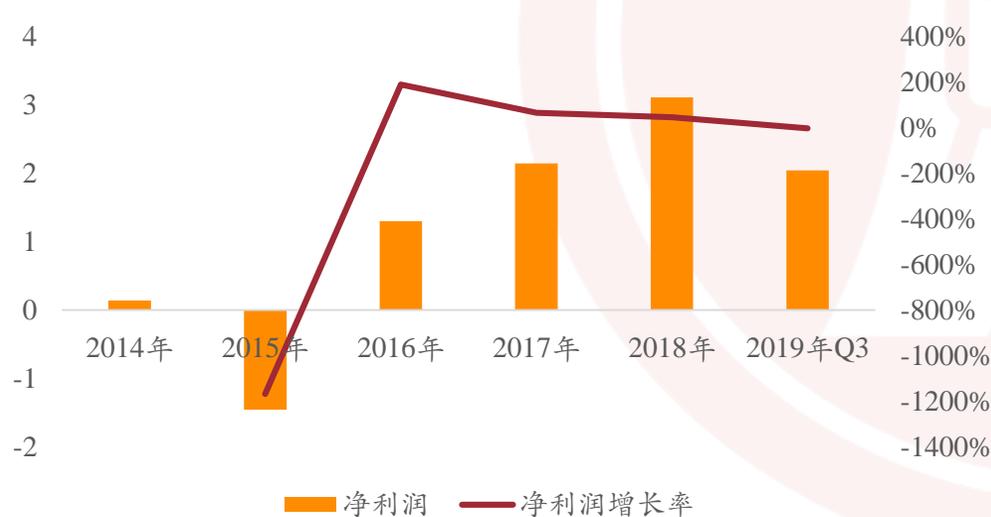
1.3 营收稳步增长，研发投入大

- **营业收入持续增长。**金山办公2018年营收11.30亿元，较2014年总营收增加8.47亿元，2014-2018年CAGR为41.35%，总体变化幅度较大。
- **净利润总体规模呈上升态势，增速有所放缓。**2015年公司净利大幅波动主要是金山办公拆除红筹VIE结构进行重组并支付股份费用所致。净利润由2016年的1.3亿元增长到2018年的3.1亿元，上升138.46个百分点。2019年公司净利润增速放缓主要是因为研发投入加大。

图表：公司营收持续上升（亿元）



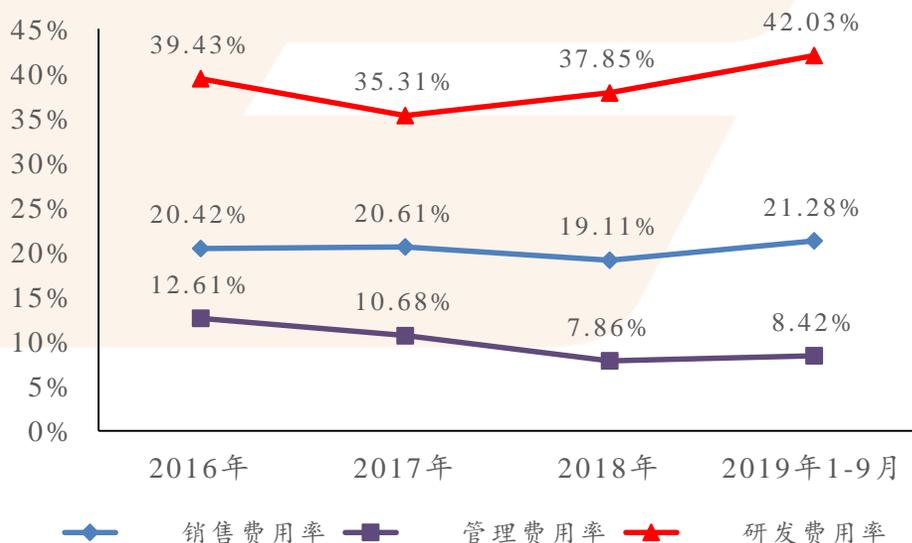
图表：公司净利润增速放缓（亿元）



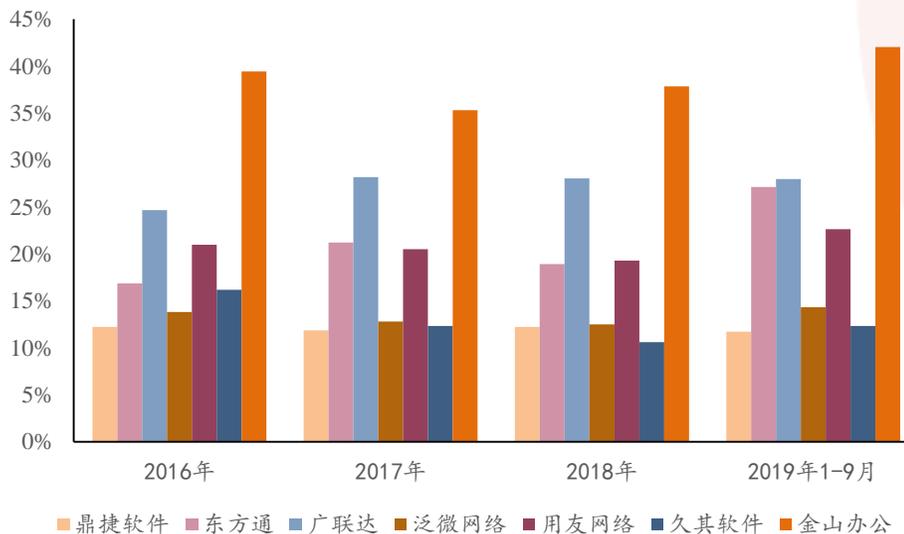
1.3 营收稳步增长，研发投入大

公司高度重视研发，近三年研发费用率均在35%以上。对比六家可比公司标的近四年的研发费用率，其他六家公司的研发费用率水平平均值为19.20%，金山办公明显处于高位。公司技术人员占比也极高，截至2019年3月31日，公司员工总数为1,972人，其中技术人员1,411人，占公司总人数**71.55%**。研发人员大多为电子信息、软件工程相关的专业人才，具备软件开发及管理经验。2018年公司增加开立武汉金山及安徽金山，致使2018年及2019年1-3月新增加研发费用4,662.17万元、2,418.92万元。

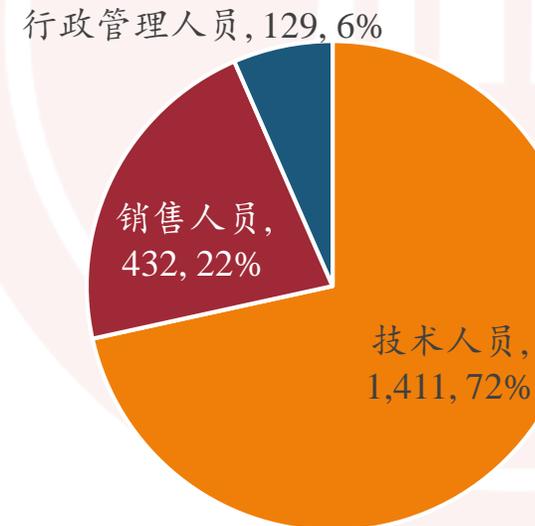
图表：公司期间费用情况



图表：金山办公研发费用率高于同行



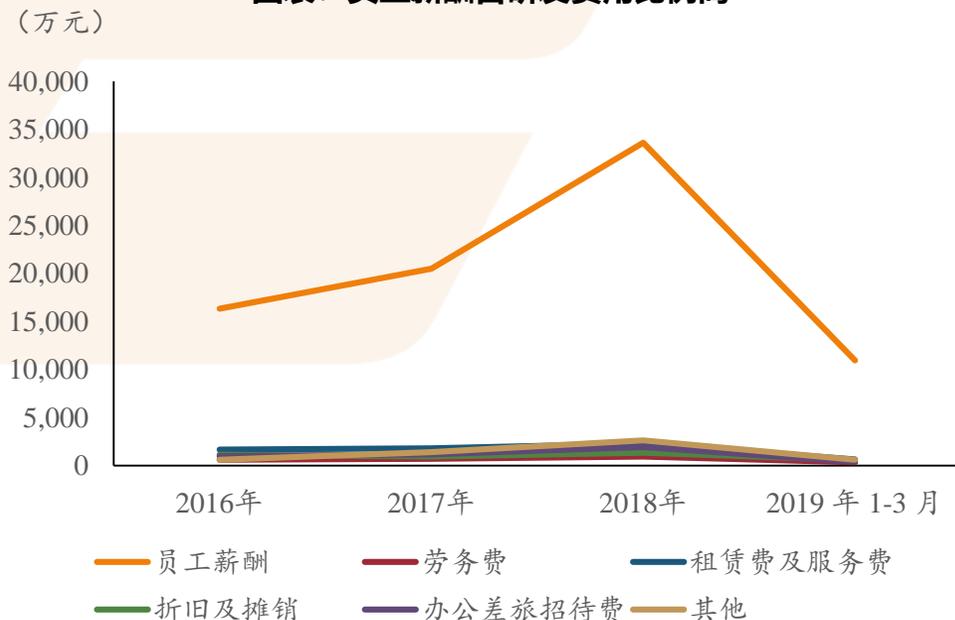
图表：技术人员占比极高



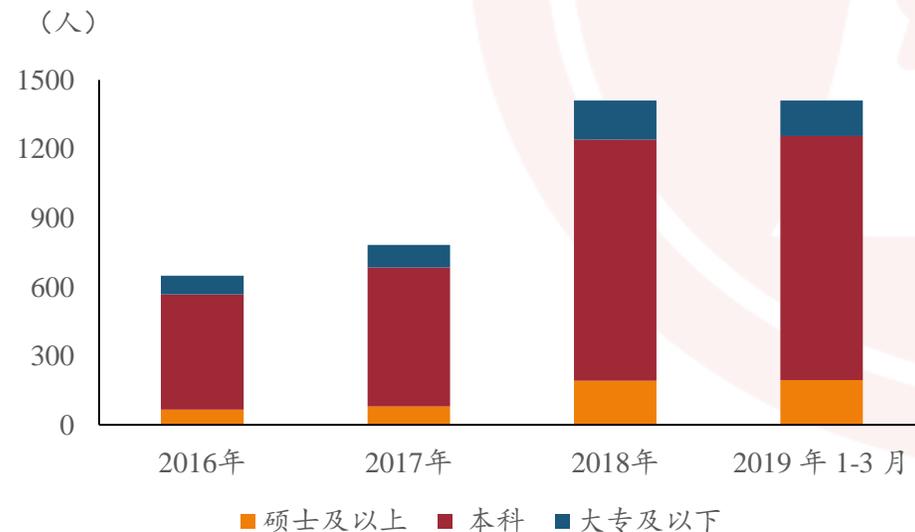
1.3 营收稳步增长，研发投入大

- 公司研发费用主要由员工薪酬组成，研发人员逐年增多。** 2016-2019年第一季度，员工薪酬占研发费用比例均为75%以上，2019年第一季度高达81%。2016-2018年研发人员人均薪酬分别为 26.42 万元、28.68 万元及 30.67 万元。2018年研发人数较2016年增长**117.26%**，其中本科学历的研发人员占比最大，为75%。
- 公司拥有多项知识产权，是其技术储备的重要内容。** 截至2019年3月31日，公司及子公司拥有专利总计**179**项，拥有**293**项计算机软件著作权登记，受理发明专利超过**500**项(含已授权专利)。同时，金山办公目前正在承担多项国家及省市重大专项，项目研制和实施过程中不断积累跨平台、云存储、协作办公等多方面的关键技术，未来相关专利、项目成果有望进一步转化应用。

图表：员工薪酬占研发费用比例高



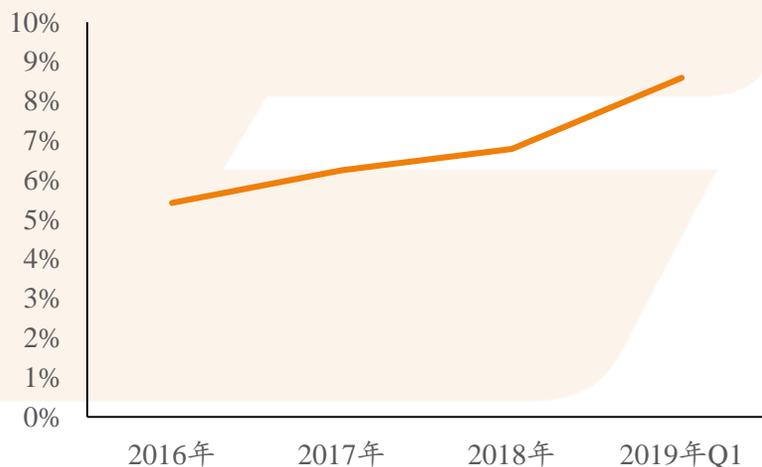
图表：研发人员逐年增多



1.3 营收稳步增长，研发投入大

- **公司在管理费用上也有较强的管控能力。**随着公司规模逐渐扩大，规模效应逐渐提升，管理效率逐渐增强，公司扣除股份支付费用后管理费用率维持在较低水平。2016年-2019年第一季度公司扣除股份支付费用后管理费用率均在9%以下。
- **毛利率水平居同行业上游，经营性现金流量持续为正。**公司毛利率维持在80%以上，经营性现金流量持续为正，且逐年递增，公司盈利能力良好。

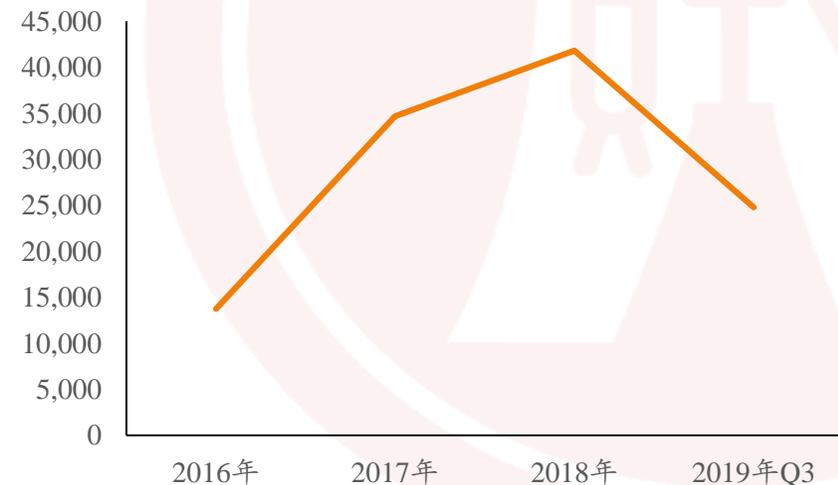
图表：扣除股份支付费用后管理费用率较低



图表：毛利率在80%以上，居同行业上游



图表：经营性现金流量持续为正



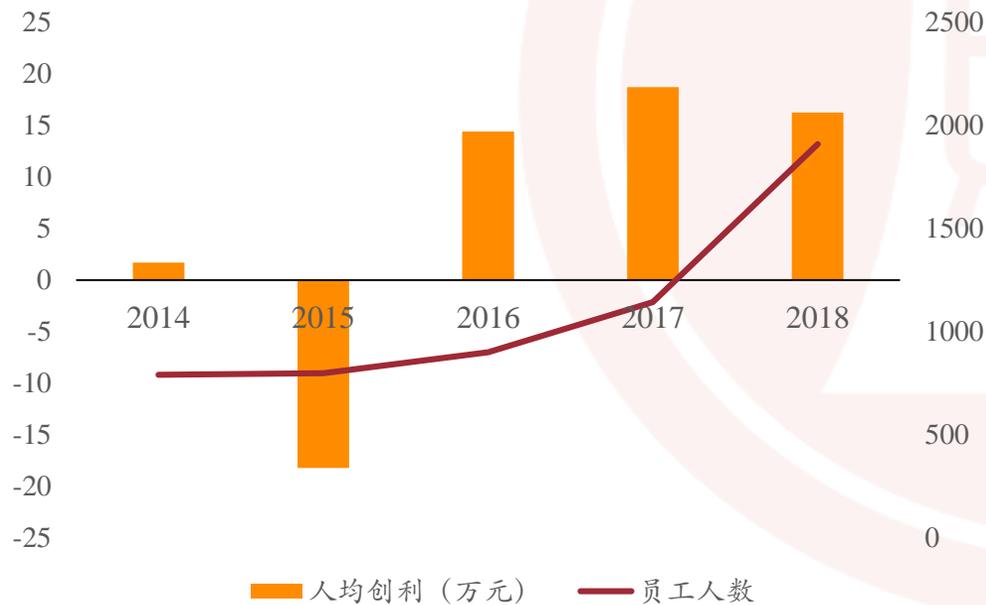
1.3 营收稳步增长，研发投入大

□ **公司盈利能力强，近三年人均创收、人均创利有明显提升。**从2014年到2018年，员工数量呈逐年上升趋势，由791翻倍至1911人，其中2018年增长**67.05%**。人均创收由35.77万元/人至59.11万元/人，增长**65.25%**；人均创利经历了由负增长向正增长跨越的过程，2015年人均创利为-18.21万元/人，2018年为16.26万/人。2018年人均创收和人均创利较2017年有所降低主要是由于**2018年员工人数大幅增加**。

图表：人均创收与员工数



图表：人均创利与员工数



目 录

2.市场环境逐步优化，办公软件行业壁垒突出

01

软件正版化等政策利好不断，自主可控刻不容缓

02

市场规模、用户规模保持上升趋势

03

办公软件行业壁垒突出，龙头企业的网络效应难打破

2.1 软件正版化等政策利好不断，自主可控刻不容缓



- 国家持续推动软件正版化，为办公软件服务领域提供大量需求。早在2001年国务院已正式启动软件正版化工作，印发《关于使用正版软件清理盗版软件的通知》，经过多年努力，政府机关基本完成软件正版化工作，企业软件正版化工作正在推进中，版权保护环境明显改善。中共中央办公厅和国务院办公厅在2019年11月24日印发《关于强化知识产权保护的意见》，是指导知识产权保护工作的纲领性文件。知识产权保护政策频出，未来随着打击力的不断加大，核心利好国内的工具类软件厂商，付费转化率有望大幅提升。

图表：近年来我国软件正版化相关政策

时间	政策	主要内容
2016年7月	国家版权局办公厅关于印发《正版软件管理工作指南》的通知	《指南》规定了软件正版化工作责任制度、软件日常使用管理规定、软件配置管理规定、软件台账管理规定。明确软件使用管理台账种类和管理办法、软件安装维护管理规定等细则。
2017年1月	《“十三五”国家知识产权保护和运用规划》	明确了“十三五”知识产权工作的发展目标和主要任务，对全国知识产权工作进行了全面部署。这是知识产权规划首次列入国家重点专项规划。重点工作：完善知识产权法律制度，提升知识产权保护水平，提高知识产权质量效益，加强知识产权强省、强市建设，加快知识产权强企建设，推动产业升级发展，促进知识产权开放合作。
2019年11月	中共中央办公厅和国务院办公厅印发《关于强化知识产权保护的意见》	提出综合运用法律、行政、经济、技术、社会治理手段对知识产权强化保护，促进保护能力和水平整体提升，并表示：“力争到2022年，侵权易发多发现象得到有效遏制，权利人维权‘举证难周期长、成本高、赔偿低’的局面明显改观。到2025年，知识产权保护社会满意度达到并保持较高水平，保护能力有效提升，保护体系更加完善，尊重知识价值的营商环境更加优化，知识产权制度激励创新的基本保障作用得到更加有效发挥。

2.1 软件正版化等政策利好不断，自主可控刻不容缓



- **受益于国家信息安全建设，自主可控是国家意志。**中美贸易摩擦由经贸领域向科技领域延伸，自主可控是我国的必由之路，利好金山办公国产替代发展。作为国内领先的办公软件和服务提供商，通过国资委资格审查，具有为党政机关及事业单位等机构提供办公软件及服务的资格。《关于推动资本市场服务网络强国建设的指导意见》、《科技领域中央与地方财政事权和支出责任划分改革方案》的发布，提出持续加大财政科技投入力度，推动网信事业和资本市场协同发展。自主可控得到重视，未来科技领域将加大对国产替代产业链的培育。

图表：近年来我国自主可控相关政策

时间	政策	主要内容
2018年4月	关于推动资本市场服务网络强国建设的指导意见	推动网信事业和资本市场协同发展，保障国家网络安全和金融安全，促进网信和证券监管工作联动；指导意见中所说的网信企业主要涵盖互联网、信息设备制造、信息传输、信息技术服务等领域的四类网信企业。
2019年4月	《信息技术产品安全可控评价指标》	主要规定了信息技术产品安全可控评价指标和评价方法，为信息技术产品厂商提升自身安全可控能力提供依据，推动各厂商不断强化核心技术掌握能力、供应链保障能力等，有助于提升整个行业的安全可控能力。
2019年5月	《科技领域中央与地方财政事权和支出责任划分改革方案》	确保财政科技投入只增不减，并全面实施绩效管理。
2019年11月	《中共中央关于坚持和完善中国特色社会主义制度，推进国家治理体系和治理能力现代化若干重大问题的决定》	完善科技创新体制机制。弘扬科学精神和工匠精神，加快建设创新型国家，强化国家战略科技力量，健全国家实验室体系，构建社会主义市场经济条件下关键核心技术攻关新型举国体制。
2019年12月	《网络安全等级保护制度2.0标准》	在1.0标准的基础上，注重全方位主动防御、安全可信、动态感知和全面审计，实现了对传统信息系统、基础信息网络、云计算、大数据、物联网、移动互联和工业控制信息系统等保护对象的全覆盖。

2.1 软件正版化等政策利好不断，自主可控刻不容缓



- 受国家软件行业政策的鼓励，市场环境逐步优化。除软件正版化、自主可控政策外，软件行业的产业布局、企业上云、税收优惠等政策也让办公软件企业不断受益，使办公软件企业快速走上产业化、规模化的发展道路。此外，国家在大数据、人工智能和信息安全方面，为办公软件企业在课题研制和应用推广方面给予大力的政策支持。

图表：与金山办公相关的部分政策

类别	时间	政策	主要内容
产业布局	2016年5月	《关于印发国家规划布局内重点软件和集成电路设计领域的通知》	规定了国家规划布局内重点软件领域包括基础软件、工业软件和服务、信息安全软件产品研发应用、数据分析处理软件及服务、移动互联网软件、高技术服务软件、语言文字信息处理软件及云计算。重点集成电路设计领域包括高性能处理区和FPGA芯片、存储器芯片、物联网和信息安全芯片、EDA/IP及涉及服务及工业芯片。
	2016年12月	工信部关于印发《软件和信息技术服务业发展规划（2016-2020年）》的通知	《规划》以创新发展和融合发展为主线，聚焦“技术、业态、应用、体系”发展重点，设置了务实可操作的“695”任务措施。
	2017年6月	《外商投资产业指导目录（2017年修订）》	鼓励外商投资：软件产品开发、生产。
企业上云	2018年8月	工信部印发《推动企业上云实施指南（2018-2020年）》	支持企业上云，有利于推动企业加快数字化、网络化、智能化转型，提高创新能力、业务实力和发展水平；有利于加快软件和信息技术服务业发展，深化供给侧结构性改革，促进互联网、大数据、人工智能与实体经济深度融合。
人工智能	2017年7月	国务院印发《新一代人工智能发展规划》	提出加快人工智能创新应用。
税收优惠	2019年5月	《关于集成电路设计和软件产业企业所得税政策的公告》	规定了依法成立且符合条件的集成电路设计企业和软件企业，在2018年12月31日前自获利年度起计算优惠期，第一年至第二年免征企业所得税，第三年至第五年按照26%的法定税率减半征收企业所得税，并享受至期满为止。

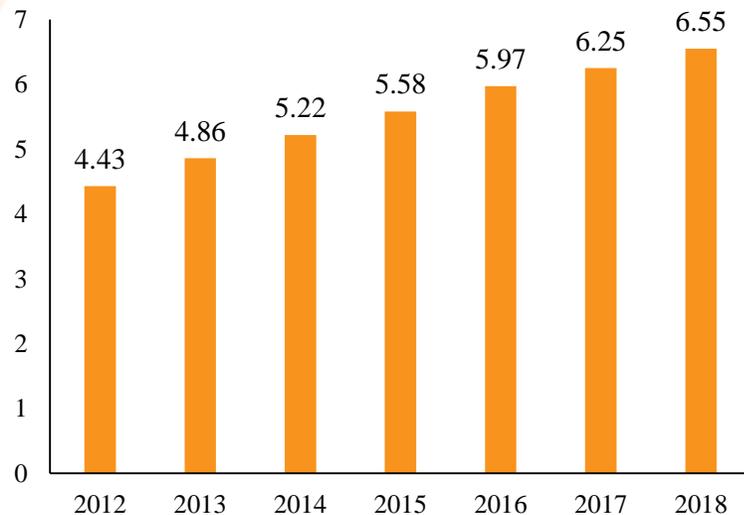
2.2 市场规模、用户规模保持上升趋势

- 前沿技术推动市场、用户规模上升。** 得益于人工智能、大数据等前沿技术的快速发展以及互联网+、数字化转型等业务模式的加速创新，我国基础办公软件市场保持了较好的发展态势。办公软件市场规模和用户规模都呈逐年上升的趋势，2018年中国办公软件市场规模已达**85.34**亿元，较2017年整体规模增长了7.55亿，预计2023年将达到149亿元的市场规模，2018-2023年期间复合增长率为**11.8%**；2018年中国办公软件用户规模达**6.55**亿人，较2017年整体规模增加了3千万。

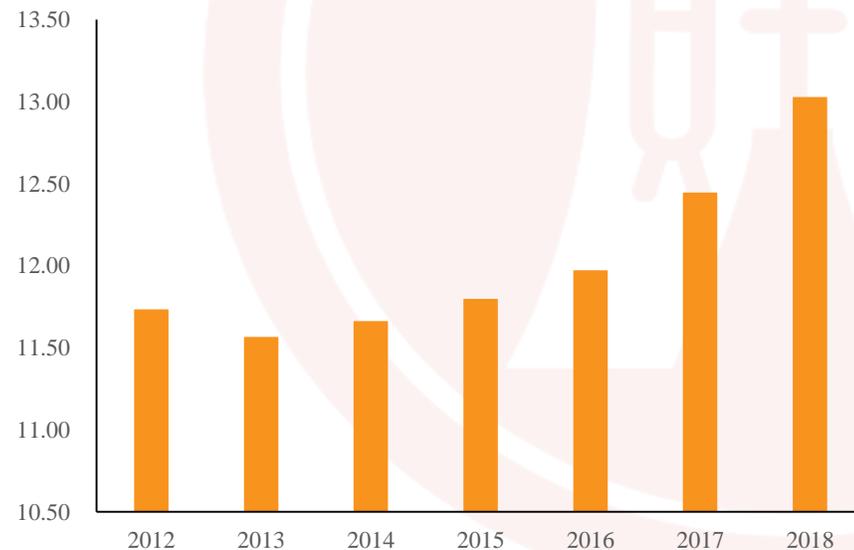
图表：办公软件市场规模（亿元）



图表：办公软件用户规模（亿人）



图表：办公软件用户ARPU值（元/人）



2.3 办公软件行业壁垒突出，龙头企业的网络效应难打破

- **办公软件行业有四大行业壁垒：**用户品牌认知固化形成品牌壁垒、差异化服务需求形成经验壁垒、办公软件行业的技术密集属性形成技术壁垒、产品的高转换成本形成行业壁垒。
- **办公软件行业具有网络效应：**办公软件龙头企业拥有庞大的用户数量，网络效应明显。办公软件需要有较高的兼容性，否则文档难以完整传递。因此与龙头企业办公软件不兼容的企业难以立足。

品牌壁垒

用户品牌认知已形成：
基础办公软件行业发展日趋成熟，形成了以微软、金山等为代表的知名软件品牌，用户形成了消费习惯和品牌认知。

经验壁垒

差异化服务需要经验积累：
企业除提供产品外，还应分析客户相关需求。对客户业务流程和应用环境有较深入的理解，且能够与客户的其他系统紧密集成，才能根据客户业务提供差异化的产品服务。

技术壁垒

进入技术密集型行业需要较高的技术层次：
基础办公软件企业取得竞争优势的关键是核心技术的积累和技术创新，其核心技术是办公资源的整合、共享以及应用。企业需要掌握、积累、创新以上技术核心才能在该领域持久发展。

产品壁垒

产品依赖性形成高转换成本：
客户在办公软件和服务方面投资规模越大、服务周期越长，对办公软件厂商依赖度越高，因此形成较高的更换成本。

招标采购模式对新进入者形成遏制：
下游行业客户采购多采用招标模式，招投标过程可能对厂商资质、产品功能、历史案例、技术人员等方面对投标方提出要求。新进入者难以开拓市场。

3.金山办公：技术立业，模式创新

01

技术立业：三十年来技术升级迭代

02

与微软、谷歌产品对标不逊色，优势在移动端、性价比

03

三大业务营收占比相对平均，重点关注订阅业务高成长

04

模式创新：从单一办公应用工具向互联网办公云服务转变

目
录

3.1 技术立业：三十年来技术升级迭代

- WPS Office系列产品经过30余年的研发与更新，在办公软件跨平台、海量数据安全存储、移动办公、多平台网络化办公应用集成等方面取得了系列技术突破，主要包括：多平台操作系统适配技术、面向多平台第三方应用的统一跨进程对象模型、云端实时共享推送技术以及智能办公的知识图谱技术、多平台在线协作技术、基于大数据分析的用户画像精准推送技术、多形态终端自适应排版技术、基于网络开放API的网络函数计算机制、非结构化文档的结构优化技术等，整体技术水平在办公软件领域国内领先，部分甚至可以达到国际先进水平。
- 金山办公目前正在进行的主要研发项目中有两项与安全可靠相关，满足政党办公需求。

图表：众多技术突破实现国内领先甚至国际先进水平

核心技术	技术成效	技术水平	核心技术	技术成效	技术水平
多平台操作系统适配技术	有效降低了多平台代码维护的成本，确保WPS的所有功能高效便捷地移植到其他操作系统平台	国内领先	基于云端的移动共享技术	大幅度提升了WPS移动产品在低内存移动设备上加载和处理大型文档的能力，同时快速实现跨平台多端分享和数据协作，已与实时会议系统、实时交流平台（企业IM等）实现整合应用	国际先进
面向多平台第三方应用的统一跨进程对象模型	解决了政府和企业用户在OA及应用系统跨平台移植难的问题，确保用户系统的二次开发源代码修改成本降至最低	国内领先	平台推送技术	可实现基于Windows、Linux、Android和iOS多平台文档漫游应用，帮助用户快速切换办公设备，在不同环境中延续办公任务；结合WPS云文档服务，实现随时随地数据协同分享和移动办公	国际先进
WPS新内核引擎技术	解决了大型文档数据运算效率低下的问题，提升文档编辑速度	国内领先	基于网络开放API的网络函数计算机制	极大降低开发创作应用的门槛，可被广泛应用于业务数据管理、在线数据发布、在线数据上报、在线预订、网络调查、证券实时查询等多种场景	国际先进

图表：正在研发项目主要面向政党办公

项目	研发费用投入(万元)	拟达到目标
面向党政办公系统的办公软件增强及优化	2,197.75	结合党政办公应用的需求，突破基于安可基础软硬件平台下的应用开发与系统适配技术，定制和增强办公应用及安全功能，完成在线创作等任务开发，提升办公软件性能及效率，推动国家自主文档格式标准的应用，支持在国产软硬件平台上应用集成，为示范项目提供可定制、可复制推广的办公应用解决方案。
面向安全可靠办公平台的办公软件增强与优化	1,355.30	结合党政办公应用的需求，突破基于国产基础软硬件的应用开发与系统适配技术，定制和增强办公应用及安全功能，完成WPS办公构件等任务开发，提升办公软件性能及效率；支持在国产软硬件平台上应用集成
智能写作创新及产业化公共服务平台	10,280.00	打造服务智能写作行业全生态链的大平台，主要研究知识图谱技术，基于生成对抗网络的文本智能生成技术等智能写作关键技术及共性技术，整合数据资源，规范数据格式，开放第三方应用接口，推动智能写作行业相关标准制定，搭建基于人工智能的文档创作服务平台

3.2与微软、谷歌产品对标不逊色，优势在移动端、性价比



	对比	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
标准支持	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
	OOXML格式标准	兼容性强	标准制定者	一般
	PDF格式	支持阅读和编辑	不支持	不支持
	UOF中文格式标准	标准制定者	支持	不支持
	OFD版式文件标准	支持	不支持	不支持
云服务	公文标准	支持	支持	不支持
	多人协作编辑	支持	支持	支持
	文档存储服务	全球	全球	仅境外
	私有化部署	支持	不支持	不支持
二次开发	在线资源	百万级的文档模板、图标、字体、图片、图表等等各种素材	基础模板	基础模板
	二次开发	本地二次开发、web二次开发	本地二次开发	web二次开发
人工智能	AI	PPT美化、校对、辅助写作、图像处理、OCR	PPT美化、翻译	PPT美化

图表：WPS、微软、谷歌产品对标

- ❑ 相比起国际知名的同行业公司（微软、谷歌），金山办公的整体规模较小，但与各软硬件适配能力强；
- ❑ 在核心产品模块中，WPS有独特优势，拥有PDF组件，可以阅读和编辑PDF格式文件；
- ❑ 对于客户端和标准的支持，WPS表现良好，可以支持Windows、Linux、MacOS、Android等主流操作系统平台，对各个标准也能兼容支持；
- ❑ 增值服务本土化、多元化发展：与海外竞争对手相比，公司的WPS Office产品及服务借助与办公领域上下游的合作优势，结合用户场景分析、应用系统集成、竞品功能分析等方面进行深入研究，为国内用户提供更贴近国民办公习惯的资源及支持服务。

3.2与微软、谷歌产品对标不逊色，优势在移动端、性价比

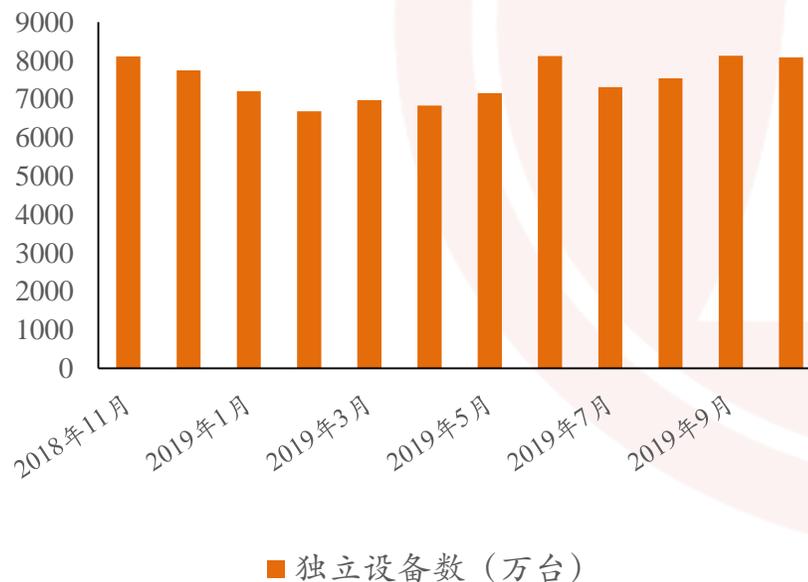


- 2011年金山办公开始布局移动端，2014年底，WPS 移动版在Google Play商务类软件下载排名保持全球第一，“弯道超车”微软。2019年12月，在APP STORE效率排行榜和艾瑞数据国内近一年移动APP办公管理类月独立设备数排行中，WPS Office稳居第一，金山办公在移动端形成优势，移动版曾获谷歌“2015年度最佳应用”大奖、苹果“APP Store 2015年度精选”以及APP Annie“2018出海增长之星”。

图表：APP STORE效率类排行榜WPS Office居第一



图表：WPS Office在移动APP办公管理类月度独立设备数排名第一



3.2与微软、谷歌产品对标不逊色，优势在移动端、性价比



- WPS较微软的性价比优势明显。其一，金山办公在2005年就发布了官方免费版，但微软无免费版本；其二，从个人服务订阅来看，Office365家庭版为498元/年，WPS推出的超级会员为179元/年，是微软Office365家庭版的1/3左右；其三，从机构服务订阅来看，WPS 商业版和高级商业版均是微软office365商业版和商业高级版价格的1/2左右。

图表：WPS Office较微软Office服务订阅方面价格优势

微软Office		
家庭版	价格 (元/年)	特点
Office 365个人版	398	1TB云存储；Word、Excel、PowerPoint、Outlook、Publisher和Access应用（Publisher和Access仅适用于Windows PC）；OneNote附加功能（因平台而异）；多终端使用；支持在线协作。
Office 365家庭版	498	每名用户1TB存储，其他同上。
家庭和学生版2019	748	只含有Word、Excel、PowerPoint三种功能，最新为2019版。
商业版	价格 (元/年)	特点
Office 365商业版	720	包含Word、Excel、PowerPoint、Outlook和Access以及OneDrive；每个用户支持5个终端；支持电脑和移动端；1TB OneDrive 存储；50 GB 邮箱空间。
Office 365商业高级版	1080	包含商业版全部功能；增加250人的团队合作和通信；使用Exchange Online Protection 保护电子邮件；用于构建和管理业务的工具服务。
Office 365商业协作版	432	包含商业版功能（仅支持移动端）；增加250人的团队合作和通信；使用Exchange Online Protection保护电子邮件

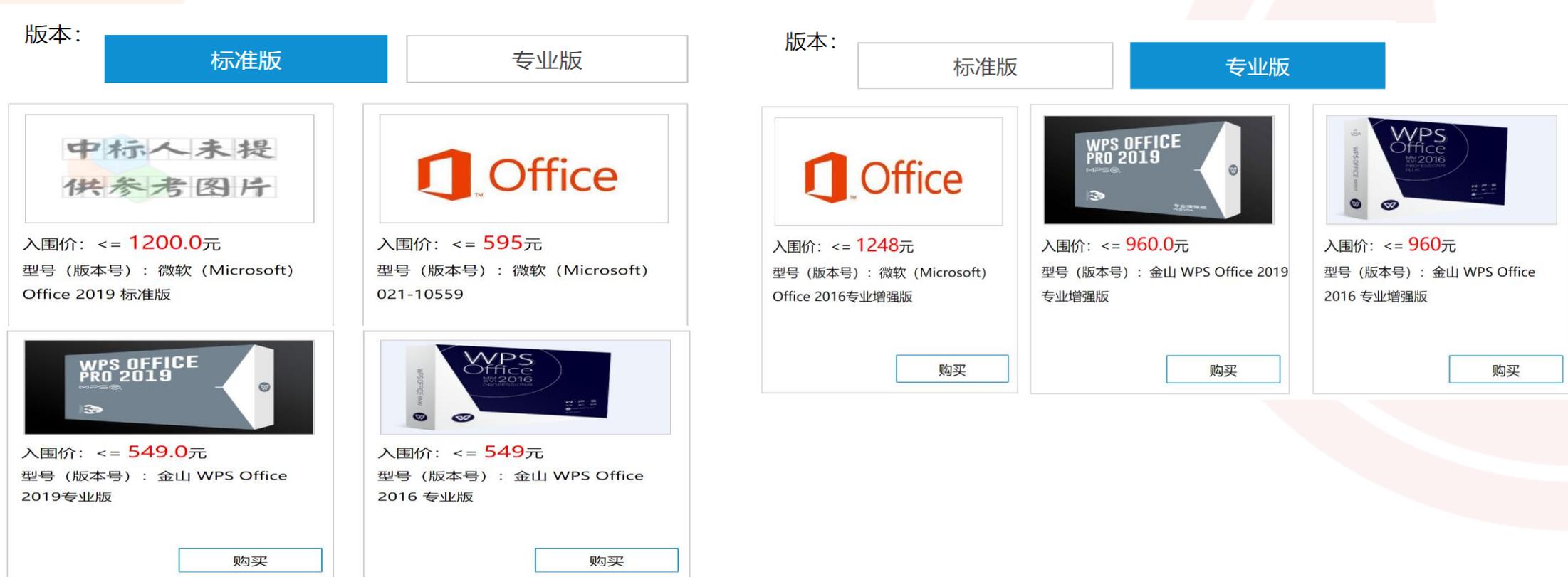
WPS Office		
	价格 (元/年)	特点
基础版	0	适合小组用户使用 1G/人安全存储 满足基本办公需求，提供基础管理和安全功能
商业版	365	适合团队及企业使用 1024G/人安全存储 WPS Office正版授权、享文档共享，多人同时编辑等 25余种权益
高级商业版	599	适合大型企业及集团使用 5T/人安全存储 包含所有商业版功能，提供Office二次开发接口及1V1服务

3.2与微软、谷歌产品对标不逊色，优势在移动端、性价比



- WPS较微软的性价比优势明显。其四，从产品使用授权**标准版**来看，中央国家机关政府采购中心购买微软Office 2019标准版的入围价为≤1200元，金山WPS Office 2019专业版入围价为≤549元，价格相差较大；其五，从产品使用授权**专业版**来看，微软Office和金山WPS Office入围价相近。

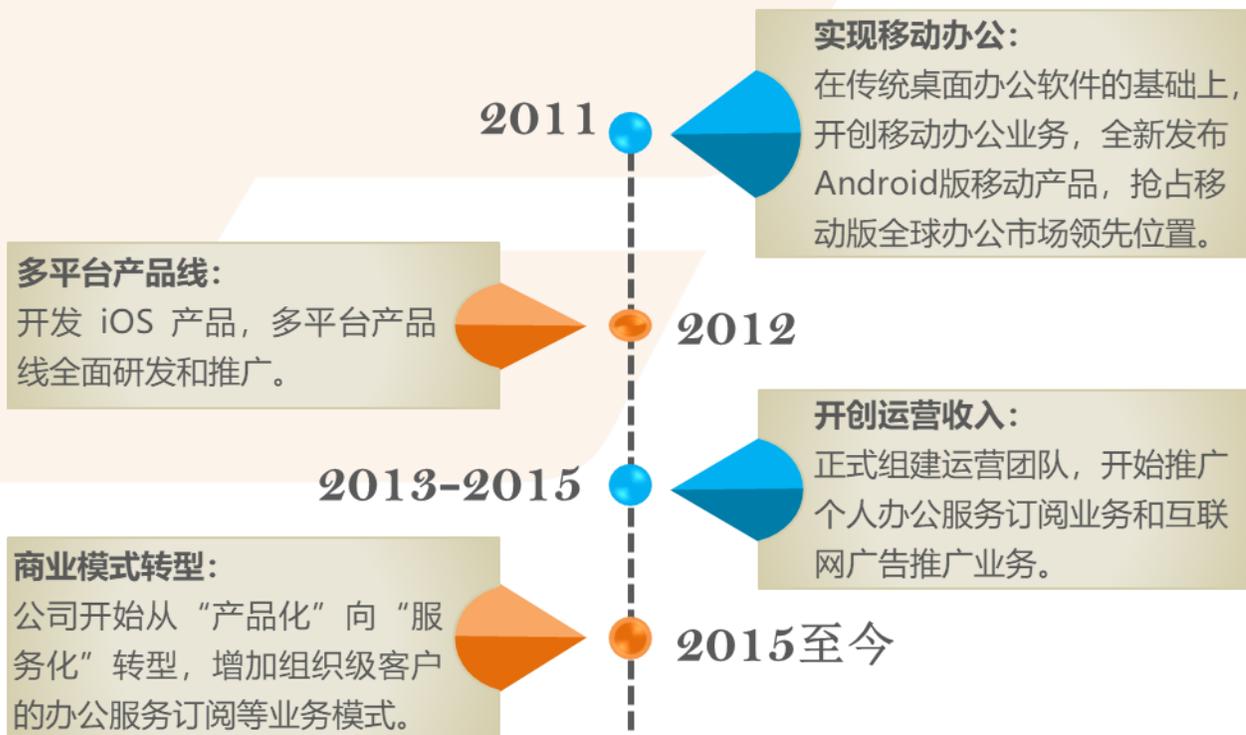
图表：WPS Office较微软Office桌面版方面价格优势



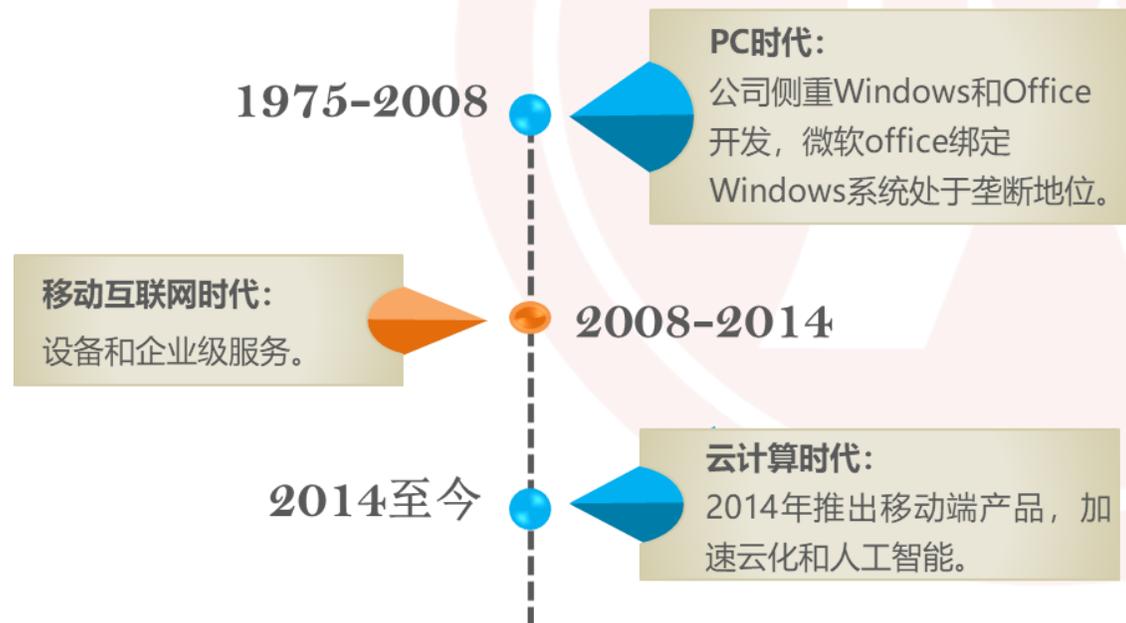
3.3 三大业务主线：各有千秋平分秋色

□ **主营业务四大发展阶段：产品线多平台延伸，商业模式多元化发展。** 第一阶段，金山办公侧重智能手机端的市场开发，早在2011年就开发了安卓版移动办公产品，抢占了全球移动办公市场，而微软直到2013年才发布iPhone版Office，需要购买Office 365才能使用，2015年推出android版Office。第二、三阶段，金山办公因移动化转型的成功重回C端市场，不断开拓产品线及收入来源，同期微软在布局B端服务以及加速云化。目前金山办公已完成商业模式的转型，模式多元，各项业务齐驱并驾。

图表：金山办公主营业务四大发展阶段



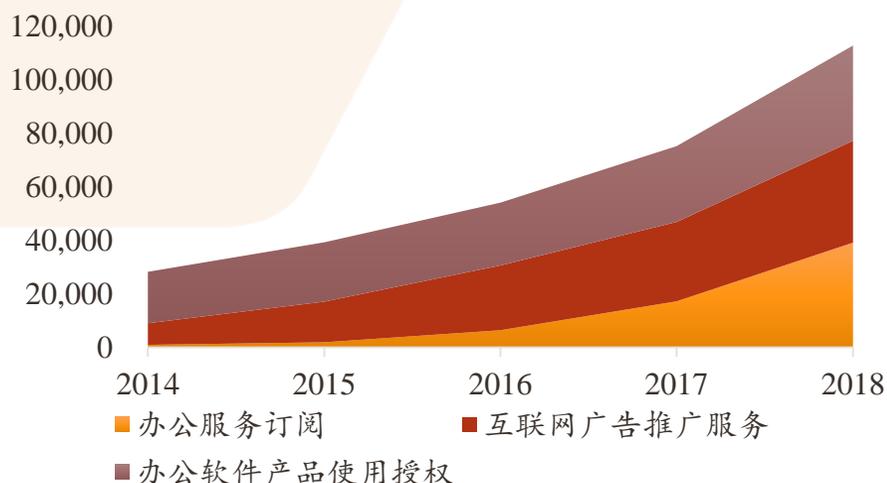
图表：微软Office主营业务三大发展阶段



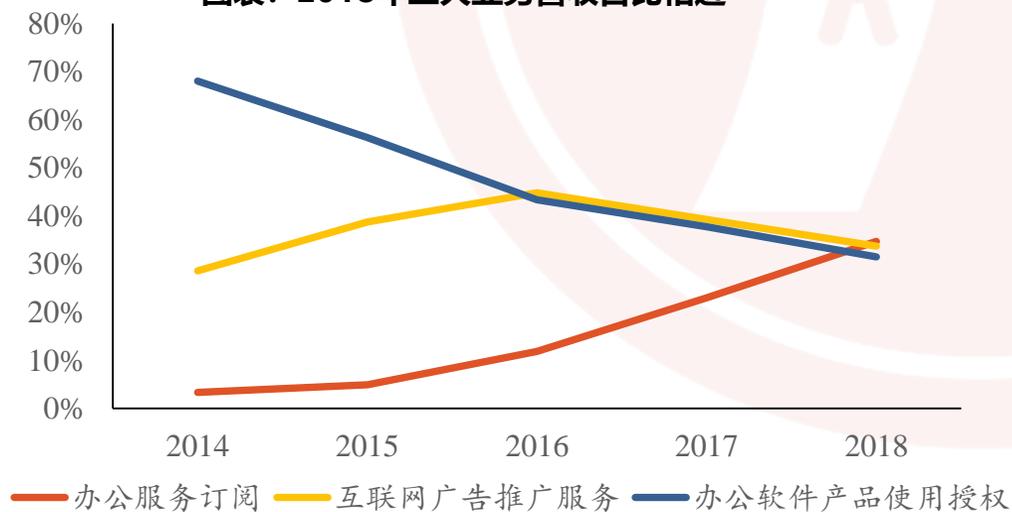
3.3 三大业务营收占比相对平均，重点关注订阅业务高成长

- **三大业务主线齐头并进。** 公司三大主营业务为办公软件产品使用授权、办公服务订阅、互联网广告推广服务。2013年公司由提供产品授权向应用服务转型，开始出现办公服务订阅和互联网广告推广服务。经过转型发展，2018年三大业务营收占比相近，分别为31%、35%、34%。
- **办公软件产品使用授权在公司转型后收入仍稳定增长。** 2014-2018年，办公软件产品使用授权营收占比逐年下降，但收入增速有所提升，2018年产品使用授权业务实现收入 3.56 亿元，同比增长 25.35%。2014-2018年CAGR为**16.60%**。
- **办公服务订阅营收呈现快速增长趋势。** 近年来，付费客户持续增加，2018 年办公服务订阅实现营收3.93亿元，同比增长 127.17%，较2017年增速170%有所下降，但仍然保持快速增长趋势；2014-2018年CAGR为**153.32%**。
- **互联网广告服务逐步增长，但营收占比下降。** 互联网广告市场规模巨大，互联网广告服务业务2014-2018年CAGR为**47.31%**，随着公司办公服务订阅业务收入快速增长，互联网广告服务营收占比有所下降。

图表：2014-2018年三大业务营收（万元）



图表：2018年三大业务营收占比相近

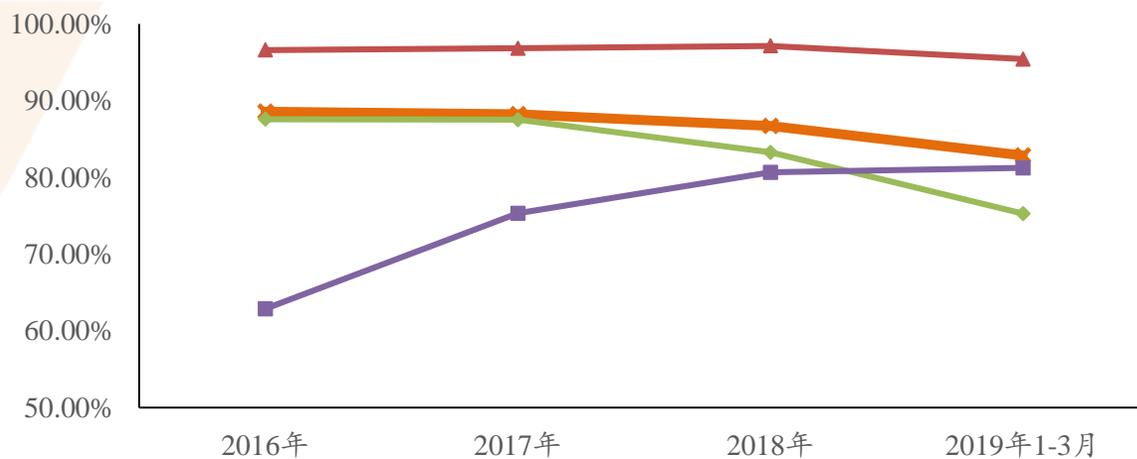


3.3 三大业务营收占比相对平均，重点关注订阅业务高成长



- **办公软件产品授权毛利率水平保持高位。**2016-2019年第一季度办公软件产品使用授权毛利率均在95%以上，毛利率水平整体保持稳定，处于较高水平。
- **办公服务订阅毛利率水平持续上升。**公司加大对个人客户订阅业务的投入，推出了包括稻壳儿模板下载、稻壳会员等产品及服务，同时个人用户数量整体呈增加趋势，受益于规模效应收入增速大于成本增速所致；
- **互联网广告推广因业务成本增速较快导致毛利率有所下降。**互联网广告推广业务成本中，IDC服务器租赁及CDN带宽服务成本占比超过70%。2018年以来，个人用户规模的增长导致IDC服务器租赁及CDN带宽服务成本增速较快，而同时互联网广告推广服务业务收入增速放缓，致使毛利率有所下降。

图表：三大业务毛利率对比：
产品使用授权保持高位，办公服务订阅快速增长



3.3.1 办公软件产品使用授权：传统业务有望在企业市场突破增长



- **办公软件产品使用授权是金山办公最传统的业务模式。** 通过向客户销售办公软件产品使用权而取得收入。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。2017年及2018年公司加大销售推广，积极参加行业活动，尤其加强了场地授权推广力度，使场地授权收入不断增长，并带动了办公软件产品使用授权整体收入的增速提升。
- 公司办公软件使用授权客户主要集中在政府、金融、电力、航空、能源等领域，在中国大力推进软硬件自主可控的大背景下，金山办公有望在国内的党政军客户中取得突破，其B端市场业务不断增长。其中，中国仪器进出口集团公司为符合国资委政策指导的中央企业正版软件集中采购平台，2016-2018年均为公司办公软件产品使用授权的第一经销商。

图表：按场地面积授权方式不断加强



3.3.1 办公软件产品使用授权：传统业务有望在企业市场突破增长



- 根据金山办公2016年-2019年第一季度主要经销商和主要直销客户采购情况，可将金山办公授权产品按适配系统、功能、版本、行业、区域进行分类。场地授权的销售金额一般**不少于一万元**。场地授权模式在具体定价时，首先会根据客户经营规模与员工规模、购买意愿等条件预计其实际使用量，根据数量多少，参考数量授权模式下相应的售价，确定最后的交易总额。

图表：授权业务种类分类

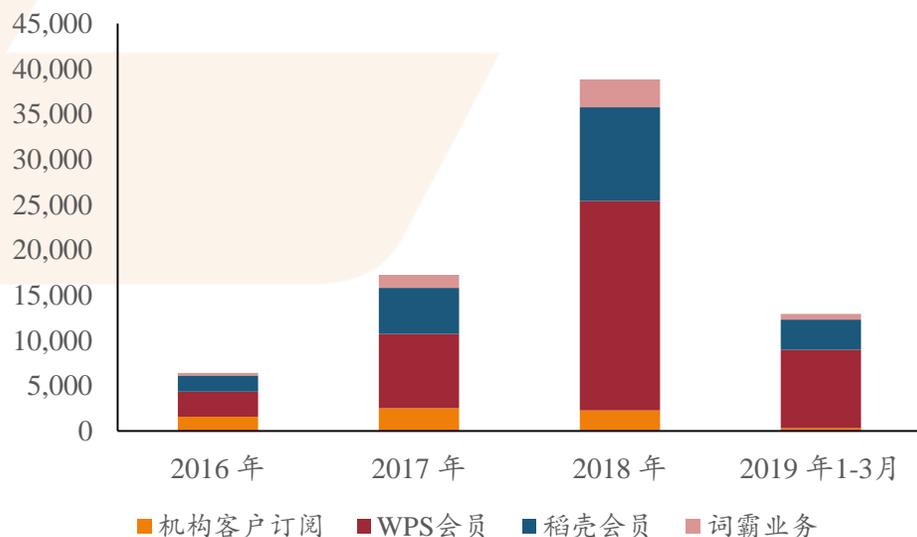
适配系统	功能	版本	行业	区域
WPS Office for Linux智能增强版	PDF专业版软件授权	WPS Office 2013专业版办公软件 V9	WPS Office2016教育版办公软件授权	WPS Office繁体版授权（台湾）
WPS Office 2016 for linux专业版授权	WPS增值包在线预览授权	WPS Office2016专业版办公软件授权	WPS Office2016专业增强版办公软件（政府专用）授权	WPS秀堂（韩国）
WPS Office 移动增强版办公软件（V4）授权	WPS云文档系统授权	WPS Office2016专业增强版办公软件授权	WPS Office2019审计安全版办公软件 V11	
WPS Office for Android 专业版办公软件授权	WPS云办公套装软件 V2.5	WPS Office2016组合套装办公软件	WPS Office2019审计专业版办公软件 V11	
WPS Office 多平台版办公软件（含VBA）授权	WPS即时通讯系统用户账号授权	WPS Office2019专业增强版办公软件授权		
	WPS增值包软件管理授权	WPS Office2019安全版办公软件（含文档溯源）授权		

3.3.2 办公服务订阅：付费用户转化率提升、未来增长空间大



- **个人订阅业务助力办公服务订阅收入快速增长。**办公服务订阅主要包括3种模式：机构订阅业务、个人订阅业务、词霸相关业务。办公服务订阅业务收入2016-2018年CAGR为**147.45%**，其中机构客户订阅收入CAGR为20.33%，个人订阅业务为**176.65%**。
- **得益于增值服务的不断丰富，付费用户持续增长。**金山办公的增值服务有三大特点，互联网化、协作化和精准推送。**个人办公增值服务**中，WPS Office为注册用户及个人会员提供丰富的增值服务，主要包括文档漫游、个人云文档、稻壳儿云模板、文档转换、文档修复、文档美化、会员皮肤等；**企业办公增值服务**中，WPS Office 可为组织级客户提供专业、定制化的增值服务，主要包括WPS+企业云服务（如企业云文档、企业云协作）以及文档安全等。

图表：WPS会员占办公服务订阅业务比例逐年增大（万元）



图表：增值服务特点

产品特点	说明
互联网化	WPS Office 客户端提供海量在线模板及素材等资源供用户使用，同时还提供文档转换、文档修复、文档美化等办公服务，帮助用户更加高效、便捷地制作各类文档。
协作化	WPS Office 客户端提供文档漫游、文档共享、群组协作等功能，满足用户多平台、多设备的办公需求。在不同设备上登录并编辑过的文档，均会自动上传到云端，方便用户在不同平台和设备中与团队其他成员进行协作。
精准推送	WPS Office 客户端能够根据用户的文档信息进行智能解析结合办公大数据、知识图谱和用户画像分析等关键技术，适应客户多种应用场景，在智能模板、文档美化和公文创作等方面，实时为用户精准推送系列办公增值服务，提升用户办公效率。

3.3.2 办公服务订阅：付费用户转化率提升、未来增长空间大



- **个人订阅服务价格：**WPS会员和稻壳会员的价格均为89元/年，精品课会员的价格为698元/年。公司于2017年初将WPS会员和稻壳会员整合为超级会员，因此高单价产品的销量持续增长。
- **WPS会员特权：**PC端功能服务增加了WPS云字体、数据恢复、文档修复、图片边框、PDF转DOC、OCR识别、图片转PDF、论文查重等功能或权益；移动端功能服务增加了WPS云服务、图片分享、云字体、文档瘦身、共享播放、文档恢复、阅读背景、演讲实录、PDF签名、教育助手、ProcessOn、移动端免流量等功能或权益。

图表：个人订阅业务价格及服务内容

WPS会员 89元/年	稻壳会员 89元/年	超级会员 179元/年	精品课会员 698元/年
文档修复、数据恢复 OCR图片转文字 思维导图、流程图 文档拆分、文档合并 文档校对、全文翻译 ET高级筛选、ET智能工具箱 数据重复管理等60项会员特权	300次/月模板免费 PPT一键美化 字体/艺术字不限次免费 图标/图片不限次免费 渐变色/主题色不限次免费 脑图/流程图模板免费 会员免广告	WPS会员所有特权 稻壳会员所有特权 模板免费300次/月 全文翻译100页/月 超大云空间365G 文档上传单附件1G	230+课程 160+有声书 150+大咖亲授 10位职业顾问 一对一定制服务

3.3.2 办公服务订阅：付费用户转化率提升、未来增长空间大



- 稻壳儿 (Docer) 是金山办公旗下专注办公领域内容服务的平台品牌，拥有海量优质的原创Office素材模板及办公文库、职场课程、H5、思维导图等资源。**2014年稻壳儿商业化启动，2017年引入会员制度**，依托于WPS Office办公软件，稻壳儿不断丰富、优化办公内容资源，借助用户画像和AI技术洞察用户需求，提供智能、精准的办公内容服务，帮助用户提升办公效率。**目前稻壳儿已形成数亿级价值市场规模，月模板下载量达8000万**，是国内领先的一站式多功能办公内容服务平台。
- 稻壳会员既可以选择成为包月会员，也可以选择按个数购买模板。在稻壳儿网站上有众多内容丰富的用户模板，同时公司为用户提供专属的定制设计服务，客户只需要向设计者提出需求，即可得到专属定制的个性化模板，为个性、场景化办公提供极大便利。

图表：稻壳儿官网首页

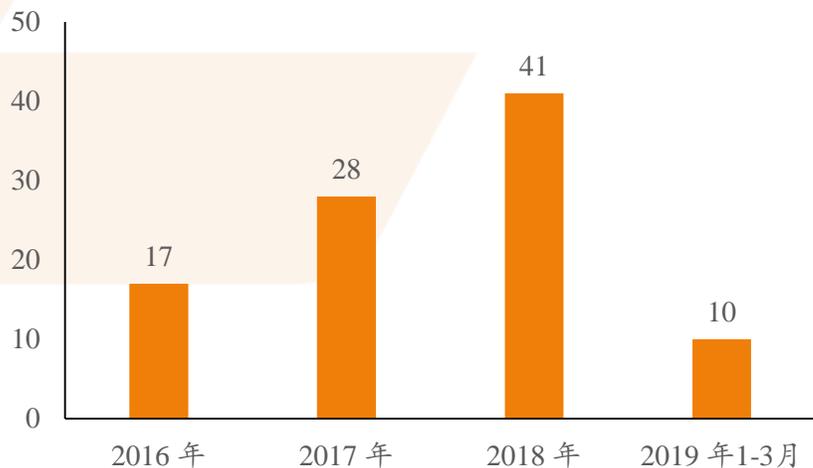


3.3.2 办公服务订阅：付费用户转化率提升、未来增长空间大



- **大型机构订阅客户数量较少，尚未体现出规模效应。**公司针对客户的不同需求进行特殊化、差异化的定制办公应用服务，其中公司针对不同机构客户均组建了对口服务的团队，相应产生了较多的人员薪酬成本，导致毛利率较低。
- **为中小型机构提供提供网上年度服务订阅。**在授权正版WPS+商业版的同时，提供多元丰富服务。目前收费标准为商业版365元/人/年，高级商业版599元/人/年。
- **根据组织级客户要求服务定制：**让用户能够享受与软件配套的一系列针对客户自身的定制化服务，如企业云文档、企业云模板、企业云协作、文档安全服务等多选组合套餐，享受信息化办公带来的便利，未来的服务化商业模式也将吸引更多的上下游合作伙伴实现合作共赢。

图表：大型机构订阅客户数量较少



图表：网上年度服务订阅价格及服务内容

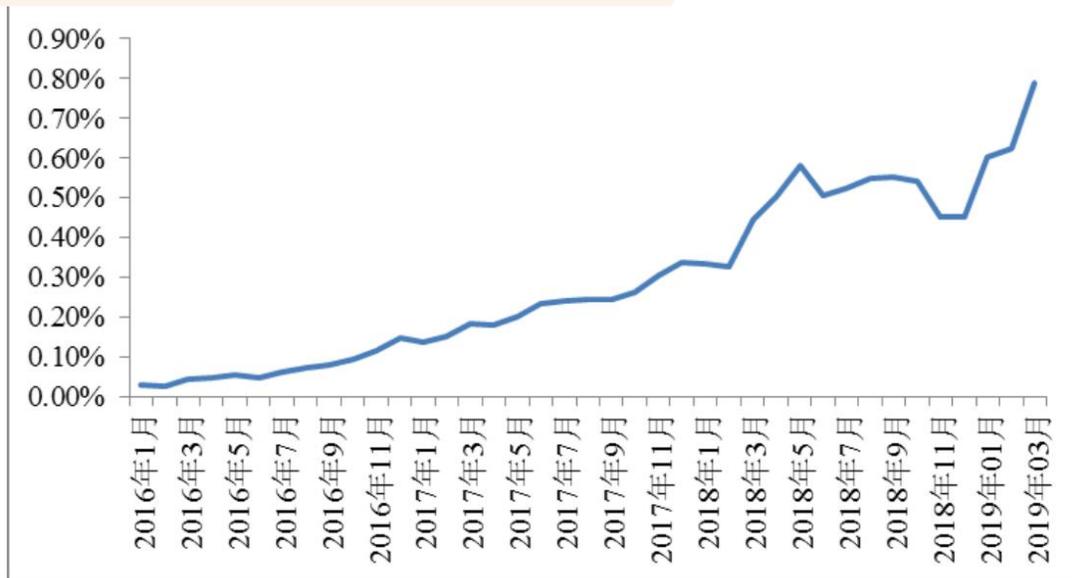
基础版	商业版	高级商业版
¥ 0 免费使用	¥ 365 元/人/年	¥ 599 元/人/年
开始使用	立即购买	立即购买
适合小组用户使用 1G/人安全存储 满足基本办公需求，提供基础管理和安全功能	适合团队及企业使用 1024G/人安全存储 WPS Office 正版授权，享文档共享，多人同时编辑等25余种权益	适合大型企业及集团使用 5T/人安全存储 包含所有商业版功能，提供Office二次开发接口及1V1服务
畅享跨端云办公服务 办公组件：文字、表格、演示、PDF 轻应用：脑图、流程图、便签、表单 在线办公：云文档、在线Office	包含所有基础版功能和： 正版授权 自定义角色分级管理 查看成员操作日志（最近1年） 文档修复 数据恢复 全文检索 在线解压 超大附件 PDF工具包 批量下载（500个） 团队数量（300个人）	包含所有商业版功能和： 批量下载（1000个） 团队数量（500个人） 1V1服务
开启企业高效协作 团队共享协作 文件统一管理 企业通讯录与成员管理		

3.3.2 办公服务订阅：付费用户转化率提升、未来增长空间大

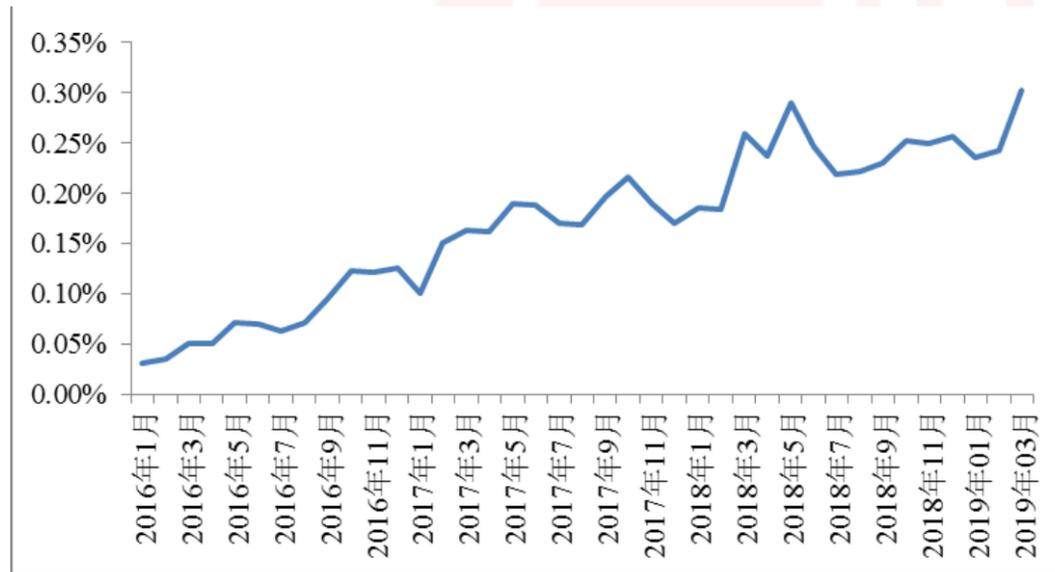


□ 付费用户转化率大幅提升。WPS会员人数由2016年度约99万人增长至2018年度约575万人、稻壳会员人数由2016年度约106万人增长至2018年度约357万人，实现了收入大幅上升。WPS会员及稻壳会员的转化率自2018年底都有大幅提升，2019年3月WPS会员付费用户转化率达到到了0.8%。

图表：付费用户转化率-WPS会员



图表：付费用户转化率-稻壳会员

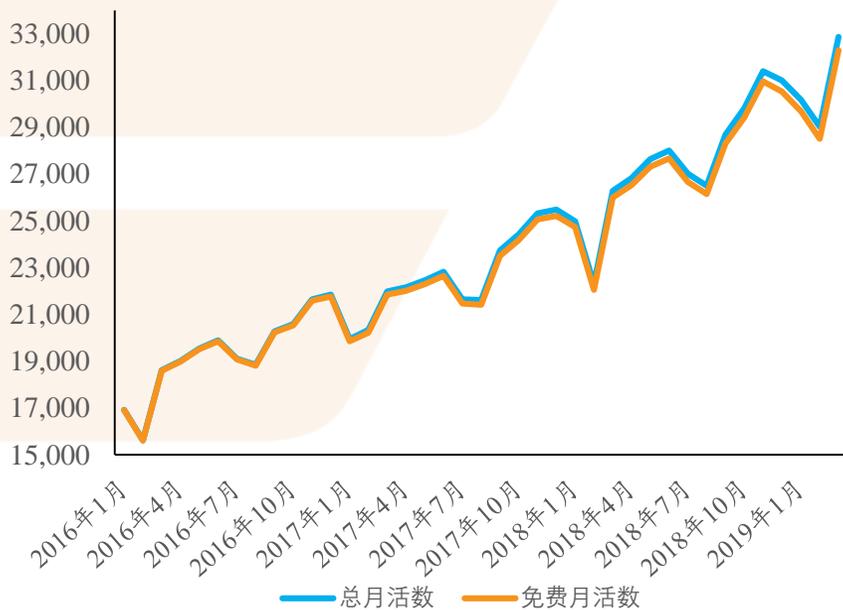


3.3.2 办公服务订阅：付费用户转化率提升、未来增长空间大

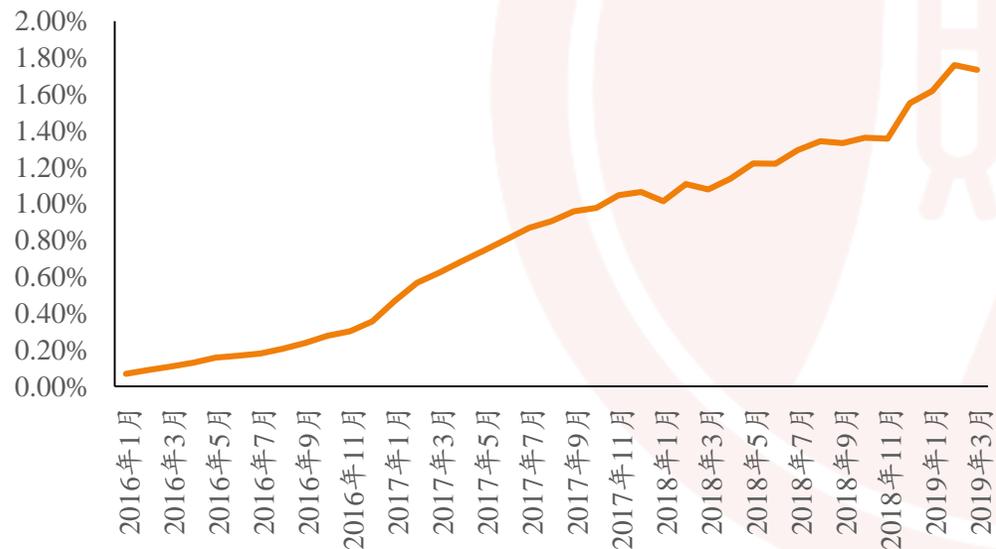


□ 总月活数不断增加，付费月活数占比小，未来增长空间大。2019年3月WPS Office的月活数已达3.29亿，但付费月活数仅为570万。付费渗透率为1.73%，未来增长空间巨大。未来会员服务功能和内容增加、运营手段的丰富能够带动付费用户增长，云服务功能可以有效提升用户粘性。

图表：2016年-2019年一季度WPS Office（含PC及移动端）
总月活数和免费月活数（万个）



图表：付费月活数占比小，2019年3月仅为1.73%

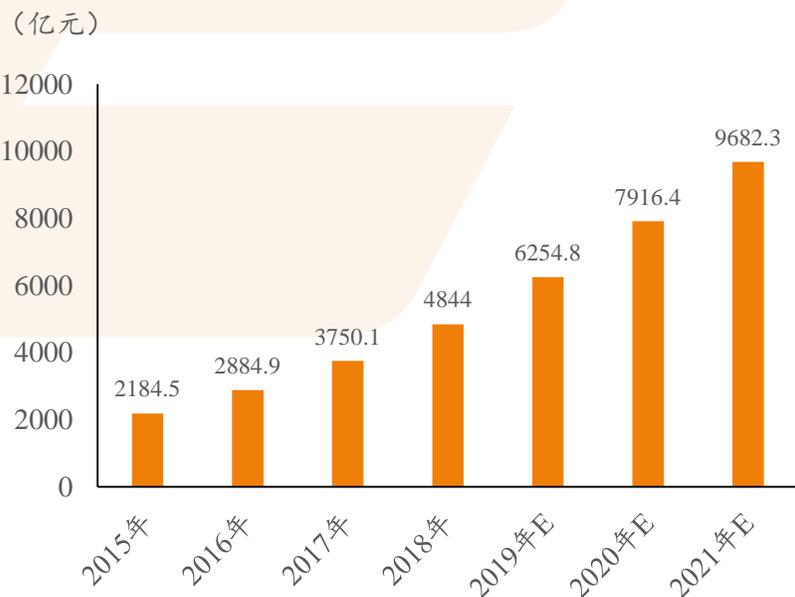


3.3.3 互联网广告推广服务：移动广告市场发展迅猛

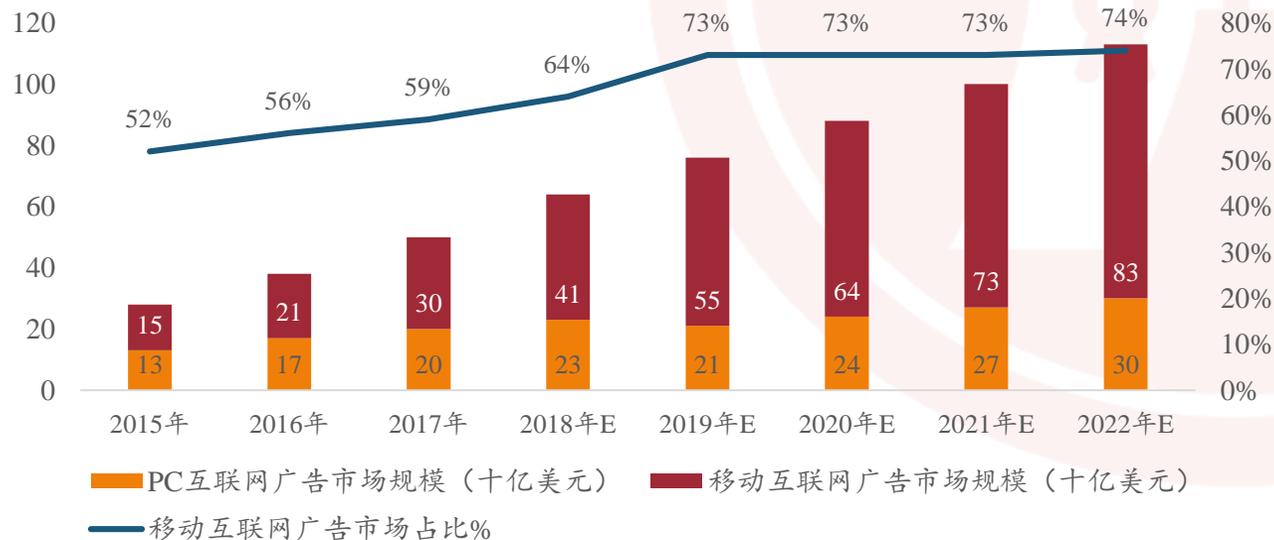


- **互联网广告市场规模巨大。** CNNIC数据显示，2012年至2018年，互联网广告行业的复合增长率达到30.0%，预计2020年有望接近8000亿元。互联网广告市场中，移动互联网广告市场发展势头强劲，移动互联网广告的市场规模占整个互联网广告市场的比例将由2015年的52%增至2022年的74%。
- **金山办公互联网广告推广业务2016-2018年度平均复合增长率为25.29%。**互联网广告推广服务主要面向C端用户，依托中国独特的知识产权环境采取“**免费产品+广告**”模式，服务主要以公司产品为载体，在为更多用户提供免费使用产品机会的同时，通过向客户展示品牌广告和效果广告的推广方式，为各类广告客户提供基于互联网平台的广告营销服务从而实现收入。

图表：中国互联网广告市场规模2020年预计达8000亿元



图表：移动互联网广告市场份额逐年增长



3.3.3 互联网广告推广服务：移动广告市场发展迅猛



□ **互联网广告推广业务主要分为界面类和任务类。** 界面类是公司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。

图表：互联网广告推广服务类型

服务/类别	服务内容	服务/类别	服务内容
(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。	(2) 任务类	在客户端及官网上，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。
启动封面	用户启动软件的加载程序过程中展示广告信息。		
弹窗	软件在不影响用户体验的情况下，提供弹窗形式的广告展示。		
开屏页	包含首页banner、顶通、尾通等固定位置的广告位广告。		

3.3.3 互联网广告推广服务：移动广告市场发展迅猛

□ 互联网广告推广仍是前五大客户销售主要标的，但营收占比逐年减少。2016-2019年第一季度，互联网广告推广服务仍是前五大客户主要采购内容，但其占比已由29%减少至20%。此外，2016-2019年第一季度互联网广告推广服务收入占主营业务收入的比例分别为44.80%、39.28%、33.75%、30.09%，占比持续下降。

图表：2019年1-3月金山办公前5大客户

序号	客户名称	销售标的	收入金额 (万元)	占比
1	杭州阿里妈妈软件服务有限公司	互联网广告推广服务	4,067.12	14.30%
	浙江天猫技术有限公司			
	淘宝(中国)软件有限公司			
2	深圳市腾讯计算机系统有限公司	互联网广告推广服务	990.90	3.48%
	腾讯科技(北京)有限公司			
3	连邦网络科技服务南通有限公司	办公软件产品使用授权、机构服务订阅	883.86	3.11%
	北京连邦软件股份有限公司杭州分公司			
	北京连邦软件股份有限公司			
4	邑盟信息技术(上海)有限公司	互联网广告推广服务	515.75	1.81%
5	中国东方航空股份有限公司	办公软件产品使用授权	456.90	1.61%
互联网广告推广服务合计			5,573.77	19.60%

图表：2017年金山办公前5大客户

序号	客户名称	销售标的	收入金额 (万元)	占比
1	杭州阿里妈妈软件服务有限公司	互联网广告推广服务	13,022.70	17.29%
	浙江天猫技术有限公司			
	淘宝(中国)软件有限公司			
2	中国仪器进出口集团有限公司	办公软件产品授权、办公服务订阅	7,267.85	9.65%
3	北京壹捌零数字技术有限公司	互联网广告推广服务	5,251.25	6.97%
4	日本金山(キングソフト株式会社)	办公软件产品授权	1,660.73	2.20%
	北京金山安全软件有限公司	互联网广告推广服务		
5	黑龙江鑫联华信息股份有限公司	互联网广告推广服务	1,354.30	1.80%
互联网广告推广服务合计			20,440.22	27.13%

图表：2018年金山办公前5大客户

序号	客户名称	销售标的	收入金额 (万元)	占比
1	杭州阿里妈妈软件服务有限公司	互联网广告推广服务	15,664.15	13.87%
	浙江天猫技术有限公司			
	淘宝(中国)软件有限公司			
2	北京壹捌零数字技术有限公司	互联网广告推广服务	6,599.02	5.84%
3	中国仪器进出口集团有限公司	办公软件产品授权、办公服务订阅	4,415.57	3.91%
4	广州晟让信息技术有限公司	互联网广告推广服务	2,539.75	2.25%
5	深圳市腾讯计算机系统有限公司	互联网广告推广服务	2,045.43	1.81%
	腾讯科技(北京)有限公司			
互联网广告推广服务合计			26,848.35	23.77%

图表：2016年金山办公前5大客户

序号	客户名称	销售标的	收入金额 (万元)	占比
1	杭州阿里妈妈软件服务有限公司	互联网广告推广服务	8,625.21	15.90%
	浙江天猫技术有限公司			
	淘宝(中国)软件有限公司			
2	中国仪器进出口集团有限公司	办公软件产品使用授权、办公服务订阅	5,116.91	9.43%
3	日本金山(キングソフト株式会社)	办公软件产品使用授权、办公服务订阅	3,495.20	6.44%
	北京金山安全软件有限公司	互联网广告推广服务		
	北京金山云网络技术有限公司	互联网广告推广服务		
4	百度在线网络技术(北京)有限公司	互联网广告推广服务	2,785.78	5.13%
	百度时代网络技术(北京)有限公司	互联网广告推广服务		
	Baidu(Hong Kong) Limited	互联网广告推广服务		
5	北京派瑞威行广告有限公司	互联网广告推广服务	2,328.20	4.29%
互联网广告推广服务合计			15,983.67	29.46%

3.4模式创新：从单一办公应用工具向互联网办公云服务转变



- **办公应用模式创新：**积极与办公应用领域多家厂商通力合作，使办公趋于场景化、移动化、服务化、智能化。目前云计算时代办公更加重视办公应用中的协作与共享，金山办公云服务起步较晚，2015年发布WPS+，基本实现一站式的“云办公”，公司在云服务中更加注重内容细节的丰富。
- **商业模式创新：**面向个人用户，公司以产品和办公文档为载体，全面推出会员服务体系，逐渐通过“免费注册用户+周期付费会员”的机制实现用户变现；面向组织级客户，公司在传统的销售使用授权的基础上，逐步过渡到“办公产品使用授权+办公服务订阅的”双模式运作机制。WPS Office为组织级客户提供的增值服务主要包括WPS+企业云服务。WPS+云办公是基于公司现有的WPS Office 产品，扩展企业办公场景应用，为企业级客户提供一站式的办公解决方案，并通过 WPS 云办公平台，支持第三方应用接入，充分利用平台中的服务和数据，丰富办公应用，满足组织级客户的日常办公需求。

图表：WPS+云办提供高效安全的企业办公解决方案

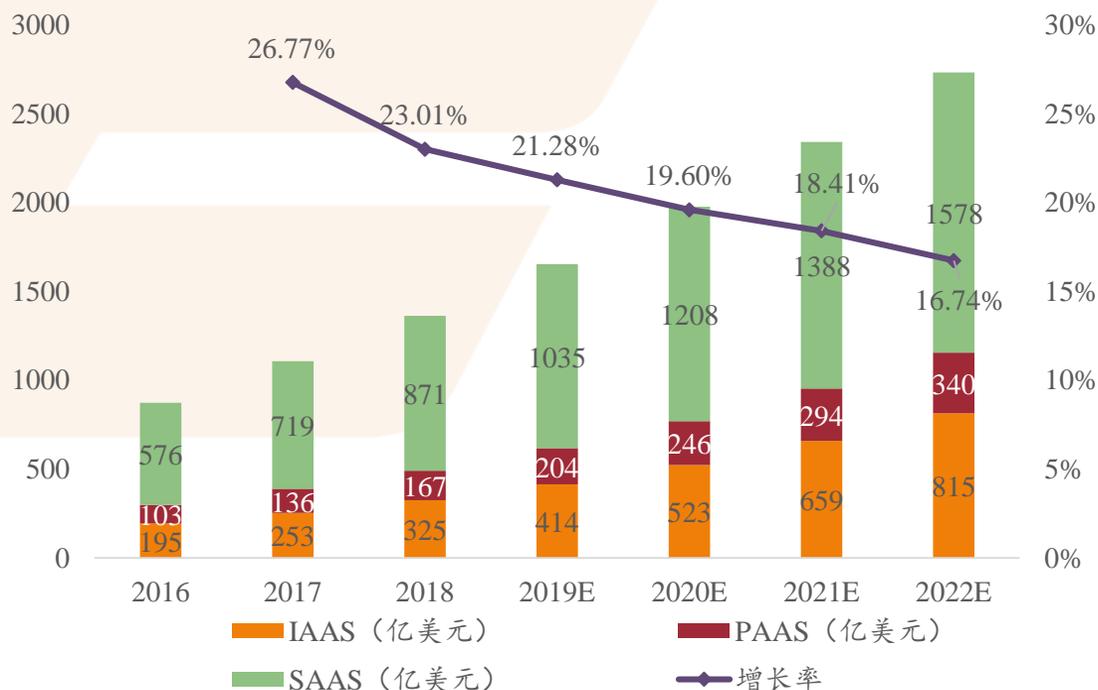
<p>企业文档集中管理</p> <p>大容量云存储空间，提供企业文档云化解决方案 团队模式管理文档，高度匹配业务与组织架构 精准全文检索，文件快速定位，在线预览 轻松协作，一键分享，告别反复传输</p>	<p>开启高效在线协作</p> <p>在线Office,即时使用 实时保存同步，文档所见即最新版本 多人同时编辑，协作动态可见 原生Office格式兼容，保障数据不丢失</p>
<p>畅享专业办公应用</p> <p>WPS Office正版授权 文字、表格、演示等丰富办公组件 全平台客户端应用支持，随时随地便捷办公 客户端文档一键上云、任一设备即时访问文档</p>	<p>文档安全管控</p> <p>成员、团队权限灵活配置，颗粒度细分安全管控 文档动态完整记录，改动可追溯，历史版本可恢复 账号级文档加密，无需设置数字密码 离职员工一键回收权限，避免资料泄露</p>

3.4模式创新：从单一办公应用工具向互联网办公云服务转变

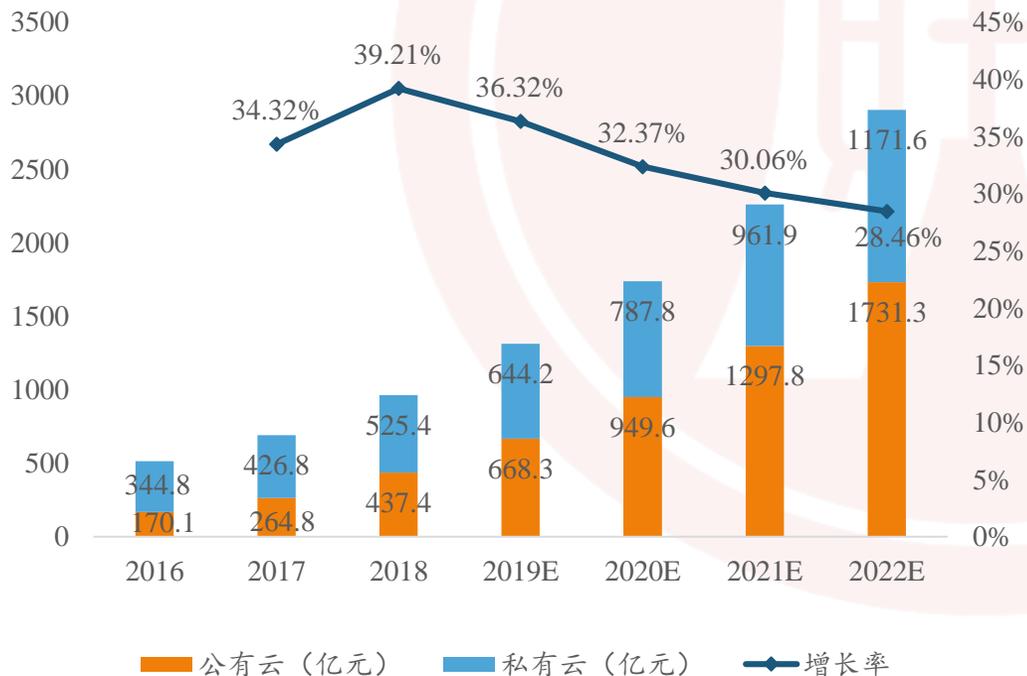


- 云计算进入成熟期，全球云计算市场规模总体呈稳定增长态势。2018年，以IaaS、PaaS和SaaS为代表的全球公有云市场规模达到1363亿美元，增速23.01%。未来几年市场平均增长率在20%左右，预计到2022年市场规模将超过2700亿美元。
- 我国公有云市场保持高速增长，私有云市场增速趋于稳定。2018年我国云计算整体市场规模达962.8亿元，增速39.2%。其中，公有云市场规模达到437亿元，相比2017年增长65.2%，预计2019-2022年仍将处于快速增长阶段。

图表：全球云市场规模及增速



图表：我国云计算市场规模及增速

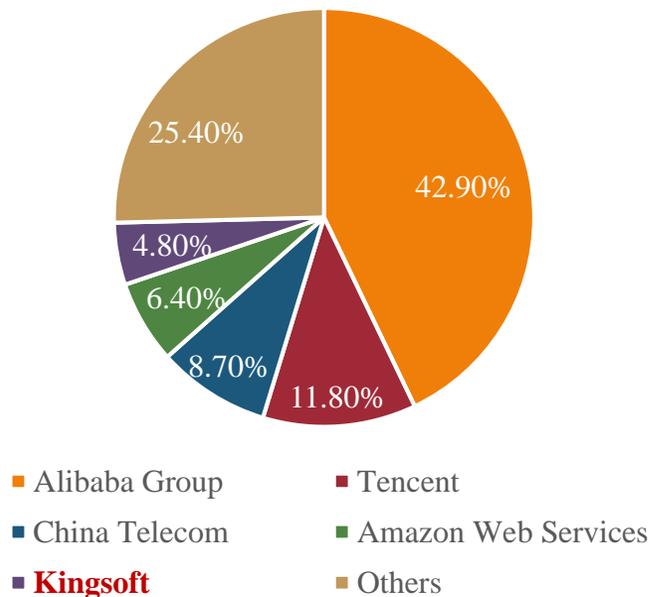


3.4模式创新：从单一办公应用工具向互联网办公云服务转变



- 金山办公与多家云厂商合作，拓宽云服务边界。1.金山办公与金山云达成深度合作，实现文档的实时云化保存，支持私有云部署，为大型政企客户提供专属服务。WPS Office支持私有云部署，并有专门的技术服务团队为客户提供私有化部署及特定的办公安全方案等服务，适合于对安全要求较高的大型政企客户，对大型客户提供专属服务。2.金山办公将现有的PDF转Word、PPT、OCR等功能与百度云等相关办公场景结合，进行场景化功能投放。3.阿里云与金山办公达成深度合作，WPS在线预览与格式转换能力落地阿里云。

图表：2018年下半年前五大中国公有云IaaS厂商市场份额占比





目 录

4.未来募资项目方向

01

募资45亿，布局四大方向

02

坚定推动全球化战略

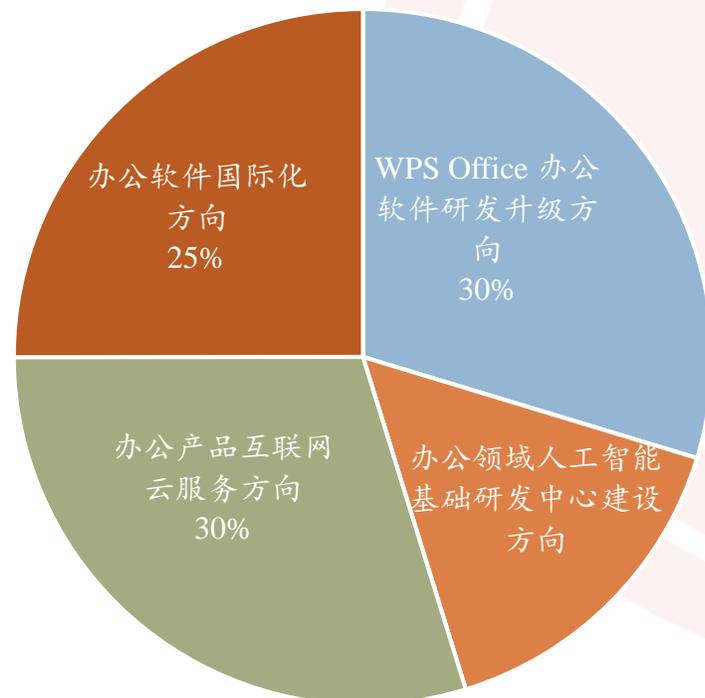
4.1 募资45亿，布局四大方向

- 金山办公此次从港股金山软件（03888.HK）分拆上市新发行1.01亿股，占总股本21.91%。此次IPO募资**44.60**亿元，主要用于以下四个方向：30%用于WPS Office办公软件研发升级方向、15%用于办公领域人工智能基础研发中心建设方向、30%用于办公产品互联网云服务方向、25%用于办公软件国际化方向。

图表：募资4大方向10个项目

项目名称	总投资额
WPS Office 办公软件研发升级方向	60879
WPS Office 办公软件客户端增强与优化项目	40410
WPS Office 办公软件安全可靠增强与优化项目	20469
办公领域人工智能基础研发中心建设方向	31876
基于海量语料的人机协同辅助写作系统研发项目	10793
AI 自然语言处理平台项目	10517
AI 计算机视觉识别平台项目	10566
办公产品互联网云服务方向	60983
办公产品云服务研发中心建设项目	20413
互联网增值服务研发项目	40570
办公软件国际化方向	51274
WPS Office 办公产品及服务全球化研发升级项目	20392
全球技术服务支持中心建设项目	20615
全球营销网络服务中心建设项目	10267

图表：募资四大方向金额占比



4.2 坚定推动全球化战略



- 金山办公海外业务开始于2007年Kingsoft Office日文版正式对外发布。金山办公通过对WPS Office 多语言版、移动版产品的全新研发和持续升级，公司在香港、台湾、日本和欧美、印度及东南亚等国家与地区，针对海外用户的不同偏好与需求进行产品销售和服务。
- 金山办公在国际市场上份额低。目前全球办公软件行业中，以美国微软为代表的海外厂商处于产业链的最上游，是办公软件产业技术的主要创新者和核心技术掌握者。根据enlyft数据，376万家受访公司中选择安装WPS Office的公司数不及0.01%，海外市场空间广阔。

图表：WPS Office国际市占率较低

软件	安装公司数量 (家)	占比	软件	安装公司数量 (家)	占比
Google Apps	2120626	56.38%	Prezi	443	0.01%
Microsoft Office 365	1388511	36.92%	Novell GroupWise 6	428	0.01%
Microsoft PowerPoint	172045	4.57%	Microsoft BPOS	392	0.01%
Adobe Acrobat Pro	24669	0.66%	Novell GroupWise 7	204	0.01%
Corel	23982	0.64%	Nitro PDF	186	<0.01%
Novell GroupWise	7646	0.20%	Evernote	156	<0.01%
Corel Wordperfect Office	7241	0.19%	IBM Lotus Symphony	129	<0.01%
Microsoft OneNote	6933	0.18%	Novell GroupWise 8	117	<0.01%
OpenOffice	1173	0.03%	Apple Numbers	110	<0.01%
UltraEdit	1168	0.03%	Actuate BIRT Spreadsheet	99	<0.01%
SDLTrados	1094	0.03%	Sublime Text	68	<0.01%
LibreOffice	1043	0.03%	Canva	67	<0.01%
Adobe Presenter	857	0.02%	Viewlet	57	<0.01%
Apple Keynote	799	0.02%	grammarly	51	<0.01%
Apple Pages	477	0.01%	OmniFocus	32	<0.01%
Abbyy	445	0.01%	WPS Office	32	<0.01%

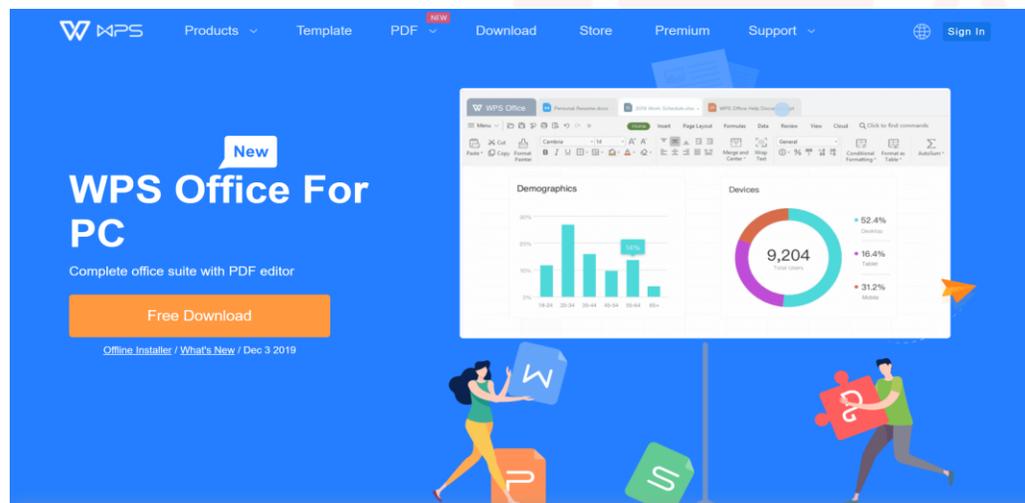
4.2 坚定推动全球化战略

- 一带一路推动国产办公软件国际化：**针对国外仍有很多国家的信息化应用水平相对落后的现状，凭借着国家“一带一路”的战略方针，国产办公软件厂商也积极的顺势对外扩张，为海外企业提供办公应用相关的信息化技术服务和解决方案，充分利用我国在产业与技术创新及信息化应用效益方面的优势，与“一带一路”国家实现协同互补发展，逐步在世界范围内扩展国产办公软件的市场份额。
- 金山办公提出三个海外拓展路线，**第一是和中国很类似的印度、印尼新兴高速增长在互联网市场，是重点目标。第二个领域重点围绕国家政策“一带一路”找周边有国际影响力的体系，比如泰国甚至俄罗斯。第三个传统的西方发达市场。
- 2019年8月，WPS Office 2020国际版在印度正式发布。**9月，金山办公宣布在英国推出WPS Office 2020，WPS Office 2020国际版与主要的办公格式高度兼容，也适用于主流操作系统，包括Mac、Windows、Linux、iOS和Android。

图表：金山办公目前海外控股子公司、参股公司

控股子公司、参股公司	持股比例
金山办公香港	100%
金山办公科技	100%
金山办公美国	100%
金山办公爱尔兰	100%
金山办公印度	100%
日本金山	19.68%

图表：WPS Office 2020界面



目 录

5. 风险提示

01

市场竞争加剧，毛利率下降

02

付费用户增长不及预期，海外拓展不及预期

03

产品单一风险



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

6. 盈利预测与估值

目

录

6. 盈利预测与估值模型



财务报表预测及比率分析

盈利预测:

我们预计公司2019-2020年归母净利润为3.5/6.4/9.1亿元, 同比增长13%/81%/41%, 对应EPS为0.76/1.38/1.95元/股, 对应PE为188/103/76倍, 我们看好公司作为国产办公软件龙头企业, 随着市场推广有望享受付费用户和ARPU双提升红利驱动成长。

资产负债表							利润表						
会计年度	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	314.73	166.40	186.80	4679.10	4603.36	4676.24	营业收入	542.52	753.26	1129.68	1595.11	2416.59	3362.45
应收票据及账款	154.69	176.01	226.68	382.53	579.54	806.37	营业成本	61.96	88.63	150.11	215.02	320.78	442.87
预付账款	10.54	4.22	5.83	16.05	24.32	33.84	营业税金及附加	6.99	8.98	11.29	17.95	27.19	37.83
其他应收款	21.49	15.12	20.90	41.57	62.98	87.63	销售费用	110.76	155.28	215.84	309.45	445.38	619.70
存货	1.30	0.99	1.00	2.79	4.16	5.74	管理费用	68.40	80.46	88.81	123.78	187.53	260.93
其他流动资产	386.20	848.54	1048.93	1471.15	2228.79	3101.14	研发费用	213.94	266.01	427.54	618.90	843.87	1141.55
流动资产总计	888.95	1211.28	1490.14	6593.20	7503.15	8710.96	财务费用	-1.25	-2.43	-1.95	-8.19	-15.60	-15.59
长期股权投资	0.00	0.00	13.22	13.22	13.22	13.22	其他经营损益	-1.00	-0.75	-4.41	-2.05	-2.05	-2.05
固定资产	6.42	17.24	52.81	44.54	36.26	27.99	投资收益	6.37	15.04	49.96	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.00	6.60	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	2.40	0.00	0.00	0.00
无形资产	17.09	14.21	17.85	14.88	11.90	8.93	营业利润	87.10	170.63	285.98	316.14	605.38	873.11
长期待摊费用	0.74	0.26	10.14	5.07	0.00	0.00	其他非经营损益	43.26	45.51	35.54	41.43	41.43	41.43
其他非流动资产	30.76	29.66	43.21	43.21	43.21	43.21	利润总额	130.36	216.14	321.52	357.58	646.82	914.54
非流动资产合计	55.01	67.97	137.24	120.92	104.60	93.35	所得税	0.43	1.80	10.85	5.57	10.08	14.25
资产总计	943.96	1279.25	1627.38	6714.11	7607.74	8804.31	净利润	129.93	214.34	310.67	352.01	636.74	900.30
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及账款	18.94	36.60	69.78	84.82	126.54	174.71	归属母公司股东净利	129.93	214.34	310.67	352.01	636.74	900.30
其他流动负债	100.97	195.79	354.46	428.89	644.06	892.16	EBITDA	142.49	225.07	336.24	365.71	647.54	910.20
流动负债合计	119.90	232.40	424.23	513.72	770.60	1066.87	NOPLAT	85.57	166.80	272.13	303.16	580.60	844.16
长期借款	0.00	0.00	0.00	13.38	13.38	13.38	EPS(元)	0.28	0.46	0.67	0.76	1.38	1.95
其他非流动负债	8.23	7.78	16.21	16.21	16.21	16.21	主要财务比率						
非流动负债合计	8.23	7.78	16.21	29.60	29.60	29.60	会计年度	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
负债合计	128.14	240.18	440.45	543.31	800.20	1096.47	成长能力						
股本	360.00	360.00	360.00	461.00	461.00	461.00	营收增长率	37.79%	38.84%	49.97%	41.20%	51.50%	39.14%
资本公积	170.82	204.17	216.24	4747.10	4747.10	4747.10	EBIT增长率	204.94%	65.52%	49.54%	9.33%	80.67%	42.41%
留存收益	285.00	474.90	610.69	962.70	1599.44	2499.74	EBITDA增长率	234.85%	57.96%	49.39%	8.76%	77.07%	40.56%
归属母公司权益	815.82	1039.07	1186.93	6170.80	6807.55	7707.84	净利润增长率	189.31%	64.97%	44.94%	13.31%	80.89%	41.39%
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	盈利能力						
股东权益合计	815.82	1039.07	1186.93	6170.80	6807.55	7707.84	毛利率	88.58%	88.23%	86.71%	86.52%	86.73%	86.83%
负债和股东权益合计	943.96	1279.25	1627.38	6714.11	7607.74	8804.31	净利率	23.95%	28.45%	27.50%	22.07%	26.35%	26.78%
							ROE	15.93%	20.63%	26.17%	5.70%	9.35%	11.68%
							ROA	13.76%	16.75%	19.09%	5.24%	8.37%	10.23%
							ROIC	32.23%	30.62%	29.03%	27.47%	35.08%	34.46%
							估值倍数						
							P/E	509.51	308.86	213.09	188.06	103.97	73.53
							P/S	122.02	87.88	58.60	41.50	27.39	19.69
							P/B	81.14	63.71	55.77	10.73	9.72	8.59
							股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
							EV/EBIT	398.30	241.43	161.51	176.55	97.97	68.82
							EV/EBITDA	360.91	229.24	153.50	168.67	95.50	67.97
							EV/NOPLAT	600.98	309.32	189.66	203.47	106.51	73.28

现金流量表

会计年度	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税后经营利润	123.54	199.28	258.27	311.22	595.95	859.51
折旧与摊销	13.38	11.36	16.67	16.32	16.32	11.25
财务费用	-1.25	-2.43	-1.95	-8.19	-15.60	-15.59
其他经营资金	1.82	138.56	145.11	-521.27	-728.81	-838.66
经营性现金净流量	137.50	346.77	418.10	-201.92	-132.13	16.50
投资性现金净流量	-235.04	-476.66	-217.94	40.79	40.79	40.79
筹资性现金净流量	271.31	-15.83	-184.17	4653.44	15.60	15.59
现金流量净额	173.77	-145.72	15.99	4492.31	-75.75	72.88

广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电 话：020-88836132, 020-88836133

邮 编：510623



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中 性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回 避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经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，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。