

金山办公 (688111.SH) 循成长之迹，探 WPS 发展远景

2020 年 12 月 28 日

——公司深度报告之二

投资评级：买入（维持）
陈宝健（分析师）

chenbaojian@kysec.cn

证书编号：S0790520080001

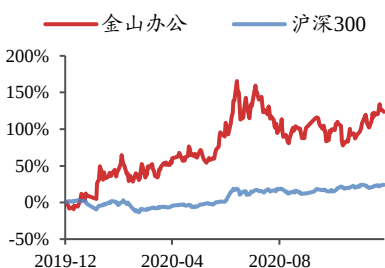
刘逍遥（分析师）

liuxiaoyao@kysec.cn

证书编号：S0790520090001

日期	2020/12/28
当前股价(元)	366.00
一年最高最低(元)	436.00/147.02
总市值(亿元)	1,687.26
流通市值(亿元)	789.90
总股本(亿股)	4.61
流通股本(亿股)	2.16
近 3 个月换手率(%)	46.03

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《行业周报-周观点：底部布局高景气板块》-2020.12.13

《行业周报-周观点：智能制造持续推进，看好工业软件成长前景》-2020.11.29

《公司 3 季报点评报告-业绩超预期，现金流表现亮眼》-2020.10.27

● 战略明确，长期成长路径清晰，维持“买入”评级

无论是中端期，还是长期视角看，公司均表现出优异的成长性。考虑公司将持续加大研发投入，我们调整公司 2020-2022 年归母净利润为 8.63、12.25、16.65 亿元（原预测为 9.17、13.16、18.21 亿元），EPS 为 1.87、2.66、3.61 元/股，当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 196、138、101 倍，公司 PE 和 PS 均高于可比公司平均水平，考虑公司作为国产办公龙头，维持“买入”评级。

● WPS VS MS office 的激荡三十年：辉煌、失利、追赶与反击

金山 WPS 是第一款中文字处理软件，一度在国内市占率达 90%。1994 年与微软签订文档互读协议后，WPS 逐渐被边缘化。把握移动化、云化、智能化的发展给予，2011 年公司率先推出移动版抢占移动办公市场，随后推出 WPS+云办公、WPS+云协作战略，完善产品布局。2018 年，公司推出“多屏、云、AI 和内容”四大产品战略，目前已经取得良好成效。2020 年 12 月，公司召开新品发布会，将“协作”作为新的主要战略方向，将把三分之一的研发力量投入到协作战略，协作团队数量将增长 10 倍，并发布了包括“金山表单、金山会议、金山日历、金山待办和 FlexPaper”5 款全新的协作产品，有望打开更广泛的中小 B 市场。

● 何以争锋：微软胜在生态，WPS 贴近用户

微软与金山办公不同的发展历程导致二者形成了不同的产品定位和发展战略：微软自发布 Office 套件成功以来，通过收购和自研的方式，不断完善产品生态。金山办公逐渐实现从单一办公应用向互联网办公云服务的转变，沿着贴近用户、解决痛点的思路，采取核心功能+丰富增值服务的方式，与微软进行差异化竞争。

● 路在何方：中短期看 2C/2G 市场，更长期看广泛的 B 端市场与海外市场

中短期看点在于提升体验以扩大用户规模与付费率，把握国产化机会。从更长期视角来看，国内 B 端办公软件尚处于蓝海市场，发展潜力巨大。同时，公司已经在海外市场形成一定的用户积累，全球市场有望成为公司发展的星辰大海。

● 风险提示：全年业务受新冠疫情影响风险；技术变革风险。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,130	1,580	2,553	3,712	5,244
YOY(%)	50.0	39.8	61.6	45.4	41.3
归母净利润(百万元)	311	401	863	1,225	1,665
YOY(%)	44.9	28.9	115.4	42.0	35.8
毛利率(%)	86.7	85.6	86.3	85.7	85.0
净利率(%)	27.5	25.4	33.8	33.0	31.7
ROE(%)	26.2	6.6	12.7	15.4	17.5
EPS(摊薄/元)	0.67	0.87	1.87	2.66	3.61
P/E(倍)	543.1	421.2	195.6	137.7	101.3
P/B(倍)	142.2	27.8	24.8	21.2	17.7

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 WPS VS MS office 的激荡三十年：辉煌、失利、追赶与反击	4
1.1、 辉煌：第一款中文字处理软件，市占率一度达 90%	4
1.2、 失利：文档互读协议的签订，让 WPS 在竞争中处于弱势地位	4
1.3、 追赶：以“兼容+免费”的模式推动用户积累，逐渐夺回市场	5
1.4、 反击：把握移动化、云化、协作化办公机遇，逐渐回到市场中心	6
1.4.1、 移动化：WPS 率先布局，抢占移动版全球办公市场领先地位	6
1.4.2、 云化：微软 Office 的云化循序渐进，WPS 云规模快速扩张	8
1.4.3、 协作化：“协作”已成为 WPS 新核心产品战略	11
2、 何以争锋：微软胜在生态，WPS 更贴近用户	12
3、 路在何方：中短期看 2C/2G 市场，更长期看广泛的 B 端市场与海外市场	14
3.1、 C 端渗透率不断提升，国产化为政企市场拓展提供绝佳机遇	14
3.1.1、 C 端客户渗透率较低，未来空间较大	14
3.1.2、 信创体系建设为 WPS 在政企领域的推广提供助力	15
3.2、 中小 B 端潜力待挖掘，海外市场打开更广阔的空间	17
3.2.1、 国内 B 端办公软件尚处于蓝海市场，发展潜力巨大	17
3.2.2、 海外市场有望进一步打开成长空间	19
4、 盈利预测与投资建议	20
4.1、 核心假设	20
4.2、 盈利预测与投资建议	20
5、 风险提示	21
附：财务预测摘要	22

图表目录

图 1： WPS 是第一款中文字处理软件	4
图 2： 90 年代初开始 Excel 的市占率不断攀升（按销售额）	5
图 3： 90 年代初开始 Word 的市占率不断提升（按销售额）	5
图 4： WPS 与 MS Office 在中国市场的竞争态势不断变化	5
图 5： 雷军在金山 WPS Office 2005 发布会现场	6
图 6： 2011 年以来智能手机蓬勃发展	7
图 7： 移动版 WPS 功能组件丰富	7
图 8： 移动版 MS Office 功能较为单一	7
图 9： WPS 位居安卓端办公软件下载量第一	8
图 10： 不同版本的 Office 365 功能和定价不同	9
图 11： 2017 年开始 Office 业务收入恢复增长	9
图 12： WPS 云规模快速扩张	10
图 13： 公司办公订阅业务收入高速增长	10
图 14： WPS 订阅收入占比快速提升	10
图 15： Microsoft Teams 活跃用户数高速增长	11
图 16： WPS 云协作产品于 2016 年发布	11
图 17： “协作”成为金山办公新的核心产品战略	12
图 18： 用户选择使用 WPS 的主要原因为操作简单、兼容性强	13

图 19: 用户选择使用 WPS 的目的不仅仅为纯办公	13
图 20: 金山表单是安全专业的数据收集工具	14
图 21: 金山日历是专业的时间、日程管理工具	14
图 22: 稻壳儿官网是国内提供海量云模板的专业文档平台之一	14
图 23: 公司主要产品月度活跃用户数保持稳定增长	15
图 24: 公司付费用户数保持强劲增长	15
图 25: WPS 在政府及大型国央企市场已取得较高覆盖率	16
图 26: 金山办公致力于树立中国市场的“标准”和“生态”	17
图 27: 中国实有市场主体数量不断增长	17
图 28: Office 365 企业订阅用户数远高于个人订阅用户数	18
图 29: Office 365 企业用户多为中小企业	18
图 30: 疫情后效率办公软件需求激增	18
图 31: 疫情稳定后金山文档仍保持高留存率	18
图 32: WPS 在全球 Google Play、MacOS 办公软件应用市场中排名前列	20
表 1: Office 2019 和 Office365 产品在收费模式和技术支持上存在较大差距	8
表 2: WPS 云端服务能力不断强化	10
表 3: MS Office 拥有强大的办公生态体系	12
表 4: C 端订阅业务长期成长空间有望达百亿	15
表 5: 公司在党政办公市场具有较大优势，同时在金融、能源、航空等多个重要领域得到广泛应用	15
表 6: WPS+各套餐权益存在差异	18
表 7: 公司 PE 及 PS 估值高于行业可比公司平均水平（截止 2020.12.28 收盘）	21

1、WPS VS MS office 的激荡三十年：辉煌、失利、追赶与反 击

1.1、辉煌：第一款中文字处理软件，市占率一度达 90%

WPS 是第一款中文字处理软件，发布后迅速占领市场。DOS 早期的中文系统还不完善，国外的编辑软件针对英文字符设计，对中文的适配性很差。1988 年，求伯君开发出 WPS 1.0，从此拉开了中文排版、中文办公的序幕。WPS 1.0 自带完善的汉字系统，字库，还有中文编辑排版软件，囊括整个中文环境，填补了中文字处理的空白，迅速占领了大量市场，截至 1995 年 WPS 在国内市占率已经达到 90%。

图1：WPS 是第一款中文字处理软件

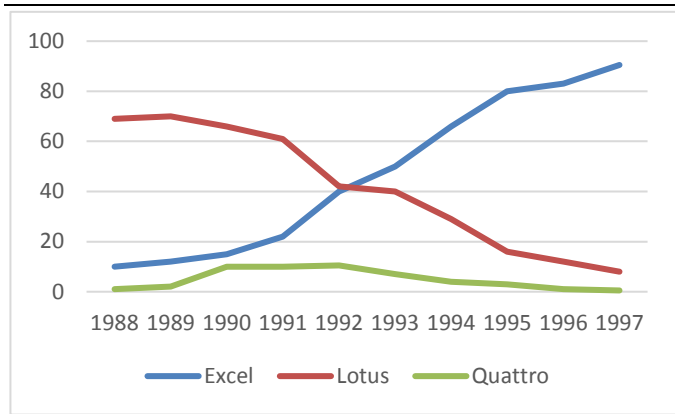


资料来源：腾讯新闻

1.2、失利：文档互读协议的签订，让 WPS 在竞争中处于弱势地位

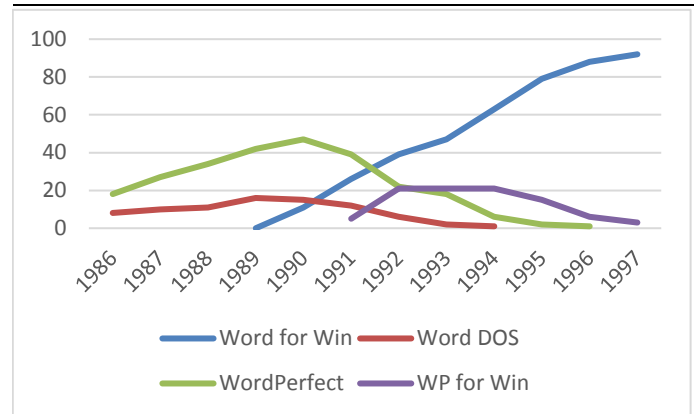
90 年代初，作为市面上唯一一款中文字处理软件，WPS 并未遭遇激烈的竞争，因此辉煌时期的 WPS 并未意识到“所见即所得”的重要性，于 1993 年转而开发盘古组件。也恰在这一时期，Windows 3.0 操作系统取得极大成功，而且微软凭借着内部信息率先研发推出 Windows 版办公软件。由于 Lotus 1-2-3、Quattro、WordPerfect 等竞争对手反应缓慢，使其获得了近 3 年的竞争空窗期，为微软 Office 优势地位的确立提供了基础条件。

图2：90 年代初开始 Excel 的市占率不断攀升（按销售额）



数据来源：Liebowitz and Margolis 《Winners, Losers, & Microsoft: Competition and Antitrust in High Technology》、开源证券研究所

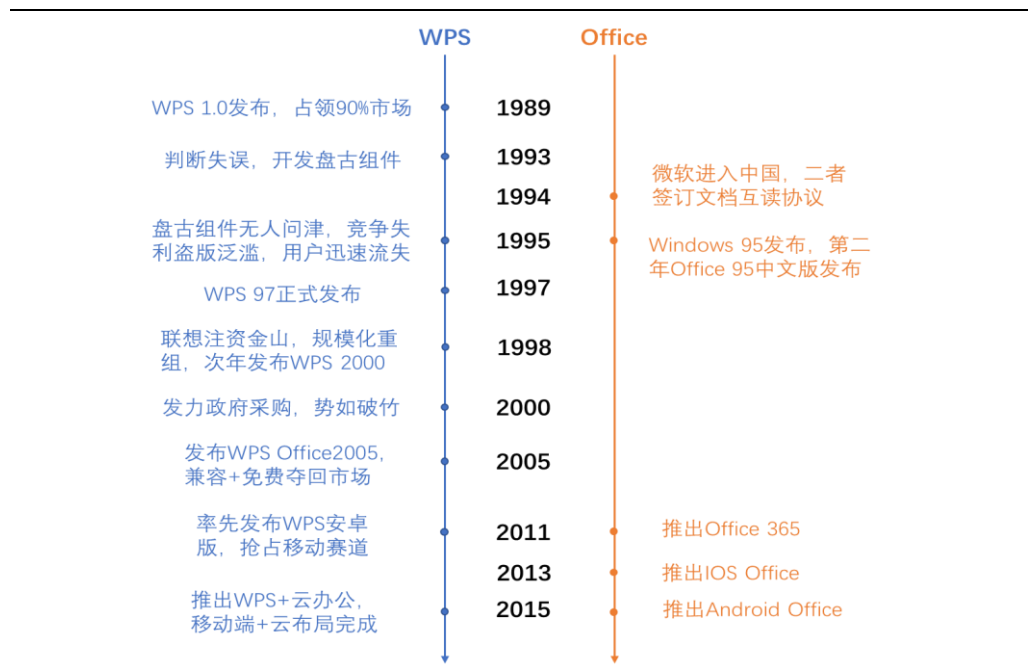
图3：90 年代初开始 Word 的市占率不断提升（按销售额）



数据来源：Liebowitz and Margolis 《Winners, Losers, & Microsoft: Competition and Antitrust in High Technology》、开源证券研究所

1994 年，WPS 与微软签订文档互读协议，双方协议规定两者相互兼容，双方通过自己软件的中间层 RTF 格式来读取对方的文件，多数用户也逐渐开始习惯于 Microsoft Office Word。由于 Microsoft Office Word 与 Windows 操作系统捆绑销售策略，以及微软对于盗版市场的纵容，WPS 用户迅速流失，遭受重创。

图4：WPS 与 MS Office 在中国市场的竞争态势不断变化



资料来源：公司官网、开源证券研究所

1.3、追赶：以“兼容+免费”的模式推动用户积累，逐渐夺回市场

得益于政府软件正版化政策和科技部 863 计划的支持，WPS 在政府市场快速拓展。2000 年，国务院颁布了《关于印发鼓励软件产业和集成电路产业发展的若干政策的通知》（国发【2000】18 号）文件，这一文件标志着政府在鼓励发展国产软件发展层面已经达成共识。2002 年，国务院信息办会同 9 个部委为了共同推进软件产业发展，采取联合行动、共同拟定了《振兴软件产业行动纲要》。同时，科技部 863 计划又正式批准金山软件承担 863 计划信息技术领域软件重大专项桌面办公套件课题

研究开发任务。在研发资金上给予重点支持，并派出专家组指导金山新一代 WPS 的研发。在此推动下，WPS 在党政市场的占有率迅速提升。

2001 年底，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 通过采用国家机关最新公文模板，得到了政府部门的青睐，打响政府采购第一枪：北京市政府采购 WPS Office 11143 套。2004 年年底，国家启动各级政府使用正版软件工作，省级政府软件政府采购工作率先启动。根据信息产业部软件与集成电路促进中心（CSIP）的统计，2004 年政府采购中，WPS Office 2005 获得了几乎全部省级政府的采购订单，其中在广东、浙江、云南等省市更是以全部比例中标，WPS Office 2005（政府版）在办公软件采购中的市场份额占到了 56.12%。从此，WPS Office 势如竹破，成为上至国务院 57 部委、下至全国 31 个省市机关的标准办公平台。

在个人市场上，基于“兼容+免费”的模式，WPS 的用户数量快速积累。2000 年，WPS 开始调整与反思；2002 年，WPS 定下了“先追赶再超越”的方针，重新编写了 WPS，并为此制定了三个目标，称为“三大兼容”：一是原来会用微软 Office 的人不用经过培训就能用 WPS；二是微软 Office 做的文件能够跟 WPS 很好地去交互；三是业务系统可以与办公软件进行交互。2005 年，WPS Office 2005 从操作界面、文档格式、使用习惯、二次开发接口等多方面，都实现了对用户已经习惯使用的微软 Office 的“深度兼容”，并开始面向个人免费提供，WPS 的 PC 端逐渐回到市场主流位置，开始逐渐赢得新用户。据金山在线统计，截至 2005 年 12 月 31 日，WPS Office 2005 个人版下载量突破 3800 万。

图5：雷军在金山 WPS Office 2005 发布会现场



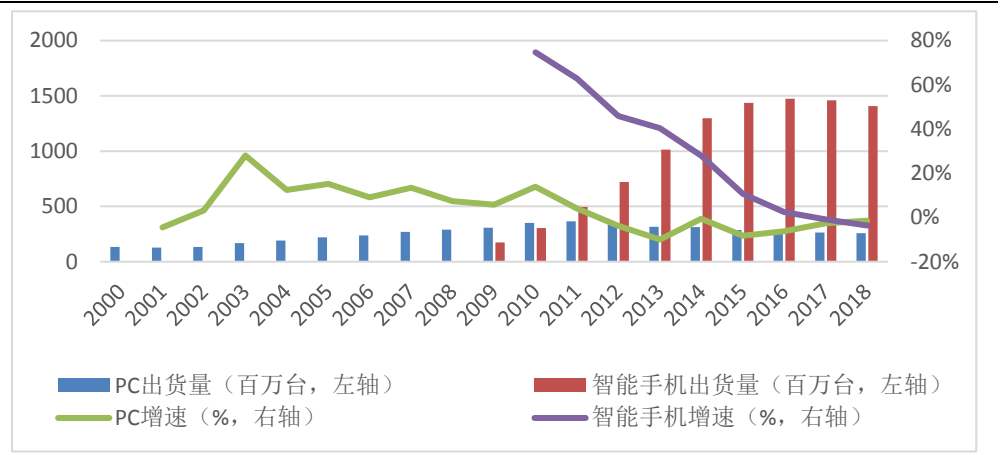
资料来源：新浪科技

1.4、反击：把握移动化、云化、协作化办公机遇，逐渐回到市场中心

1.4.1、移动化：WPS 率先布局，抢占移动版全球办公市场领先地位

PC 市场低迷，智能手机蓬勃发展，多端协作办公需求产生。全球 PC 市场在经历了近 20 年的高速增长后，PC 出货量增速于 2008 年开始放缓。与此同时，移动互联网高速发展，智能手机出货量激增，2011 年出货量首次超过 PC，智能手机成为办公协作的重要终端。

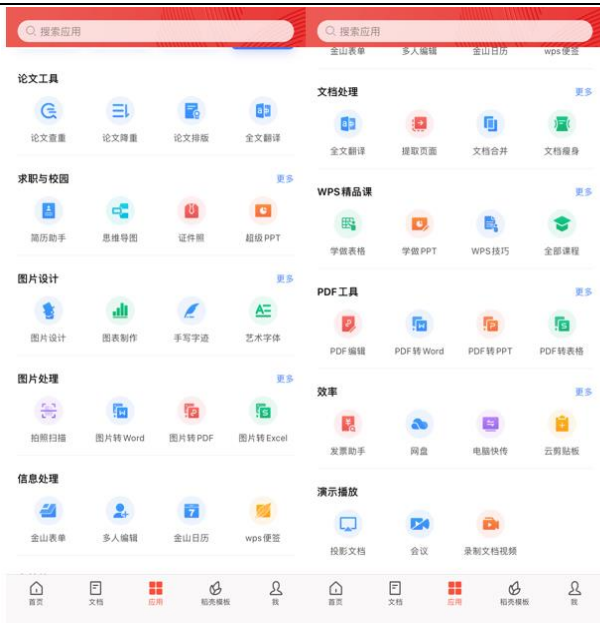
图6: 2011 年以来智能手机蓬勃发展



数据来源: Gartner、开源证券研究所

WPS 率先布局, 抢占移动版全球办公市场领先地位。2011 年, WPS 率先推出安卓移动版, 契合移动端用户轻量化办公需求, 广受好评; 2012 年开发了 iOS 产品, 实现多平台产品线全面研发和推广。而微软移动端产品发展滞后, 在 2014 年才推出移动版软件, 并且到 2020 年初才推出 All in One 的版本, 功能也比较单一。

图7: 移动版 WPS 功能组件丰富



资料来源: WPS App

图8: 移动版 MS Office 功能较为单一



资料来源: MS Office App

图9: WPS 位居安卓端办公软件下载量第一



资料来源：WPS 办公助手公众号

1.4.2、云化：微软 Office 的云化循序渐进，WPS 云规模快速扩张

微软 Office 的云化是循序渐进的过程，大体可分为三个阶段：（1）以在线服务为基础开启云转型。2011 年 6 月正式发布第一版 Office 365，最初仅为中小企业和教育机构提供，将原有的企业客户从 Business Productivity Online Suite 在线业务向 Office 365 平台迁移，第一版 Office 365 除了为用户提供基础的 Office 2010 Professional Plus 套件外，还包括 Exchange（电子邮件）、SharePoint（内部社交网络）和 Lync（现为 Skype for Business）（通信会议）。

（2）拓展服务范围加大推广，授权版淡化，快速云化。微软推出面向家庭和个人用户订阅计划拓展服务范围，保持快速云化的策略并加大推广。2012 年，微软提出 pre-launch offer 计划开启了对 Office 365 的推广：在 2012 年 10 月 19 日至 2013 年 4 月 30 日期间购买、安装并激活的 Office 2010 或 Mac 版 Office 2011 用户可以免费升级到微软的最新一代 Office 软件。用户可选择 Office 365 家庭版一年订阅或 Office 2013 家庭学生版。

微软宣布云转型之后，Office 共发布过 3 个版本，云服务模式 Office 365 成为发布重点。在这三个版本中，Office 2013 与对应的 Office 365 同时发布，自 2014 年微软提出“移动优先，云优先”战略之后，从 Office 2016 版开始，Office 365 新版本发布时间略早于对应的授权版本，并通过对比不断宣传 Office 365 订阅服务的优势和价值。

表1: Office 2019 和 Office365 产品在收费模式和技术支持上存在较大差距

	Office 2019	Office 365
收费模式	一次性购买	按月/年收取订阅费用
功能更新	仅包含安全更新	安全更新+功能更新，更新频率为一个月一次
多端部署	仅可在一台 PS/Mac 上安装一次	无限制安装，可同时登录 5 台设备，最多与 5 人共享订阅
平板电脑和手机上的高级功能	免费安装移动应用，在小于 10.1 英寸的平板电脑或手机上获得基本编辑功能	免费安装移动应用，登录设备上的 Office 应用时，获取额外的功能
额外的网盘	无	每个用户 1TB 的 OneDrive 云存储，最多容纳 6 个

Office 2019

Office 365

用户

技术支持

安装时仅包括初始技术支持

技术支持无需支付额外的费用

资料来源：微软官网、开源证券研究所

(3) 授权版逐渐退出，全面进入云时代。根据微软官网资料，自 2019 年开始，Office 365 按月提供安全和功能更新，并提供更加丰富的订阅版本满足客户需求，版本分为 office 家庭版和个人版、office 商业版、office 企业版，与此同时 Office 2019 将不再提供功能更新，并且将主要支持时间由过去的 10 年缩短为 5 年，拓展支持缩短为 2 年，因此 Office 2019 将于 2023 年停止技术支持，并于 2025 年与 Office 2016 同时停止拓展支持。2020 年 4 月 21 日，微软宣布 Office 365 正式升级为 Microsoft 365，Microsoft 365 将 Office 365、Windows 10 以及企业移动性+安全性集成在一起，定位为微软生产力平台。

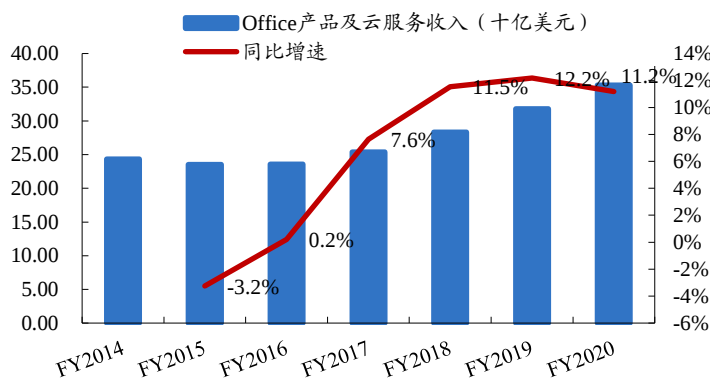
图10：不同版本的 Office 365 功能和定价不同

家用版			商业版				企业版			
Microsoft 365 家庭版	Microsoft 365 个人版	Office 家庭和学生版 2019	Microsoft 365 商业基础版	Microsoft 365 商业标准版	Microsoft 365 商业高级版	Microsoft 365 企业应用版	Microsoft 365 企业应用版	Office 365 E1	Office 365 E3	Office 365 E5
¥498.00/年	¥398.00/年	¥748.00	¥36.00/用户/月	¥90.00/用户/月	¥145.00/用户/月	¥60.00/用户/月	¥87.00/用户/月	¥58.00/用户/月	¥145.00/用户/月	¥253.00/用户/月
包含 1 个设备	包含 1 个设备	一次买断	包含 1 个设备	包含 1 个设备	包含 1 个设备	包含 1 个设备	包含 1 个设备	包含 1 个设备	包含 1 个设备	包含 1 个设备
包含 Office 应用	包含 Office 应用	包含 Office 应用	包含 Office 应用	包含 Office 应用	包含 Office 应用	包含 Office 应用	包含 Office 应用	包含 Office 应用	包含 Office 应用	包含 Office 应用

资料来源：微软官网、开源证券研究所

Office 365 收入占 Office 总收入比例超过 50%。2014-2017 年期间，Office 业务整体收入几乎没有增长，但云化比例快速上升，到 2017 年四季度 Office 365 收入占比超过 50%。2017-2020 财年，由于 Office 订阅数逐渐增加和企业版客户 E3/E5 占比不断提升，Office ARPU 逐渐上升，Office 业务恢复增长，同时云化比例进一步提高。

图11：2017 年开始 Office 业务收入恢复增长



数据来源：微软公告、开源证券研究所

WPS 的云化布局始于 2009 年，云端服务能力不断强化。2009 年，公司推出第一款云存储产品，使公司产品向云服务迈进；2010 年以来，公司从开发在线模板等网络化办公素材开始，逐步突显 WPS 云办公服务特色；2015 年金山推出 WPS+云办公，面向企业客户提供高效、安全的云办公解决方案。2019 年，公司发布了“云办公”布局的拳头产品金山文档，截至 2020 年 3 月其月活跃用户达 2.39 亿，成为国内

用户规模最大的在线文档产品。

表2: WPS 云端服务能力不断强化

时间	事件
2009 年	推出第一款云存储产品
2010 年	从开发在线模板等网络化办公素材开始，逐步突显 WPS 云办公服务特色
2015 年	推出 WPS+云办公
2019 年	发布了“云办公”布局的拳头产品金山文档

资料来源：公司公告、开源证券研究所

2018 年，公司推出“多屏、云、AI 和内容”四大产品战略，目前已经取得非常好的成绩。多屏战略下，WPS 在最主流的安卓应用市场累计下载量达 198.04 亿；围绕云战略，WPS 云上的文件数量从 93 亿个增长 8.8 倍到 820 亿，为用户保存的文档数据量从 9.7 PB 增至 103PB；围绕办公内容战略，目前 WPS 和稻壳儿平台中已有 7200 万以上的各类办公资源；围绕 AI 战略，金山办公投入了近 200 个工程师在 AI 方向上，落地超过 18 项 AI 应用，斩获 5 项国际 AI 技术大奖。

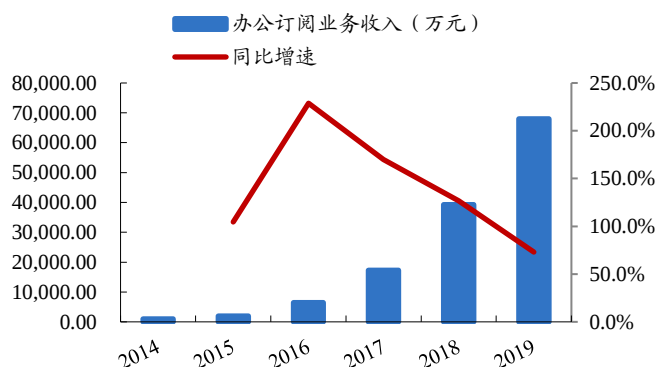
图12: WPS 云规模快速扩张



资料来源：WPS 办公助手公众号

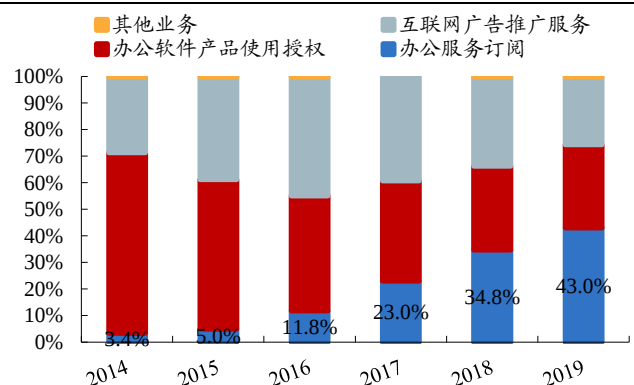
公司订阅业务收入高速增长，在总收入中的占比超过 40%。自公司由提供工具产品向应用服务转型以来，随着付费客户的持续增加，办公服务订阅的收入呈现快速增长趋势，在总收入中的占比超过 40%，在办公授权及订阅服务收入中占比超过 50%。

图13: 公司办公订阅业务收入高速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14: WPS 订阅收入占比快速提升

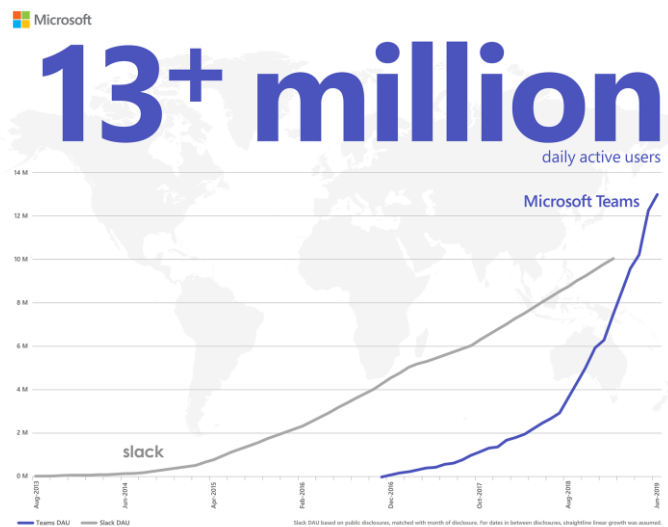


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.4.3、协作化：“协作”已成为 WPS 新核心产品战略

顺应时代发展，MS Office 持续加强组件协作办公能力。自以网络协作办公为主要亮点的 Office XP（2001）推出以来，Office 不断加强组件的网络协同办公能力，先后推出的协作服务组件包括：SharePoint Team Services（2001）、MS Office communicator（2005）、Lync（2010）、Skype for Business（2014）、Microsoft Teams（2017）等。其中，Microsoft Teams 是微软 2017 年正式推出的企业团队协作服务工具，通过 Teams 企业员工可以在 Office 平台上建立协作小组，并针对办公场景来做即时信息沟通、文件分享、协作等。2019 年 7 月，微软宣布 Teams 的 DAU 达到 1300 万，2019 年 11 月突破 2000 万。受疫情影响，远程办公需求激增，2020 年 3 月微软宣布 Microsoft Teams 月活跃用户已经达到了 4400 万名。

图 15: Microsoft Teams 活跃用户数高速增长



资料来源：Microsoft 官网

“协作化”也始终是 WPS 产品与服务布局的重要理念。2016 年，公司正式发布了协作类办公服务——WPS 云协作，彻底颠覆了过去“本地编辑→发送→他人接收后修改→发送→本地编辑”低效的协作模式，实现文档创建、编辑、协作、共享与讨论交流的一站式操作。

图 16: WPS 云协作产品于 2016 年发布



资料来源：小咖科技

2020 年，金山办公正式宣布，在“多屏、云、AI 和内容”四大产品战略之外，新增全新公司产品战略“协作”。金山办公 CEO 章庆元在 2020 年新品发布会现场表

示，协作战略将成为金山办公在传统政企头部市场之外，撬动千万级中小微企业办公市场的关键。金山办公将把三分之一的研发力量投入到协作战略，协作团队数量将增长 10 倍，并发布了包括“金山表单、金山会议、金山日历、金山待办和 FlexPaper”5 款全新的协作产品。

图17: “协作”成为金山办公新的核心产品战略



资料来源：WPS 公众号

2、何以争锋：微软胜在生态，WPS 更贴近用户

MS Office 与 WPS 不同的发展历程导致二者形成了截然不同的产品定位和发展战略。总体来看，微软生态体系更加全面，金山 WPS 更加贴近用户需求。

MS Office 拥有强大的办公生态体系。微软自 Word、Excel、PowerPoint 组合的 Office 套件成功以来，保持市场领导地位，面对企业协作办公的细分领域有潜力竞争对手多采用收购的方式直接纳入 Office 套件体系，如 SharePoint、Skype、Visio 等；也有收购不成转而自研推出类似产品，如因 Slack 公司推出的 Microsoft Teams，不断的产品丰富和组件添加使微软 Office 形成了完整全面的办公生态体系。目前 Office 365 经过多年套件更新迭代，已经形成以 Word、Excel、PowerPoint、Outlook（电子邮件）、OneNote（电子笔记）、SharePoint（共用协作网站）、OneDrive（云存储）、Microsoft Teams（团队合作中心）为核心功能服务，辅以 Sway（web 交互式文稿）、Microsoft Flow（工作流自动化）、Microsoft Power BI（商业智能）等额外功能，进而整合而成的非常完整的办公生态体系。

表3: MS Office 拥有强大的办公生态体系

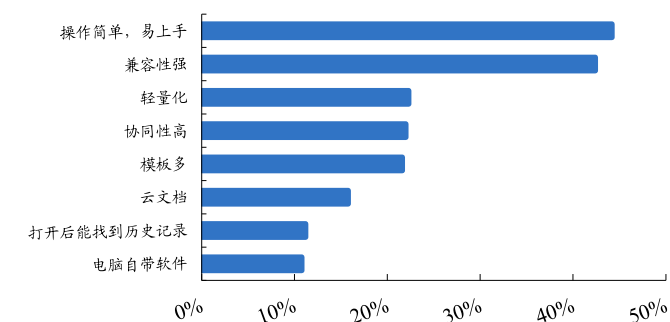
	功能简介	企业版 E1	企业版 E3	企业版 E5
办公套件	Office 完整应用程序		✓	✓
	Office Online	✓	✓	✓
电子邮箱和日历	Exchange	✓	✓	✓
	Outlook			

	功能简介	企业版 E1	企业版 E3	企业版 E5
会议与语音	Teams	✓	✓	✓
社交和 Intranet	SharePoint	✓	✓	✓
	Yammer			
文件和内容	OneDrive	✓	✓	✓
	Stream			
	Sway			
工作管理	Power Apps、微软待办等	✓	✓	✓
高级分析	MyAnalytics	✓	✓	✓
	Power BI Pro			
设备及应用管理		✓	✓	✓
身份和访问管理		✓	✓	✓
威胁防护				✓
信息保护			✓	✓
高级合规性			✓	✓

资料来源：微软官网、开源证券研究所（注：✓为部分满足，✓为满足）

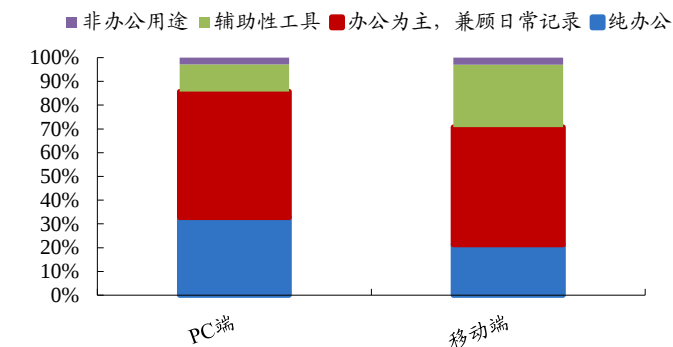
WPS 着眼于用户需求。金山 WPS 深耕中国市场 30 年，更了解中国用户习惯和需求，采取核心功能（文字处理、电子表格、演示文稿、PDF）+丰富增值服务的方式，与微软进行差异化竞争。目前，金山办公已经实现从单一办公应用向互联网办公云服务的转变，沿着贴近用户、解决痛点的思路，推出语音批注、文档恢复、AI 校对以及论文/工作总结模板，满足不同场景的用户需求。

图18：用户选择使用 WPS 的主要原因为操作简单、兼容性强



数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

图19：用户选择使用 WPS 的目的不仅仅为纯办公



数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

图片处理、文档处理、PDF 工具包等通用性组件受到用户的广泛欢迎，而且针对不同用户/场景的需求，公司开发了一系列的工具组件：针对学生用户，WPS 推出论文查重/降重/排版、简历助手、证件照等功能；针对团队协作场景，WPS 推出了金山表单、金山文档、金山日历、金山会议、文档收集等功能。

图20: 金山表单是安全专业的数据收集工具



资料来源: WPS APP

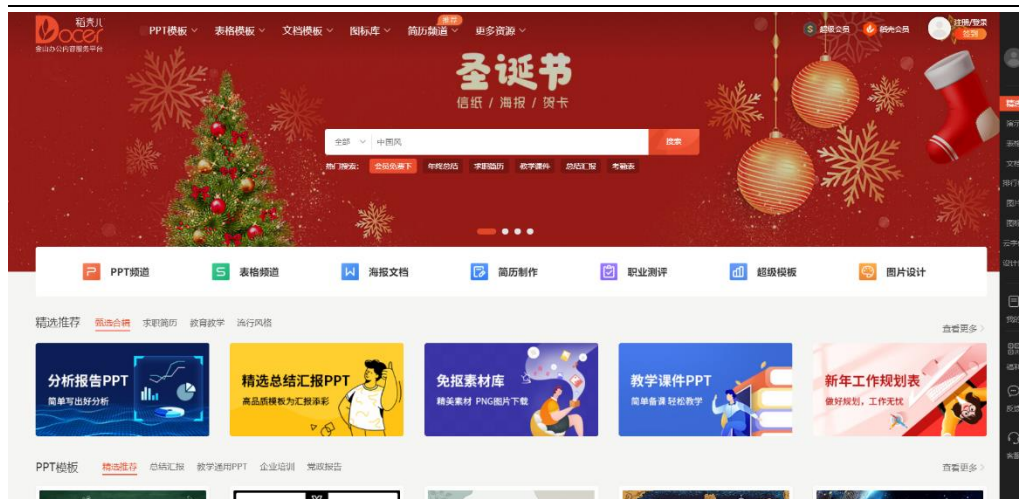
图21: 金山日历是专业的时间、日程管理工具



资料来源: WPS APP

公司稻壳儿官网是国内提供海量云模板的专业文档平台之一，它是公司近年来针对用户需求提供的办公模板及素材的服务平台。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。目前稻壳儿平台有超过 100 家的合作伙伴，4000+的独立设计师，给用户提供了超过 7300 万的各种内容，同时以每月超过 300 万+的速度在增长。

图22: 稻壳儿官网是国内提供海量云模板的专业文档平台之一



资料来源: 稻壳儿官网

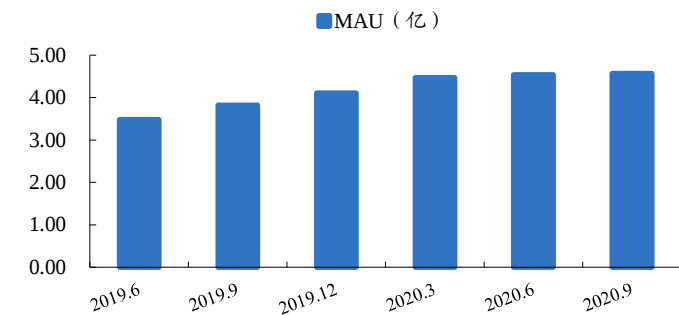
3、路在何方：中短期看 2C/2G 市场，更长期看广泛的 B 端市场与海外市场

3.1、C 端渗透率不断提升，国产化为政企市场拓展提供绝佳机遇

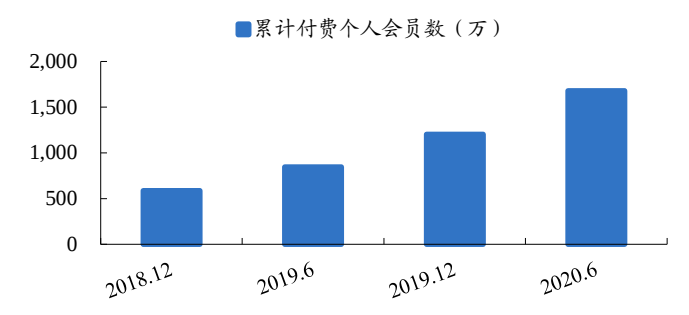
3.1.1、C 端客户渗透率较低，未来空间较大

用户规模有望持续扩大，用户付费率还有很大提升空间。（1）用户规模持续增

长。截至 2020 年 9 月 30 日，公司主要产品月度活跃用户（MAU）为 4.57 亿，同比增长 19.63%。其中，WPS office PC 版月度活跃用户数 1.76 亿，同比增长 23.08%；移动版月度活跃用户数 2.74 亿，同比增长 19.13%；公司其他产品如金山词霸等月度活跃用户数已近千万。（2）付费用户数保持强劲增长。截至 2020 年 6 月底，累计年度付费个人会员数为 1681 万，较年初增长 39.85%，较 2019 年 6 月底增长 98.47%，持续领先其他国产办公软件。目前 WPS C 端用户的付费率不足 1%，提升空间巨大。随着移动互联网产业的基础，云办公的渗透，改变原有的办公习惯，用户在协作办公的使用频率将快速提升，进而拉动会员的增长。

图23：公司主要产品月度活跃用户数保持稳定增长


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图24：公司付费用户数保持强劲增长


数据来源：公司公告、开源证券研究所

客户 ARUP 值有望继续提升。一方面，公司产品在推广期时会采取一定的折扣手段吸引客户，后续价格有望趋于稳定；另一方面，未来公司有望通过增加会员服务功能和内容，逐渐提升客单价。

表4：C 端订阅业务长期成长空间有望达百亿

	悲观	中性	乐观
付费个人会员数（万）	4000	8000	12000
客户 ARUP 值（元/年）	100	150	200
订阅业务收入估算（亿）	40	120	240

数据来源：开源证券研究所

3.1.2、信创体系建设为 WPS 在政企领域的推广提供助力

公司在党政办公市场具有较大优势，同时在金融、能源、航空等多个重要领域得到广泛应用。2012 年公司响应客户对基础软件安全可靠的号召，发布基于安全可靠 Linux 平台应用的 WPS Office 产品。经过数年的发展，WPS Office Linux 版已经支持龙芯、飞腾、申威、兆芯等 CPU，兼容中标麒麟、普华、方德、深度等全部国产操作系统平台，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。

表5：公司在党政办公市场具有较大优势，同时在金融、能源、航空等多个重要领域得到广泛应用

行业	典型客户
部委政府机关	外交部、新闻出版总署、工业和信息化部、科技部、文化部、国土资源部、住房和城乡建设部、民政部等
省\地市政府机关	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、宁夏回族自治区、西藏自治区、青海省、黑龙江省、吉林省、辽宁省、云南省等
中央企业	国家电网公司、中国化学工程集团公司、中国南方电网有限责任公司、中国工艺（集团）公司、中国华电集团公司、中国中材集团公司、中国电力投资集团公司、中国建筑材料集团有限公司、中国长江三峡集团公司、中国国际技术智力合作公司、中国邮政集团、中国建筑科学研究院、中国海洋石油总公司、中国南车集团公司

行业	典型客户
	司、鞍钢集团公司等
金融行业	中国人民银行、国家开发银行、工商银行、中国农业银行、中国民生银行、
钢铁行业	宝钢集团有限公司、中原特钢股份有限公司、中钢集团天津有限公司、武汉钢铁（集团）公司、中钢集团安徽有限公司等
教育行业	北京大学、复旦大学、江苏大学等

资料来源：公司官网、开源证券研究所

目前，国务院组织机构全部 65 家已有 62 家使用 WPS，覆盖率达 95%；34 个省级政府中覆盖 33 个，达到 97%；而在中国所有地级市 WPS 均已实现全部覆盖。此外，国内 97 家央企中 90 家为 WPS 客户，占比 93%；商业银行覆盖率为 153 家中的 133 家，占比 87%。借助持续的技术和服务创新刷新办公体验，以及持续发力信创体系建设，WPS 在政企市场的覆盖率进一步提升。

图25：WPS 在政府及大型国央企市场已取得较高覆盖率



资料来源：WPS 公众号

金山办公致力于树立中国市场的“标准”和“生态”。一方面，围绕信创技术标准建立，金山办公在 UOF、OFD 等自主板式标准上已加速布局。未来将“流式文件”和“版式文件”结合，打造“流版一体化”。另一方面，金山办公已连续举办两届办公应用开发者大会，汇集了包括集成商、OA 厂商、技术服务商以及电子签证、浏览器、操作系统、安全厂商、通信厂商等办公上下游近两百家主流生态伙伴参与，持续打造完善的办公生态体系。

图26: 金山办公致力于树立中国市场的“标准”和“生态”



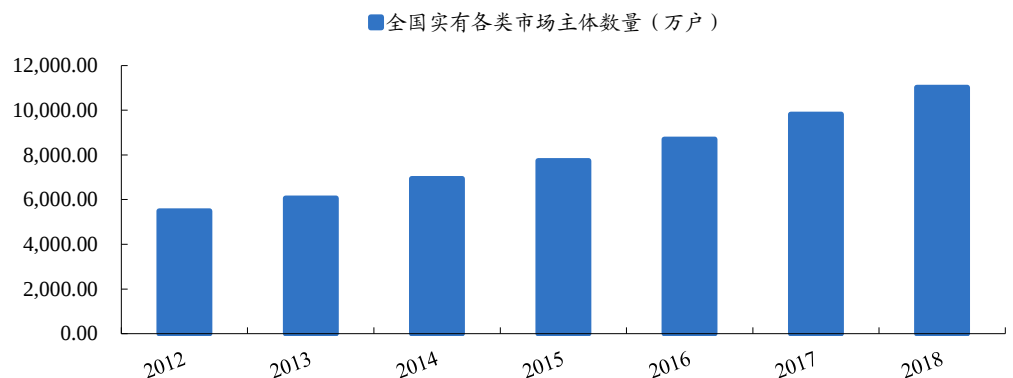
资料来源: WPS 公众号

3.2、中小 B 端潜力待挖掘，海外市场打开更广阔的空间

3.2.1、国内 B 端办公软件尚处于蓝海市场，发展潜力巨大

我国 B 端办公软件市场潜力巨大。根据国家工商总局数据显示，国内企业数量从 2012 年的 5,494.7 万户增长到 2018 年的 11,020 万户，期间复合增长率达到 12.3%。随着信息化水平提升，未来各类企业需要办公软件产品及相关增值服务提升办公效率，降低运营成本。

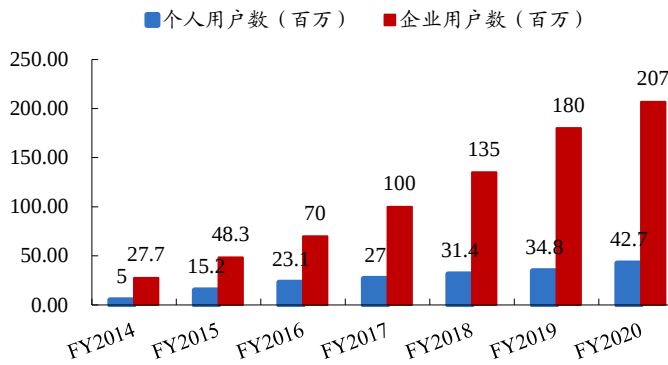
图27: 中国实有市场主体数量不断增长



资料来源: 工商总局、开源证券研究所

微软 Office 收入超过 80% 的部分来自企业市场。从微软的收入结构来看，根据微软财报披露，微软 2020 财年 Office 产品及服务收入为 353 亿美元，约 86% 的 Office 收入来自于企业用户。从 Office 365 订阅用户结构来看，根据 onlyft 测算，Office 365 企业端用户中大约 78% 为小企业。与微软对比，WPS 来自真正意义上的 B 端市场的收入比例还很低，中国 B 端市场是尚待挖掘的潜力市场。

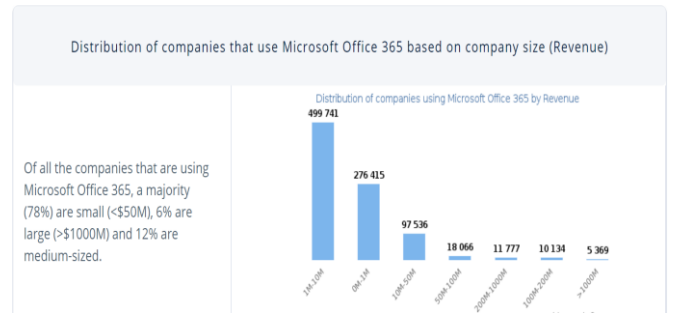
图28: Office 365 企业订阅用户数远高于个人订阅用户数



数据来源: 微软公告、开源证券研究所

(注: 微软未公布 14/15/20 财年企业用户数, 采用业绩会议中增长率反推)

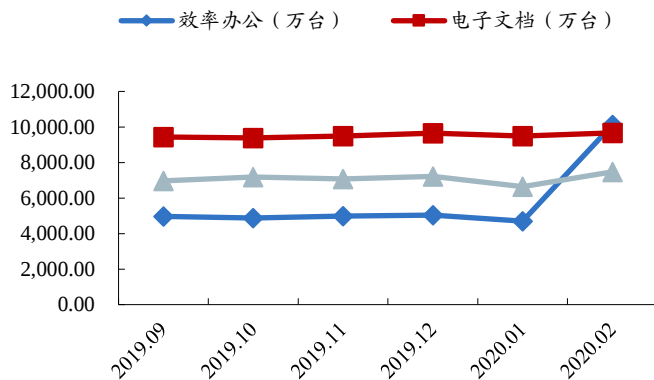
图29: Office 365 企业用户多为中小企业



资料来源: onlyft

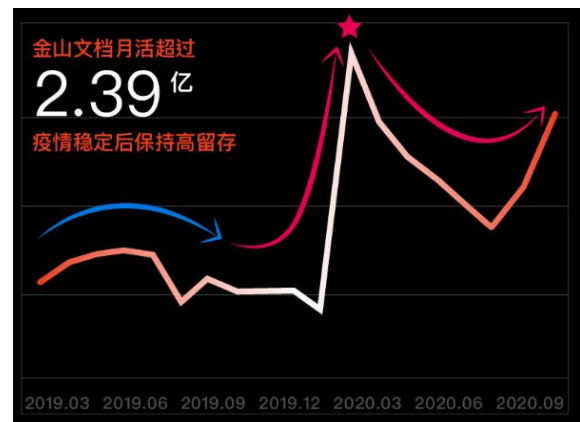
疫情推动协同办公加速渗透。疫情发生以后,无论是大型企业还是中小型企业均加入了协同办公的行列,加速了市场教育的进程。金山文档、腾讯文档、石墨文档等多人在线编辑办公软件逐渐被企业用户采用,未来功能需求的增加也有望驱动 B 端企业付费意愿的提升。

图30: 疫情后效率办公软件需求激增



资料来源: 艾瑞 mUserTracker、开源证券研究所

图31: 疫情稳定后金山文档仍保持高留存率



资料来源: WPS 办公助手公众号

WPS+云办公,是金山办公针对中小企业推出的企业级协作办公订阅服务。WPS+云办公整合旗下 WPS Office、金山文档等全线产品,为企业办公提供“上云服务”。WPS+云办公为企业服务范围包含以下 8 项:企业云存储服务、在线协作办公与多端、精品课企业学习资源、企业日历日程管理、文档与团队权限管控、企业联系人、行业轻业务系统、在线语音视频会议。我们认为,随着更多契合 B 端企业用户的需求的新功能的推出,以及中小企业付费意愿的增强,公司 B 端业务有望迎来高速发展。

表6: WPS+各套餐权益存在差异

功能特权	基础版	协作版	商业版	高级商业版
定价	免费	168 RMB/用户/年	365 RMB/用户/年	599 RMB/用户/年

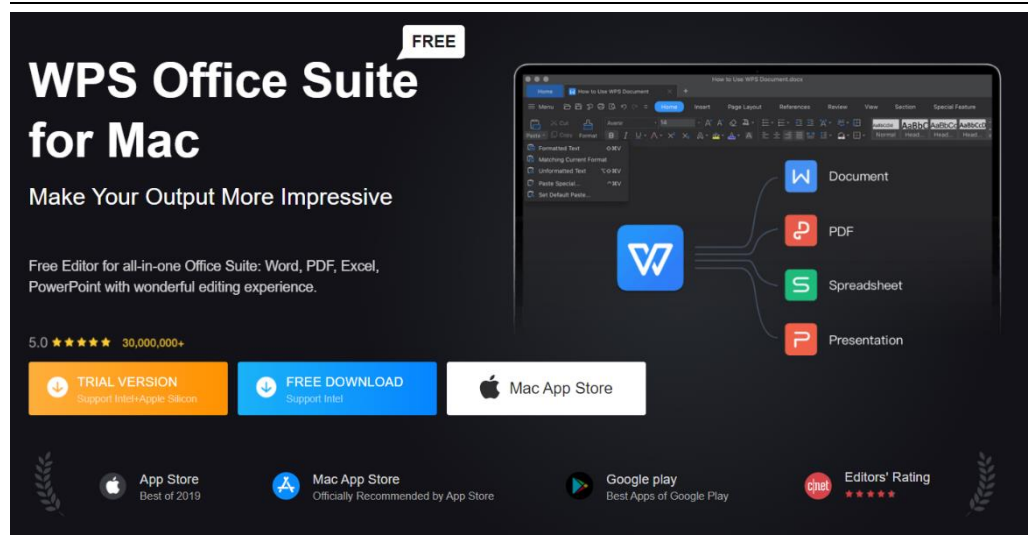
功能特权	基础版	协作版	商业版	高级商业版
	企业存储空间	激活人数*1GB/人	购买人数*100GB/人	购买人数*1TB/人
	企业人数	最大 50 人	3 人起购	3 人起购
产品内容	办公组件：文字/表格/演示/PDF	✓	✓	✓
	办公应用：会议/表单/待办/日历	✓	✓	✓
	办公协作：在线编辑	✓	✓	✓
	WPS Office 正版授权		✓	✓
	企业使用数据概况	✓	✓	✓
企业管理权益	团队管理	✓	✓	✓
	组织架构管理	✓	✓	✓
	成员活跃详情		✓	✓
	后台日志报表时长	最近 3 天	最近 6 个月	最近 1 年
	自定义管理员角色		✓	✓
云权益	数据分级管理		✓	✓
	上传文档大小	10M	1G	1G
	团队数量	100 个/人	200 个/人	300 个/人
	文档漫游	✓	✓	✓
	批量下载		✓	✓
	批量下载数量		500 个	500 个
	批量下载大小		500M	500M
	全文检索		✓	✓
	在线解压		✓	✓
	加速下载		✓	✓
	私密文件夹		✓	✓

资料来源：WPS 官网、开源证券研究所

3.2.2、海外市场有望进一步打开成长空间

WPS 支持全球 46 种语言，成功覆盖全球 220 个国家和地区，海外市场月活跃用户达 1.3 亿，并在全球 Google Play、MacOS 办公软件应用市场中排名前列。公司将致力于把中国已经形成很好的具有极强竞争能力和商业穿透力的产品形态和商业模式带到国际市场；此外，在传统的西方发达市场，借助 Mac 版 WPS 等独特产品形态的好产品，逐步树立良好口碑。海外业务持续拓展合作渠道，覆盖地域由东南亚及欧洲增加至俄罗斯、北美南美及非洲地区。目前 WPS 海外市场仍处于云化第一阶段用户积累，公司也与小米、华为、OPPO、以及 vivo 等国内主要手机厂商有出厂预装合作，有望快速打开海外市场。未来随着海外市场用户积累完成并开启付费模式，WPS 订阅业务增长有望获得新增动能。

图32: WPS 在全球 Google Play、MacOS 办公软件应用市场中排名前列



资料来源: WPS 官网

公司陆续在泰国、印尼等国家同政府等机构开展合作，试水海外 B 端销售。疫情期间，WPS 助力各国抗击新冠疫情，先后为泰国、印尼，马来西亚的相关政府部门、教育机构等提供办公软件产品，帮助各国政府解决疫情期间办公难题。

4、盈利预测与投资建议

4.1、核心假设

收入端:

(1) 订阅业务: C 端订阅业务目前渗透率较低, 预计未来几年仍将保持高速增长, 2020-2022 年增速分别为 69.1%、66.7%、66.5%; 机构订阅业务目前处于起步阶段, 预计将加速发展, 2020-2022 年增速分别为 50%、70%、70%。

(2) 使用授权业务: 受益于党政信创体系建设, 预计 2020-2022 年公司按数量授权的办公软件产品收入增速分别为 180%、40%、30%; 同时, 大企业客户对 WPS 的使用率也有望逐渐提升, 预计按场地授权的办公软件产品收入增速分别 30%、30%、30%。

(3) 互联网广告业务预计保持较平稳, 预计 2020-2022 年增速分别为 2.4%、7.6%、7.7%。

4.2、盈利预测与投资建议

从中短期来看, C 端渗透率不断提升, 国产化为政企市场拓展提供绝佳机遇; 从长期来看, 中小 B 端潜力待挖掘, 海外市场打开更广阔的空间。考虑公司将持续加大研发投入, 我们调整公司 2020-2022 年归母净利润为 8.63、12.25、16.65 亿元 (原预测为 9.17、13.16、18.21 亿元), EPS 为 1.87、2.66、3.61 元/股, 当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 196、138、101 倍, 公司 PE 和 PS 均高于可比公司平均水平, 考虑公司作为国产办公龙头, 维持“买入”评级。

表7: 公司 PE 及 PS 估值高于行业可比公司平均水平 (截止 2020.12.28 收盘)

证券 代码	公司 简称	当前市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE			PS		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
688095.SH	福昕软件	112	1.33	2.03	2.84	84	55	39	22	16	11
002410.SZ	广联达	841	4.03	6.14	8.13	209	137	103	21	17	14
0909.HK	明源云	762	3.3	5.15	8.56	231	148	89	44	31	22
0268.HK	金蝶国际	793	-0.05	2.05	4.51	-15750	386	176	23	18	14
600588.SH	用友网络	1332	8.55	10.8	13.49	156	123	99	15	13	10
	行业平均					170	116	83	25	19	14
688111.SH	金山办公	1706	8.63	12.25	16.66	196	138	101	66	45	32

数据来源: Wind、开源证券研究所 (金蝶国际、福昕软件盈利预测均来源于 Wind 一致预期)

5、风险提示

(1) **全年业务受新冠疫情影响风险**。下半年疫情发展仍是一个不确定因素, 如有较大反复, 仍会对公司业务产生影响, 进而影响全年业绩目标的达成。

(2) **技术变革风险**。若公司不能及时丰富技术储备或更新掌握新技术, 可能丧失现有技术和市场的领先地位。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1490	6681	8028	9626	12425
现金	187	749	2005	3276	5878
应收票据及应收账款	227	347	404	721	868
其他应收款	21	26	47	60	92
预付账款	6	5	17	13	29
存货	1	1	3	3	6
其他流动资产	1049	5552	5552	5552	5552
非流动资产	137	163	177	197	223
长期投资	13	22	32	44	55
固定资产	53	67	86	101	117
无形资产	18	18	13	6	6
其他非流动资产	53	57	46	46	44
资产总计	1627	6844	8205	9823	12647
流动负债	424	727	1381	1839	3078
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	70	60	231	195	732
其他流动负债	354	666	1150	1645	2346
非流动负债	16	49	31	34	36
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	16	49	31	34	36
负债合计	440	775	1412	1874	3114
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	360	461	461	461	461
资本公积	216	4588	4588	4588	4588
留存收益	607	1013	1727	2705	4011
归属母公司股东权益	1187	6069	6793	7949	9534
负债和股东权益	1627	6844	8205	9823	12647

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	418	586	1253	1199	2546
净利润	311	401	863	1225	1665
折旧摊销	17	32	33	46	56
财务费用	-2	-3	-43	-81	-139
投资损失	-50	-31	-102	-62	-32
营运资金变动	122	204	563	131	1042
其他经营现金流	21	-17	-61	-60	-45
投资活动现金流	-218	-4474	111	57	-4
资本支出	53	63	14	6	14
长期投资	-198	-4456	-10	-12	-12
其他投资现金流	-363	-8866	115	51	-2
筹资活动现金流	-184	4449	-108	14	60
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	101	0	0	0
资本公积增加	12	4372	0	0	0
其他筹资现金流	-196	-24	-108	14	60
现金净增加额	20	562	1256	1270	2602

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1130	1580	2553	3712	5244
营业成本	150	228	349	532	788
营业税金及附加	11	16	26	37	53
营业费用	216	345	510	713	997
管理费用	89	136	191	267	367
研发费用	428	599	891	1245	1699
财务费用	-2	-3	-43	-81	-139
资产减值损失	-4	-0	-6	-7	-9
其他收益	52	67	94	123	135
公允价值变动收益	2	50	55	61	45
投资净收益	50	31	102	62	32
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	338	402	886	1251	1700
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	17	-5	6	1	3
利润总额	322	406	880	1251	1697
所得税	11	6	17	25	32
净利润	311	401	863	1225	1665
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	311	401	863	1225	1665
EBITDA	333	416	872	1217	1616
EPS(元)	0.67	0.87	1.87	2.66	3.61

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	50.0	39.8	61.6	45.4	41.3
营业利润(%)	56.7	18.8	120.6	41.2	35.9
归属于母公司净利润(%)	44.9	28.9	115.4	42.0	35.8
获利能力					
毛利率(%)	86.7	85.6	86.3	85.7	85.0
净利率(%)	27.5	25.4	33.8	33.0	31.7
ROE(%)	26.2	6.6	12.7	15.4	17.5
ROIC(%)	25.6	6.2	12.1	14.4	16.0
偿债能力					
资产负债率(%)	27.1	11.3	17.2	19.1	24.6
净负债比率(%)	-15.3	-11.8	-29.2	-40.9	-61.4
流动比率	3.5	9.2	5.8	5.2	4.0
速动比率	1.0	9.2	5.8	5.2	4.0
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.4	0.3	0.4	0.5
应收账款周转率	5.6	5.5	6.8	6.6	6.6
应付账款周转率	2.8	3.5	2.4	2.5	1.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.67	0.87	1.87	2.66	3.61
每股经营现金流(最新摊薄)	0.91	1.27	2.72	2.60	5.52
每股净资产(最新摊薄)	2.57	13.16	14.74	17.24	20.68
估值比率					
P/E	543.1	421.2	195.6	137.7	101.3
P/B	142.2	27.8	24.8	21.2	17.7
EV/EBITDA	506.8	390.5	184.8	131.4	97.4

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

22 / 24

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%～+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn