

公司研究/首次覆盖

2021年01月28日

计算机/计算机应用

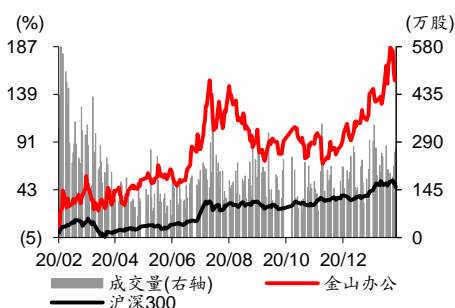
投资评级：持有（首次评级）

当前价格(元): 412.00
目标价格(元): 423.64

谢春生 SAC No. S0570519080006
研究员 021-29872036
xiechunsheng@htsc.com

郭雅丽 SAC No. S0570515060003
研究员 SFC No. BQB164
010-56793965
guoyali@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

从工具软件到企业级服务市场

金山办公(688111)

把握企业级服务入口，进一步布局企业级服务市场

公司作为国产办公软件龙头，拥有强大的办公软件产品基础。随着“协作”战略发布，金山办公向企业级服务市场加速进军的趋势明显。未来或将看到金山办公在企业级服务市场布局进一步深化。我们认为，金山办公不只是 Office 的办公软件产品企业，未来更有望成为具备一定产业地位的企业级服务领域的企业。我们预计，公司 2020-2022 年 EPS 为 1.96、3.56、5.38 元，首次覆盖，给予“持有”评级。

把握企业级服务需求，协同办公产品不断完善

金山办公把握工具软件这一企业级服务入口，不断完善 WPS+、金山文档等协同办公产品。金山的协同产品顺应了我国中小企业在云服务与协同办公领域的潜在需求不断释放的趋势，WPS+ 产品与中小企业需求高度匹配，据公司官网，WPS+ 产品价格基本为 office 同档产品的 1/3，具有性价比优势。此外，随着金山办公软件与金山文档整合性的不断提升，协同办公体验不断改善，未来或通过整合套件实现商业化。

受益于 2B 正版化，国产办公软件崛起

随着正版化整改工作的推进，长效机制逐步建立完善，国产软件成为热点。2010 年政府机关正版化软件整改期间，国产软件金额占比约为 34%，国产办公软件方面，金额占比约 53%，数量占比约 81%，高于平均水平。而在国产化办公软件中，金山办公拥有良好的国产系统适配，并且在文档安全等方面具有技术优势，未来份额或持续上升。

增值服务持续拓展，2C 业务增长趋势有望延续

公司 C 端产品以会员订阅收入为主，包括办公软件、金山文档及打字通、词霸等产品。公司产品以文档类为核心，增值服务不断拓展，并积极与合作伙伴共建生态，推进伙伴产品与应用的深度融合。另一方面，公司积极推动 AI 应用的研究，在模板、识别等领域展开布局。在移动端市场，金山通过免费预装实现卡位，产品不断优化迭代，月活从 2012 年 12 月的 0.13 亿增长到 2020 年 9 月的 2.74 亿。随着公司拓展增值服务，2C 业务增长趋势有望延续。

企业级服务市场进一步打开，给予“持有”评级

公司作为国产办公软件龙头，凭借办公软件工具入口优势，通过协作类产品积极拓展企业级服务，未来或将进一步打开企业级服务市场。公司 2020-2022 年归母净利润分别为 9.02、16.40、24.81 亿元，对应 EPS 为 1.96、3.56、5.38 元，参考可比公司 2021 年 Wind 一致预期平均市盈率 119 倍，给予公司 2021 年 119 倍目标 PE，对应目标价 423.64 元。首次覆盖，给予“持有”评级。

风险提示：业务拓展不及预期、市场竞争加剧。

公司基本资料

总股本 (百万股)	461.00
流通 A 股 (百万股)	215.82
52 周内股价区间 (元)	171.90-491.77
总市值 (百万元)	189,932
总资产 (百万元)	7,818
每股净资产 (元)	14.16

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	1,130	1,580	2,563	4,143	5,917
+/-%	49.97	39.82	62.24	61.69	42.80
归属母公司净利润 (百万元)	310.67	400.58	901.56	1,640	2,481
+/-%	44.94	28.94	125.06	81.86	51.34
EPS (元, 最新摊薄)	0.67	0.87	1.96	3.56	5.38
PE (倍)	611.37	474.14	210.67	115.84	76.54

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

金山办公：把握企业级服务市场机会	3
核心观点.....	3
区别于市场的观点	3
盈利预测和投资建议.....	3
把握企业级服务入口，协作产品布局不断拓展	4
把握企业级服务市场入口，从工具软件到企业服务	4
瞄准中小企业协同需求，WPS+云服务产品不断完善	5
金山文档持续进化，协同体验不断改善.....	6
正版化持续推进，国产办公软件龙头或受益	7
增值服务持续拓展，2C 业务增长趋势有望延续	9
增值服务不断拓展，共建生态推动商业转化	9
AI 赋能办公，进一步提升使用效率	10
卡位移动端市场，月活稳定提升	12
产品为基因本质，从拆解变量看业务空间.....	13
软件授权核心变量为数量和价格	13
订阅业务核心变量为订阅量及会员单价.....	15
盈利预测	18
风险提示.....	21
PE/PB - Bands	21

金山办公：把握企业级服务市场机会

核心观点

金山办公成立于 2011 年内，是国内领先的办公软件和服务提供商，业务涵盖 2B 及 2C 市场。在 2020 年的 WPS 「CHAO」办公大会，金山办公宣布公司全新战略“协作”。我们认为，随着金山办公加速向企业级服务市场进军，未来企业级服务市场或成为其重要的增长动力。

具体来看，维持软件公司长期持续稳健增长的核心点在于其软件产品的可扩展性。全球优秀的软件企业大多通过自身的可拓展能力，不断突破市场对公司产品业务边界的认知，而工具软件（办公）也是企业级服务市场的一个重要入口产品。金山办公作为国产办公软件龙头，在协作产品方面的布局不断拓展。一方面瞄准中小企业协同需求，WPS+云服务产品不断完善，另一方面金山文档持续进化，协同体验不断改善。未来有望通过协同办公业务进一步切入企业级服务市场。

此外，正版化持续推进，增值服务持续拓展等因素也有望为金山办公业绩增长提供动力。

区别于市场的观点

目前市场认为金山办公 2C 办公软件业务迅速发展，正版化快速推进，是未来的重要发展支撑。

我们认为，金山办公已不仅是一家办公工具软件企业，正在逐步进入企业级市场。从之前注重对 WPS 产品的持续打磨，到现在的“协作”战略。金山办公向企业级服务市场加速进军的趋势已经非常明显。未来或将看到金山办公在企业级服务市场更多的产品和布局。

盈利预测和投资建议

我们预计 2020-2022 年公司营业收入分别为 25.63、41.43、59.17 亿元，实现归母净利润 9.02、16.40、24.81 亿元，对应 EPS 1.96、3.56、5.38 元，对应 PE 211、116、77 倍。我们选择企业服务龙头用友网络、广联达及盈建科作为可比公司。可比公司 2021 年 Wind 一致预期平均市盈率为 119 倍。考虑公司作为国产办公软件龙头入口优势明显，企业级服务市场空间较大，给予公司 2021 年 119 倍目标 PE，对应目标价 423.64 元，首次覆盖，给予“持有”评级。

把握企业级服务入口，协作产品布局不断拓展

把握企业级服务市场入口，从工具软件到企业服务

巨头积极寻找入口，布局企业级服务市场。从目前全球软件发展趋势来看，2B 企业级服务市场诞生了全球的软件和云计算龙头。目前几乎所有企业都看到了未来企业级服务市场所孕育的产业机会。这是一个可以孕育巨头（多个巨头）、承载巨头的市场。不同的企业都在基于自身的产品禀赋（基因），在寻找企业级服务的入口。在移动互联网 2C 时代，巨头对 2C 入口的争夺已经基本结束；而在 2B 的企业互联网云计算时代，入口的争夺和抢占已经开始，而且或将更加激烈。

图表1：企业级服务入口

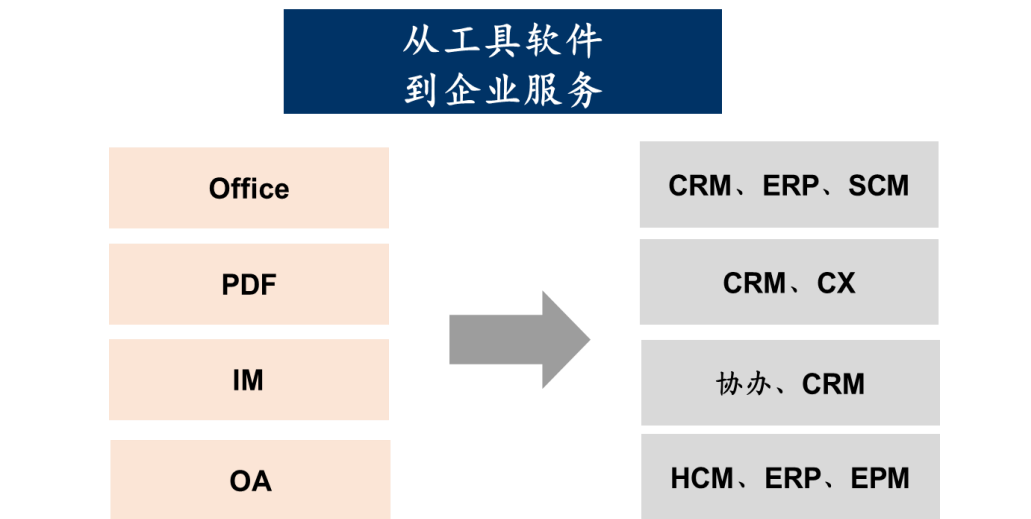


资料来源：华泰证券研究所

基于入口进行产品扩展，提供高成长核心动力。维持软件公司长期持续稳健增长的核心点在于其软件产品的可扩展性。全球优秀的软件企业大多通过自身的可拓展能力，不断突破市场对公司产品业务边界的认知。比如 Microsoft、Adobe、Salesforce 等。它们的产品边界早已突破起初市场对公司的认知。企业一旦找到属于自己的企业级服务入口，就逐步基于入口的产品进行新产品的拓展。通常一开始入口的产品是单一产品或者是功能比较少的 Suite。需要注意的是：1) 企业级产品的拓展一定具备其内在的业务逻辑关系，不是为了拓展而拓展；2) 在不同的技术背景下，企业级服务市场入口的方式也在发生变化。

工具软件是企业级服务重要入口。工具软件（办公）也是企业级服务市场的一个重要入口产品。这一类产品领域企业有望逐步向企业级服务市场延伸。通过起初的工具软件获得 B 端客户，先扩大客户基础，提升市占率；然后拓展新产品线，增加单用户 ARPU 值。从 Increase（老产品增加新用户），然后再 Expand（老用户增加新产品），逐步构建企业级产品矩阵，打造企业级服务平台。

图表2：从工具软件到企业服务

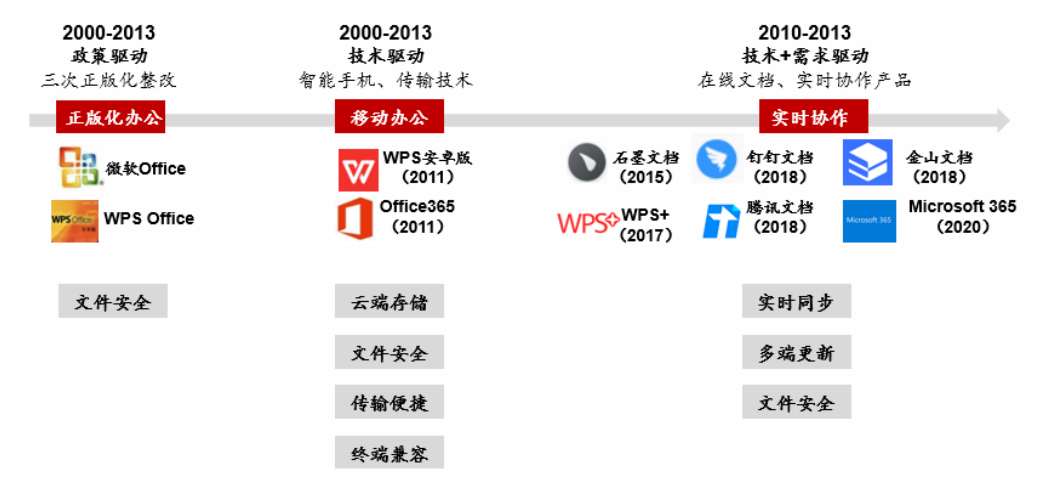


资料来源：华泰证券研究所

瞄准中小企业协同需求，WPS+云服务产品不断完善

办公市场进入实时协作新阶段，WPS+云服务有效满足协同办公需求。办公软件市场目前已经发展到实时协作阶段，传统办公软件厂商陆续推出了实时协作功能，文档类产品兴起的提升了办公效率，继移动办公打通个人层面的空间限制后，实时协作正逐步打破团队层面的空间限制。通过WPS+云服务满足协同办公需求，目前云服务形式的TOB产品主要指WPS+云服务方案，该服务整合了WPS Office、金山文档、企业管理后台等多项服务，能够满足企业云存储、在线编辑、共享协作、加密防护等需求。

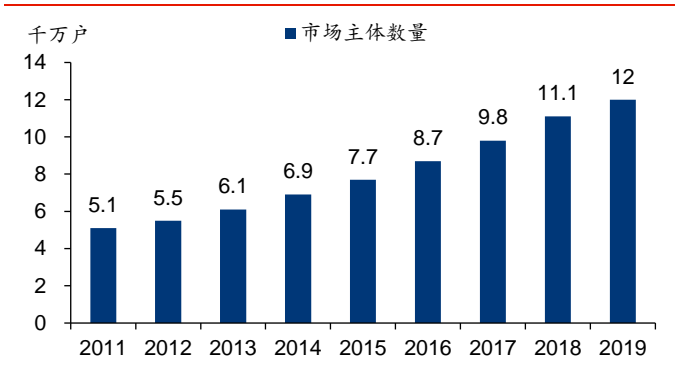
图表3：办公软件发展



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

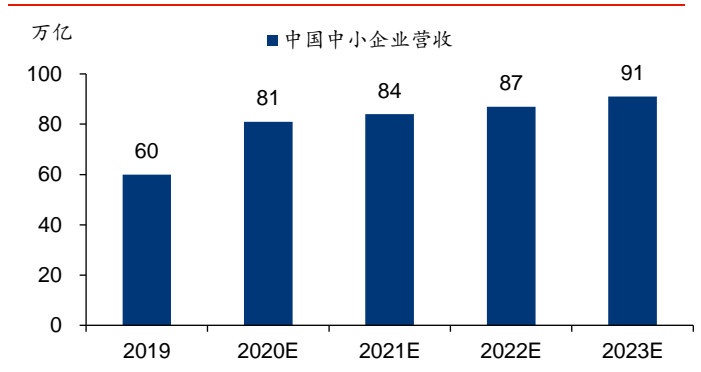
顺应中小企业增长趋势，金山积极开拓中小型企业（SMB）市场：据国家工商总局，我国市场主体数量从2011年的5100万户增长至2019年的1.2亿户，市场主体数量迅速上升。而从中小企业营收角度，据中投顾问产业研究中心预测，到2023年中国中小企业营收将达到91万亿元。WPS+产品较高的性价比符合中小型企业的需求；良好的灵活性适应不同水平的数字化基础；协同办公方案满足中小型企业实时协作时代的办公需求。

图表4：中国市场主体数量



资料来源：国家工商总局，华泰证券研究所

图表5：中国中小企业营收及预测



资料来源：中投顾问产业研究中心，华泰证券研究所

WPS+产品与中小企业需求高度匹配，相较Office具有性价比优势。中小企业客户普遍存在的问题是资料分散存储于公司电脑、纸质文件、用微信、QQ、邮箱传文件等特点，具有数字化基础较薄弱的特点。公司提供的WPS+方案能够满足文档安全、实时协作的需求，公司客户的需求主要集中于文档的安全、实时反馈、历史追溯，而WPS+产品能够充分满足以上需求。而与相比Office，据公司官网，WPS+价格基本为office同档产品的1/3，具有性价比高的优势。

图表6: 云服务方案对比

	功能	价格 (元/人/年)
Office365 专业增强	办公+云	1044
Office365 E1	云服务	696
Office365 E3	办公+云增强	1740
WPS+ 基础版	基础办公	0
WPS+ 商业版	办公+云文档	365
WPS+ 高级商业版	办公+文档增强	599

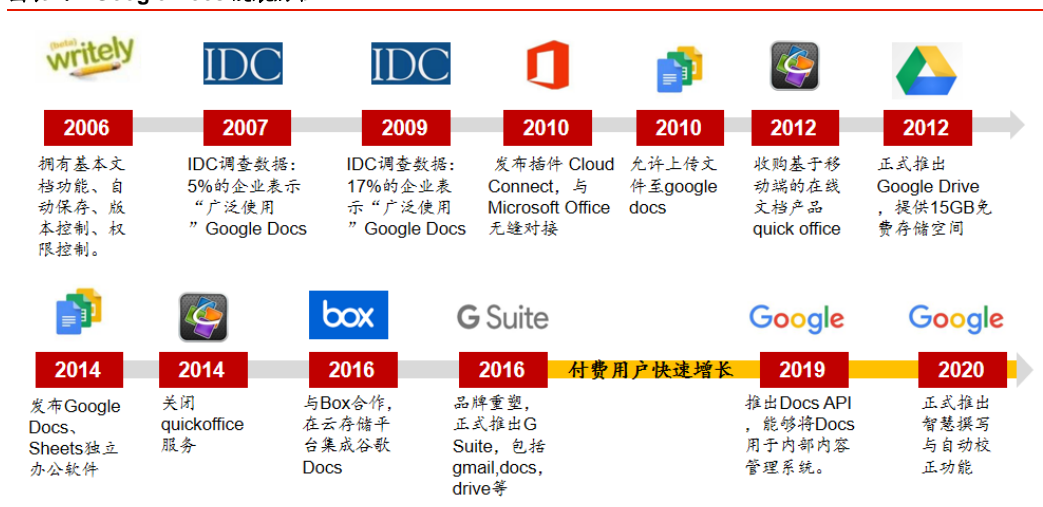
资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

金山文档持续进化, 协同体验不断改善

协同技术进化, 体验改善。早在 2013 年金山就推出了 WPS 轻办公组件, 但受当时的技术限制, 在保存覆盖、合并修改等方面体验较差, 协同办公主要依靠 WPS 云文档的云存储实现初步的协同。而随着技术进步, 2016 年底公司推出 WPS 云协作, 支持同时编辑, 标志着协同产品逐步成熟。

对标 Google Docs, 或通过整合套件实现商业化。Google Docs 从功能视角看包含存储、协同编辑、权限管控等功能, 支持最常见的文件格式, 包括 DOC、XLS、ODT、ODS、RTF、CSV 和 PPT 等, 金山文档与之类似。2016 年 Google Docs 品牌重塑后 Docs 被包含于 G Suite 内, G Suite 套件付费用户数迅速增长。据 Gmail 官方, 2018 年 Gmail 用户数达到 15 亿, 2020 年 3 月 G Suite 月活跃用户数达到 20 亿。套件内包含协作办公及头部产品 Gmail, 通过套件间的协同效应提供更有力量的协同解决方案实现商业化。目前金山的产品中办公软件与金山文档整合性不断提升, 未来整合为套件是商业化的一种可能路径。

图表7: Google Docs 发展历程

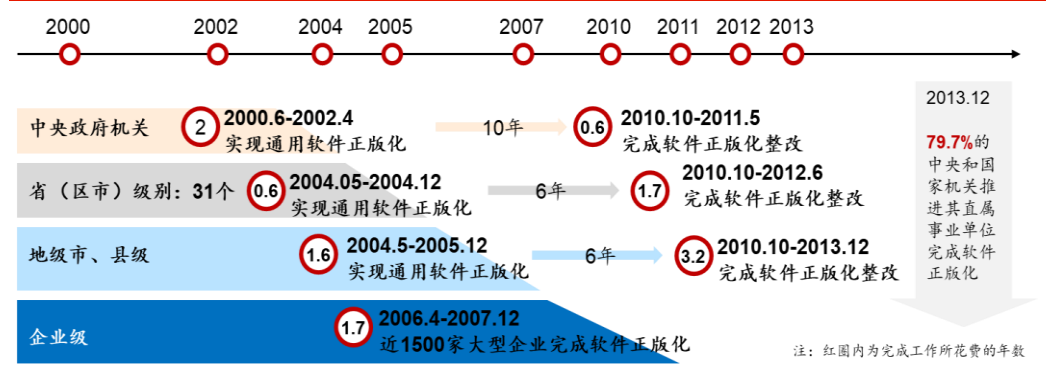


资料来源: 谷歌官网, 华泰证券研究所

正版化持续推进，国产办公软件龙头或受益

正版化整改工作不断推进，市县级正版化工作基本完成。正版化整改时间通常间隔 6-10 年，由于软件授权到期等因素，2010 年 10 月，国务院办公厅发布《关于进一步做好政府机关使用正版软件工作的通知》，开启了第二波正版化运动（2010 整改），随后长效机制逐步建立，正版化逐步过渡为长期需求。2010 整改在地市级层面推进得更加彻底，从正版化持续时间看，2010 整改中地市级层面的整改持续时间约三年，长于第一次正版化运动。从中国 TOB 正版化工作成效上来看，中央层面正版化工作落实到位，市县级经过三年多的整改后正版化工作基本完成。

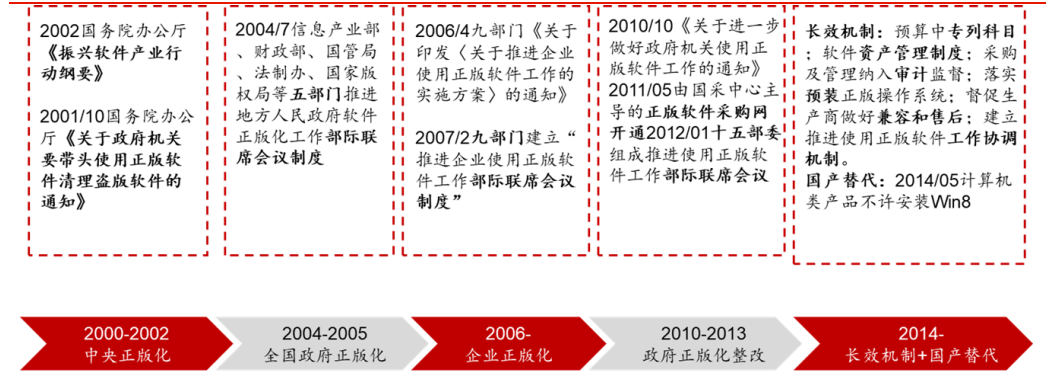
图表8： 正版化相关政策效果进程



资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

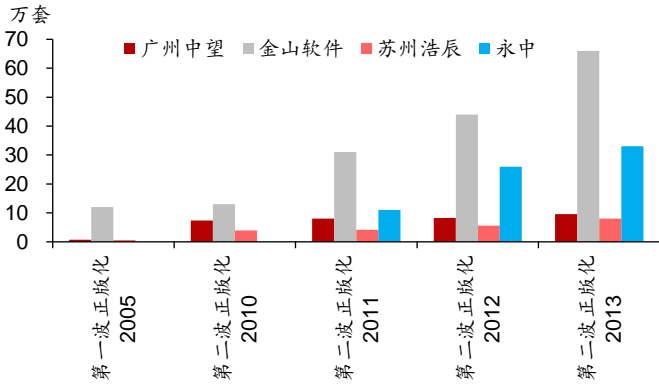
正版化长效机制下，国产软件面临发展机遇。我国在政府正版化整改工作中，长效机制逐步建立完善，国产软件成为热点。一方面，采购产品类型更加丰富。从采购产品类型看，以浙江、广东为典型代表，大型企业及政府机关采用的仍然多为专业版产品。但从大单（500 万以上）采购的产品看，多平台、多系统产品出现。

图表9： 正版化相关政策



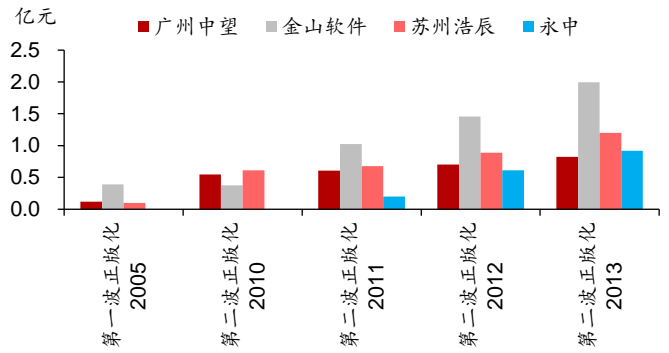
资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

图表10: 正版化期间企业软件销售数量



资料来源:《中国软件正版化实施效果评估报告》(2015.05), 华泰证券研究所

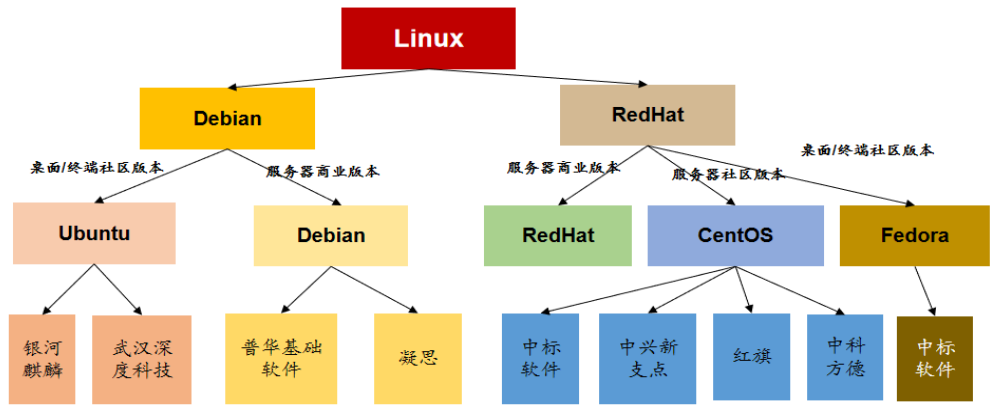
图表11: 正版化期间企业软件销售收入



资料来源:《中国软件正版化实施效果评估报告》(2015.05), 华泰证券研究所

Linux 支持与国产化新契机: WPS 早在 2013 年就推出了原生 Linux beta 版本, 除主流 Linux 外, WPS2019 还兼容国产操作系统, 如 deepin、UKylin、中标麒麟、方德、银河麒麟、新支点、Magic 等。随着国产软件的崛起, 特别是以 Linux 为基础的操作系统产品逐渐进入应用阶段, 上层办公软件应用或迎来新的发展契机。

图表12: 国产操作系统流派



资料来源: 华泰证券研究所

正版化采购空间稳步增长, 金山份额将上升。 正版化采购相关收入可以从总额和份额两个角度分析, 增长的动力包括: 总量、采购占比变化和金山份额上升。总量方面, 随着正版化长效机制的建立, 政府、央企采购 IT 服务总规模形成稳定增长的趋势。据中研普华, 我国政府 IT 投资规模从 2010 年的 479 亿元上升至 2018 年的 735 亿元, 预计 2019 年投资规模已增长至 763 亿元。采购占比变化方面, 办公软件在国产采购中占比上升。据国采中心, 办公软件采购金额占比已从 2007 年的 6% 上升至 2013 年的 57%。据 gartner, 中国 IT 支出中软件支出占比从 2015 年的 2.6% 上升至 2019 年的 3.0%, 我们认为国产产品采购作为 IT 支出的重要组成部分, 软件占比也将呈现上升趋势。在金山份额方面, 据《中国软件正版化实施效果评估报告》, 2005 年及 2010-2013 年, 金山软件销售量及销售额均位于第一, 我们认为国产化办公软件中, 金山办公在文档安全等方面具有技术优势, 并且具有悠久的政企服务历史, 未来随着正版化持续推进, 国产办公龙头金山份额或持续上升。

增值服务持续拓展，2C业务增长趋势有望延续

2C业务以会员收入为主。从产品形态看，2C业务即个人订阅，包括办公软件、金山文档及打字通、词霸等产品，使用免费。在收费模式上，个人版产品使用免费，但会员服务需要收费，主要包括三种会员。**WPS会员：**功能主要与WPS Office的办公软件相关。稻壳会员：主打功能为提供多种PPT、Word、Excel文档模板及图标库资源等。精品课会员：与WPS精品课服务相关，内容服务为主。

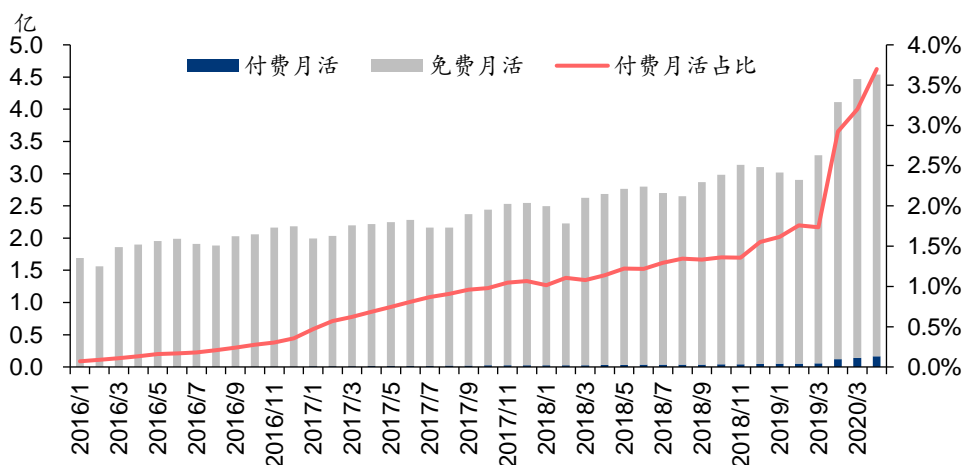
图表13：2C产品收费模式

收费服务	价格	内容
 WPS会员	89元/年	90+特权： “去广告”等身份特权；“图片水印”等图片特权；“超大空间”等云特权；“PDF转换”等PDF特权；“文档修复”等功能特权
 稻壳会员	89元/年	30+特权： “模板免费下载”等资源特权；“简历助手”等文档特权；“PDF编辑”等功能特权；“空间容量”等云特权；“免广告”等身份特权
 精品课会员	698元/年	低价课程、免费课程、微信社群答疑解惑，包括有声书、在线课程（办公效率、岗位技能、职业发展、个人成长、品质生活）
 金山词霸	22-58元/百字	包括证件翻译、简历翻译、论文翻译等人工翻译功能，具体收费标准依据语种、翻译内容类型、翻译方向决定。

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

用户基础好，付费月活占比提升。从付费用户绝对值情况看，截至2020年6月底，累计付费个人会员数达到1681万，同比上升98.47%，公司拥有良好的用户基础。从付费月活占比看，2016年以来付费月活占比不断提升。累计付费用户数占主要产品月活从2018年底的1.9%上升到2020年6月的3.7%，付费用户占比呈现上升的趋势。

图表14：付费月活及占比



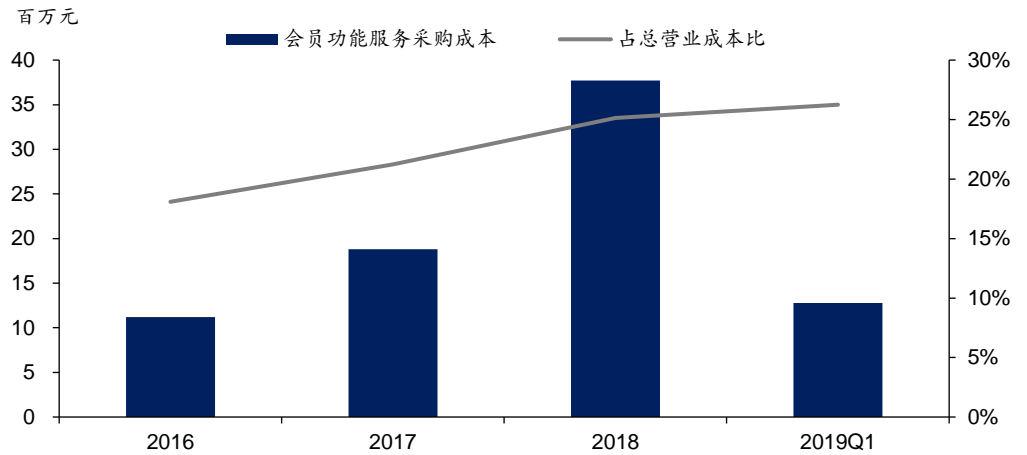
注：付费月活=词霸业务月度活跃用户数+WPS会员月度活跃用户数+稻壳会员月度活跃用户数

资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

增值服务不断拓展，共建生态推动商业转化

增值服务不断拓展，文档类为核心。金山在协作办公领域不断拓展，以文档为核心向外延伸，包括模板、格式处理、设计排版、数据恢复、流程图等，其中模板服务为最主要的采购内容。近年来由于采购服务项目不断丰富，采购成本占比也呈现上升的趋势，会员服务采购成本占总办公订阅服务成本比从2016年的47%上升到19Q1的52%。

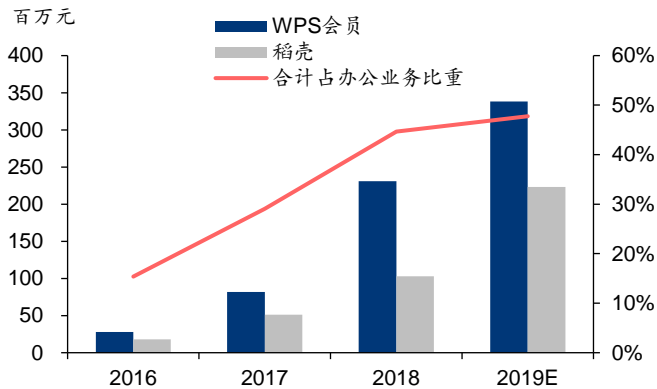
图表15：会员服务采购成本占办公服务订阅成本比



资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

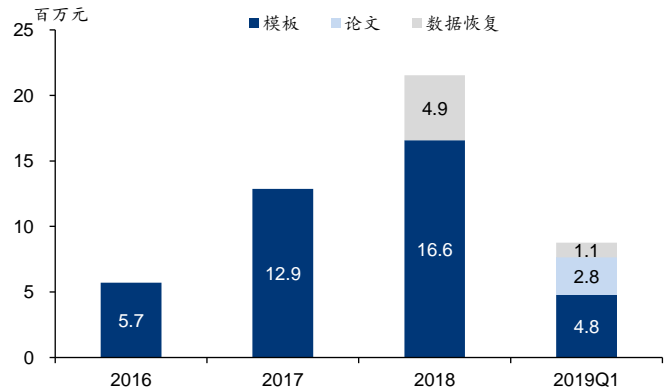
采购类别不断拓展，模板为最主要部分。金山办公于 2018 年新增数据恢复功能，于 2019 年新增论文查重、PDF 工具包、流程图等功能，采购产品类别也随之拓展。在众多采购产品中，模板为采购中最为主要的部分，而涉及模板的服务主要是 WPS 会员和稻壳会员，此部分收入近年来高速增长，占办公业务总收入比从 16 年的 15% 升至 18 年的 45%，我们通过量价估算，预计 2019 年该比重或已达到 48%，模板服务推动了公司收入快速增长。

图表16：WPS 及稻壳会员服务收入



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表17：十大供应商中会员服务相关采购



资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

共建生态推动商业转化，与应用深度融合实现双赢。金山为伙伴提供“WPS 账号体系、支付平台、智能推荐、会员体系、插件预加载”等专业服务并拥有广泛的用户基础。合作伙伴则通过应用丰富 WPS 的功能，已有案例如图表秀、问卷星、翻译狗等，据公司年报，截至 2019 年，金山已汇集了 800 多家生态合作伙伴。以金山和百度网盘的集成为例，通过集成可以在访问百度网盘云端文档时直接通过金山文档在线预览和编辑文档，并可实时保存在百度网盘。一方面实现流量打通有利于双向引流，另一方面为客户提供良好的云协作体验有助于增加服务价值，推动变现。

AI 赋能办公，进一步提升使用效率

目前 AI+办公仍以商业智能、交互可视化为主。AI 赋能办公软件有助于进一步提升办公效率，从目前运用在办公产品中的 AI 技术看，包括识别类、检索类、数据展示类。AI 赋能的两个阶段如下，**一是高效：**提升办公产品的使用效率与便捷性、增强用户的粘性，当前的 AI+办公功能中语音助手、自动改错、自动填充等功能属于以提升办公效率为主的类型。**二是数据赋能：**包括深度学习，大数据分析，商业智能等，通过 AI 放大数据的价值。但由于前两者需要以大数据为基础，目前办公领域暂无成熟应用，目前主要仍以商业智能、交互可视化为主。

图表18: AI 赋能示意图

计算机视觉	利用图像处理技术进行预处理和特征抽取, 根据从图像抽取的统计特性或结构信息, 把图像分成预定的类别, 并结合图像理解程序处理视觉信息
语音助手	深度学习
快速填充	语音识别
错字纠正	专家系统
	自然语言处理

资料来源: CSDN、华泰证券研究所

WPS 人工智能项目以模板类、识别类为主。WPS 人工智能项目包括模板智能推荐、自然语言识别类、计算机视觉识别三大方向。

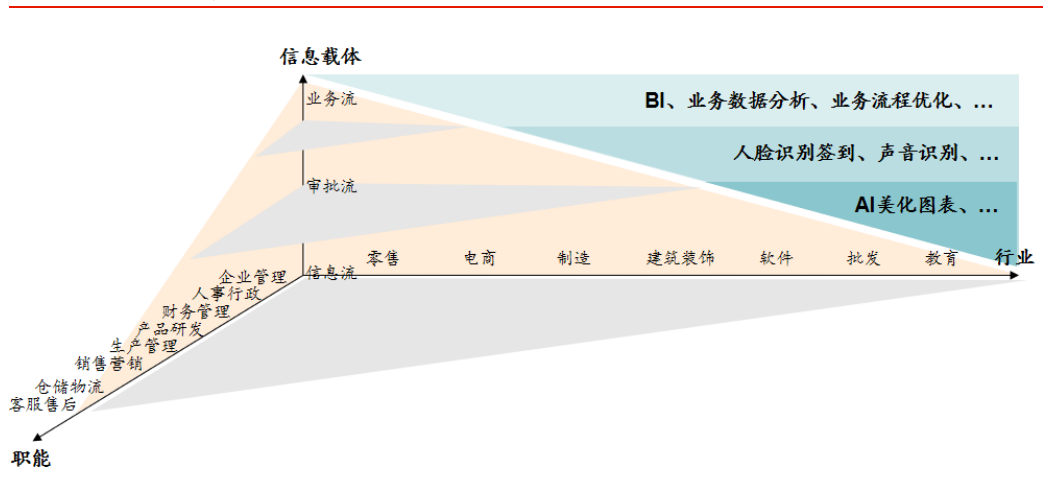
图表19: WPS 办公领域人工智能基础研发中心建设方向

项目名称	目标	模块 1	模块 2	模块 3
基于海量语料的人机协同辅助写作系统研发项目	提供写作模板、语料素材推荐和文档校对等辅助写作功能	文档模板模块	语料素材推荐模块	文档校对模块:
AI 自然语言处理平台项目	基于海量语料构建的深度语言模型和知识图谱, 帮助各个 NLP 任务提升准确率	语言模型模块		知识图谱模块
AI 计算机视觉识别平台项目	实现对图片进行文字提取	物体检测引擎模块	扫描件 OCR 模块	自然场景 OCR 模块

资料来源: 招股说明书, 华泰证券研究所

综合来看目前的 AI+办公仍然处于减轻繁琐简单工作, 提升办公效率的阶段。一方面以业务数据为基础: 与业务数据结合, 通过数据分析实现流程优化提升效率或通过商业智能实现智能的交互可视化。此类人工智能应用有助于发挥业务数据价值, 对于拥有大量业务数据积累的企业较有吸引力。另一方面以各类识别为基础: 包括人脸识别、声音识别、文字、图形类型识别等, 底层技术仍是基于大量实例训练。目前办公软件内该类型的人工智能应用仍然占主导地位。

图表20: AI+办公发展方向

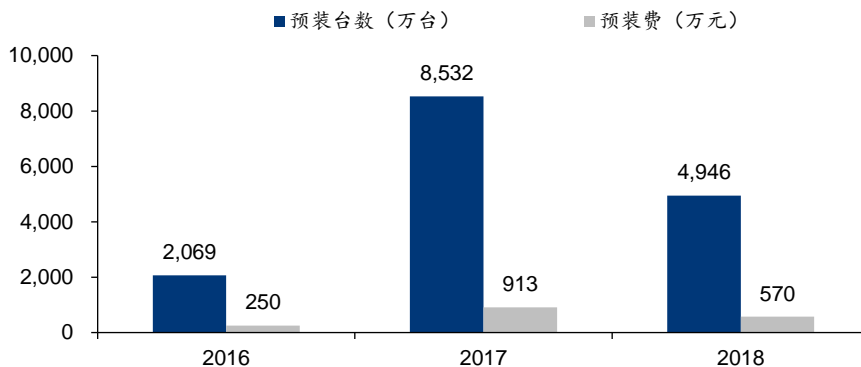


资料来源: 华泰证券研究所

卡位移动端市场，月活稳定提升

把握智能手机普及潮，通过手机预装卡位移动端市场。金山通过与小米、华为等国产手机厂商展开合作，2012年起在手机上免费预装 WPS office 移动版，实现移动端市场卡位。据2019年7月公司对上交所问询函的回复，公司与华为、OV的免费合作期分别于2017年4月、2019年4月结束。随着手机渠道重要性提升，免费合作期结束后，公司与华为、OV开始付费或分成形式合作，相比原先的免费预装，移动端预装成本有所上升。

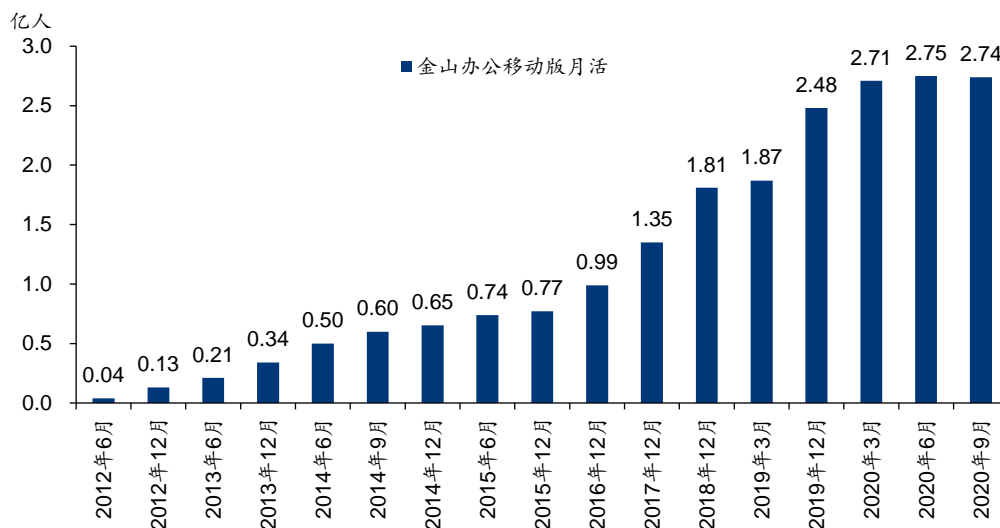
图表21: WPS 预装台数及预装费



资料来源: 招股说明书, 华泰证券研究所

移动端产品不断优化迭代，月活稳定上升。从产品版本更迭情况看，2011年推出1.0版本以来产品在交互性方面独创了手机阅读模式，颠覆性推出单手模式，随后在云性能和流畅度上进一步提升，至2015年8.0版产品已较为成熟。根据公司财报，WPS移动版月活从2012年12月的0.13亿增长到2020年9月的2.74亿人。

图表22: WPS 移动版月活

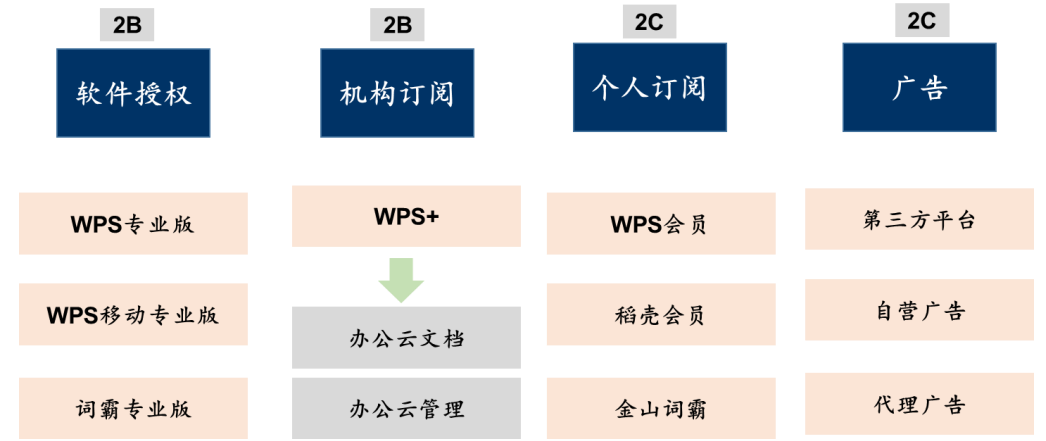


资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

产品为基因本质，从拆解变量看业务空间

金山办公基因本质为产品。金山办公的业务可以分为：2B业务和2C业务。在2B业务中，存在典型的软件业务向云业务拓展的商业模式：从License到云订阅模式。在2C业务中，则是从广告收费向个人订阅增值服务侧重。背后核心本质都是公司的产品。依靠免费产品体验吸引客户、依靠产品迭代升级黏住客户，最终还是靠产品来对客户流量进行变现。

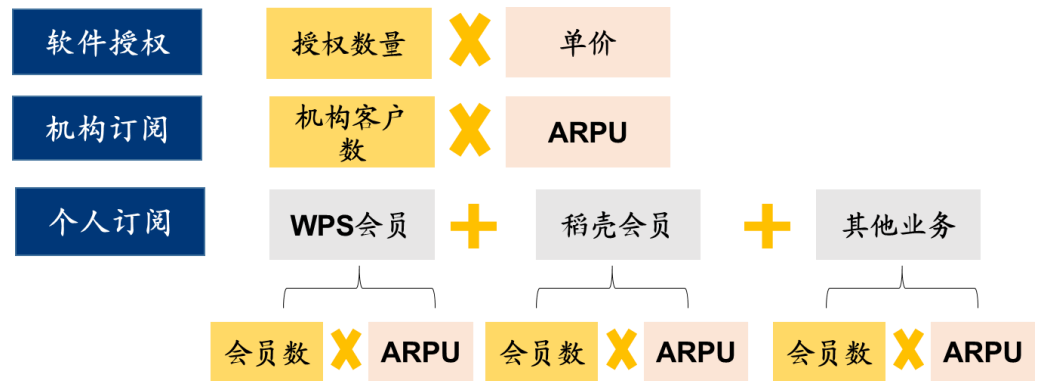
图表23：金山办公业务构成



资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

为了更好的理解金山办公的商业本质，我们把每个业务进行变量拆解，拆解到我们所能跟踪研究的最小单元颗粒度。变量拆解的第一个结果就是：量和价。在不同的产品形态中，“量”表现的形式不一样，潜在的用户规模不同，价格也有所差异。

图表24：金山办公业务核心变量



资料来源：华泰证券研究所

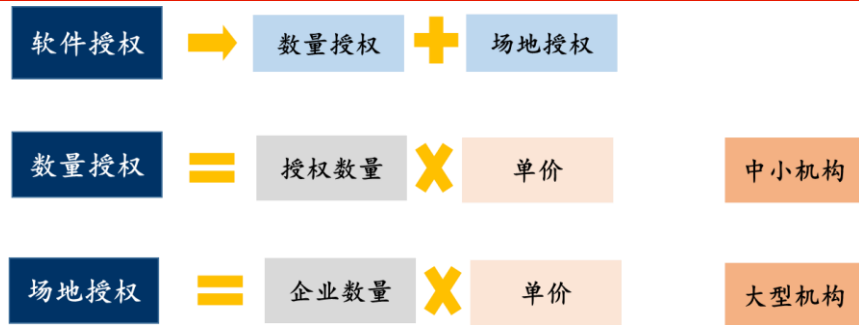
软件授权核心变量为数量和价格

公司按照客户规模、客户具体需求以及谈判结果等不同条件，最终与办公软件产品使用授权客户确定具体的授权方式。根据商务谈判、招投标等进行情况，以及具体客户的具体偏好，可能出现规模较大的客户选择场地授权，或规模相对较小的客户选择数量授权的情况。

1) **数量授权**：适用于中小型机构客户。公司多授予此类客户某一版本的软件使用权，并按照授权数量进行收费。

2) **场地授权**：适用于大型客户。在合同约定期间，公司授予此类客户在其经营场所不限装机数量使用某一版本软件的权利。根据客户需求，此期间通常持续一至五年，公司针对整个场地收取授权使用费用。

图表25: 金山办公软件授权业务核心变量



资料来源: 公司年报、华泰证券研究所

从软件授权业务收入增长趋势来看, 2016年至2019年软件授权业务收入增速不断加速, 2019年同比增长较为明显; 场地授权收入占比不断提升, 表示大企业客户覆盖数量增加。

图表26: 2014-2020年软件授权业务情况

单位: 百万元	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E
办公软件使用授权	192.9	221.8	234.8	284.2	355.5	495.7	909.2
增速 (%)		15%	6%	21%	25%	39%	83%
按数量授权	129.9	151.8	160.9	166.4	202.0	280.8	608.3
增速 (%)		17%	6%	3%	21%	39%	117%
按场地面积授权	63.0	70.0	73.9	117.8	153.5	214.9	300.8
增速 (%)		11%	6%	59%	30%	40%	40%
占比 (%)							
按数量授权	67%	68%	69%	59%	57%	57%	67%
按场地面积授权	33%	32%	31%	41%	43%	43%	33%
相对占比 (%)							
场地授权/数量授权	49%	46%	46%	71%	76%	77%	49%

资料来源: 招股说明书, 华泰证券研究所

注: 由于2019、2020无相关细分数据, 表内数据为预测值

数量授权的核心变量为授权数量(单个个体数量)和单价。在单价方面, 据公司招股说明书, 2019年WPS商业版价格为365元/人/年; WPS高级商业版为599元/人/年。在授权数量方面, 主要是中小企业使用的WPS的数量。

图表27: 2014-2020年数量授权业务情况

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E
按数量授权(百万元)	129.9	151.8	160.9	166.4	202.0	280.8	608.3
增速		17%	6%	3%	21%	39%	117%
标准版占比			80%	87%	88%	88%	60%
标准版收入(百万元)			129.0	144.6	178.5	248.2	365.0
授权数量(万套)			40.8	49.0	57.0	68.0	100.0
标准版价格(元)			316	295	313	365	365
高级版占比			20%	13%	12%	12%	40%
高级版收入(百万元)			31.9	21.9	23.5	32.6	243.3
授权数量(万套)			5.5	3.8	4.0	5.6	41.8
高级版价格(元)			580	580	580	581	582

资料来源: 招股说明书, 华泰证券研究所

注: 由于2019、2020无细分数据, 表内数据为预测值

场地授权的核心变量为企业数量和单价。在单价方面, 据招股说明书, 2019年公司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。一般来讲, 客户规模越大、员工数量越多, 按照预计使用量来看, 平均单价会越小; 客户有配套移动端软件需求的, 比只购买桌面版的客户的平均单价要高。

根据与不同客户的商务谈判过程、招投标具体要求等，场地授权之间的均价可能有所不同。一般来讲，同行业的场地授权与数量授权，场地授权的平均单价低于数量授权的平均单价。场地授权作为行业内的一般销售方式，在招投标、商务谈判销售模式中都较为常见，场地授权可以近似理解为购买数量庞大的数量授权，数量越多，均价优惠越大。

图表28： 2019年1-3月授权客户情况

客户	购买内容	授权方式	金额 (万元)
中国东方航空股份有限公司	WPS Office2019 专业增强版办公软件授权	场地授权	456.9
北京悦航天翼电子信息技术有限公司	WPS Office2019 专业版办公软件授权、WPS Office 移动增强版办公软件(V4)授权、WPS 云文档系统授权、PDF 专业版软件授权	场地授权	258.62
中国铁塔股份有限公司	WPS Office2016 专业版办公软件 (授权专用) 授权	数量授权	154.09
北京市顺义区文化委员会	WPS Office2019 专业版办公软件授权	场地授权	100.68
京东方科技集团股份有限公司	WPS 即时通讯系统用户账号授权	数量授权	99.57
河北银行股份有限公司	WPS Office2016 专业增强版办公软件 (授权专用) 授权	场地授权	99.14
深圳供电局有限公司	WPS Office2016 专业增强版办公软件 (授权专用) 授权	场地授权	77.59
中国南方电网有限责任公司	WPS Office2016 专业增强版办公软件 (授权专用) 授权	场地授权	68.97
国盛证券有限责任公司	WPS Office 多平台版办公软件 (含 VBA) 授权、PDF 专业版软件授权	场地授权 数量授权	64.66
中国新兴集团有限责任公司	WPS Office2016 专业版办公软件 (授权专用) 授权	场地授权	60.9

资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

在企业数量方面，据公司招股说明书，截至 2019 年 3 月底：《财富》杂志披露世界 500 强中的 120 家中国企业，公司已服务 69 家，比例达 57.5%；国内 96 家央企中，公司所服务的客户已达 82 家，比例达 85.41%；特别在金融行业，全国五大国有商业银行均为公司客户，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%。公司推出文档的行业解决方案，在能源、金融、大型民营企业等领域打造出一批业界最佳实践，例如中国人民银行、工商银行、国家电网、华为、中兴通讯等。通过定制化的服务，为更多客户提供全方位解决方案。

图表29： 2014-2020年场地授权业务情况

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E
按场地面积授权 (百万元)	63.0	70.0	73.9	117.8	153.5	214.9	300.8
增速 (%)		11%	6%	59%	30%	40%	40%
单价 (万元)		35.00	40.00	45.00	50.00	62.00	63.00
授权数量 (个)		200	185	262	307	347	478

资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

注：由于 2019、2020 无细分数据，表内数据为预测值

产品类型和种类不断增加。在产品矩阵方面，金山办公的产品类型和种类不断增加。在产品迭代速度方面，据公司官网版本更新情况，WPS Office 每年大概 20 版本迭代，平均 2-3 周迭代一个版本。

图表30： 软件授权产品矩阵

WPS Office 专业版
整合云文档、文字、表格、演示、PDF 多个套件，支持文档修复、数据恢复、OCR 识别等功能

WPS Office Mac 版
文档在 Mac 上顺滑呈现，常用文件格式完美兼容，深色模式、左右分屏、Handoff

WPS Office 移动专业版
支持企业定制功能，开发 APP 接口，WPS Office 移动专业版开发团队为企业进行办公软件的再开发

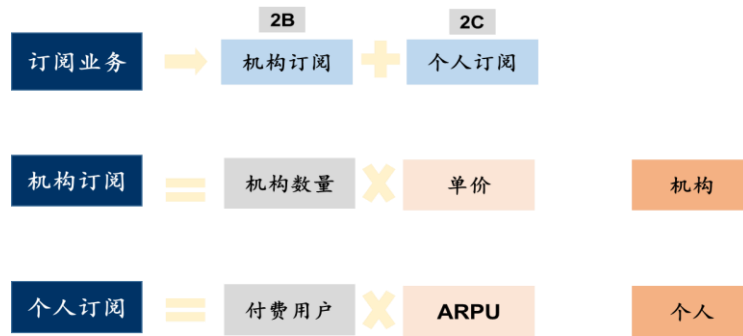
WPS Office For Linux
原生，兼容，高效

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

订阅业务核心变量为订阅量及会员单价

金山办公订阅业务，包括：机构订阅，个人订阅两种。

图表31：金山办公订阅业务核心变量



资料来源：华泰证券研究所

个人订阅业务持续高速增长，机构订阅业务在 2018 年收入同比小幅下降，但事出有因。2018 年机构订阅收入总额整体小幅下降，主要原因是 2017 年中国仪器进出口集团公司因自身需求、代理的最终客户需求进行了大量采购，导致其 2017 年采购额较高，但此项目具有偶然性并且无法保证持续，2018 年其需求量有所下降，导致 2018 年的机构服务订阅收入同比小幅下降。2019 年，公司机构客户订阅业务收入恢复高速增长，同比收入增速达到 67%。

图表32：2014-2019 年订阅业务情况

单位：百万元	2014	2015	2016	2017	2018	2019
办公服务订阅	9.5	19.5	64.1	173.2	392.6	679.5
增速 (%)		105%	229%	170%	127%	73%
1) 机构客户订阅	6.8	9.9	15.8	25.3	22.9	38.2
增速 (%)		46%	60%	60%	-10%	67%
2) 个人客户订阅	2.8	9.6	48.3	147.9	369.7	641.3
增速 (%)		247%	403%	206%	150%	73%
WPS 会员			27.8	81.8	231.4	-
稻壳会员			17.8	51.0	103.1	-
词霸业务			2.7	14.2	30.9	-
其他个人客户订阅				0.8	4.4	-

资料来源：招股说明书，公司年报，华泰证券研究所

机构订阅：服务订阅模式通常逐年签订合同或签署多年框架式合同，并在合同约定期间内分摊确认收入。机构订阅业务为企业用户提供软件服务业务，如合同或协议中约定了考核和验收条款的，公司按考核和验收对应的服务提供进度确认收入；合同中未约定考核和验收条款的，公司在约定的服务期间内分期确认收入。

图表33：WPS 不同版本产品

	基础版	商业版	高级商业版
价格	免费	365 元/年/人	599 元/年/人
特点	基础安全、管理功能，适用于小组	适合团队及企业，云、WPS 功能明显强化	功能扩展二次开发接口及 1V1 服务
存储空间	1G/人	1T/人	5T/人
产品服务	WPS、PDF、轻应用、在线办公（云文档、WPS Office 正版授权、查看成员操作日志、在线 office）	无广告	1V1 服务
云特权	云文档历史版本、文档漫游、云文档附件大小 10M	云文档网页批量下载、全文检索、私密文件夹、加速下载、云文档附件大小 1G	网页批量下载数量、大小、团队数量更多
企业管理	组织架构管理；团队管理。	成员活跃详情、后台数据分级管理、管理员角色、日志报表	同商业版
WPS 特权	金山 OCR 识别工具转 3 次/人；安全文档；文档修复、格式转换、数据恢复、OCR 识别操作权限设置最大 5 人	别无限次使用；操作权限 50 人	同商业版

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

对于客户而言，办公服务订阅的优点是，可以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。

个人订阅：公司为个人用户提供会员服务，其中标准化的会员主要为 WPS 会员（含超级会员）、稻壳会员两类。WPS 会员服务注重基于 WPS Office 办公软件的功能型服务，如 WPS 会员可以使用文档转换、文档修复、文档美化、会员皮肤等增值服务；稻壳会员则可以每月免费下载一定数量的稻壳云模板，并在下载限额用完后，以优惠价格购买稻壳云模板，享受资源型服务；超级会员既可享用 WPS 会员服务，又可享用稻壳资源服务。我们将个人订阅业务分为三类，分别为 WPS 会员、稻壳会员、其他会员，其中其他会员用以衡量词霸、精品课等 WPS、稻壳会员之外的个人订阅业务情况。

图表34：个人订阅业务情况

	WPS 会员				稻壳会员			
	2016	2017	2018	2019Q1	2016	2017	2018	2019Q1
交易数量（次）	1,330,581	4,869,792	12,038,214	4,773,429	1,424,159	3,700,193	6,093,547	1,801,160
交易用户数（人）	986,351	2,955,218	5,752,449	2,846,770	1,064,577	2,493,614	3,577,612	1,273,806
单次交易均价（元）	20.66	28.38	27.15	24.45	18.15	17.12	19.85	22.87
用户平均交易金额（元）	27.87	46.77	56.82	40.99	24.28	25.4	33.81	32.34

资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

公司主要产品月度活跃用户数量持续高速增长。截至 2020 年 9 月 30 日，公司主要产品月度活跃用户（MAU）已达到 4.57 亿。其中 WPS office PC 版月度活跃用户数 1.76 亿；移动版月度活跃用户数 2.74 亿；公司其他产品如金山词霸等月度活跃用户数接近 0.1 亿。

图表35：主要产品 MAU 情况

单位：亿	2019.3	2019.12	2020.3	2020.6	2020.9
整体 MAU	3.28	4.11	4.47	4.54	4.57
WPS office PC	1.32	1.54	1.68	1.72	1.76
移动版	1.87	2.48	2.71	2.75	2.74
其他（金山词霸）	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

盈利预测

1、收入预测

办公服务订阅：据公司中报，20H1 办公服务订阅业务收入 5.33 亿，同比增长 70.89%，其中个人客户订阅业务成为增长的关键动力。我们认为随着下半年复工复产进一步推进以及疫情推动企业提升对数字化转型的认知，下半年相关收入增速或进一步提升。

机构订阅：机构订阅业务具备提供企业云文档、企业云模板、企业云协作、文档安全服务等一系列针对客户自身的定制化服务的优势，我们预计未来随着协同办公需求增长，云服务在 B 端客户数量有望进一步提升。而随着原有客户的升级及部分大中型客户的采用，WPS+云服务高级版使用客户也有望进一步增长。从价格角度看，我们认为为保持性价比优势，在预测期内平均价格或将保持稳定。预计 2020-2022 年机构订阅收入同比增速分别为 122.39%、64.10%、43.56%。

图表36： 机构订阅收入预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
标准版平均单价（元/人/年）	320	365	365	365	365
高级版平均单价（元/人/年）	550	599	599	599	599
标准版用户数（百万人）	0.06	0.09	0.20	0.30	0.45
高级版用户数（百万人）	0.01	0.01	0.02	0.05	0.06
机构订阅收入（百万元）	23.3	38.2	85.0	139.5	200.2
增速	-6%	64%	122%	64%	44%

资料来源：Wind、华泰证券研究所

个人订阅：公司个人订阅业务近年来快速增长，我们认为随着用户基础的扩大以及免费用户向付费会员的转化，公司的 WPS、稻壳付费会员数将进一步增长。其他会员主要是衡量词霸、精品课等业务的情况，我们认为此类服务客户群体较为稳定，预计预测期内会员数将保持稳定。预测期内，我们认为 WPS 付费会员将作为吸引增量用户的基础服务，价格或将保持稳定。而稻壳随着模板功能的丰富，我们认为未来或将提价。其他付费会员服务均价方面，2019 年推出单价较高的精品课会员拉升了其他会员服务均价，我们认为公司预测期内，其他会员服务均价或将保持稳定。预计 2020-2022 年个人订阅收入同比增速分别为 85.26%、65.79%、60.11%。

图表37： 个人订阅收入预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
WPS 付费会员数（百万人）	2.6	3.8	6.5	11.0	18.7
WPS 会员单价（元/人/年）	89	89	89	89	89
WPS 会员收入（百万元）	231.4	338.2	574.9	977.4	1661.6
稻壳付费会员数（百万人）	1.2	2.5	5.8	9.8	13.7
稻壳会员单价（元/人/年）	89	89	89	89	100
稻壳会员收入（百万元）	103.2	223.1	513.2	872.4	1372.3
其他付费会员数（百万人）	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
其他会员服务均价（元/人/年）	200	400	400	400	400
其他会员收入（百万元）	35.6	80.0	100.0	120.0	120.0
个人订阅收入（百万元）	370.2	641.3	1188.1	1969.8	3153.9
增速	151%	73%	85%	66%	60%

资料来源：公司年报、华泰证券研究所

机构授权：近年来公司软件授权业务收入增速不断提高，其中场地授权收入占比不断提升，表示大企业客户覆盖数量增加。20H1，公司办公软件授权业务 2.14 亿，同比增长 6.13%，我们认为随着下半年下游行业复工复产有序推进，叠加疫情催化让企业对数字化的认知提升，收入增速有望进一步提升。对于数量授权收入，我们认为随着协同办公需求的增长，公司机构客户将有所增长。而标准版价格预计将在预测期内保持平稳。另一方面，随着行业复苏及产品功能的强化，我们认为数量授权中高级版收入占比将有所上升。场地授权方面，我们认为，正版化或将成为软件授权业务增长的重要推动力，2020-2022 年场地授权或将保持高速增长，其中按照正版化 6-10 年的更新周期计算，2020 年-2021 年正版化或

将成为重要收入增长动力。而 2020 年受疫情冲击，相关进度滞后将导致 2021 年需求或有望集中释放，因此 2021 年收入增速或将高于 2020 年。预计 2020-2022 年机构授权收入同比增速分别为 83.43%、81.90%、31.96%。

图表38： 机构授权收入预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
标准版套数（百万套）	0.57	0.68	1.00	1.40	1.60
标准版数量授权平均单价（元/套）	313	365	365	365	365
标准版授权收入	178	248	365	511	584
标准版收入/数量授权收入	88%	88%	60%	50%	45%
数量授权收入（百万元）	202.0	280.8	608.3	1022.0	1297.8
增速	21%	39%	117%	68%	27%
场地授权（百万元）	153.5	214.9	300.8	631.8	884.5
增速	30%	40%	40%	110%	40%
机构授权收入（百万元）	355.5	495.7	909.2	1653.8	2182.3
增速	25%	39%	83.43%	81.90%	31.96%

资料来源：Wind、华泰证券研究所

互联网广告收入：公司的互联网广告业务近年来增速不断放缓，主要原因是公司基于提升用户体验的考虑而并未盲目扩张广告业务的规模，2020 年受疫情冲击，品牌媒体广告业务低迷，增速受到影响，20H1 互联网广告推广业务收入 1.69 亿，同比下降 1.77%。我们认为，随着公司未来不断在办公产品市场深耕，广告业务收入规模或将基本保持稳定，预计 2020-2022 年互联网广告业务收入同比增速分别为-5.89%、0.00%、0.00%。

2、毛利率预测

办公服务订阅：2018、2019 年办公服务订阅毛利率分别为 80.65%、80.73%。公司的办公服务订阅成本主要有 IDC 服务器租赁及 CDN 带宽服务成本、人员薪酬、会员功能服务采购以及版权分成。公司针对不同机构客户均组建了对口服务的团队导致成本较高。我们认为个人订阅业务的快速增长，有望带来规模效应，带来毛利率的提升。我们预计 2020-2022 年办公服务订阅毛利率分别为 84.50%、85.00%、85.50%。

办公服务授权：2018、2019 年办公服务授权毛利率分别为 97.14%、97.47%。办公服务授权业务毛利率水平较高的原因主要是由其业务模式决定，办公服务授权的客户往往采用其自身服务器及带宽安装和升级，因此产生的带宽、下载量极少。由于盈利模式的稳定性，该项业务毛利率预计将保持平稳，我们预计 2020-2022 年办公服务授权毛利率分别为 97.97%、97.97%、97.97%。

互联网广告：互联网广告推广业务 2018、2019 年毛利率分别为 83.26%、79.16%。该业务的成本主要是 IDC 服务器租赁及 CDN 带宽服务成本。一方面，广告市场进入调整期及公司为提升用户体验策略性的减少广告投放，该业务近年来收入增速有所下降导致成本摊薄效应减弱；另一方面，IDC 及 CDN 成本上升，导致该业务毛利率有所下滑。我们认为随着公司提升广告投放精准度，一定程度上能抵御成本上涨带来的负面影响，该项业务的毛利率水平有望维持稳定。我们预计 2020-2022 年互联网广告业务毛利率分别为 79.16%、79.16%、79.16%。

3、费用率预测

销售费用率：2018、2019、20H1 公司销售费用率分别为 19.11%、21.83%、19.00%，公司 2019 年销售费用率上升的主要原因是人员薪酬增长和宣传推广费增加所致，我们认为由于办公软件存在的网络效应及公司品牌影响力逐步扩大等因素有望提升公司销售投入的效率，销售费用率有望进一步降低，预计 2020-2022 年销售费用率分别为 16.83%、14.83%、13.83%。

图表39： 盈利预测假设

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入预测					
总收入	1129.68	1579.52	2562.54	4143.29	5916.62
增速	49.97%	39.82%	62.24%	61.69%	42.80%
办公服务订阅	392.65	679.53	1273.10	2109.26	3354.10
增速	126.75%	73.06%	87.35%	65.68%	59.02%
办公软件产品使用授权	355.68	495.84	909.18	1653.77	2182.25
增速	25.14%	39.41%	83.43%	81.90%	31.96%
互联网广告推广服务	381.21	404.06	380.27	380.27	380.27
增速	28.85%	5.99%	-5.89%	0.00%	0.00%
毛利率预测					
办公服务订阅	80.65%	80.73%	84.50%	85.00%	85.50%
办公软件产品使用授权	97.14%	97.47%	97.97%	97.97%	97.97%
互联网广告推广服务	83.26%	79.16%	79.16%	79.16%	79.16%
总毛利率	86.71%	85.58%	88.49%	89.64%	89.69%
费用率预测					
销售费用	215.84	344.74	431.16	614.26	818.00
销售费用率	19.11%	21.83%	16.83%	14.83%	13.83%
管理费用	88.81	135.70	169.13	227.88	307.66
管理费用率	7.86%	8.59%	6.60%	5.50%	5.20%
研发费用	427.54	598.79	843.32	1326.24	1834.70
研发费用率	37.85%	37.91%	32.91%	32.01%	31.01%

资料来源：Wind、华泰证券研究所

管理费用率：2018、2019、20H1 公司管理费用率分别为 7.86%、8.59%、7.02%，公司管理费用率主要为管理人员薪酬，管理费用率上升的原因主要是人员薪酬上涨。我们认为，管理费用率有望随收入规模的扩大而降低。我们预计，2020-2022 年管理费用率分别为 6.60%、5.50%、5.20%。

研发费用率：2018、2019、20H1 公司研发费用率分别为 37.85%、37.91%、33.47%。由于收入的大幅增长，研发费用率或将有所降低，另一方面由于未来公司仍将在企业级服务市场、人工智能应用等领域展开布局，我们预计公司在未来仍将保持一定的研发投入的力度，预计 2020-2022 年研发费用率分别为 32.91%、32.01%、31.01%。

综上，我们预计 2020-2022 年公司营业收入分别为 25.63、41.43、59.17 亿元，实现归母净利润 9.02、16.40、24.81 亿元，对应 EPS 1.96、3.56、5.38 元，对应 PE 211、116、77 倍。我们选择企业服务龙头用友网络、广联达及盈建科作为可比公司。可比公司 2021 年 Wind 一致预期平均市盈率为 119 倍。考虑公司作为国产办公软件龙头入口优势明显，企业级服务市场空间较大，给予公司 2021 年 119 倍目标 PE，对应目标价 423.64 元，首次覆盖，给予“持有”评级。

图表40： 可比公司估值表

证券简称	证券代码	股价	市值(亿元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
用友网络	600588 CH	45.10	1,475	0.48	0.28	0.36	0.47	94	160	126	96
广联达	002410 CH	80.65	956	0.21	0.37	0.58	0.80	386	218	140	101
盈建科	300935 CH	117.16	66	1.55	1.02	1.26	1.59	76	115	93	74
平均				0.75	0.56	0.73	0.96	185	164	119	90
金山办公	688111 CH	412.00	1,899	0.87	1.96	3.56	5.38	474	211	116	77

注：股价为 2020 年 1 月 28 日收盘价

资料来源：Wind、华泰证券研究所。可比公司盈利预测采用 Wind 一致预期

图表41：提及公司表

公司名称	代码	公司名称	代码
SAP	SAP US	Adobe	ADBE US
Oracle	ORCL US	Microsoft	MSFT US
金蝶国际	0268 HK	Google	GOOG US
Workday	WDAY US	广州中望	未上市
Salesforce	CRM US	苏州浩辰	未上市
泛微网络	603039.SH	永中	未上市
中国人民银行	未上市	华为	未上市
工商银行	601398.SH	小米	1810 HK
中兴通讯	000063.SZ	国家电网	未上市

资料来源：Wind、华泰证券研究所

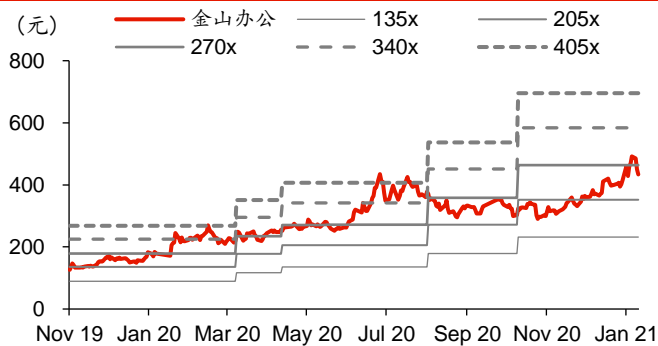
风险提示

业务拓展不及预期。1) 2B 企业级客户对 WPS 产品的使用有个逐步接受的过程；2) 金山办公在企业级服务市场的拓展，需要不断打磨产品，拓展渠道。这也需要一定时间的积累。

市场竞争加剧。企业级服务市场的竞争格局不清晰，可能面临新进入者的竞争。

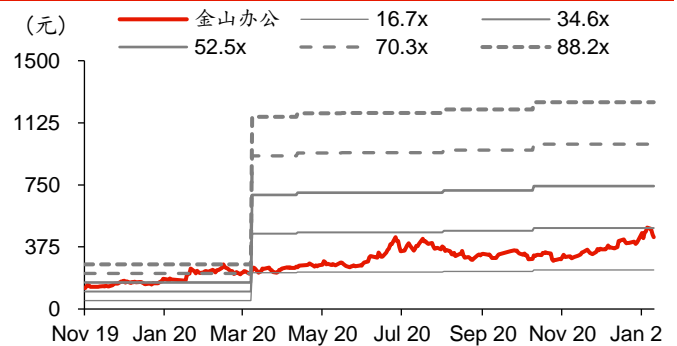
PE/PB - Bands

图表42：金山办公历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表43：金山办公历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,490	6,681	7,476	9,474	11,674
现金	186.80	749.24	1,216	2,943	4,676
应收账款	226.68	345.02	634.79	884.10	1,306
其他应收账款	20.90	25.50	49.78	71.94	101.88
预付账款	5.83	5.32	12.77	16.48	25.29
存货	1.00	1.43	2.84	2.57	4.99
其他流动资产	1,049	5,554	5,560	5,556	5,561
非流动资产	137.24	163.43	173.33	197.29	229.18
长期投资	13.22	21.86	33.34	45.77	59.50
固定投资	52.81	67.17	74.05	93.22	111.66
无形资产	17.85	17.61	9.74	1.95	1.39
其他非流动资产	53.35	56.80	56.19	56.35	56.63
资产总计	1,627	6,844	7,649	9,672	11,904
流动负债	424.23	726.71	768.53	1,198	1,010
短期借款	0.00	0.00	320.97	0.00	0.00
应付账款	69.78	60.24	125.76	145.36	226.43
其他流动负债	354.46	666.48	321.80	1,052	783.18
非流动负债	16.21	48.70	48.70	48.70	48.70
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	16.21	48.70	48.70	48.70	48.70
负债合计	440.45	775.41	817.23	1,246	1,058
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	360.00	461.00	461.00	461.00	461.00
资本公积	216.24	4,588	4,588	4,588	4,588
留存公积	606.75	1,013	1,811	3,199	5,172
归属母公司股东权益	1,187	6,069	6,832	8,425	10,845
负债和股东权益	1,627	6,844	7,649	9,672	11,904

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	418.10	585.69	254.17	2,045	1,696
净利润	310.67	400.58	901.56	1,640	2,481
折旧摊销	16.67	32.14	30.15	40.29	48.76
财务费用	(1.95)	(3.02)	(19.75)	(52.65)	(114.28)
投资损失	(49.96)	(31.47)	(32.15)	(37.86)	(33.83)
营运资金变动	121.94	204.11	(608.04)	478.93	(655.34)
其他经营现金	20.72	(16.65)	(17.59)	(23.44)	(30.44)
投资活动现金	(217.94)	(4,474)	9.70	(2.96)	(16.38)
资本支出	52.57	63.21	28.56	51.82	66.92
长期投资	(197.91)	(4,456)	(11.48)	(12.43)	(13.73)
其他投资现金	32.54	45.22	49.74	61.30	64.27
筹资活动现金	(184.17)	4,449	(118.55)	6.55	52.81
短期借款	0.00	0.00	320.97	(320.97)	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	101.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	12.07	4,372	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(196.24)	(23.96)	(439.53)	327.53	52.81
现金净增加额	20.38	562.44	145.32	2,048	1,733

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,130	1,580	2,563	4,143	5,917
营业成本	150.11	227.77	295.03	429.20	609.88
营业税金及附加	11.29	15.94	25.63	41.54	59.40
营业费用	215.84	344.74	431.16	614.26	818.00
管理费用	88.81	135.70	169.13	227.88	307.66
财务费用	(1.95)	(3.02)	(19.75)	(52.65)	(114.28)
资产减值损失	(4.41)	(0.03)	(4.20)	(7.68)	(6.93)
公允价值变动收益	2.40	50.30	17.56	23.42	30.43
投资净收益	49.96	31.47	32.15	37.86	33.83
营业利润	338.02	401.65	918.38	1,668	2,519
营业外收入	0.00	0.00	0.15	0.05	0.06
营业外支出	16.50	(4.72)	3.93	5.24	1.48
利润总额	321.52	406.37	914.59	1,663	2,517
所得税	10.85	5.79	13.04	23.71	35.88
净利润	310.67	400.58	901.56	1,640	2,481
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	310.67	400.58	901.56	1,640	2,481
EBITDA	332.58	416.03	925.00	1,651	2,452
EPS (元, 基本)	0.67	0.87	1.96	3.56	5.38

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	49.97	39.82	62.24	61.69	42.80
营业利润	56.71	18.82	128.65	81.68	50.95
归属母公司净利润	44.94	28.94	125.06	81.86	51.34
获利能力 (%)					
毛利率	86.71	85.58	88.49	89.64	89.69
净利率	27.50	25.36	35.18	39.57	41.94
ROE	26.17	6.60	13.20	19.46	22.88
ROIC	31.59	(161.78)	236.78	(1,674)	409.36
偿债能力					
资产负债率 (%)	27.06	11.33	10.68	12.89	8.89
净负债比率 (%)	(15.29)	(11.76)	(12.57)	(34.51)	(42.79)
流动比率	3.51	9.19	9.73	7.91	11.56
速动比率	1.02	9.16	9.69	7.88	11.52
营运能力					
总资产周转率	0.78	0.37	0.35	0.48	0.55
应收账款周转率	5.61	5.51	5.22	5.45	5.39
应付账款周转率	2.82	3.50	3.17	3.17	3.28
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.67	0.87	1.96	3.56	5.38
每股经营现金流(最新摊薄)	0.91	1.27	0.55	4.44	3.68
每股净资产(最新摊薄)	2.57	13.16	14.82	18.28	23.53
估值比率					
PE (倍)	611.37	474.14	210.67	115.84	76.54
PB (倍)	160.02	31.30	27.80	22.54	17.51
EV_EBITDA (倍)	570.54	441.51	198.42	109.93	73.32

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

分析师声明

本人，谢春生、郭雅丽，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师谢春生、郭雅丽本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15% 以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/
邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com