



Research and
Development Center

行稳致远，崛起的国产办公软件龙头

——金山办公（688111）深度报告

——金山办公（688111）深度报告

2022 年 01 月 23 日

蒋颖 通信行业首席分析师

S1500521010002

+86 15510689144

jiangying@cindasc.com

证券研究报告

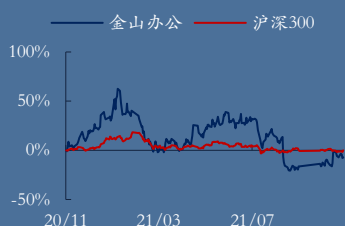
公司研究

公司深度报告（首次覆盖）

金山办公(688111)

投资评级 **增持**

上次评级



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	267.90
52 周内股价波动区间(元)	491.77-237.00
最近一月涨跌幅(%)	3.31%
总股本(亿股)	4.61
流通 A 股比例(%)	47.29
总市值(亿元)	1235.02

资料来源：信达证券研发中心

蒋颖 通信行业首席分析师
执业编号：S1500521010002
联系电话：+86 15510689144
邮箱：jiangying@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

行稳致远，崛起的国产办公软件龙头

2022 年 01 月 23 日

◆**用户数量持续高增，拓宽公司护城河，奠定长远发展基础。**公司在国内办公软件领域的市场占有率不断提升，用户数量维持高增长，截至 21Q3 公司 WPS 桌面端 MAU 达到 2.06 亿，WPS 移动端 MAU 达到 3.11 亿；伴随公司积极拓展用户群体，公司的核心竞争力有望持续提升、市场份额不断扩大，为公司的长远发展打下了良好基础。

◆**移动化与云化战略提高 WPS 市场竞争力，更具性价比的产品贴近国内用户需求。**WPS 率先大力布局移动端产品，以移动端为流量入口，实现 WPS 移动端和 WPS 桌面端产品用户的协同增长；公司依托金山云积极推进云化战略，相较于海外企业而言更具备数据安全保障，有望打开公司的第二成长曲线。另外，公司产品矩阵丰富、更贴近国内用户的多样化需求，具备良好的性价比优势。

◆**国产替代逻辑为公司创造有利发展窗口，政企采购加速 WPS 渗透进程。**在国产替代背景下，政府通过政策与资金等多种手段支持本土软件企业发展，同时伴随着公司产品性能不断提升，国内用户对公司产品的认同度也不断提升，公司在多重利好的推动下持续受益。另一方面，政企采购也加速了 WPS 在国内市场中的渗透进程，市场占有率得到快速提升，有助于公司加速发展，为公司未来的业绩提供有力保障。

◆**盈利预测与投资评级：**国产替代背景下，国产软件迎来发展窗口期，同时伴随着国民版权意识和付费能力的提升，国内软件企业的盈利能力进一步得到提升。公司积极推动技术创新和产品创新，紧抓办公软件移动化和云化大趋势，未来保持快速发展。预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 11.25 亿元、15.48 亿元、21.24 亿元，对应 PE 为 109.83 倍、79.78 倍、58.14 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

◆**风险因素：**1、用户增长不及预期；2、核心技术泄露或技术创新不及预期；3、行业发展不及预期。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	1,580	2,261	3,334	4,707	6,435
增长率 YoY %	39.82%	43.14%	47.47%	41.17%	36.71%
归属母公司净利润(百万元)	401	878	1,125	1,548	2,124
增长率 YoY%	28.94%	119.22%	28.06%	37.66%	37.21%
毛利率%	85.58%	87.70%	89.00%	88.95%	89.48%
净资产收益率 ROE%	6.60%	12.81%	14.60%	17.37%	20.09%
EPS(摊薄)(元)	0.87	1.90	2.44	3.36	4.61
市盈率 P/E(倍)	308.31	140.64	109.83	79.78	58.14
市净率 P/B(倍)	20.35	18.02	16.03	13.86	11.68

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 01 月 23 日收盘价

目 录

投资聚焦	4
一、老牌软件企业开启第二成长曲线	5
（一）金山办公底蕴丰厚，是国内老牌办公软件企业	5
（二）聚焦办公软件，以研发驱动增长	6
二、办公行业及中国如何破局	9
（一）办公软件市场格局变动，为国内企业提供机会	9
（二）国产化办公软件迎来新发展窗口	12
三、金山办公竞争优势明显，未来发展空间广阔	14
四、盈利预测、估值与投资评级	19
五、风险因素	21

表 目 录

表 1: 基础办公软件对比	9
表 2: 增值办公软件	10
表 3: 金山办公与微软 Office 365 个人版价格对比	14
表 4: 金山办公与微软 Office 365 企业版价格对比	16
表 5: 金山办公承担多项科研任务	16
表 6: 金山办公承担多项科研任务	17
表 7: 金山办公业绩预测	19
表 8: 估值对比表	20

图 目 录

图 1: 金山办公发展历程	5
图 2: 金山办公发展历程	6
图 3: 公司业绩持续保持高增	6
图 4: 公司销售及管理费用情况	7
图 5: 公司研发费用率保持高位	7
图 6: 办公软件业务维持高增	7
图 7: 2021H1 公司主营业务结构	7
图 8: 公司主要产品及服务	8
图 9: WPS 的 AI 功能	8
图 10: 办公软件分类	9
图 11: 办公软件多端协作	10
图 12: 国际办公软件市场	11
图 13: 国内办公软件市场	11
图 14: 办公软件市场的未来方向	12
图 15: 软件保护政策的变化	13
图 16: 办公软件系统组成	13
图 17: WPS 个人会员享有多种实用性特权（部分列举）	15
图 18: 主要产品 MAU（不含金山文档）	17
图 19: WPS 桌面端及移动端 MAU	17
图 20: WPS 累计年度付费用户及付费意愿	18
图 21: 上传云端文件数量（亿）	18

投资聚焦

用户数量持续高增，拓宽公司护城河，奠定长远发展基础。公司在国内办公软件领域的市场占有率不断提升，用户数量维持高增长，截至 21Q3 公司 WPS 桌面端 MAU 达到 2.06 亿，WPS 移动端 MAU 达到 3.11 亿；伴随公司积极拓展用户群体，公司的核心竞争力有望持续提升、市场份额不断扩大，为公司的长远发展打下了良好基础。

移动化与云化战略提高 WPS 市场竞争力，更具性价比的产品贴近国内用户需求。WPS 率先大力布局移动端产品，以移动端为流量入口，实现 WPS 移动端和 WPS 桌面端产品用户的协同增长；公司依托金山云积极推进云化战略，相较于海外企业而言更具备数据安全保障，有望打开公司的第二成长曲线。另外，公司产品矩阵丰富、更贴近国内用户的多样化需求，具备良好的性价比优势。

国产替代逻辑为公司创造有利发展窗口，政企采购加速 WPS 渗透进程。在国产替代背景下，政府通过政策与资金等多种手段支持本土软件企业发展，同时伴随着公司产品性能不断提升，国内用户对公司产品的认同度也不断提升，公司在多重利好的推动下持续受益。另一方面，政企采购也加速了 WPS 在国内市场中的渗透进程，市场占有率得到快速提升，有助于公司加速发展，为公司未来的业绩提供有力保障。

一、老牌软件企业开启第二成长曲线

公司（一）公司底蕴丰厚，是国内老牌办公软件企业

金山办公是国内老牌互联网软件企业，多年来深耕办公软件市场，是国内领先的应用软件和互联网服务提供商。1989 年，求伯君带领金山公司发布了中国第一款中文字处理软件 WPS1.0，填补了国内主流操作系统中文文档处理市场的空白。金山办公发展至今主要经历了两个阶段：在第一阶段，金山经历了早期的辉煌后，伴随微软 Windows 系统进入中国，金山错误判断了 Windows 当时的影响力，WPS 逐步失去了国内办公软件的市场；在第二阶段，WPS 抢占移动端市场，逐步摆脱微软对国内办公市场的垄断，市场份额明显回升。

公司成立早期业绩辉煌，后来由于战略失误，市场份额逐渐被微软抢占。WPS1.0 于 1989 年发布，产品性能优越，作为中国第一款中文字处理软件，在发布当年便实现了超过 6600 万的年销售额，超过 3 万套的销售量，使得金山在办公软件领域的市占率达到 95%。1990 年之后，微软进军中国市场，金山为适配 Windows 系统斥巨资开发了 WPS 的升级版“盘古”，并与微软签订了文件格式互读的协议。此后微软发布 Windows97，并宣布 Office 与 Windows 捆绑使用，金山早期用户开始流失；另外，微软公司对盗版软件的放任使得盗版 Windows、盗版 Office 在国内猖獗一时，盗版软件的打击加速了 WPS 市场的流失速度。

移动端打造全新流量入口，市场份额显著回升。在经历了早期战略失误之后，金山也在积极探索自救之路，随后发布了 WPS 2000/WPS2005 等产品，并宣布 WPS Office 个人版免费策略，WPS 市场份额逐渐得到回升。2011 年，金山办公率先发布 WPS 移动版，利用与 MS Office 生态互通，积极抢占移动端市场，占据流量入口，获得了显著效果。金山通过与华为、中兴、小米、OPPO、VIVO 等手机厂商合作，通过在智能手机上预装 WPS 软件，获取新用户、新流量，从而培养移动端用户的使用习惯。移动端用户量的上升反哺 PC 端，形成了移动端 WPS 和 PC 端 WPS 产品的有机联动，金山逐步打破了微软在办公软件行业中一家独大的格局，市场份额逐步回升。

图 1：金山办公发展历程

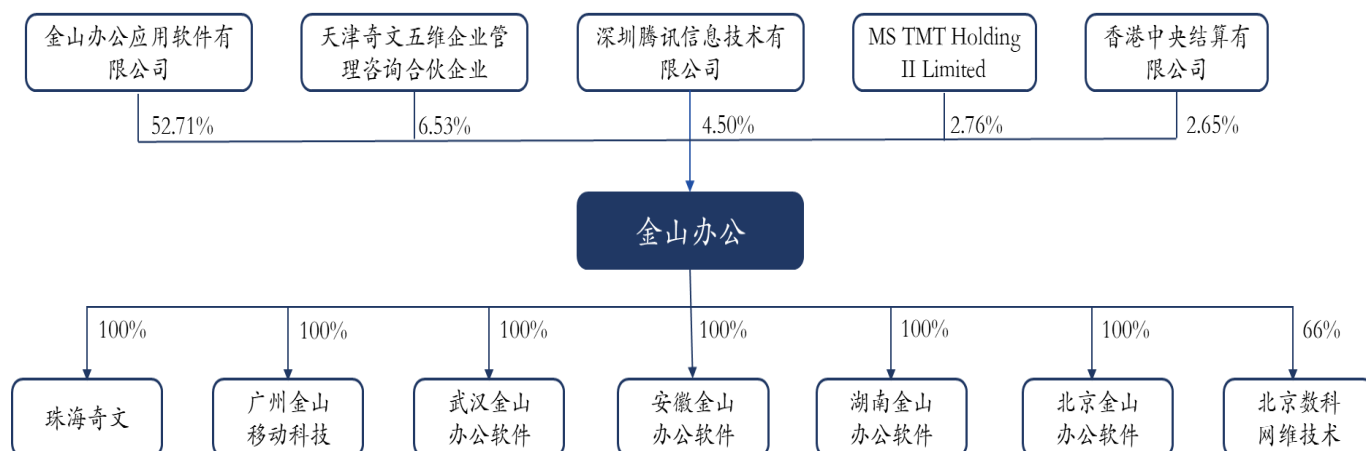


资料来源：公司官网，信达证券研发中心整理

公司由金山软件分拆设立，雷军是公司实际控制人。金山办公是由金山软件分拆设立，2019 年于科创板上市，雷军、求伯君是通过金山软件间接持有公司的股权，其中雷军是金山办公的实际控制人。公司大股东与管理层的技术与管理背景深厚，具备丰富的互联网行业从业经验。雷军、求伯君等公司大股东均是技术出身，深耕互联网行业多年，具备优秀的技术水平、管理能力与前瞻性行业思维；另外公司的董事长邹涛、总经理章庆元等公司高管均是互联网

行业的优秀人才，邹涛先生于 1998 年就职于金山，先后负责金山词霸、娱乐软件及金山办公等产品；章庆元 2000 年加入金山软件，是 WPS Office 办公软件第六代研发程序员的领军人物，同样具备丰富的管理经验。

图 2：金山办公股权结构（截至 2021 年 11 月 18 日）

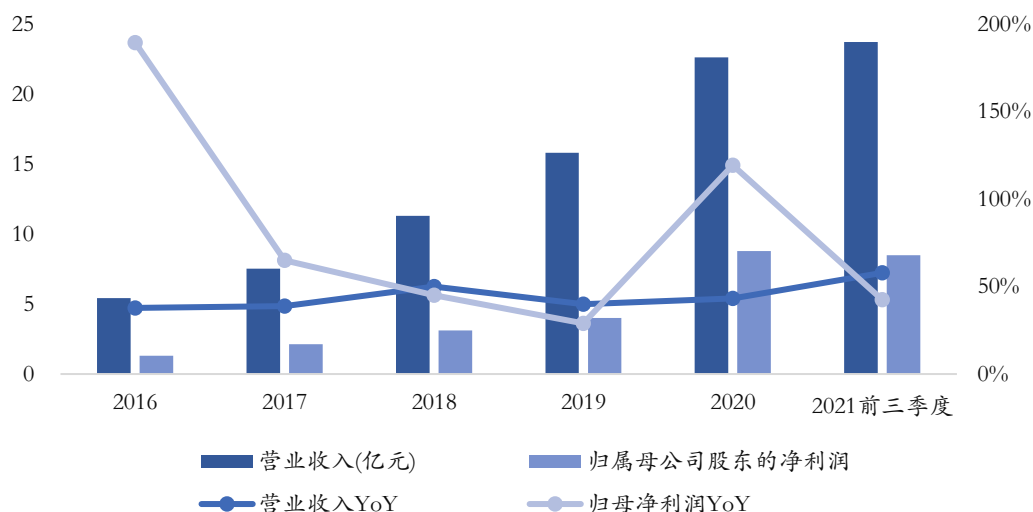


资料来源：wind，信达证券研发中心

（二）聚焦办公软件，以研发驱动增长

公司营收和归母净利润保持高速增长，整体业绩持续向好。2016-2020 年，公司营收由 5.43 亿元增长至 22.61 亿元，年复合增长率达 42.85%；同期归母净利润由 1.30 亿元增长至 8.78 亿元，年复合增长率达 61.21%。2020 年公司在疫情刺激用户居家办公的大背景下，业绩取得了较大增长，2021 年公司在 2020 年高基数的基础上依旧保持了较高增速，2021 年前三季度公司营业收入实现 23.72 亿元，同比增长 57.82%；归母净利润实现 8.48 亿元，同比增长 42.44%。公司业绩的持续增长一方面得益于产品的不断改进和产品矩阵的完善，另一方面得益于公司移动端战略的成功带动了整体 WPS 的销售。未来伴随着公司产品移动化、云化布局的积极推进，公司业绩有望持续向好。

图 3：公司业绩持续保持高增



资料来源：wind，信达证券研发中心

公司整体费用率保持平稳，持续保持高研发投入。公司费用率水平基本稳定，2018-2020 年销售费用率分别为 19.12%/21.84%/21.36%，2021 年前三季度销售费用率为 21.88%，同比上升 1.52 个百分点；2018-2020 年管理费用率分别为 7.88%/8.61%/9.42%，2021 年前三季度管理费用率为 9.23%，同比上升 1.78 个百分点。同时，公司重视研发投入，研发费用逐年高增，公司近五年研发费用率均保持在 30% 以上，2021 年前三季度研发费用率同比小幅下滑，维持在 29.89% 的高水平。公司积极的研发投入有效保障了公司产品的良好性能，巩固公司的市场领先地位，有利于公司的长久发展。

图 4：公司销售及管理费用情况

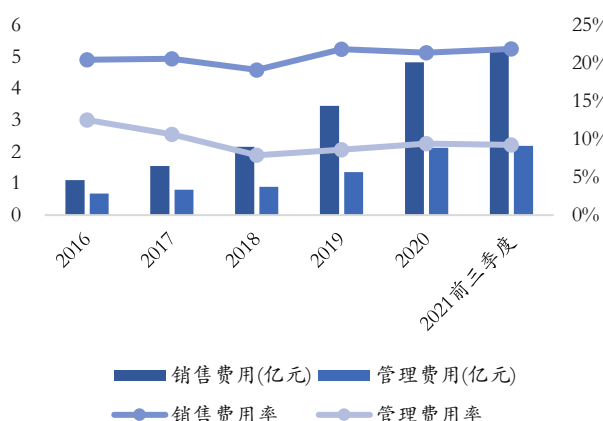
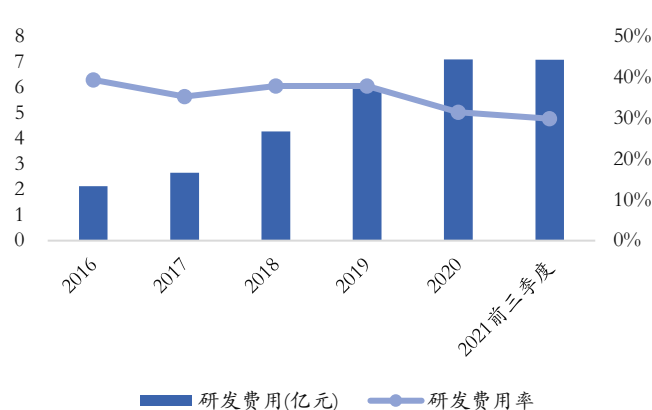


图 5：公司研发费用率保持高位



资料来源：wind，信达证券研发中心

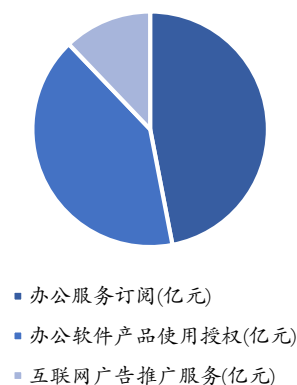
资料来源：wind，信达证券研发中心

公司办公软件产品使用授权业务与办公服务订阅业务维持高增，2021H1 合计占总营收之比为 87.87%。2016-2020 年，公司办公服务订阅业务由 0.64 亿元增长至 11.09 亿元，年复合增长达 104.03%；办公软件产品使用授权业务由 2.35 亿元增长至 8.03 亿元，年复合增长达 35.96%；互联网广告推广服务体量变化不大。2021 年上半年，公司的办公软件产品使用授权业务与办公服务订阅业务合计营收占比达到 87.87%，在移动端转型和国产替代的驱动之下，公司将战略重心逐步转移至以增值付费为代表的办公软件业务，以办公服务订阅和办公软件产品使用授权两部分业务为核心增长点，带动公司整体业绩增长。总体来看，市场占有率的提升与国民软件付费意识的提高推动了金山办公业绩的稳步提升，近两年在“信创”大背景的推动下，党政机关逐步加大对国产软件的采购力度，有望打造公司业务的又一大增长点。

图 6：办公软件业务维持高增



图 7：2021H1 公司主营业务结构



资料来源：wind，信达证券研发中心

资料来源：wind，信达证券研发中心

公司向各行业客户提供包括 WPS Office 办公软件和金山词霸在内的软件产品，并基于办公应用场景开发各类办公增值服务，提供一站式、多平台办公应用解决方案，同时提供以产品和相关文档为媒介的互联网广告推广服务。公司的主要产品包括 WPS 办公软件与金山词霸两大类，其中 WPS 产品中又包含了 WPS 文字、WPS 表格、WPS 演示、WPS 阅读等多产品组件，并提供了流程图、脑图、海报、日历等多种办公工具，形成丰富的办公产品矩阵。

图 8：公司主要产品及服务



资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

WPS 积极部署云化、AI 战略，占据市场先机。金山已部署国产化云——金山云，与 WPS 紧密绑定，金山云日均文档上传量已超过 1 亿，截至 2020 年底，个人及“WPS+”用户通过公有云服务上传至云端文件数量从 2018 年 93 亿增长约 8.66 倍至 898 亿，金山为用户保存的文档数据，从 9.7PB 增长了 10.6 倍，突破了 103PB。同时，金山瞄准办公软件 AI 智能化发展的机会，围绕文字智能处理，提升办公效率，促进企业数字化转型。金山办公拥有近 100 项 AI 能力，能实现全平台客户端的推理方案。WPS 已有排版美化、机器翻译、文档校对、辅助写作、文档转换等效率工具，能为用户提供更加智能的功能。

图 9：WPS 的 AI 功能



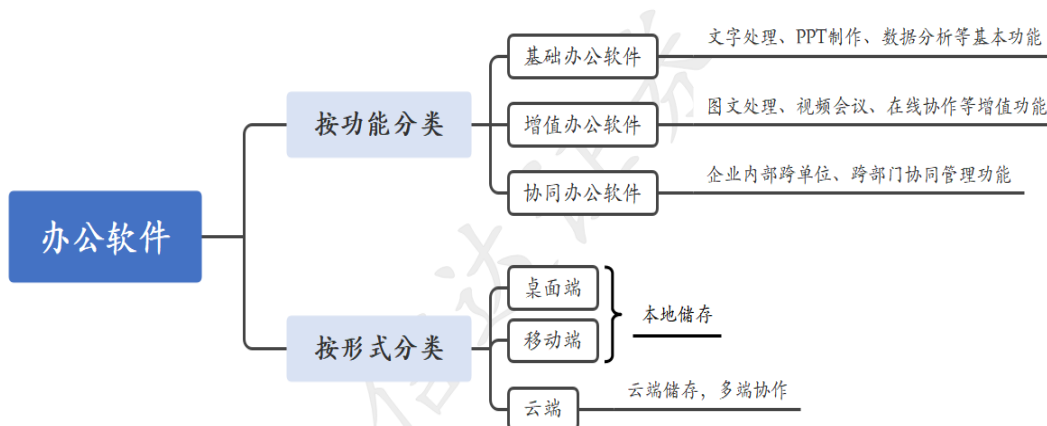
资料来源：信达证券研发中心整理

二、办公行业及中国如何破局

（一）办公软件市场格局变动，为国内企业提供机会

办公软件按功能可分为基础办公软件、增值办公软件及协同办公软件三大类。基础办公软件指可实现文字处理、PPT 制作、数据分析这三项基本办公功能的办公软件；增值办公软件主要指可实现包含图片处理、思维导图、表单统计、在线协作文档、视频会议、翻译软件、PDF 阅读、OFD 阅读、日历代办、社交邮件等办公功能的软件；协同办公软件指的是可在企业内部实现跨单位、跨部门协作功能的办公管理软件。另外，按照桌面展现形式，可以将办公软件分为桌面端、移动端和云端办公软件：桌面端即传统意义上在电脑端运行的办公软件；移动端指可在智能手机、平板等移动设备上运行的办公软件；以上两种办公软件的文件储存形式都在本地，而云端类办公软件可实现在云端储存本地文件，实现桌面端和移动端的实时同步及多人多端协作。

图 10：办公软件分类



资料来源：信达证券研发中心

基础办公软件以三件套（文字处理、PPT 制作、数据分析）为主，主要实现办公场景中最基础、最广泛的需求。办公人群对基础办公软件的核心需求是功能强大、性能稳定和数据安全。目前，在基础办公软件市场有所布局的主要厂商有微软（MS Office）、谷歌（G-Suit）、苹果（iWork）、金山办公（WPS Office）、永中（永中 Office）等。现在市场上的基础办公软件基本都布局了云端和移动端，实现了多端协作，云端储存。从界面上分析，MS Office、iWork 中三件套是相互独立的软件，而 WPS 和永中 Office 则将三件套集中在一个界面。

表 1：基础办公软件对比

公司	产品	产品组件	功能特色
微软	MS Office	Word、PowerPoint、Excel、Teams、Outlook、Exchange、OneNote、OneDrive 等	功能最强大，Excel 数据分析功能强大
谷歌	G-Suit	Google Docs、Forms、Drive、Calendar、Sheets、Slides、Gmail	在线办公软件，可通过云端处理文档，进行用户间协作等。
苹果	iWork	Pages、Numbers、KeyNote	与 Mac、iOS 系统适配，与 iCloud 账号绑定，适应苹果生态
金山	WPS Office	文字、演示、表格、海报、流程图、脑图、PDF、表单、金山文档、金山会议	功能集成化，各项功能都集成在 WPS 一款软件上；特色化功能多样；稻壳儿模板海量
永中	永中 Office	文字处理、电子表格、简报制作、PDF 阅读	功能集成化，页面与 MS Office 高度一致，内存极小

资料来源：信达证券研发中心

增值办公软件主要是满足基础办公软件之外的需求，种类比较复杂，主要包含图文处理、思维导图、表单统计、在线协作文档、视频会议、翻译软件、PDF 阅读、OFD 阅读、日历代办、社交邮件等多种软件。增值办公软件的核心功能集中在服务办公、提高效率和实现三件套无法实现的功能，目前金山办公、腾讯和阿里等企业都有增值办公软件产品。

表 2：增值办公软件

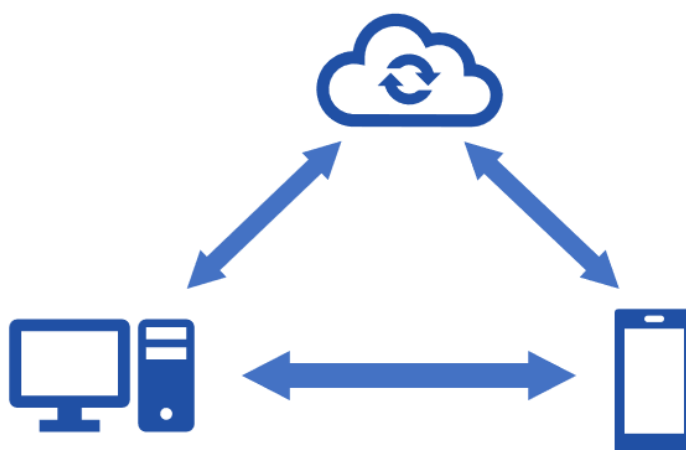
类别	产品
图文处理	Photoshop、创客贴、图怪兽、金山海报、亿图图示
思维导图	xMind、MindMaster、金山流程图/脑图
表单统计	问卷星、金数据、金山数据
在线协作文档	石墨文档、腾讯文档、金山文档、印象笔记、Google Docs、有道云笔记
视频会议	腾讯会议、Teams、Zoom、金山会议
翻译软件	金山词霸、有道词典、必应词典、谷歌翻译、百度翻译等
PDF 阅读	福昕阅读器、Adobe、金山 PDF 阅读、永中 PDF 阅读
OFD 阅读	数科 OFD
社交邮件	企业微信、钉钉、飞书、Slack

资料来源：信达证券研发中心

协同办公软件通常是以企业为单位，提供企业内部协同管理的办公软件或平台，为公司业务实现提供流程化服务，为员工办公交流提供便利。这类办公软件通常会与基础办公软件和增值办公软件进行接口对接，实现员工考勤数据、业绩数据等的处理，为企业提供数据化的内部管理，提高公司运转的效率。

基础办公软件、增值办公软件和协同办公软件三种功能类软件都具备桌面端、移动端和云端三种类型。通常来讲，桌面端办公软件具备比较强大的功能，能够实现文件的编辑、排版以及储存等功能。移动端软件的优点是比较便捷，进行简单修改以及电子文件的携带、传送等功能，主要是作为桌面端办公软件的轻量级软件存在。云计算在办公软件领域的运用使得 PC 端和移动端的实时同步得以实现，且数据储存在云端，可实现多人多端的同步协作，节省办公过程中文件传输、更新的流程，极大地提高了办公效率。

图 11：办公软件多端协作

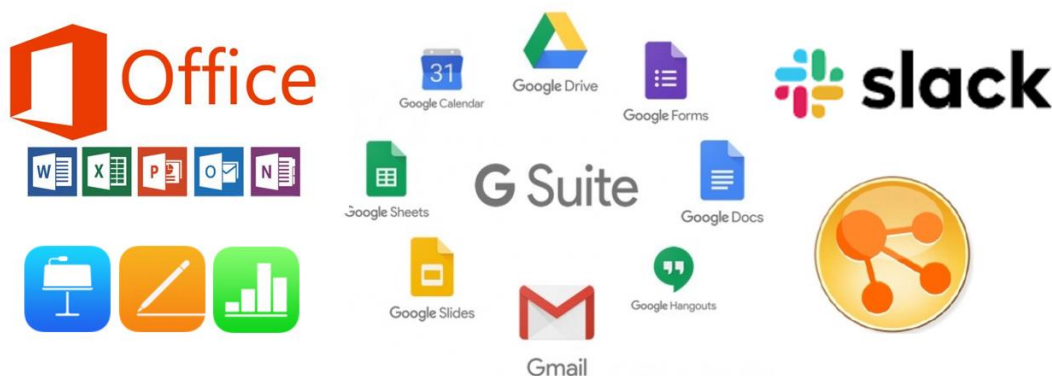


资料来源：信达证券研发中心

微软一家独大的办公软件市场竞争格局改变，移动端、云端的发展趋势为其他厂商带来机会。过去，由于办公场景的限制，办公软件以 PC 端为主，微软 Office 套件凭借其前期的市场优势，在国内办公软件市场长期稳定占据领先地位。但是，随着办公场景的多元化以及移动办公、随时办公、快捷办公的需求的增加，PC 端的办公软件显然不能满足办公人群的新

需求，移动化成为办公人群新的核心需求；同时，云计算在办公软件上的应用使得文件、数据的储存变得更加安全，也使得团队协作更加便捷。在办公软件的发展新趋势下，以金山办公为代表的本土办公软件企业紧抓国产替代机遇，积极调整产品战略，从卖产品变成了卖服务，为 B 端客户提供定制服务，向 C 端客户提供增值服务，厂商按照订阅服务进行收费。未来伴随着技术变革的进一步加深，微软一家独大的办公软件市场竞争格局或将生变，为其他企业带来发展机会。

图 12：国际办公软件市场



资料来源：信达证券研发中心

目前，国内市场办公软件仍然以微软为主，金山办公依靠移动化战略积极发展。在我国，微软 Office 和金山 WPS Office 占大部分基础办公软件市场：其中，在桌面端微软 Office 产品占据较高份额，在移动端 WPS Office 占据较高市场份额。增值办公软件市场与协同办公软件市场参与厂商较多，主要有福昕软件（福昕阅读器）、万兴科技（MindMaster）、腾讯（腾讯文档、腾讯会议、企业微信）、阿里（钉钉）、致远互联（协同办公平台）等。

图 13：国内办公软件市场



资料来源：信达证券研发中心

多端协作化、智能化、集成化将成为办公软件市场的未来方向。随着智能手机、平板等移动

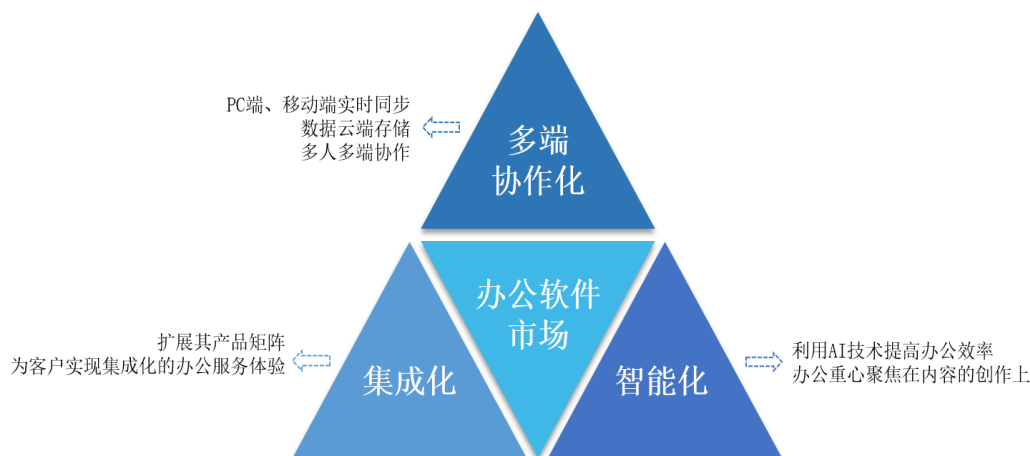
设备的发展，未来办公场景将不会局限于传统的办公室，办公软件也会随之向多端化发展。移动端和 PC 端实时同步，数据云端存储，多人多端协作将成为未来办公软件的基础功能。其次，伴随着 AI 技术的逐步成熟，机械性重复性工作能够通过 AI 技术解决，用户可以更多地聚焦在内容的创作上，智能化办公也有望成为未来办公软件发展的大趋势之一。再者，用户对办公软件功能多样化的要求提高，图文创作、表单统计、视频会议等功能要求办公软件厂商不断扩展其产品矩阵，为客户实现集成化的办公服务体验。

1) 多端协作化: 实现办公软件的多端、多人协作，节省文件的反复传输，实现企业文档统一安全管理，实时监控文档修改和传送，为办公中协作场景提供便利；

2) 智能化: 通过 AI 技术解决基本的排版、美化等问题，解决重复性机械工作的问题，能够让用户更多地聚焦内容创作，提高办公效率；

3) 集成化: 基础办公功能、增值办公功能、协同办公功能集中为一体，为客户提供全流程、集成化的办公服务体验。

图 14：办公软件市场的未来方向

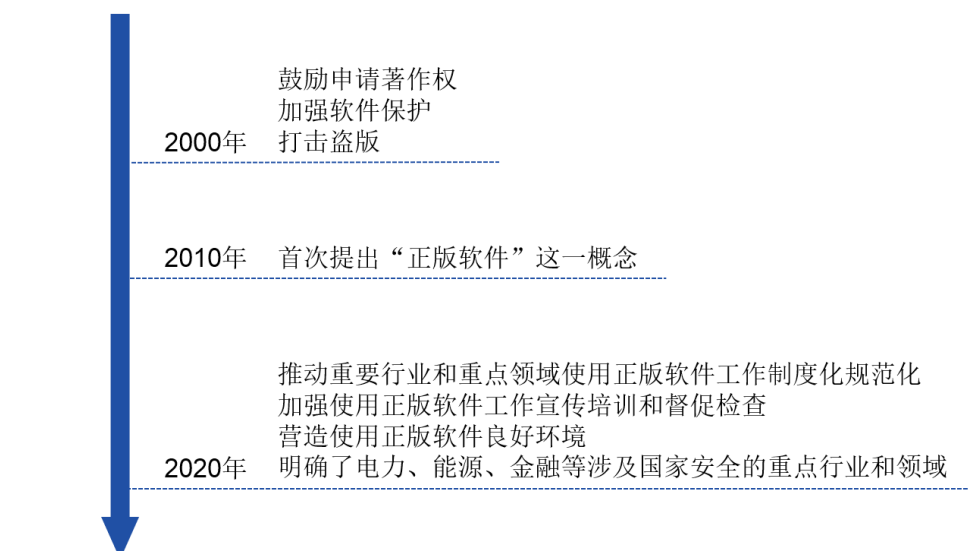


资料来源：信达证券研发中心

（二）国产化办公软件迎来新发展窗口

MS Office 早期垄断中国市场，客户粘性较强。二十世纪九十年代，微软 Windows 和 Office 进军中国市场。此前，金山 WPS Office 占据中国市场的 90% 以上，微软通过在 Windows 系统上预装 Office、与金山互通文件格式等方式，迅速抢占了中国市场。微软利用 Office 和 Windows 系统更好的适配性和更新的同步性，迅速抢占了大部分市场。此外，微软在中国市场上放任 Windows 和 Office 盗版软件，通过盗版软件的渗透，形成用户粘性，为此后 Office 正版的推行奠定了用户基础。2005 年 7 月 26 日，微软正式宣布开展全球正版行动，打击盗版行为，推行 Windows 及 Office 正版软件。

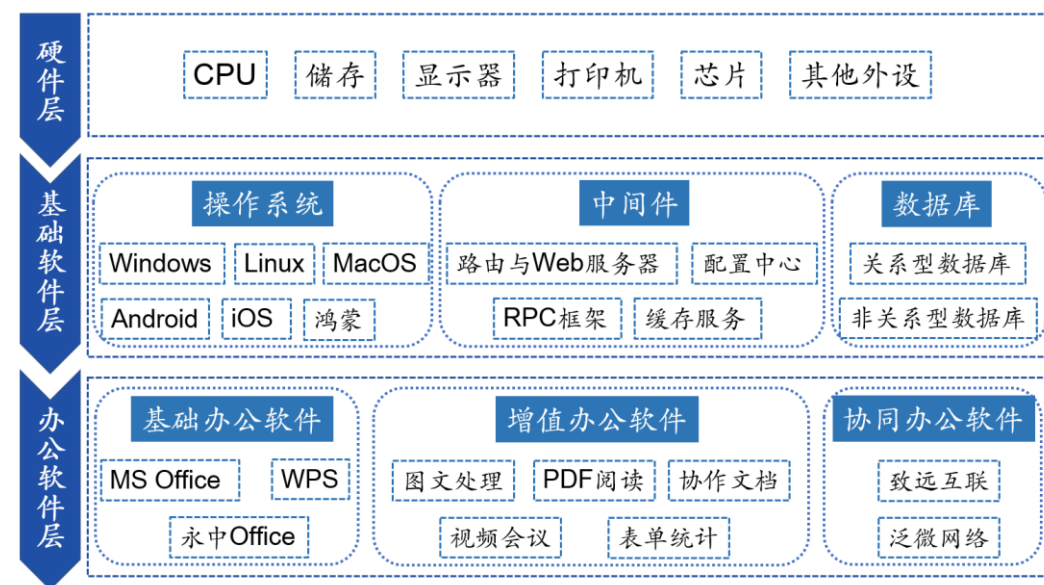
国家政策有力支持国产化办公软件发展。2020 年 8 月 4 日，国务院发布《关于新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展若干政策的通知》，大力支持符合条件的集成电路企业和软件企业的发展，包括财政政策、投融资政策、研究开发政策、进出口政策、人才政策、知识产权政策、市场应用政策和国际合作政策八大政策。办公软件是软件市场最重要的产品之一，是各单位不可缺少的软件用品之一，政策鼓励政府部门和各企业向各大软件厂商购买服务，极大地促进了国产办公软件的发展。同时，国家也通过版权保护政策为软件发展提供了明确保障，未来有望从根本性改变我国软件产品生存环境，改变政府和企业的采购方式，软件付费将成为我国软件市场的必然趋势，软件产品行业规模将获得较大空间。

图 15：软件保护政策的变化


资料来源：信达证券研发中心

泄密事件频发，办公软件安全性能要求提高。信息化办公以来，通过微信等社交软件泄露企业或国家文件的事件频发，办公与社交的分离迫在眉睫。此外，办公软件的云化也使得数据安全问题更加严峻。保障文件传输过程中的数据安全问题，实现办公场景的文件传递和数据传输成为新时代对办公软件的更高要求。

办公系统的全流程国产化为国家战略部署提供信息安全保障。国产化操作系统、芯片频频发布，从硬件设施到基础软件、办公软件，整个办公系统的全流程国产化，不仅能提高软硬件之间的适配性，还能加强信息安全保障，全方位防控信息泄露。另一方面，在办公软件云化的趋势下，国家出于对信息安全的考虑，对国外厂商在国内搭建云服务器的有政策限制，而国外厂商基于本地服务器实现云化的成本又高且不稳定，因此，国产化办公软件+国产化云服务将使得国产办公软件在国内市场有更高的竞争力。

图 16：办公软件系统组成


资料来源：信达证券研发中心

三、竞争优势明显，未来发展空间广阔

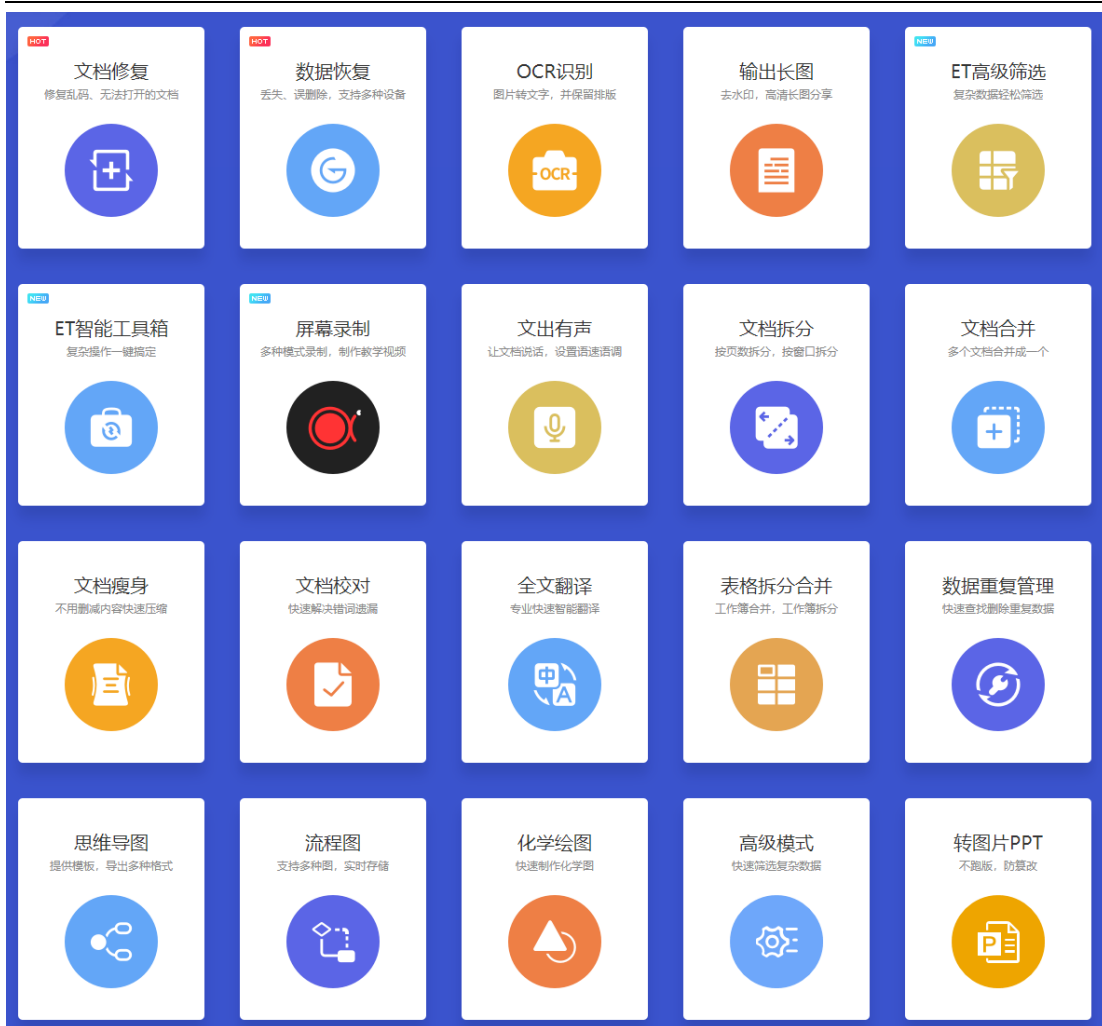
与微软的办公产品相比，WPS 产品定价整体略低：微软 Office 365 个人版售价为 398 元/年，家庭版按照最优惠价格计算为 83 元/年，而 WPS 个人版会员售价为 89 元/年，并随着订阅时间的增加而降低价格。从功能角度来看，WPS 能够提供更丰富的功能，受众群体更广。微软 Office 365 个人版产品更注重基础办公功能的完善，适用于精通办公软件并对办公软件的功能复杂程度有较高要求的白领群体；而 WPS 个人版在满足主流办公功能的基础上，提供了文档修复、数据恢复、ET 智能工具箱、输出长图、屏幕录制等超过 30 种实用类工具，更符合当前国内师生、政务工作人员及其他办公软件广大用户的使用需求，受众群体更广泛。同时稻壳会员也是金山办公的一大亮点，为广大用户提供了海量精美的各类模板，让用户能够更好地聚焦于内容创作过程，广受用户喜爱。另一方面，金山办公也积极结合本土特点推出更有吸引力的销售方案，推出了包括超级会员（同时具备 WPS 会员和稻壳会员）在内的多种销售方案，并通过与芒果 TV 会员联合销售，增强了用户的购买意愿与粘性。

表 3：金山办公与微软 Office 365 个人版价格对比

金山办公						
		连续包月	一年	两年	三年	备注
WPS 会员	原价	15	89	169	228	
	月均价（折算）	15	7.4	7	6.3	
稻壳会员	原价	20	39.9	89	169	2&3 年会员：送芒果 TV 半
	月均价（折算）	20	13.3	7.4	7	年会员（约 40 元）
超级会员	原价	30	179	299	399	1&2&3 年会员：送芒果 TV
	月均价（折算）	30	14.9	12.5	11.1	一年会员（约 69 元）
		半年	一年	两年	三年	
精品课会员	原价	108	188	338	438	
	月均价（折算）	18	15.7	14.1	12.2	
		三个月	一年			
超级联合会员	原价	89	199			
	月均价（折算）	29.7	16.6			
微软 Office 365						
			一年			
家庭版	原价		498 (2-6 人)			
	月均价（折算）		83-249			
个人版	原价		398			

资料来源：公司官网，微软官网，信达证券研发中心

图 17: WPS 个人会员享有多种实用性特权 (部分列举)



资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

在企业版办公产品方面, 金山办公具备明显的价格优势, 性价比更高。从价格上来看, 微软 Office 365 基础版 36 元/(人*月), 标准版 90 元/(人*月), 高级版 145 元/(人*月), 应用版 60 元/(人*月), 企业应用版 87 元/(人*月); 相较之下, 金山办公企业版的价格具备明显的竞争力, 金山办公协作版只需 14 元/(人*月), 商业版 30 元/(人*月), 高级商业版 50 元/(人*月)。金山办公企业版产品能够满足企业协同协作的需求, 具备一系列 toB 端的使用功能, 并在价格上远低于微软 Office 365 产品。同时, 微软 Office 365 产品出于全球化布局的管理策略, 大概率不会在中国地区大幅下调企业版办公软件产品价格, 金山办公有望凭借自身的性价比优势迅速抢占国内办公软件市场份额。

表 4：金山办公与微软 Office 365 企业版价格对比

金山办公					
	协作版	商业版	高级商业版	备注	
每人每年	168	365	599	企业版的功能主要是协作	
每人月均价（折算）	14	30	50	商业版&高级商业半年：含 WPS 个人会员	
微软 Office365					
	基础版	标准版	高级版	应用版	备注
每人每年	432	1080	1740	720	按年购买
每人月均价（折算）	36	90	145	60	
	企业应用版	E1	E3	E5	备注
每人每年	1044	696	1740	3036	按年购买
每人月均价（折算）	87	58	145	253	

资料来源：公司网站，微软官网，信达证券研发中心整理

国家政策推动办公软件国产化/正版化进程。国家持续出台政策支持国产化软件的发展，鼓励政企、个人使用正版软件，保护软件企业的知识产权，打击盗版。2018 年中美贸易战打响之后，我国政府更是加大了对软件等行业的支持力度，积极推动软件企业的技术突破与创新，增强了以政府采购为代表的国产化软件替代力度，从制度保障和市场驱动两方面保障本土软件的发展，为金山办公的发展带来了良好契机。

表 5：政策推动软件国产化和正版化进程

颁布时间	发布机构	法规名称
2004 年 4 月	科学技术部等	《关于印发〈关于进一步提高我国软件企业技术创新能力的实施意见〉的通知》（国科发高字[2004]124 号）
2005 年 2 月	国务院	《国务院关于印发〈国家中长期科学和技术发展规划纲要（2006-2020 年）〉的通知》（国发[2005]44 号）
2006 年 3 月	中共中央办公厅等	《中共中央办公厅、国务院办公厅关于印发〈2006-2020 年国家信息化发展战略〉的通知》（中办发[2006]11 号）
2011 年 1 月	国务院	《国务院关于印发进一步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[2011]4 号）
2012 年 4 月	财政部、国家税务总局	《关于进一步鼓励软件产业和集成电路产业发展企业所得税政策的通知》（财税[2012]27 号）
2013 年 4 月	国资委	《关于做好 2013 年推进中央企业使用正版软件工作的通知》（国资厅发（2013）19 号）
2013 年 8 月	国务院办公厅	《国务院办公厅关于印发政府机关使用正版软件管理办法的通知》（国办发[2013]88 号）
2015 年 8 月	全国工商联办公厅等	《关于做好推进民营企业使用正版软件工作有关事项的通知》（全联厅发（2015）23 号）
2016 年 7 月	国家版权局办公厅	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（国版办发（2016）13 号）
2016 年 12 月	工业和信息化部	工业和信息化部关于印发《软件和信息技术服务业发展规划（2016-2020 年）》的通知（工信部规[2016]425 号）
2019 年 5 月	财政部等	《关于集成电路设计和软件产业企业所得税政策的公告》（财政部、税务总局公告 2019 年第 68 号）
2020 年 8 月	国务院	《关于新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展若干政策的通知》国发[2020]8 号

资料来源：招股说明书，信达证券研发中心整理

金山办公承担多项重大科研任务，技术优势显著。自成立以来，金山办公承担多项国家级重大科研项目研发任务，包括核高基科技重大专项、国家 863 高技术研究发展计划等。通过国家级重大专项的课题实施，公司产品在国家—十二五、十三五期间的多项示范工程项目中完成系统适配和应用推广。金山办公承担多项国家级科研项目印证了公司核心技术处于国内领先地位，伴随着公司持续高额投入研发，进一步巩固自身的技术领先优势，未来公司产品有望进一步扩大市场优势。

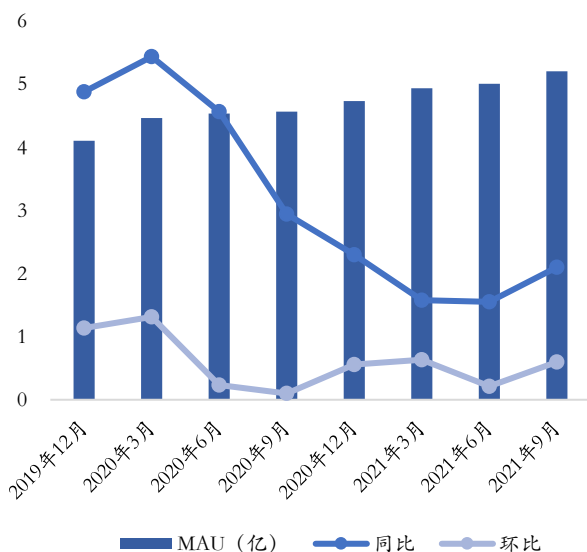
表 6：金山办公承担多项科研任务

起止时间	项目名称	项目类型	主办单位	合作形式
2010.01-2012.06	网络化中文办公服务平台的研发及产业化	核高基科技重大专项	工信部	独立承担
2012.01-2015.06	安全云存储及应用服务平台产业化	现代信息服务业项目	广东经信委	独立承担
2013.01-2015.12	智能云服务与管理平台核心软件及系统	国家 863 高技术研究发展计划	科技部	联合承担
2013.04-2015.09	金山 WPS 云办公服务平台建设及运营	中关村现代信息服务业项目	中关村管理委员会	独立承担
2015.01-2015.12	金山智慧互联网+企业综合服务平台	中关村试点示范项目	中关村管理委员会	独立承担
2018.07-2020.12	智能协作创新及产业化公共服务平台	人工智能产业发展项目	安徽经信委	独立承担
2018.01-2020.12	面向党政办公系统的办公软件增强及优化	核高基科技重大专项	工信部	联合承担
2018.01-2020.12	面向安全可靠办公平台的办公软件增强与优化	核高基科技重大专项	工信部	联合承担
2019.07-2021.06	面向党政应用的 WPS 国产办公套件研发及产业化	省级促进经济高质量发展专项	广东工信厅	独立承担

资料来源：招股说明书，公司公告，信达证券研发中心整理

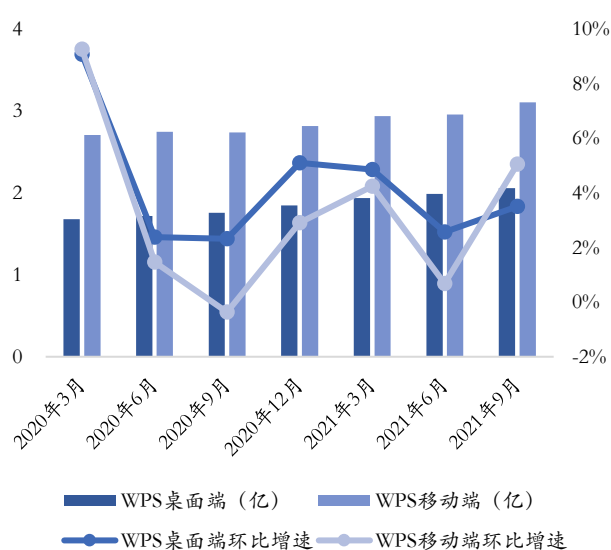
金山办公主要产品 MAU 稳步增长，用户群体不断扩张。2021 年 9 月底，金山办公主要产品 MAU（不含金山文档）达到 5.21 亿，同比增长 14.0%，环比增长 4.0%；从 2019 年底开始，金山办公主要产品 MAU 已经实现了连续七个季度正增长，相较于 2019 年底 4.11 亿的主要产品 MAU 数据，2021 年 9 月底已经增长达 26.76%。**从细分数据来看，WPS 移动端产品 MAU 基数较大，持续带动 WPS 桌面端产品的 MAU 增长。**WPS 移动端产品的用户基数大，2021 年 9 月 MAU 达到 3.11 亿，继续保持了 5.07% 的环比增速，在移动端产品的积极拉动下，WPS 桌面端产品用户数量稳步增长，过去七个季度的 MAU 上升 0.38 亿，于 2021 年 9 月达到 2.06 亿。金山办公目前的用户群体扩张迅速，积极抢占国内市场份额，未来在自身办公生态更加丰富、用户群体更广泛的时候，公司有望由用户增长阶段转为用户变现阶段，公司盈利能力有望迎来大幅提升。

图 18：主要产品 MAU（不含金山文档）



资料来源：招股说明书，公司公告，信达证券研发中心

图 19：WPS 桌面端及移动端 MAU



资料来源：招股说明书，公司公告，信达证券研发中心

累计付费用户数量不断增加，用户付费意识提高，云端战略取得积极成效。WPS 累计付费用户（过去 12 个月存在付费行为的用户数）持续提升，2019 年 6 月末 WPS 累计付费用户数为 847 万，2021 年 6 月末 WPS 累计付费用户数增长至 2188 万，年复合增长率为 60.72%。同时，以“累计付费用户/WPS 产品 MAU”粗略计算办公软件用户付费意愿，数据显示办公用户的付费意愿逐年上升，为办公软件的盈利和发展提供了更好的外部环境。

WPS 充分发挥本土优势，保障国家数据安全。办公软件作为基础软件，存储着各行各业的海量数据，金融、能源、党政军机关等关键领域的数据一旦泄露，将会对国家安全造成巨大影响。WPS 作为国产软件，依托金山办公自主建立的金山云作为云数据平台，用户上传云端的文件数量高增，从 2019 年底的 501 亿增长至 2021 年 9 月底的 1189 亿，国内云存储与国产公司为我国的办公数据安全提供了更有利的数据安全保障，同时也较海外企业有更迅速、稳定的数据提供能力，有助于金山办公在国内与微软等海外办公巨头展开竞争。

图 20: WPS 累计年度付费用户及付费意愿

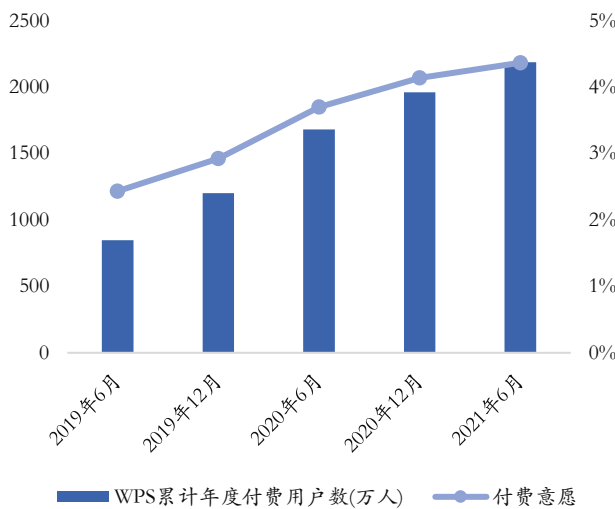
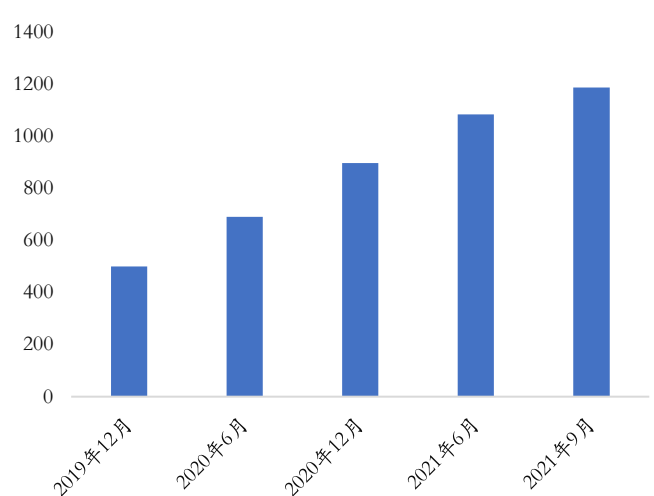


图 21: 上传云端文件数量（亿）



资料来源：招股说明书，公司公告，信达证券研发中心

资料来源：招股说明书，公司公告，信达证券研发中心

注：累计年度付费用户指的是过去 12 个月存在付费行为的用户

金山办公重视对潜在用户群体的培养，积极推出更多实用性的功能。金山办公在积极提供更多实用工具吸引用户的同时，也注重潜在用户的培养。大学生/研究生作为办公软件的重要潜在用户群体，未来很可能将大学期间养成的软件使用习惯延续到工作中，金山办公对此积极布局校园教学和生活环节，围绕课程、教学、作业、考试，进行全方位渗透，并针对学生用户推出了如论文查重、建立助手等专门性功能，增加学生用户的粘性。另外，WPS 进军校园教学，成为国家计算机二级考试科目，实现了对全国计算机等级考试的全覆盖，有效提升 WPS 产品在大学生群体中的影响力。

四、盈利预测、估值与投资评级

1、盈利预测及假设

国产替代背景下，国产软件迎来发展窗口期，同时伴随着国民版权意识和付费能力的提升，国内软件企业的盈利能力进一步得到提升。公司坚定不移地推进移动化与云化布局，更具性价比的产品贴近国内用户需求，公司用户数量持续高增，市场份额不断扩张。公司作为国内办公软件的龙头企业，拥有强劲的竞争优势与高性价比的办公产品，未来公司业绩有望保持高速增长。

公司主营业务基本假设如下：

1)办公服务订阅：国内用户的版权意识与付费能力逐步提高，有助于提高国内软件付费率，同时公司产品更具性价比优势，有望快速打开国内的办公软件市场。预计公司的办公服务订阅业务在未来将保持较高增速；

2)办公软件产品使用授权：在国产化软件替代的背景下，大型政企客户加强了对国产办公软件的采购力度，进一步提高了公司产品的渗透率，推动了公司的发展进程。预计公司的办公软件产品使用授权业务在未来将保持较高增速；

3)互联网广告推广服务：未来保持较快增速发展。

表 7：金山办公业绩预测

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,580	2,261	3,334	4,707	6,435
同比 (%)	39.82%	43.14%	47.47%	41.17%	36.71%
归属母公司净利润	401	878	1,125	1,548	2,124
同比 (%)	28.94%	119.22%	28.06%	37.66%	37.21%
毛利率 (%)	85.58%	87.70%	89.00%	88.95%	89.48%
ROE (%)	6.60%	12.81%	14.60%	17.37%	20.09%
EPS (摊薄) (元)	0.87	1.90	2.44	3.36	4.61
P/E	308.31	140.64	109.83	79.78	58.14
P/B	20.35	18.02	16.03	13.86	11.68

资料来源：wind，信达证券研发中心（时间截至 2022 年 01 月 23 日）

2、估值分析与投资评级

替代背景下，国产软件迎来发展窗口期，同时伴随着国民版权意识和付费能力的提升，国内软件企业的盈利能力进一步得到提升。公司积极推动技术创新和产品创新，紧抓办公软件移动化和云化大趋势，未来有望保持较快增长。预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 11.25 亿元、15.48 亿元、21.24 亿元，对应 PE 为 109.83 倍、79.78 倍、58.14 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 8: 估值对比表

公司	代码	股价	市值	EPS					
				21E	22E	23E	21E	22E	23E
用友网络	600588.SH	38.55	1260.90	0.29	0.36	0.47	130.72	107.14	81.59
广联达	002410.SZ	63.90	760.13	0.56	0.82	1.09	113.78	77.60	58.67
中望软件	688083.SH	319.18	197.71	2.89	4.14	5.98	110.47	77.06	53.34
平均估值				1.25	1.78	2.52	118.33	87.26	64.53
金山办公	688111.SH	267.90	1235.02	2.44	3.51	5.43	109.83	79.78	58.14

资料来源: wind, 信达证券研发中心 (时间截至 2022 年 01 月 23 日)

五、风险因素

1、用户增长不及预期

办公软件行业依赖广大的用户群体，如果公司未来的用户数量增长不及预期，可能会影响公司的市场竞争力，对公司长远发展造成不利影响。

2、核心技术泄露或技术创新不及预期

办公软件行业属于技术密集型行业，如果公司出现核心技术泄露、公司在行业出现革新性技术时无法进行技术突破或公司自行研发的新技术或创新性的升级迭代进度、成果未达预期等情况出现的时候，可能影响公司产品竞争力并错失市场发展机会，对公司未来业务发展造成不利影响。

3、国产替代进程不及预期

在国家积极推动国产替代的大背景下，公司作为办公软件的国内龙头企业率先受益。如果未来我国软件的国产替代进程放缓，可能会导致公司中短期内业务发展速度放缓，可能会导致公司业绩增长不及预期。



资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020A	2021	2022	2023E
流动资产	6,681	8,088	9,304	11,122	13,403
货币资金	749	1,004	2,025	3,573	5,516
应收票据	2	2	3	5	7
应收账款	345	398	566	798	1,092
预付账款	5	8	11	16	20
存货	1	1	2	3	3
其他	5,577	6,674	6,698	6,728	6,765
非流动资产	163	423	393	367	345
长期股权投资	22	36	36	36	36
固定资产(合计)	67	62	58	56	55
无形资产	18	244	219	197	178
其他	57	82	80	78	76
资产总计	6,844	8,512	9,697	11,489	13,747
流动负债	727	1,438	1,764	2,331	2,909
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	60	140	185	263	342
其他	666	1,297	1,579	2,069	2,568
非流动负债	49	183	183	183	183
长期借款	0	0	0	0	0
其他	49	183	183	183	183
负债合计	775	1,621	1,947	2,514	3,092
少数股东权益	0	36	47	62	82
归属母公司股东权益	6,069	6,855	7,703	8,913	10,573
负债和股东权益	6,844	8,512	9,697	11,489	13,747

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020A	2021	2022	2023E
营业总收入	1,580	2,261	3,334	4,707	6,435
同比(%)	39.8%	43.1%	47.5%	41.2%	36.7%
归属母公司净利润	401	878	1,125	1,548	2,124
同比(%)	28.9%	119.2%	28.1%	37.7%	37.2%
毛利率(%)	85.6%	87.7%	89.0%	88.9%	89.5%
ROE(%)	6.6%	12.8%	14.6%	17.4%	20.1%
EPS(摊薄)(元)	0.87	1.90	2.44	3.36	4.61
P/E	308.31	140.64	109.83	79.78	58.14
P/B	20.35	18.02	16.03	13.86	11.68
EV/EBITDA	285.88	125.90	98.05	72.35	53.25

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020A	2021	2022	2023E
营业总收入	1,580	2,261	3,334	4,707	6,435
营业成本	228	278	367	520	677
营业税金及附加	16	23	34	48	65
销售费用	345	483	692	1,003	1,416
管理费用	136	213	287	417	577
研发费用	599	711	934	1,271	1,673
财务费用	-3	-9	-5	-6	-7
减值损失合计	-7	-4	0	0	0
投资净收益	31	144	75	84	101
其他	118	232	78	87	93
营业利润	402	935	1,179	1,623	2,228
营业外收支	5	0	0	0	0
利润总额	406	936	1,179	1,623	2,228
所得税	6	49	43	60	83
净利润	401	887	1,135	1,563	2,144
少数股东损益	0	8	11	15	20
归属母公司净利润	401	878	1,125	1,548	2,124
EBITDA	424	962	1,235	1,674	2,274
EPS(当年)(元)	0.87	1.90	2.44	3.36	4.61

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020A	2021	2022	2023E
经营活动现金	586	1,514	1,170	1,740	2,236
净利润	401	887	1,135	1,563	2,144
折旧摊销	32	47	61	56	52
财务费用	1	1	-5	-6	-7
投资损失	-31	-144	-153	-170	-194
营运资金变动	161	729	125	289	229
其它	22	-4	6	9	11
投资活动现金流	-4,474	-1,116	123	140	164
资本支出	-63	-55	-30	-30	-30
长期投资	22	36	36	36	36
其他	-4,432	-1,097	117	134	158
筹资活动现金流	4,449	-141	-272	-332	-458
吸收投资	4,473	192	277	337	464
借款	-52	-199	0	0	0
支付利息或股息	3	-129	-272	-332	-458
现金净增加额	561	257	1,021	1,549	1,942

研究团队简介

蒋颖，通信互联网行业首席分析师，中国人民大学经济学硕士、理学学士，商务英语双学位。2017-2020年，先后就职于华创证券、招商证券，2021年1月加入信达证券研究开发中心，深度覆盖云计算&IDC产业链、物联网产业链、5G产业链、互联网等。曾获2020年wind“金牌分析师”通信第1名；2020年新浪金麒麟“新锐分析师”通信第1名；2020年21世纪“金牌分析师”通信第3名；2019年新浪金麒麟“最佳分析师”通信第5名。

石瑜捷，北京外国语大学金融学硕士，英语专业八级。曾就职于上海钢联MRI研究中心，负责汽车板块研究。2020年12月加入信达证券研究开发中心，从事通信&互联网行业研究工作，主要覆盖车联网、物联网、运营商、互联网等领域。

齐向阳，北京大学工程硕士，软件工程专业。2021年7月加入信达证券研究开发中心，从事通信&互联网行业研究工作，主要覆盖工业互联网/工业软件、智能网联汽车、云计算产业链、互联网等领域。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiu Yue@cindasc.com
华北区销售副总监 (主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监 (主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。