

# 金山办公 (688111.SH)

## 买入(首次评级)

### 流式文档龙头，双订阅战略推动加速

当前价格： 267.04 元

目标价格： 358.94 元

#### 投资要点：

金山办公为国内办公软件领域龙头，深耕办公软件三十余年。公司成立于1988年，自1989年推出WPS1.0以来，不断更新发展核心技术。截至2021年12月31日，公司自主研发了多平台操作系统适配技术、WPS新内核引擎技术等15项核心技术，凭借以WPS Office、金山文档等为代表的办公产品，为全球220多个国家和地区提供办公服务，具备办公软件30余年的技术积累和办公领域专业研究优势。

**云和协作战略优势明显。**公司产品金山数字办公平台为“云和协作”赋能，解决企业数字化转型面临的三大痛点。受益于宏观环境影响，协同办公在国内渗透率进一步增大，极光预测2021年已达66%，为公司云和协作战略实施提供良好的市场环境。需求将从政企到个人，软件到全家桶辐射释放。“双订阅”战略转型也将带来更高的收入确定性。

**政企市场和C端发展态势良好，专项研发带来先于市场的技术储备。**本土产业发展带动政企需求大幅增加，从而增加政企市场和扩大国产化办公软件市场；公司强化产品功能及性价比，牢牢把握C端市场。公司在转型的同时，大力加码研发投入，可对市场变化做出快速反馈。

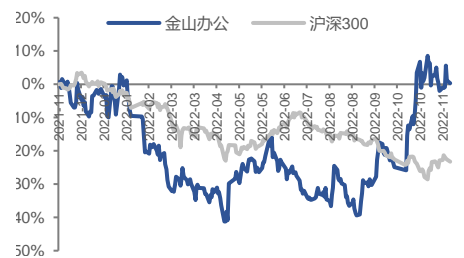
**盈利预测：**我们预计公司2022-2024年营业收入复合增速为29%，归母净利润复合增速27%。使用相对估值法，2022年可比公司平均PE为130.8倍。给与公司131倍PE，目标价358.94元，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**“双订阅”战略无法推进的风险；政企项目无法变现的风险；宏观环境风险。

#### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	461/461
总市值/流通市值 (百万元)	123165/123165
每股净资产 (元)	18.18
资产负债率 (%)	24.78
一年内最高/最低 (元)	290.74/157.45

#### 一年内股价相对走势



#### 团队成员

分析师 钱劲宇  
 执业证书编号：S0210522050004  
 邮箱：QJY3773@hfzq.com.cn

#### 相关报告

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	2,261	3,280	4,110	5,352	7,056
增长率 (%)	43%	45%	25%	30%	32%
净利润 (百万元)	878	1,041	1,265	1,662	2,122
增长率 (%)	119%	19%	22%	31%	28%
EPS (元/股)	1.90	2.26	2.74	3.60	4.60
市盈率 (P/E)	140.3	118.3	97.3	74.1	58.0
市净率 (P/B)	18.0	16.0	14.2	12.1	10.1

数据来源：公司公告、华福证券研究所

## 投资要件

### 关键变量

金山作为流式文档的龙头，多年来以核心技术深耕行业，To B、To C 端双向推进发展。以流式文档为基础，以协作平台为覆盖，专注于用户体验，对需求进行全方位覆盖。同时，公司近年来推动“云化+数字化+多端”的战略，转向“双订阅+平台化”驱动。以年度付费人数和月活数的快速增长趋势来看，随着用户粘性的提高和政企需求的上升，公司研发积累的红利将有望得到释放。我们预计 2022-2024 年，国内个人订阅收入增速为 40%/39%/38%。国内机构订阅收入增速为 37%/45%/45%。国内机构授权收入增速为 25%/22%/20%。海外业务收入增速为 -40%/-40%/-50%。

### 我们区别于市场的观点

市场认为公司受竞品垄断的份额较高，短时间难以获得较高份额；我们认为，用户在 To B 端通过协作平台形成的用户习惯，将带领 To C 端大大提高用户粘性，用户需求会从单一产品转为“全家桶”式需求。

### 股价上涨的催化因素

1:订阅制提高客户黏性同时长期将降低销售费用，去互联网广告推广大大提高用户体验，付费用户有望维持高增速，与客户粘性增加产生联动效应。

2:平台化打通全栈需求、本土市场前景明朗。

### 估值和目标价格

我们预计公司 2022-2024 年营业收入复合增速为 31%，归母净利润复合增速为 30%。选取深信服、用友网络、福昕软件为可比公司，2022 年可比公司平均 PE130.8 倍。给予公司 131 倍 PE，目标价 358.94 元，首次覆盖给予“买入”评级。

### 风险提示

“双订阅”战略无法推进的风险：公司推进“双订阅”转型，若公司管理层不能优化管理体系，将导致公司无法适应收入模式的变化，对未来经营和持续盈利能力造成不利影响。

政企项目无法变现的风险：公司对政企相关项目进行大量研发投入，短期之内也许无法进行技术突破，或不能将自身研发能力马上变现，进而对公司经营产生不利影响。

宏观环境风险：若国内外宏观环境因素发生变化，可能会对公司经营带来影响。

## 正文目录

一、	金山办公：国产办公软件龙头，云办公战略先行者 .....	5
1.1	具备核心能力的国产办公软件及服务提供商 .....	5
1.2	以 WPS Office 为核心，提供一站式、多平台服务与解决方案.....	6
1.3	财务分析.....	8
二、	公司分析：市场进一步拓宽，未来可期 .....	10
2.1	云和协作战略优势凸显，发展前景广阔 .....	10
2.2	本土产业发展迅速，政企市场进一步拓宽 .....	11
2.3	产品性价比优势突出，C 端发展态势良好 .....	13
三、	盈利预测与估值.....	15
3.1	盈利预测.....	15
3.2	相对估值.....	16
四、	风险提示.....	16

## 图表目录

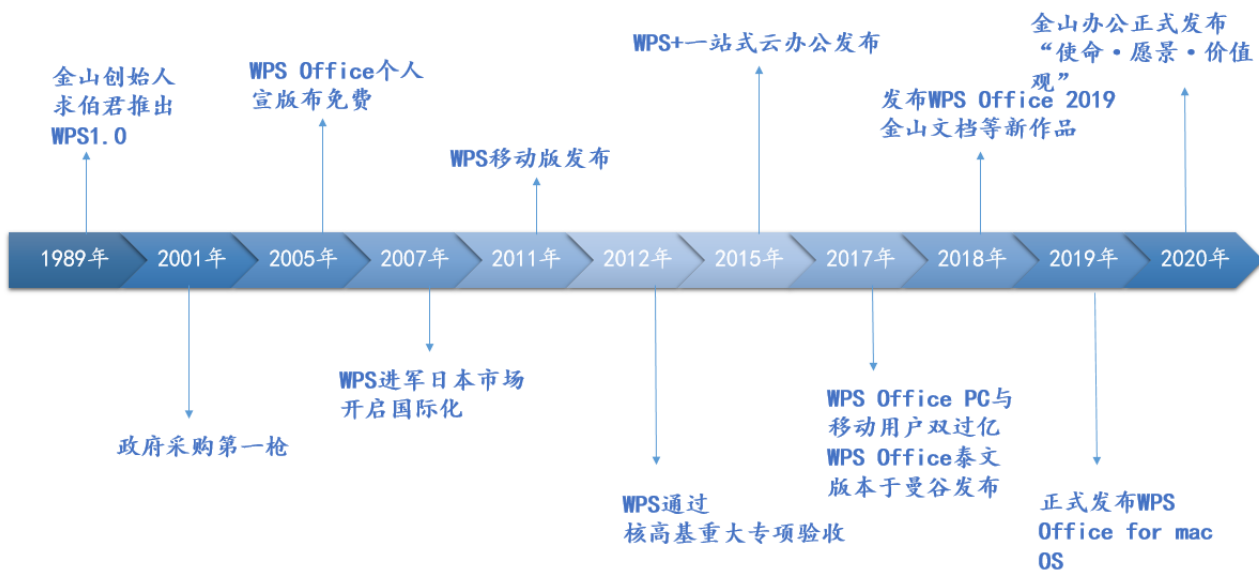
图表 1: 公司发展历程.....	5
图表 2: 公司股权结构.....	6
图表 3: 公司主要成员和核心技术人员从业经历 .....	6
图表 4: 公司产品体系.....	7
图表 5: 公司主要产品月度活跃设备数走高.....	8
图表 6: 公司累计年度付费个人用户数稳定上升 .....	8
图表 7: 2019-2022Q3 公司营业收入及增速 .....	8
图表 8: 2019-2022Q3 公司归母净利润及增速.....	8
图表 9: 双订阅占比提升 .....	9
图表 10: 2020-2021 年按业务分类毛利率 .....	9
图表 11: 2019-2022Q3 公司毛利率和净利率.....	9
图表 12: 2019-2022Q3 公司期间费用率.....	9
图表 13: 2019-2021 年公司员工教育水平结构.....	10
图表 14: 2019-2021 年公司研发人员数量及占比 .....	10
图表 15: 2020-2023E 国内协同市场规模及增速 .....	10
图表 16: 2020.1-2021.12 国内在线协同办公渗透率 .....	10
图表 17: 金山数字办公平台全景图 .....	11
图表 18: 本土信息产业链情况.....	12
图表 19: 2020 年 12 月 WPS 在国内政企行业覆盖率 .....	12
图表 20: 公司在研项目情况 .....	13
图表 21: WPS Office 和 Microsoft Office 官方订阅价格比较 .....	14
图表 22: 2020-2021 年合同负债金额及增速 .....	14
图表 23: 分业务收入及毛利率预测 .....	16
图表 24: 可比公司估值表.....	16
图表 25: 财务预测摘要.....	18

## 一、金山办公：国产办公软件龙头，云办公战略先行者

### 1.1 具备核心能力的国产办公软件及服务提供商

深耕办公软件三十余年，核心产品国内领先。自1989年推出WPS1.0以来，公司不断更新发展核心技术。2005年，公司首次宣布WPS Office个人版免费，产品投入规模化使用。2011年公司发布WPS移动版，产品实现多端覆盖，满足不同终端设备和系统上的办公需要。2015年发布“WPS+一站式云办公”，满足企业数字办公需求。2018年在发展WPS Office的基础上，发布金山文档等系列新作品，进一步扩大产品覆盖面，实现多人实时协作的在线文档服务。公司自主研发了多平台操作系统适配技术、WPS新内核引擎技术等15项核心技术，均达到国内领先水平。公司在国内办公软件市场占据领先地位，凭借以WPS Office、金山文档等为代表的办公产品，为全球220多个国家和地区提供办公服务，具备办公软件30余年的技术积累和办公领域专业研究优势。

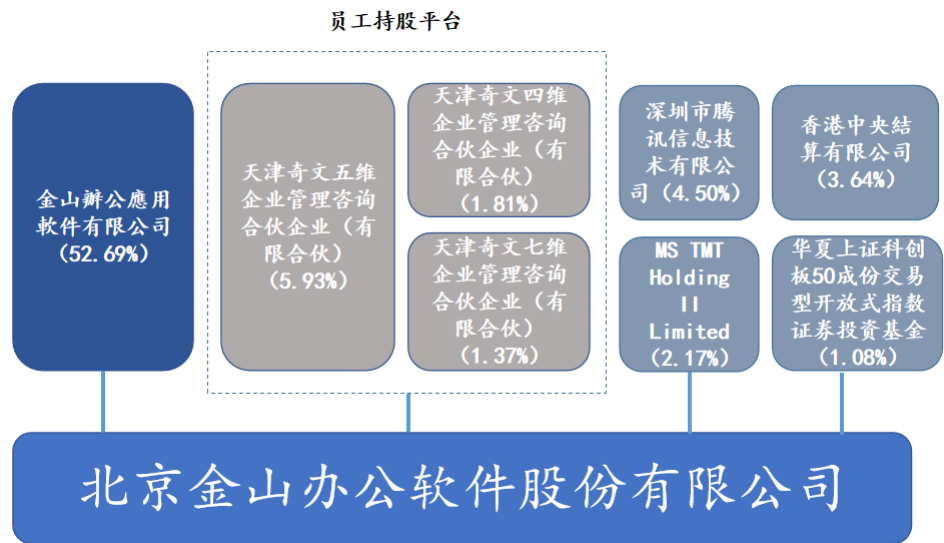
图表 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，华福证券研究所

**股权结构稳定，雷军为实控人。**根据最新公示，公司最大股东为金山办公应用软件开发有限公司，持有公司52.69%的股份，雷军为实际控制人。公司积极实施员工持股计划，其股东天津“奇文N维”为金山办公员工持股平台，持股平台的建立进一步加强员工与公司的联结，推动公司发展进步。

图表 2: 公司股权结构



数据来源: Wind, 华福证券研究所

**核心团队稳定, 从业经验丰富。**公司核心人员从业经验丰富, 且多为伴随公司成立发展的老员工, 核心团队稳定; 同时, 公司核心技术人员资历较深、经验丰富, 能高效领导团队。

图表 3: 公司主要成员和核心技术人员从业经历

姓名	学历	职业	从业经历
邹涛	南开大学本科	现任金山软件董事长、执行董事及首席执行官	1998 年加盟金山软件, 自 2016 年 12 月起担任金山软件首席执行官
雷军	武汉大学本科	现任小米科技董事长兼 CEO。金山办公名誉董事长、董事。	1992 年起就职于金山软件, 1998 年起担任金山软件首席执行官; 2008 年由执行董事调任非执行董事; 2011 年担任金山软件董事长。
求伯君	国防科技大学	现任公司董事。	公司创始人之一, 曾任公司 CEO、CTO、总裁。

数据来源: 公司年报、半年报, 华福证券研究所

## 1.2 以 WPS Office 为核心, 提供一站式、多平台服务与解决方案

公司以 WPS Office 办公软件、金山文档等办公能力产品矩阵及金山数字办公平台为主要业务。公司在不断打造升级 WPS Office 核心产品的基础上, 利用 HTML5 技术, 推出金山文档这款支持多人实时协作的在线文档服务。公司产品以多端覆盖为抓手, 打造一站式、多平台的办公产品体系, 实现端和产品内容的全结合与覆盖。同时, 基于对金山办公产品矩阵的打造, 公司创建金山数字办公平台, 通过文档与协作两大

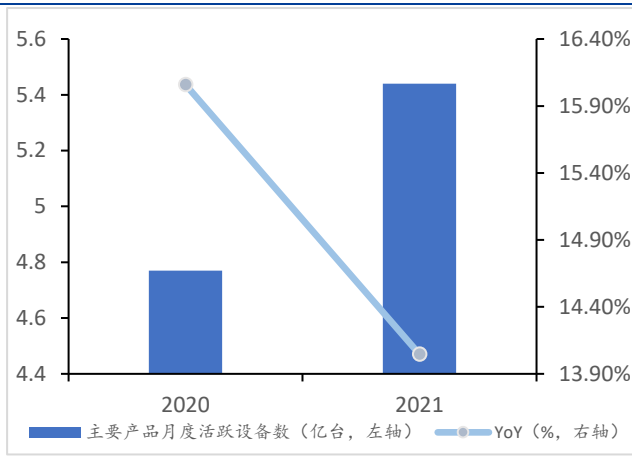
中台为用户赋能。从“产、存、管、用”四大方向为用户提供数据的全生命周期管理。

图表 4: 公司产品体系

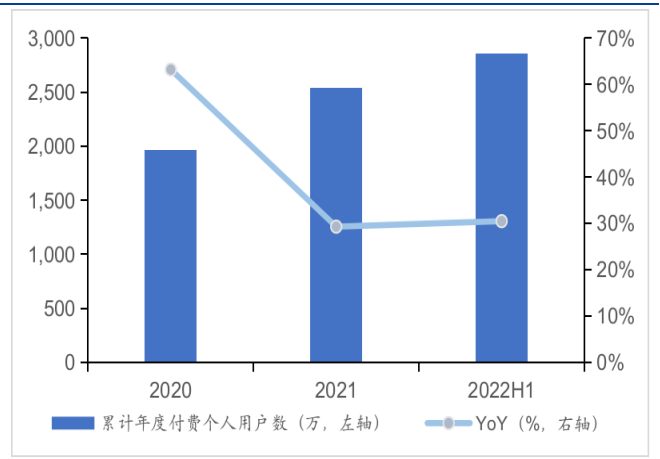
金山办公	WPS Office 办公软件	桌面版	Windows 版本
			Mac 版本
			Linux 版本
		移动版	Android 版本
			IOS 版本
	金山文档	内容创作与管理	
		协同办公	
		业务赋能	
		安全管控	
	金山数字办公平台	文档中台	KDocs
			KWebOffice
			KConv
			KSec
协作中台		Kim	
		KMeet	
		KForm	
		KCal	
		KPush	

数据来源: 2021 年年报, 华福证券研究所

**主要产品月度活跃设备数与累计年度付费个人用户数均呈上涨之势。**在个人办公订阅服务业务中, 主要产品月度活跃设备数稳步增长, 付费个人用户数也在持续增加, 规模效应有望带来个人订阅业务持续增长。2021 年月度活跃设备数同比增长 14%, 其中 WPS Office PC 版同比上涨 16%, 移动版同比上涨 14%。至 2022 年 9 月 30 日, 已达到 5.78 亿月活。同时, 2019-2022H1 累计年度付费个人用户数持续维持高增速。2022H1 同比增长 31%, 达 2856 万用户。此二者的增长态势为未来业务增长打下良好基础, 有望迎来更高付费渗透率和客户粘性。

**图表 5: 公司主要产品月度活跃设备数走高**


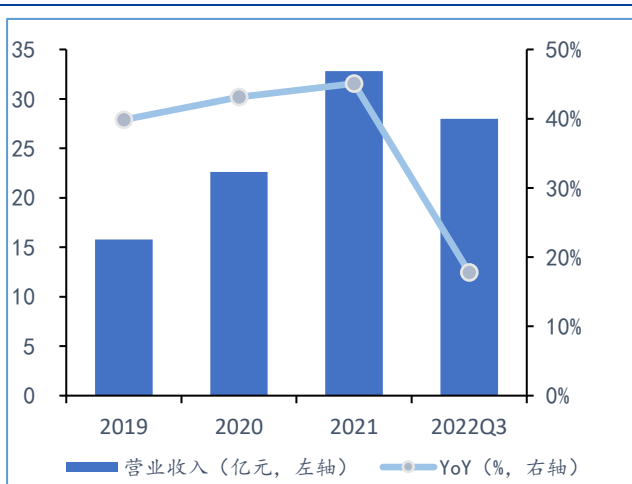
数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

**图表 6: 公司累计年度付费个人用户数稳定上升**


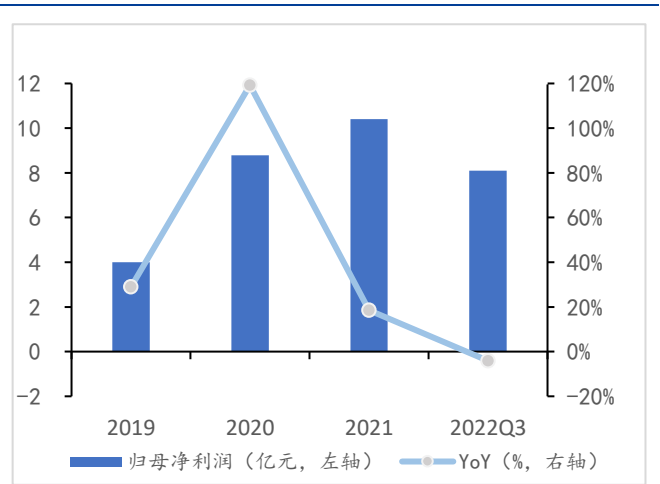
数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

### 1.3 财务分析

**营收净利润状况良好, 有望迎来高速增长。**2019-2021年, 公司营业收入稳步增长, 分别达到 15.8/22.6/32.8 亿元, 呈高速增长态势。2022Q3 依然维持较高增速, 同比增长 18%, 营收达 28 亿元。利润端看, 2019-2021 年公司实现归母净利润 4.0/8.8/10.4 亿元, 同比增长 29%/119%/19%。2021 年由于付费用户及客户活跃度增长引起服务器、外部资源采购及结算成本增长, 净利润增速下滑。受 22H1 研发人员同比增长 46% 影响, 研发费用大幅增长, 一定程度影响 22Q3 净利润。但随着研发过程的推进和在研项目的落地, 归母净利润有望快速改善。

**图表 7: 2019-2022Q3 公司营业收入及增速**


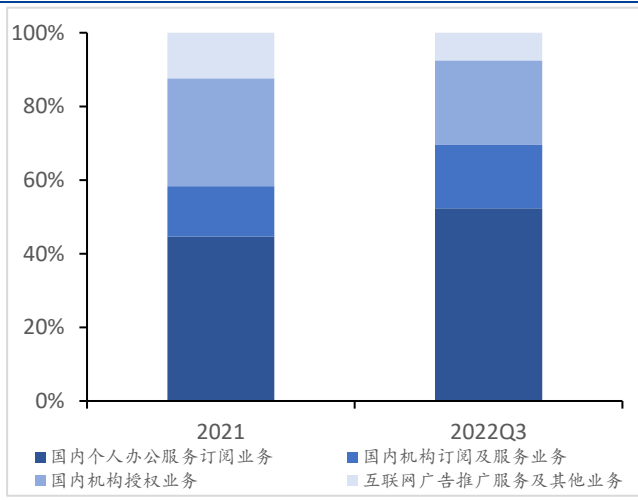
数据来源: Wind, 公司年报, 华福证券研究所

**图表 8: 2019-2022Q3 公司归母净利润及增速**


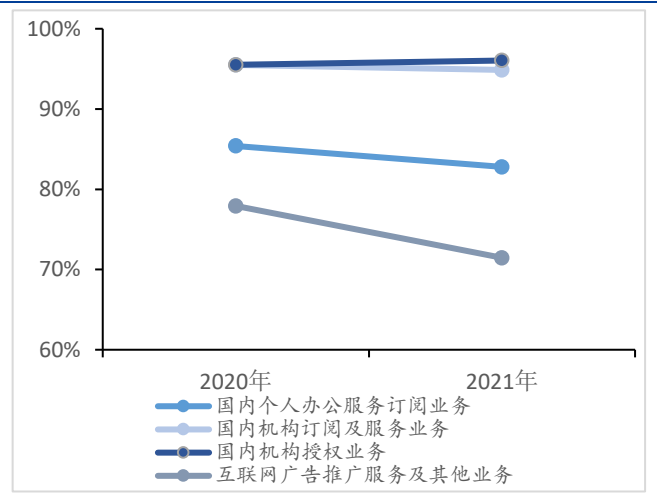
数据来源: Wind, 公司年报, 华福证券研究所

**订阅业务占比较高, 双订阅制持续提速。**自 2021 年始, 公司主营业务分产品分为国内个人办公服务订阅业务、国内机构订阅及服务业务、国内机构授权业务和互联网广告推广服务及其他业务。相较于 2020 年主营业务分类方式, 2021 年公司近年来, 由于订阅转型的驱动更加注重订阅业务来源, 双订阅制持续提速。21 年个人办公服务订阅业务占比 45%, 较 2020 同期增长 44%, 呈快速增长态势。机构订阅同比增长 23%, 维持高速发展。同时, 公司在逐渐弱化互联网推广服务, 通过提高客户体验,

助力订阅服务未来发展，增强客户粘性。从毛利率看，机构授权业务毛利率最高，毛利率维持基本稳定。

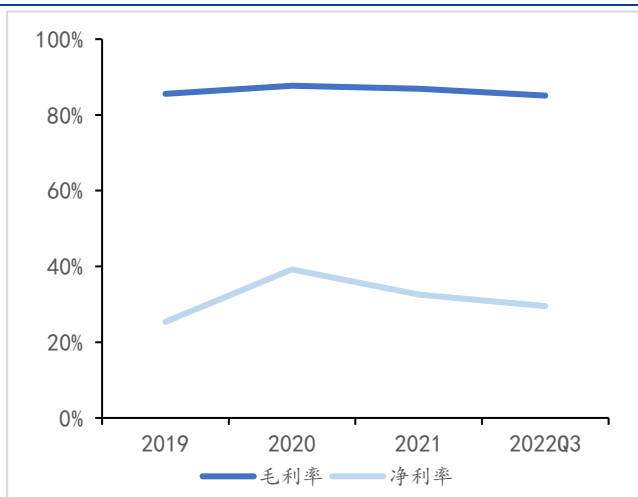
**图表 9：双订阅占比提升**


数据来源：公司财报，华福证券研究所

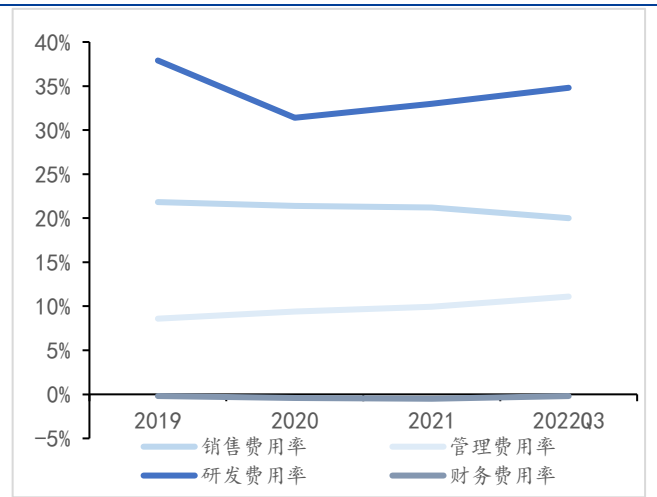
**图表 10：2020-2021 年按业务分类毛利率**


数据来源：公司财报，华福证券研究所

**毛利率水平高，期间费用比例较稳定。**2019-2021 年，公司毛利率均超 85%，处于较高水平。对应净利率分别为 25.4%/39.2%/32.6%，连续两年超过 30%。期间费用中以研发费用和管理费用为主，除研发费用外，其余三费较为稳定，体现了公司较好的费用把控能力。研发费用率由于公司加大研发投入，表明公司对研发非常重视。

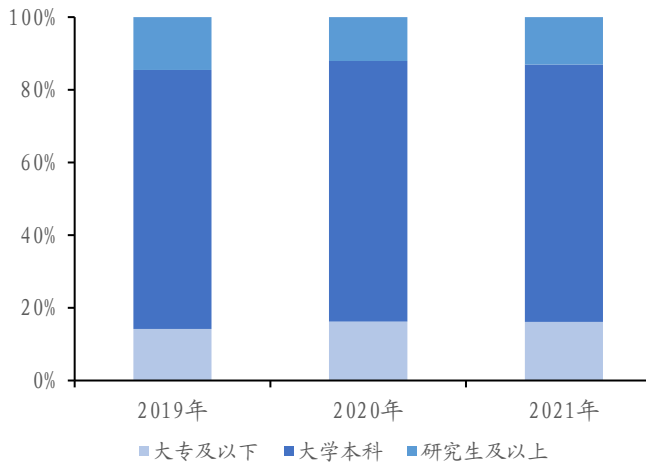
**图表 11：2019-2022Q3 公司毛利率和净利率**


数据来源：公司财报，华福证券研究所

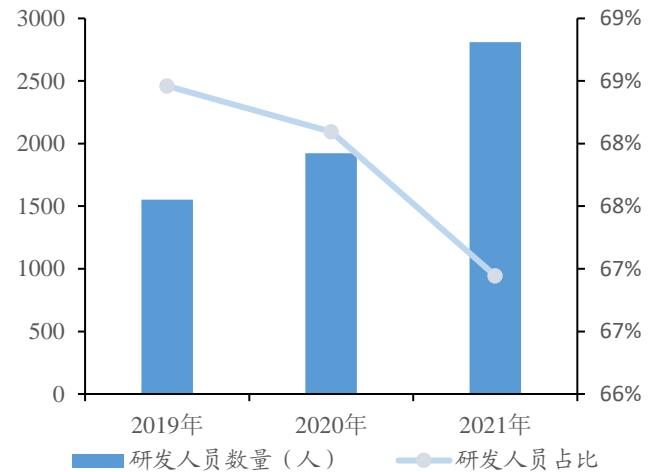
**图表 12：2019-2022Q3 公司期间费用率**


数据来源：公司财报，华福证券研究所

**高度重视人才，高学历人才比例较高。**2021 年，公司员工总数增长，其中研发人员数量为前一年 1.5 倍，研发人员数量大幅增加，占比 67%。同时，公司人才结构中高学历人才占比较高，人才结构较稳定，且公司实施限制性股票激励计划进一步鼓励公司人才与企业共发展。整体来看，公司重视研发人才，积极吸纳优秀员工。

**图表 13: 2019-2021 年公司员工教育水平结构**


数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

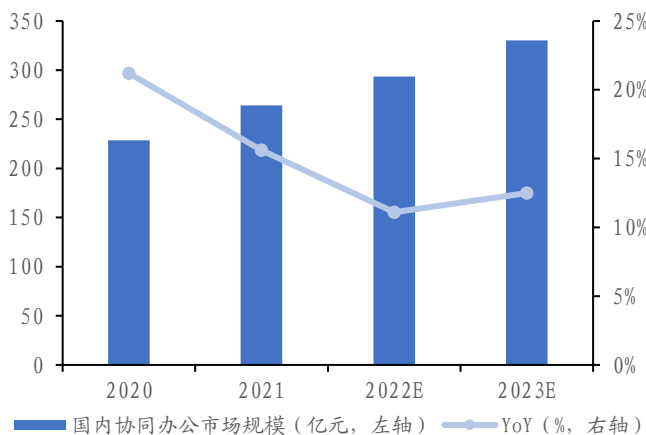
**图表 14: 2019-2021 年公司研发人员数量及占比**


数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

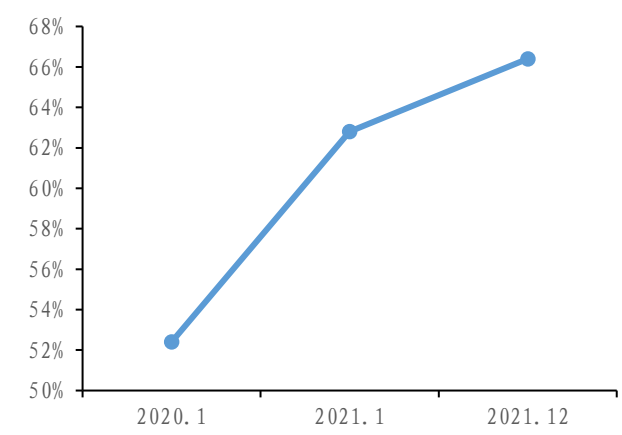
## 二、 公司分析: 市场进一步拓宽, 未来可期

### 2.1 云和协作战略优势凸显, 发展前景广阔

数字经济高速发展环境下,云办公模式广泛应用。云办公是以“办公文档”为中心,为政企提供文档编辑、储存、协作、移动办公等云端 SaaS 服务的办公模式。受新冠疫情影响,一方面,数字经济逐渐成为支撑全球经济复苏的重要力量,数字化转型成为大势所趋;另一方面,移动远程办公人群数量的增加使这一服务需求量增大,基于云端的协作共享需求被不断激发。艾媒咨询数据显示,2021 年国内协同市场规模达到 264.2 亿元,预计 2023 年市场规模会继续增长至 330.1 亿元。同时,极光数据显示自 2020 年起我国协同办公渗透率稳步提升,在未来有更大的提升空间,发展前景广阔。

**图表 15: 2020-2023E 国内协同市场规模及增速**


数据来源: 艾媒咨询, 华福证券研究所

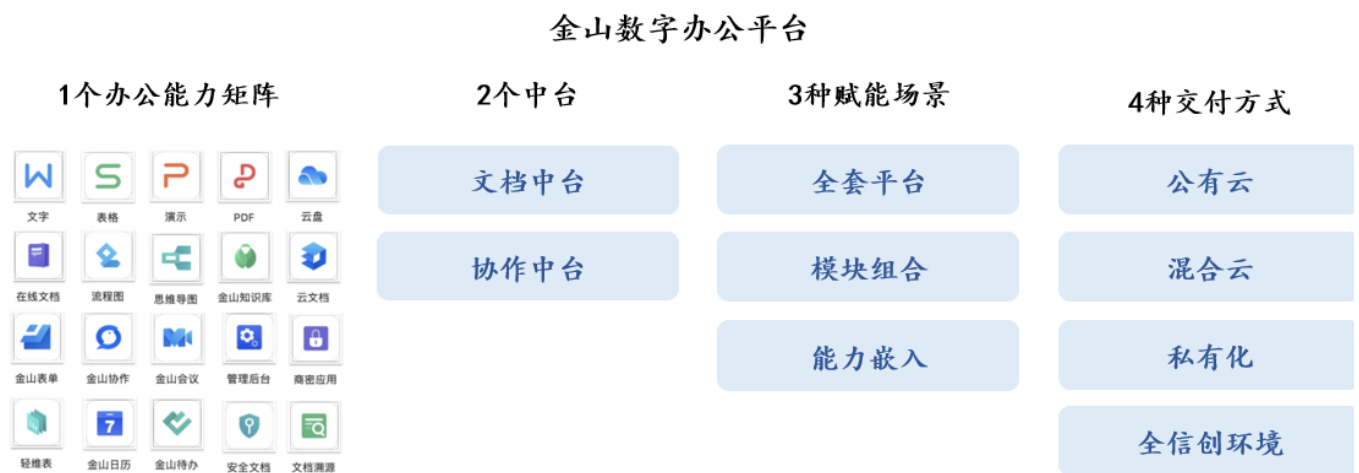
**图表 16: 2020.1-2021.12 国内在线协同办公渗透率**


数据来源: 极光, 华福证券研究所

**金山数字办公平台解决大型组织办公数字化转型的三大痛点。**金山数字办公平台是基于金山办公产品矩阵,以云化、中台化、二次开发为亮点,是整合用户、组织全需求的解决方案,实现内容创作与管理、协同办公、业务数字化的打通。可支撑政府、国企、央企、规模民企在内的不同组织大小的用户建立专属的数字化办公平台。

通过“一个办公能力矩阵、两个中台、三种赋能场景、四种交付方式”，公司有效解决办公数字化转型中信息易泄密、自建成本高和现有产品开放性弱三大痛点，将技术能力全面赋能客户。通过“专业级数据管控及保护+全链路安全防护体系+合规性建设“三大方式构建服务安全保障体系，以形成“预防为主、纵深防御“的针对信息易泄密的解决方案。同时，金山数字办公平台以模块的形式提供各项能力全面云化和整合，模块化可以更好的适配组织实际需求。上千家合作伙伴也提供了更开放的平台。公司也将持续缩减广告推广服务业务，力求为用户提供更好的使用体验。

图表 17: 金山数字办公平台全景图

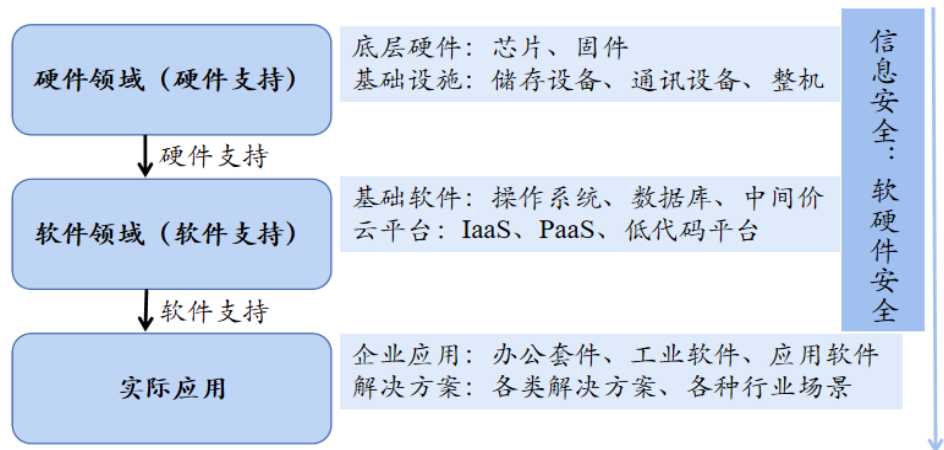


数据来源：2021 年年报，华福证券研究所

## 2.2 本土产业发展迅速，政企市场进一步拓宽

我国本土产业进入发力期，市场空间显著增大。随着本土产业的发展与成熟，产业链逐步可分类归拢至硬件、软件、应用、安全四大板块，四大板块间共荣共生。金山作为应用软件的代表，随着用户接受度、场景、匹配需求大幅提升，市场空间显著增大。从产品来看，金山已与麒麟、统信、飞腾等国内独特体系产品实现适配，可全栈覆盖用户需求。金山不但从解决方案覆盖度和适配度给用户带来新的选择方式，同时为党政机关等大型客户提供“订阅+授权”+多系统搭配的灵活选择空间，帮助用户走向本土化的逐步转换和发展。

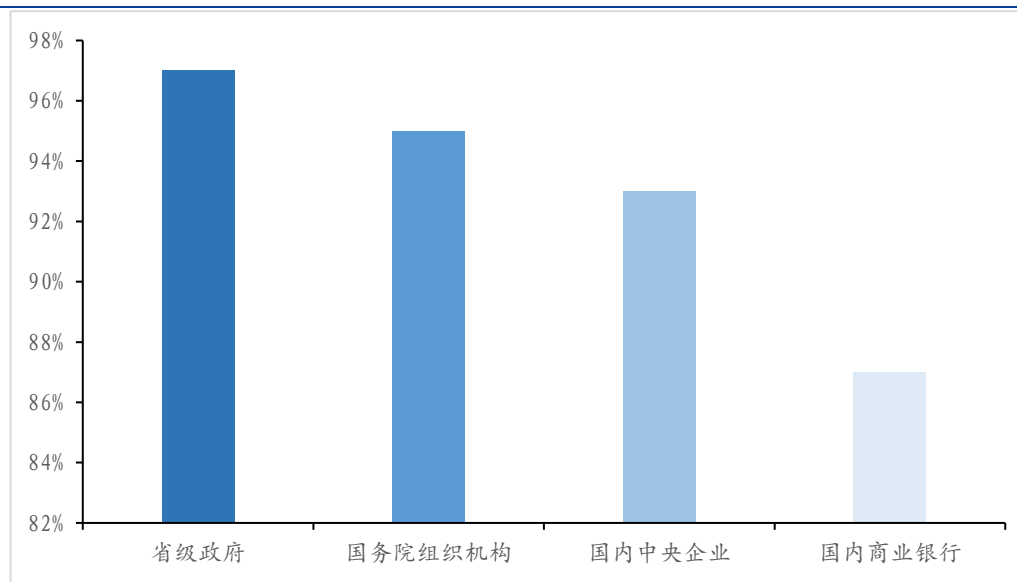
图表 18: 本土信息产业链情况



数据来源: 前瞻产业研究院, 华福证券研究所

**市场扩大带动政企需求量增大, 产品覆盖率优势显著。**无论是党政需求还是行业需求都在逐步加大。党政需求侧, 随着试点的逐步落地结束和节奏的确定, 各地都将慢慢落实自身需求。产业链条中各环节在互相催化推动, 转型+云化需求明显浮现。行业侧, 金山以“流式文件龙头”的优势和用户基础, 加上办公平台提供的协作能力, 在文件办公方面实现了需求全打通、全满足。数据表明, WPS 已在国内各典型政企行业有着极高的覆盖率, 中国所有地级市 WPS 均已实现全部覆盖。随着本土替代的进行, 有望实现进一步突破。

图表 199: 2020 年 12 月 WPS 在国内政企行业覆盖率



数据来源: 金山办公 WPS「CHAO」办公大会, 华福证券研究所

**在研项目多关注党政事业办公需求, 本土化前景广阔。**公司在 2021 年年报中披露的多个在研项目与党政机关、事业单位应用强相关, 结合公司研发投入增大, 说明本土化需求已逐步浮现。随着该领域的发展成熟, 本土化办公软件需求进一步扩大, 公司在研发层面上首先走在前列, 有望最先受益。

图表 200: 公司在研项目情况

项目名称	预计总投资规模(万元)	拟达到目标	具体应用前景
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。	应用于国产化平台下党政机关和事业单位桌面应用和集成应用
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。	应用于国产化平台下党政机关和事业单位桌面应用和集成应用
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。	应用于互联网环境下的文档智能创作领域
面向党政应用的 WPS 国产办公套件研发及产业化	4,238.00	本项目重点研究国产软硬件平台下高质量办公与文档协同处理的产品研发及产业化,项目成果将全面适配主流国产芯片和国产操作系统等整机平台,并提供标准二次开发接口,为国家党政应用研制一套安全、可靠、跨平台的多用户模式的国产办公应用套件,构建应用推广所配套的支持服务体系。	应用于安全可靠平台下党政机关的桌面应用
智能办公软件	33,333.00	建设千万级可共享语料库,研究并实现以知识图谱和自然语言处理、基于办公云文档的多人多屏协作和多人实时在线协同编辑为核心的关键技术,研发具备写作素材推荐、中文校对等语义理解功能以及格式美化等办公智能功能的 AI 助手,打造支持信创体系、拥有高度自主知识产权、支持多种创新 CPU、适应多种网络环境和应用场景的智能办公套件,构建端-云两级办公应用接口体系,提升办公套件的智能应用水平和协作能力。	应用于全平台下党政机关和企事业单位的桌面办公应用和集成办公应用

数据来源: 2021 年年报, 华福证券研究所

### 2.3 产品性价比优势突出, C 端发展态势良好

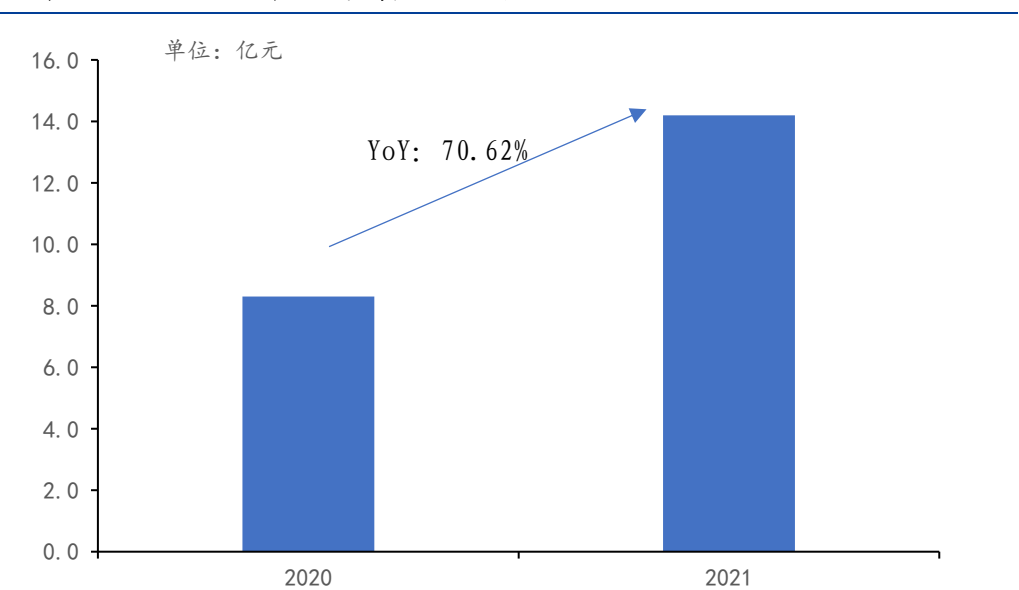
WPS Office 会员产品丰富,且性价比高于其他办公软件。WPS Office 个人版会员包括普通会员、稻壳会员和超级会员。普通会员包括 PDF 转 Word、数据恢复等多项实用性功能;稻壳会员包括免费下载 800 万套模板、PPT 智能美化等权益,优化办公成果;超级会员除涵盖以上两种会员权益外增加更多使用权益,最大程度提高用户办公体验。同时,WPS Office 订阅价格远低于 Microsoft 365 版,性价比优势明显。

**图表 21: WPS Office 和 Microsoft Office 官方订阅价格比较**

产品名称	版本	订阅内容	订阅价格
WPS Office	个人版	WPS 会员	新用户 78 元连续包年 次年以 88 元/年续费
		稻壳会员	新用户 78 元连续包年 次年以 88 元/年续费
		超级会员	新用户 158 元连续包年 次年以 178 元/年续费
	企业版	体验版	免费
		商业基础版	168 元/人/年
		商业标准版	365 元/人/年
		商业高级版	599 元/人/年
个人版	个人版	398 元/年	
	家庭版	498 元/年	
Microsoft Office	企业版	Microsoft 365 F3	696 元/人/年
		Microsoft 365 E3	3120 元/人/年
		Microsoft 365 E5	4692 元/人/年
	商业版	商业基础版	516 元/人/年
		商业应用版	720 元/人/年
		商业标准版	1080 元/人/年
		商业高级版	1908 元/人/年

数据来源：公司官网，Microsoft Office 官网，华福证券研究所

合同负债逐年增长，会员订阅业务稳定上升。随着金山办公连续包月、连续包年等业务的推进，公司长期会员增加，个人订阅业务量增长使一年期以内预收款增长，合同负债金额随之逐年上升。合同负债的增长预示未来会员订阅业务量会继续上升，发展前景较好。

**图表 22: 2020-2021 年合同负债金额及增速**


数据来源：公司年报，华福证券研究所

**B端、C端用户习惯有望互相引导。**B端侧，金山为组织持续赋能。C端侧为个人提供更好的用户体验和更高的性价比。由于公司产品在多端提供，可以覆盖各种应用场景。在C或B端产生的需求有望衍生到另一端。同时由于协作平台覆盖各种办公功能，为潜在消费者提供更多产品接触机会。用户有望从单一产品使用者转换为“全家桶”需求。公司大力推行的个人、机构“双订阅”战略转型也将增强客户粘性，未来收入确定性也将更高。

### 三、 盈利预测与估值

#### 3.1 盈利预测

公司业务以国内个人办公服务订阅业务、国内机构订阅及服务业务和国内机构授权业务为主，互联网广告推广服务及其他业务为辅。其中，随着公司对技术和用户体验的不断优化升级，个人办公服务订阅业务量增长稳定，是公司营业收入的有力保障。同时，由于我国本土信息产业进入发力期，公司产品渗透速度加快，带动国内机构业务量爆发式增长，且随着本土信息产业的发展成熟，该业务未来有望持续增长。由于公司推动“双订阅”发展策略，机构侧授权会向订阅倾斜。广告推广业务将继续维持缩减战略。“订阅制+平台化”策略将为业务带来高速增长，随着转型期的渡过和订阅业务的稳定，毛利率将预计保持稳定。

**国内个人办公服务订阅业务:**随着公司对用户功能体验的持续优化和对付费功能使用度的提升，渗透率有望继续提升。我们预计2022-2024年国内个人办公服务订阅业务收入增速将保持平稳，分别为40%/39%/38%。毛利率将保持平稳，分别为82.9%/83.7%/84.8%。

**国内机构订阅及服务业务:**随着用户的云化程度逐渐加深和本土替代的需求增长，我们预计2022-2024年国内机构订阅及服务业务收入增速将提升，分别为37%/45%/45%。毛利率保持平稳，分别为95%/95.5%/96.2%。

**国内机构授权业务:**我国本土产业正值发展期，政策依托下市场空间显著增大，政企用户需求明显增加。但由于2021年已爆发试点需求，2022年为替换需求小年，我们预计2022-2024年国内机构授权业务收入增速将放缓，分别为25%/22%/20%。毛利率不受影响将保持平稳，分别为96.2%/96.3%/96.4%。

**互联网广告推广服务及其他业务:**由于公司对互联网广告推广服务及其他业务保持战略调整态度，将持续主动减少广告位数量及推送频次，我们预计2022-2024年互联网广告推广服务及其他业务收入将有所收缩，增速分别为-40%/-40%/-40%。毛利率受公司战略影响将有所下降，分别为71.5%/69.1%/56.7%。

**费用端**由于公司还需要继续推进双订阅转型，诸多功能、模块需要向云化迭代。研发费用率将随着双订阅转型落地保持稳定。同时，订阅模式将提高客户粘性，也将带来销售费用的增速降低。因此，我们预计，随着转型的推进和双订阅结构的迭代需求，研发费用增速将高于营收增速，公司研发费用率在2022-2024年分别为31.5%/32%/32%，维持稳定；销售费用率分别为21%/20.5%/20%，维持稳定。

图表 23: 分业务收入及毛利率预测

单位: 百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
国内个人办公服务订阅业务	收入	1465.3	2051.4	2851.5	3935.0
	YoY	44.2%	40.0%	39.0%	38.0%
	毛利率	82.8%	82.9%	83.7%	84.8%
国内机构订阅及服务业务	收入	446.3	611.4	886.5	1285.4
	YoY	23.4%	37.0%	45.0%	45.0%
	毛利率	94.9%	95.0%	95.5%	96.2%
国内机构授权业务	收入	962.5	1203.1	1467.7	1761.3
	YoY	107.1%	25.0%	22.0%	20.0%
	毛利率	96.0%	96.2%	96.3%	96.4%
互联网广告推广服务及其他业务	收入	405.6	243.4	146.0	73.0
	YoY	-3.0%	-40.0%	-40.0%	-50.0%
	毛利率	71.5%	71.5%	69.1%	56.7%
合计	收入	3279.6	4109.2	5351.7	7054.7
	YoY	45.1%	25.3%	30.2%	31.8%
	毛利率	86.9%	87.9%	88.7%	89.5%

数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

### 3.2 相对估值

我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 41.1/53.5/70.6 亿元。归母净利润分别为 12.7/16.6/21.2 亿元, 同比增长 21.5%/31.4%/27.7%。我们选取深信服(云化转型解决方案提供商)、用友信息(服务诸多政企客户)、福昕软件(版式文件龙头)为可比公司, 2022 年平均 PE 为 130.8 倍。给予公司 131 倍 PE, 目标价 358.94 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

图表 24: 可比公司估值表

证券代码	证券简称	股价	市值		净利润 (亿元)				PE (倍)			
			(亿元)	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
300454	深信服	117.5	488.2	2.7	3.1	6.1	10.0	179.0	156.4	80.1	48.9	
600588	用友网络	23.6	811.4	7.1	6.3	9.8	13.5	109.2	128.1	82.6	60.1	
688095	福昕软件	71.9	47.6	0.5	0.4	0.7	0.9	74.9	107.8	68.2	50.4	
平均值								121.0	130.8	77.0	53.2	

数据来源: wind, 华福证券研究所

注: 股价为 2022/11/22 收盘价, 可比公司使用 Wind 一致预期

## 四、风险提示

**“双订阅”战略无法推进的风险:** 公司推进“双订阅”转型, 若公司管理层不能优化管理体系, 将导致公司无法适应收入模式的变化, 对未来经营和持续盈利能力造成不利影响。

**政企项目无法变现的风险:** 公司对政企相关项目进行大量研发投入, 短期之内也

许无法进行技术突破，或不能将自身研发能力马上变现，进而对公司经营产生不利影响。

宏观环境风险：若国内外宏观环境因素发生变化，可能会对公司经营带来影响。

图表 25: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,254	2,366	4,541	7,230	营业收入	3,280	4,110	5,352	7,056
应收票据及账款	415	483	586	751	营业成本	429	496	605	740
预付账款	26	7	9	11	税金及附加	35	42	55	73
存货	2	3	3	4	销售费用	695	863	1,097	1,411
合同资产	2	1	1	2	管理费用	326	403	525	691
其他流动资产	6,997	6,984	6,997	7,014	研发费用	1,082	1,295	1,713	2,258
流动资产合计	8,694	9,843	12,136	15,011	财务费用	-17	-45	-86	-117
长期股权投资	123	123	123	123	信用减值损失	-12	-15	-15	-15
固定资产	88	146	180	204	资产减值损失	0	-60	-55	-50
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动收益	-1	56	57	50
无形资产	118	151	194	235	投资收益	205	127	159	100
商誉	185	185	185	185	其他收益	199	199	199	199
其他非流动资产	1,217	1,220	1,221	1,222	<b>营业利润</b>	1,121	1,362	1,788	2,283
非流动资产合计	1,732	1,825	1,903	1,969	营业外收入	4	3	4	3
<b>资产合计</b>	<b>10,426</b>	<b>11,668</b>	<b>14,038</b>	<b>16,980</b>	营业外支出	6	6	6	6
短期借款	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	1,119	1,359	1,786	2,280
应付票据及账款	212	149	183	227	所得税	50	60	80	101
预收款项	0	0	0	0	<b>净利润</b>	1,069	1,299	1,706	2,179
合同负债	1,421	1,647	2,232	2,885	少数股东损益	28	34	44	56
其他应付款	91	91	91	91	<b>归属母公司净利润</b>	1,041	1,265	1,662	2,123
其他流动负债	544	643	800	1,012	EPS (摊薄)	2.26	2.74	3.60	4.60
流动负债合计	2,268	2,529	3,305	4,214					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	378	378	378	378					
非流动负债合计	378	378	378	378					
<b>负债合计</b>	<b>2,645</b>	<b>2,907</b>	<b>3,683</b>	<b>4,592</b>					
归属母公司所有者权益	7,720	8,667	10,217	12,193					
少数股东权益	61	94	139	195					
<b>所有者权益合计</b>	<b>7,780</b>	<b>8,761</b>	<b>10,355</b>	<b>12,388</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>10,426</b>	<b>11,668</b>	<b>14,038</b>	<b>16,980</b>					

现金流量表				
单位:百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,864</b>	<b>1,367</b>	<b>2,167</b>	<b>2,764</b>
现金收益	1,120	1,321	1,725	2,190
存货影响	-1	-1	-1	-1
经营性应收影响	-32	11	-50	-117
经营性应付影响	113	-63	34	43
其他影响	664	100	458	648
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,364</b>	<b>23</b>	<b>34</b>	<b>-45</b>
资本支出	-153	-157	-181	-194
股权投资	-87	0	0	0
其他长期资产变化	-1,124	180	215	149
<b>融资活动现金流</b>	<b>-247</b>	<b>-278</b>	<b>-26</b>	<b>-29</b>
借款增加	40	0	0	0
股利及利息支付	-277	-115	-150	-184
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-10	-163	124	155

主要财务比率				
	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	45.1%	25.3%	30.2%	31.8%
EBIT 增长率	18.9%	19.3%	29.3%	27.2%
归母净利润增长率	18.6%	21.5%	31.4%	27.7%
<b>获利能力</b>				
毛利率	86.9%	87.9%	88.7%	89.5%
净利率	32.6%	31.6%	31.9%	30.9%
ROE	13.4%	14.4%	16.1%	17.1%
ROIC	-429.8%	182.0%	73.4%	49.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	25.4%	24.9%	26.2%	27.0%
流动比率	3.8	3.9	3.7	3.6
速动比率	3.8	3.9	3.7	3.6
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.4
应收账款周转天数	44	39	36	34
存货周转天数	2	2	2	2
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	2.26	2.74	3.60	4.60
每股经营现金流	4.04	2.96	4.70	5.99
每股净资产	16.74	18.79	22.15	26.44
<b>估值比率</b>				
P/E	118	97	74	58
P/B	16	14	12	10
EV/EBITDA	212	180	138	108

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20% 以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10% 与 10% 之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20% 与-10% 之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20% 以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5% 以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5% 与 5% 之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5% 以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区滨江大道 5129 号陆家嘴滨江中心 N1 幢

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn