

金山软件 (03888.HK)

科创映射，顶级安可与云领军

金山软件：30年深耕，聚焦办公软件、云服务、游戏三大业务。金山软件股份有限公司创建于1988年，旗下拥有金山WPS、西山居、金山云三家子公司。聚焦办公软件、云服务、游戏三大业务，在办公软件和云服务业务的拉动下，公司2018年收入快速增长。雷军先生为公司实际控制人。

金山办公：安可加速落地，云与AI赋能协同办公，具有较高科创板上市可能。WPS系列办公软件是我国具有自主知识产权的民族软件的代表，盈利模式主要分为办公软件产品使用授权、办公服务订阅和互联网广告推广三种。**1) 安可产业化落地拉动WPS产品授权收入增长：**WPS在政府、金融等行业市占率较高，公司在政企客户的盈利模式目前主要以办公软件产品使用授权为主。在安可产业化落地进程中，根据我们测算，未来5年WPS将释放60.8亿市场空间。**2) 移动协同办公打造一站式融合云平台加速订阅服务增长：**云端office、移动系统办公、开放应用平台将加速服务订阅收入增长，促进更多的用户从购买产品模式中转型，提高产品付费率、提高用户体验，增强客户粘性。根据公司公告，金山办公拟于科创板上市，目前材料已受理，价值有望重估。

金山云：雄踞国内公有云前三，2B基因与小米生态两大优势。金山云是中国最大的独立云服务商，连续3年雄踞国内公有云前三。D轮融资估值已达到23.73亿美元，成为国内估值最高的独立云服务商。我们认为金山云雄踞国内公有云前三有两大核心优势：1) 企业2B基因，布局办公、金融、政府、游戏、视频、医疗等垂直行业解决方案；2) 依托小米生态强大后盾，发力AIoT，与小米联合发布“1KM边缘计算”解决方案，打造“云+亿级终端”边缘计算模式。

目标市值358亿人民币，给予“买入”评级：我们预计公司在2019-2021年的收入分别为76.84、96.85、120.47亿元，实现归母净利润5.53亿、8.63亿、13.13亿元。1) 金山办公：我们预计金山办公2019年实现收入16.73亿，给予251亿市值，对应15倍PS；2) 金山云：参考一级市场估值，我们给予金山云170亿人民币市值；3) 给予西山居2019年目标市值150亿元人民币，对应10倍PE。考虑对应持股比例，金山软件2019年对应市值为358亿人民币，给予“买入”评级。

风险提示：国产软件推广不及预期；WPS移动协同办公推广不及预期；金山云与小米生态发展不及预期；西山居《剑网3》市场反响不及预期；关键假设可能存在误差风险。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5184.1	5910.4	7683.6	9685.0	12047.3
增长率yoy(%)	35.16%	13.99%	30.00%	26.05%	24.39%
归母净利润(百万元)	3,201.8	389.2	552.9	863.1	1,312.9
增长率yoy(%)	-87.84%	42.04%	56.11%	52.11%	69.36%
EPS最新摊薄(元/股)	2.33	0.28	0.40	0.63	0.96
净资产收益率(%)	25.3%	-1.3%	5.3%	7.7%	10.5%
P/E(倍)	7.2	59.6	42.0	26.9	17.7
P/B(倍)	1.9	1.8	1.7	1.7	1.6

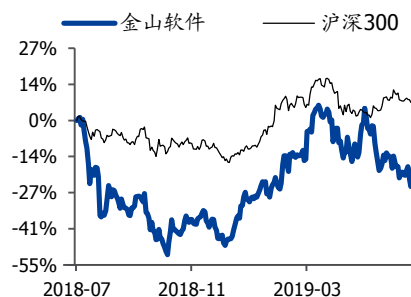
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入(首次)

股票信息

行业	
最新收盘价	17.16
总市值(百万元)	18,196.28
总股本(百万股)	1,060.39
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	

股价走势



作者

分析师 刘高畅

执业证书编号：S0680518090001

邮箱：liugaocang@gszq.com

分析师 夏天

执业证书编号：S0680518010001

邮箱：xiatian@gszq.com

分析师 安鹏

执业证书编号：S0680519030002

邮箱：anpeng@gszq.com



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	10545	12080	13388	14821	16621	营业收入	5184	5910	7684	9685	12047
现金	3036	4545	5506	6542	7873	营业成本	2169	3169	3998	4897	5933
应收账款	1168	1185	1540	1941	2415	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他应收款	680	872	998	1127	1304	营业费用	545	727	807	1065	1446
预付账款	0	0	0	0	0	管理费用	362	449	499	726	843
存货	10	12	8	10	12	财务费用	0	0	0	0	0
其他流动资产	5651	5457	5326	5191	5008	资产减值损失	0	0	0	0	0
非流动资产	7217	7970	11929	12303	12645	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	4056	4505	4505	4505	4505	投资净收益	151	412	217	286	351
固定资产投资	1329	2036	2442	2815	3157	营业利润	723	-364	1013	1378	1906
无形资产	66	66	66	66	66	营业外收入	0	0	0	0	0
其他非流动资产	7217	7970	11929	12303	12645	营业外支出	0	0	0	0	0
资产总计	17762	20050	25317	27124	29266	利润总额	3044	-25	651	1015	1545
流动负债	3854	4106	8230	9584	11180	所得税	134	140	98	152	232
短期借款	1335	1094	3909	3909	3909	净利润	3178	-165	553	863	1313
应付账款	179	229	423	518	627	少数股东收益	-24	-554	0	0	0
其他流动负债	2140	2597	3913	4972	6458	归属母公司净利润	3202	389	553	863	1313
非流动负债	1355	3022	3022	3022	3022	EBITDA	1635	850	1107	1504	2064
长期借款	1276	2973	2973	2973	2973	EPS (元/股)	2.33	0.28	0.40	0.63	0.96
其他非流动负债	79	49	49	49	49						
负债合计	5209	7128	11252	12606	14202	主要财务比率					
少数股东权益	464	-116	-116	-116	-116	会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
股本	5	5	5	5	5	成长能力					
资本公积	0	0	0	0	0	营业收入 (%)	-37.5	14.0	30.0	26.0	24.4
留存收益	6562	6937	7490	8353	9666	营业利润 (%)	17.6	-0.4	8.5	10.5	12.8
归属母公司股东收益	12074	12740	13292	14155	15468	归属母公司净利润 (%)	61.8	6.6	7.2	8.9	10.9
负债和股东权益	17762	20050	25317	27124	29266	盈利能力					
						毛利率 (%)	58.2	46.4	48.0	49.4	50.8
现金流量表 (百万元)						净利率 (%)	61.8	6.6	7.2	8.9	10.9
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE (%)	25.3	-1.3	5.3	7.7	10.5
经营活动净现金流	1890	770	1610	1946	2597	ROIC (%)	40.8	-1.6	4.6	11.3	17.1
净利润	3202	389	553	863	1313	偿债能力					
折旧摊销	468	514	457	488	520	资产负债率 (%)	29.3	35.6	52.1	52.9	53.1
财务费用	0	0	0	0	0	净负债比率 (%)	41.5	55.2	108.7	112.4	113.4
投资损失	0	0	0	0	0	流动比率	2.7	2.9	1.6	1.6	1.5
营运资金变动	154	426	962	957	1126	速动比率	2.7	2.9	1.6	1.6	1.5
其他经营现金流	-1933	-560	-360	-362	-362	营运能力					
投资活动净现金流	-4108	-780	-3142	-500	-500	总资产周转率	0.29	0.31	0.34	0.37	0.43
资本支出	0	0	0	0	0	应收账款周转率	3.52	5.03	5.64	5.56	5.53
长期投资	-2686	-1092	-3610	0	0	应付账款周转率	14.0	28.9	23.6	20.6	21.0
其他投资现金流	-1422	312	468	-500	-500	每股指标 (元/股)					
筹资活动净现金流	-266	1507	1902	-213	-108	每股收益 (最新摊薄)	2.33	0.28	0.40	0.63	0.96
短期借款	-1666	541	2815	0	0	每股经营现金流 (最新摊薄)	1.44	0.56	1.17	1.42	1.89
长期借款	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊薄)	9.21	9.50	9.68	10.31	11.27
普通股增加	1323	1321	0	0	0	估值指标 (倍)					
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/E	7.2	59.6	42.0	26.9	17.7
其他筹资现金流	189	-216	-913	-213	-108	P/B	1.9	1.8	1.7	1.7	1.6
现金净增加额	-2740	1508	370	1233	1989	EV/EBITDA	-0.9	-1.2	0	0	0

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

内容目录

金山软件：30年深耕，聚焦办公软件、云服务、游戏三大业务	5
金山办公：安可加速落地，云与AI赋能协同办公	7
安可产业化落地拉动WPS产品授权收入增长	8
移动协同办公打造一站式融合云平台加速订阅服务增长	10
金山云：雄踞国内公有云前三，2B基因与小米加持两大优势	14
西山居：20余年游戏开发经验，人气IP《剑网3》上线广受好评	18
盈利预测与估值	20
风险提示	20

图表目录

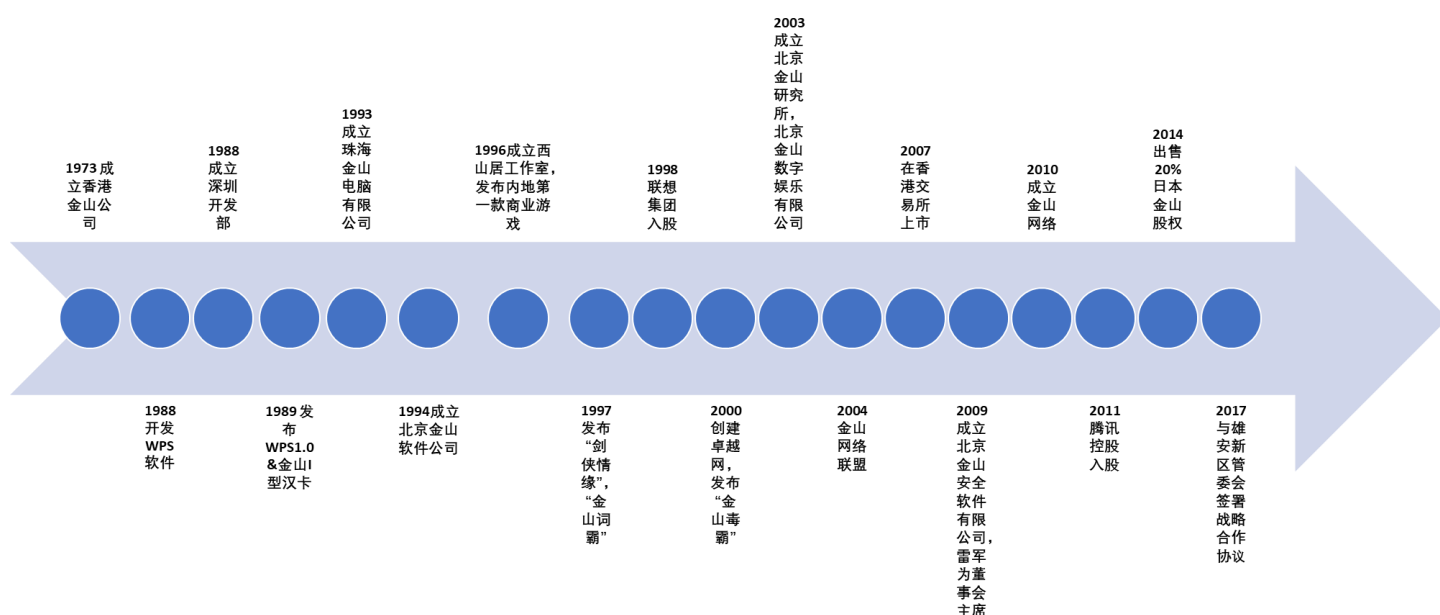
图表 1：金山软件发展历程	5
图表 2：金山软件主要业务	6
图表 3：金山软件子公司分布	6
图表 4：金山软件收入构成（单位：亿元）	6
图表 5：金山软件实控人是雷军	7
图表 6：金山办公主要产品	7
图表 7：金山办公活跃用户与与注册用户数	8
图表 8：金山办公收入拆分（单位：亿元）	8
图表 9：金山办公在政府、金融等多个领域广泛应用	9
图表 10：办公软件产品使用授权收入及构成（单位：亿元）	9
图表 11：政府采购wps的价格	9
图表 12：WPS Office Linux版	10
图表 13：WPS 安可空间测算	10
图表 14：WPS Office 移动版	11
图表 15：服务订阅收入收入构成	11
图表 16：2019WPS发布云端协作office、移动协同办公产品	12
图表 17：打造移动办公轻应用，一站式融合云平台	12
图表 18：稻壳儿开放创作平台	13
图表 19：AI+WPS平台	14
图表 20：金山云：中国最大的独立云服务商	14
图表 21：2018下半年前五大中国公司公有云IaaS厂商市场份额占比	15
图表 22：2018上半年前五大中国公司公有云IaaS厂商市场份额占比	15
图表 23：金山云历史融资情况	15
图表 24：金山赋予金山云2B基因	16
图表 25：金山医疗云架构	16
图表 26：金山政务云架构	17
图表 27：巨头IoT边缘计算布局	17
图表 28：小米与金山云联合发布“1KM边缘计算”解决方案	18
图表 29：西山居发展历程	19
图表 30：人气IP《剑网3》上线广受好评	19

图表 31: 金山办公收入与毛利预测.....	20
图表 32: 金山云与西山居收入与毛利预测.....	20

金山软件：30 年深耕，聚焦办公软件、云服务、游戏三大业务

金山软件：30 年积淀应用软件及服务提供商。金山软件股份有限公司创建于 1988 年，是中国领先的应用软件产品和服务供应商，旗下拥有金山 WPS、西山居、金山云三家子公司。公司在全球范围内拥有约 7,000 名员工，并在北京、珠海、成都、大连、广州、武汉及香港等多地分设研发中心，在北美、欧洲、日本及马来西亚等海外市场享有重要的市场份额。

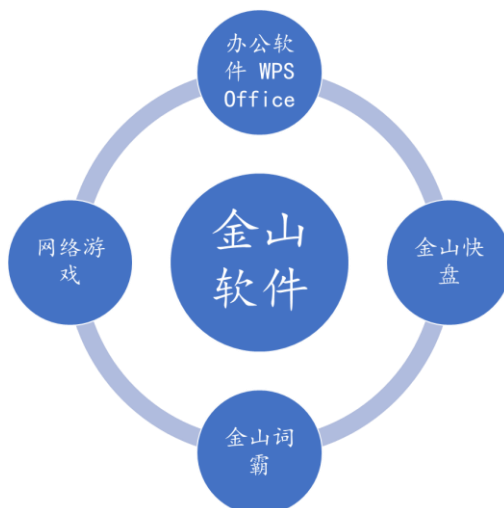
图表 1：金山软件发展历程



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

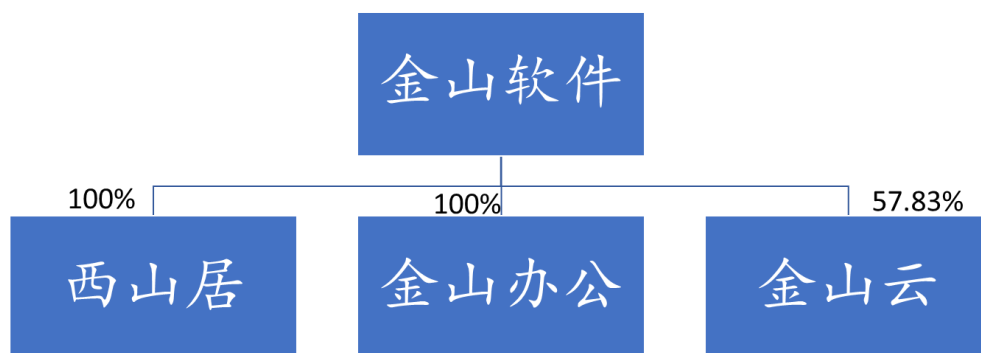
公司主营有办公软件、云服务以及游戏三大业务，主要对应金山 **WPS**、金山云以及西山居三家子公司。公司包括三个业务部门：娱乐软件部从事研究及开发网络游戏以及提供网络游戏、手机游戏及休闲游戏服务业务。网络游戏业务包括研发和运营客户端网络游戏和手机游戏并提供游戏授权服务。猎豹移动业务主要提供网络营销服务、互联网增值服务、互联网安全服务和其他服务。云服务、办公软件及其他业务提供办公应用软件以及云存储与计算和词典服务。

图表 2: 金山软件主要业务



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 3: 金山软件子公司分布



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

在办公软件和云服务业务的拉动下, 公司收入快速增长。2018 年公司办公软件和云服务业务收入快速增长, 分别实现 56.05%、66.41% 的增速, 实现收入 11.37 亿元、22.18 亿元。游戏业务受西山居影响下滑 18.22%, 实现收入 25.52 亿元。

图表 4: 金山软件收入构成 (单位: 亿元)

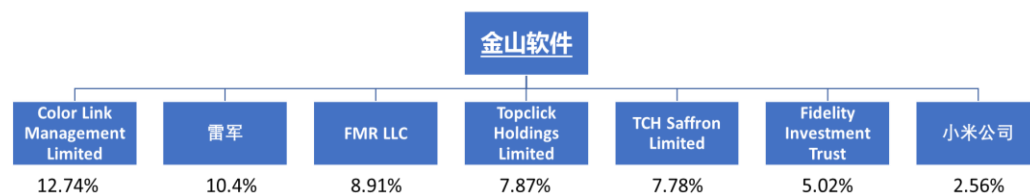
	2014	2015	2016	2017	2018
办公软件	2.60	3.75	5.51	7.29	11.37
YOY		44.21%	46.95%	32.31%	56.05%
云服务	0.69	2.73	7.37	13.33	22.18
YOY		296.10%	170.52%	80.76%	66.41%
游戏	12.53	13.69	25.46	31.20	25.52
YOY		9.26%	85.98%	22.57%	-18.22%
合计	15.81	20.16	38.34	51.81	59.06
		27.49%	90.15%	35.16%	13.99%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司实际控制人是雷军。根据公司 2018 年中报, 雷军先生持有公司股权 10.40%, 依次

于 Color Link 12.74% 的持股比例，小米公司持股比例为 2.56%。雷军先生及小米公司持有公司股权比例为 12.96%，为公司实际控制人。

图表 5: 金山软件实控人是雷军



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

金山办公：安可加速落地，云与 AI 赋能协同办公

金山办公产品主要包括 **WPS Office 办公软件** 和 **金山词霸** 等。金山办公软件为金山软件集团子公司，主要研发并运营 WPS 系列办公软件。金山办公是国内领先的办公软件和服务提供商，主要产品包括 WPS Office 办公软件和金山词霸等，可在 Windows、Linux、MacOS、Android、iOS 等众多主流操作平台上应用；公司服务主要包括基于公司产品及相关文档的增值服务以及互联网广告推广服务，为客户提供一站式、多平台应用解决方案。公司拥有办公软件领域 30 余年研发经验及技术积累，旗下主要产品及服务皆由公司自主研发，对核心技术具有自主知识产权。

图表 6: 金山办公主要产品



资料来源：金山办公招股说明书，国盛证券研究所

WPS 已成为办公软件龙头。2011 年，WPS 移动版，目前已经成为全球应用最多的移动办公软件之一。2018 年 12 月，公司主要产品月度活跃用户数 (MAU) 超过 3.10 亿，其中 WPS Office 桌面版月度活跃用户数超过 1.20 亿，领先其他国产办公软件；WPS Office 移动版月度活跃用户数超过 1.81 亿；公司其他产品（如金山词霸等）月度活跃用户数接近 0.10 亿。WPS Office 移动版已覆盖全球超过 220 个国家和地区，在全球 Google Play、中国 App Store 的办公软件应用市场中排名前列，并持续保持领先地位。

图表 7: 金山办公活跃用户与注册用户数



资料来源: 金山办公招股说明书, 国盛证券研究所

公司盈利模式主要分为办公软件产品使用授权、办公服务订阅和互联网广告推广三种。公司提供的办公增值服务主要包括企业办公增值服务和个人办公增值服务。企业办公增值服务为组织级客户提供专业级产品、企业办公云服务及办公解决方案；个人办公增值服务为个人用户提供办公应用软件及个人办公云服务。通过统一账号系统，客户可借由邮箱、QQ、微信、手机号等多种登录方式获得 WPS 办公增值服务。互联网广告推广服务主要以公司产品为载体，通过向客户展示品牌广告和效果广告的推广方式，为各类广告客户提供基于互联网平台的广告营销服务从而实现收入。

图表 8: 金山办公收入拆分 (单位: 亿元)

产品及服务		2018 年度		2017 年度		2016 年度	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比
办公软件产品使用授权销售模式	代理商经销	2.51	22.26%	2.01	26.67%	1.70	31.32%
	公司直销	1.04	9.22%	0.83	11.06%	0.65	12.05%
办公服务订阅销售模式	代理商经销	0.06	0.50%	0.03	0.41%	0.00	0.01%
	公司直销	3.87	34.26%	1.70	22.58%	0.64	11.82%
互联网广告推广服务销售模式	代理商经销	1.27	11.23%	0.84	11.18%	0.59	10.80%
	公司直销	0.63	5.61%	0.44	5.89%	0.62	11.39%
	第三方平台合作推广	1.91	16.91%	1.67	22.21%	1.23	22.61%
主营业务收入合计		11.30		7.53		5.42	

资料来源: 金山办公招股说明书, 国盛证券研究所

安可产业化落地拉动 WPS 产品授权收入增长

WPS 系列办公软件是我国具有自主知识产权的民族软件的代表。WPS 拥有自主知识产权的源代码, PC 端代码量超过 2000 万行, 并有 12000 多个自主可控的 API 接口。WPS 安全文档从被创建开始, 就始终保持密文状态, 只有被授权的用户可以进行相关操作。WPS 安全文档是 WPS 客户端的原生功能模块, 相对于其他安全产品效率更高, 安全性更强。WPS 还支持二次开发嵌入 OA、ERP 等系统, 企业 OA 系统可以深度整合 WPS 文档安全功能。通过使用 API 接口对原有 OA 系统进行少量的开发即可达到集成效果, 彻底消除传统 OA 信息安全风险, 使企业机密分享无忧。

WPS 在政府、金融等行业市占率较高。WPS Office 是中国政府应用最广泛的办公软件之一，在国家新闻出版总署、外交部、工业和信息化部、科技部等 70 多家部委、办、局级中央政府单位中被广泛采购和应用，在国内所有省级政府办公软件的采购中，WPS Office 占据总采购量近三分之二的市场份额，居国内、外办公软件厂商采购首位。

图表 9: 金山办公在政府、金融等多个领域广泛应用

“世界 500 强”中的中国企业	120	69	58%
国内央企	96	82	85%
国有商业银行	5	5	100%
股份制商业银行	12	11	92%

资料来源: 金山办公招股说明书, 国盛证券研究所

公司在政企客户的盈利模式目前主要以办公软件产品使用授权为主。数量较小的中小客户通常采用数量授权的采购方式，而需求量较大的大型客户通常采用场地授权方式，在经营场所不限装机数量。

图表 10: 办公软件产品使用授权收入及构成 (单位: 亿元)

	2016	2017	2018
办公软件产品使用授权	2.35	2.84	3.56
增速 (%)		20.95%	25.14%
按数量授权	1.61	1.66	2.02
增速 (%)		3.30%	21.50%
按场地面积授权	0.74	1.18	1.53
增速 (%)		59.35%	30.27%

资料来源: 金山办公招股说明书, 国盛证券研究所

根据政府采购价格，金山 WPS Office 2016 专业版入围价位 549 元，专业增强版入围价为 960 元。

图表 11: 政府采购 wps 的价格

 入围价: <= 549元 型号(版本号): 金山 WPS Office 2016 专业版 购买	 入围价: <= 960元 型号(版本号): 金山 WPS Office 2016 专业增强版 购买
---	--

资料来源: 中央国家机关政府采购中心, 国盛证券研究所

安可产业化落地，国产办公软件渗透空间巨大。公司自主研发的 WPS Office Linux 版本已经全面支持国产整机平台（如：龙芯、飞腾、兆芯、申威等芯片）和国产操作系统，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。WPS Office Linux 版产品尊重 Linux 用户特定的使用习惯，在文档格式、用户界面和二次开发等方面都与 WPS Office Windows 版保持深度兼容，延续与 WPS

Office Windows 版产品相同的用户体验，满足政府和企业用户的办公需求。在电子公文第一期试点的时候，WPS 应用主要是涉密网，省级政府内部办公厅在试用，以及国家保密局重点单位和发改委在做试验，后续大规模要依靠电子公文第二期替换。

图表 12: WPS Office Linux 版



资料来源：金山办公招股说明书，国盛证券研究所

在安可产业化落地进程中，即国产 CPU+操作系统替换 intel 过程中，未来 5 年 WPS 将释放 60.8 亿市场空间。根据倪光南院士的演讲资料(《第十六届全国嵌入式系统大会》)，全国的党政机关，各个部门人员用的电脑共有 2000 万，未来还将逐步渗透到国资委下的企业。根据统计局数据，2015 年全国党政机关公务员超过 700 余万人，事业单位编制人员 3100 余万人、中央企业员工 200 余万人，总数合计约 5000 万人。

我们按照截止 2022 年，2000w 台替换电脑测算，政府部门多以场地面积授权方式付费，假设 Linux 版本的 WPS office 价格为 960 元/3 年/台，即 320 元/年/台。WPS 的竞争对手还有永中 Office，但是 WPS 的市占率达到 95%以上，释放 60.8 亿市场空间。

图表 13: WPS 安可空间测算

替换数量（万台）	2000
付费方式	按场地面积授权付费
单机价格（元）	320
WPS 市占率	95%
市场空间（亿）	60.8

资料来源：国盛证券研究所

移动协同办公打造一站式融合云平台加速订阅服务增长

WPS 移动版覆盖率更胜 PC 端。引领移动办公 2011 年，顺应移动互联网大潮，金山办公软件提前布局，开发了融合最新移动互联网技术的移动办公应用——WPS 移动版。截止 2014 年 5 月，WPS for Android 的月活跃用户数量逾 4500 万，WPS for iPad/iPhone 月活跃用户数量超过 300 万。WPS 移动版在上线短短的 3 年时间里，活跃用户数量已达有 26 年历史的 PC 版 WPS 用户数的三分之二。目前，WPS 移动版通过 Google Play 平台，已覆盖的 50 多个国家和地区，WPS for Android 在应用排行榜上领先于微软及其他竞争对手，居同类应用之首。

图表 14: WPS Office 移动版



资料来源: 金山办公招股说明书, 国盛证券研究所

云端 office、移动系统办公、开放应用平台将加速服务订阅收入增长, 促进更多的用户从购买产品模式中转型, 提高产品付费率、提高用户体验, 增强客户粘性。

图表 15: 服务订阅收入收入构成

服务订阅构成 (单位: 百万)		2016 年	2017 年	2018 年
机构客户订阅		1581.47	2530.95	2289.84
增速 (%)			60.04%	-9.53%
个人客户订阅	WPS 会员	2778.59	8180.37	23135.64
	增速 (%)		194.41%	182.82%
	稻壳 会员	1783.38	5103.47	10311.15
	增速 (%)		186.17%	102.04%
	词霸 业务	269.04	1419.04	3086.10
	增速 (%)		427.45%	117.48%
	其他	-	82.62	442.03
	增速 (%)			435.02%
合计		6412.48	17316.45	39264.76
增速 (%)			170.04%	126.75%

资料来源: 金山办公招股说明书, 国盛证券研究所

云端 office、移动协同办公成为未来趋势。在支持超大文档和全功能格式的基础上, WPS 文档实现了云端便捷和桌面高效的完美统一, 它不仅仅是一个云端协作 Office, 更是一个可以和传统 Office 无缝衔接的产品。WPS 文档不仅支持多人在线协作, 还率先推出语音批注功能, 可针对文档内容进行语音批注。创新的语音沟通协作, 更加符合移动场景, 能成倍提高办公效率。WPS 团队非常重视云端文档的安全, 所有协同文档和沟通的历史版本都可恢复。在保证文档的私密性方面, WPS 不光提供密码设置, 还增加了人员使用权限、文档查看期限、以及查看次数等控制方式, 确保数据流转不丢失, 更加安全。根据 WPS “云·AI 未来办公大会”披露数据, 每天有 1000 万个用户, 将 3000 万个文

档保存在 WPS 云端。WPS 累计帮助用户托管了 93 亿个文档，文件总大小达到 9.7PB，相当于 1000 多座国家图书馆的书籍信息量总和。

图表 16: 2019WPS 发布云端协作 office、移动协同办公产品



资料来源: WPS “云·AI 未来办公大会”，国盛证券研究所

打造移动办公轻应用，一站式融合云平台。体积轻盈的 WPS Office 2019 将文字、表格、演示、PDF、脑图、流程图、H5 秀堂、笔记等融合为一个组件，只需一次下载、一个图标、一个账号，即可打开任何一种文档，无需考虑要通过哪个软件打开哪个文件。打开 WPS，最近处理文档即可触手可及。通过云服务和 WPS 文档无缝打通全平台，登录一个 WPS 账号，就可以进行一站式融合云办公。

图表 17: 打造移动办公轻应用，一站式融合云平台



资料来源: WPS “云·AI 未来办公大会”，国盛证券研究所

开放平台整合第三方应用，满足用户个性化需求，功能无限延伸。WPS 的全平台体系进一步开放，和广大的第三方伙伴协作起来不断开放，给予更多的功能服务支撑。第三方应用与 WPS 优势互补，共同满足用户的多样需求，优质的产品服务提升产品影响力，获取更多增值收入，与平台分成。

以稻壳儿为例，有超过 3000 个资源创作者在为 WPS 稻壳儿内容服务平台提供各种模板、范文，数量累计超过数十万。

图表 18: 稻壳儿开放创作平台



资料来源：WPS “云·AI 未来办公大会”，国盛证券研究所

AI 校对、AI 美化、AI 扫描：积极探索人工智能在 WPS 中的应用。基于 WPS AI 墨斗智能办公系统推出墨斗智能助手“小墨”，可提供模拟人的智能助手服务。对于文字创造者来说，错别字一直都是头疼却没有好办法的难题。WPS 推出了基于机器学习的 AI 校对，帮助用户定位错字和措辞，并且自动修正，让繁琐的文字创造变得简单。AI 美化的背后也有 AI 技术的支撑。通过与海量优质模板素材的匹配，小墨可自行智能图文排版。AI 扫描还可自动将照片转为文档。

图表 19: AI+WPS 平台



资料来源: WPS “云·AI 未来办公大会”，国盛证券研究所

金山云：雄踞国内公有云前三，2B 基因与小米加持两大优势

金山云：中国最大的独立云服务商。创立于 2012 年，中国最大的独立云服务商。业务范围遍及全球 100 多个国家和地区。成立 7 年来，金山云始终坚持以客户为中心的服务理念，提供安全、可靠、稳定、高品质的云计算服务。金山云已经构建了完备的云计算基础架构和运营体系，并通过与人工智能、大数据、物联网、区块链、边缘计算、AIoT、AR/VR 等优势技术的有机结合，提供适用于政务、金融、医疗、工业、传媒、视频、游戏、教育、互联网、地产-园区、内容安全、内容理解等行业的解决方案。

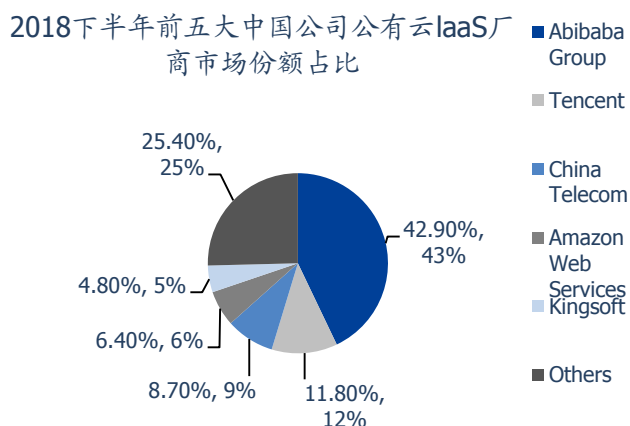
图表 20: 金山云：中国最大的独立云服务商



资料来源: 公司官网，国盛证券研究所

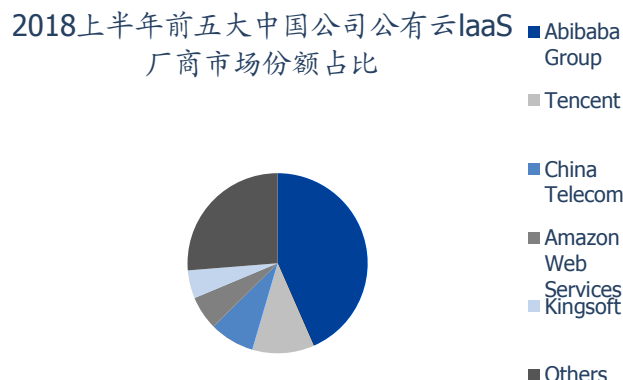
雄踞国内公有云前三。从中国公有云 IaaS 市场份额来看，阿里、腾讯、中国电信、AWS、金山云分别占据了前五的位置。也就是说，从 2016 年一直到 2018 年，在过去的连续六个半年报告周期中，阿里云、腾讯云、金山云一直占据着中国互联网云厂商前三甲的位置。

图表 21: 2018 下半年前五大中国公司公有云 IaaS 厂商市场份额占比



资料来源: IDC, 国盛证券研究所

图表 22: 2018 上半年前五大中国公司公有云 IaaS 厂商市场份额占比



资料来源: IDC, 国盛证券研究所

目前，金山云估值已达到 **23.73 亿美元**，成为国内估值最高的独立云服务商。2018 年 1 月 4 日，金山软件旗下金山云宣布 D 轮又进 2.2 亿美元融资。至此，金山云 D 系列融资累计已达 5.2 亿美元，投后估值达 21.2 亿美元。金山软件、骊悦投资者、民生投资者、Forebright(GY 光远投资者)及顺为投资者对金山云持股比例分别约为 51.73%、4.72%、4.72%、2.36%及 0.47%。

图表 23: 金山云历史融资情况

时间	融资轮数	融资金额	估值
2012.12.01	天使	182 万美金	
2013.08.01	A 轮	2000 万美金	
2014.08.01	B 轮	1 亿人民币	
2015.03.28	C 轮	5266 万美金	
2016.05.09	C 轮	5000 万美金	>11 亿美金
2017.12.13	其他轮	3 亿人民币	19 亿美金
2018.1.04	其他轮	2.2 亿美金	21.2 亿美金
2018.01.29	D 轮	2 亿美金	23.73 亿美金

资料来源: 公开资料整理, 国盛证券研究所

我们认为金山云雄踞国内公有云前三有两大核心优势:

1) 企业 2B 基因，布局垂直行业解决方案:

首先，金山软件 (WPS) 赋予金山云 2B 基因，金山软件是一家 2B 公司，在 WPS 和 安全软件等产品中，积累了深厚的政府、金融、制造等行业资源，金山云的垂直行业资源 积累深厚。

在办公领域，金山云 KDL (深度学习平台) 成功为 WPS office、Mail 和金山词霸提供了 开发、评估、训练、预测等支持，帮助 WPS 全面接入 AI。在智能语音识别领域，金山 云基于 GPU 和 FPGA 的 AI 推理预测整体解决方案，提供语言识别、语义识别、语音 合成等能力，并已经应用于小米智能音箱。

图表 24: 金山赋予金山云 2B 基因



资料来源：第二届世界互联网大会，国盛证券研究所

其次，金山云在游戏、视频领域有天然优势。金山旗下的西山居在游戏制作与运营方面本就有非常丰富的经验，而在小米生态方面的数据也把握到了游戏云增量市场。金山云专为游戏产业打造出了完整的生态云服务。许多“爆款”游戏均将金山云选为了自己的供应商，金山云在游戏领域中的影响力可见一斑。

金山视频云为一些重大事件的视频播出提供了保障与支持，比如在支持今日头条对 G20 峰会直播时，金山云实现了超 40 万人的同时在线观看，并支持了峰值带宽达到 360G 时环境下的视频稳定播放，从而保障了 G20 峰会视频最终获得 1000 万人次的顺利播放。而在近些年中的春节晚会直播中，也有金山云的身影。

最后，金山云下一阶段的开发的领域是金融、医疗、政务三个领域。在医疗领域，金山云着眼于基层医疗卫生机构的医疗信息化建设，以及基层医疗机构医务人员的能力提升，助推国内分级诊疗政策落地。同时利用智能辅助诊断技术，帮助医生完成语音病历录入、安全用药指导、基本辅助诊断，提升工作效能。

图表 25: 金山医疗云架构



资料来源：第二届世界互联网大会，国盛证券研究所

金山云为金融行业客户提供了“混合云+人工智能云”服务可为客户提供一个快速部署在自己私有环境下的机器学习和深度学习平台，并提供训练数据管理、算法管理、模型训练管理、模型验证管理以及一个自主服务的命令行和图形界面，从而降低人工智能平台的投入和维护成本。

金山云与太极中标北京政务云建设平台，旗下的私有云平台（Kingstack）承担了北京市电子政务云的建设。它是金山云面向政企市场打造的专属云计算平台，能够提供成熟的、可快速交付的、高度灵活可扩展的 IaaS+PaaS 层解决方案。

图表 26：金山政务云架构



资料来源：第二届世界互联网大会，国盛证券研究所

2) 依托小米生态，发力 AIoT

小米生态是金山云的强大后盾。2012 年，就在金山云成立的同一年中，小米以 182 万美元收购金山云公司 9.87% 股份，之后，小米也一直对金山云给予了最强有力的业务支持。雷军也对金山云给予了足够的支持。2014 年，雷军提出了“All-in 金山云”战略，并承诺将在 3-5 年对金山云投入 10 亿美元。

IoT 的爆发，推动巨头在边缘计算赛道上你追我赶。面对 IoT 市场爆发，以美国科技巨头司为首，新一轮市场机遇的竞争非常明显的瞄准了“边缘计算”这个领域。亚马逊 AWS 已发布了边缘计算服务 Greengrass，Facebook 建立了自己的全球服务系统 Sonar 搭建边缘服务器以及边缘路由器，Akamai 与 IBM 在其 WebSphere 上提供基于边缘 Edge 的服务，微软则发布了 Azure IoT Edge 服务和开源 Azure IoT Edge Runtime，高通提出“全面提升终端侧的 AI 计算能力”，CloudFlare 支持用户在边缘端使用交互，国内的 BAT 和运营商也有相应动作。边缘计算早已不是新的学术名词，它的研究价值正在被唤醒，而产业界则十分默契地走上了这条刀兵相见的新赛道。

图表 27：巨头 IoT 边缘计算布局

公司	对应布局
AWS	发布边缘计算服务 Greengrass
Facebook	建立了自己的全球服务系统 Sonar 搭建边缘服务器以及边缘路由器
Akamai 与 IBM	在其 WebSphere 上提供基于边缘 Edge 的服务
微软	发布了 Azure IoT Edge 服务和开源 Azure IoT Edge Runtime
高通	提出“全面提升终端侧的 AI 计算能力”
CloudFlare	支持用户在边缘端使用交互

资料来源：公开资料整理，国盛证券研究所

小米与金山云联合发布“1KM 边缘计算”解决方案，打造“云+亿级终端”边缘计算模

式。“1KM 边缘计算”解决方案将创新性地实现智能调度、智能网络提速并保障内容安全，从根源上解决网络拥堵和劫持问题。通过全面提速网络最后一公里，相比于传统 CDN 网络，能够将全网整体速度提升 30%。这就是实打实的生产力。

图表 28: 小米与金山云联合发布“1KM 边缘计算”解决方案



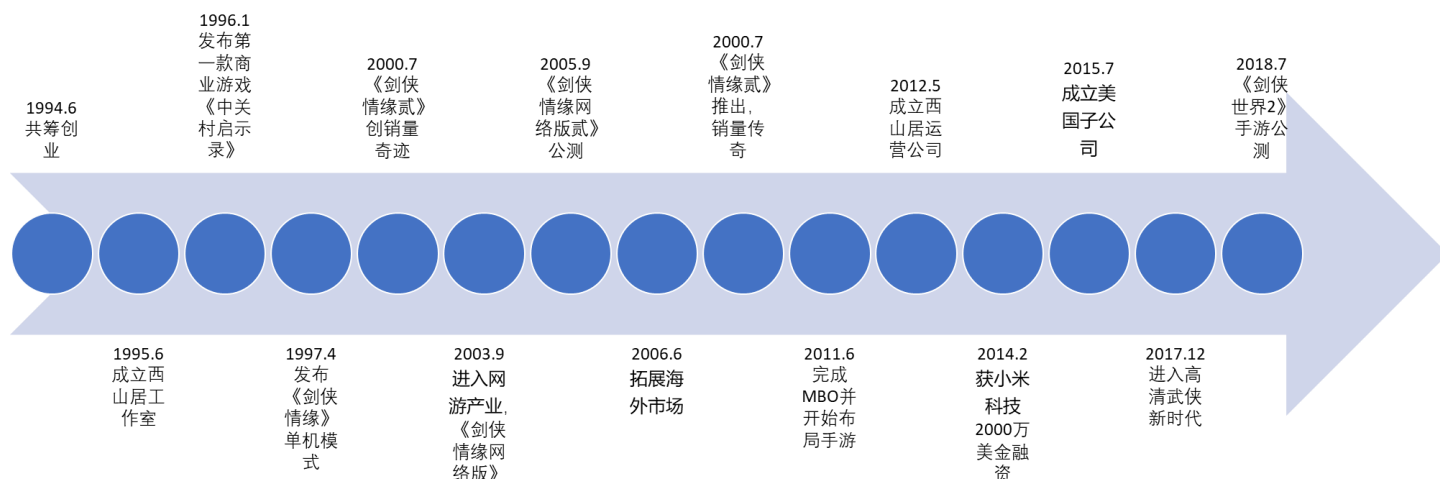
资料来源：米路通发布会，国盛证券研究所

在从云到边缘方向上，小米+金山云推出“云+智能终端”。作为小米战略级产品的小米路由器系列产品推出不到 5 年时间，日活用户超过 1100 万人次，日连接设备超过 1.3 亿台，日处理请求超过 24 亿次，小米路由器已成为一款连接过亿用户的设备。而金山云已经服务了国内 90% 的头部视频企业，是视频行业领先的云服务商。CDN 服务能力更是业界绝对领先水平，包括智能调度、双边加速、内容安全技术等。基于“1KM 边缘计算”的智能调度，在通过亿万台小米路由器对网络进行感知后，可以精准判断使用哪些 CDN 节点覆盖能够达到最好效果，从而对网络进行精准调度。当感知判断处于弱网环境时，便可随即启动双边加速，提升网络下载速度。同时，基于用户识别请求，可以利用大数据分析 DNS 解析，替换错误 DNS 的服务器，保障网络安全。

西山居：20 余年游戏开发经验，人气 IP《剑网 3》上线广受好评

西山居：20 余年游戏开发经验，积淀深厚。西山居工作室，于 1995 年 5 月在珠海成立，是国内最早的游戏开发工作室。1996 年 1 月，西山居发布了中国大陆第一款商业游戏——《中关村启示录》，标志着金山公司正式进入游戏领域。在过去的 20 年间，西山居凭借其雄厚的研发实力，以及对游戏文化内涵、画面、音乐等方面的深刻理解，共制作了 11 款经典游戏产品，许多产品至今仍为玩家所津津乐道，特别是被媒体称为中国游戏第一品牌的《剑侠情缘》系列，在国产游戏中更是拥有极强的生命力和号召力。

图表 29: 西山居发展历程



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

人气 IP《剑网 3》上线广受好评。《剑网 3: 指尖江湖》游戏经历了四年的研发时间, 6 月 12 日,《剑网 3: 指尖江湖》正式发布上线, 凭借剑三自身的玩家群体以及腾讯的渠道, 一时间大量玩家涌入。《剑网 3 指尖江湖》是一个集佛系收集玩法和硬核战斗系统为一体的手机游戏。西山居的这次开发是经过思考和打磨的, 并不是简单的把端游的功能, 故事剧情, 玩法模式直接手游化, 美术风格上也有变化。

图表 30: 人气 IP《剑网 3》上线广受好评



资料来源: 剑网 3, 国盛证券研究所

盈利预测与估值

1. 金山办公

关键假设：1) 办公软件产品使用授权销售模式受益于安全可控，在 2019-2020 年收入增速分别达到 31.87%、33.38%、41.79%，国产办公软件竞争格局稳定，毛利率保持不变；2) 办公服务订阅销售模式在云端移动协同办公与开放应用平台的驱动下保持高速增长，在 2019-2020 年收入增速分别达到 80%、55%、40%，毛利率保持不变；3) 互联网广告推广业务保持平稳增长，在 2019-2020 年收入增速分别达到 30%、25%、20%，毛利率保持不变。

图表 31: 金山办公收入与毛利预测

(单位: 亿元)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
办公软件产品使用授权销售模式	2.35	2.84	3.56	4.69	6.26	8.87
YOY		20.93%	25.14%	31.87%	33.38%	41.79%
毛利率	96.60%	96.84%	97.14%	97.14%	97.14%	97.14%
办公服务订阅销售模式	0.64	1.73	3.93	7.07	10.95	15.34
YOY		170.06%	126.75%	80.00%	55.00%	40.00%
毛利率	62.86%	75.31%	80.65%	80.65%	80.65%	80.65%
互联网广告推广服务销售	2.43	2.96	3.82	4.97	6.21	7.45
YOY		21.82%	29.15%	30.00%	25.00%	20.00%
毛利率	87.58%	87.53%	83.26%	83.26%	83.26%	83.26%
金山办公合计	5.51	7.29	11.37	16.73	23.42	31.66
YOY		46.95%	32.31%	56.05%	47.11%	40.03%
毛利率		91.22%	86.22%	86.05%	85.75%	85.88%

资料来源: 国盛证券研究所

2. 金山云与西山居

关键假设：1) IaaS 行业进入强者恒强阶段，金山云保持高速增长，预计在 2019-2020 年收入增速分别达到 31.87%、33.38%、41.79%；2) 西山居游戏增长具备不确定性，我们预测在 2019-2020 年收入增速分别达到 5%、0%、0%。

图表 32: 金山云与西山居收入与毛利预测

(单位: 亿元)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
云服务	7.37	13.33	22.18	33.26	46.57	61.93
YOY		170.52%	80.76%	66.41%	50.00%	40.00%
游戏	25.46	31.20	25.52	26.79	26.79	26.79
YOY		22.57%	-18.22%	5.00%	0.00%	0.00%

资料来源: 国盛证券研究所

综上，我们预计公司在 2019-2021 年的收入分别为 76.84、96.85、120.47 亿元，期间费用保持稳定增长，实现归母净利润 5.53 亿、8.63 亿、13.13 亿元。

目标市值 358 亿人民币，给予“买入”评级：1) 金山办公：参考美股 Slack 预计 2019 年收入 6 亿美元，估值 180 亿，30 倍 PS，我们预计金山办公 2019 年实现收入 16.73 亿，给予 251 亿市值，对应 15 倍 PS，金山软件持有金山办公 67.5% 股权，不计算登陆科创板后的摊薄，对应 19 年市值约为 169 亿人民币；

2) 金山云：由于 2018 年 1 月，金山云 D 轮融资估值已达到 23.73 亿美元，参考一级市场估值，我们给予金山云 170 亿人民币市值，金山软件持有金山云 51.73% 股权，对应

19 年市值约为 88 亿人民币；

3) 考虑到西山居营收的业绩增速，给予 2019 年目标市值 150 亿元人民币，对应 10 倍 PE。金山软件持有西山居约 67.65% 股份，对应 2019 年目标市值约为 101 亿人民币。

综上，金山软件 2019 年对应市值为 358 亿人民币，给予“买入”评级。

风险提示

国产软件推广不及预期：政府国产化、正版化软件推广进度不及预期；

WPS 移动协同办公推广不及预期：WPS 用户订阅增长不及预期，原有授权用户转订阅服务模式数量不及预期；

金山云与小米生态发展不及预期：小米生态在视频、广告等云应用发展不及预期，导致金山云同步不及预期；

西山居《剑网 3》市场反响不及预期：西山居《剑网 3》流水不及预期；

关键假设可能存在误差风险：部分关键假设存在产业逻辑分析，与未来发生的实际情况可能存在偏差。

免责声明

国盛证券有限责任公司（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，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可能会随时调整。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。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。

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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 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；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街 35 号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 10 层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 101 层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com