

中信证券研究部

杨泽原
 首席计算机分析师
 S1010517080002

丁奇
 计算机分析师
 S1010519120003

张帅
 计算机分析师
 S1010520090004

核心观点

公司将“协作”提升至核心产品战略，其轻量化特点及跨平台协同有助于 WPS 成为用户整体办公核心入口，网络效应加强粘性提升付费转化。中期看，受益于国产化、正版化、云化三大核心趋势，公司业绩有望持续高增。维持公司 2020-2022 年 EPS 预测 1.85/2.41/3.07 元。维持“买入”评级，给予目标价 431 元。

事项：2020 年 12 月 1 日，金山办公举办 WPS「CHAO」办公大会，会上宣布将“协作”提升至核心产品战略形成“多屏、云、AI、内容、协作”五大件，发布 5 款协作办公产品、2 款办公服务组件、1 款内容服务接口，并宣布成立 WPS 办公服务生态联盟和 WPS 协同办公生态联盟。

云化趋势明确，协作战略升级。1) **复盘：**公司在 2018 年提出的“云、多屏、内容、AI”战略贯彻落地，近年来取得了显著成绩，公司前瞻性判断持续得到验证，未来仍有深化空间。2) **重大战略升级：**疫情促进云办公渗透的同时验证了协作办公的需求，公司将“协作”提升为核心产品战略，同时发布了金山日历/表单/待办/会议/FlexPaper 等 5 大协作产品。未来公司将投入 1/3 研发力量在协作领域，意图在巩固传统头部政企市场的同时开拓千万级 SMB 市场。

我们重申此前对金山文档价值判断的逻辑：**协作产品的“跨平台”能力可以打通产品线形成闭环，多人多端协作有效提升整体用户黏性，是办公软件提升用户黏性的关键功能发力点，有助于提升办公产品用户黏性、加速付费转化。**

内涵&外延：产品矩阵不断延展，“超级工作入口”已现。WPS 的内涵经过 30 多年的演变，目前已成为 Workspace Platform Service（协作工作空间·开放平台·云服务），反映了 WPS 产品能力边界的延伸。WPS 现在已是支持多人协作办公、支持团队多场景协同办公、容纳所有主流办公组件，并且具备超过 130+办公服务产品矩阵的“超级工作平台”。

我们认为“协作办公空间+开放平台+云服务”的属性将共同促进用户对 WPS 产品的深度应用，有助于 WPS 成为用户整体办公核心入口，打开未来成长空间，并通过跨品类协同平台加强黏性促进付费转化。

标准&生态：BG 端领先肩负自主使命，构建办公服务及协作生态联盟。公司政企业务已经形成绝对市占率优势，在国务院组织机构（95%）、省级政府（97%）、地市级政府（100%）、央企（93%）、中大型银行（87%）中都保持了极高的覆盖率。公司在大会上宣布 WPS2021 将与数科网维协作提供 OFD 组件，集成完整的处理能力，推进国家标准落地，同时也将支持流式文档国家标准 UOF 的自主渗透。此外，公司在大会上协同众多伙伴建立了 WPS 办公服务生态联盟、WPS 协同办公生态联盟，面向个人用户和政企用户两个维度巩固公司龙头地位，体现出行业号召力，有望从专业分工、市场覆盖、产业协同等方面共同促进产品升级推广。

风险因素：用户协作习惯培养不及预期，云办公渗透进度低于预期，用户付费转化不及预期。

投资建议：公司将“协作”提升至核心产品战略，其轻量化特点及跨平台协同有助于 WPS 成为用户整体办公核心入口，网络效应加强粘性提升付费转化。中期看，受益于国产化、正版化、云化三大核心趋势，公司业绩有望持续高增。维持公司 2020-2022 年收入预测 26.21/35.41/46.83 亿元，归母净利润预测 8.55/11.09/14.13 亿元，对应 EPS 预测 1.85/2.41/3.07 元。维持“买入”评级，基于预期折现法给予目标价 431 元，对应 1987 亿目标市值。

金山办公	688111
评级	买入（维持）
当前价	329.70 元
目标价	431 元
总股本	461 百万股
流通股本	216 百万股
52 周最高/最低价	335.45/137 元
近 1 月绝对涨幅	-2.74%
近 6 月绝对涨幅	-5.77%
近 12 月绝对涨幅	94.09%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,129.68	1,579.52	2,620.94	3,540.94	4,683.31
营业收入增长率	50%	40%	66%	35%	32%
净利润(百万元)	310.67	400.58	854.86	1,109.45	1,413.12
净利润增长率	45%	29%	113%	30%	27%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.86	1.09	1.85	2.41	3.07
毛利率%	87%	86%	87%	87%	87%
净资产收益率 ROE%	26.17%	6.60%	12.60%	14.36%	15.85%
每股净资产(元)	2.57	13.16	14.72	16.75	19.34
PE	383	302	178	137	107
PB	128	25	22	20	17

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 12 月 2 日收盘价

目录

云化趋势明确，协作战略升级.....	1
复盘：“云、多屏、内容、AI”战略落地，前瞻判断持续验证	1
重大战略升级：“协作”提升至核心产品战略，剑指千万级 SMB 市场.....	4
产品矩阵不断延展，“超级工作入口”已现.....	7
内涵&外延：WPS 内涵不断演变，产品矩阵持续延展	7
标准&生态：BG 端领先肩负自主使命，构建办公服务及协作生态联盟	9
风险因素	11
盈利预测、估值与评级.....	11
估值评级.....	12

插图目录

图 1：2018 年 WPS 定义的未来办公“四大件”	1
图 2：WPS 实现万物互联时代下的多屏互动	1
图 3：WPS 支持多种平台及架构	2
图 4：WPS 在 Windows 平台的覆盖率不断上升	2
图 5：WPS 位居 Andoid 平台办公软件第一	2
图 6：WPS 在 Mac 平台排行榜常年第一	3
图 7：多设备场景下云的重要性凸显	3
图 8：云办公服务接受度不断提高	3
图 9：稻壳儿模板海量内容素材	4
图 10：WPS 内容生态合作伙伴.....	4
图 11：WPS 在 AI 技术上屡屡获全球大奖.....	4
图 12：AI 技术在 WPS 众多功能中落地应用	4
图 13：从浏览器打开的 WEB 端金山文档	5
图 14：WPS Office 内嵌金山文档模块以实现多人协作编辑.....	5
图 15：金山文档活跃度回升至疫情高峰的七八成.....	5
图 16：WPS 产品五大战略	6
图 17：WPS 协作功能体系	6
图 18：未来公司将加大在协作方向的投入	6
图 19：全新协作产品金山待办.....	7
图 20：全新文档形式 FlexPaper.....	7
图 21：WPS 的内涵演变	8
图 22：WPS“协同工作空间·开放平台·云服务”的内涵.....	8
图 23：WPS 新发布的 5 款协作产品、2 款办公组件、1 款内容服务.....	9
图 24：版式国标 OFD 的特质	10
图 25：WPS 政企业务市占率	10
图 26：WPS 办公生态	11

表格目录

表 1: WPS2021 部分协作功能年度更新	7
表 2: WPS 生态联盟	11
表 3: 金山办公盈利预测表	12
表 4: 金山办公估值表	12

■ 云化趋势明确，协作战略升级

复盘：“云、多屏、内容、AI”战略落地，前瞻判断持续验证

2018年7月，金山办公在云·AI未来办公大会上，将其产品战略定义为“云、多屏、内容、AI”，目的是让用户摆脱格式的束缚，更加集中精力在创作上：

- 1) 云：发布 WPS 文档，实现多人实时讨论、共同编辑、随心分享；
- 2) 多屏：推出 Mac 版 WPS Office，更新 Linux 个人版，使用户能在 Windows、Mac、Linux、Android、iOS 环境，以及所有支持标准 html5 的浏览器上登录自己的账号实现全平台创作；
- 3) 内容：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；
- 4) AI：墨斗智能助手“小墨”、AI 校对、PPT 智能排版、扫描照片转文档等。

图 1：2018 年 WPS 定义的未来办公“四大件”



资料来源：2018 年云·AI 未来办公大会

图 2：WPS 实现万物互联时代下的多屏互动



资料来源：2018 年云·AI 未来办公大会

2020 年 12 月 1 日，金山办公 WPS「CHAO」办公大会上，CEO 章庆元对 WPS 过去几年在四大战略上取得的成绩进行了**复盘**：

1) 多屏：全面支持各平台，用户情况全线领先

在跨平台支持方面，目前 WPS 支持 windows、linux、mac、安卓、ios 环境，以及 X86、ARM、MIPS、Alpha 架构及苹果 M1 CPU 指令集，公司愿景也从“让我们的软件运行在每一台电脑上”变成“让我们的产品运行在每一台设备上”。

图 3: WPS 支持多种平台及架构



资料来源：WPS「CHAO」办公大会，WPS 办公助手公众号

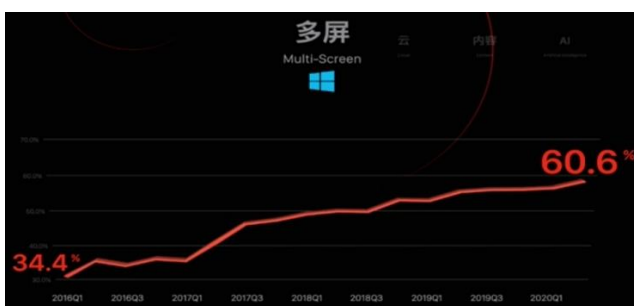
用户：2020Q3 月活设备数达 4.57 亿，较三年前增长 2.02 亿。

1) Windows 平台：艾瑞咨询数据显示，WPS 的覆盖度由 2016 年的 34.4%增长到现在的 60.6%，面对全球 PC 市场增长停滞以及微软 office 预装策略仍实现了 76%提升；

2) Android 平台：WPS 的累计总下载量达 198.04 亿次，超过美团（187.02 亿）、钉钉（74.4 亿），接近淘宝（232.78 亿）；从最近一个月的数据来看，WPS 日均下载量达到了 1562 万次；

3) Mac 平台：WPS Mac 版在 Mac App Store 总榜 451 天/595 天维持第一，效率榜 594 天/595 天维持第一。

图 4: WPS 在 Windows 平台的覆盖率不断上升



资料来源：艾瑞咨询，WPS「CHAO」办公大会

图 5: WPS 位居 Android 平台办公软件第一



资料来源：七麦数据，WPS「CHAO」办公大会

图 6: WPS 在 Mac 平台排行榜常年第一



资料来源: WPS「CHAO」办公大会

2) 云: 两年约 10 倍增长, 标志着 WPS 成功从文档工具转型云办公服务

2018 年 6 月-2020 年 10 月, WPS 云端文件数由 93 亿增长到 820 亿, 95%都是有价值的数字文档; 云端文件总存储量由 9.7PB 增长到 103PB, 增长了约十倍; 2020 年日均文件上传量超过一亿个。

图 7: 多设备场景下云的重要性凸显



资料来源: WPS「CHAO」办公大会, WPS 办公助手公众号

图 8: 云办公服务接受度不断提高



资料来源: WPS「CHAO」办公大会

3) 内容: 合作伙伴提供海量素材, 帮助用户聚焦思考提升办公效率

稻壳儿模板是 WPS 的付费增值内容平台, 包含大量模板、范文、字体、图片、图表图示等素材, 以零售/订阅形式提供给用户。公司认为好的办公产品应当让用户专注于思考, 而非将精力都花在如何表达上。

目前 WPS 和稻壳儿平台中已有 7200 万以上的各类办公资源, 月新增资源数 300 万以上, 入驻设计师超过 4000 位, 包括视觉中国、站酷海洛、创客贴、学科网、ProcessOn、万方数据、方正字库等在内的内容合作伙伴已达 100 家以上。

图 9：稻壳儿模板海量内容素材



资料来源：WPS「CHAO」办公大会

图 10：WPS 内容生态合作伙伴



资料来源：WPS「CHAO」办公大会

4) AI：逐渐与功能矩阵融合，协同内容生态自我迭代

公司认为 AI 是最有可能颠覆现有办公软件的技术之一，并将 AI 作为最重要的技术战略投入超过 200 个工程师，目标是成为第一个全面实现 AI 智能办公的厂家。

目前 WPS 产品中约有 25 个功能用到 AI 技术，如全文翻译、简历、智能 PPT 校对、截图等。同时，WPS 还可以智能生成 PPT，并借助 AI 能力学习 7200 万素材模板，帮助用户自动化配图及排版，真正帮助用户聚焦于思想表达而非文档格式化。

图 11：WPS 在 AI 技术上屡屡获全球大奖



资料来源：WPS「CHAO」办公大会

图 12：AI 技术在 WPS 众多功能中落地应用



资料来源：WPS「CHAO」办公大会

总结：整体看，公司用两年时间将“云、多屏、内容、AI”战略贯彻践行，已经取得了良好的效果和验证。可以肯定的是，未来这些方面仍有很大的深化空间，不断提升整体产品价值。

重大战略升级：“协作”提升至核心产品战略，剑指千万级 SMB 市场

1) 金山文档需求爆发式增长，疫情后活跃度回升至高峰七八成，用户协作习惯培养良好

金山文档是金山办公实现跨平台协同办公和云端一体化战略的关键一环。金山文档是金山办公旗下专注于多人在线实时协作的轻量级文档编辑工具，以 Web 端为主要形态并嵌入 WPS 的 PC/移动端，实现数据完全打通。

金山文档于 2018 年下半年独立上线，最大的特点是无需下载，可以直接在网页端进行文档编辑；无需转换格式，完美兼容 WPS 电脑版、手机版以及其他 Office 文件；修改后自动云端保存，实时同步；支持设置不同成员查看或编辑权限。（详细介绍见《金山办公（688111）深度跟踪报告—云文档构筑用户闭环》）（2020-6-23）。

图 13：从浏览器打开的 WEB 端金山文档



资料来源：金山文档软件界面

图 14：WPS Office 内嵌金山文档模块以实现多人协作编辑



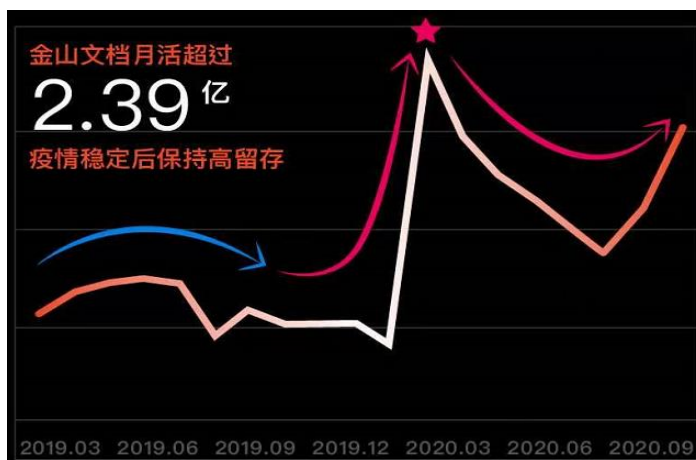
资料来源：金山文档软件界面

金山文档月活回升至高峰七八成，疫情后用户协作培养习惯良好。金山文档发布约两年时间，2019 年底前 MAU 一直维持在 6000 万上下，而今年疫情期间远程办公需求爆发，2020 年 3 月高峰金山文档月活达到 2.39 亿。

此前市场普遍担心疫情得到控制后这种特定协作需求的回落，会带来产品月活的显著下降，但数据显示 20 年 7 月起金山文档月活又开始回升，目前已经达到疫情高峰的七八成。

数据回升的背后反映出用户协作习惯的成功培养，大量有协作办公需求的用户保留了下来。现在用户在使用金山文档时已经很少用于疫情相关需求，而是逐渐融入办公流程，进行团队多人协作办公以提升效率。

图 15：金山文档活跃度回升至疫情高峰的七八成



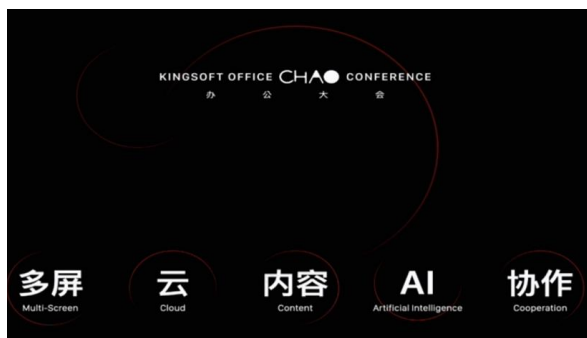
资料来源：WPS「CHAO」办公大会

2) 协作战略地位升级，“多屏、云、内容、AI、协作”组成新五大件

基于金山文档的成功以及对行业趋势的判断，公司认为协作和云办公时代已至，将“协作”视为核心产品战略，形成“多屏、云、内容、AI、协作”五大件，这是自 2018 年以来的重大产品战略升级。目前公司协作团队数量增长已超过 10 倍，未来公司将投入 1/3 研发力量加码协作战略的持续落地。

公司 CEO 章庆元表示，协作战略将成为金山办公在传统政企头部市场之外，撬动千万级中小微企业办公市场的关键。

图 16: WPS 产品五大战略



资料来源: WPS「CHAO」办公大会

图 17: WPS 协作功能体系



资料来源: WPS「CHAO」办公大会

图 18: 未来公司将加大在协作方向的投入



资料来源: WPS「CHAO」办公大会

WPS2021 年度更新发布五大协作产品，强化协作功能体系。在协作功能体系中，金山办公开发了金山日历/表单/待办/会议/ Flexpaper 等五大产品，这些协作产品底层原理与金山文档类似，均支持多人同时在线编辑，但又根据工作中的特定场景与需求进行了设计，可以显著提升团队协作的沟通及合作效率。

关于 WPS 的协作功能，我们重申此前对金山文档价值判断的逻辑：协作产品的“跨平台”能力可以打通产品线形成闭环，多人多端协作有效提升整体用户黏性，是办公软件

提升用户黏性的关键功能发力点，有助于提升办公产品用户黏性、加速付费转化。

表 1: WPS2021 部分协作功能年度更新

产品	特点	功能
金山日历	轻松协调团队日程	邀约会议——创建日历分享、可添加至微信、分享个人日历、团队共享日历
金山待办	高效管理协作任务	管理团队的待办任务、任务指派到人、与金山日历打通
金山表单	快速完成信息收集和汇总	收集待邀请的嘉宾信息(避免信息隐私、信息分散遗失)、自动生成表格、覆盖 50 多个场景
金山会议	高保真文档协作会议服务	参会人共同编辑、会议 PPT 自由翻页
FlexPaper	为协作而生的全新文档格式	为多屏设计、消灭纸张形式、内容一流到底、自动适应不同设备屏幕，基建结构、包容一切、强化协作

资料来源：WPS「CHAO」办公大会，中信证券研究部

图 19: 全新协作产品金山待办



资料来源：WPS「CHAO」办公大会

图 20: 全新文档形式 FlexPaper



资料来源：WPS「CHAO」办公大会

产品矩阵不断延展，“超级工作入口”已现

内涵&外延：WPS 内涵不断演变，产品矩阵持续延展

从 1988 年到现在，WPS 的含义经过了几个版本的变化。从最基础的文字处理工具到文字、演示、表格“办公三件套”，目前 WPS 的内涵已经升级为“协同工作空间·开放平台·云服务”——协同工作空间对应协作功能体系，开放平台对应各类模块化应用及内容平台，云服务对应云端一体化战略。

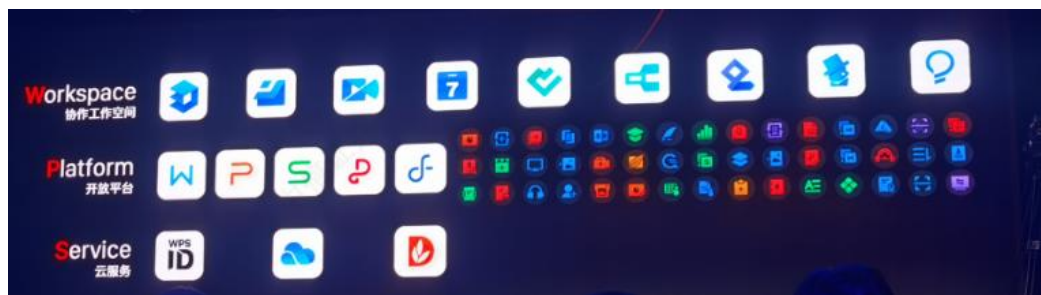
WPS 内涵的演变反映了 WPS 产品能力边界的延伸，现在 WPS 已经不单是文档处理软件，而是成为了支持多人协作办公、支持团队多场景协同办公、容纳所有主流办公组件，并且具备超过 130+ 办公服务产品矩阵的“超级工作平台入口”。

图 21：WPS 的内涵演变



资料来源：WPS「CHAO」办公大会，中信证券研究部绘制

图 22：WPS “协同工作空间·开放平台·云服务” 的内涵



资料来源：WPS「CHAO」办公大会，中信证券研究部

除了 5 款协作产品之外，WPS2021 年度更新还加入了金山海报、OFD 两款办公组件，同时与 WIND 达成合作开发了新的内容服务接口。WPS2021 统一了搜索入口和应用入口，统一所有视觉交互体验和办公入口，成为“超级工作台”。

我们认为，WPS 产品矩阵延伸的核心思路是提升用户的工作效率，并非意图与 ERP、OA 等厂商竞争，公司有望借助各类合作伙伴的力量，共同提升 WPS 这一办公平台的价值。协作办公空间+开放平台+云服务将共同促进用户对 WPS 产品的深度应用和使用黏性，有助于 WPS 成为用户整体办公核心入口，打开未来成长空间，并通过跨品类协同平台加强粘性促进付费转化。

图 23：WPS 新发布的 5 款协作产品、2 款办公组件、1 款内容服务



资料来源：WPS「CHAO」办公大会

标准&生态：BG 端领先肩负自主使命，构建办公服务及协作生态联盟

肩负自主使命，推进国家标准 OFD、UOF 渗透落地。OFD 是国家版式文档的自主标准，UOF 是国家流式文档标准（又称“标文通”）。随着信创的不断推进，金山办公在 UOF、OFD 等自主板式标准上已加速布局，打造“流版一体”的办公平台。

OFD 格式具有呈现一致、不易篡改、高安全性、易于扩展、体积更小的特性，目前已经作为我国电子发票、电子公文、电子证照的规定格式在逐渐推广，在党政国企领域应用较多。数科网维作为金山办公控股子公司，在 OFD 版式文档领域有着领先的技术和产品能力，有望在信创需求当中获得较高市占率。公司在大会上宣布，WPS2021 与数科网维协作提供 OFD 组件，集成完整的处理能力，推进国家标准落地。

我们认为，信创将以 G 端为起点促进版式文档在国内的深度应用，从而为公司带来市场拓展和业绩增量。

图 24：版式国标 OFD 的特质



资料来源：WPS「CHAO」办公大会

公司在党政领域已经形成绝对市占率优势。公司在国务院组织机构（95%）、省级政府（97%）、地市级政府（100%）、央企（93%）、中大型银行（87%）中都保持了极高的市占率，体现了公司产品和技术的绝对优势。

图 25：WPS 政企业务市占率



资料来源：WPS「CHAO」办公大会

在信创趋势下，公司协同产业链上下游共同建立了完整的办公生态体系。金山办公已连续举办两届办公应用开发者大会，汇集了包括集成商、OA 厂商、技术服务商以及电子签证、浏览器、操作系统、安全厂商、通信厂商等办公上下游近两百家主流生态伙伴参与，持续打造完善的办公生态体系。

图 26：WPS 办公生态



资料来源：WPS「CHAO」办公大会，中信证券研究部

一方面，阿里、腾讯、华为、字节、360、京东等公司均是金山办公的赋能外部合作伙伴；另一方面，公司在办公大会上协同产业链主要参与者共同建立了 **WPS 办公服务生态联盟**、**WPS 协同办公生态联盟**。前者面向个人用户，后者面向政企用户，两个维度的生态建设将进一步巩固公司在中国办公行业的龙头地位。

表 2：WPS 生态联盟

生态联盟	签约参与者
WPS 办公服务生态联盟	金山办公、中国金融认证中心、万得信息技术、数科网维、学科网、方正字迹
WPS 协同办公生态联盟	金山办公、京东集团、金山云、统信软件、致远软件、麒麟软件、泛微软件、蓝凌软件、华为云

资料来源：WPS「CHAO」办公大会，中信证券研究部

我们认为，生态联盟的建立有望从专业分工、市场覆盖、产业协同等方面共同促进相关软件产品的升级和推广。金山办公作为信创领域的核心公司之一，牵头成立生态联盟体现出其行业地位及号召力，未来有望在信创领域扮演更重要的角色。

■ 风险因素

用户协作习惯培养不及预期，云办公渗透进度低于预期，用户付费转化不及预期。

■ 盈利预测、估值与评级

金山办公作为国产软件的标杆，技术优势突出、护城河稳固，在疫情的驱动下云化协作需求得到验证，大大促进了公司的产品渗透。公司将“协作”提升至核心产品战略，其轻量化特点及跨平台协同有助于 WPS 成为用户整体办公核心入口，网络效应加强粘性提升付费转化。

中期看，受益于国产化、正版化、云化三大核心趋势，公司业绩有望持续高增。维持公司 2020-2022 年收入预测 26.21/35.41/46.83 亿元，归母净利润预测 8.55/11.09/14.13 亿元，对应 EPS 预测 1.85/2.41/3.07 元。

表 3：金山办公盈利预测表

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,129.68	1,579.52	2,620.94	3,540.94	4,683.31
营业收入增长率	50%	40%	66%	35%	32%
净利润(百万元)	310.67	400.58	854.86	1,109.45	1,413.12
净利润增长率	45%	29%	113%	30%	27%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.86	1.09	1.85	2.41	3.07
毛利率%	87%	86%	87%	87%	87%
净资产收益率 ROE%	26.17%	6.60%	12.60%	14.36%	15.85%
每股净资产（元）	2.57	13.16	14.72	16.75	19.34
PE	383	302	178	137	107
PB	128	25	22	20	17

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 12 月 2 日收盘价

估值评级

参照此前报告《金山办公（688111）深度跟踪报告—云文档构筑用户闭环》（2020-6-23）中的估值框架，金山办公作为国内办公 SaaS 领域领军级公司，国产市场份额预计超九成，具有市场格局方面较强的确定性与标的稀缺性。结合云办公、正版化、国产化等行业趋势，未来业务发展可期，维持此前空间折现法对其的估值结论：

结合经营模型各板块业务开拓渗透进度，与国内办公软件云办公、正版化、国产化后市场空间的逐步打开，预计中期~2026 年，公司整体 BG 端、C 端用户合计达 1 亿，各类用户平均 ARPU 达 200/年，则按 40%预期净利润率、40x 预期 PE、10%折现率计算其 2021 年合理市值为 1987 亿元。对应目标价 431 元，维持“买入”评级。

表 4：金山办公估值表

	2017	2018	2019	2020E	2021E	中期 2026E	21-26CAGR
人口（亿）	13.90	13.95	14.00				
办公软件用户（亿）	6.25	6.55	6.88			8.00	
办公软件付费率-估算	10.00%	10.50%	11.00%			20%	
办公软件付费用户-估算（亿）	0.63	0.69	0.76			1.60	
WPS-用户数（亿）						1.00	
WPS-ARPU（元/年）						200	
WPS-业务规模（亿）	7.53	11.30	15.80	26.21	35.41	200.00	41%
WPS-市占率	10%	13%	16%	23%	27%	83%	
预期利润率						40%	
预期 PE						40	
中期市值（亿元）						3200	
折现率						10%	
当期市值（亿元）				1807	1987		
对应股价（元）				392	431		

资料来源：Wind，公司财报，中信证券研究部预测

■ 相关研究

金山办公（688111）2020年三季度点评—云化信创齐发力，龙头业绩再高增

金山办公（688111）2020年中报点评—云化办公兴起，龙头业绩高增

金山办公（688111）深度跟踪报告—云文档构筑用户闭环

金山办公（688111）2020年一季度点评—云化办公加速渗透，业绩高增符合预期

金山软件（03888.HK）重大事项点评—拟发转债，助力布局

金山办公（688111）2019年年报点评—国产扛旗，业绩加速

云办公专题研究—疫情驱动渗透，发展整合加速

金山软件（03888.HK）跟踪报告—扛旗国产软件，拥抱云化未来

金山办公（A17083.SH）跟踪报告—四轮反馈，详解金山

金山办公（A17083.SH）深度报告—扛旗自主可控，扬帆智能云化

金山软件（03888.HK）深度跟踪报告—比肩微软，云起江湖

金山软件（03888.HK）投资价值分析报告—坐看云起云舒，笑傲剑侠江湖

计算机行业港股专题报告——互联互通启，共赢新机遇

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,130	1,580	2,621	3,541	4,683
营业成本	150	228	340	467	622
毛利率	86.71%	85.58%	87.03%	86.81%	86.72%
营业税金及附加	11	16	28	36	48
销售费用	216	345	524	708	937
营业费用率	19.11%	21.83%	20.00%	20.00%	20.00%
管理费用	89	136	197	266	328
管理费用率	7.86%	8.59%	7.50%	7.50%	7.00%
财务费用	(2)	(3)	(23)	(43)	(69)
财务费用率	-0.17%	-0.19%	-0.89%	-1.20%	-1.47%
投资收益	50	31	32	38	34
营业利润	338	402	885	1,149	1,458
营业利润率	29.92%	25.43%	33.77%	32.45%	31.14%
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	17	(5)	4	5	1
利润总额	322	406	881	1,144	1,457
所得税	11	6	26	34	44
所得税率	3.38%	1.43%	3.00%	3.00%	3.00%
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	311	401	855	1,109	1,413
净利率	27.50%	25.36%	32.62%	31.33%	30.17%

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	322	406	881	1,144	1,457
所得税支出	-11	-6	-26	-34	-44
折旧和摊销	17	32	4	4	4
营运资金的变化	122	204	-76	196	121
其他经营现金流	-31	-51	-256	-281	-303
经营现金流合计	418	586	527	1,028	1,236
资本支出	-53	-63	-8	-8	-8
投资收益	50	31	32	38	34
其他投资现金流	-215	-4,442	191	188	184
投资现金流合计	-218	-4,474	215	218	210
发行股票	0	4,482	0	0	0
负债变化	0	0	0	0	0
股息支出	0	-138	-138	-171	-222
其他融资现金流	-184	106	23	43	69
融资现金流合计	-184	4,449	-115	-128	-153
现金及现金等价物净增加额	16	561	627	1,118	1,293

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	187	749	1,376	2,494	3,786
存货	1	1	3	3	4
应收账款	227	347	571	754	1,016
其他流动资产	1,076	5,583	5,612	5,630	5,652
流动资产	1,490	6,681	7,562	8,880	10,459
固定资产	53	67	70	73	75
长期股权投资	13	22	22	22	22
无形资产	18	18	19	21	23
其他长期资产	53	57	66	78	94
非流动资产	137	163	177	194	214
资产总计	1,627	6,844	7,739	9,074	10,672
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	70	60	129	173	211
其他流动负债	354	666	776	1,128	1,498
流动负债	424	727	906	1,301	1,709
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	16	49	49	49	49
非流动性负债	16	49	49	49	49
负债合计	440	775	954	1,350	1,757
股本	360	461	461	461	461
资本公积	216	4,588	4,588	4,588	4,588
归属于母公司所有者权益合计	1,187	6,069	6,785	7,724	8,915
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	1,187	6,069	6,785	7,724	8,915
负债股东权益总计	1,627	6,844	7,739	9,074	10,672

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	49.97%	39.82%	65.93%	35.10%	32.26%
营业利润增长率	56.71%	18.82%	120.4%	29.81%	26.92%
净利润增长率	44.94%	28.94%	113.4%	29.78%	27.37%
毛利率	86.71%	85.58%	87.03%	86.81%	86.72%
EBITDA Margin	29.78%	27.52%	32.87%	31.21%	29.73%
净利率	27.50%	25.36%	32.62%	31.33%	30.17%
净资产收益率	26.17%	6.60%	12.60%	14.36%	15.85%
总资产收益率	19.09%	5.85%	11.05%	12.23%	13.24%
资产负债率	27.06%	11.33%	12.33%	14.88%	16.47%
所得税率	3.38%	1.43%	3.00%	3.00%	3.00%
股利支付率	0.00%	34.53%	20.00%	20.00%	20.00%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。