

2019 年 11 月 5 日

## 科创板询价报告之金山办公

计算机

建议询价区间：[38.92, 50.59]元/股

### 主要财务指标（单位：百万元）

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,130	1,617	2,183	2,686
(+/-)	50.0%	43.2%	35.0%	23.0%
营业利润	338	428	551	665
(+/-)	56.7%	26.7%	28.7%	20.7%
归属母公	311	398	516	626
司净利润				
(+/-)	44.9%	28.0%	29.8%	21.3%
EPS (元)	0.86	0.86	1.12	1.36

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

● 金山办公是国内领先的办公软件和服务提供商，主要从事 WPS Office 办公软件产品及服务的设计研发及销售推广。公司一直致力于办公应用领域的应用研究和业务拓展，深入了解和掌握用户日常办公方式和应用场景，拥有办公软件领域 30 余年研发经验及技术积累。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；WPSOffice 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。

● “互联网+”带动企业级办公市场不断增长。据国家工商总局数据显示，国内企业数量从 2012 年的 5494.7 万户增长到 2018 年的 11020.0 万户，期间复合增长率达到 12.3%。据软件行业现有趋势来看，未来整个企业级办公市场中，免费和收费产品将长期共存，中小企业以及创业团队需要免费的产品降低运营成本；大型企业和高端客户希望通过付费方式，使所购买的产品和服务有良好安全保障。无论免费或收费模式，都将为办公软件厂商提供更有利的发展机遇，未来各厂商之间既可能存在竞争也可能共同合作创新，从而为企业级客户提供更多更好的办公解决方案，使企业级办公市场持续增长。

● 国内办公软件发展环节好转，市场空间广阔。近年来，国内软件产业收入增速显著高于 GDP 增速，占国内生产总值的比重也逐步攀升。截至 2018 年，国内软件产业占 GDP 的比例已超过 7.0%，对社会生活和生产各个领域的渗透和带动力不断增强。随着软件和信息技术服务行业的迅速发展，办公软件行业基础发展环境愈发的好转：国内的用户观念、信息传递更加先进，为办公软件行业的进一步发展提供了有力保障。据计世资讯数据显示，2018 年中国基础办公软件市场规模为 85.34 亿元，相较 2017 年同比增长为 9.7%，预计到 2023 年，行业市场规模将达到 149.04 亿元，2018-2023 年期间复合增长率为 11.8%。

● 公司产品渗透率、应用排名领先国内竞争对手。得益于公司的产品定价策略优势，公司产品近年来拥有着较高的市场渗透率（用户使用率），而且国内用户对公司产品的关注度也逐年持续提升。金山 WPS Office 在 2019 年 3 月艾瑞 APP 国内指数排行中名列办公管理类 APP 第 1 位；2019 年 3 月 WPS 在百度指数中的媒体指数平均值达到 34,240，在渗透率、应用排名

分析师：魏旭锟  
执业证书编号：S1050518050001  
联系人：杨刚  
电话：021-54967705  
邮箱：yanggang@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司  
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号  
邮编：200030  
电话：(8621) 64339000  
网址：http://www.cfsc.com.cn

方面均领先其他国内竞争对手。

● **公司坚持自主可控发展之路。**公司重点针对多种关键技术进行深入研究，通过核心技术的突破，建立互联网云办公应用服务体系，创建智能办公新模式，全面提升用户体验。公司自主创新所形成的核心技术全面用于公司产品及服务，产品主要包括 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，为客户提供一站式、多平台应用解决方案。

● **公司估值及询价建议。**我们预测公司 2019-2021 年实现营业收入分别为 16.17 亿元、21.83 亿元、26.86 亿元；预测公司 2019-2021 年实现归属于母公司净利润分别为 3.98 亿元、5.16 亿元、6.26 亿元。考虑到科创板目前关注度较高，市场交易频繁，且已上市科创板企业估值短期内维持较高水平。此外，公司作为战略新兴企业，在办公软件领域拥有较高的技术壁垒和较强的竞争力，应该具备一定的估值优势。不过，未来随着办公软件行业逐步趋于成熟，公司可能面临行业竞争加剧的风险。综合考虑以上因素，我们审慎地采用相对估值法与绝对估值法估值结果平均值作为公司的合理估值根据，即公司的合理估值中枢为 44.75 元/股，对应 2019 年 PE 为 52.04 倍，对应市值为 206.30 亿元（IPO 摊薄后），建议询价区间为[38.92, 50.59]元/股。

● **风险提示：**行业发展不及预期的风险；技术更新换代的风险；市场竞争加剧的风险；下游需求不及预期的风险。



## 目录

一、国内领先的办公软件和服务提供商 .....	4
1.公司简介 .....	4
2.软件行业迅速发展 .....	5
3.主要客户 .....	6
二、财务数据 .....	7
三、股权结构及融资历程 .....	7
四、对标公司分析及同类公司估值 .....	9
五、公司估值及询价建议 .....	11
六、风险提示 .....	13

## 一、国内领先的办公软件和服务提供商

### 1. 公司简介

公司是国内领先的办公软件和服务提供商。公司一直致力于办公应用领域的研究和业务拓展，深入了解和掌握用户日常办公方式和应用场景，拥有办公软件领域30余年研发经验及技术积累。公司主要从事WPS Office办公软件产品及服务的设计研发及销售推广。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 1：公司主要产品及服务



资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

公司坚持自主研发，针对核心技术具有自主知识产权。公司重点针对文字排版技术、电子表格计算技术、动画渲染技术、在线协同编辑、安全文档以及数据协同共享等多种关键技术进行深入研究，通过核心技术的突破，建立互联网云办公应用服务体系，创建智能办公新模式，全面提升用户体验。公司自主创新所形成的核心技术全面用于公司产品及服务，产品主要包括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。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。



图表 2：公司主要核心技术

序号	核心技术	技术来源	技术简介及创新性	技术水平	技术领域
1	多平台操作系统适配技术	自主研发	采用了软件分层技术，实现了中间层、界面层、数据层、绘制层等不同层级，同时保持WPS软件设计分层和程序模块化，更易于维护与扩展，同时以原生跨平台为宗旨思想，解决了多层级之间的通信和依赖关系，及不同CPU、操作系统上面的特性和兼容性问题，对WPS及所依赖使用的基础软件进行编译、功能开发、调优。技术有效降低了多平台代码维护的成本，确保WPS的所有功能高效便捷地移植到其他操作系统平台上。	国内领先	基于多平台的办公技术
2	面向多平台第三方应用的统一跨进程对象模型	自主研发	针对Windows平台实现的二次开发接口在其他操作系统（包括：Linux、Mac、Android和iOS）下无法被第三方应用直接调用的关键问题，全新探索并研制了一套适用于所有操作系统的二次开发接口体系方案。该技术在基于跨平台系统适配的条件下，充分利用跨平台核心类库，重新研制了一套面向多平台第三方应用的统一跨进程对象模型，并定制研发了多平台的二次开发外部API接口，所有的二次开发接口的名称和参数在不同平台上保持一致，解决了政府和企业用户在OA及应用系统跨平台移植难的问题，确保用户系统的二次开发源代码修改成本降至最低。	国内领先	基于多平台的办公技术
3	WPS新内核引擎技术	自主研发	包括WPS文字排版、WPS表格计算、WPS演示播放三大新引擎技术。高效可定制的新图文混排引擎：引入了字符缓存机制、命中机制和延时机制。通过引入延时排版机制，极大提高了大文档从打开到第一次展现的响应速度；利用局部排版机制解决了WPS对大型文档排版编辑时及时响应的速度，增强用户交互体验。多核多线程的计算引擎技术：利用有向图并行拓扑排序动态调度数据计算的方法，结合多核、多线程调度算法，优化了数据处理和运算的能力，解决了大型文档数据运算效率低下的问题，提升文档编辑速度。跨平台的新图形绘制引擎技术：重新设计并实现跨平台WPS图形绘制层，使图形、对象绘制引擎可以在不同操作系统层面上实现相同的绘制和渲染效果，同时基于多层次的新对象技术框架，实现新的绘制算法，提升了图形绘制效率。	国内领先	基于多平台的办公技术
4	数据同步及安全存储技术	自主研发	云端数据分块分散存储，并进行高强度加密：存放在云端的数据在上传前已经被分割成数据块，每块独立加密存放，项目云端所有存储的数据都经过AES256位加密。加密数据所使用的密钥有完整的密钥策略，以及配套的密钥管理制度。信道传输使用安全连接协议：终端与云端之间的交互分为两类：进行控制性操作的API调用和进行上传下载的数据传输。云存储客户端管理着的云端数据在客户端的双向缓存。缓存数据存放在虚拟磁盘，采取2级加密方式。	国内领先	文档云存储技术
5	基于云端的移动共享技术	自主研发	通过一套基于云文档的高压缩比的高速内存压缩解压技术和网络通讯界面共享的处理机制，实现移动数据分享和文档实时同步展现系统。用户只要接入网络（互联网或局域网）即可随时随地进行多端数据分享与协作，并进行实时同步展现。该技术创新大幅度提升了WPS移动产品在低内存移动设备上加载和处理大型文档的能力，同时快速实现跨平台多端分享和数据协作，已与实时会议系统、实时交流平台（企业IM等）实现整合应用。	国际先进	移动办公应用技术
6	快速缓存和全平台推送技术	自主研发	采用金山自主研发的快速缓存技术，基于TCP协议和Web Socket协议向全平台提供标准和SSL加密的消息推送，是业界首个支持全平台的办公数据交换和推送技术。该技术可实现基于Windows、Linux、Android和iOS多平台文档漫游应用，帮助用户快速切换办公设备，在不同环境中延续办公任务；结合WPS云文档服务，实现随时随地数据协同分享和移动办公。	国际先进	移动办公应用技术
7	多形态终端自适应排版技术	自主研发	本技术研发基于移动设备屏幕尺寸的不断变化，通过重新分析文档的数据，设计相应的排版规则，对原文档的数据针对移动设备不同屏幕尺寸进行重排，解决了在各类不同尺寸的移动设备上的文档展现问题，提升用户阅读体验。	国际先进	移动办公应用技术
8	办公文档多端网络分享实现技术	自主研发	研发基于文档数据的HTML跨平台化的技术，将文档数据及内容重新分析和提取，使文档可在不同平台和终端上展现，摆脱了办公文档在分享上对阅读工具的依赖。	国内领先	移动办公应用技术
9	基于网络开放API的网络函数计算机制	自主研发	该技术通过将网络数据包装成不同的数据对象，并实现一套通用的调用数据对象的网络函数机制，帮助用户在办公软件中使用函数进行网络数据的访问和操作。结合本体系研制的后台数据服务、数据绑定机制和应用分发平台机制，普通用户可轻易获得网络数据管理、网络应用发布等一系列网络开发能力，可自行结合业务需要定制出专业应用，实现办公应用扩展。该技术极大降低开发应用应用的门槛，可被广泛应用于业务数据管理、在线数据发布、在线数据上报、在线预订、网络调查、证券实时查询等多种场景。	国际先进	多平台的网络化办公应用集成技术
10	非结构化文档的结构优化技术	自主研发	文档部件是固定在文档中并可能带有标记的区域，包含日期、列表或带格式文本段落等内容。通过智能文档部件，可自定义文档各个结构化区域的属性，快速创建结构化模块，还能实现文档内容对外部数据的实时更新。该技术充分利用文档结构化标识，结合文档部件智能处理技术，将文档模板化分解，降低了文档元素之间的耦合性，解决了用户在编制专业化文档的技术要求高和操作过程繁琐等弊端，提高创作效率。	国内领先	多平台的网络化办公应用集成技术
11	文档智能美化技术	自主研发	根据内容格式属性特征，智能识别出文档大纲级别，如标题、编号等，匹配专业模板，并快速将文档内容转换成布局美观的图示（或图形），达到布局、排版和配色的协调，创建专业文档；支持一键变换模板及图示样式，实现不同的布局、构图及风格，极大程度降低了用户创作规范文档的技术门槛，显著提升文档专业性。	国内领先	多平台的网络化办公应用集成技术
12	多平台协同编辑技术	自主研发	针对数据云端化、终端多样化的现代办公环境生态发展趋势，全新自主研发办公文档协同编辑框架。该框架底层采用WPS统一引擎层存取云端办公文件数据并完成核心计算，保证办公数据全兼容不丢失；协同应用层由异步命令时序处理队列进行核心支撑，实现多人并发协同编辑数据操作变换与整合、自治冲突冲突逻辑、编辑动作操作可溯源三大关键特性；进程调度层提供在集群模型下的负载均衡；协同前端采用HTML5+JS开发，在不同终端、不同平台、不同浏览器下提供效果一致、随时随地协同的办公体验。	国内领先	多用户协同办公应用技术
13	基于大数据分析的知识图谱技术	自主研发	知识图谱本质上是结构化的语义知识库，是一种由节点和边组成的图数据结构。通过研究知识图谱的快速构建方法、多源异构知识的统一表示模型、知识增量更新方法、计算平台的搭建方法和基于知识图谱的动态信息的知识服务，应用知识图谱技术强大的搜索引擎能力，在素材推荐方面运用语义搜索实现素材的精准推荐。	国内领先	智能文档创作及辅助技术

资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

**公司产品应用范围广泛。**公司的核心产品 WPS Office 在办公领域服务用户 30 余年，产品及服务涉及党政机关、事业单位和大中型企业，在金融、航空、能源和建筑等多个重要领域得到广泛应用，在政府部门优势尤其明显，目前已覆盖 30 多个省市自治区政府、400 多个市县级政府。截至 2018 年 12 月底，《财富》杂志披露的“世界 500 强”中的 120 家中国企业，公司已服务 69 家，比例达 57.50%；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，在 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%。

**公司产品渗透率、应用排名领先国内竞争对手。**得益于公司的产品定价策略优势，公司产品近年来拥有着较高的市场渗透率（用户使用率），而且国内用户对公司产品的关注度也逐年持续提升。金山 WPS Office 在 2019 年 3 月艾瑞 APP 国内指数排行中名列办公管理类 APP 第 1 位；2019 年 3 月 WPS 在百度指数中的媒体指数平均值达到 34,240，在渗透率、应用排名方面均领先其他国内竞争对手。

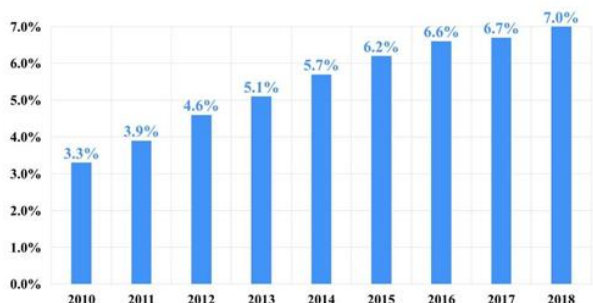
## 2.软件行业迅速发展

**我国软件产业保持平稳较快发展，产业规模持续扩大。**根据工信部运行监测协调局公布的软件业经济运行快报数据显示，我国软件和信息技术服务业 2018 全年实现软



件业务收入 6.31 万亿元人民币，同比增长 14.2%。2010 年至 2018 年，我国软件和信息技术服务业收入从 2010 年的 1.36 万亿元增长至 2018 年的 6.31 万亿元，年复合增长率达 21.1%，呈现稳步增长趋势。

图表 3：软件行业收入占 GDP 比重逐步提升（%）



资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

图表 4：2012-2018 年中国办公软件用户规模（亿人）



资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

**国内办公软件发展环节好转，市场空间广阔。**近年来，国内软件产业收入增速显著高于 GDP 增速，占国内生产总值的比重也逐步攀升。截至 2018 年，软件产业占 GDP 的比例已超过 7.0%，对社会生活和生产各个领域的渗透和带动力不断增强。随着软件和信息技术服务行业的迅速发展，办公软件行业基础发展环境愈发的好转：国内的用户观念、信息传递更加先进，为办公软件行业的进一步发展提供了有力保障。据计世资讯数据显示，2018 年中国基础办公软件市场规模为 85.34 亿元，相较 2017 年同比增长为 9.7%，预计到 2023 年，行业市场规模将达到 149.04 亿元，2018-2023 年期间复合增长率为 11.8%。

**“互联网+”带动企业级办公市场不断增长。**据国家工商总局数据显示，国内企业数量从 2012 年的 5494.7 万户增长到 2018 年的 11020.0 万户，期间复合增长率达到 12.3%。随着未来企业数量的不断增加，未来将会有更多企业加入“互联网+”转型浪潮。此外，据软件行业现有趋势来看，未来整个企业级办公市场中，免费和收费产品将长期共存，中小企业以及创业团队需要免费的产品降低运营成本；大型企业和高端客户希望通过付费方式，使所购买的产品和服务有良好安全保障。无论免费或收费模式，都将为办公软件厂商提供更有利的发展机遇，未来各厂商之间既可能存在竞争也可能共同合作创新，从而为企业级客户提供更多更好的办公解决方案，使企业级办公市场持续增长。

### 3.主要客户

公司产品及服务在政府、金融、能源、航空等多个重要领域得到广泛应用。2018 年公司前五大客户销售收入占比为 27.68%，其中阿里巴巴旗下的阿里妈妈、天猫和淘宝为第一大客户，销售收入占比 13.87%。

图表 5：2018 年公司前五大客户（万元）

序号	客户名称	销售标的	收入金额	占比
1	杭州阿里妈妈软件服务有限公司 浙江天猫技术有限公司 淘宝（中国）软件有限公司	互联网广告推广服务	15,664.15	13.87%
2	北京壹捌零数字技术有限公司	互联网广告推广服务	6,599.02	5.84%
3	中国仪器进出口集团有限公司	办公软件产品授权、 办公服务订阅	4,415.57	3.91%
4	广州晟让信息技术有限公司	互联网广告推广服务	2,539.75	2.25%
5	深圳市腾讯计算机系统有限公司 腾讯科技（北京）有限公司	互联网广告推广服务 互联网广告推广服务	2,045.43	1.81%
	合计		31,263.92	27.68%

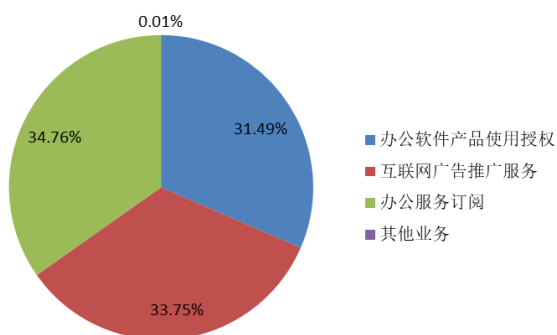
资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

## 二、财务数据

2016-2018 年，公司整体实力和盈利能力不断增强，利润呈持续增长趋势。2018 年，公司实现营业收入 112,968.11 万元，同比增长 49.97%；实现归母净利润 31,066.66 万元，同比增长 44.94%。公司主营业务收入按产品划分可分为：办公软件产品使用授权营收 35568.35 万元，占比 31.49%，互联网广告推广服务营收 38121.31 万元，占比 33.75%，办公服务订阅营收 39264.76，占比 34.76%。2019 年上半年，公司实现营收 68526.20 万元，同比增长 38.38%，归母净利润 14689.57 万元，同比降低 19.42%，净利润同比下滑主要系公司 2019 年 1-6 月研发费用较 2018 年同期增加 11,574.82 万元

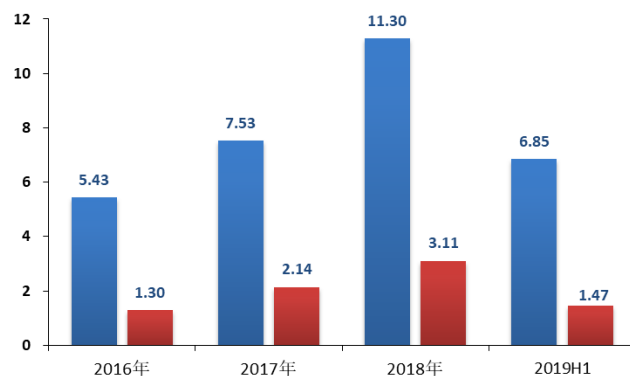
公司收入增长主要得益于：1）需求不断增加，市场规模不断扩大；2）公司产品及服务竞争力不断加强；3）市场开发及维护力度不断加大。

图表 6：公司 2018 年各主营业务营收占比（%）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 7：2016 年-2019 年 H1 公司收入情况（亿元）

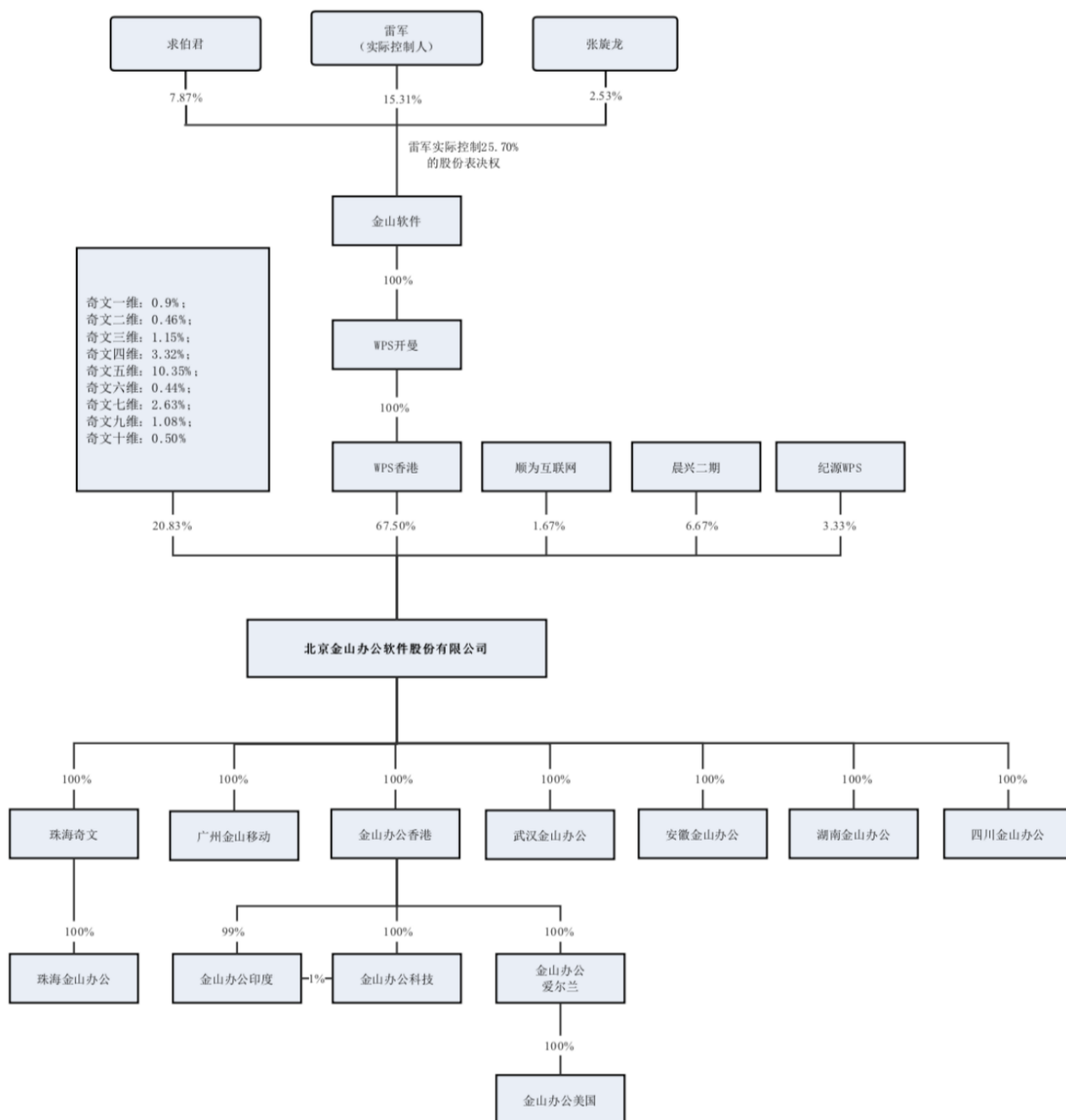


资料来源：Wind，华鑫证券研发部

## 三、股权结构及融资历程

公司实际控制人为雷军，其间接持有公司股权比例为 11.99%。公司控股股东为 WPS 香港，于 2015 年 11 月 2 日在香港特别行政区成立，持有公司 67.50% 的股份。除控股股东外，持有公司 5% 以上股份的股东为奇文五维以及晨兴二期。

图表 8：公司股权结构



资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

公司融资历程如下图所示：

图表 9：公司成立以来历次股本变动情况

时间	股本变动明细
2011年12月有限公司设立	公司前身为金山办公香港出资设立的外商独资有限公司，注册资本1000万元。
2015年11月有限公司股权转让	金山办公香港将其持有的公司100%股权给WPS香港、奇文一维、让给奇文二维等。
2016年3月有限公司第一次增资	注册资本增至11,926,996元，由WPS香港、晨兴二期、纪源WPS等认缴。
2016年6月有限公司整体变更	有限公司整体变更为股份有限公司。

资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部



公司本次公开发行股票不超过 10100 万股，不超过发行后总股本的 21.91%，拟使用募集资金总额 20.5 亿元。本次募投分为四个大方向：1) WPS Office 办公软件研发升级方向；2) 办公领域人工智能基础研发中心建设方向；3) 办公产品互联网云服务方向；4) 办公软件国际化方向。其中共包含 10 个募投项目，将对多项关键技术进行创新和攻关，通过新技术实现办公软件的产品升级、服务优化以及国际化业务拓展。

图表 10：公司募集资金金额及投向（万元）

序号	方向/项目名称	总投资额 (万元)	拟用募集资金 投入金额(万元)
1	WPS Office办公软件研发升级方向	60,879.11	60,879.11
1.1	WPS Office办公软件客户端增强与优化项目	40,410.37	40,410.37
1.2	WPS Office办公软件安全可靠增强与优化项目	20,468.75	20,468.75
2	办公领域人工智能基础研发中心建设方向	31,876.04	31,876.04
2.1	基于海量语料的人机协同辅助写作系统研发项目	10,793.43	10,793.43
2.2	AI自然语言处理平台项目	10,517.10	10,517.10
2.3	AI计算机视觉识别平台项目	10,565.51	10,565.51
3	办公产品互联网云服务方向	60,983.18	60,983.18
3.1	办公产品云服务研发中心建设项目	20,412.76	20,412.76
3.2	互联网增值服务研发项目	40,570.42	40,570.42
4	办公软件国际化方向	51,274.19	51,274.19
4.1	WPS Office办公产品及服务全球化研发升级项目	20,391.87	20,391.87
4.2	全球技术服务支持中心建设项目	20,615.40	20,615.40
4.3	全球营销网络服务中心建设项目	10,266.92	10,266.92
合计		205,012.53	205,012.53

资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

## 四、对标公司分析及同类公司估值

公司所属办公软件行业，A 股已上市公司中，与公司业务具有可比性的公司主要包括鼎捷软件、东方通、广联达、泛微网络、用友网络和久其软件。公司在海外的竞争对手有谷歌、微软和苹果。

与公司业务具有可比性的境内公司中，**鼎捷软件**是本土优秀的 ERP 产品与服务提供商，主要以制造业、流通业及微型企业的信息化建设与管理软件应用咨询、销售与服务为主营业务。

**用友网络**是国内领先的综合型、融合化、生态式的企业服务提供商，致力于服务中国及全球企业与公共组织的数字化转型与智能化发展，推动企业服务产业变革，用技术推动商业和社会进步。基于移动互联网、云计算、大数据、社交等先进技术，用友 UAP 私有云平台是中国大型企业和公共组织应用最广泛的企业计算平台，畅捷通公有云平台在小微企业和各类企业公共应用服务中得到运用。

**东方通**是国内领先的基础软件和信息安全解决方案提供商，其通过先进的软件产品和技术为客户提供安全可靠的中间件、信息安全、创新应用产品与解决方案，帮助用户实现业务创新、安全管控和数据的共享与价值挖掘。作为国产中间件的领导者，

东方通中间件、信息安全软件等软件产品及解决方案在国内数千个行业中被广泛应用，拥有 2000 多家金融、政府、能源、交通等企业级用户和 500 多家合作伙伴。

**广联达**，成立于 1998 年，主营业务为立足建筑产业，围绕工程项目全生命周期，为客户提供以建设工程领域专业应用产品和解决方案，搭建以产业大数据、产业新金融等为增值服务的数字建筑平台。

**久其软件**以大数据战略为指引，管理软件和数字传播业务双轮驱动，围绕业务咨询、产品技术和解决方案，全面提升 B2B2C 的大数据综合服务能力，构建面向政企客户的大数据生态体系。其主营业务包括管理软件和数字传播两大业务板块。

**泛微网络**是“国家规划布局内重点软件企业”，成立于 2001 年，专注于协同管理软件领域，并致力于以协同 OA 为核心帮助企业构建全员统一移动办公平台的公司。在移动办公领域，打造了上海医药、复星集团、绿地集团等多个业界标杆，成功服务于全国上万家企事业单位客户，其中包括 PICC、绿地集团、中国能建货等世界及中国 500 强企业。

海外竞争对手中，**谷歌**成立于 1998 年，是一家位于美国的跨国科技企业，被公认为全球最大的搜索引擎，业务包括互联网搜索、云计算、广告技术等，同时开发并提供大量基于互联网的产品与服务。

**微软**是一家总部位于美国的跨国科技公司，也是世界个人计算机软件开发的前导，主要从事电脑软件服务的研发、制造、授权业务，最为著名和畅销的产品为 Microsoft Windows 操作系统和 Microsoft Office 系列软件。

公司毛利率水平低于广联达、泛微网络，高于其他可比公司，整体处于较高水平。公司研发费用率较高，主要系：1）公司研发支出全部费用化；2）为了提升自身产品及服务的深度和广度，公司研发投入规模较大，人员薪酬较高。

公司销售费用率整体处于可比公司销售费用率区间内，与用友网络较为一致。随着公司规模逐渐扩大，规模效应逐渐提升，管理效率逐渐增强，公司扣除股份支付费用后管理费用率维持在较低水平。

图表 11：2017 年公司与可比公司主要财务比率比较情况（%）

公司名称	毛利率	研发费用率	销售费用率	管理费用率 (扣除股份支付费用)
鼎捷软件	83.52%	12.05%	51.34%	13.89%
东方通	75.41%	18.91%	15.28%	16.26%
广联达	93.42%	25.04%	27.30%	25.82%
泛微网络	95.80%	12.50%	71.59%	5.71%
用友网络	69.95%	16.88%	21.40%	19.02%
久其软件	-	-	-	-
均值	83.62%	17.08%	37.38%	16.14%
金山办公	86.72%	37.85%	19.11%	6.79%

资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

**对标公司估值：**公司处于办公软件行业，同行业主要上市公司有鼎捷软件、东方通、广联达、泛微网络、用友网络、久其软件、微软、谷歌等。截止 2019 年 11 月 4 日，公司同行业上市公司的平均 PE（TTM）为 59.2 倍。其中，国内同行业上市公司平均 PE（TTM）为 79.24 倍；国外同行业上市公司平均 PE（TTM）为 31.84 倍。

图表 12：主要竞争对手及部分重要同行业公司估值（截止 2019 年 11 月 4 日）

代码	公司简称	上市地	股价 (元/股)	总市值 (RMB亿元)	TTM	EPS		TTM	PE	
						2019E	2020E		2019E	2020E
300378.SZ	鼎捷软件	中国	15.17	40	0.32	-	-	47.81	-	-
300379.SZ	东方通	中国	34.73	96	0.53	0.61	1.29	64.95	56.6	27.0
002410.SZ	广联达	中国	34.22	386	0.27	0.35	0.48	126.41	97.4	71.0
600588.SH	用友网络	中国	29.73	739	0.37	0.35	0.45	81.39	85.4	66.5
603039.SH	泛微网络	中国	63.28	96	0.84	0.98	1.25	75.64	64.3	50.6
MSFT.O	微软公司 (MICROSOFT)	美国	144.55	11,027	4.56	5.53	6.33	31.70	26.1	22.8
GOOGL.O	谷歌 (ALPHABET)-A	美国	1,289.61	8,900	40.32	50.84	54.88	31.98	25.4	23.5
平均值									59.2	

注：2019-2020 年 EPS 来源于 Wind 一致预期。

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

## 五、公司估值及询价建议

### 1. 假设条件及盈利预测

1) **办公服务订阅业务：**我们预计公司办公服务订阅业务收入 2019-2021 年度营收分别达到 7.26、11.26、14.64 亿元，2018-2021 年复合增长率达到 55.07%，公司办公服务订阅模式与传统的办公软件产品使用授权模式相比，更加强调服务化、差异化，将在未来被公司着力推广。

2) **互联网广告推广服务：**我们预计 2019-2021 年互联网广告收入分别为 4.66、5.54、6.37 亿元，2018-2021 年复合增长率为 18.69%，公司互联网广告业务稳定增长，有望成为公司业务发展的另一增长极。

3) **办公软件产品使用授权业务：**我们预计公司办公软件产品使用授权业务 2019-2021 年收入分别为 4.25、5.03、5.85 亿元，2018-2021 年复合增长率达到 18.01%。公司办公软件产品使用授权业务主要包括：数量授权、场地授权等模式。公司办公软件产品使用授权业务有望受益于政企事业单位办公软件国产化。

4) 公司销售费用、管理费用、研发费用等随着公司加大费用管控，费用率维持平稳。

5) 公司其他收入及利润、税率等其他影响因素保持稳定。

6) 公司本次发行股份数量为 10100 万股（不考虑超额配售选择权）。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年实现营业收入分别为 16.17 亿元、21.83 亿元、26.86 亿元；预测公司 2019-2021 年实现归属于母公司净利润分别为 3.98 亿元、5.16 亿元、6.26 亿元。

## 2. 公司估值及询价建议

我们先用相对估值和绝对估值两种方法来分别计算公司的合理估值水平。

### (1) 相对估值 (PE)

根据金山办公所处行业的发展状况, 公司的发展阶段及盈利水平, 我们采取 PE 相对估值法对公司进行估值。鉴于科创板的特点及定位, 我们预计公司上市之初具有充沛的流动性, 因此我们选取办公软件公司: 鼎捷软件、东方通、广联达、用友网络、泛微网络、久其软件、微软等公司作为可比公司。目前, 可比上市公司股价对应 2019 年 PE 平均值为 59.2 倍, 金山办公的合理估值为 50.91 元/股 (IPO 摊薄后)。

图表 13: 可比公司估值 (截止 2019 年 11 月 4 日)

代码	公司简称	上市地	股价 (元/股)	总市值 (RMB 亿元)		EPS			PE	
				TTM		2019E	2020E	TTM	2019E	2020E
300378.SZ	鼎捷软件	中国	15.17	40	0.32	0.00	0.00	47.8	-	-
300379.SZ	东方通	中国	34.73	96	0.53	0.61	1.29	64.95	56.6	27.0
002410.SZ	广联达	中国	34.22	386	0.27	0.35	0.48	126.41	97.4	71.0
600588.SH	用友网络	中国	29.73	739	0.37	0.35	0.45	81.39	85.4	66.5
603039.SH	泛微网络	中国	63.28	96	0.84	0.98	1.25	75.64	64.3	50.6
002279.SZ	久其软件	中国	6.10	43	-1.41	0.00	0.00	-4.33	-	-
MSFT.O	微软公司 (MIC)	美国	144.55	11,027	4.56	5.53	6.33	31.70	26.1	22.8
GOOGL.O	谷歌 (ALPHABET)	美国	1,289.61	8,900	40.32	50.84	54.88	31.98	25.4	23.5
			平均值						59.2	

注: 货币单位除了总市值以外, 其他为原始货币单位。可比公司 2019-2020 年 EPS 来源于 Wind 一致预期。

资料来源: Wind, 公司招股说明书

### (2) 现金流折现法 (DCF)

我们采用现金流折现法 (DCF) 测算公司的合理估值。在 DCF 模型中, 核心假设如下: 假设公司 Beta 系数为 1.14、目标权益比为 100%, 无风险利率为 3.11%, WACC (加权平均资本成本) 为 10%, 永续增长率为 3%。

图表 14: DCF 估值核心假设

假设	数值
无风险利率	3.11%
Beta (考虑杠杆)	1.14
WACC	10%
股权比例	100%
永续增长率	3%
每股价值	38.73

资料来源: 公司招股说明书, 华鑫证券研发部

我们采用现金流折现法得到的公司合理估值为 38.73 元/股。对应 2019 年 PE 为 44.88 倍。



考虑到科创板目前关注度较高，市场交易频繁，且已上市科创板企业估值短期内维持较高水平。此外，公司作为战略新兴企业，在办公软件领域拥有较高的技术壁垒和较强的竞争力，应该具备一定的估值优势。不过，未来随着办公软件行业逐步趋于成熟，公司可能面临行业竞争加剧的风险。综合考虑以上因素，我们审慎地采用相对估值法与绝对估值法估值结果平均值作为公司的合理估值根据，即公司的合理估值中枢为 44.75 元/股，对应 2019 年 PE 为 52.04 倍，对应市值为 206.30 亿元（IPO 摊薄后），建议询价区间为 [38.92, 50.59] 元/股。

## 六、风险提示

风险主要包括：行业发展不及预期的风险；技术更新换代的风险；市场竞争加剧的风险；下游需求不及预期的风险。





图表 15：公司盈利预测

资产负债表					利润表(百万元)				
(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产：</b>					<b>营业收入</b>	<b>1,130</b>	<b>1,617</b>	<b>2,183</b>	<b>2,686</b>
货币资金	187	2,392	2,729	3,207	营业成本	150	239	330	396
应收款	248	337	394	410	营业税金及附加	11	11	11	11
存货	1	1	2	2	销售费用	216	307	415	510
其他流动资产	1,055	1,055	1,055	1,055	管理费用	89	129	170	209
流动资产合计	1,490	2,731	3,125	3,619	财务费用	-2	-13	-26	-30
<b>非流动资产：</b>					费用合计	303	424	559	690
可供出售金融资产	9	9	9	9	资产减值损失	4	6	9	10
固定资产+在建工程	53	86	112	131	公允价值变动	2	0	0	0
无形资产+商誉	18	105	170	219	投资收益	50	50	50	50
其他非流动资产	44	44	44	44	<b>营业利润</b>	<b>338</b>	<b>428</b>	<b>551</b>	<b>665</b>
非流动资产合计	137	258	349	417	加：营业外收入	0	0	0	0
资产总计	1,627	2,988	3,474	4,036	减：营业外支出	17	17	17	17
<b>流动负债：</b>					<b>利润总额</b>	<b>322</b>	<b>412</b>	<b>534</b>	<b>648</b>
短期借款	0	0	0	0	所得税费用	11	14	18	22
应付账款、票据	70	116	165	204	<b>净利润</b>	<b>311</b>	<b>398</b>	<b>516</b>	<b>626</b>
其他流动负债	354	354	354	354	少数股东损益	0	0	0	0
流动负债合计	424	470	519	558	<b>归母净利润</b>	<b>311</b>	<b>398</b>	<b>516</b>	<b>626</b>
<b>非流动负债：</b>									
长期借款	0	0	0	0	<b>主要财务指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
其他非流动负债	16	0	0	0	<b>成长性</b>				
非流动负债合计	16	0	0	0	营业收入增长率	50.0%	43.2%	35.0%	23.0%
负债合计	440	470	519	558	营业利润增长率	56.7%	26.7%	28.7%	20.7%
<b>所有者权益</b>					归母净利润增长率	44.9%	28.0%	29.8%	21.3%
股本	360	461	461	461	总资产增长率	27.2%	83.6%	16.3%	16.2%
资本公积金	216	2,165	2,165	2,165	<b>盈利能力</b>				
未分配利润	573	869	1,254	1,714	毛利率	86.7%	85.2%	84.9%	85.2%
少数股东权益	0	0	0	0	营业利润率	29.9%	26.5%	25.2%	24.8%
所有者权益合计	1,187	3,573	4,010	4,533	三项费用/营收	26.8%	26.2%	25.6%	25.7%
负债和所有者权益	1,627	4,043	4,529	5,091	EBIT/销售收入	25.1%	25.5%	24.5%	24.1%
<b>现金流量表</b>					净利润率	27.5%	24.6%	23.7%	23.3%
(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE	26.2%	11.1%	12.9%	13.8%
净利润	311	398	516	626	<b>营运能力</b>				
折旧与摊销	16	54	83	107	总资产周转率	69.4%	54.1%	62.8%	66.5%
财务费用	0	-13	-26	-30	<b>资产结构</b>				
存货的减少	0	0	-1	0	资产负债率	27.1%	15.7%	15.0%	13.8%
营运资本变化	122	-43	-8	22	<b>现金流质量</b>				
其他非现金部分	-31	-16	0	0	经营净现金流/净利润	1.35	0.95	1.09	1.16
经营活动现金净流量	418	379	565	725	<b>每股数据(元/股)</b>				
投资活动现金净流量	-218	-174	-174	-174	每股收益	0.86	0.86	1.12	1.36
筹资活动现金净流量	-184	2001	-54	-73	每股净资产	3.30	7.75	8.70	9.83
现金流量净额	20	2,206	337	478					

资料来源：Wind，华鑫证券研发部



## 分析师简介

魏旭锟：华鑫证券研究员，华东理工大学工商管理硕士，五年汽车和机械行业工作经历，2013年5月加入华鑫证券研发部。

## 华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-) 5%— (+) 5%
4	减持	(-) 15%— (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。



## 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券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。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫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，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>