

金山办公 (688111.SH)

机构业务核心驱动要素解析

机构为办公软件的主要付费方，WPS 渗透空间广阔。1) 考虑数据安全、信息协同、提升综合效率等因素，机构应为办公软件的主要付费方，这一点已经在 MS Office 得到成熟验证，2022FY 其 B 端收入占比达到 86%。2) 相较而言，公司的机构收入占比亦不断提升，2022Q1 已达到 43%。基于 PC 保有量、公司产品覆盖数等关键因子估算，我们预计目前公司在机构端的付费渗透率约为 15%，提升空间广阔。3) 梳理公司发展历史，在云与协作、信创、正版化等多重趋势渗透下，凭借先进的产品技术、优秀的服务体验、扎实的产业地位，我们预计，公司机构业务短期增速稳健，长期护城河清晰、成长确定性强，其付费率、ARPU 值有望持续提升。未来，机构办公服务将成为业务发展的重要助推。

正版化：早期 WPS 生长的重要土壤，打开机构业务大门。1) 早期，我国软件付费意识较为薄弱，WPS 主要靠游戏、金山毒霸等“输血”。2004 年起，中国软件正版化逐步推行，为机构付费提供土壤，后续数十年，以国有单位为代表的正版化一直是我国机构软件收费的重要基础。2) 相较 MS Office，WPS 具备性价比、本土化等优势，机构业务大门由此打开，自 2007 年起大单不断落地。截至 2014 年，软件授权占公司收入比例达到 68%，成为收入的重要支撑。

信创：自主自强战略地位不动摇，有效提升使用率及付费率。1) 信创为我国 IT 产业发展的长久之计，2019 年起相关政策密集推出，其战略地位明显提升。2) 前期，在正版化、产品力等因素助推下，公司对头部政企覆盖度已达到约 90%，而单客户价值量仅为 30 元/人/年，表明其使用率及付费率仍处于低位。而信创模式下，办公软件与 PC 协同关系较强，有助于公司产品更好地与实际办公人数匹配，使用率、客户数有望持续提升。同时，区县信创、行业信创或将开启，外延市场空间预计进一步打开。3) 2019-2021 年，公司机构授权业务增速明显提升，验证我国信创产业进入发力期。长期来看，中国计算产业发展为大势所趋，信创战略地位仍旧坚定，公司作为国内办公软件领军，有望深度受益。

云与协作：向办公平台迈进，商业模式及 ARPU 值跃迁的核心驱动。1) 伴随着数字化理解程度的加深，中国企业对于云服务的需求日益强烈，而公司的一大优势即为云和端的高效协同。2021 年 12 月，公司正式发布金山数字办公平台，完成由个人软件工具到办公服务平台的转变，数字化平台战略正式开启。2) 金山数字办公平台具备办公能力全面、交付形式灵活、服务体系完善等多重优势，有效赋能大型组织的数字化转型。办公能力全面：产品套件覆盖内容创作与管理、协同办公、业务赋能、安全管控四大领域，覆盖约 20 个应用模块，同时将能力矩阵全面云化，包含文档中台与协作中台两大赋能平台。交付形式灵活：针对不同数字化阶段的客户，提供全套平台、模块组合、能力嵌入三种开放赋能方式，以及公有云、混合云、私有化、全信创环境四种部署方式。服务体系完善：公司自有服务中心覆盖 31 个省、344 个城市，同时依托持续扩大的品牌影响力，其经销商与服务商合作伙伴数量不断扩大，2021 年分别达到 1470 家与 141 家。3) 在商业模式上，我们预计，云与协作将助推党政及行业机构从授权向订阅不断转化；在业务价值上，云与协作有望打开 ARPU 300-500 元/人/年的长期空间。

综上，我们认为，1) 第一阶段，正版化为公司打开了机构业务大门，基本实现头部政企的覆盖；2) 第二阶段，信创模式下，PC 软件能较好地与实际办公人数匹配，产品使用率及付费率得到有效提升；3) 第三阶段，云与协作一方面以协作工具深入机构的工作流，同时结合云空间等服务，进一步厘清使用人数、提高客户使用率；另一方面，除了传统的办公软件套装，各类应用服务、云化能力不断迭代，助推商业模式向订阅转化，ARPU 值有望完成从 30、到 100、到 365、再到 500 的持续跃迁。

PCF 长期底部明确，维持“买入”评级。根据关键假设，预计 2022-2024 年营业总收入分别为 42.73、58.09、76.82 亿元；归母净利润分别为 13.29、18.14、24.78 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：云服务推进不及预期、国有单位 IT 支出不及预期、人员增速超预期、宏观经济风险

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2,261	3,280	4,273	5,809	7,682
增长率 yoy (%)	43.1	45.1	30.3	35.9	32.3
归母净利润（百万元）	878	1,041	1,329	1,814	2,478
增长率 yoy (%)	119.2	18.6	27.6	36.5	36.6
EPS 最新摊薄（元/股）	1.90	2.26	2.88	3.93	5.37
净资产收益率 (%)	12.9	13.7	14.7	16.9	19.0
P/E (倍)	106.2	89.5	70.2	51.4	37.6
P/B (倍)	13.6	12.1	10.3	8.7	7.1

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2022 年 8 月 5 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	软件开发
前次评级	买入
8 月 5 日收盘价(元)	202.16
总市值(百万元)	93,240.54
总股本(百万股)	461.22
其中自由流通股(%)	47.31
30 日日均成交量(百万股)	2.70

股价走势



作者

分析师 刘高畅

执业证书编号：S0680518090001

邮箱：liugaochang@gszq.com

分析师 杨然

执业证书编号：S0680518050002

邮箱：yangran@gszq.com

相关研究

- 《金山办公 (688111.SH)：高基数下收入依然稳健增长，国产云办公领军长期成长性持续验证》2022-04-29
- 《金山办公 (688111.SH)：2021 年报符合预期，国产云办公领军长期成长性持续验证》2022-03-24
- 《金山办公 (688111.SH)：2021 年业绩符合预期，国产云办公领军长期成长性持续验证》2022-02-26

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	8088	8694	9782	12560	14949
现金	1004	1254	2088	4685	6724
应收票据及应收账款	400	415	647	797	1113
其他应收款	41	36	65	72	109
预付账款	8	26	19	42	38
存货	1	2	2	4	4
其他流动资产	6633	6961	6961	6961	6961
非流动资产	423	1732	1813	1903	1979
长期投资	36	123	207	289	369
固定资产	62	88	96	115	127
无形资产	59	118	108	97	84
其他非流动资产	267	1402	1403	1402	1400
资产总计	8512	10426	11596	14463	16928
流动负债	1438	2268	2096	3233	3315
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	140	212	214	341	370
其他流动负债	1297	2056	1883	2892	2945
非流动负债	183	378	378	378	378
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	183	378	378	378	378
负债合计	1621	2645	2474	3611	3693
少数股东权益	36	61	73	93	128
股本	461	461	461	461	461
资本公积	4642	4748	4748	4748	4748
留存收益	1753	2515	3635	5091	7173
归属母公司股东权益	6855	7720	9049	10759	13108
负债和股东权益	8512	10426	11596	14463	16928

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1514	1864	788	2606	1997
净利润	887	1069	1341	1835	2513
折旧摊销	47	68	59	76	96
财务费用	-9	-17	-29	-73	-133
投资损失	-144	-205	-108	-122	-145
营运资金变动	790	791	-385	955	-267
其他经营现金流	-56	159	-90	-64	-68
投资活动现金流	-1116	-1364	57	21	40
资本支出	55	149	-2	7	-3
长期投资	-1111	-1422	-84	-83	-79
其他投资现金流	-2172	-2637	-28	-55	-43
筹资活动现金流	-141	-247	-11	-31	3
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	54	106	0	0	0
其他筹资现金流	-195	-353	-11	-31	3
现金净增加额	251	251	834	2596	2040

利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2261	3280	4273	5809	7682
营业成本	278	429	518	676	866
营业税金及附加	23	35	44	60	80
营业费用	483	695	833	1118	1460
管理费用	213	326	385	523	653
研发费用	711	1082	1325	1786	2343
财务费用	-9	-17	-29	-73	-133
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	115	199	0	0	0
公允价值变动收益	118	-1	90	64	68
投资净收益	144	205	108	122	145
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	935	1121	1395	1905	2626
营业外收入	1	4	1	1	2
营业外支出	0	6	5	2	3
利润总额	936	1119	1392	1905	2625
所得税	49	50	50	70	112
净利润	887	1069	1341	1835	2513
少数股东损益	8	28	12	20	35
归属母公司净利润	878	1041	1329	1814	2478
EBITDA	953	1149	1400	1879	2550
EPS (元)	1.90	2.26	2.88	3.93	5.37

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	43.1	45.1	30.3	35.9	32.3
营业利润(%)	132.9	19.9	24.4	36.6	37.8
归属于母公司净利润(%)	119.2	18.6	27.6	36.5	36.6
获利能力					
毛利率(%)	87.7	86.9	87.9	88.4	88.7
净利率(%)	38.8	31.7	31.1	31.2	32.3
ROE(%)	12.9	13.7	14.7	16.9	19.0
ROIC(%)	12.2	12.7	13.7	15.6	17.4
偿债能力					
资产负债率(%)	19.0	25.4	21.3	25.0	21.8
净负债比率(%)	-12.1	-11.0	-18.9	-39.8	-48.1
流动比率	5.6	3.8	4.7	3.9	4.5
速动比率	5.6	3.8	4.6	3.9	4.5
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5
应收账款周转率	6.0	8.0	8.0	8.0	8.0
应付账款周转率	2.8	2.4	2.4	2.4	2.4
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.90	2.26	2.88	3.93	5.37
每股经营现金流(最新摊薄)	3.28	4.04	1.71	5.65	4.33
每股净资产(最新摊薄)	14.86	16.74	19.62	23.33	28.42
估值比率					
P/E	106.2	89.5	70.2	51.4	37.6
P/B	13.6	12.1	10.3	8.7	7.1
EV/EBITDA	90.1	74.4	60.4	43.7	31.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 8 月 5 日收盘价

内容目录

机构为办公软件的主要付费方，WPS 渗透空间广阔	4
正版化：早期 WPS 生长的重要土壤，打开机构业务大门	7
信创：自主自强战略地位不动摇，有效提升使用率及付费率	9
云与协作：向办公平台迈进，商业模式及 ARPU 值跃迁的核心驱动	13
风险提示	19

图表目录

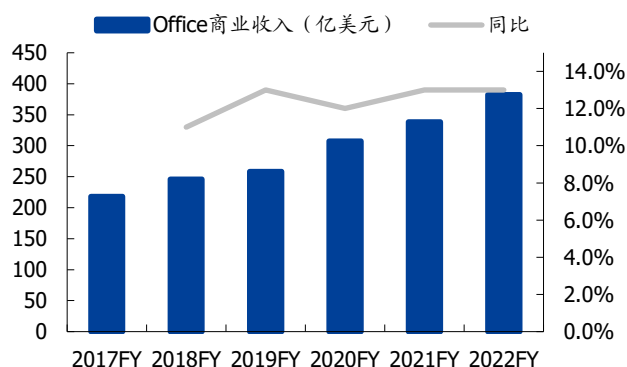
图表 1: FY2017-2022 Office 商业收入及同比（估算）	4
图表 2: FY2017-2022 Office 消费者收入及同比（估算）	4
图表 3: 2018-2022Q1 公司机构业务收入及占比	5
图表 4: 2014-2017 年中国商用市场分行业 PC 出货量	5
图表 5: 2016-2017 年大企业市场 PC 出货量（单位：千台）	6
图表 6: 2018-2022 年中国部分细分行业市场 PC 增长率预测	6
图表 7: 2016-2021 年公司数量授权与场地授权拆分（单位：百万元）	6
图表 8: 2016-2019Q1 公司标准版本软件单价估算	7
图表 9: 2004 年全球各国 PC 软件盗版率	7
图表 10: 2004-2006 年金山软件收入构成	8
图表 11: 2004-2016 年我国软件正版化部分政策	8
图表 12: 2007-2012 年金山 WPS 主要事件	9
图表 13: 2014 年公司收入构成（单位：亿元）	9
图表 14: 信创是对全 IT 产业链和全行业的信息技术产业升级	10
图表 15: 2006-2021 年中央及各地方政府出台信创相关政策数量变化趋势	10
图表 16: 截至 2019 年 3 月公司已签署且正在履行及将要履行的部分重大合同	11
图表 17: 2015-2022Q1 公司机构业务收入及同比	12
图表 18: 2021-2025 年中国信创产业规模（亿元）	13
图表 19: 2022 年大型组织办公数字化进程	13
图表 20: 2020-2021 年 WPS 云端存储文件体量	14
图表 21: 2020-2021 年金山文档活跃设备数	14
图表 22: 金山办公产品套件	14
图表 23: 文档中台与协作中台	15
图表 24: 金山数字办公平台	15
图表 25: 2019-2021 年与合作伙伴共同实现的业绩	16
图表 26: 2019-2021 年合作伙伴数量	16
图表 27: 金山数字办公企业版功能特权	17
图表 28: 金山数字办公企业版文件存储	17
图表 29: 金山数字办公企业版共同权益	17
图表 30: 2019-2022/8 金山办公 PCF TTM	18
图表 31: 2020-2024E 公司收入拆分（单位：百万元）	18

机构为办公软件的主要付费方，WPS 渗透空间广阔

考虑数据安全、信息协同、提升综合效率等因素，机构应为办公软件的主要付费方。1) 数据的及时性、有效性及安全性是组织数字化转型的基础诉求。企业作为办公软件的付费方，有助于明确文档资产的归属权、保障数据资料在内部流转的安全性。2) 在大多数情况下，办公会涉及企业多个部门间的沟通协作。若同一组织的员工均基于同一平台办公，则有助于实现各系统之间的无缝衔接、信息的充分交互与协同。3) 理想状态下，办公数字化平台将会实现文档、事、人的全面数字化，在内容创作、沟通协同、内部系统开放融合、全生命信息安全管理、贴合业务应用等方面实现全方位赋能，这将全面推动企业组织的管理变革。综上，我们认为，机构应为办公软件的主要付费方。

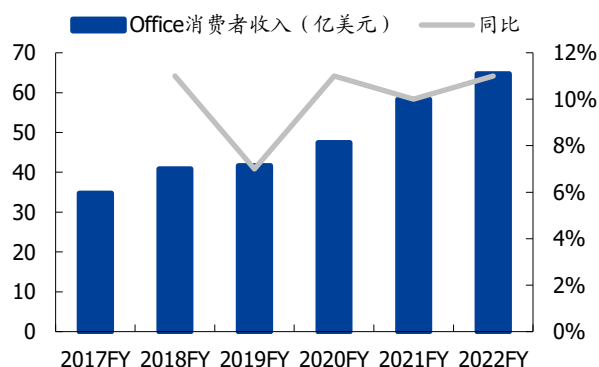
MS Office 已有成熟验证，B 端收入占比 86%。1) 参考 Microsoft 经验，FY2017-2022，Office 业务年均复合增速约为 12%，其中商业收入占比约为 86%。2) 同时，从增速表现而言，B 端收入增速近 5 年来亦持续优于 C 端。FY2022，Office 商业收入同比增长约 13%，其中 Office 365 收入同比增长 18%；Office 消费者收入同比增长约 11%，其中 Microsoft 365 订阅数达到 5970 万人，同比增长 15%。

图表 1: FY2017-2022 Office 商业收入及同比 (估算)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

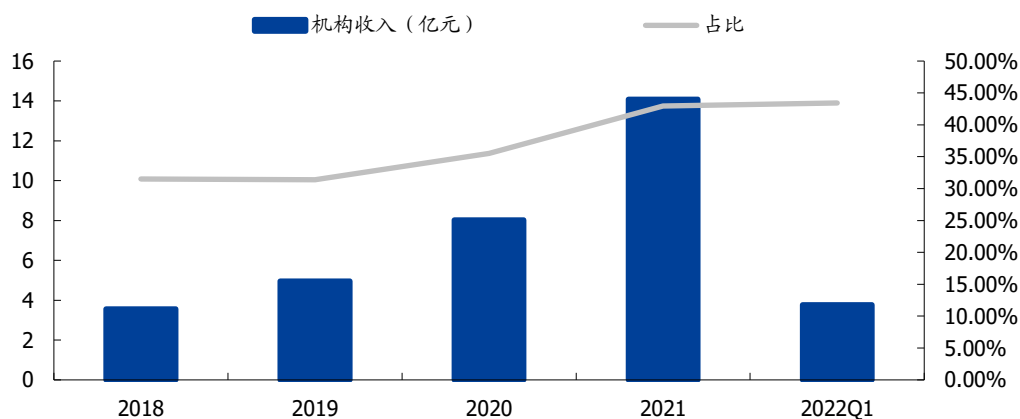
图表 2: FY2017-2022 Office 消费者收入及同比 (估算)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司机构收入占比不断提升，2022Q1 达到 43%。在正版化、信创、云与协作等多重因素推动下，公司机构占比收入不断提升。2022Q1，公司国内机构业务收入达到 3.77 亿元，占收入比例达到 43.43%；其中，授权业务 2.32 亿元，同比下降 10.84%，订阅及服务业务 1.45 亿元，同比增长 78.72%。

图表 3: 2018-2022Q1 公司机构业务收入及占比



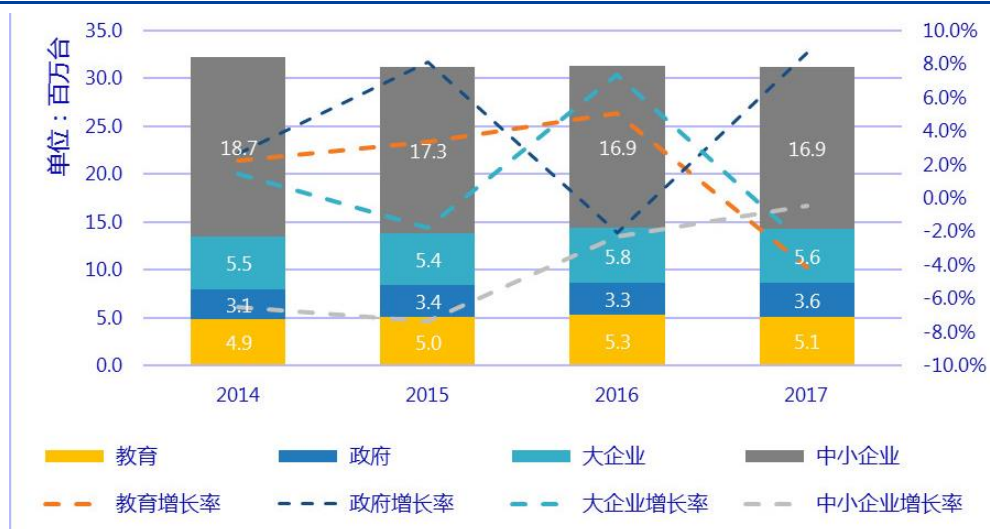
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 (注: 公司 2021 年及之后财报披露口径有所改变, 2020 年及以前采用“办公软件产品使用授权”估算机构收入, 2021 年及之后采用“国内机构订阅及服务”以及“国内机构授权”之和估算机构收入)

机构付费渗透率约为 15%, 提升空间广阔。根据 PC 保有量、公司产品覆盖数等关键因子, 我们测算目前公司在机构端的付费渗透率约为 15%, 提升空间广阔。

1) PC 保有量: 党政市场约为 3162 万台; 大型企业约为 3000 万台, 其中国企约为 2364 万台。

- **党政市场 PC 出货量:** 根据 IDC 统计, 2017 年, 我国政府行业 PC 出货量 (不含教育) 达到 360 万台, 同比增长 8.6%; 2020 年, 预计政府行业 PC 采购增长将达到 14.7%。假设 2017-2021 年政府行业 PC 出货量复合增速约为 10%, 则 2021 年党政市场 PC 出货量约为 527 万台。

图表 4: 2014-2017 年中国商用市场分行业 PC 出货量



资料来源: IDC, 国盛证券研究所

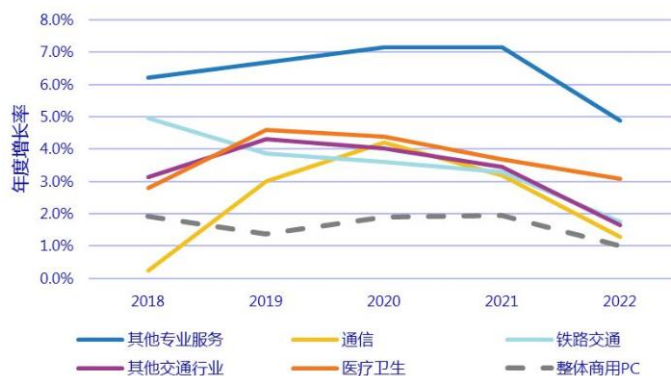
- **党政市场 PC 保有量:** 根据《中央国家机关办公设备和办公家具配置标准 (试行)》规定, 办公设备最低使用年限为 6 年。我们以最低年限 6 年估算, 2021 年党政市场 PC 保有量约为 3162 万台。
- **大型企业 PC 出货量:** 根据 IDC 统计, 2017 年, 我国大型企业市场 PC 出货量约为 565 万台, 同比下滑 2.9%, 处于“小年”。根据 IDC 预测, 2018-2022 年中国整体商用 PC 市场年度增长率约在 1-2% 之间。假设 2017-2021 年中国大型企业市场复合增速约为 1.5%, 则 2021 年我国大型企业市场 PC 出货量约为 600 万台。

图表 5: 2016-2017 年大企业市场 PC 出货量 (单位: 千台)

细分行业	2016 PC 出货量	2017 PC 出货量	同比增长率
其他专业服务	238.0	281.7	18.3%
通信	355.9	377.9	6.2%
铁路交通	133.1	140.7	5.7%
电力	251.0	261.6	4.2%
其他交通行业	91.7	94.8	3.4%
医疗卫生	648.6	669.6	3.2%
其他行业	4,099.2	3,823.1	-6.7%
大企业市场 PC 出货量	5,817.5	5,649.4	-2.9%

资料来源: IDC, 国盛证券研究所

图表 6: 2018-2022 年中国部分细分行业市场 PC 增长率预测



资料来源: IDC, 国盛证券研究所

- 大企业 PC 保有量: 假设使用年限仍为 6 年, 则我国大型企业 PC 保有量约为 3000 万台。
- 央国企 PC 保有量: 2020 年, 我国国有单位就业人员为 5563 万人, 其中教育业约为 1637 万人。考虑上述估算党政市场 PC 保有量约为 3000 万台, 则我国政府人员 PC 配比约为 1:0.75。根据 Wind 数据, 2020 年, 我国国有企业年末从业人员数约为 3152 万人, 则 PC 保有量约为 2364 万台。

2) 公司产品渗透率: 合计覆盖约 875 万台 PC。考虑党政+央国企市场, 公司付费渗透率约为 15.83%; 考虑党政+大企业市场, 公司付费渗透率约为 14.20%。

如上所述, 考虑办公设备使用年限为 6 年, 我们参考 2016-2021 年收入情况, 估算公司软件产品覆盖率。

图表 7: 2016-2021 年公司数量授权与场地授权拆分 (单位: 百万元)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
办公软件产品使用授权	235.03	284.23	355.68	495.80	803.00	1,408.71
数量授权	161.09	166.41	202.19	223.11	464.73	962.45
占比	68.54%	58.55%	56.85%	45.00%	57.87%	68.32%
场地授权*	73.94	117.82	153.49	272.69	361.64	446.26
占比	31.46%	41.45%	43.15%	55.00%	45.04%	31.68%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 (注: 1、根据公司投资者活动关系记录表, 截至 2019 年 12 月, 软件授权业务中 50-60% 为年场地授权, 故假设 2019 年场地授权占比约为 55%; 2、2021 年公司财报业务口径有所变化, 考虑海外业务及小 B 业务收入占比较小, 假设国内机构订阅及服务对应场地授权, 国内机构授权对应数量授权)

- 授权覆盖 PC 数: 根据公司公告, 我们测算, 公司标准版本产品的数量授权价格约为 300 元/套。2016-2021 年, 公司办公软件数量授权合计实现收入 21.80 亿元, 测算可得总计覆盖 PC 数约为 726 万台。

图表 8: 2016-2019Q1 公司标准版本软件单价估算

	2016	2017	2018	2019Q1
办公软件产品使用授权（百万元）	235.03	284.23	355.68	68.58
数量授权（百万元）	161.09	166.41	202.19	39.19
标准版本占比	80.17%	86.68%	88.37%	80.31%
标准版本收入（百万元）	129.15	144.24	178.68	31.47
标准版本套数（万套）	40.82	49	57.02	10.92
标准版本单价（元/套）	316.38	294.38	313.36	288.22

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

- 付费订阅 PC 数：截至 2021 年，公司实现国内机构订阅及服务业务 4.46 亿元。根据金山数字办公平台官网，其商业基础版为 168 元/人/年，标准版为 365 元/人/年。假设 300 元/人/年的正常售价，则付费订阅 PC 数约为 149 万台。

梳理公司发展历史，我们预计，在云与协作、信创、正版化等多重趋势渗透下，凭借扎实的产品技术、优秀的服务体验，公司机构业务的付费率、ARPU 值有望持续提升，机构办公服务将成为业务发展的重要助推。

正版化：早期 WPS 生长的重要土壤，打开机构业务大门

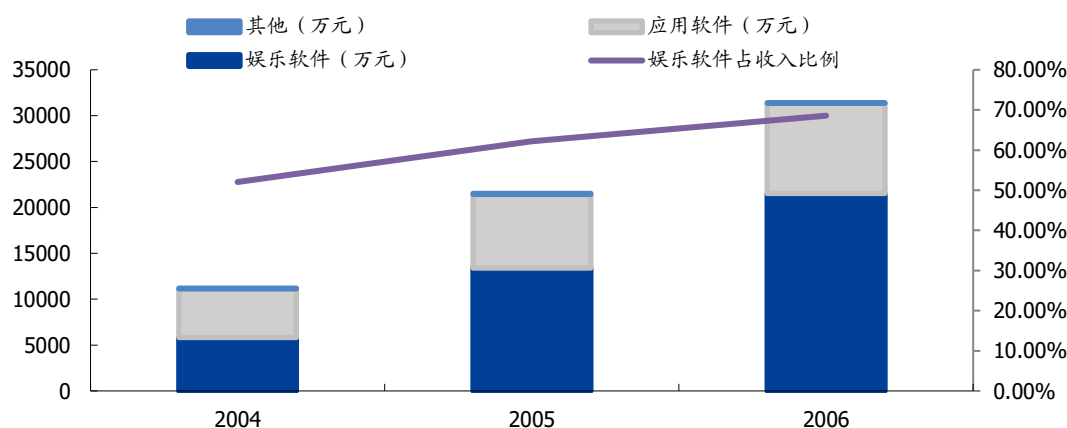
早期，我国软件付费意识较为薄弱，WPS 主要靠游戏、金山毒霸等“输血”。1）根据 BSA 及 IDC 统计，2004 年，中国 PC 通用软件盗版率较高，处于样本国家序列的较高水平。在一定程度上表明，较早时期，我国软件付费意识较为薄弱。2）根据金山软件招股说明书，2004 年，其收入主要有娱乐软件（游戏）及应用软件（金山毒霸、金山词霸及 WPS 办公软件）构成。其中，娱乐软件占收入比例约为 52%；应用软件占收入比例约为 47%，且金山毒霸贡献了应用软件收入的绝大部分。

图表 9: 2004 年全球各国 PC 软件盗版率

Top 20 Pirating Countries		Bottom 20 Pirating Countries	
China	92%	United States	22%
Vietnam	92%	New Zealand	23%
Ukraine	91%	Denmark	26%
Indonesia	88%	Austria	27%
Russia	87%	Sweden	27%
Zimbabwe	87%	Belgium	29%
Algeria	84%	Japan	29%
Nigeria	84%	United Kingdom	29%
Pakistan	83%	Germany	30%
Paraguay	83%	Australia	31%
Tunisia	82%	Finland	31%
Kenya	80%	Switzerland	31%
Thailand	80%	Norway	32%
El Salvador	79%	Netherlands	33%
Nicaragua	79%	UAE	34%
Bolivia	78%	Canada	35%
Guatemala	77%	Israel	35%
Dominican Republic	76%	South Africa	36%
Lebanon	74%	Reunion	39%
India	73%	Czech Republic	40%

资料来源：BSA，IDC，中国知网，国盛证券研究所

图表 10: 2004-2006 年金山软件收入构成



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2004 年起, 中国正版化逐步推行, 为机构软件付费提供土壤。2004 年起, 软件正版化工作逐步展开, 由政府部门开启。后续数十年, 以国有单位为代表的正版化一直是我国机构软件收费的重要基础。

图表 11: 2004-2016 年我国软件正版化部分政策

时间	政策	机构/组织	主要内容
2004	《关于地方人民政府使用正版软件的通知》	国务院办公厅	各省（自治区、直辖市）人民政府及其各部门必须在 2004 年年底之前，省级以下地方人民政府及其各部门必须在 2005 年 12 月 31 日之前完成软件正版化工作。
2006	《关于推进企业使用正版软件工作的实施方案》	国家版权局、信息产业部、商务部、财政部、国务院国有资产监督管理委员会、中华全国工商业联合会、中国银行业监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、中国保险监督管理委员会	推进企业使用正版软件工作的实施方案为加大知识产权保护力度，促进中国软件产业持续、快速、健康的发展
2010	《关于进一步做好政府机关使用正版软件工作的通知》	国务院办公厅	中央国家机关软件正版化专项检查和整改工作于 2011 年 5 月底前完成，省、市（地）、县级政府机关软件正版化专项检查和整改工作于 2011 年 10 月底前完成。
2013	《关于做好 2013 年推进中央企业使用正版软件工作的通知》	国务院国有资产监督管理委员会办公厅	应《2013 年推进使用正版软件工作计划》及《2013 年软件正版化工作督查方案》的要求，提出力争经过三年努力，到 2015 年底全面实现中央企业软件正版化。并要求各中央企业要按照“三年目标”的要求，制订出符合本企业实际的 2013-2015 年各年度的工作计划。
2013	《关于印发<政府机关办公通用软件资产配置标准（试行）>的通知》	财政部	政府机关配置办公通用软件资产，应当遵循安全性、适用性、经济性和正版化的原则。不得配置非正版软件。
2015	《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》	全国工商联办公厅、国家版权局办公厅	要求民营企业要加强软件资产管理，各级企业要建立使用正版软件工作机制，落实工作责任，确定责任人，将使用正版软件工作与企业信息化建设相结合
2016	《正版软件管理工作指南》	国家版权局办公厅	规定了软件正版化工作责任制度、软件日常使用管理规定、软件配置管理规定、软件台账管理规定。明确软件使用管理台账种类和管理办法、软件安装维护管理规定等细则。

资料来源: 中国政府网, 公司公告, 国盛证券研究所

WPS 具备性价比、本土化等优势，机构业务大门由此打开。1) 以 2016 年专业版的价格作为参考，在不考虑折扣优惠的情况下，根据公司公告，公司针对金融、能源、建筑等行业的“WPS Office 2016”（桌面专业版）的标准定价为 1998 元；根据 IT 之家，MS Office 2016 专业版价格为 4899 元。公司产品具备明显的性价比及本土化优势。2) 根据金山软件历年财报，正版化为金山 WPS 打开了机构业务的大门。

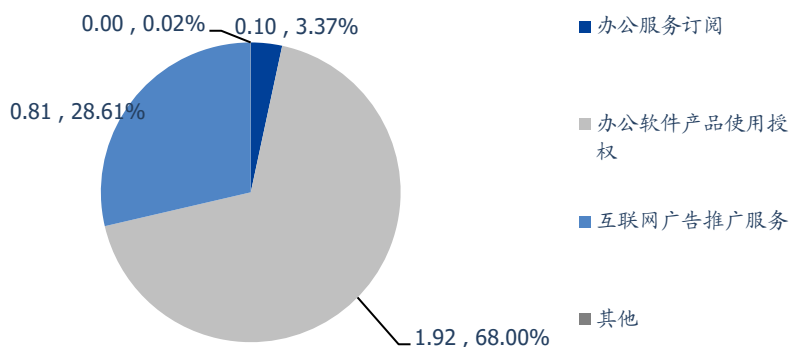
图表 12: 2007-2012 年金山 WPS 主要事件

时间	主要事件
2007 年 4 月	金山举办“正版中国”市场活动推广办公软件金山 WPS Office，万名客户签名承诺使用正版软件
2008 年 7 月	与国家电网公司达成一项逾千万元人民币之采购协议，国家电网公司于全公司系统各单位，包括 31 家区域电网公司；位于各省、自治区、直辖市的电力公司以及 21 家直属单位全面使用 WPS Office 2007 办公软件
2009 年 9 月	电监会全面采购金山 WPS
2010 年 6 月	WPS 个人版下载量突破 5,000 万，同时 WPS Office 办公软件产品再获包括南方电网、鞍钢集团、宝钢集团、南航集团等数十家大型中央企业统一采购
2011 年	得益于中国版权保护的持续改善，WPS 被越来越多的企业及政府机构选为办公软件解决方案
2012 年	受益于有利的中国版权保护政策及产品体验的提升，WPS 办公产品销售强劲增长。

资料来源：金山软件公司公告，国盛证券研究所

2014 年，软件授权占收入比例达到 68%，成为收入的重要支撑。1) 2014 年，公司办公软件产品使用授权业务实现收入 1.92 亿元，占收入比例为 68%。2) 根据公司公告，随着国家经济的发展，国家集体安全意识的提升，国家政府近年来积极推行正版化政策使公司在政府、金融等行业减轻了盗版风险，在正版化行业中的市场份额增长，收入随之提高。

图表 13: 2014 年公司收入构成（单位：亿元）



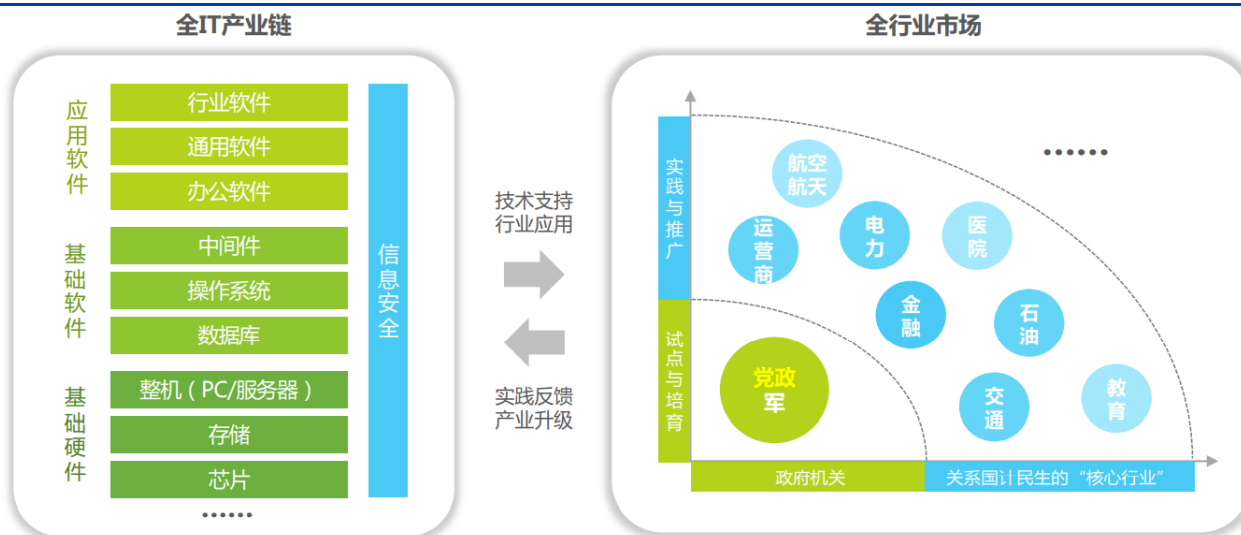
资料来源：Wind，国盛证券研究所

信创：自主自强战略地位不动摇，有效提升使用率及付费率

关键技术领域大国博弈，信创为我国 IT 产业发展的长久之计。近年来中美贸易摩擦、

科技战逐渐升级，实体清单等严重打击了国内科技企业的发展，而随着中美博弈逐渐强化，我国对逆袭技术创新的支持也逐渐明朗化。为解决核心技术“卡脖子”、“受制于人”等问题，推动我国自主研发基础软硬件对国外引进的替代，信息技术应用创新发展（“信创”）已成为重要的国家战略。“信创”与“863 计划”“973 计划”“核高基”一脉相承，是我国 IT 产业发展升级采取的长久之计。信创建设从关键环节核心组件的自主创新入手，从党政军和关系国计民生的关键行业试点，为国产 IT 厂商提供了实践创新的沃土，从而逐步建立自主的 IT 底层架构和标准，实现全 IT 全产业链实力和结构的优化升级

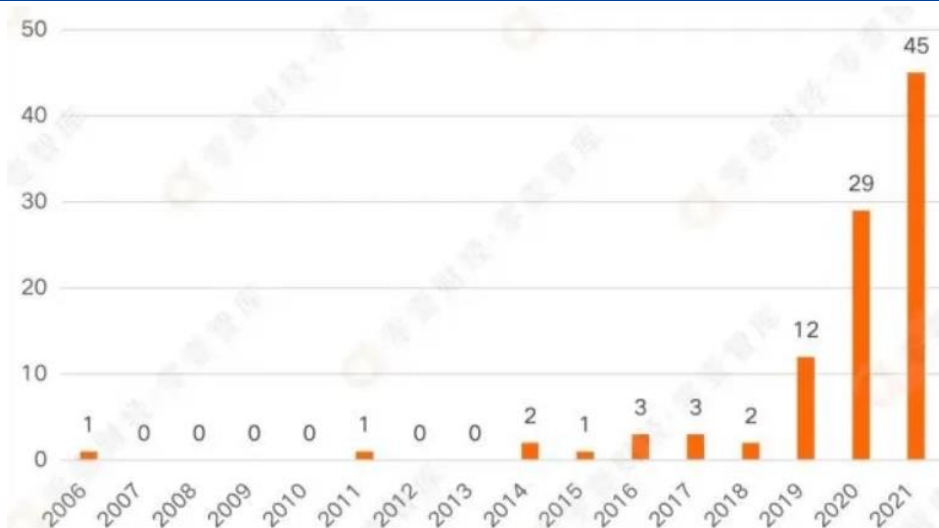
图表 14: 信创是对全 IT 产业链和全行业的信息技术产业升级



资料来源：艾瑞咨询，国盛证券研究所

2019 年起，相关政策密集推出，信创战略地位明显提升。1) 2006 年，我国开始在信创产业摸索前行，中央也开始出台一系列支持政策。2019 年，我国正式提出发展信创产业，信创相关政策也相继出台。在中央政策的影响下，各地方政府纷纷出台信创相关政策，给予信创高度关注，力求在新一轮发展潮流中抢得先机。2) 根据零壹智库统计，自 2019 年信创政策的快速增长，之后三年间，信创相关政策呈阶梯式增长，尤其在 2021 年，仅一年，全国出台的信创相关政策文件就已达 45 份。随着信创产业的逐步发展，国家和地方对信创的范围、实施力度等有了更高的要求，信创战略地位明显提升。

图表 15: 2006-2021 年中央及地方政府出台信创相关政策数量变化趋势



资料来源：零壹智库，国盛证券研究所

我们预计，信创可通过厘清数量、外延覆盖等途径，有效提升客户使用率及付费率，在正版化的基础上进一步扩大收入容量。

在正版化等因素助推下，公司对头部政企覆盖度已达 **90%**，而使用率及付费率仍处于低位。1) 根据公司投资者关系活动记录表，截至 2020 年 6 月，机构市场整体来说以头部客户为主，市级以上的政府覆盖度均在 90% 以上，但实际的使用率依旧有很大提升空间。根据澎湃新闻报道，截至 2020 年末，公司对于央企的覆盖率达到 93%，对于大中型银行的覆盖率达到 87%，均处于较高水平。2) 虽然正版化等进程的推进，助力公司实现了对绝大多数头部政企的覆盖，但从使用率及付费率而言，公司软件产品仍处于低位水平。根据公司招股说明书披露的部分合同，截至 2019 年 3 月，头部客户的 ARPU 值仍约为 30 元/人/年，与当前商业基础版 168 元/人/年、标准版 365 元/人/年的水平相差较大，表明客户对金山 WPS 的使用率及付费率仍处于低位。

图表 16: 截至 2019 年 3 月公司已签署且正在履行及将要履行的部分重大合同

合同名称	客户名称	授权内容	合同价格 (万元)	服务期限	2019 年员 工人数	PC 数 量 (台)	ARPU 值 (元/人/ 年)
计算机软件产品 采购合同	中信银行股份有 限公司	金山 WPSOffice 专业增 强版 (含移动版 WPS) 及原厂服务	657	2017.12.18- 2020.12.17	57045	42,784	38.39
WPS 云办公套装 软件使用许可权 购置合同	中兴通讯股份有 限公司	向客户销售 WPS 云办 公套装软件 V2.5 产品 使用许可授权	1,080	2018.4.11- 2023.4.10	70066	52,550	30.83
招商银行 IT 软件 产品采购合同	招商银行股份有 限公司	WPSOffice 多平台版办 公软件 V10 使用许可 授权	800	2018.12.31- 2021.12.30	84683	63,512	31.49
(珠海金山办公 软件有限公司 WPS 软件 3 年场 地软件许可) 项 目计算机软件许 可使用合同	中国民生银行股 份有限公司	WPSOffice 多平台版办 公软件 V10 使用许可 授权	530	2019.3.1- 2022.2.28	58933	44,200	29.98
金山 WPS 软件使 用许可权购置合 同	中国南方航空股 份有限公司	WPSOffice2016 专业 版办公软件 V10.8 使用 许可授权及 WPS 云文 档系统 V2.5	939	2019.1.4- 2023.1.3	103,876	77,907	22.60
WPS 软件使用许 可权购置合同	中国东方航空股 份有限公司、中 国东方航空集团 有限公司	金山 WPSOffice2019 专业增强版 V11.8 使用 许可授权	530	2019.2.28- 2022.2.27	81,136	60,852	21.77

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

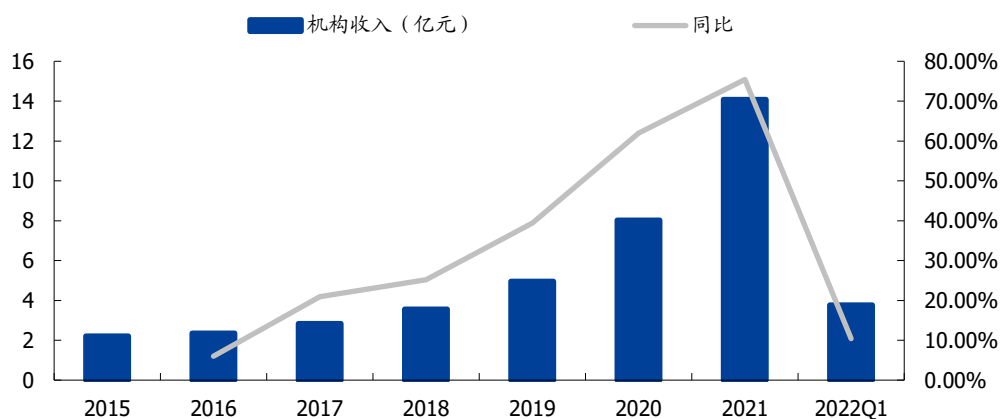
信创模式下，办公软件与 PC 协同关系较强，有助于扩大使用率、厘清客户数量。1) 中国计算产业的进步，需要打通 CPU、OS、数据库、应用软件等全链条协作。随着国内厂商对产品的不断打磨，我国信创产业链生态逐渐完备，实现 CPU、服务器、OS、数据库、中间件、应用软件、外设设备等全链条协作，以 WPS 为代表的办公软件套数也与国内 PC 台数、操作系统套数等呈现较强的协同性。2) 因此，在信创市场，我们预计 WPS 将更好地与实际办公人数匹配，使用率、客户数有望持续提升。

区县信创、行业信创或将开启，外延市场空间进一步打开。1) 党政信创: 从电子公文向电子政务、从省市到街道乡镇: 2022 年 1 月，国家发展改革委发布《“十四五”推进国家政务信息化规划》明确党政信创的要求和节奏，指出要加强新技术创新应用，政务外

网覆盖范围进一步向街道、乡镇延伸，到 2025 年基本形成统一的国家电子政务网络体系，同时对宏观调控分析决策数字化、预算管理数字化、市场监管信息化、双碳背景下生态环境综合管理信息化等多元信息化建设的提出更高要求。由此可见，党政信创的范围从省市进一步延伸到街道乡镇、从电子公文向电子政务推进，新增的大量需求将拉动信创服务器、OS、数据库、中间件及应用开发的新一轮建设。2) 行业信创：金融信创相关政策纷纷出台，行业推进节奏和标准进一步明确。随着金融信创一期、二期试点的铺开和深入，信创产业发展思路进一步明晰，国务院、工信部等部门出台一系列政策，为信创后续发展提供顶层设计，中国人民银行也针对信创在金融行业的深入推广，研究制定了相关的规划、指导意见及标准。

2019-2021 年，公司机构授权业务增速明显提升，信创为重要驱动因素之一。1) 根据财报数据估算，2019-2021 年，公司机构业务收入同比增速分别达到 39.39%、61.96%、75.43%，相比 2015-2018 年明显提升。2) 2021 年，公司国内机构授权业务实现收入 9.62 亿元，同比增长 107.10%，主要系，我国信创产业进入发力期，在政策依托下市场空间显著扩大，政企用户需求明显增加，公司流版式办公软件产品订单丰厚，加速了公司信创产品的渗透，带动国内机构授权业务继续保持爆发式增长。

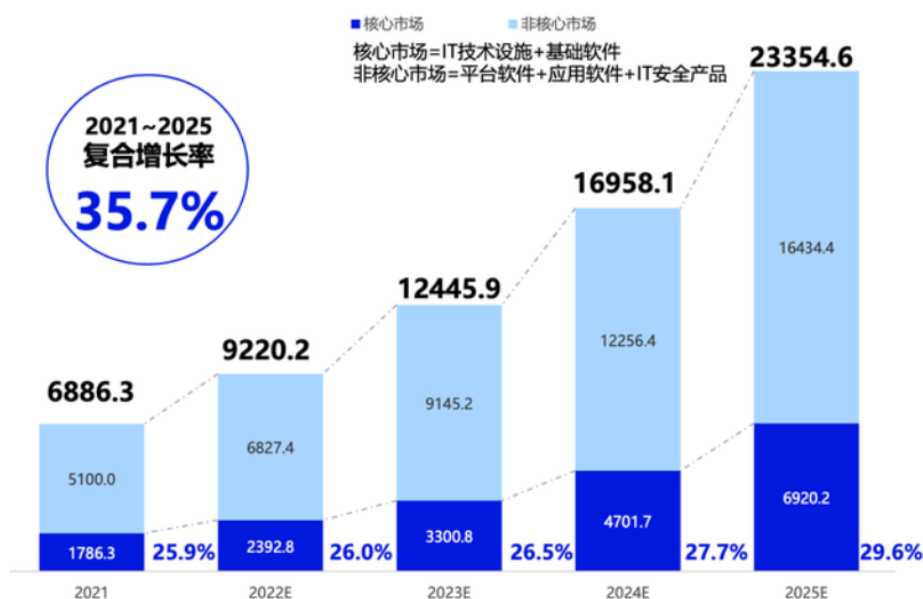
图表 17: 2015-2022Q1 公司机构业务收入及同比



资料来源：公司公告，国盛证券研究所（注：公司 2021 年及之后财报披露口径有所改变，2020 年及以前采用“办公软件产品使用授权”估算机构收入，2021 年及之后采用“国内机构订阅及服务”以及“国内机构授权”之和估算机构收入）

长期来看，中国计算产业发展为大势所趋，信创战略地位仍旧坚定，公司作为国内办公软件领军，有望深度受益。1) 根据《2022 中国信创生态市场研究及选型评估报告》统计，在国家发展信创的战略背景下，我国信创产业正蓬勃发展，数据显示，2022 年信创产业规模达 9220.2 亿元，近五年复合增长率为 35.7%，预计 2025 年突破 2 万亿。2) 根据公司投资者关系活动记录表，2019 年，在信创的试点中，90%以上的客户在基础办公软件领域内采用了 WPS 的方案。在国家发展信创的战略背景下，我们预计公司作为国内办公绝对领军，有望深度受益。

图表 18: 2021-2025 年中国信创产业规模 (亿元)

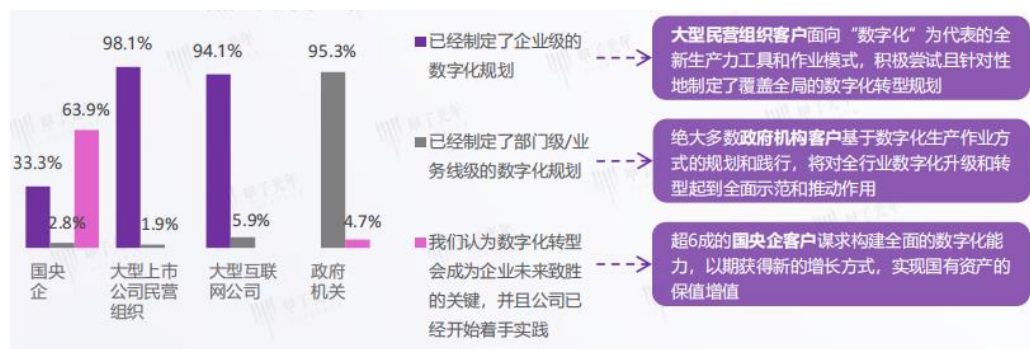


资料来源: 海比研究院, 中国软件行业协会, 中国软件网, 国盛证券研究所

云与协作: 向办公平台迈进, 商业模式及 ARPU 值跃迁的核心驱动

数字化转型理解加深, 云服务成重要需求。1) 根据甲子光年《2022 中国企业数字化办公创新与实践产业研究报告》, 加快数字化进程已成为大型组织实现跨越式发展的必然选择, 政府机构和大型民营组织均已经将数字化转型作为公司重大战略, 且已在实践自上而下的数字化改革。2) 根据金山办公官方公众号报道, 中国企业伴随着数字化程度的加深, 对于云服务的需求越来越强烈, 云服务成为企业对外采买服务的重要构成, 金山办公的一大优势即为云和端的高效协同。

图表 19: 2022 年大型组织办公数字化进程

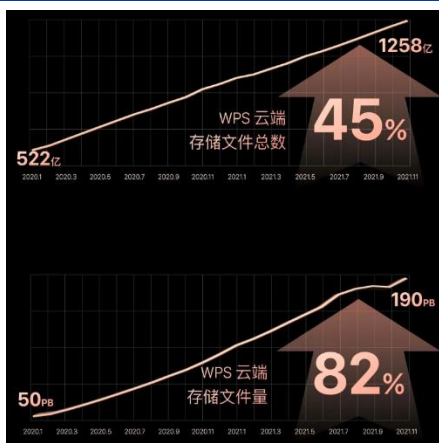


资料来源: 甲子光年, 国盛证券研究所

云与协作从“尝新”到“常用”, WPS 完成从工具到服务的转变。1) 2020-2021 年, 金山办公云端存储文件总数增长了 45%, 文档数据存储总量增长了 82%。2) 同时, 协作方面, 随着疫情逐渐平息, 进入“后疫情时代”, 远程协作的临时需求逐渐平稳回落。然

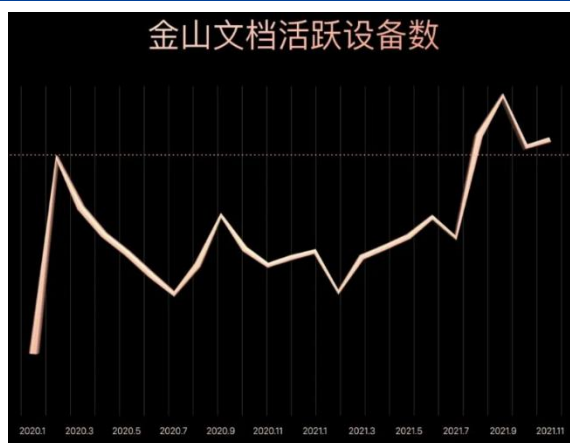
而，2021年8月起，金山文档的月活跃用户数超过了去年2月份时的峰值2.39亿，达到了一个新的增长起点，表明用户已经逐渐习惯在日常工作中，大量使用协同文档来解决协作的问题。

图表 20: 2020-2021 年 WPS 云端存储文件体量



资料来源: 2021 金山数字办公大会, 国盛证券研究所

图表 21: 2020-2021 年金山文档活跃设备数



资料来源: 2021 金山数字办公大会, 国盛证券研究所

从个人工具到组织办公，数字化平台战略正式开启。2021年12月22日，公司正式发布金山数字办公平台，具备办公能力全面、交付形式灵活、服务体系完善等多重优势，有效助力大型组织进行数字化转型。

1、办公能力全面:

1) 产品套件增加三大新品:

- 基于文档会话、整合金山办公各种协作服务的新一代协作办公平台——金山协作，用户可以直接在文档环境中展开协作、讨论、流转、审批及安全管理；
- 专为多人协作场景设计的增强版表格软件——轻维表，可以支持快速搭建轻量应用，解决了传统电子表格对组织内人员的协作以及对任务的追踪普遍较弱的痛点；
- 新一代知识管理工具——金山知识库。过去的文档管理模型主要是以文件夹嵌套的方式来实现，用户经常会面临数据资产难以沉淀、知识散落，缺乏安全、统一管理的问题，而金山知识库支持为组织用户构建多重知识空间，支持多功能空间结构，空间支持多个知识库，应用中心支持自由添加组件，应用权限亦可独立管理。

由此，金山办公已形成全面的组织办公能力矩阵，覆盖数字办公的全生命周期，助力大型组织快速完成组织内人、工具、流程的数字化，并实现统一安全管控。

图表 22: 金山办公产品套件



资料来源: WPS 办公助手, 国盛证券研究所

2) 能力矩阵全面云化: 金山数字办公平台聚焦金山办公能力矩阵的全面云化，以及基于用户自身发展阶段提供定制化的二次开发接口服务，包含文档中台和协作中台两大赋能平台，通过模块化的文档能力和即时通讯能力，以用户自有平台为核心，帮助客户打造独立的数字办公平台。

- 文档中台: 面向开发者提供的围绕文档办公协同的共享能力中心，帮助客户实现非结构化数字资产的全面管理，完整提供办公文档查看、编辑、协作与管控能力赋能

- 服务。同时，实现了信息和数据全面上云，做到“文档全程不落地”。
- **协作中台**，为企业客户提供全面的内部信息与事务沟通协作能力，包含即时通信、音视频会议、表单流程、日程待办、消息推送五大模块。协作中台将向大型组织客户开放其 API、SDK 及部分源码，帮助组织建立完全自主的聊天工具，在业务流程中实现聊天，而不是依赖聊天推动业务。聊天消息可实现集中管控和全链路加密。

图表 23: 文档中台与协作中台



资料来源: WPS 办公助手, 国盛证券研究所

2、交付形式灵活:

1) 三种赋能场景: 为全面满足政企用户的不同需求, 适应客户在不同办公数字化阶段的改造能力, 金山数字办公平台提供三种开放赋能方式。

- 处在数字化改造刚起步阶段、研发能力储备不足的组织用户可以选择全套使用金山数字办公平台, 它可以解决从移动端到桌面端的全部需求, 服务能力可以轻松覆盖大型组织办公的方方面面。
- 对于已具有初步数字化能力框架的客户, 可以选择组合部分模块, 针对性地解决某些具体问题。
- 对于已具备相对成熟数字办公能力的客户, 可以选择在其原有应用中嵌入部分金山数字办公能力, 由此可实现以最低成本轻松完成数字化办公升级改造。

2) 四种部署方式: 在交付能力上, 金山数字办公平台也为客户匹配了公有云、混合云、私有化以及全信创环境四种交付方式。

图表 24: 金山数字办公平台



资料来源: WPS 办公助手, 国盛证券研究所

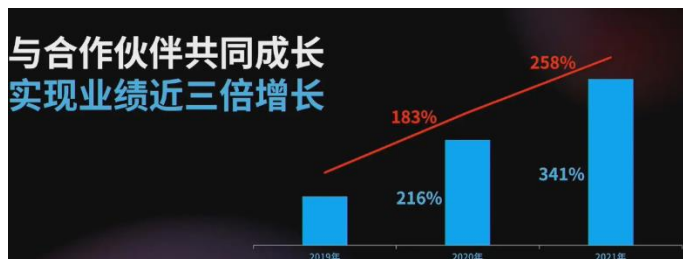
3、服务体系完善:

1) 自有服务网络覆盖全国, 提供办公能力中心支撑。根据金山数字办公大会报道, 截至

2021 年底,金山办公在全国已经建立了五大技术中心、12 大服务中心,覆盖了 31 个省、自治区、直辖市,并在 344 个城市设有服务中心。

2) 经销商关系稳固,数量持续增长、业绩快速释放。根据金山办公合作伙伴大会报道,2021 年,公司长期合作伙伴数量达到 1016 家,同比增长 87.21%;新经销商数量达到 454 家,同比增长 44.69%。同时,公司与合作伙伴共同成长,2021 年业绩相比 2019 年增长近三倍。

图表 25: 2019-2021 年与合作伙伴共同实现的业绩



资料来源: 金山办公合作伙伴大会, 国盛证券研究所

图表 26: 2019-2021 年合作伙伴数量



资料来源: 金山办公合作伙伴大会, 国盛证券研究所

3) 服务商体系逐步搭建, 共同分享行业利益。金山数字办公平台可基于用户自身发展阶段提供定制化的二次开发接口服务, 这类定制化工作预计后续主要由服务商提供。随着服务市场持续增长, 服务价值越来越大, 有望成为合作伙伴的第二增长曲线。

- **数量上,** 2021 年, 公司新签 12 家服务商, 合计服务商数量达到 141 家, 组织认证了 1339 名工程师。同时, 公司每年都会在全国进行服务商招募。
- **管理上,** 金山办公通过对所有服务商按端产品、云产品及服务类别等不同维度进行划分, 并按交付能力对其进行分级管理, 覆盖服务售前、售中、售后的全生命周期, 形成体系化、制度化和规范化的新型服务商管理体系。
- **内容上,** 服务内容也更加深入全面, 包括基础服务、培训服务、软件保障服务、大客户专属服务、专项方案服务等多类别的服务, 及时提供产品部署、定制开发、系统测试等支持。

4) 布局生态市场, 显著提升产品覆盖度。除了直接面对客户提供办公服务外, 公司秉承开放赋能的态度, 2021 年, 金山办公与合作伙伴们一起, 通过赋能华为云、浪潮云、金山云等云厂商, 赋能钉钉、飞书等协作工具, 赋能 OA 厂商的方式, 积极布局生态市场, 显著提升了产品覆盖度和影响力。

金山数字办公进一步延伸到中小企业市场, 公司基本完成全产品线的升级。1) 2022 年 8 月, 公司正式发布金山数字办公企业版, 主要赋能中小企业的全生命周期办公服务需求。相比原来的办公软件套装, 进一步整合了公司在金山会议、云 API 集成、零/低代码平台等方面的能力。2) 目前, 公司提供申请免费试用服务, 注册使用企业已超过 100 万家, 覆盖 19 个一级行业。

图表 27: 金山数字办公企业版功能特权

功能特权		商业标准版 365元/人/年	企业标准版 500元/人/年	企业高级版 860元/人/年
金山会议	1200分钟/人/月	1200分钟/人/月	2600分钟/人/月	2600分钟/人/月
云API集成	×	×	×	×
零/低代码平台	×	×	×	×
WPS Office 正版授权	✓	✓	✓	✓

资料来源: 金山数字办公公众号, 国盛证券研究所

图表 28: 金山数字办公企业版文件存储

文件存储		商业标准版 365元/人/年	企业标准版 500元/人/年	企业高级版 860元/人/年
企业存储空间	购买人数 * 100 GB/人	购买人数 * 100 GB/人	购买人数 * 200 GB/人	购买人数 * 200 GB/人
文件上传大小上限	2G	2G	2G	2G
同步文件夹数量上限	10 个/人	10 个/人	10 个/人	15 个/人

资料来源: 金山数字办公公众号, 国盛证券研究所

图表 29: 金山数字办公企业版共同权益

共同权益		
文件协作	文件安全	企业管理
在线协同编辑	团队文档水印	组织架构管理
团队文档权限自定义设置	团队文档加密保护	后台日志追溯时间
按用户组授权文档权限	团队文档分享范围管控	离职员工文档转让
	文档分享范围管控 (禁止分享到企业外)	企业空间自定义分配
	文档流转安全管控 (禁止移动到企业外)	通讯录可见性自定义设置

资料来源: 金山数字办公公众号, 国盛证券研究所

商业模式上, 云与协作助推授权向订阅不断转化。1) 目前, 公司商业模式主要包括数量授权、年场地授权/私有云订阅、公有云订阅。经过近五年的发展时间, 云服务已成为机构办公的重要需求点, 而为了保障云服务的后续质量, 订阅制的付费模式也逐步被客户所接受。2) 在云与协作的助推下, 各类机构客户的商业模式均有望完成从数量授权、到年场地付费、再到订阅制续费的转化。

- **党政类机构**对本地化部署、数据安全等要求较高, 且考虑信创模式下, 办公软件与 PC 呈较强相关性, 目前或主要以数量授权为主。根据公司公告, 2021 年, 凭借文档中台的协作响应能力, 公司信创云平台为云南、贵州、湖南等地数字政府项目提供赋能服务, 信创领域办公软件端云一体时代已开启。我们预计, 未来, 随着云服务的加速渗透, 党政类机构的付费模式也将向订阅制加速转化。
- **行业类机构**对云服务、一体化办公平台的需求释放或较为迅速, 根据公司投资者关系活动记录表, 2019 年, 在国企尤其是金融行业, 基于私有云部署的云文档已成为客户采购的主要产品。同时, 在信创领域, 根据公司投资者关系活动记录表, 行业信创的客户信息化基础较好, 2021 年在部分区域试点时, 公司已经开始采用年授权 (类订阅模式) 的形式, 客户已逐渐向年订阅模式转型。我们预计, 行业类机构中, 采用年续费制、订阅制的商业模式的客户已逐步占据主导, 未来将进一步转化。

业务价值上, 云与协作有望打开 **ARPU 300-500 元/年**的长期空间。

- 1) 正版化为公司打开了机构业务的大门，金山办公软件基本实现了头部政企的覆盖。
- 2) 信创进一步厘清客户使用人数，并将 WPS 的使用范围延伸至区县级、行业级等市场，有效提升客户的使用率及付费率。
- 3) 云与协作，一方面以协作工具深入机构的工作流程，同时结合云空间等服务，进一步厘清使用人数、提高客户使用率；另一方面，除了传统的办公软件套装，金山数字办公平台实现企业办公全生命周期的覆盖，各类应用服务、云化能力不断迭代，客户价值量或将持续提升。参考金山数字办公企业版单价，云与协作有望打开 ARPU 300-500 元/年的长期空间。

综上，我们认为，公司依靠扎实的产品能力、完善的服务体系，或将成为数字办公的平台赋能者。在正版化、信创、云与协作等因素共同作用下，客户使用率、付费率将不断提升，商业模式从授权向订阅不断演进，ARPU 有望完成从小几十、到 100、到 365、再到 500 的持续跃迁。

PCF 长期底部明确，维持“买入”评级。1) 根据 Wind 数据，截至 2022/8/7，公司 PCF TTM 约为 50x，处于近三年来低位。同时，参考 Wind 一致预期，假设 2022 年经营性净现金流增速约为 30%，则 PCF 2022E 约为 38 倍，长期底部明确。2) 根据关键假设，我们预计 2022-2024 年营业总收入分别为 42.73、58.09、76.82 亿元；归母净利润分别为 13.29、18.14、24.78 亿元，维持“买入”评级。

图表 30: 2019-2022/8 金山办公 PCF TTM



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 31: 2020-2024E 公司收入拆分 (单位: 百万元)

	2020 年	2021 年	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,260.88	3,279.84	4,272.74	5,808.60	7,681.51
国内个人订阅	1,016.88	1,465.34	2,057.15	2,851.61	3,861.61
国内机构订阅	345.00	446.26	714.02	1,055.32	1,472.29
国内机构授权	465.00	962.45	1,106.82	1,516.34	1,971.24
广告及其他	434.00	405.79	394.76	384.92	376.27
同比		45.07%	30.27%	35.94%	32.25%
个人订阅		44.10%	40.39%	38.62%	35.42%
机构订阅		29.35%	60.00%	47.80%	39.51%
机构授权		106.98%	15.00%	37.00%	30.00%
广告及其他		-6.50%	-2.72%	-2.49%	-2.25%

资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所 (注: 由于 2021 年业务划分口径调整, 2020 年数据基于 2021 年数据推算)

风险提示

云服务推进不及预期。当前云计算在我国处于快速渗透期，若下游客户对云服务的接受程度暂缓，可能会影响公司业务推进。

国有单位 IT 支出不及预期。信创与政策、预算等因素相关性较大，若党政、行业类 IT 支出不及预期，短期内或对公司业务产生波动影响。

人员增速超预期。软件类企业的重要资产为企业员工，其工资支出、奖金福利、补贴等占据企业成本的重要部分，若人员增速高速提升，短期内或对公司利润释放造成影响。

宏观经济风险。宏观经济的影响因素较多，或对公司业务推进产生影响。

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：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层

邮编：100032

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 1 号楼 10 层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com