



Research and
Development Center

金山办公：C 端付费率持续提升， B 端空间广阔

— 金山办公（688111.SH）深度报告

庞倩倩 计算机行业首席分析师

执业编号：S1500522110006

邮箱：

pangqianqian@cindasc.com

证券研究报告

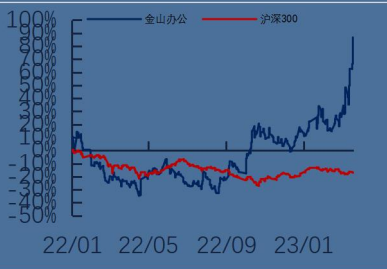
公司研究

深度报告

金山办公 (688111. SH)

投资评级 买入

上次评级 增持



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	431.30
52周内股价	524.62-154.46
最近一月涨跌幅	33.12
(%)	
总股本(亿股)	4.61
流通A股比例(%)	100
总市值(亿元)	1989

资料来源：万得，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO., LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编：100031

金山办公：C端持续渗透，B端空间广阔

2023年4月11日

本期内容提要：

- ◆金山办公是国内办公软件领域的领先厂商，其核心产品 WPS Office 桌面端渗透率不断提升，截至 2022 年 6 月，国内 WPS Office 在 Windows 平台的渗透率达 68%，我们预计未来仍有提升空间，且 C 端付费率还有 13-18% 左右的提升空间；移动端处于绝对优势地位，2022 年 10 月，国内装有 WPS 移动端的独立设备数量达 2.61 亿，远高于微软的 Word (939 万) 和 Excel (447 万) 移动端以及腾讯文档的 194 万。
- ◆公司主要收入来源为个人订阅业务，机构订阅和授权业务以及互联网推广业务。公司收入和归母净利润都保持稳定增长，2019-2022 年复合增速分别为 19% 和 59%，2022 年营业收入 38.8 亿，同比增长 18.44%，归母净利润 11.18 亿，同比增长 7.33%。公司毛利率水平稳定，近五年保持在 85% 左右的水平。公司持续投入研发，研发投入在 2022 年占营业收入比例为 34.27%，居行业前列；公司现金流充裕，经营性现金流净额/净利润近三年在 140% 以上；合同负债稳定增长，对未来业绩形成支撑。
- ◆信创收入持续稳定增长。公司目前的央国企客户大多都以场地授权模式购买公司产品，我们预计公司未来会将单独产品的端授权业务逐步扩展为金山数字办公平台（组合产品）的订阅业务，而金山数字办公平台由于提供更多增值服务有望使客户提高付费额，这意味着未来央国企客户付费额度或将有很大提升空间。经我们测算，党政机关和金融机构有望为公司带来约 28-38 亿/年的收入，未来随着信创要求在除金融外的各行业陆续推进，这些行业有望带来约 14-24 亿/年的收入，合计约 46-62 亿/年。公司在央国企中的高渗透率有望使其在信创下沉进程中持续受益。
- ◆C 端付费率持续提升，个人业务收入空间广阔。公司的个人付费用户数量、付费渗透率、以及产品单价均呈现稳步上升的趋势；2022 年，公司个人用户付费渗透率达 12%，ARPPU (客单价) 达到 68 元/年。我们预计公司个人业务端未来有望实现 48-73 亿/年的收入规模，2022 全年个人订阅业务收入 20.5 亿元，仍有较大提升空间。同时，未来公司的产品创新有望不断提高用户付费意愿。
- ◆低渗透率的百亿中小企业市场。微软的收入结构中，B 端用户占比超 80%，主要客户以小微企业为主，经我们测算其每年贡献约 800 亿元的订阅收入；而公司的机构业务收入占比不足 50%，其中中小企业的贡献十分有限，我们预计机构业务在中小企业仍有较大渗透空间，潜在的收入空间为 154-214 亿/年。公司优质的产品服务以及律法的完善有望提高中小企业的付费意愿。
- ◆2021 年，公司提出了“多屏，云，内容，AI、协作”产品战略，持续推动业务转型。在 AI 的研究上，公司在 CV（计算机视觉）、NLP（自然语言处理）等领域的办公应用实现了突破。Microsoft Office 与 LLM（ChatGPT）的结合实现了生产效率的较大提升，成为了 AI 结合办公软件应用的标杆；未来如果公司能接入类 ChatGPT 模型（国内的文心一言），有望提高用户办公生产效率，或将进一步提升客户付费意愿以及产品单价。
- ◆盈利预测：给予“买入”评级：我们认为，公司是国内办公软件的龙头厂商，在信创的催化和公司的个人用户数量、付费渗透率、产品单价不断提高的背景下，公司业绩有望继续保持快速增长，预计 2023-2025 年

EPS 为 3.46/4.49/5.85 元，对应 PE 为 124.66/96.02/73.78 倍。

- ◆**风险因素：**1. **下游需求风险：**个人订阅用户数量达瓶颈，增长不及预期；若企业客户受环境影响经营不理想，数字化建设的预算下滑，市场需求会进一步受影响。2. **政策风险：**信创政策推进进展不及预期，党政机关和国央企信息化预算不足，公司相关订单数量受影响而下滑。3. 本文对信创业务、C 端及 B 端业务等空间测算是基于一定前提假设，存在假设条件不成立、市场发展不及预期等因素导致测算结果偏差。4. 股价短期波动较大。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	3,280	3,885	5,076	6,582	8,503
增长率 YoY %	45.1%	18.4%	30.7%	29.7%	29.2%
归属母公司净利润 (百万元)	1,041	1,118	1,596	2,072	2,696
增长率 YoY%	18.6%	7.3%	42.8%	29.8%	30.1%
毛利率%	86.9%	85.0%	86.9%	87.3%	87.4%
净资产收益率 ROE %	13.5%	12.8%	15.8%	17.5%	19.0%
EPS (摊薄) (元)	2.26	2.42	3.46	4.49	5.85
市盈率 P/E (倍)	191.06	178.02	124.66	96.02	73.78
市净率 P/B (倍)	25.77	22.80	19.75	16.77	14.00

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 4 月 11 日收盘价

目录

核心观点	7
一、主营业务和财务分析	8
1.1 主营业务和产品	8
1.1.1 WPS Office: 移动端反超微软, PC 端持续发力	10
1.1.2 金山文档: “云+端办公一体化”深筑护城河	12
1.1.3 金山数字办公平台: 集成产品生态, 赋能企业数字化转型	13
1.2 财务分析	14
1.2.1 正版化渗透提升, 平滑信创授权订单下滑	14
1.2.2 毛利率保持稳定, 研发支出占比居行业前列	15
1.2.3 合同负债稳定增长, 经营性现金流稳定	16
二、办公软件行业: 疫情催化新需求, 国产替代排头兵	17
2.1 软件产业量质提升, 疫情催生协同办公需求	17
2.2 信创助力国产办公软件快速发展, 公司业务潜在信创空间约 46-62 亿元/年	19
2.3 C 端付费率持续提升, C 端潜在空间 48-72 亿元/年	22
2.4 借鉴微软: 中小企业打开百亿远期空间	23
2.5 总收入空间	27
三、竞争格局: 相比微软 Office, 有定价优势及差异化战略	28
3.1 WPS Office 和微软 Office 价格对比: B 端、C 端价格优势明显, 定价灵活	28
3.1.1 个人办公服务订阅	28
3.1.2 机构授权和订阅	30
3.2 WPS Office 和微软 Office 功能对比: 差异化策略和高兼容性保障竞争力	33
四、公司其他情况	35
4.1 历史复盘: 几经波折, 再占办公软件高地	35
4.2 公司治理	38
4.3 未来战略	38
4.3.1 “多屏、云、内容、AI 和协作”助力智能办公	38
4.3.2 赋能组织办公数字化转型	40
五、盈利预测	41
5.1 盈利预测	41
5.2 未来收入空间	41
5.3 可比公司估值表现	42
六、风险因素	43

图目录

图 1: 公司主营业务收入占比	8
图 2: 2022 各业务占比	8
图 3: 公司 2022 主营业务收入占比	9
图 4: 微软 Office 商业版和消费版收入增速	9
图 5: 公司主要产品	9
图 6: WPS Office 增值服务	10
图 7: 公司主要产品 MAU (亿)	11
图 8: WPS 产品基础功能组件	11
图 9: 移动端办公文档月独立设备数 (万)	11
图 10: 金山办公能力产品矩阵主要组件	12
图 11: 金山数字办公平台生态	13
图 12: 公司主营业务收入 (万元)	14
图 13: 公司营收和归母净利润 (万元)	14
图 14: 公司产品毛利率	15
图 15: 公司费用支出 (亿元)	15
图 16: 可比公司研发支出占营收对比	15
图 17: 公司研发人员数量	15
图 18: 公司合同负债 (万) 及增速	16
图 19: 公司经营性现金流 (万)	16
图 20: 软件和信息技术服务业规模	17
图 21: 2021 软件和信息技术分领域收入	17
图 22: 基础办公软件用户规模	18
图 23: 协同办公行业市场规模 (亿元)	18
图 24: 效率办公类 App 月独立设备活跃数与同比增长率	18
图 25: 文档类 APP 月独立设备数量 (2023 年 2 月)	18
图 26: 信创产业规模	19
图 27: 信创推进路线	20
图 28: 信创应用软件市场规模	20
图 29: 信创用户采购应用软件时对要素关注度 top10	20
图 30: 国有单位分行业就业人数 (万人)	21
图 31: 公司个人付费会员数量 (左) 和客单价 (右)	23
图 32: WPS Office 付费渗透率 (PC 端)	23
图 33: 用户平均每天使用 WPS Office 的时长	23
图 34: 国内主流互联网 APP 付费渗透率 (2021)	23
图 35: 公司个人业务和机构业务占比	24
图 36: 公司个人业务和机构业务营收 (万元)	24
图 37: Office 商业版和消费版收入 (百万美元)	24
图 38: Office 商业版和消费版收入占比	24
图 39: Office 365 月活用户数量 (万人)	24
图 40: office 365 企业用户雇员人数规模分布	25
图 41: office 365 企业用户收入规模分布 (百万美元)	25
图 42: 中国小微企业雇员数量分布	26
图 43: 中国小微企业年营收分布 (百万元)	26
图 44: 公司发展历程	35
图 45: WPS1.0	36
图 46: 盘古组件	36
图 47: 2008 年公司营收占比	36
图 48: 三大事业部分拆, 子公司化	36
图 49: WPS 移动端	37
图 50: 2016 年三大业务占比	37
图 51: 协同办公产品——金山文档推出	37
图 52: 公司股权结构 (截至 2022-12-31)	38
图 53: WPS Office 的部分 AI 功能	39
图 54: 个人和中小企业上传云端文件数量 (亿)	39
图 55: Copilot 根据用户指令生成 PPT	39
图 56: Copilot 根据用户指令操作 EXCEL	39
图 57: 2021 年金山办公大会发布新品	40
图 58: Adobe 历史估值 (PE-TTM)	42

表目录

表 1: 信创业务全周期增长空间	22
表 2: 中小企业收入空间	26
表 3: 使用正版软件相关政策	26
表 4: 测算的公司收入 (亿元/年)	27
表 5: WPS Office 各会员价格和功能对比	28
表 6: MS Office 产品价格	29
表 7: WPS Office 不同版本对比	31
表 8: 金山数字办公平台 (WPS 365) 价格	32
表 9: WPS Office 和 Microsoft Office 产品对比	34
表 10: 微软 Office 和 ChatGPT 结合	39
表 11: 公司盈利预测 (百万)	41
表 12: 测算的公司收入 (亿元/年)	42

核心观点

金山办公是国内办公软件领域的领先厂商，其核心产品为 **WPS Office**、**金山文档**、**金山数字办公平台**。其中 **WPS Office** 桌面端渗透率不断提升，截至 2022 年 6 月，国内 WPS Office 在 Windows 平台的渗透率达 **68%**，我们预计未来仍有提升空间；移动端则处于绝对优势地位，2022 年 10 月，国内装有 WPS 移动端的独立设备数量达 2.61 亿，远高于微软的 Word（939 万）和 Excel（447 万）移动端以及腾讯文档的 194 万。2022 年，**金山数字办公平台**（云和协作产品）相关收入同比增长 **57%**，数字办公产品全年新增政企客户 **3990** 家，带动国内机构订阅及服务业务高速增长。

公司未来的收入增长主要由 B 端、C 端两部分用户所贡献。

1. B 端用户：伴随政企单位 IT 系统底层硬件和基础软件国产替代渗透率快速提升，对适配国产软硬件系统的办公软件更新换代需求将进一步释放，公司在央国企中的高渗透率以及所研发的适配国产操作系统的产品 WPS Office（for Linux 版本）有望使其在国产化进程中持续受益；另一方面，对于中小企业客户，其潜在的付费渗透空间较大，未来所能带来的收入也是比较可观的。

信创用户（党政机关、央国企、事业单位）：目前的央国企之类的客户大多都以年场地授权模式购买公司产品，我们预计公司未来会将单独产品的端授权业务逐步扩展为金山数字办公平台（组合产品）的订阅业务，而金山数字办公平台由于提供更多增值服务有望使客户提高付费额，这意味着未来央国企客户付费额度或将有很大提升空间。经我们测算，党政机关和金融机构有望为公司带来约 **28-38 亿/年** 的收入，未来随着信创要求在除金融外的各行业陆续推进，这些行业有望带来约 **14-24 亿/年** 的收入，合计约 **46-62 亿/年**。公司在央国企中的高渗透率有望使其在信创下沉进程中持续受益。

中小企业用户：微软的收入结构中，B 端用户占比超 **80%**，主要客户以小微企业为主，经我们测算其每年贡献约 **800 亿** 的订阅收入；而公司的机构业务收入占比不足 **50%**，其中中小企业的贡献十分有限，我们预计机构业务在中小企业仍有较大渗透空间，潜在的收入空间为 **154-214 亿/年**。公司优质的产品服务以及律法的完善有望提高中小企业的付费意愿。

2. C 端用户：自公司上市以来，公司的个人付费用户数量以及付费渗透率呈现稳步上升的趋势；截至 2022 年，公司个人用户付费渗透率达 **12%（PC 端渗透率）**，**ARPPU（付费用户平均客单价）** 达到 **68 元/年**，同比增长 **18%**；随着公司不断的丰富产品模块，完善用户体验，有望进一步提升用户付费意愿，后期 **ARPPU 和付费渗透率有望持续提升**。经我们测算，公司个人业务端未来有望达到 **48-72 亿左右** 的规模。

2021 年，公司提出了“多屏，云，内容，AI、协作”产品战略，持续推动业务转型。在 AI 的研究上，公司在 CV（计算机视觉）、NLP（自然语言处理）等领域的办公应用实现了突破。Microsoft Office 与 LLM（ChatGPT）的结合实现了生产效率的较大提升，成为了 AI 结合办公软件应用的标杆；未来如果公司能接入类 ChatGPT 模型（国内的文心一言），有望提高用户办公生产效率，或将进一步提升客户付费意愿以及产品单价。

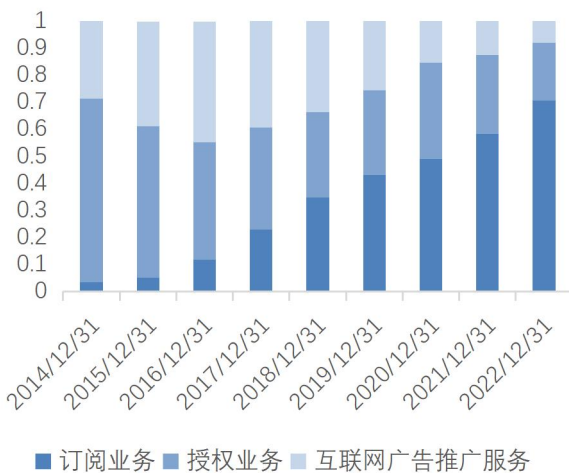
一、主营业务和财务分析

1.1 主营业务和产品

小结：公司主要产品为 **WPS Office、金山文档、金山办公数字平台**，其中 WPS Office 是核心产品，金山文档是 WPS Office 云端生态的扩展，数字办公平台是 WPS Office 和金山文档的集成产品，灵活赋能企业办公数字化。公司主要收入来源为 **个人订阅业务、机构订阅和授权业务以及互联网推广业务**。参考微软订阅制转型后收入表现，公司在双订阅制转型后现金流和收入增速有望更平稳。

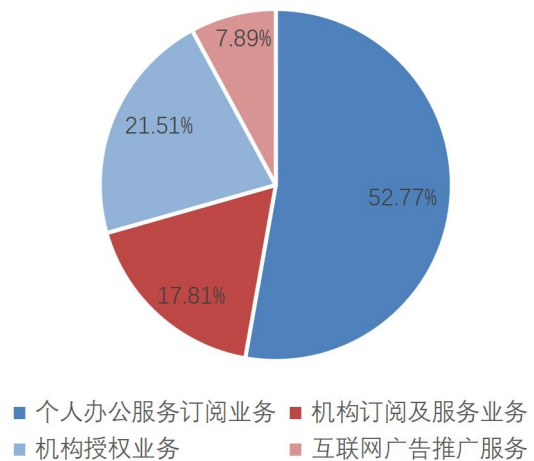
收入构成：公司 2021 年把收入口径调整为 **个人订阅业务、机构订阅业务、机构授权业务以及互联网推广业务**；2022 年个人订阅业务占比 52.77%，机构授权业务占比 21.51%，机构订阅业务占比 17.81%。个人订阅业务收入占比大于机构授权和订阅业务，基于优化用户使用体验的长期发展战略考虑，公司持续调整互联网广告业务方向，广告业务从 16 年开始呈现平稳收缩的趋势。

图 1：公司主营业务收入占比



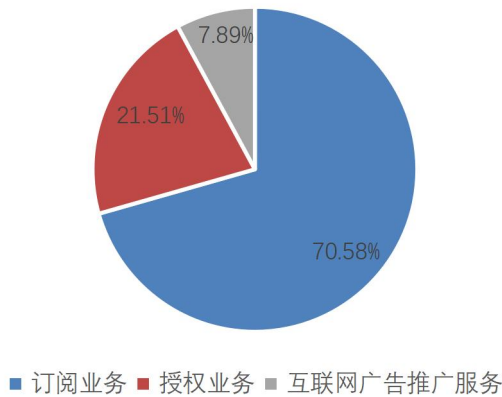
资料来源：wind，信达证券研发中心

图 2：2022 各业务占比

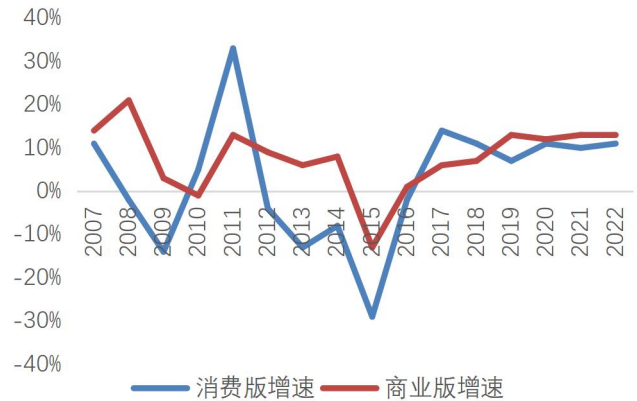


资料来源：wind，信达证券研发中心

调整机构授权模式：对于机构授权业务，公司未来计划逐渐将其向机构订阅业务转移，从 License 授权转向订阅制，该调整有望使得公司的现金流以及收入增速更平稳。参考微软推出 Office 365 前后收入增速的对比。2011 年 6 月 28 日，Office 365 发布，微软从以往的授权业务模式转为授权和订阅模式；在这之前，受 License 销售模式影响，相关产品的收入增速边际变化大，在推出订阅制产品后，经过几年过渡后，微软 Office 收入增速趋于平稳（2011-2015 年之间的收入增速波动是授权产品逐渐在向订阅产品转移，而订阅产品的价格是比授权产品便宜的，转移过程中收入增速波动比较大是合理的）。

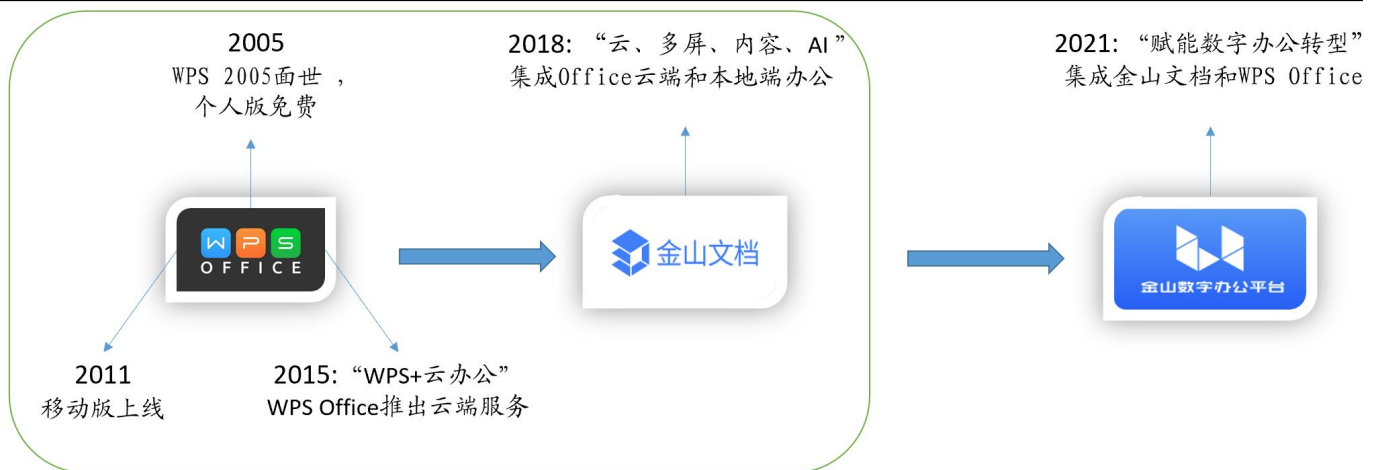
图 3：公司 2022 主营业务收入占比


资料来源：wind，信达证券研发中心

图 4：微软 Office 商业版和消费版收入增速


资料来源：微软公告，信达证券研发中心

产品战略：公司产品的开发路径是步步推进的，2011 年，WPS Office 移动版上线，在移动端扳回一城，用户数量上实现对微软 Office 反超；2014 年，微软重整旗鼓，推出“云优先、移动优先”，着重布局 Office 365 云端生态，WPS 也紧跟步伐，2015 年推出“WPS+云办公”战略，在 WPS Office 上推出云端服务；经过三年的云端生态开发，公司技术逐渐趋于成熟，于 2018 年推出**金山文档**，实现了云端和本地端办公的一体化；随着金山文档的用户增长，以及陆续推出的一系列协作工具，金山办公完成了从单机版文档处理工具到面向多人的协同工具的转变，而十四五规划所提出的数字化建设对企业的**数字办公转型**做出了要求，公司的发展重心也由原来的专注个人办公需求逐渐转向**赋能企业数字办公转型**，公司推出**金山数字办公平台**，集成金山文档和 WPS Office 功能，为技术力各异的企业办公系统建设提供服务。

图 5：公司主要产品


资料来源：公司官网，生生不息（雷军自传），公司公众号，信达证券研发中心

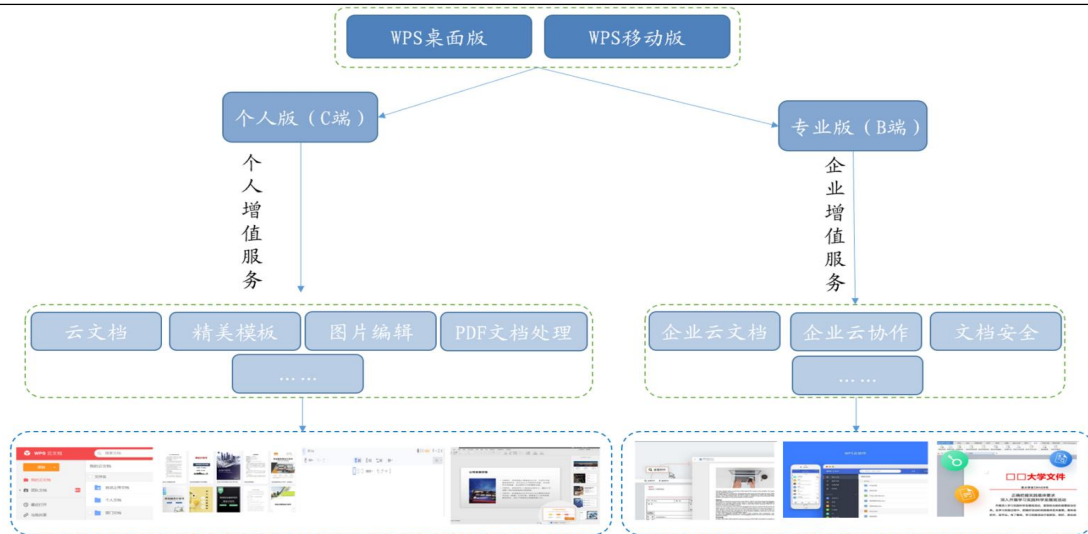
1.1.1 WPS Office: 移动端反超微软，PC 端持续发力

小结：WPS Office 办公软件是公司的核心产品，主要通过向 C 端和 B 端客户提供增值服务创造收入，为 C 端用户提供功能型和内容型两种增值服务，为 B 端用户提供办公云服务和办公解决方案等增值服务。PC 端渗透率离微软 Office 仍有一定差距；在移动端，公司产品则处于优势地位。

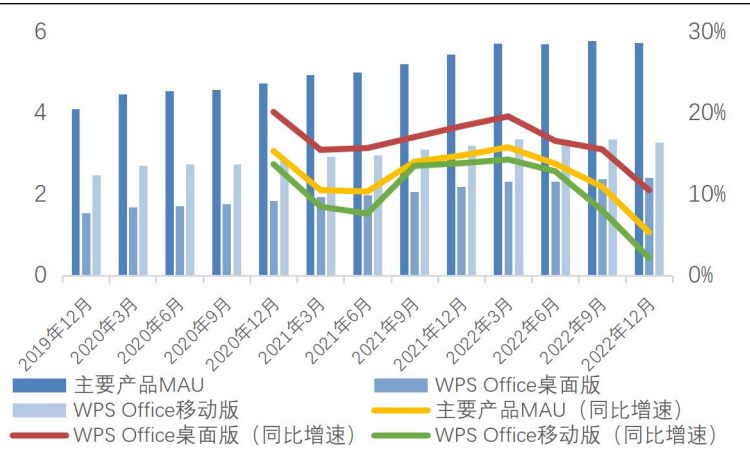
产品基础功能由四大模块构成，即 **WPS 文字，WPS 表格，WPS 演示，PDF 阅读器**。产品通过 **WPS Office 桌面版（Windows 版本、Mac 版本、Linux 版本）及 WPS Office 移动版（Android 版本、iOS 版本），实现了多端覆盖**。产品所提供的增值服务主要包括**企业办公增值服务和个人办公增值服务**；企业办公增值服务为组织级客户提供专业级产品、企业办公云服务及办公解决方案；个人办公增值服务为个人用户提供功能型和内容型两种增值服务，包括 PDF 编辑、精美 PPT 模板等。通过统一账号系统，客户可借由邮箱、QQ、微信、手机号等多种登录方式享受 WPS 办公增值服务。

从桌面端和移动端 Office 的 MAU（月活跃用户数）来看，目前公司整体用户总量已经进入了一个较高基数区间，自 2022 年 Q1 开始，增速有所放缓；2022 年，桌面版 WPS Office 的 MAU 达 2.42 亿，同比增长 10.5%，移动版 MAU 达 3.28 亿，同比增长 2.18%。高基数用户带来更多可进行付费转换的用户，后续公司有望通过产品创新持续提高付费率。

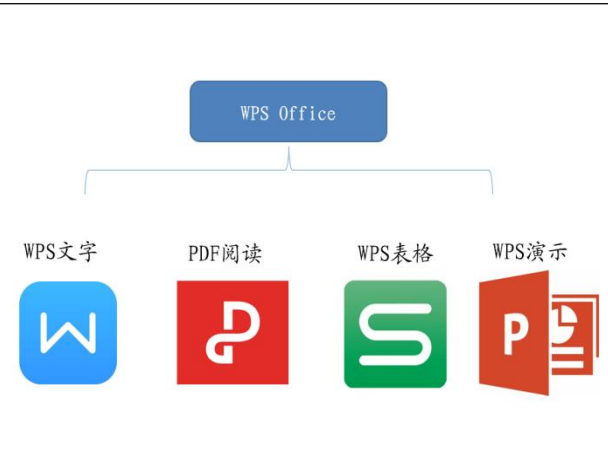
图 6：WPS Office 增值服务



资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

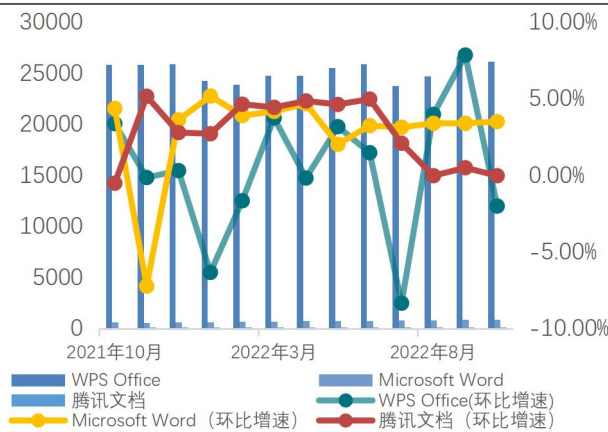
图 7：公司主要产品 MAU (亿)


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 8：WPS 产品基础功能组件


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

WPS Office 桌面端渗透率仍有差距，移动端使用量占优势地位。根据艾瑞的数据统计，截至 2022 年 6 月，微软 Office 和 WPS Office 在国内市场 Windows 平台的平均市场覆盖率分别为 81.5% 和 68.7%。而在移动端，根据艾瑞数据的统计，WPS 相比于其他的办公文档 APP，占有明显优势地位，截至 2022 年 10 月，国内装有 WPS 移动端的独立设备数量达 2.61 亿，远高于微软的移动端 Word (939 万) 和 Excel (447 万) 以及腾讯文档的 194 万。

图 9：移动端办公文档月独立设备数 (万)


资料来源：艾瑞数据，信达证券研发中心

1.1.2 金山文档：“云+端办公一体化”深筑护城河

小结：2015年，金山办公发布“WPS+云办公”战略，在传统WPS Office基础上加入云模板、云储存、云办公、文档协同等功能，同时推出办公服务订阅功能，为个人和企业提供办公增值服务。2018年，金山办公整合WPS Office部分云功能并添加了在线协同办公功能，推出了金山文档，至此，WPS实现了“云+端办公一体化”，建立起金山办公能力产品矩阵。

金山文档是一款支持多人实时协作的在线文档服务。金山文档基于HTML5技术Windows、MacOS、Linux、Android、iOS、iPadOS平台上，通过浏览器、微信小程序、QQ小程序等多种途径支持在线文档和Office文档的管理、查看、编辑、协作等文档处理能力。金山文档通过降低文档样式调整时间成本，为跨越桌面端和移动端的办公提供便利条件。同时，依托于金山办公自研的Office内核引擎服务化，实现了与WPS Office客户端产品族的完美兼容和无缝整合。

对于Office文档，用户可以选择用金山文档在线高效协作，也可以选择用WPS Office客户端深度编辑，在两个不同偏向的需求之间灵活切换。该产品支持独立设置不同协作成员的查看或编辑权限，文档数据安全可控、自动保存、实时同步，可为用户提供场景多样化的云办公体验，与WPS Office一起共同构建了金山办公能力产品矩阵。

图 10：金山办公能力产品矩阵主要组件

产品组件	功能	产品组件	功能	产品组件	功能
 文字	WPS文字是一款文字处理软件，支持对doc/docx文档的查看和编辑，通过多种文字处理功能，帮助用户快速制作专业办公文档。	 金山协作	金山协作是互联网时代的企业专属工作平台，是专注于企业工作和内外部交流协同的专业平台。功能涵盖文档协作、即时通信、应用中心和组织管理等。可以帮助企业安全高效地实现信息系统升级，促进企业组织提质、增效、快速实现数字化转型。	 云盘	云盘是专注于办公场景的云端工作盘，用户可将工作文件放入云盘内，即可从其他设备随时访问。云盘支持历史版本功能，可有效防止文件内容丢失。并具备简单易用的文档管理能力，可有效帮助用户有序管理工作文档。
 表格	WPS表格是一款数据分析软件，支持对xls/xlsx文档的查看和编辑，兼容多种Excel加密、解密算法，提供多种函数、图表模式，满足用户对于数据统计分析工作的需求。	 金山会议	金山会议是一款高品质、可信赖的在线协作会议软件，提供高质量的音视频通话服务。支持多设备同时入会，内容和音视频灵活的切换与控制，流畅的文档同步演示和多人编辑的协作体验，多级会议管控机制，解决用户远程沟通难题，为用户打造一个安全、高效、简单的云会议办公平台。	 云文档	云文档可实现个人和企业文件集中存储与管理，文档权限灵活管控需求。支持多人在线协作编辑，云端文件加密存储、权限管控。配套WPS Office和金山文档基础功能，为用户提供高效协同的智能办公服务。
 演示	WPS演示是一款演示播放软件，支持对ppt/pptx文档的查看、编辑和加密，支持复杂的SmartArt对象和多种对象动画/翻页动画模式，帮助客户完成专业演示文档制作。	 金山日历	金山日历是一款高效的协作日程/日历管理工具，用户可通过创建、分享日程，快速规划个人与组织的时间安排。支持多人、多应用、多平台、多设备上同步共享和管理日程/日历。	 管理后台	管理后台是为组织管理者提供办公服务全局管理的后台系统，涵盖使用概况、组织架构、资源管理、审批控制、应用配置与功能管理、角色管理等模块，通过构建可靠的安全配置与各类操作日志审计，实现数据资产合规化管理。
 PDF	PDF编辑是一款集成PDF阅读和编辑的软件，提供PDF转换和PDF解析双重引擎，使客户可以更加便捷地编辑和查看PDF文档。	 金山待办	金山待办是一款个人和团队的待办事项管理应用，支持给他人分配待办事项，可按团队管理分组待办，支持分组、提醒和多人共享功能，可同步至金山日历的视图中展示。	 安全文档	安全文档可实现对文档内容的原生加密防护，可按用户/团队进行精准授权，严格控制文档的流转范围，避免敏感数据外泄。
 OFD	OFD编辑是开放版式文档，为我国国家版式文档格式标准，具有格式独立、版面固定、固化呈现的文档，为用户提供电子档案的成文、存储、签章、交换、校验、批注、阅读、归档等技术支撑。	 金山表单	金山表单是一款便捷、高效的在线信息收集工具，丰富的题型和模板可满足多种收集场景，自动生成多样化的汇总结果。支持图表显示和在线表格实时写入功能，面对海量信息，助力用户便捷、高效地收集、整理、展示、分享。	 商密应用	商密应用可按照密级标准对文档进行标识，结合高密低流限制，实现文档的分级保护。
 流程图	流程图是一款专业的作图工具，支持多人实时在线协作，可用于原型图、UML、BPMN、网络拓扑图等多种图形绘制，帮助用户便捷地阐述思想。	 在线文档	在线文档是一款轻量化的文档协同编辑服务，为用户提供基于HTML5的、更聚焦于内容创作效率的富文本编辑体验，以及跨桌面和移动设备的更优秀的阅读体验。满足用户提高办公效率和更高频的在移动平台上阅读文档的现代化云办公需求。	 文档溯源	文档溯源通过字体绘制技术实现用户信息的隐写，在敏感数据外泄后，可提供溯源能力，有效保障文档数据的可追溯性。
 思维导图	思维导图是一款功能丰富的效率工作软件，支持多人实时在线协作，支持Markdown，插入LaTeX数学公式，一键转化为大纲、Word、PPT、Excel等功能，通过重组用户的碎片化信息，建立清晰的思维体系，协助用户管理的其创意。	 轻维表	轻维表是为了解决传统电子表格在协作场景下，遇到的收集数据格式不统一、数据变更太随意、不同协作者登记、查阅和维护的视图混在一起无法聚焦等痛点而产生的新形态数据表产品，可以广泛应用在产品管理、工单管理、用户反馈管理等需要区分录入、分派、执行多个环节的场景，从而帮助组织敏捷搭建和维护协作流程，起到降本增效的作用。	 金山知识库	金山知识库是为组织构建的多重知识空间，空间功能结构灵活，应用中心组件添加自由，应用权限独立管理。

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

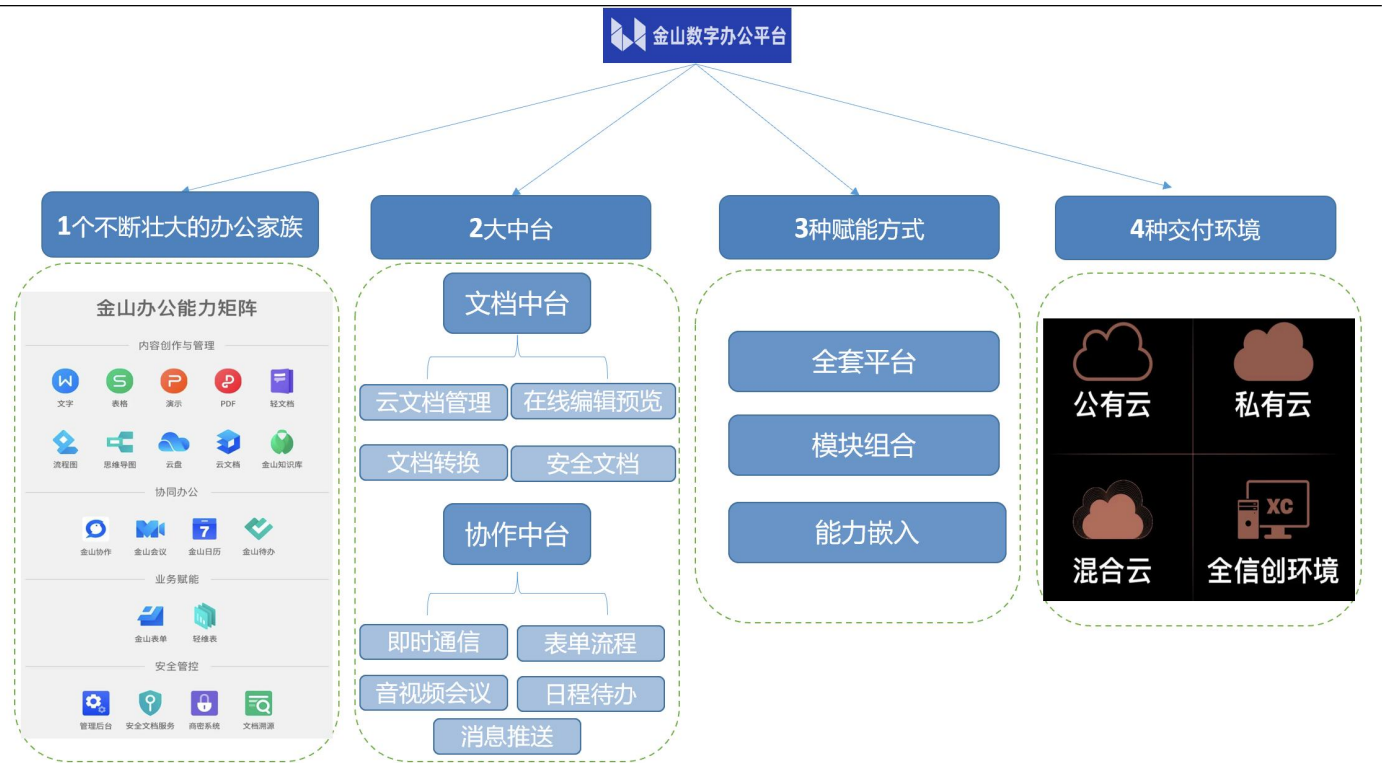
1.1.3 金山数字办公平台：集成产品生态，赋能企业数字化转型

而随着金山文档的用户增长，以及陆续推出的一系列协作工具，标志着金山办公完成了从单机版文档处理工具到面向多人的协同工具的转变。公司也逐渐开始转移战略重心，在思考如何帮助个人办公的同时，重点考虑如何帮助组织进行数字办公的升级和转型。金山数字办公平台通过集成 WPS Office 和金山文档，为企业办公数字化赋能。

2021 年，公司发布金山办公数字平台，其通过集成 WPS Office 以及金山文档功能，并对其进行云化改造以及二次开发 API 化改造，形成文档中台和协作中台，实现了三种赋能方式，即全套平台、模块组合、能力嵌入，为技术能力各异的企业提供了办公数字化改造服务，打造了基于公有云、混合云、私有化及全信创环境的四种交付方式。作为办公数字化转型交互枢纽，可支撑政府、国企、央企、规模民企在内的大型、超大型组织，建立专属的数字化办公平台，也可向中小企业及组织提供一站式办公云服务。

2022 年，公司数字办公平台（云和协作产品）相关收入同比增长 57%，数字办公产品全年新增政企客户 3990 家，带动国内机构订阅及服务业务高速增长。

图 11：金山数字办公平台生态



资料来源：公司公众号，信达证券研发中心

1.2 财务分析

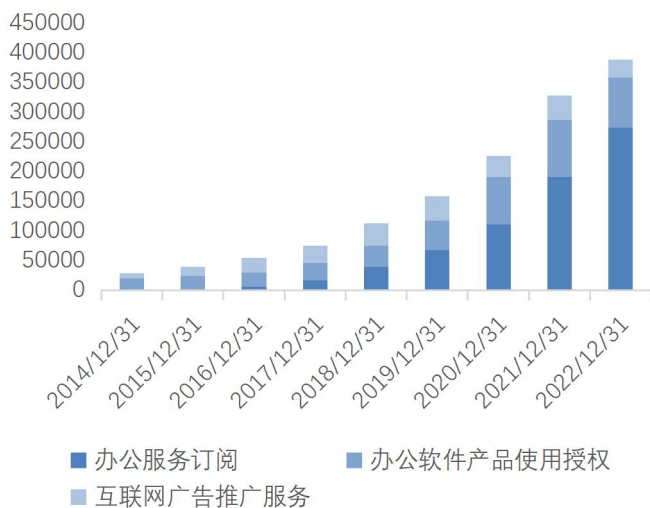
小结：整体来看，公司收入和利润都保持着稳定增长的趋势，同时，公司双订阅制转型业务稳步推进，机构和个人订阅收入有效平滑了国内机构授权及互联网广告业务调整的影响，带动公司业绩稳定增长。此外，公司产品毛利率水平保持稳定，持续投入研发，研发支出占营业收入比例居行业前列；公司现金流充裕，合同负债稳定增长，对未来业绩形成支撑。

1.2.1 正版化渗透提升，平滑信创授权订单下滑

公司的收入主要由**订阅业务**、**机构授权业务**以及**互联网广告业务**构成；2021年公司调整业务口径，将**订阅业务拆分为机构订阅以及个人订阅业务**。疫情推动线上办公加速普及再加上信创订单的落地，公司的机构授权业务和订阅业务收入大幅增长，2019-2022年复合增速分别为19%和59%。同时，公司营收和归母净利润实现高速增长，近三年复合增速分别为35%和41%。2022年，公司业绩持续保持增长，实现营业收入38.8亿，同比增长18.44%，归母净利润11.18亿，同比增长7.33%。个人订阅业务收入20.5亿元，同比增长39.91%；机构订阅收入6.92亿元，同比增长55.06%；订阅总体收入为27.42亿元，同比增长43.45%，有效抵消了国内机构授权及互联网广告业务调整的影响。公司密切关注信创领域政策变化及客户需求，提前布局各地下沉市场及行业信创业务，机构客户因正版化需求对公司产品采购持续增加，抵消了信创订单收缩的部分影响，2022年机构授权业务收入8.36亿元，同比减少13.18%，下滑幅度有限。

对于机构授权业务，未来计划逐渐向机构订阅业务进行转移（从License授权转向订阅，在部分区域试点时已经开始采用年授权（类订阅模式）的形式）；对于互联网广告业务，秉承优化用户体验原则，持续主动减少广告位数量及推送频次，未来或将主动地持续收缩这部分业务规模。

图 12：公司主营业务收入（万元）



资料来源：wind，信达证券研发中心

图 13：公司营收和归母净利润（万元）

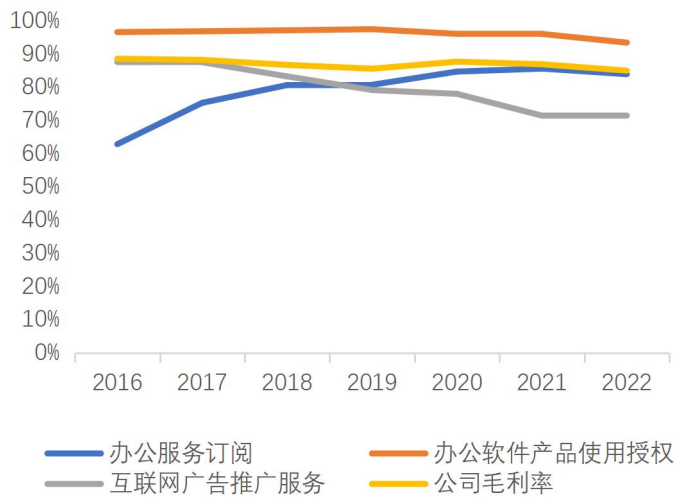


资料来源：wind，信达证券研发中心

1.2.2 毛利率保持稳定，研发支出占比居行业前列

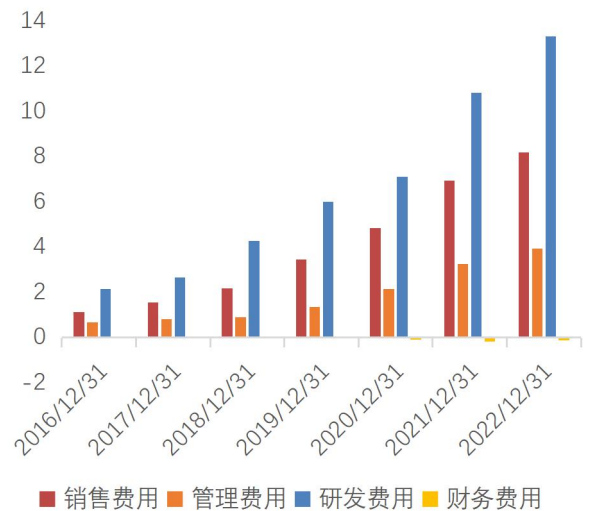
公司整体毛利率保持平稳；目前公司研发投入呈快速增长趋势，占营业收入比重保持平稳，和其他细分软件领域的龙头公司相比，研发投入率基本属于第一梯度；2022年公司研发人员数量基本和去年持平，共 2922 人。

图 14：公司产品毛利率



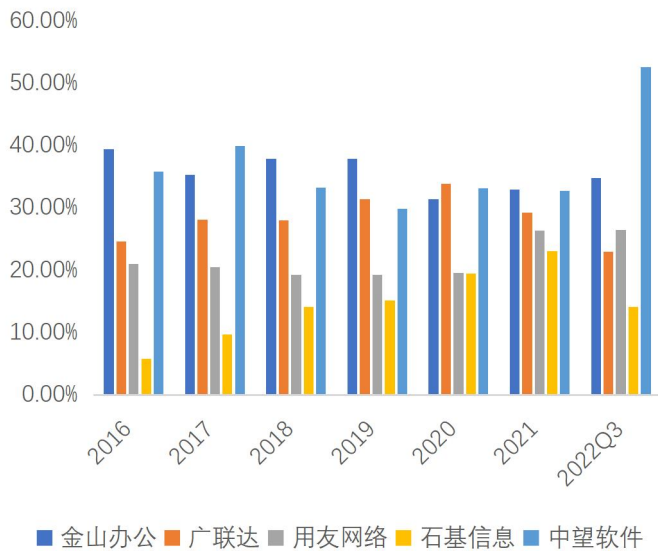
资料来源：wind，信达证券研发中心

图 15：公司费用支出(亿元)



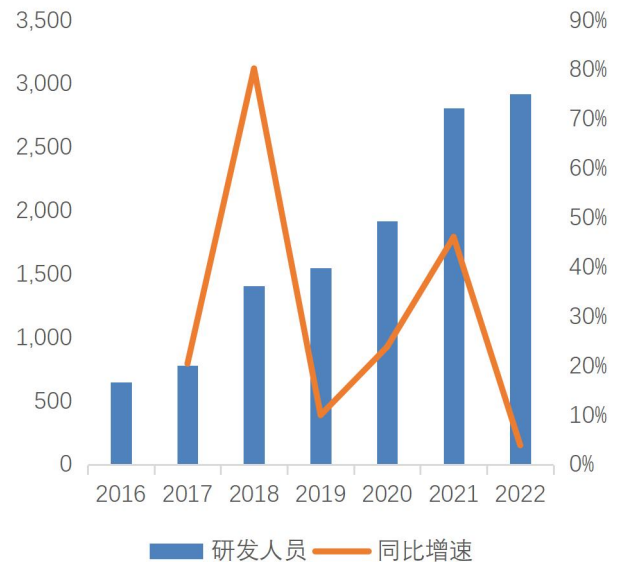
资料来源：wind，信达证券研发中心

图 16：可比公司研发支出占营收对比



资料来源：wind，信达证券研发中心

图 17：公司研发人员数量



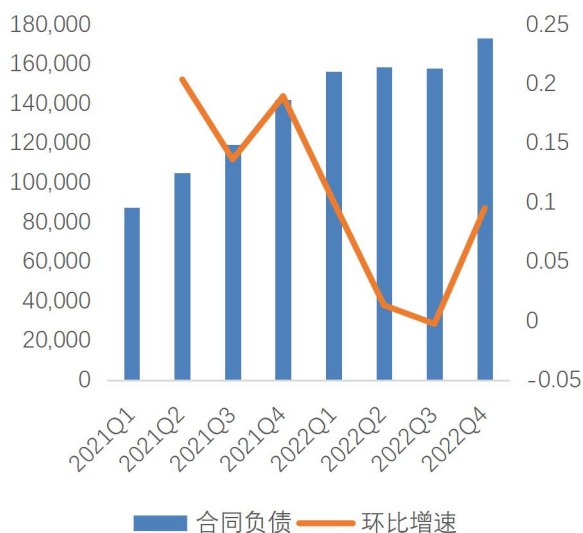
资料来源：wind，信达证券研发中心

1.2.3 合同负债稳定增长，经营性现金流稳定

公司经营性现金流近年来保持稳定增长，与净利润的比率近三年在 140% 以上；合同负债稳定增长，2022 年达 17.3 亿，同比增速 44.56%，对未来业绩形成稳定支撑。

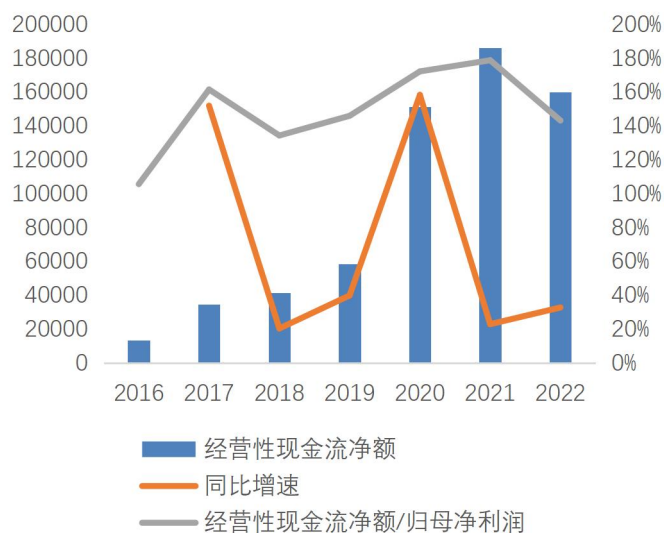
近年来公司的合同负债主要由长周期的个人业务以及机构授权业务和机构订阅业务构成，当项目验收或是服务到期后，计入公司的营收；在未来，公司丰富的办公增值服务有望使得付费用户粘性逐渐提高，增加其长周期订阅意愿，有望促使合同负债保持稳定增长。

图 18: 公司合同负债 (万) 及增速



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 19: 公司经营性现金流 (万)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

二、办公软件行业：疫情催化新需求，国产替代排头兵

办公软件又称办公套件，是运行在计算机及操作系统之上，用于产生信息（例如文档、电子工作表、演示文稿、图表、图形等）的应用软件，可为用户提供所见即所得的文档编写与排版、数据统计分析与展示、幻灯片设计与演示等功能，属于协同办公产品中的垂直类协同办公产品。

受近两年疫情影响，用户对办公类应用的依赖程度提升。根据艾瑞咨询的数据，2020年2-5月，效率办公类App月独立设备活跃数的同比增速达到250%以上。此外，公司产品在协同办公（垂直类文档办公软件）市场占据优势地位。

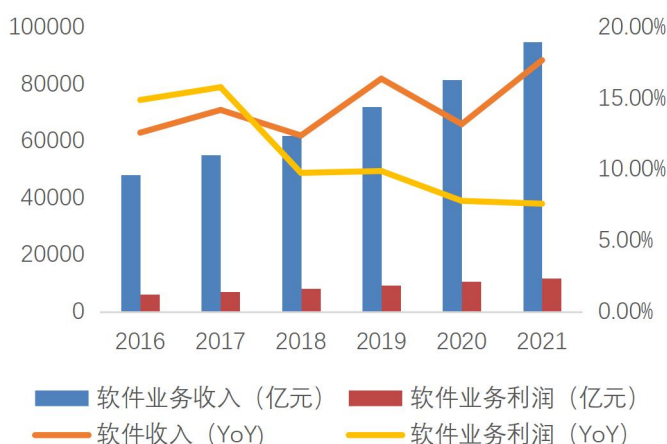
此外，根据国家要求，信创布局将从党政机关逐渐渗透到重点行业并在全行业推开，在党政信创中，规定是电子公文先行，OA先替换，为办公软件的国产化替代打下良好基础。根据海比研究院的调研，2022年中国信创应用软件（含办公软件）市场规模为5944.4亿元，近五年复合增长率为35.1%，在五类信创产品（IT基础设施，基础软件，平台软件，应用软件，IT安全产品）中增速排名第二。而公司在央企国企中的高渗透率以及所研发的适配国产操作系统的产品WPS Office（for Linux版本）有望使其在国产化进程中持续受益。

2.1 软件产业量质提升，疫情催生协同办公需求

小结：在中国软件产业发展不断壮大的同时，疫情进一步催化了协同办公需求，促进行业规模迅速扩张，公司产品在协同办公（垂直类文档办公软件）市场占据优势地位。

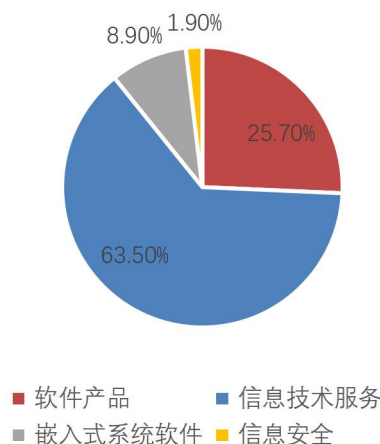
中国数字经济发展势头强劲，新兴产业不断壮大，并推动传统产业数字化转型加速，使得软件业焕发新生机。得益于规模效益，中国软件产业实现量质齐升，收入保持较快增长。工信部表示，2021年，全国软件和信息技术服务业（下称软件业）规模以上企业超4万家，累计完成软件业务收入94994亿元，同比增长17.7%，两年复合增长率为15.5%；盈利能力稳步提升。2021年，软件业利润总额11875亿元，同比增长7.6%，两年复合增长率为7.7%；主营业务利润率提高0.1个百分点达9.2%。其中软件产品收入平稳增长。2021年，软件产品收入24433亿元，同比增长12.3%，增速较上年同期提高2.2个百分点，占全行业收入比重为25.7%。

图 20：软件和信息技术服务业规模



资料来源：中国政府网，信达证券研发中心

图 21：2021 软件和信息技术分领域收入

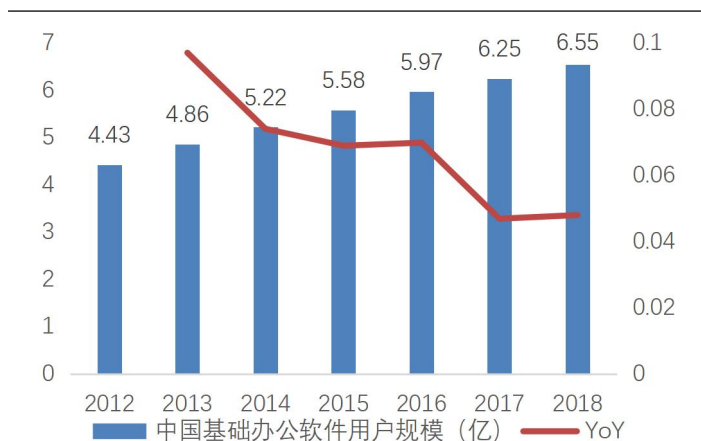


资料来源：中国政府网，信达证券研发中心

在疫情短暂刺激以及政策的持续推动下，办公软件的应用场景将愈发成熟，市场普及程度有望持续加深。根据前瞻研究院的统计，2018年中国基础办公软件用户规模达6.55亿；根据艾瑞咨询的数据，2020年2-5月，效率办公类App月独立设备活跃数的同比增速达到250%以上；2021年中国协同办公市场规模达554亿元，市场持续增长，预计2023年达到806亿元。

公司的WPS Office在协同办公市场占有领先地位，WPS Office独立应用端2023年月活（月独立设备数量）超2.4亿，领先其他文档协同平台，占据绝对领先优势地位。

图 22：基础办公软件用户规模



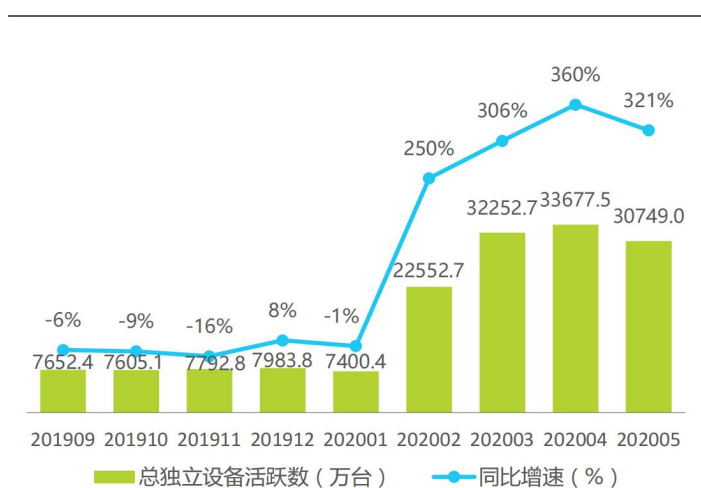
资料来源：前瞻研究院，信达证券研发中心

图 23：协同办公行业市场规模（亿元）



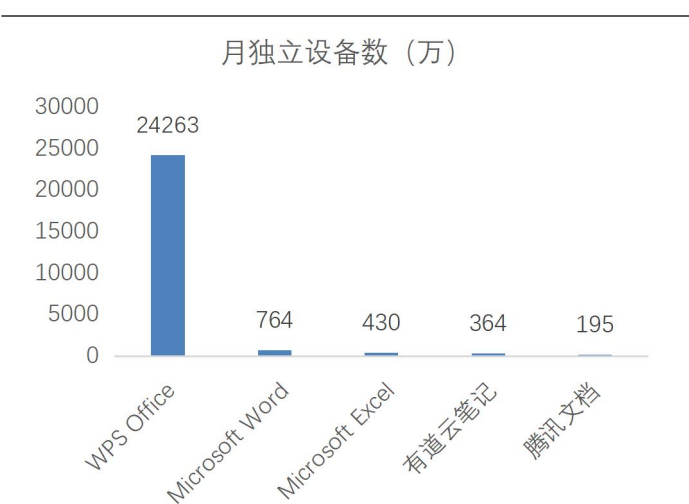
资料来源：艾媒咨询，信达证券研发中心

图 24：效率办公类 App 月独立设备活跃数与同比增长率



资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

图 25：文档类 APP 月独立设备数量（2023 年 2 月）



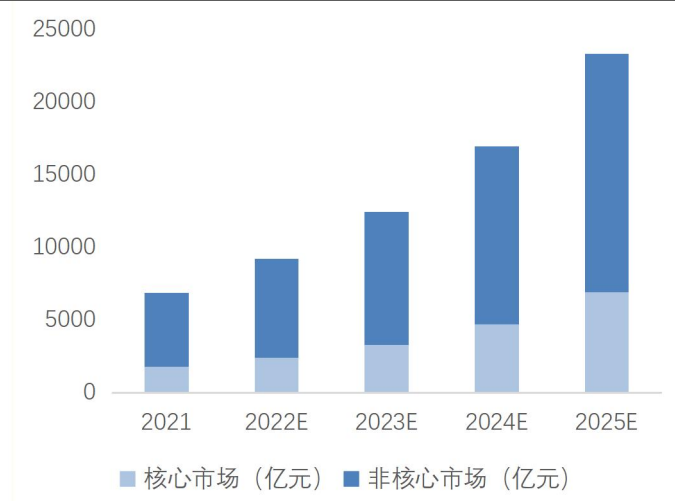
资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

2.2 信创助力国产办公软件快速发展，公司业务潜在信创空间约 46-62 亿元/年

小结：海比研究院预计 2023 年中国信创应用软件市场（含办公软件）规模有望达 8030 亿元，公司产品具有出色的兼容性（WPS Office for Linux 版本能够适配国产操作系统）、成熟的办公安全技术水平，并且在央国企中的渗透率处于较高水平，随着信创要求逐渐下沉区县党政机关以及在各行业全面推进，公司有望持续受益。据我们测算，信创业务有望为公司带来约 46-62 亿/年的收入。

海比研究院数据显示，2023 年信创产业规模有望突破 12000 亿元，2021-2025 年复合增长率为 35.7%，预计 2025 年突破 2 万亿。海比研究院将信创产业划分为两部分，分别是由核心产品构成的核心市场，以及由非核心产品构成的非核心市场（核心市场=IT 技术设施+基础软件；非核心市场=平台软件+应用软件+IT 安全产品）。海比研究院数据显示，2023 年核心市场规模有望达 3300 亿元，占比 27%，非核心市场规模有望达 9145 亿元，占比 73%。

图 26：信创产业规模



资料来源：海比研究院，信达证券研发中心

海比研究院数据显示，在相关细分市场内，2023 年中国信创应用软件市场（办公软件属于应用软件的范畴）规模有望达 8030 亿元，2021-2025 复合增长率为 35.1%，在五类信创产品（IT 基础设施，基础软件，平台软件，应用软件，IT 安全产品）中增速排名第二。

海比研究院数据显示，在诸多常规采购要素中，信创用户最关注数据安全能力，关注度高达 59.3%。为适应客户的安全可靠需求，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，公司持续提升办公安全技术水平，为用户提供一站式、多平台的网络化办公云服务应用解决方案。在 WPS Office 端产品方面，公司信创版本产品不断迭代改进，截至 2022 年底，公司在信创领域配合完成 1345 家客户验收，验收通过率 100%

2019 年，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%。公司目前的央国企客户大多都以场地授权模式

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 19

购买公司产品，我们预计公司未来会将单独产品的端授权业务逐步扩展为金山数字办公平台的订阅业务，而金山数字办公平台由于提供更多增值服务有望使客户提高付费额，这意味着未来央国企客户付费额度或将有很大提升空间。在公有云服务市场，公司借助数字办公平台全套产品不同阶梯版本，持续引导政企客户高频使用云和协作应用，企业用户活跃度及付费粘性持续提升。2022年，公有云 SaaS 订阅服务在期付费企业数同比增长 51%，付费企业续约率超 70%，金额续费率超 100%，带动公有云领域相关收入同比增长超 100%。

图 27: 信创推进路线



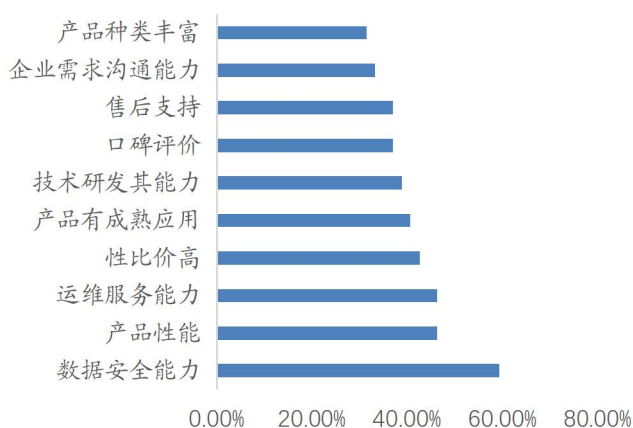
资料来源：亿欧智库，信达证券研发中心

图 28: 信创应用软件市场规模



资料来源：海比研究院，信达证券研发中心

图 29: 信创用户采购应用软件时对要素关注度 top10



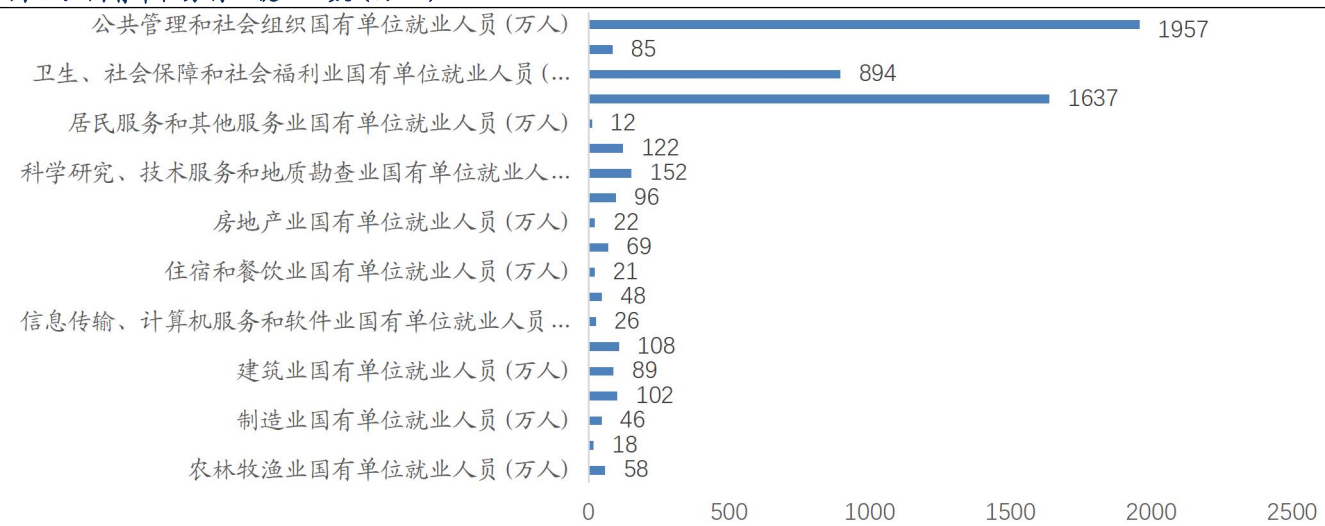
资料来源：海比研究院，信达证券研发中心

随着公司逐渐将机构授权业务向机构订阅业务转移，即由原来一次性收取授权费用模式转化为每年支付订阅费用模式，再加上信创要求逐渐下沉区县党政机关以及在各行业全面推进，预计公司未来有望实现可观且稳定的信创收入。经我们测算，党政机关和金融机构有望带来约 28-38 亿/年的收入，未来随着信创推进到电信、电力、教育等行业，我们预计能带来总共约 46-62 亿/年的收入。

根据对**公共管理和社会组织行业**的定义，其包含6个大类单位：中国共产党机关，国家机构，人民政协、民主党派，社会保障组织，群众团体、社会团体和其他成员组织，基层群众自治组织及其他组织；这部分单位组织比较符合国家所要求进行信创改造的**党政机关**的定义，目前有**1957万人**。而目前公司对于这部分党政机构开展的业务中以**年场地授权**为主，预计公司未来会将单独产品的端授权业务逐步扩展为**金山数字办公平台**的订阅业务，而金山数字办公平台由于提供更多增值服务有望使客户提高付费额，这意味着未来**央企客户付费额度**或将有很大提升空间。根据国家要求，信创布局将从党政机关逐渐渗透到重点行业，在党政信创中，规定是**电子公文先行，OA先替换**，为办公软件的国产化替代打下良好基础，预计未来在各行业推进后，也会保持相同的要求。

经我们测算，**党政机关和金融机构**能带来约**28-38亿/年**的收入，未来随着信创要求在除金融外的各行业陆续推进，这些行业能带来约**14-24亿/年**的收入，合计约**46-62亿/年**。我们按照“**2+8+N**”的推进节奏（从党政机关开始逐渐覆盖到重点行业然后再向全行业推开）对短中长期三部分空间进行测算，测算过程：党政机关人数按**1957万**计算，金融行业也是未来信创改造的重点方向，根据国家统计局的调研，金融行业从业人员**2020年末达859万人**，假设两个行业PC端渗透率为**90%**，客单价**110-150元/年**计算（产品授权价格为**548元**，假设以**5年**作为产品的更新周期，平摊到每年则是约**110元**，考虑到后面公司还有涨价的空间，上限设置到**150元**），党政机关和金融机构业务收入空间约有**28-38亿/年**。而在除金融外的行业中，对于人数比较多的行业，如教育、医疗，我们按照**30%**的PC渗透率进行保守计算，其他的行业则按**50%**的渗透率进行计算，其他参数不变；这些行业约贡献**14-24亿/年**收入。最后合计有望带来约**46-62亿/年**的收入。

图 30: 国有单位分行业就业人数 (万人)



资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

表 1: 信创业务全周期增长空间

	短期	中期	长期	PC 渗透率	总量	客单价 (元/人/年)	收入
公共管理和社会组织	1957 万			90%	1761.3 万	110-150	19-26 亿元
金融	859 万			90%	773.1 万	110-150	8-11 亿元
电力、热力、燃气及 水生产和供应业		380 万		50%	190 万	110-150	2-2.8 亿元
电信		96.7 万		50%	48.35 万	110-150	0.5-0.7 亿元
石油		93.4 万		50%	46.7 万	110-150	0.5-0.7 亿元
交通		812 万		50%	406 万	110-150	4-6 亿元
航空航天		75 万		50%	37.5 万	110-150	0.4-0.5 亿元
医疗			1052 万	30%	315.6 万	110-150	3-5 亿元
教育			1959 万	30%	587.7 万	110-150	6-9 亿元
总套数					4166.25 万		
收入 (亿元/年)	28-38	8-11	10-13				
总收入 (亿元/年)		46-62					

资料来源: 国家统计局, wind, 民航网, 信达证券研发中心

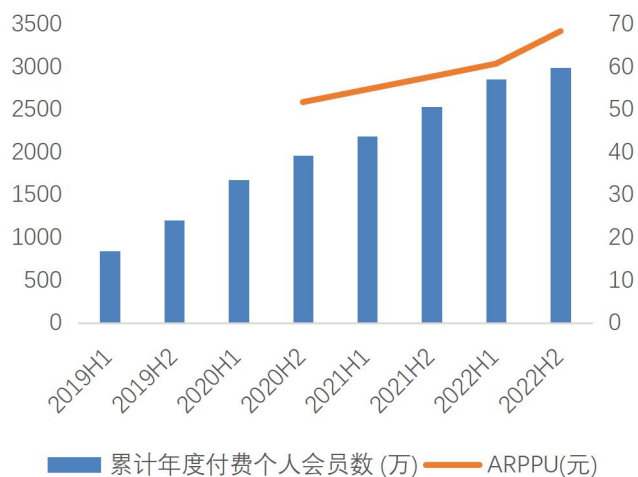
2.3 C 端付费率持续提升, C 端潜在空间 48-72 亿元/年

自公司上市以来, 公司的个人付费用户数量以及付费渗透率呈现稳步上升的趋势; 截至 2022 年, 公司个人用户付费渗透率达 **12% (PC 端渗透率)**, **ARPPU (付费用户平均客单价) 达到 68 元/年, 同比增长 18%**; 随着公司不断的丰富产品模块, 完善用户体验, 有望进一步提升用户付费意愿, 后期 **ARPPU 和付费渗透率有望持续提升**。

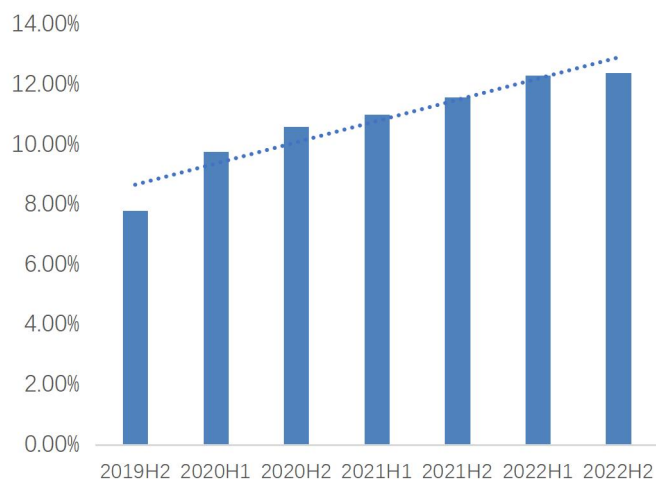
经我们测算, 公司个人业务端未来有望达到 **48-72 亿左右的规模**; 公司 2022 全年个人订阅业务收入 **20.5 亿元**, 和测算的上限空间相比仍有较大差距, 后期随着公司客单价和用户数量的提升, 未来收入空间有望持续提高。

如果以国内主流音视频 APP 的付费渗透率作为参考, 视频 APP 付费渗透率 20% 以上, 音乐 APP 渗透率 10% 以上; 作为生产工具, WPS Office 的付费渗透率理论上会高于娱乐软件; 我们预计公司个人用户端达到 **25%-30%** 的渗透率。而据艾瑞咨询的调研, **30.6%** 的 PC 端用户平均每日停留时间在 3 小时以上, 这部分用户是未来付费意愿最强的群体, 比例上也符合我们的理论假设。

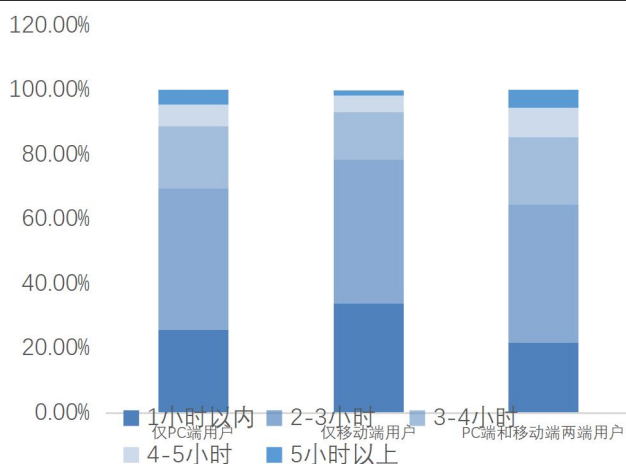
假设付费渗透率为 25%-30%, 未来客单价为 80-100 元/年, 结合 2022 PC 端月活数量 (2.42 亿), 预计个人订阅部分有望达到 **48-72 亿左右的收入规模**。

图 31: 公司个人付费会员数量 (左) 和客单价 (右)


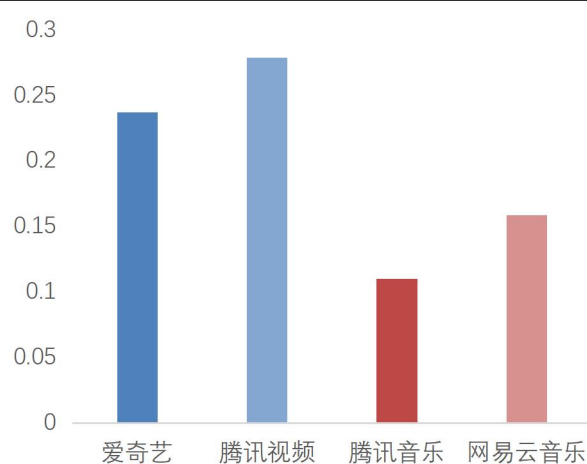
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 32: WPS Office 付费渗透率 (PC 端)


资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 33: 用户平均每天使用 WPS Office 的时长


资料来源: 艾瑞咨询, 信达证券研发中心

图 34: 国内主流互联网 APP 付费渗透率 (2021)


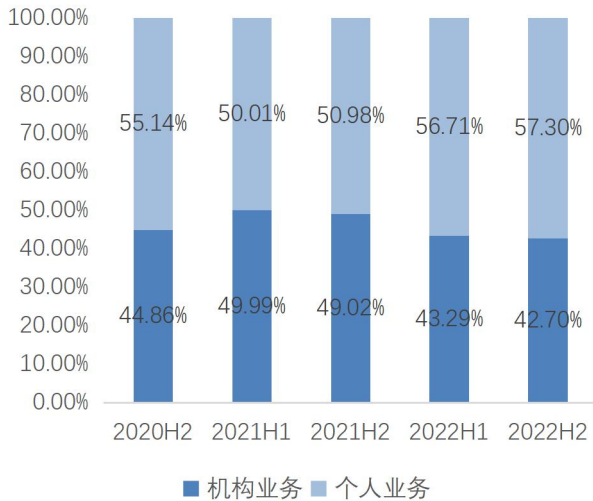
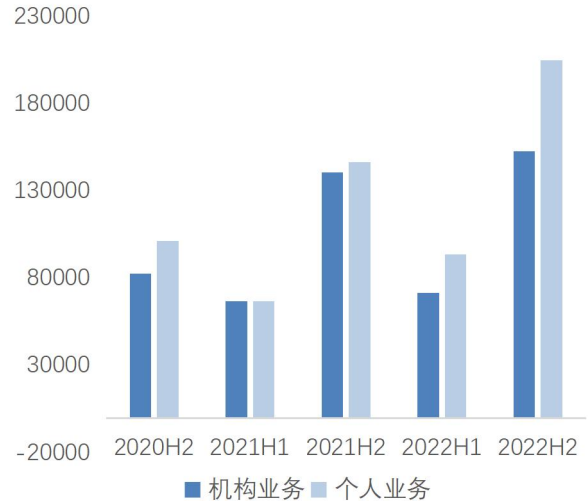
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

2.4 借鉴微软: 中小企业打开百亿远期空间

微软的收入结构中, B 端用户占比超 80%, 主要客户以小微企业为主, 且贡献每年约 800 亿的订阅收入; 而公司的机构业务收入占比不足 50%, 在中小企业仍有较大渗透空间, 经我们测算潜在的收入空间为 154-214 亿/年, 目前公司在中小 (民营) 企业端的收入离测算空间仍有较大差距。

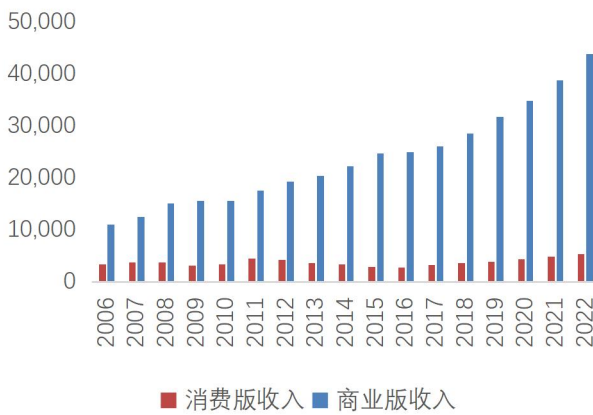
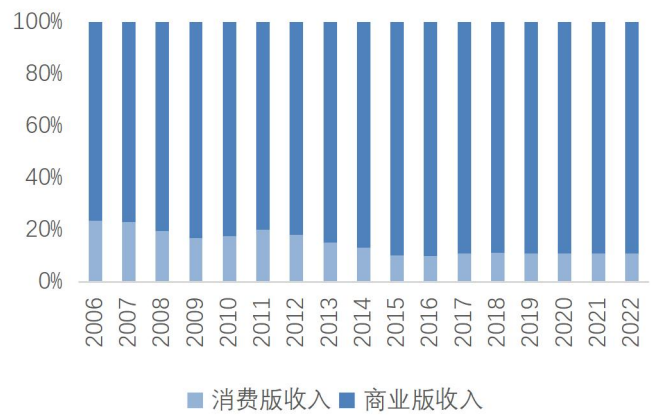
参考微软的收入结构, 目前公司机构业务端所贡献的收入比例仍有很大提升空间。在公司的营业收入 (不包含互联网广告业务) 中, C 端用户所贡献的比例最大: 2022H1 公司个人业务贡献 56.71% 的总收入, 即机构业务仅占比 43.29%。而微软则是机构业务占比相对更大, 其 2022 披露的年报显示, Office 商业版 (B 端用户) 贡献收入约 373 亿美元, Office 消费版 (C 端用户) 收入约 57 亿美元, 商业版整体贡献占比约 87%。

此外, 从 Office 365 订阅用户数量中可以发现, 商业版用户占比最大。测算过程: Office 365 月活用户在 2022 年 4 月达到 3.2 亿, Office 365 消费版订阅用户 5840 万, 经估算, Office365 消费版用户数占月活总数的比例约 18%, 即约 81% 为商业版月活用户。

图 35: 公司个人业务和机构业务占比

图 36: 公司个人业务和机构业务营收 (万元)


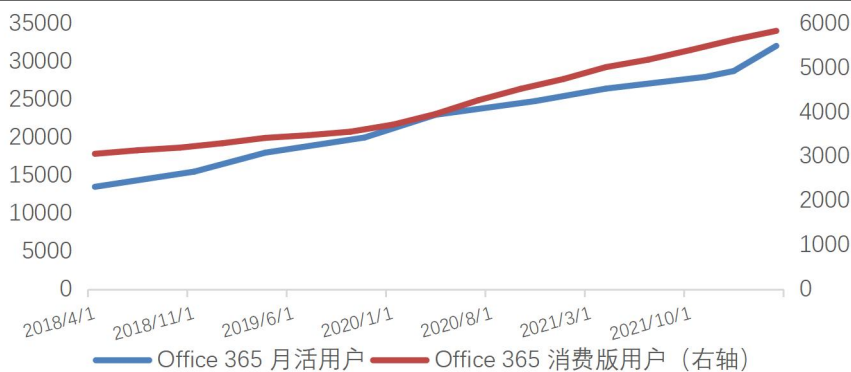
资料来源: wind, 信达证券研发中心

资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 37: Office 商业版和消费版收入 (百万美元)

图 38: Office 商业版和消费版收入占比


资料来源: 微软公司公告, 信达证券研发中心

资料来源: 微软公司公告, 信达证券研发中心

图 39: Office 365 月活用户数量 (万人)


资料来源: 微软公司公告, 信达证券研发中心

此外, Office 365 企业版的订阅用户大部分都是由小微企业构成。根据 enlyft 的调研, 在微软 Office 365 的企业订阅用户中, 67% 的企业雇员人数小于 50 人, 仅 9% 的企业员工数量超过 1000 人; 而在企业订阅用户中, 87% 的企业年收入在 1000 万美元以下。从 Office 365 的订阅用户结构中可以发现, 大多数企业规模都属于小微企业, 根据美国 SBA (Small

Business Administration, 小企业管理局) 的定义, 小微企业在美国指雇员数量不超过 500 人的企业。我们对微软 Office 365 企业版订阅用户中小微企业用户贡献收入进行简单测算: 2022 年 4 月, Office 365 月活用户为 3.2 亿, 其中个人版(消费版)用户为 5840 万, 企业版(商业版)用户 2.6 亿, 参考 Office 365 商业基础版价格 516 元/年, 收入约为 1300 亿, 再乘上小微企业 60% 左右的比例, 可得到小微企业订阅收入约为 **800 亿/年**。

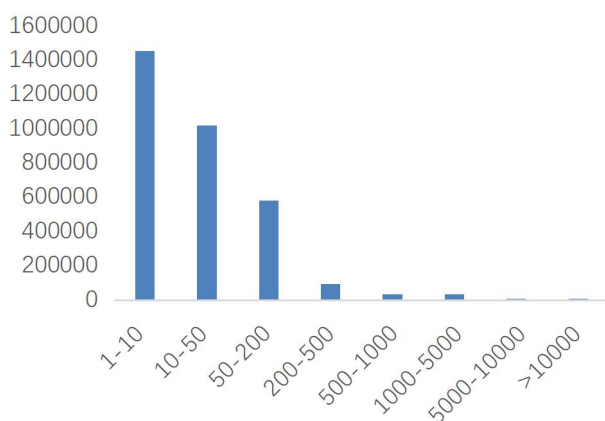
工信部表示, 截至 2021 年末, 中国中小微企业数量 4800 万户, 吸纳就业人数占全部企业就业人数的 79.4%。ifenxi 的调研数据显示, 中国的小微企业结构中, **员工人数 50 人以下的企业占比 55%**, 年收入 5000 万以下的企业占比约 87%。

对员工规模为 300 人以下的中小企业所能带来的未来收入空间进行分析, 我们估算约有 **97-133 亿/年**的收入空间, 公司目前中小企业端(民营企业, 民营企业 and 中小企业高度重合, 体现在二者占企业比例总数都在 90% 以上)的收入离估算收入上限有较大提升空间。但目前中小企业的付费能力和付费意愿相对较弱, 预计在未来相关政策的完善以及公司的产品力不断提高的背景下, 中小企业的付费意愿有望不断提高, 我们预设悲观、中性、乐观三种条件下, 中小企业的渗透率有望达到 15%, 30%, 45%。

第四次全国经济普查结果显示, 98.5 万家规模以上企业中, **每百名员工使用计算机 28.7 台, PC 渗透率约为 28.7%**; 在 PC 机中, WPS Office 最新披露的国内 PC 渗透率为 68.7%, 即 100 台 PC 机中, 约 69 台会安装 WPS。

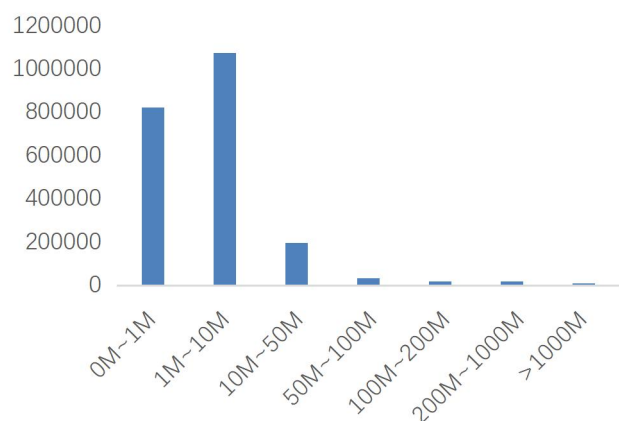
测算过程: 假设小微企业的 PC 渗透率只有规模上企业的一半, PC 机上的 WPS 渗透率为 68.7%, 再按照 110-150 元/年(WPS Office 授权年平均价格, 以 5 年为周期)的价格计算客单价, 总收入为 **154-214 亿/年**。公司目前中小企业端的收入离估算的中小企业的 **154-214 亿收入上限有非常大的潜在提高空间**。然而, 对于数量众多的中小企业, 公司难以对其侵权行为进行一一追责, 只能通过不断进行产品创新逐步提升用户付费意愿; 此外, 近年来国家发布政策对企业使用正版软件做出了要求, 也有望逐步培养企业用户的正版付费习惯。

图 40: office 365 企业用户雇员人数规模分布

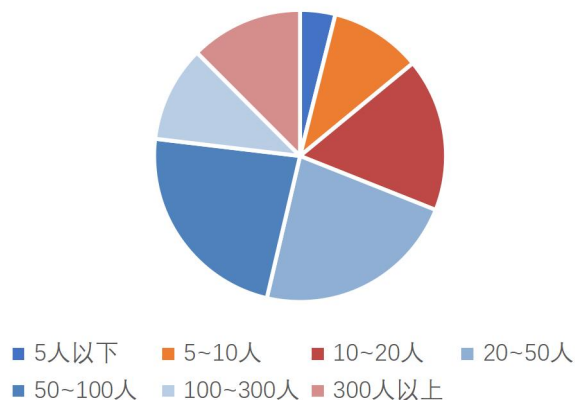


资料来源: enlyft, 信达证券研发中心

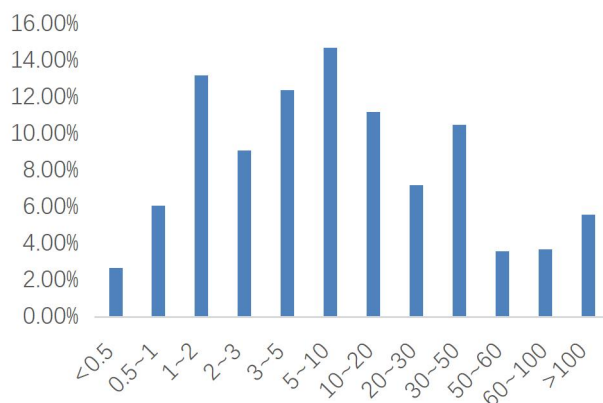
图 41: office 365 企业用户收入规模分布 (百万美元)



资料来源: enlyft, 信达证券研发中心

图 42: 中国小微企业雇员数量分布


资料来源: ifenxi, 信达证券研发中心

图 43: 中国小微企业年营收分布 (百万元)


资料来源: ifenxi, 信达证券研发中心

表 2: 中小企业收入空间

规模	占比	PC 渗透率	WPS Office 渗透率	客单价	收入
5-10 人	10.40%	14.35%	68.70%	110 -150 元/人/年	2.71-3.69 亿
10-20 人	17.40%				9.06-12.35 亿
20-50 人	23.20%				24.15-32.94 亿
50-100 人	23.80%				61.94-84.47 亿
100-300 人	10.90%				56.73-77.37 亿
总计					154-210 亿/年
悲观预期 (15%)					23-32 亿/年
中性预期 (30%)					46-63 亿/年
乐观预期 (45%)					70-95 亿/年

资料来源: ifenxi, 公司公告, 政府官网, 信达证券研发中心

表 3: 使用正版软件相关政策

时间	政策	主要内容
2007 年	《关于推进企业使用正版软件工作的实施方案》	加大对企业使用正版软件的监管力度, 对使用盗版软件问题突出的企业建立“黑名单制度”并通过媒体进行曝光, 对情节严重的企业依法查处。
2015 年	《关于做好推进地方国有企业使用正版软件工作有关事项的通知》	督促企业建立使用正版软件工作机制, 加强对使用正版软件工作的经费保障要求组织自查和整改

2016年	国家版权局《正版软件管理工作指南》	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。
2016年	软件和信息技术服务业发展规划(2016-2020年)	深入推进软件正版化,鼓励企业联合建设软件专利池、知识产权联盟,提升知识产权创造、运用、保护、管理和服务能力。
2017年	广西国资委关于企业使用正版软件工作的指导意见	各企业要根据国家对推进企业使用正版软件工作的要求,已经完成使用正版软件工作任务的企业要在每年更新设备的同时更新正版软件;尚未完成使用正版软件工作任务的企业按要求完成使用正版软件工作
2020年	《新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展若干政策的通知》	探索建立软件正版化工作长效机制。凡在中国境内销售的计算机所预装软件须为正版软件,禁止预装非正版软件的计算机上市销售。
2021年	"十四五"软件和信息技术服务业发展规划	加大对软件的知识产权保护力度,鼓励企业加强软件知识产权合作。持续推进软件正版化,严厉打击各类软件侵权盗版行为。

资料来源:政府官网,信达证券研发中心

2.5 总收入空间

根据 2.2-2.4 的测算结果,我们对公司未来的涉及到 C 端客户、信创客户、中小企业客户三部分的收入进行了汇总;目前中小企业的付费能力和付费意愿相对较弱,预计在未来相关政策的完善以及公司的产品力不断提高的背景下,中小企业的付费意愿有望不断提高,我们预设悲观、中性、乐观三种条件下,中小企业的渗透率有望达到 15%, 30%, 45%。在这三种假设下,公司所能达到的年收入空间为 166 亿元、198 亿元、230 亿元。目前公司净利率为 30% (2022 年达 29.11%) 左右的水平,而随着公司双订阅转型战略的推进,销售费用有望降低,净利率有望进一步提高,我们预计未来有望能达到 40% 的水平;所以我们预估公司在三种收入假设下对应的净利润有望达到 66 亿元、79 亿元、92 亿元。

表 4: 测算的公司收入 (亿元/年)

		C 端	信创	中小企业		
潜在收入空间		72	62	214		
收入假设	中小企业渗透率	收入 (C 端+信创+中小企业)			净利率	净利润
悲观	15%	166.1			40%	66.44
中性	30%	198.2				79.28
乐观	45%	230.3				92.12

资料来源: wind, 信达证券研发中心

注: 测算潜在总收入空间, C 端、信创、中小企业收入端均取区间上限

三、竞争格局：相比微软 Office，有定价优势及差异化战略

对比结论：相比微软 Office，价格上，无论是 B 端还是 C 端，WPS Office 都有明显的定价优势；此外，B 端订阅产品还允许客户按模块组合进行打包订阅，在定价上更灵活，同时 C 端也在探索这一模式的应用落地，预计未来 C 端产品的定价会提供更多选择。功能上，公司通过产品的差异化发展与高兼容性保障了竞争力。

3.1 WPS Office 和微软 Office 价格对比：B 端、C 端价格优势明显，定价灵活

公司主营业务分为个人办公服务订阅，机构授权和订阅，互联网广告业务。个人办公服务订阅主要通过为 C 端用户提供内容型、功能型差异化增值服务创造收入；机构授权和订阅业务则是通过向公司提供正版授权的办公软件以及增值服务创造收入；互联网广告则是使用主要产品客户端向免费用户进行广告推广，根据信息流量收费。

B 端和 C 端产品和微软 Office 相比，价格上有明显优势，并且定价上更加灵活，客户可通过按模块订阅的方式进行付费。

3.1.1 个人办公服务订阅

小结：在个人办公服务订阅模式下，WPS Office 为付费用户提供内容型、功能型差异化增值服务。价格上 WPS Office 相比微软 Office 更有优势；新型订阅模式的探索提供更多选择。

付费会员主要分为 WPS 会员（15 元/月）、稻壳会员（15 元/月）、超级会员（30 元/月）三类，按年支付有约 50% 的折扣。WPS 会员服务注重基于 WPS Office 办公软件的功能型服务，可以享受 PDF 文档处理（含合并，拆分，编辑等操作），图片处理（含编辑，翻译，识别文字等功能），云空间扩容以及去除广告；稻壳会员注重基于 WPS Office 办公软件的内容型服务，可以享受 WPS 所提供的一系列精美的文档和 PPT 模板，以及 AI 智能美化功能。超级会员除可同时享用 WPS 会员及稻壳会员的所有特权外，同时还拥有更大的云文档存储空间以及不受次数限制的高级应用功能。

表 5: WPS Office 各会员价格和功能对比

	注册会员	WPS 会员	稻壳会员	超级会员
价格	0 元	15 元/月 (89 元/年)	15 元/月 (69 元/年)	30 元/月 (179 元/年)
纯净无广告	✘	✓	✓	✓
PDF 文档处理 (含合并, 拆分, 编辑等操作)	✘	✓	✘	✓
图片处理 (含编辑, 翻译, 识别文字等功能)	✘	✓	✘	✓
云文档空间容量	1G	100G	1G	365G
云文档附件大小	10M	2G	10M	2G
全文翻译	✘	每 31 天赠送 50 页	✘	每 31 天赠送 100 页

智能工具箱输出长图	×	✓	×	✓
文档拆分	×	✓	×	✓
文档合并	×	✓	×	✓
文档校对	×	✓	×	✓
全文翻译	×	✓	×	✓
屏幕录制	×	✓	×	✓
800万模板免费下载	×	×	✓	✓
文档 AI 智能美化	×	×	✓	✓
10000 款版权字体	×	×	✓	✓
10000 种高级图表	×	×	✓	✓
150000 款精美图标	×	×	✓	✓

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

其竞争对手微软针对个人和企业的产品销售模式都是采取的订阅制和授权制，对应的 Office 产品为 Office 365 和 Office 2021。整体来看，Office 365 较 Office 2021 而言，价格更高，但提供品类更丰富的产品功能以及功能更新服务，且支持多设备授权，为切换办公平台的需求提供支持。Office 2021 是一次性买断授权，只能支持单台设备授权，后续如果有版本的更新需要额外购买升级。相比于 Office 2021，除了个人版 Office 365 外，其他版本的 Office 365 都允许多个（6 个以内）用户使用。如果以 5 年作为设备的更新迭代期，Office 2021 家庭和学生版对应到每年价格为 150 元/年。Office 365 家庭版和个人版是针对个人用户的产品，年订阅价格分别是 498 元/年和 398 元/年。

表 6：微软 Office 产品价格

	office2021 家庭和学生 版	office2021 小型企业版	office2021 专业版	office365 家庭版	office365 个人版	office365 商业应用版	office365 商业基础版	office365 商 业标准版	office365 商业高级版
授权次数	1 台设备	1 台设备	1 台设备	1 到 6 人使用 (多台设备)	1 人使用 (多台设备)	1 人使用 (多台设备)	1 人使用 (多台设备)	1 人使用 (多台设备)	1 人使用 (多台设备)
支持的操作系统	Windows 或 macOS	Windows 或 macOS	Windows	Windows、 macOS、 iOS 和安 卓	Windows、 macOS、 iOS 和安 卓	Windows、 macOS、 iOS 和安 卓	Windows、 macOS、 iOS 和安 卓	Windows、 macOS、 iOS 和安 卓	Windows、 macOS、 iOS 和安 卓
购买方式	一次性购买	一次性购买	一次性购买	按月或年订 阅	按月或年订 阅	按月或年订 阅	按月或年订 阅	按月或年订 阅	按月或年订 阅
价格	748 元	1998 元	5298 元	498 元/年	398 元/年	720 元/年	516 元/年	1080 元/年	1908 元/年
word	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Excel	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
PowerPoint	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Outlook	×	✓	✓	✓	✓	✓	×	✓	✓
Access	×	×	✓	×	×	✓	×	✓	✓
Publisher	×	×	✓	×	×	✓	×	✓	✓

Defender	×	×	×	✓	✓	×	×	×	×
Teams	×	×	×	✓	✓	×	×	×	×
Clipchamp	×	×	×	✓	✓	×	×	×	×
Family safety	×	×	×	✓	×	×	×	×	×
SharePoint	×	×	×	×	×	×	✓	✓	✓
Exchange	×	×	×	×	×	×	✓	✓	✓
Skype For business	×	×	×	×	×	×	✓	✓	✓
高级威胁防护	×	×	×	×	×	×	×	×	✓
Onedrive	5GB	5GB	5GB	6TB	1TB	1TB	1TB	1TB	1TB

资料来源：微软官网，信达证券研发中心

个人版产品对比结果：整体上看，WPS Office 价格更低。微软 Office 无论是授权版本的 Office 2021 家庭和学生版（150 元/年）还是订阅版本的 Office 365 家庭版和个人版（498 元/年和 398 元/年），都远高于 WPS 的稻壳会员（69 元/年）以及 WPS 会员（89 元/年），即使是面对价格更高的 WPS 超级会员（179 元/年），微软的 Office 产品也几乎没有优势。此外，针对个人用户，公司正在探索按模块订阅的付费模式，而未来随着这一模式的落地应用，C 端产品的定价有望提供更多选择。

3.1.2 机构授权和订阅

小结：针对企业用户，WPS 的业务模式和微软类似，授权和订阅并举，对应的产品分别为 **WPS Office 2019** 和金山办公数字平台；产品价格低于微软，定价灵活。

对于授权业务，主要包括两种采购形式，一种是按数量进行购买的数量授权模式，另一种是类订阅形式的租赁授权模式（场地授权）：在合同期限内，为指定区域内客户提供软件授权、更新、维护等一系列服务；配套的产品为 **WPS Office 2019 专业版和专业增强版**（一般有优惠，客户实际使用账户数量大于付费账户数量）。

数量授权模式针对的是客户数量较少，中小型规模的企业；租赁授权模式针对的是体量较大的客户，可一次签署多年的合同或逐年签订。业务所配套的产品为 **WPS Office 2019 专业版和专业增强版**，对应价格分别为 **548 元和 960 元**，其中专业增强版在专业版的基础上，丰富了二次开发能力，提供了 VBA 二次开发接口。此外，WPS Office 2019 还会提供部分 WPS 会员的功能，如文档的拆分合并等。

微软 Office 的企业授权版本为 office 2021 小型企业版，售价 1998 元，功能上相比于个人版多了邮件（Outlook）、数据库（Access）以及版面设计（Publihsner）的支持。对比二者的授权产品，可以发现微软在价格上远高于 WPS，以 5 年为设备迭代周期计算，office 2021 小型企业版价格为平均 400 元/年，而 WPS Office 2019 专业版和专业增强版价格分别是 110 元/年、192 元/年。

表 7: WPS Office 不同版本对比

	WPS Office 2019 专业版	WPS Office 2019 专业增强版
价格	548 元	960 元
产品组件 (文字处理、电子表格、演示文稿)	✓	✓
宏编辑器	✓	✓
加载项	✓	✓
控件	✓	✓
输出 PDF 格式	✓	✓
图像编辑	✓	✓
输出 OFD 格式	✓	✓
产品增强组件	×	✓
二次开发对接	×	✓
明文水印	×	✓
控件支持	×	✓

数据来源: 正版软件采购网, 信达证券研发中心

对于机构订阅业务, 对应的产品为金山办公数字平台, 订阅用户除了可以使用 WPS 会员的功能外, 还能拥有更大的云存储空间以及文档安全保护服务。针对企业用户, WPS 同样有完全免费的体验版产品, 涵括基础办公组件, 文件存储, 协作办公, 以及文件安全管理等一系列基础功能, 但是同时也对使用的成员数量做了一定的限制。在体验版之上, 拥有更多的版本可供选择, 能提供 WPS 会员所提供的增值服务, 更多的使用成员数量, 更大的文件存储空间和无限次的文档安全保护功能等。

微软为企业用户提供的 Office 365 有可供订阅的 4 个版本, 提供多种额外功能, 包括版面设计 (Publisher)、咨询共享 (SharePoint)、视频剪辑 (Clipchamp)、视频通讯 (Skype)、协作办公 (Teams) 等功能。对于 B 端订阅用户而言, WPS 价格整体上更低, WPS 的商业基础版价格为 199 元/人/年, 低于 Office 365 商业基础版的 392 元/人/年; 而在更高级的版本, WPS 商业标准版 599 元/人/年, Office 365 商业高级 1908 元/人/年。此外, 对于订阅金山办公数字平台的用户, WPS 允许客户进行按模块组合方式进行打包订阅, 定价灵活性高。

表 8: 金山数字办公平台 (WPS 365) 价格

	商业体验版	商业基础版	商业应用版	商业标准版	商业高级版
价格	0 元	199 元/人/年	399 元/人/年	599 元/人/年	需联系销售
办公组件和增值服务					
Office 正版授权	×	×	✓	✓	✓
金山文档 Web 版	加价购	加价购	✓	✓	✓
PDF 企业权益包	✓	✓	✓	✓	✓
表格组件增值权益	加价购	加价购	✓	✓	✓
脑图流程图企业权益包	加价购	加价购	加价购	✓	✓
云文档					
企业存储空间	激活人数*2GB/人, 体验版上限 10GB	购买人数*50GB/人	购买人数*365GB/人	购买人数*365GB/人	购买人数*1TB/人
文件上传大小上限	10M	2G	2G	2G	2G
协作					
云端消息存储空间	×	1T	1T	1T	1T
会议/表单/待办/日历/轻审批/同事圈	×	✓	✓	✓	✓
云端消息存储时间	×	180 天	180 天	180 天	180 天
文件安全					
团队文档水印	3 个团队/企业	30 个团队/企业	50 个团队/企业	不限	不限
新建团队默认开启 [文档加密保护]	×	×	×	✓	✓
团队文档分享链接管控范围	最近 30 天	不限时长	不限时长	不限时长	不限时长
文档分享范围管控 (禁止分享/移动到企业外)	×	✓	✓	✓	✓
文档流转安全管控 (禁止移动到企业外)	×	✓	✓	✓	✓

资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

企业版产品对比结果：对微软 Office 产品而言，无论是授权版（400 元/年）还是订阅版（392-1908 元/年），价格上都显著高于 WPS（授权版 110-192 元/年；订阅版 199-599 元/年）。此外，对于订阅金山办公数字平台的用户，WPS 允许客户进行按模块组合方式进行打包订阅，定价灵活性高。

3.2 WPS Office 和微软 Office 功能对比：差异化策略和高兼容性保障竞争力

我们从本地端，云端，以及系统兼容性去对比微软 Office 和 WPS Office 的功能差异；在本地端，WPS 为了解决潜在的办公需求去做了更多的功能扩展，包括 PDF 编辑、图片编辑、文档美化等；在云端，对国内用户而言 WPS 的云端服务更稳定；在系统兼容性上，WPS 能实现对多种系统的兼容，包括国产的主流操作系统。

在本地端，WPS 的 PDF 文档编辑和图片编辑以及所提供的海量的精美模板是其自身的特色功能。WPS 为 WPS 会员和超级会员提供 PDF 文档的编辑，合并，转换等功能，还有图片的修复，识别，转换等功能；对于稻壳会员和超级会员，WPS 提供海量的 PPT 和 word 精美模板，同时支持 AI 对文档进行美化。此外，WPS 还会额外提供一些特色功能减轻办公负担，比如编写宏文件的语言兼容等。

而在云端，虽然二者都有云协作的产品（金山文档和 OneDrive），但是对于国内用户来说，微软 Office 的云端功能不够稳定，微软将在亚洲用于运营 OneDrive 的服务器布置在新加坡和香港，这使得中国大陆地区的微软 Office 使用客户在使用 OneDrive 上传和下载文件时速度会受到影响；用户可以通过订阅 Office 365 的国内版本去解决这个问题（国内版 Office 365 由世纪互联公司运营），这也意味着对于大部分使用电脑预装的 Office 用户而言，其需要额外订阅 Office 365 才能稳定享受云端服务。而 WPS 的金山文档则完全支持国内用户免费且流畅地使用云端文档功能，再加上金山文档和 WPS Office 文件的高兼容性，用户可以在云端和本地端实现无缝切换。

在系统兼容性上，WPS 相比于微软有着更好的表现，不仅兼容 Linux，还兼容目前国产主流的操作系统，这将使得其占据国内 ToG 端的优势地位。

总的来看，Office 365 所提供的一系列产品服务也是 WPS 所欠缺的，如数据库的处理，视频的编辑等等，微软较 WPS 而言拥有较丰富的产品生态。但是 WPS 也凭借自己的特色功能，如 PDF 文档处理，图片编辑等方面对其实现差异化竞争，逐步提高其在国内市场的份额；自 2018 年 Q1 开始 WPS Office 的在 Windows 的渗透率就一呈现上升趋势，而反观微软 Office 几乎是没有变动。

表 9: WPS Office 和 Microsoft Office 产品对比

		WPS Office	Microsoft Office
本地端	插入	可直接插入思维导图, 二维码	插入步骤复杂
	屏幕录制	录制当前表格操作	无
	远程桌面	有	部署过程麻烦
	宏支持	支持 VBA 并且开始新增支持 JS 宏	只支持 VBA 宏
	PDF 操作	支持 PDF 阅读, 编辑	不支持 (需转 Word)
云端	云文档	国内运营, 速度快	不稳定
	云空间同步	速度快	不稳定
	云漫游	有	有
兼容性	Windows	支持	支持
	linux	支持	不支持
	MacOS	支持	支持
	Android	支持	支持
	IOS	支持	支持
	Web	支持	支持
	国产操作系统	支持	不支持

资料来源: 微软官网, 公司官网, 信达证券研发中心

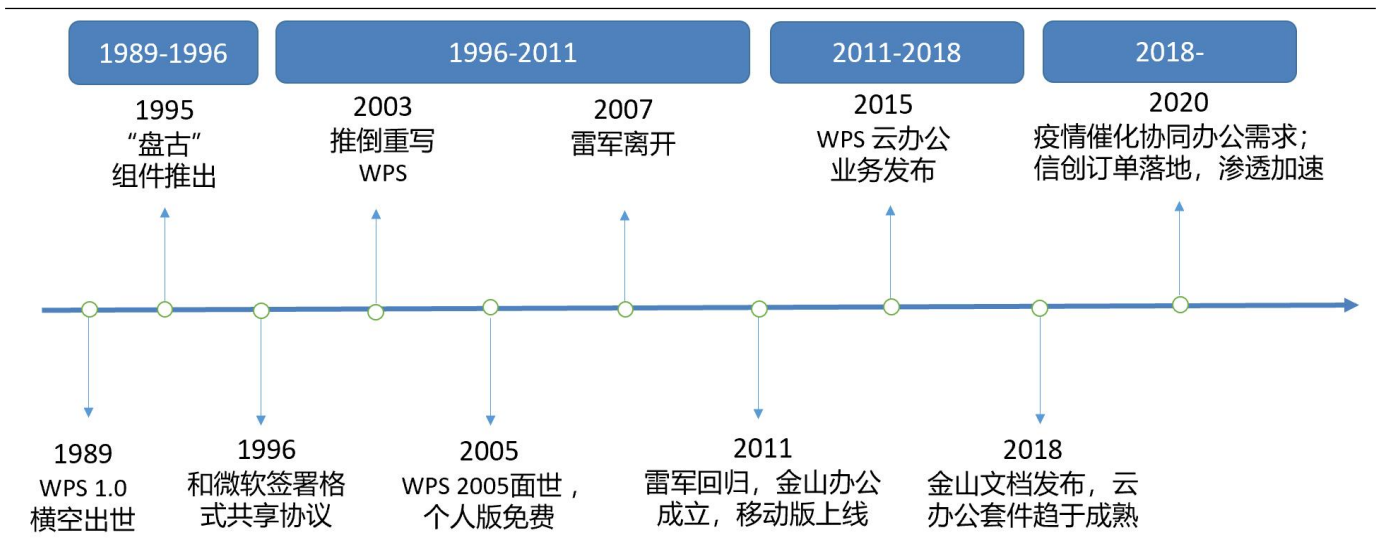
四、公司其他情况

4.1 历史复盘：几经波折，再占办公软件高地

公司前身金山软件成立于 1988 年，围绕核心产品 WPS 展开经营。在 DOS 时代，公司在国内没有竞争对手，直到 Windows 系统的普及应用，公司备受微软 Office 以及盗版问题困扰，逐渐失去优势地位；直到 2011 年金山软件业务分拆，各自成立子公司，并决定进军移动互联网，公司才在和微软的竞争中扳回一城；公司在 2015 年后大力发展 WPS 云端生态，并于 2018 年推出云办公核心产品金山文档；2020 年，疫情催生大量在线办公、协同办公需求，公司主要产品活跃客户数迎来快速增长。

可将公司发展历程分为四个阶段，1989-1996，1996-2011，2011-2018，2018-至今。

图 44：公司发展历程



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

前有微软，后有盗版（1989-1996）：1989 年，求伯君开发出 WPS1.0；1990 年，WPS 占领了中文文字处理软件领域 90% 以上的市场份额。而随着微软开始进军国内市场，金山进行产品迭代与之抗衡；费时三年开发适配 Windows “盘古” 组件，于 1995 年正式推出，但由于无法实现 Word 的“所见即所得”模式，其推广受阻。公司在 1996 年和微软签署了金山 WPS 和微软可以格式共享的协议，这一事件终结了称霸 DOS 时代的 WPS。随着微软 Windows 95 的发布，WPS 用户被大批量地转移到了微软 Word 之下，再加上 Windows 95 的特性（用光盘发行的操作系统），降低了盗版系统的安装难度，从此，WPS 不仅要面对微软这个巨头的围追堵截，也要开始饱受盗版软件侵权的困扰。

图 45: WPS1.0



资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

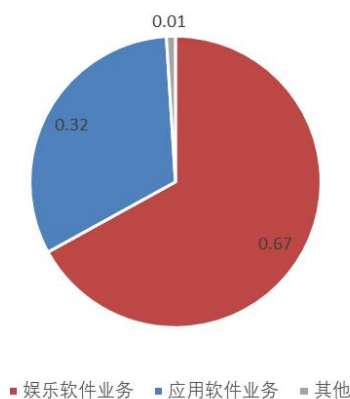
图 46: 盘古组件



资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

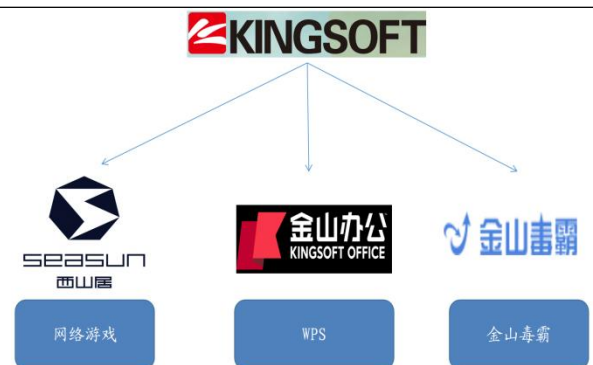
守望信仰，以战养战，以游戏业务反哺 Office 开发 (1996-2011): 1996 年，金山软件推出单机电脑游戏以及工具软件，力求在多元化的发展中探索出一条道路；2002 年，公司决定花费账上所有现金（3500 万），将 WPS 推到重写，以求兼容微软产品；历时 3 年，WPS 2005 推出，同时宣布个人版免费。2003-2008 年，游戏业务为公司的主要营收来源（2008 年，娱乐软件业务占到总受益的 67%）。在此期间，公司以游戏业务和工具软件业务反哺 WPS 的迭代开发，紧跟 Office 的脚步。2007 年，灵魂人物雷军离开公司。直到 2011 年雷军回归，金山软件才逐渐确定了未来的战略发展方向：聚焦 WPS、网络游戏和《金山毒霸》三大核心业务，退出所有无关业务，以及将三条业务条线分拆，各自成立子公司，金山办公，西山居，金山网络。**至此，金山办公正式成立。**

图 47: 2008 年公司营收占比



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 48: 三大事业部分拆, 子公司化



资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

进军移动互联网，拥抱“云”时代 (2011-2018): 2011 年 6 月，WPS 移动端上线，在最初几年以 300% 左右的增长率增长，并成为未来的发展重心之一。WPS 个人版积累了大量的 C 端用户，公司一直在探索将大量 C 端流量变现的商业模式，从传统的广告投放，到付费会员增值服务。2014 年起开始流行的移动支付使公司确认了最终的商业模式，自此之后，公司压低广告增速，确定了**付费会员增值服务**的商业运作模式。2015 年-2016 年，

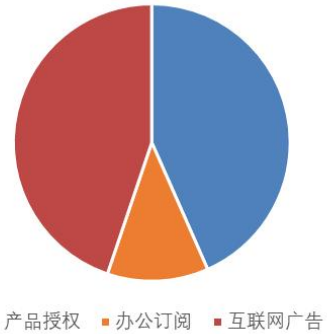
公司进军云服务，而在实现了从端到云的迁移后，增值服务的商业化模式也随之被搬到了云上。此时，WPS 已经形成了稳定的三轮驱动的收入模式，它们分别是**产品授权**、**互联网广告**和**订阅服务**。

图 49: WPS 移动端



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 50: 2016 年三大业务占比



资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

金山文档推出，正式迈入云端协作办公时代（2018-至今）：2018 年，金山文档诞生，产品致力于解决多人文档协作，可与 WPS office 实现无缝切换。在 2020 年疫情时期，B 端和 C 端线上办公需求激增，公司业务迎来高速增长。

图 51: 协同办公产品——金山文档推出



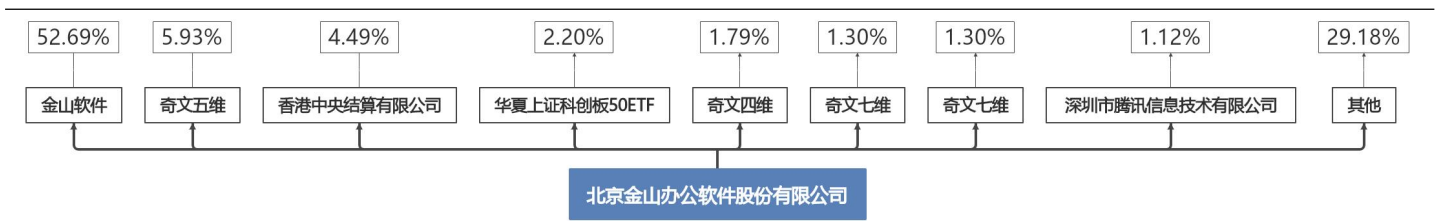
资料来源：公司官网，信达证券研发中心

复盘小结：通过对公司历史复盘，我们可以发现，公司从未放弃对办公软件这一赛道的坚守，哪怕是在饱受微软和盗版问题困扰的时期，仍然积极求变，摆脱路径依赖，重新开发 WPS Office，并探索多元化的道路持续反哺 Office 的开发。此外，公司的高管善于把握决策时机对增量市场进行挖掘，2011 年宣布进军移动互联网，乘互联网“东风”在移动端用户规模上对微软实现弯道超车；2015 年提出“WPS+云办公”布局云端并在 2018 年推出金山文档进军云端协作，用户规模迎来第二次强劲增长。我们有理由相信，公司在未来会以发展的眼光持续不断地挖掘增量市场，同时坚守核心业务。

4.2 公司治理

金山办公由金山软件分拆设立，金山软件持股 52.69%，可以凭借其间接控股股东的地位，通过行使表决权的方式对公司的经营决策、投资方向及股利分配政策等重大事项的决策施加影响。雷军和求伯君通过持股金山软件间接持有金山办公股权，其中雷军是实际控制人，求伯君是一致行动人。公司高层大多具有金山系背景，董事长邹涛 1998 年就职于金山，先后负责金山词霸、娱乐软件及金山办公等产品；总经理章庆元 2000 年起就职于金山软件，从事 WPS 的研发，历任金山软件 WPS 事业部技术总监，珠海金山办公高级副总裁兼首席技术官。

图 52：公司股权结构（截至 2022-12-31）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

为鼓励员工持续创新，公司除了制定相关的奖励政策和管理办法以外，还设立了包括“优才计划”、“伯乐奖”和人才晋升计划等人才培养、奖励计划，并且为了更好的激励公司骨干技术成员，公司对员工实施股权激励计划，通过境内奇文 N 维有限合伙持股平台实施股权激励的历次授予，员工通过奇文 N 维对公司进行持股。2021 年 7 月 5 日，董事会批准延长股权激励计划的期限至 2027 年 3 月 30 日，长期且稳定的股权激励计划有利于激发员工的主人翁意识，以更积极的态度面对工作。

4.3 未来战略

4.3.1 “多屏、云、内容、AI 和协作”助力智能办公

办公软件正在往移动化、云化和智能化的方向发展。再加上这几年疫情对远程办公的推动，进一步坚定了云服务、云文档、智能文档的诉求和实际应用场景。2021 年，金山办公提出了“多屏，云，内容，AI、协作”产品战略，持续推动业务转型。在云端空间的使用上，用户习惯已经逐渐培养，上传云端文件数量不断上升，2022 年达 1752 亿。在 AI 的研究上，公司在 CV（计算机视觉）、NLP（自然语言处理）等领域的办公应用实现了突破。

金山办公结合办公场景做了很多智能化的应用，最有代表性的是在版式转流式的应用场景上如拍照扫描，金山办公已在这方面做得比较成熟，且优势突出，公司自主研发的文档图片识别与理解、文档转化技术已达到国内领先水平，OCR 和机器翻译技术水平位列国内第一梯队。2022 年，金山办公利用 AI 能力帮助用户校对总字数达 3340 亿，全年 OCR 处理图片数量达 146 亿份，智能美化功能月活跃用户数量达 237 万。

现在，WPS 还衍生出了智能辅助写作功能，只要根据提纲就能自动生成文字段落，帮用户打底稿。这些技术能力都由一个统一的 AI 中台对外输出。在未来，公司积极探索结合 AIGC、LLM（大型语言模型）技术的下一代人机交互体验，并在文档翻译、听读、中英文校对、语音及音频转写、智能辅助写作及排版、表格数据智能分析、PPT 一键生成及

美化等场景进行融合，为用户提供便捷优质的智能化服务体验。而公司的竞品 **Microsoft Office** 与 LLM (ChatGPT) 的结合实现了生产效率的较大提升，成为了 AI 结合办公软件应用的标杆；未来如果公司能接入类 ChatGPT 模型（国内的文心一言），有望提高用户办公生产效率，有望进一步提升客户付费意愿以及产品单价。

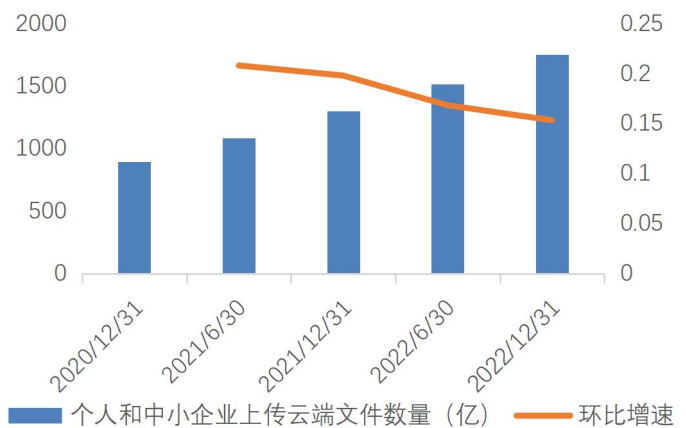
2023 年 3 月 16 日，微软召开了发布会，推出了 Microsoft 365 Copilot，通过将大型 LLM 与微软的办公工具结合，实现了生产效率的较大提升。Copilot 和 Word、Excel、PPT 等办公应用实现了结合，在用户使用 Word、Excel 等应用时，用户只需要在 Copilot 对话框输入相应的指令，Copilot 就可以自动实现命令，后续可以根据用户的进一步要求继续调整。例如在 Excel 中，Copilot 可根据用户指令，快速完成数据分析过程并呈现相关图表，有望大幅提升用户的工作效率。

图 53: WPS Office 的部分 AI 功能



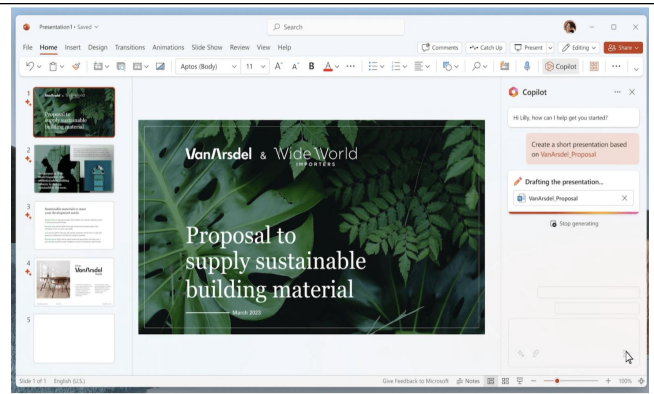
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 54: 个人和中小企业上传云端文件数量（亿）



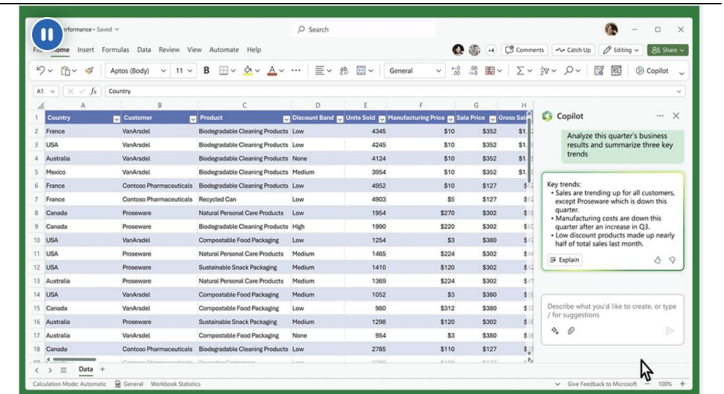
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 55: Copilot 根据用户指令生成 PPT



资料来源：微软官网，信达证券研发中心

图 56: Copilot 根据用户指令操作 EXCEL



资料来源：微软官网，信达证券研发中心

表 10: 微软 Office 和 ChatGPT 结合

Office 应用	结合 ChatGPT 功能
Word	根据大纲撰写初稿、结合 EXCEL 数据和文档起草文章、对文档内容进行总结
PowerPoint	根据文档内容自动生成 PPT、优化 PPT 布局
Excel	趋势分析、创建可视化图表、根据要求进行数据处理

资料来源：微软官网

4.3.2 赋能组织办公数字化转型

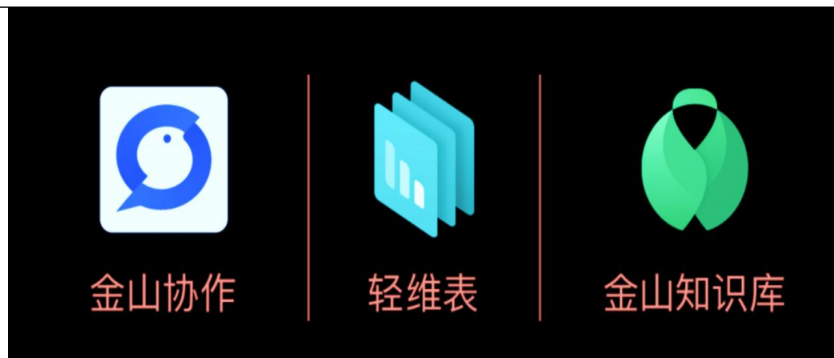
《中国西部数字经济发展白皮书》中提到：2018 到 2021 年，全球 8300 家标杆企业中，全面拥抱数字化的前 10% 企业比后 25% 企业，营收增速快了 5 倍，这个差距还在持续扩大。这意味着数字化转型先行者已经获得了强大的先发优势，加快数字化进程，已成为大型组织实现跨越式发展的必然选择。

而随着金山文档的用户增长，以及陆续推出的一系列协作工具，标志着金山办公完成了从单机版文档处理工具到面向多人的协同工具的转变。公司也逐渐开始转移战略重心，在思考如何帮助个人办公的同时，重点考虑如何帮助组织进行数字办公的升级和转型。金山数字办公平台通过集成 WPS Office 和金山文档，为企业办公数字化赋能。

围绕赋能大型组织数字化转型、提高组织效率，金山办公发布了一系列新品：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；专为多人协作场景设计的增强版表格软件——轻维表；新一代知识管理工具——金山知识库等。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工具、流程的数字化，并实现统一安全管控。

金山办公副总裁王冬认为，大型组织办公数字化转型存在三大痛点（信息易泄密、自建成本高、现有产品开放性弱），而金山数字办公平台的“一个办公能力矩阵、两个中台、三种赋能场景、四种交付方式”，轻松解决了这三大痛点，公司未来会沿着组织数字化方向，对客户实现全面赋能。

图 57：2021 年金山办公大会发布新品



资料来源：公司公众号，信达证券研发中心

五、盈利预测

5.1 盈利预测

机构授权收入：公司密切关注信创领域政策变化及客户需求，提前布局各地下沉市场及行业信创业务，机构客户因正版化需求对公司产品采购持续增加，抵消了信创订单收缩的部分影响。而随着未来信创下沉区县级党政机关并在行业全面推进，以及正版化渗透率的逐步提高，我们预计 2023-2025 年，机构授权业务收入增长率为 **30%，20%，20%**。

机构订阅收入：随着正版化渗透率和企业付费意愿的提升，预计 2023-2025 年，机构订阅业务收入增长率为 **60%，50%，40%**。

个人订阅业务收入：随着公司产品创新，C 端用户付费意愿逐步提高，预计 2023-2025 年，机构授权业务收入增长率为 **30%，30%，30%**。

互联网广告业务：根据公司战略，为了优化用户体验，未来会持续缩减互联网广告业务，预计 2023-2025 年，互联网广告业务收入增长率为 **-30%，-30%，-30%**。

表 11：公司盈利预测（百万）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
机构授权	962.45	835.62	1086.50	1303.61	1564.33
机构订阅	446.26	691.99	1108.84	1661.19	2325.67
个人订阅	1465.30	2050.13	2664.75	3464.91	4504.38
互联网业务	405.60	306.45	214.73	149.99	104.99
总收入	3280.06	3884.96	5076.13	6581.91	8503.15
总收入 (YoY)	38.80%	18.44%	30.66%	29.66%	29.19%
净利润	1041.25	1117.53	1595.95	2072.00	2696.45
净利润 (YoY)	18.57%	7.33%	42.81%	29.83%	30.14%

资料来源：wind，信达证券研发中心

5.2 未来收入空间

根据 2.2-2.4 的测算结果，我们对公司未来的涉及到 C 端客户、信创客户、中小企业客户三部分的收入进行了汇总；目前中小企业的付费能力和付费意愿相对较弱，预计在未来相关政策的完善以及公司的产品力不断提高的背景下，中小企业的付费意愿有望不断提高，我们预设悲观、中性、乐观三种条件下，中小企业的渗透率有望达到 15%，30%，45%。在这三种假设下，公司所能达到的年收入空间为 166 亿元、198 亿元、230 亿元。目前公司净利率为 30%（2022 年达 29.11%）左右的水平，而随着公司双订阅转型战略的推进，销售费用有望降低，净利率有望进一步提高，我们预计未来有望能达到 40% 的水平；所以我们预估公司在三种收入假设下对应的净利润有望达到 66 亿元、79 亿元、92 亿元。

表 12: 测算的公司收入 (亿元/年)

		C 端	信创	中小企业		
潜在收入空间		72	62	214		
收入假设	中小企业渗透率	收入 (C 端+信创+中小企业)			净利率	净利润
悲观	15%	166.1			40%	66.44
中性	30%	198.2				79.28
乐观	45%	230.3				92.12

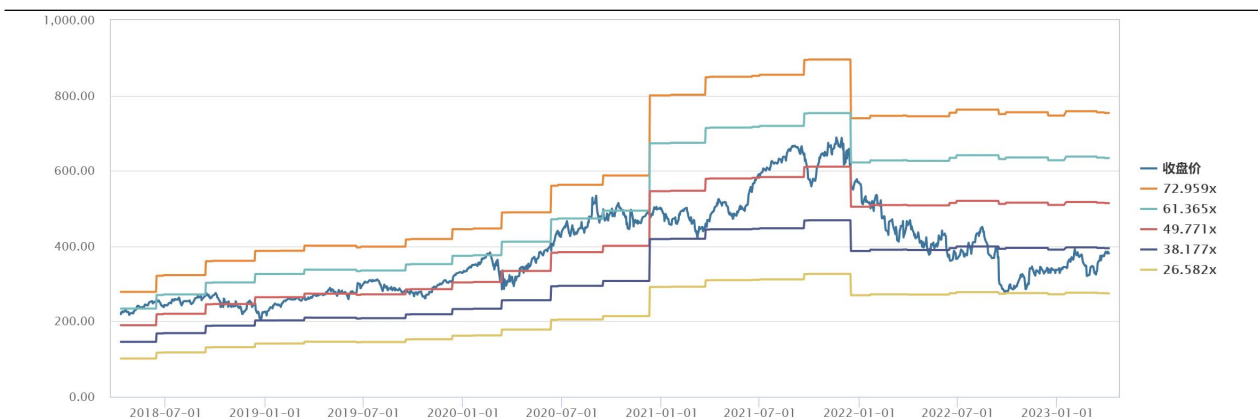
资料来源: wind, 信达证券研发中心

注: 测算潜在总收入空间, C 端、信创、中小企业收入端均取区间上限

5.3 可比公司估值表现

Adobe 是世界领先数字媒体和在线营销方案的供应商, 也是软件公司转型 SaaS 模式的标杆。其主要产品为 Creative Cloud(包括 Adobe Express, Photoshop、Illustrator 等图像处理软件)、Document Cloud (PDF 文档管理)、Experience Cloud (整合各个营销应用为企业提供数据分析、战略规划、客户体验管理等服务)。根据观研天下以及 Sense 的数据可以看出, Adobe 的核心产品 Creative Cloud 和 Document Cloud 都处于市场领先地位。

金山办公的收入模式(预期未来都为订阅模式)、竞争地位(国内办公软件龙头)都和 Adobe 相似, 公司未来的估值可以参考 Adobe 的估值表现(近 5 年 PE_TTM 在 40-50 左右)。

图 58: Adobe 历史估值 (PE-TTM)


资料来源: wind, 信达证券研发中心

六、风险因素

1. **下游需求风险：**个人订阅用户数量达瓶颈，增长不及预期；若企业客户受环境影响经营不理想，数字化建设的预算下滑，市场需求会进一步受影响；
2. **政策风险：**信创政策推进进展不及预期，党政机关和国央企信息化预算不足，公司相关订单数量受影响而下滑。
3. 本文对信创业务、C端及B端业务等空间测算是基于一定前提假设，存在假设条件不成立、市场发展不及预期等因素导致测算结果偏差。
4. 股价短期波动较大。

资产负债表		单位: 百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	8,694	9,775	11,704	14,166	17,296	
货币资金	1,254	7,015	8,767	11,014	13,880	
应收票据	4	3	6	6	10	
应收账款	412	497	631	831	1,058	
预付账款	26	28	30	43	51	
存货	2	1	4	2	6	
其他	6,997	2,231	2,265	2,270	2,291	
非流动资产	1,732	2,282	2,584	2,906	3,262	
长期股权投资	123	444	585	768	983	
固定资产(合计)	88	82	78	71	71	
无形资产	118	102	131	154	166	
其他	1,402	1,654	1,791	1,913	2,042	
资产总计	10,426	12,058	14,288	17,072	20,558	
流动负债	2,268	2,750	3,605	4,565	5,667	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	212	306	357	434	577	
其他	2,056	2,444	3,248	4,131	5,090	
非流动负债	378	509	509	509	509	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	378	509	509	509	509	
负债合计	2,645	3,259	4,114	5,074	6,176	
少数股东权益	61	74	101	132	175	
归属母公司股东权益	7,720	8,724	10,073	11,865	14,207	
负债和股东权	10,426	12,058	14,288	17,072	20,558	

重要财务指标		单位: 百万元				
主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	3,280	3,885	5,076	6,582	8,503	
同比(%)	45.1%	18.4%	30.7%	29.7%	29.2%	
归属母公司净利润	1,041	1,118	1,596	2,072	2,696	
同比(%)	18.6%	7.3%	42.8%	29.8%	30.1%	
毛利率(%)	86.9%	85.0%	86.9%	87.3%	87.4%	
ROE(%)	13.5%	12.8%	15.8%	17.5%	19.0%	
EPS(摊薄)(元)	2.26	2.42	3.46	4.49	5.85	
P/E	191.06	178.02	124.66	96.02	73.78	
P/B	25.77	22.80	19.75	16.77	14.00	
EV/EBITDA	121.58	111.60	137.83	99.99	73.54	

利润表		单位: 百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	3,280	3,885	5,076	6,582	8,503	
营业成本	429	583	664	838	1,070	
营业税金及附加	35	35	61	72	96	
销售费用	695	818	1,066	1,362	1,743	
管理费用	326	392	508	625	748	
研发费用	1,082	1,331	1,741	2,238	2,849	
财务费用	-17	-13	-100	-127	-160	
减值损失合计	0	-27	0	0	0	
投资净收益	205	339	350	350	350	
其他	186	146	223	290	374	
营业利润	1,121	1,197	1,711	2,213	2,881	
营业外收支	-3	2	2	2	2	
利润总额	1,119	1,198	1,712	2,214	2,883	
所得税	50	67	90	111	144	
净利润	1,069	1,131	1,623	2,103	2,739	
少数股东损益	28	13	27	31	42	
归属母公司净利润	1,041	1,118	1,596	2,072	2,696	
EBITDA	995	1,031	1,381	1,881	2,518	
EPS(当年)(元)	2.26	2.42	3.46	4.49	5.85	

现金流量表		单位: 百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金	1,864	1,603	2,074	2,647	3,377	
净利润	1,069	1,131	1,623	2,103	2,739	
折旧摊销	96	130	121	145	147	
财务费用	6	10	5	5	5	
投资损失	-205	-205	-339	-350	-350	
营运资金变动	888	607	678	745	838	
其它	11	64	-2	-2	-2	
投资活动现金流	-1,364	4,502	-71	-115	-151	
资本支出	-149	-176	-280	-282	-286	
长期投资	-1,422	4,444	-141	-183	-215	
其他	207	233	350	350	350	
筹资活动现金流	-247	-354	-252	-285	-360	
吸收投资	0	10	200	300	400	
借款	0	0	0	0	0	
支付利息或股息	-277	-323	-452	-585	-760	
现金净增加额	251	5,762	1,752	2,247	2,866	

研究团队简介

庞倩倩，计算机行业首席分析师，华南理工大学管理学硕士。曾就职于华创证券、广发证券，2022年加入信达证券研究开发中心。在广发证券期间，所在团队21年取得：新财富第四名、金牛奖最佳行业分析师第二名、水晶球第二名、新浪金麒麟最佳分析师第一名、上证报最佳分析师第一名、21世纪金牌分析师第一名。

郑祥，计算机行业研究助理，北京大学工商管理硕士，武汉大学管理学学士，2021年7月加入信达证券研究所，从事计算机行业研究工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyupei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达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，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在 $\pm 5\%$ 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

评级说明

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。