

民族办公软件自主可控之光

投资要点

- **主要逻辑：**国产软件自主可控趋势确定，金山办公作为民族办公软件绝对龙头，已经形成了以研发驱动，围绕 WPS 核心产品的“2B—2C—WPS 云+WPS AI”连续增长的飞轮模型。目前公司“授权+订阅+互联网广告”三大盈利模式协同增长，未来随着用户付费意愿不断加强，办公订阅和广告服务有望打开新的成长空间。
- **底层飞轮：自主研发驱动核心产品 WPS 高增长。**自 1988 年由公司创始人求伯君开发 WPS 1.0，公司在办公软件领域已积累了 30 余年的经验及技术。作为一家软件服务公司，公司始终坚持自主研发驱动，保持高效研发投入，2018 年公司研发支出 4.3 亿元，占营收比例达到 37.8%。公司在三大盈利模式协同驱动下，C 端和 B 端同时发力，占据国内龙头地位。截至 2018 年底，按照公司 WPS 注册用户总量 2.8 亿计算，公司 WPS 办公软件用户占国内办公市场用户总规模的 42.8%；主要产品月活数超过 3.1 亿。在 B 端政府部门优势尤其明显，服务超过 85% 的央企和超过 90% 的全国性股份制银行，在政府、金融、能源、航空等多个重要领域应用广泛。
- **第二层飞轮：2B 端·授权业务稳步增长，订阅服务空间巨大。**公司 2B 端收入主要是来自产品使用授权及机构客户订阅（增值服务）。其中产品使用授权收入主要来自于政府和大型企业，近三年收入分别为 2.4 亿元、2.8 亿元和 3.6 亿元，保持稳步增长态势。2B 的机构客户增值服务收入近三年分别为 0.2 亿元、0.3 亿元和 0.2 亿元，目前规模和占比相对较小，但机构客户订阅模式相较授权模式具有更加强调服务化、差异化等优点，是公司未来着力推广的重点，未来其收入占比和空间有望进一步提升。
- **第三层飞轮：2C 端·内容和功能付费成增长新动能。**公司 2C 端收入主要来自 WPS 会员、稻壳会员和广告。近三年年金山办公 2C 端收入规模大约为 2.9 亿元、4.3 亿元和 7.2 亿元，贡献了公司两年来 72.3% 的营收增量，2018 年 2C 收入占到公司营业总收入的 63% 左右，是公司目前主要的收入来源和增长点。公司 2C 收入的快速增长受益于 WPS 用户月活数的增加，由此带来了付费用户以及广告收入的增加。随着公司云服务以及 AI 技术的不断进步和客户版权付费意识的不断增强，2C 收入有望继续保持较高增速水平增长。
- **第四层飞轮：云+AI 时代·云化智能办公成为办公软件新方向。**2018 年中国办公软件市场规模为 85 亿元，预计到 2023 年市场规模将达到 149 亿元，其中云端协同、AI 赋能成主流趋势。当下的人工智能已经成为办公软件的技术引擎，AI 功能也成为办公软件的未来发展方向，各大 Office 公司都力图在办公软件中嵌入 AI 技术，进而提高办公效率。公司作为国产办公软件龙头，有望充分受益自主可控浪潮和 AI 发展浪潮，在云化办公和 AI 办公方面实现超预期增长。
- **风险提示：**IPO 进度不达预期的风险；BG 端政府需求下滑的风险；C 端客户内容付费意愿下滑的风险；云、AI 等新技术研发不达预期的风险。

西南证券研究发展中心

分析师：朱芸
执业证号：S1250517070001
电话：010-57758600
邮箱：zhuz@swsc.com.cn

联系人：李少青
电话：021-68415309
邮箱：lisq@swsc.com.cn

本次发行情况

发行前总股本(万股)	36,000
本次发行(万股)	10,100
发行后总股本(万股)	46,100
2018 年每股收益(摊薄后)(元)	0.86
2018 年扣除非经常性损益后的每股收益(摊薄后)(元)	0.75

主要指标 (2018)

每股净资产(元)	3.30
毛利率(%)	86.71
流动比率	3.51
速动比率	3.51
应收账款周转率	2.82
资产负债率(%)	27.06
净资产收益率(%)	26.89

相关研究

目录

1 金山办公：国内首选的民族办公软件	1
1.1 WPS 的飞轮模型.....	1
1.2 公司全景：WPS 办公软件为核心，聚焦三大盈利模式.....	3
1.3 业绩概况：三大模式协同驱动，业绩保持高增长.....	7
2 底层飞轮：自主研发，核心产品 WPS 驱动增长	9
2.1 30 年技术积累，造就国产办公软件龙头.....	9
2.2 办公软件行业规模庞大，WPS 竞争优势明显.....	10
3 第二层飞轮：2B 端授权业务稳步增长，订阅服务空间巨大	12
4 第三层飞轮：2C 端内容和功能付费成增长新动能	14
4.1 个人客户订阅收入迅速增长，打开成长空间.....	14
4.2 “免费”积累用户，“广告”投放变现价值.....	14
5 第四层飞轮：未来已来，云化订阅+WPS AI 蓄势待发	15
5.1 WPS 云：由软件产品向服务商的转型.....	15
5.2 WPS AI：AI 赋能全新办公服务体系.....	17
6 风险提示	18

图 目 录

图 1: 金山办公的连续增长曲线	1
图 2: WPS 的飞轮	2
图 3: 金山办公发展沿革图	3
图 4: 金山办公主要股权结构图	3
图 5: 公司主要产品及服务矩阵图	4
图 6: 公司办公服务订阅服务功能	6
图 7: WPS Office 桌面版广告推广	7
图 8: WPS Office 移动版广告推广	7
图 9: 公司 2018 年主营业务收入结构情况	7
图 10: 公司 2018 年主营业务毛利情况	7
图 11: 近三年公司主营业务收入结构情况	8
图 12: 公司近五年营业收入及增速	8
图 13: 公司近五年归母净利润情况 (单位: 百万元)	8
图 14: 近三年公司及各细分业务毛利率	9
图 15: 公司近三年研发开支及占营业收入比重	9
图 16: 截止 2018 年底公司产品应用情况	10
图 17: 2012 年-2018 年中国办公软件用户规模及其同比	11
图 18: 2012 年-2018 年中国网络核心版权收入规模	12
图 19: 2016 年-2018 年 2B 和 2C 收入规模及趋势	13
图 20: 公司付费用户月活数量及同比	13
图 21: 2B 的产品使用授权收入及其同比	13
图 22: 2B 的机构客户订阅收入及占服务订阅收入比例	13
图 23: 2C 的 WPS 会员收入及其同比	14
图 24: 2C 的稻壳会员收入及其同比	14
图 25: 2C 广告收入及其结构	15
图 26: 云服务主要功能	16
图 27: Office 365 的 AI 功能与模式	17

表 目 录

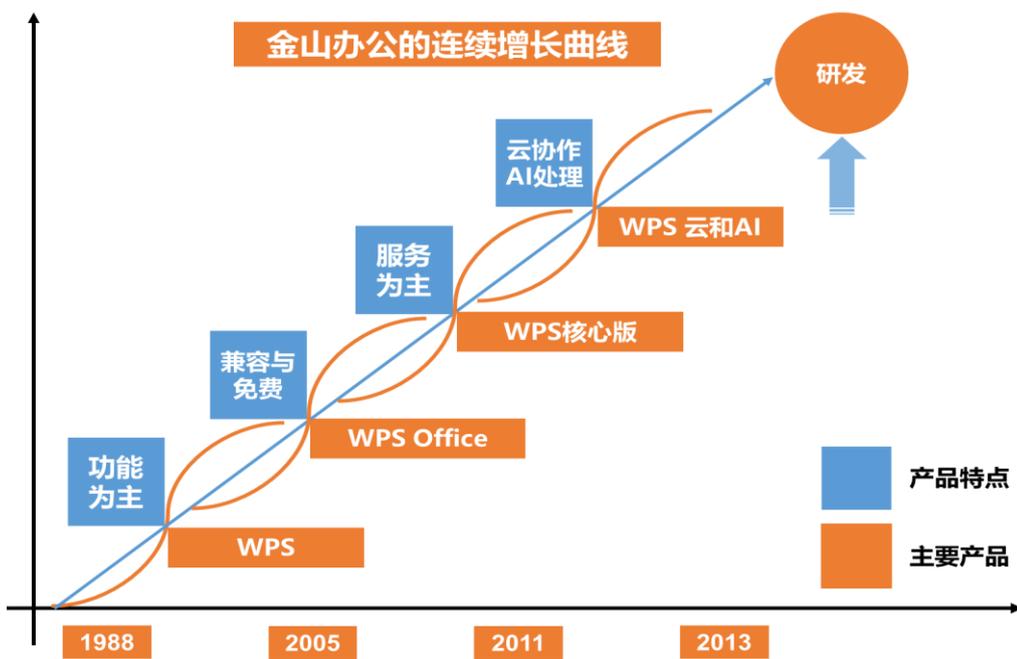
表 1: 金山办公目前主要产品	4
表 2: 公司办公订阅服务收费标准	6
表 3: 公司本次募集资金用途	10
表 4: 竞争对手情况	11
表 5: 国内主要云端 office 品牌及优劣势	16
表 6: Office 365 主要 AI 功能介绍	17

1 金山办公：国内首选的民族办公软件

1.1 WPS 的飞轮模型

金山办公是全国领先的办公软件和服务提供商，主要从事 WPS 办公软件产品及服务的设计研发和销售推广。公司产品主要包括 WPS Office 办公软件和金山词霸等；公司服务主要包括基于公司产品及相关文档的增值服务以及互联网广告推广服务。公司在办公软件领域拥有 30 余年的研发经验和技術积累，旗下主要产品及服务皆由公司自主研发，针对核心技术拥有自主知识产权。

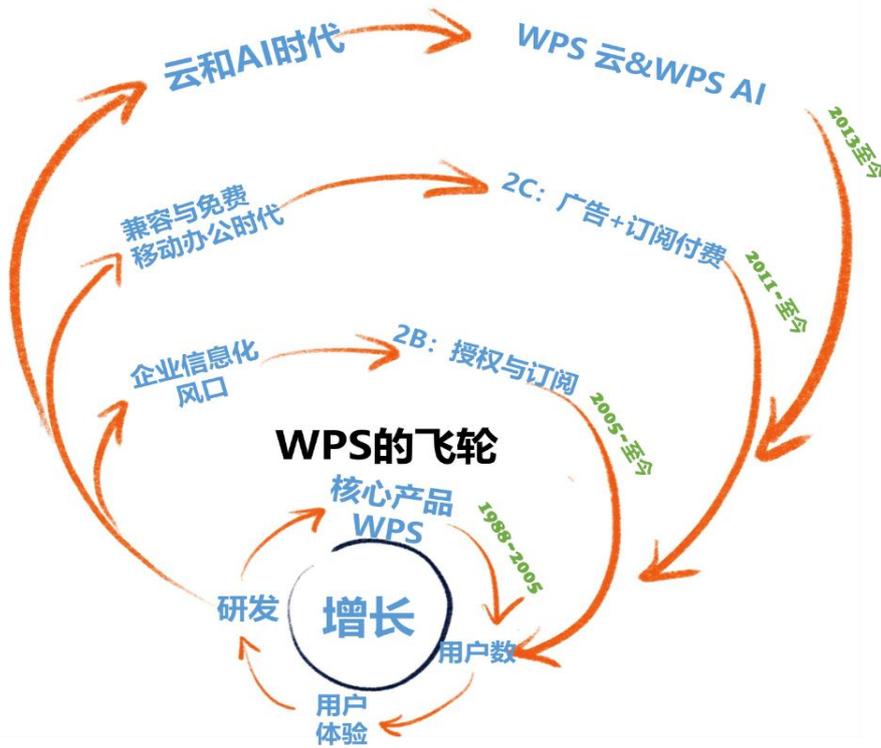
图 1：金山办公的连续增长曲线



数据来源：西南证券

回顾金山办公 30 年的成长历史，我们引用企业增长经典理论的“飞轮模型”对公司过去与未来的成长路径进行分析。公司从 1988 年成立至今主要经历三大阶段，顺应三大时代发展趋势，也是公司开启高速增长的三层飞轮。金山办公作为民族办公软件绝对龙头，目前已经形成了以研发驱动，围绕 WPS 核心产品的“2B—2C—WPS 云+WPS AI”连续增长的飞轮模型。

图 2: WPS 的飞轮



数据来源: 西南证券

(1) **底层飞轮:** 增长的核心驱动力在于自主研发, 围绕核心产品 WPS 不断进行优化创新, 驱动增长; 1988 年至 1995 年的 7 年间, WPS 一度占据当时 90% 的市场份额, 是中国第一代电脑使用者的启蒙软件;

(2) **第二层飞轮:** 在经历了竞争对手进入、“盘古”失利等低谷期, 公司抓住加入 WTO 后的国内 BG 端软件正版化和国产化浪潮, 打响政府采购第一枪; 并于 2005 年历时三年研发出拥有完全自主知识产权的 WPS Office 2005, 借助企业信息化浪潮和个人用户永久免费, 让 WPS 重获新生;

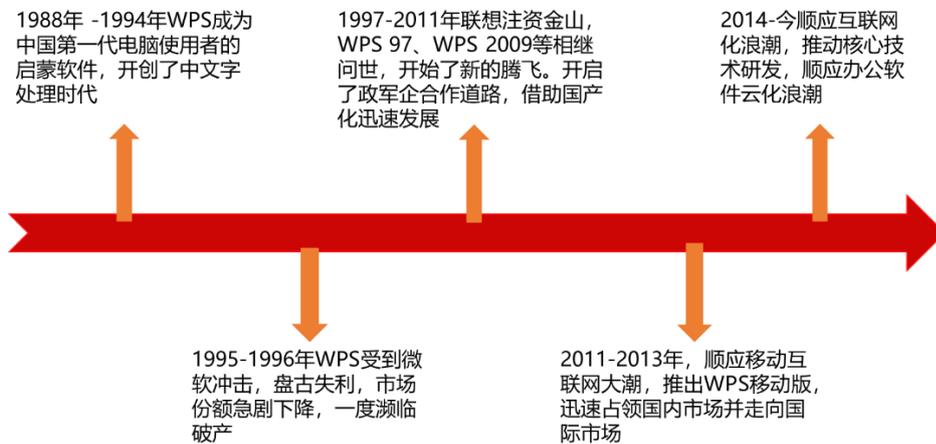
(3) **第三层飞轮:** 2011 年, 随着移动互联网浪潮来临, 公司在移动办公行业前景不明晰的情况下, 先后推出 WPS Android 版、WPS iOS 版, 成为当时全球领先的移动 Office 产品; 并在前期免费策略迅速获客的基础上, 通过内容和功能付费获得成长新动能;

(4) **第四层飞轮:** 云和 AI 时代来临, 公司积极顺应时代趋势, 确定“多屏、内容、云、AI”的发展战略, 构建以云为基础, 内容、多屏为辅助, AI 赋能的新 Office 四大件。

1.2 公司全景：WPS 办公软件为核心，聚焦三大盈利模式

发展沿革：

图 3：金山办公发展沿革图

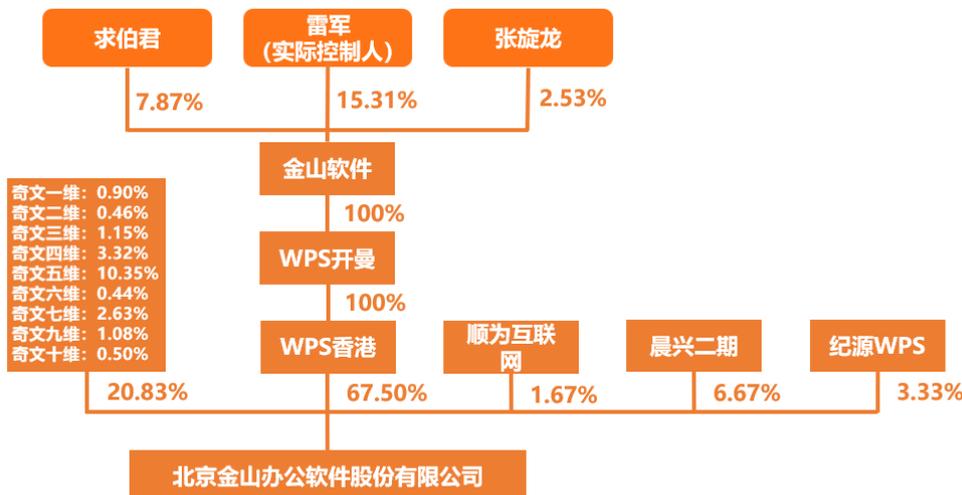


数据来源：招股说明书，西南证券整理

股权结构：

公司的实际控制人为雷军，间接持有金山办公 12% 的股权；求伯君间接持有 7.9% 的股份，是实际控制人雷军的一致行动人。持有 5% 以上股份的股东还有奇文五维的 10.4% 以及晨兴二期的 6.7%，其中奇文五维是以员工持股为目的而设立的主体。

图 4：金山办公主要股权结构图

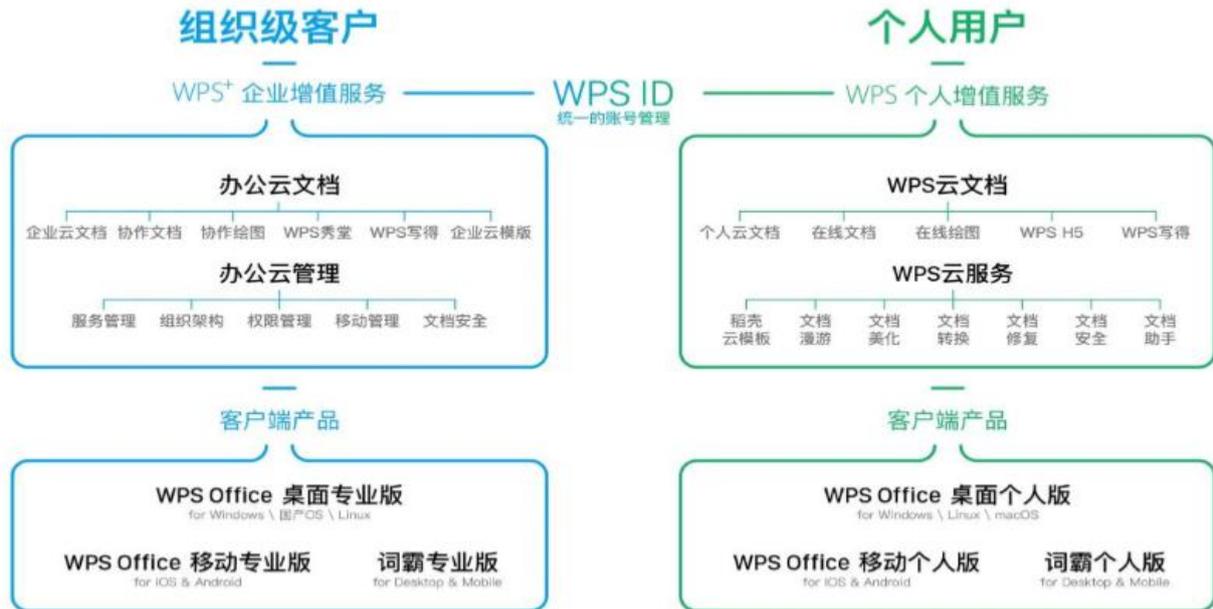


数据来源：招股说明书，西南证券整理

主营产品和服务：

金山办公的主营产品主要是 WPS Office 办公软件和金山词霸，可在 Windows、Linux、MacOS、Android、iOS 等众多主流操作平台上应用。

图 5: 公司主要产品及服务矩阵图



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

WPS Office 办公软件产品: WPS Office 办公软件是公司的核心产品, 主要包括 WPS Office 桌面版及 WPS Office 移动版, 软件及服务业务收入占营业收入比例达 99%以上。WPS Office 在与国外主流 Office 高度兼容的同时, 拥有各种丰富的特色功能, 为广大用户提供稳定、便捷的办公支持, 满足各类用户的办公需要。同时, 公司为 WPS Office 用户提供快速、便捷、高效的线上和线下服务及技术支持。桌面版和移动版都具备**文字、表格、演示、PDF 阅读**等组件。

表 1: 金山办公目前主要产品

序号	产品类型	产品图片	主要性能与特点
WPS 桌面版	WPS Office Windows 版		WPS Office Windows 是基于 Windows 平台应用的办公软件, 包括 WPS Office Windows 个人版和 WPS Office Windows 专业版, 分别具有体积小、易操作、特色功能丰富、个性化界面风格与高兼容的二次开发体系、支持 XML 标准、支持版式文档、文档安全等特点
	WPS Office Linux 版		WPS Office Linux 版是基于安全可靠整机平台研发的办公应用软件, 主要包括 WPS 文字、WPS 表格、WPS 演示等组件, 具有支持多平台适配、定制二次开发体系、支持国家标准、安全功能增强

序号	产品类型	产品图片	主要性能与特点
	WPS Office Mac 版		WPS Office Mac 版是基于苹果桌面操作系统 Mac 平台研发的办公应用软件，支持各种苹果桌面操作系统设备，
WPS 移动版	WPS Office 移动个人版		WPS Office 移动个人版随着智能手机普及不断发展，具备体积小、速度快、可定制优化、智能排版、便于携带等特点，能够支持 OOXML、PDF、HTML 等 50 多种文档格式，拥有文档漫游功能等特色功能，帮助客户实现便捷的移动办公。
	WPS Office 移动专业版		WPS Office 移动专业版是针对组织级客户研发的移动办公软件产品，具有企业个性化定制、系统兼容性强、文档安全性高满足不同的企业个性与需求，保证文档在生产、协同、分享及与其他应用系统通过程中的信息安全

数据来源：招股说明书，西南证券整理

金山词霸：金山词霸是一款以中英互译为主的电子词典及在线翻译软件，支持 Windows、iOS、Android 等多种平台。产品涵盖数量众多的权威词典，支持多语种文章翻译，用户可使用金山词霸进行英文阅读、写作、口语练习以及单词复习等多种语言训练。

除提供以 WPS 为核心的办公软件产品，公司还提供基于公司产品及相关文档的**办公增值服务以及互联网广告推广业务**。其中办公增值服务主要包括企业办公增值服务，即为组织级客户提供专业级产品、企业办公云及办公解决方案等；和个人办公增值服务，即为个人用户提供办公应用软件及个人办公云服务等。互联网广告推广服务则主要以“免费+广告”的方式，以产品、官网为主要载体，为各类广告客户提供广告营销服务。

盈利模式：

公司的盈利模式主要分为**办公软件产品使用授权、办公服务订阅和互联网广告推广**三种。自公司由提供工具产品向应用服务转型以来，**办公软件产品使用授权的收入相对稳定**，而随着付费客户的持续增加，**办公服务订阅和互联网广告推广的收入呈现快速增长趋势**。

(1) 办公软件产品使用授权模式面向不同规模的组织级客户，主要包括数量授权和场地授权两种模式。中小型机构客户软件订购数量较少，通常采用**数量授权模式**，即公司授予此类客户某一版本的软件使用权，然后按照授权数量进行收费；软件需求数量较大的大型客户则通常采用**场地授权方式**，即公司授予此类客户在合同约定期间在其经营场所不限装机数量使用某一版本软件的权利，然后公司针对整个场地收取授权使用费用。

(2) 办公服务订阅面向机构客户和个人用户。**机构客户办公服务订阅模式**通常与客户逐年签订合同或签署多年框架式合同，并在合同约定期间内分摊确认收入。相较传统的办公软件产品使用授权模式，办公服务订阅模式更加强调服务化、差异化，客户可以享受与软件配套的一系列针对客户自身的定制化服务并持续获得产品升级和技术支持服务，是公司未来着力推广的重点。

图 6：公司办公服务订阅服务功能


数据来源：西南证券整理

个人用户服务订阅为个人用户提供会员服务，会员主要分为 WPS 会员（含超级会员）、稻壳儿会员两类，WPS 会员服务注重基于 WPS Office 办公软件的功能型服务，如 WPS 会员可以使用文档美化、会员皮肤等增值服务以及更大的云文档存储空间等高级权限；稻壳儿会员则可以每月免费下载一定数量的稻壳儿云模板，享受资源型服务，稻壳儿会员也可以选择按个数购买模板；超级会员既可享用 WPS 会员服务，又可享受稻壳儿资源服务。

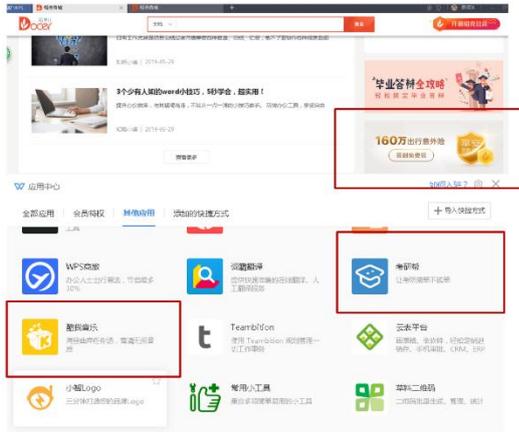
表 2：公司办公订阅服务收费标准

面向对象	产品服务	价格标准
企业级	WPS 桌面版	1998 元
	商业版	365 元/人/年
	高级商业版	599 元/人/年
个人客户	WPS 会员	15 元/月
	WPS 超级会员	30 元/月
	稻壳儿会员	20 元/月

数据来源：招股说明书，西南证券整理

(3) 互联网广告推广模式：互联网广告推广服务核心在于免费使用 WPS Office 及金山词霸软件产品的庞大用户群体产生的显著的**广告投放价值**。互联网广告推广以产品为载体，在为广大用户提供免费使用产品的同时，为有推广需求的客户在客户端及网站平台上提供广告位，通过启动客户端产品以及软件使用时的启动封面、弹窗、开屏页等方式推广客户的服务与产品。同时根据广告投放位置、类别以及客户多样需求来确定广告推广结算的方式和收入，比如根据时长、点击量、注册数等确认信息流量，公司每月与客户根据流量信息确认收入。

图 7: WPS Office 桌面版广告推广



数据来源: WPS, 西南证券整理

图 8: WPS Office 移动版广告推广

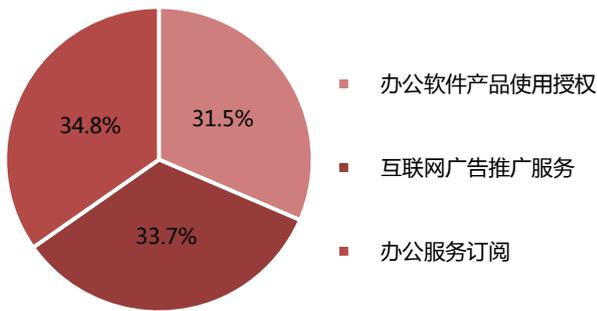


数据来源: WPS, 西南证券整理

1.3 业绩概况: 三大模式协同驱动, 业绩保持高增长

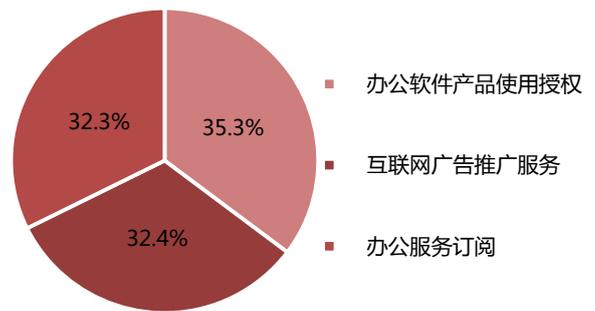
公司主营业务结构: 根据公司 2018 年的财务情况, 来自办公软件产品使用授权的收入占比 31.5%; 互联网广告推广服务收入占比 33.7%; 办公服务订阅收入占比 34.8%。毛利方面, 由于业务性质, 办公软件产品使用授权毛利率较高, 维持在 97%左右, 所以对毛利贡献最大, 为 35.3%, 超过其收入占比; 互联网广告推广业务和办公服务订阅则分别贡献了 32.4%和 32.3%的毛利, 略低于其收入占比。总体来看, 在 2018 年三块业务之间收入情况以及对毛利的贡献相差不大。

图 9: 公司 2018 年主营业务收入结构情况



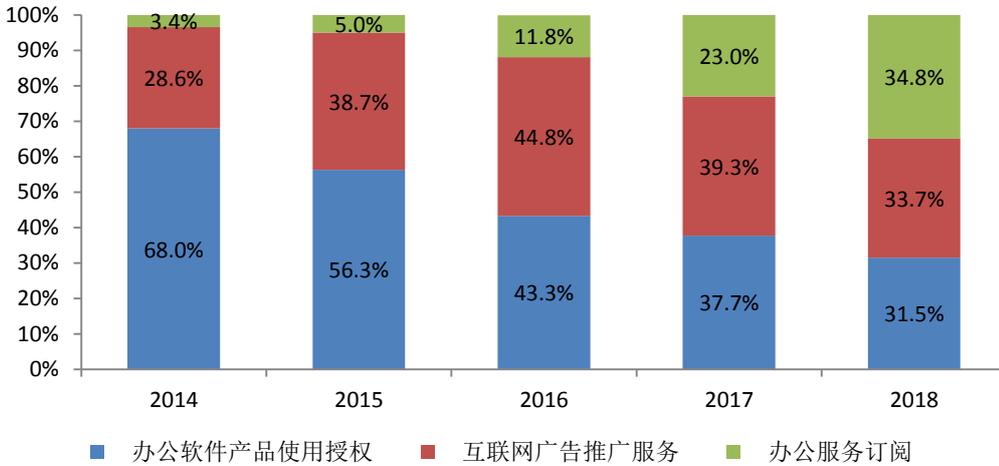
数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

图 10: 公司 2018 年主营业务毛利情况



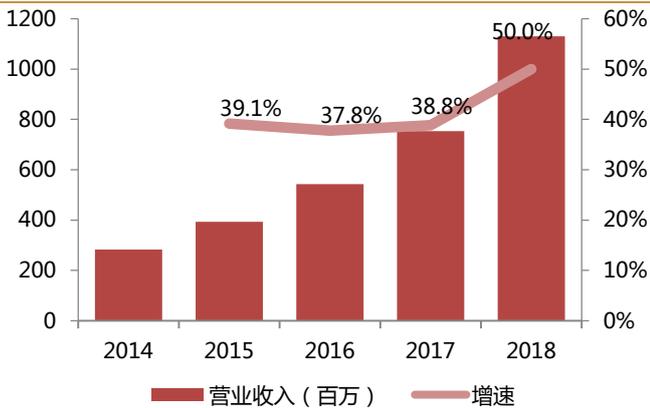
数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

近三年, 金山办公软件产品使用授权和互联网广告推广服务收入虽然每年都在上升, 但收入占比不断下降, 相对应, 办公服务订阅收入每年增长迅速, 2016 年至 2018 年平均复合增长率达 147.5%, 收入占比也于 2018 年超过前两者成为主要收入来源, 这也一定程度上说明了公司的产品结构在不断优化。

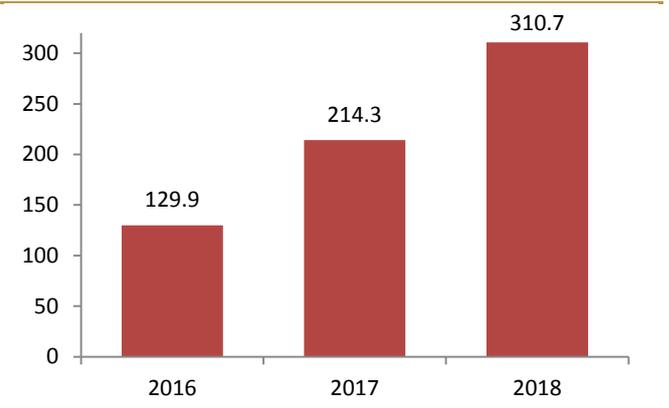
图 11: 近三年公司主营业务收入结构情况


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

公司业绩状况: 公司 2018 年营业收入已突破 11 亿元人民币, 由 2016 年的 5.4 亿元不断增长, 年均复合增速达到 44%; 毛利从 2016 年的 4.8 亿元增长至 2018 年的 9.8 亿元, 年均复合增速高达 43%。

图 12: 公司近五年营业收入及增速


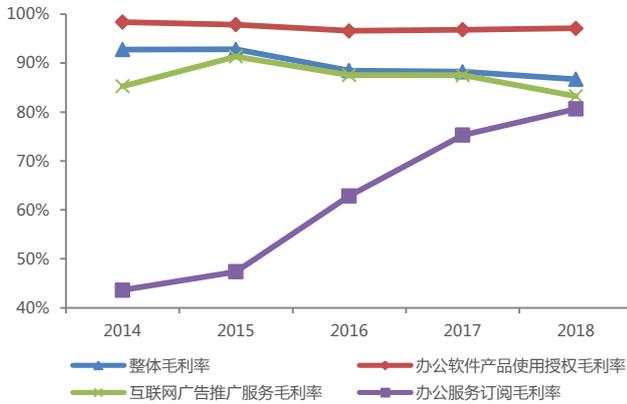
数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

图 13: 公司近五年归母净利润情况 (单位: 百万元)


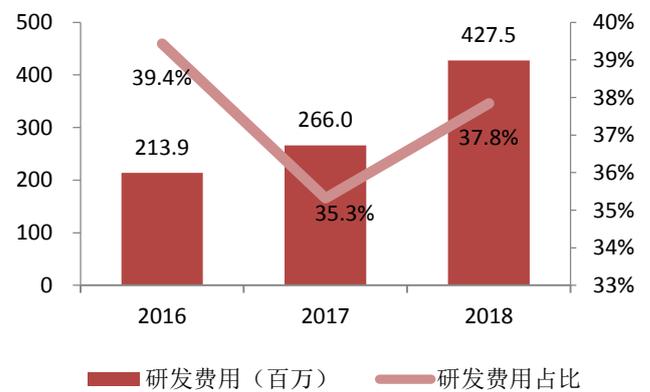
数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

公司近三年毛利率分别为 88.5%、88.2% 以及 86.7%，其中办公软件产品使用授权毛利率为 96.6%、96.8%、97.1%，互联网广告推广服务毛利率为 87.6%、87.5%、83.3%，办公服务订阅毛利率为 62.9%、75.3%、80.7%。公司总体毛利率较为稳定，其中办公服务订阅毛利率逐年上升，互联网广告推广服务毛利率在 2018 年有所下降。

公司近三年净利润分别为 1.3 亿元、2.1 亿元、3.1 亿元，净利润率分别为 23.8%、28.5%、27.5%，净利润率较高且波动不大，2018 年净利润率有所下降的主要原因是研发费用率的升高，公司加大了研发投入支出，从 2017 年 2.7 亿元的研发费用增加到 4.3 亿元，同比增长 60.7%。扣除非经常性损益后，2016 年至 2018 年净利润率分别为 20.9%、25.5%、23.9%，相较于可比上市公司净利润率仍处于较高水平。

图 14: 近三年公司及各细分业务毛利率


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

图 15: 公司近三年研发开支及占营业收入比重


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

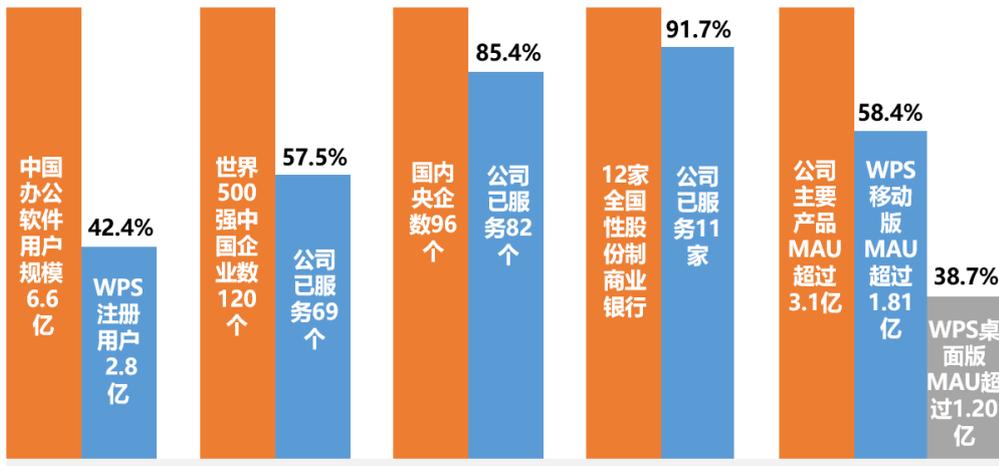
2 底层飞轮: 自主研发, 核心产品 WPS 驱动增长

2.1 30 年技术积累, 造就国产办公软件龙头

自 1988 年由公司创始人求伯君开发 WPS 1.0, 公司在办公软件领域已积累了 30 余年的经验及技术。作为一家软件服务公司, 公司始终坚持自主研发驱动, 2018 年公司研发支出 4.3 亿元, 占营收比例达到 37.8%。

截至 2018 年底, 按照公司 WPS 注册用户总量 2.8 亿计算, 公司 WPS 办公软件用户占国内办公市场用户总规模的 42.75%。截至 2018 年 12 月, 公司主要产品月度活跃用户数 (MAU) 超过 3.1 亿, 其中 WPS Office 桌面版 MAU 超过 1.2 亿, 领先国内其他办公软件; WPS Office 移动版月活数超过 1.8 亿; 公司其他产品 (如金山词霸等) 月活数接近 0.1 亿。此外, WPS Office 移动版已覆盖全球 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。

公司 WPS Office 产品及服务在政府、金融、能源、航空等多个重要领域应用广泛, 在政府部门尤其明显, 公司软件目前已覆盖 30 多个省市自治区, 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 57.5%; 国内 96 家央企中, 公司已服务 82 家, 比例达 85.4%; 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, 公司服务客户达 11 家, 比例达 91.7%。在国内所有省级政府办公软件的采购中, WPS Office 占据总采购量近三分之二的市场份额。

图 16: 截止 2018 年底公司产品应用情况


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

公司募投项目: 公司此次募集资金主要用于四大方向, 共 10 个项目。具体包括: **WPS Office 办公软件研发升级方向** (客户端和安全可靠的增强优化)、**办公领域 AI 基础研发方向** (人机协同辅助写作、AI 自然语言处理、AI 计算机视觉识别等)、**办公产品互联网云服务方向** (云服务和增值服务研发)、**办公软件国际化方向** (全球研发、技术服务、营销网络的建设等)。再一次突出了未来公司聚焦办公软件云服务和 AI 研发的发展战略方向。

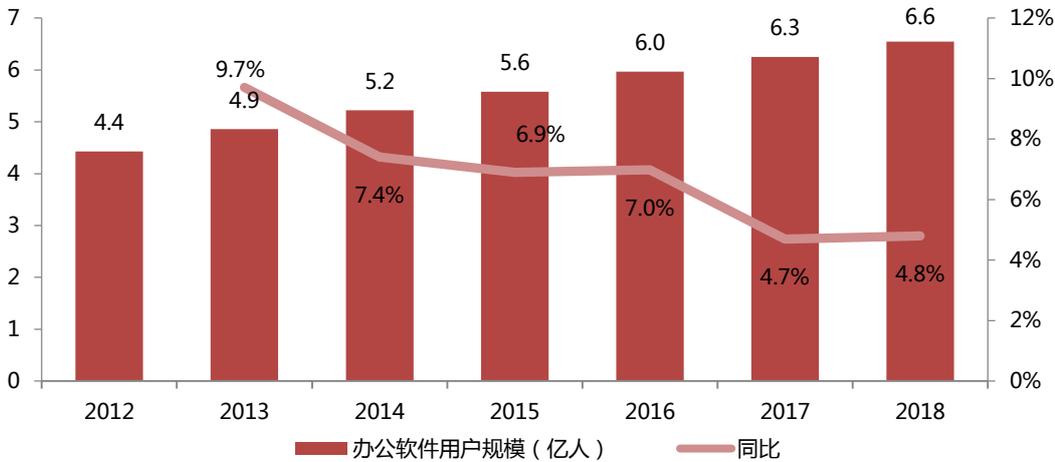
表 3: 公司本次募集资金用途

方向	项目	拟用募集资金投资额 (亿元)
WPS Office 办公软件研发升级方向	WPS Office 办公软件客户端增强与优化项目	4.04
	WPS Office 办公软件安全可靠增强与优化项目	2.05
办公领域人工智能基础研发中心建设方向	基于海量语料的人机协同辅助写作系统研发项目	1.08
	AI 自然语言处理平台项目	1.05
	AI 计算机视觉识别平台项目	1.06
办公产品互联网云服务方向	办公产品云服务研发中心建设项目	2.04
	互联网增值服务研发项目	4.06
办公软件国际化方向	WPS Office 办公产品及服务全球化研发升级项目	2.04
	全球技术服务支持中心建设项目	2.06
	全球营销网络服务中心建设项目	1.03

数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

2.2 办公软件行业规模庞大, WPS 竞争优势明显

随着社会信息化的发展, 互联网渗透率的不断提升, 近年来办公软件用户数量也在持续增长。计世资讯数据显示, 2012 年至 2018 年中国办公软件用户规模逐年攀升, 平均每年新增用户数量达 3000 万以上, 2018 年用户人数达到 6.6 亿人, 并且目前用户数量及市场规模仍处于上升趋势之中。

图 17：2012 年-2018 年中国办公软件用户规模及其同比


数据来源：计世资讯，招股说明书，西南证券整理

国内行业竞争格局稳定，微软和金山办公竞争优势明显

由于行业壁垒较高，目前国内市场中的办公软件品牌不多，国外品牌主要有微软的 Microsoft Office、谷歌的 G Suite 和苹果的 iWork。微软目前占有最高的市场份额，是办公软件产业技术的主要创新者和核心技术掌握者；谷歌的 G Suite 办公套件是一套在线办公软件，可以通过云端处理和搜索文档、表格、幻灯片，同时具备与其他 G Suite 用户云端分享文件、编辑文件等功能；iWork 是苹果公司为 Mac OS X 和 iOS 操作系统开发的办公室软件，包括文档、电子表格和演示文稿等产品，主要针对具有 Apple ID 的用户。

对于国内品牌，金山办公的 WPS 是最大的国产办公软件及服务提供商。截至 2018 年底，按照公司 WPS 注册用户总量 2.80 亿计算，WPS 办公软件用户占到了国内办公市场用户总规模的 42.8%；国内品牌还有永中 Office 以及中标普华 Office，但市场占有率不高。

目前，国内市场中微软和金山办公取得了明显的竞争优势，市场中形成了微软、金山办公同台竞争，其他厂商如永中软件股份有限公司、中标软件有限公司等跟进发展的竞争态势。

表 4：竞争对手情况

竞争公司		主要产品
国外	微软-Microsoft Office	Microsoft Office 是一套基于 Windows 操作系统的办公软件，常用组件有 Word、Excel、PowerPoint 等
	谷歌-G Suite	G Suite 办公套件是一套在线办公软件，可以通过云端处理和搜索文档、表格、幻灯片，具体包括 Gmail、日历、云端硬盘等。G Suite 核心服务以及 Google+、环聊、Blogger 等附加服务，并具备与其他 G Suite 用户云端分享文件、编辑文件等功能。
	苹果-i Work	iWork 是苹果公司为 Mac OS X 和 iOS 操作系统开发的办公室软件，包括文档、电子表格和演示文稿等产品。iWork 套件也向公众推出了云端的在线网页版本 iWork for i Cloud，主要针对具有 Apple ID 的用户。
国内	永中-永中 Office	永中软件股份有限公司是国内基础办公软件开发和服务商，以永中 Office 为核心，提供桌面办公、移动办公、云办公和文档转换服务等多种专业的产品和解决方案，主要包含文字处理、电子表格和简报制作等应用。
	中标-中标普华 Office	中标软件有限公司是中国 Linux 操作系统和办公软件产品提供商和服务商，中标普华 Office 在审计、财税、工商等领域得到了应用，可以同时运行于 Windows 和 Linux 平台，有普通版、教育版、藏文版等版本。

数据来源：各公司官网，金山办公招股说明书，西南证券整理

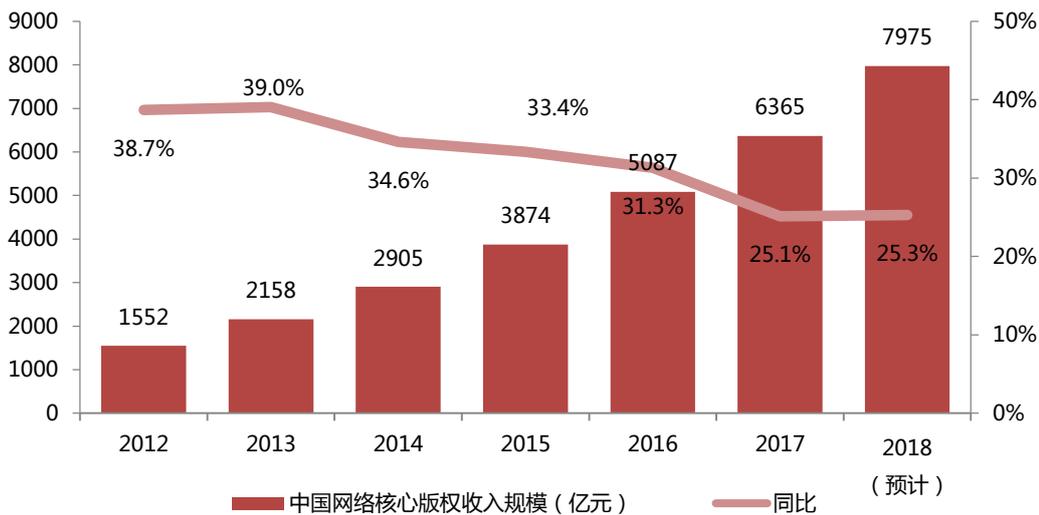
软件安全化趋势日益突出，办公软件行业壁垒更强

当前社会软件正变得越来越重要，已经成为企业运营管理过程中不可或缺的一部分，安全问题也日益受到关注。对客户来说，能否保护其隐私、保障行业敏感信息安全是选择产品时的重要考虑因素之一。这种情况下，与品质、服务及用户信任度等密切相关的品牌就至关重要。同时由于客户很容易形成自己的习惯和品牌认知，并且用户办公习惯具有一定的粘性，后进入行业者重塑消费者已养成的习惯和认知障碍就困难重重，成本很高。

版权价值逐渐提升，用户付费意愿增强

2017 年国务院印发《“十三五”国家知识产权保护和规划》，将知识产权首次列入国家重点专项规划，同时消费者的产权意识也开始增强。数据显示，近年来随着用户付费能力的增强，内容版权付费金额持续上升，用户付费收入规模占比在 2017 年已超过整体网络版权收入的一半。办公软件企业一直遭受盗版等侵权行为的侵害，在当前环境下盗版等知识产权保护问题对软件企业的不利影响会逐渐减小。作为版权价值上升的受益行业之一，内容付费已成为其进一步发展的新动能。

图 18：2012 年-2018 年中国网络核心版权收入规模



数据来源：国家版权局网络版权产业研究基地，西南证券整理

3 第二层飞轮：2B 端授权业务稳步增长，订阅服务空间巨大

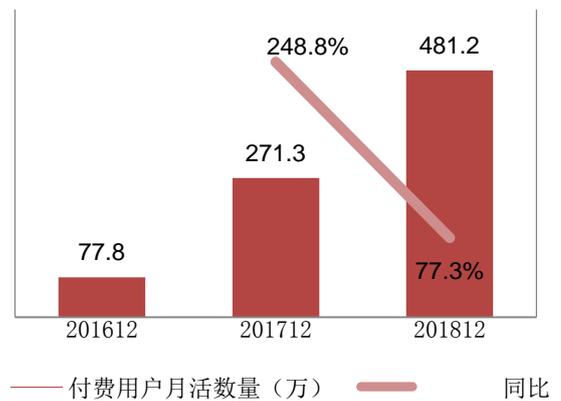
WPS Office 商业模式主要分为 2B、2C 两种。2C 主要包括 WPS 会员、稻壳会员和广告，2B 收入主要是来自产品使用授权及机构客户订阅（增值服务）。

由于金山词霸业务创造的收入规模相较于 WPS 极小，所以暂不考虑金山词霸所创造的 2B 和 2C 收入。在这种情况下，近三年金山办公 2C 收入分别为 2.9 亿元、4.3 亿元和 7.2 亿元左右，两年内收入增长 4.3 亿元；同期金山办公营业收入增长 5.9 亿元，贡献了公司两年来 72.3% 的增量营业收入成长，是公司目前主要的增长点。同时 2018 年 2C 收入占到当年营业收入的 63% 左右，成为金山办公最主要收入模式。

2014年到2018年2B收入为2亿元、2.3亿元、2.5亿元、3.1亿元和3.8亿元，保持逐年稳定增长。2016年2B和2C收入规模相差仅0.4亿元左右，而2017年开始，2C收入增长较快，年复合增长率约为58%，与此同时，2B收入增速仅为23%左右，在2018年两者收入规模相差约3.3亿元。

图 19：2016 年-2018 年 2B 和 2C 收入规模及趋势


数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 20：公司付费用户月活数量及同比


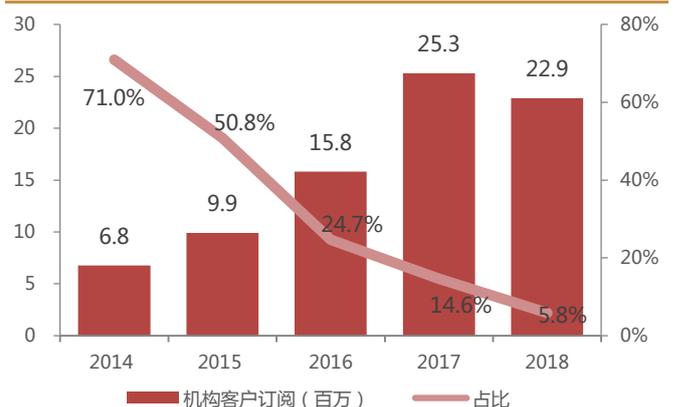
数据来源：招股说明书，西南证券整理

2B 的产品使用授权收入主要来自于政府和大型企业，在 2016 年至 2018 年分别为 2.6 亿元、2.8 亿和 3.6 亿，收入稳步上升，占主营业务收入的比例分别为 43.3%、37.7%和 31.5%，占比呈逐年下降的趋势。

2B 的机构客户增值服务在 2016 年至 2018 年分别为 0.2 亿元、0.3 亿元和 0.2 亿元，占 WPS 办公服务订阅收入的比例分别为 25.7%、16%和 6.4%，占比近三年来大幅下降，收入规模也在 2018 年减少，目前对营业收入贡献不大。

图 21：2B 的产品使用授权收入及其同比


数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 22：2B 的机构客户订阅收入及占服务订阅收入比例


数据来源：招股说明书，西南证券整理

4 第三层飞轮：2C 端内容和功能付费成增长新动能

4.1 个人客户订阅收入迅速增长，打开成长空间

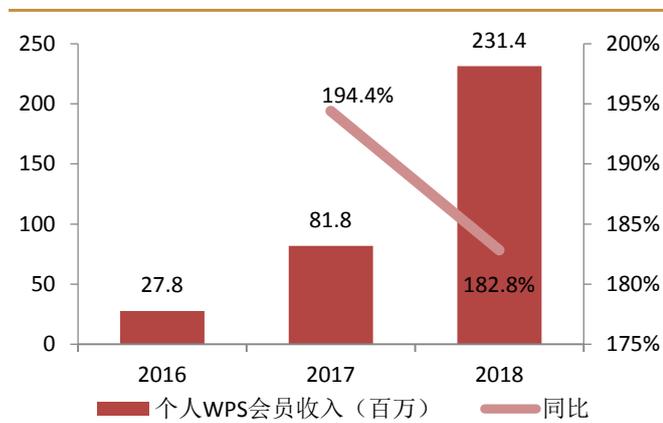
WPS 个人客户订阅的 2C 收入的快速增长受益于 WPS 用户月活数的增加，由此带来了付费用户以及广告收入的增加。根据公司招股说明书，2018 年 12 月公司产品月度活跃用户数超过 3.1 亿，其中付费用户月活数达 481.2 万，相较于 2016 年 12 月付费用户月活的 77.8 万人次在两年内翻了 6 倍之多。随着公司云服务以及 AI 技术的不断进步和客户版权付费意识的不断增强，2C 收入保持较高增速水平增长。

2C 的 WPS 会员收入在 2016 年至 2018 年分别为 0.3 亿元、0.8 亿元和 2.3 亿元，这部分收入规模增长迅速，年复合增长率高达 189%，占 WPS 办公服务订阅收入的比例分别为 45.2%、51.7%和 64.7%，可以看出，个人 WPS 会员一直是公司办公服务订阅收入的重要来源且发挥着越来越重要的作用。

2C 的稻壳会员收入 2016 年至 2018 年分别为 0.2 亿元、0.5 亿元和 1 亿元，占 WPS 办公服务订阅收入的比例分别为 29%、32.3%和 28.9%，该部分对办公服务订阅收入的贡献相对来说较为稳定，每年增长速度客观。

WPS 会员和稻壳会员性质类似，面向个人客户提供增值服务，综合来看，2018 年 WPS 个人客户订阅收入占 WPS 办公服务订阅收入比例达到了 93.6%，是收入的重要来源，虽然收入占比增长潜力接近天花板但随着国民版权意识增强，公司付费用户的持续增长，收入规模绝对数仍有很大的上升潜力。

图 23：2C 的 WPS 会员收入及其同比



数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 24：2C 的稻壳会员收入及其同比



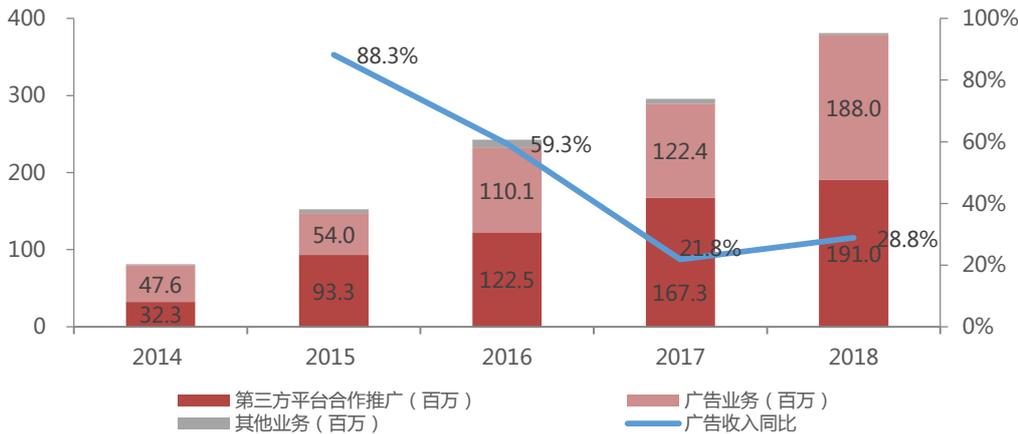
数据来源：招股说明书，西南证券整理

4.2 “免费”积累用户，“广告”投放变现价值

金山办公 2C 的广告收入主要来自 WPS 办公软件，在不考虑其他业务取得的广告收入情况下，该部分收入在 2016 年至 2018 年分别为 2.4 亿元、3 亿元和 3.8 亿元，每年保持 20% 以上稳定增长，但由于增速不及办公服务订阅收入，占营业收入的比例逐年下降，分别为 44.8%、39.3%和 33.8%。

公司广告收入主要包括第三方平台合作推广收入和自营及代理广告业务收入。第三方平台合作推广服务主要系公司利用自有产品流量满足第三方平台中广告主的互联网广告展示需求，这种广告模式收入最高，2016年至2018年占当期主营业务收入比例分别为22.6%、22.2%及16.9%。广告业务中，公司与广告主或广告代理商约定展示方式及计费方式，此种模式收入增速较快，在2018年和第三方平台合作推广收入相当。

图 25：2C 广告收入及其结构



数据来源：西南证券整理

数据显示，WPS Office 近 9 成用户是职场白领，1 成是在校学生，接近 8 成用户拥有本科及以上学历，这部分人群对于具有消费升级性质的学习教育产品、优质电商产品的需求相对而言都很高，所以金山目前最大的广告主是电商行业，其次教育行业、快消行业、3C 行业等。

5 第四层飞轮：未来已来，云化订阅+WPS AI 蓄势待发

5.1 WPS 云：由软件产品向服务商的转型

WPS 云从 2012 年开始，实现的第一个核心功能是 WPS 云文档，可通过一个账号管理所有文档。随后，经过多次的创新演变，WPS 云逐渐演化成相互协作的平台，一个交流的工具，已经渗透在所有端，包括微信、桌面、浏览器、小程序、APP 端等。随着用户数和使用数据的滚动上升，将来云服务会扩大，最终目标是实现一切皆可分享协作。

目前国内在线文档市场飞速发展，解决了用户办公痛点，用云端服务，越过繁琐的软件开启、邮件发送等环节，让用户真正进入协作办公的状态中，进而对办公效率产生实质的增益。同时，在线协作办公并不只是 PC 电脑上的生产力体现，现在几乎人人都在用的智能手机，也充当了办公场景的延续。

图 26: 云服务主要功能



数据来源: 西南证券整理

2018 年 7 月金山 WPS 推出的 WPS 文档为办公协作提供便捷的方式, 解决了多人在线协作的需求, 用户可以直接通过链接分享文档, 邀请他人一同协作, 通过扫描二维码即可完成文件在手机、电脑不同终端的编辑场景切换。推出后的短短 4 个月内, 金山就宣布 WPS 文档日活已经突破 6900 万。同年 12 月, 金山 WPS 文档已积累超 147 亿个文件, 每日新增文件数超 1600 万, 每天有超 158 万的用户通过 WPS 文档来进行办公协作。这标志着, WPS 文档已经改变了国内在线文档的市场格局。

在艾瑞咨询发布的《2018 WPS Office 用户白皮书》调查中显示, WPS Office 用户有超过半数的量级在家中使用 WPS Office, 也有 43.3%、42.1% 的用户分别在通勤和旅途中使用软件, 多途径、多角度的使用途径和地点让 WPS 用户不再生硬的坐在办公室里使用软件。这也说明了 WPS 在线文档的必要性以及广阔前景。

目前中国市场没有同类型国外软件, 例如 Google Docs、Office 365 普及率也不高, 缺乏标杆, 带来的后果是这条护城河非常浅。国内其他公司也意识到这一市场发展的潜力, 例如 2018 年 4 月 18 日, 腾讯对外公布了自家旗下的文档服务“腾讯文档”, 可与微信对接、QQ 直接登录, 也可支持多人在线文档修改。但在实际使用和与 WPS 文档的对比中, 腾讯文档服务尚不成熟, 与 WPS 文档在细节功能上还存在不少的差距。

表 5: 国内主要云端 office 品牌及优劣势

面向对象	优势	劣势
WPS 文档	兼容能力强; 功能全面	变现困难, 盈利存在难点
腾讯文档	完全免费; 基于社交流量属性	处理超大在线协作文档有所欠缺; 持续创新能力不足
石墨文档	起步早, 技术优势; 合作企业多	服务收费; 用户积累成本高

数据来源: 西南证券

目前在线文档市场已经进入了百家争鸣的阶段，但是从用户实用角度上来看，背靠金山 WPS，拥有悠久文档服务历史的 WPS 文档依然是用户的不二之选。同时在格式的精准性上，WPS 有着自己的独特优势，目前真正能做到在线文档与 Office 格式一致的只有微软 Office 和金山 WPS。而腾讯文档等虽然目前功能尚不完善，但是也在一定程度上为在线文档市场带来了竞争。这种竞争无疑是可以让所有参与者都加快研发，进而使整个在线文档市场飞速发展。

5.2 WPS AI: AI 赋能全新办公服务体系

人工智能正在以前所未有的速度发展，在日常的生产生活中扮演着越来越重要的角色，全方位、多层次立体的影响各行各业。办公软件行业作为人们工作过程中必不可少的一部分，亦深受 AI 浪潮的影响。当下的人工智能已经成为办公软件的技术引擎，AI 功能也成为办公软件的未来发展方向，各大 Office 公司都力图在办公软件中嵌入 AI 技术，进而提高办公效率。

图 27: Office 365 的 AI 功能与模式



数据来源：微软官网，西南证券整理

目前将人工智能纳入办公室套件使已成为办公软件行业的共识，无论是国外的微软、谷歌，还是国内的金山、永中，都各自开启了自身的人工智能探索之路。其中微软作为 IT 行业的前瞻者，首先涉足人工智能技术，在其最近发布的 Office 365 办公软件之中，包含将近 60 项的人工智能技术，为用户提供拼写纠正、数据丢失保护、PPT 翻译组件、Office Lens、MyAnalytics、个性化搜索和数据分析等服务，更进一步提升了用户的使用体验，提高了企业的办公效率、彰显了人工智能的技术亮点。

表 6: Office 365 主要 AI 功能介绍

Office 365 AI 功能	基本信息
翻译组件	具有成熟的翻译技术，翻译技术在市面上处于领先地位，支持 60 种语言，具有实时翻译效果，同时具有 PPT 整页翻译效果。
Office 简化运用	一键推荐 Excel 目标图表功能，基于特定数据源的 PowerBI，瞬间生成酷炫、可视化、可交互的图表。
MyAnalytics	为每个人的工作提供时间分配、进行合理的数字化分析，企业同时也可以通过 Workplace Analytics 进行生产力统计，即时发现内部工作的瓶颈，结构复杂的业务流程。通过智能扫描处理垃圾邮件，对邮件进行处理，根据邮件重要性进行分类处理。进行 Outlook 识别

数据来源：微软官网，西南证券整理

在传统的办公软件中增加机器学习和人工智能功能，提高办公室的处理效率，简化重复性任务，进行自动化和个性化处理已是办公软件未来发展的趋势和潮流，预计未来办公软件也将在 AI 方面走得更加深远，更加注重让用户从已使用的各种服务中搜索文件，而不是使用户局限于一个试图满足所有需求的套件中，将更多来自不同平台的用户和数据整合到一个系统之中，通过大数据和人工智能更好为用户提供服务，此外随着人工智能相关技术的逐步成熟，办公软件行业也即将取得 AI 技术的红利。

金山办公：挥别传统 Office，开启 AI 办公新时代

在办公软件行业处于技术换挡期时，人工智能化已成为软件行业发展新趋势时，金山办公也紧随 AI 浪潮，将其列入公司未来发展战略重点之一，作为未来公司增长的三驾马车之一。一方面紧随微软这个 IT 行业前瞻者，大幅增加 AI 技术的研发费用，推动其 WPS Office 人工智能服务与产品的开发。为用户提供 WPS AI 语音助手、金山办公人工智能翻译和智能写作等服务，推进基于海量语料的人机协同辅助写作系统研发项目、AI 自然语言处理平台项目、AI 计算机视觉识别平台项目三大项目的研发与升级，从而更好地实现人机协作，提高办公软件的“智慧”水平，助力办公场景更加智能化，帮助人们从繁琐中解脱出来。

另一方面 WPS 也与 Google 的 TensorFlow 开展合作，推动 AI 的能力下沉到移动终端上，而不仅仅局限于桌面办公软件，进一步提高办公软件的智能化的水平，扩大自身在移动端的领先优势。借助 TensorFlow 和 TensorFlow Lite 在框架层的算法优化能力来进行图片的处理和转换，从而能够完成物体边缘检测、自动识别图片类型、扫描件 OCR、自然场景 OCR、图片转文档的布局分析等任务，进而能够首先完成 AI 技术应用从云端到移动端的转换，使得移动 AI 能够真正的实现，取得 AI 技术浪潮中的后发优势。

6 风险提示

IPO 进度不达预期的风险：公司已提交科创板招股说明书，尚处于问询状态，后期 IPO 进程仍存在不确定性。

BG 端政府需求下滑的风险：公司在 BG 端渗透率提升受政策、产品自主可控进展等影响仍存在不确定性。

C 端客户内容付费意愿下滑的风险：2C 端业务是公司目前主要营收增长点，C 端客户付费意愿受市场推广、产品升级等影响存在不确定性。

云、AI 等新技术研发不达预期的风险：新技术推进受研发投入、人才引进、外部环境支持等多方影响，因而存在一定不确定性。

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn