

金山办公（688111）：中期2000亿市值，中长期 3000亿市值成长逻辑

——“科技茅台”系列深度之三：中美对标专题研究

东兴计算机团队：

首席分析师：王健辉	电话：010-66554035	执业证书编号：S1480519050004
分析师：陈宇哲	电话：010-66554066	执业证书编号：S1480520040001
研究助理：陈晓博	电话：010-66554044	执业证书编号：S1480119070046

东兴证券研究所
2020年9月21日



www.dxzq.net.cn

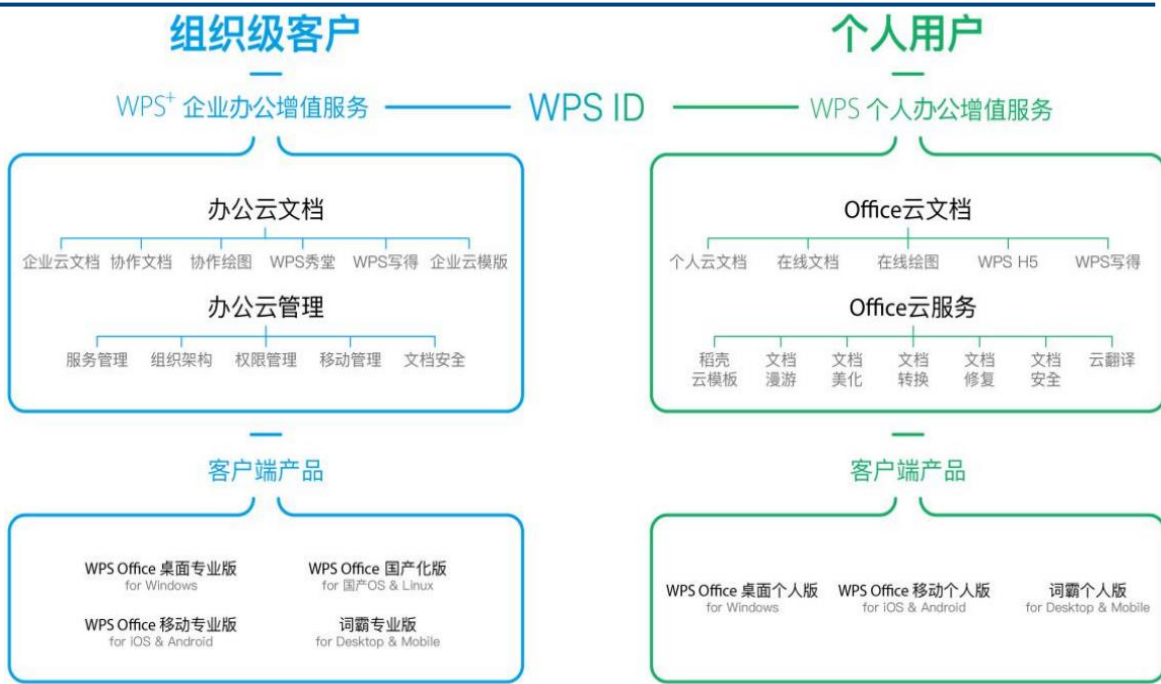
- 1 核心观点
- 2 公司简介
- 3 财务状况
- 4 行业概况：前景广阔，预计2023年市场规模达149亿元
- 5 C端：“免费+优质产品”吸引用户，广告和订阅服务实现变现
- 6 BG端：正版化和自主可控助推授权业务发展，增值服务前景广阔
- 7 对标微软，云化策略大有可为
- 8 金山业务对标及中长线成长逻辑预测

- 公司在多平台为政企、个人用户提供WPS Office办公软件以及增值订务，办公服务订阅、互联网广告推广服务、办公软件产品使用授权为主要收入。2020年H1，公司实现营业收入9.16亿元，同比增长33.64%，实现净利润3.57亿元，同比增长143.30%；办公服务订阅收入为2.14亿元，在营收中占比23.36%，同比增长6.13%；办公软件产品使用授权业务实现收入5.33亿元，在营收中占比58.19%，同比增长70.89%；互联网广告推广服务实现收入1.69亿元，在营收中占比18.45%，同比下降1.77%。
- 中国基础办公软件市场规模庞大，预计2023年行业市场规模将达到149亿元。软件和信息技术服务行业迅速发展，为办公软件行业发展提供良好环境，互联网化浪潮为基础办公软件应用奠定了坚实的用户基础，互联网化概念带动企业互联网化办公需求不断增长。正版化浪潮和自主可控政策为国内办公软件厂商提供广阔发展空间。
- 微软 Office是国际主流办公软件，WPS Office占据一定市场份额，深耕国内市场，形成六大竞争优势。MS Office在国际市场上一家独大，WPS在国内市场上占据一定份额，是国产厂商中的龙头；WPS不断进行产品研发，形成六大竞争优势：技术积累深厚、深度适配国产整机平台、移动端实现弯道超越、多年产品打磨形成行业壁垒、本土化优势、价格优势。
- C端：“免费策略+优质产品”吸引用户，广告和订阅服务实现变现。WPS在个人端采取免费策略，多渠道、低成本获取用户，并不断打磨的优质产品增加用户黏性；依靠海量用户，互联网广告推广服务实现初步变现；个人订阅业务收入迅速增长，用户数量增长、消费频次及转化率提升、用户粘性增强等因素推动个人订阅服务业务发展，付费用户数量增长较快，2020年上半年累计付费个人会员达1681万，付费用户转化率提升，增值服务增长空间广阔；疫情催熟云化办公，金山文档发展前景广阔，与竞品腾讯文档、石墨文档相比，金山文档具有一定优势，暂时未进行商业化变现。
- BG端：正版化和自主可控助推授权业务发展，增值服务前景广阔。公司为组织级客户提供软件产品使用授权，主要产品为WPS专业版，在政府和大型企业中优势明显，受益于自主可控和正版化，业务发展前景较好；公司在BG端业务形态正在实现从产品授权向云化、服务化转变，BG端增值业务大有可为，WPS+集成公司所有云服务，是商业化变现的重点。

- 1 核心观点
- 2 公司简介
- 3 财务状况
- 4 行业概况：前景广阔，预计2023年市场规模达149亿元
- 5 C端：“免费+优质产品”吸引用户，广告和订阅服务实现变现
- 6 BG端：正版化和自主可控助推授权业务发展，增值服务前景广阔
- 7 对标微软，云化策略大有可为
- 8 金山业务对标及中长线成长逻辑预测

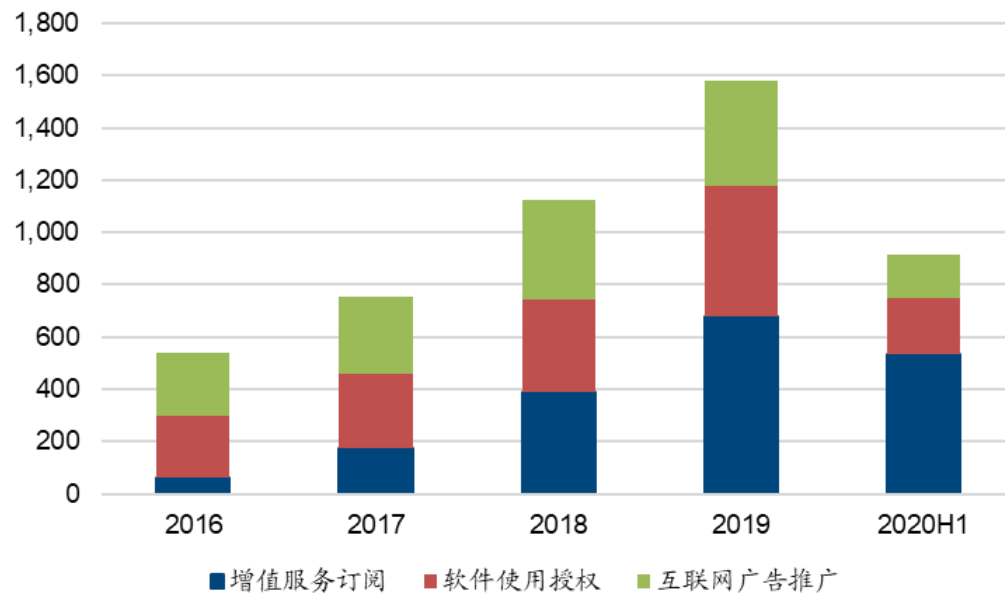
- 金山办公是国内领先的办公软件和服务提供商，主要从事WPS Office办公软件产品及服务的设计研发及销售推广。
- 金山办公在多平台为政企用户、个人用户提供优秀的WPS Office办公软件以及增值订务。在BG端，公司以授权形式为组织级用户提供客户端产品，并提供相应的办公增值服务，主要通过软件授权获得收入；在C端，公司以免费形式提供客户端产品，以收费会员形式提供增值服务，通过互联网广告以及增值服务获取收入。

图表1: 金山办公产品矩阵



资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

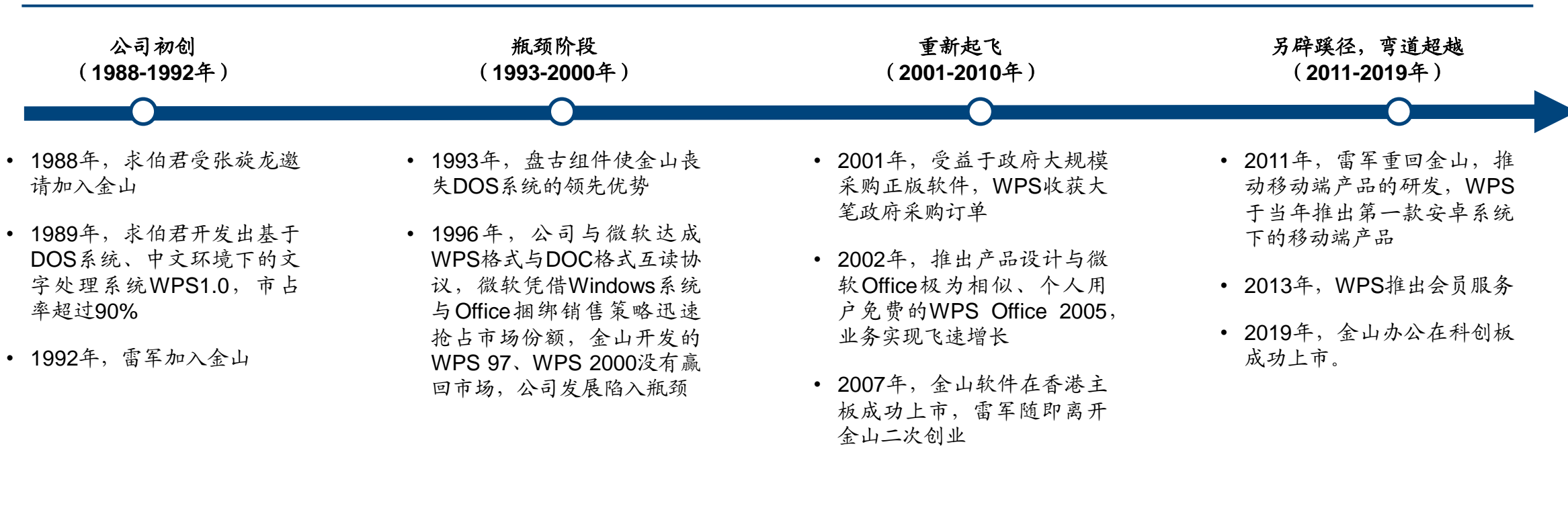
图表2: 金山办公营收结构 (单位: 百万)



资料来源: 招股说明书, 年报, 东兴证券研究所

- 公司产品历经三十年打磨，造就国产办公软件龙头地位。产品形态从DOS系统下的WPS1.0，到与微软Office极为相似的WPS Office 2005，再到移动端的WPS App，金山办公一直在针对市场需求变化趋势做出改变。

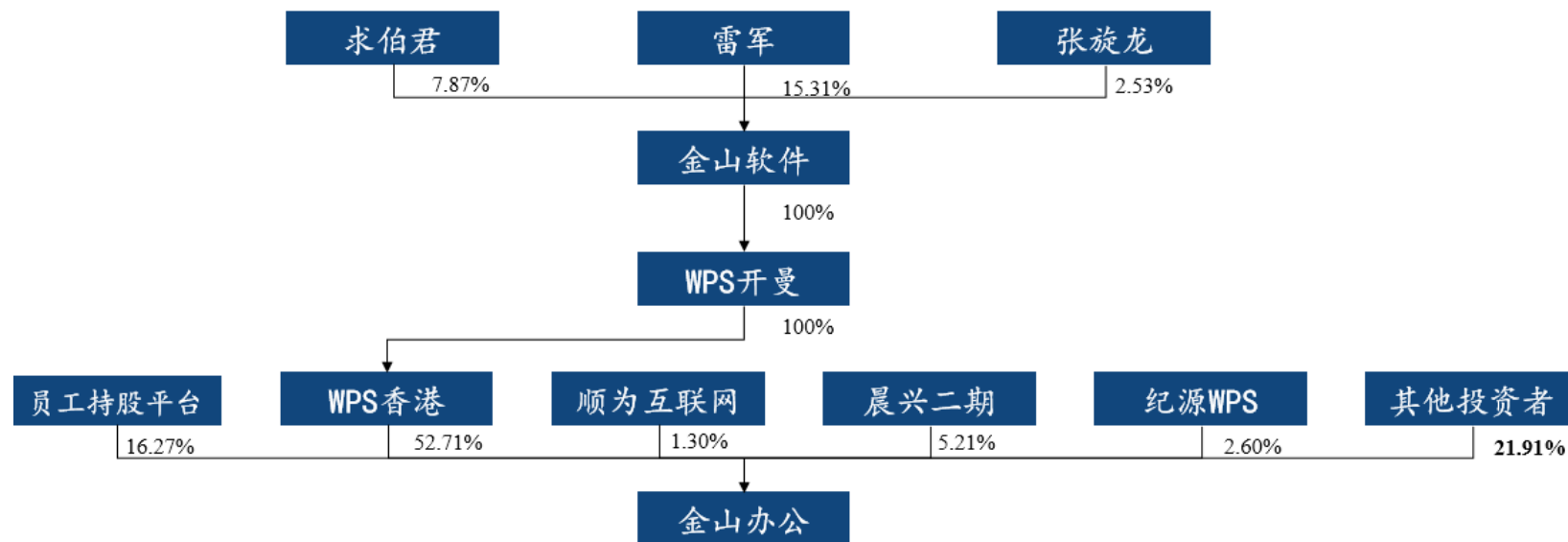
图表3: 金山办公发展历程



资料来源：东兴证券研究所

- 金山软件是公司的实际控股股东，雷军是公司实际控制人。金山软件通过WPS开曼、WPS香港间接持有公司52.71%的股份，金山办公是金山软件实行业务拆分后，办公软件业务独立而来。雷军通过金山软件、顺为互联网、奇文二维、奇文四维、奇文五维、奇文七维间接持有公司股份，是公司实际控制人。
- 员工持股比例高，有利于公司长远发展。通过持股平台，公司员工持股比例高达 16.27%，员工持股紧密绑定核心人员，有利于公司长远发展。此外，晨兴、顺为等资本持有金山办公一定比例的股权。

图表4: 金山办公股权结构



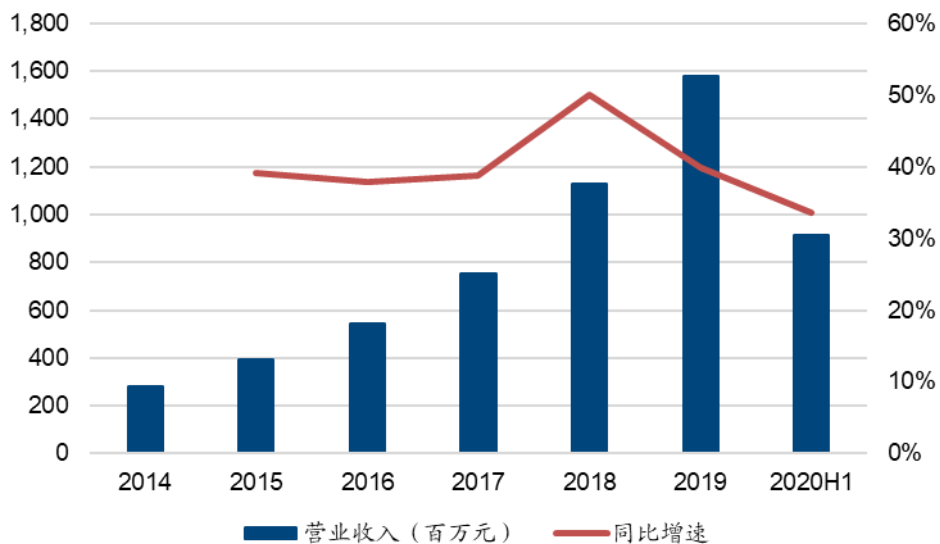
资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

- 1 核心观点
- 2 公司简介
- 3 财务状况
- 4 行业概况：前景广阔，预计2023年市场规模达149亿元
- 5 C端：“免费+优质产品”吸引用户，广告和订阅服务实现变现
- 6 BG端：正版化和自主可控助推授权业务发展，增值服务前景广阔
- 7 对标微软，云化策略大有可为
- 8 金山业务对标及中长线成长逻辑预测

公司营收高速增长，毛利率略有下降，净利润持续增长

- 公司营业收入高速增长，毛利率较高。2020年H1，公司实现营业收入9.16亿元，同比增长33.64%，增速有所下滑，主要是受到疫情影响，授权业务增速放缓，广告业务受整体市场低迷影响；实现毛利7.89亿元，毛利率为86.14%。
- 公司净利润持续增长，主要与运营效率的提升以及经营规模的放大有关。2020年H1实现净利润3.57亿元，同比增长143.30%，主要原因是运营效率提升、经营规模扩张，此外，整体营收的快速增长，以及疫情影响下成本和费用的控制也拉动了净利润高速增长。

图表5: 金山办公营收及增长情况



资料来源: wind, 东兴证券研究所

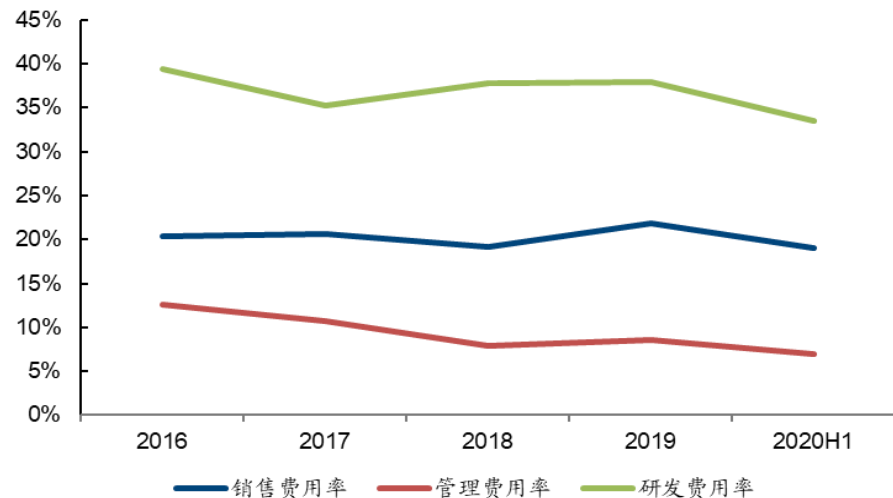
图表6: 金山办公归母净利润及增长情况



资料来源: wind, 东兴证券研究所

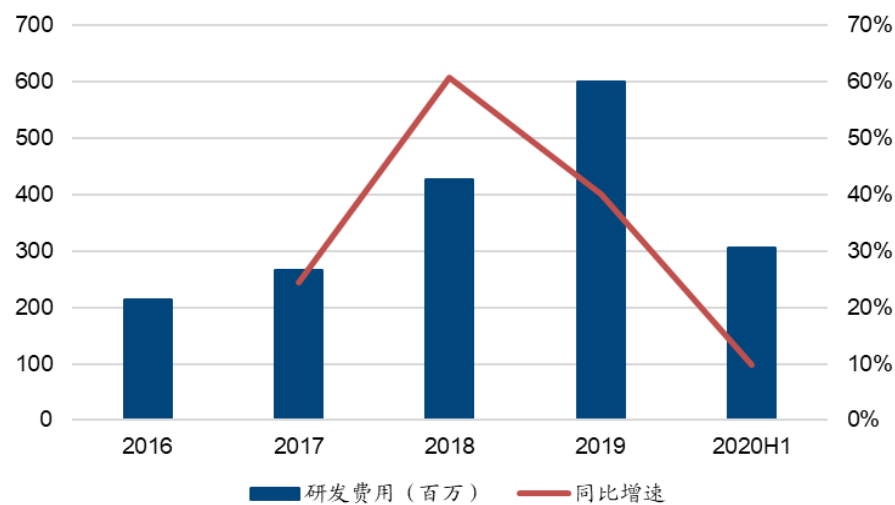
- 公司费用率比较稳定，2019年有所提升，主要原因是公司进行业务扩张，以及研发投入力度的加大；2020年H1有所下降，主要是受到疫情影响，公司对费用有所控制。2020年H1，公司的销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为19.00%、7.02%、33.47%。
- 研发投入力度大，公司打造专业的软件设计与研发队伍。2020年H1研发费用为3.06亿元，同比增长109.72%，研发费用率为33.47%，截至2020年H1，公司共有研发技术人员1547人，占员工总人数的65.2%，研发投入力度的加大为公司优质产品开发与更新迭代提供有力支撑。

图表7: 金山办公费用率情况



资料来源: wind, 东兴证券研究所

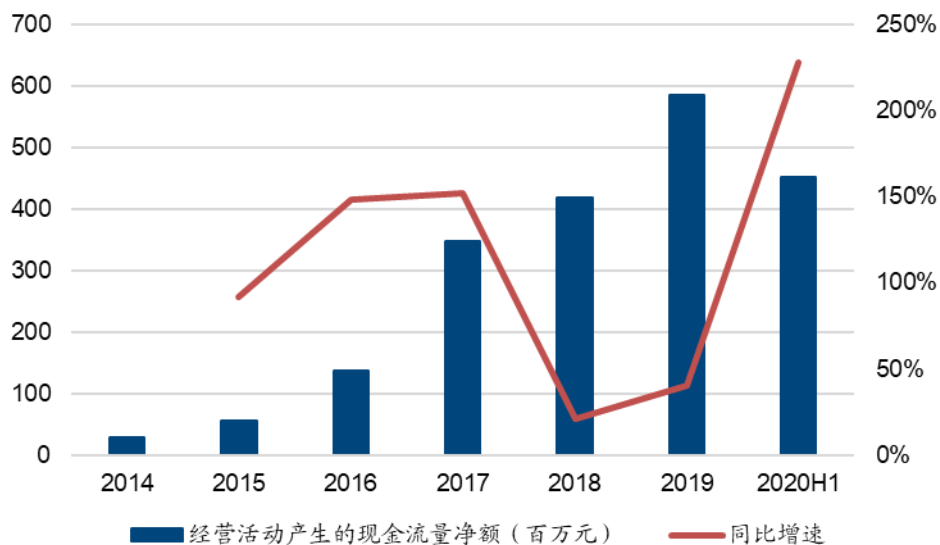
图表8: 金山办公研发投入情况



资料来源: 招股说明书, 年报, 东兴证券研究所

- 公司保持了较好的销售回款能力，经营活动产生的现金流保持快速增长。除2015年外，公司经营性现金流量净额与公司归母净利润比值基本保持稳定且均高于100%，2015年比值为-38%，主要由于当年股份费用金额较大，为2.08亿元，导致当年净利润为负。

图表9: 金山办公经营性现金流情况



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图表10: 金山办公经营性现金流比率情况

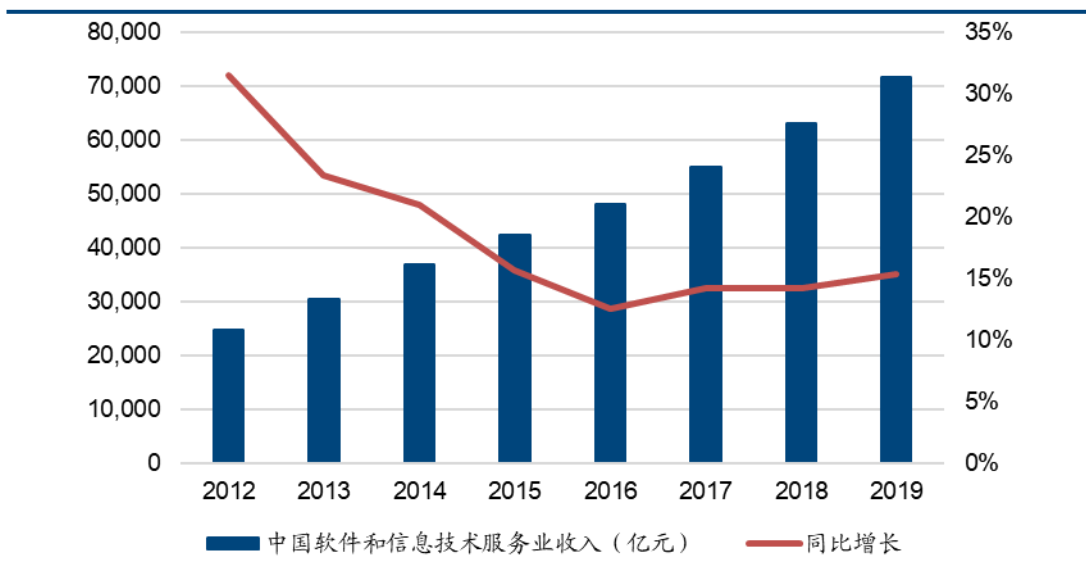


资料来源: wind, 东兴证券研究所

- 1 核心观点
- 2 公司简介
- 3 财务状况
- 4 行业概况：前景广阔，预计2023年市场规模达149亿元
- 5 C端：“免费+优质产品”吸引用户，广告和订阅服务实现变现
- 6 BG端：正版化和自主可控助推授权业务发展，增值服务前景广阔
- 7 对标微软，云化策略大有可为
- 8 金山业务对标及中长线成长逻辑预测

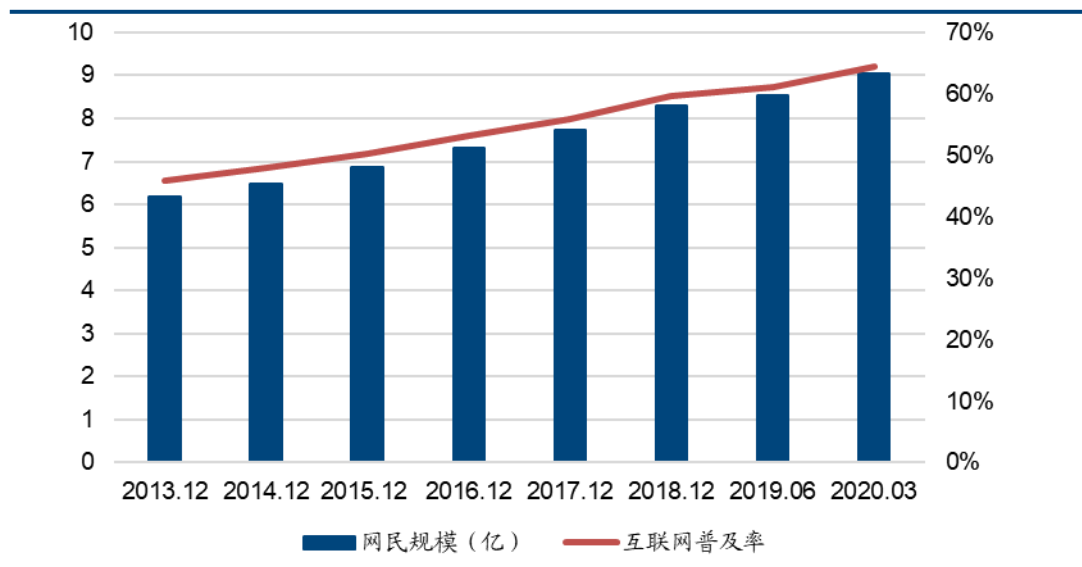
- 软件和信息技术服务行业迅速发展，为办公软件行业发展提供良好环境。2010年至2019年，我国软件和信息技术服务业收入从2010年的1.36万亿元增长至2018年的7.17万亿元，年复合增长率达18.09%，呈现稳步增长趋势。
- 互联网化浪潮为基础办公软件应用奠定了坚实的用户基础，带动企业互联网化办公需求不断增长。截至2020年3月底，我国网民规模约9.03亿，国内互联网普及率达64.5%，增长空间较大；互联网化概念会推动更多企业加入“互联网+”转型浪潮。

图表11: 国内软件行业市场规模



资料来源: 工信部, 东兴证券研究所

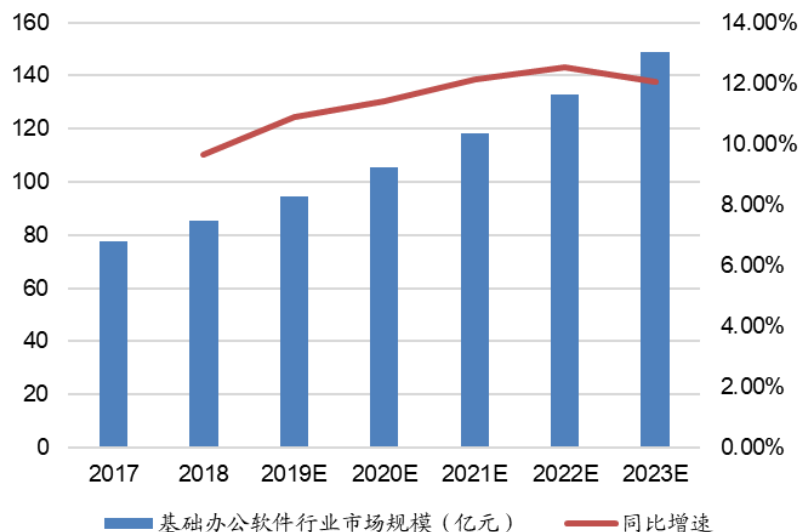
图表12: 国内网民规模



资料来源: wind, 东兴证券研究所

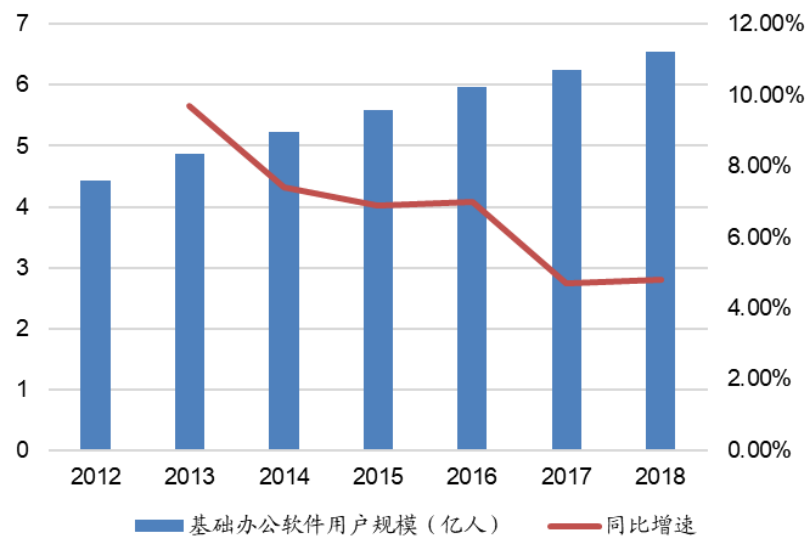
- 基础办公软件市场前景广阔，用户规模庞大，2018年市场规模为85.34亿元，预计2023年市场规模将达到149亿元。软件和信息技术服务行业的迅速发展，为办公软件行业提供了优越的基础发展环境，使国内的用户观念、信息传递更加先进，协同效果最大化，为办公软件行业的进一步发展提供了有力保障。据计世资讯统计，2018年中国基础办公软件市场规模为85.34亿元，同比增长为9.7%，用户规模为6.55亿人，同比增长为4.8%，预计到2023年，行业市场规模将达到149.04亿元，CAGR为11.8%。

图表13: 中国基础办公软件行业市场规模



资料来源: 计世资讯, 东兴证券研究所

图表14: 中国基础办公软件用户规模



资料来源: 计世资讯, 东兴证券研究所

- **受益知识产权保护和信息化战略，正版化浪潮来袭。**基础办公软件受益知识产权保护，办公软件企业快速走上了产业化、规模化的发展道路；信息化被确定为国家的重要战略举措，国产办公软件行业市场空间广阔。
- **自主可控政策为国内办公软件厂商提供广阔发展空间。**国家对网络安全、信息安全的需求使得国产的操作系统、数据库、中间件以及办公软件在内的基础软件未来在国家党政、军队和事业单位等重点行业和领域的应用更加广泛，迎来历史性发展机遇。特别是在当前贸易战背景下，党政军各单位有迫切的国产化需求，办公软件涉及重要文件，需要保证信息安全。

图表15: 部分软件和信息技术服务产业关于知识产权保护和自主可控的政策、法规

时间	文件
2000年6月	《国务院关于鼓励软件产业和集成电路产业发展的若干政策的通知》（国发[2000]18号）
2006年2月	《国务院关于印发实施<国家中长期科学和技术发展规划纲要（2006—2020年）>的若干配套政策的通知》
2011年12月	《国务院办公厅关于加快发展高技术服务业的指导意见》（国办发[2011]58号）
2013年4月	《关于做好2013年推进中央企业使用正版软件工作的通知》（国资厅发（2013）19号）
2013年8月	《国务院办公厅关于印发政府机关使用正版软件管理暂行办法的通知》（国办发[2013]88号）
2015年8月	《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》（全联厅发（2015）23号）
2016年7月	国家版权局办公厅关于印发《正版软件管理工作指南》的通知（国版办发（2016）13号）
2017年1月	《“十三五”国家知识产权保护和运用规划》
时间	文件
2015年7月	《国务院关于积极推进“互联网+”行动指导意见》
2016年5月	《关于印发国家规划布局内重点软件和集成电路设计领域的通知》
2016年11月	《中华人民共和国网络安全法》
2017年1月	《软件和信息技术服务业发展规划（2016-2020）》
2018年3月	《关于推动资本市场服务网络强国建设的指导意见》

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

- 国际市场上，微软公司的**Microsoft Office**占据绝对的主导地位。Microsoft Office 凭借与操作系统Windows绑定的方式抢占市场，经过多年研发、积累打磨出优秀的办公软件增强客户黏性，在办公软件市场取得垄断地位。谷歌、苹果、韩软等厂商也占据一定市场份额。
- 国内市场上，**Microsoft Office**市场份额较高，**WPS**在国产厂商中占据绝对优势。Microsoft Office仍然占据市场主导，WPS凭借多年深耕中文办公软件，在国内积极拓展政企用户，并凭借免费策略获取大量个人用户。受近期国际局势和信息安全影响，国家开始重视软件领域完全国产化，WPS拥有独立研发的技术，适配国产系统，在政府采购中占据更大优势，市场前景十分广阔。

图表16: 主流办公软件产品

产品	产品简介	支持系统
MS Office	微软公司推出的办公软件套件，包含Word、Excel、PowerPoint、OneNote等组件，是世界上使用最广泛的办公软件	Windows、Android、iOS、macOS
Google Docs	谷歌公司推出的可在Chrome浏览器内直接使用、支持云端协同办公的办公软件	Windows、Android、iOS
iWork	苹果公司基于自身操作系统内置的办公软件套件	macOS、iOS
Open Office	完全开源的办公软件套件，与主流文件格式兼容度较好，跨平台、全功能、多语言、公开对象接口、可扩展文件格式	Windows、Linux、macOS
Libre Office	Open office停止开发之后的衍生版，支持导入PDF文档	Windows、Linux、macOS
Hancom Office	韩软公司开发，支持微软文件格式，在韩国市占率最高	Windows、Android、Linux、iOS、macOS
WPS Office	国内领先的办公软件，企事业单位广泛应用，含文档、表格、演示、PDF四个组件，支持国产操作系统	Windows、Android、Linux、iOS、macOS
永中 Office	江苏永中软件自主研发的办公软件	Windows、Android、Linux
中标普华 Office	中标软件开发，有多种少数民族语言版本	Windows、Linux

资料来源：东兴证券研究所

- 金山办公订阅业务以个人订阅服务为主，受益于信创、安可、自主可控，未来更大的增长空间在B端订阅服务。通过金山办公与微软Office的对比，可以发现，金山办公目前处在第二阶段，公司目前的订阅服务以个人订阅为主，卖点主要是办公软件的丰富功能和提升效率的模板资源，B端订阅业务处于起步阶段，云化服务增长空间十分广阔。
- 根据我们的测算，国内机构订阅市场潜在规模超过600亿元。公司正在大力推广WPS+云服务在政企单位的部署，通过先期WPS专业版奠定良好的用户基础，WPS+的推广水到渠成，通过对政企市场的不断渗透，B端订阅有望成为金山办公未来最具潜力的增长点。

图表17: 国内机构订阅市场潜在规模超600亿元

类型	细分行业	就业人数 (万人)	渗透率 (%)	付费价格 (元/人)	市场空间 (亿元)	
高占比使用行业	制造业	4,178	80%	365	122	
	建筑业	2,711	80%	365	79	
	公共管理和社会组织	1,817	50%	365	33	
	教育	1,736	80%	180	25	
	卫生、社会保障和社会福利业	912	50%	365	17	
	金融业	699	80%	365	20	
	租赁和商务服务业	530	50%	365	10	
	房地产业	466	80%	365	14	
	信息传输、计算机服务和软件业	424	80%	365	12	
	科学研究、技术服务和地质勘查业	412	50%	365	8	
	文化、体育和娱乐业	147	80%	365	4	
	低占比使用行业	批发和零售业	823	30%	365	9
		交通运输、仓储和邮政业	819	30%	365	9
采矿业		414	30%	365	5	
电力、煤气及水的生产和供应业		369	30%	365	4	
住宿和餐饮业		270	30%	365	3	
水利、环境和公共设施管理业		261	30%	365	3	
农林牧渔业		193	30%	365	2	
居民服务和其他服务业		77	30%	365	1	
其他行业		48242	15%	365	264	
合计		65500			643	

资料来源：国家统计局，计世资讯，东兴证券研究所

① 技术积累深厚，具备与主流办公软件竞争的能力。WPS目前可在多平台兼容，支持多种格式标准，是UOF中文格式标准的制定者，并积极拓展云服务、人工智能在办公软件中的应用，与国际主流产品相比各有优势。

图表18: WPS与国际主流公司对标产品的关键指标对比

分类	对比项	WPS Office 2019	微软 Office 2019	Google Docs
组件	核心产品模块	文字、表格、演示、PDF	文字、表格、演示	文字、表格、演示
客户端	Windows	支持	支持	不支持
	Linux	支持	支持	不支持
	MacOS	支持	不支持	不支持
	Android	支持	支持	支持
	iOS	支持	支持	支持
	Web	支持	支持	支持
	CPU支持	X86、ARM、龙芯、飞腾、兆芯、申威	X86	X86
	国产操作系统	中标麒麟等国产操作系统	不支持	不支持
标准支持	OOXML格式标准	兼容性强	标准制定者	一般
	PDF格式	支持阅读和编辑	不支持	不支持
	UOF中文格式标准	标准制定者	支持	不支持
	OFD板式文件标准	支持	不支持	不支持
	公文标准	支持	支持	不支持
云服务	多人协作编辑	支持	支持	支持
	文档存储服务	全球	全球	仅境外
	私有化部署	支持	不支持	不支持
	在线资源	百万级文档模板等素材	基础模板	基础模板
二次开发	本地、Web二次开发	本地二次开发	本地二次开发	
人工智能	PPT美化、校对、辅助写作、OCR	PPT美化、翻译	PPT美化	

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

- ② **深度适配国产整机平台，满足基础软件国产化需求，保障国家信息安全。** WPS支持龙芯、飞腾、兆芯、申威等国产CPU，在Linux环境下实现深度适配，支持国产操作系统，WPS Office Linux 产品在多项“核高基”应用示范工程中与国产办公系统、党政机关政务平台、事业单位服务平台进行深度整合，成为应用示范案例。公司与系统集成商、基础硬件厂商及基础软件厂商一同群策群力，通力合作，共同推进国产基础办公应用系统的发展，为保障国家信息安全贡献力量。
- ③ **移动端实现弯道超越，在移动办公软件领域内名列前茅。** WPS从2011年开始布局移动办公市场，产品在移动端深度适配，能够自适应排版，文档、表格、演示、PDF都能在一个App内实现，满足了移动端的基本办公需求，具有轻量化的优势。
- ④ **多年的产品打磨形成较好的行业壁垒。** 品牌壁垒、技术壁垒、产品与服务壁垒、经验壁垒、产业链壁垒共同打造WPS的“护城河”，在稳固自身地位的同时，向行业龙头发起冲击。

⑤ 本土化优势符合国内用户使用习惯。WPS结合用户场景分析、应用系统集成、竞品功能分析进行深入研究，为国内用户提供更贴近国民办公习惯的资源及支持服务。

图表19: 金山办公的本土化优势

为政企客户提供专业技术服务

- 以解决问题为导向，设立专业的技术服务团队，为组织级客户提供专属定制服务：
 - 1) 服务渗透产品应用全过程，前期为客户解决需求和方案建议，中期为客户解决实施过程问题，后期为客户提供培训、需求扩展等服务；
 - 2) 大客户专属服务为客户提供专门的项目经理及服务团队跟进项目的实施，提供产品部署、定制开发、系统测试、应用支持等专属服务；
 - 3) 专项方案服务为客户提供私有化部署及特定的办公安全方案等服务。

资源平台提供海量模板及素材

- 通过稻壳儿平台，针对用户需求提供办公模板及素材，如报告总结、活动比赛、财务报表、简历求职等类别的经典范例，帮助用户快速、高效地制作专业、优质的办公文档。
- 平台是开放的，用户可以上传自制模板及素材，创作者可通过提供收费的优质模板及素材来获取收益，提升平台活力和创造力。
- 公司为用户提供专属的定制设计服务，客户只需要向设计者提出需求，即可得到专属定制的个性化模板，为个性、场景化办公提供极大便利。

特色功能性服务提升办公效率

- 针对用户办公需求，提供丰富的文档处理、PDF处理、图片处理功能，提升办公效率：
 - 1) 文档处理方面，除了提供常规的全文翻译、文档修复、文档校对等功能，还利用人工智能技术提供OCR识别、截图取字、论文排版等实用工具，并提供思维导图、教学工具箱、切题组卷等特色功能；
 - 2) PDF工具包提供文档格式转换、PDF文件编辑等实用功能；
 - 3) 图片处理方面，提供修改尺寸、压缩照片、消除杂色、翻译图片、抠图拼图等基本功能，满足用户简单处理图片的需求。

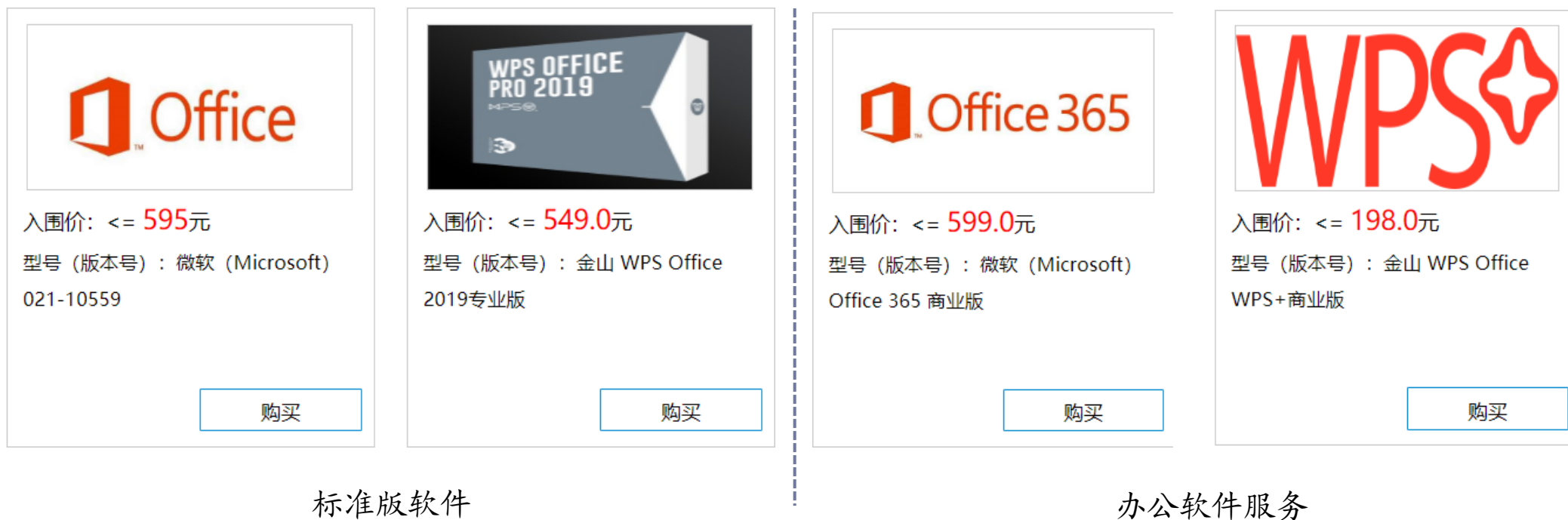
云服务满足远程办公需求

- 云服务使用的云服务商不仅包括母公司旗下的金山云，还和多家国内名列前茅的云服务商合作，如坚果云、阿里云等，相比微软使用的One Drive，文件传输速度更快，文件自动上传，操作便捷，更符合国内用户对便捷、效率的要求。
- 在云服务中，WPS仅负责用户数据权限校验工作，数据上传、下载均是金山云等第三方云服务商和用户之间完成交互的，WPS既不参与数据传输过程，也不在以上传输过程中调用金山云等第三方云服务商的数据存储资源，数据安全得到保障。

资料来源：东兴证券研究所

⑥ **价格优势**。WPS在个人端实行免费策略，在政府采购报价方面，与微软相比也具有明显的价格优势，办公软件服务方面，WPS报价更低，而且WPS深耕国内政企市场多年，在定制服务上很有经验，与微软相比优势很明显。

图表20: WPS与微软部分产品政府采购报价对比

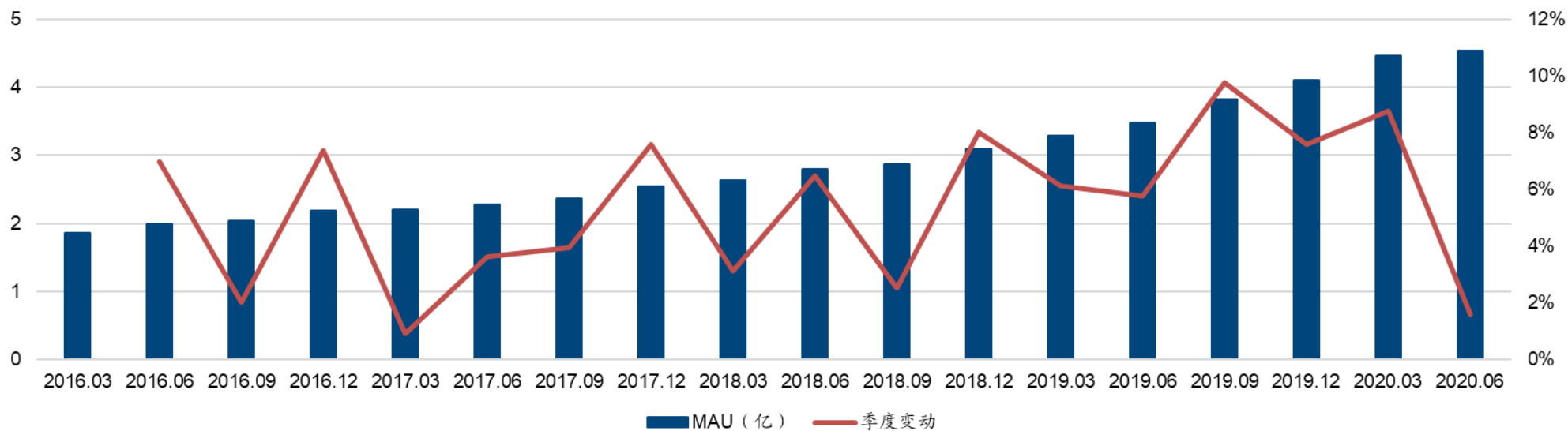


资料来源: 中央国家机关政府采购中心正版软件采购网, 东兴证券研究所

- 1 核心观点
- 2 公司简介
- 3 财务状况
- 4 行业概况：前景广阔，预计2023年市场规模达149亿元
- 5 C端：“免费+优质产品”吸引用户，广告和订阅服务实现变现
- 6 BG端：正版化和自主可控助推授权业务发展，增值服务前景广阔
- 7 对标微软，云化策略大有可为
- 8 金山业务对标及中长线成长逻辑预测

- **WPS在个人端采取免费策略，多渠道、低成本获取用户。**截至2020年6月30日，公司主要产品月活跃用户数（MAU）已达到4.54亿，同比增长36.28%，其中WPS office PC版MAU达到1.72亿，移动版MAU达到2.75亿。
- **WPS通过不断打磨的优质产品增加用户黏性。**WPS在C端重视移动端产品、轻量化、性价比高、根据国人使用习惯改进软件提升用户体验。

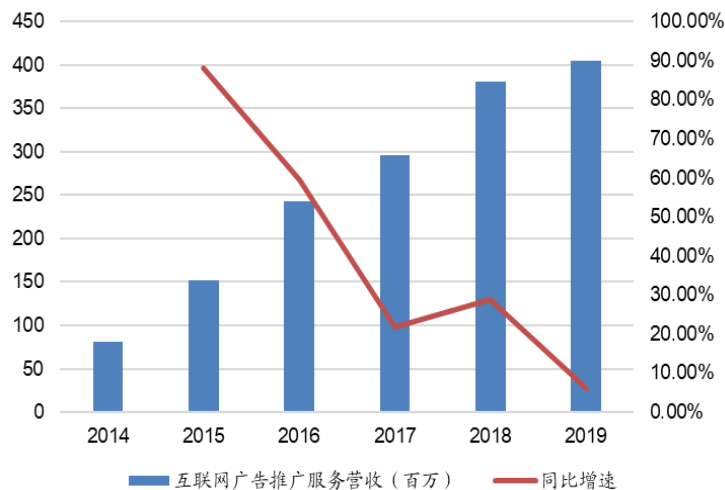
图表21: 金山办公主要产品月活跃用户数



资料来源: 招股说明书, 年报, 季报, 金山软件中报, 东兴证券研究所

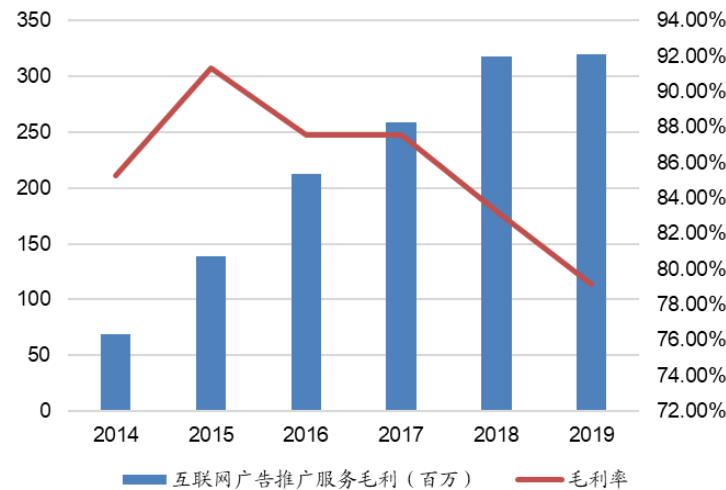
- 互联网广告推广服务业务营收增长较平稳，占比不断下降，主要原因是公司出于用户体验的考虑，控制广告投放规模；毛利率呈下降趋势，主要原因是用户规模增长抬高了服务器和带宽成本。2017-2019年，公司互联网广告推广服务业务分别实现收入2.96亿元、3.81亿元和4.04亿元，营收占比分别为39.28%、33.75%和25.58%，毛利率分别87.53%、83.26%及79.16%；2020年H1，实现收入1.69亿元，同比下降1.77%，广告业务规模受整体用户规模和活跃程度提升、公司不断平衡产品用户体验，以及疫情下品牌媒体广告市场低迷的多重影响，呈现小幅下降状态。个人用户规模的增长导致 IDC及 CDN成本增速较快，而同时期本业务收入增速放缓，毛利率有所下降。

图表22: 金山办公互联网广告推广服务业务营收及增长情况



资料来源: wind, 东兴证券研究所

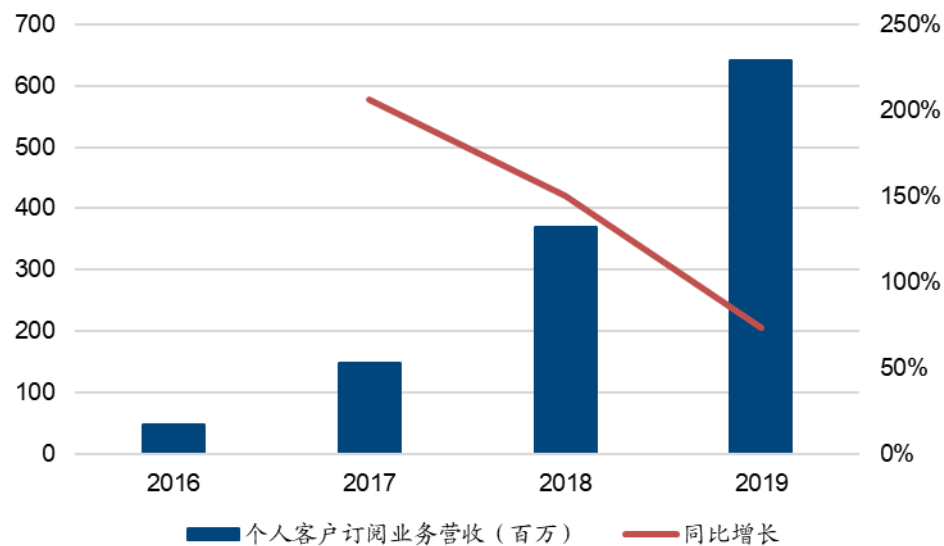
图表23: 金山办公互联网广告推广服务业务毛利情况



资料来源: wind, 东兴证券研究所

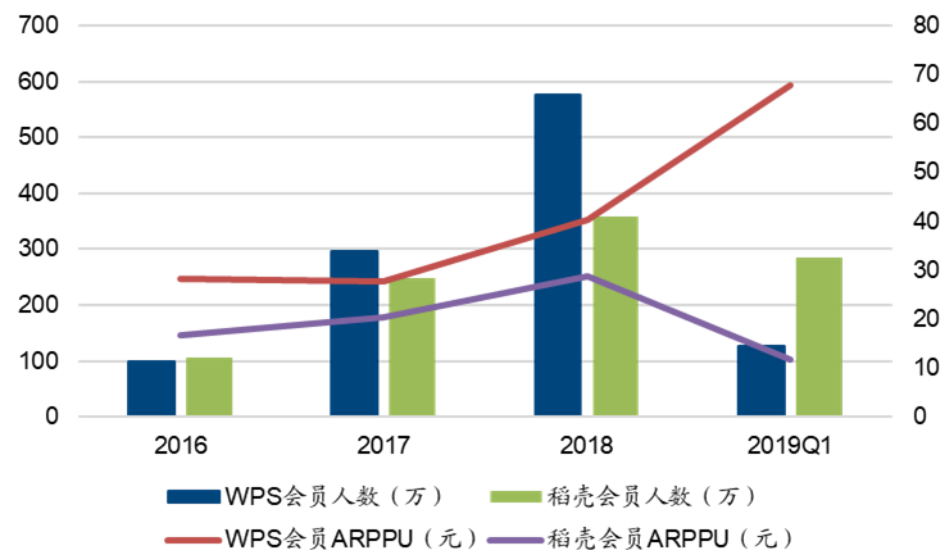
- 个人订阅业务收入迅速增长，用户数量增长、消费频次及转化率提升、用户粘性增强、公司积极开辟新的销售渠道等因素推动个人订阅服务业务发展。2019年个人订阅业务营收6.4亿元，同比增长73.5%，个人订阅收入主要来自WPS会员和稻壳会员的收入，公司通过多种创新渠道加强客户触达，提升用户体验。
- 付费用户数量稳定增长，2020年H1累计付费个人会员达1681万。2020年H1，累计年度付费个人会员数达到1681万，同比增长98.47%，通过优化产品服务，引进大量优质资源吸引个人用户订阅相关服务，个人付费用户数增长较快。

图表24: 金山办公个人订阅业务营收情况



资料来源: 招股说明书, 年报, 东兴证券研究所

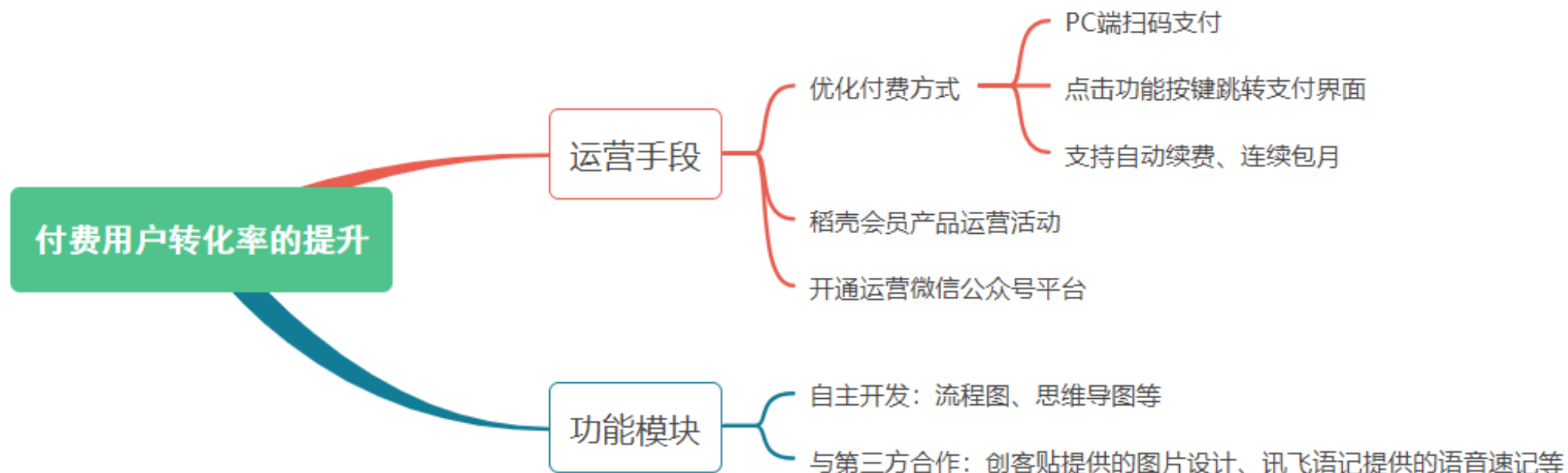
图表25: WPS会员及稻壳会员增长情况



资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

- 公司通过丰富运营手段、增加会员服务功能和内容带动付费用户转化率提升。WPS为个人用户提供注重基于办公软件功能服务的WPS会员和注重资源服务的稻壳会员两种订阅服务，通过优化产品服务，引进大量优质资源吸引个人用户订阅相关服务。

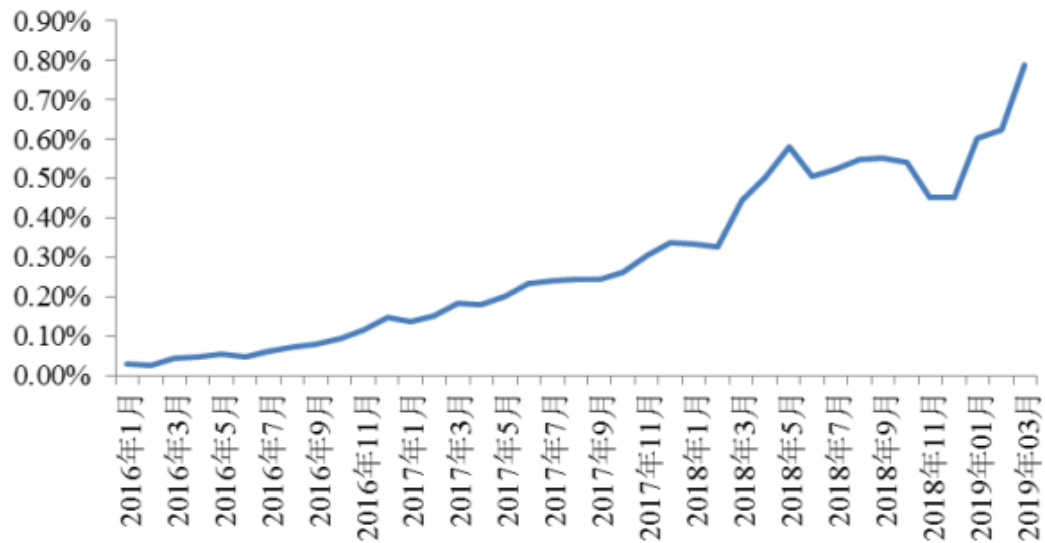
图表26: WPS提升付费个人用户转化率的手段



资料来源: 东兴证券研究所

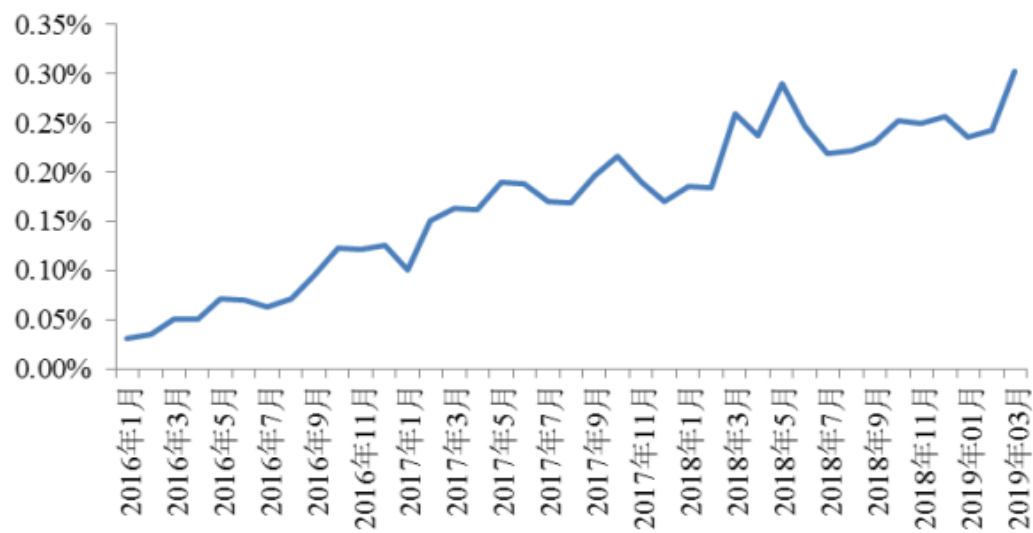
- 付费用户转化率快速提升，未来增长空间广阔。通过优化产品服务，付费用户转化率快速提升，截至2020年H1，付费用户转化率为3.7%，与竞品相比，转化率较低，未来增长空间广阔。

图表27: WPS会员转化率



资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

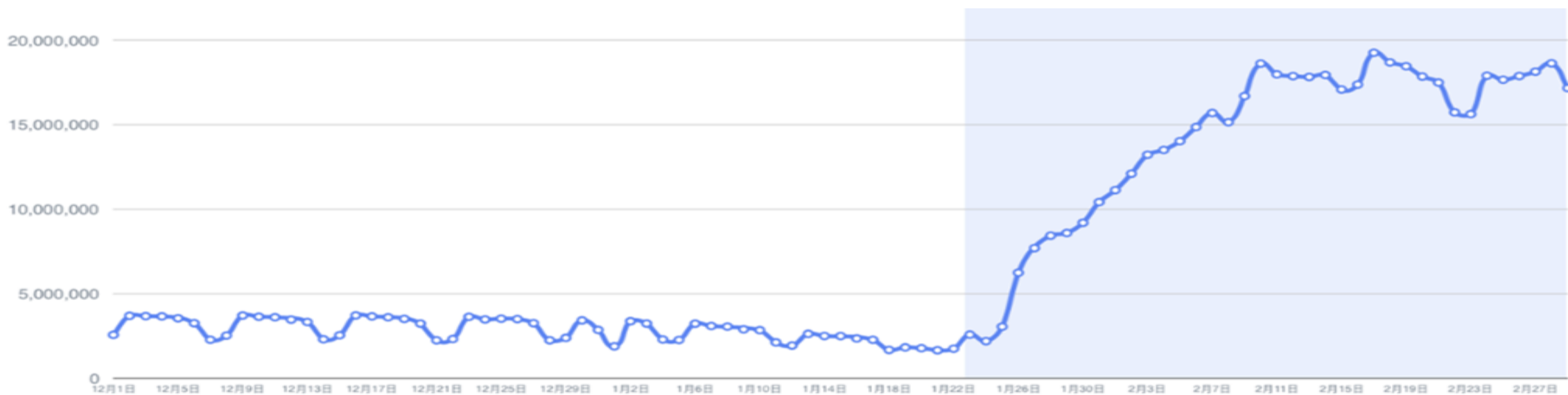
图表28: 稻壳会员转化率



资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

- 金山文档是专注于多人在线协作的文档编辑产品，疫情推动用户需求激增，金山办公月活突破2.39亿，尚未实现商业化变现。金山文档应用于各类第三方协作场景，对文档进行编辑和协作。受疫情延时复工影响，远程办公需求爆发式增加，截至2020年3月2日，金山文档月度活跃用户数达到2.39亿，截至2020年2月27日，在线编辑日活增长超过6.5倍，这一趋势进一步塑造用户习惯，提振市场需求，为WPS Office未来拓展个人业务和企业订阅业务带来巨大空间。公司目前在金山文档项目上更注重提升用户黏性，短期内没有大规模的商业化计划。

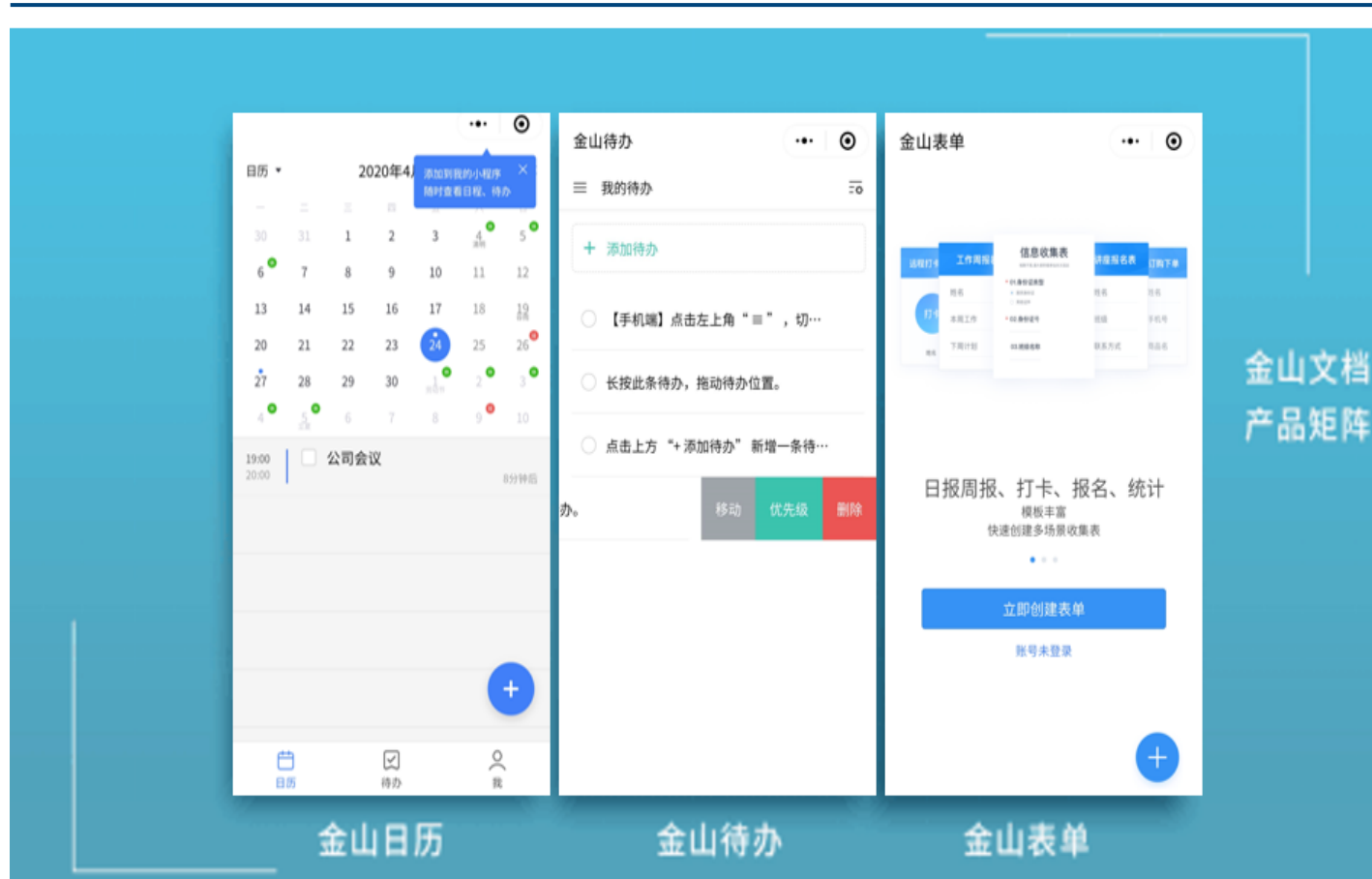
图表29: 金山文档在线编辑日活增长情况



资料来源: WISE2020新经济领风者大会, 东兴证券研究所

金山文档产品矩阵逐渐成型，正在实现文档协作向工作和生活的协作的转变。金山文档除支持传统的“文字、表格、演示、PDF”的多人协作编辑外，金山文档开发了表单、会议、待办、日历等应用功能，借此满足众多工作协作场景，突破了单纯文档在线协作范畴，成为新一代支持全方位工作协作的企业生产力和个人效率产品；近期，表单、待办、日历等小程序分别更名为金山表单、金山待办、金山日历，此次更名意味着金山文档产品序列划分更加明晰，围绕实时在线协作办公功能，“金山文档”系产品矩阵逐渐成型。

图表30: 金山文档产品矩阵



资料来源: wind, 东兴证券研究所

➤ 金山文档在国内的竞品主要是腾讯文档和石墨文档，作为深耕办公软件领域的专家，金山文档具有一定竞争优势。

图表31: 国内主流在线协同办公文档产品对比

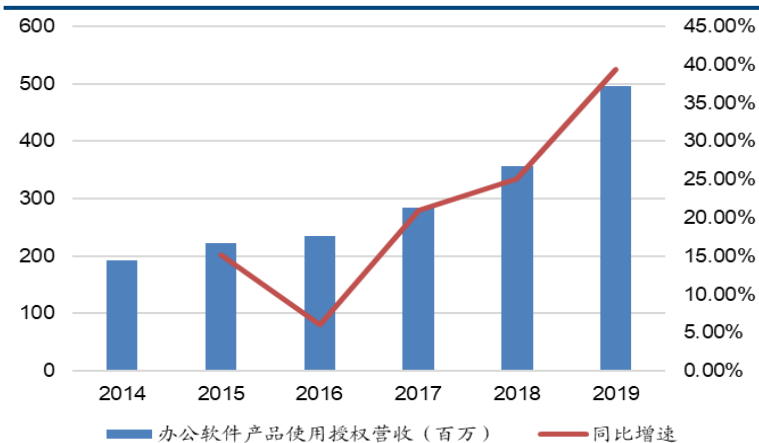
对比项	石墨文档	腾讯文档	金山文档
部件	文档、表格、幻灯片、思维导图、表单、白板	文档、表格、幻灯片、收集表	文字、表格、演示、流程图、思维导图、表单、便签、会议等
文档体积支持	不超过 20M	不超过 20M	不超过 60M
文档类型兼容	兼容 MS Office 三件套 (Word、Excel、PowerPoint)	仅支持 Word 和 Excel	兼容 MS Office 全套产品
模板数量	较少	兼容 Office 标准模板	兼容 Office 标准模板
离线编辑	支持	支持	支持
在线编辑平台	WEB, 微信, 企业微信, 钉钉	WEB, 微信, QQ	WEB, 微信
文档导入速度	有明显延迟	较快	极快, 线上对接, 无导入概念
文档水印功能	支持 (收费)	支持	不支持

资料来源: 东兴证券研究所

- 1 核心观点
- 2 公司简介
- 3 财务状况
- 4 行业概况：前景广阔，预计2023年市场规模达149亿元
- 5 C端：“免费+优质产品”吸引用户，广告和订阅服务实现变现
- 6 **BG端：正版化和自主可控助推授权业务发展，增值服务前景广阔**
- 7 对标微软，云化策略大有可为
- 8 金山业务对标及中长线成长逻辑预测

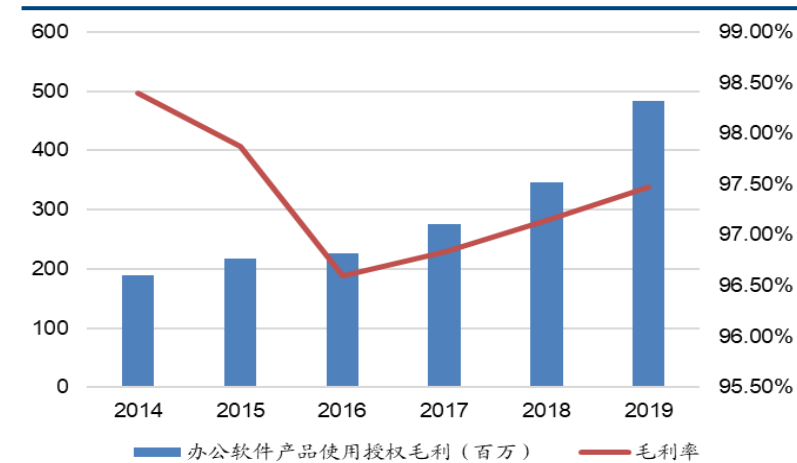
- 办公软件产品使用授权业务收入稳定增长，在总体营收中占比下降，毛利率稳定在较高水平。2017-2019年度，授权业务分别实现收入2.84亿元、3.56亿元、4.96亿元，营收占比分别为37.73%、31.49%、31.39%，三年分别实现毛利2.75亿元、3.46亿元、4.83亿元，毛利率一直稳定在97%左右。
- 2020年H1办公软件授权业务营收2.14 亿，同比增长 6.13%，疫情对经济产生了巨大冲击，授权业务同比增速呈现放缓趋势，未来增速受各行各业复苏进程以及国产基础软硬件产业政策支持的多重影响。
- 主要产品为WPS专业版，在政府和大型企业中优势明显，受益于自主可控和正版化，业务发展前景较好。为适应客户的安全可靠需求，Linux版本已经全面支持国产整机平台和国产操作系统；渠道方面，客户主要是政府和央企，产品已实现基本覆盖，未来增长空间更多在于中小企业市场，公司已经从2019年开始大力拓展中小企业市场渠道。

图表32: 办公软件产品使用授权业务营收及增长情况



资料来源: wind, 东兴证券研究所

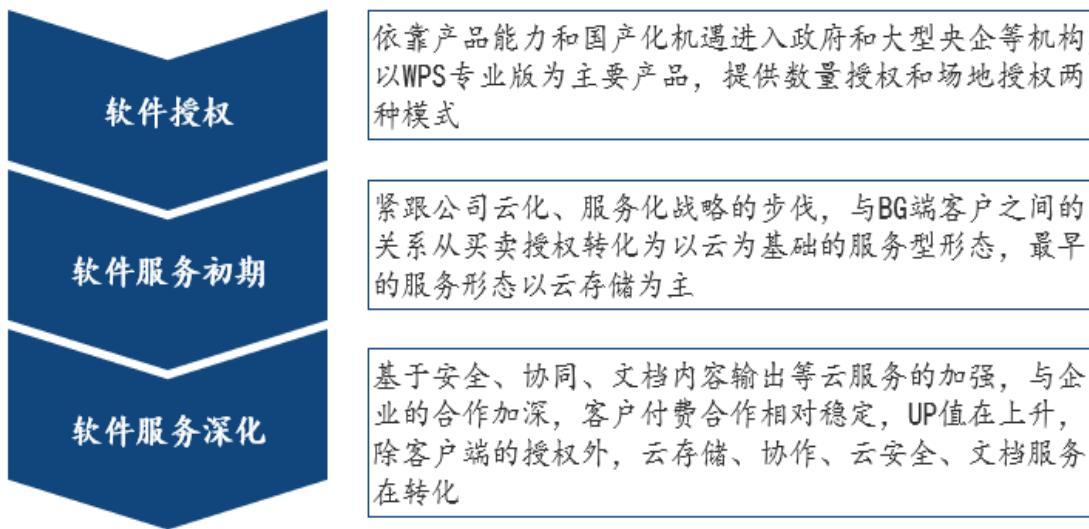
图表33: 办公软件产品使用授权业务毛利情况



资料来源: wind, 东兴证券研究所

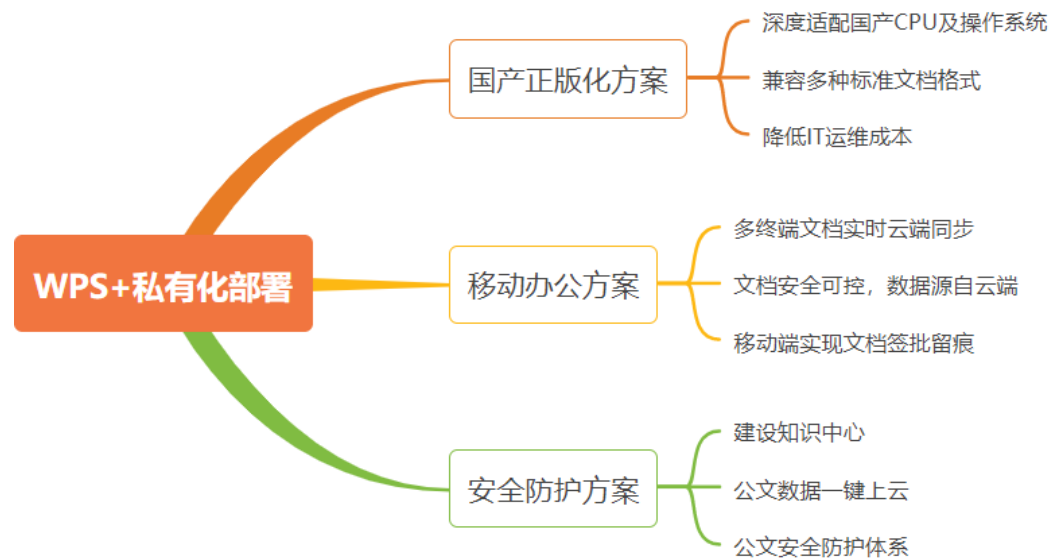
- **BG端业务正在由产品授权向以云为基础的服务型形态转变，WPS+是核心战略，随着云化办公需求的增加，未来机构订阅服务业务有望实现突破。**2019年软件云授权比例大幅提升，WPS+私有云已经替代客户端成为大型企业客户的主要采购产品，这些企业的业务系统会处理大量文档，WPS输出文档能力，提供涉密文档检查等服务，在一些央企，WPS已成为办公服务顾问，在客户办公信息化过程中提供更多服务。

图表34: WPS在BG端业务形态的转变



资料来源: 东兴证券研究所

图表35: WPS+私有化部署



资料来源: WPS+官网, 东兴证券研究所

- 云化思维提升服务质量，提高办公效率。传统办公的Office套件属于软件思维，针对企业和个人进行软件授权服务的销售，WPS的发展融入了互联网的思维，WPS云办公服务在疫情期间逆势而上，企业上云趋势明显。WPS+集成公司所有云服务，充分体现远程办公优势，截至2020年6月30日，已经为数十万家中小微企业提供云办公服务。
- 通过场景化与新技术的融合，多维度提升产品能力。2020年上半年陆续发布WPS流版签一体化版、WPS商密版和绘图版等多个产品版本，功能不断扩展的同时，将API接口全部开放给生态伙伴。截止到2020年6月，金山办公已累计和190家生态伙伴完成产品适配，与龙芯、飞腾、鲲鹏、统信、麒麟、长城等基础厂商紧密合作，产品适配涵盖协同办公、输入法、邮件、语音识别，以及手写板和平板等多个领域，形成完整的解决方案。
- WPS+集成公司所有云服务，属于企业购买授权产品之上的加购服务，公司重点推广WPS+变现，与公司内其他的云端协作办公产品定位有明显的不同。WPS有三款远程协作办公产品，分别是金山文档、WPS+和WPS云文档，三款产品定位不同，WPS+针对大B端，是公司2020年重点发力的产品，WPS+涵盖公司所有的云服务，并且取得了一定的竞争优势，变现能力较强。

图表36: WPS云端办公产品定位

产品	定位
金山文档	与Google Docs类似，主要在C端面向小团队、临时团队提供文档协作，目前完全免费。
WPS+	包括套件在内打包卖给企业客户的一整套产品服务，WPS是指原来的客户端产品，“+”包含了所有云服务的集合，是增量，主要面向中小企业。
WPS云文档	与金山文档公用的云文档产品，主要面向大型企业的内部文档存储、协作和安全管理，往往通过私有云部署，需要和企业内部的其他系统如OA等打通

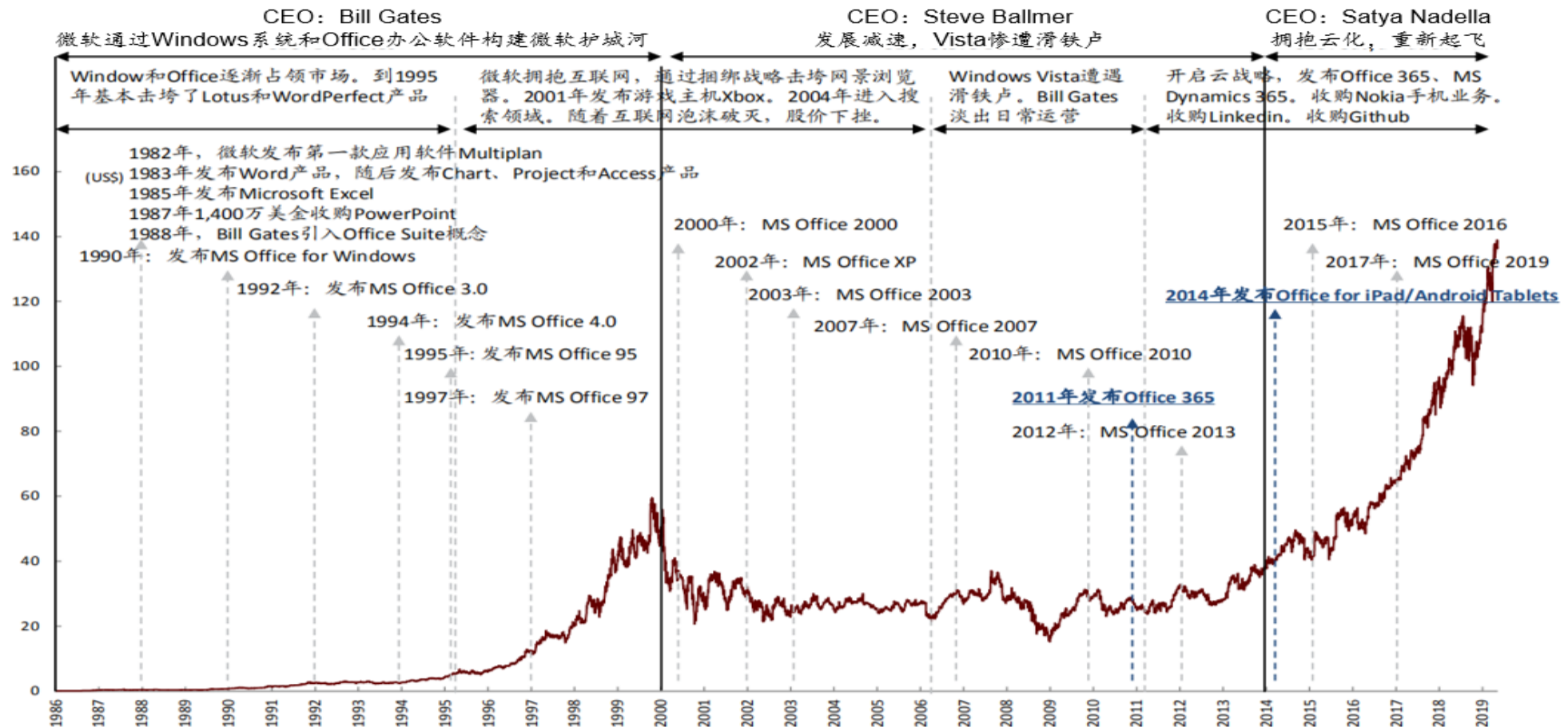
资料来源：东兴证券研究所

- 1 核心观点
- 2 公司简介
- 3 财务状况
- 4 行业概况：前景广阔，预计2023年市场规模达149亿元
- 5 C端：“免费+优质产品”吸引用户，广告和订阅服务实现变现
- 6 BG端：正版化和自主可控助推授权业务发展，增值服务前景广阔
- 7 对标微软，云化策略大有可为
- 8 金山业务对标及中长线成长逻辑预测

微软是办公软件龙头，上市以来为投资者创造1400倍的回报

➤ 微软公司自1986年上市以来，已经累计为投资者创造1400倍的回报。

图表37: 微软股价变动和Office关键产品发布节点



资料来源: 维基百科, 微软官网, 东兴证券研究所

- 比尔·盖茨出任CEO期间（1986-1999年），微软通过Windows系统和Office办公软件构建护城河，市值飞速增长。微软在操作系统和办公软件领域逐渐取得领先地位，营收和净利润快速增长，增速大多保持在30%以上，净利润率由20%逐渐提升至30%以上，股价在公司取得领先地位后迅速攀升，带动市值由7.85亿美元飞速增长至超过2000亿美元。

图表38: 微软1986-1999财年财务情况

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
营业收入 (百万美元)	198	346	591	804	1,183	1,843	2,759	3,753	4,649	5,937	8,671	11,358	14,484	19,747
同比增长		75%	71%	36%	47%	56%	50%	36%	24%	28%	46%	31%	28%	36%
营业成本 (百万美元)	41	74	148	204	253	363	466	633	763	877	1,188	1,085	1,197	2,814
同比增长		81%	100%	38%	24%	44%	29%	36%	21%	15%	35%	-9%	10%	135%
毛利 (百万美元)	157	272	443	599	931	1,481	2,292	3,120	3,886	5,060	7,483	10,273	13,287	16,933
同比增长		74%	63%	35%	55%	59%	55%	36%	25%	30%	48%	37%	29%	27%
毛利率	79%	79%	75%	75%	79%	80%	83%	83%	84%	85%	86%	90%	92%	86%
营业开支 (百万美元)	96	145	255	357	538	831	1,296	1,794	2,160	3,022	4,405	5,402	6,347	7,005
同比增长		52%	76%	40%	51%	55%	56%	38%	20%	40%	46%	23%	17%	10%
营业利润 (百万美元)	61	127	187	242	393	650	996	1,326	1,726	2,038	3,078	4,871	6,940	9,928
同比增长		108%	48%	29%	62%	65%	53%	33%	30%	18%	51%	58%	42%	43%
营业利润率	31%	37%	32%	30%	33%	35%	36%	35%	37%	34%	35%	43%	48%	50%
净利润 (百万美元)	39	72	124	171	279	463	708	953	1,146	1,453	2,195	3,454	4,490	7,785
同比增长		83%	72%	38%	64%	66%	53%	35%	20%	27%	51%	57%	30%	73%
净利润率	20%	21%	21%	21%	24%	25%	26%	25%	25%	24%	25%	30%	31%	39%
市值 (百万美元)	785	2,688	3,595	2,907	8,641	11,870	19,050	24,816	29,994	53,141	71,715	152,156	267,686	222,763

资料来源: Bloomberg, 东兴证券研究所

- 史蒂夫·鲍尔默出任CEO期间（2000-2013年），微软发展减速，Vista惨遭滑铁卢，股价停滞不前。随着互联网泡沫破灭，微软股价下挫，微软推出的Vista也惨遭滑铁卢，营收从20%以下一路降至个位数，甚至在2009年出现负增长，净利润的增长趋势也频繁出现波动，股价的下挫导致市值从最高超过4000亿美元降至2000多亿美元。

图表39: 微软2000-2013财年财务情况

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
营业收入 (百万美元)	22,956	25,296	28,365	32,187	36,835	39,788	44,282	51,122	60,420	58,437	62,484	69,943	73,723	77,849
同比增长	16%	10%	12%	13%	14%	8%	11%	15%	18%	-3%	7%	12%	5%	6%
营业成本 (百万美元)	3,002	3,455	5,191	5,686	6,716	6,200	7,650	10,693	11,598	12,155	12,395	15,577	17,530	20,249
同比增长	7%	15%	50%	10%	18%	-8%	23%	40%	8%	5%	2%	26%	13%	16%
毛利 (百万美元)	19,954	21,841	23,174	26,501	30,119	33,588	36,632	40,429	48,822	46,282	50,089	54,366	56,193	57,600
同比增长	18%	9%	6%	14%	14%	12%	9%	10%	21%	-5%	8%	9%	3%	3%
毛利率	87%	86%	82%	82%	82%	84%	83%	79%	81%	79%	80%	78%	76%	74%
营业开支 (百万美元)	9,017	10,121	11,264	13,284	21,085	19,027	20,160	21,905	26,330	25,306	25,932	27,205	28,237	30,103
同比增长	29%	12%	11%	18%	59%	-10%	6%	9%	20%	-4%	2%	5%	4%	7%
营业利润 (百万美元)	10,937	11,720	11,910	13,217	9,034	14,561	16,472	18,524	22,492	20,976	24,157	27,161	27,956	27,497
同比增长	10%	7%	2%	11%	-32%	61%	13%	12%	21%	-7%	15%	12%	3%	-2%
营业利润率	48%	46%	42%	41%	25%	37%	37%	36%	37%	36%	39%	39%	38%	35%
净利润 (百万美元)	9,421	7,346	7,829	9,993	8,168	12,254	12,599	14,065	17,681	14,569	18,760	23,150	16,978	21,863
同比增长	21%	-22%	7%	28%	-18%	50%	3%	12%	26%	-18%	29%	23%	-27%	29%
净利润率	41%	29%	28%	31%	22%	31%	28%	28%	29%	25%	30%	33%	23%	28%
市值 (百万美元)	408,720	392,959	293,137	276,168	310,219	266,036	234,445	276,429	251,744	211,743	199,451	217,776	256,375	287,691

资料来源: Bloomberg, 东兴证券研究所

➤ 萨提亚·纳德拉出任CEO期间（2014-2019年），微软拥抱云化，重新起飞，股价不断攀升，市值超万亿美元。微软开启云战略，发布Office 365，收购LinkedIn、GitHub，通过开放生态带动公司业务增长，云化战略大获成功。

➤ 云化市场估值：微软公司股价由40美元左右攀升至187美元，市值由3400亿美元增长至超过10000亿美元，2019年市值增长为2014年的2.98倍，过去5年的年均复合增长率为24.4%。

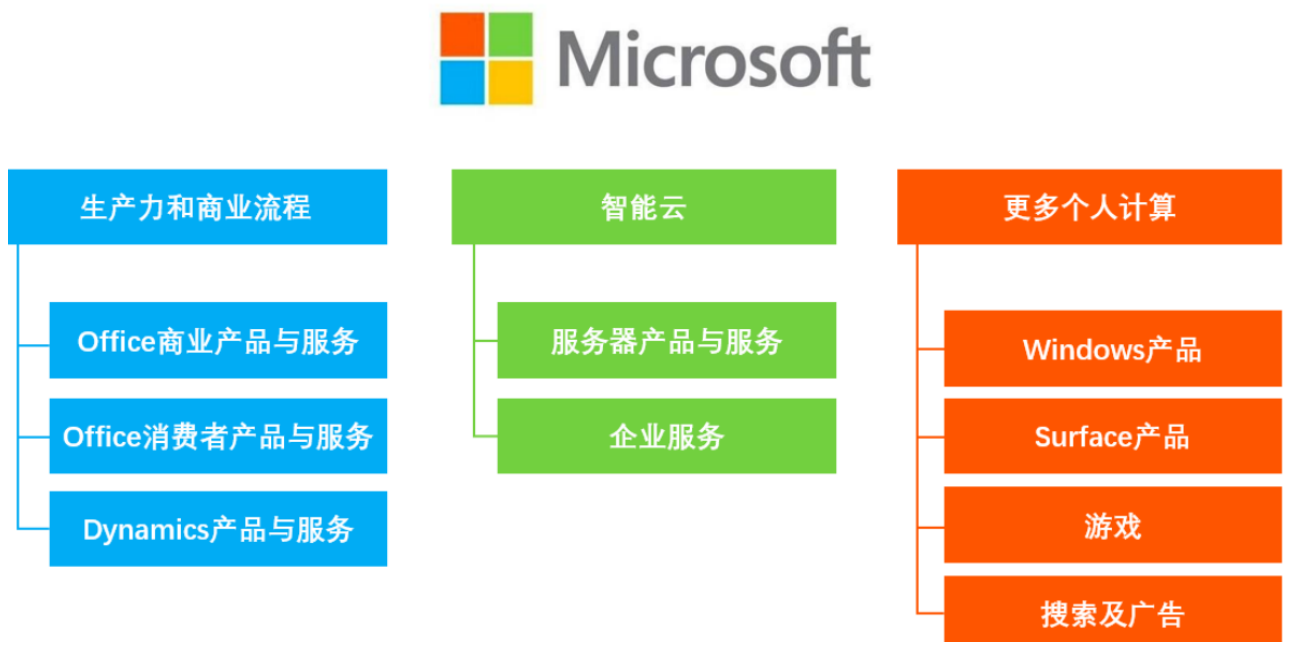
图表40: 微软2014-2019财年财务情况

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
营业收入 (百万美元)	86,451	93,580	85,320	89,950	110,360	125,843
同比增长	11%	8%	-9%	5%	23%	14%
营业成本 (百万美元)	26,934	33,038	32,780	34,261	38,353	42,910
同比增长	33%	23%	-1%	5%	12%	12%
毛利 (百万美元)	59,517	60,542	52,540	55,689	72,007	82,933
同比增长	3%	2%	-13%	6%	29%	15%
毛利率	69%	65%	62%	62%	65%	66%
研发费用 (十亿美元)	11	12	12	13	15	17
研发费用率	13%	13%	14%	14%	13%	13%
销售费用 (十亿美元)	16	16	15	16	18	18
销售费用率	18%	17%	17%	17%	16%	14%
管理费用 (十亿美元)	5	5	5	5	5	5
管理费用率	6%	5%	5%	5%	4%	4%
营业利润 (百万美元)	27,504	28,139	21,292	22,632	35,058	42,959
同比增长	0%	2%	-24%	6%	55%	23%
营业利润率	32%	30%	25%	25%	32%	34%
净利润 (百万美元)	22,074	12,193	16,798	21,204	16,571	39,240
同比增长	1%	-45%	38%	26%	-22%	137%
净利润率	26%	13%	20%	24%	15%	31%
市值 (百万美元)	343,566	354,392	399,535	531,312	757,029	1,023,856

资料来源: Bloomberg, 东兴证券研究所

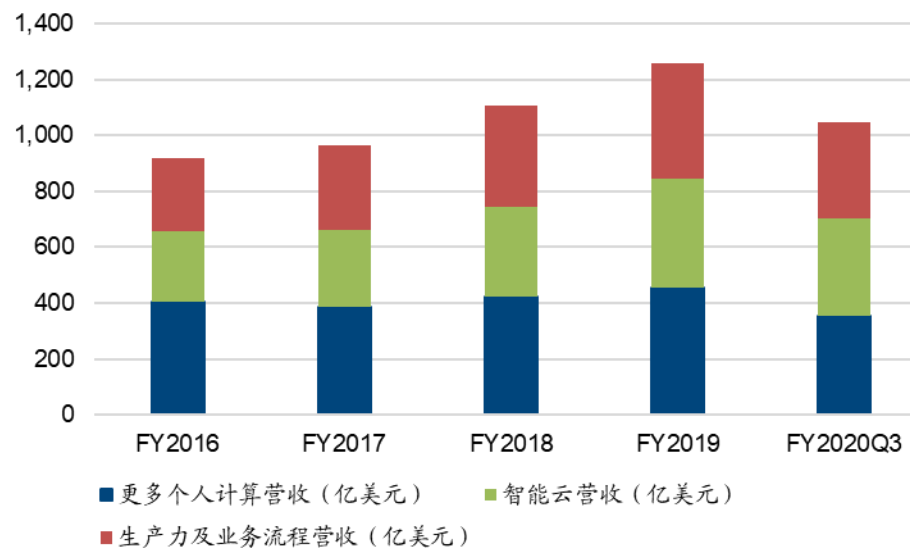
- 公司目前的业务分为生产力与业务流程、智能云及更多个人计算三大类别。纳德拉出任CEO之后，微软放弃移动互联网时代失败的战略布局，将战略重心放在云上，基于云计算打造开放开源的智能云生态，生产力业务以 SaaS 服务为主，智能云业务则以 IaaS 和 PaaS 服务为主，公司在营收、利润不断提升的同时，以云为核心的战略布局得到市场认可，公司整体估值水平不断提升。

图表41: 微软业务分类



资料来源: 微软官网, 东兴证券研究所

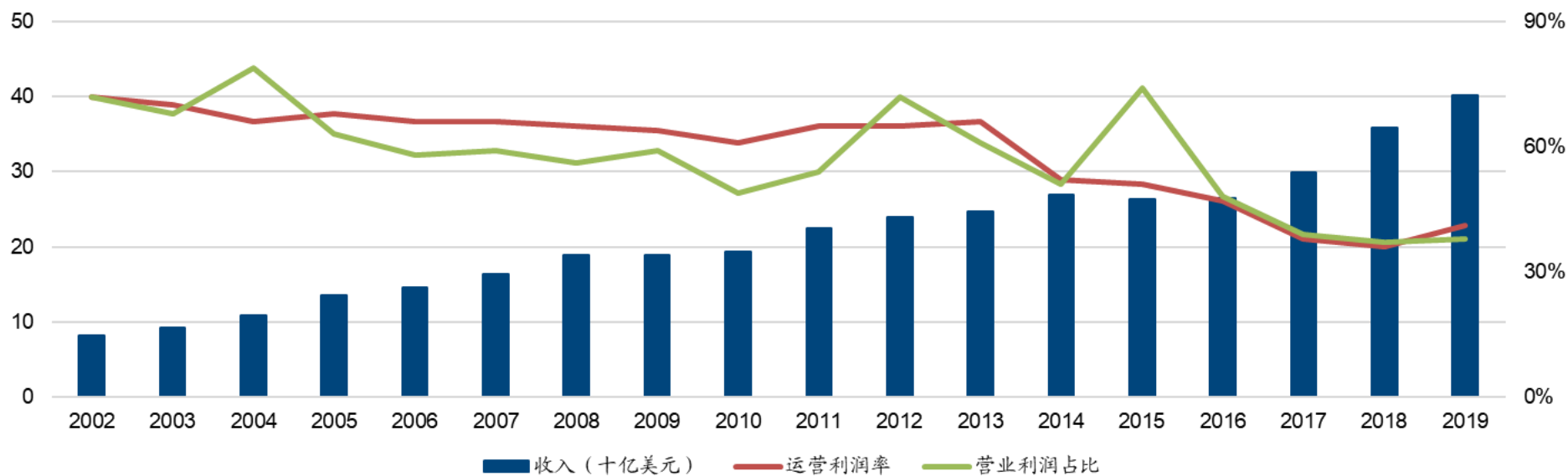
图表42: 微软营收情况



资料来源: 微软财报, 东兴证券研究所

- **Office业务盈利能力很强，为公司贡献大量营收和利润。**公司的收入分类和范围经历几次调整，在2002-2013年期间，相关业务项目下主要包括Office收入，收入结构比较纯粹，相关业务分部的运营利润率在65%-70%的范围内波动，产品化软件潜力巨大；从2014年起，这一分部的运营利润率开始下滑，主要是因为云转型研发投入增加和 2016 年对LinkedIn的收购所致。Office所在业务分部的营业利润在总体中占比较高，2015年之前占比一直维持在50%以上，近几年随着云业务拓展、Windows系统和Surface设备业务的利润增长，Office所在分部的营业利润占比有所下降。

图表43: Office相关业务分部收入增长和运营利润率情况



资料来源: Bloomberg, 微软财报, 东兴证券研究所

- **微软Office是办公软件领域的霸主。**办公软件存在兼容度问题，最好的解决办法是将文档以同一种格式记录，这需要文档发送和接收双方使用同样的软件，办公软件市场天然存在马太效应，容易产生一家独大的局面。得益于抓住DOS向Windows转型的机遇，并通过图形界面、兼容性、快速更新扩大优势，Office迅速取得领先地位，并实现业务的持续快速增长。
- **微软通过在面对竞争和处于领先时的不同策略选择，实现Office商业化的巨大成功。**微软在Office发展初期面临竞争时，定价与竞品基本保持一致，并且对于盗版保持克制态度，以盗版进一步侵蚀其他竞品的市场一家独大之后，Office定价明显高于竞品，并开始着重打击盗版，进一步收割市场。

图表44: 微软Office迅速占领市场的优势

图形界面

借力市场优势，微软率先推出图形界面产品。从Docs 转换到Windows的同时，微软同步开发图形界面的Office产品，但竞争对手在Windows发布之后才开始进行Windows版本研发，Office得到了3年竞争空窗期

兼容性

微软Visual Basics 产品帮助Office更为自动化，对于主要付费群体企业用户非常有吸引力，Word Perfert等竞品仅有容易在微软的Office上比较容易移植的Macro功能，而从Office切换到其他的竞品几乎不可能

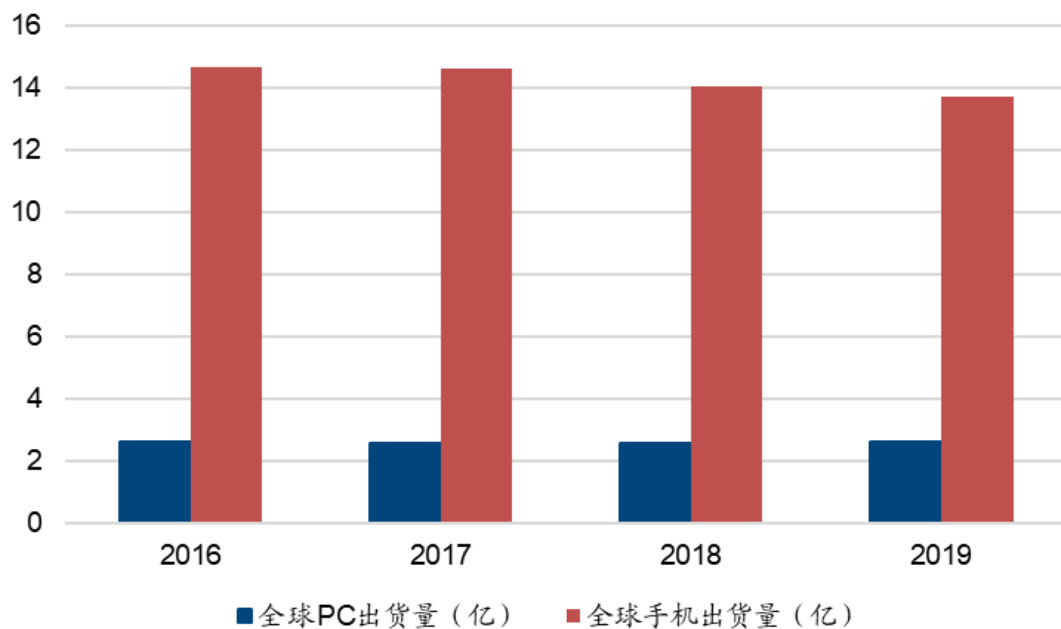
快速更新

微软Office在前期保持一个12个月的产品更新周期。微软的快速更新使其很快成为市面上功能最为完善，体验最好的办公软件产品。而竞争对手更新频率较低，大量用户将办公软件切换为微软Office产品

资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

- **微软错失移动办公发展趋势。**微软Office在移动端的发展较为缓慢，起步慢、投入少，移动端的App安装包很大，并且仍然按照PC端的惯例，产品分为Word、Excel、PowerPoint等多个独立的应用，与其他竞品的All In One概念相比，产品理念比较落后。
- **移动办公势不可挡，金山弯道超车。**随着数据网络的发展和智能手机功能的丰富，移动办公逐渐成为可能。根据IDC的数据，2019年全球PC出货量为2.61亿部，智能手机出货量为13.71亿部，根据泛微网络的数据，目前90%的组织在选型OA软件时提出移动办公的要求，移动办公能力几乎是所有组织的标配。回顾Office统治办公软件的过程，关键在于把握从DOS切换到Windows的3年窗口期机遇，在中国、印度等跳过了PC互联网时代、移动互联网发展迅速的国家，金山通过更早高效便捷的移动端产品，成功地在移动端实现弯道超车。

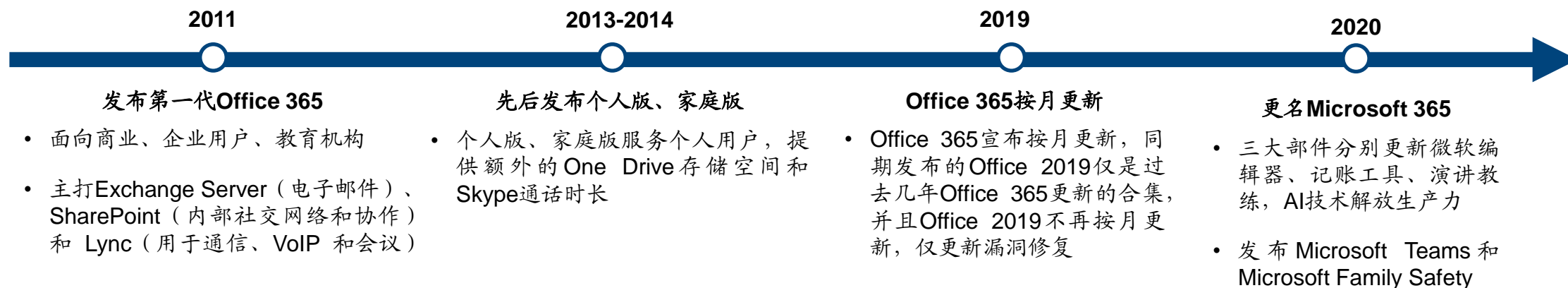
图表45: 全球手机出货量与PC出货量对比



资料来源: IDC, 东兴证券研究所

- 在纳德拉上任CEO后，微软开启云化转型，并通过开放生态拓展服务广度，Office的云化可以分为以下阶段：
 - 第一阶段（1990-2010）：发布以Word、Excel、PowerPoint为核心的Office产品，与Windows系统绑定快速获取市场并取得绝对领先地位，通过Outlook等应用引导用户探索云化；
 - 第二阶段（2011-2018）：推出Office 365订阅服务，以电子邮件、内部社交和协作、通信和会议为卖点，向B端用户推荐订阅服务，并逐渐将目标用户群扩展至个人用户，着重引导B端客户由授权向服务转移；
 - 第三阶段（2019至今）：以Office 365订阅服务为核心，全面拥抱云化，Office 365现已更名Microsoft 365，传统授权式Office逐渐边缘化，Office 2019不再进行后续功能更新，仅更新漏洞修复。

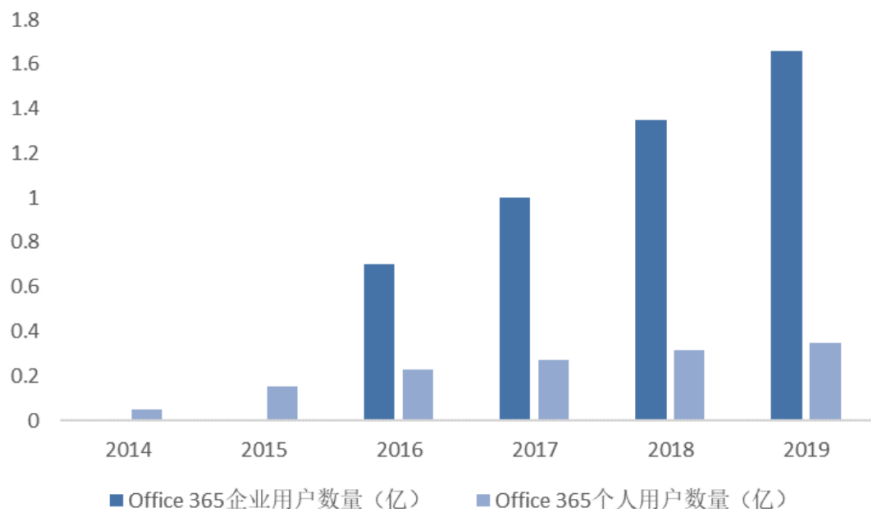
图表46: Office 365 云化过程



资料来源：东兴证券研究所

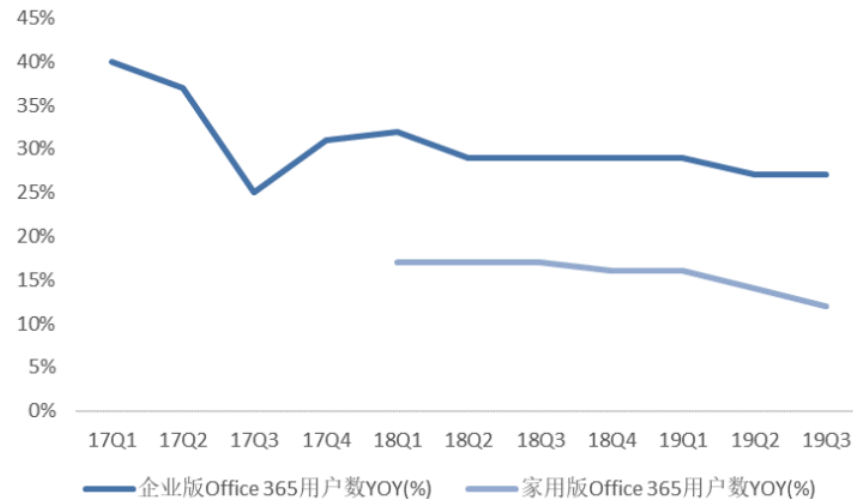
- 微软办公订阅保持高速增长，金山办公有望复制并赶超。过去几年，微软办公软件从传统授权业务转型订阅服务后，收入增速长期维持在高速水平，且用户数量仍在不断攀升。2011年，微软推出基于云端的office 365，商业模式从一次性付费转向按需付费、阶段性使用的模式。企业版的用户总数每年实现大幅增加，且数值远超个人用户，截至2019年财报，Office 365企业端用户数量达1.7亿，个人端用户数量达0.4亿，企业版Office 365的用户数季度同比增速一直维持在25%以上，家用版Office 365用户数季度增速也达到12%以上，国内机构办公订阅还处于爆发前期，未来有望复制微软的增长趋势，超过个人订阅成为重要的收入来源。

图表47: 2014-2019微软 Office 365 用户增长情况



资料来源: Bloomberg, 微软财报, 东兴证券研究所

图表48: 17Q1-19Q3 Office 365 订阅用户数维持高速增长



资料来源: Bloomberg, 微软财报, 东兴证券研究所

- 1 核心观点
- 2 公司简介
- 3 财务状况
- 4 行业概况：前景广阔，预计2023年市场规模达149亿元
- 5 C端：“免费+优质产品”吸引用户，广告和订阅服务实现变现
- 6 BG端：正版化和自主可控助推授权业务发展，增值服务前景广阔
- 7 中美对标微软，云化策略大有可为
- 8 金山业务对标及中长线成长逻辑预测

- WPS会员和稻壳会员为订阅业务主要组成部分，对营收影响较大，近几年为规模快速扩张发展阶段，预计未来增速下降，但仍然保持较高增长水平。
- 2019年报披露付费会员数量为1202万（剔除零售会员），公司并未披露WPS会员和稻壳会员各自数量，预测合计数量1270万（没有剔除零售会员）。
- 零售会员占比有下降的趋势，预计ARPPU有所增长。
- WPS会员以及稻壳会员的营收=会员人数*ARPPU。

图表49: 订阅业务营收预测 (个人订阅部分)

		2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
WPS会员	人数(百万)	0.99	2.96	5.75	8.05	11.27	15.67	21.15	28.13	37.13	48.27	61.78	77.84	97.30	119.68
	增速		198.99%	94.26%	40.00%	40.00%	39.00%	35.00%	33.00%	32.00%	30%	28%	26%	25%	23%
	ARPPU(元)	28.07	27.64	40.24	52.31	63.82	72.12	77.89	82.56	86.69	90.16	93.31	96.11	98.03	99.01
	增速		-1.53%	45.59%	30.00%	22.00%	13.00%	8.00%	6.00%	5.00%	4%	4%	3%	2%	1%
	收入(百万)	27.79	81.80	231.36	421.11	719.26	1129.74	1647.16	2322.17	3218.52	4351.44	5764.79	7481.55	9538.97	11850.26
	增速		194.35%	182.84%	82.02%	70.80%	57.07%	45.80%	40.98%	38.60%	35.20%	32.48%	29.78%	27.50%	24.23%
稻壳会员	人数(百万)	1.06	2.49	3.58	4.65	6.05	7.74	9.53	11.72	14.29	17.30	20.75	24.49	28.90	34.10
	增速		134.91%	43.78%	30.00%	30.00%	28.00%	23.00%	23.00%	22.00%	21%	20%	18%	18%	18%
	ARPPU(元)	16.82	20.49	28.80	37.44	46.80	53.82	60.28	66.31	70.28	73.80	76.01	78.29	79.86	80.66
	增速		21.82%	40.56%	30.00%	25.00%	15.00%	12.00%	10.00%	6.00%	5%	3%	3%	2%	1%
	收入(百万)	17.83	51.03	103.11	174.25	283.15	416.80	574.18	776.86	1004.64	1276.39	1577.62	1917.44	2307.83	2750.48
	增速		186.20%	102.06%	68.99%	62.50%	47.20%	37.76%	35.30%	29.32%	27.05%	23.60%	21.54%	20.36%	19.18%
词霸会员	收入(百万)	2.69	14.19	30.86	46.01	66.72	86.73	108.42	130.10	156.12	187.34	221.07	254.23	292.36	336.21
	增速		427.51%	117.48%	49.10%	45.00%	30.00%	25.00%	20.00%	20.00%	20%	18%	15%	15%	15%
		2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E

资料来源: wind, 东兴证券研究所

- 机构订阅方面，公司在2020年开始大力推广WPS+云服务，分为对大型企业的私有云和对中小企业的公有云，是软件授权之后的加购业务，单价299元/台/年，疫情期间发放了很多免费账号。
- 机构主要用户是政府、企业，目前的主要客户是政府和大型央企，出于安全需要，大多部署私有云；未来，中小企业客户增长将会更快，中小企业市场体量较大，未来贡献更多营收。
- 由于ARPPU的增长和规模效应，预测订阅业务毛利率会上升。

图表50: 订阅业务营收预测 (机构订阅及整体情况)

		2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
机构订阅	台数(万)					100	200	340	600	930	1110	1460	1810	2210	2810
	收入(百万)	15.81	25.31	22.9	34.08	105.00	390.00	867.00	1530.00	2371.50	3330.00	4380.00	5611.00	6851.00	8711.00
	增速		60.09%	-9.52%	48.82%	208%	271%	122%	76%	55%	40%	32%	25%	22%	27%
其他	收入(百万)		0.83	4.42	4.08	7.09	12.21	19.30	28.73	40.75	55.20	72.09	92.14	114.63	142.74
	增速			435.02%	-7.76%	73.83%	72.32%	58.00%	48.87%	41.85%	35.47%	30.60%	27.80%	24.41%	24.53%
订阅业务营收(百万)		64.12	173.16	392.65	679.53	1181.21	2035.48	3216.05	4787.86	6791.53	9200.38	12015.57	15356.35	19104.79	23790.70
营收增速			170.05%	126.76%	73.06%	73.83%	72.32%	58.00%	48.87%	41.85%	35.47%	30.60%	27.80%	24.41%	24.53%
订阅毛利(百万)		40.29	130.40	316.67	548.58	944.97	1628.39	2572.84	3830.28	5433.22	7360.31	9612.46	12285.08	15283.83	19032.56
订阅毛利率		62.84%	75.31%	80.65%	80.73%	80.00%	80.00%	80.00%	80.00%	80.00%	80.00%	80.00%	80.00%	80.00%	80.00%
毛利增速			223.64%	142.84%	73.23%	72.26%	72.32%	58.00%	48.87%	41.85%	35.47%	30.60%	27.80%	24.41%	24.53%

资料来源: wind, 东兴证券研究所

- 广告主要针对WPS个人端免费活跃用户，选取免费用户MAU为指标，免费用户MAU=网民数量*WPS产品渗透率，预计网民数量年增长率为6%，渗透率稳定增长。
- 出于提升用户体验与广告之间的权衡，公司对广告业务有所克制，预计单客收入会进一步下降。
- 随着WPS用户的增加，IDC和CDN成本也会大幅提高，预计毛利率将会进一步下降。

图表51: 互联网广告业务预测

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
网民 (亿)	7.31	7.72	8.29	8.87	9.40	9.97	10.56	11.20	11.87	12.46	13.09	13.74	14.43	15.15
渗透率	29.78%	32.65%	36.83%	44.98%	47.68%	50.54%	53.58%	55.72%	57.95%	59.69%	60.88%	61.49%	61.80%	62.10%
MAU估算 (亿)	2.18	2.52	3.05	3.99	4.48	5.04	5.66	6.24	6.88	7.44	7.97	8.45	8.92	9.41
单客收入 (元)	1.12	1.17	1.25	1.01	0.98	0.90	0.85	0.80	0.80	0.80	0.75	0.75	0.75	0.75
广告营收 (百万)	242.83	295.87	381.21	404.06	439.35	453.36	481.09	499.16	550.27	595.12	597.54	633.69	668.7	705.64
营收增速		21.84%	28.84%	5.99%	8.73%	3.19%	6.12%	3.76%	10.24%	8.15%	0.41%	6.05%	5.52%	5.52%
广告毛利 (百万)	212.67	258.98	317.40	319.85	338.30	340.02	351.20	354.40	379.69	398.73	388.40	399.22	407.91	423.39
广告毛利率	87.58%	87.53%	83.26%	79.16%	77.00%	75.00%	73.00%	71.00%	69.00%	67.00%	65.00%	63.00%	61.00%	60.00%
毛利增速		21.77%	22.56%	0.77%	5.77%	0.51%	3.29%	0.91%	7.13%	5.02%	-2.59%	2.79%	2.17%	3.80%

资料来源: wind, 东兴证券研究所

- 授权业务近几年增长速度比较稳定，但在营收占比中不断下降，主要是订阅业务增长速度较快。
- 在正版化和安全可靠的政策环境下，预计未来几年授权业务增长空间较大，这个领域的主要客户是政府和大型企业，公司占有绝大部分市场，后续增长还要看实际推行力度，中小企业客户未来的市场空间更大。

图表52: 办公软件产品使用授权业务预测

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
办公软件产品使用授权营收 (百万)	235.03	284.23	355.68	495.84	743.76	1004.08	1355.50	1789.26	2290.26	2908.63	3664.87	4581.09	5726.36	7043.42
营收增速		20.93%	25.14%	39.41%	50.00%	35.00%	35.00%	32.00%	28.00%	27.00%	26.00%	25.00%	25.00%	23.00%
毛利 (百万)	227.04	275.25	345.51	483.30	721.45	963.91	1287.73	1681.91	2129.94	2675.94	3353.36	4145.88	5125.09	6233.43
毛利率	96.60%	96.84%	97.14%	97.47%	97.00%	96.00%	95.00%	94.00%	93.00%	92.00%	91.50%	90.50%	89.50%	88.50%
毛利增速		21.23%	25.53%	39.88%	49.28%	33.61%	33.59%	30.61%	26.64%	25.63%	25.32%	23.63%	23.62%	21.63%

资料来源: wind, 东兴证券研究所

- 根据对订阅服务、广告、授权业务的预测，预计未来3年营收分别为24亿、35亿、51亿，并且在2025年营收超100亿
- 预计公司未来3年净利润分别为6亿、9亿、11亿，净利润率在25%左右，公司成长性较强，预计市盈率较高，预计2020年实现2000亿市值，保守预计，2029年市值突破3000亿。

图表53: 金山办公整体业绩预测 (保守预计)

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
营业收入 (百万)	541.98	753.26	1129.54	1579.43	2364.32	3492.91	5052.64	7076.28	9632.06	12704.13	16277.98	20571.13	25499.85	31539.76
营收同比增速		39%	50%	40%	50%	48%	45%	40%	36%	32%	28%	26%	24%	24%
毛利 (百万)	480.00	664.63	979.58	1351.73	2004.72	2932.31	4211.76	5866.59	7942.85	10434.97	13354.21	16830.19	20816.83	25689.37
销售费用率	20.42%	20.61%	19.11%	21.83%	20.00%	20.00%	20.50%	20.80%	21.20%	21.00%	20.90%	20.80%	20.60%	20.50%
管理费用率	12.61%	10.68%	7.86%	8.59%	8.00%	8.00%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%	8.80%	8.70%
研发费用率	39.41%	35.33%	37.88%	37.91%	37.00%	36.00%	35.00%	35.00%	35.00%	34.50%	34.30%	34.20%	34.10%	34.00%
毛利-费用 (百万)	87.43	162.77	247.09	272.56	467.91	696.85	952.81	1281.17	1662.75	2240.81	2903.75	3664.67	4624.43	5756.24
归母净利润(百万)	129.93	214.34	310.67	400.58	610.92	853.87	1122.82	1461.18	1850.76	2433.82	3101.77	3867.68	4832.44	5969.26
净利同比增速		65%	45%	29%	53%	40%	31%	30%	27%	32%	27%	25%	25%	24%
净利润率	24%	28%	28%	25%	26%	24%	22%	21%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
净利润 (亿)	1.30	2.14	3.11	4.01	6.11	8.54	11.23	14.61	18.51	24.34	31.02	38.68	48.32	59.69
市盈率 (保守)					350.25	262.69	210.15	168.12	137.86	110.29	88.23	72.35	61.50	52.27
市值 (亿)					2139.76	2243.00	2359.61	2456.54	2551.43	2684.19	2736.67	2798.19	2971.75	3120.22

资料来源: wind, 东兴证券研究所

- 根据对订阅服务、广告、授权业务的预测，预计未来3年营收分别为24亿、35亿、51亿，并且在2025年营收超100亿
- 预计公司未来3年净利润分别为6亿、9亿、11亿，净利润率在25%左右，公司成长性较强，预计市盈率较高，预计2020年实现2000亿市值，乐观预计，2026年市值突破3000亿。

图表54: 金山办公整体业绩预测 (乐观预计)

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
营业收入 (百万)	541.98	753.26	1129.54	1579.43	2364.32	3492.91	5052.64	7076.28	9632.06	12704.13	16277.98	20571.13	25499.85	31539.76
营收同比增速		39%	50%	40%	50%	48%	45%	40%	36%	32%	28%	26%	24%	24%
毛利 (百万)	480.00	664.63	979.58	1351.73	2004.72	2932.31	4211.76	5866.59	7942.85	10434.97	13354.21	16830.19	20816.83	25689.37
销售费用率	20.42%	20.61%	19.11%	21.83%	20.00%	20.00%	20.50%	20.80%	21.20%	21.00%	20.90%	20.80%	20.60%	20.50%
管理费用率	12.61%	10.68%	7.86%	8.59%	8.00%	8.00%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%	8.80%	8.70%
研发费用率	39.41%	35.33%	37.88%	37.91%	37.00%	36.00%	35.00%	35.00%	35.00%	34.50%	34.30%	34.20%	34.10%	34.00%
毛利-费用 (百万)	87.43	162.77	247.09	272.56	467.91	696.85	952.81	1281.17	1662.75	2240.81	2903.75	3664.67	4624.43	5756.24
归母净利润(百万)	129.93	214.34	310.67	400.58	610.92	853.87	1122.82	1461.18	1850.76	2433.82	3101.77	3867.68	4832.44	5969.26
净利同比增速		65%	45%	29%	53%	40%	31%	30%	27%	32%	27%	25%	25%	24%
净利润率	24%	28%	28%	25%	26%	24%	22%	21%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
净利润 (亿)	1.30	2.14	3.11	4.01	6.11	8.54	11.23	14.61	18.51	24.34	31.02	38.68	48.32	59.69
市盈率 (乐观)					350.25	262.69	210.15	168.12	137.86	117.18	103.12	92.81	83.53	75.17
市值 (亿)					2139.76	2243.00	2359.61	2456.54	2551.43	2851.95	3198.48	3589.45	4036.33	4487.27

资料来源: wind, 东兴证券研究所

- 根据对订阅服务、广告、授权业务的预测，预计未来3年营收分别为24亿、35亿、51亿，并且在2025年营收超100亿
- 预计公司未来3年净利润分别为6亿、9亿、11亿，净利润率在25%左右，公司成长性较强，预计市盈率较高，预计2020年实现2000亿市值，乐观预计，2026年市值突破3000亿，保守预计，2029年市值突破3000亿。

图表55: 金山办公整体业绩预测

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
营业收入 (百万)	541.98	753.26	1129.54	1579.43	2364.32	3492.91	5052.64	7076.28	9632.06	12704.13	16277.98	20571.13	25499.85	31539.76
营收同比增速		39%	50%	40%	50%	48%	45%	40%	36%	32%	28%	26%	24%	24%
毛利 (百万)	480.00	664.63	979.58	1351.73	2004.72	2932.31	4211.76	5866.59	7942.85	10434.97	13354.21	16830.19	20816.83	25689.37
销售费用率	20.42%	20.61%	19.11%	21.83%	20.00%	20.00%	20.50%	20.80%	21.20%	21.00%	20.90%	20.80%	20.60%	20.50%
管理费用率	12.61%	10.68%	7.86%	8.59%	8.00%	8.00%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%	8.80%	8.70%
研发费用率	39.41%	35.33%	37.88%	37.91%	37.00%	36.00%	35.00%	35.00%	35.00%	34.50%	34.30%	34.20%	34.10%	34.00%
毛利-费用 (百万)	87.43	162.77	247.09	272.56	467.91	696.85	952.81	1281.17	1662.75	2240.81	2903.75	3664.67	4624.43	5756.24
归母净利润(百万)	129.93	214.34	310.67	400.58	610.92	853.87	1122.82	1461.18	1850.76	2433.82	3101.77	3867.68	4832.44	5969.26
净利润同比增速		65%	45%	29%	53%	40%	31%	30%	27%	32%	27%	25%	25%	24%
净利润率	24%	28%	28%	25%	26%	24%	22%	21%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
净利润 (亿)	1.30	2.14	3.11	4.01	6.11	8.54	11.23	14.61	18.51	24.34	31.02	38.68	48.32	59.69
市盈率 (保守)					350.25	262.69	210.15	168.12	137.86	110.29	88.23	72.35	61.50	52.27
市值 (亿)					2139.76	2243.00	2359.61	2456.54	2551.43	2684.19	2736.67	2798.19	2971.75	3120.22
市盈率 (乐观)					350.25	262.69	210.15	168.12	137.86	117.18	103.12	92.81	83.53	75.17
市值 (亿)					2139.76	2243.00	2359.61	2456.54	2551.43	2851.95	3198.48	3589.45	4036.33	4487.27

资料来源: wind, 东兴证券研究所

风险提示:

- 付费用户增长不及预期、机构业务拓展不及预期;
- 行业竞争加剧导致业绩不达预期风险;
- 国家对自主创新领域政策变化风险;
- 产业生态投入不及预期风险。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司深度报告	金山办公（688111）：专注产品，将迎“在线办公”转化率提升红利——“科技茅台”系列报告之一	2020/4/29
公司深度报告	金山办公（688111）：中美对标，订阅转型+云协同有望打开成长空间——“科技茅台”系列报告之二	2020/5/20
公司深度报告	金山办公（688111）：专注产品价值提升，订阅业务有望持续超预期	2020/3/29
公司深度报告	金山办公（688111）：“在线办公”王者，恰逢云经济红利	2020/3/3
行业深度报告	中美科技对比研究系列报告之五：数据库产业报告，中国数据库成长之路，基于全球数据库技术演绎路径的研究	2020/6/24
行业深度报告	中美科技战“信创”专题报告之三：“IT重构”，中国IT产业成长的革命	2020/3/3
行业深度报告	计算机：操作系统行业深度报告，华为鸿蒙系统、安卓和未来	2019/7/12
行业深度报告	工业软件产业报告之二，电子设计软件EDA是芯片产业皇冠上的明珠	2019/7/12
行业深度报告	工业软件产业：中美科技战命门之工业软件深度报告之一	2019/5/22

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

王健辉

计算机互联网行业首席分析师，博士，2015年新财富第二名，2018年万得金牌分析师第一，2019年加盟东兴证券计算机团队，组织团队专注研究：云计算、信创网安、医疗信息化、工业软件、AI大数据、车联网、5G应用、金融科技及数字货币等领域，奉行产业研究创造价值理念。

陈宇哲

计算机行业分析师，五年证券从业经验，曾任职东方证券，从事中小市值行业（TMT方向）研究，2020年加盟东兴证券研究所。曾获2018/2019年财新II最佳分析师中小市值第一名/第三名，2018年第一财经最佳分析师新经济团队第二名。

研究助理简介

陈晓博

中国人民大学会计硕士，2019年加入东兴证券研究所，从事计算机行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评价体系

公司投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5% ~ 15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

THANKS

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526