

云&智能&国产化三浪叠加，办公软件龙头再攀高峰

——金山办公深度报告

✍️ : 田杰华 执业证书编号: S1230520110001
☎️ : 13774269309
✉️ : tianjiehua@stocke.com.cn

报告导读

公司是国产办公软件龙头，迎云化、国产化、智能化三浪叠加，办公订阅及授权业务双轮驱动，国内外市场并举，未来成长性与确定性兼备。

投资要点

□ 企业数字化转型推动云化与智能化需求，政策助力办公软件国产化浪潮

云化: 2019年中国IT支出占全球的10.8%(Gartner),相比GDP占比(16%)较低,未来信息化水平有望持续提升。叠加疫情影响下云办公成为主要应用场景, B端企业上云意愿逐步提升, C端用户习惯得到培养。**智能化:** 随着算力和数据的增长及AI技术落地,办公软件从用户需求角度迎智能化改造空间。**国产化:** 近年我国不断出台政策强化国产IT设施生态建设,以提升信息安全和技术创新能力,办公软件作为政务办公领域高频应用软件将充分受益。

□ 办公订阅:完善的SaaS体系构筑网络效应,月活及付费率有望持续提升

公司已形成以面对C端及中小B为主的较为完备的SaaS订阅体系,即围绕WPS+云办公形成相应等级会员增值服务。2020年主要产品月活用户数达4.74亿,付费率为4.1%,未来在协同办公战略主线下付费率有望提升。“金山文档”作为协同办公落脚点,技术优势突出,网络效应有望进一步加强客户粘性。

□ 软件授权:凭借牢固客户基础及产品适配优势,充分受益国产化大势

客户基础: 据「CHAO」办公大会,WPS在国务院组织(95%)、省级政府(97%)、央企(93%)和中大型银行(87%)覆盖率均较高;**产品适配:** 截至2020年底公司已累计和260家生态伙伴完成适配。**标准与生态:** 布局OFD、UOF版式,打造“流版一体化”;并聚拢面向C端及政企的两大生态以巩固其龙头地位。

□ 长期国际化战略方向下,海外市场成未来增长新亮点

针对国外部分国家信息化水平相对落后及移动设备高速发展的现状,公司IPO募投5.13亿元用于国际化,推进海外产品及服务内容本土化。凭借移动端产品可用好用、性价比高等优势及国家“一带一路”建设,公司国际化战略成功逐步验证:目前客户遍布220个国家和地区,2020年海外MAU超1亿。

□ 年度PC出货带来增量规模70亿,存量PC对应办公软件规模达350亿

年度PC出货带来增量规模: 对不同客户群体付费率给予相应假设,年度PC出货带来增量规模达70亿(订阅40亿/授权30亿)。**存量PC对应规模:** 考虑到电脑折旧周期,我国PC保有量变化对应规模达350亿。

□ 盈利预测及估值

公司作为国产办公软件龙头,逐步实现一站式、全平台移动应用服务战略,迎云化、智能化、国产化大势,未来成长空间广阔。预计2021-2023年公司营收34.76/49.42/68.70亿元,归母净利润11.80/15.75/20.93亿元,对应EPS为2.56/3.42/4.54元/股,给予165X PE,对应未来6-12个月目标市值1947亿元。

□ 风险提示

宏观经济增速下行,企业IT支出不及预期;市场竞争加剧风险;订阅业务月活增长及付费率转化不及预期;海外市场扩张不及预期。

评级

买入

上次评级 首次评级
当前价格 ¥322.00

单季度业绩

元/股

4Q/2020	0.63
3Q/2020	0.52
2Q/2020	0.54
1Q/2020	0.24



公司简介

公司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。

相关报告

报告撰写人: 田杰华
联系人: 田杰华

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	2261	3476	4942	6870
(+/-)	43.14%	53.73%	42.20%	39.00%
归母净利润	878	1180	1575	2093
(+/-)	111.73%	34.33%	33.51%	32.89%
每股收益(元)	1.90	2.56	3.42	4.54
P/E	169.04	125.84	94.25	70.93

正文目录

1. 历史复盘：三十载风雨扛旗国产软件，打造一站式办公平台	6
1.1. 发展历程：卅载风雨扛旗国产软件，移动端布局弯道追赶	6
1.2. 战略布局：“云、多屏、内容、AI”已落地，“协作”成主线	7
1.3. 成长逻辑：一站式办公平台入口，持续发力企业级办公市场	9
2. 优势现状：三大稀缺特点构筑核心竞争力	9
2.1. 产品能力：秉承“技术立业”，匹敌海外巨头	9
2.2. 销售策略：“免费+增值服务”，尽显消费属性	12
2.3. 市场地位：优质竞争格局，未来强者恒强	13
3. 未来成长：云&智能化、国产&正版化趋势下空间几何？	14
3.1. 中短期：C端订阅业务：渗透率、付费率双升空间巨大	14
3.2. 中短期：B/G端授权业务：乘国产化、正版化浪潮破局	16
3.3. 中期：疫情下云文档构筑闭环，剑指中小企业订阅市场	20
3.4. 长期：国际化战略方向下，海外市场成未来增长新看点	22
3.5. 规模测算：年度PC出货带来增量70亿，存量PC对应规模350亿	23
4. 盈利预测与估值	25
4.1. 盈利预测	25
4.2. 估值分析与投资评级	28
4.3. 风险提示	29

图表目录

图 1: WPS 与 MS Office 发展历程中重要事件	6
图 2: WPS 支持多种平台及架构	7
图 3: WPS 月活设备数持续增长	7
图 4: WPS 向云服务转型的布局	7
图 5: WPS 云端文件数、存储容量增长趋势	7
图 6: 稻壳模板海量素材	8
图 7: WPS 内容生态合作伙伴	8
图 8: WPS 在 AI 技术所获奖项	8
图 9: AI 技术应用	8
图 10: 协作产品及功能	9
图 11: WPS 协作方向投入力度增强	9
图 12: 公司成长逻辑	9
图 13: 金山办公主要产品矩阵	10
图 14: 金山办公移动端部分功能组件	10
图 15: WPS 与微软 OFFICE 采招入围价比较	12
图 16: WPS 与微软 OFFICE 不同版本官方价格对比	12

图 17: 针对个人、企业的不同商业模式	12
图 18: WPS 在 B、G 端业务向云化形态的转变	13
图 19: 2020 年三大模式占比	13
图 20: 1998 年全球办公软件竞争格局	13
图 21: WPS 位居 Android 平台办公软件第一	13
图 22: WPS 政企业务覆盖率稳居第一	14
图 23: 金山办公毛利率、净利率情况	14
图 24: 2012 年-2018 年中国基础办公软件用户规模及增速	14
图 25: 我国基础办公软件市场规模(亿元)	14
图 26: WPS Office 用户覆盖率	15
图 27: WPS 月活用户数(截至 2020 年年底)	15
图 28: 金山办公主要产品 MAU 变化情况(单位: 亿)	15
图 29: 2019 年 Q1-Q3 区域推广付费占比	15
图 30: Office 365 及 WPS 个人订阅用户数(百万)	15
图 31: WPS Office 产品月活付费用户数及付费渗透率	15
图 32: 会员增值服务特权	16
图 33: 稻壳儿商城界面	16
图 34: WPS 会员交易情况	16
图 35: 稻壳会员交易情况	16
图 36: 我国软件国产替代相关政策梳理	17
图 37: 信息技术创新产业链	17
图 38: 金山办公信创领域发展历程	18
图 39: WPS 政企覆盖率	18
图 40: 产品适配厂商及平台	18
图 41: WPS Office Linux 版本	19
图 42: 金山办公信创互认证统计	19
图 43: 版式国标 OFD 特质	19
图 44: WPS 生态	19
图 45: 中国远程办公行业市场规模(亿元)	20
图 46: “云办公”市场主要参与者	20
图 47: WPS+针对企业用户特点	21
图 48: 2020 年中国新春远程办公企业与办公人员规模	21
图 49: 疫情期间金山办公云文档服务	21
图 50: WPS 教育版界面	21
图 51: WPS+成功案例遍布八大行业	21
图 52: 金山办公海外业务发展历程	22
图 53: 金山办公海外业务收入规模及占比	23
图 54: 2022 年冬奥会官方协同办公软件供应商	23
图 55: 中国 PC 出货量(万台)	23
图 56: 2014-2017 年商用、消费市场 PC 出货量情况(百万台)	23
表 1: 金山办公、永中软件、中标普华对比	11
表 2: WPS 与国际主流公司对标产品关键适配指标对比	11
表 3: 推动软件正版化部分政策汇总	17

表 4: 信创核心替代市场空间	18
表 5: WPS Office Linux 产品特点	19
表 6: 公司三款云文档产品	20
表 7: IPO 募投办公软件国际化三大项目	22
表 8: 商用市场细分 PC 出货量及预测	23
表 9: 标准版数量授权单价	24
表 10: 不同订阅版本单价	24
表 11: 公司所在办公软件年度增量市场空间测算	25
表 12: 办公订阅业务收入预测拆分	26
表 13: 办公软件产品授权业务收入预测拆分	27
表 14: 毛利率预测	28
表 15: 费用率预测	28
表 16: 可比公司估值	29
表附录: 三大报表预测值	30

1. 历史复盘：三十载风雨扛旗国产软件，打造一站式办公平台

1.1. 发展历程：卅载风雨扛旗国产软件，移动端布局弯道追赶

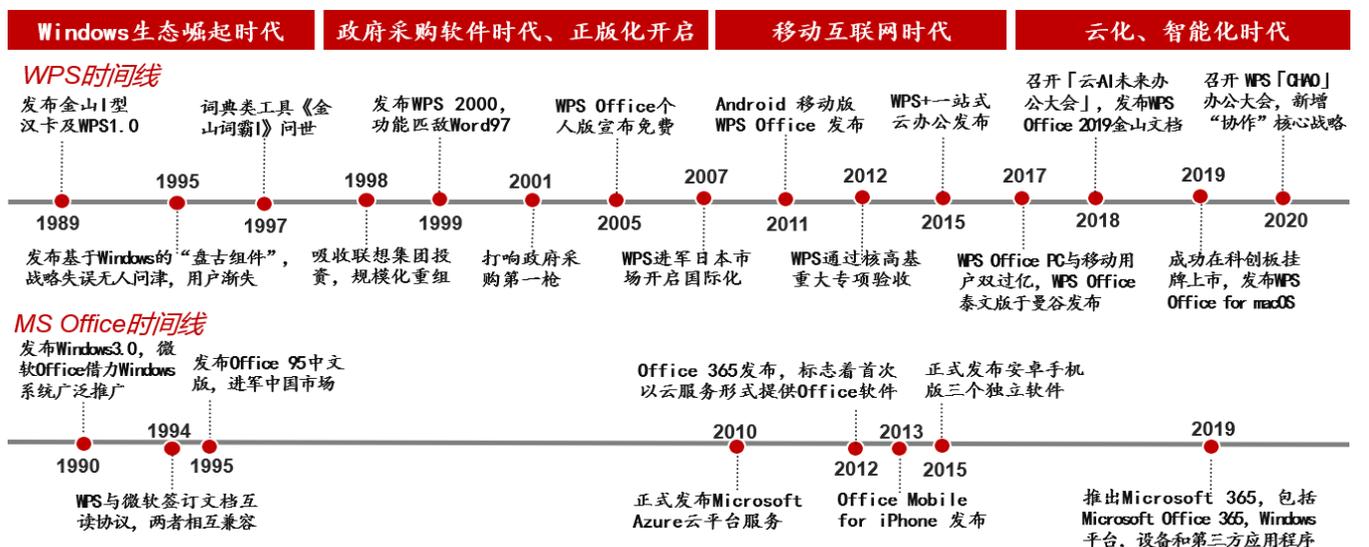
1988-1998：初创崛起时代，中途受挫。1990年，求伯君带领下金山公司发布的WPS(Word Processing System)1.0版本，填补了当时国内主流操作系统(DOS)中文文档处理市场的空白,并带动了整个汉卡产业。90年代，微软Windows系统登陆中国，WPS与微软文档互读协议的签订、Office产品捆绑安装策略及其图形界面优势(同时期金山的盘古组件战略判断失误未能做到“所见即所得”)使WPS用户迅速流失。微软纵容其盗版横行之时，WPS在竞争中一度处于弱势。

1999-2010：政府采购时代，二次创业。2001年，在软件正版化政策和科技部863计划的支持下，金山紧握中国加入WTO、政府首次大规模采购正版软件的历史机遇，获得北京市政府软件采购最大的订单(据2002年中新网报道)，自此打下了牢固的党政客户基础。据信息产业部软件与集成电路促进中心数据，2004年WPS Office 2005获得了几乎全部省级政府采购的订单，其政府版在办公软件采购中的市占率达56.12%。此外，在C端，2005版基于“与微软兼容+免费”的策略逐渐重获市场。据金山在线数据，截至2005年底该个人版下载量破3800万。

2011-2015：移动办公时代，弯道追赶。随着3G、移动App的普及，智能手机出货量激增，据Gartner数据，2011年其出货量达5亿台，首次超PC端成为办公重要终端。金山迅速响应，率先发布Android、iOS版，实现多平台产品线同时推进，移动端产品布局较同年微软更全面。据公司招股说明书援引计世资讯，2018年其用户数占国内办公软件总数的42.75%。

2016-至今：云化、智能化、国产化时代，率先布局。WPS的云化布局始于2009年，推出第一款云存储产品，并于2015年推出WPS+云办公，从授权模式开始向个人、组织级客户的订阅服务转型，并通过上市募投AI技术赋能产品，云化、智能化相辅相成，积累客户粘性，助力转型。2019年，公司发布“协作”拳头产品金山文档，用户数快速增长，疫情期间创下了2.38亿月活的成绩。作为稀缺的国产化办公软件龙头，公司在国产化、云化与智能化的趋势下正迎来发展的黄金时期。

图 1：WPS 与 MS Office 发展历程中重要事件



资料来源：公开资料，浙商证券研究所整理

1.2. 战略布局：“云、多屏、内容、AI”已落地，“协作”成主线

2018年7月，金山办公在云·AI未来办公大会上提出“多屏、云、内容、AI”四大战略，如今成绩不断取得突破，战略前瞻性得到持续验证。四大战略成绩复盘如下：

(1) **多屏：全面支持多平台多终端，月活设备数不断突破。**目前WPS支持Windows、Linux、MAC、Android和iOS等环境及X86、ARM、MIPS、Alpha架构和苹果最新的M1 CPU指令集。公司愿景即“让我们的软件运行在每一台设备上”。据WPS「CHAO」办公大会，WPS Office客户端月活设备数由2017年的2.55亿提升到2020年12月的4.74亿，3年提升86%，目前在Windows、Android、Mac上的用户量均处于领先：

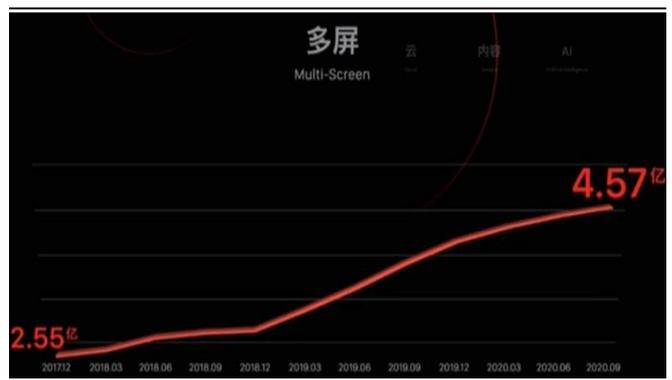
- **Windows平台覆盖率达60.6%：**在PC市场萎缩及微软Office预装策略的强劲压力下，该数据较2016年(34.4%)仍实现了76%的提升。
- **Android平台累计总下载量达198亿次：**据2020年12月WPS「CHAO」办公大会上公司CEO章庆元援引七麦数据结果显示，WPS历史下载量为198亿次，近一个月日均下载量1562万次，已超越美团(累计187亿次，日均1600万次)，仅次于淘宝(累计232亿次，日均1700万次)。
- **Mac平台总榜451天第一(共上线593天)：**WPS Mac版在App Store上线的593天中451天位列总榜第一，594天位列效率榜第一，力压苹果和微软Office产品。

图2：WPS支持多种平台及架构



资料来源：WPS「CHAO」办公大会，浙商证券研究所

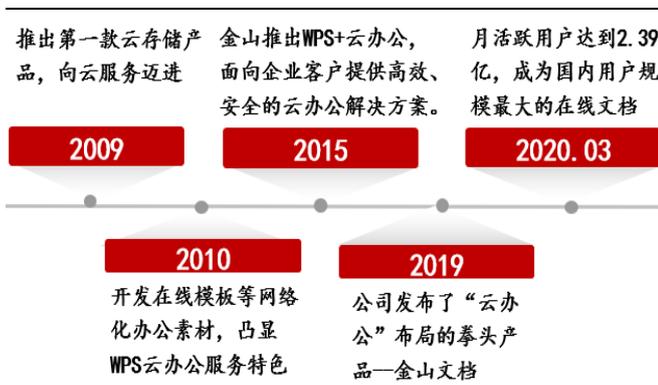
图3：WPS月活设备数持续增长



资料来源：WPS「CHAO」办公大会，浙商证券研究所

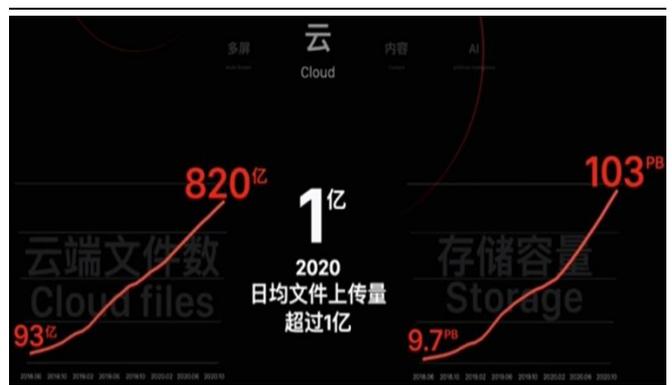
(2) **云：WPS云文档数量2年10倍增长，进一步实现从工具转型云办公服务的突破。**2009年，金山办公推出第一款云存储产品，开始布局云服务。据公司年报及「CHAO」办公大会数据，WPS云端文件数已从2018年的93亿增长至2020年年底的898亿，增长了约8.66倍，且95%的文件都是有价值的数字资产；2020年日均文件上传量超过1亿。

图4：WPS向云服务转型的布局



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图5：WPS云端文件数、存储容量增长趋势



资料来源：WPS「CHAO」办公大会，浙商证券研究所

(3) 内容: 海量素材让用户聚焦思考。公司稻壳儿平台以零售或订阅的模式为用户提供模板、范文、图表等资源素材, 还提供简历定制、投放等增值服务。据「CHAO」办公大会公布, 该平台已有超 7200 万各类办公资源, 独立设计师超 4000 位。目前 WPS 内容合作伙伴已达 100 家以上, 包括视觉中国、创客贴、学科网、方正字库等。

图 6: 稻壳模板海量素材



资料来源: WPS「CHAO」办公大会, 浙商证券研究所

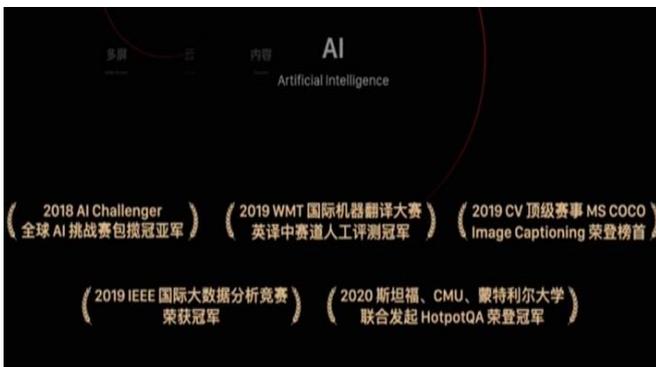
图 7: WPS 内容生态合作伙伴



资料来源: WPS「CHAO」办公大会, 浙商证券研究所

(4) AI: 目标成为第一个全面实现 AI 智能办公的厂家。围绕 AI 战略, 金山办公投入超 200 个工程师; 落地超 18 项 AI 应用, 包括全文翻译、智能 PPT、文档校对等; 击败国际一流科技公司, 斩获 5 项国际 AI 技术大奖。

图 8: WPS 在 AI 技术所获奖项



资料来源: WPS「CHAO」办公大会, 浙商证券研究所

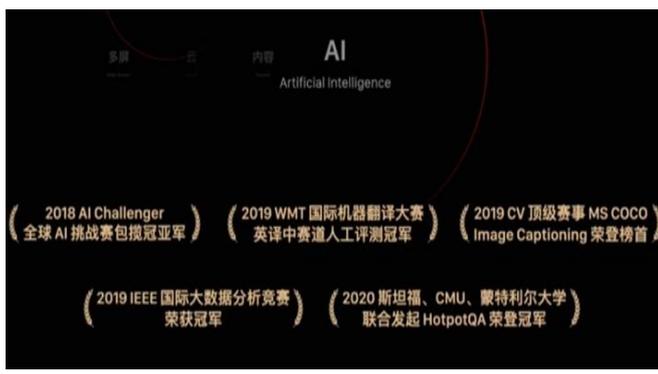
图 9: AI 技术应用



资料来源: WPS「CHAO」办公大会, 浙商证券研究所

协作战略升级, 实现平台闭环撬动千万级中小微企业办公市场。2016 年公司发布 WPS 云协作办公服务, 实现文档创建、编辑、协作、共享与讨论交流的一站式操作。2020 年 CEO 章庆元在「CHAO」办公大会将协作战略升级, 他表示将投入三分之一研发力量, 并发布了包括“金山表单、金山会议、金山日历、金山待办和 FlexPaper”5 款全新的协作产品。以 WPS+ 为代表的云办公产品, 其轻量化特点及跨平台协同剑指千万级中小微企业市场, 有助于构筑公司整体用户网络效应闭环, 加强粘性提升付费转化, 实现云端一体化。

图 10: 协作产品及功能



资料来源: WPS「CHAO」办公大会, 浙商证券研究所

图 11: WPS 协作方向投入力度增强

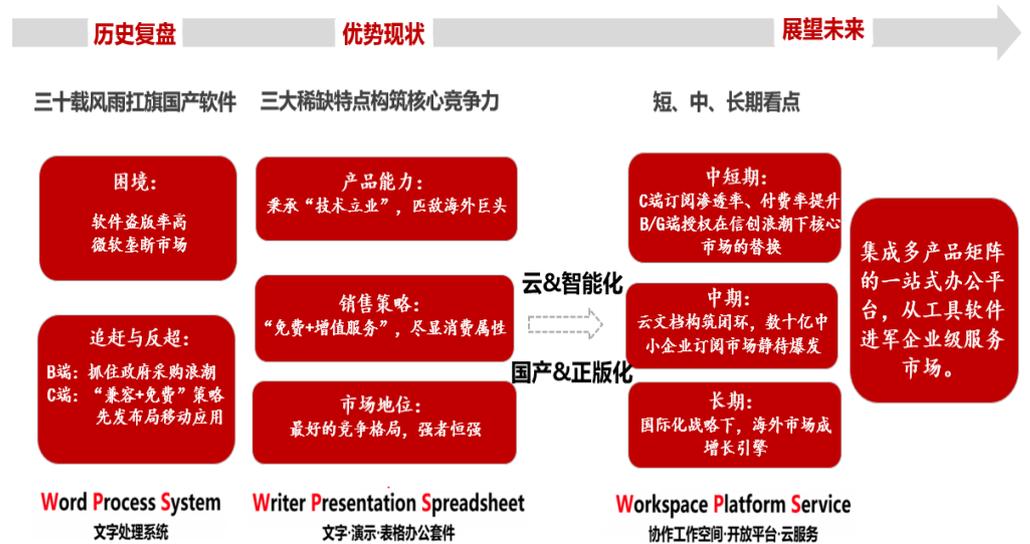


资料来源: WPS「CHAO」办公大会, 浙商证券研究所

1.3. 成长逻辑：一站式办公平台入口，持续发力企业级办公市场

基于 W、P、S 的新内涵，作为办公类工具软件入口，进军企业级服务市场。经过三十多年的演变，受益云化、智能化、国产化、正版化大势，WPS 的内涵已经由文字处理系统变为 W（协作工作空间）、P（开放平台）、S（云服务），三者共同助力 WPS 产品深度应用与广度扩张，实现云端一体化。未来公司将持续拓展 B 端，打造集成多产品的一站式办公平台，将办公类工具软件作为重要入口，持续发力企业级办公市场。

图 22: 公司成长逻辑



资料来源: 浙商证券研究所

2. 优势现状：三大稀缺特点构筑核心竞争力

2.1. 产品能力：秉承“技术立业”，匹敌海外巨头

金山办公是全球最早从事办公软件产品研发与销售的厂商之一，拥有办公软件领域 30 余年研发经验及技术积累，对核心技术具有自主知识产权。公司重点针对数据云存储、智能数据处理、安全云文档以及数据协同共享等多个关键技术进行深入研究，通过核心技术的突破，形成以“在线协作，多端合一，轻端重服务”为特色的 WPS 产品模式。

金山办公目前已形成围绕 WPS Office 为核心，基于办公应用场景的多产品、多平台服务。公司提供面向组织及个人两类客户的 WPS Office、金山 PDF 等十余软件产品，并基于办公场景开发各类订阅增值服务，同时提供一站式行业解决方案，以及以产品和相关文档为媒介的互联网广告服务。

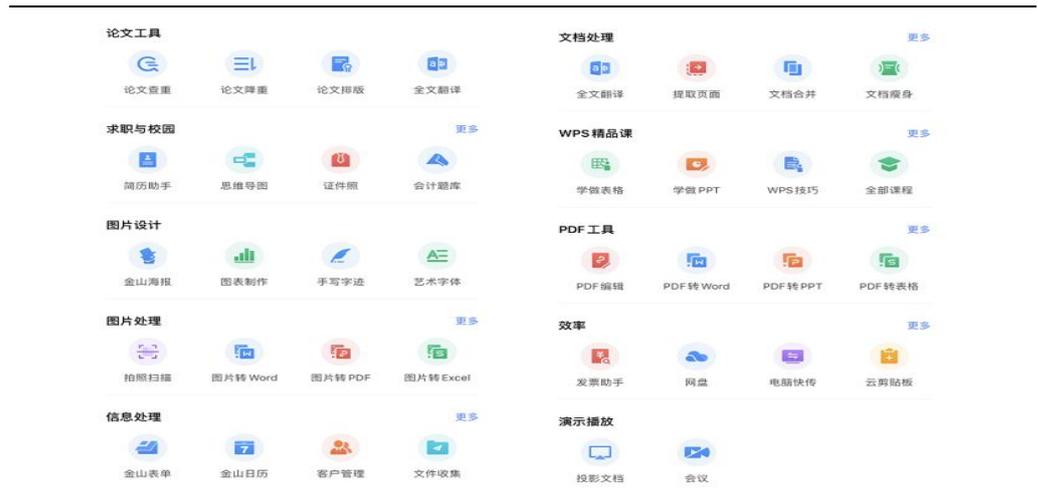
图 33：金山办公主要产品矩阵



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

整体定位：更贴近国民习惯的轻量化办公软件平台。公司主要产品 WPS Office 以“ALL IN ONE”工作台的概念，集成了文字、表格、演示、流程图、脑图等重要组件，通过对用户场景、应用系统集成、竞品功能等角度分析，与办公领域上下游的合作，在 UI、操作习惯等方面进行了优化，使其具备**易操作、易集成、轻量化、兼容性、协同性**五大特性，也符合其能在移动互联网时代抢占市场份额的产品逻辑。

图 44：金山办公移动端部分功能组件



资料来源：WPS 移动端 APP，浙商证券研究所

相较于国内友商，金山办公产品体系丰富、应用领域广，先发优势明显。永中软件同为国产办公软件提供商，聚焦在线办公服务领域的研发与升级；中标软件是国产操作系统产品及办公软件专业化研发与推广企业，重点打造安全创新等差异化特性产品。中标软件旗下拥有“中标麒麟”、“中标普华”、“中标凌巧”三大产品品牌；其中中标普华以办公软件为核心。永中软件和中标普华在信创领域占有一定市场份额。

表 1：金山办公、永中软件、中标普华对比

特点	产品业务体系	应用领域	商业模式
金山办公	产品线丰富	住宿和餐饮、制造、建筑、教育等	授权、订阅
永中软件	产品种类较少	金融、教育、广告传媒、IT 等	
中标普华	产品体系单一	审计、财税、工商、公安、医疗等	授权

资料来源：各公司官网，浙商证券研究所

目前公司产品是国内少数可与海外巨头匹敌的办公软件之一。与海外巨头微软的 Microsoft Office 相比，WPS 产品技术水平差别并不显著，仅在个别复杂功能（如个别函数）上略欠缺。Microsoft Office 主要优势在于其强大的生态：Windows 操作系统以及包含 Outlook、OneNote、Publisher、Access 等在内的 Office 系列完整套件。而 WPS 在产品策略方面主要更注重本土化功能，如动画渲染，PPT 模板、思维导图等，且定价约为微软 1/3~1/2，其高性价比对国内外用户均有较强的吸引力。

表 2：WPS 与国际主流公司对标产品关键适配指标对比

分类	对比项	WPS Office 2019	微软 Office 2019	Google Docs
组件	核心产品模块	文字处理、电子表格、演示文稿、PDF	文字处理、电子表格、演示文稿	文字处理、电子表格、演示文稿
	Windows	支持	支持	不支持
	Linux	支持	不支持	不支持
	MacOS	支持	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
客户端	CPU 支持	M、龙芯、飞腾、兆芯、申威	X86	X86
	国产操作系统	中标麒麟、银河麒麟、深度、新支点等主流国产操作系统	不支持	不支持
	OOXML 格式标准	兼容性强	标准制定者	一般
标准支持	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 版式文件标准	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	百万级的文档模板、图标、字体、图片、图表等各种素材	基础模板	基础模板
二次开发	二次开发	本地、web 二次开发	本地二次开发	web 二次开发
人工智能	/	PPT 美化、校对、辅助写作、图像处理、OCR	PPT 美化、翻译	PPT 美化

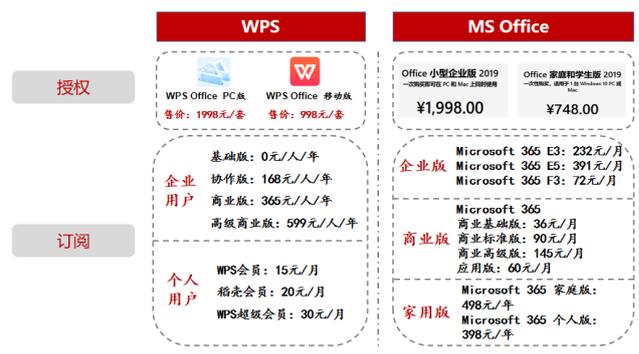
资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

图 15: WPS 与微软 OFFICE 采招入围价比较



资料来源: 政府采购网, 浙商证券研究所

图 16: WPS 与微软 OFFICE 不同版本官方价格对比

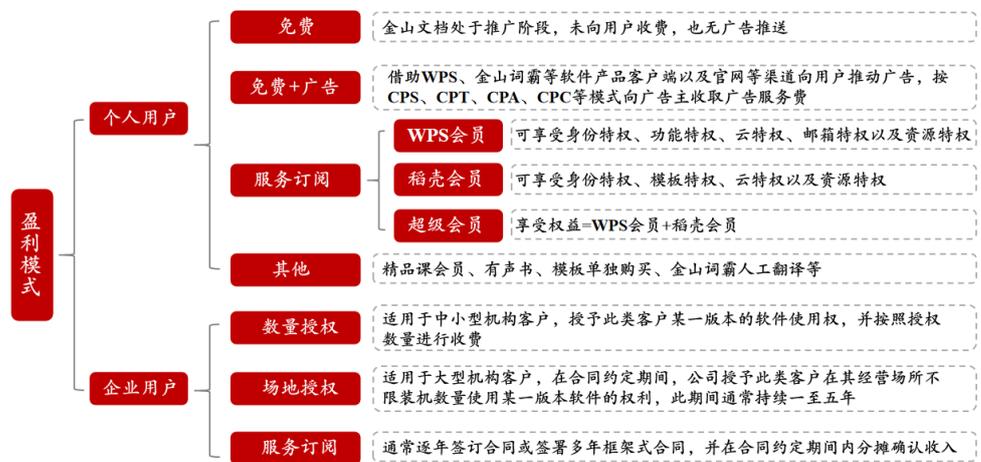


资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

2.2. 销售策略：“免费+增值服务”，尽显消费属性

Freemium (免费+增值服务)“消费互联网”模式构筑网络效应“互联网”模式，是其面对盗版横行及微软压制的策略，也促使其由工具软件到企业级服务的转变。我国软件行业用户版权意识一直不高，据商业软件联盟(BSA)，2017年我国个人软件盗版率达66%，相比于传统软件公司通过诉讼等高成本手段打击盗版，WPS在国内市场面对巨头微软的围剿，采用Freemium模式逐渐占领市场，并促进付费用户的转化，也促使公司对企业客户提供工具产品向应用服务转型。近年来公司快速成长的核心驱动力即是个人订阅收入。

图 17: 针对个人、企业的不同商业模式



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

公司盈利模式主要包括三种: 办公软件产品使用授权 (B、G 端为主)、办公服务订阅 (C 端+B 端) 和互联网广告推广 (C 端为主):

针对个人用户，以“基础产品免费+广告推广创收”以及“无广告+增值服务收费”两类盈利模式，通过订阅服务和互联网广告服务可实现会员转化与流量变现。增值服务主要包括 WPS、稻壳会员。此外还可单独购买精品课会员、金山词霸人工翻译、文档模板等。

针对企业用户，分为采用授权和订阅两种模式。由于大型企业版权意识相对较强、追责相对简单，WPS 仍采用授权为主的方式。公司对中小型客户相对较多得采用数量授权方式，大型客户采取场地授权的方式。近年来企业用户上云趋势明显，服务订阅通常以逐

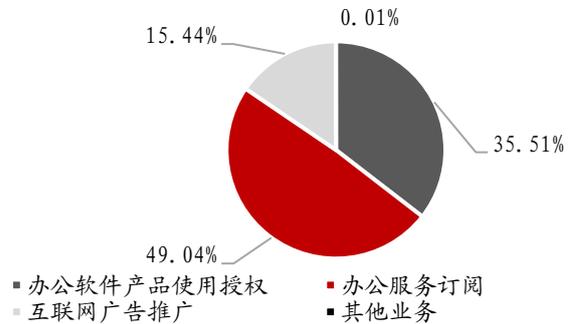
年签订合同或签署多年框架式合同的过渡型“年授权模式”。无论在何种模式中，若用户需要定制化/私有化的解决方案，相应的产品/服务价值均将体现在收费标准之中。

图 18: WPS 在 B、G 端业务向云化形态的转变



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

图 19: 2020 年三大模式占比

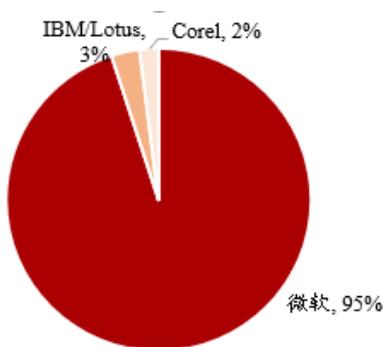


资料来源：公司年报，浙商证券研究所

2.3. 市场地位：优质竞争格局，未来强者恒强

借鉴海外，办公软件市场具有较高市场集中度，强者恒强趋势明显。因办公软件用户习惯的培养将极大提高粘性，并构筑网络效应以达互联互通、高度兼容，因此易产生超级玩家，且地位稳固。1998 年微软凭借捆绑其操作系统，Office 即占据 95.2% 的办公软件市场，远超其余玩家，此后微软增速依旧远超竞争对手，获取更多市场份额。

图 20：1998 年全球办公软件竞争格局



资料来源：IDC，浙商证券研究所

图 21：WPS 位居 Android 平台办公软件第一



资料来源：WPS「CHAO」办公大会、七麦数据

WPS Office 目前在国产办公软件中同样具备较好的竞争格局。根据公司覆盖用户数量以及我国基础办公软件用户规模粗略计算，2018 年 WPS 办公软件用户占国内办公市场用户总规模的 42.75%，从用户覆盖角度仅次于国际巨头微软，在核心领域办公软件市场稳居龙头，有望随国产化、云化和移动化办公兴起的趋势有望进一步获取市场份额。

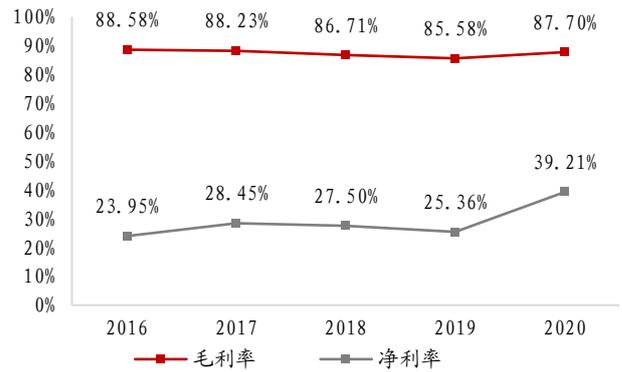
标准化产品扩张的边际成本较低，稳固的市场地位保障公司盈利能力。WPS 办公软件是标准化工具软件，在初期或需投入一定研发以打磨产品，当产品相对成熟且被市场广泛接受且具备一定规模效应时，在办公软件用户习惯和网络效应的助力下，标准化软件复制式的扩张，更新产品的边际投入将明显下降，公司有望凭相对成本优势持续领跑。近年来公司整体虽受云业务的扩张影响，但整体毛利率仍维持在 85% 以上，净利率在 20% 以上，相对业内公司盈利能力较优。

图 22: WPS 政企业务覆盖率稳居第一



资料来源: WPS「CHAO」办公大会, 浙商证券研究所

图 23: 金山办公毛利率、净利率情况



资料来源: 公司财报, 浙商证券研究所

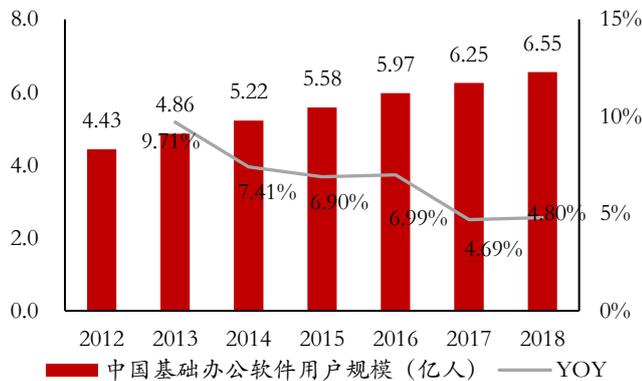
3. 未来成长:云&智能化、国产&正版化趋势下空间几何?

3.1. 中短期: C 端订阅业务: 渗透率、付费率双升空间巨大

公司 C 端业务逻辑: C 端订阅收入=办公软件使用人数*公司客户覆盖率*付费客户转化率*ARPPU (Average Revenue Per Paying User), 下面我们针对公式参数逐个分析。

1) 办公软件使用人数: 据国家统计局数据显示, 2019 年我国劳动人口 8.11 亿人。公司招股书援引计世资讯的数据显示, 2018 年我国办公软件使用人数达 6.55 亿, 国内办公软件人数已见顶, 增速趋缓, 未来提升空间不大, 但人均价值 (若用 2018 年市场规模/用户规模粗略估算仅为 13 元) 仍有待提高。

图 24: 2012 年-2018 年中国基础办公软件用户规模及增速



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

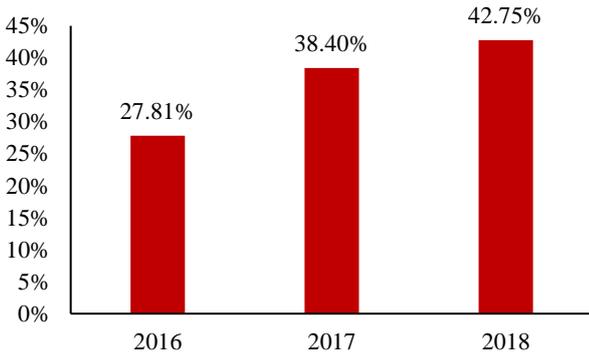
图 25: 我国基础办公软件市场规模 (亿元)



资料来源: 计世资讯, 招股说明书, 浙商证券研究所

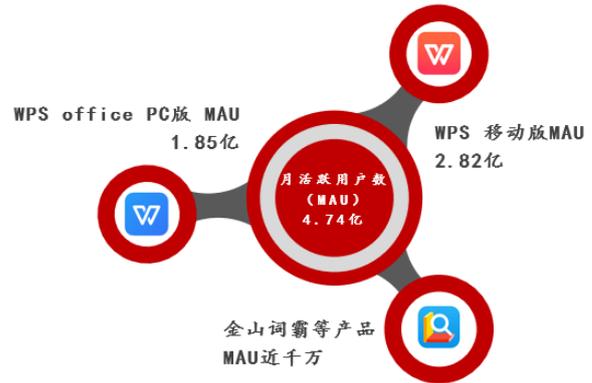
2) 用户覆盖率: 据公司公告, 2016 年-2018 年 WPS Office 用户分别占国内办公市场用户总规模 27.81%、38.40%及 42.75%。截至 2020 年年底, 公司主要产品 MAU 为 4.74 亿, 同比增长 15.33%。其中 WPS office PC 版 MAU 1.85 亿, 移动版 MAU 2.82 亿; 公司其他产品如金山词霸等 MAU 已近千万。由此可见, 金山办公用户覆盖率仍处于快速增长期, 未来存在发展空间。

图 26: WPS Office 用户覆盖率



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

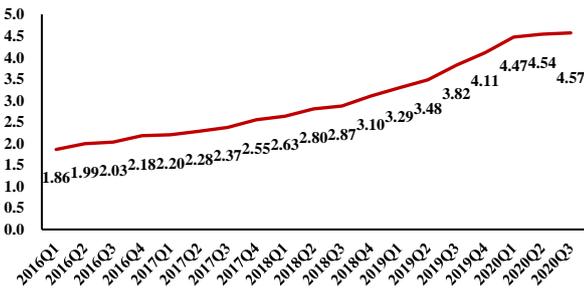
图 27: WPS 月活用户数 (截至 2020 年年底)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

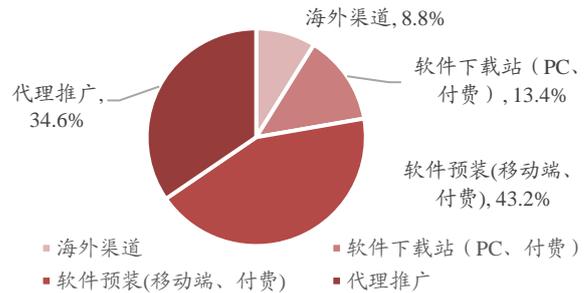
驱动因素: 产品、品牌优势创造低获客成本, 用户触达较为容易。 CEO 章庆元 2020 年 9 月首次参与淘宝直播, 在 440 万观众的见证下, 3 小时售出超级会员年卡 10869 张, 累计销售额近 108 万元, 足以见得其品牌影响力。此外, 公司在 PC 端主要通过官网自然流量、百度搜索、软件管家等免费渠道获取用户; 在移动端主要通过应用市场上架、官网等自然流量, 在软件预装方面投较少。由于产品免费的特点及产品优势利于手机厂商提升用户体验, 大多数软件预装均为免费合作, 仅小米和华为有少量成本。

图 28: 金山办公主要产品 MAU 变化情况 (单位: 亿)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

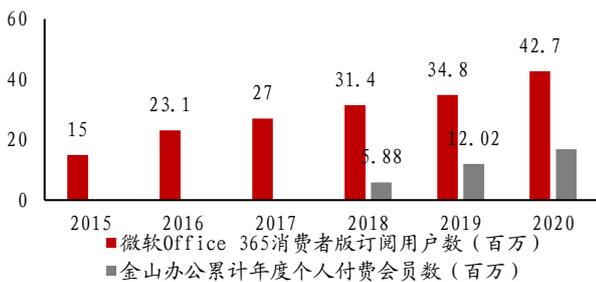
图 29: 2019 年 Q1-Q3 区域推广付费占比



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

3) 付费转化率: 付费转化率虽呈增长趋势, 但仍处于低位。据公司公告, 2016 年 1 月至 2019 年 3 月, 公司付费月活用户数从 11.84 万提升至 570 万, 对应付费渗透率从 0.07% 提升到 1.73%。截至 2020 年 12 月, 公司累计年度 (过去 12 个月) 付费用户数为 1962 万人, 对应付费转化率 4.1%。和微软 (2020 年 Office 365 消费者版订阅用户数达 4270 万人) 相比, 公司付费渗透率相对较低, 说明付费用户的转化尚在初期, 未来仍有较大空间。

图 30: Office 365 及 WPS 个人订阅用户数 (百万)



资料来源: 微软财报, 浙商证券研究所

图 31: WPS Office 产品月活付费用户数及付费渗透率



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

注: 2020 年金山办公累计年度 (过去 12 个月) 个人付费会员数时间截至至为 6 月 30 日

驱动因素：品质会员增值服务叠加 AI 精准推送，助力付费用户的转化。在提供基础功能外，公司不断更新会员增值服务特权，于细节处提升用户体验。例如 PC 端推出文档修复、图片边框、PDF 转 Doc、OCR 识别等特权；移动端推出 WPS 云服务、文档瘦身、演讲实录、PDF 签名等功能；稻壳儿会员用会计学堂、学科网、阿斯达等不同领域的机构提供专业文档模板，并用 AI 算法精准推送，提升付费转化率。

图 32：会员增值服务特权



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

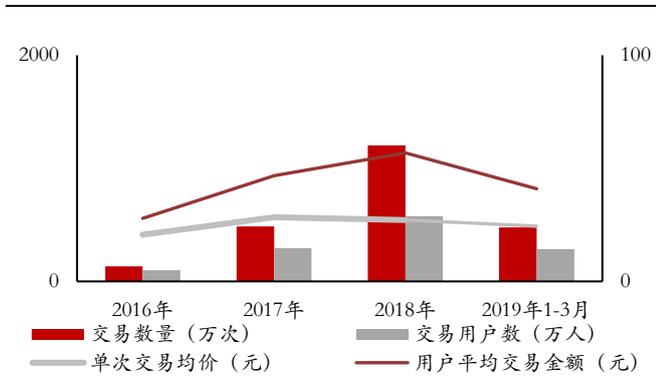
图 33：稻壳儿商城界面



资料来源：WPS 官网，浙商证券研究所

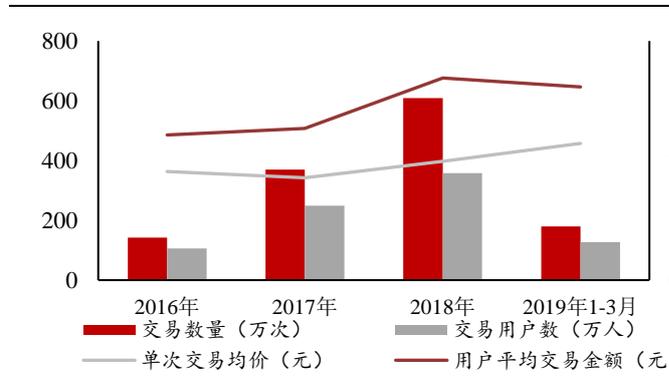
4)ARPPU：由于存在优惠折扣、渠道分佣、收入未确认等因素，若以收入/累计付费人数粗略估算，公司 2020 年个人办公订阅 ARPPU 仅为 53.9 元；其中 WPS 会员用户平均交易金额从 27.87 元（2016 年）提升至 56.8 元（2018 年），同期稻壳会员从 24.28 元提升至 33.18 元，均有所提升，但和 WPS、稻壳会员官方年价格（89 元）仍有较大差距，因此，我们预计随着公司凭产品优势逐渐积累用户粘性，ARPPU 值有望持续提升。

图 34：WPS 会员交易情况



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

图 35：稻壳会员交易情况



资料来源：计世资讯，招股说明书，浙商证券研究所

3.2. 中短期：B/G 端授权业务：乘国产化、正版化浪潮破局

正版化强制政策之下，WPS 在企业、政府客户端有望持续渗透。中央机关、地方政府率先开展正版化替代，并逐步向全国各企事业单位拓展。**税收优惠上**，减免软件高新技术企业税款征收；**实施力度上**，强制各企事业单位使用正版操作系统、办公软件及杀毒软件；**资金支持上**，给予企业或机构软件正版化补贴。据 BSA，中国大陆软件盗版率从 2011 年 77% 下降到 2017 年的 66%。正版化率的提升意味着 WPS 在企业客户端的持续渗透。

表 3：推动软件正版化部分政策汇总

时间	有关部门	文件	相关内容
2019.11	财政部、税务总局	《关于集成电路设计和软件产业企业所得税政策的公告》	继续实施企业所得税“两免三减半”的优惠政策
2014.05	中央国家机关政府采购中心	《中央国家机关政府采购中心重要通知》	所有计算机类产品不允许安装 Windows 8 操作系统。
2013.08	国务院办公厅	《政府机关使用正版软件管理办法》	各级政府机关的计算机办公设备及系统须使用正版，禁止使用未经授权和软件产业主管部门备案的软件
2011.01	财政部、国家税务总局	《财政部、国家税务总局关于软件产品增值税政策的通知》(财税[2011]100 号)	增值税一般纳税人销售其自行开发生产的软件产品，按 17% 税率征收增值税后，对其增值税实际税负超过 3% 的部分实行即征即退政策。

资料来源：各部委官网，浙商证券研究所

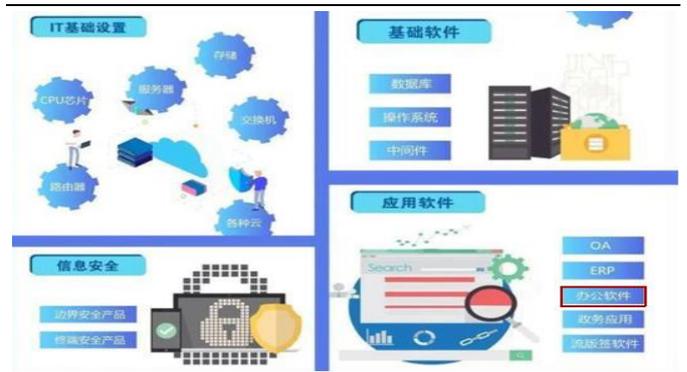
办公软件作为政务办公领域高频使用软件之一，充分受益国产化大势。近年来，随着国家对网络、信息安全的需求日益提高，我国政策不断强化国产 IT 基础设施生态建设，以提升信息技术软硬件的信息安全管理和技术创新能力。其中，办公软件作为重要基础软件门类之一，是与用户接触的最前端，也是政务办公领域使用频率最高的软件之一，与信息安全紧密相关。考虑安全和价格为招标的重要因素，公司作为国内少数达到相应标准，可用、好用的办公软件产品之一，有望受益相关政策，在核心领域加速渗透、长足发展。

图 36：我国软件国产替代相关政策梳理

时间	政策
2020 年 7 月	《新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展的若干政策》
2019 年 5 月	《关于集成电路设计和软件产业企业所得税政策的公告》
2019 年 4 月	《信息技术产品安全可控评价指标》实施
2018 年 3 月	《深化党和国家机构改革方案》
2016 年 12 月	《“十三五”国家信息化规划》
2016 年 7 月	《国家信息化发展战略纲要》
2015 年 5 月	《中国制造 2025》

资料来源：财政部，国务院，新浪，浙商证券研究所

图 37：信息技术创新产业链



资料来源：公开资料，浙商证券研究所整理

2021 年十四五开局进入发力期，预计仅党政办公软件核心市场替代空间可达 10 亿。今年作为十四五开局之年，我国信创产业规模进入发力期，基础软件等短板环节有望取得有效进展。假设：(1) 中短期信创核心替代领域包含党政军口以及国计民生的国有单位。(2) 根据附录单价推算，假设一人一台 PC，B 端信创市场以授权方式的平均单价为 300 元/人/年。(3) 据目前披露的党政、行业口采购的 WPS 市占率情况，假设其在信创核心领域渗透率能保持在 85% 以上。综上，则中长期办公软件核心替代(党政 + 能源、金融、教育、医疗国有单位)市场空间约 80-90 亿。假设今年作为高潮年份，替代率为 60%，则 2021 年仅党政机关替代空间可达 10 亿。

表 4: 信创核心替代市场空间

/	行业	人数(万)	数据来源	渗透率	授权平均单价 (元/人/年)	市场空间 (亿)
	党政机关(公务员)	719	人社局(2016年度人力资源和社会保障事业发展统计公报)	90%	300	19.4
国有单位就业人员	能源行业	134.1	国家统计局	85%	300	3.4
	金融行业	125.8	国家统计局	85%	300	3.2
	教育行业	1564.8	国家统计局	85%	300	39.9
	医疗行业	786.2	国家统计局	85%	300	20
合计	/	/	/	/	/	86

资料来源: 公开资料, 浙商证券研究所整理

注: 国有单位就业人员指单位就业人员指报告期末最后一日 24 时在本单位中工作, 并取得工资或其他形式劳动报酬的人员数。

金山办公作为民族办公软件领军企业, 在信创领域积累深厚: 早在 1998 年创立之初, 金山办公签约华文字库, 丰富信创办公生态; 2001 年, WPS 打响了政府采购第一枪; 2011 年, 金山软件率先完整支持 UOF 2.0 标准草案; 2013 年, 由金山软件承担的“网络化中文办公服务平台的研发及产业化”课题, 通过“核高基”重大专项验收; 2020 年, 金山办公在 UOF、OFD 等自主板式标准上加速布局。

图 38: 金山办公信创领域发展历程



资料来源: 公开资料, 浙商证券研究所整理

客户基础: 公司产品及服务在政府、金融、能源、航空等多个重要领域得到广泛应用, 在政府部门优势尤其明显。根据「CHAO」办公大会公布, WPS 地级市政府实现百分百覆盖, 并在国务院组织机构(95%)、省级政府(97%)、央企(93%)和中大型银行(87%)中都保持了较高的覆盖率。

图 39: WPS 政企覆盖率



资料来源: WPS「CHAO」办公大会, 浙商证券研究所

图 40: 产品适配厂商及平台



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

产品适配: 截至 2020 年 12 月 31 日, 公司已累计和 260 家国内办公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, 产品适配涵盖伙

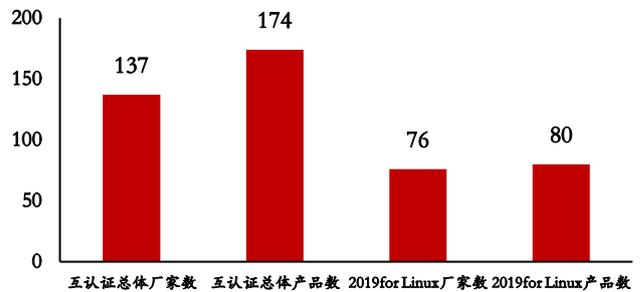
同办公、输入法、邮件、语音识别，以及手写板和平板等多个领域，形成完整的解决方案。目前公司产品已在国家多项重大示范工程项目中完成系统适配和应用推广，并在国家党政机关和事业单位中建立了示范效应。

图 41: WPS Office Linux 版本



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

图 42: 金山办公信创互认证统计



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

表 5: WPS Office Linux 产品特点

特点	说明
支持多平台适配	WPS Office Linux 版已经全面支持龙芯、飞腾、兆芯、申威和众志等芯片，支持中标麒麟、中科方德、深度 Deepin 等操作系统。同时产品通过自主研发的多平台操作系统适配技术，可将 WPS Office Linux 版快速移植到其他主流 Linux 操作系统上。
定制二次开发体系	WPS Office Linux 版通过面向多平台第三方应用的统一跨进程对象模型技术，提供与 WPS Office Windows 版兼容的二次开发接口，帮助组织级客户将现有的业务应用系统以较低成本迁移到国产软硬件平台上。
支持国家标准	WPS Office Linux 版支持 UOF、OFD 文档格式，遵循国家文档格式标准，利用文档解析模块，客户可以快速地制作符合国家标准的专用文档。
安全功能增强	WPS Office Linux 版提供专用的加解密接口，为客户信息安全提供有力保障。

资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

标准与生态: 标准方面, 金山办公将与数科网维协作布局国产电子文档的标准 OFD 版式, 同时也将支持流式文档国家标准 UOF 的自主渗透, 打造“流版一体化”。生态方面, 金山办公聚拢两大生态以巩固其龙头地位: 一是面向个人用户的 WPS 办公服务生态联盟, 包括中国金融认证中心(CFCA)、万得信息、数科网维、学科网、方正手迹等 5 家合作伙伴; 二是面向政企用户的 WPS 协同办公生态联盟, 包括麒麟、统信、京东智联云、华为云、金山云、泛微、蓝凌、致远等生态链伙伴企业。

图 43: 版式国标 OFD 特质



资料来源: WPS「CHAO」办公大会

图 44: WPS 生态

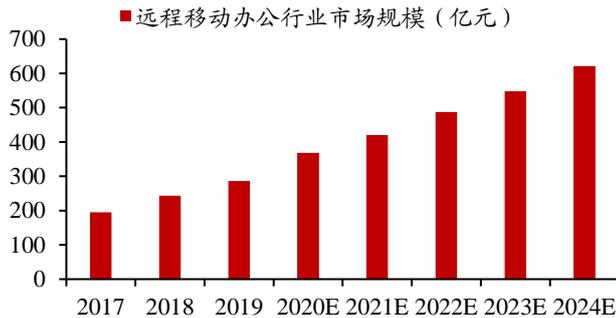


资料来源: WPS「CHAO」办公大会

3.3. 中期：疫情下云文档构筑闭环，剑指中小企业订阅市场

我国“云办公”渗透率提升空间巨大，“跨平台”属性可闭环构筑网络效应。基于云端的协作共享是云办公主要增量功能，通过云存储、云协作等功能实现多成员、多部门之间的在线配合。据 Mob 研究院，中国远程办公人口渗透率仅 1%，远低于发达国家，提升空间巨大。云文档轻量级协同办公属性，用户之间的自发扩散可形成小范围内的网络效应，在需求来临时促进用户规模裂变式增长。此外，云文档的“跨平台”能力可打通产品线形成闭环，多人多端协作提升整体用户粘性。因此，云文档对办公类产品的市场竞争意义明显。

图 45：中国远程办公行业市场规模（亿元）



资料来源：Mob 研究院，浙商证券研究所

图 46：“云办公”市场主要参与者



资料来源：公开资料，浙商证券研究所

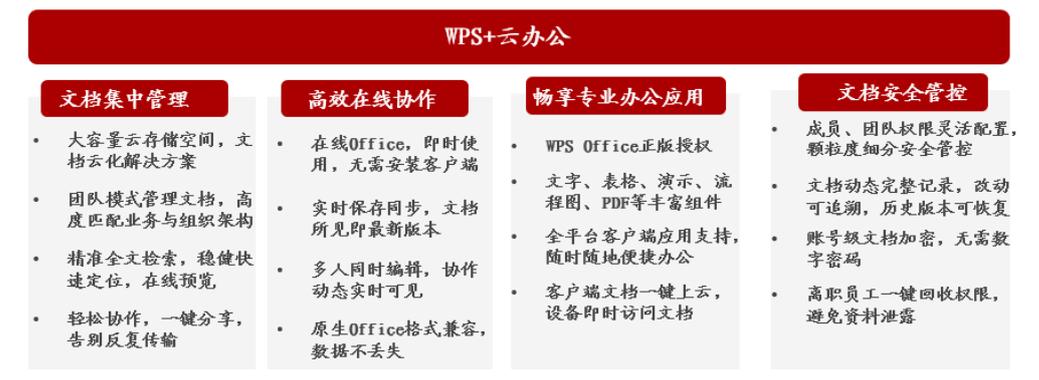
WPS 已针对不同客户形成三款云办公产品，发力云存储和协同办公。金山文档于 2018 年下半年独立上线，是金山办公跨终端、平台的关键一环，以文档协作和远程办公为主要理念，进入新兴的在线协同办公领域进行竞争，据公司最新公告披露其 MAU 超 2.5 亿。WPS+集成公司所有云服务，主要面向 5-200 人的中小企业，是公司重点推广变现的产品。此外，WPS Office 的 2020 年度更新也集中于云存储和协同编辑。

表 6：公司三款云文档产品

产品	定位
金山文档	面向 C 端以及小团队，多人实时协作编辑的轻量级文档创作工具，可直接在网页端进行编辑；无需转换格式，完美兼容电脑、手机版及其他 Office 文件；修改后自动云端保存，实时同步
WPS+	主要面向 5-200 人的中小企业，提供一站式 SaaS 服务，在原基础产品上增加多平台 WPS Office、云端存储、协同办公等一系列云服务模块，助力中小企业解决在线办公问题
WPS 云文档	面向大型企业，提供 WPS Office 产品的在线编辑模式以及内部文档储存、协作和安全管理服务，往往通过私有云部署，需和企业内部其他系统如 OA 打通

资料来源：浙商证券研究所

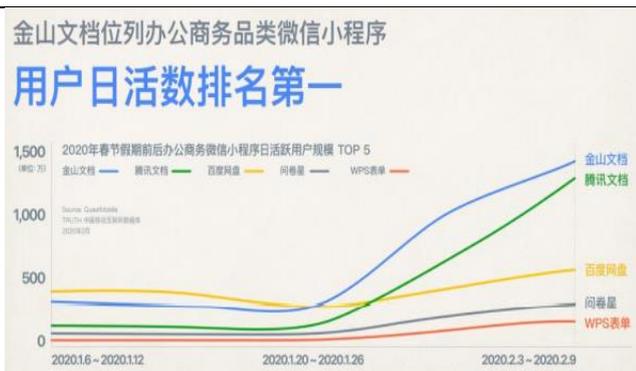
图 47: WPS+针对企业用户特点



资料来源：公司官网，浙商证券研究所整理

疫情催化下云办公需求激增，公司云产品望积累用户粘性，为后续商业化变现奠基。据艾媒咨询数据，2020年疫情爆发后，中国新春远程办公企业1800万余家，超3亿人使用相关软件。受此影响，据公司公告同年3月金山文档月活用户达2.39亿（2019年底仅为6000万）。此外，“WPS+一站式办公平台”为3人以上的团队免费提供WPS+协作版权益半年，助力中小企业快速搭建远程办公平台。虽然短期并不会对公司收入方面产生影响，但中期公司有望获得客户粘性积累，为后续商业化变现奠基。

图 48: 2020年中国新春远程办公企业与办公人员规模



资料来源：艾媒咨询，浙商证券研究所

图 49: 疫情期间金山办公云文档服务



资料来源：金山办公公众号，浙商证券研究所

WPS+凭借标杆案例发力垂直领域，剑指中小企业及市场。在电商、建筑、制造、软件、零售、物流、教育、住宿和餐饮业垂直领域，公司均有许多成功的客户案例。例如金山办公发布金山文档教育版并与清华大学签约，布局教育赛道。清华大学 WPS 定制版云服务于 2020 年 9 月 25 日正式在 Info 发布，开始服务清华校内师生，提供专属会员、云空间、团队管理等等服务。凭借标杆案例不断突破各垂直领域，公司有望以点带面，迎来 WPS+ 产品在中小企业级市场的爆发。

图 50: WPS 教育版界面



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图 51: WPS+成功案例遍布八大行业



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

3.4. 长期：国际化战略方向下，海外市场成未来增长新看点

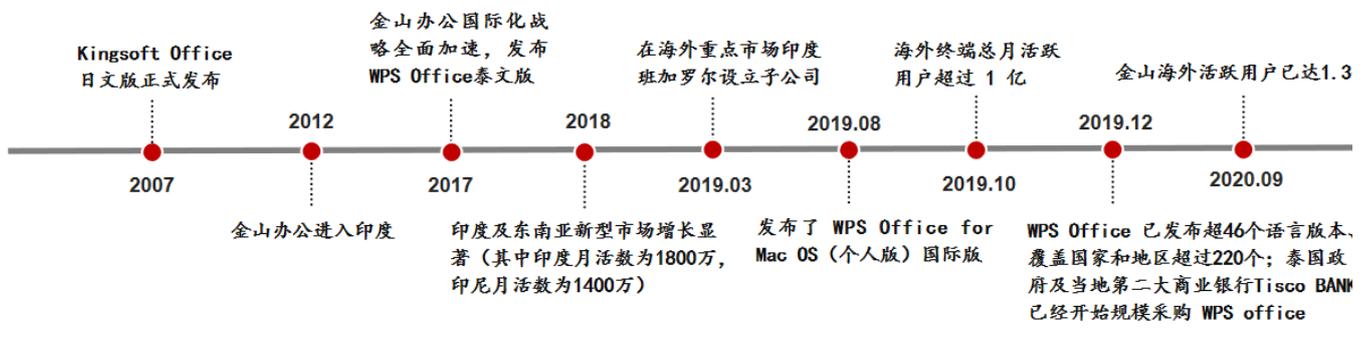
海外产品月活数持续增加，国际化战略初见成效。公司 IPO 募投项目将国际化作为重要方向（募投 5.13 亿），且公司在香港、北美、欧洲、印度和日本均设有全资控股子公司，进一步加强海外业务的扩张。公司针对海外用户的不同偏好与需求进行产品销售和服务，主要依靠软件使用授权的直销、代理商销售分成和互联网广告推广服务取得收入，与海外合作伙伴一道拓展市场份额。据公司财报，2020 年公司海外 MAU 超 1 亿。

表 7：IPO 募投办公软件国际化三大项目

项目	建设目标	具体内容
WPS Office 办公产品及服务全球化研发升级项目	为海外用户提供更符合使用习惯的产品及服务	本地化产品模块；全球社交服务平台支持，包括对全球社交服务平台的文档协作、云存储服务及文档转化功能；本地化金融支付服务支持，本地移动支付和数字化支付平台；本地化运营服务支持
全球技术服务支持中心建设项目	实现对公司现有产品和服务体系的全球技术服务支持能力建设	全球技术服务支持平台，提供客户关系管理等模块的研发升级；品牌支持和宣传中心，用于支持公司境内外售前、售中及售后支持工作，提升客户对 WPS 产品及服务的认知度
全球营销网络服务中心建设项目	通过对外推广自研软件并搭建全球化营销服务网络，为未来海外运营和服务奠基	扩建本地化销售服务网络，拟在境内北京、上海、广州、深圳、珠海、成都、西安、武汉等多个城市及东南亚、北美、欧洲等地区建立服务网络，形成覆盖全球的营销网络体系。

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

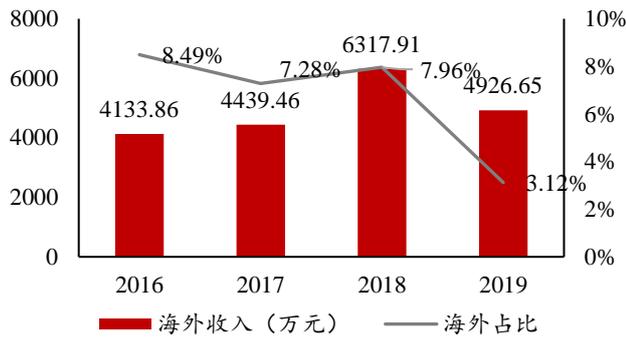
图 52：金山办公海外业务发展历程



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

凭借一带一路建设及移动端优势，印度市场望率先成公司未来国际化的一大看点。WPS 产品可用好用、性价比高，借助国内企业参与“一带一路”建设和移动端的优势，一带一路地区将成为金山出海的亮点。公司还与印度 MicroMax 品牌和出海进展迅猛的小米等品牌建立了预装合作，虽然印度业务难逃短期政治因素的影响，但长期大势不变，望成为未来国际化一大重要看点。此外，金山办公成为北京 2022 年冬奥会官方协同办公软件供应商有助于进一步拓宽海外影响力。

图 53: 金山办公海外业务收入规模及占比



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 54: 2022 年冬奥会官方协同办公软件供应商

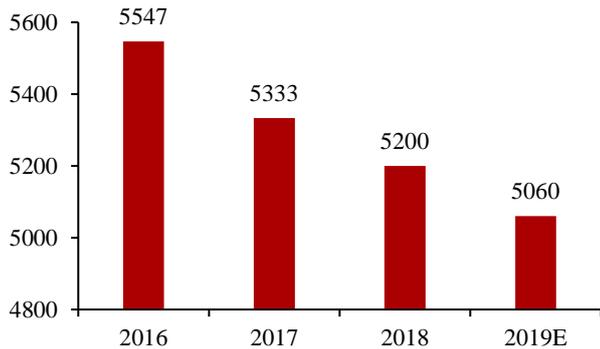


资料来源: WPS 官方微博, 浙商证券研究所

3.5. 规模测算: 年度 PC 出货带来增量 70 亿, 存量 PC 对应规模 350 亿

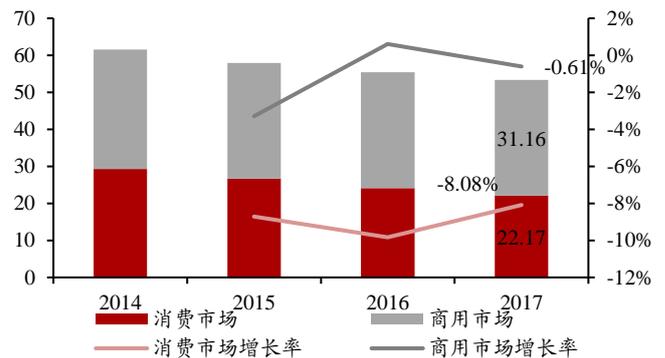
PC 出货量: 据《IDC 季度中国 PC 跟踪报告》显示, 2017 年中国 PC 出货量 (不含工作站) 约为 5333 万台, 其中商用 PC 3116 万台, 消费者 PC 2217 万台。考虑到当前我国电脑渗透率近饱和, 近年来整体电脑出货量已趋于稳定, 且 2018-2022 年商用 PC 市场增长率均小于 2% (IDC 中国预测), 根据商用市场细分及其近年增长率, 则大致假设近年商用 PC 年出货量 3100 万台, 而消费者 PC 出货量为 2000 万台。

图 55: 中国 PC 出货量(万台)



资料来源: IDC, 浙商证券研究所

图 56: 2014-2017 年商用、消费市场 PC 出货量情况 (百万)



资料来源: 《IDC 季度中国 PC 跟踪报告》, 浙商证券研究所

表 8: 商用市场细分 PC 出货量及预测

		2017PC 出货量 (万台)	2017 年同比增长率	中期 PC 年出货量预测 (万台)	
中小企业	中小企业	1690	0.0%	1700	
	政府	360	9.1%	400	
大企业市场	教育	510	-3.8%	490	
	其他专业服务	28.2	18.3%	50	
	通信	37.8	6.2%	40	
	铁路交通	14.1	5.7%	15	
	电力	26.2	4.2%	27	
	其他交通行业	9.5	3.4%	10	
	医疗卫生	66.9	3.2%	68	
	其他行业	382.3	-6.7%	300	
	商用市场合计	/	3116	-0.61%	3100

资料来源: 《IDC 季度中国 PC 跟踪报告》, 浙商证券研究所

每台 PC 客单价:

授权模式: 软件订购数量较少的中小型机构客户通常采用数量授权方式,大型客户采用场地授权,即在合同约定期间公司授予此类客户在其经营场所不限装机数量使用,且在销售过程往往伴随着折扣、渠道分佣,使公司确认收入往往小于官方标价。比如 WPS Office 桌面专业版官方标价为 1998 元/套,政府采购网入围报价 600 元左右,而根据公司披露的套数与收入计算所得标准软件实际销售单价约 300 元。考虑到在近期信创招标给予一定折扣,短期内该模式单价提升有限,我们假设其单价保持在 300 元。

表 9: 标准版数量授权单价

	2016	2017	2018	2019Q1-Q3
标准版本数量授权 (万套)	40.82	49	57.02	10.92
标准版本收入 (百万元)	129	145	179	31
标准版本平均单价 (元)	316	295	313	288

资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

订阅模式: 同样, 由于销售过程伴随着优惠、渠道分佣, 根据当年营收/累计付费用户数计算所得, 目前办公订阅用户会员客单价约为 55 元。随着公客用户粘性的持续提升、话语权提高, 以及新增功能模块, 中小企业市场云办公的大力拓展, 中长期机构、个人订阅客单价有望提升至 250 元/年和 130 元/年。

表 10: 不同订阅版本单价

	版本	价格	2019 年 ARPU
企业订阅版 WPS+云办公	基础版	0 元/人/年	55 元
	协作版	168 元/人/年	
	商业版	365 元/人/年	
	高级商业版	599 元/人/年	
个人订阅版 会员服务	WPS 会员	20 元/月; 39.9 元/3 个月; 89 元/年; 169 元/24 个月	55 元
	稻壳会员	20 元/月; 39.9 元/3 个月; 89 元/年; 169 元/24 个月	
	WPS 超级会员	30 元/月; 69 元/3 个月; 179 元/年; 299 元/24 个月	

资料来源: 官网, 浙商证券研究所 注: 2019 年 ARPU 由当年营收/累计付费用户数计算所得

年度 PC 出货量带来增量规模: 假设 (1) 每年新增市场公司 100% 采用 WPS 产品; (2) 付费率方面, 由于政府、教育市场强制正版化付费率为 100%; 大型企业版权意识也相对较强, 假设付费率为 95%; 中小型企业由于数量较多, 小企业仍可使用免费企业基础版, 因此付费率约为 60%; 而针对消费者端, 由于个人电脑多以娱乐功能为主, 对于办公类产品功能要求相对较低, 付费率较低, 假设最终可达 15%; **根据以上假设, 则未来三年公司年度 PC 出货量带来增量规模可达到 70 亿。**

存量 PC 对应办公软件市场规模: 假设 (1) 考虑到电脑折旧周期普遍为 5~10 年, 估算存量电脑数量为相应出货量的 7 倍, 即 3.55 亿台 (根据中国社会科学院信息化研究中心数据显示, 我国目前 PC 渗透率为 20%-25%, 根据我国总人口数计算, 交叉验证我国 PC 存量为 3-4 亿台。)(2) 假设中长期我国 PC 保有量趋于稳定。根据以上假设, 将存量电脑数*按照同样相应模式付费率*单价, 可得存量 PC 对应办公软件市场规模达到 350 亿。

表 11：公司所在办公软件年度增量市场空间测算

不同模式		2017 年度 PC 出货量 (万台)	付费率	WPS 单价 (元)	年增量空间 (亿元)	
年增量	其他专业服务	其他专业服务			1.4	
		通信			1.1	
		铁路交通			0.4	
	大企业市场	电力	27	95%		0.8
		其他交通行业	10		300	0.3
		医疗卫生	68			1.9
		其他行业	300			8.6
	授权模式	政府	400	100%		12.0
		教育	490	100%		14.7
	办公订阅	中小企业	1700	60%	250	25.5
消费者 (个人)		2000	15%	130	3.9	
总计	/	5100	/	/	70.6	

资料来源：《IDC 季度中国 PC 跟踪报告》，浙商证券研究所

4. 盈利预测与估值

4.1. 盈利预测

收入端核心假设：

办公订阅收入：

个人订阅方面：主要包括提供办公相关功能型增值服务的 WPS 会员、提供各类文档模板资源的稻壳会员及两者结合的超级会员。此外，还包括精品课会员、金山词霸人工翻译、文档模板的单独购买。

(1) **办公软件使用人数：**据计世资讯，2018 年中国基础办公软件用户规模 6.55 亿，增长 4.8%，由于增速渐缓，总规模接近上限劳动人口数（国家统计局数据显示 2019 年我国劳动力 8.11 亿人），假设未来 3 年 CAGR 为 2%；

(2) **月活数 (MAU)：**本此疫情催化远程办公需求，疫情常态化后客户留存率较高，假设未来 3 年 WPS 国内月活数 CAGR 为 10%；海外由于基数低、增量空间大，月活数 CAGR 可达 20%；

(3) **累计年度付费用户数：**疫情远程办公培养了用户习惯，通过不断新增会员功能型服务，优质模板等内容资源型服务，利于增加用户粘性，助推付费用户的转化，假设近三年 CAGR 可达 50%-60%，对应 MAU 付费转化率 5.9%、8.1%、10.8%。

(4) **ARPPU：**目前公司处于渗透率加速扩张阶段，ARPPU 值有望缓慢提升，保守预计 2021、2022、2023 年分别为 55、55.5、56 元/人/年。（大量新增用户在 2019 年下半年付费，形成预收款但未确认收入，导致 19 年 ARPPU 值相对下降。）

根据以上假设，则个人订阅业务 2021、2022、2023 三年营收增速可达 63.12%、56.41%、51.35%。

机构订阅方面: 机构订阅业务是公司近年新开展的业务领域, 提供以 WPS+ 为主的轻量级办公服务, 旨在为 5-200 人规模的中小型企业提供更灵活便捷的办公解决方案。

(1) **中小企业就业总人数:** 据第四次全国经济普查数据, 截至 2018 年末, 我国 1807 万家中小企业法人单位吸纳就业人员超 2.33 亿人, 比 2013 年第三次普查数据仅增长 5.5%, 因此保守预测近三年均为 2.33 亿元。

(2) **WPS+渗透率:** 2020 年疫情下远程办公需求激增, WPS+ 针对中小企业提供免费企业云文档、云协作等系列云服务, 预计渗透率大幅提升, 后续有望留存, 预计未来随着协同办公需求增长, 云服务渗透率有望进一步提升, 待协同办公产生网络效应后, 预计 2023 年该业务渗透率有较大突破, 2021-2023 年渗透率可达 20%, 25%, 30%。

(3) **付费转化率:** 目前中小企业付费率仍处于低位, 随着正版化推进与疫情催化让企业对数字化的认知提升, 以及协同办公需求的增长, 中小企业对 WPS+ 付费意愿有望增强, 预计 2023 年付费转化率有望达到 3%。

(4) **ARPU (人/元/年):** WPS 协作版与商业版价格分别为 168 元、365 元。目前该产品仍处于推广阶段, 预计公司为保证性价比优势, 进行促销、渠道分佣 (2020 疫情期多为免费版), 预计未来价格有望逐步回升, 2023 年达到 150 元。

根据以上假设, 机构订阅业务近三年仍处于推广阶段, 基数较低, 预计 2021、2022、2023 三年营收增速可达 100.88%、68.97%、78.57%。

表 12: 办公订阅业务收入预测拆分

		个人订阅				
		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
国内办公软件使用人数 (亿)		6.68	6.81	6.95	7.09	7.23
月活用户数 (MAU) (亿)		4.11	4.74	5.33	6.01	6.79
其中: 按区域分	国内	3.11	3.54	3.89	4.28	4.71
	海外	1.00	1.20	1.44	1.73	2.07
按终端分	PC 端	1.54	1.86	2.14	2.46	2.83
	移动端	2.48	2.88	3.20	3.55	3.96
累计年度付费用户数 (亿)		0.12	0.20	0.31	0.49	0.73
MAU 付费转化率		2.90%	4.14%	5.89%	8.09%	10.76%
ARPPU (人/元/年)		53.66	53.95	55.00	55.50	56.00
个人订阅收入 (百万)		645.00	1058.45	1726.56	2700.50	4087.24
增速 (%)		74.47%	64.10%	63.12%	56.41%	51.35%
		机构订阅				
中小企业就业人员		2.33	2.33	2.33	2.33	2.33
WPS+渗透率		10%	15%	20%	25%	35%
月活用户数 (MAU) (亿)		0.23	0.35	0.47	0.58	0.82
付费渗透率		1.0%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%
ARPU (人/元/年)		148	144	145	147	150
机构订阅收入 (百万)		34.50	50.46	101.36	171.26	305.81
YOY		50.66%	46.25%	100.88%	68.97%	78.57%

资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

办公软件产品授权:

从模式看,根据与不同客户的谈判、招投标等,主要有场地授权与数量授权两种模式。规模较大的客户偏好选场地授权(均价优惠大),规模相对较小的客户选择数量授权。随着企业云文档等基于云服务需求的增长,年场地授权模式成为向订阅模式的过渡,因此预计场地授权占比有望逐渐升高,2023年有望稳定在58%。

从数量看,受益于近年自主可控政策,政府大量采购国产化办公软件,2021年有望成为核心市场替换大年,公司凭借与党政客户稳定关系,预计其中标准版授权数量有望实现20%-35%的增长。据公司招股说明书披露,2016、2017、2018标准版本收入总额占比数量授权收入的80.17%、86.86%、88.37%,可代表软件产品整体的量价变动趋势。(由于场地授权基于客户个体差异情况如规模、行业、人数、对软件功能的具体需求,以及商务谈判的具体结果,因此标准版销售数量统计未包含场地授权;2019年占比系根据前三季度披露数据估计)。但由于专业增强版、移动版等不断渗透,标准版本收入占比数量授权收入总额将略微下降,保持在80%。

从单价看,根据2016-2019年数据,标准版数量授权单价在313元左右,随着云文档需求的提升以及产品功能的强化,公司通过提供定制化需求,预计2021-2023年标准版平均单价有望提升。

据以上假设,2021年-2023年办公软件产品授权业务增速为52.38%,32.86%,23.61%。

表 13: 办公软件产品授权业务收入预测拆分

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
标准版本数量授权数量(万套)	73.42	101.94	137.62	172.02	206.43
标准版本收入(百万元)	231.26	321.11	440.38	559.08	675.02
标准版本平均单价(元)	315	315	320	325	327
标准版本收入占比数量授权收入总额	88%	80%	80%	80%	80%
数量授权收入(百万元)	262.80	401.39	550.48	698.85	843.78
数量授权占比	53%	50%	45%	43%	42%
场地授权收入(百万元)	233.05	401.39	672.81	926.38	1,165.22
场地授权占比	47%	50%	55%	57%	58%
软件产品授权收入(百万元)	495.84	802.78	1223.28	1625.23	2009.00
YOY	39.41%	61.90%	52.38%	32.86%	23.61%

资料来源:招股说明书,浙商证券研究所

互联网广告业务收入:

主要通过WPS office开屏页、弹窗等方式产生广告位,自营、第三方广告平台(阿里妈妈等)合作方产生广告收入。互联网广告增速放缓主要系国内广告市场整体进入调整期,公司互联网广告业务趋势与行业整体情况相近。考虑到WPS产品工具类办公软件产品的属性,用户天然厌恶频繁的广告植入,基于提升用户体验避免影响付费用户的转化,公司互联网广告业务近年来增速不断放缓,叠加2020年由于疫情原因或导致第三方投放意愿下降,预计未来三年该业务增速为5%,将保持平稳。

毛利率预测:

办公服务订阅:该业务成本主要包括IDC服务器租赁及CDN带宽服务、员工薪酬、会员功能服务采购及版权分成等。随着疫情下个人用户规模的提升,在线服务功能对服务器以及IDC及CDN需求同步增加,且公司针对中小企业订阅客户组建服务团队加大投

入，但由于办公订阅业务的快速增长规模效应显著，预计 2021-2023 年该业务毛利率稳中略有升，分别为 85%、86%和 87%。

办公软件产品授权：该业务主要成本包括 IDC 服务器租赁及 CDN 带宽服务、售后服务成本等。由于公司产品授权的客户往往采用自身服务器及带宽安装升级，需提供的售后服务也较少，盈利模式稳定，预计该业务毛利率保持平稳，2021-2023 年维持在 96%。

互联网广告：该业务的成本主要是 IDC 服务器租赁及 CDN 带宽服务。基于提升用户体验公司减少广告投放力度，叠加疫情对广告主投放需求的影响，该业务成本同步降低，且收入增速下降减弱成本摊薄作用；但随着公司广告推送精准度的提升，在未来疫情过后该业务较为稳定的前提下，预计毛利率有望维持在 78%。

表 14：毛利率预测

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
办公服务订阅	80.73%	84.71%	85.00%	86.00%	87.00%
办公软件产品授权	97.47%	96.07%	96.00%	96.00%	96.00%
互联网广告	79.16%	78.00%	78.00%	78.00%	78.00%

资料来源：浙商证券研究所

费用率预测：

销售费用率：主要构成是人工成本和广告宣传推广费。2020 年受疫情影响，公司线下市场推广活动、差旅活动受限，开支使用率提升，导致相关成本费用被节省；未来随着用户渗透率进一步提升，协同办公网络效应以及公司品牌优势逐渐显现，销售投入效率有望增加，销售费用率有望进一步降低，预计 2021-2023 年分别为 21.0%、20.5%和 20.0%。

管理费用率：主要为管理人员薪酬，预计 2021-2023 年管理费用率较为稳定，维持在 9.4%。

研发费用率：由于公司相比海外巨头研发费用基数少，处于后发追赶阶段，未来公司仍将在企业级服务市场、AI 等领域持续布局，预计公司在未来仍将保持一定的研发投入的力度，2021-2023 年研发费用率分别为 31.5%、32%和 32.5%。

表 15：费用率预测

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
销售费用率	21.83%	21.35%	21.00%	20.50%	20.00%
管理费用率	8.59%	9.40%	9.40%	9.40%	9.40%
研发费用率	37.91%	31.44%	31.50%	32.00%	32.50%

资料来源：浙商证券研究所

4.2. 估值分析与投资评级

我们选取 A 股对标公司为云化转型的代表性领军企业：用友网络（国内云 ERP 龙头厂商）、广联达（建筑领域垂直 SaaS 国内龙头厂商）、泛微网络（OA 办公平台软件服务供应商），对标公司 2021 年平均 PE 为 107.81 倍。

我们给予公司一定估值溢价原因如下：

1) **市场空间：**公司所处的办公软件领域为通用型 SaaS 赛道，市场空间较大（据前文测算公司目前业务对应国内市场空间可达 350 亿）。未来公司作为企业级一站式办公服务平台入口，通过增加模块、提供增值服务等方式，叠加海外市场拓展，TAM 仍有抬升空间。

2) **竞争格局**: 公司龙头地位稳固, 在所处行业具有较强的竞争优势, 移动端先发优势巨大, 国内竞争对手较难追赶。可比公司如用友网络 (vs 金蝶国际) 在业内仍有一定体量的竞争对手。

3) **商业模式**: 公司云化转型稳步推进, 云化商业模式逐渐成熟, 盈利质量较好: 公司 2020 年经营性现金流/营收为 67.0 (用友网络 18.9; 广联达 47.5; 泛微网络 20.5)。

4) **未来成长性**: 根据盈利预测, 公司未来三年营收 CAGR 可达 44.84%, 显著高于可比公司。

基于以上几方面原因, 我们给予公司一定估值溢价, 对应 2021 年 PE 165 X, 目标市值为 194 亿元, 目标价 422 元, 给予“买入”评级。

表 26: 可比公司估值

股票代码	股票名称	EPS (元)			PE		三年营收 CAGR	
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021-2023E
600588.SH	用友网络	0.34	0.43	0.58	108.64	84.34	62.73	24.96%
002410.SZ	广联达	0.54	0.79	1.06	129.97	89.39	66.51	23.61%
603990.SH	泛微网络	1.13	1.41	1.67	84.83	68.42	57.76	28.41%
	平均值	/	/	/	107.81	80.72	62.33	/
688111.SH	金山办公	2.56	3.42	4.54	125.84	94.25	70.93	44.84%

资料来源: WIND, 浙商证券研究所 注: 股价为 2021 年 4 月 20 日收盘价; 除金山办公外盈利预测均来自 Wind 一致预期, 金山办公 EPS、营收增速均为浙商研究所预测

4.3. 风险提示

宏观经济增速下行, 企业 IT 支出不及预期。 下游企业 IT 支出若大幅萎缩, 则对办公软件需求将明显减少。

市场竞争风险。 海外巨头微软若调整市场、产品策略, 可对公司产生一定竞争压力; 由于办公应用市场广阔, 不排除未来有互联网巨头进入市场展开直接竞争。

订阅业务月活增长及付费率转化不及预期。 若公司不能持续打磨产品提供高附加值服务, 可能导致月活及付费率等关键指标的成长性不达预期。此外中小企业订阅业务作为近几年新开拓的业务正在推广中, 其推广以及用户培养存在不确定性。

海外市场扩张不及预期。 受地缘政治因素以及疫情影响, 海外业务存在不确定性。尤其在欧美市场 WPS 可能面临微软更为激烈的竞争。

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	8088	10581	12993	15951	营业收入	2261	3476	4942	6870
现金	1004	3430	5806	8635	营业成本	278	417	565	755
交易性金融资产	6625	6294	5979	5680	营业税金及附加	23	31	54	82
应收账款	400	771	1089	1479	营业费用	483	730	1013	1374
其它应收款	41	63	89	124	管理费用	213	327	465	646
预付账款	8	10	14	19	研发费用	711	1095	1582	2233
存货	1	2	3	4	财务费用	(9)	(32)	(68)	(107)
其他	8	10	11	10	资产减值损失	4	5	7	10
非流动资产	423	304	358	415	公允价值变动损益	118	112	95	85
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	144	101	98	85
长期投资	36	43	52	62	其他经营收益	115	126	139	153
固定资产	62	62	62	62	营业利润	935	1243	1656	2201
无形资产	59	68	80	98	营业外收支	0	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	利润总额	936	1243	1656	2201
其他	267	131	164	192	所得税	49	52	66	88
资产总计	8512	10885	13351	16365	净利润	887	1191	1590	2113
流动负债	1438	2596	3442	4309	少数股东损益	8	11	15	20
短期借款	0	0	0	0	归属母公司净利润	878	1180	1575	2093
应付款项	140	208	286	385	EBITDA	968	1222	1600	2107
预收账款	0	799	1236	1374	EPS (最新摊薄)	1.90	2.56	3.42	4.54
其他	1297	1589	1921	2550	主要财务比率				
非流动负债	183	207	237	272		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	183	207	237	272	营业收入	43.14%	53.73%	42.20%	39.00%
负债合计	1621	2803	3679	4581	营业利润	124.95%	32.87%	33.23%	32.90%
少数股东权益	36	47	62	82	归属母公司净利润	111.73%	34.33%	33.51%	32.89%
归属母公司股东权益	6855	8034	9609	11702	获利能力				
负债和股东权益	8512	10885	13351	16365	毛利率	87.70%	88.01%	88.56%	89.01%
					净利率	39.21%	34.26%	32.17%	30.76%
					ROE	13.55%	15.76%	17.74%	19.51%
					ROIC	12.57%	14.25%	15.66%	16.96%
					偿债能力				
					资产负债率	19.04%	25.75%	27.56%	27.99%
					净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	5.63	4.08	3.77	3.70
					速动比率	5.62	4.07	3.77	3.70
					营运能力				
					总资产周转率	0.29	0.36	0.41	0.46
					应收帐款周转率	6.08	6.57	6.38	6.57
					应付帐款周转率	2.77	2.39	2.29	2.25
					每股指标(元)				
					每股收益	1.90	2.56	3.42	4.54
					每股经营现金	3.29	4.05	4.23	5.22
					每股净资产	14.87	17.43	20.84	25.38
					估值比率				
					P/E	169.04	125.84	94.25	70.93
					P/B	21.65	18.48	15.45	12.68
					EV/EBITDA	187.99	113.64	85.52	63.77

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>