

协同+云 国产办公软件龙头复兴之路

——金山办公（688111.SH）

计算机/计算机应用

申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要：

作为聚焦办公软件三十余载的国产办公软件龙头，在“多屏，云，内容，AI、协作”战略下，复兴优势明显。移动互联网时代移动端产品领先微软等海外巨头，率先进行产品云化转型，多方协同和内容服务等领先国外厂家，同时遇到国产化替代需求，国产办公软件龙头复兴趋势明显。

核心要点如下：

- ◆ **移动端 WPS 一骑绝尘，携手 PC 端加速订阅制转型。**移动互联网时代，WPS 率先发力移动端，月活 3.36 亿，是微软 10 倍多，移动版用户中超过 80% 的用户安装了 WPS，移动端不但推动 SaaS 订阅模式增长，亦与 PC 端实现优势互补，协同增长，提高客户粘性，奠定公司长期发展的驱动力。
- ◆ **内容服务一站式解决客户业务需求，极大提升客户粘性。**稻壳一站式解决用户对素材资源的查找、管理和处理问题，极大提升创作效率。稻壳平台拥有 5 大模板库、10 大素材库及超 1 亿的内容资源，内容年总下载量超过 7 亿次，超过 100 家合作伙伴，入驻 4000 多位签约内容创造者。
- ◆ **领先的基于文档协同的一站式云办公解决方案，解决行业痛点。**公司整合旗下 WPS Office、在线文档、文档管理、企业后台管理、稻壳模板、协作产品（会议/日历/待办/表单）等全线产品，满足用户一站式协同办公服务需求。
- ◆ **信创和数字化转型推动行业发展，国产化替代势在必行。**“十四五”规划指出，到 2025 年数字经济核心产业占 GDP 比重达到 10%，随着信创渗透增加及纵向下沉，公司产品在 G/B 端将实现自上而下的覆盖，这将推动公司业绩加速及商业模式提升。
- ◆ **数字化办公平台赋能生态建设，满足客户多重需求。**公司推出全新数字办公平台，满足客户“从工具到服务，从单机到协作”的业务需求，客户在享受现有 SaaS 通用产品的同时，个性化需求也得以满足，通过模块化赋能云厂商平台，推动生态建设。

投资建议

我们给予公司 2022 年 90 倍 PE，预计 2022 年归母净利润 14.64 亿元，则对应 2022 年目标市值 1317.6 亿元，给予“买入”评级。

风险提示

经济超预期下行风险、政策调整影响大型国企客户信创进度、产品研发迭代不及时影响项目交付、市场风险。

财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2,260.97	3,280.06	4,683.72	6,528.00	8,947.16
增长率（%）	43.14%	45.07%	42.79%	39.38%	37.06%
归母净利润（百万元）	878.14	1,041.25	1,464.39	1,969.05	2,616.37
增长率（%）	119.22%	18.57%	40.64%	34.46%	32.87%
净资产收益率（%）	12.81%	13.49%	23.53%	19.81%	19.03%
每股收益(元)	1.90	2.26	3.18	4.27	5.68
PE	117.89	99.17	70.52	52.44	39.47
PB	15.06	13.38	16.59	10.39	7.51

资料来源：公司财报 wind 申港证券研究所

评级

买入（首次）

2022 年 06 月 23 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

时炯

研究助理

SAC 执业证书编号：S1660121120030

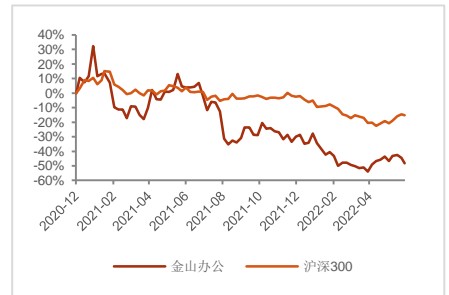
18998942777

交易数据

时间 2022.6.23

总市值/流通市值（亿元）	913/432
总股本（万股）	46,100.00
资产负债率（%）	24.52
每股净资产（元）	17.38
收盘价（元）	197.95
一年内最低价/最高价（元）	417.54/154.46

公司股价表现走势图



资料来源：wind 申港证券研究所

内容目录

1. 公司：国产办公软件龙头	5
1.1 聚焦办公软件三十余载 国产办公软件龙头.....	5
1.2 主营业务：“WPS Office 办公软件、金山文档及金山数字办公平台”三位一体.....	5
1.2.1 WPS Office 办公软件产品.....	6
1.2.2 金山文档.....	8
1.2.3 金山数字办公平台.....	9
1.3 经营模式：兼顾授权和订阅模式 “直销+代销+第三方”三种销售模式共存.....	9
1.3.1 盈利模式：主推订阅和授权模式 减少互联网广告收入.....	9
1.3.2 销售模式：“直销+代销+第三方推广”三管齐下 推动公司产品销售.....	11
1.4 聚焦办公软件 以研发驱动增长.....	11
1.5 公司股权：股权稳定 管理层背景深厚.....	13
2. 行业：“云办公、协同办公”是趋势	14
2.1 现状：以基础办公软件为主 增值和协同办公软件是趋势.....	14
2.2 趋势：“云办公、协作办公”成为趋势 企业数字办公需求凸显.....	15
2.2.1 云计算、AI 等智能化技术赋能.....	16
2.2.2 高度集成的协同办公平台.....	16
3. C 端：产品丰富 性价比突出 C 端收入有望达到 59 亿	18
3.1 产品力领先 性价比更高.....	18
3.2 MAU 稳定增长 未见市场瓶颈.....	18
3.3 优化会员结构 付费渗透率稳步提升.....	19
3.4 C 端收入：2025 年 C 端收入有望达到 59 亿.....	21
4. B 端：产品针对信创行业痛点 远期收入规模为 743.4 亿	21
4.1 核心竞争力突出 解决行业痛点.....	21
4.2 分层经营 中小微企业是最重要收入来源.....	26
4.3 市场规模：远期 B 端市场规模为 743.4 亿.....	27
5. 盈利预测与估值分析：22 年目标市值 1317.6 亿元	28
5.1 盈利预测：订阅和授权双管齐下 营收净利双开花.....	28
5.1.1 营收：订阅业务领跑 2 年营收近 90 亿.....	28
5.1.2 毛利率：四大业务毛利率略有降低.....	29
5.1.3 费用率：业务扩张迅速 费用率稳步提升.....	30
5.2 估值分析和投资建议.....	30
6. 风险提示	30

图表目录

图 1：公司发展历程	5
图 2：公司主要产品及服务矩阵图	5
图 3：WPS Office 桌面版	6
图 4：WPS Office 移动版	6
图 5：金山文档多端协同	8
图 6：金山文档协作应用	8
图 7：金山数字办公平台全景图	9
图 8：三种会员的区别	10
图 9：2017-2022Q1 公司营收（百万）和增速	11

图 10: 公司四大主营业务收入占比变化	11
图 11: 2016-2022Q1 公司营业成本变化 (百万)	12
图 12: 2016-2022Q1 公司毛利 (百万) 和毛利率变化情况	12
图 13: 2016-2022Q1 公司三费变化	13
图 14: 2016-2022Q1 公司归母净利润	13
图 15: 金山股权架构	14
图 16: GSuite 发展历程	16
图 17: GSuite 产品矩阵图	16
图 18: 飞书发展历程	17
图 19: 飞书功能高度集成化	17
图 20: WPS office 和 MS office 官方价格比较	18
图 21: 公司产品月度活跃用户变化图 (亿台)	18
图 22: 公司产品月度活跃用户变化图 (亿台)	19
图 23: 17-21 年全球智能手机出货量	19
图 24: PC 端产品月活用户 (亿台)	19
图 25: 17-21 年全球 PC 出货量 (百万台)	19
图 26: 公司累计付费用户数 (万)	19
图 27: WPS 超级会员收费套餐	20
图 28: 18-21 年公司合同负债 (百万)	20
图 29: 个人客户订阅人数 (万) 和金额 (百万)	21
图 30: 16-21 年公司个人订阅 ARPPU (元/人/年)	21
图 31: WPS 公文版式与普通版式的对比	23
图 32: 模板导入功能	23
图 33: 公文纠错示意图	24
图 34: WPS 公文版打印效果图	24
图 35: 输出 OFD 格式	24
图 36: 2016-2025 年全国实有各类市场主体及小微企业占比	26
图 37: 2021 年中国小微企业对国民经济和社会发展的贡献情况	27
图 38: 微软个人客户和企业客户占比变化	27
图 39: 微软 MS Office 365 订阅企业营收结构	27
图 40: WPS+ 套餐定价	28
表 1: WPS Office 客户端主要组件	6
表 2: WPS Office 移动个人版主要特点	7
表 3: WPS Office 移动专业版主要特点	7
表 4: 公司主要负责人介绍	14
表 5: 基础办公软件主要厂家	14
表 6: 增值办公服务分类	15
表 7: C 端收入预测表	21
表 8: 公司及核心技术、产品及服务所获得的重要技术奖项情况	22
表 9: 公司参与的重大科研项目	22
表 10: 在研项目情况	25
表 11: 金山 B 端远期全面订阅制转型收入规模测算	28
表 13: 2022-2024 年毛利率预测	29
表 14: 2022-2024 年费率预测	30
表 15: 可比公司 PS 估值水平	30

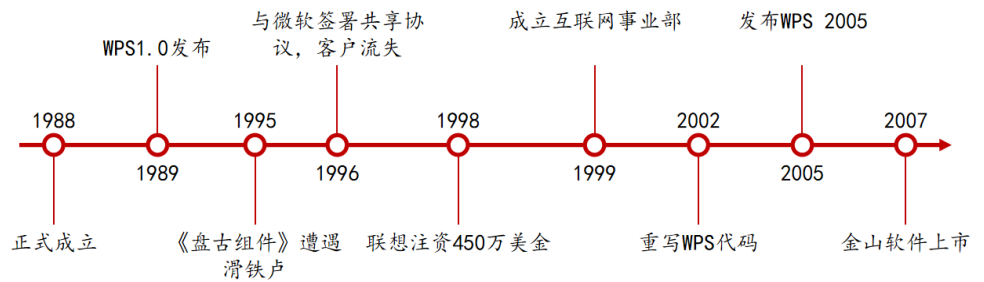
表 16: 公司盈利预测表 31

1. 公司：国产办公软件龙头

1.1 聚焦办公软件三十余载 国产办公软件龙头

金山办公是国产办公软件及服务领军企业。金山办公成立于1988年，1989年发布WPS1.0版本，市占率高达90%，随后开发的“盘古组件”遭遇滑铁卢，2002年推倒重写WPS的500万行代码以深度兼容Office，经过3年的艰苦研发，完全自主知识产权且深度兼容Office的WPS 2005诞生，2007年WPS2005荣获国家科学技术进步二等奖。

图1：公司发展历程

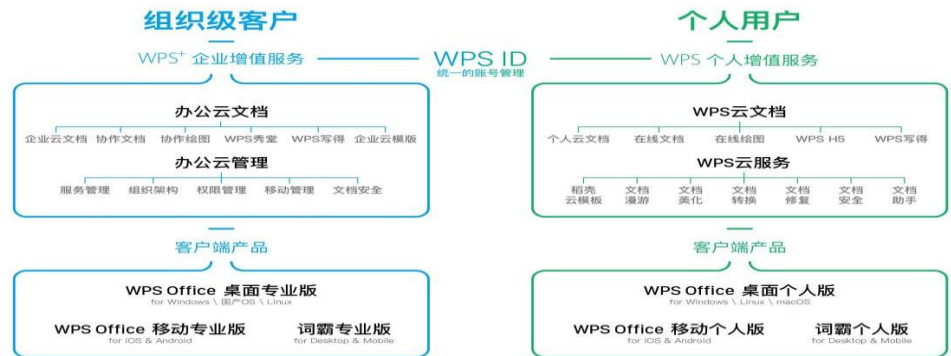


资料来源：公司官网 申港证券研究所

1.2 主营业务：“WPS Office 办公软件、金山文档及金山数字办公平台”三位一体

国内领先的办公软件和服务提供商，主要从事 WPS Office 办公软件相关产品及服务的设计研发及销售推广。公司主要产品包括 WPS Office 办公软件、金山文档等办公能力产品矩阵以及金山数字办公平台解决方案。

图2：公司主要产品及服务矩阵图



资料来源：招股书 申港证券研究所

1.2.1 WPS Office 办公软件产品

WPS Office 办公软件是公司的核心产品，为用户提供一站式办公服务。产品通过 WPS Office 桌面版（Windows 版、Mac 版、Linux 版）及 WPS Office 移动版（Android 版、iOS 版、Harmony OS 版），实现了多端覆盖，在不同的终端设备/系统上拥有相同的文档处理能力。WPS Office 在与国外主流 Office 高度兼容的同时，拥有丰富的特色功能，满足各类用户的办公需要。

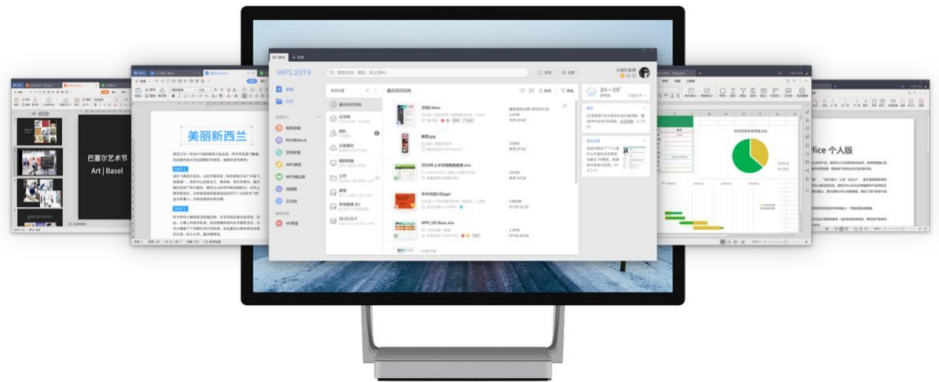
表1: WPS Office 客户端主要组件

产品组件	功能
WPS 文字	WPS 文字是一款文字处理软件，支持对 doc/docx 文档的查看和编辑，通过多种文字处理功能，帮助用户快速制作专业办公文档
WPS 表格	WPS 表格是一款数据分析软件，支持对 xls/xlsx 文档的查看和编辑，兼容多种 Excel 加密、解密算法，提供多种函数、图表模式，满足用户对于数据统计分析工作的需求
WPS 演示	WPS 演示是一款演示播放软件，支持对 ppt/pptx 文档的查看、编辑和加、解密，支持复杂的 SmartArt 对象和多种对象动画/翻页动画模式，帮助客户完成专业演示文档制作
PDF 阅读	PDF 阅读是一款阅读工具软件，提供 PDF 转换和 PDF 解析双重引擎，使客户可以更加便捷地查看 PDF 文档

资料来源：招股书 申港证券研究所

WPS Office 桌面版主要应用于电脑端，根据适配系统的不同，可以分为 WPS Office Windows 版、WPS Office Linux 版、WPS Office Mac 版。

图3: WPS Office 桌面版



资料来源：招股书 申港证券研究所

WPS Office 移动版支持多种主流设备。WPS Office 是基于 Android、iOS 平台研发的办公应用软件，支持各种主流智能手机、移动平板设备。WPS Office 移动版包括 WPS Office 移动个人版和 WPS Office 移动专业版，主要包含 WPS 文字、WPS 表格、WPS 演示及 PDF 阅读等组件。

图4: WPS Office 移动版



资料来源：招股书 申港证券研究所

WPS Office 移动个人版支持多种文档格式。WPS Office 移动个人版具备体积小、速度快、可定制优化、智能排版等特点，能够支持 OOXML、PDF、HTML 等 50 多种文档格式，拥有文档漫游功能，帮助客户实现便捷的移动办公。

表2: WPS Office 移动个人版主要特点

产品特点	说明
文档格式兼容性强	WPS Office 移动个人版支持 doc、docx、ppt、pptx、xls、xlsx、pdf 等多种格式。
丰富的特色功能	WPS Office 移动个人版拥有丰富的特色功能,包括针对文档数据的格式转换、智能美化、PDF 签名、思维导图、安全文档功能等;针对协作办公应用场景的共享播放、演讲实录、实时多人多地分享、遥控异地终端文档功能等。
移动端定制优化	WPS Office 移动个人版在 WPS 文字中针对查找、替换、书签笔记等功能进行了特别优化;为具备手写功能的系列手机提供了手写定制版本;为解决 WPS 表格中手机输入法输入函数困难的问题,提供专用公式输入编辑器,方便用户快速录入公式。
移动设备阅读体验优化	WPS Office 移动个人版针对移动端特殊的阅读引擎及移动设备屏幕较小的特点,提供移动端阅读模式,通过检索文件内容并按照移动设备屏幕的比例重新排列文档内容,让用户阅览文档更加舒适和方便,优化用户移动办公体验。

资料来源：招股书 申港证券研究所

WPS Office 移动专业版提供二次开发接口，兼容性强。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，提供基于移动平台下的二次开发接口，保证文档在产生、协同、分享及与其他应用系统通信过程中的信息安全，为用户提供低耗而高效的移动办公解决方案。

表3: WPS Office 移动专业版主要特点

产品特点	说明
企业个性化定制	为满足不同企业个性与需求, WPS Office 移动专业版提供丰富的定制化功能,包括提供阅读模式、文档修订、文档备份、文档回传 OA、App 等功能。
系统兼容性强	WPS Office 移动专业版提供开放的 SDK,系统兼容性强。提供基于 iOS 及 Android 平台的高效易用的二次开发接口,能够与移动 OA 等系统实现安全交互。
文档安全性高	WPS Office 移动专业版拥有自主知识产权,具备完善的文档安全保障系统,不仅能够直接对文档进行加密保护,还提供应用认证、文档权限等安全应用接口,实现与移动安全应用解决方案的集

成，保障文档在生产、协同、分享等过程中的信息安全。

资料来源：招股书 申港证券研究所

1.2.2 金山文档

金山文档支持当前主流操作系统。金山文档基于 HTML5 技术，在 Windows、Mac OS、Linux、Android、iOS、iPad OS 平台上，通过浏览器、微信小程序、QQ 小程序等多种途径支持在线文档和 Office 文档的管理、查看、编辑、协作等文档处理能力。

图5：金山文档多端协同



资料来源：公司官网 申港证券研究所

金山文档是一款支持多人实时协作的在线文档服务。金山文档主要面向轻量化的在线协同办公和分享，帮助用户专注于内容创作和表达，避免跨平台、跨桌面、跨终端带来的数据协同壁垒，降低文档样式调整时间成本。与 WPS Office 客户端产品族的完美兼容和无缝整合，对于 Office 文档，用户可以选择用金山文档在线高效协作，也可以选择用 WPS Office 客户端深度编辑。该产品支持独立设置不同协作成员的查看或编辑权限，文档数据安全可控、自动保存、实时同步，可为用户提供场景多样化的云办公体验。

图6：金山文档协作应用



资料来源：公司官网 申港证券研究所

1.2.3 金山数字办公平台

金山数字办公平台是基于金山办公产品矩阵，进行云化、中台化改造和二次开发后打造的涵盖内容创作与管理、协同办公、业务数字化的赋能解决方案。可支撑大型组织/公司建立专属的数字化办公平台，也可向中小企业/组织提供一站式办公云服务。平台向用户提供以 WPS Office、金山文档及金山协作为核心的办公能力产品矩阵，通过统一的身份认证服务配套文档及协作两大数字办公中台以及开放的生态体系为用户赋能。

图7：金山数字办公平台全景图



资料来源：公司年报 申港证券研究所

- ◆ **文档中台**定位为**企业提供文档能力的共享中心**。可助力企业信息化建设项目供应商及开发者快速构建内容协作平台，将 WPS 产品矩阵服务化，快速响应办公场景中的协作应用需求，为企业提供二次开发能力，根据企业业务系统对文档的处理场景分类进行组合封装，为数字企业转型提供基础能力支撑。
- ◆ **协作中台**是**为企业提供协同办公相关能力的共享中心**。将金山办公内协同办公相关的产品矩阵服务化，快速响应协同办公场景中的各项需求，高度开放协同办公场景相关的各项接口能力，为企业自建协同功能提供基础，提供灵活的业务服务化处理能力，为企业提供二次开发能力。

1.3 经营模式：兼顾授权和订阅模式 “直销+代销+第三方” 三种销售模式共存

1.3.1 盈利模式：主推订阅和授权模式 减少互联网广告收入

公司的盈利模式主要分为个人办公服务订阅业务、国内机构订阅及服务业务、国内机构授权业务和互联网广告推广服务业务四种。

1) 个人办公服务订阅业务

普通用户可以免费使用 WPS office 产品基础功能。用户可通过下载 WPS Office 等公司办公软件产品或通过在线应用免费体验基础功能，并可借由邮箱、QQ、微信、手机号等多种方式注册 WPS 帐号，使用免费在线功能及服务。

会员用户可以享受大量增值服务。会员则可在付费后享受大量特权，助力其高效办公，付费会员主要分为 WPS 会员、稻壳会员、超级会员三类，均可以按月度、季

度或年度形式付费，部分增值功能和稻壳儿内容平台资源，也支持按功能或按数量购买。

- ◆ **WPS 会员**：注重基于 WPS Office 办公软件的功能型服务；
- ◆ **稻壳会员**：注重基于 WPS Office 办公软件的内容型服务；
- ◆ **超级会员**：除可同时享用 WPS 会员及稻壳会员的所有特权外，同时还拥有更大的云文档存储空间、更多的多人云协作团队人数上限、更全面且不受次数限制的应用功能等高级权限，使其所制作的文字文档、表格文档、演示文档更加专业和美观。

图8：三种会员的区别

注册用户	WPS会员	稻壳会员	超级会员
简单实用，轻松实现高效便捷办公	办公神器，PDF编辑、批注与转换	海量模板，提供丰富的在线资源	最强会员，尊享所有会员特权功能
免费账户	¥9/月 ¥88/年	¥15/月 ¥118/年	¥21/月 ¥178/年
<ul style="list-style-type: none"> ✓ 文档编辑 ✓ 思维导图-添加节点数 150个 ✓ 流程图-添加图形数 60个 ✓ 文档操作权限设置 5个 ✓ 文档云同步 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ PDF 转 Word/Excel/PPT ✓ PDF 拆分/合并 ✓ PDF 编辑 ✓ 输出无水印长图 ✓ 思维导图-添加节点数 300个 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 模板素材免费下载 ✓ PPT 美化资源 ✓ 在线关系图 / PPT图示 ✓ 渐变色 ✓ 在线图标 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ WPS会员全部特权 ✓ 稻壳会员全部特权 ✓ 云文档空间容量365G ✓ 思维导图-添加节点数无限制 ✓ 流程图-添加图形数无限制

资料来源：VIP 快报 申港证券研究所

2) 国内机构订阅及服务业务：

公司可为国内机构提供专业级办公软件产品、企业办公云服务及办公解决方案，通常与其签订逐年或多年合同。在合同约定期限内，客户可依合同约定设备或用户数使用某一版本软件产品或服务模块，客户享有该版本软件产品或服务模块的升级和技术支持保障，同时客户也可选择付费增加其他增值模块或服务。合同到期后，客户可选择续约。

3) 国内机构授权业务

公司按照合同授予部分组织级客户某一版本产品的一定数量的使用权。通常包括永久授权和随机授权两种，其中随机授权是指，其所购买的授权软件产品永远跟随原始计算机或设备，不可转移安装到其他计算机或设备上。该授权产品通常包含一定期限(通常为一年)的升级保障服务，超出期限的升级和服务保障则需要另外购买。

4) 互联网广告推广服务业务

对于免费用户，公司采用“免费+广告”的盈利模式。公司为有推广需求的客户在客户端及网站平台上提供广告位，根据不同位置、类别以及客户不同需求来确定结算方式和收入，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。

1.3.2 销售模式：“直销+代销+第三方推广”三管齐下 推动公司产品销售

个人办公服务订阅业务销售主要通过各类网站及展示位进行在线销售，包括 WPS office 各端及在线广告展示位、微信、淘宝、抖音及其它合作伙伴各销售渠道。

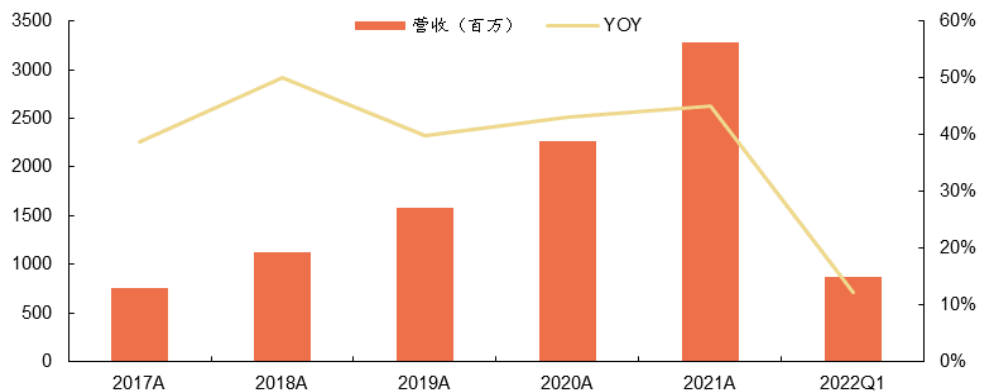
国内机构订阅业务及机构授权业务销售主要分为公司直销和经销两种模式。为便于公司管理，公司制定了经销商管理制度、软件销售流程、订单管理流程和销售合同管理制度等一系列销售相关的制度。

互联网广告推广服务业务销售模式分为直接销售、代理商经销与第三方平台合作推广三种。互联网广告推广服务业务主要以公司产品为载体，通过向客户展示品牌广告和效果广告的推广方式，为各类广告客户提供基于互联网平台的广告营销服务从而实现收入。

1.4 聚焦办公软件 以研发驱动增长

移动办公+云办公+协同办公，公司营收稳步成长。2017-2021 年公司营收由 7.5 亿增长到 32.8 亿，4 年复合增长率为 44.61%。2020 年公司在疫情影响下，用户居家办公需求凸显，公司营收取得了较大增长。公司业绩的持续增长一方面得益于产品的不断改进和产品矩阵的完善，另一方面得益于公司“移动办公+云办公+协同办公”战略的成功。

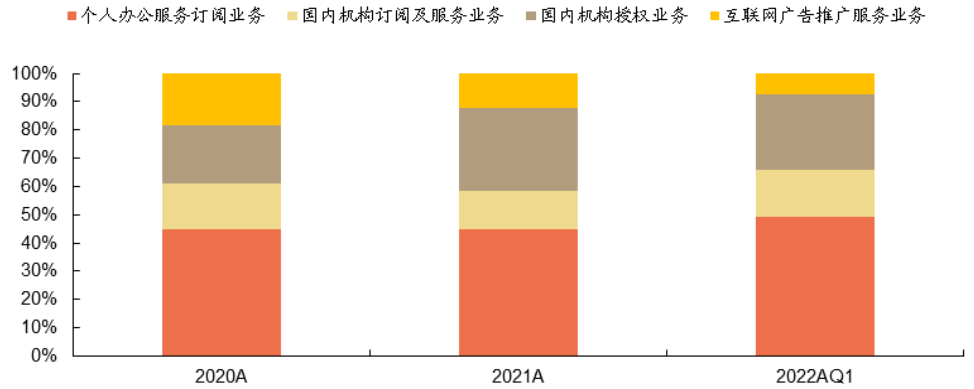
图9：2017-2022Q1 公司营收（百万）和增速



资料来源：wind 公司年报 申港证券研究所

个人订阅收入接近 50%，机构订阅和授权收入高速增长。随着公司整体对订阅业务的投入，个人订阅式收入稳步增加，2021 年 Q1 占 49.06%。机构订阅和授权业务稳步增长，我们认为，后续机构订阅业务将会快速增长，公司整体以 C 端和 B/G 端订阅为主。

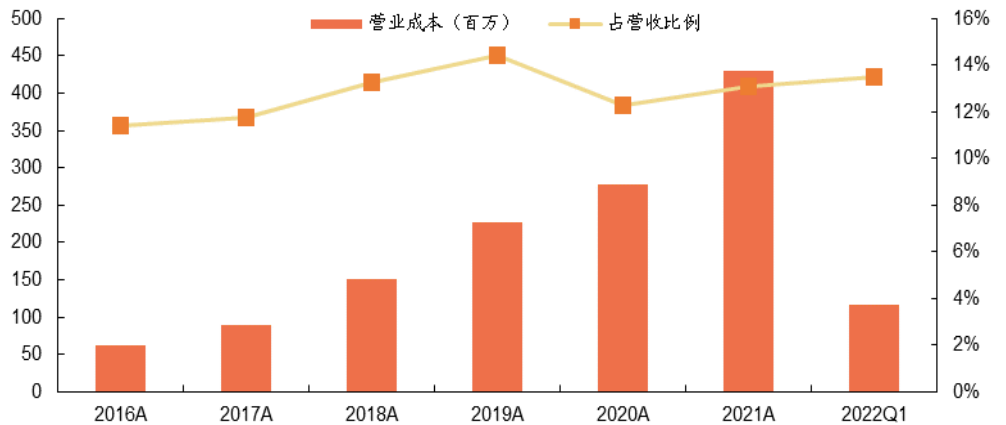
图10：公司四大主营业务收入占比变化



资料来源: wind 公司年报 申港证券研究所

公司营业成本费率保持稳定, 后续有望略有下降。2021 年营业成本较上年同期增长了 54.37%, 主要源于付费用户及客户活跃度增长引起的服务器成本、外部资源采购成本及结算成本的增长, 我们认为后续公司成本费率会略有减低。

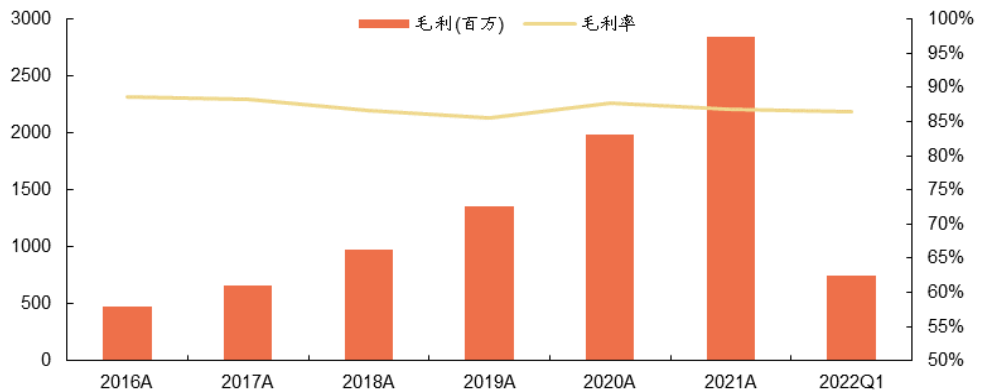
图11: 2016-2022Q1 公司营业成本变化 (百万)



资料来源: wind 公司年报 申港证券研究所

公司毛利率保持稳定, 毛利稳步提高。公司产品标准化程度高, 每年投入的营业成本费率相对稳定, 具有较高毛利, 2021 年和 2022Q1 的毛利分别是 86.91%和 86.53%。我们认为后续随着公司产品进一步标准化及营业投入的稳态化, 公司营业成本会略有下降, 毛利率会略有提高。

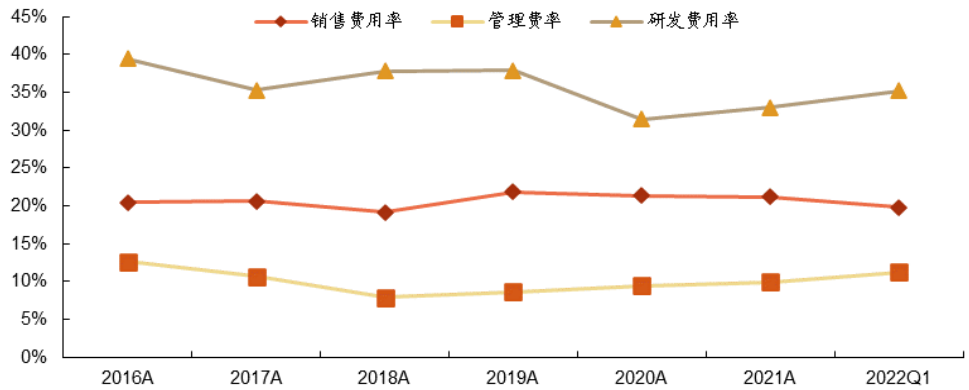
图12: 2016-2022Q1 公司毛利 (百万) 和毛利率变化情况



资料来源: wind 公司年报 申港证券研究所

公司研发投入持续增加, 销售/管理费用率保持平稳。公司费用率水平基本稳定, 2018-2021 销售费用率分别为 19.11%/21.83%/21.35%/21.19%, 2022Q1 销售费用率为 19.82%, 同比增长 16.97%, 2018-2021 管理费用率分别为 7.86%/8.59%/9.40%/9.94%, 2022Q1 管理费率为 11.2%, 同比上升 44.3%; 公司重视研发投入, 研发费用逐年高增, 公司近五年研发费用率均保持在 30%以上, 公司积极的研发投入有利于公司的长久发展。

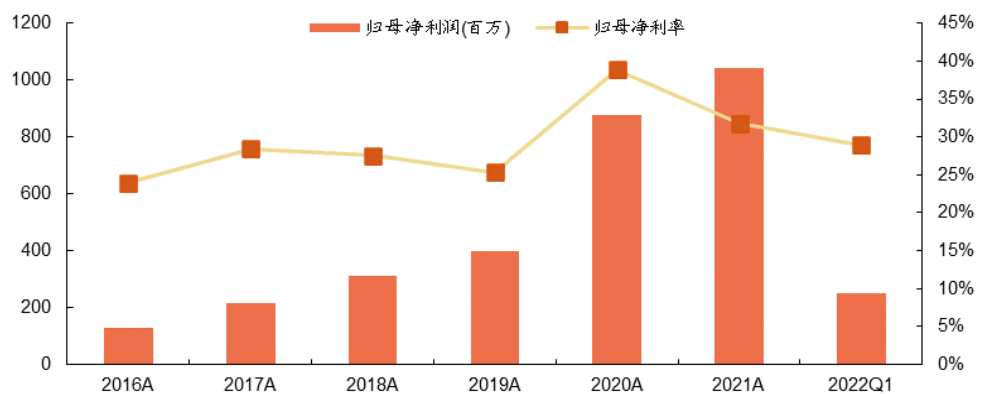
图13: 2016-2022Q1 公司三费变化



资料来源: wind 公司年报 申港证券研究所

扣非归母净利润稳步增长, 未来持续走高。2016-2021 年公司净利率稳定增长, 因为疫情影响, 2020 年在线办公用户增加, 净利润增加明显。随着云服务业务的扩大和前期投入的逐步完成, 以及订阅收费模式的普及, 参考微软, 我们认为公司净利率会持续走高。

图14: 2016-2022Q1 公司归母净利润

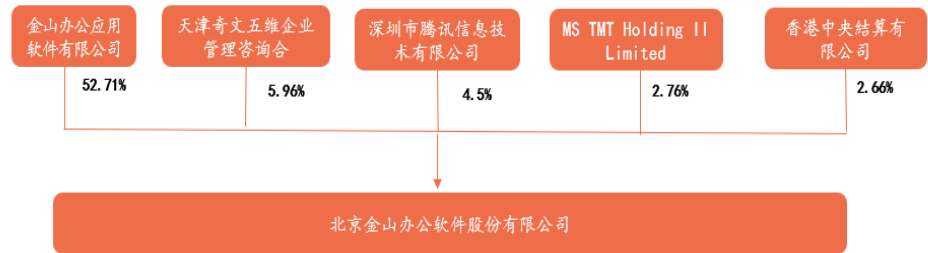


资料来源: wind 公司年报 申港证券研究所

1.5 公司股权: 股权稳定 管理层背景深厚

公司源于金山软件, 雷军是实际控制人。金山办公是由金山软件分拆设立, 2019 年于科创板上市, 雷军、求伯君是通过金山软件间接持有公司的股权, 其中雷军是金山办公的实际控制人。

图15: 金山股权架构



资料来源: wind 申港证券研究所

公司大股东与管理层背景深厚，具备丰富的互联网行业从业经验。雷军、求伯君等公司大股东均是技术出身，深耕互联网行业多年，具备优秀的技术水平、管理能力与前瞻性行业思维；现任董事长邹涛 1998 年就职于金山，先后负责金山词霸、娱乐软件及金山办公等产品，成功带领西山居完成了管理层持股和“端转手”的重大跨越；现任总经理章庆元自 2000 年就开始从事 WPS 研发，是 WPS Office 办公软件第六代研发程序员的领军人物。

表4: 公司主要负责人介绍

姓名	职务	提拔方式	个人亮点
邹涛	董事长	内部提拔	1998 年就职于金山，先后负责金山词霸、娱乐软件及金山办公等产品，成功带领西山居完成了管理层持股和“端转手”的重大跨越，现任董事长
章元庆	总经理/首席运营官	内部提拔	2000 年加入金山软件，主持研发 WPS Office 2005 办公软件，是公司研发带头人，2020 年起担任金山办公总经理
姜志强	副总经理	内部提拔	2002 年加入金山软件，参与 WPS 软件的正版化销售工作，2014 年起主要负责企业市场销售
毕晓存	副总经理	内部提拔	2005 年加入金山软件 WPS 测试中心，后负责 WPS 用户推广以及互联网增值业务工作，帮助 WPS 个人业务实现爆发增长
葛珂	董事	内部提拔	2001 年起即开始负责办公软件业务，带领公司克服重重难关并最终实现金山办公独立上市

资料来源: 公司官网 腾讯网 公司微信公众号 申港证券研究所

2. 行业：“云办公、协同办公”是趋势

2.1 现状：以基础办公软件为主 增值和协同办公软件是趋势

按照功能，办公软件按功能可分为基础办公软件、增值办公软件及协同办公软件三大类。

- ◆ **基础办公软件**：可实现文字处理、PPT 制作、数据分析这三项基本办公功能，主要厂商有微软 (MS Office)、谷歌 (G-Suit)、苹果 (iWork)、金山办公 (WPS Office)、永中 (永中 Office) 等；

表5: 基础办公软件主要厂家

产品	主要产品组成	功能特色
----	--------	------

产品	主要产品组成	功能特色
MS office	Word、Excel、Power Point、Outlook、One Note、Exchange	整体功能最强大，市占率高
G-Suit	Google Docs、Drive、Forms、Sheets 等	在线办公软件
iWork	Pages、Numbers、Key Note	深度适配 Mac OS 和 IOS 系统
WPS Office	WPS 文字、演示、表格、流程图、PDF、金山文档	所有功能高度集中，提供丰富内容服务
永中 Office	文字处理、电子表格、PDF 阅读	软件比较精简，页面与 MS Office 相似

资料来源：各公司官网 申港证券研究所

- ◆ **增值办公软件**：可实现包含图片处理、思维导图、表单统计、在线协作文档、视频会议、翻译软件、PDF 阅读、OFD 阅读、日历代办、社交邮件等办公功能；

表6：增值办公服务分类

类别	代表产品
图文处理	Photo Shop、创客贴、图怪兽、金山海报、亿图图示
思维导图	X Mind、Mind Master、金山流程图/脑图
表单统计	问卷星、金数据、金山数据
在线协同	石墨文档、腾讯文档、金山文档、印象笔记、Google Docs、有道云笔记
视频会议	腾讯会议、Teams、Zoom、金山会议
翻译软件	金山词霸、有道词典、必应词典、谷歌翻译、百度翻译等
PDF 阅读	福昕阅读器、Adobe、金山 PDF 阅读、永中 PDF 阅读
OFD 阅读	数科 OFD
社交邮件	企业微信、钉钉、飞书、Slack

资料来源：各公司官网 百度百科 申港证券研究所

- ◆ **协同办公软件**：协同办公软件通常是以企业为单位，提供企业内部协同管理的办公软件或平台，为公司业务实现提供流程化服务，为员工办公交流提供便利。与基础办公软件和增值办公软件进行接口对接，实现员工考勤数据、业绩数据等的处理，为企业提供数据化的内部管理，提高公司运转的效率

按照桌面展现形式，可以将办公软件分为**桌面端**、**移动端**和**云端办公软件**。

- ◆ **桌面端办公软件**：即传统意义上在电脑端运行。
- ◆ **移动端办公软件**：可在智能手机、平板等移动设备上运行。
- ◆ **云端类办公软件**：可实现在云端储存本地文件，实现桌面端和移动端的实时同步及多人多端协作。

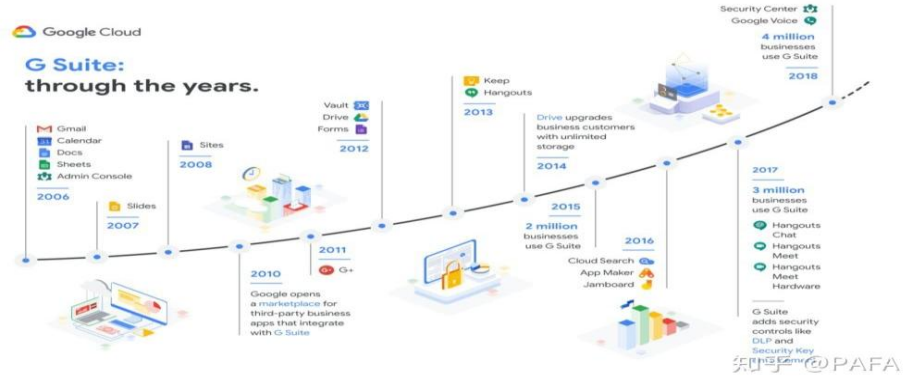
2.2 趋势：“云办公、协作办公”成为趋势 企业数字办公需求凸显

办公软件早已超脱纸质文档内容载体范畴，“云办公、协作办公”成为趋势。长期以来办公软件纯粹作为纸质文档的内容载体存在，随着移动互联网和云计算相关技术发展，办公软件进入了“云办公+协同办公”的阶段，成为重要的生产力工具。办公软件市场的火热吸引了大量互联网公司以及创业团队投身其中，除了 MS 365、WPS 两款主流办公产品外，钉钉、飞书、Slack 等在内的新兴应用也纷纷涉足办公领域。

2.2.1 云计算、AI 等智能化技术赋能

谷歌 **G-Suite** 是全球最火热的数字化办公工具平台。2004 年愚人节推出的 Gmail 邮箱，经过 17 年的发展，已经成为 MAU 超过 20 亿的超级数字办公工具平台。

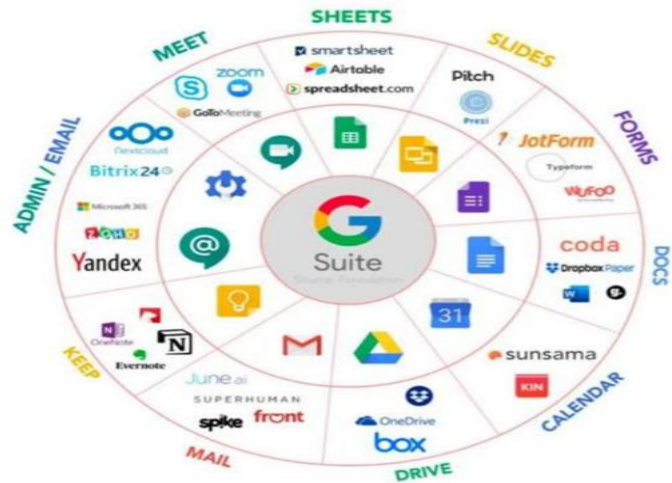
图16: G Suite 发展历程



资料来源: 知乎 申港证券研究所

勇立 AI 潮头，智能算法赋能产品。2015 年后，谷歌开始尝试在 G-Suite 中融入自身优势的智能算法，当年推出具有自动恢复功能的 Smart Reply，是 Gmail 多年来最具代表性的功能更新之一，该工具能够智能扫描用户的电子邮件以获取上下文关键字线索，提供最多三个建议回复，这种自动回复方式占据了 Gmail 2017 年所有回复方式的 20%。

图17: G Suite 产品矩阵图



资料来源: 湾区盒子 CLUB 公众号 申港证券研究所

2.2.2 高度集成的协同办公平台

飞书是字节 ToB 端的拳头产品，对标谷歌 G-Suite。飞书初始定位是字节跳动用于取代钉钉与 Slack 的内部办公软件。2016 年开始研发，经过不断的打磨和迭代，飞书整合即时沟通、日历、在线文档、云盘、应用中心等功能于一体，作为字节 B 端拳头产品问世，是国内最为成熟的一站式沟通与办公协作平台之一。

图18: 飞书发展历程



资料来源: 公司官网 公众号 申港证券研究所

“沟通、协作、效率、富集成”是飞书最鲜明的特色。

- ◆ **沟通方面:** 除了即时通讯、音视频会议等功能外, 飞书在消息管理方面借鉴了 Slack 的思路, 重要消息可以“Pin”到侧栏中, 方便团队成员把握重点。
- ◆ **协作方面:** 飞书的在线文档通过赋予每个人及时撰写、评论等功能, 实现了讨论过程中的“所见即所得”。
- ◆ **效率方面:** 飞书将字节内部的组织管理理念融入产品中, 其颇具特色的 OKR 功能使任何员工都可以看到其他同事的 OKR、基本信息及汇报关系, 通过信息的极致透明化提高决策效率。
- ◆ **功能集成方面:** 飞书重视生态建设, 提供开发平台满足企业的定制化需求及集成需求, 企业可以将内部已有系统快速集成到飞书, 或自主接入开放 API 的第三方工具, 也支持开发者自主开发新应用。

图19: 飞书功能高度集成化



资料来源: 公司官网 申港证券研究所

基于对以上新兴热门产品核心特色的总结, 我们认为未来的优质办公软件应当具备以下特质: 强大的基础功能、云服务及协同办公能力突出、AI 赋能、内容服务突出且具备发挥网络效应需要的用户基础、开放的集成生态。

我们认为 WPS 兼具以上优点，其“多屏+云+内容+AI+协作”的核心战略部署完全契合办公软件未来发展的趋势，我们看好 WPS 实现从办公软件到办公协作空间 (Workspace)、开发平台 (Platform) 及云服务提供商 (Service) 的华丽蜕变。

3. C 端：产品丰富 性价比突出 C 端收入有望达到 59 亿

3.1 产品力领先 性价比更高

WPS office 订阅价格远低于 Microsoft 365 订阅版。对于 C 端客户来说，价格是影响最终购买决策的最重要因素，对于个人版订阅费用，WPS office 的价格远低于 Microsoft 365 订阅版。

图20: WPS office 和 MS office 官方价格比较

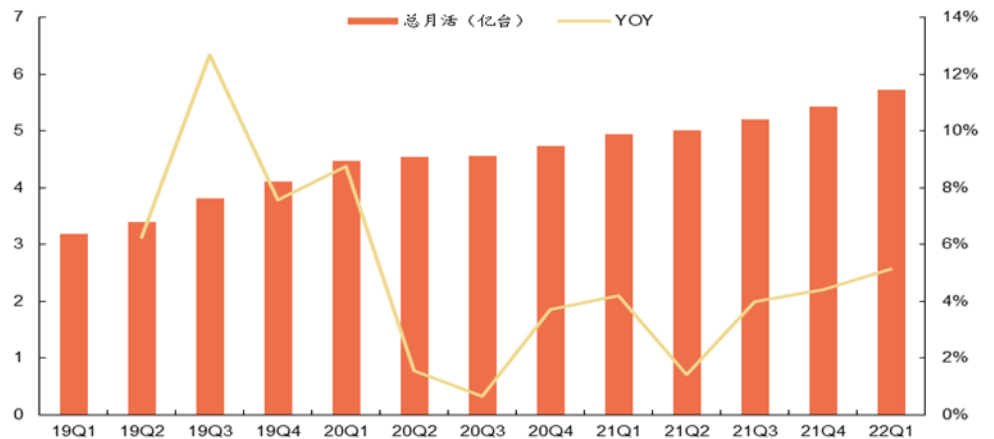
WPS Office	MS Office
<p>企业版</p> <ul style="list-style-type: none"> ➢ 体验版: 免费 ➢ 商业基础版: 168元/人/年 ➢ 商业标准版: 365元/人/年 ➢ 商业高级版: 599元/人/年 	<p>企业版</p> <ul style="list-style-type: none"> ➢ Office 365 F3: 696元/人/年 ➢ Office 365 E3: 3120元/人/年 ➢ Office 365 E5: 4692元/人/年
<p>个人版</p> <ul style="list-style-type: none"> ➢ WPS会员: 89元/年 ➢ 稻壳会员: 89元/年 ➢ 超级会员: 179元/年 	<p>个人版</p> <ul style="list-style-type: none"> ➢ 家庭版: 498/年 ➢ 个人版: 398/年
	<p>商业版</p> <ul style="list-style-type: none"> ➢ 商业基础版: 516元/人/年 ➢ 商业应用版: 720元/人/年 ➢ 商业标准版: 1080元/人/年 ➢ 商业高级版: 1908元/人/年

资料来源: 公司官网 MS 官网 申港证券研究所

3.2 MAU 稳定增长 未见市场瓶颈

2022Q1 公司产品月活达到 5.72 亿台，同比增长 15.79%。得益于公司协同办公、生态及内容的建设，公司产品月活稳定增长，19Q1-22Q1 三年 CAGR 为 21.49%。

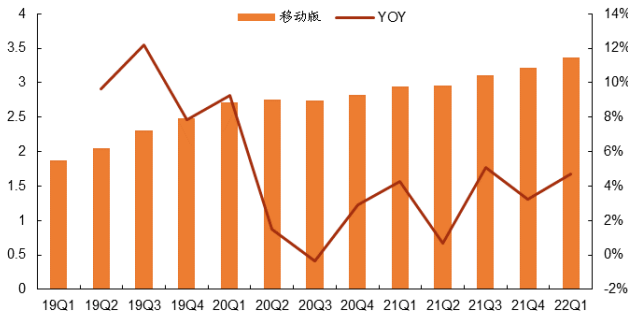
图21: 公司产品月度活跃用户变化图 (亿台)



资料来源: 公司年报 申港证券研究所

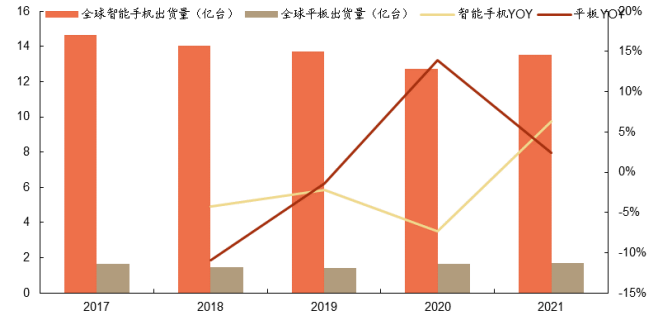
2022Q1 移动端月活为 3.36 亿台，同比增长 14.29%。随着协同办公和便携办公需求的凸显，移动端月活稳定增长，19Q1-22Q1 三年复合增长率为 21.57%，移动端设备主要是手机和平板电脑，随着 5G 和折叠屏的普及，移动端将迎来新一轮的迭代和升级，这为移动端办公提供了基础条件。

图22：公司移动端产品月度活跃用户变化图（亿台）



资料来源：公司年报 申港证券研究所

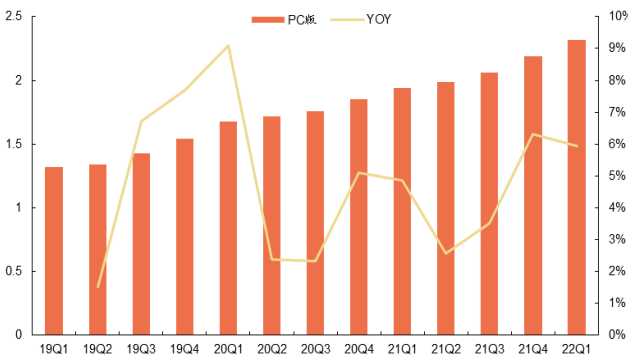
图23：17-21 年全球智能手机出货量



资料来源：IDC 中商产业研究院 申港证券研究所

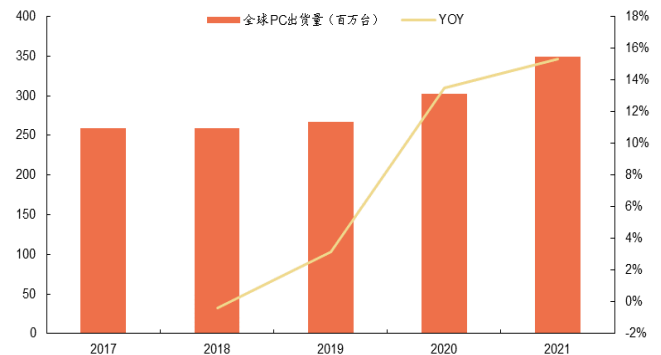
2022Q1 PC 端月活为 2.32，同比增长 19.59%。PC 端月活稳定增长，19Q1-22Q1 三年复合增长率为 20.68%，这主要得益于公司生态和内容建设。WPS 用户中，平均单日使用时长在 4 小时以上的深度产品用户主要是 PC 端及 PC、移动双端用户，由于办公的工作属性，我们认为，移动端设备（手机/平板）发生革命性变化之前，PC 端办公依然将会占据主要地位。

图24：PC 端产品月活用户变化图（亿台）



资料来源：公司年报 申港证券研究所

图25：17-21 年全球 PC 出货量（百万台）

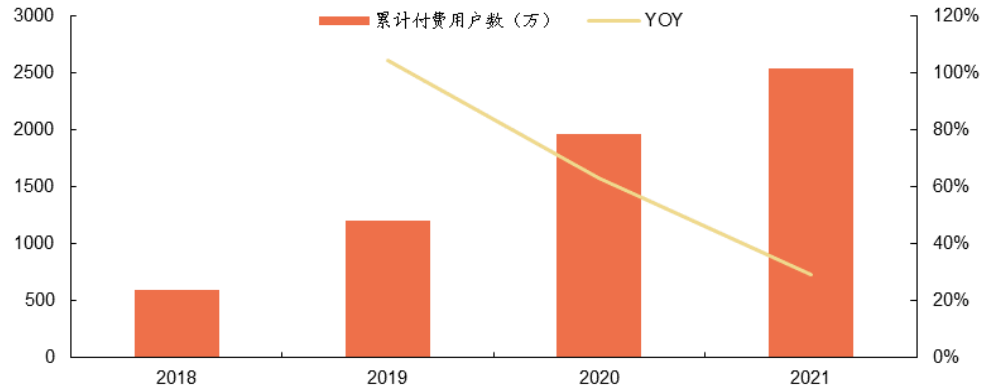


资料来源：IDC 申港证券研究所

3.3 优化会员结构 付费渗透率稳步提升

付费用户数量稳步增长，公司主动优化会员结构。2018-2021 年付费用户数量稳步增长，三年复合增长率为 62.79%，付费用户数稳健增加主要得益于公司生态和内容建设，相比 2020 年 63.23% 的增速，2021 年 29.31% 的增速降幅不小，我们认为这只是公司经营策略调整及会员基数提高后的结果，并不能说明付费客户增长到了瓶颈，主要原因如下：

图26：公司累计付费用户数（万）



资料来源：公司年报 申港证券研究所

- ◆ **取消 1-6 月短期会员开通渠道，引导用户按年度订阅。**公司取消 1-6 月会员开通渠道，推广和引导客户选择 1-3 年订阅方式，虽然在一定程度影响付费用户数，但有利于提高 ARPU 及用户粘性。
- ◆ **加大超级会员推广，会员客单价提高。**据公司 2021 年年报及市场分析可知，公司会加大开展 WPS 超级会员用户的教育和推广，通过多种方式提升会员渗透率及使用粘性，有意引导个人用户更多选择功能更为丰富、客单价更高的超级会员。

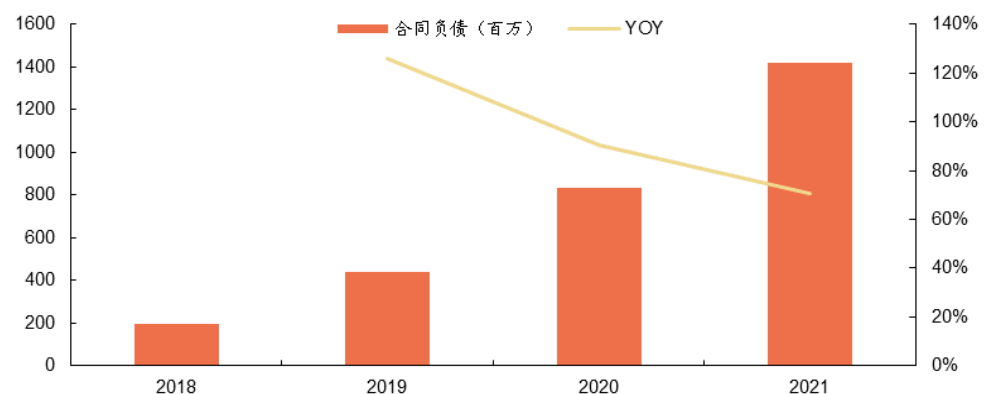
图27: WPS 超级会员收费套餐



资料来源：WPS 客户端 申港证券研究所

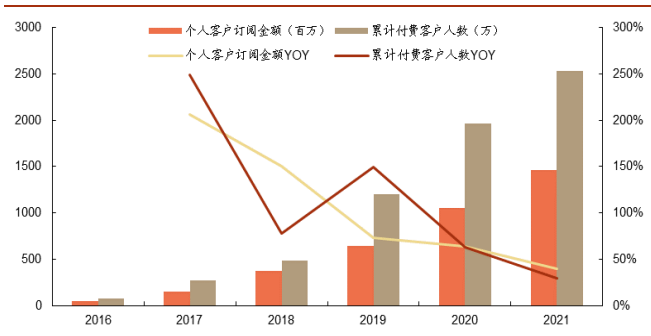
合同负债稳步提升，会员订阅业务稳步推进。2019 年，在长周期会员大力推广下“合同负债”大幅增加，2018-2021 年三年复合增长率为 94.23%。

图28: 18-21 年公司合同负债 (百万)

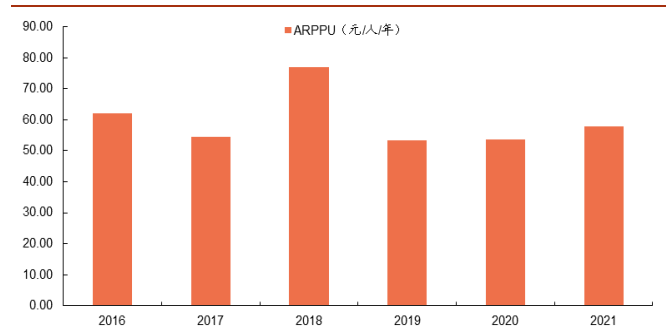


资料来源: 公司年报 申港证券研究所

个人客户订阅金额和人数齐增长, 个人订阅 ARPPU 稳重提升。2016 年-2021 年, 个人订阅金额和人数齐增长, 三年复合增长率分别为 97.82% 和 100%, 主要得益于公司大家会员订阅推广。2020 年 1 月开始执行新收入准则, 订阅收入确认延后, 导致 ARPPU 出现较大降幅。2020 和 2021 年 ARPPU 有小幅回升, 主要得益于公司引导客户进行长期会员订阅, 这更好培养个人用户为服务付费的习惯, 增强用户粘性、提高产品认可度的同时还将有力提振 ARPPU。

图29: 个人客户订阅人数(万)和金额(百万)


资料来源: 公司年报 申港证券研究所

图30: 16-21 年公司个人订阅 ARPPU (元/人/年)


资料来源: 公司年报 申港证券研究所

3.4 C 端收入: 2025 年 C 端收入有望达到 59 亿

金山 2025 年 C 端收入有望达到 59 亿。预计 2025 年, 金山总体 MAU 将达到 8.71 亿, 个人用户付费渗透率 6.61%, C 端 ARPPU 约 104.19 元, ARPPU 增长动力主要来自超级会员及长周期会员占比持续提升, 据此测算 2025 年公司 C 端收入体量约 59.97 亿, 2020-2025 年 5 年 CAGR 为 41.64%。

表7: C 端收入预测表

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
个人客户订阅金额(百万)	1052.48	1465.3	2124.69	3038.30	4284.00	5997.60
个人客户订阅金额 YOY	64.10%	39.22%	45.00%	43.00%	41.00%	40.00%
累计付费客户人数(万)	1962.00	2537	3196.62	3931.84	4796.85	5756.22
累计付费客户人数 YOY	63.23%	29.31%	26%	23%	22%	20%
ARPPU (元/人/年)	53.64	57.76	66.47	77.27	89.31	104.19
ARPPU-YOY	0.53%	7.67%	15.08%	16.26%	15.57%	16.67%
月度活跃用户(亿)	4.74	5.44	6.20	7.01	7.85	8.71
MAU-YOY	15.33%	14.77%	14%	13%	12%	11%
个人用户付费渗透率	4.14%	4.66%	5.15%	5.61%	6.11%	6.61%

资料来源: 公司年报 公司公告 申港证券研究所

4. B 端: 产品针对信创行业痛点 远期收入规模为 743.4 亿

4.1 核心竞争力突出 解决行业痛点

公司核心技术获得国家专家组织和行业的认可。经过中国电子学会技术鉴定, WPS Office 办公软件产品整体技术水平在办公软件领域国内领先, 多项技术国际先进。

公司及产品曾先后两次荣获国家科技进步二等奖、荣获国家重点新产品、世界知识产权版权金奖、中国国际软件博览会金奖等国际、国家级奖项，表明了公司的技术在行业内处于国内先进水平。

表8：公司及核心技术、产品及服务所获得的重要技术奖项情况

获奖年份	奖项名称	发奖单位	获奖产品/项目
2001年	国家科学技术进步二等奖	国务院	WPS 2000 智能集成办公系统
2007年	国家科学技术进步二等奖	国务院	WPS Office 2005
2010年	国家重点新产品	国家科技部	WPS Office 2009
2011年	广东省名牌产品	广东质量技术监督局	WPS Office 中文办公软件
2012年	国家重点新产品	国家科技部	网络化中文办公服务平台
2012年	世界知识产权版权金奖	世界知识产权组织	WPS Office 办公软件
2013年	广东省最具价值版权产品	广东省版权局	WPS Office 2012
2014年	国家战略性新兴产业	国家科技部	WPS Office 2013
2015年	珠海市科学技术奖励	珠海市政府	网络化中文办公服务平台的研发及产业化项目
2015年	中国电子学会科技进步一等奖	中国电子学会	网络化中文办公服务平台及应用项目
2017年	中国国际软件博览会金奖	工业和信息化部	WPS Office 办公软件
2018年	两微一端百佳评选 APP 用户体验十佳	中国信息通信研究院	WPS Office
2019年	中国政府信息化产品技术创新奖	中国信息协会	云办公服务平台
2020年	广东省“卓粤软件产品”	广东软件行业协会	WPS Office 2019 for Linux 办公软件

资料来源：公司年报 申港证券研究所

承担的国家级、省市级科研项目，产品适配性及定制化能力高。公司承担多项国家级重大科研项目研发任务，WPS Office for Linux 目前已全面支持飞腾、龙芯、鲲鹏和兆芯等信创整机平台，并且支持统信 UOS、中标麒麟、银河麒麟和深度 OS 等主流国产操作系统。针对不同的信创体系金山亦进行了定制优化，国家党政机关和事业单位中建立了示范效应。

表9：公司参与的重大科研项目

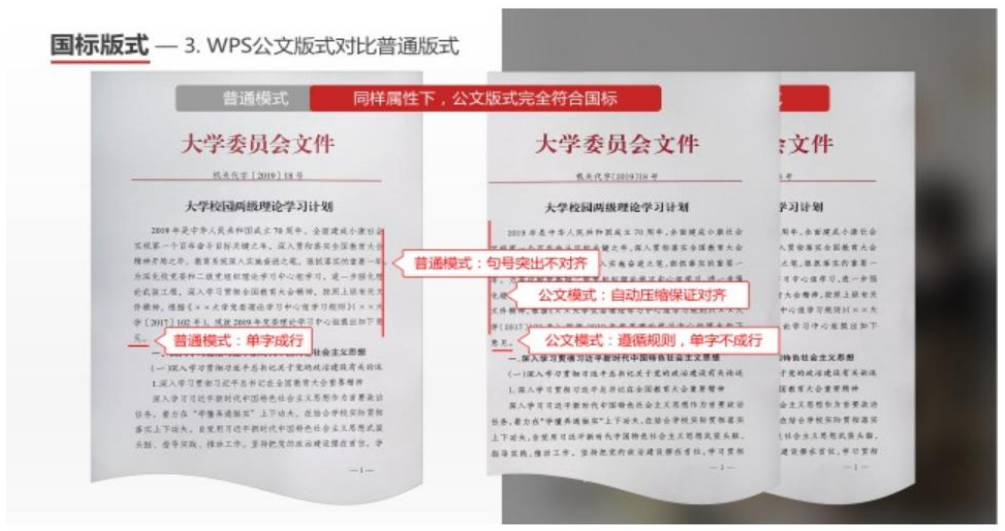
项目名称	主办单位	项目类型	项目合作形式
网络化中文办公服务平台的研发及产业化	国家工业和信息化部	核高基科技重大专项	独立承担
安全云存储及应用服务平台产业化	广东省经济和信息化委员会	现代信息服务业项目	独立承担
智能云服务与管理平台核心软件及系统	国家科学技术部	863 高技术研究发展计划	联合承担
金山 WPS 云办公服务平台建设及运营	北京市中关村管理委员会	中关村现代信息服务业项目	独立承担
金山智慧互联网+企业综合服务平台	北京市中关村管理委员会	中关村试点示范项目	独立承担
智能写作创新及产业化公共服务平台	安徽省经济和信息化委员会	人工智能产业发展项目	独立承担
面向党政办公系统的办公软件增强及优化	国家工业和信息化部	核高基科技重大专项	联合承担
面向安全可靠办公平台的办公软件增强与优化	国家工业和信息化部	核高基科技重大专项	联合承担
面向党政应用 WPS 国产办公套件研发及产业化	广东省工业和信息化厅	信息技术应用创新产业发展项目	独立承担
智能办公软件	国家工业和信息化部	融合应用软件项目	牵头承担

资料来源：公司年报 申港证券研究所

牵头国家“公文模式”标准建设，解决党政办公最大痛点。党政机关的公文写作及输出通常较为繁琐，需要在常规的文档工具内撰写完毕后，再至专用的公文机器内排版，进而导出为标准的机关公文格式。金山办公正式推出全球首个办公软件“公文模式”，以国标版式、定制工具、集成 OFD、模板导入等功能为出发点，解决党政机关用户在公文写作过程中遇到的痛点，党政机关用户可以在 WPS 一个端内完成公文撰写、排版等工作，并直接打印出符合国家公文标准的文件，从而极大地提升党政办公效率。

- ◆ “公文模式”完全符合国际标准。当前我国《党政机关公文格式》的标准为 GB/T 9704-2012，在版面、字体、标点等方面均有版式要求。与 WPS 普通模式相比，在 WPS Office 2019 for Linux 专业版内开启公文版式，各处细节中文本版式都完全符合国家标准。

图31: WPS 公文版式与普通版式的对比



资料来源: 东方财富网 欧柴网 申港证券研究所

- ◆ 内嵌标准模板，高效解决各种痛点问题。在公文模板选用过程中，用户存在距离难调整、要素难增删两大痛点，首先对公文的要素距离要求都是毫米级别，在电子文档中难以度量和调整，打印出来还需要用尺子确认精度；其次不少机关单位模板与国标的常用格式有细微差别，需要耗费大量时间进行内容增删。而 WPS 公文模式内嵌模板设计工具、内置模板、模板导入三大工具，内置 GB/T 9704-2012 公文模板，并可直接导入模板，从无到有、从始至终破解模板痛点。

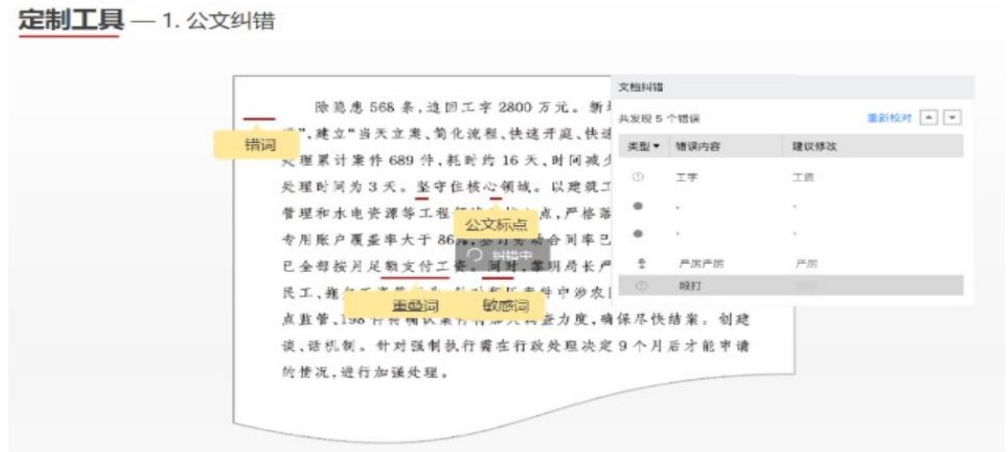
图32: 模板导入功能



资料来源: 东方财富网 欧柴网 申港证券研究所

- ◆ “公文纠错”功能帮助工作人员快速检查文本。“有错别字”——这是任何类型的 office 文档操作者都会遇到的头疼问题，对于党政机关的工作人员来说，保证公文通篇准确更是重中之重。对此 WPS 公文模式特地开发“公文纠错”工具，可精确识别文档中的错词、重叠词，甚至包括使用错误的公文标点。

图33: 公文纠错示意图



资料来源: 东方财富网 欧柴网 申港证券研究所

- ◆ 所见即所得，提高办公效率。一份在线上撰写内容完毕的公文，还需搭乘自己的“最后一班车”：打印、格式转换、输出，利用 WPS 公文版式，可以在编辑完成后直接打印出符合 GB/T 9704-2012 标准的公文，帮助党政办公极大提升效率。

图34: WPS 公文版打印效果图



资料来源: 东方财富网 欧柴网 申港证券研究所

- ◆ 输出 OFD 格式，满足工作标准要求。OFD 是国家标准版式文档格式，作为持续助力信创事业的民族办公软件，在 WPS 公文模式中，可轻松输出为 OFD 格式。

图35: 输出 OFD 格式

集成OFD — 1. 输出



资料来源：东方财富网 砍柴网 申港证券研究所

深耕信创领域，引领国产适配。截止 2021 年末，公司在研的五大重点项目中，包括“面向党政办公系统的办公软件增强及优化”、“面向安全可靠办公平台的办”、“面向党政应用的 WPS 国产办公套件研发及产业化”等项目均是针对信创领域。

表10：在研项目情况

项目名称	总规模(万元)	进展或阶段性成果	拟达到目标	具体应用前景
面向党政办公系统的办公软件增强及优化	2,197.75	已实现了多平台操作系统适配技术、在线编辑等关键技术。	定制和增强办公应用及安全功能，完成在线创作等任务开发，推动国家自主文档格式标准的应用，支持在国产软硬件平台上应用集成。	应用于国产化平台下党政机关和事业单位桌面应用和集成应用
面向安全可靠办公平台的办公软件增强与优化	1,355.30	已实现了基于国产软硬件平台应用关键技术的研究与应用	定制和增强办公应用及安全功能，完成 WPS 办公构件等任务开发，提升办公软件性能及效率；支持在国产软硬件平台上应用集成。	应用于国产化平台下党政机关和事业单位桌面应用和集成应用
智能写作创新及产业化公共服务平台	10,280.00	已完成数据采集系统、标注系统、智能写作系统、智能校对系统的研发。。	打造服务智能写作行业全生态链的大平台，整合数据资源，规范数据格式，开放第三方应用接口，推动智能写作行业相关标准制定，搭建基于人工智能的文档创作服务平台。	应用于互联网环境下的文档智能创作领域
面向党政应用的 WPS 国产办公套件研发及产业化	4,238.00	项目目前完成了国产软硬件深度适配基本技术的研究实现、产品架构设计及第一阶段功能定制开发等工作。	本项目重点研究国产软硬件平台下高质量办公与文档协同处理的产品研发及产业化，项目成果将全面适配主流国产芯片和国产操作系统等整机平台，并提供标准二次开发接口，为国家党政应用研制一套安全、可靠、跨平台的多用户模式的国产办公应用套件，构建应用推广所配套的支持服务体系。	应用于安全可靠平台下党政机关的桌面应用
智能办公软件	33,333.00	已完成了语料库的构	打造支持信创体系、拥有高度自主知	应用于全平台下党政机关

项目名称	总规模 (万元)	进展或阶段性成果	拟达到目标	具体应用前景
		建,并基本实现了知识图谱和自然语言处理平台,智能办公套件已集成了 AI 智能办公助手、文档协作、在线编辑等服务。	识产权、支持多种创新 CPU、适应多种网络环境和应用场景的智能办公套件,构建端-云两级办公应用接口体系,提升办公套件的智能应用水平和协作能力。	和企事业单位的桌面办公应用和集成办公应用

资料来源: 公司年报 申港证券研究所

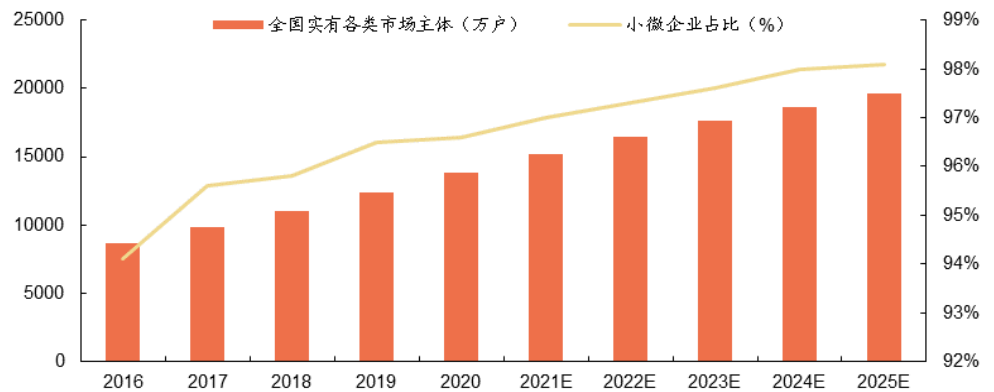
4.2 分层经营 中小微企业是最重要收入来源

公司针对不同层次的 G/B 端客户采取了不同的经营举措:

- ◆ **针对核心信创及央企、民企大型客户, 坚持“私有云部署+定制化增值服务”策略。**该类组织办公系统将以私有云为基础, 与其他业务系统相整合, 金山竞争优势明显。
- ◆ **针对中型客户, 坚持“公有云+定制化增值服务+订阅”策略。**该类别客户需要定制化、行业化的增值服务, 金山依托渠道赋能, 以云协作、云文档等行业特色功能作为核心卖点进行突破。
- ◆ **针对中小微客户, 坚持“公有云+订阅”策略。**鉴于中小微客户规模小、抗风险能力弱、价格敏感度高等特点, 对公有云具有天然的好感, 金山提供无需付费, 但满足基本办公、协作、管理需求的 WPS+企业基础版, 并且 WPS+所有付费版本购买人数最低只要求 5 人, 我们认为中小微企业会成为金山重要收入来源, 实现量价并举的高速增长。

我国中小微企业数量庞大, 是国民经济的重要支柱。自 2016 到 2020 年间, 全国实有各类市场主体从 8705.4 万户上升到 13840.7 万户, 而小微企业占比也从 94.1% 增长到 96.8%, 其中 2019 年小微企业占我国市场主体的 96.5%, 贡献 GDP 60%, 就业 80%。

图36: 2016-2025 年全国实有各类市场主体及小微企业占比

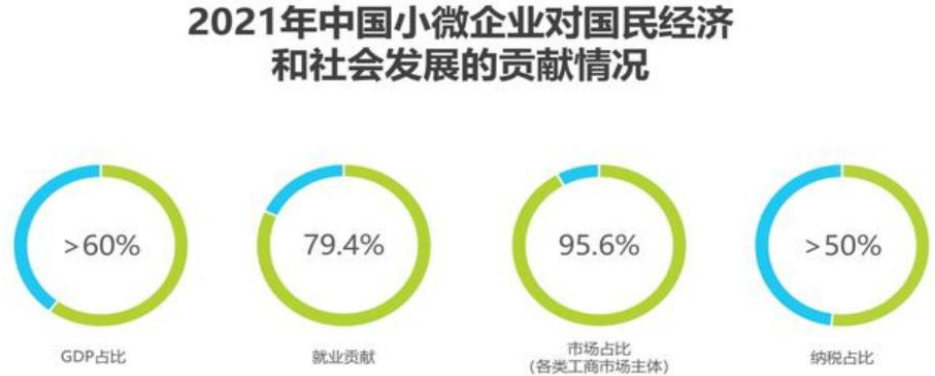


资料来源: 艾瑞咨询 申港证券研究所

小微企业在国民经济中扮演者越来越重要的职责。从小微企业对国民经济的贡献上

看，央行行长易纲 2018 年在《关于改善小微企业金融服务的几个视角》的演讲报告中曾指出，中国小微企业最终产品和服务价值占 GDP 的比例约 60%，纳税占国家税收总额的比例超过 50%，以及 70% 以上的技术创新和城镇劳动就业贡献。

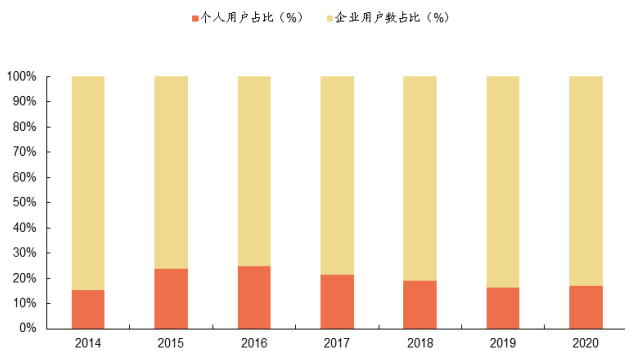
图37：2021 年中国小微企业对国民经济和社会发展的贡献情况



资料来源：艾瑞咨询 申港证券研究所

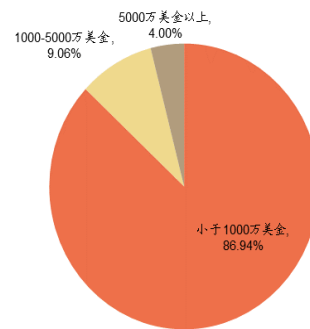
以 MS Office365 为鉴，中小微客户是有潜力的收入来源。根据微软披露的数据，2020 财年 MS Office 企业用户订阅数约 2.07 亿，占比约 83%，企业客户是订阅的主要收入来源。根据 Enlyft 的数据，MS Office 客户中，年营收少于 1 千万美元的中小微企业占比约 83.55%，B 端客户中，中小微企业客户是 MS Office 最重要的收入来源。

图38：微软个人客户和企业客户占比变化



资料来源：微软财报 申港证券研究所

图39：微软 MS Office 365 订阅企业营收结构



资料来源：界面新闻 Enlyft 申港证券研究所

金山 B 端客户占比不超过 46%，中小微市场空间巨大。根据金山招股说明书数据拆分，公司企业端收入占比最高时点为 2016 年，来自 B 端的收入比重也仅为 46%。考虑到疫情提升了中小微企业对公有云、云文档、协同办公等云化办公模式及 SAAS 收费模式的接纳度，以及国内可观的中小微存量市场，以 MS Office 为鉴，金山在中小微企业办公市场大有可为。

4.3 市场规模：远期 B 端市场规模为 743.4 亿

远期 B 端市场规模达 743.4 亿。我们根据党政军潜在需求量以及不同体量企业的数量、平均员工数、平均订阅金额、金山预期渗透率等详尽测算了完成全面云转型后远期市场规模。

- ◆ **党政军及超大型企业：**我们认为党政及大 B 端云化后以“私有云+云服务+定制化增值服务”为主，适合采用商业高级版。随着产品力提升及公司市占率的提高，产品单价可能会提高，同时考虑集采折扣、渠道折扣等因素，以 500 元的 ARPU 测算。

图40：WPS+ 套餐定价



资料来源：公司官网 申港证券研究所

- ◆ **中大型企业方面：**对组织管理、文件安全等需求要求较高，宜采用企业商业版，同超大型企业定价逻辑，以 300 元的 ARPU 测算。
- ◆ **小微企业：**小微企业对云协作、云文档降本增效作用认可度较高，宜采用商业基础班，同超大型企业测算逻辑，以 120 元的 ARPU 测算。

综合以上，我们测算得出金山 B 端远期全面迈入订阅制后的市场空间达 743.4 亿。

表11：金山 B 端远期全面订阅制转型收入规模测算

	党政军		超大型企业	大型企业	中型企业	小微企业
公务员人数 (万人)	917	数量 (万家)	0.0937	1.0068	24	1600
PC 保有量/公务员数量	90%	平均员工数量 (万人)	1.91	1.01	0.06	20.55 (人)
平均设备订阅单价 (元)	500	平均订阅单价 (元)	500	300	300	120
金山渗透率 (%)	100%	金山渗透率 (%)	80%	70%	60%	40%
党政订阅收入 (亿元)	41.26	订阅收入 (亿元)	71.58	213.54	259.20	157.82

资料来源：统计局 人社局 申港证券研究所

5. 盈利预测与估值分析：22 年目标市值 1317.6 亿元

5.1 盈利预测：订阅和授权双管齐下 营收净利双开花

5.1.1 营收：订阅业务领跑 2 年营收近 90 亿

个人办公服务订阅业务：我们预计该业务 2022-2024 年收入增速分别为 45.00%/43.00%/41.00%，预计营收分别为 21.24/30.38/42.84 亿元。

国内机构订阅及服务业务：我们预计传统软件业务 2022-2024 年收入增速分别为 25.00%/30.00%/35.00%，预计营收分别是 5.57/7.25/9.79 亿元。

国内机构授权业务：我们预计 2022-2024 年该业务收入保持稳定，2022-2024 年营收分别为 16.36/24.54/34.35 亿元。

互联网广告推广服务业务：我们预计 2022-2024 年该业务收入保持稳定，增速分别是-10.00%/-15.00%/-20.00%，2022-2024 年营收分别为 3.65/3.10/2.48 亿元。

通过以上分析，我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 46.84 亿元、65.28 亿元和 89.47 亿元，同比增长 42.79%/39.38%和/37.06%。

表12：2022-2024 年营收预测（百万）

科目	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入合计	3,280.06	4,683.72	6,528.00	8,947.16
YOY	45.07%	42.79%	39.38%	37.06%
1、个人办公服务订阅业务	1,465.30	2,124.69	3,038.30	4,284.00
YOY	44.20%	45.00%	43.00%	41.00%
2、国内机构订阅及服务业务	446.26	557.83	725.17	978.98
YOY	23.40%	25.00%	30.00%	35.00%
3、国内机构授权业务	962.45	1,636.17	2,454.25	3,435.95
YOY	107.10%	70.00%	50.00%	40.00%
4、互联网广告推广服务业务	405.60	365.04	310.28	248.23
YOY	-3.01%	-10.00%	-15.00%	-20.00%

资料来源：wind 申港证券研究所

5.1.2 毛利率：四大业务毛利率略有降低

个人办公服务订阅业务：个人办公服务订阅业务毛利率相对比较稳定，且未来由于业务扩大而需要投入更多的服务器等，所以参考 2021 年毛利，我们预计 2022-2024 年毛利率稳定为 82.00%/80.00%/80.00%。

国内机构订阅及服务业务：随着改业务的扩大，需要投入更多的服务器和其他资源，所以毛利率会略有降低，我们预计 2022-2024 年毛利率分别为 94%/92.5%/92%。

国内机构授权业务：我们预计 2022-2024 年毛利率分别 95.00%/94.50%/94.00%。

互联网广告推广服务业务：为了提高客户使用体验，公司会逐步降低广告业务，我们预计 2022-2024 年毛利率分别为 66.98%/74.95%/73.17%。

表13：2022-2024 年毛利率预测

科目	2021A	2022E	2023E	2024E
个人办公服务订阅业务	82.79%	82.00%	80.00%	80.00%
国内机构订阅及服务业务	94.87%	94.00%	92.50%	92.00%
国内机构授权业务	96.04%	95.00%	94.50%	94.00%
互联网广告推广服务业务	71.46%	66.98%	74.95%	73.17%

资料来源：wind 申港证券研究所

5.1.3 费用率：业务扩张迅速 费用率稳步提升

销售费用率：随着公司加大对 C 端客户和 B 端客户订阅服务的营销投入，会持续招募高端销售人才，同时会在各类平台进行广告投放，我们预计公司营业费用率会有提升，预计营业费用率 2022-2024 年分别为 21.50%/21.70%/21.90%。

管理费用率：因为业务快速扩张，管理费用率会持续增加，我们预计公司管理费用率 2022-2024 年分别为 10.00%/10.30%/10.50%。

研发费用率：公司会继续加大研发投入，我们预计用友的研發費用率 2022-2024 年分别为 33.00%/33.50%/34.00%。

表14：2022-2024 年费率预测

科目	2021A	2022E	2023E	2024E
销售费用率	21.19%	21.50%	21.70%	21.90%
管理费用率	9.94%	10.00%	10.30%	10.50%
研发费用率	32.98%	33.00%	33.50%	34.00%

资料来源：Wind 申港证券研究所

5.2 估值分析和投资建议

估值分析：随着公司 B 端和 C 端订阅业务的推广，会带动公司营收快速增加，毛利率和利润率显著提升，管理、研发、销售费用率会逐步下降，公司属于行业龙头企业。因此，我们给予公司 2022 年 90 倍 PE，预计 2022 年归母净利润 14.64 亿元，则对应 2022 年目标市值 1317.6 亿元。

表15：可比公司估值水平

代码	公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
002410.SZ	广联达	664.24	9.91	13.24	16.91	64.38	48.19	37.73
300454.SZ	深信服	443.04	5.06	8.25	13.21	81.56	50.03	31.24
均值						77.29	51.94	36.41
688111.SH	金山办公	912.55	14.64	19.69	26.16	62.33	46.35	34.88

资料来源：Wind 申港证券研究所

投资建议：我们给予公司 2022 年 90 倍 PE，目标市值 1317.6 亿元，对应目标价 285.75 元，首次覆盖给予“买入”评级。

6. 风险提示

经济超预期下行风险、政策调整影响大型国企客户信创进度、产品研发迭代不及时影响项目交付、市场风险。

表16: 公司盈利预测表

利润表	单位:百万元					资产负债表	单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2261	3280	4684	6528	8947	流动资产合计	8088	8694	9575	12101	14779
营业成本	278	429	618	875	1208	货币资金	1004	1254	1873	4099	6384
营业税金及附加	23	35	47	65	89	应收账款	398	412	642	894	1226
营业费用	483	695	1007	1417	1959	其他应收款	41	36	52	72	98
管理费用	213	326	468	672	939	预付款项	8	26	31	44	60
研发费用	711	1082	1546	2187	3042	存货	1	2	3	5	6
财务费用	-9	-17	-23	-33	-45	其他流动资产	8	17	23	33	45
资产减值损失	0	0	0	0	0	非流动资产合计	423	1732	3388	5032	6716
公允价值变动收益	118	-1	0	0	0	长期股权投资	36	123	123	123	123
投资净收益	144	205	293	409	560	固定资产	62	88	240	247	259
营业利润	935	1121	1578	2120	2817	无形资产	0	0	0	0	0
营业外收入	1	4	4	4	4	商誉	185	185	185	185	185
营业外支出	0	6	6	6	6	其他非流动资产	21	1041	1405	1958	2684
利润总额	936	1119	1575	2118	2814	资产总计	8512	10426	12963	17133	21495
所得税	49	50	71	95	127	流动负债合计	1438	2268	949	1307	1731
净利润	887	1069	1504	2023	2687	短期借款	0	0	0	0	0
少数股东损益	8	28	40	53	71	应付账款	140	212	305	431	596
归属母公司净利润	878	1041	1464	1969	2616	预收款项	0	0	0	0	0
EBITDA	1021	1266	1900	2857	3876	一年内到期的非流动负债	0	40	20	30	25
EPS (元)	1.90	2.26	3.18	4.27	5.68	非流动负债合计	183	378	190	233	291
主要财务比率						长期借款	0	0	-3	-6	-9
2020A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	应付债券	0	0	0	0	0
成长能力						负债合计	1621	2645	1139	1540	2021
营业收入增长	43.14%	45.07%	42.79%	39.38%	37.06%	少数股东权益	36	61	101	154	225
营业利润增长	132.88%	19.88%	40.70%	34.40%	32.83%	实收资本(或股本)	461	461	461	461	461
归属于母公司净利润增长	119.22%	18.57%	40.64%	34.46%	32.87%	资本公积	4642	4748	1233	2978	4172
获利能力						未分配利润	1681	2408	3823	5726	8254
毛利率(%)	87.70%	86.91%	86.80%	86.60%	86.50%	归属母公司股东权益合计	6855	7720	6223	9938	13748
净利率(%)	39.21%	32.59%	32.12%	30.98%	30.04%	负债和所有者权益	8512	10426	7462	11632	15995
总资产净利润(%)	10.32%	9.99%	11.30%	11.49%	12.17%	现金流量表					
ROE(%)	12.81%	13.49%	23.53%	19.81%	19.03%	2020A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
偿债能力						经营活动现金流	1514	1864	1	2434	3268
资产负债率(%)	19%	25%	15%	13%	13%	净利润	887	1069	1504	2023	2687
流动比率	5.63	3.83	10.09	9.26	8.54	折旧摊销	45	64	346	769	1104
速动比率	5.62	3.83	10.09	9.25	8.54	财务费用	-9	-17	-23	-33	-45
营运能力						应付帐款减少	-53	-13	-230	-253	-331
总资产周转率	0.29	0.35	0.52	0.68	0.65	预收帐款增加	-438	0	0	0	0
应收账款周转率	6	8	9	9	8	投资活动现金流	-1116	-1364	-1701	-1994	-2214
应付账款周转率	22.54	18.61	18.12	17.73	17.42	公允价值变动收益	118	-1	0	0	0
每股指标(元)						长期股权投资减少	-14	-87	0	0	0
每股收益(最新摊薄)	1.90	2.26	3.18	4.27	5.68	投资收益	144	205	293	409	560
每股净现金流(最新摊薄)	0.56	0.55	1.34	4.83	4.96	筹资活动现金流	-141	-247	2320	1785	1231
每股净资产(最新摊薄)	14.87	16.75	13.50	21.56	29.82	应付债券增加	0	0	0	0	0
估值比率						长期借款增加	0	0	-3	-3	-3
P/E	117.89	99.17	70.52	52.44	39.47	普通股增加	0	0	0	0	0
P/B	15.06	13.38	16.59	10.39	7.51	资本公积增加	54	106	-3515	1746	1194
EV/EBITDA	100.18	80.58	53.37	34.72	25.00	现金净增加额	257	253	620	2226	2285

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

研究助理简介

时炯，哈尔滨工业大学工学硕士，五年产业工作经验。曾先后就职于华为和腾讯，主要负责项目方案设计和上下游生态合作（供应商）管理，对计算机行业产业链上下游有着深入研究和见解。2021年12月加入申港证券，任计算机行业研究员。

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独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本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。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上