

公司深度

金山办公 (688111.SH)

计算机 | 软件开发

国产办公软件领军者，受益 AIGC 开启新纪元

金山办公深度报告

2024年03月22日

评级 买入

评级变动 维持

交易数据

|            |               |
|------------|---------------|
| 当前价格(元)    | 329.74        |
| 52周价格区间(元) | 209.86-517.00 |
| 总市值(百万)    | 152279.70     |
| 流通市值(百万)   | 152279.70     |
| 总股本(万股)    | 46181.80      |
| 流通股(万股)    | 46181.80      |

涨跌幅比较



| %    | 1M    | 3M    | 12M    |
|------|-------|-------|--------|
| 金山办公 | 35.11 | 5.25  | -2.61  |
| 软件开发 | 17.47 | -7.17 | -25.83 |

何晨

执业证书编号:S0530513080001  
hechen@hncasing.com

黄奕景

huangyjing@hncasing.com

分析师

研究助理

相关报告

- 1 订阅业务增速稳健，WPS AI 商业化落地可期  
2023-10-27
- 2 公司深度\*金山办公 (688111.SH) 公司深度：  
多层次用户生态体系，授权和订阅业务同步发展  
2020-11-24

| 预测指标      | 2022A  | 2023A  | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 主营收入(亿元)  | 38.85  | 45.56  | 58.75 | 75.93 | 98.02 |
| 归母净利润(亿元) | 11.18  | 13.18  | 16.42 | 21.25 | 27.79 |
| 每股收益(元)   | 2.42   | 2.85   | 3.55  | 4.60  | 6.02  |
| 每股净资产(元)  | 18.89  | 21.54  | 24.37 | 28.04 | 32.83 |
| P/E       | 136.26 | 115.56 | 92.75 | 71.67 | 54.79 |
| P/B       | 17.45  | 15.31  | 13.53 | 11.76 | 10.04 |

资料来源: iFinD, 财信证券

投资要点:

- **公司是国产办公软件领军者:** 面向 C 端用户, 公司主要提供 WPS Office 客户端、金山文档以及相关个人增值服务所组成的金山办公能力产品矩阵, 通过个人订阅模式开展业务; 面向 B 端用户, 公司的主要产品为 WPS 365, 通过机构订阅与机构授权模式开展业务。2023 全年公司实现营业收入 45.56 亿元, 同比增加 17.27%, 2017-2023 年 CAGR 达到 34.98%; 实现归母净利润 13.18 亿元, 同比增长 17.92%, 2017-2023 年 CAGR 达到 35.35%; 毛利率为 85.30%, 同比增长 0.30pct, 净利率为 28.85%, 同比下滑 0.26pct。
- **WPS Office VS MS Office:** 办公软件行业技术门槛较高, 仅有少数产品参与竞争, 核心竞争产品为微软的 MS Office 系列。纵观微软的 MS Office 系列的发家史, 依靠捆绑 Windows 抢占大半市场份额。此后 MS Office 占据国内市场主导地位, 用户使用习惯逐渐养成, 转换成本较高。WPS Office 通过差异化竞争手段抢占市场, 对比微软, WPS 具备更丰富的个性化功能和增值服务、更优秀的移动端体验和本土优化、更好的云办公体验和更灵活的定价策略。
- **个人订阅:** 从用户数量、付费率和 ARPPU 值三个维度来看个人订阅业务未来空间 (考虑到付费办公需求主要集中在 PC 端, 假定付费用户均来自于 PC 端, 在此主要讨论 PC 端情况): **1) 用户数量:** 截至 2023 年末, WPS Office PC 版月度活跃设备数为 2.65 亿, 同比增长 9.50%。未来线上办公用户规模和 WPS 用户覆盖率都有一定上行空间, 预计 24-26 年 PC 端用户规模年均增长 9%/8%/7% 达到 2.89/3.12/3.34 亿人, 远期能够达到 4 亿人 (6 亿线上办公用户 × 70% WPS PC 端用户覆盖率)。**2) 付费率:** 截至 2023 年末, WPS PC 端付费率达到 13.14%, 对标产品 MS Office 达到了 25% 左右的 PC 端付费率, PC 端付费率还有较大的提升空间, 预计 24-26 年 PC 端付费率达到 13.39%, 同比增加 1.01pct。**3) ARPPU 值 (每付费用户平均收入):** 截至 2023 年末公司 ARPPU 值达到 74.76 元, 同比增长 9.29% (6.35 元)。公司在 2023 年 4 月发布全新的会员体系, 一年期价格从原会员体系的 89/89/189 元

提升至新会员体系的 148/248 元左右，进一步打开了付费空间。考虑到目前超级会员包年付费价格在 140 元左右以及公司提价周期在 5 年左右，预计 24-26 年 ARPPU 值达到 85/95/105 元，远期能够达到 150 元以上。综合以上考虑，**预计 24-26 年公司个人订阅收入达到 34.76/44.84/57.39 亿元，增速为 31%/29%/28%，远期市场空间可达百亿级别（4 亿 PC 端用户数×20%付费率×150 元 ARPPU 值）。**由于 WPS AI 商业模式暂未明确，市场空间测算暂未考虑 WPS AI 影响。

- **机构授权：**近两年党政信创已经基本推进到区县乡级别，推进节奏有所放缓，但不影响最终目标，2025 与 2027 年或为党政信创的关键收官节点，相关需求有望在今后两到三年内集中释放。同时软件正版化也是大势所趋，为公司业绩提供有力支撑。**根据我们测算，每年常态化党政信创办公软件采购的市场空间或在十亿级别。**
- **机构订阅：**一是面向国央企的行业信创需求，二是面向中小企业的数字办公需求。**机构客户数量**方面主要有三大增长动力：1) 金融、电信等行业牵头行业信创，近两年将加速向石油、烟草等行业扩散。2) 企事业单位数字化程度仍然较低，绝大部分的中小企业还停留在数字化转型的初步探索阶段，数字办公与协同办公需求长期旺盛。3) 考虑到未来党政客户的数字化办公与增值服务需求将会进一步增强，授权转订阅也是长期趋势。**订阅价格能否增长的关键取决于客户是否愿意采购更多的数字办公增值服务，随着服务种类的增加，机构客户客单价显著上升。未来企业对于除基础办公软件之外的数字办公增值服务需求或将会逐渐加大，公司 WPS 365 已基本覆盖了常见的数字办公增值服务，有望支撑机构订阅价格保持上升趋势。根据测算，央国企行业信创的机构订阅潜在市场空间在 60 亿元/年以上，若加上民企市场则将达到百亿级别。**
- **WPS AI：**23 年 11 月，WPS AI 正式公测，核心功能包括文字/智能文档、表格/智能表格、PPT 演示组件等方面的 AI 能力。与国际主流产品 Office Copilot 相比，WPS AI 基本做到了功能类型全覆盖，功能易用性持平的水平，在 Excel 公式撰写等功能上达到领先水平。**公司计划于 2024 年一季度内正式启动 WPS AI 商业化进程，这有望为公司旗下 C 端和 B 端的各类产品带来量与价上的显著提升。**
- **盈利预测和估值：**金山办公作为国产办公软件龙头，拥有核心竞争优势，个人与机构订阅市场空间辽阔，并且办公场景与 AI 产品天生契合，WPS AI 有望为公司产品带来体验与价值上的飞跃。我们预计公司 2024-2026 实现营业收入 58.75/75.93/98.02 亿元，同比增长 28.94%/29.25%/29.10%；归母净利润 16.42/21.25/27.79 亿元，同比增长 24.59%/29.43%/30.80%；对应当前价格的 PS 为 27/21/16 倍。参考 AI 产业链核心可比公司估值水平，给予公司 2024 年 30-32 倍 PS，对应合理市值区间 1762-1880 亿元。维持“买入”评级。
- **风险提示：**公司产品功能及体验不及预期风险；办公软件行业竞争加剧风险；信创节奏不及预期风险；AI 产品商业化落地进程不确定风险；AI 大模型技术研发迭代不确定风险。

## 内容目录

|  |           |
|--|-----------|
| <b>1 金山办公：国产办公软件领军者，受益 AIGC 开启新纪元</b>    | <b>5</b>  |
| 1.1 基本情况：深度转型云办公，积极探索 AIGC 应用            | 5         |
| 1.2 核心产品：WPS Office、金山文档和数字办公平台          | 6         |
| 1.3 业务模式：个人、机构订阅和机构授权业务                  | 8         |
| 1.4 财务分析：个人&机构订阅业务保持强劲增速                 | 9         |
| <b>2 C 端：付费率天花板远未达到，新会员打开付费空间</b>        | <b>12</b> |
| 2.1 基本情况：营收占比达 50% 以上                    | 12        |
| 2.2 行业现状与竞争优势：WPS Office VS MS Office    | 13        |
| 2.3 未来展望与空间测算：远期市场空间可达百亿级别               | 16        |
| 2.3.1 用户数量：远期空间在 4 亿人左右                  | 17        |
| 2.3.2 付费率：对标微软，远期空间在 20% 以上              | 19        |
| 2.3.3 ARPPU 值：全新会员体系打开付费空间               | 21        |
| <b>3 B 端：授权业务复苏有望，机构订阅市场空间辽阔</b>         | <b>23</b> |
| 3.1 机构授权                                 | 23        |
| 3.1.1 基本情况：受信创节奏影响明显                     | 23        |
| 3.1.2 行业现状与竞争优势：省市级党政信创基本推进到位，公司信创技术积累深厚 | 25        |
| 3.1.3 未来展望与空间测算：信创节奏放缓不改最终节点，软件正版化趋势不变   | 27        |
| 3.2 机构订阅                                 | 29        |
| 3.2.1 基本情况：业绩高速增长，发布全新 WPS 365           | 29        |
| 3.2.2 行业现状与竞争优势：协同办公发展依旧强劲，公司实现细分领域全覆盖   | 31        |
| 3.2.3 未来展望与空间测算：行业信创与数字办公需求长期旺盛，订阅价格支撑强韧 | 32        |
| <b>4 WPS AI：商业化进程可期</b>                  | <b>35</b> |
| <b>5 盈利预测与估值</b>                         | <b>36</b> |
| <b>6 风险提示</b>                            | <b>37</b> |

## 图表目录

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 图 1：公司发展历程                        | 5  |
| 图 2：金山办公股权结构图（截至 2024-01-31）      | 6  |
| 图 3：金山办公能力产品矩阵                    | 7  |
| 图 4：WPS 365 示意图                   | 8  |
| 图 5：个人订阅业务会员体系                    | 8  |
| 图 6：机构订阅业务会员体系                    | 9  |
| 图 7：2017-2023 年公司营收及增速            | 10 |
| 图 8：2017-2023 年公司归母净利润及增速         | 10 |
| 图 9：2021-2023 年公司细分业务收入及增速        | 10 |
| 图 10：2017-2023 年公司细分业务收入占比        | 11 |
| 图 11：2017-2023 年公司合同负债与其他非流动负债    | 11 |
| 图 12：2021-2023 年公司整体和细分业务毛利率      | 12 |
| 图 13：2017-2023 年公司净利率             | 12 |
| 图 14：2017-2023 年公司销售&管理&研发&财务费用率  | 12 |
| 图 15：2020-2023 年公司个人订阅业务收入        | 13 |
| 图 16：WPS Office 个性化功能对比 MS Office | 14 |

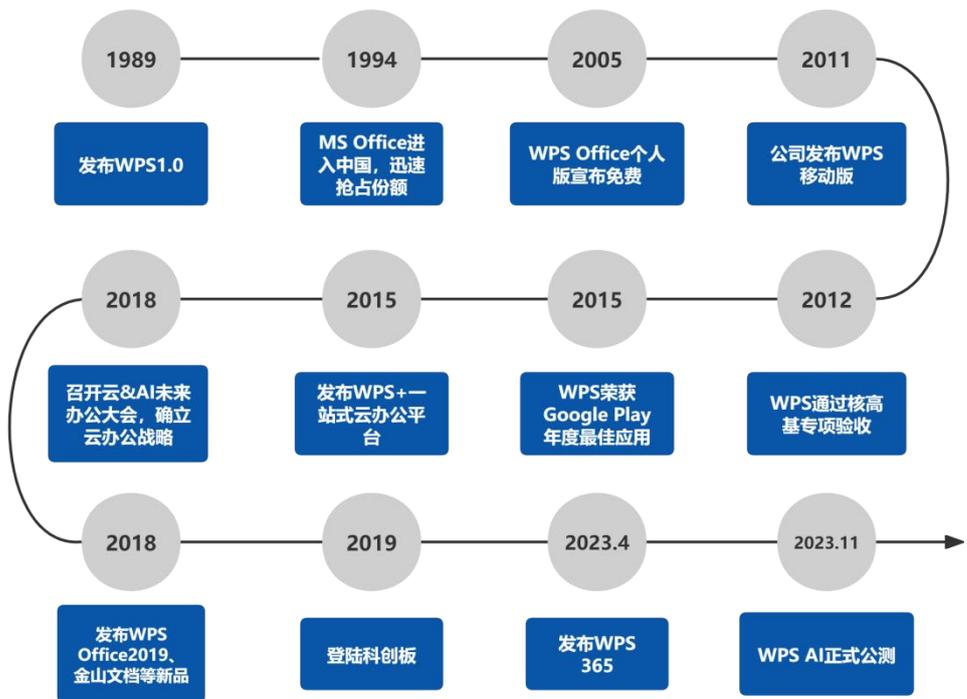
|   |    |
|---|----|
| 图 17: WPS 客户端应用市场 .....                     | 15 |
| 图 18: 金山办公主要产品月度活跃设备数 .....                 | 17 |
| 图 19: WPS Office PC 端月活用户情况 .....           | 18 |
| 图 20: WPS Office 移动端月活用户情况 .....            | 18 |
| 图 21: 2020-2023 年中国网民规模与互联网普及率情况 .....      | 18 |
| 图 22: 2020-2023 年中国线上办公用户规模 .....           | 18 |
| 图 23: 2020-2023 年 WPS PC 端覆盖率 (年末数据) .....  | 19 |
| 图 24: 2017-2023 年公司累计年度付费个人会员数 .....        | 19 |
| 图 25: 2019-2023 年公司 PC 端付费率 .....           | 20 |
| 图 26: FY19Q3-FY24Q1 MS Office 消费版订阅数 .....  | 20 |
| 图 27: FY19Q3-FY24Q1 MS Office 商业版席位估算 ..... | 21 |
| 图 28: 2020-2023 年公司主要产品 ARPPU 值 .....       | 21 |
| 图 29: WPS 新老会员体系权益对比 .....                  | 23 |
| 图 30: 2020-2023 年公司机构授权业务收入 .....           | 24 |
| 图 31: WPS Office 在售授权版本产品 (不完全统计) .....     | 24 |
| 图 32: 2021-2027 年中国信创市场规模 .....             | 25 |
| 图 33: 党政信创进度梳理 .....                        | 26 |
| 图 34: 国资委信创 79 号文内容 .....                   | 27 |
| 图 35: 2020-2023 年公司机构订阅业务收入 .....           | 29 |
| 图 36: WPS 365 产品矩阵 .....                    | 30 |
| 图 37: WPS 教育版功能及价格 .....                    | 31 |
| 图 38: 2017-2025 年中国协同办公市场规模 .....           | 31 |
| 图 39: 协同办公行业产业图谱 .....                      | 32 |
| 图 40: WPS 365 企业应用排行榜 .....                 | 32 |
| 图 41: 行业信创发展进程 .....                        | 33 |
| 图 42: 大中小企业数字化转型水平对比 .....                  | 33 |
| 图 43: WPS 365 (SaaS) 不同版本对应功能与价格 .....      | 34 |
| 图 44: WPS AI 携三大核心功能正式发布 .....              | 35 |
| 图 45: Office Excel 中的 AI 功能 .....           | 36 |
| 图 46: Office PPT 中的 AI 功能 .....             | 36 |
| <br>  |    |
| 表 1: MS Office 发展历程 .....                   | 13 |
| 表 2: WPS Office 价格对比 MS Office .....        | 16 |
| 表 3: WPS 新老会员体系价格对比 .....                   | 22 |
| 表 4: 公司信创相关科研项目情况 .....                     | 26 |
| 表 5: 软件正版化政策梳理 .....                        | 27 |
| 表 6: 机构授权市场空间测算 .....                       | 29 |
| 表 7: 机构订阅市场空间测算 .....                       | 34 |
| 表 8: WPS AI 目前开放功能汇总 .....                  | 35 |
| 表 9: 可比公司估值表 .....                          | 37 |

# 1 金山办公：国产办公软件领军者，受益 AIGC 开启新纪元

## 1.1 基本情况：深度转型云办公，积极探索 AIGC 应用

深度转型云办公赛道，积极探索 AIGC 赋能产品升级。公司是国内领先的办公软件和服务提供商，主要从事 WPS Office、金山文档等为代表的办公产品的设计研发及销售推广。公司的发展历程可以分为三个阶段：1) **WPS 创立阶段**：在此阶段公司主要发力于 WPS Office 客户端，但与 MS Office 的竞争结果并不理想。1989 年，公司创始人求伯君发布 WPS1.0 版本。1994 年，MS office 进入中国市场，迅速抢占国内办公软件市场。2005 年，WPS Office 个人版宣布免费。2) **借助移动端实现跨越式发展**：彼时移动互联网发展迅速，在竞争对手移动端发展滞后之时，公司重点针对移动办公市场进行布局，在国内移动办公市场实现弯道超车。2011 年，公司发布 WPS 移动版，产品实现多端协同。2012 年，WPS 通过核高基重大专项验收。2015 年，WPS Office 荣获 Google Play“2015 年度最佳应用”。3) **深度转型云办公赛道**：2015 年，公司发布 WPS+一站式云办公平台。2018 年，公司召开云&AI 未来办公大会，提出了“云、多屏、内容、AI”的未来办公四件套，同时发布 WPS Office 2019、金山文档等新作品。2019 年，顺利登陆科创板。2023 年 4 月，发布全新品牌 WPS 365，打造数字办公全家桶。4) **开启 AIGC 新纪元**：以 ChatGPT 为代表的 AIGC 席卷全球，公司大力投入并积极探索 AIGC 应用赋能全线产品。2023 年 5 月，公司正式展示 WPS AI 各项智能办公能力并开启用户体验。2023 年 11 月，WPS AI 正式开启公测。

图 1：公司发展历程

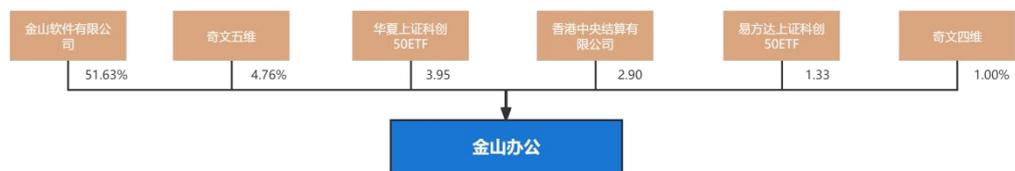


资料来源：公司官网，财信证券

雷军为公司实控人，管理层均具备深厚行业背景。公司股权结构稳定，为港股上市

公司金山软件（3888.HK）分拆上市而来，金山软件通过持股平台间接持有公司 51.63% 的股权，雷军间接持有公司 13.88% 的股权，为公司实际控制人；其中奇文 N 维为公司管理层与员工持股平台。公司管理团队及研发人员均具有丰富的办公软件开发和项目实施（大部分骨干工龄都在 5 年以上）工作经验，人才优势明显。董事长邹涛 1998 年就职于金山软件，先后在金山词霸、西山居游戏、金山网游、金山办公等业务线担任负责人及高管；董事及名誉董事长雷军于 1992 年起受聘于金山软件，对于发展及扩展金山软件的业务运营方面承担重要角色，现为金山软件实控人；总经理章庆元 2000 年起就职于金山软件，多年来从程序员晋升到项目经理，后来晋升为技术总监，此前任职金山办公软件副总裁兼 CTO，全面负责 WPS 产品研发与运营工作。

图 2：金山办公股权结构图（截至 2024-01-31）



资料来源：ifind，财信证券

## 1.2 核心产品：WPS Office、金山文档和数字办公平台

面向 C 端用户，公司主要提供 WPS Office 客户端、金山文档以及相关个人增值服务所组成的金山办公能力产品矩阵。

**WPS Office 客户端**是公司的核心产品，主要为用户提供文字处理、PPT 制作、Excel 数据分析等在内的基本办公功能。产品分为桌面版（Windows 版本、Mac 版本、Linux 版本）和移动版（Android 版本、iOS 版本），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。

**金山文档**是一款支持多人实时在线查看和编辑 Office 文件的在线文档。金山文档基于 HTML5 技术，在 Windows/MacOS/Linux 与 Android/iOS/iPadOS 平台上，通过浏览器、微信小程序、QQ 小程序等多种途径支持在线文档格式的、轻量化的协同创作和分享场景，帮助用户在不同平台上，尤其是协作参与者跨越桌面和移动平台的情况下，获得更专注于内容创作和表达、降低文档样式调整时间成本的办公体验；同时，依托于金山办公自研的 Office 内核引擎服务化，实现了与 WPS Office 客户端产品族的完美兼容和无缝整合。对于 Office 文档，用户可以选择用金山文档在线高效协作，也可以选择用 WPS Office 客户端深度编辑，在两个不同偏向的需求之间灵活切换。该产品支持独立设置不同协作成员的查看或编辑权限，文档数据安全可靠、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。

个人增值服务是针对个人用户的办公场景，结合用户的不同需求，所研发的一系列办公应用增值服务，包括云盘空间、思维导图、PDF类功能、图片类功能、表格类功能、模板库、素材库、文档恢复等。

图 3：金山办公能力产品矩阵

| 产品组件   | 功能   | 产品组件   | 功能  | 产品组件   | 功能   |
|--|--|--|---|--|--|
|  文字     | WPS文字是一款文字处理软件，支持DOC/DOCX文档的查看和编辑内置多种专业文字处理功能。   |  金山协作   | 金山协作是互联网时代的企业专属工作平台，是专注于企业工作和内外部交流协同的专业平台。功能涵盖文档协作、即时通信、应用中心和组织管理等。可以帮助企业安全高效地实现信息系统升级，促进企业组织提质、增效、快速实现数字化转型。 |  云盘       | 云盘是专注于办公场景的云端工作盘，用户可将工作文件放入云盘内，即可从其他设备随时访问。云盘支持历史版本功能，可有效防止文件内容丢失。并具备简单易用的文档管理功能。        |
|  表格     | WPS表格是一款数据分析软件，支持XLS/XLSX文档的查看和编辑，兼容Excel加密算法，提供多种函数和图表样式。                               |  金山会议   | 金山会议是一款高品质、可信赖的在线协作会议软件。支持多设备同时入会、文档同步演示和多人编辑协作，多级会议管控机制。   |  金山文档     | 是一款可多人实时协作编辑的在线文档，修改后自动保存，告别反复传文件。支持设置不同成员查看编辑权限，文件安全可控。轻松完成团队协作、资料共享、项目管理、信息统计、在线会议等任务。 |
|  演示     | WPS演示是一款演示播放软件，支持PPT/PPTX文档的查看和编辑，支持SmartArt和多种对象动画。                                     |  金山日历   | 金山日历是一款高效的协作日程/日历管理工具，用户可通过创建、分享日程，快速规划个人与组织的时间安排。支持多人、多应用、多平台、多设备上同步共享和管理日程/日历。                              |  管理后台     | 管理后台是为组织管理者提供各办公业务全局管理的后台系统，涵盖使用情况、组织架构、资源管理、审批控制、应用配置与功能管理、角色管理等模块。                     |
|  PDF    | PDF编辑是一款集成PDF阅读和编辑的软件，提供PDF转换和PDF解析双重引擎。   |  金山待办   | 金山待办是一款个人和团队的待办事项管理应用，支持给他人分配待办事项，可按团队管理分组待办，支持分组、提醒和多人共享功能，可同步至金山日历的视图中展示。                                   |  安全文档     | 安全文档可实现对文档内容的原生加密防护，可按用户/团队进行精准授权，严格控制文档的流转范围，避免敏感数据外泄。                                  |
|  OFD  | OFD编辑是开放版式文档，是我国国家版式文档格式标准。提供电子档案的成文存储、签章、交换、校验、批注阅读、归档等技术。                              |  金山表单 | 金山表单是一款便捷、高效的在线信息收集工具，丰富的题型和模板可满足多种收集场景，自动生成多样化的汇总结果。支持图表显示和在线表格实时写入功能。                                       |  商密应用   | 商密应用可按照密级标准对文档进行标密，结合高密低流限制，实现文档的分级保护。   |
|  流程图  | 流程图是一款专业的作图工具，支持多人实时在线协作，可用于原型图、UML、BPMN、网络拓扑图等多种图形绘制。                                   |  黑马校对 | 黑马校对是国内领先的中文智能校对软件，拥有超大规模词库和重点词监控等先进的校对计算技术。内嵌79个专业词库、8000万条专业词汇、近800万条错误核心库，校对效率及准确率国内领先                     |  文档溯源   | 文档溯源通过字体绘制技术实现用户信息的隐写，在敏感数据外泄后，可提供溯源能力，有效保障文档数据的可追踪性。                                    |
|  思维导图 | 思维导图是一款支持多人在线协作的效率工具。支持Markdown，插入LaTeX数学公式。一键转化为大纲、思维导图、Word、PPT、Excel等功能，帮用户建立清晰的思维体系。 |  轻维表  | 轻维表是一款新形态数据表产品。解决了传统电子表格在协作场景下收集数据格式不统一且变更随意，不同协作者登记、查阅和维护的视图混杂难聚焦等问题。  |  金山知识管理 | 金山知识管理是为组织构建的多重知识空间，空间功能结构灵活，应用中心组件添加自由，应用权限独立管理。  |

资料来源：公司公告，财信证券

面向 B 端用户，公司的主要产品为 WPS 365。WPS 365 是金山办公面向政府、企业等组织级用户推出的办公新质生产力平台，提供内容创作、办公协作、开放生态及数字资产管理等能力，为组织提供全方位的数字化办公支撑。WPS 365 既包含 WPS Office 套装、云盘、在线文档、轻维表、表单、脑图等内容创作工具，也包含企业 IM、音视频会议等协作软件。WPS 365 可满足组织安全管控和开放集成的需求，通过开放接口赋能客户自有业务系统，进一步实现智能办公。

图 4：WPS 365 示意图



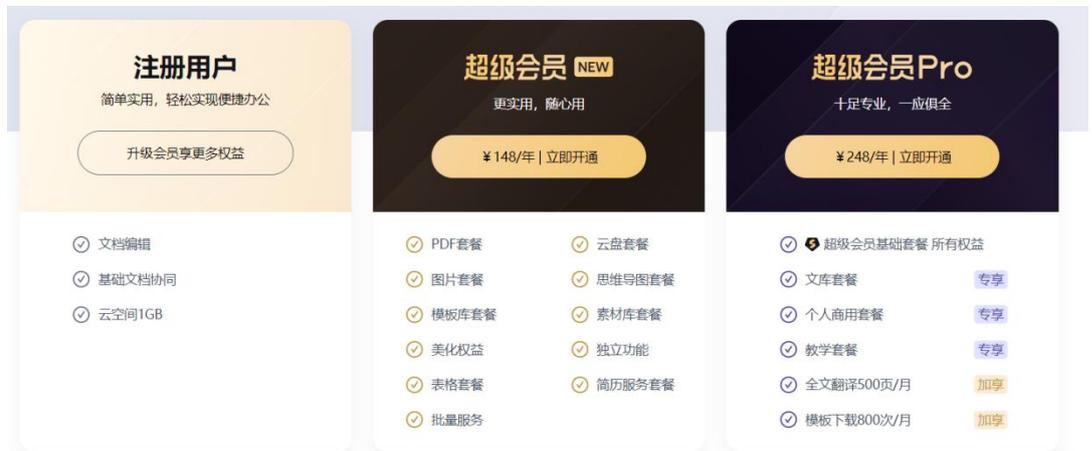
资料来源：公司财报，财信证券

### 1.3 业务模式：个人、机构订阅和机构授权业务

**个人订阅业务：**个人用户可通过下载 WPS Office 等公司办公软件产品或通过在线应用免费体验基础办公功能，并可借由邮箱、QQ、微信、手机号等多种方式注册 WPS 账号，在登录后使用更多的免费在线功能及服务。

用户可以选择付费订阅成为会员，享受大量增值服务。目前会员体系分为 WPS 超级会员和 WPS 超级会员 Pro 两类。WPS 超级会员的权益与原超级会员权益基本一致，同时享有功能权益、资源权益，云空间 365G；WPS 超级会员 Pro 是在 WPS 超级会员的基础上再额外增加了专项权益。如云空间总量从 365G 扩大至 1T，新增了教学权益包和个人商用权益包，全文翻译页数从每月 100 页扩增至每月 500 页。

图 5：个人订阅业务会员体系



资料来源：公司官网，财信证券

**机构订阅业务：**公司可为不同规模的组织级客户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，公司授予此类客户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的权利；公司依合同约定收取对应的软件授权或服务费用；合同期内，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。

图 6：机构订阅业务会员体系



资料来源：公司官网，财信证券

**机构授权业务：**在国内机构授权业务模式下，公司可授予部分组织级客户（大多为党政机关、央国企和事业单位）某一版本产品的一定数量的使用权，该使用权通常包括永久授权和随机授权两种。

**互联网广告推广服务：**对于免费用户，公司采用“免费+广告”的盈利模式。公司借助庞大用户群体，凭借良好的品牌价值，成为广告客户推广其产品的重要平台。互联网广告推广是指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，通过启动客户端产品以及软件使用时的启动封面、开屏页等方式推广客户的服务与产品。广告根据不同位置、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。（2023年12月20日起，WPS公告表示WPS Office国内个人版将正式关闭第三方商业广告）

#### 1.4 财务分析：个人&机构订阅业务保持强劲增速

受授权业务节奏放缓与广告业务收缩影响，近两年公司营收与利润增速有所下降。2023全年公司实现营业收入45.56亿元，同比增加17.27%，2017-2023年CAGR达到34.98%；实现归母净利润13.18亿元，同比增长17.92%，2017-2023年CAGR达到35.35%。

图 7：2017-2023 年公司营收及增速



图 8：2017-2023 年公司归母净利润及增速

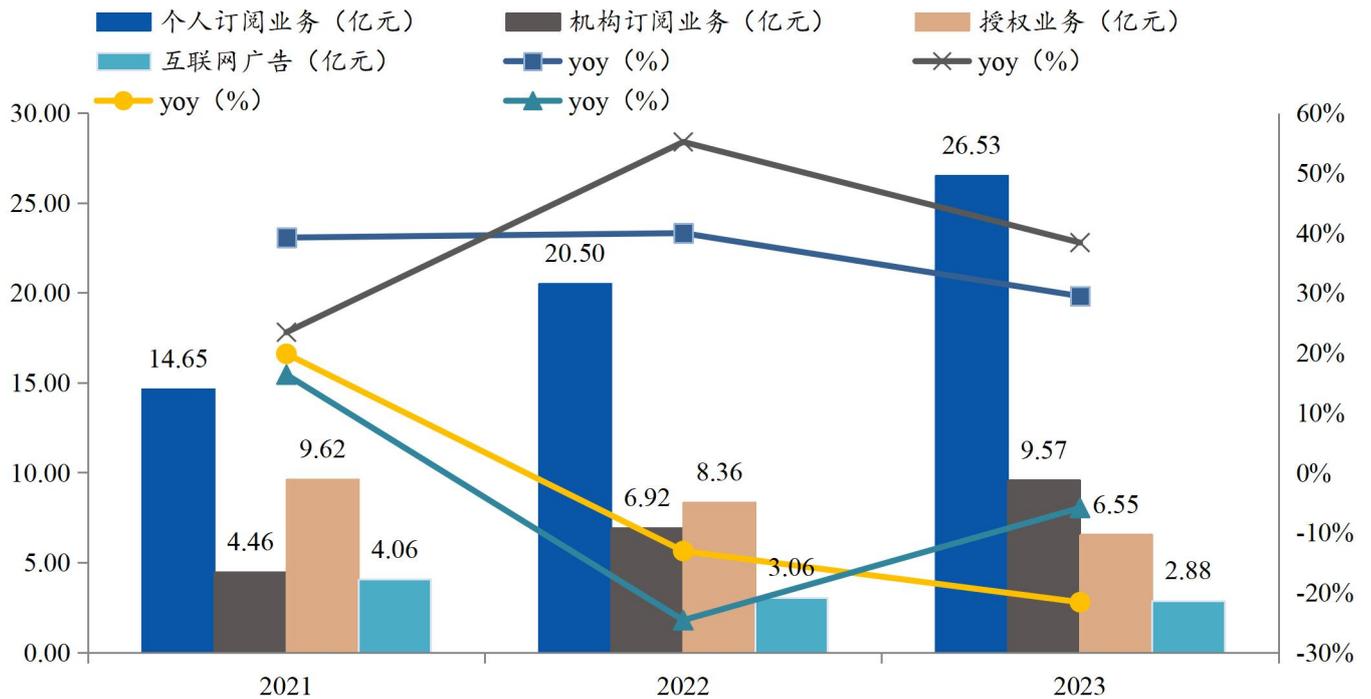


资料来源：公司财报，财信证券

资料来源：公司财报，财信证券

双订阅业务收入继续保持强劲增速，授权业务与互联网广告业务收入增速持续放缓。2023 年全年公司实现个人订阅业务收入 26.53 亿元，同比增加 29.42%；实现机构订阅业务收入 9.57 亿元，同比增长 38.36%；实现授权业务收入 6.55 亿元，同比减少 21.63%；实现互联网广告及其他业务收入 2.88 亿元，同比减少 5.91%。

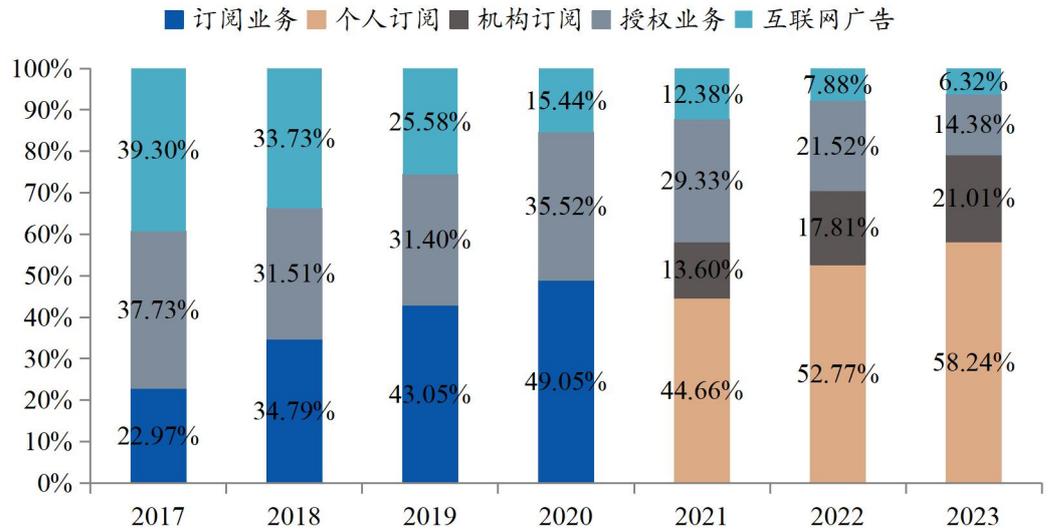
图 9：2021-2023 年公司细分业务收入及增速



资料来源：公司财报，公司业绩说明会，财信证券

个人+机构订阅业务占比逐年攀升，订阅制转型效果显著。随着公司持续推行个人+机构双订阅制，2016-2023 年订阅（个人+机构）业务收入占营收比例由 23.0% 大幅提升至 79.25%（2021 年之后订阅业务拆分为个人订阅和机构订阅业务），授权业务收入占比持续下降至 14.38%，互联网广告及其他业务收入占比从 2017 年的 39.30% 持续收缩至 2023 年的 6.32%。

图 10：2017-2023 年公司细分业务收入占比



资料来源：公司财报，公司业绩说明会，财信证券

注：2021 年之后订阅业务拆分为个人机构订阅业务

用户结构不断优化，合同负债增长迅速。公司 SaaS 订阅与按年授权用户数量不断增加，对于公司未来业绩形成了有力支撑。截至 2023 年末，合同负债（一年及以下的合约）达到 18.92 亿元，同比增加 9.30%；其他非流动负债（一年以上的合约）由 2020 年的 0.85 亿元增长至 2023 年的 4.09 亿元，同比增加 93.38%。

图 11：2017-2023 年公司合同负债与其他非流动负债

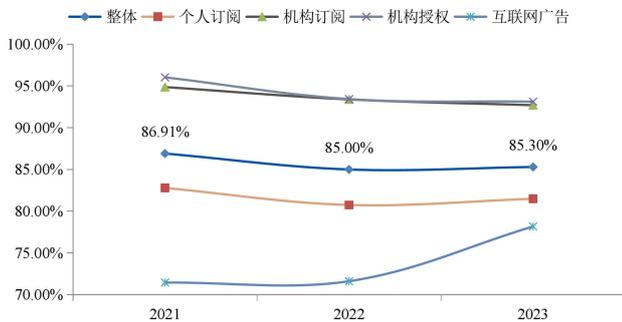


资料来源：公司财报，财信证券

公司整体毛利率&净利率维持高位稳定，机构订阅和授权业务毛利率跌幅收窄。2023 年全年公司整体毛利率为 85.30%，同比增长 0.30pct，2021-2023 年整体毛利率保持在 85%

以上；个人订阅业务毛利率为 81.49%，同比增长 0.74pct；机构订阅与授权业务毛利率分别为 92.70%和 93.12%，同比下降 0.69pct 和 0.31pct，跌幅较 2022 年有所收窄。2023 年全年公司净利率为 28.85%，同比下滑 0.26pct。

图 12：2021-2023 年公司整体和细分业务毛利率



资料来源：公司财报，财信证券

图 13：2017-2023 年公司净利率



资料来源：公司财报，财信证券

公司各项费用指标基本保持稳定。2017-2023 年公司销售&管理&财务费用率基本保持稳定，研发费用率小幅下滑主要受研发人员校招比例增加所致，但整体仍然维持高位。

图 14：2017-2023 年公司销售&管理&研发&财务费用率



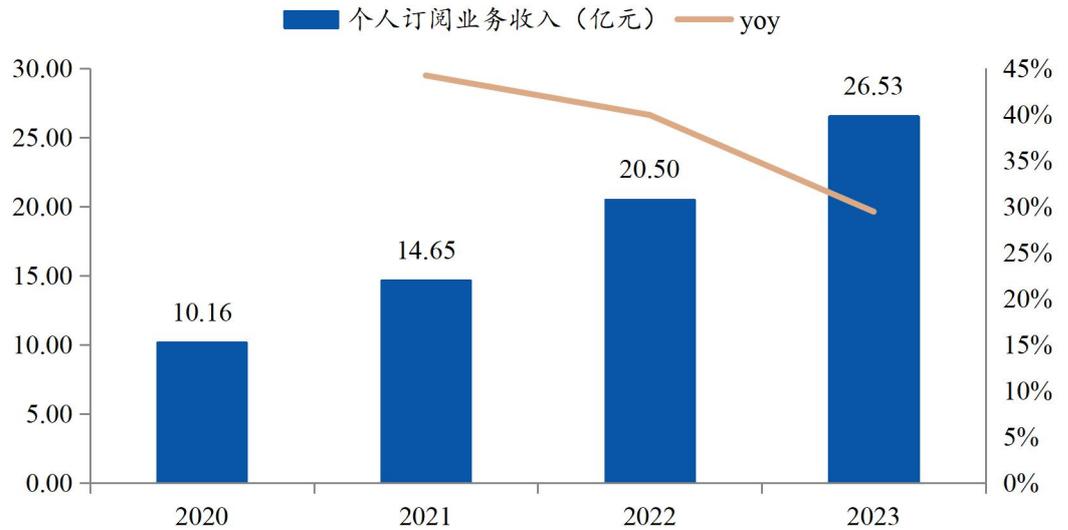
资料来源：公司财报，财信证券

## 2 C 端：付费率天花板远未达到，新会员打开付费空间

### 2.1 基本情况：营收占比达 50% 以上

近三年个人订阅业务 CAGR 达到 38%，营收占比达到 50% 以上。根据之前的产品介绍，面向 C 端用户公司主要提供 WPS Office 客户端、金山文档以及相关个人增值服务所组成的金山办公能力产品矩阵。2023 年全年公司个人订阅业务收入为 19.02 亿元，同比增长 29.42%，占营收比例已达 58.24%。

图 15：2020-2023 年公司个人订阅业务收入



资料来源：公司财报，公司业绩说明会，财信证券

## 2.2 行业现状与竞争优势：WPS Office VS MS Office

办公软件行业技术门槛较高，仅有少数产品参与竞争，核心竞争产品为微软的 MS Office 系列。

纵观微软的 MS Office 系列的发家史，依靠捆绑 Windows 抢占大半市场份额。1983 年，微软首次发布了 Word 办公软件（窗口文字处理器）。1989 年，微软第一次推出包含各类办公软件的办公套件 MS Office for Mac，该套件包含了 Word 4.0、Excel 2.20 和 PowerPoint 2.01。1994 年，MS Office 首次进入中国市场，通过 Windows 系统与 MS Office 的高度融合度以及绑定销售的策略，很快中文版的 Office95 系列就抢走了大部分的市场份额。

此后 MS Office 占据国内市场主导地位，用户使用习惯逐渐养成，转换成本较高。随着 Windows 系列 PC 装机量的不断提升，且国内 Office 免费盗版情况横生，Office 的渗透率在此背景下不断提升。现代办公的工作流基本无法离开 Office 办公套件，用户对于 Office 的产品黏性逐渐养成，很难接受较高的学习成本来更改使用习惯。

表 1：MS Office 发展历程

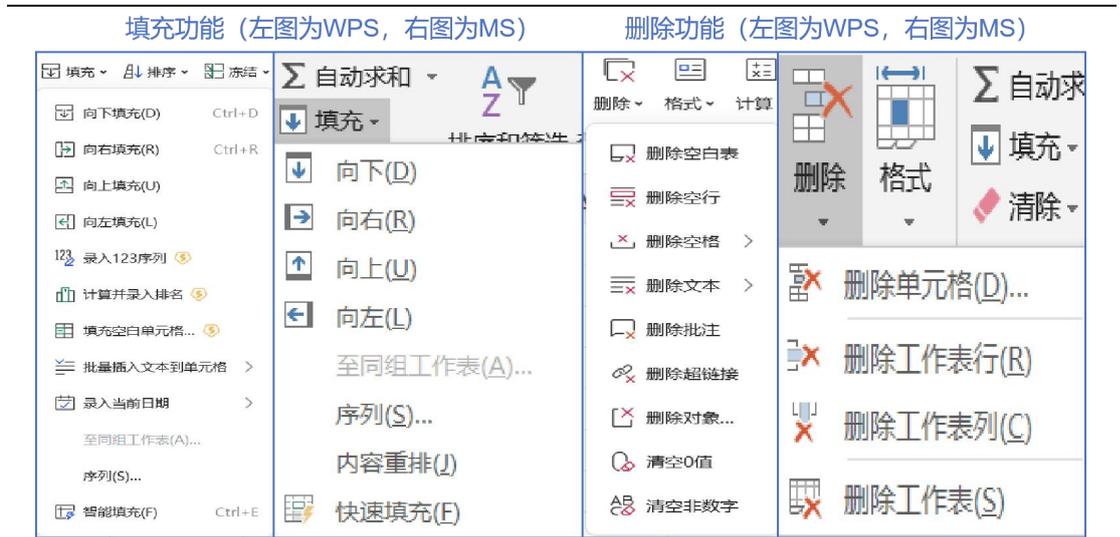
| 版本                   | 发布日期             | 主要特点和改进   |
|----------------------|------------------|---|
| Microsoft Office 3.0 | 1993 年 8 月 30 日  | 首次针对 Microsoft Windows 平台发行，包括 Word、Excel、PowerPoint 和 Mail |
| Microsoft Office 4.0 | 1994 年 1 月 17 日  | 引入新版本的 Word (6.0) 和 Access                                  |
| Microsoft Office 4.2 | 1994 年 7 月 3 日   | 用于 Windows NT，支持 32 位和 Alpha 架构                             |
| Microsoft Office 4.3 | 1994 年 6 月 2 日   | 16 位的末代版本，同时支持 Windows 3.x、Windows NT 3.1 和 Windows NT 3.5  |
| Microsoft Office 95  | 1995 年 8 月 30 日  | 为符合 Windows 95，全 32 位版本，包括标准版和专业版                           |
| Microsoft Office 97  | 1996 年 12 月 30 日 | 引入命令栏和拼写检查功能，是支持 Windows NT 3.51 的末代版本                      |

|                       |                  |  |
|-----------------------|------------------|--|
| Microsoft Office 2000 | 1999 年 1 月 27 日  | 引入自适应功能表和新的安全功能，包括数字签名，是支持 Windows 95 的末代版本                                    |
| Microsoft Office XP   | 2001 年 5 月 31 日  | 配合 Windows XP 而推出，引入安全模式和新的“产品启动”功能  |
| Microsoft Office 2003 | 2003 年 11 月 17 日 | 引入新程序 InfoPath 和 OneNote，以及 Outlook 的改进，包括垃圾邮件筛选器                              |
| Microsoft Office 2007 | 2006 年 11 月 30 日 | 配合 Windows Vista 而推出，引入 Ribbon 新接口，更易使用  |
| Microsoft Office 2010 | 2010 年 6 月       | 引入产品启动功能，支持 Windows XP、Windows Vista、Windows Server 2003 和 Windows Server 2008 |
| Microsoft Office 2013 | 2013 年 1 月 26 日  | 配合 Windows 8 而推出，引入 Microsoft 账户集成和云端储存  |
| Microsoft Office 2016 | 2015 年 9 月 23 日  | 配合 Windows 10 而推出，中等程度修改接口，引入商店集成  |
| Microsoft Office 2019 | 2018 年 9 月 24 日  | 支持 Windows 10 和 Windows 11，最新的本地安装版本   |
| Microsoft Office 2021 | 2021 年 10 月 5 日  | 仅支持 Windows 10 和 Windows 11，于 2021 年发布   |
| Microsoft 365         | 2020 年 3 月 31 日  | 从 Office 365 改名为 Microsoft 365，推出新的订阅方案  |

资料来源：MS Office 官网，财信证券

**WPS Office 通过差异化竞争手段抢占市场，对比微软，WPS 的优势一在于内嵌更加丰富的个性化功能。**通过深度体验 WPS Office 和 MS Office 两款产品，可以发现 WPS 下的各类产品在基础办公功能与功能大类上均与 MS 保持较高的一致性，二者可能仅在软件界面与功能按键的布局上存在一定差异。但是 WPS 拥有更多的个性化功能，能够优化用户的使用体验，在一定程度上讨喜用户：比如在 Excel 软件中的填充功能大类中，相较于 MS 内置的基础功能，WPS 拥有“录入 123 序列”、“计算并录入排名”等个性化功能；在 Excel 软件中的删除功能大类中，WPS 拥有“删除空格”、“删除 0 值”等个性化功能。

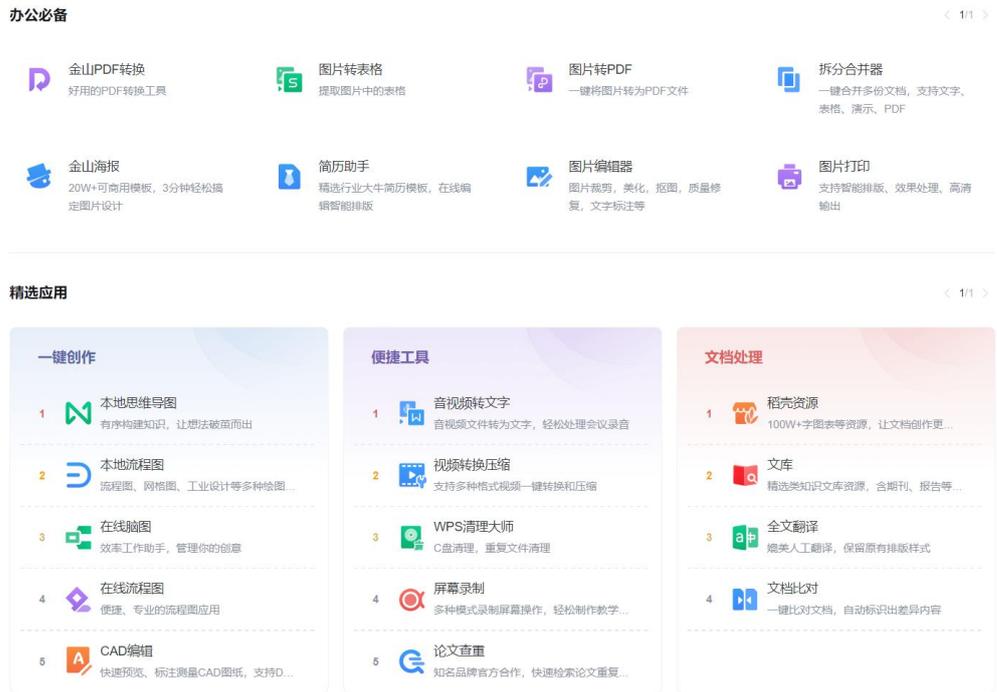
图 16：WPS Office 个性化功能对比 MS Office



资料来源：WPS Office 客户端，MS Office 客户端，财信证券

**优势二在于多元化的增值服务。**WPS Office 根据用户办公场景的实际需求，将众多增值服务应用融合进客户端（部分功能需要会员权限）。比如创作类应用，包括思维导图、脑图、CAD 编辑等；便捷工具应用，包括音视频转文字、WPS 清理大师、论文查重等；文档处理应用，包括金山 PDF 转换、稻壳资源、文库、文档比对等。

图 17: WPS 客户端应用市场



资料来源: WPS 客户端, 财信证券

**优势三在于更好的移动端体验。**公司从 2011 年开始, 着手布局移动办公应用市场, 在竞争对手移动端发展滞后之时, 重点针对移动办公用户的需求和应用场景进行分析、研究, 实现对多平台应用适配、多终端自适应排版以及基于云端的移动共享等核心技术的突破, 快速推出移动版系列办公产品, 并通过移动应用商店在全球范围内发布, 迅速占领移动应用市场。随着人工智能和大数据分析技术的创新发展, 在用户文档创作、在线协同过程中, 公司产品能够精准向用户推送其所需办公应用服务, 帮助客户提升办公效率, 增强产品核心竞争力, 持续巩固领先地位。公司 WPS Office 产品曾获“Google Play 年度最佳应用”和“App Store 年度精选”, 在移动系统平台的优势非常明显。

**优势四在于本土化优势。**相较于 MS Office, WPS Office 能够为国内用户提供更贴近国民办公习惯的资源及支持服务。稻壳儿 (Docer) 是 WPS 官方办公内容资源平台, 它是公司近年来针对用户需求提供的办公模板及素材的服务平台。稻壳儿平台上拥有 5 大模板库、10 大素材库、千万文库资源以及近亿级的内容资源, 帮助用户快速、高效地制作专业、优质的办公文档。同时, 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。

**优势五在于云办公。**公司自 2018 年提出云办公战略, 用户使用 WPS 云服务粘性逐渐加强, 公司从云存储入手, 逐步将个人办公场景迁移在线办公, 云文档的同步使得文档实现跨设备能力。截至 2023H1, 个人及中小企业用户通过公有云服务上传至云端的文件数量从 2018 年末的 175 亿份增长至约 1,900 亿份。随着时间推移, 用户将更依赖云存储的便捷性和安全性, 云文档数将加速增长。

**优势六在于更灵活的定价策略。**WPS Office 个人版实行免费政策，用户仅需注册会员即可免费使用；此外在免费版基础上新增大量权益形成了超级会员和超级会员 Pro 两档会员体系，超级会员的包年价格（148 元/13 个月）为 MS Office 个人版（398 元/年）的 35% 左右，超级会员 Pro 的包年价格（248 元/13 个月）为 MS Office 个人版的 60% 左右。相较于微软，相近权益水平下 WPS 价格更便宜，且可供选择的权益套餐更加丰富。相比之下 MS Office 家庭版拼车价格（498 元/（2-6）人/年）虽然更加便宜，但存在较大风险：1）家庭版管理员存在道德与信任风险；2）云端数据泄露与丢失风险。

**表 2：WPS Office 价格对比 MS Office**

| 套餐类型       | 包月价格     | 包年价格      | 权益内容        |   |
|------------|----------|-----------|-------------|---|
| WPS Office | 注册会员     | 免费        | 免费          | Word、Excel、PowerPoint、PDF 等基础权益、1G 云盘、部分限免增值服务  |
|            | 超级会员     | 6.8-22.7  | 81.5-136.6  | 注册会员权益+PDF 套餐、模板库套餐、素材库套餐、图片套餐、文档校对和语音速记等独立功能、365G 云盘空间、表格权益、简历服务套餐、批量服务等   |
|            | 超级会员 Pro | 29.3-40   | 108.7-228.9 | 超级会员权益+1T 云盘空间、个人商用套餐、教学权益套餐、个人海报套餐、文库资源等   |
| MS Office  | 个人版      | 39        | 398         | 1T 云盘、Word、Excel、PowerPoint、Outlook、Microsoft Defender、Microsoft 编辑器、Clipchamp、Microsoft Teams、OneNote、Access、Publisher、Microsoft Forms、Skype |
|            | 家庭版      | 50/（2-6）人 | 498/（2-6）人  | 6T 云盘、Word、Excel、PowerPoint、Outlook、Microsoft Defender、Microsoft 编辑器、Clipchamp、Microsoft Teams、OneNote、Access、Publisher、Microsoft Forms、Skype |

资料来源：WPS Office 官网，MS Office 官网，财信证券

### 2.3 未来展望与空间测算：远期市场空间可达百亿级别

公司的个人订阅业务收入可以大致拆分成用户数量×付费率×ARPPU 值。

**考虑到移动端大多为轻办公场景，付费办公需求主要集中在 PC 端。假定付费用户均来自于 PC 端，在此主要讨论 PC 端的用户数量、付费率和 ARPPU 值情况。**

PC 端用户数量远期空间为 4 亿人左右。截至 2023 年末，PC 端用户数为 2.65 亿人。  
 $PC \text{ 端用户数量} = \text{线上办公用户规模} \times \text{WPS PC 端用户覆盖率}$ ，其中线上办公用户规模和 WPS 用户覆盖率都有一定上行空间：**1）线上办公用户规模：** $\text{线上办公用户规模} = \text{网民规模} \times \text{线上办公使用率}$ 。23H1 我国线上办公用户规模达到了 5.08 亿人，未来网民规模将会进一步扩大，办公软件使用率也将稳步提升，预计远期线上办公用户规模能够达到 6 亿人左右。**2）WPS PC 端用户覆盖率：** $\text{WPS PC 端用户覆盖率} = \text{WPS PC 端用户数} / \text{线上办公用户规模}$ 。截至 2023 年末，PC 端覆盖率已经达到 52.27%，考虑到未来用户正版化意识加强和上节中提到 WPS Office 的独特优势，预计远期 PC 端覆盖率能够达到 70% 以上的水平。综上，预计 24-26 年 PC 端用户规模年均增长 9%/8%/7% 达到 2.89/3.12/3.34 亿人，远期能够达到 4 亿人（6 亿线上办公用户×70%WPS PC 端用户覆盖率）。

**付费率天花板远未达到。** $PC \text{ 端付费率} = \text{累计付费个人用户数} / \text{WPS Office PC 端月度}$

活跃设备数。截至 2023 年末，WPS PC 端付费率达到 13.39%，同比增加 1.01pct，对标产品 MS Office 达到了 25%左右的付费率。考虑到 WPS Office 在个性化功能、增值服务、移动端体验等方面的优势，PC 端付费率还有较大的提升空间，**预计 24-26 年 PC 端付费率能够达到 14.2%/15.2%/16.4%，远期能够达到 20%以上。**

全新的会员体系将打开 ARPPU 值的提升空间。ARPPU 值（每付费用户平均收入）=个人订阅业务收入/累计付费个人用户数，直接取决于订阅价格与用户订阅周期。截至 2023 年末公司 ARPPU 值达到 74.76 元，同比增长 9.29%（6.35 元）。公司在 2023 年 4 月发布全新的会员体系，首次提高产品的订阅价格中枢，一年期价格从原会员体系的 89/89/189 元提升至新会员体系的 148/248 元左右，进一步打开了付费空间。随着公司进一步优化会员运营，提高长周期订阅用户数，ARPPU 值有望快速增长。考虑到目前超级会员包年付费价格在 140 元左右以及公司提价周期在 5 年左右，**预计 24-26 年 ARPPU 值达到 85/95/105 元，远期能够达到 150 元以上。**

综合以上考虑，**预计 24-26 年公司个人订阅收入达到 34.76/44.84/57.39 亿元，增速为 31%/29%/28%，远期市场空间可达百亿级别（4 亿 PC 端用户数×20%付费率×150 元 ARPPU 值）**。由于 WPS AI 商业模式暂未明确，以上估算暂未考虑 WPS AI 影响，但我们十分看好 WPS AI 全面打开公司 C 端业务用户数量、付费率和 ARPPU 值的成长空间。

### 2.3.1 用户数量：远期空间在 4 亿人左右

用户数量来看，WPS Office 整体的月活设备数增速逐渐放缓。截至 2023 年末，公司主要产品月度活跃设备数为 5.98 亿，同比增长 4.36%，增速进一步放缓。其中 WPS Office PC 版月度活跃设备数 2.65 亿，同比增长 9.50%；移动版月度活跃设备数 3.30 亿，同比增长 0.61%。根据上节说明，在此主要讨论 PC 端用户数量。

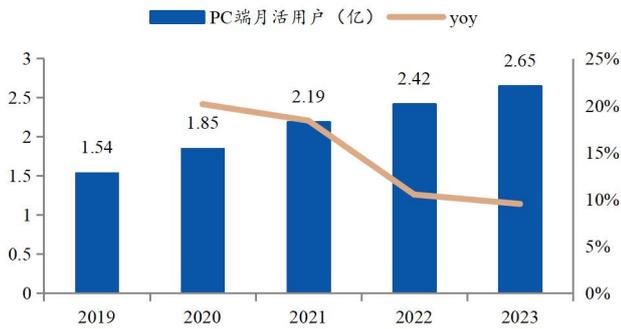
图 18：金山办公主要产品月度活跃设备数



资料来源：公司财报（每年底数据），财信证券

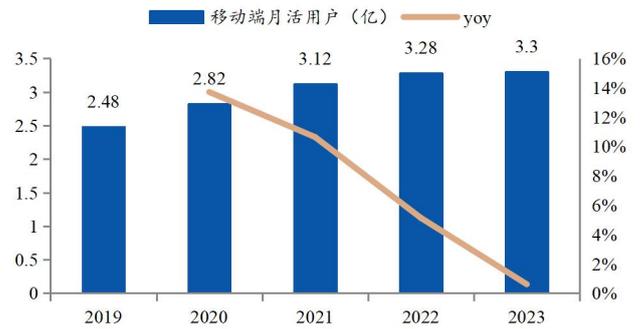
注：主要产品月度活跃设备数定义为 WPS Office 及金山词霸各端活跃数合并，不包含金山文档等产品数据

图 19: WPS Office PC 端月活用户情况



资料来源: 公司财报 (每年底数据), 财信证券

图 20: WPS Office 移动端月活用户情况



资料来源: 公司财报 (每年底数据), 财信证券

C 端的主要客群为个人、家庭和部分 B 端用户, 假定用户数量=办公软件使用人数×WPS Office 覆盖率。

办公软件使用人数增长仍有一定空间, 预计远期达到 6 亿人左右。截至 2023H1, 我国线上办公用户规模达到了 5 亿人左右, 假定线上办公用户规模=网民规模×办公软件使用率。

**网民规模:** 根据《中国互联网络发展状况统计报告》, 截至 2023H1, 我国互联网普及率达到 76.4%, 网民规模进一步扩大至 10.79 亿人。预计远期将达到 80% 以上的互联网普及率, 网民规模达到 12 亿人左右。

**办公软件使用率:** 截至 2023H1, 我国办公软件使用率为 47.1%, 随着疫情退坡出现了一定程度下降; 但中长期来看, 全面信息化社会的建设将会是必然趋势, 办公软件将会成为未来全面信息化社会的工作流中不可或缺的元素。预计远期办公软件使用率将达到 50% 以上, 线上办公用户规模达到 6 亿人左右。

图 21: 2020-2023 年中国网民规模与互联网普及率情况



资料来源: 中国互联网信息中心, 财信证券

图 22: 2020-2023 年中国线上办公用户规模

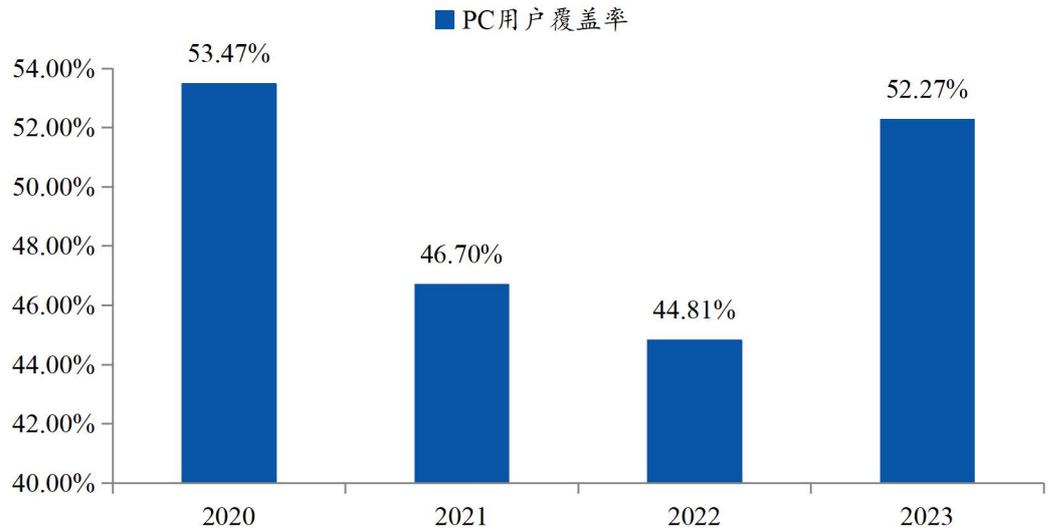


资料来源: 中国互联网信息中心, 财信证券

目前 WPS PC 端覆盖率稳步提升, 预计远期能够达到 70% 左右。WPS PC 端覆盖率 = WPS PC 端用户数/线上办公用户规模。截至 2023 年末, WPS PC 端覆盖率达到 52.27% (线上办公用户规模为 2023H1 数据)。考虑到未来用户正版化意识加强和上节中提到 WPS Office 的独特优势, WPS Office 有望进一步替换 MS Office, 覆盖率仍有上行空间。

预计远期 WPS PC 端覆盖率能够达到 70%左右的水平。

图 23：2020-2023 年 WPS PC 端覆盖率（年末数据）



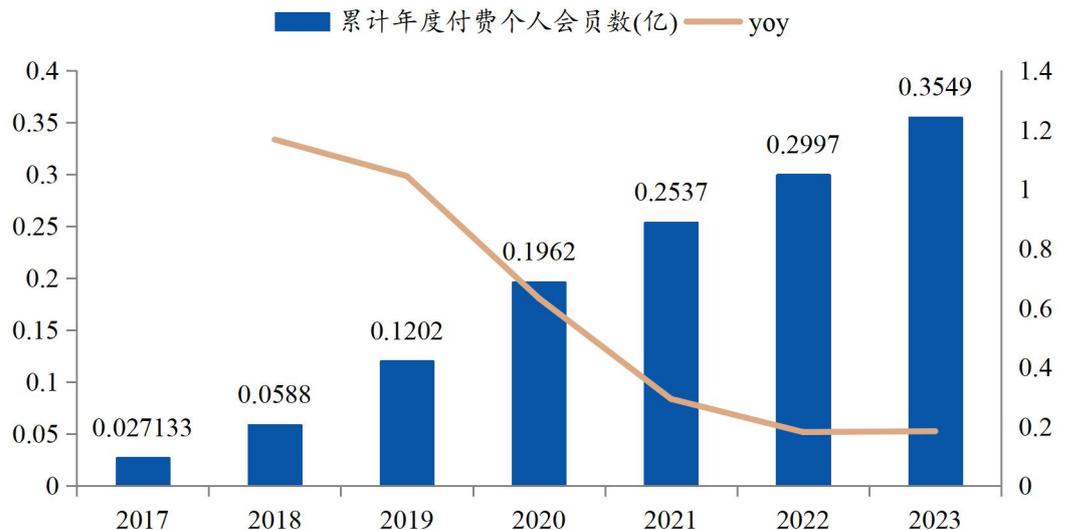
资料来源：公司财报，财信证券

根据以上分析，线上办公用户规模和 WPS 用户覆盖率都有一定上行空间，预计 24-26 年 PC 端用户规模年均增长 9%/8%/7% 达到 2.89/3.12/3.34 亿人，远期能够达到 4 亿人（6 亿线上办公用户 × 70% WPS PC 端用户覆盖率）。

### 2.3.2 付费率：对标微软，远期空间在 20% 以上

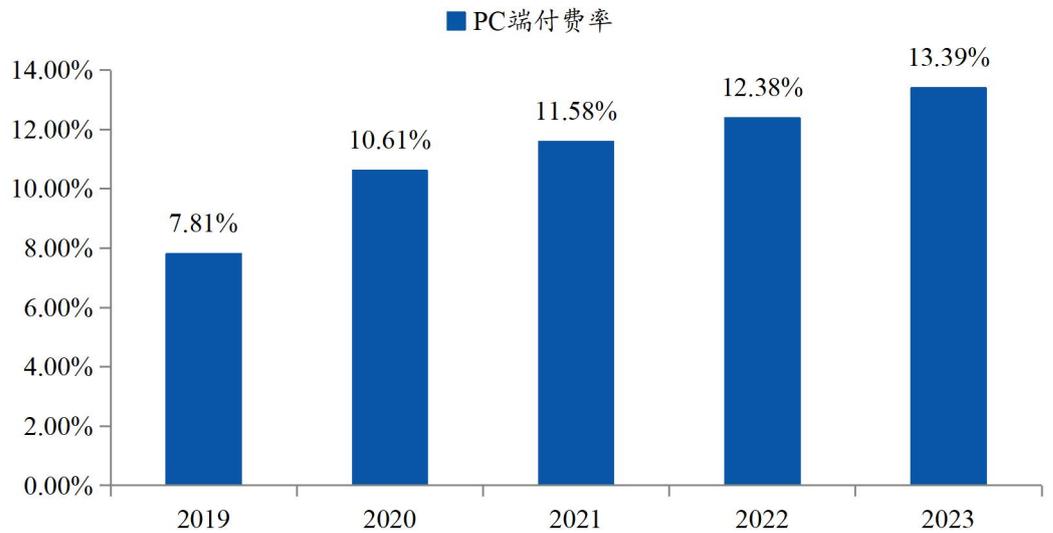
累计付费个人用户数、付费率及 PC 端付费率近年来平稳上升。PC 端付费率 = 累计付费个人用户数 / WPS Office PC 端月度活跃设备数。根据公司财报，截至 2023 年末，公司累计付费个人用户数达到 3549 万人，同比增加 552 万人；PC 端付费率达到 13.39%，从 2019 年的 7.81% 稳步提升至 2023 年的 13.39%。

图 24：2017-2023 年公司累计年度付费个人会员数



资料来源：公司财报（每年底数据），财信证券

图 25：2019-2023 年公司 PC 端付费率

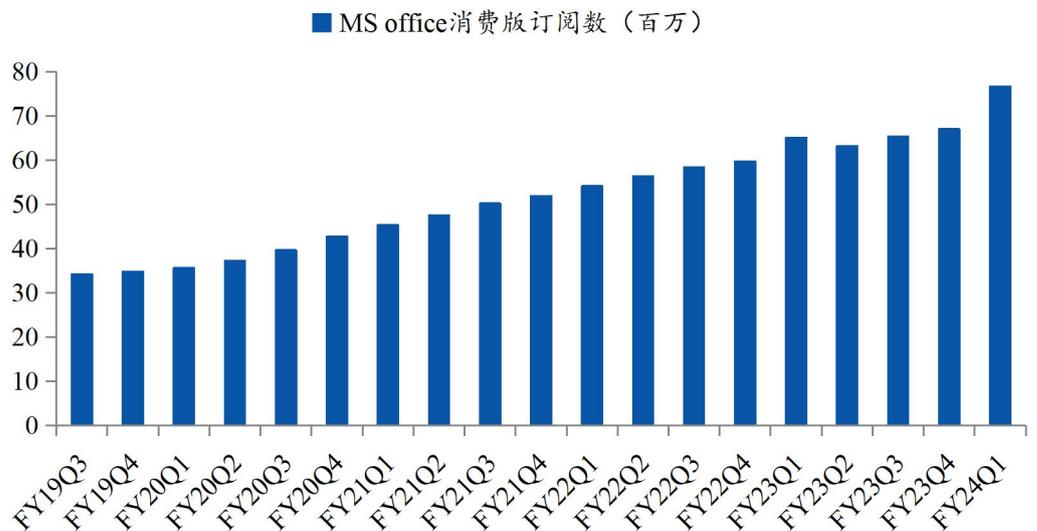


资料来源：公司财报（每年底数据），财信证券

PC 端付费率：累计付费个人用户数/WPS Office PC 端月度活跃设备数

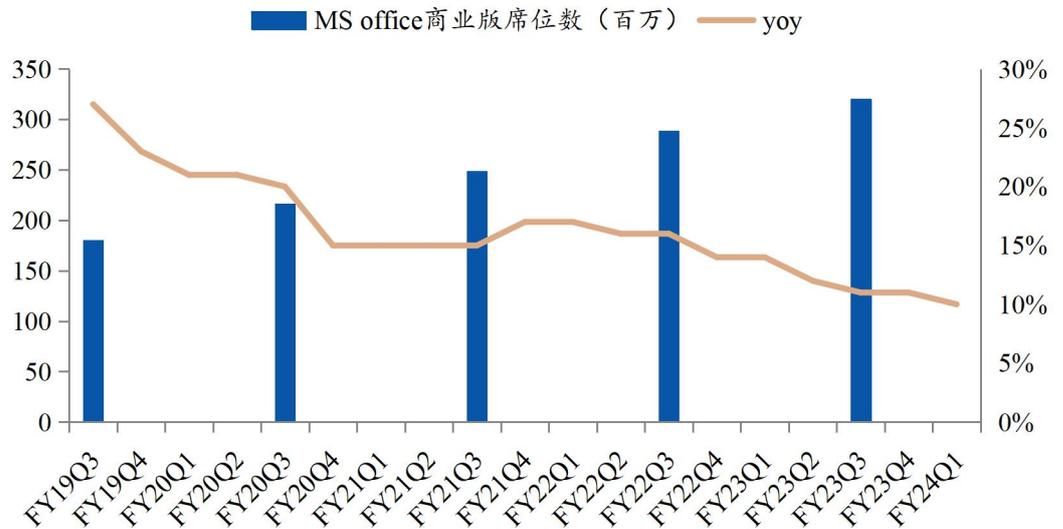
对标微软，公司付费率的天花板远未达到。根据微软财报，截至 FY24Q1，微软 MS Office 的消费版订阅数达到 7670 万；截至 FY23Q3，微软 MS Office 的商业版席位数达到 3.2 亿左右。根据微软 FY22Q2 财报说明会，全球搭载 Windows11 和 Windows10 的设备数月活达到了 14 亿台，测算得到 MS Office 的 PC 端付费率约为 25%（需要考虑 WPS C 端的实际客群也包括部分 B 端）。考虑到 WPS Office 在个性化功能、增值服务、移动端体验和云文档等方面的优势，WPS Office 的 PC 端付费率提升空间仍然较大，预计 24-26 年 PC 端付费率能够达到 14.2%/15.2%/16.4%，远期能够达到 20% 以上。

图 26：FY19Q3-FY24Q1 MS Office 消费版订阅数



资料来源：微软财报，财信证券

图 27: FY19Q3-FY24Q1 MS Office 商业版席位数估算

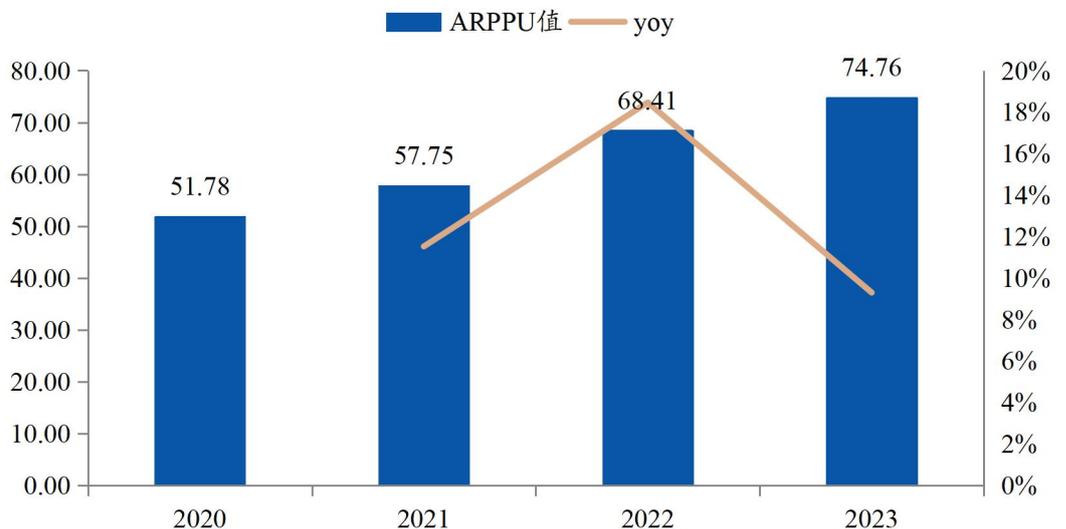


资料来源: 微软财报, 财信证券

### 2.3.3 ARPPU 值: 全新会员体系打开付费空间

公司个人订阅业务 ARPPU 值近年来稳步提升。ARPPU 值（每付费用户平均收入）=个人订阅业务收入/累计付费个人用户数，直接取决于订阅价格与用户订阅周期。截至 2023 年末，公司主要产品 ARPPU 值为 74.76 元，同比增长 9.29%（6.35 元）。

图 28: 2020-2023 年公司主要产品 ARPPU 值



资料来源: 公司财报 (每年底数据), 财信证券

全新会员体系价格中枢抬升显著，付费空间进一步打开。2023 年之前，公司主要通过会员运营，增加长周期订阅用户数的方式来提升 ARPPU 值，并未对 WPS Office 会员的标定价格有过提价。2023 年 4 月开始，公司下架原先的“稻壳会员-WPS 会员-超级会员”体系，发布全新的“超级会员-超级会员 Pro”体系，通过直接提高订阅价格的方式

打开了产品的付费空间。WPS 新会员体系的一年期左右价格达到了 148/248 元左右，相较于原会员体系的 89/89/189 元提升了约 31%-66%；再加上可供选择的 PDF 套餐、云盘套餐、图片套餐和模板库套餐等额外权益包，公司个人订阅业务的付费空间有望进一步打开。

**表 3：WPS 新老会员体系价格对比**

| 新会员体系    |      |          |      |       |
|----------|------|----------|------|-------|
| 会员种类     | 会员价格 | 时长       | 每月价格 | 每年价格  |
| 注册会员     | -    | -        | -    | -     |
| 超级会员     | 68   | 3 个月     | 22.7 | 272.0 |
|          | 54   | 连续包季     | 18.0 | 216.0 |
|          | 148  | 1 年 1 个月 | 11.4 | 136.6 |
|          | 278  | 2 年 8 个月 | 8.7  | 104.3 |
|          | 348  | 4 年      | 7.3  | 87.0  |
|          | 489  | 6 年      | 6.8  | 81.5  |
| 超级会员 Pro | 40   | 1 个月     | 40.0 | 480.0 |
|          | 30   | 连续包月     | 30.0 | 360.0 |
|          | 98   | 3 个月     | 32.7 | 392.0 |
|          | 88   | 连续包季     | 29.3 | 352.0 |
|          | 248  | 1 年 1 个月 | 19.1 | 228.9 |
|          | 348  | 2 年 8 个月 | 10.9 | 130.5 |
|          | 438  | 4 年      | 9.1  | 109.5 |
|          | 598  | 5 年 6 个月 | 9.1  | 108.7 |
| PDF 套餐   | 29   | 3 个月     | 9.7  | 116.0 |
|          | 89   | 12 个月    | 7.4  | 89.0  |
| 云盘套餐     | 19   | 3 个月     | 6.3  | 76.0  |
|          | 69   | 12 个月    | 5.8  | 69.0  |
| 图片套餐     | 39   | 3 个月     | 13.0 | 156.0 |
|          | 109  | 12 个月    | 9.1  | 109.0 |
| 模板库套餐    | 99   | 12 个月    | 8.3  | 99.0  |
|          | 189  | 24 月     | 15.8 | 189.0 |
| 原会员体系    |      |          |      |       |
| 会员类别     |      | 每年价格 (元) |      |       |
| 稻壳会员     |      | 89       |      |       |
| WPS 会员   |      | 89       |      |       |
| 超级会员     |      | 179      |      |       |

资料来源：WPS 客户端，财信证券

**新会员体系整合更多权益。**以全新的超级会员为例，权益与原超级会员基本一致，包含了原有稻壳会员和 WPS 会员的所有权益，以及 PDF 权益包、图片套餐和模板库套餐，个人云空间大小等权益也有所增加，主打个人用户办公、学习的日常需求。WPS 超级会员 Pro 则是在 WPS 超级会员的基础上再额外增加了专项权益。如云空间总量从 365G 扩大至 1T，新增了教学权益包和个人商用权益包，全文翻译页数从每月 100 页扩增至每月 500 页。

图 29：WPS 新老会员体系权益对比

不同平台客户端的部分权益有差异，请以各端实际展示为准

| 分类 | 服务                | 注册用户 | WPS会员（原会员体系） |       |       |       | 全新WPS超级会员 |  |
|----|-------------------|------|--------------|-------|-------|-------|-----------|--|
|    |                   | 注册用户 | 稻壳会员         | WPS会员 | 超级会员  | 超级会员  | Pro会员     |  |
|    | 个人空间容量（企业账号购买不生效） | 1G   | 1G           | 100G  | 365G  | 365G  | 1T        |  |
|    | 上传文档大小            | 10M  | 10M          | 2G    | 2G    | 2G    | 2G        |  |
|    | 批量下载              | ×    | ×            | ✓     | ✓     | ✓     | ✓         |  |
|    | 批量下载数量            | ×    | ×            | 2000个 | 2000个 | 2000个 | 2000个     |  |
|    | 批量下载大小            | ×    | ×            | 10GB  | 10GB  | 10GB  | 10GB      |  |
|    | 批量导出              | ×    | ×            | ✓     | ✓     | ✓     | ✓         |  |
|    | 网盘文件自动更新          | ×    | ×            | ×     | ✓     | ✓     | ✓         |  |
|    | 私密文件夹             | ×    | ×            | ✓     | ✓     | ✓     | ✓         |  |

资料来源：WPS 客户端，财信证券

目前来看用户对于新会员体系接受程度较好，ARPPU 值有望进入上升通道。根据公司 2023 年 10 月 30 日机构调研信息，在会员体系升级之后，初期一些用户购买存在迟疑，付费用户数和购买的会员周期长度都有一些波动。但在 9 月之后，MAD（月活设备数）和付费用户数都冲到新高，本次会员体系调整基本达到预期。公司表示接下来将进一步优化会员运营，持续提升长周期会员比例和 ARPPU 值。考虑到目前超级会员包年付费价格在 140 元左右以及公司提价周期在 5 年左右，预计 24-26 年 ARPPU 值达到 85/95/105 元，远期能够达到 150 元以上。

综合以上考虑，预计 24-26 年公司个人订阅收入达到 34.76/44.84/57.39 亿元，增速为 31%/29%/28%，远期市场空间可达百亿级别（4 亿 PC 端用户数×20%付费率×150 元 ARPPU 值）。由于 WPS AI 商业模式暂未明确，以上估算暂未考虑 WPS AI 影响，但我们十分看好 WPS AI 全面打开公司 C 端业务用户数量、付费率和 ARPPU 值的增长空间。

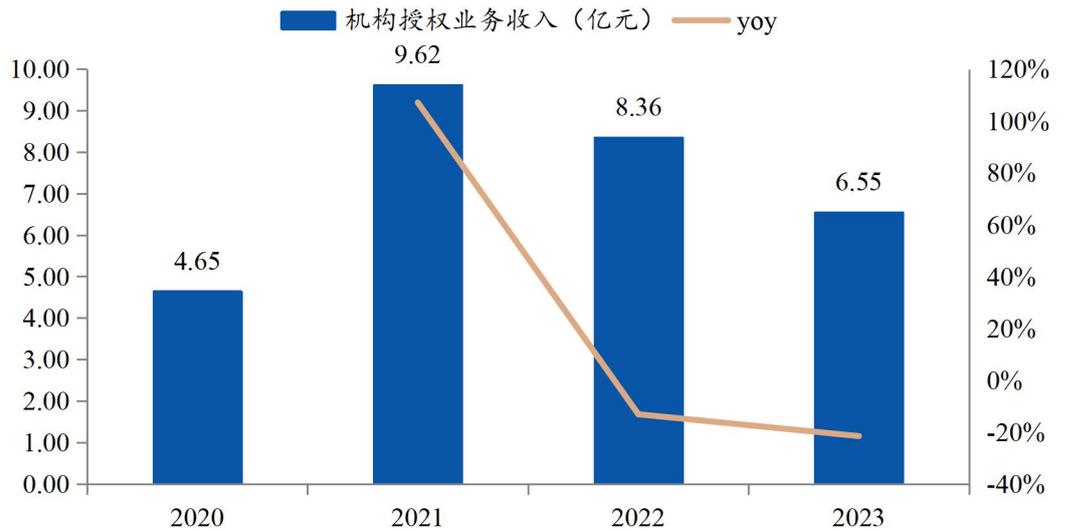
### 3 B 端：授权业务复苏有望，机构订阅市场空间辽阔

#### 3.1 机构授权

##### 3.1.1 基本情况：受信创节奏影响明显

机构授权业务受信创节奏影响下滑明显。机构授权业务主要面向党政机关的信创与安可需求。受党政信创节奏放缓影响，公司机构授权业务收入自 2022 年开始出现同比下滑，2023 全年公司实现机构授权业务收入 6.55 亿元，同比下滑 21.60%。

图 30：2020-2023 年公司机构授权业务收入



资料来源：公司财报，财信证券

注：2021 年开始公司统一机构授权统计口径

公司不断迭代升级信创版本产品服务，优化用户体验。公司不断迭代改进 WPS Office 信创版本产品，目前的主力信创产品 WPS Office 2019 for linux 专业版 V11 已经实现：1) 支持国内外主流 CPU（龙芯、飞腾、兆芯、申威、鲲鹏、海光等）、操作系统（中标麒麟、银河麒麟、中科方德、深度、统信等），实现了办公软件最常用的文字、表格、演示等多种功能；2) 支持 OFD 格式输出功能、内置 GB/T 9704 电子公文模板等功能，符合安全可靠的中文办公要求；3) 技术架构、底层平台到各模块的设计编码完全本地开发，文字排版、表格计算、演示动画三大核心上做到底层兼容，可以直接创建、读取、编辑、保存 OOXML 文档（如 docx、xlsx、pptx、ppsx 等），且支持国家标准文档格式 UOF 及 OFD 格式，完全符合《党政机关电子公文标准》和《电子文件存储与交换格式版式文档》国家标准；4) 兼容 Microsoft Office 的基本操作方式（控件位置、选项卡内容、热键等），提供完善的二次开发接口，所有对内、对外接口都按照通用 API 去定义和实现，提供符合办公软件二次开发接口国家标准，轻松实现对各类应用系统集成的 Office 软件的替代和平滑过渡。截至 2022 年底，公司在信创领域配合完成 1345 家客户验收，验收通过率 100%。

图 31：WPS Office 在售授权版本产品（不完全统计）



资料来源：中央国家机关政府采购中心，财信证券

### 3.1.2 行业现状与竞争优势：省市级党政信创基本推进到位，公司信创技术积累深厚

信创是自主可控与安全可靠的必经之路，中国信创市场规模将保持高速增长。“信创”即信息技术应用创新，旨在针对基础软硬件、应用软件等 IT 产业链核心技术产品进行自主研发，为我国经济发展、社会运转构建安全可控的信息技术支撑，避免核心技术受制于人。信创建设从“党政军”局部起步，在应用实践中迭代产品性能，逐步扩展至金融、电信、电力等对国计民生有重要影响的关键基础行业，基础产品由可用提升至好用，支撑起行业常态化采购。根据艾瑞咨询统计与预测数据，2022 年中国信创市场规模达到 472 亿元，受宏观经济影响，信创进度可能会有所放缓，但各领域构筑安全可靠的数字化体系的决心不会动摇，预计中国信创市场整体规模仍将保持 30% 以上的年增长。随着行业信创的深入、应用软件的成熟，信创产品将渗透至更多核心业务场景，预期 2025 年恢复高增速，于 2026 年突破 2000 亿。

图 32：2021-2027 年中国信创市场规模

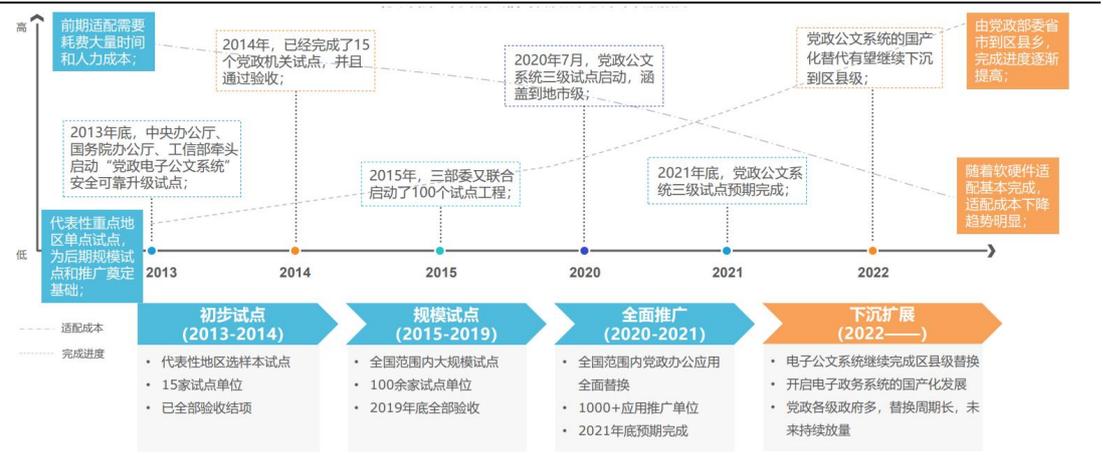


资料来源：艾瑞咨询《2023 年中国信创产业研究报告》，财信证券

办公软件作为党政机关日常办公中高频使用的应用软件，是党政信创进程中重要一环，有望率先实现全面信创替代。信创替换的难度和时间取决于过往行业积累、技术壁垒和产品生态等，而办公软件环节的过往技术与产品积累较好，适配生态已经较为完善，有望率先实现全面信创替代。

省市级党政信创已基本推进到位，区县乡级别仍有大量信创空间。据零壹财经统计，2022 年党政信创招标投标项目中能够明确国家层面、省级层面、市级层面以及区县级层面招标投标项目分别为 46 项、342 项、659 项以及 536 项，占比分别为 2.91%、21.60%、41.63% 以及 33.86%。以上数据可以看出省市级层面信创已基本推进到位，未来重点将集中在区县乡级别，党政信创将进入下沉扩展阶段。区县乡级别党政工作人员队伍庞大，信创替换空间仍然巨大。

图 33：党政信创进度梳理



资料来源：亿欧智库《2021 中国信创产业应用落地研究报告及供应商 60 强》，财信证券

公司在信创领域技术积累深厚。公司密切关注信创领域政策变化及客户需求，积极储备信创产品及相关技术，提前布局党政各地下沉市场。2018-2020 年，公司承担“面向党政办公系统的办公软件增强及优化”以及“面向安全可靠办公平台的办公软件增强与优化”的核高基科技重大专项并成功结项。此外，公司还完成了“面向党政应用的 WPS 国产办公套件研发及产业化”等重点信创项目研发。

表 4：公司信创相关科研项目情况

| 时间                         | 项目名称                     | 主办单位       | 项目类型           | 项目技术经济目标   |
|----------------------------|--------------------------|------------|----------------|--|
| 2018 年 1 月<br>-2020 年 12 月 | 面向党政办公系统的办公软件增强及优化       | 工业和信息化部    | 核高基科技重大专项      | 结合党政办公应用的需求，突破基于安可基础软硬件平台下的应用开发与系统适配技术，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，提升办公软件性能及效率，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，为客户提供可定制、可复制推广的办公应用解决方案。                         |
| 2018 年 1 月<br>-2020 年 12 月 | 面向安全可靠办公平台的办公软件增强与优化     | 工业和信息化部    | 核高基科技重大专项      | 结合党政办公应用的需求，突破基于国产基础软硬件的应用开发与系统适配技术，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。   |
| 2019 年 7 月<br>-2021 年 6 月  | 面向党政应用的 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 | 研究国产基础软硬件环境下办公软件集成应用相关的办公服务、数据集成、文档兼容、增值服务等技术难题；采用产业联动、系统集成的方式，形成新一代国产基础软件产品矩阵，通过产业化示范应用，提高国产基础软件的整体水平和市场竞争力，促进信息技术应用创新的可持续发展，增强基础软件国产化对广东乃至全国经济社会发展的带动能力和服务能力 |

资料来源：公司财报，财信证券

### 3.1.3 未来展望与空间测算：信创节奏放缓不改最终节点，软件正版化趋势不变

近两年信创节奏放缓，但不影响最终目标，需求有望集中释放。公司的机构授权业务收入增速在 2021 年达到最高点，近两年增速下滑显著。原因在于公司的机构授权业务主要是面向党政信创需求，近两年党政信创在省级以上已经基本替换到位，进度明显进入市区县级的深水区，结合宏观环境的变化，党政信创推进节奏有所放缓。根据 2021 年 12 月发改委发布的《“十四五”推进国家政务信息化规划》以及 2022 年 9 月的国资委 79 号文件内容，2025 与 2027 年或为党政信创的关键收官节点，这意味着党政信创可能将在未来两到三年内临近最终期限，信创需求有望集中释放。

图 34：国资委信创 79 号文内容



资料来源：亿欧智库《2023 信创产业新发展趋势报告及 100 强》，财信证券

软件正版化为大势所趋，为公司业绩提供有力支撑。公司的机构授权业务除了面向党政信创需求，还有一部分软件正版化需求。软件行业由于其研发投入大、市场风险高、复制简单方便的行业特性，很容易成为侵权盗版的对象。国家从 2000 年开始进行软件正版化整治工作，已经建立了使用正版软件的长效机制，正版软件的长效采购将为公司提供有力的业绩支撑。同时，包括 AI 功能在内的愈发丰富的办公软件增值服务也将倒逼软件正版化进程。

表 5：软件正版化政策梳理

| 时间   | 相关部门 | 政策名称                       | 主要内容                           |
|------|------|----------------------------|--------------------------------|
| 2000 | 国务院  | 《关于鼓励软件产业和集成电路产业发展若干政策的通知》 | 规定任何单位在其计算机系统中不得使用未经授权许可的软件产品。 |
| 2001 | 国务院  | 《关于使用正版软件清理盗版软件的通知》        | 要求中央机关实现软件正版化                  |

|      |                          |                                 |   |
|------|--------------------------|---------------------------------|---|
| 2007 | 国家版权局等九部门                | 《关于推进企业使用正版软件工作的实施方案》           | 鼓励和支持企业使用正版软件，加大知识产权保护力度和打击盗版，积极推进企业使用正版软件工作，增强市场主体的法制意识，为民族软件产业的健康发展营造良好的社会环境。   |
| 2010 | 国务院办公厅                   | 《国务院办公厅关于进一步做好政府机关使用正版软件工作的通知》  | 进一步提高软件正版化认识；开展使用正版软件专项检查工作；切实落实预装正版操作系统软件的规定；落实政府机关使用正版软件管理监督责任；中央国家机关软件正版化专项检查和整改工作于2011年5月底前完成，省、市（地）、县级政府机关软件正版化专项检查和整改工作于2011年10月底前完成。   |
| 2011 | 财政部                      | 《关于进一步规范和加强政府机关软件资产管理的意见》       | 要严格执行软件正版化的有关规定，全面采购和使用正版软件。要进一步规范软件产品政府采购行为，建立健全相关工作机制，采取切实措施，加强采购过程中知识产权的审核管理，防止侵权仿冒商品进入政府采购渠道。   |
| 2013 | 国务院办公厅                   | 《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》 | 各级政府机关应当规范政府采购软件行为，建立健全相关工作机制，准确核实拟采购软件的知识产权状况，防止侵权盗版软件产品进入政府采购渠道。  |
| 2016 | 国家版权局推进使用正版软件工作部际联席会议办公室 | 《正版软件管理工作指南》                    | 《指南》主要包括责任制度、日常管理、软件配置、软件台账、安装维护等五项软件使用管理制度范本和台账范本，供各单位开展正版软件管理工作参考。充分发挥推进使用正版软件工作部际联席会议制度优势，加强统筹协调、督促检查、服务指导和宣传培训，完善软件正版化工作监管体系，巩固政府机关软件正版化工作成果，持续深入推进企事业单位软件正版化工作，推动重要行业和重点领域软件正版化工作制度化规范化。 |
| 2021 | 国家版权局                    | 《版权工作“十四五”规划》                   | 加强软件和信息技术领域知识产权创造、运用、保护、管理和服务能力建设，加大对软件的知识产权保护力度，鼓励企业加强软件知识产权合作。持续推进软件正版化，严厉打击各类软件侵权盗版行为。加大对软件领域不正当竞争行为打击力度，依法保护软件行业企业商业秘密。   |
| 2021 | 工信部                      | 《“十四五”软件和信息技术服务业发展规划》           |   |

资料来源：国务院、国家版权局、工信部官网，财信证券

**每年常态化党政信创采购的市场空间或在十亿级别。**根据国家统计局数据，我国党政机关公务员与事业单位在编人员合计约4000万人，假设PC电脑换机周期为5年左右，办公软件配置率80%左右，则每年办公软件常态化采购需求为640万套左右；根据公司招股说明书数据，2016-2019年的WPS Office标准化产品数量授权价格约为300元/套左右，考虑到信创降价的影响，假设稳态价格为200元/套（40元/套/年）。测算得到每年常态化党政信创采购的市场空间或在十亿级别。

表 6：机构授权市场空间测算

|           | 人数 (万) | 办公软件配置率 | 办公软件数量 (套) | 单价 (元/套/年) | 空间 (万) |
|-----------|--------|---------|------------|------------|--------|
| 党政机关+事业单位 | 4000   | 80%     | 3200       | 40         | 128000 |

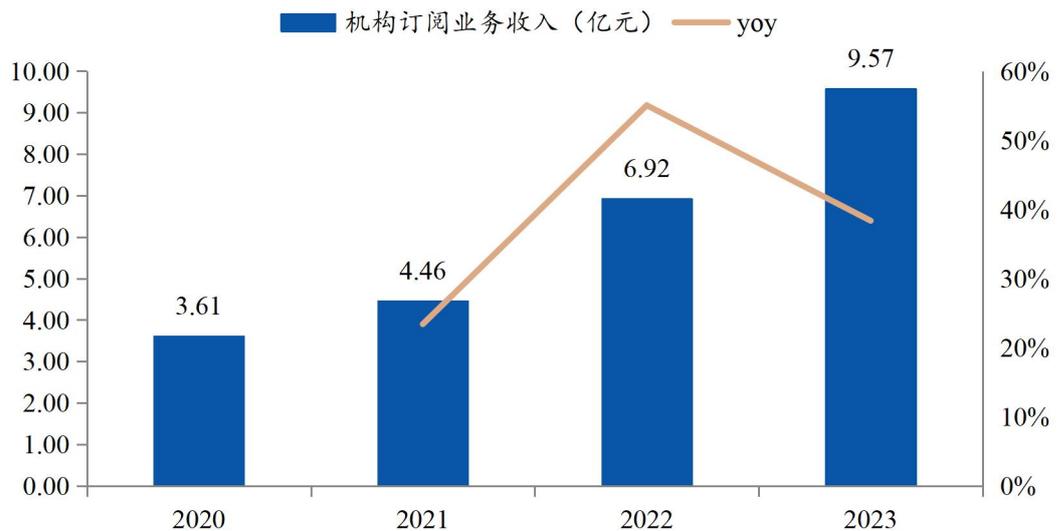
资料来源：国家统计局，公司招股说明书，财信证券

### 3.2 机构订阅

#### 3.2.1 基本情况：业绩高速增长，发布全新 WPS 365

机构订阅业务快速增长，有望成为业绩增长新动力。机构订阅业务目前主要有两种模式：1) 面向国央企的行业信创需求，提供私有化或混合云形态的年场地（类订阅）模式；面向中小企业，提供基于 SaaS 服务的公有云订阅模式。与传统的授权模式相比其优势在于：1) 订阅模式下公司能够持续地、有针对性地根据客户需求定制服务，可以获得更稳定且可持续的现金流；2) 客户可以享受与软件配套的一系列针对客户自身的定制化服务以及减轻企业一次性支付大笔授权费用的负担，产品选择和费用支付更加灵活。2023 年全年公司机构订阅业务收入达到 9.57 亿元，同比增长 38.36%，收入占比达到 21.01%。此外，公司在 2023 年股权激励计划中首次将机构订阅业务收入增速纳入考核指标，要求 2023-2025 年复合增速不低于 25%，彰显公司对机构订阅业务的发展决心。

图 35：2020-2023 年公司机构订阅业务收入



资料来源：公司财报，财信证券

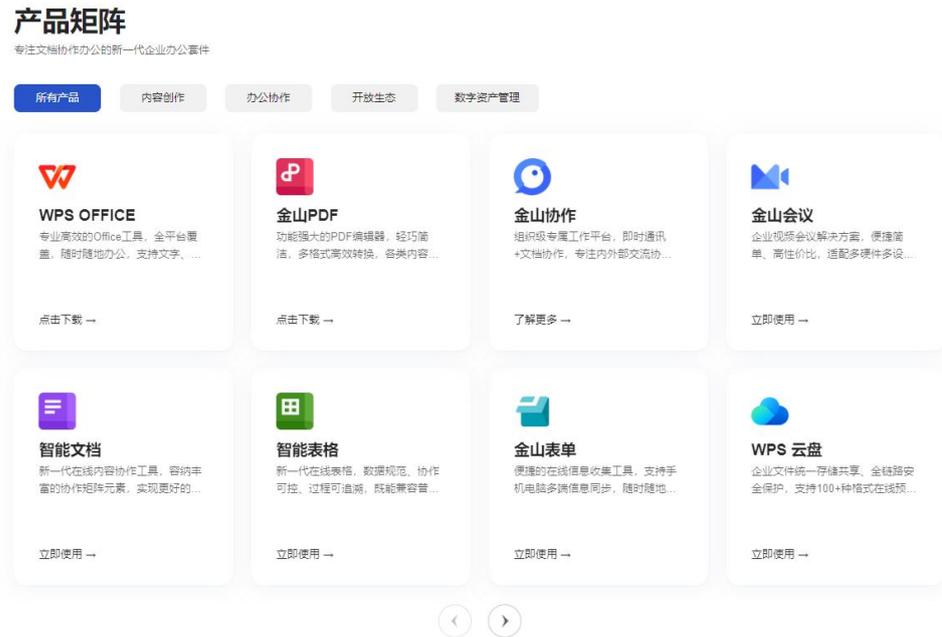
注：2021 年开始公司统一机构订阅统计口径，2020 年数据反推得到

持续推进政企端云与协作办公，探索 WPS AI 政企端落地方案。在年场地授权（类订阅模式）方面，公司持续推进政企端云一体化及协作办公进程，深入聚焦党政与头部国有及民营企业客户场景，面向金融、交通、能源、出版、等行业孵化出一批安全高效的行业通用解决方案，并不断复制灯塔案例广泛下沉，带动公司国内机构订阅及服务业务高速增长。截至 2023 年末，公司 WPS 365 已服务 17,000 余家头部政企客户，诸如云南、浙江等地党政客户，以及上交所、华夏银行、吉利、极氪、科大讯飞等知名企业客户，并形成标杆效应。同时，公司持续与头部客户探索 WPS AI 在政企办公场景落地可行方案，例如提供面向公文领域的 AIGC 生成、个性化知识库检索、数据智能分析等服务，

实现新质生产力在千行百业办公场景的切实落地。

**SaaS 领域收入增长显著。**在公有云 SaaS 方面，公司借助全新 WPS 365 持续引导客户使用云和协作应用，高效管理企业数字资产，加大力度与渠道合作伙伴拓展市场，通过端云一体文档不落地管控、表格在线应用灵活处理业务数据、文档开放能力赋能业务系统等亮点充分吸引客户，SaaS 企业用户活跃规模及付费粘性持续提升。2023 全年公有云 SaaS 收入实现快速增长，付费企业数同比增长 83%。

图 36: WPS 365 产品矩阵



资料来源: WPS 365 官网, 财信证券

**大力推行 WPS 教育版，塑造用户习惯。**2023 年，公司通过 WPS 365 校园行、数字校园直播课、校园 WPS 模板设计大赛、实践场景研讨、学校公众号推广、课程培训等多种线上/线下方式，显著提升了 WPS365 教育行业产品渗透率和活跃度。2023 年内 WPS 365 教育版已覆盖清华大学、上海交通大学、复旦大学、北京航空航天大学、西北工业大学、西安交通大学、四川大学、吉林大学等 30 余所高校，辐射师生 36 万余人。截至 2023 年底，公司累计覆盖 985/211 院校超过 130 家。

图 37: WPS 教育版功能及价格



资料来源: WPS 教育版官网, 财信证券

### 3.2.2 行业现状与竞争优势: 协同办公发展依旧强劲, 公司实现细分领域全覆盖

后疫情时代的协同办公发展的底层动力来源于生产力提升。新冠疫情是短期内为协同办公行业带来突破性增长的驱动力之一, 带来的刚性协同办公需求主要集中在模拟现场办公、远程沟通等场景。协同办公行业发展的底层动力在于经济水平、企业管理模式和互联网技术发展, 核心还是企业的经营需求和员工的工作需求, 协同办公产品的加速渗透是大势所趋, 后疫情时代的协同办公需求重心将会逐渐转移至提升企业经营效率和员工工作体验方面。目前协同办公产品已经可以满足远程沟通和一定程度上的团队协作需求, 但是在团队管理、业务内容传递、办公硬件设备统筹等方面仍有较大提升空间。根据艾瑞咨询数据, 疫情期间协同办公产品加速渗透, 截至 2022 年中国协同办公市场规模达到 607 亿元, 预计到 2025 年协同办公市场仍将保持 16%左右的复合增速增长。

图 38: 2017-2025 年中国协同办公市场规模



资料来源: 艾瑞咨询《2023 年中国信创产业研究报告》, 财信证券

协同办公行业主要有文档协同、企业网盘、项目协作、邮箱/表单、会议管理、合同管理等赛道，参与竞争的厂商主要有精耕于各细分领域的垂直领域厂商，比如文档协同领域的石墨文档、企业网盘领域的坚果云等；以及覆盖各项功能的综合型厂商，比如金山办公、阿里巴巴、字节跳动、泛微网络等。

图 39：协同办公行业产业图谱



资料来源：艾瑞咨询《中国协同办公行业研究报告》，财信证券

公司具备办公领域深厚 know-how，基本实现协同办公细分领域全覆盖。公司作为综合型协同办公厂商，与其他友商相比具备一些独特优势：1) 拥有办公软件领域深厚 know-how，积累了良好的用户与品牌生态；2) office 办公用户群体巨大，WPS 客户端先天拥有流量入口与渠道优势。目前金山办公的 WPS 365 通过自研与聚合其他垂直厂商产品的形式，已经基本实现了各个细分领域功能的全覆盖，比如在文档协同领域推出了金山文档，企业网盘领域推出了 WPS 云盘，项目协作领域推出了金山协作，会议管理领域推出了金山会议等。

图 40：WPS 365 企业应用排行榜



资料来源：WPS365 官网，财信证券

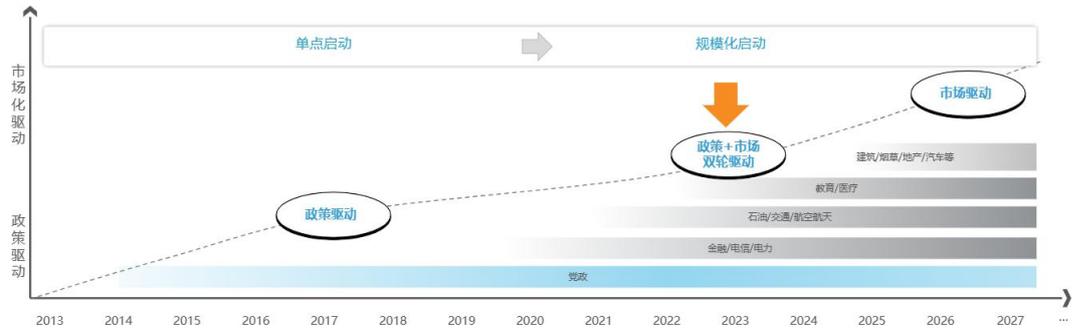
### 3.2.3 未来展望与空间测算：行业信创与数字办公需求长期旺盛，订阅价格支撑强韧

机构客户数量来看，下游客户行业信创与数字办公需求长期旺盛，增长空间巨大。

金融、电信等行业牵头行业信创，石油、交通等行业有望全面跟进。金融等关键基

础行业自 2019 年起也开始信创建设试点，对基础硬件、外围软件系统（包括办公软件）等非核心业务系统进行较高比例的信创产品升级；截至 2023 年，银行业头部大行基本完成外围系统信创，陆续进行核心系统的替换，持续引领其他中小型金融机构走向规模化应用。随着行业信创产品的日益成熟，行业信创建设将逐步在石油、交通、航空航天、汽车、烟草等更多行业领域展开，由局部采买转为全行业推广、常态化采购。

图 41：行业信创发展进程

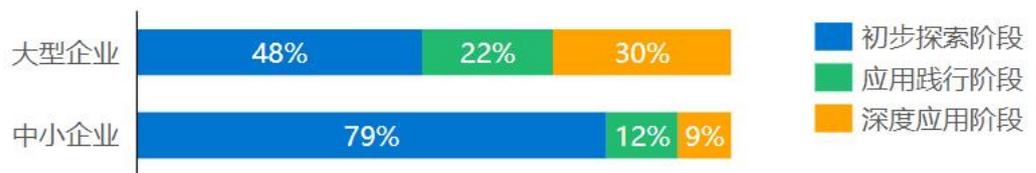


资料来源：亿欧智库《2023 信创产业新发展趋势报告及 100 强》，财信证券

企事业单位数字化程度仍然较低，数字办公与协同办公需求长期旺盛。根据中国电子技术标准化研究院的统计数据，截至 2022 年，仅有 30% 的大型企业进入了数字化转型的深度应用阶段；绝大部分的中小企业还停留在数字化转型的初步探索阶段，大部分企事业单位数字化转型提升空间仍然巨大。

此外，授权转订阅也是长期趋势。考虑到未来党政客户的数字化办公与增值服务需求将会进一步增强，且订阅方式存在功能丰富、定制化和灵活等优势，原先采取授权方式的客户转换为订阅方式将会是确定性的趋势。

图 42：大中小企业数字化转型水平对比



资料来源：中国电子技术标准化研究院，财信证券

订阅价格能否增长的关键取决于客户是否愿意选购更多的数字办公增值服务。根据 2022-10-27 公司机构调研信息，随着数字办公增值服务选购的增加，机构客户客单价显著上升，例如选购 WPS Office 的 Windows+Linux 双版本、WPS 文档中台等，相比于只选购单一版本 WPS Office 的客单价提升会在 50% 甚至 100% 以上。

未来企业对于除基础办公软件之外的数字办公增值服务需求或将会逐渐加大，公司 WPS 365 已基本覆盖了常见的数字办公增值服务，有望支撑机构订阅价格保持上升趋势。

截至 2023 年末，公司已累计与 400 多家生态伙伴涉及 1400 多款产品完成兼容性互认证，通过自研+合作的方式实现了覆盖协同办公、邮件、网盘、OA、合同、门户、浏览器、AI 等多个领域的产品适配。

年场地授权价格方面：根据草根调研数据，Windows/Linux 单版本 WPS Office 价格约为 100 元/人/年，数科 OFD 阅读器价格约为 50 元/人/年，WPS 云空间价格约为 50 元/人/年，WPS 文档中台价格约为 150 元/人/年。SaaS 公有云订阅价格方面：目前的订阅价格有 199、399、599 元/人/年等若干版本，每一版本对应不同体量、不同程度数字办公需求的企业；教育版存在一定优惠，有 19.9/299 元/人/年等若干版本。

图 43：WPS 365 (SaaS) 不同版本对应功能与价格



资料来源：WPS365 官网，财信证券

机构订阅潜在市场空间或在百亿级别。以微软为例，机构订阅收入是个人订阅收入的 7 倍左右 (FY24Q2 财报)。而金山办公的机构订阅收入只有个人订阅收入的 1/3，机构订阅业务仍然存在较大市场空间。机构订阅有三大核心客群：央国企、高校和民企。根据国家统计局数据，假设：1) 央国企职工为 6000 万人左右，其中金融、TMT 等行业的办公软件配置率为 80%，其余行业为 30%，价格参考 WPS Office Linux 版本+数科 OFD 阅读器约为 150 元/年左右 (若增配文档中台、云空间、WPS AI 等其他增值服务则付费空间翻倍以上)；2) 高校人数为 4000 万人左右，办公软件配置率为 80%左右，价格约为 20 元/年左右；3) 民营企业人数为 2 亿人左右，办公软件配置率为 20%左右，价格参考 SaaS 公有云订阅价格为 200 元/人左右。测算得到央国企行业信创的机构订阅潜在市场空间在 60 亿元/年以上，若加上民企市场则将达到百亿级别。

表 7：机构订阅市场空间测算

|                | 人数 (万) | 办公软件配置率 | 办公软件数量 (套) | 单价 (元/套/年) | 空间 (万)  |
|----------------|--------|---------|------------|------------|---------|
| 高校             | 4000   | 80%     | 3200       | 20         | 64000   |
| 央国企            | 6000   |         |            |            |         |
| ——金融           | 1500   | 80%     | 1200       | 200        | 240000  |
| ——ICT          | 600    | 80%     | 480        | 200        | 96000   |
| ——其他           | 3900   | 30%     | 1170       | 200        | 234000  |
| 民营企业           | 20000  | 20%     | 4000       | 200        | 800000  |
| 合计 (央国企+高校)    |        |         |            |            | 634000  |
| 合计 (央国企+高校+民企) |        |         |            |            | 1434000 |

资料来源：国家统计局，财信证券

## 4 WPS AI：商业化进程可期

2023 年 11 月 16 日，金山办公正式发布 WPS AI，面向全体用户陆续开放体验，核心功能包括文字/智能文档、表格/智能表格、PPT 演示组件等方面的 AI 能力。金山办公 CEO 章庆元表示，金山办公将 WPS AI 定位为“大语言模型的应用方”，锚定 AIGC（内容创作）、Copilot（智慧助理）、Insight（知识洞察）三个战略方向发展。

图 44：WPS AI 携三大核心功能正式发布



资料来源：WPS AI 官网，财信证券

WPS AI 目前开放功能完备，基本对标国际主流产品。目前开放的 AIGC（内容创作）类的功能包括 Word 中的文字 AI、智能文档 AIGC 等，Copilot（智慧助理）类功能包括 Excel 中的表格写公式、PPT 中的一键生成 PPT、智能表格写公式等；Insight（知识洞察）类功能包括 PDF 中的 PDF chat、智能表单数据洞察等。与国际主流产品 Office Copilot 相比，WPS AI 基本做到了功能类型全覆盖，功能易用性持平的水平，在 Excel 公式撰写等功能上达到领先水平。

表 8：WPS AI 目前开放功能汇总

| 端         | 能力   |
|-----------|--|
| Windows 端 | 文字 AI：<br>AIGC<br>chat<br>表格写公式<br>一键生成 PPT<br>PDFchat |
| Mac 端     | 文字 AIGC<br>表格写公式                                       |
| 移动端       | 文字 AI：<br>AIGC   |

金山文档网页端  
金山文档小程序/APP

chat  
智能文档 AIGC  
智能表格写公式  
智能文档 AIGC  
智能表单数据洞察

资料来源：WPS AI 官网，财信证券

图 45: Office Excel 中的 AI 功能

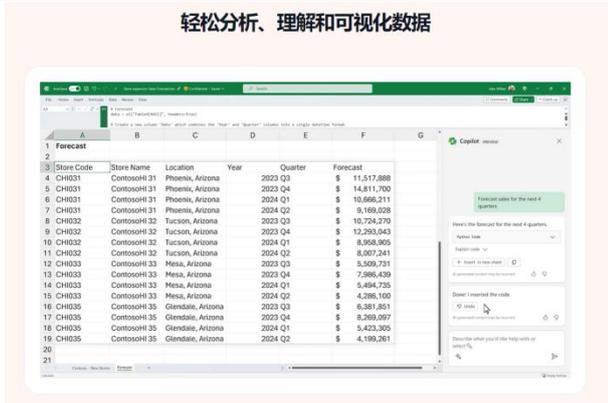


图 46: Office PPT 中的 AI 功能



资料来源：Microsoft Copilot 官网，财信证券

资料来源：Microsoft Copilot 官网，财信证券

**WPS AI 成本基本可控。**根据公司业绩说明会，WPS AI 的 AIGC 类功能主要通过百度、MiniMax、智谱 AI 等外部 AI 大模型厂商合作实现，根据 token 用量付费，而 Copilot 和 Insight 类功能主要通过公司自研实现，基于较小参数模型实现，整体算力成本可控。

**办公场景与 AI 产品天生契合。**从海外的经历来看，办公软件类 AI 产品与场景较为契合，市场接受程度较高，产品提价幅度明显。2024 年 1 月微软发布针对 C 端的 Copilot Pro，包含办公套件的 GPT 能力和自定义 Copilot 工具 GPT Builder，定价\$20/月，较个人版和家庭版（\$6.99/月和\$9.99/月）分别提价 185%和 100%；2023 年 9 月微软发布 B 端的 Office 365 Copilot，定价\$30/月，较 Microsoft 365 E3/E5/商业基础版/商业专业版（\$36/月、\$38/月、\$12.5/月和\$22/月）提价 78.9%至 240%。根据金山办公业绩说明会，公司也表示有大量政企端客户对于面向公文领域的 AIGC 生成、知识库检索、数据分析等 WPS AI 功能感兴趣。

**WPS AI 商业化进程可期。**根据公司《“提质增效重回报”行动方案的公告》，公司计划于 2024 年一季度内正式启动 WPS AI 商业化进程。再考虑到 Office Copilot 或因法律和合规因素短时间内无法全面进入中国，WPS AI 可以近乎垄断国产办公软件市场。在 WPS AI 正式商业化收费之后，其有望为公司旗下 C 端和 B 端的各类产品带来量与价上的显著提升。

## 5 盈利预测与估值

盈利预测核心假设（暂未考虑 WPS AI 收费影响）：

1) 个人订阅业务：预计 24-26 年 PC 端用户规模年均增长 9%/8%/7% 达到 2.89/3.12/3.34 亿人，PC 端付费率能够达到 14.2%/15.2%/16.4%，ARPPU 值达到 85/95/105

元，对应 24-26 年公司个人订阅收入达到 34.76/44.84/57.39 亿元，增速为 31%/29%/28%；

2) **机构订阅业务**：考虑到行业信创与数字办公需求长期旺盛，机构订阅业务仍有较大增长空间，预计 24-26 年机构订阅收入达到 13.40/18.77/26.27 亿元，同比增长 40%/40%/40%；

3) **机构授权业务**：虽然近两年信创节奏有所放缓，但不改最终节点，未来党政信创需求有望集中释放，授权业务收入将会迎来回暖，预计 24-26 年机构授权收入达到 7.53/8.66/9.96 亿元，同比增长+15%/+15%/+15%；

4) **互联网广告及其他业务**：自 2023 年底开始公司主动收缩并进而关停国内广告业务，短期内将对广告业务收入造成一定冲击，此外公司将提升海外产品能力和体验，海外业务收入将保持强劲增长，预计 24-26 年互联网广告及其他收入达到 1.44/1.80/2.25 亿元，同比增长+5%/+20%/+20%。

金山办公作为国产办公软件龙头，拥有核心竞争优势，个人与机构订阅市场空间辽阔，并且办公场景与 AI 产品天生契合，WPS AI 有望为公司产品带来体验与价值上的飞跃。我们预计公司 2024-2026 实现营业收入 58.75/75.93/98.02 亿元，同比增长 28.94%/29.25%/29.10%；归母净利润 16.42/21.25/27.79 亿元，同比增长 24.59%/29.43%/30.80%；对应当前价格的 PS 为 27/21/16 倍。参考 AI 产业链核心可比公司估值水平，给予公司 2024 年 30-32 倍 PS，对应合理市值区间 1762-1880 亿元。维持“买入”评级。

表 9：可比公司估值表

| 股票代码      | 公司名称 | 最新价    | 总市值 (亿元) | 销售收入(亿元) |        |       | 市销率 (PS) |       |       |
|-----------|------|--------|----------|----------|--------|-------|----------|-------|-------|
|           |      |        |          | 2024E    | 2025E  | 2026E | 2024E    | 2025E | 2026E |
| 301269.SZ | 华大九天 | 85.74  | 465.52   | 14.51    | 19.27  | -     | 32.09    | 24.16 | -     |
| 300033.SZ | 同花顺  | 143.78 | 772.96   | 42.00    | 48.87  | 53.50 | 18.40    | 15.82 | 14.45 |
| 688256.SH | 寒武纪  | 181.31 | 755.33   | 15.28    | 24.43  | -     | 49.44    | 30.92 | -     |
| 688041.SH | 海光信息 | 80.12  | 1862.26  | 84.20    | 111.97 | -     | 22.12    | 16.63 | -     |
|           | 平均值  |        |          |          |        |       | 30.51    | 21.88 | -     |
| 688111.SH | 金山办公 | 329.74 | 1522.80  | 57.16    | 74.10  | 95.92 | 26.64    | 20.55 | 15.88 |

资料来源：ifind（除金山办公外均为 3 月 22 日 ifind 一致预期），财信证券

## 6 风险提示

公司产品功能及体验不及预期风险；

办公软件行业竞争加剧风险；

信创节奏不及预期风险；

AI 产品商业化落地进程不确定风险；

AI 大模型技术研发迭代不确定风险。

| 报表预测(单位:亿元)       |              |              |              |              |              | 财务和估值数据摘要     |              |              |              |              |              |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 利润表               | 2022A        | 2023A        | 2024E        | 2025E        | 2026E        | 主要指标          | 2022A        | 2023A        | 2024E        | 2025E        | 2026E        |
| 营业收入              | 38.85        | 45.56        | 58.75        | 75.93        | 98.02        | 营业收入          | 38.85        | 45.56        | 58.75        | 75.93        | 98.02        |
| 减: 营业成本           | 5.83         | 6.70         | 8.51         | 10.72        | 13.44        | 增长率(%)        | 18.44        | 17.27        | 28.94        | 29.25        | 29.10        |
| 营业税金及附加           | 0.35         | 0.37         | 0.54         | 0.70         | 0.91         | 归属母公司股东净利润    | 11.18        | 13.18        | 16.42        | 21.25        | 27.79        |
| 营业费用              | 8.18         | 9.67         | 12.34        | 15.57        | 19.60        | 增长率(%)        | 7.33         | 17.92        | 24.59        | 29.43        | 30.80        |
| 管理费用              | 3.92         | 4.44         | 5.58         | 7.02         | 8.82         | 每股收益(EPS)     | 2.42         | 2.85         | 3.55         | 4.60         | 6.02         |
| 研发费用              | 13.31        | 14.72        | 18.50        | 23.54        | 29.90        | 每股股利(DPS)     | 0.73         | 0.00         | 0.72         | 0.94         | 1.23         |
| 财务费用              | -0.13        | -0.95        | -0.16        | -0.26        | -0.34        | 每股经营现金流       | 3.37         | 4.36         | 8.05         | 5.10         | 6.83         |
| 减值损失              | -0.25        | -0.23        | -0.19        | -0.24        | -0.31        | 销售毛利率         | 0.85         | 0.85         | 0.86         | 0.86         | 0.86         |
| 加: 投资收益           | 3.39         | 2.19         | 2.55         | 2.55         | 2.55         | 销售净利率         | 0.29         | 0.29         | 0.28         | 0.28         | 0.29         |
| 公允价值变动损益          | -0.30        | -0.03        | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 净资产收益率(ROE)   | 0.13         | 0.13         | 0.15         | 0.16         | 0.18         |
| 其他经营损益            | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 投入资本回报率(ROIC) | 1.32         | 0.48         | 0.26         | 0.44         | 0.51         |
| <b>营业利润</b>       | 11.97        | 14.01        | 17.52        | 22.67        | 29.66        | 市盈率(P/E)      | 136.26       | 115.56       | 92.75        | 71.67        | 54.79        |
| 加: 其他非经营损益        | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 市净率(P/B)      | 17.45        | 15.31        | 13.53        | 11.76        | 10.04        |
| <b>利润总额</b>       | 11.98        | 13.90        | 17.52        | 22.67        | 29.66        | 股息率(分红/股价)    | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| 减: 所得税            | 0.67         | 0.75         | 0.90         | 1.17         | 1.53         | <b>主要财务指标</b> | <b>2022A</b> | <b>2023A</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> |
| <b>净利润</b>        | 11.31        | 13.14        | 16.61        | 21.50        | 28.12        | 收益率           |              |              |              |              |              |
| 减: 少数股东损益         | 0.13         | -0.03        | 0.20         | 0.25         | 0.33         | 毛利率           | 85.00%       | 85.30%       | 85.51%       | 85.88%       | 86.29%       |
| <b>归属母公司股东净利润</b> | 11.18        | 13.18        | 16.42        | 21.25        | 27.79        | 三费/销售收入       | 31.48%       | 33.07%       | 30.78%       | 30.09%       | 29.35%       |
| <b>资产负债表</b>      | <b>2022A</b> | <b>2023A</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> | EBIT/销售收入     | 30.51%       | 28.42%       | 29.54%       | 29.52%       | 29.90%       |
| 货币资金              | 70.15        | 34.78        | 68.94        | 88.49        | 114.67       | EBITDA/销售收入   | 32.65%       | 30.19%       | 31.19%       | 31.47%       | 32.18%       |
| 交易性金融资产           | 11.92        | 25.71        | 25.71        | 25.71        | 25.71        | 销售净利率         | 29.11%       | 28.85%       | 28.28%       | 28.32%       | 28.69%       |
| 应收和预付款项           | 5.30         | 5.93         | 7.86         | 10.16        | 13.12        | 资产获利率         |              |              |              |              |              |
| 其他应收款(合计)         | 0.27         | 0.50         | 0.57         | 0.73         | 0.94         | ROE           | 12.81%       | 13.25%       | 14.59%       | 16.41%       | 18.33%       |
| 存货                | 0.01         | 0.01         | 0.03         | 0.03         | 0.04         | ROA           | 9.27%        | 9.43%        | 10.10%       | 11.12%       | 12.18%       |
| 其他流动资产            | 10.10        | 34.54        | 20.04        | 25.90        | 33.43        | ROIC          | 132.11%      | 48.24%       | 26.31%       | 44.12%       | 51.20%       |
| 长期股权投资            | 4.44         | 10.94        | 11.25        | 11.56        | 11.87        | <b>资本结构</b>   |              |              |              |              |              |
| 金融资产投资            | 0.47         | 0.42         | 0.42         | 0.42         | 0.42         | 资产负债率         | 27.03%       | 28.30%       | 30.20%       | 31.66%       | 32.89%       |
| 投资性房地产            | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 投资资本/总资产      | 21.19%       | 44.72%       | 29.61%       | 28.38%       | 26.95%       |
| 固定资产和在建工程         | 3.10         | 3.88         | 4.95         | 5.62         | 5.42         | 带息债务/总负债      | 2.13%        | 1.05%        | 0.73%        | 0.46%        | 0.24%        |
| 无形资产和开发支出         | 2.87         | 2.72         | 2.71         | 2.69         | 2.66         | 流动比率          | 3.55         | 3.22         | 2.99         | 2.87         | 2.79         |
| 其他非流动资产           | 11.94        | 20.32        | 20.09        | 19.85        | 19.85        | 速动比率          | 3.18         | 2.11         | 2.50         | 2.37         | 2.29         |
| <b>资产总计</b>       | 120.58       | 139.74       | 162.55       | 191.16       | 228.13       | 股利支付率         | 30.13%       | 0.00%        | 20.37%       | 20.37%       | 20.37%       |
| 短期借款              | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 收益留存率         | 69.87%       | 100.00%      | 79.63%       | 79.63%       | 79.63%       |
| 交易性金融负债           | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | <b>资产管理效率</b> |              |              |              |              |              |
| 应付和预收款项           | 8.44         | 10.91        | 13.48        | 16.97        | 21.28        | 总资产周转率        | 0.32         | 0.33         | 0.36         | 0.40         | 0.43         |
| 长期借款              | 0.69         | 0.42         | 0.36         | 0.28         | 0.18         | 固定资产周转率       | 20.50        | 32.57        | 29.99        | 26.07        | 20.42        |
| 其他负债              | 23.46        | 28.22        | 35.25        | 43.27        | 53.57        | 应收账款周转率       | 7.79         | 8.01         | 7.91         | 7.91         | 7.91         |
| <b>负债合计</b>       | 32.59        | 39.54        | 49.08        | 60.53        | 75.04        | 存货周转率         | 503.39       | 474.13       | 317.63       | 317.63       | 317.63       |
| 股本                | 4.61         | 4.62         | 4.62         | 4.62         | 4.62         | <b>估值指标</b>   | <b>2022A</b> | <b>2023A</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> |
| 资本公积              | 49.42        | 51.78        | 51.78        | 51.78        | 51.78        | EBIT          | 11.85        | 12.95        | 17.35        | 22.41        | 29.31        |
| 留存收益              | 33.21        | 43.09        | 56.17        | 73.08        | 95.22        | EBITDA        | 12.69        | 13.75        | 18.32        | 23.89        | 31.54        |
| <b>归属母公司股东权益</b>  | 87.24        | 99.49        | 112.56       | 129.48       | 151.61       | NOPLAT        | 11.47        | 12.33        | 16.44        | 21.24        | 27.78        |
| 少数股东权益            | 0.74         | 0.71         | 0.90         | 1.16         | 1.49         | 归母净利润         | 11.18        | 13.18        | 16.42        | 21.25        | 27.79        |
| 股东权益合计            | 87.98        | 100.20       | 113.46       | 130.64       | 153.10       | EPS           | 2.42         | 2.85         | 3.55         | 4.60         | 6.02         |
| <b>负债和股东权益合计</b>  | 120.58       | 139.74       | 162.55       | 191.16       | 228.13       | BPS           | 18.89        | 21.54        | 24.37        | 28.04        | 32.83        |
| <b>现金流量表</b>      | <b>2022A</b> | <b>2023A</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> | PE            | 136.26       | 115.56       | 92.75        | 71.67        | 54.79        |
| 经营性现金净流量          | 15.56        | 20.13        | 37.16        | 23.57        | 31.56        | PEG           | 18.60        | 6.45         | 3.77         | 2.44         | 1.78         |
| 投资性现金净流量          | 45.02        | -52.10       | 0.23         | 0.13         | 0.03         | PB            | 17.45        | 15.31        | 13.53        | 11.76        | 10.04        |
| 筹资性现金净流量          | -3.54        | -3.85        | -3.24        | -4.15        | -5.42        | PS            | 39.20        | 33.42        | 25.92        | 20.06        | 15.54        |
| 现金流量净额            | 57.15        | -35.83       | 34.15        | 19.56        | 26.18        | PCF           | 97.87        | 75.63        | 40.98        | 64.61        | 48.25        |

资料来源: 财信证券, iFinD

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

| 类别     | 投资评级 | 评级说明                          |
|--------|------|-------------------------------|
| 股票投资评级 | 买入   | 投资收益率超越沪深 300 指数 15%以上        |
|        | 增持   | 投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%  |
|        | 持有   | 投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%  |
|        | 卖出   | 投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上        |
| 行业投资评级 | 领先大市 | 行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5%以上       |
|        | 同步大市 | 行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5% |
|        | 落后大市 | 行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5%以上       |

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438