

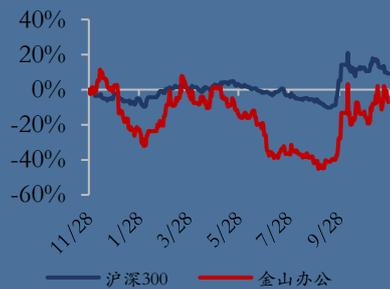


Research and
Development Center

金山办公：AI+协同办公，打开民企数 百亿收入空间

— 金山办公（688111.SH）跟踪报告

庞倩倩 计算机行业首席
分析师
S1500522110006
pangqianqian@cindasc.com

证券研究报告
公司研究
跟踪报告
金山办公 (688111. SH)
投资评级 **买入**
上次评级 **买入**


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	295.2
52 周内股价	167.18-368
波动区间 (元)	
最近一月涨跌幅 (%)	-3.33%
总股本 (亿股)	462.53
流通 A 股比例 (%)	100%
总市值 (亿元)	1365.38

资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金隅大厦 B 座

邮编: 100031

AI+协同办公，打开民企数百亿收入空间

2024 年 11 月 29 日

本期内容提要:

- ◆ **公司正快速打开民企市场空间，预计民企潜在的收入空间为 149.9-449.7 亿/年。**从客户结构来看，以往公司的主攻方向是国央企+政府以及 C 端个人用户。近两年，公司积极拓展民企市场，今年取得了良好成效。公司产品对于民企具备吸引力：**在价格方面**，公司产品相对于微软、飞书等具有更高的性价比，可降低数字化建设成本；**在产品功能上**，将内容创作工具和协同办公相结合，通过融合 AI 提升办公效率。随着公司产品力提高以及深化布局，我们预计机构业务在民企有较大渗透空间。根据我们 20-60% 的渗透率假设，民企潜在付费用户数为 3953-11859 万/年，未来客单价按 399 元/年（公司商业版本中间一档售价）计算，民企潜在的收入空间为 157.7-473.2 亿/年。
- ◆ **信创助力国产办公软件快速发展，预计国内机构业务潜在空间约 205.02 亿元/年。**公司正在将面向政府、国央企的单独产品的端授权业务逐步扩展为金山数字办公平台的订阅业务，而金山数字办公平台由于提供更多增值服务有望使客户提高付费额，这意味着未来央企国企客户付费额度或将有很大提升空间。党政+行业信创市场预期远期付费用户数为 5145.75 万/年，未来客单价按 399 元/年（公司商业版本中间一档售价）计算，远期合计有望带来约 205.02 亿/年的收入。
- ◆ **C 端用户付费率持续提升，预计个人业务端潜在收入空间 109.71 亿/年。**截至 2024 年上半年，公司个人用户付费渗透率达 14%（PC 端渗透率），累计年度付费用户数达 3815 万人。公司 2023 PC 端月活数量为 2.65 亿，假设付费率为 30%，对应的付费用户数为 7950 万/年，未来客单价为 138 元/年（公司消费者版本的中间一档售价），预计个人订阅部分收入远期有望达到 109.71 亿元/年。
- ◆ **总收入空间：**目前公司民企贡献收入占比快速提升，预计在未来相关政策的完善以及公司的产品力不断提高的背景下，民企的付费意愿有望不断提高，我们预设**在谨慎、中性、乐观三种条件下**，民企的付费率有望达到**20%，40%，60%**。在这三种假设下，公司所能达到的年收入空间为**465 亿元、615 亿元、764 亿元**。目前公司净利率为 30%（2024H1 年达 29.92%）左右的水平，而随着公司订阅业务向 SaaS 模式转型战略的推进，销售费用有望降低，净利率有望进一步提高，我们预计未来有望能达到**35%**的水平；所以我们预估公司在三种收入假设下对应的净利润有望达到**162.6 亿元、215.1 亿元、267.6 亿元**。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**维持买入评级，我们认为，公司是国内办公软件的龙头厂商，在信创的催化和公司的个人用户数量、付费渗透率、产品单价不断提高的背景下，公司正快速打开民企市场空间，业绩有望继续保持快速增长，预计**2024-2026 年 EPS 为 3.31/4.17/5.30 元，对应 PE 为 89.20、70.80、55.65 倍。**
- ◆ **风险因素：****1. 下游需求风险：**个人订阅用户数量达瓶颈，增长不及预期；若企业客户受环境影响经营不理想，数字化建设的预算下滑，市场需求会进一步受影响。**2. 政策风险：**信创政策推进进展不及预期，党政机关和国央企信息化预算不足，公司相关订单数量受影响而下滑。**3. 本文对信创业务、C 端及 B 端业务等空间测算是基于一定前提假设，存在假设条件不成立、市场发展不及预期等因素导致测算结果偏差。**

主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	3,885	4,556	5,266	6,605	8,389
增长率 YoY %	18.4%	17.3%	15.6%	25.4%	27.0%
归属母公司净利润(百万元)	1,118	1,318	1,531	1,929	2,453
增长率 YoY%	7.3%	17.9%	16.2%	26.0%	27.2%
毛利率(%)	85.0%	85.3%	85.3%	85.3%	85.2%
ROE(%)	12.8%	13.2%	13.6%	15.0%	16.3%
EPS(摊薄)(元)	2.42	2.85	3.31	4.17	5.30
市盈率 P/E (倍)	122.18	103.62	89.20	70.80	55.65
市净率 P/B (倍)	15.65	13.72	12.15	10.59	9.10

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 11 月 28 日收盘价

目 录

核心观点	5
1.1 凭借产品及价格优势，公司正快速打开民企市场空间	6
1.2 借鉴微软：民企有望打开百亿远期空间	7
1.3 信创助力国产办公软件快速发展，国内机构业务潜在空间约 205 亿元/年	10
1.4 C 端付费率持续提升，预计 C 端潜在空间为 109.71 亿元/年	13
1.5 总收入空间	15

表 目 录

表 1：不同付费率假设下，民企收入空间测算	9
表 2：信创市场远期收入空间测算	11
表 3：测算的公司净利润（亿元/年）	15

图 目 录

图 1：基础办公软件用户规模	6
图 2：协同办公市场规模（亿元）	6
图 3：公司个人业务和机构业务占比	7
图 4：公司个人业务和机构业务营收（万元）	7
图 5：Office 商业版和消费版收入（百万美元）	7
图 6：Office 商业版和消费版收入占比	7
图 7：office 365 企业用户雇员人数规模分布	8
图 8：office 365 企业用户收入规模分布（百万美元）	8
图 9：中国信创产业市场规模数据（亿元）	10
图 10：中国信创应用软件市场规模（亿元）	10
图 11：国有单位分行业就业人数（万人）	11
图 12：公司个人累计年度付费会员数量（万）	13
图 13：WPS Office 付费渗透率（PC 端）	13
图 14：用户平均每天使用 WPS Office 的时长	14
图 15：国内主流互联网 APP 付费渗透率（2021）	14

核心观点

1. 凭借产品及价格优势，公司正快速打开民企市场空间。从客户结构来看，以往公司的主攻方向是国央企+政府以及 C 端个人用户。近两年，公司积极拓展民企市场，今年取得了良好成效，前三季度地方国企、民企贡献收入占比快速提升，公司正快速打开民企市场空间。公司产品对于民企具备吸引力：**在价格方面**，公司产品相对于微软、飞书等具有更高的性价比，可降低数字化建设成本；**在产品功能上**，将内容创作工具和协同办公相结合，通过融合 AI 提升办公效率。

预计民企潜在收入空间 149.9-449.7 亿。微软的收入结构中，B 端用户占比超 80%，主要客户以小微企业为主，小微企业约占 B 端用户的 87%；而公司的机构业务收入占比不足 50%，其中又以国央企为主，随着公司产品力提高以及深化布局，我们预计机构业务在民企有较大渗透空间，根据我们 20-60%的渗透率假设，**潜在付费用户数为 3757-11271 万/年，未来客单价按 399 元/年（公司商业版本中间一档售价）计算**，民企潜在的收入空间为 **149.9-449.7 亿/年**。随着公司产品服务升级以及相关法律法规的完善，有望提高民企的付费意愿。

2. 信创助力国产办公软件快速发展，预计国内机构业务潜在空间约 205.02 亿元/年。伴随政企单位 IT 系统底层硬件和基础软件国产替代渗透率快速提升，对适配国产软硬件系统的办公软件更新换代需求将进一步释放；且公司正在推进产品端授权业务向金山办公数字平台订阅业务转型，而金山数字办公平台由于提供更多增值服务有望使客户提高付费额，这意味着未来央企国企客户付费额度或将有很大提升空间。**党政+行业信创市场预期远期付费用户数为 5145.75 万/年，未来客单价按 399 元/年（公司商业版本中间一档售价）计算，远期合计有望带来约 205.02 亿/年的收入。**

3. C 端用户付费率持续提升，预计个人业务端潜在收入空间 109.71 亿/年。自公司上市以来，公司的个人付费用户数量以及付费渗透率呈现稳步上升的趋势；截至 2024 年上半年，公司个人用户付费渗透率达 14%（PC 端渗透率），累计年度付费用户数达 3815 万人。另外，2024 年公司发布的 WPS AI 2.0 个人端在 AI 写作助手、AI 阅读助手、AI 数据助手、AI 设计助手进行革新。2024 年第三季度，公司国内个人订阅业务同比增长 17.24%，AI 个人端功能客户接受度高，有力促进用户粘性和付费转化提升。公司 **2023 PC 端月活数量为 2.65 亿，假设付费率为 30%，对应的付费用户数为 7950 万/年，未来客单价按 138 元/年（公司消费者版本的中间一档售价）计算，预计个人订阅部分收入远期有望达到 109.71 亿元/年。**

4. 总收入空间：我们预设谨慎、中性、乐观三种条件下，民企的渗透率有望达到 20%，40%，60%。在这三种假设下，**公司所能达到的年收入空间为 465 亿元、615 亿元、764 亿元。**目前公司净利率为 30%（2024H1 年达 29.92%）左右的水平，而随着公司订阅业务向 SaaS 模式转型战略的推进，销售费用有望降低，净利率有望进一步提高，我们预计未来有望能达到 35%的水平；**所以我们预估公司在三种收入假设下对应的远期净利润有望达到 162.6 亿元、215.1 亿元、267.6 亿元。**

1.1 凭借产品及价格优势，公司正快速打开民企市场空间

小结：凭借产品及价格优势，公司正快速打开民企市场空间。从客户结构来看，以往公司的主攻方向是国央企+政府以及 C 端个人用户。近两年，公司积极拓展民企市场，今年取得了良好成效，前三季度地方国企、民企贡献收入占比快速提升，公司有望逐步打开民企市场空间。公司产品对于民企具备吸引力：在价格方面，公司产品相对于微软、飞书等具有更高的性价比，可降低数字化建设成本；在产品功能上，将内容创作工具和协同办公相结合，通过融合 AI 提升办公效率。

从客户结构来看，以往公司的主攻方向是国央企+政府以及 C 端个人用户。随着数字经济发展和企业数字化转型不断深入，公司积极布局民营企业。2022 年 8 月，公司在重庆设立“金山办公中小企业全国总部”，打造中小企业数字化转型应用平台；2024 年公司与全时推出 WPS 365 企业成长版，旨在为中小微企业提供全协同办公方案。

公司依托销售价格以及产品功能优势，开拓民企市场。**价格端：**公司产品相对于微软、飞书等具有更高的性价比，价格更加实惠；例如 WPS 365 成长版面向中小微企业提供特价专属服务，降低数字化建设成本。**产品端：**功能整体更加完善，一站式办公协同；既包含 WPS Office 套装、云文档、表单等内容创作工具，也包含业务及时通讯、会议等协同软件，融合 AI 提升协同办公效率。在两方面优势推动下，2024 年前三季度地方国企、民企贡献收入占比快速提升，我们预计未来民企收入空间开阔。

在疫情短暂刺激以及政策的持续推动下，办公软件的应用场景有望愈发成熟，市场普及程度有望持续加深。根据共研网的数据，2023 年中国办公软件市场规模达 442.5 亿元，较 2022 年同比增长 10.2%。分产品功能来看，2022 年中国基础办公软件市场规模达 131.8 亿元，协同办公软件规模达 217.28 亿元，占比总营收约 54.1%。另外，大模型与人工智能技术的融合革新了办公软件功能特性，根据共研网的数据，2019 年至 2023 年 AI+办公软件市场规模从 6.86 亿元增至 131.03 亿元，年复合增长率为 109.09%。

公司的 WPS Office 在协同办公市场占有领先地位，截至 2024 年前三季度 WPS Office PC 应用端月活（月独立设备数量）达 2.77 亿。

图 1：基础办公软件用户规模



资料来源：中商情报网，信达证券研发中心

图 2：协同办公市场规模（亿元）



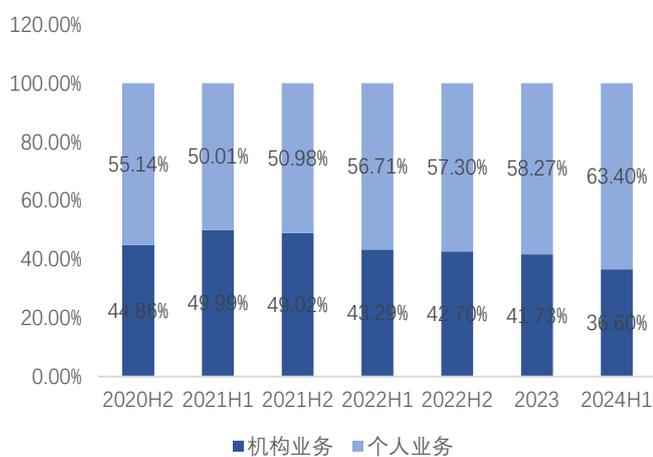
资料来源：艾媒咨询，信达证券研发中心

1.2 借鉴微软：民企有望打开百亿远期空间

小结：预计民企潜在收入空间 149.9-449.7 亿。微软的收入结构中，B 端用户占比超 80%，主要客户以小微企业为主，小微企业约占 B 端用户的 87%；而公司的机构业务收入占比不足 50%，其中又以国央企为主，随着公司产品力提高以及深化布局，我们预计机构业务在民企有较大渗透空间，根据我们 20-60% 的渗透率假设，民企潜在的收入空间为 149.9-449.7 亿/年。随着公司产品服务升级以及相关法律法规的完善有望提高民企的付费意愿。

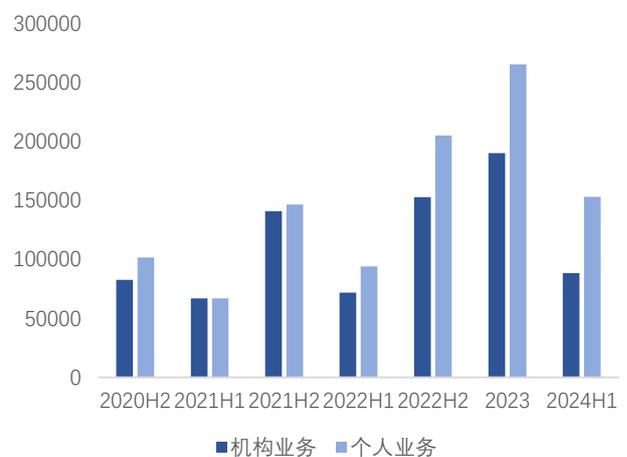
参考微软的收入结构，目前公司机构业务端所贡献的收入比例仍有很大提升空间。在公司的营业收入中，C 端用户所贡献的比例最大：2023 公司个人业务贡献 58.27% 的总收入，即机构业务仅占比 41.73%。而微软则是机构业务占比相对更大，其 2022 披露的年报显示，Office 商业版（B 端用户）贡献收入约 373 亿美元，Office 消费版（C 端用户）收入约 57 亿美元，商业版整体贡献占比约 87%。

图 3：公司个人业务和机构业务占比



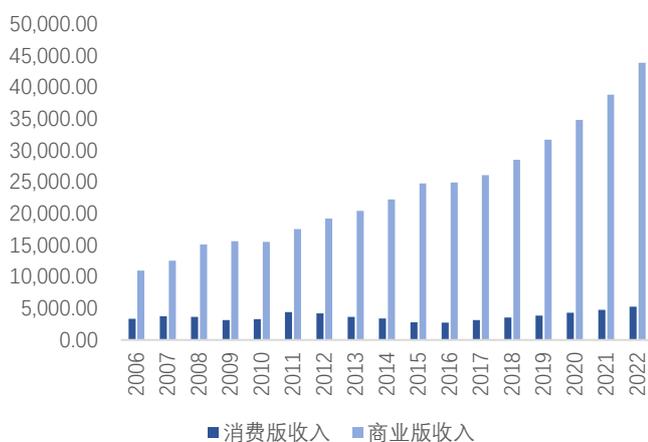
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 4：公司个人业务和机构业务营收（万元）



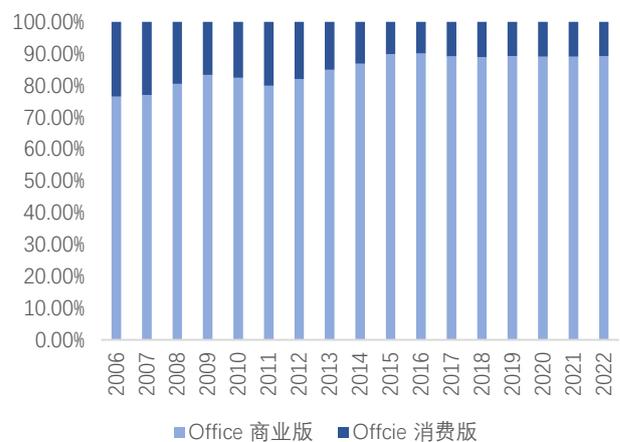
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 5：Office 商业版和消费版收入（百万美元）



资料来源：微软公司公告，信达证券研发中心

图 6：Office 商业版和消费版收入占比

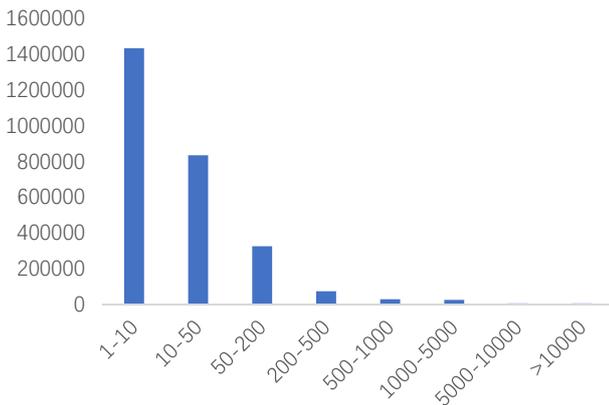


资料来源：微软公司公告，信达证券研发中心

此外，Office 365 企业版的订阅用户大部分都是由小微企业构成。根据 enlyft 的调研，在微软 Office 365 的企业订阅用户中，74%的企业雇员人数小于 50 人，仅 7%的企业员工数量超过 1000 人；而在企业订阅用户中，66%的企业年收入在 1000 万美元以下。中小企业对 Office 365 的收入贡献可观。

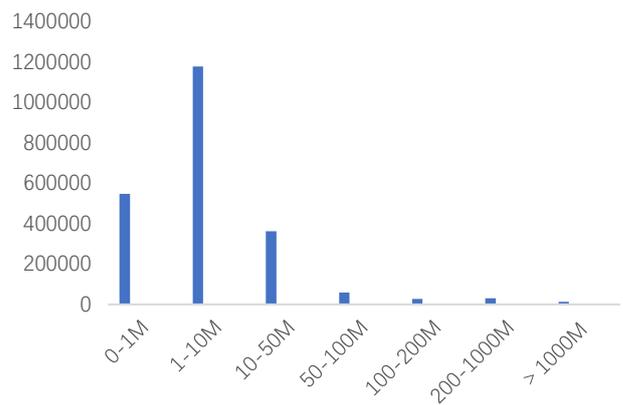
从 Office 365 的订阅用户结构中可以发现，大多数企业规模都属于小微企业，根据美国 SBA (Small Business Administration, 小企业管理局) 的定义，小微企业在美国指雇员数量不超过 500 人的企业，其比例约占 87%。

图 7: office 365 企业用户雇员人数规模分布



资料来源: enlyft, 信达证券研发中心

图 8: office 365 企业用户收入规模分布 (百万美元)



资料来源: enlyft, 信达证券研发中心

公司目前在民企市场开拓上取得较大进展，主推的 WPS 365 对标微软的 M365，在民企客户中接受度很高。从产品层面上讲，WPS 365 的功能和产品体系例如 Office 端产品、云文档以及协作类产品、AI 功能上更加完善；在价格方面，公司相比于微软和飞书等竞争对手性价比更高。在两方面优势推动下，2024 年前三季度地方国企、民企贡献收入占比快速提升。我们预计在未来相关政策的完善以及公司的产品力不断提高的背景下，民企收入未来会成为公司 B 端收入的重要组成部分。

国内存量 PC 测算:根据观知海内信息网预计 2021-2024 年国内年均 PC 出货量 7431.75 万台，PC 使用寿命按平均 7 年来算，存量在使用 PC 约为 $7431.75 \times 7 = 52022$ 万台。

存量商用 PC 数量:根据观知海内信息网预计 2021-2024 年国内商用 PC 出货量占国内 PC 出货量的比例约为 46%，则存量商用 PC 数量约为 $52022 \times 46\% = 23930$ 万台。商用 PC 中，我们测算的信创 PC 数量约为 5145 万台（测算过程见本文信创章节），则民用 PC 数量约为 $23930 - 5145 = 18785$ 万台。

客单价按公司企业版三档收费价格的中间档 399 计算。

远期付费率分别按 20%、40%、60%假设，对应的付费数分别为 3757、7514、11271 万/年。对应的收入空间分别为 149.9、299.8、449.7 亿元/年。

表 1：不同付费率假设下，民企收入空间测算

付费率假设	远期付费用户数	远期收入
谨慎假设（20%）	3757 万/年	149.9 亿元/年
中性假设（40%）	7514 万/年	299.8 亿元/年
乐观假设（60%）	11271 万/年	449.7 亿元/年

资料来源：信达证券研发中心整理

1.3 信创助力国产办公软件快速发展，国内机构业务潜在空间约 205 亿元/年

小结：根据艾媒咨询数据，预计 2023 年中国信创产业市场规模达 20962 亿元，2027 年预计可达 37011 亿元。公司产品具有出色的兼容性（WPS Office for Linux 版本能够适配国产操作系统）、成熟的办公安全技术水平，并且在央企中的渗透率处于较高水平，随着信创要求逐渐下沉区县党政机关以及在各行业全面推进，公司有望持续受益。**经我们测算，党政+行业信创市场远期合计有望带来约 205.02 亿/年的收入。**

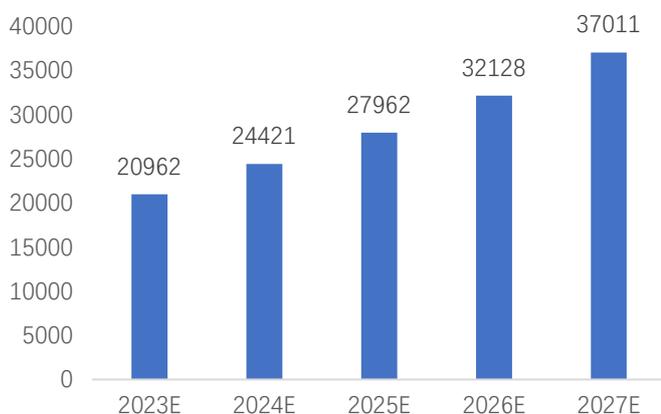
根据中国软件行业协会数据显示，在相关细分市场内，2022 年中国信创应用软件市场（办公软件属于应用软件的范畴）规模达 5944.4 亿元，预计 2025 年达到近 1.5 万亿元。

为适应客户的安全可靠需求，公司自主研发的 **WPS Office Linux 版本已经全面支持国产整机平台**（如：龙芯、飞腾、兆芯、申威等芯片）和国产操作系统；另外，公司针对私有化客户业务推出全新一代底座架构，该架构全面适配信创及 X86 体系。在 WPS Office 端产品方面，公司信创版本产品不断迭代改进，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%

近些年依托更完善的产品体系 **WPS 365**，公司发力公有云市场的民企、国企领域，引导机构客户逐步从年场地向年账号模式转型。2019 年，国内 96 家央企中，公司所服务的客户已达 82 家，比例达 **85.41%**；特别在金融行业，全国五大国有商业银行均为公司客户，在 12 家全国性股份制商业银行中，公司所服务的客户已达 11 家，比例达 **91.67%**。**截至 2024 年上半年，公司 WPS 365 已服务超过 18,000 家头部政企客户。公司目前的央企客户大多都以场地授权模式购买公司产品，我们预计公司未来会将单独产品的端授权业务逐步扩展为金山数字办公平台的订阅业务，而金山数字办公平台由于提供更多增值服务有望使客户提高付费额，这意味着未来央企客户付费额度或将有很大提升空间。**

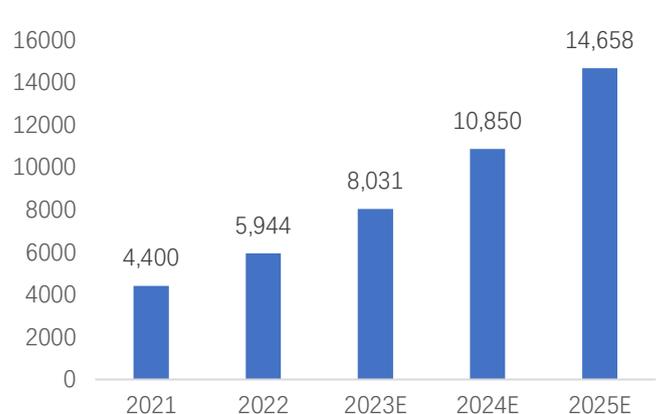
在**公有云服务市场**，公司借助数字办公平台全套产品不同阶梯版本，持续引导政企客户高频使用云和协作应用，企业用户活跃度及付费粘性持续提升。2022 年，公有云 SaaS 订阅服务在期付费企业数同比增长 51%，付费企业续约率超 70%，金额续费率超 100%，带动公有云领域相关收入同比增长超 100%。2023 年公有云付费企业数同比增长 83%。

图 9：中国信创产业市场规模数据（亿元）



资料来源：艾媒咨询，信达证券研发中心

图 10：中国信创应用软件市场规模（亿元）



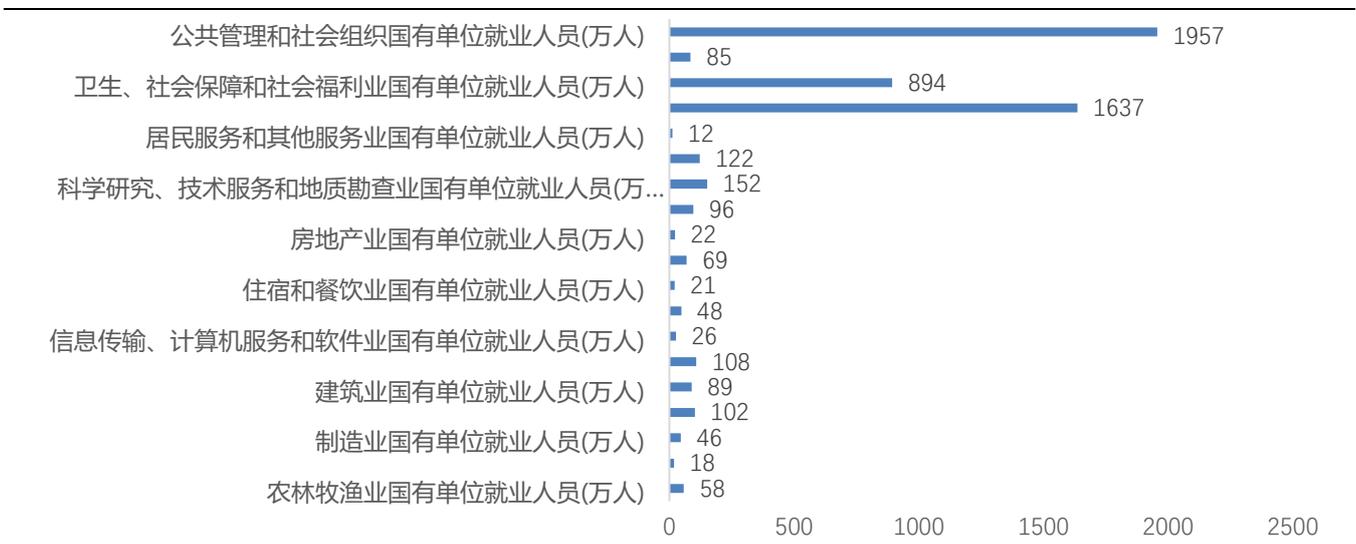
资料来源：中国软件协会，前瞻产业研究院，信达证券研发中心

随着公司逐渐将机构授权业务向机构订阅业务转移,即由原来一次性收取授权费用模式转化为每年支付订阅费用模式,再加上信创要求逐渐下沉区县党政机关以及在各行业全面推进,我们预计公司未来有望实现可观且稳定的信创收入。经我们测算,党政+行业信创市场远期合计有望带来约 205.02 亿/年的收入。

根据对公共管理和社会组织行业的定义,其包含 6 个大类单位:中国共产党机关,国家机关,人民政协、民主党派,社会保障组织,群众团体、社会团体和其他成员组织,基层群众自治组织及其他组织;这部分单位组织比较符合国家所要求进行信创改造的党政机关的定义,目前有 1957 万人。而目前公司对于这部分党政机构开展的业务中以年场地授权为主,公司未来会将单独产品的端授权业务逐步扩展为金山数字办公平台的订阅业务,而金山数字办公平台由于提供更多增值服务有望使客户提高付费额,这意味着未来央国企客户付费额度或将有很大提升空间。根据国家要求,信创布局将从党政机关逐渐渗透到重点行业,在党政信创中,规定是电子公文先行,OA 先替换,为办公软件的国产化替代打下良好基础;我们预计信创替换未来在各行业推进后,也会保持相同的要求。

党政+行业信创市场远期合计有望带来约 205.02 亿/年的收入。测算过程:党政机关人数按 1957 万计算,金融行业也是未来信创改造的重点方向,根据国家统计局的调研,金融行业从业人员 2020 年末达 859 万人,假设两个行业 PC 端渗透率为 90%;而在除金融外的行业中,对于人数比较多的行业,如教育、医疗,我们分别按照 80%、30%的 PC 渗透率进行计算;其他的行业则按 50%的渗透率进行计算。客单价按 399 元/年计算(公司企业版的中间一档售价),最后远期合计有望带来约 205.02 亿/年的收入。

图 11: 国有单位分行业就业人数(万人)



资料来源:国家统计局,信达证券研发中心

表 2: 信创市场远期收入空间测算

	人数	PC 渗透率假设	远期付费用户数	远期收入
公共管理和社会组织	1957 万	90%	1761.3 万/年	70.28 亿元/年

金融	859 万	90%	773.1 万/年	30.85 亿元/年
电力、热力、燃气及水生产和供应业	380 万	50%	190 万/年	7.58 亿元/年
电信	96.7 万	50%	48.35 万/年	1.93 亿元/年
石油	93.4 万	50%	46.7 万/年	1.86 亿元/年
交通	812 万	50%	406 万/年	16.20 亿元/年
航空航天	60 万	50%	30 万/年	1.2 亿元/年
医疗	1052 万	30%	315.6 万/年	12.59 亿元/年
教育	1959 万	80%	1567.2 万/年	62.53 亿元/年
合计			5145.75 万/年	205.02 亿元/年

资料来源：国家统计局，wind，信达证券研发中心

1.4 C 端付费率持续提升，预计 C 端潜在空间为 109.71 亿元/年

自公司上市以来，公司的个人付费用户数量以及付费渗透率呈现稳步上升的趋势；截至 2024 年上半年，公司个人用户付费渗透率达 14%（PC 端渗透率），累计年度付费用户数达 3815 万人。2024 年公司推出全新会员体系，包含超级会员、AI 会员以及融合二者权益的大会员，个人用户的付费转化率与客单价不断提升，AI 会员和大会员年度付费用户合计超百万。

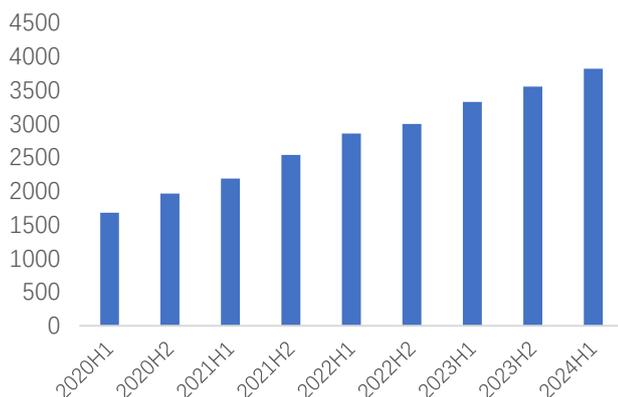
另外，2024 年公司发布的 WPS AI 2.0 个人端在 AI 写作助手、AI 阅读助手、AI 数据助手、AI 设计助手进行革新。2024 年第三季度，公司国内个人订阅业务同比增长 17.24%，AI 个人端功能客户接受度高，有力促进用户粘性和付费转化提升。

经我们测算，公司个人业务端未来有望达到 109.71 亿元/年；公司 2023 全年个人订阅业务收入 26.53 亿元，和测算的上限空间相比仍有较大差距，后期随着公司客单价、用户数量的提升以及 AI 个人端功能不断更新，未来收入空间有望持续提高。

如果以国内主流音视频 APP 的付费渗透率作为参考，视频 APP 付费渗透率 20% 以上，音乐 APP 渗透率 10% 以上；作为生产工具，WPS Office 的付费渗透率理论上会高于娱乐软件；我们预计公司个人用户端达到 30% 的渗透率。而据艾瑞咨询的调研，30.6% 的 PC 端用户平均每日停留时间在 3 小时以上，这部分用户是未来付费意愿较强的群体，比例上也符合我们的理论假设。

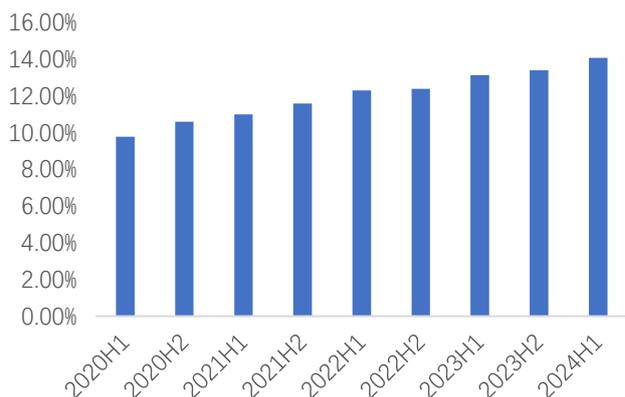
公司 2023 PC 端月活数量为 2.65 亿，假设付费率为 30%，对应的付费用户数为 7950 万/年，未来客单价为 138 元/年（公司消费者版本的中间一档售价），预计个人订阅部分收入远期有望达到 109.71 亿元/年。

图 12：公司个人累计年度付费会员数量（万）

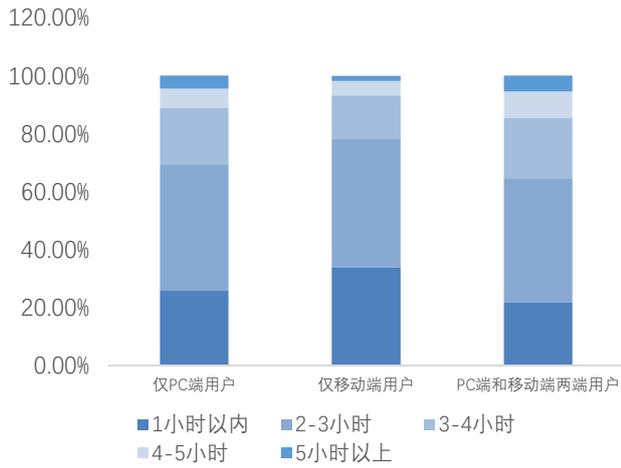


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

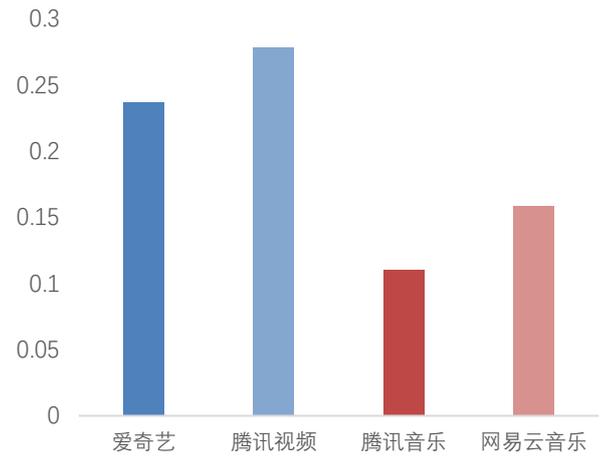
图 13：WPS Office 付费渗透率（PC 端）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 14：用户平均每天使用 WPS Office 的时长


资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

图 15：国内主流互联网 APP 付费渗透率（2021）


资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

1.5 总收入空间

根据 1.2-1.4 的测算结果，我们对公司民企、央国企信创客户、C 端客户三部分的收入进行了汇总；目前公司民企贡献收入占比快速提升，预计在未来相关政策的完善以及公司的产品力不断提高的背景下，民企的付费意愿有望不断提高，我们预设谨慎、中性、乐观三种条件下，民企的付费率有望达到 20%，40%，60%。在这三种假设下，公司所能达到的年收入空间为 465 亿元、615 亿元、764 亿元。目前公司净利率为 30%（2024H1 年达 29.92%）左右的水平，而随着公司订阅业务向 SaaS 模式转型战略的推进，销售费用有望降低，净利率有望进一步提高，我们假设未来有望能达到 35% 的水平；所以我们预估公司在三种收入假设下对应的净利润有望达到 162.6 亿元、215.1 亿元、267.6 亿元。

表 3：测算的公司净利润（亿元/年）

民企付费率	合计收入（亿元）	35%净利润对应的利润（亿元）
20%	464.63	162.62
40%	614.53	215.09
60%	764.43	267.55

资料来源：信达证券研发中心

注：测算潜在总收入空间，C 端、信创、民企收入端均取区间上限

风险因素：

1.下游需求风险：个人订阅用户数量达瓶颈，增长不及预期；若企业客户受环境影响经营不理想，数字化建设的预算下滑，市场需求会进一步受影响。**2.政策风险：**信创政策推进进展不及预期，党政机关和国央企信息化预算不足，公司相关订单数量受影响而下滑。3.本文对信创业务、C 端及 B 端业务等空间测算是基于一定前提假设，存在假设条件不成立、市场发展不及预期等因素导致测算结果偏差。

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	9,775	10,147	11,424	13,113	15,257
货币资金	7,015	3,478	5,003	6,348	8,067
应收票据	3	2	4	5	9
应收账款	497	567	662	953	1,377
预付账款	28	22	31	39	47
存货	1	1	2	3	3
其他	2,231	6,076	5,722	5,765	5,754
非流动资产	2,282	3,827	4,309	4,812	5,351
长期股权投资	444	1,094	1,504	1,964	2,471
固定资产(合计)	82	69	97	109	113
无形资产	102	87	78	65	53
其他	1,654	2,577	2,630	2,673	2,715
资产总计	12,058	13,974	15,733	17,924	20,608
流动负债	2,750	3,154	3,629	4,169	4,732
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	306	453	509	650	730
其他	2,444	2,700	3,120	3,519	4,002
非流动负债	509	801	788	788	788
长期借款	0	0	0	0	0
其他	509	801	788	788	788
负债合计	3,259	3,954	4,418	4,957	5,520
少数股东权益	74	71	74	76	79
归属母公司股东权益	8,724	9,949	11,242	12,891	15,009
负债和股东权益	12,058	13,974	15,733	17,924	20,608

重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	3,885	4,556	5,266	6,605	8,389
同比(%)	18.4%	17.3%	15.6%	25.4%	27.0%
归属母公司净利润	1,118	1,318	1,531	1,929	2,453
同比(%)	7.3%	17.9%	16.2%	26.0%	27.2%
毛利率(%)	85.0%	85.3%	85.3%	85.3%	85.2%
ROE(%)	12.8%	13.2%	13.6%	15.0%	16.3%
EPS(摊薄)(元)	2.42	2.85	3.31	4.17	5.30
P/E	122.18	103.62	89.20	70.80	55.65
P/B	15.65	13.72	12.15	10.59	9.10
EV/EBITDA	111.60	117.30	98.16	74.80	57.38

利润表

单位：百万元

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	3,885	4,556	5,266	6,605	8,389
营业成本	583	670	774	971	1,243
营业税金及附加	35	37	63	71	94
销售费用	818	967	1,085	1,354	1,707
管理费用	392	444	516	634	789
研发费用	1,331	1,472	1,790	2,213	2,793
财务费用	-13	-95	-50	-73	-93
减值损失合计	-27	-7	0	0	0
投资净收益	339	219	350	350	400
其他	146	129	184	244	327
营业利润	1,197	1,401	1,622	2,030	2,584
营业外收支	2	-11	2	2	2
利润总额	1,198	1,390	1,623	2,031	2,586
所得税	67	75	89	102	129
净利润	1,131	1,314	1,534	1,930	2,456
少数股东损益	13	-3	4	1	3
归属母公司净利润	1,118	1,318	1,531	1,929	2,453
EBITDA	1,031	1,216	1,341	1,741	2,240
EPS(当年)(元)	2.42	2.86	3.31	4.17	5.30

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,603	2,058	1,820	1,911	2,344
净利润	1,131	1,314	1,534	1,930	2,456
折旧摊销	130	125	119	135	149
财务费用	10	9	2	2	2
投资损失	-339	-219	-350	-350	-400
营运资金变动	607	807	516	196	138
其它	64	21	-2	-2	-2
投资活动现金流	4,502	-5,210	-42	-285	-287
资本支出	-176	-166	-188	-175	-180
长期投资	4,444	-5,171	-203	-460	-507
其他	233	127	349	350	400
筹资活动现金流	-354	-385	-253	-281	-338
吸收投资	10	22	221	300	400
借款	0	0	0	0	0
支付利息或股息	-323	-337	-462	-581	-738
现金净增加额	5,762	-3,539	1,525	1,345	1,719

研究团队简介

庞倩倩，计算机行业首席分析师，华南理工大学管理学硕士。曾就职于华创证券、广发证券，2022 年加入信达证券研究开发中心。在广发证券期间，所在团队 21 年取得：新财富第四名、金牛奖最佳行业分析师第二名、水晶球第二名、新浪金麒麟最佳分析师第一名、上证报最佳分析师第一名、21 世纪金牌分析师第一名。

傅晓焱，计算机行业分析师，上海外国语大学硕士，2024 年加入信达证券研究所，主要覆盖信创、AI 算力等领域。

姜佳明，计算机行业研究员，南安普顿大学经济学硕士，2024 年加入信达证券研究所，主要覆盖工业软件、智能驾驶等领域。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。