

投资评级长期 (首次)

金山办公 688111.SH

当前股价: 134.3元
2019年11月28日

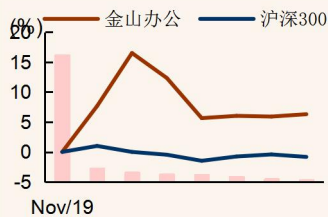
办公星辰大海，金山无远弗届

基础数据

上证综指	2903
总股本(万股)	46100
已上市流通股(万股)	6664
总市值(亿元)	619
流通市值(亿元)	90
每股净资产(MRQ)	3.1
ROE(TTM)	21.7
资产负债率	28.2%
主要股东	金山办公应用软件有
主要股东持股比例	52.71%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	193	193	193
相对表现	193	186	169



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

刘泽晶

010-57601795
liuzejing@cmschina.com.cn
S1090516040001

刘玉萍

liuyuping@cmschina.com.cn
S1090518120002

WPS 抓住移动终端机遇重新确立国民办公软件地位,已成长为国内软件云转型领军者。它不仅是云计算变革软件产业的典型缩影,也映射出协同办公这一率先互联网化的 B 端领域广阔的发展前景。

□ **金山办公登陆科创, 扛起国产 SaaS 大旗。**金山办公创立 30 余载, 在 DOS 时代横空出世, 经历过 Windows 时代的无人问津, 在移动互联网时代重新崛起, 而今登陆资本市场。除了对国产自主软件创业者筚路蓝缕的致敬, 我们更应该看到云计算给软件产业带来的机遇, 势不可挡的 SaaS 趋势, 以及协同办公这一率先互联网化的 B 端产业。海外有微软凭借云及办公生态重新焕发成长活力, 回归全球市值之首, 敢与巨头比肩的金山抓住移动终端机遇后, 个人订阅一路飙升, 云观测指标及财务特征堪称 A 股 SaaS 典范, 在移动化、协同化、智能化的办公领域继续它星辰大海的征途。

□ **C 端初具网络效应, B 端自主可控开疆拓土。**WPS 轻量化、跨多平台终端的协作性以及丰富本土化增值服务的辅助性已经成为用户青睐的重要因素, C 端订阅进入付费率和 ARPU 值双升的优良态势。目前公司订阅服务以直销为主, 移动支付来自于微信的比例远高于支付宝, 我们认为这是 WPS Office 已具备一定网络效应的佐证。国内办公软件潜在付费人群过亿, 我们预估 C 端订阅业务空间超过 20 亿元/年。B 端授权业务有望随自主可控的推进, 在公务员、事业单位编制人员以及央企国企市场实现约 200 亿元的空间。

□ **办公软件边界拓展, 金山何止千亿?**云协作是办公软件确立的发展趋势, 创业黑马 Slack 快速崛起, 众多互联网企业纷纷入局, 微软从互联网发展之初布局至今的 SharePoint、OneDrive、Teams 等再次让它的生态立于不败之地。从个人跨平台的协作到团队云端协作, 再到跨应用的协作, 微软以 Office 为基础将办公软件的生态和空间不断延伸。WPS 已经迈出集成性及跨应用协作的步伐, 在更有利的国内市场环境下, C 端 ARPU 值仍存广阔的提升空间。

□ **盈利预测及估值。**预计 19-21 年 EPS 为 0.73/1.41/2.02 元, 国产软件 SaaS 领军者, 自主可控核心标的, C 端协作办公前景广阔, 订阅数及 ARPU 值有望延续双升态势。首次覆盖, 参考海外高成长 SaaS 公司估值, 给予 25-30 倍 PS 估值。

□ **风险提示:** 订阅用户增长不及预期; B 端拓展不达预期; 市场竞争加剧风险。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	753	1130	1666	2535	3480
同比增长	39%	50%	47%	52%	37%
营业利润(百万元)	216	338	367	696	989
同比增长	148%	57%	9%	90%	42%
净利润(百万元)	214	311	338	651	929
同比增长	65%	45%	9%	92%	43%
每股收益(元)	0.60	0.86	0.73	1.41	2.02
PE	225.6	155.6	182.9	95.1	66.6
PB	46.5	40.7	31.1	24.3	18.9

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、最具自主可控性的国产 SaaS 龙头.....	5
1、国民办公软件，云转型先锋.....	5
1.1 功能不止于 Office，内容生态初涉 Adobe.....	5
1.2 订阅转型观测指标突出.....	6
2、个人订阅助财务靓眼，高研发保障领先.....	7
3、雷军实控，员工高持股比例.....	10
二、移动+协作，开辟办公蓝海.....	10
1、百亿办公市场，国产触手可及.....	10
1.1 办公潜在付费人群过亿.....	10
1.2 最强自主可控性应用.....	12
2、移动协同办公，助推订阅及 ARPU.....	12
2.1 移动办公促进订阅增长.....	12
2.2 协同办公延伸办公软件边界.....	14
三、WPS 舍我其谁.....	17
1、敢与海外巨头比肩.....	17
1.1 移动端切入角力巨头.....	17
1.2 性价比及内容见长于微软.....	20
2、国内一枝独秀.....	23
3、强化云协作，征途星辰大海.....	24
四、空间测算及投资建议.....	25
1、业务空间测算.....	25
1.1 基于订阅模式测算 C 端市场.....	26
1.2 基于数量授权模式测算 B 端市场.....	26
2、盈利预测及估值.....	27

图表目录

图 1：公司服务矩阵图及丰富模板素材.....	5
图 2：WPS 已具备部分 Adobe 功能：PDF 应用&图片设计.....	6
图 3：金山办公主要产品月活数及付费月活数（万个）.....	6

图 4: 金山办公订阅服务收入快速增长, 占比已近半.....	7
图 5: WPS 产品付费用户转化率一路攀升.....	7
图 6: 稻壳儿产品付费用户转化率一路攀升.....	7
图 7: 公司营业收入增长持续上升.....	8
图 8: 公司归母净利润大幅改善.....	8
图 9: 办公服务订阅已替代互联网广告成为公司业绩主力.....	8
图 10: 公司预收账款(亿元)保持快速增长.....	9
图 11: 经营性净现金流(亿元)一直超出利润水平.....	9
图 12: 公司研发投入比例保持高位.....	9
图 13: 2018 年公司技术人员比例超过 70%.....	9
图 14: 公司股权结构.....	10
图 15: 国内基础办公软件市场规模将突破百亿大关.....	11
图 16: 国内办公软件用户数达到 6.55 亿.....	11
图 17: iUserTracker-2017 年 1 月-12 月办公软件月均覆盖人数稳定在 5.3 亿人左右.....	11
图 18: WPS 用户使用频次统计(总样本数为 2065).....	11
图 19: 我国自主可控 IT 架构.....	12
图 20: WPS 在重点领域已经有了很好的客户基础.....	12
图 21: WPS 用户占国内办公用户总规模比例持续提升.....	12
图 22: 我国手机网民规模及占比不断提升.....	13
图 23: 移动端 WPS 使用主要场景统计.....	13
图 24: 移动互联网典型细分行业付费用户占比.....	14
图 25: WPS 总结的办公软件技术迭代周期的四个阶段.....	14
图 25: 微软的协作发展之路.....	15
图 26: 微软的主要协作类产品.....	15
图 27: Slack 集成各应用软件实现协同办公.....	16
图 28: Slack 与微软近年竞争态势.....	16
图 29: 2016 年与 2018 年企业聊天应用市占率: 微软 Teams 快速崛起.....	16
图 30: Slack 上市以来股价走势.....	17
图 31: 同期微软股价走势.....	17
图 31: WPS、MS Office 在中国发展历史节点对比.....	17
图 33: 2019 年 11 月易观千帆 APP 指数-月度独立设备数.....	18

图 34: WPS Office 移动版支持各种主流智能手机及移动平板设备.....	18
图 35: 移动端软件预装为 WPS 贡献 1/3 以上激活数量.....	19
图 36: 华为手机内置 WPS 可实现对文档的稳定查看、编辑审阅以及分享.....	19
图 37: 用户选择使用 WPS 的主要原因及目的.....	20
图 38: 用户心目中 WPS Office 的重要产品功能和核心价值.....	20
图 39: 国产 Office 基本情况对比.....	23
图 40: WPS+云办公解决方案实现一站式云办公服务.....	24
图 41: WPS 推动会议、安全等跨应用协作.....	25
图 42: 公司上市募资加强 WPS 云化、智能化及国际化.....	25
图 43: 政府采购中心办公软件价格.....	27
表 1: 金山办公主要产品及功能介绍.....	5
表 2: 公司三大业务及盈利模式.....	8
表 3: WPS 个人会员拉动办公服务订阅快速增长.....	9
表 4: WPS、微软 Office、Google Docs 产品细节对比.....	20
表 5: WPS、微软 Office 价格及服务对比.....	21
表 6: WPS 在云端跨平台协作共享方面技术全球领先.....	22
表 7: WPS、永中 Office、中标普华 Office 产品细节对比.....	23
表 8: 金山办公个人订阅业务销售情况.....	26
表 9: 公司未来三年盈利预测表.....	27
表 10: 估值对比表.....	28
附: 财务预测表.....	29

一、最具自主可控性的国产 SaaS 龙头

能与微软 Office 同场竞技的国产办公软件。金山办公深耕办公软件领域 31 年，研发并运营的 WPS 系列办公软件是我国自主知识产权的民族软件代表。从移动端切入快速从微软 office 手中抢占客群，云协作办公趋势下凭借本土个性化增值服务驱动 ARPU 值的提升，WPS 正成长为我国最具竞争力的 SaaS 应用。

1、国民办公软件，云转型先锋

1.1 功能不止于 Office，内容生态初涉 Adobe

办公三件套+PDF 阅读，支持几乎所有操作系统平台。金山办公的产品包括 WPS 及金山词霸：WPS Office 产品除了包含办公三件套（文字、表格、演示）之外，还包括 PDF 阅读工具软件，支持 Windows、MacOS、Linux、Android、iOS 等主流操作系统平台；金山词霸是一款以中英互译为主的电子词典及在线翻译软件。

表 1：金山办公主要产品及功能介绍

产品	功能	
WPS Office	WPS 文字	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	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	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	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。
金山词霸	以中英互译为主的电子词典及在线翻译软件，涵盖数量众多的权威词典，真人发音模拟朗读，支持多语种文章翻译，支持屏幕取词	

资料来源：招股说明书、招商证券

本土化增值内容满足个性需求，集成性拓宽成长赛道。WPS 高度兼容 Office 的同时拥有丰富的特色功能，除了云文档实现多平台协作以及应用中心个性化选择之外，稻壳模板内丰富多样的素材可满足不同办公人群及新媒体需要。WPS 还具备很好的集成性，针对组织级客户提供成熟的二次开发平台及对象模型，能够在政府和企业客户的 OA、ERP 及其他应用系统中进行集成应用，这会是 WPS 保持长期生命力的一个重要因素。

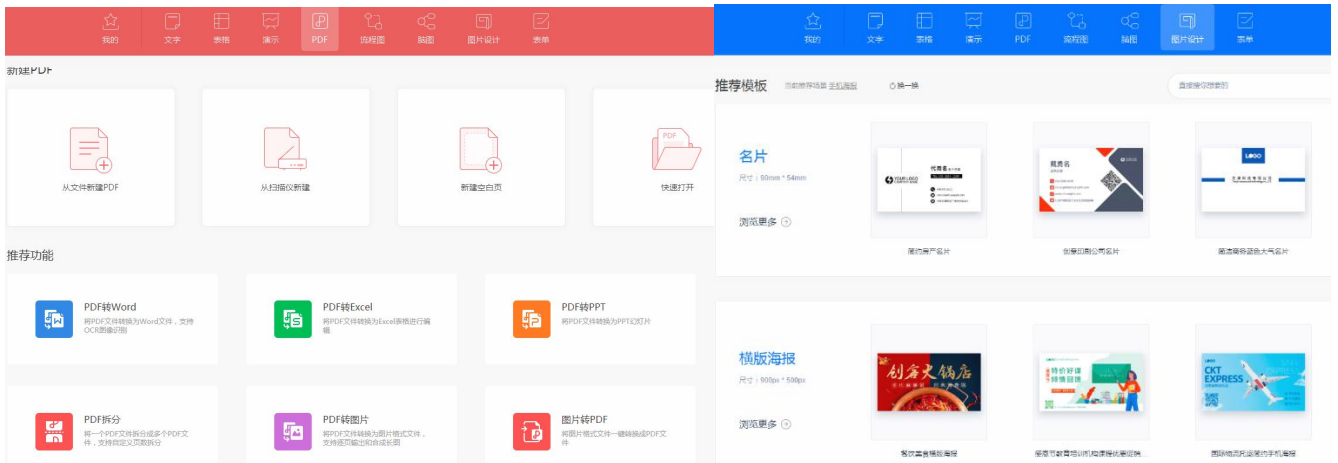
图 1：公司服务矩阵图及丰富模板素材



资料来源：招股说明书、WPS、招商证券

内容生态建设涉及部分类 Adobe 功能。创意设计类软件商 Adobe 因为成功的订阅转型近几年来一直是资本市场的明星，它在数字媒体、数字营销软件服务方面引领全球。WPS 内置的 PDF 除了阅读编辑之外，还具备成熟的转换拼拆等功能，图片设计内海量的功能模板已经能满足大部分非顶级专业人士的营销和设计需求。在国内软件产业格局形势下，我们认为 WPS 的发展空间将远不止于基础办公 Office。

图 2: WPS 已具备部分类 Adobe 功能: PDF 应用&图片设计

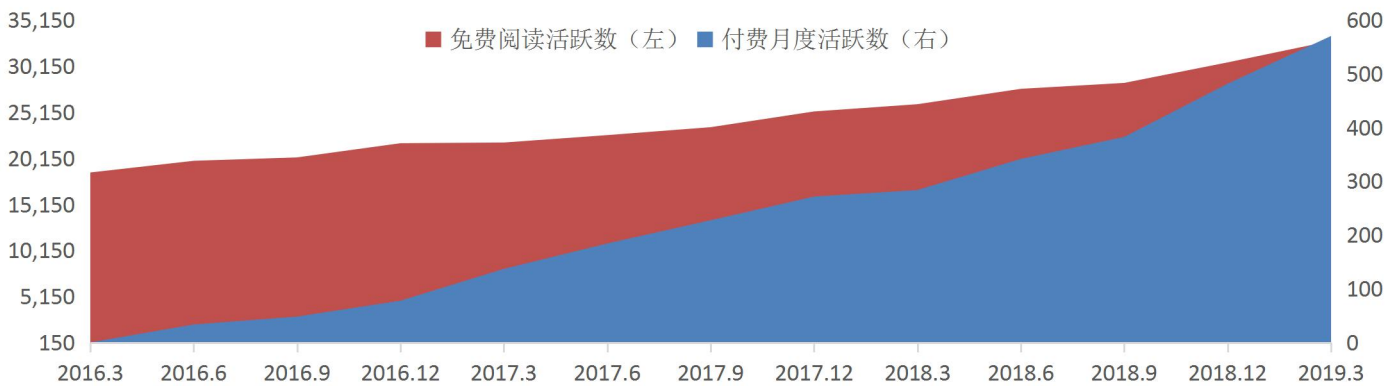


资料来源：WPS、招商证券

1.2 订阅转型观测指标突出

月活用户数及 ARPU 值快速提升。从 2012 年大力转云开始，WPS 的用户数快速增长，订阅服务也已经成为公司最强的增长驱动力。金山办公的订阅服务目前仍以 WPS 个人会员为主，活跃用户数、付费月活以及 ARPU 值这些订阅转型重点指标过去几年都呈现持续增长的良好发展态势。截至 2019 年 3 月，WPS 月活用户数达到 3.29 亿，其中 WPS Office 桌面版月活超过 1.32 亿，移动版月活超过 1.87 亿，付费月活为 569.9 万。

图 3: 金山办公主要产品月活数及付费月活数 (万个)



资料来源：招股说明书、招商证券

借移动端免费策略快速渗透，云助力增值服务提升付费意愿。我们认为近几年金山办公订阅服务的快速增长，主要得益于几个重要的因素：

- 2007 年开始的个人版免费策略，但盗版微软 Office 是主要的竞争对手；

- 移动终端预装，借智能移动终端的渗透和引流，把住 PC 之外的新入口；
- 云端部署环境下，相比传统授权模式更触手可及的产品迭代升级和增值服务增强客户吸引力，云存储、云协作等逐步诱发付费意愿。

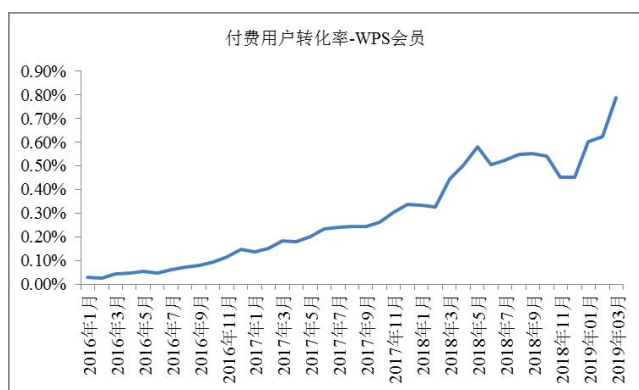
图 4：金山办公订阅服务收入快速增长，占比已近半



资料来源：Wind、招商证券

产品付费转化率一路攀升。近 2 年公司无论是 WPS 会员还是稻壳会员付费用户转化率均呈现快速攀升的态势，目前 WPS 会员付费用户转化率接近 0.9%，且有加速趋势。公司独立上市带来的品牌效应，以及募资强化的产品功能服务将进一步助力付费转化率的提升。

图 5：WPS 产品付费用户转化率一路攀升



资料来源：招股说明书、招商证券

图 6：稻壳儿产品付费用户转化率一路攀升



资料来源：招股说明书、招商证券

2、个人订阅助财务靓眼，高研发保障领先

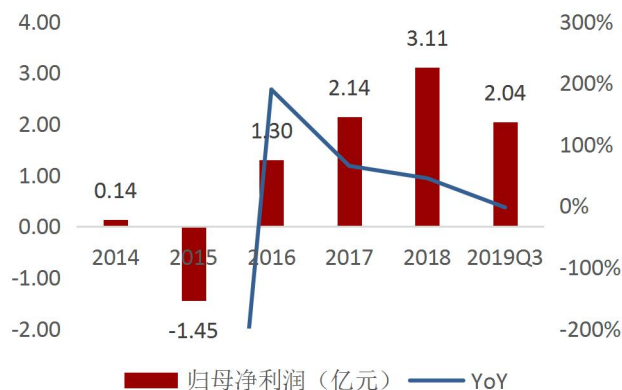
营收和净利润均快速增长。2014-2018 年公司营收 CAGR41.35%，归母净利润由亏转盈并实现大幅增长。2019 年前三季度归母净利润增速的短暂下滑主要系研发的大力投入和销售拓展的加强。

图 7: 公司营业收入增长持续上升



资料来源: 招股说明书、招商证券

图 8: 公司归母净利润大幅改善



资料来源: 招股说明书、招商证券

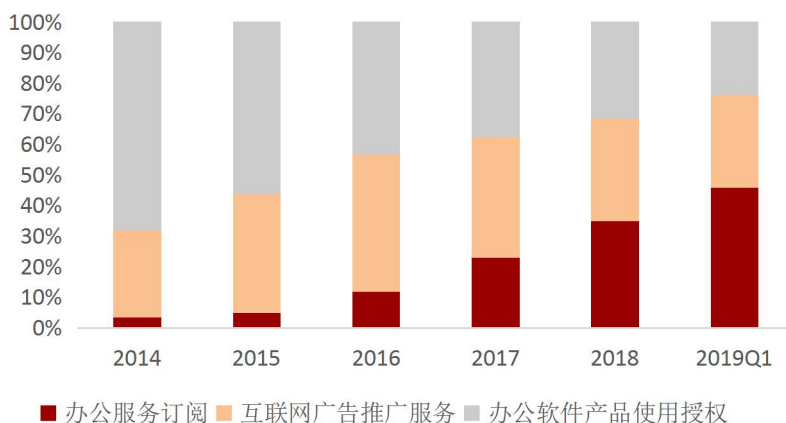
订阅服务替代互联网广告成业绩主力。公司的收入来源有三方面: 传统软件授权, 机构及个人客户订阅, 以及基于平台流量提供互联网广告推广服务。2018 年公司三块业务收入占比相当, 但订阅服务在个人订阅 WPS 会员的拉动下依旧呈现出显著上升态势, 广告业务则相对增速较慢。2019Q1 办公订阅服务占公司营收比例已达到 45.78%。

表 2: 公司三大业务及盈利模式

业务模式	内容	盈利模式
办公软件产品使用授权模式	公司为不同规模的组织级客户提供不同类型的软件产品使用授权, 主要包括数量授权、场地授权等模式。	授权费
办公服务订阅模式	机构客户办公服务订阅	会员订阅费
	个人用户服务订阅模式	
互联网广告推广模式	公司为个人用户提供会员服务, 会员主要分为 WPS 会员 (含超级会员)、稻壳会员两类, 用户可享受功能型或资源型增值服务。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、弹窗、开屏页等方式推广客户的服务与产品。	广告费

资料来源: 招股说明书、招商证券

图 9: 办公服务订阅已替代互联网广告成为公司业绩主力



资料来源: 招股说明书、招商证券

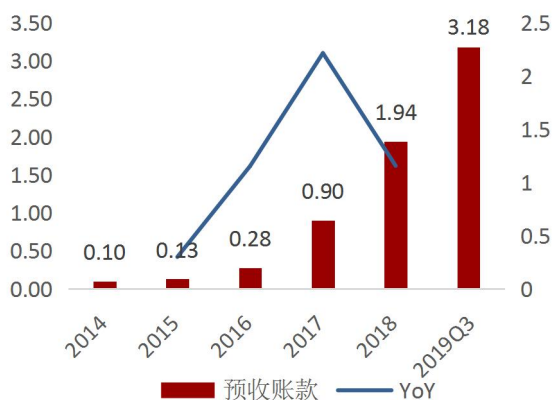
表 3: WPS 个人会员拉动办公服务订阅快速增长

构成 (百万元)		2016		2017		2018		2019Q1	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
机构客户订阅		15.81	24.66%	25.31	14.62%	22.90	5.83%	3.36	2.58%
WPS 会员		27.79	43.33%	81.80	47.24%	231.36	58.92%	86.50	66.43%
办公服务 订阅	个人客户 订阅	17.83	27.81%	51.03	29.47%	103.11	26.26%	33.29	25.57%
	稻壳会员	2.69	4.20%	14.19	8.19%	30.86	7.86%	6.30	4.84%
	词霸业务	0.00	0.00%	0.83	0.48%	4.42	1.13%	0.77	0.59%
其他个人订阅									
合计		64.12	100%	173.16	100%	392.65	100%	130.21	100%

资料来源: 招股说明书、招商证券

云特征指标预收账款和经营性净现金流持续出色。除了办公服务订阅收入外, 表征云转型质量的预收账款和经营性净现金流两大指标也一直保持快速增长。预收账款与订阅收入的比值持续上升, 经营性净现金流一直超出归母净利润水平, 呈现出继续向好的态势。

图 10: 公司预收账款 (亿元) 保持快速增长



资料来源: Wind、招商证券

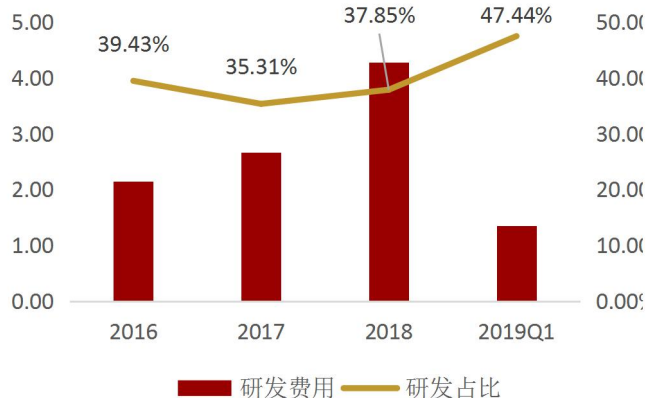
图 11: 经营性净现金流 (亿元) 一直超出利润水平



资料来源: Wind、招商证券

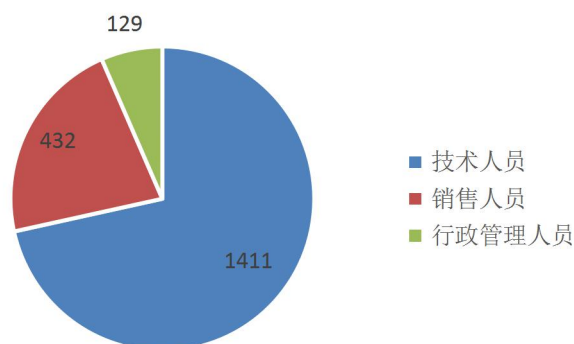
高研发投入科技领先。近几年金山办公的研发投入增速领先于营收及利润, 占营收的比例一直保持在 40% 左右, 在科技股中处于领先水平。公司近几年人员也快速增长, 技术人员的比例超过 70%。持续的研发投入是 WPS 近些年不断技术突破的关键。

图 12: 公司研发投入比例保持高位



资料来源: 招股说明书、招商证券

图 13: 2018 年公司技术人员比例超过 70%

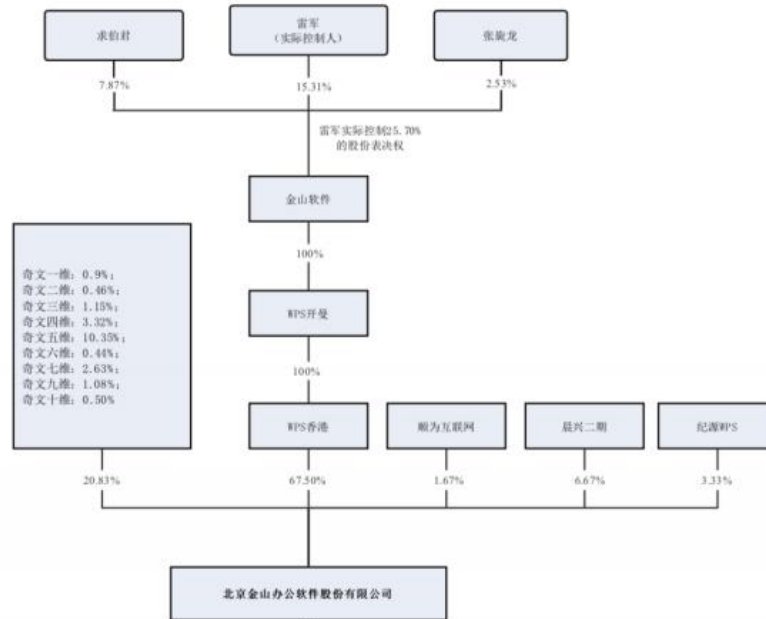


资料来源: 招股说明书、招商证券

3、雷军实控，员工高持股比例

雷军为公司实控人，员工持股比例高达 20.83%。雷军为金山软件的联合创始人之一，自 2011 年 7 月至今一直担任金山软件董事会主席，通过直接或间接的方式合计持有金山软件已发行股份总数的 15.31%，加上顺为互联网、员工持股平台等间接持股，雷军共持有金山办公 11.99% 的股权。奇文一维等为员工持股平台，合计持股高达 20.83%，利于公司长远发展。

图 14：公司股权结构



资料来源：招股说明书、招商证券

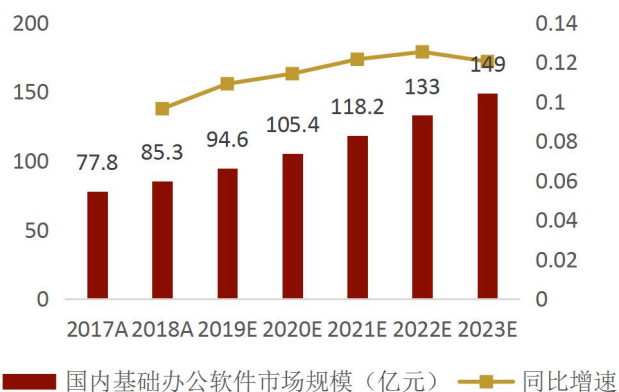
二、移动+协作，开辟办公蓝海

1、百亿办公市场，国产触手可及

1.1 办公潜在付费人群过亿

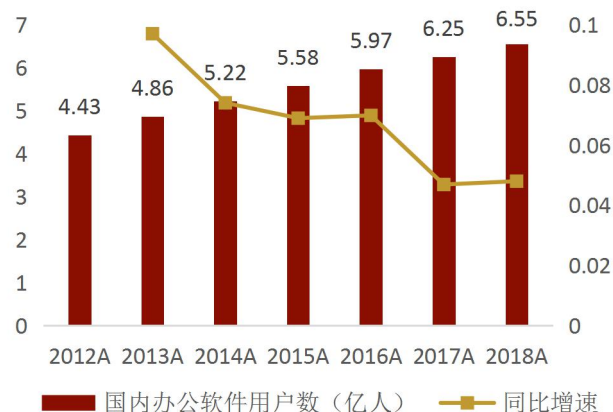
基础办公软件百亿市场，超 5 亿用户规模。据计世资讯统计，2018 年我国基础办公软件市场规模为 85.34 亿元，较 2017 年同比增长 9.7%，预计未来几年 CAGR 为 11.8%，到 2023 年市场规模将达到 149 亿元。2018 年国内用户规模是 6.55 亿人，同比增长持续趋缓。艾瑞咨询 iUserTracker 统计的办公软件用户规模在 5.3 亿人上下小幅波动，基础办公软件相对成熟，我们认为稳定存量用户将保持在 5 亿人左右。

图 15: 国内基础办公软件市场规模将突破百亿大关



资料来源: 计世资讯、招商证券

图 16: 国内办公软件用户数达到 6.55 亿



资料来源: 计世资讯、招商证券

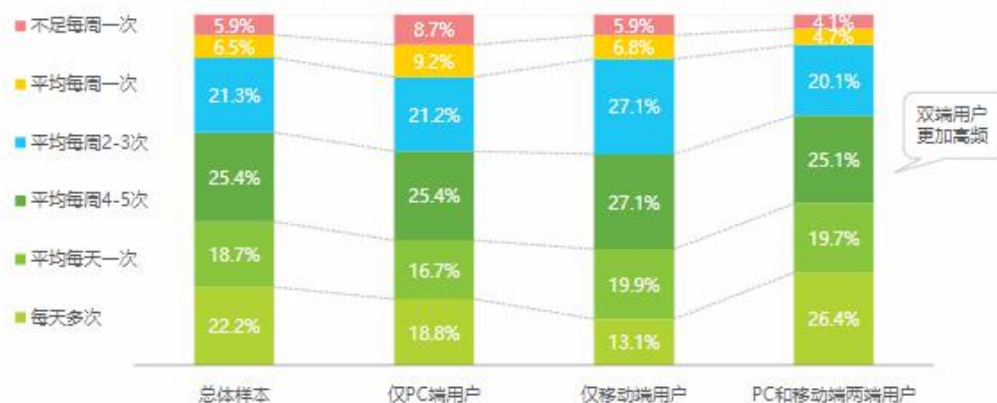
图 17: iUserTracker-2017 年 1 月-12 月办公软件月均覆盖人数稳定在 5.3 亿人左右



资料来源: 艾瑞咨询、招商证券

预估潜在付费用户数为 1 亿人。免费及盗版办公软件用户仍将会是大比例人群，唯有高频用户才有因软件功能服务而付费的倾向。我们基于艾瑞咨询对 WPS 用户使用频次的调查数据，假设每天多次使用者为办公软件潜在付费群体，这一比例约为 20%。基于 5 亿的用户总数，我们预估基础办公软件潜在付费用户数为 1 亿人。

图 18: WPS 用户使用频次统计 (总样本数为 2065)



资料来源: 艾瑞咨询、招商证券

1.2 最强自主可控性应用

办公软件是最具自主替代性的 IT 应用。相较于基础部件和基础软件，我国自主化的办公软件已经具备很好的应用基础。金山办公 2012 年发布基于国产 Linux 平台的 WPS Office 产品，目前已经支持龙芯、飞腾、申威、兆芯等 CPU，兼容中标麒麟、普华、方德、深度等操作系统平台，与国产 IT 体系的良好适配是 WPS 拓展 B 端用户的重要根基。

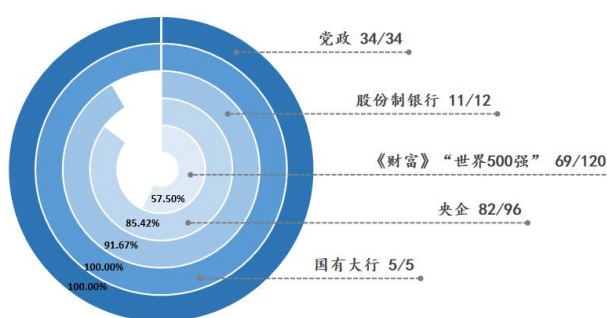
图 19：我国自主可控 IT 架构



资料来源：招商证券

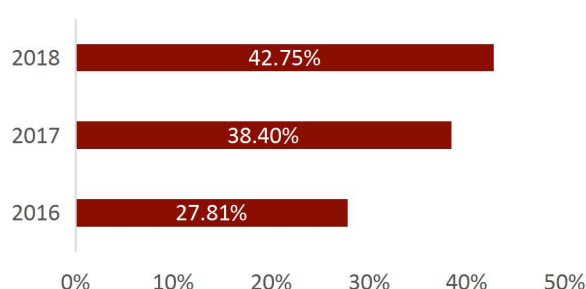
与微软 Office 功能差距小，国产化市场触手可得。WPS 自 2001 年入围政府采购以来，经历 18 年的锤炼，已经在政府、金融、能源、航空等重点领域市占率突出，是久经验证的自主民族品牌。实际功能使用上，WPS 与微软 Office 已无太大差距，而云化版本更是在灵活的本土化增值服务方面略胜一筹。办公软件国产化的比例近几年快速提升。

图 20：WPS 在重点领域已经有了很好的客户基础



资料来源：招股说明书、招商证券

图 21：WPS 用户占国内办公用户总规模比例持续提升



资料来源：招股说明书、招商证券

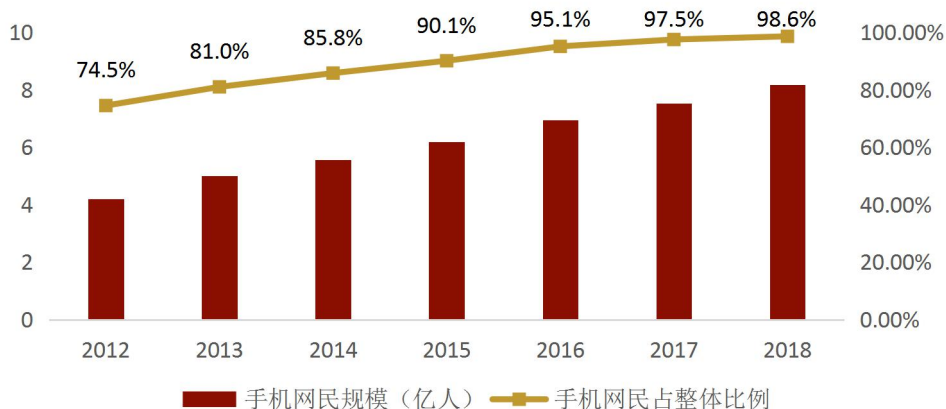
2、移动协同办公，助推订阅及 ARPU

2.1 移动办公促进订阅增长

移动互联网爆发激发多场景应用需求。微信、美团点评、拼多多、抖音等国民移动应用的快速成长是我国 C 端移动互联网蓬勃发展的典型产物，2018 年我国手机网民占整体

网民的比例已经达到 98.6%，基本上所有上网人群均会采用移动终端上网。移动终端使用习惯正快速向 B 端渗透，尽管传统 PC 办公软件仍是用户处理办公文件的主流工具，但移动化解决了用户对于办公软件多场景应用的需求。

图 22: 我国手机网民规模及占比不断提升



资料来源: CNNIC、招商证券

移动终端使得办公软件无处不场景。移动场景下办公软件的一个主要需求是处理工作事务，也有不少人用作其它记录或如投票、统计类用途。基于艾瑞咨询的调查，不少人群在非上班时间如家中、短途出行、旅途中均较大比例使用移动 WPS，即便是在工作场景，办公室或者外出商务，移动端 WPS 也具备不少的使用比例。

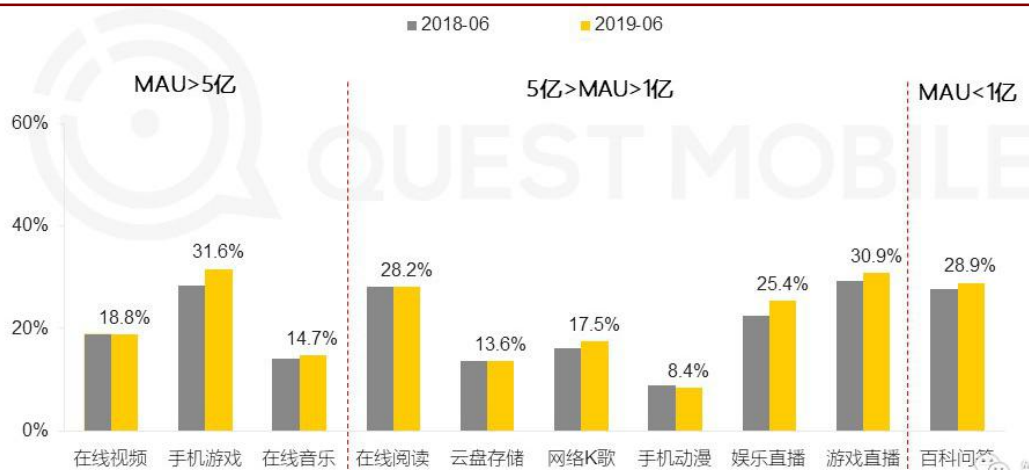
图 23: 移动端 WPS 使用主要场景统计



资料来源: 艾瑞咨询、招商证券

跨平台使用普及有望推动办公软件付费。移动端使用频次的增加，将提升客户云存储空间需求，目前 WPS 免费用户空间只有 1G，加上增值应用服务的日渐推广，未来有望提升付费转化率。目前 WPS 的付费转化率为 0.9% 左右，参考 QuestMobile 对移动互联网典型细分行业付费用户占比的统计，我们认为 WPS 最可比的是云盘存储（13.6% 的付费用户比例），付费用户比例长期有向 10% 发展的空间。

图 24: 移动互联网典型细分行业付费用户占比



资料来源: QuestMobile、招商证券

2.2 协同办公延伸办公软件边界

办公软件已进入云办公发展阶段，侧重协作和共享。办公软件的发展经历了 PC 时代的桌面办公讲求功能，移动互联网时代的移动办公讲求便捷与跨平台，到现在进入云计算时代讲求协作与共享，未来更有潜在的大数据分析与 AI 需求。有道云笔记、石墨文档、腾讯文档等云文档的快速崛起映射出云计算背景下文档在线协作共享的需求，也印证了办公软件在 B 端的网络效应。

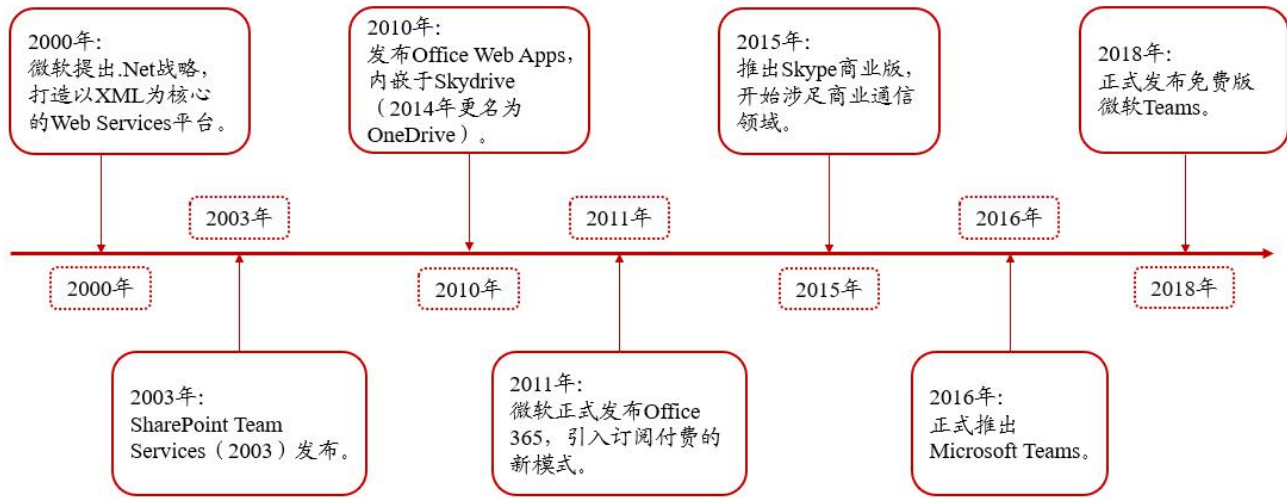
图 25: WPS 总结的办公软件技术迭代周期的四个阶段



资料来源: 招股说明书、招商证券

微软从互联网发展之初就埋下协作的种子。2000 年微软面对互联网发展提出 .Net 战略，开始尝试提供互联网化的服务，而后 SharePoint、Onedrive 都是为应用协作而生，而 Teams 的发布更是对办公协作黑马 Slack 的阻击。云化于供应商而言是订阅的收费模式，可预期的稳定现金流能够提升公司的估值；于用户而言，是协作与跨平台的便利性，更多丰富应用服务的交叉销售，云存储（网盘）、云通讯是近几年随 SaaS 普及而快速崛起的典型应用需求。

图 25: 微软的协作发展之路



资料来源: 招商证券整理

从文件内容的协作共享向客户群组及跨应用协作发展, 办公软件边界得以延伸。微软在 2003 年推出的 SharePoint 是以网络站点形式呈现, 需要客户拥有与之匹配的服务器, 以电子邮件创建通讯组后实现共享; 2014 年 OneDrive 实现云端多平台自动同步与共享; 2016 年推出的 Teams 实现多人多形式沟通并集成上百应用, 微软以 Office 为基础将办公软件的生态和空间不断延伸。

图 26: 微软的主要协作类产品



2003

共享和管理内容、知识和应用程序, 加强团队合作、快速查找信息并在整个组织实现无缝协作; 通过 Intranet 凝聚和通知员工。



2014

相册的自动备份功能; 在线 Office 功能, 将 Office 与 OneDrive 结合, 用户可以在线创建、编辑和共享文档; 分享指定的文件、照片或者整个文件夹。



2016

企业可以在 Office 平台上打造属于自己的协作小组, 进行群组沟通、文件分享、共同办公等功能。支持无限聊天消息搜索, 300 位用户加入, 10GB 的文件存储空间以及 140 多个应用集成。



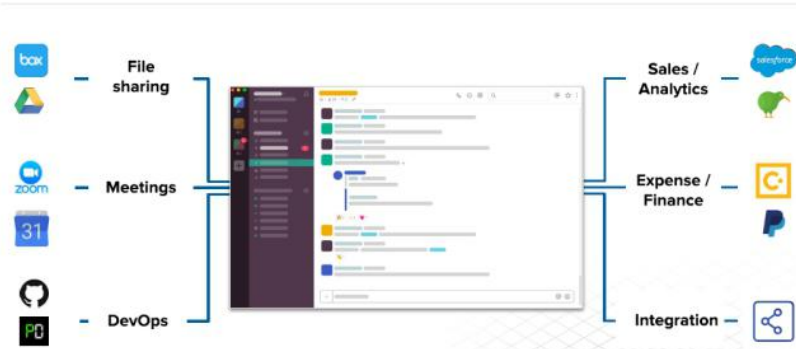


资料来源: 微软中国官网、招商证券整理

Slack 的崛起是协作办公趋势确立的证明。Slack 创立于 2009 年, 2019 年 6 月在纽交所 DPO, 目前估值约为 141 亿美元, 被誉为“史上发展最快的办公软件”。Slack 提供的职场通讯不仅是即时的, 还可共享任何历史时期分享出来的对话、信息、项目、数据等信息流。同时, 用户还可以通过 Slack 的集成功能集中收取其他应用程序上的工作通知、对接其他办公应用, 省去了在不同应用程序间切换的精力。Slack 简化了用户工作流程, 增加了人们在沟通上的有益回报, 帮助实质性地提高了工作效率。

图 27: Slack 集成各应用软件实现协同办公

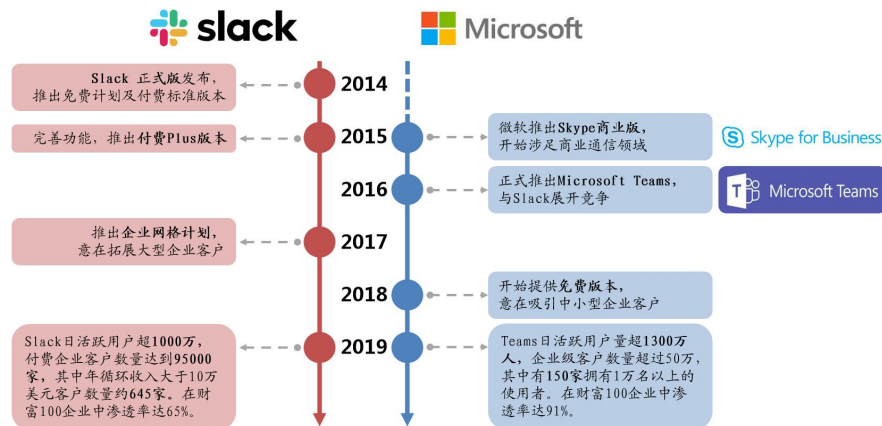
Slack: A Collaboration Hub



资料来源: Slack 官网、招商证券

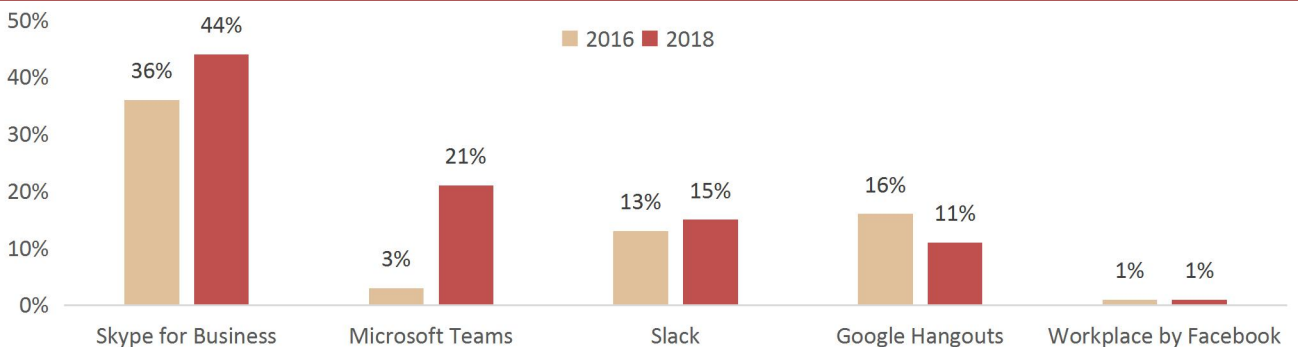
微软的后来居上诠释生态的价值。Slack、Zoom 等后起之秀的崛起反映的其实是协同办公产业的需求爆发，但是生态因素可能造就强者愈强，所以具备完善强大办公生态的微软推出的 Teams 是 Slack 的劲敌。虽然比 Slack 晚两年问世，但当 Teams 2018 年推出免费版本后，Teams 用户数快速攀升，目前 Teams 月活已经超越 Slack 并且势头仍盛，Slack 上市之后股价也遭遇滑铁卢，而微软则一路创新高。

图 28: Slack 与微软近年竞争态势



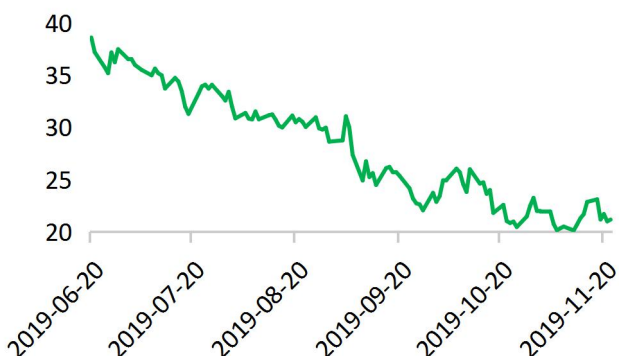
资料来源: Microsoft、招商证券

图 29: 2016 年与 2018 年企业聊天应用市占率: 微软 Teams 快速崛起



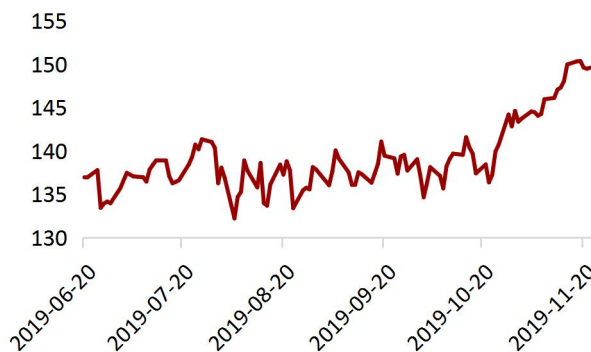
资料来源: Spiceworks、招商证券

图 30: Slack 上市以来股价走势



资料来源: Wind、招商证券

图 31: 同期微软股价走势



资料来源: Wind、招商证券

云协作办公是 B 端互联网的一个重要入口。作为 B 端应用中颇具网络效应的一个核心应用，办公软件随云计算发展已经具备较好的集成连接性和大数据智能化基础，目前也成为了传统办公软件厂商和互联网厂商都纷纷入局角逐的赛道，移动协同办公以及 AI+ 进一步渗透的未来将更加大有可为。

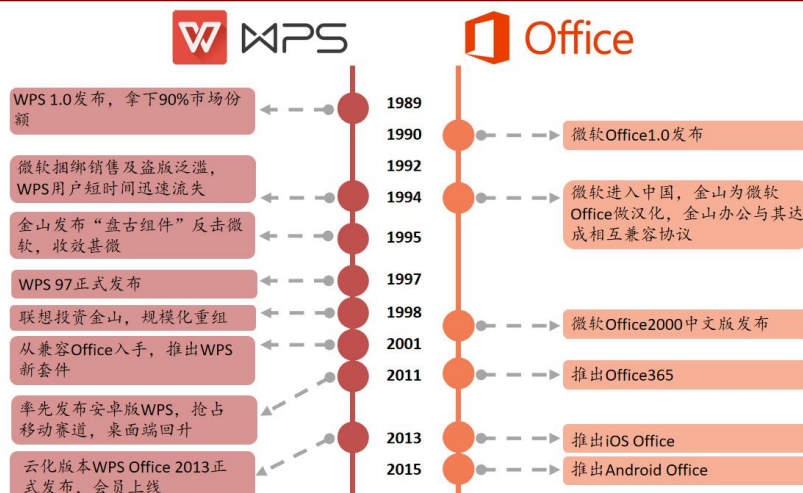
三、WPS 舍我其谁

1、敢与海外巨头比肩

1.1 移动端切入角力巨头

历经 30 余载，移动端狙击重新崛起的自主软件品牌。1988 年基于 DOS 系统的 WPS 1.0 面世，是全球最早的办公软件产品之一，几年之间拿下国内 90% 的市场份额。但微软 Office 随着 Windows 对 DOS 系统的全面替代也迅速占领了国内市场，尤其在 WPS 接受微软的格式互通协议之后，即便盘古组件的开发等也连连挫败。后依靠政府采购及免费夺得部分市场，直到安卓版 WPS 以来，金山办公才重回成长赛道。30 年来，WPS 经历了从横空出世到无人问津，再到如今重新确立起国民软件地位。

图 31: WPS、MS Office 在中国发展历史节点对比



资料来源: 公司官网、招商证券

APP 下载量 WPS 位居榜首, 远超微软 Office。 参考最新的易观千帆 APP 排行榜, WPS 遥居所有 APP 排名榜首, 第二名的是 QQ 邮箱, 而微软 Office 最靠前的 Microsoft Word 才排到第 30 位。在商务办公领域, WPS APP 下载量更是和微软 Office 等其他 APP 拉开很大差距, 目前 WPS 的下载月活、日活分别达到 7964.3 万、1175.5 万。

图 33: 2019 年 11 月易观千帆 APP 指数-月度独立设备数

千帆指数排名	APP	所属行业	开发商	月指数(万) ①	日指数(万) ①
1	WPS Office	商务办公 > OFFICE 系列	珠海金山办公软件有限公司	7,964.3 -0.6%	1,175.5 +2.6%
2	Microsoft Word	商务办公 > OFFICE 系列	微软 (中国) 有限公司	93.6 +7.4%	-- --
3	Microsoft Excel	商务办公 > OFFICE 系列	微软 (中国) 有限公司	82.9 +3.3%	-- --
4	Microsoft PowerPoint	商务办公 > OFFICE 系列	微软 (中国) 有限公司	11.9 +9.2%	-- --
5	Office Mobile for Office ...	商务办公 > OFFICE 系列	微软 (中国) 有限公司	11.9 +48.6%	-- --
6	伙伴办公	商务办公 > OFFICE 系列	伙伴智慧 (北京) 信息技术有限...	10.9 +7.5%	-- --
7	OfficeSuite Free for China	商务办公 > OFFICE 系列		8.0 -3.7%	-- --
8	Word	商务办公 > OFFICE 系列		7.7 -0.5%	0.3 +7.5%
9	Office Lens	商务办公 > OFFICE 系列	微软 (中国) 有限公司	7.2 -5.4%	-- --
10	iOffice M2	商务办公 > OFFICE 系列	广州红帆电脑科技有限公司	4.1 +3.0%	-- --

资料来源: 艾瑞数据、招商证券

历史经验教训成就今日逆袭。 WPS 在发展历程中遭受的重大一击是当年微软 Office 借 PC 普及 Windows 的垄断地位而迅速抢占国内市场, 桌面端的失利或许是金山办公尤其重视智能终端及移动互联网的重要因素。金山办公早在 2011 年就发布了安卓版 WPS, 并以基本一月一版本的速度快速迭代更新, 目前 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, 真正助用户实现便捷的移动办公。

图 34: WPS Office 移动版支持各种主流智能手机及移动平板设备

产品特点	说明
文档格式兼容性高	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, 让用户阅读文档更加舒适和方便, 优化用户移动办公体验。

资料来源: 招股说明书、招商证券

WPS 通过与手机的绑定占领移动端入口并已具备一定网络效应。 WPS 推广的很重要的一个途径是与华为、小米、OPPO 等手机的合作, 通过付费或是未来分成或者媒体资源置换的方式换取智能手机的软件预装。这是一种非常有效获客及培养用户习惯的举措, 从公司公告的数据可以看出软件预装过去几年一直为 WPS 贡献了 1/3 以上的激活量。目前 WPS 办公服务订阅付费基本以直销为主, 而我们认为移动端支付来自于微信的比例远高于支付宝是 WPS Office 尤其移动版已经具备一定网络效应的佐证。

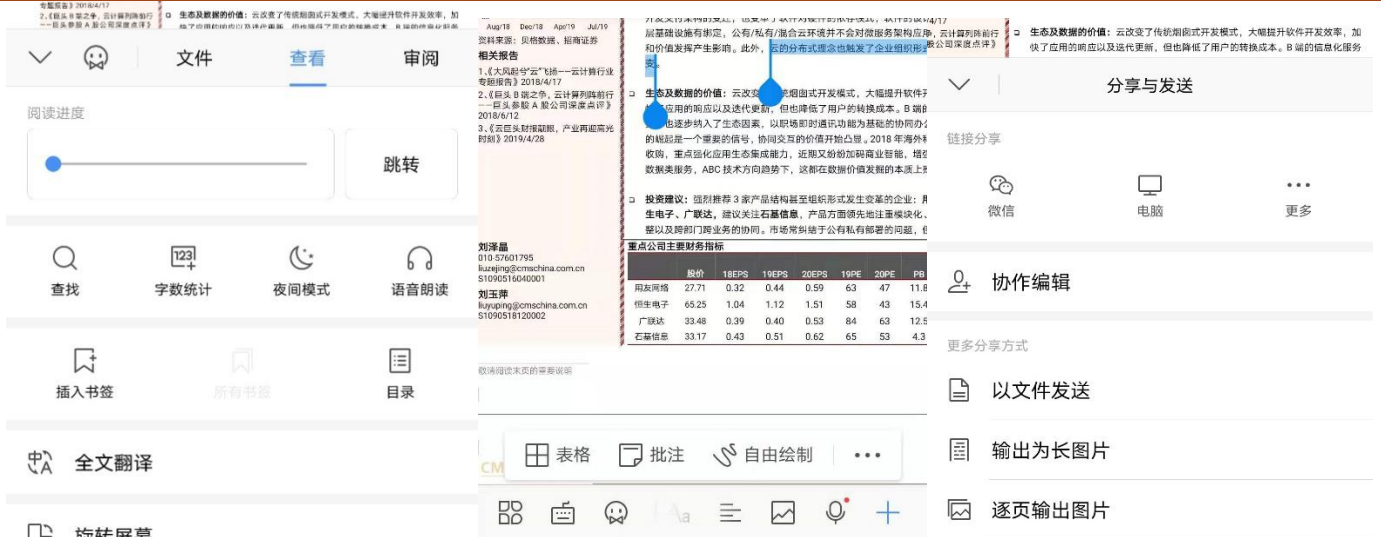
图 35: 移动端软件预装为 WPS 贡献 1/3 以上激活数量

类型	方式	2016 年度		2017 年度		2018 年度		2019 年 1-3 月	
		获取成本 (元)	获取激活数量 (万个)	获取成本 (元)	获取激活数量 (万个)	获取成本 (元)	获取激活数量 (万个)	获取成本 (元)	获取激活数量 (万个)
PC 端	官网	-	2,500.06	-	1,924.72	-	2,663.90	-	793.32
	百度搜索	-	1,676.01	-	1,294.34	-	542.19	-	19.74
	软件下载站	3,611,079.07	5,417.01	3,419,162.16	4,529.75	2,191,426.21	2,783.49	797,730.72	1,618.49
	PC 安全软件管家	-	2,918.14	-	3,867.80	-	5,391.31	-	1,285.01
移动端	官方网站	-	293.44	-	254.86	-	172.62	-	43.29
	应用市场	-	17,461.04	-	16,314.83	-	15,458.99	-	3,658.30
	软件预装	1,952,029.53	16,623.03	8,548,788.24	20,221.91	5,299,731.66	18,897.69	1,686,212.77	4,123.03
当期累计激活数量			46,888.74		48,408.21		45,910.20		11,541.17
当期最后一个月免费用户月活数 (万个)			21,765.95		25,209.60		30,529.80		32,289.57
当期新增免费用户月活数			5,304.98		3,443.65		5,320.20		1,759.77
新增月活/激活数量			11.31%		7.11%		11.59%		15.24%

序号	渠道名称	运营主体	金额 (万元)			
			2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
1	微信	财付通支付科技有限公司	2,677.28	12,527.96	30,637.22	10,557.58
2	支付宝	支付宝 (中国) 网络技术有限公司	2,879.64	8,100.76	12,557.84	3,888.24
3	Apple Pay	Apple Inc.	108.08	1,115.79	4,948.83	1,964.84
4	银联	中国银联	-	-	25.83	25.01
合计			5,665.00	21,744.50	48,169.72	16,435.67

资料来源: 公司公告、招商证券

图 36: 华为手机内置 WPS 可实现对文档的稳定查看、编辑审阅以及分享



资料来源: 招商证券

客户选择 WPS 的主要理由。 基于艾瑞咨询 2017 年 11 月的在线调研, 用户选择 WPS 的一大主要原因是可操作性和兼容性, 同时 WPS 还具备轻量化、协同性高和辅助性强的特点, 云存储也是不少用户看重的点。除办公外, 五成左右的用户还使用 WPS Office 兼顾日常记录, 另有 26.2% 的移动端用户将 WPS 作为移动端重要的辅助性工具。

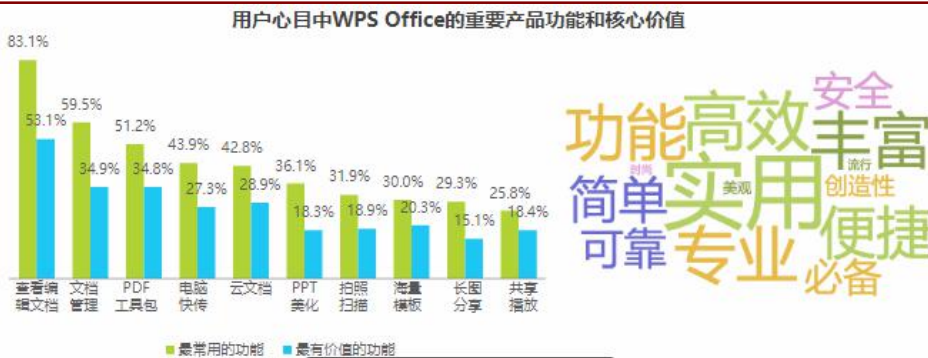
图 37: 用户选择使用 WPS 的主要原因及目的



资料来源: 艾瑞咨询、招商证券

增值服务应用已贡献显著客户吸引力。在文档编辑管理和 PDF 之外, 电脑快传、云文档、PPT 美化、拍照扫描、海量模板、长图分享及共享播放等已成为用户重视功能。

图 38: 用户心目中 WPS Office 的重要产品功能和核心价值



资料来源: 艾瑞咨询、招商证券

1.2 性价比及内容见长于微软

基本能实现对微软 Office 的完全替代。WPS Office 的海外对标主要包括微软的 Microsoft Office, 谷歌的 Google Docs 和苹果的 iWork。从功能上看, WPS 除 Excel 和 MS Office 还有所差距外, 其它功能基本比肩; 而在对 CPU 和国产操作系统的支持方面 WPS 具备更好的适配性, 尤其是 Linux 系统环境下的具体应用; 移动端以及云端本土化服务 WPS Office 甚至略胜一筹。

表 4: WPS、微软 Office、Google Docs 产品细节对比

分类	对比项	WPS Office 2019	微软 Office 2019	Google Docs
组件	核心产品模块	文字处理、电子表格、演示文稿、PDF	文字处理、电子表格、演示文稿	文字处理、电子表格、演示文稿
客户端	Windows	支持	支持	不支持
	Linux	支持	不支持	不支持
	MacOS	支持	支持	不支持
	Android	支持	支持	支持
	iOS	支持	支持	支持
	Web	支持	支持	支持

	CPU 支持	X86、ARM、龙芯、飞腾、兆芯、申威	X86	X86
	国产操作系统	中标麒麟、银河麒麟、深度、新支点等主流国产操作系统	不支持	不支持
标准支持	OOXML 格式标准	兼容性强	标准制定者	一般
	PDF 格式	支持阅读和编辑	不支持	不支持
	UOF 中文格式标准	标准制定者	支持	不支持
	OFD 版式文件标准	支持	不支持	不支持
	公文标准	支持	支持	不支持
云服务	多人协作编辑	支持	支持	支持
	文档存储服务	全球	全球	仅境外
	私有化部署	支持	不支持	不支持
	在线资源	百万级的文档模板、图标、字体、图片、图表等等各种素材	基础模板	基础模板
二次开发	二次开发	本地二次开发、web 二次开发	本地二次开发	web 二次开发
人工智能	AI	PPT 美化、校对、辅助写作、图像处理、OCR	PPT 美化、翻译	PPT 美化

资料来源：公司官网、招商证券

WPS 相比于微软仍有突出的性价比优势。无论是传统的授权模式还是商业或个人订阅模式，WPS Office 的价格都几乎不到 MS Office 对标版本的一半。金山办公多年来“软件免费+服务增值”的策略已经取得了不错的成效，在自主化驱动之外，丰富的本土化增值服务有望成为存量客群切换的重要因素。

表 5: WPS、微软 Office 价格及服务对比

		Microsoft Office		WPS Office		
产品版本	产品	价格	支持设备及功能	产品	价格	功能
免费版			无	WPS+免费版	0 元/人	全端 WPS Office 套件 1G/人安全存储 团队共享协作
订 家庭及 阅 个人版	Office 365 家庭版	498 元/年	可供多达 6 名用户使用，每个用户可同时登录 5 台设备 每名用户 OneDrive 1TB 云储存 支持 Word、Excel、PowerPoint、Outlook、Access、Publisher、OneNote	WPS 会员	15 元/人/月 89 元/人/年	免费使用 PDF 转 Word.文档修复、数据恢复,全文翻译特权,文档上传大小 200M
	Office 365 个人版	398 元/年	1 名用户，可同时登录 5 台设备 OneDrive 1TB 云储存 支持 Word、Excel、PowerPoint、Outlook、Access、Publisher、OneNote	稻壳会员	20 元/人/月 89 元/人/年	300 次/月模板免费下载,PPT 一键美化,字体、图标、图标等不限次免费,会员免广告
				超级会员	30 元/人/月 179 元/人/年	300 次/月模板免费下载,WPS 会员所有特权,稻壳会员所有特权,超大云空间 365G,文档上传大小 1G

	Office 365 商业版	60 元/人/月 (包年)	5 台电脑或 Mac、5 台平板电脑和 5 台移动设备 OneDrive 1TB 云储存 支持 Word、Excel、PowerPoint、Outlook、Access、Publisher、OneNote	WPS+商业版	365 元/人/年	全端 WPS Office 套件 1024G/人安全存储 WPS Office 正版授权、享文档共享，多人同时编辑等 25 余种权益
商业版	Office 365 商业高级版	90 元/人/月 (包年)	另商业高级版还包括：电子邮件和日历、团队合作与通信工具、用于构建和管理业务的工具	WPS+高级商业版	599 元/人/年	5T/人安全存储 包含所有商业版功能，提供 office 二次开发接口及 1V1 服务
	Office 365 商业协作版	36 元/人/月 (包年)	仅限 Web 版和移动版 Office 应用 电子邮件和日历、团队合作与通信工具			
授权模式	Office 家庭和学生版 2019	748 元	提供家用许可 适用于 1 台 Windows PC 或 Mac OneDrive 5TB 云储存 支持 Word、Excel、PowerPoint			提供商用许可 提供成熟的二次开发平台及与国外主流 Office 产品兼容的二次开发对象模型
	Office 小型企业版 2019	1998 元	提供家用和商用许可 适用于 1 台 Windows PC 或 Mac OneDrive 5TB 云储存 支持 Word、Excel、PowerPoint、Outlook	WPS Office 桌面版	1998 元	支持版式文档格式，支持输出和读取 PDF、OFD 等文档 提供权限分配、读写控制、打印控制和区域保护等文档安全专用功能
	Office 专业版 2019	5298 元	提供家用和商用许可 适用于 1 台 Windows PC OneDrive 5TB 云储存 支持 Word、Excel、PowerPoint、Outlook、Access、Publisher			

资料来源：公司公告、招商证券

WPS 相比微软见长于内容，但在办公生态上存在差距。在智能办公的方向上，WPS 更侧重于内容细节的丰富，微软则侧重生态的建设。WPS Office 产品及服务借助与办公领域上下游的合作优势，结合用户场景分析、应用系统集成、竞品功能分析等方面进行深入研究，为国内用户提供更贴近国民办公习惯的资源及支持服务，定制化完善。微软积极构建以 Office365 为核心的办公生态，与聊天、团队、邮件、会议等其他应用交互协作增强办公体验，MS Office 拓展的办公软件边界是 WPS 较大差距所在。

表 6: WPS 在云端跨平台协作共享方面技术全球领先

核心技术	技术水平	技术简介及创新性	技术领域
多平台操作系统适配技术	国内领先	解决了多层级之间的通信和依赖关系，及不同 CPU、操作系统上面的特性和兼容性问题，技术有效降低了多平台代码维护的成本，确保 WPS 的所有功能 高效便捷地移植到其他操作系统平台上 。	基于多平台的办公技术
基于大数据分析的知识图谱技术	国内领先	应用知识图谱技术强大的搜索引擎能力，在素材推荐方面运用语义搜索实现素材的 精准推荐 。	智能文档创作及辅助技术
非结构化文档的结构优化技术	国内领先	充分利用文档结构化标识，结合文档部件智能处理技术，将文档模板化分解，降低了文档元素之间的耦合性，解决了用户在编制专业化文档的技术要求高和操作过程繁琐等弊端， 提高创作效率 。	多平台的网络化办公应用集成技术

基于云端的移动共享技术	国际先进	用户只要接入网络即可随时随地进行多端数据分享与协作，并进行实时同步展现。该技术创新大幅度提升了 WPS 移动产品在低内存移动设备上加载和处理大型文档的能力，同时快速实现跨平台多端分享和数据协作。	移动办公应用技术
多形态终端自适应排版技术	国际先进	基于移动设备屏幕尺寸的重新排版技术，通过重新分析文档的数据，设计相应的排版规则，对原文档的数据针对移动设备不同屏幕尺寸进行重新排版，解决了在各类不同尺寸的移动设备上的文档展现问题，提升用户阅读体验。	移动办公应用技术
基于网络开放 API 的网络函数计算机制	国际先进	结合本体系研制的后台数据服务、数据绑定机制和应用分发平台机制，普通用户可轻易获得一系列网络开发能力，可自行结合业务需要定制出专业应用，实现办公应用扩展。该技术极大降低开发创作应用的门槛，可被广泛应用于多种场景。	多平台的网络化办公应用集成技术

资料来源：公司公告、招商证券

2、国内一枝独秀

WPS 国内一枝独秀。国产办公软件除了 WPS，主要还有永中 Office 和中标普华 Office，但和 WPS 都存在非常大的差距。永中 Office 创立于 2003 年，早年在政府采购中占有一定的市场份额，也比较早地在 2011 年开始涉足云办公领域。中标 Office 大股东是中国软件，在基于 Linux 操作系统的国产化体系中具有深厚积累。

图 39：国产 Office 基本情况对比

	永中Office	中标Office	金山软件
主要股东	无锡永青实业投资合伙企业、华软成长创业投资无锡合伙企业、北京华软投资管理有限公司等	中国软件 北京一兰科技 兰峰	金山软件 顺为互联网 奇文X维
主要功能	文字处理、电子表格、简报制作（演示）、宏编辑器	文字处理、电子表格、演示文稿、绘图制作、数据库	文字处理、电子表格、演示文稿、绘图制作、PDF
云服务	文档、图表模板及各类定制化素材	基础模板	丰富文档、图表、演示及图片模板、图标、字体等素材

资料来源：相关公司官网、招商证券

国产主要办公软件的重点对比。从市占率和政府采购情况来看，WPS 是国内办公软件市场绝对的龙头，三者均与主流的国产操作系统有良好的适配。WPS 相比于其它二者在功能模块上多包含 PDF 组件，性能及增值服务都明显突出；中标普华 Office 在移动办公和云服务方面略逊一筹，但见长于语言的丰富性及与不同国产芯片的适配。

表 7：WPS、永中 Office、中标普华 Office 产品细节对比

分类	对比项	WPS Office 2019	永中 Office	中标普华 Office
组件	核心产品模块	文字处理、电子表格、演示文稿、PDF	文字处理、电子表格、简报制作（演示）、宏编辑器	文字处理、电子表格、演示文稿、绘图制作、数据库
客户端	Windows	√	√	√
	Linux	√	√	√

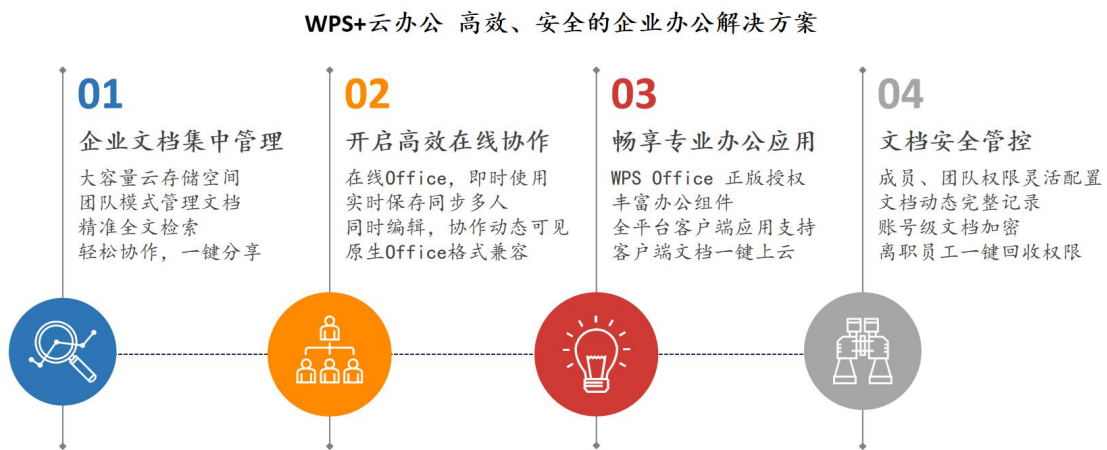
	MacOS	✓	✓	×
	Android	✓	✓	×
	iOS	✓	✓	×
	Web	✓	✓	✓
	CPU 支持	X86、ARM、龙芯、飞腾、兆芯、申威	X86、ARM、龙芯、飞腾、兆芯、申威等	X86、龙芯、申威、飞腾、兆芯等
	国产操作系统	中标麒麟、银河麒麟、深度、新支点等主流国产操作系统	中标麒麟、银河麒麟、深度、新支点等主流国产操作系统	中标麒麟等国产操作系统
标准支持	OOXML 格式标准	兼容	兼容	兼容
	PDF 格式	支持阅读和编辑	支持阅读	支持阅读
	UOF 中文格式标准	标准制定者	兼容	兼容
	OFD 版式文件标准	✓	✓	✓
云服务	公文标准	✓	✓	✓
	多人协作编辑	✓	优云支持	×
	云储存	✓	✓	×
二次开发	二次开发	✓	✓	✓

资料来源：招商证券整理

3、强化云协作，征途星辰大海

云端协作办公日渐进阶。除了基本的跨平台协作之外，WPS2016 年发布 WPS+，由单一编辑工具向一站式云办公服务转型。WPS+打通不同场景、不同终端、不同产品，构建统一的文档储存及应用，同一团队的不同用户可利用云平台进行协同作业，真正实现了团队创作、云端协作。目前金山办公的多人交互协作、Web 大容量文件处理能力、协同编辑文件的兼容性等技术已经达到全球领先水平。

图 40：WPS+云办公解决方案实现一站式云办公服务



资料来源：公司官网、招商证券

积极推动跨应用协作。在办公生态上金山办公与微软差距甚远，但近些年 WPS 在跨应用协作上的尝试与努力为开辟新业务空间逐步打下基础。2015 年 WPS 就已经推进与金蝶云之家的集成与协作，WPS Office 2019 企业版已经具备 WPS 会议和密级关键词两大亮点功能。公司此次上市募资亦重点加强云协作服务及 AI，办公软件边界不断被拓展，国产 WPS 无远弗届。

图 41: WPS 推动会议、安全等跨应用协作



资料来源: 公司官网、招商证券

图 42: 公司上市募资加强 WPS 云化、智能化及国际化

单位: 万元

序号	方向/项目名称	总投资额	拟用募集资金投入金额
1	WPS Office 办公软件研发升级方向	60,879.11	60,879.11
1.1	WPS Office 办公软件客户端增强与优化项目	40,410.37	40,410.37
1.2	WPS Office 办公软件安全可靠增强与优化项目	20,468.75	20,468.75
2	办公领域人工智能基础研发中心建设方向	31,876.04	31,876.04
2.1	基于海量语料的人机协同辅助写作系统研发项目	10,793.43	10,793.43
2.2	AI 自然语言处理平台项目	10,517.10	10,517.10
2.3	AI 计算机视觉识别平台项目	10,565.51	10,565.51
3	办公产品互联网云服务方向	60,983.18	60,983.18
3.1	办公产品云服务研发中心建设项目	20,412.76	20,412.76
3.2	互联网增值服务研发项目	40,570.42	40,570.42
4	办公软件国际化方向	51,274.19	51,274.19
4.1	WPS Office 办公产品及服务全球化研发升级项目	20,391.87	20,391.87
4.2	全球技术服务支持中心建设项目	20,615.40	20,615.40
4.3	全球营销网络服务中心建设项目	10,266.92	10,266.92
合计		205,012.53	205,012.53

资料来源: 招股说明书、招商证券

四、空间测算及投资建议

1、业务空间测算

我们基于订阅模式对 C 端市场进行测算, 基于传统数量授权模式对 B 端市场进行测算。

1.1 基于订阅模式测算 C 端市场

潜在订阅用户规模假设：基于前文对行业数据的分析，我们认为国内基础办公软件稳定存量用户大约为 5 亿人，其中高使用频次占比约为 20%，预估中短期潜在付费用户人群为 1 亿人。

付费用户率假设：考虑办公 Office 盗版短期内无法消除，参考云盘存储 13.6% 的付费用户比例，与高使用频次人群比例二者取其小，假设中短期内 WPS 的付费用户率为 12%。

ARPU 值假设：

参考近几年公司个人订阅 ARPU 值，以及公司订阅会员单价情况，我们预估 2019 年 ARPU 值将达到 70 元，以此为 ARPU 值下限；考虑 WPS 不断丰富的本土化增值应用以及办公软件功能边界的潜在扩充，我们以微软 Office 365 目前 398 元/年的个人订阅单价为上限。

表 8：金山办公个人订阅业务销售情况

项目	2016	2017	2018
个人订阅整体维度			
销售额（付款订单额，万元）	5,334.10	20,157.20	44,782.07
付款订单数（个）	2,754,740	8,569,985	18,131,761
每订单金额（元）	19.36	23.52	24.70
支付用户数（个）	2,323,613	5,448,832	8,558,122
消费频次	1.19	1.57	2.12
ARPU 值（元）	22.96	36.99	52.33

资料来源：招股说明书、招商证券

WPS 市占率假设：假设 WPS 在个人订阅市场短期份额为 50%，长期有望接近 90%。

因此，WPS C 端个人订阅业务空间约为 21 亿元，长期随着增值服务以及网络效应提升 ARPU 值及市占率，C 端订阅市场空间可拓展至逾 200 亿元。

1.2 基于数量授权模式测算 B 端市场

我们假设以授权模式购买 WPS 办公软件产品的群体主要是公务员、事业单位编制人员以及央企国企。根据招股说明书，公司对软件需求数量大的大型客户通常采用场地授权方式，对软件订购数量较少的中小型机构客户通常采用数量授权方式。我们基于数量授权方式进行空间测算，在单价上适度考虑折扣。

数量假设：

- 1) 公务员：**据人社部统计，截至 2015 年底全国共有公务员 716.7 万人，我们假设现在公务员人数为 700 万人，假设其中 90% 配备 PC 终端；
- 2) 事业单位编制人数：**据国务院数据，2016 年我国事业编制人数为 3153 万人，现假设为 3000 万人，假设其中 80% 配备 PC 终端；
- 3) 央企国企：**根据国资委统计，2013 年底我国央企从业人数为 1834.9 万人，地方国有企业从业人数为 2084.4 万人，现假设合计为 3800 万人，假设其中 70% 配备 PC

终端。

价格假设:

政府采购中心显示金山 WPS 2016 标准版入围价格为 549 元/套, 根据公司公告测算数量授权标准版平均销售价格约为 300 元/套。假设公务员及事业单位单价为 400 元/套, 央企国企单价为 300 元/套。

图 43: 政府采购中心办公软件价格



资料来源: 政府采购中心、招商证券

WPS 市占率假设: 假设 WPS 在以上 B 端市场的市占率为 80%。

因此, WPS B 端授权模式业务空间约为 200 亿元。

2、盈利预测及估值

基于以上的分析, 我们对金山办公未来 3 年各项业务的盈利预测如下:

表 9: 公司未来三年盈利预测表

业务	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
办公服务订阅	64.12	173.16	392.65	726.57	1,223.15	1,712.41
YoY	228.65%	170.06%	126.76%	85.04%	68.35%	40.00%
毛利率	62.86%	75.31%	80.65%	89.34%	89.53%	89.53%
1 个人客户	48.31	147.85	369.75	702.53	1,194.29	1,672.01
YoY	403.23%	206.04%	150.08%	90.00%	70.00%	40.00%
毛利率				90.00%	90.00%	90.00%
2 机构客户	15.81	25.31	22.90	24.05	28.85	40.40
YoY	59.54%	60.09%	-9.52%	5.00%	20.00%	40.00%
毛利率				70.00%	70.00%	70.00%
互联网广告推广服务	242.83	295.87	381.21	476.51	571.82	657.59
YoY	59.34%	21.84%	28.84%	25.00%	20.00%	15.00%
毛利率	87.58%	87.53%	90.44%	90.00%	90.00%	90.00%
办公软件产品使用授权	235.03	284.23	355.68	462.38	739.81	1,109.72
YoY	6.03%	20.93%	25.14%	30.00%	60.00%	50.00%
毛利率	96.60%	96.84%	79.58%	80.00%	80.00%	80.00%
总收入	541.98	753.26	1,129.54	1,665.47	2,534.78	3,479.71
YoY	37.71%	38.98%	49.95%	47.45%	52.20%	37.28%
毛利率	88.57%	88.23%	83.62%	86.93%	86.85%	86.58%

资料来源: Wind、招商证券

盈利预测及估值。预计 19-21 年 EPS 为 0.73/1.41/2.02 元，国产软件 SaaS 领军者，自主可控核心标的，C 端协作办公前景广阔，订阅数及 ARPU 值有望延续双升态势。首次覆盖，参考海外高成长 SaaS 公司估值，给予 25-30 倍 PS 估值。

表 10：估值对比表

公司名称	证券代码	2018EPS	2019EPS	2020EPS	PE (19)	PE (20)	PB	市值(亿)
金山办公	688111.SH	0.86	0.73	1.41	188	100	10.5	618
用友网络	600588.SH	0.32	0.36	0.48	77	58	11.1	693
泛微网络	603039.SH	1.12	1.02	1.36	55	42	10.8	86
广联达	002410.SZ	0.39	0.41	0.52	83	65	12.3	384

资料来源：Wind、招商证券

风险提示：

1) 订阅用户增长不及预期；

C 端用户从免费转化为付费用户是公司近几年的主要增长动力，虽然公司不断丰富增值应用，提升云端协作能力，但仍面临个人付费习惯难以快速扭转的风险。

2) B 端推进不达预期；

公司办公软件产品在 B 端的拓展还有赖于自主可控以及政府采购的推进和落实，具体施行进度难以完全预期把握。

3) 行业竞争加剧风险；

办公软件边界逐步延伸，市场广阔，除了传统软件供应商，不少互联网巨头及初创企业已经开始涉足，行业存在竞争加剧的风险。

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1211	1490	2439	3199	4183
现金	166	187	1259	1911	2762
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	176	227	307	468	642
其它应收款	15	21	31	47	64
存货	1	1	0	0	0
其他	853	1055	841	774	714
非流动资产	68	137	157	173	185
长期股权投资	0	13	13	13	13
固定资产	17	53	77	95	110
无形资产	14	18	16	14	13
其他	37	53	51	50	48
资产总计	1279	1627	2596	3372	4368
流动负债	232	424	587	813	1074
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	37	70	101	155	217
预收账款	90	194	325	497	697
其他	105	161	161	161	161
长期负债	8	16	16	16	16
长期借款	0	0	0	0	0
其他	8	16	16	16	16
负债合计	240	440	603	829	1091
股本	360	360	461	461	461
资本公积金	204	216	763	763	763
留存收益	475	611	769	1319	2053
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	1039	1187	1993	2543	3277
负债及权益合计	1279	1627	2596	3372	4368

现金流量表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	347	418	541	683	971
净利润	214	311	338	651	929
折旧摊销	11	17	19	26	31
财务费用	(0)	(0)	(6)	(13)	(19)
投资收益	(15)	(50)	(104)	(104)	(104)
营运资金变动	135	136	286	103	113
其它	1	5	8	21	21
投资活动现金流	(477)	(218)	57	57	57
资本支出	(30)	(53)	(47)	(47)	(47)
其他投资	(447)	(165)	104	104	104
筹资活动现金流	(16)	(184)	474	(89)	(177)
借款变动	129	(21)	0	0	0
普通股增加	0	0	101	0	0
资本公积增加	33	12	547	0	0
股利分配	(180)	(180)	(180)	(102)	(195)
其他	2	4	6	13	19
现金净增加额	(146)	16	1072	652	851

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	753	1130	1666	2535	3480
营业成本	89	150	218	333	467
营业税金及附加	9	11	17	25	35
营业费用	155	216	350	456	626
管理费用	80	89	142	203	268
研发费用	266	428	683	938	1218
财务费用	(2)	(2)	(6)	(13)	(19)
资产减值损失	1	4	0	0	0
公允价值变动	0	2	2	2	2
投资收益	60	102	102	102	102
营业利润	216	338	367	696	989
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	17	17	17	17
利润总额	216	322	351	680	973
所得税	2	11	12	29	43
净利润	214	311	338	651	929
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	214	311	338	651	929

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	39%	50%	47%	52%	37%
营业利润	148%	57%	9%	90%	42%
净利润	65%	45%	9%	92%	43%
获利能力					
毛利率	88.2%	86.7%	86.9%	86.9%	86.6%
净利率	28.5%	27.5%	20.3%	25.7%	26.7%
ROE	20.6%	26.2%	17.0%	25.6%	28.4%
ROIC	20.3%	26.9%	17.2%	25.6%	28.1%
偿债能力					
资产负债率	18.8%	27.1%	23.2%	24.6%	25.0%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	5.2	3.5	4.2	3.9	3.9
速动比率	5.2	3.5	4.2	3.9	3.9
营运能力					
资产周转率	0.6	0.7	0.6	0.8	0.8
存货周转率	77.3	150.3	373.5	1635.3	1577.4
应收帐款周转率	4.6	5.6	6.2	6.5	6.3
应付帐款周转率	3.2	2.8	2.5	2.6	2.5
每股资料 (元)					
EPS	0.60	0.86	0.73	1.41	2.02
每股经营现金	0.96	1.16	1.17	1.48	2.11
每股净资产	2.89	3.30	4.32	5.52	7.11
每股股利	0.50	0.50	0.22	0.42	0.60
估值比率					
PE	225.6	155.6	182.9	95.1	66.6
PB	46.5	40.7	31.1	24.3	18.9
EV/EBITDA	281.3	176.2	160.9	86.3	61.2

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

刘泽晶：2014/15 年新财富计算机行业团队第三、第五名，2014 年水晶球团队第三名。中央财经大学硕士毕业，6 年从业经验。

刘玉萍：招商证券计算机行业分析师，北京大学汇丰商学院金融学硕士，对外经济贸易大学经济学学士。2017 年加入招商证券研究所。

范昶蕊：招商证券计算机行业分析师，美国本特利大学商业分析专业硕士，中央财经大学管理科学学士，2017 年 8 月加入招商证券研究所。

周翔宇：招商证券计算机行业分析师，三年中小盘研究经历，获得 2016/17 年新财富中小市值团队第五、第二名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。