

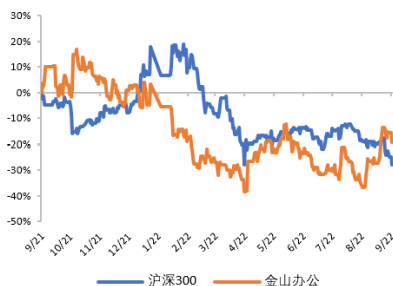
# 金山办公: 办公软件海外经验的中国实践

## 投资评级: 买入 (首次)

报告日期: 2022-09-28

收盘价 (元)	206.67
近 12 个月最高/最低 (元)	303/155
总股本 (百万股)	461.22
流通股本 (百万股)	218.22
流通股比例 (%)	47.31
总市值 (亿元)	953.21
流通市值 (亿元)	451.00

## 公司价格与沪深 300 走势比较



## 分析师: 尹沿技

执业证书号: S0010520020001

电话: 021-60958389

邮箱: yinyj@hazq.com

## 分析师: 王奇珏

执业证书号: S0010522060002

邮箱: wangqj@hazq.com

## 联系人: 张旭光

执业证书号: S0010121090040

邮箱: zhangxg@hazq.com

## 主要观点:

### ● 公司是真正全国产的办公软件和服务提供商。

主要产品 WPS Office 办公软件和金山词霸等, 是真正全国产办公软件。

### ● 微软经验: B 端为主; 授权向订阅发展; 协同办公促进订阅转化。

海外巨头经验来看, 主要总结为: 1) B 端客户是办公软件的主要付费方, 收入规模占 Office 软件相关业务收入的 80%。2) 从授权模式向订阅模式转变, 有效降低了业务收入的波动性, 实现更好的持续性。3) 协同办公类产品的推出, 实现了 Office 办公软件与团队交流的互补, 进一步促进 B 端的订阅转型与付费意愿。

### ● 金山办公实践: C 端提升付费率; 信创提供 B 端广阔空间;

1) 公司起家于 C 端市场。考虑主要用户为高中阶段及高等教育阶段学生、第二及第三产业在职员工, 预计总用户群体覆盖 4.71 亿人。以 WPS 会员年付费 89 元计算, 整体市场空间 420 亿元。当前付费率约为 5.01%。而办公软件行业龙头微软 Office365 付费率约 25% (5000 万付费用户, 对应 2 亿月活)。若以 25% 付费率计算, 可达市场空间约 105 亿元/年。2) 随着信创推进, 机构授权业务有望快速放量。按照体制内就业人数约 9000 万, 以 2: 1 计算潜在需要的 WPS 授权数, 预计约 4500 万套。当前招标数据, 对应约 500 元/套授权售价, 合计市场规模约 225 亿元。3) 公司近两年日益重视 B 端客户的订阅销售模式。推出协同办公产品, 进一步促进机构客户的订阅模式转化。

### ● 投资建议: 预计公司 2022 年-2024 年净利润分别为 11.6 亿元、15.9 亿元及 21.5 亿元。对应当前股价的 PE 分别为 82 倍、60 倍及 44 倍; 对应当前股价的 PS 分别为 25 倍、18 倍及 14 倍。公司历史 PE band 来看, 当前处于估值中枢之下。往后看, C 端付费率与 ARPU 仍有提升空间; B 端授权业务受益于党政、行业信创推进, 空间巨大; 协同办公又将促进 B 端客户向订阅转化。首次覆盖, 给予“买入”评级。

### ● 风险提示

1) 信创推进不及预期; 2) 费用控制不利; 3) 行业竞争加剧; 4) 经济下行导致企业端软件支出收缩。

### ● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3280	3913	5244	6913
收入同比 (%)	45.1%	19.3%	34.0%	31.8%
归属母公司净利润	1041	1164	1591	2146
净利润同比 (%)	18.6%	11.7%	36.7%	34.9%
毛利率 (%)	86.9%	86.6%	87.2%	87.6%
ROE (%)	13.5%	13.6%	15.7%	17.4%
每股收益 (元)	2.26	2.52	3.45	4.65
P/E	117.32	81.93	59.91	44.42
P/B	15.83	11.13	9.39	7.75
EV/EBITDA	121.58	86.40	62.50	45.59

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 正文目录

1 报告要点.....	4
2 办公软件龙头，C端、B端齐发力.....	6
2.1 公司立足于国产办公软件研发.....	6
2.2 公司股权结构.....	6
2.3 公司当前主要业务.....	7
2.4 财务数据.....	9
3 微软经验：B端业务为主、协同办公促进订阅.....	11
3.1 B端业务为主.....	11
3.2 从授权向订阅发展.....	14
3.3 TEAMS 协同办公产品，推动授权向订阅制转换.....	15
4 金山实践：从C端订阅模型向B端订阅发展.....	17
4.1 C端不断实现月活向付费用户转化.....	17
4.2 信创推进，有助B端成为未来增长主力.....	19
4.3 协同办公，促进机构订阅转化.....	20
5 盈利预测与估值.....	24
风险提示：.....	25
财务报表与盈利预测.....	26

## 图表目录

图表 1 金山办公发展历程	6
图表 2 金山办公股权结构	7
图表 3 金山数字办公平台全景	8
图表 4 公司收入结构（2022H1）	9
图表 5 公司收入及增速	9
图表 6 公司归母净利润及增速	9
图表 7 公司收入结构	10
图表 8 公司费用率变化	10
图表 9 公司员工人数及变化	10
图表 10 公司经营活动现金流量净额	10
图表 11 OFFICE 365 消费者业务订阅数	11
图表 12 OFFICE 365 企业用户数量增长	11
图表 13 MICROSOFT 365 定价方式	12
图表 14 MICROSOFT 365 定价方式	13
图表 15 MICROSOFT 365 消费者业务定价	14
图表 16 机构 OFFICE 业务与消费者 OFFICE 业务收入增速	15
图表 17 OFFICE 2021HOME&STUDENT 定价	15
图表 18 TEAMS 全球日活	16
图表 19 公司 C 端订阅主要产品月活	17
图表 20 公司 C 端订阅产品付费率	17
图表 21 公司 C 端订阅累计付费个人会员数（百万）	17
图表 22 C 端用户单用户订阅 ARPU	17
图表 23 在校学生分阶段数据	18
图表 24 就业人群结构	18
图表 25 金山办公会员定价	19
图表 26 超级会员定价	19
图表 27 公司中标统计（不完全统计）	19
图表 28 金山办公产品矩阵	21
图表 29 金山办公数字办公平台	21
图表 30 协同办公 SAAS 产品对比	22
图表 31 金山办公 PS BAND	24
图表 32 金山办公 PE BAND	24

## 1 报告要点

1. 公司是国内领先的办公软件和服务提供商，主要从事 WPS Office 办公软件产品及服务的设计研发及销售推广。主要产品包括 WPS Office 办公软件和金山词霸等，皆由公司自主研发，是全国产办公软件产品。
2. 主营业务主要包括 Office 系列软件，互联网广告推广业务。其中 Office 系列产品软件根据不同商业模式划分收入结构：
  - 1) 授权销售模式：于软件订购数量较少的中小型机构客户，公司通常采用数量授权方式；对于软件需求数量较大的大型客户，公司通常采用场地授权方式。约占收入的 23%；
  - 2) 订阅销售模式：划分为机构订阅与个人订阅。个人或机构可以按月度、季度或年度形式付费。部分增值功能和稻壳儿内容平台资源，也支持按功能或按数量购买。机构订阅与个人订阅分别占收入的 17%和 52%。
  - 3) 互联网广告推广业务：为有推广需求的客户在客户端及网站平台上提供广告位，占收入的 8%。
3. 海外巨头经验来看，主要总结为：1) B 端客户是办公软件的主要付费方，收入规模占 Office 软件相关业务收入的 80%。2) 从授权模式向订阅模式转变，有效降低了业务收入的波动性，实现更好的持续性。3) 协同办公类产品的推出，实现了 Office 办公软件与团队交流的互补，进一步促进 B 端的订阅转型与付费意愿。
4. 金山办公的实践来看：
  - 1) 公司起家于 C 端市场，当前月活数据、付费率、ARPU 数据持续增长。2022 年中报，公司月活用户达到 5.70 亿；付费率 5.01%；ARPU 达到 65.8 元（年化）。C 端市场的持续成长是公司业务的基本盘。  
考虑主要用户为高中阶段及高等教育阶段学生、第二及第三产业在职员工，预计总用户群体覆盖 4.71 亿人。以 WPS 会员年付费 89 元计算，整体市场空间 420 亿元。  
从付费率的角度来看，公司当前的付费率约为 5.01%。而办公软件行业龙头微软 Office365 付费率约 25%（5000 万付费用户，对应 2 亿月活）。若以 25%付费率计算，可达市场空间约 105 亿元/年。
  - 2) 随着办公软件自主可控推进，公司机构授权业务有望快速放量。从招标网来看，多地信创推进，不仅局限于党政机关，各地企事业单位也有陆续招标。按照体制内就业人数约 9000 万（根据统计局局长《2021-2022 年中国经济年会》发言），以 2: 1 计算潜在需要的 WPS 授权数，预计约 4500 万套。当前招标统计数据，对应约 500 元/套的授权售价，合计市场规模约 225 亿元。而 2020 年、2021 年、2022 年上半年，机构授权收入分别为 4.6 亿元、9.6 亿元及 4.2 亿元，合计约 18 亿元。机构授权业务空间广阔。
  - 3) 公司近两年日益重视 B 端客户的订阅销售模式。推出协同办公产品，进一步促进机构客户的订阅模式转化。当前协同办公领域产品各有特色：
    - a) 飞书：功能全面，集合所有日常办公所需软件功能。从日常沟通、到日程管理、远程会议、OA 审批等。全流程覆盖所有办公需求。
    - b) 钉钉：先发优势，用户群体庞大。
    - c) 企业微信，社交属性更强
    - d) 金山办公协同办公平台的优势主要在于吸引重度文字应用工作者，模板、

办公软件的能力更强。现有的办公软件月活有望实现向协同办公平台转化，同时协同办公作为订阅付费的新功能，亦将促进机构从授权向订阅式购买的转化。

5. 预计公司 2022 年-2024 年净利润分别为 11.6 亿元、15.9 亿元及 21.5 亿元。对应当前股价的 PE 分别为 82 倍、60 倍及 44 倍；对应当前股价的 PS 分别为 25 倍、18 倍及 14 倍。

公司历史 PEband 来看，当前处于估值中枢之下。往后看，C 端付费率与 ARPU 仍有提升空间；B 端授权业务受益于党政、行业信创推进，空间巨大；协同办公又将促进 B 端客户向订阅转化。首次覆盖，给予“买入”评级。

6. 风险提示：1）信创推进不及预期；2）费用控制不利；3）行业竞争加剧；4）经济下行导致企业端软件支出收缩。

## 2 办公软件龙头，C 端、B 端齐发力

### 2.1 公司立足于国产办公软件研发

公司是国内领先的办公软件和服务提供商，主要从事 WPS Office 办公软件产品及服务的设计研发及销售推广。主要产品包括 WPS Office 办公软件和金山词霸等，皆由公司自主研发，是真正的国产办公软件产品。

公司的发展主要分为四个阶段：

1) 初创期：1989 年，金山创始人求伯君推出 WPS1.0。

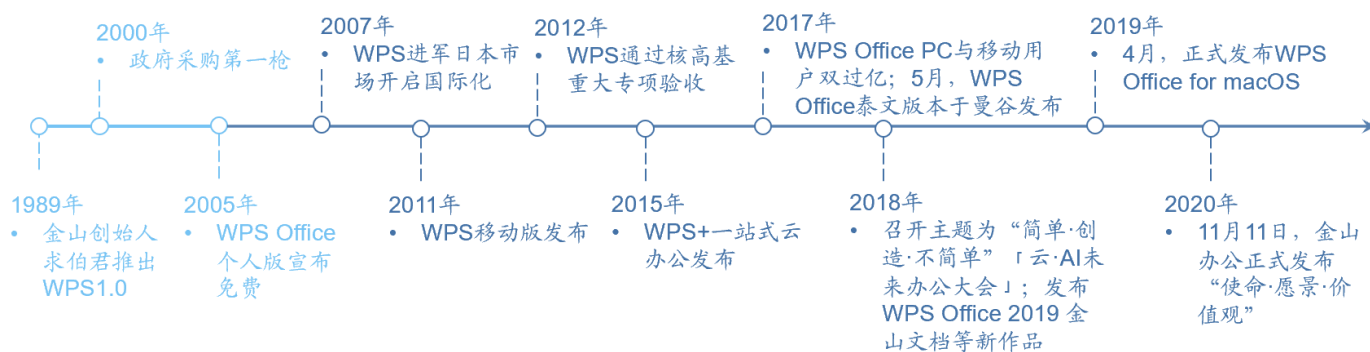
2) 发展期：2021 年中国加入世贸组织，其中一个重要事件就是打击盗版，政府做出购买正品软件表率，WPS 打响政府采购第一枪；2005 年，公司发布了里程碑式的版本 WPS Office 2005，完全兼容 Office，个人版宣布免费。

3) 加速发展期：2011 年，发布了 WPS Office 移动版，契合了智能手机用户对移动办公应用“简单而强大”的心理需求，赢得了包括中国在内的全球用户的欢迎，迄今为止，WPS Office 移动版的年复合增长率高达 300%；于 2012 年通过核高基重大专项验收。

4) 转型期：2015 年，面向企业的一站式云办公解决方案 WPS+云办公发布；2018 年，召开主题为“简单·创造·不简单”「云·AI 未来办公大会」，并发布 WPS Office 2019 金山文档等新作品；2019 年，WPS Office Mac OS 版正式发布，填补了 WPS Office 在苹果生态的最后一块空白，由此，WPS Office 真正意义上实现了全平台覆盖，同年，公司在上交所科创板挂牌交易。

2020 年以来，公司陆续发布协同办公产品，正式宣布全新公司产品战略“协作”，相继发布了包括金山表单、金山会议、金山日历等协作产品与功能。

图表 1 金山办公发展历程



资料来源：金山办公官网，华安证券研究所

### 2.2 公司股权结构

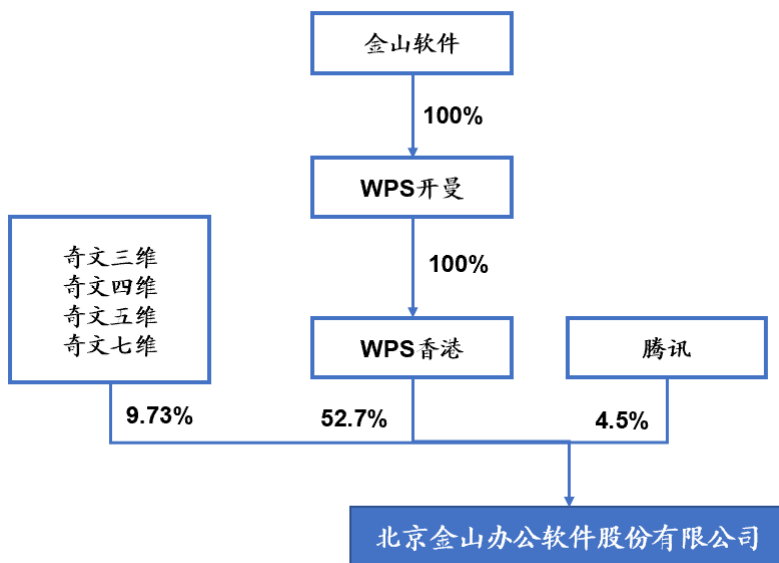
金山软件通过 WPS 香港持有公司 52.7%股权，为公司的控股股东。实际控制人为雷军先生。

另有奇文三维、奇文四维等公司合计持有公司 9.73%；

腾讯控股持有公司 4.5%股权。



图表 2 金山办公股权结构



资料来源：公司财报，华安证券研究所

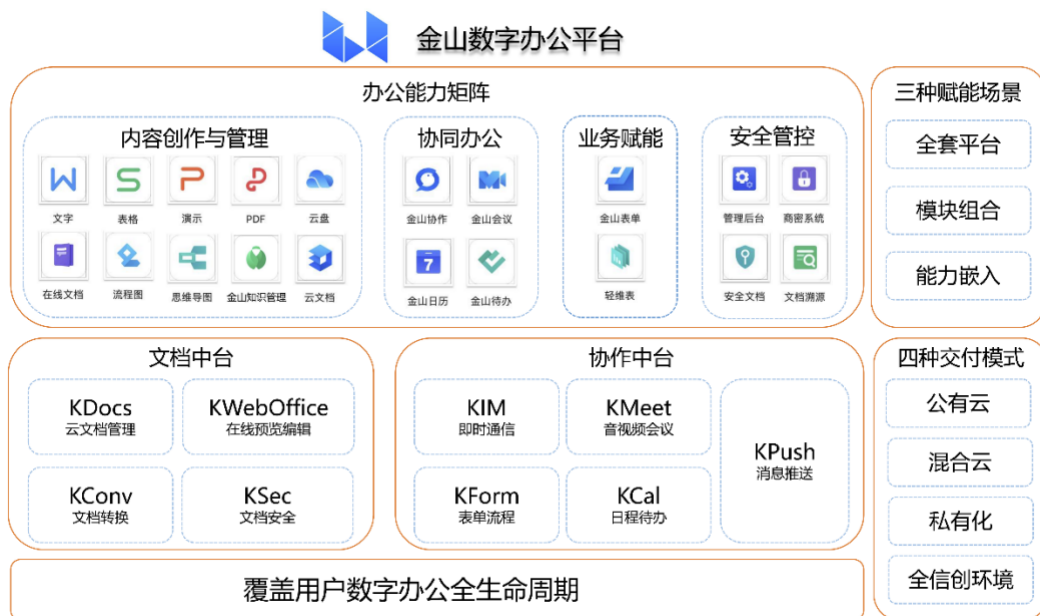
## 2.3 公司当前主要业务

公司产品包括 WPS Office、金山文档、稻壳儿、金山词霸等办公软件产品和服务。另有互联网广告推广业务。

- 1) WPS Office 办公软件是公司的核心产品，为用户提供一站式办公服务。产品通过 WPS Office 桌面版（Windows 版本、Mac 版本、Linux 版本）及 WPS Office 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。WPS Office 在与国外主流 Office 高度兼容的同时，拥有丰富的特色功能，为广大用户提供稳定、便捷的办公支持，满足各类用户的办公需要。同时，公司为 WPS Office 用户提供快速、便捷、高效的线上和线下服务及技术支持，为用户带来可靠有效的使用保障。
- 2) 金山文档是一款支持多人实时协作的在线文档服务。金山文档基于 HTML5 技术，在 Windows、MacOS、Linux、Android、iOS、iPadO 平台上，通过浏览器、微信小程序、QQ 小程序 等多种途径支持在线文档和 Office 文档的管理、查看、编辑、协作等文档处理能力。金山文档提供的在线文档格式面向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。
- 3) 金山数字办公平台是基于金山办公产品矩阵，进行云化、中台化改造和二次开发后打造的涵盖内容创作与管理、协同办公、业务数字化的赋能解决方案。作为办公数字化转型交互枢纽，可支撑政府、国企、央企、规模民企在内的大型、超大型组织，建立专属的数字化办公平台，也可向中小企业及组织提供一站式办公云服务。平台包括向用户提供以 WPS Office 办公软件、金山文档及金山协作（企

业 IM）为核心的办公能力产品矩阵，通过统一的身份认证服务配套文档及协作两大数字办公中台以及开放的生态体系为用户赋能。面对用户需求场景提供全套平台、模块组合、能力嵌入三种赋能方案，打造了基于公有云、混合云、私有化及全信创环境的四种交付方式。

图表 3 金山数字办公平台全景



资料来源：公司官网，华安证券研究所

收入主要主要来自 Office 系列软件，互联网广告推广业务。其中 Office 系列产品软件根据不同商业模式划分收入结构

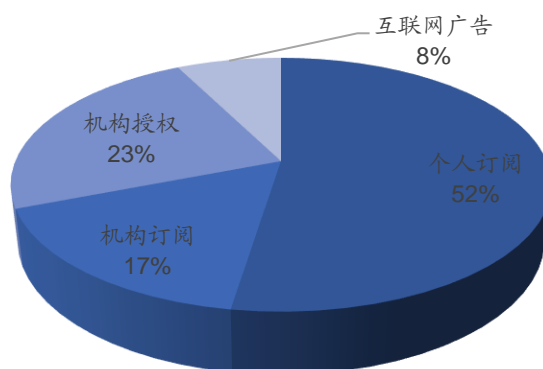
主要商业模式划分为两类：

- 1) 授权销售：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。a) 对于软件订购数量较少的中小型企业客户，公司通常采用数量授权方式，授予此类客户某一版本的软件使用权。b) 对于软件需求数量较大的大型客户，公司通常采用场地授权方式。在合同约定期间，公司授予此类客户在其经营场所不限装机数量使用某一版本软件的权利。根据客户需求，此期间通常持续一至五年，公司针对整个场地收取授权使用费用。
- 2) 订阅销售：划分为机构订阅与个人订阅。个人或机构可以按月度、季度或年度形式付费。部分增值功能和稻壳儿内容平台资源，也支持按功能或按数量购买。

互联网广告推广业务，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。通常对于免费用户，公司采用“免费+广告”的盈利模式。



图表 4 公司收入结构 (2022H1)



资料来源: wind, 华安证券研究所

## 2.4 财务数据

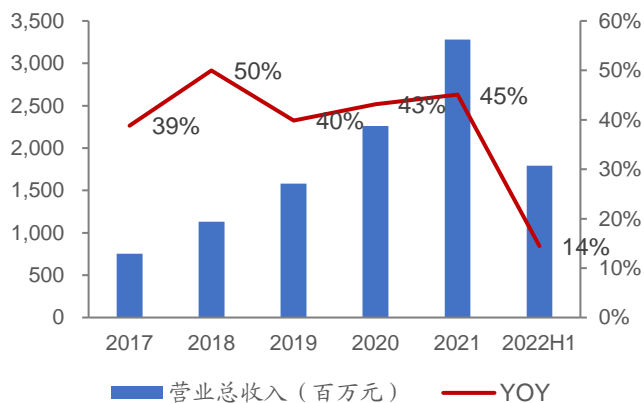
### • 收入及增速

2017 年-2021 年, 公司收入持续维持快速增长, CAGR 44%。2022 年上半年, 收疫情、授权业务、广告业务影响, 收入增速降至 14%。

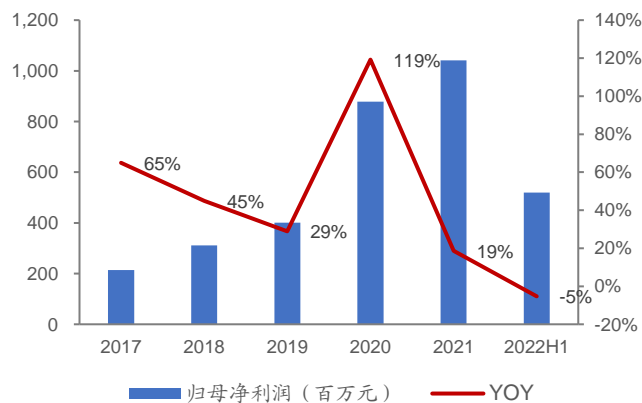
### • 利润及增速

2017 年-2021 年, 归母净利润 CAGR 48%。2022 年上半年归母净利润微降 5%。

图表 5 公司收入及增速



图表 6 公司归母净利润及增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

资料来源: wind, 华安证券研究所

### • 分业务成长性

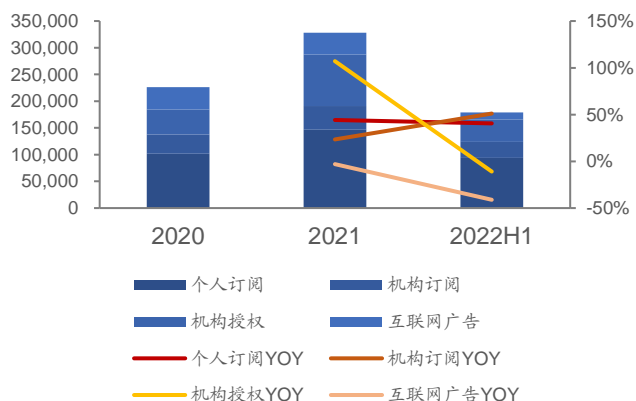
分业务来看, 个人办公订阅业务一直维持较好的成长性, 2021 年增长 44%, 2022 年上半年增长 40%; 机构订阅业务自 2021 年报开始拆分, 收入增长 23%, 2022 年上半年增长 50%; 机构授权业务受信创投入影响, 波动较大。2022 年上半年同比下降 10%。

### • 费用率

销售费用率、管理费用率基本维持在 20% 及 10% 左右的水平, 研发费用率波动较大。2022 年上半年, 研发费用率提升至 36%, 较 2021 年报提升 3 个百

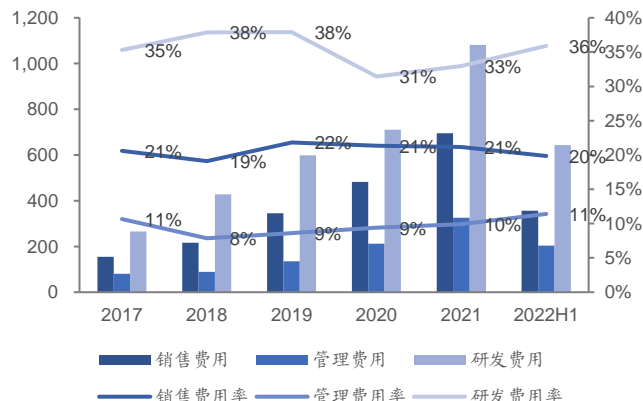
分点。

图表 7 公司收入结构



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 8 公司费用率变化



资料来源: wind, 华安证券研究所

### • 员工数量

2022H1 公司研发人员 2816, 较上年同期增长 29%, 占总人数的 67%。人员数量较此前的增速有明显放缓。

### • 现金流

历史以来,公司经营活动现金净流量表现较好,通常是公司净利润的 1.5-1.7 倍。

图表 9 公司员工人数及变化



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 10 公司经营活动现金流量净额



资料来源: wind, 华安证券研究所

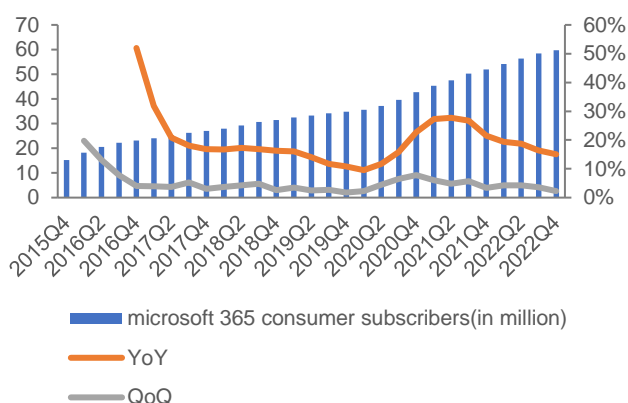
### 3 微软经验：B 端业务为主、协同办公促进订阅

#### 3.1 B 端业务为主

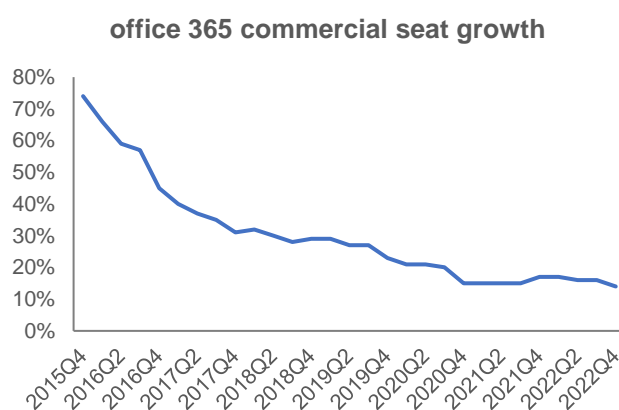
微软的办公软件业务，将收入清晰的划分为商业用户、消费用户（也即企业及个人）。

- 1) 商业用户端：是公司 Office 软件类业务中收入的主要组成。基本占 Office 软件相关业务收入的 80%。以企业客户数量作为主要指标。自 2015 年 Q4 开始披露企业用户数量的增速，早期增速高达 70%+，2022 年 Q4，企业数量增速保持 14%（截止 2021 年 8 月，Office 365 已发展到超过 3 亿个商业付费席位，资料来源：微软 blog）。
- 2) 个人用户端，主要以订阅用户数作为主要指标。截止 2022 年 Q4，个人用户 Microsoft 365 订阅用户达到 5970 万。

图表 11 Office 365 消费者业务订阅数



图表 12 Office 365 企业用户数量增长



资料来源：wind，华安证券研究所





























































































































































































































资料来源：wind，华安证券研究所

产品策略来看，2011 年 6 月推出 Office 365 包括 Word、Excel、PowerPoint、Outlook、Lync、Exchange 和 InfoPath。当前已经扩展增加其他应用（全部或部分）以及全新的功能，包括：Access、Bookings、Delve、Forms、GroupMe、Kaizala、Lens、Lists、OneDrive、OneNote 课堂笔记本、Planner、Power Apps、Power Automate、Power BI、Publisher、SharePoint、Staff Hub、Stream、Sway、Teams、微软待办、Visio、Whiteboard 和 Yammer。

2021 年 8 月，微软宣布 2022 年 3 月 1 日起，进行产品的价格调整，整体涨价幅度在 10-20%：

- 1) Microsoft 365 商业基础版（从每用户 5 美元更改为每用户 6 美元）；
- 2) Microsoft 365 商业高级版（从 20 美元更改为 22 美元）；
- 3) Office 365 E1（从 8 美元更改为 10 美元）、Office 365 E3（从 20 美元更改为 23 美元）、Office 365 E5（从 35 美元更改为 38 美元）、Microsoft 365 E3（从 32 美元更改为 36 美元）。

图表 13 Microsoft 365 定价方式

Great for startups	Most popular	Enterprise-level security	Office apps only
<div>Microsoft 365 Business Basic</div> <div>\$6.00 user/month (Annual subscription—auto renews)<sup>1</sup></div> <div>Buy now</div> <div>Try free for one month<sup>2</sup> &gt;</div> <div>Start with web and mobile apps</div> <div><div>✓ Web and mobile versions of Office apps only</div><div>✓ Chat, call, and meet with teams from laptop, tablet, or phone</div><div>✓ Allow clients to book appointments with the <a href="#">Bookings app</a></div><div>✓ Manage projects with <a href="#">Forms</a>, <a href="#">Lists</a>, and <a href="#">Planner</a></div><div>✓ 1 TB of cloud storage</div><div>✓ Business-class email (name@yourbusiness.com)</div><div>✓ Standard security</div><div>✗ Desktop-installed versions of Office apps not included</div></div> <div>Web and mobile apps and services:</div> <div><div> Outlook</div><div> Word</div><div> Excel</div><div> PowerPoint</div><div> OneDrive</div><div> Teams</div><div> Bookings</div><div> Forms</div><div> Lists</div><div> Planner</div><div> Exchange</div><div> SharePoint</div></div> <tr><td><div>Microsoft 365 Business Standard</div><div>\$12.50 user/month (Annual subscription—auto renews)<sup>1</sup></div><div>Buy now</div><div>Try free for one month<sup>2</sup> &gt;</div><div>You get Business Basic, plus:</div><div><div>✓ Installable desktop apps of Word, Excel, and PowerPoint</div><div>✓ Work offline and upload changes to cloud when you reconnect</div><div>✓ <a href="#">Publisher</a> to create your own marketing materials</div><div>✓ Host webinars and large meetings</div><div>✓ Attendee registration and reporting tools for Webinars</div><div>✓ <a href="#">Access</a> for database and data visualization</div></div><div>Desktop, web, and mobile apps and services:</div><div><div> Outlook</div><div> Word</div><div> Excel</div><div> PowerPoint</div><div> OneDrive</div><div> Teams</div><div> Bookings</div><div> Forms</div><div> Lists</div><div> Planner</div><div> Exchange</div><div> SharePoint</div><div> Publisher (PC only)</div><div> Access (PC only)</div></div><tr><td><div>Microsoft 365 Business Premium</div><div>\$22.00 user/month (Annual subscription—auto renews)<sup>1</sup></div><div>Buy now</div><div>Try free for one month<sup>2</sup> &gt;</div><div>You get Business Standard, plus:</div><div><div>✓ Device management</div><div>✓ Remotely wipe lost or stolen devices</div><div>✓ Advanced security tools and features</div><div>✓ Control access to company data</div><div>✓ Cyber threat protection</div></div><div>Access to advanced IT support is recommended</div><div>Desktop, web, and mobile apps and services:</div><div><div> Outlook</div><div> Word</div><div> Excel</div><div> PowerPoint</div><div> OneDrive</div><div> Teams</div><div> Bookings</div><div> Forms</div><div> Lists</div><div> Planner</div><div> Exchange</div><div> SharePoint</div><div> Publisher (PC only)</div><div> Access (PC only)</div><div> Intune</div><div> Azure Information Protection</div></div><tr><td><div>Microsoft 365 Apps for business</div><div>\$8.25 user/month (Annual subscription—auto renews)<sup>1</sup></div><div>Buy now</div><div>Try free for one month<sup>2</sup> &gt;</div><div>Office apps only</div><div><div>✓ Installable desktop apps of Word, Excel, PowerPoint, and Outlook</div><div>✓ 1 TB of cloud storage</div><div>✓ Standard security</div><div>✓ Anytime phone and web support</div><div>✗ Online versions of OneNote and Outlook not included</div><div>✗ Chat tools not included</div></div><div>Desktop, web, and mobile apps and services:</div><div><div> Outlook</div><div> Word</div><div> Excel</div><div> PowerPoint</div><div> OneDrive</div><div> Publisher (PC only)</div><div> Access (PC only)</div></div></td></tr></td></tr></td></tr>	<div>Microsoft 365 Business Standard</div> <div>\$12.50 user/month (Annual subscription—auto renews)<sup>1</sup></div> <div>Buy now</div> <div>Try free for one month<sup>2</sup> &gt;</div> <div>You get Business Basic, plus:</div> <div><div>✓ Installable desktop apps of Word, Excel, and PowerPoint</div><div>✓ Work offline and upload changes to cloud when you reconnect</div><div>✓ <a href="#">Publisher</a> to create your own marketing materials</div><div>✓ Host webinars and large meetings</div><div>✓ Attendee registration and reporting tools for Webinars</div><div>✓ <a href="#">Access</a> for database and data visualization</div></div> <div>Desktop, web, and mobile apps and services:</div> <div><div> Outlook</div><div> Word</div><div> Excel</div><div> PowerPoint</div><div> OneDrive</div><div> Teams</div><div> Bookings</div><div> Forms</div><div> Lists</div><div> Planner</div><div> Exchange</div><div> SharePoint</div><div> Publisher (PC only)</div><div> Access (PC only)</div></div> <tr><td><div>Microsoft 365 Business Premium</div><div>\$22.00 user/month (Annual subscription—auto renews)<sup>1</sup></div><div>Buy now</div><div>Try free for one month<sup>2</sup> &gt;</div><div>You get Business Standard, plus:</div><div><div>✓ Device management</div><div>✓ Remotely wipe lost or stolen devices</div><div>✓ Advanced security tools and features</div><div>✓ Control access to company data</div><div>✓ Cyber threat protection</div></div><div>Access to advanced IT support is recommended</div><div>Desktop, web, and mobile apps and services:</div><div><div> Outlook</div><div> Word</div><div> Excel</div><div> PowerPoint</div><div> OneDrive</div><div> Teams</div><div> Bookings</div><div> Forms</div><div> Lists</div><div> Planner</div><div> Exchange</div><div> SharePoint</div><div> Publisher (PC only)</div><div> Access (PC only)</div><div> Intune</div><div> Azure Information Protection</div></div><tr><td><div>Microsoft 365 Apps for business</div><div>\$8.25 user/month (Annual subscription—auto renews)<sup>1</sup></div><div>Buy now</div><div>Try free for one month<sup>2</sup> &gt;</div><div>Office apps only</div><div><div>✓ Installable desktop apps of Word, Excel, PowerPoint, and Outlook</div><div>✓ 1 TB of cloud storage</div><div>✓ Standard security</div><div>✓ Anytime phone and web support</div><div>✗ Online versions of OneNote and Outlook not included</div><div>✗ Chat tools not included</div></div><div>Desktop, web, and mobile apps and services:</div><div><div> Outlook</div><div> Word</div><div> Excel</div><div> PowerPoint</div><div> OneDrive</div><div> Publisher (PC only)</div><div> Access (PC only)</div></div></td></tr></td></tr>	<div>Microsoft 365 Business Premium</div> <div>\$22.00 user/month (Annual subscription—auto renews)<sup>1</sup></div> <div>Buy now</div> <div>Try free for one month<sup>2</sup> &gt;</div> <div>You get Business Standard, plus:</div> <div><div>✓ Device management</div><div>✓ Remotely wipe lost or stolen devices</div><div>✓ Advanced security tools and features</div><div>✓ Control access to company data</div><div>✓ Cyber threat protection</div></div> <div>Access to advanced IT support is recommended</div> <div>Desktop, web, and mobile apps and services:</div> <div><div> Outlook</div><div> Word</div><div> Excel</div><div> PowerPoint</div><div> OneDrive</div><div> Teams</div><div> Bookings</div><div> Forms</div><div> Lists</div><div> Planner</div><div> Exchange</div><div> SharePoint</div><div> Publisher (PC only)</div><div> Access (PC only)</div><div> Intune</div><div> Azure Information Protection</div></div> <tr><td><div>Microsoft 365 Apps for business</div><div>\$8.25 user/month (Annual subscription—auto renews)<sup>1</sup></div><div>Buy now</div><div>Try free for one month<sup>2</sup> &gt;</div><div>Office apps only</div><div><div>✓ Installable desktop apps of Word, Excel, PowerPoint, and Outlook</div><div>✓ 1 TB of cloud storage</div><div>✓ Standard security</div><div>✓ Anytime phone and web support</div><div>✗ Online versions of OneNote and Outlook not included</div><div>✗ Chat tools not included</div></div><div>Desktop, web, and mobile apps and services:</div><div><div> Outlook</div><div> Word</div><div> Excel</div><div> PowerPoint</div><div> OneDrive</div><div> Publisher (PC only)</div><div> Access (PC only)</div></div></td></tr>	<div>Microsoft 365 Apps for business</div> <div>\$8.25 user/month (Annual subscription—auto renews)<sup>1</sup></div> <div>Buy now</div> <div>Try free for one month<sup>2</sup> &gt;</div> <div>Office apps only</div> <div><div>✓ Installable desktop apps of Word, Excel, PowerPoint, and Outlook</div><div>✓ 1 TB of cloud storage</div><div>✓ Standard security</div><div>✓ Anytime phone and web support</div><div>✗ Online versions of OneNote and Outlook not included</div><div>✗ Chat tools not included</div></div> <div>Desktop, web, and mobile apps and services:</div> <div><div> Outlook</div><div> Word</div><div> Excel</div><div> PowerPoint</div><div> OneDrive</div><div> Publisher (PC only)</div><div> Access (PC only)</div></div>
<div>Microsoft 365 Business Standard</div> <div>\$12.50 user/month (Annual subscription—auto renews)<sup>1</sup></div> <div>Buy now</div> <div>Try free for one month<sup>2</sup> &gt;</div> <div>You get Business Basic, plus:</div> <div><div>✓ Installable desktop apps of Word, Excel, and PowerPoint</div><div>✓ Work offline and upload changes to cloud when you reconnect</div><div>✓ <a href="#">Publisher</a> to create your own marketing materials</div><div>✓ Host webinars and large meetings</div><div>✓ Attendee registration and reporting tools for Webinars</div><div>✓ <a href="#">Access</a> for database and data visualization</div></div> <div>Desktop, web, and mobile apps and services:</div> <div><div> Outlook</div><div> Word</div><div> Excel</div><div> PowerPoint</div><div> OneDrive</div><div> Teams</div><div> Bookings</div><div> Forms</div><div> Lists</div><div> Planner</div><div> Exchange</div><div> SharePoint</div><div> Publisher (PC only)</div><div> Access (PC only)</div></div> <tr><td><div>Microsoft 365 Business Premium</div><div>\$22.00 user/month (Annual subscription—auto renews)<sup>1</sup></div><div>Buy now</div><div>Try free for one month<sup>2</sup> &gt;</div><div>You get Business Standard, plus:</div><div><div>✓ Device management</div><div>✓ Remotely wipe lost or stolen devices</div><div>✓ Advanced security tools and features</div><div>✓ Control access to company data</div><div>✓ Cyber threat protection</div></div><div>Access to advanced IT support is recommended</div><div>Desktop, web, and mobile apps and services:</div><div><div> Outlook</div><div> Word</div><div> Excel</div><div> PowerPoint</div><div> OneDrive</div><div> Teams</div><div> Bookings</div><div> Forms</div><div> Lists</div><div> Planner</div><div> Exchange</div><div> SharePoint</div><div> Publisher (PC only)</div><div> Access (PC only)</div><div> Intune</div><div> Azure Information Protection</div></div><tr><td><div>Microsoft 365 Apps for business</div><div>\$8.25 user/month (Annual subscription—auto renews)<sup>1</sup></div><div>Buy now</div><div>Try free for one month<sup>2</sup> &gt;</div><div>Office apps only</div><div><div>✓ Installable desktop apps of Word, Excel, PowerPoint, and Outlook</div><div>✓ 1 TB of cloud storage</div><div>✓ Standard security</div><div>✓ Anytime phone and web support</div><div>✗ Online versions of OneNote and Outlook not included</div><div>✗ Chat tools not included</div></div><div>Desktop, web, and mobile apps and services:</div><div><div> Outlook</div><div> Word</div><div> Excel</div><div> PowerPoint</div><div> OneDrive</div><div> Publisher (PC only)</div><div> Access (PC only)</div></div></td></tr></td></tr>	<div>Microsoft 365 Business Premium</div> <div>\$22.00 user/month (Annual subscription—auto renews)<sup>1</sup></div> <div>Buy now</div> <div>Try free for one month<sup>2</sup> &gt;</div> <div>You get Business Standard, plus:</div> <div><div>✓ Device management</div><div>✓ Remotely wipe lost or stolen devices</div><div>✓ Advanced security tools and features</div><div>✓ Control access to company data</div><div>✓ Cyber threat protection</div></div> <div>Access to advanced IT support is recommended</div> <div>Desktop, web, and mobile apps and services:</div> <div><div> Outlook</div><div> Word</div><div> Excel</div><div> PowerPoint</div><div> OneDrive</div><div> Teams</div><div> Bookings</div><div> Forms</div><div> Lists</div><div> Planner</div><div> Exchange</div><div> SharePoint</div><div> Publisher (PC only)</div><div> Access (PC only)</div><div> Intune</div><div> Azure Information Protection</div></div> <tr><td><div>Microsoft 365 Apps for business</div><div>\$8.25 user/month (Annual subscription—auto renews)<sup>1</sup></div><div>Buy now</div><div>Try free for one month<sup>2</sup> &gt;</div><div>Office apps only</div><div><div>✓ Installable desktop apps of Word, Excel, PowerPoint, and Outlook</div><div>✓ 1 TB of cloud storage</div><div>✓ Standard security</div><div>✓ Anytime phone and web support</div><div>✗ Online versions of OneNote and Outlook not included</div><div>✗ Chat tools not included</div></div><div>Desktop, web, and mobile apps and services:</div><div><div> Outlook</div><div> Word</div><div> Excel</div><div> PowerPoint</div><div> OneDrive</div><div> Publisher (PC only)</div><div> Access (PC only)</div></div></td></tr>	<div>Microsoft 365 Apps for business</div> <div>\$8.25 user/month (Annual subscription—auto renews)<sup>1</sup></div> <div>Buy now</div> <div>Try free for one month<sup>2</sup> &gt;</div> <div>Office apps only</div> <div><div>✓ Installable desktop apps of Word, Excel, PowerPoint, and Outlook</div><div>✓ 1 TB of cloud storage</div><div>✓ Standard security</div><div>✓ Anytime phone and web support</div><div>✗ Online versions of OneNote and Outlook not included</div><div>✗ Chat tools not included</div></div> <div>Desktop, web, and mobile apps and services:</div> <div><div> Outlook</div><div> Word</div><div> Excel</div><div> PowerPoint</div><div> OneDrive</div><div> Publisher (PC only)</div><div> Access (PC only)</div></div>	
<div>Microsoft 365 Business Premium</div> <div>\$22.00 user/month (Annual subscription—auto renews)<sup>1</sup></div> <div>Buy now</div> <div>Try free for one month<sup>2</sup> &gt;</div> <div>You get Business Standard, plus:</div> <div><div>✓ Device management</div><div>✓ Remotely wipe lost or stolen devices</div><div>✓ Advanced security tools and features</div><div>✓ Control access to company data</div><div>✓ Cyber threat protection</div></div> <div>Access to advanced IT support is recommended</div> <div>Desktop, web, and mobile apps and services:</div> <div><div> Outlook</div><div> Word</div><div> Excel</div><div> PowerPoint</div><div> OneDrive</div><div> Teams</div><div> Bookings</div><div> Forms</div><div> Lists</div><div> Planner</div><div> Exchange</div><div> SharePoint</div><div> Publisher (PC only)</div><div> Access (PC only)</div><div> Intune</div><div> Azure Information Protection</div></div> <tr><td><div>Microsoft 365 Apps for business</div><div>\$8.25 user/month (Annual subscription—auto renews)<sup>1</sup></div><div>Buy now</div><div>Try free for one month<sup>2</sup> &gt;</div><div>Office apps only</div><div><div>✓ Installable desktop apps of Word, Excel, PowerPoint, and Outlook</div><div>✓ 1 TB of cloud storage</div><div>✓ Standard security</div><div>✓ Anytime phone and web support</div><div>✗ Online versions of OneNote and Outlook not included</div><div>✗ Chat tools not included</div></div><div>Desktop, web, and mobile apps and services:</div><div><div> Outlook</div><div> Word</div><div> Excel</div><div> PowerPoint</div><div> OneDrive</div><div> Publisher (PC only)</div><div> Access (PC only)</div></div></td></tr>	<div>Microsoft 365 Apps for business</div> <div>\$8.25 user/month (Annual subscription—auto renews)<sup>1</sup></div> <div>Buy now</div> <div>Try free for one month<sup>2</sup> &gt;</div> <div>Office apps only</div> <div><div>✓ Installable desktop apps of Word, Excel, PowerPoint, and Outlook</div><div>✓ 1 TB of cloud storage</div><div>✓ Standard security</div><div>✓ Anytime phone and web support</div><div>✗ Online versions of OneNote and Outlook not included</div><div>✗ Chat tools not included</div></div> <div>Desktop, web, and mobile apps and services:</div> <div><div> Outlook</div><div> Word</div><div> Excel</div><div> PowerPoint</div><div> OneDrive</div><div> Publisher (PC only)</div><div> Access (PC only)</div></div>		
<div>Microsoft 365 Apps for business</div> <div>\$8.25 user/month (Annual subscription—auto renews)<sup>1</sup></div> <div>Buy now</div> <div>Try free for one month<sup>2</sup> &gt;</div> <div>Office apps only</div> <div><div>✓ Installable desktop apps of Word, Excel, PowerPoint, and Outlook</div><div>✓ 1 TB of cloud storage</div><div>✓ Standard security</div><div>✓ Anytime phone and web support</div><div>✗ Online versions of OneNote and Outlook not included</div><div>✗ Chat tools not included</div></div> <div>Desktop, web, and mobile apps and services:</div> <div><div> Outlook</div><div> Word</div><div> Excel</div><div> PowerPoint</div><div> OneDrive</div><div> Publisher (PC only)</div><div> Access (PC only)</div></div>			

资料来源：微软官网，华安证券研究所

图表 14 Microsoft 365 定价方式

Partially included
 Included  
 + Expand all

	Microsoft 365 Business Basic \$6.00 user/month (Annual subscription—auto renews) <sup>1</sup> <a href="#">Buy now</a> Or try free for one month <sup>2</sup> >	Microsoft 365 Business Standard \$12.50 user/month (Annual subscription—auto renews) <sup>1</sup> <a href="#">Buy now</a> Or try free for one month <sup>2</sup> >	Microsoft 365 Business Premium \$22.00 user/month (Annual subscription—auto renews) <sup>1</sup> <a href="#">Buy now</a> Or try free for one month <sup>2</sup> >	Microsoft 365 Apps for business \$8.25 user/month (Annual subscription—auto renews) <sup>1</sup> <a href="#">Buy now</a> Or try free for one month <sup>2</sup> >
+ Email and calendar	✓	✓	✓	
+ File storage and sharing	✓	✓	✓	✓
+ Teamwork and communication	✓	✓	✓	
+ Standard security and compliance	✓	✓	✓	✓
+ Project and customer relationship management	✓	✓	✓	
+ Support and deployment	✓	✓	✓	✓
+ Web and mobile apps		✓	✓	✓
+ Installable desktop apps		✓	✓	✓
+ Webinars and live events		✓	✓	
+ Advanced cyberattack protection			✓	
+ Device management			✓	

资料来源：微软官网，华安证券研究所

个人消费者端，2020 年 4 月 22 日 Office 365 更名为 microsoft 365，Microsoft 365 在 Office 的基础上添加了人工智能(AI)、丰富的内容和模板以及云助力的新体验。Microsoft 365 个人版每月费用为 6.99 美元。为了获得最大价值，可使用 Microsoft 365 家庭版（最多可支持六位家庭成员使用），每月只需 9.99 美元。

图表 15 Microsoft 365 消费者业务定价

	<div>Best value for 2-6 people</div> <div>Microsoft 365 Family</div> <div>Subscription</div> <div>\$99.99/year</div> <div>Buy now</div> <div>Or buy at \$9.99/month &gt;</div> <div>Try free for 1 month &gt;</div>	<div>Microsoft 365 Personal</div> <div>Subscription</div> <div>\$69.99/year</div> <div>Buy now</div> <div>Or buy at \$6.99/month &gt;</div>	<div>Office Home &amp; Student 2021</div> <div>One-time purchase</div> <div>\$149.99</div> <div>Buy now</div>
Usage	2-6 people	1 person	1 person
Word, Excel, PowerPoint, OneNote	Premium	Premium	Classic
OneDrive cloud storage to back up files and photos	Up to 6 TB (1 TB per person)	1 TB	
Microsoft Family Safety mobile app <sup>1</sup>	Premium		
Outlook	Premium	Premium	
Works on Windows, macOS, iOS, and Android	✓	✓	
Advanced security for email and files	✓	✓	
Ongoing technical support	✓	✓	
	<a href="#">Learn more &gt;</a>	<a href="#">Learn more &gt;</a>	<a href="#">Learn more &gt;</a>

资料来源：微软官网，华安证券研究所

## 3.2 从授权向订阅发展

微软 Office 软件从授权制起家，自 2012 年开始发展 Office365 产品，向订阅制转换。

订阅制度，进一步平滑了公司 Office 业务的收入波动：

- 1) 早期 Office 消费者业务收入波动较大，影响因素包括下游 PC、tablet 销量等（典型如 2009 年收入大幅负增长）；又或是受新版本发布带来脉冲式收入增长（典型如 2011 年收入大幅增长，主要由于 2010 年发布了 Office2010 版本）；
- 2) 后期随着 Office 365 订阅用户的增长，使得 Office 消费者业务增长平稳，并获得更多新用户。（2015 年后，Office 消费者业务、机构业务均实现平稳增长）。
- 3) 2012 年开始，随着 Office 365 订阅制度推广，Office 企业业务有一定阵痛期。2015 年，Office 企业业务收入中，授权收入下降 2%，同时订阅收入增长 44%。随着订阅收入规模的增长，授权向订阅转换的影响逐步减弱。



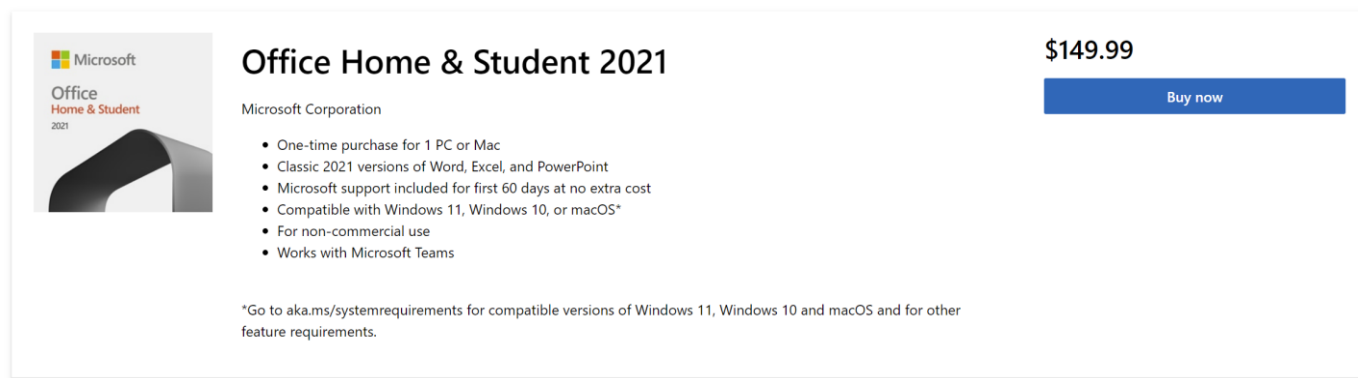
图表 16 机构 Office 业务与消费者 Office 业务收入增速



资料来源：微软 conference call 材料，华安证券研究所

当前订阅制与授权制并行，定价策略而言，授权的定价是订阅的 5 倍左右（也即，连续订阅 5 年，相当于授权的价格）。但相比授权制而言，订阅的优势也较为明显：1) 不限制登录设备；2) 能够享受功能更新；3) 订阅产品不限于 word、excel、powerpoint 产品，还增加了授权制产品下没有的 teams、dynamics 等系列产品。相比授权产品更为丰富。

图表 17 Office 2021 home&student 定价



资料来源：微软官网，华安证券研究所

### 3.3 Teams 协同办公产品，推动授权向订阅制转换

2017 年 3 月，微软 Teams 发布。Teams 以 Office 365 中基于聊天的工作区出现；2017 年 9 月，Teams 增加基于 AI 的视频会议和通话功能；2018 年 7 月，Teams 免费版推出。2020 年 3 月，增加面向会议、一线员工和行业场景的多项新功能。2021 年 4 月，Teams 全球月活达到 1.45 亿。为了促进订阅制不断发展，Microsoft 365 持续进行更新，Teams 的协同办公定位，

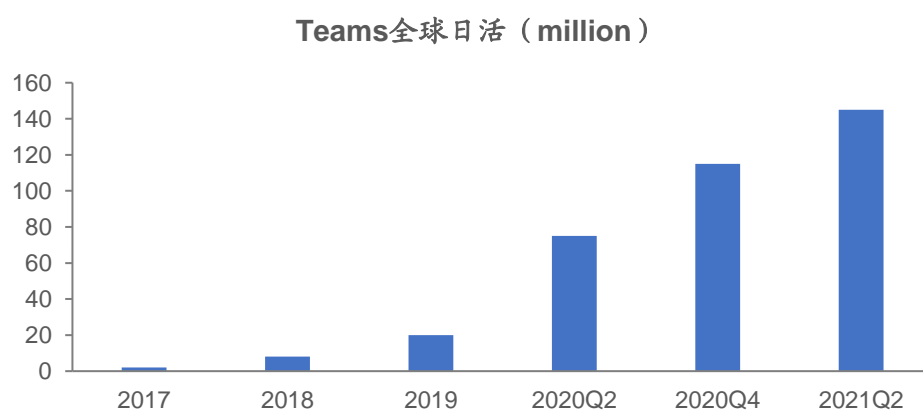
是促进微软 Office 授权向订阅转型的方法之一：

1) 在套件中增加了 24 个应用，包括 Microsoft Teams、Power Apps、Power BI、Power Automate、Stream、Planner、Visio、OneDrive、Yammer 和 Whiteboard 等。同时提供免费的云存储空间。

2) 在 Microsoft 365 中增加更多能力：a) AI 能力：包括实现语音转换文字；人脸识别等。b) 通信沟通能力：在 Word、Excel 和 PowerPoint 桌面应用中引入了实时协作，同时增加了越来越多的功能（例如@提及、分配任务、新式评论和自动保存），以简化协作体验。c) 存储能力：增加并扩展了 OneDrive 云存储空间和 Exchange Online 邮箱。

通过不断更新 Microsoft 365 套件的功能、扩展应用，丰富生态，进一步促进用户由 Office 授权版本，向 Microsoft 365 转化。

**图表 18 Teams 全球日活**



资料来源：微软官网，华安证券研究所

## 4 金山实践：从 C 端订阅模型向 B 端订阅发展

### 4.1 C 端不断实现月活向付费用户转化

订阅的商业模式理解为：

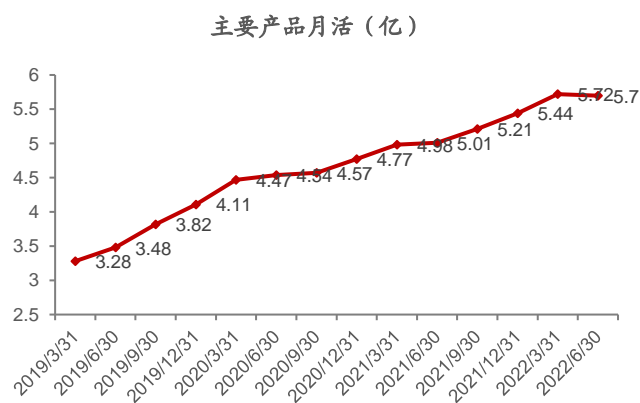
首先，使用公司产品用户数，在试用期结束后，进行会员购买。因此相关指标涉及月活用户、付费率。

随后，不同时长、功能的用户，其会员定价有所差别。采用总收入/付费用户数，可以观察单用户价值（ARPU）的变化。

截止到 2022 年 Q2，C 端订阅各个维度数据较为健康发展：

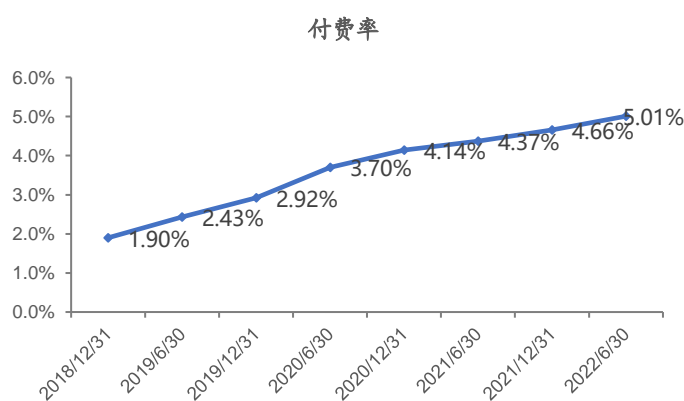
- 1) 主要产品月活数量达到 5.70 亿，同比增长 13.8%。其中，WPS Office PC 版月活 2.32 亿，领先其他国产办公软件；WPS Office 移动版月活 3.34 亿；公司其他产品月活接近 500 万。
- 2) 付费率 5.01%（付费用户数量/月活）；累计年度付费会员数量同比增长 30.5%，达到 2856 万人；单用户 ARPU 达到 65.8 元（年化），较 2021 年底有所提升。

图表 19 公司 C 端订阅主要产品月活



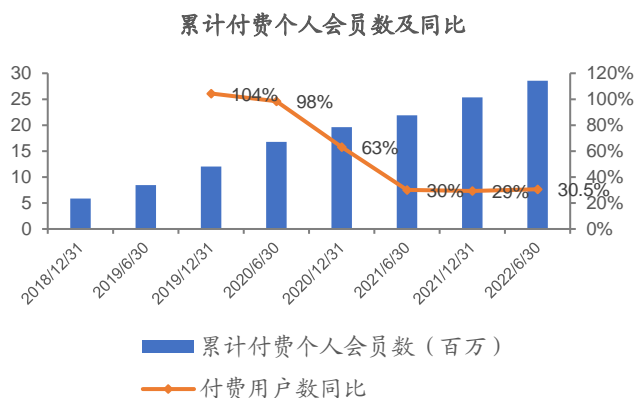
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 20 公司 C 端订阅产品付费率



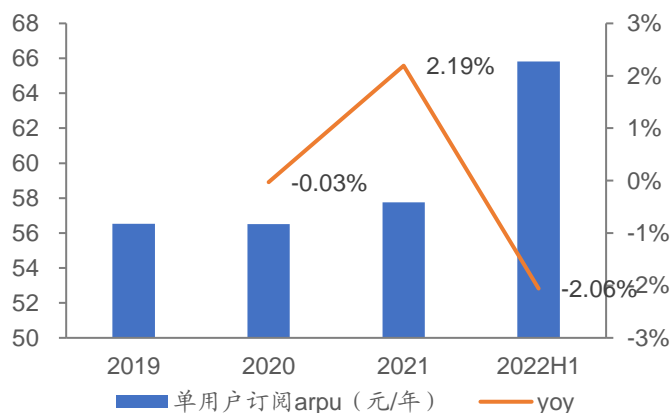
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 21 公司 C 端订阅累计付费个人会员数（百万）



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 22 C 端用户单用户订阅 ARPU



资料来源：wind，华安证券研究所

订阅业务的模型较为容易理解：付费用户数\*订阅单价（元/账户）。

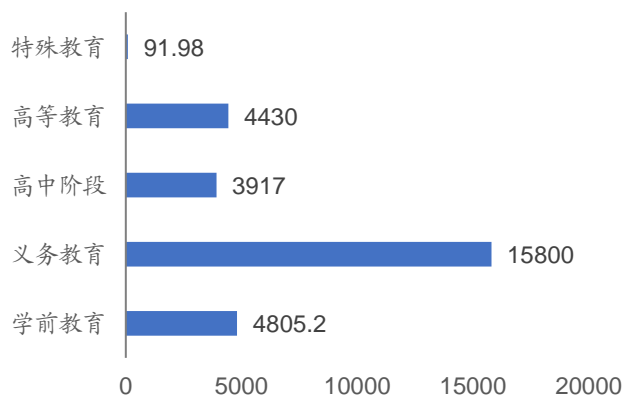
以公司办公软件产品为例，主要的用户集中于在校学生与就业人员。由此我们计算潜在的业务空间规模。

其中，在校学生数据，根据教育部发展规划司公布了 2021 年全国教育事业统计，在校学生总数 2.9 亿，我们以高中阶段学生、高等教育阶段学生作为主要的 wps 使用者，总共涉及 8347 万人。

就业人员数据来看，全国共有 7.46 亿在职人员，其中第一产业、第二产业、第三产业占比分别为 48%、29%、23%。但考虑第一产业和第二产业的工作性质，预计第二、第三产业系办公软件的主要使用群体。由此计算的主要使用人群为 3.88 亿人。

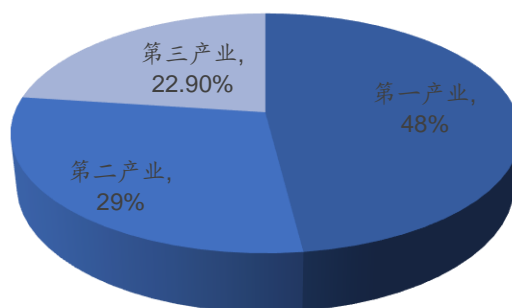
由此计算，办公软件的用户群体总数可能在 4.71 亿人。

图表 23 在校学生分阶段数据



资料来源：教育部统计公报，华安证券研究所

图表 24 就业人群结构



资料来源：人力资源部统计公报，华安证券研究所

从定价来看，公司当前提供两种付费会员形式：

- 1) WPS 会员。首次购买的订阅价格为 89 元/年；169 元/年；228 元/3 年。
- 2) 超级会员。首次购买的订阅价格为 179 元/年；299 元/2 年；399 元/3 年。

由此计算，以 WPS 会员年付费 89 元计算，整体市场空间 420 亿元。

从付费率的角度来看，公司当前的付费率约为 5.01%。而办公软件行业龙头微软 Office365 付费率约 25%（5000 万付费用户，对应 2 亿月活）。若以 25% 付费率计算，可达市场空间约 105 亿元/年。

当前公司 2021 年的 C 端订阅业务收入 14.6 亿元，仍然具有广阔成长空间。

图表 25 金山办公会员定价



图表 26 超级会员定价



资料来源：金山办公官网，华安证券研究所

资料来源：金山办公官网，华安证券研究所

## 4.2 信创推进，有助 B 端成为未来增长主力

自 2016 年国务院印发的《国家信息化发展战略摘要》提出要加强加强新一代信息通信技术应用，根本改变核心关键技术局面，形成安全可控的信息技术产业体系以来，一系列自主可控卡脖子的软件、硬件产品成为党政、国有企业、事业单位重要的国产替换方向。

公司所处办公软件市场，常年被领先厂商微软占据。

近年来，政府部门开始陆续替换，主要体现在金山办公机构授权的收入中。相关机构主要以授权形式进行采购，通常生命周期在 3-5 年，直到电脑设备报废替换再进行新一轮采购。

当前从招标网来看，多地信创推进，已经不仅仅局限于党政机关，各地企事业单位也有陆续招标。

从部分中标情况来看：

- 1) 包括医院、法院、水利局、图书馆、统计局、农村商业银行等，均在信创替换之列；
- 2) 授权模式销售下，单套价格约在 500 元-800 元左右。

图表 27 公司中标统计（不完全统计）

日期	内容	报价
2022/7/25	中华人民共和国烟台机场出入境边防检查站操作系统及办公软件电子竞价 金山 WPSoffice2019forLinux 专业版；永中 office2019 专业版；WPSoffice2019forLinux 专业增强版 数科版 OFD；福昕版 OFD（Linux）；永中版 OFD	每套最高限价为 540 元/套 每套最高限价为 480 元/套
2022/7/19	陕西省地质调查规划研究中心（陕西省地质勘查基金中心）办公套件 WPS Office 2019 专业版；授权方式：订阅模式--年授权（三年）；功能描述：文字、表格、演示处理；	880 元/套
2022/7/20	福建省龙岩市第一医院关于办公套件项目市场调研	420 元/套
2022/7/20	杭州市萧山区人民法院关于操作系统、办公套件和浏览器软件的在线询价	475 元/套
2022/7/21	吉安市殡葬执法支队网上超市项目	450 元/套
2022/7/20	鲁甸县人民法院关于办公软件-金山 WPS+ Office 国产化办公软件 云存储协同办公 商业版 3 年使用权	700 元/套
	Foxit 福昕 pdf 编辑器激活码 编辑特权包 福昕会员 福昕高级 PDF 编辑器 PDF 编辑工具 软件 专业版 三年订阅	450 元/套

2022/7/20	长沙市雨花区征地服务中心关于办公软件-金山办公软件 WPS+云套装场地授权服务（3 年）	5635 元
2022/7/20	岳阳市图书馆关于日常办公软件服务-国产正版化办公软件产品授权服务+台帐建设	3450 元
2022/7/20	岳阳市工业和信息化局机关关于日常办公软件服务-国产正版化办公软件产品授权服务+台帐建设	13800 元
2022/7/20	长沙市雨花区城市管理综合执法大队关于办公软件-金山办公软件 WPS+云套装场地授权服务（3 年）	19845 元
2022/7/20	中共长沙市雨花区委机构编制委员会办公室关于办公软件-金山 办公软件 WPS+云套装场地授权服务（3 年）	4410 元
2022/7/20	长沙市岳麓区水利局关于办公软件-金山办公软件 WPS+云套装场地授权服务（3 年）	15510 元
2022/7/20	南宁市青秀区行政审批局关于办公软件的网上超市采购	
	金山 V11 WPS Office 2019 专业版办公软件	528 元/套
	数科 OFD 文档处理软件 V3.0	480 元/套
2022/7/19	四川古蔺农村商业银行股份有限公司 WPS 正版软件-WPS 正版办公软件（含正版授权书、安装介质和安装序列号、制作文件）和部署我行内网升级服务器	154200 元
	南宁市统计局-金山 WPS office 2019 办公软件/wps office 2019 专业版 V11	560 元/套
	佳木斯市体育场馆保障中心-金山 WPS 政府版 金山 WPS 办公软件	499 元/套

资料来源：飞书官网、钉钉官网、企业微信官网、金山办公官网，华安证券研究所

当前国内公务员数量 900 万，另有国有企业员工 4000 万、事业单位员工 4000 万，合计体制内就业人数约 9000 万（根据统计局局长《2021-2022 年中国经济年会》发言）。若以 2: 1 计算潜在需要的 WPS 授权数，预计约 4500 万套。

根据当前招标统计数据，4500 万套，对应约 500 元/套的授权售价，合计市场规模约 225 亿元。

2020 年、2021 年、2022 年上半年，机构授权收入分别为 4.6 亿元、9.6 亿元及 4.2 亿元，合计约 18 亿元。

由此来看，若未来 3-5 年加快替换，将给公司带来年化 40-60 亿的机构授权业务空间。

### 4.3 协同办公，促进机构订阅转化

公司 2020 年开始推出协同办公产品，并强调：过去 WPS 致力于提升个人办公效率及体验，未来五到十年将致力于赋能组织数字办公转型。

未来，协同办公产品会成为公司 to B 业务的重要抓手。

2020 年 12 月，发布金山办公协同办公产品——**WPS2021：一站式办公服务平台**，包含：

1) **金山日历**：邀约会议，可以分享个人日历，找大家的空档期来安排会议。还有团队共享日历。

2) **金山待办**：管理团队的待办任务，可以和日历打通。

3) **金山表单**：用来协作统计信息，有 50 多种场景模板。

4) **金山会议**：协同编辑文档。

5) **FLEXPAPER**：新型的协作文档，避免 word 那种切割，并且把 word 大多数人不会用的功能去掉，使得更好用。

6) **OFD 组件**：国内的版式文件标准，当前电子发票格式。

7) **支持 WIND**。

8) **百种模板**，修改元素，修改文字就完成了



2021 年产品发布会，公司正式发布了金山协作、轻维表、金山知识库等新产品。同时发布一站式金山数字办公平台，进一步丰富当前产品矩阵。

图表 28 金山办公产品矩阵



资料来源：金山办公官网，华安证券研究所

金山办公将自身能力形成两大中台：

1) 文档中台（KDocs 云文档管理、KWebOffice 在线预览编辑、KConv 文档转换、KSec 文档安全）是面向开发者提供的围绕文档办公协同的共享能力中心，可帮助客户实现非结构化数字资产的全面管理，完整提供办公文档查看、编辑、协作与管控能力赋能服务。文档中台基于文档的协作办公能力中心，提供服务化、组件化的技术解决方案，为政企办公数字化建设赋能。

2) 协作中台（KIM 即时通信、KMeet 云视频会议、KForm 表单流程、KCal 日程待办、KPush 消息推送）为企业客户提供全面的内部信息流转与事务沟通协作能力，向大型组织客户开放其 API、SDK 及部分源码，帮助组织建立完全自主的聊天工具，在业务流程中实现聊天及集中管控和全链路加密。

图表 29 金山办公数字办公平台



资料来源：金山办公官网，华安证券研究所

SaaS 类协同办公产品中，主要的参与者包括 WPS 协作办公、飞书、钉钉、企业微信等。

截止目前，飞书、钉钉、企业微信都相继宣布开启商业化，实现了从前期免费获取流量到变现的新阶段。

当前协同办公领域产品各有特色：

1) 飞书：功能全面，集合所有日常办公所需软件功能。从日常沟通、到日程管理、远程会议、OA 审批等。全流程覆盖所有办公需求。

2) 钉钉：先发优势，用户群体庞大。

3) 企业微信，社交属性更强

相比上述协同办公同类产品，金山办公协同办公平台的优势主要在于吸引重度文字应用工作者，模板、办公软件的能力更强。现有的办公软件月活有望实现向协同办公平台转化，同时协同办公作为订阅付费的新功能，亦将促进机构从授权向订阅式购买的转化。

图表 30 协同办公 SaaS 产品对比

	WPS 协同办公	飞书	钉钉	企业微信
用户基础	WPS 用户	抖音与头条用户	阿里体系用户	微信用户
特点	主要还是各类文档功能更强	自身定位为最全面	可定制、可选服务（专有、专属版），瞄准中大型组织	适合需要更多客户服务的组织，在 CRM 的功能上做的较好
当前用户数	-	2021Q1 日活 300w; 2022 年 3 月 MAU619 万	2020 年底日活 4 亿，服务企业及组织 1700w; 2022 年 3 月末的月活跃用户数 2.2 亿，日活跃用户数超 1 亿。	2020 年底日活 1.3 亿，服务企业及组织 550w; 截止 2022 年 1 月企业微信上的真实企业及组织数超 1000 万，覆盖 90+ 行业，80% 国内 500 强企业已开通; 1191+ 万系统已接入运行，活跃用户数超 1.8 亿。
客群	2021 年 12 月推出，客户较少（仅 16 家企业），多为零售业。	主要为互联网、文娱企业	制造业、互联网、教育、政务、金融、医疗（覆盖面广，5 亿用户，1900 万组织）。由于低代码为其特色，在制造行业，基于低代码，细碎、零散的业务需求正在被覆盖，所以其制造业客户群体最大。	零售、教育、政务、金融。由于定位为链接用户与企业，企业与企业，并且在过去几年中利用私域流量的营销优势持续打造在零售行业的影响力，致使用户群体大多为零售、教育业等需要链接用户与企业的客户。
收费	免费; 168; 365; 599	免费; 20; 50; 200 (2020 年 5 月推出 100 人以下企业免费 3 年); 商业版 420/人/年; 云端储存企业版 1tb1440 元/人/年、旗舰版	专业版 9800/年; 专属版 10 万元起/年、专有版 100 万元起/年 专有钉针对省部级政府、	免费; 自费项: 1) 300 元企业认证费用/年。2) 企业采购接入的第三方软件、企业公费电话话费、

		10tb2400/人/年	央企、金融机构和超大型企业；专属钉目标则为市县级政府和大中型企业。	微盘扩容等企业业务费用
公有云	金山云	火山云	阿里云	腾讯云
文档功能	文档、表格、pdf 等多种，在线编辑	文档、表格、多为表格、思维脑图，集成 WPS 演示文档	文档、表格、脑图	微文档：在线文档和表格。较为简单
沟通层级	组织内沟通	组织内沟通	组织内沟通	内外沟通
企业支付				✓
行业解决方案	线下零售、电子商务、批发业等	互联网、高科技、媒体	教育、医疗、保险等	零售、教育、政务、金融
API&SDK 功能	新增	✓	✓	✓
打卡		✓	✓	✓
OA 审批		✓	✓	
移动端	✓	✓	✓	✓
PC 端	✓	✓	✓	✓
网页版		✓		
日历	✓	✓	✓	✓
会议功能	✓	✓	✓	✓
报销与费控		✓		
即时通讯功能	新增	✓	✓	✓
备注	由于集中于对内沟通且起步较晚（2019 年正式对外开放），所以客户尚少。公司为互联网出身的产品，背靠字节跳动，所以目前客户主要为互联网企业，其他行业目前有所扩展但标杆案例较少。			
	2022 年三月宣布商业化，将 PaaS 化。与合作伙伴的分成模式，由 3: 7 调整为 1: 9。由于起步较早（2014 年发布第一款产品）、较多行业内标杆案例，并且在 2020 年落地了“云钉一体”战略，所以在协同办公软件中客户体量最大、行业分布也最广。			

资料来源：飞书官网、钉钉官网、企业微信官网、金山办公官网，华安证券研究所

## 5 盈利预测与估值

公司盈利预测基于以下假设：

### • 收入端：

- 1) 个人订阅：预计整体月活数量维持一定增长。付费率逐年提升，2022 年-2024 年分别为 5.3%、6.0%及 6.6%。ARPU 年化增长 8%。因此预计 2022 年-2024 年个人办公订阅业务收入分别为 20.2 亿元、27.1 亿元及 35.5 亿元。
- 2) 机构订阅：当前从官网定价来看，机构订阅商业基础版 168 元/人/年，高级版本 599 元/人/年。预计整体平均 ARPU 在未来有年均 5%提升；账户数年均增长 30%左右。预计 2022 年-2024 年收入 6.3 亿元、8.6 亿元及 11.8 亿元。
- 3) 机构授权：预计机构授权的单价在 500 元/套左右。2022 年受到疫情、信创推进节奏影响，销售数量有所下降。2023-2024 年预计每年销售数量 250-300 万套。因此预计机构授权业务 2022-2024 年收入分别为 8.5 亿元、12.5 亿元及 17.5 亿元。
- 4) 互联网广告及推广：预计基本维持当前规模，2022 年-2024 年实现收入 4.14 亿元、4.22 亿元及 4.30 亿元。

预计 2022 年-2024 年，公司实现营业收入 39.1 亿元、52.4 亿元及 69.1 亿元，同比增长 19%、34%及 32%。

毛利率预计稳中有升，主要由于低毛利率的互联网广告业务占比持续下降。

### • 费用端：

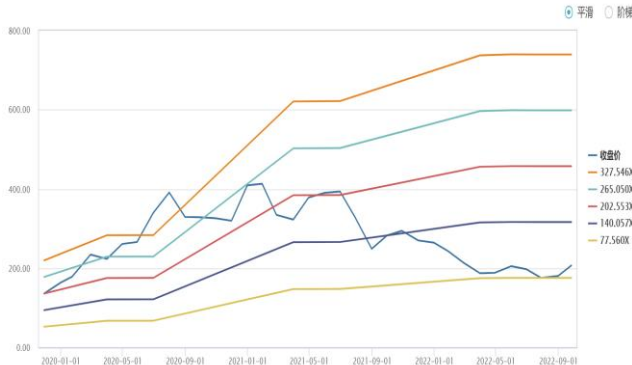
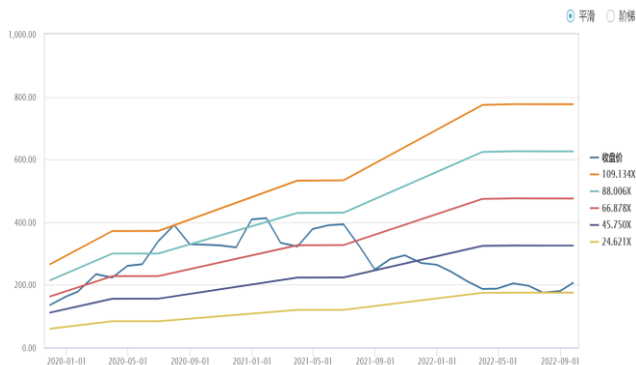
- 1) 销售费用率 2022 年-2024 年维持在 21.1%左右；
- 2) 管理费用率 2022 年-2024 年基本维持 10.2%的水平；
- 3) 研发费用率 2022 年-2024 年分别为 32.8%、32.9%及 32.9%。

预计公司 2022 年-2024 年净利润分别为 11.6 亿元、15.9 亿元及 21.5 亿元。对应当前股价的 PE 分别为 82 倍、60 倍及 44 倍；对应当前股价的 PS 分别为 25 倍、18 倍及 14 倍。

公司历史 PEband 来看，当前处于估值中枢之下。往后看，C 端付费率与 ARPU 仍有提升空间；B 端授权业务受益于党政、行业信创推进，空间巨大；协同办公又将促进 B 端客户向订阅转化。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 31 金山办公 PS band

图表 32 金山办公 PE band



资料来源：wind，华安证券研究所

资料来源：wind，华安证券研究所

## 风险提示：

1) 信创推进不及预期；2) 费用控制不利；3) 行业竞争加剧；4) 经济下行导致企业端软件支出收缩。

## 财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	8694	10022	12451	15525	
现金	1254	2216	4222	6783	
应收账款	412	567	744	984	
其他应收款	36	51	66	88	
预付账款	26	21	27	34	
存货	2	2	4	4	
其他流动资产	6965	7165	7388	7632	
非流动资产	1732	1748	1768	1792	
长期投资	123	123	123	123	
固定资产	88	67	45	23	
无形资产	118	156	198	243	
其他非流动资产	1402	1402	1402	1402	
资产总计	10426	11770	14218	17317	
流动负债	2268	2740	3555	4450	
短期借款	0	0	0	0	
应付账款	212	220	333	369	
其他流动负债	2056	2520	3222	4081	
非流动负债	378	378	378	378	
长期借款	0	0	0	0	
其他非流动负债	378	378	378	378	
负债合计	2645	3117	3933	4828	
少数股东权益	61	92	134	191	
股本	461	461	461	461	
资本公积	4748	4748	4748	4748	
留存收益	2511	3352	4943	7089	
归属母公司股东权	7720	8561	10152	12298	
负债和股东权益	10426	11770	14218	17317	

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1864	1349	2029	2530
净利润	1069	1194	1633	2203
折旧摊销	96	44	46	48
财务费用	6	0	0	0
投资损失	-205	-196	-262	-346
营运资金变动	888	307	612	624
其他经营现金流	192	887	1021	1578
投资活动现金流	-1364	-64	-23	32
资本支出	-149	-59	-65	-72
长期投资	-1422	-200	-220	-242
其他投资现金流	207	196	262	346
筹资活动现金流	-247	-322	0	0
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	106	0	0	0
其他筹资现金流	-353	-323	0	0
现金净增加额	251	963	2005	2561

利润表	单位:百万元			
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3280	3913	5244	6913
营业成本	429	526	674	855
营业税金及附加	35	39	52	69
销售费用	695	826	1106	1459
管理费用	326	399	535	705
财务费用	-17	-19	-33	-63
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	-1	0	0	0
投资净收益	205	196	262	346
营业利润	1121	1250	1709	2305
营业外收入	4	1	1	1
营业外支出	6	0	0	0
利润总额	1119	1250	1709	2306
所得税	50	56	76	103
净利润	1069	1194	1633	2203
少数股东损益	28	31	42	57
归属母公司净利润	1041	1164	1591	2146
EBITDA	995	1079	1460	1944
EPS（元）	2.26	2.52	3.45	4.65

主要财务比率				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	45.1%	19.3%	34.0%	31.8%
营业利润	19.9%	11.4%	36.8%	34.9%
归属于母公司净利	18.6%	11.7%	36.7%	34.9%
获利能力				
毛利率（%）	86.9%	86.6%	87.2%	87.6%
净利率（%）	31.7%	29.7%	30.3%	31.0%
ROE（%）	13.5%	13.6%	15.7%	17.4%
ROIC（%）	10.9%	11.3%	13.0%	14.4%
偿债能力				
资产负债率（%）	25.4%	26.5%	27.7%	27.9%
净负债比率（%）	34.0%	36.0%	38.2%	38.7%
流动比率	3.83	3.66	3.50	3.49
速动比率	3.81	3.64	3.49	3.48
营运能力				
总资产周转率	0.35	0.35	0.40	0.44
应收账款周转率	8.10	8.00	8.00	8.00
应付账款周转率	2.44	2.44	2.44	2.44
每股指标（元）				
每股收益	2.26	2.52	3.45	4.65
每股经营现金流薄）	4.04	2.92	4.40	5.48
每股净资产	16.75	18.56	22.01	26.66
估值比率				
P/E	117.32	81.93	59.91	44.42
P/B	15.83	11.13	9.39	7.75
EV/EBITDA	121.58	86.40	62.50	45.59

资料来源：公司公告，华安证券研究所



## 分析师与研究助理简介

**分析师：**尹沿技，华安证券研究总监，研究所所长，兼 TMT 行业首席分析师，曾多次获得新财富、水晶球最佳分析师。

**分析师：**王奇珏，华安计算机团队联席首席，上海财经大学本硕，7 年计算机行研经验，2022 年加入华安证券研究所。

**联系人：**张旭光，凯斯西储大学金融学硕士，主要覆盖 AI 及行业信息化，2021 年加入华安证券研究所。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或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、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。