国产办公软件龙头，持续成长空间广阔

增持|首次推荐

报告要点：

- **国产办公软件龙头，持续快速成长**

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。公司拥有 30 余年的技术积累和优势，主要软件产品和服务均为自主研发。截至 2020 年 3 月 31 日，主要产品 MAU 达到 4.47 亿，其中 WPS office PC 版 MAU 为 1.68 亿，移动版 MAU 为 2.71 亿，其他产品如金山词霸等 MAU 接近 0.1 亿。2016 年以来，公司处于快速成长阶段，营业收入 CAGR 高达 42.79%，扣非归母净利润 CAGR 高达 40.60%。从中长期来看，公司收入的体量有望达到百亿级别。

- **信创产业空间巨大，给公司带来历史性机遇**

信息技术应用创新产业包含从底层基础软硬件到上层应用软件全产业链的安全、可控。国家对网络安全、信息安全的需求使得国产操作系统、数据库、中间件及办公软件等基础软件未来在党政、军队和事业单位等重点行业和领域的应用更加广泛。根据观研天下的数据，我国信创产业的市场规模超 1 万亿元。公司自主研发的 WPS Office Linux 版已经全面支持国产整机平台和国产操作系统，产品已在国家多项重大示范工程项目中完成系统适配和应用推广，并在国家党政机关和事业单位中建立了示范效应。

- **金山文档引领在线办公行业发展，疫情背景下 MAU 爆发式增长**

金山文档是专注于多人在线协作的文档编辑产品，用户可通过网络在线登录、及各类第三方协作场景、对文档进行编辑和协作。目前，金山文档及相关功能主要面向个人用户免费提供，产品没有互联网广告推广功能，短期内对公司经营业绩不产生直接影响。在新冠肺炎疫情的背景下，受延时复工影响，各公司远程办公需求爆发式增加，截至 2020 年 3 月 2 日，金山文档月度活跃用户数达到 2.39 亿（未与其他产品月度活跃用户进行排重）。

- **投资建议与盈利预测**

公司是国内领先的办公软件和服务提供商，有望受益于信创产业的发展。预计公司 2020-2022 年营业收入为 24.28、34.43、46.29 亿元，归母净利润为 6.81、10.38、14.72 亿元，EPS 为 1.48、2.25、3.19 元/股。公司目前收入体量较小，增速较快，研发投入较多，未来成长空间广阔，采用 PS 估值法较为合理。上市以来，公司 PS 主要运行在 40-80 倍之间，给予 2020 年 65 倍的目标 PS，目标价为 342.34 元，首次推荐，给予“增持”评级。

- **风险提示**

付费用户数量增长低于预期；国产化替代进程低于预期；其他公司进入办公软件市场，市场竞争加剧。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1129.68	1579.52	2428.05	3443.42	4628.66
收入同比（%）	49.97	39.82	53.72	41.82	34.42
归母净利润(百万元)	310.67	400.58	680.87	1037.92	1471.98
归母净利润同比(%)	44.94	28.94	69.97	52.44	41.82
ROE（%）	26.17	6.60	10.30	13.99	17.22
每股收益（元）	0.67	0.87	1.48	2.25	3.19
市盈率(P/E)	475.47	368.75	216.95	142.32	100.35

资料来源：Wind，国元证券研究中心

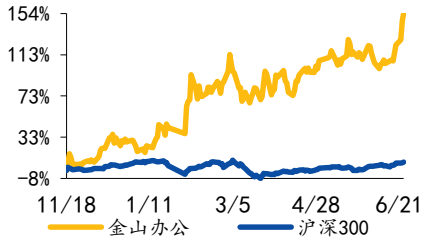
当前价/目标价：320.42 元/342.34 元

目标期限：6 个月

基本数据

52 周最高/最低价（元）：	320.42 / 126.35
A 股流通股（百万股）：	70.70
A 股总股本（百万股）：	461.00
流通市值（百万元）：	22653.69
总市值（百万元）：	147713.62

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师　耿军军
执业证书编号　S0020519070002
电话　021-51097188-1856
邮箱　gengjunjun@gyzq.com.cn

目 录

1. 深耕办公软件，持续快速成长 5
1.1 业绩回顾 6
1.2 股权结构 8
1.3 业务概况 9
1.3.1 主要产品 12
1.3.2 主要服务 13
1.3.3 盈利模式 15
1.4 募投项目概况 17
2. 行业景气无忧，办公王者崛起 19
2.1 政策持续加码，助推软件业腾飞 20
2.2 对标巨头微软，领跑中国市场 22
2.2.1 中国办公软件市场空间广阔 22
2.2.2 微软在全球市场居于主导地位 23
3. 在线办公风起，成长机遇涌现 26
3.1 疫情之下，在线办公浪潮来袭 26
3.2 网民规模庞大，移动化趋势明显 28
3.3 业务模式多元化，创新驱动高成长 30
4. 受益信创红利，国产替代加速 32
4.1 政策密集出台，加速技术创新 32
4.2 低价高适配，市场份额领先 32
4.3 国产化驱动行业规模持续扩大 34
5. 盈利预测与投资建议 35
6. 风险提示 38

图表目录

图 1：WPS 发展历程 5
图 2：用户覆盖情况 6
图 3：营业收入与销售毛利率情况 6
图 4：扣非归母净利润与销售净利率情况 6
图 5：办公服务订阅收入情况 7
图 6：办公软件产品使用授权收入情况 7
图 7：互联网广告推广服务收入情况 7
图 8：经营性现金流量净额与扣非归母净利润对比 7
图 9：研发投入情况 8
图 10：研发人员数量 8
图 11：股权结构 9
图 12：主营业务发展情况 9
图 13：主要核心技术 10

图 14：主要产品与服务 11
图 15：WPS 办公软件产品 13
图 16：WPS 系列产品及服务矩阵 14
图 17：互联网推广服务按模式分类 15
图 18：盈利模式 15
图 19：会员特权对比 16
图 20：连续包月会员价格及部分优惠活动 16
图 21：主营业务收入按销售模式构成 17
图 22：我国软件业务收入情况 19
图 23：2019 年软件产业分类收入占比 19
图 24：软件和信息技术服务业发展原则及重点任务 21
图 25：软件企业部分税收优惠政策 21
图 26：中国基础办公软件市场规模 22
图 27：中国基础办公软件用户规模 22
图 28：中国办公软件的业务发展特点与方向 23
图 29：微软办公产品和云服务收入（单位：百万美元） 23
图 30：金山办公收入（单位：百万人民币） 23
图 31：公司与微软办公产品和云服务业务收入增速对比 24
图 32：海外业务收入及占比 24
图 33：2020 年 3 月中国移动互联网 TOP10 应用领域 MAU（单位：万） 26
图 34：疫情对公司产品 MAU 的影响 27
图 35：2020 年春节假期前后办公商务 APP 日活跃用户规模 TOP5 27
图 36：金山文档提供高效安全的企业云办公服务 28
图 37：2020 年春节假期前后办公商务微信小程序日活跃用户规模 TOP5 28
图 38：我国网民规模和互联网普及率 29
图 39：2018 年全球部分国家远程办公人口渗透率 29
图 40：中国移动互联网用户规模 30
图 41：中国互联网广告市场规模 30
图 42：WPS 会员付费用户转化率 31
图 43：稻壳会员付费用户转化率 31
图 44：WPS Office 适配与兼容情况 33
图 45：2018 年中国办公软件市场竞争格局 33
图 46：WPS Office 与微软部分产品政府采购报价对比 34

表 1：公司及子公司主要经营资质证书 11
表 2：互联网广告推广业务按计费方式分类 14
表 3：个人订阅业务交易情况 17
表 4：募投项目概况 18
表 5：软件和信息技术服务业政策梳理 20
表 6：公司产品与国际主流产品对比 25
表 7：信创产业部分政策汇总 32

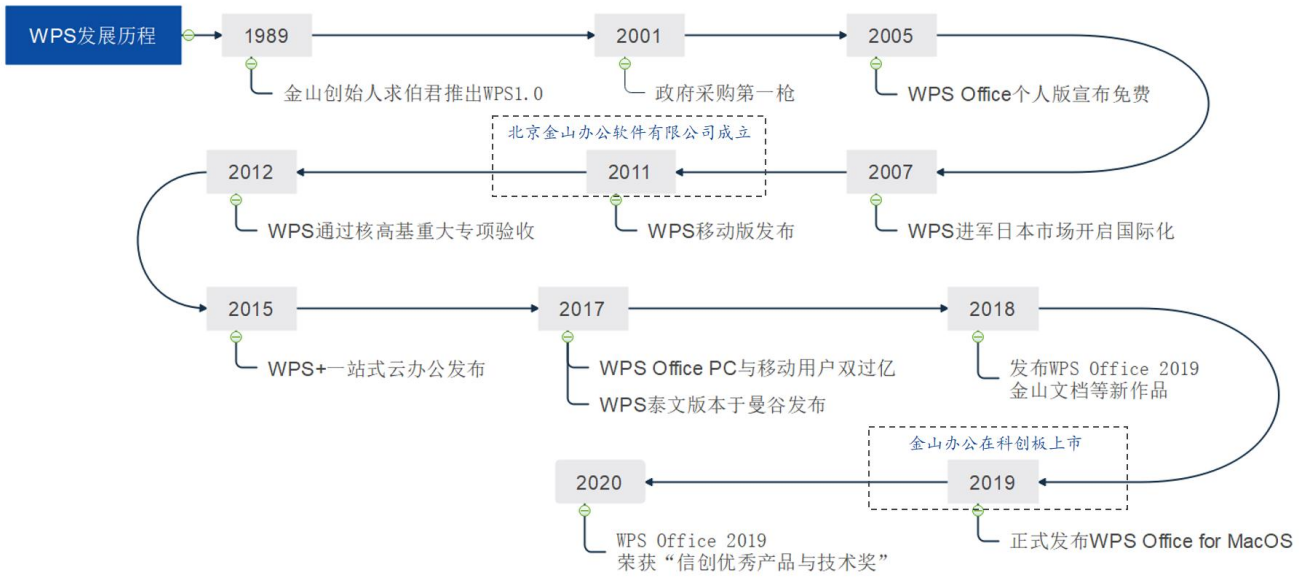
表 8：公司业务拆分（单位：百万元）..... 36
表 9：可比公司估值情况..... 36

1. 深耕办公软件，持续快速成长

北京金山办公软件股份有限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。WPS Office 系列产品研发始于 1988 年，是全球较早的办公软件产品之一。经过在办公软件领域 30 余年研发经验及技术积累，公司已开发出可在 Windows、Linux、MacOS、Android、iOS 等众多主流操作平台上应用的 WPS Office 办公软件和金山词霸等产品。公司的服务主要包括基于公司产品及相关文档的增值服务以及互联网广告推广服务，为客户提供一站式、多平台应用解决方案。

公司拥有办公软件领域 30 余年研发经验及技术积累，旗下主要产品及服务皆由公司自主研发，针对核心技术具有自主知识产权。公司重点针对文字排版技术、电子表格计算技术、动画渲染技术、在线协同编辑、安全文档以及数据协同共享等多种关键技术进行深入研究，通过核心技术的突破，建立互联网云办公应用服务体系，创建智能办公新模式，全面提升用户体验。

图 1：WPS 发展历程



资料来源：公司官网，公司招股说明书，国元证券研究中心

公司 WPS 产品陆续登陆日本、泰国等多个国家，逐步开拓国际化市场。截至 2019 年底，WPS 产品已成功覆盖 46 种语言，为全球 220 多个国家和地区超过 4.11 亿个人用户提供办公服务。根据公司公告，截至 2020 年 3 月 31 日，公司主要产品月度活跃用户（MAU）已达到 4.47 亿。其中，WPS office PC 版月度活跃用户数 1.68 亿，移动版月度活跃用户数 2.71 亿，公司其他产品如金山词霸等月度活跃用户数接近 0.1 亿。

公司产品及服务在政府、金融、能源、航空等多个重要领域得到广泛应用，在政府部门优势尤其明显，目前已覆盖 30 多个省市自治区政府、400 多个市县级政府。

图 2：用户覆盖情况

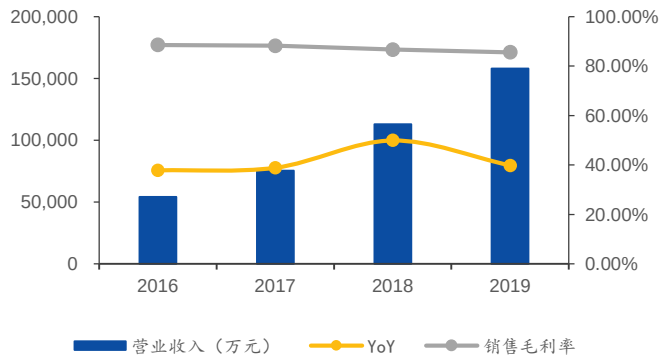


资料来源：公司官网，国元证券研究中心

1.1 业绩回顾

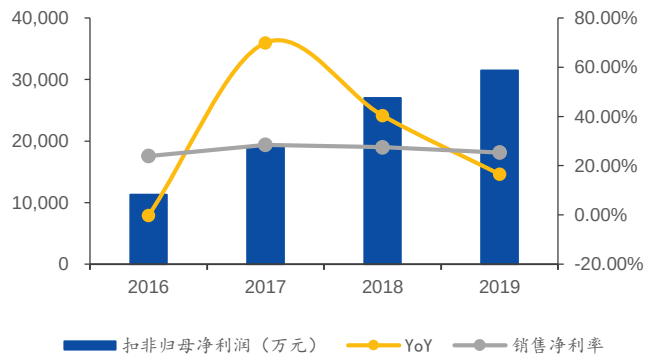
2016 年以来，公司快速发展，营业收入呈现快速增长的态势，增速维持在 35-50%的区间，CAGR 高达 42.79%，扣非归母净利润同样呈现快速的增长态势，CAGR 达到 40.60%。销售毛利率维持在 85-89%之间，呈现小幅下滑的趋势。销售净利率维持在 23-29%之间，略有波动。

图 3：营业收入与销售毛利率情况



资料来源：Wind，国元证券研究中心

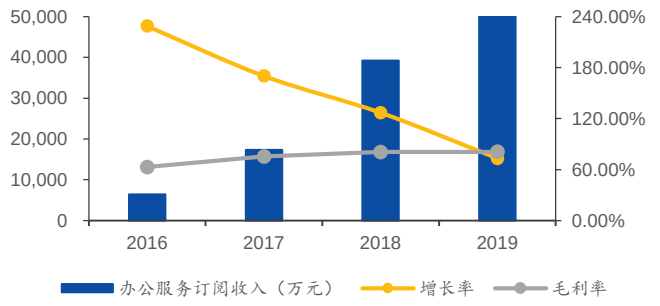
图 4：扣非归母净利润与销售净利率情况



资料来源：Wind，国元证券研究中心

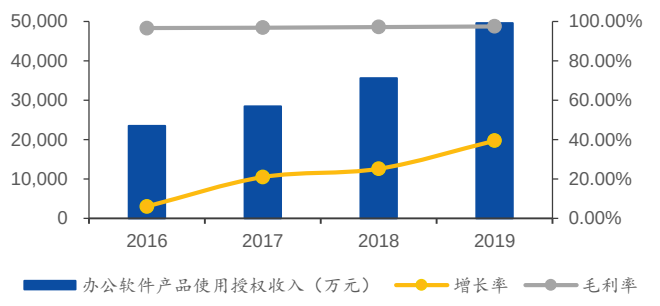
目前，办公服务订阅、办公软件产品使用授权、互联网广告推广服务是公司收入的主要来源。其中，办公服务订阅业务 2019 年营业收入同比增长 73.06%，处于高速成长阶段，主要来源于个人客户订阅业务的增长，毛利率随着规模的持续快速扩大稳步提升；办公软件产品使用授权业务属于公司传统、核心的业务板块，2019 年收入同比增长 39.41%，过去几年增速不断提升，毛利率水平较高，维持在 96-98%的区间。

图 5：办公服务订阅收入情况



资料来源：Wind，国元证券研究中心

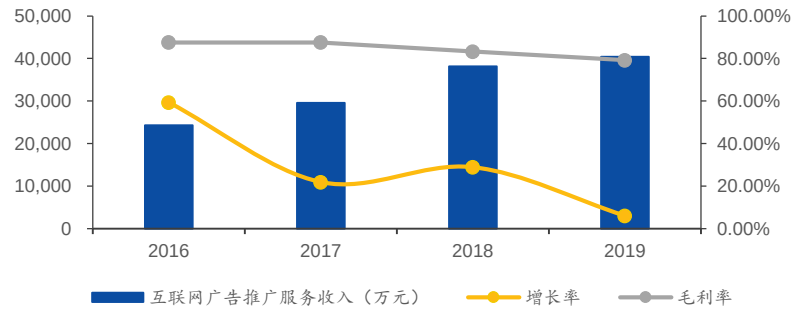
图 6：办公软件产品使用授权收入情况



资料来源：Wind，国元证券研究中心

2019 年，互联网广告推广服务营业收入同比增长 5.99%，增速较 2018 年有所放缓，主要原因是国内广告市场整体进入调整期，同时，公司为提升用户体验而策略性的缩减广告投放等因素影响广告收入的增速。未来公司为平衡用户体验会继续控制广告投放规模，以及随着付费用户数占比的快速提升，可投放广告位的用户占比会逐渐降低，预计未来该业务将保持平稳发展。

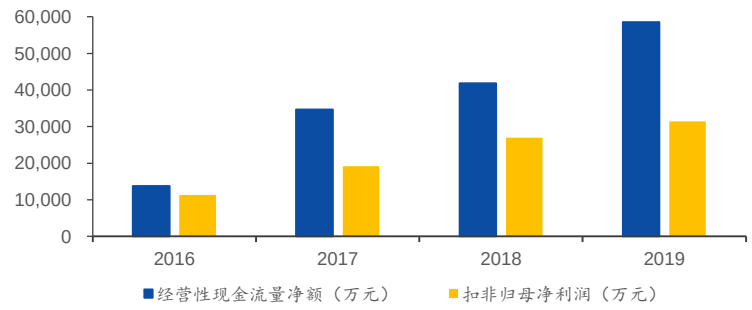
图 7：互联网广告推广服务收入情况



资料来源：Wind，国元证券研究中心

从 2016-2019 年，公司经营性现金流量净额持续高于扣非归母净利润，特别是 2019 年，经营性现金流量净额是扣非归母净利润的 1.86 倍，反映了较高的经营质量。

图 8：经营性现金流量净额与扣非归母净利润对比

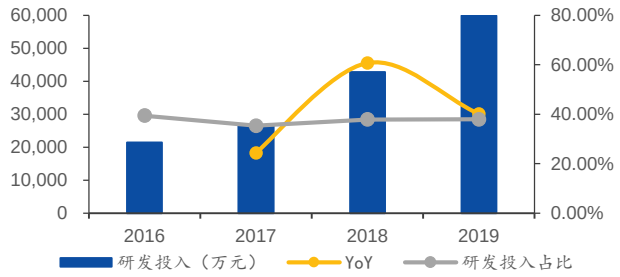


资料来源：Wind，国元证券研究中心

公司高度重视研发工作，近四年研发费用率均在 35%以上，且研发投入全部费用化，对净利润构成一定影响。2019 年研发费用为 5.99 亿元，占营业收入的比重为 37.91%，同比增长 40.06%。高研发投入形成了大量专利储备，有力保障了公司的持续竞争力。从研发模式创新性看，公司已经形成交互式研发模式、矩阵式项目研发管理模式、通用模块化研发模式等成熟研发模式，将 30 余年的研发经验融会贯通，有效提升研发效率。

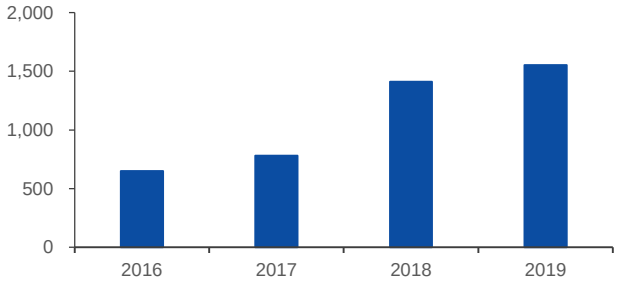
公司的研发以最终用户和下游合作伙伴的需求为导向，将客户意见纳入产品生命全周期，研发部门与销售部门、支持部门同步沟通，深入产品设计、研发、测试、交付和服务等全过程，实现快速有效的迭代研发，共同提升用户体验，形成“客户驱动研发、产品服务客户”的良性循环机制。公司持续聘用新兴技术专家和优秀科研人员加入研发团队，充分了解信息系统技术及未来技术发展趋势，能够针对不同政府机构和行业需求提供办公云服务及安全协作的全方位解决方案，研发出切合各行业客户需求的产品，顺应各行业办公发展趋势。

图 9：研发投入情况



资料来源：公司招股说明书，公司公告，国元证券研究中心

图 10：研发人员数量



资料来源：公司招股说明书，公司公告，国元证券研究中心

1.2 股权结构

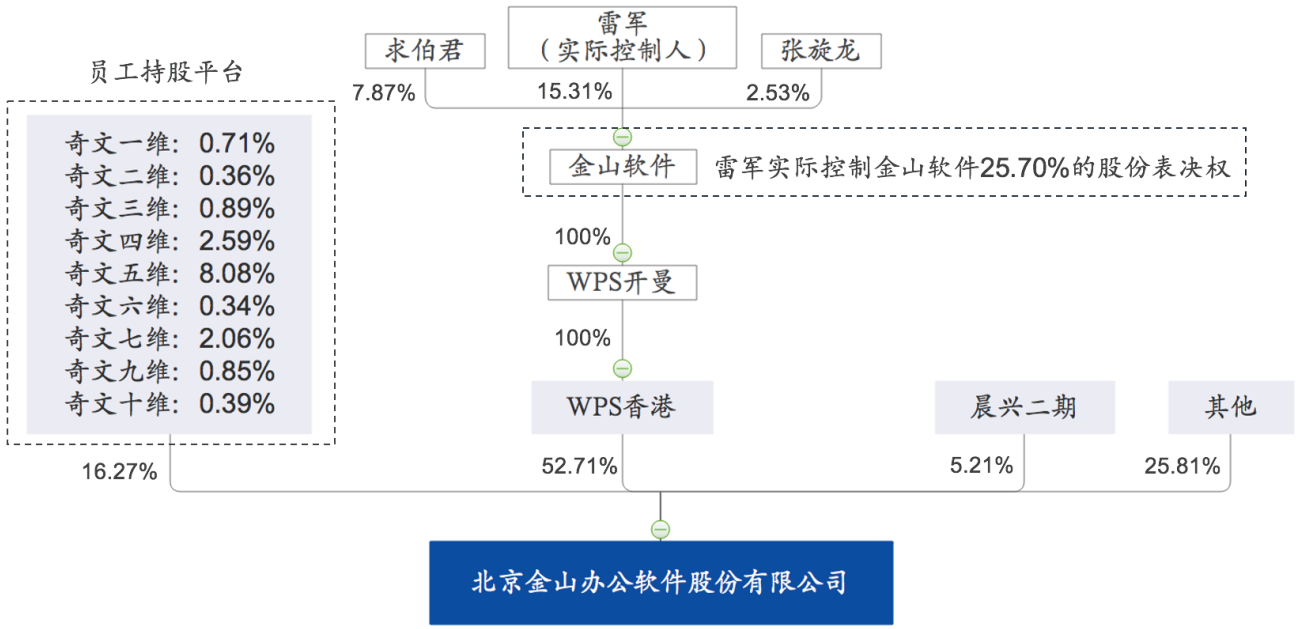
雷军先生为公司的实际控制人，1992 年起就职于金山软件，负责发展和拓展业务运作，于 2011 年 7 月担任金山软件董事会主席，2011 年公司设立时担任执行董事。雷军先生目前担任公司名誉董事长，将继续利用其在公司治理、战略统筹等方面的经验，在公司管理优化、推进企业文化传承与发展等方面给予公司指导和帮助，以更好地保障公司持续、健康、高质量的发展。

公司控股股东为 Kingsoft WPS Corporation Limited。WPS 香港于 2015 年 11 月 2 日在香港特别行政区成立，目前持有公司 52.71%的股份。金山软件通过 WPS 开曼持有 WPS 香港 100%股份。

求伯君先生于 1988 年创办金山软件及专职开发 WPS 1.0，自 2008 年担任金山软件首席执行官，并于 2011 年辞任，由金山软件执行董事调任为非执行董事，持有金山软件 7.87%的股份，目前担任公司董事。

公司通过设立有限合伙持股平台实施股权激励。截至 2019 年底，公司员工通过设立员工持股平台奇文 N 维间接持有公司股份总数的 16.27%。较高的员工持股比例有利于向员工提供长期激励，为公司的高速成长带来持续动力。

图 11：股权结构



资料来源：公司公告，公司招股说明书，国元证券研究中心

1.3 业务概况

公司自成立以来，主要产品线从桌面产品向多平台全线产品延伸，商业模式从传统办公软件产品使用授权向办公服务订阅、互联网广告推广多模式发展，WPS Office 办公软件产品从仅适配 Windows 平台，发展为多平台兼容。从公司整体经营策略来看，公司产品已经完成从单一的办公应用工具向互联网办公云服务的转变，目前更多的选择以小版本的频繁迭代升级取代前期周期长的大版本换代。

图 12：主营业务发展情况



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

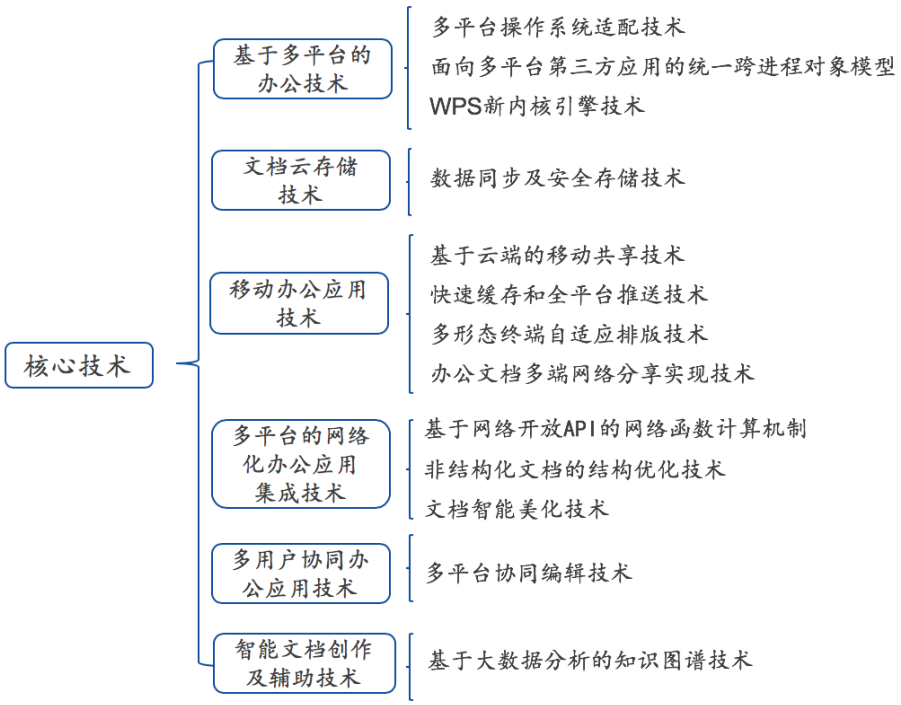
公司针对核心技术具有自主知识产权，技术水平达到国内领先或国际先进地位，部

分技术获得国务院、国家科技部、工业和信息化部和世界知识产权组织等机构和行业专家的认可。公司及产品曾先后两次荣获国家科技进步二等奖、荣获国家重点新产品、世界知识产权版权金奖、中国国际软件博览会金奖等国际、国家级奖项。

公司先后独立承担了多项国家工业和信息化部“核高基科技重大专项”和国家科学技术部“国家 863 高技术研究发展计划”的课题研制和推广任务，经过课题任务的研制，重点增强了办公应用技术的研制能力，提升了公司产品的核心竞争力，课题成果已经在国家多个示范工程中得到应用推广。

公司拥有的主要核心技术均系公司凭借着在办公应用领域的专业技术研究经验，将用户需求和应用场景进行细分，针对多平台办公、办公应用集成、多用户协作、数据云存储以及智能创作等方面进行了专业研究,借助多年来对用户需求的深入挖掘，对客户应用场景的深入剖析，对产品底层的技术重构，所形成的公司特有的核心技术。截至 2019 年 12 月 31 日，公司拥有共 13 项核心技术，其中数据同步及安全存储技术、基于云端的移动共享技术、办公文档多端网络分享实现技术、多平台协同编辑技术等均为云服务相关的技术，主要应用于文档云存储、移动办公和多用户协同办公应用等领域。核心技术的积累和技术创新体现了公司在行业内的竞争优势，保证了公司在基础办公领域的持久发展。

图 13：主要核心技术



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

由于知识密集型产品的特性，公司取得了一系列经营资质证书，对核心技术均已申请了发明专利，并拥有多项软件著作权。根据招股说明书披露的信息，公司拥有的经营资质证书共 7 项，其中 4 项属于全资子公司珠海金山办公软件有限公司和广州金山移动科技有限公司。

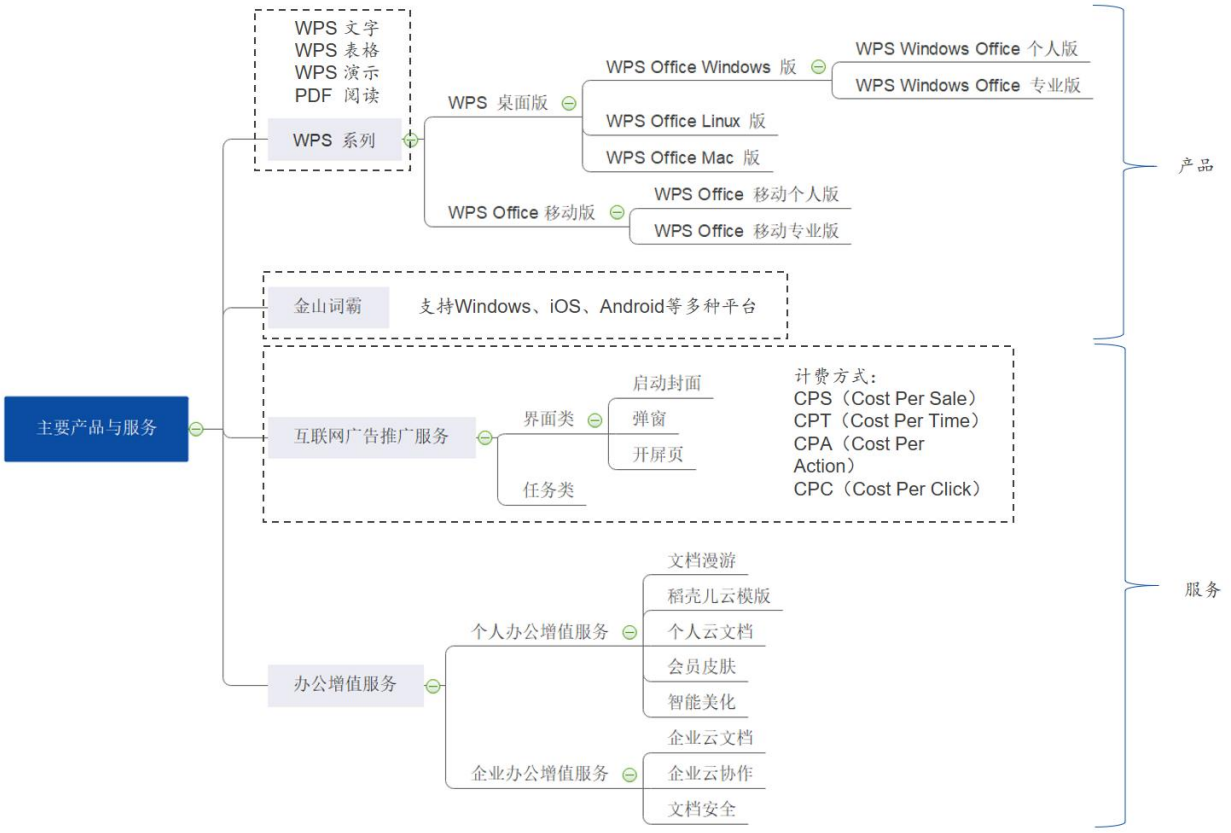
表 1：公司及子公司主要经营资质证书

持有人	证书名称	颁证机关	证书编号	发证日期
金山办公	高新技术企业证书	北京市科学技术委员会、北京市财政局、北京市国家税务局、北京市地方税务局	GR201611001581	2016.12.22
金山办公	中关村高新技术企业	中关村科技园区管理委员会	20192010121201	2019.03.21
金山办公	中华人民共和国海关报关单位注册登记证书	中华人民共和国北京海关	1108330964	2016.11.01
珠海金山办公	高新技术企业证书	广东省科学技术厅、广东省财政厅、国家税务总局广东省税务局	GR201844003357	2018.11.28
珠海金山办公	出版物经营许可证	珠海市文化体育旅游局	新出发珠批字第 038028 号	2018.11.12
珠海金山办公	质量管理体系认证证书	中国新时代认证中心	00819Q30019R0M	2019.03.19
广州金山移动	高新技术企业证书	广东省科学技术厅、广东省财政厅、广东省国家税务局、广东省地方税务局	GR201644005735	2016.12.09

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

截至 2019 年 3 月 31 日，公司及子公司拥有专利总计 179 项，计算机软件著作权登记总计 293 项。公司拥有的各项专利中，中国境内登记的专利总计 157 项，在境外登记专利总计 22 项；被许可使用的专利总计 18 项，均为中国境内登记的专利。

图 14：主要产品与服务



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

1.3.1 主要产品

公司主要产品包括 WPS Office 办公软件产品和金山词霸。WPS Office 办公软件是公司的核心产品，主要组件含 WPS 文字、WPS 表格、WPS 演示、PDF 阅读，分为 WPS Office 桌面版及 WPS Office 移动版。WPS Office 在与国外主流 Office 高度兼容的同时，拥有各种丰富的特色功能，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。

WPS Office 移动版是最流行的移动端办公软件之一，服务于全球超过 1.87 亿活跃用户，公司移动研发团队曾荣获 Google Play“顶尖开发者”称号。WPS Office 移动版凭借着产品快速迭代和积极响应用户需求的产品优势，2015 年成功入选“Google Play 年度最佳应用”和“2015 年 App Store 年度精选”，并在全球 Google Play、中国 App Store 的办公软件应用中排名前列。

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

1）WPS Office Windows 版：WPS Office Windows 版是基于 Windows 平台应用的办公软件，目前已全面支持 Windows XP、Windows 7、Windows 10 等系列操作系统平台。其中 WPS Office Windows 个人版具有体积小、易操作、特色功能丰富、个性化界面风格等特点。WPS Office Windows 专业版是针对组织级客户研发的办公软件产品，拥有强大的系统集成能力。目前公司已与上百家系统开发厂商建立合作关系，使专业版产品实现了在主流中间件、应用系统的嵌入式应用，令组织级客户使用国产软件产品的成本更低，具有二次开发体系兼容性高、支持 XML 标准、支持版式文档、文档安全性高等特点。

2）WPS Office Linux 版：WPS Office Linux 版是基于国产整机平台研发的办公应用软件，目前已全面支持国产芯片、操作系统，产品还支持 Ubuntu、RedHat、Fedora 等其他主流 Linux 操作系统平台。WPS Office Linux 版产品尊重 Linux 用户特定的使用习惯，在文档格式、用户界面和二次开发等方面都与 WPS Office Windows 版保持深度兼容，延续与 WPS Office Windows 版产品相同的用户体验，满足政府和企业用户的办公需求，支持多平台适配、可定制二次开发体系、支持国家标准、安全功能增强。

3）WPS Office Mac 版：WPS Office Mac 版采用了多平台操作系统适配技术，是基于苹果桌面操作系统 Mac 平台研发的办公应用软件，支持各种苹果桌面操作系统设备，产品界面、功能和文档格式兼容性与 WPS Office Windows 版保持一致。WPS Office Mac 版拥有自主知识产权，适配 MacOS 平台下的文档安全保障体系，全面整合应用安全解决方案，可保障用户在文档创作和协作等过程中的数据安全。

WPS Office 移动版：WPS Office 移动版是基于 Android、iOS 平台研发的办公应用软件，支持各种主流智能手机、移动平板设备，包括 WPS Office 移动个人版和 WPS Office 移动专业版。

1）WPS Office 移动个人版：WPS Office 移动个人版具备体积小、速度快、具有可定制优化、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，能帮助客户实现便捷的移动办公。

2）WPS Office 移动专业版：WPS Office 移动专业版是针对组织级客户研发的移动办公软件产品，提供基于移动平台下的二次开发接口，保证文档在产生、协同、分享及与其他应用系统通信过程中的信息安全，为用户提供低耗而高效的移动办公解决方案，具有满足企业个性化定制、系统兼容性强、文档安全性高等特点。

图 15：WPS 办公软件产品



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

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，支持 Windows、iOS、Android 等多种平台。用户可使用金山词霸进行英文阅读、写作、口语练习以及单词复习等多种语言训练。金山词霸涵盖数量众多的权威词典，包括《牛津词典》、《柯林斯 COBUILD 高阶英汉双解学习词典》等，同时收录标准真人英式/美式发音，并通过英文 TTS 应用实现对英文整句朗读，支持多语种的互相翻译，并支持对办公文档、邮件以及各种主流浏览器的屏幕取词。

1.3.2 主要服务

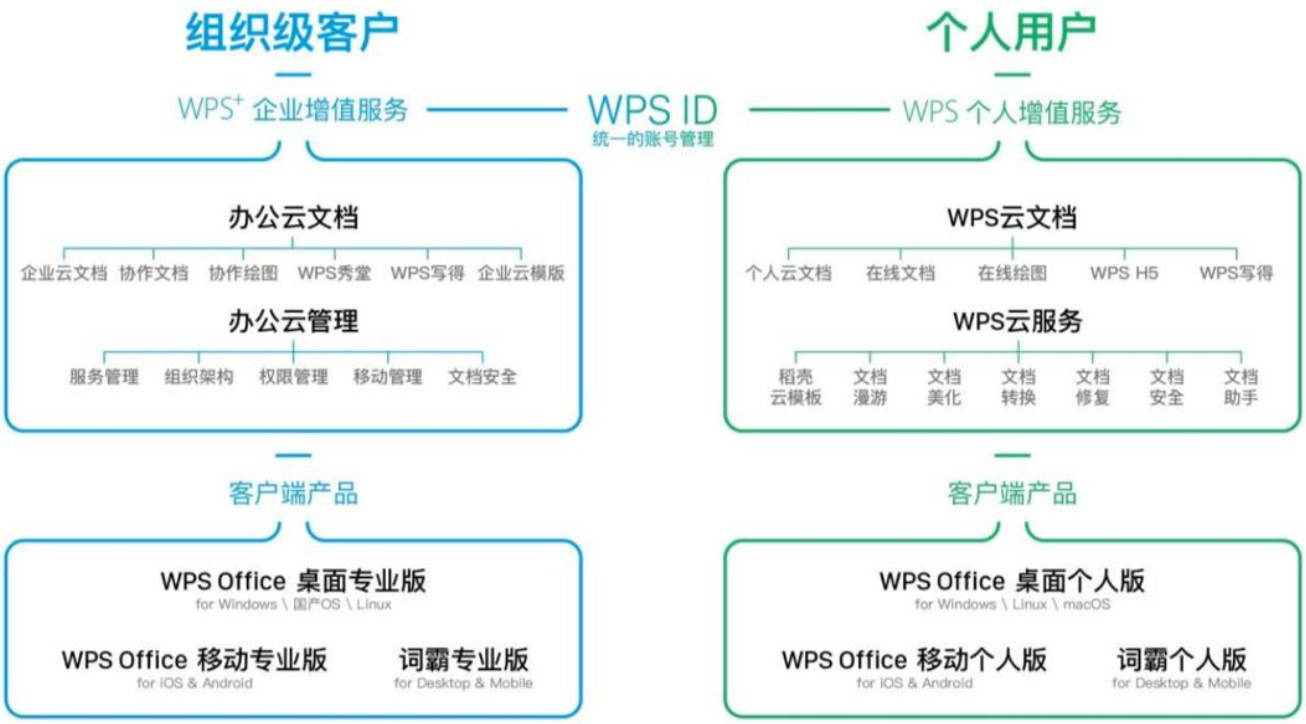
公司提供的服务主要包括基于公司产品及相关文档的办公增值服务以及互联网广告推广服务。

办公增值服务主要分为个人办公增值服务以及企业办公增值服务。

个人办公增值服务：WPS Office 为用户提供数十种增值服务，主要包括文档漫游、个人云文档、稻壳儿云模板、文档转换、文档修复、文档美化、会员皮肤等。通过这些增值服务，用户可以更加快捷高效地进行文档创作、编辑和分享，制作更专业、更美观的办公文档，提高办公效率。

企业办公增值服务：WPS Office 可为组织级客户提供专业、定制化的增值服务，主要包括 WPS+企业云服务（如企业云文档、企业云协作）以及文档安全等，帮助组织级客户更好地进行文档创作、文档管理、分享和协同办公。

图 16：WPS 系列产品及服务矩阵



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

互联网广告推广服务：是目前软件行业内的重要盈利模式之一，该模式以“免费+广告”的方式为更多用户提供免费使用产品机会，同时为广告客户带来商机。公司依托用户优势,积极加强互联网广告推广服务的资源投入,与多家第三方广告平台、广告代理商及直签广告客户建立了长期稳定的合作关系，目前公司互联网广告推广服务主要合作伙伴包括阿里妈妈、天猫、淘宝、百度等。

表 2：互联网广告推广业务按计费方式分类

类型	计费方式
CPS（Cost Per Sale）	广告主投放广告后，吸引用户完成一定的消费金额，该金额扣减广告主相关运营成本后的收入为分成收入，客户将分成收入中的一定比例作为广告费用支付给公司作为公司的广告收入。
CPT（Cost Per Time）	根据双方签署合同上的具体广告投放周期，将广告客户的推广信息投放一定的时间，并按照实际投放的时间确定公司的收入金额。
CPA（Cost Per Action）	通过公司广告给客户带来的某种效果（如注册客户主网站账号），计算公司应实际收取的广告费用。
CPC（Cost Per Click）	用户每点击一次广告主指定链接，广告客户支付给公司一定费用，作为公司的广告收入。

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

按照不同的展示方式,公司互联网广告推广业务主要分为界面类和任务类。界面类：通过启动封面、弹窗、开屏页等方式推广、宣传客户产品。任务类：在客户端及官网上，为客户提供做任务（点击广告链接）赚稻米的机会，赚取的稻米可以用来购买稻壳儿云模版和会员服务。

图 17：互联网推广服务按模式分类

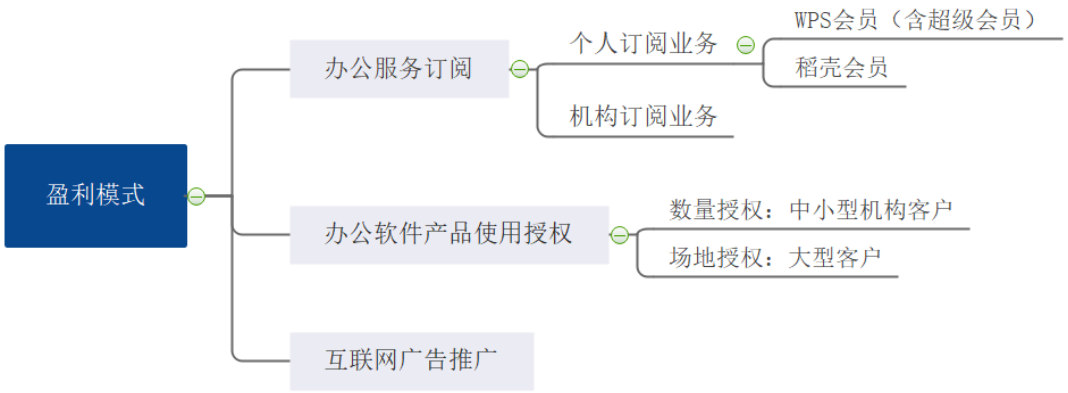


资料来源：公司招股说明书，WPS 官方网站，国元证券研究中心

1.3.3 盈利模式

公司盈利模式主要分为：办公服务订阅、办公软件产品使用授权和互联网广告推广。

图 18：盈利模式



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

会员服务是“服务化”商业模式下的主要增长点。在办公服务订阅模式下，针对个人订阅用户的不同需求，公司引入了 WPS 会员和稻壳会员两种模式。近年来，公司着力发展 WPS 会员和稻壳会员业务，通过优化产品服务，引进大量优质资源等方式吸引个人用户订阅相关服务，个人订阅活跃用户数中付费用户数增长较快，2019 年度公司累计年度付费个人会员数达到 1,202 万，同比增长 104.42%。

多样化的会员服务和特权的不断更新对用户有较大吸引力。WPS 会员拥有多项核心特权，可以使用文档转换、文档修复、文档美化、会员皮肤等增值服务，同时还

拥有如云文档存储空间更大、多人云协作团队人数上限更多等高级权限；稻壳会员可以每月免费下载一定数量的稻壳儿云模板，也可用优惠价格购买稻壳儿云模版；超级会员可同时享受 WPS 会员服务和稻壳儿资源服务。除此之外，超级会员还享有 365G 超大云空间、文档瘦身等不包括在普通会员权限内的高级增值服务。

图 19：会员特权对比



资料来源：WPS 稻壳会员微信公众号，国元证券研究中心

公司致力于推出多种优惠活动提高付费会员比例。个人订阅服务业务于 2016 年 5 月底开通微信、支付宝等渠道的自动续费服务，该项服务在一定程度上降低了用户主动取消订阅的意愿，增加了用户粘性并有效带动了销售额增长。2018 年微信公众号平台开通，整合了 WPS 云文档、稻壳模板、账号管理、消息通知等功能，方便用户在其他平台登录时进行无缝切换，进一步提升了产品使用体验，增强用户粘性。

图 20：连续包月会员价格及部分优惠活动



资料来源：WPS 稻壳会员微信公众号，WPS 会员微信公众号，国元证券研究中心

公司募投项目之一为互联网增值服务研发项目，该项目旨在通过会员增值服务研发升级增强公司现有办公增值服务能力。

表 3：个人订阅业务交易情况

项目	2019 年 1-3 月		2018 年		2017 年		2016 年	
	WPS 会员	稻壳会员	WPS 会员	稻壳会员	WPS 会员	稻壳会员	WPS 会员	稻壳会员
交易数量(次)	4,773,429	1,801,160	12,038,214	6,093,547	4,869,792	3,700,193	1,330,581	1,424,159
交易用户数(人)	2,846,770	1,273,806	5,752,449	3,577,612	2,955,218	2,493,614	986,351	1,064,577
单次交易均价(元)	24.45	22.87	27.15	19.85	28.38	17.12	20.66	18.15
用户平均交易金额(元)	40.99	32.34	56.82	33.81	46.77	25.40	27.87	24.28

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

公司的业务销售模式包括公司直销、代理商经销、第三方平台合作推广。其中，办公软件产品使用授权销售和办公服务订阅销售主要分为公司直销和代理商经销两种模式，为便于公司管理，公司制定了经销商管理制度、软件销售流程、订单管理流程、商品支付退款流程和销售合同管理制度等一系列销售相关的制度。

互联网广告推广服务包括第三方平台合作推广模式，该模式下公司将广告推广位置提供给互联网平台客户，如淘宝、百度等拥有自身网络广告联盟体系的大型互联网客户，由外部广告推广平台根据需要，在公司提供的广告推广位置上推送其平台上的最终客户信息。

图 21：主营业务收入按销售模式构成



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

1.4 募投项目概况

公司本次科创板发行募集资金总额约为 46.32 亿元，扣除发行费用后，募集资金净额约为 44.59 亿元。所募资金将用于“WPS Office 办公软件研发升级”、“办公领域人工智能基础研发中心建设”、“办公产品互联网云服务”、“办公软件国际化”等四个方向。公司本次募投的项目将对多项关键技术进行创新和攻关，通过新技术实现

办公软件的产品升级、服务优化以及国际化业务拓展。

WPS Office 办公软件安全可靠增强与优化项目重点研究国产基础软硬件应用的开发与系统适配技术，定制和增强办公软件应用及安全功能，提升办公软件性能及效率，重点对 WPS 文字、WPS 表格、WPS 演示及 PDF 阅读等核心模块进行研发升级，定制符合国家标准的办公应用接口，为国产软硬件平台下的办公应用提供解决方案。

表 4：募投项目概况

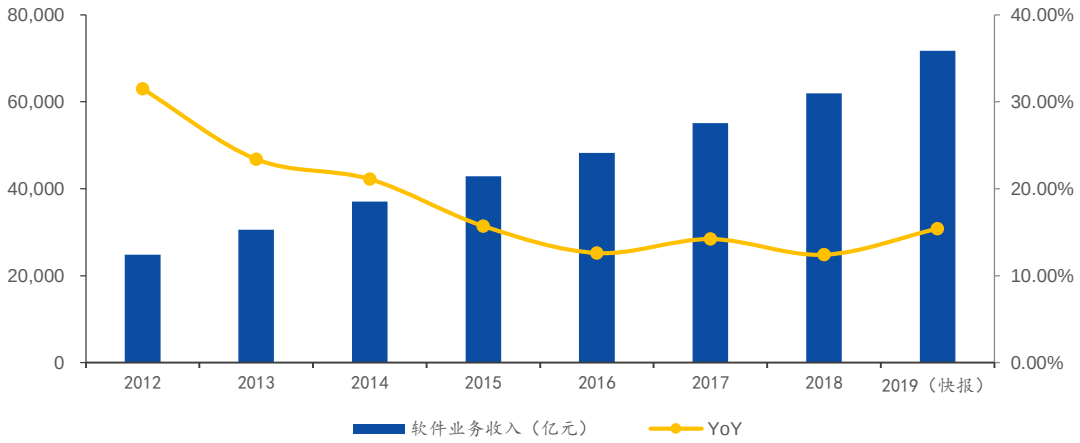
方向	项目名称	总投资额（万元）	拟用募集资金投入金额（万元）
WPS Office 办公软件研发升级	WPS Office 办公软件客户端增强与优化项目	40,410.37	40,410.37
	WPS Office 办公软件安全可靠增强与优化项目	20,468.75	20,468.75
办公领域人工智能基础研发中心建设	基于海量语料的人机协同辅助写作系统研发项目	10,793.43	10,793.43
	AI 自然语言处理平台项目	10,517.10	10,517.10
	AI 计算机视觉识别平台项目	10,565.51	10,565.51
办公产品互联网云服务	办公产品云服务研发中心建设项目	20,412.76	20,412.76
	互联网增值服务研发项目	40,570.42	40,570.42
办公软件国际化	WPS Office 办公产品及服务全球化研发升级项目	20,391.87	20,391.87
	全球技术服务支持中心建设项目	20,615.40	20,615.40
	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：公司招股说明书，国元证券研究中心

2. 行业景气无忧，办公王者崛起

近年来，随着产业结构不断升级调整，我国软件产业总体保持较快发展，产业规模持续扩大。根据工信部的数据，2019 年全国软件和信息技术服务业规模以上企业累计收入 71768 亿元，同比增长 15.4%，实现利润总额 9362 亿元，同比增长 9.9%。2012 年至 2019 年，我国软件业务收入从 2.48 万亿元增长至 7.18 万亿元，CAGR 达 16.40%。

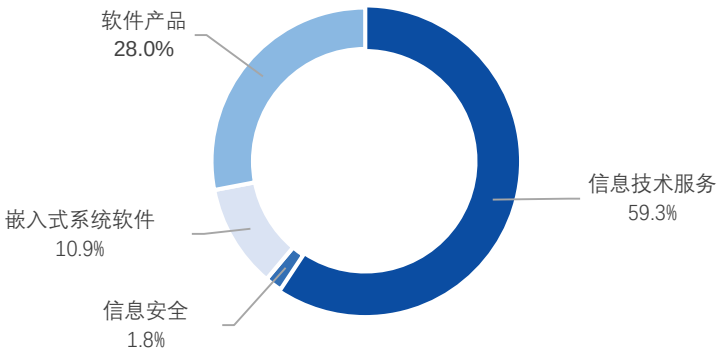
图 22：我国软件业务收入情况



资料来源：工业和信息化部，国元证券研究中心

我国软件和信息技术服务业产品主要分为四大类：软件产品、信息技术服务、信息安全、嵌入式系统软件。其中，软件产品 2019 年收入占全行业比重为 28.0%，同比增长 12.5%，保持稳中向好态势。同时，信息安全产品和服务收入同比增长 12.4%，国家对信息安全的需求给办公软件等基础软件未来在国家党政、军队和事业单位等重点行业和领域的应用带来了新的机遇。

图 23：2019 年软件产业分类收入占比



资料来源：工业和信息化部，国元证券研究中心

2.1 政策持续加码，助推软件业腾飞

软件行业作为国家战略发展中重要的新兴产业，近年来得到了国家的重点发展和大力扶持，政府出台了一系列政策推动软件产业的发展。

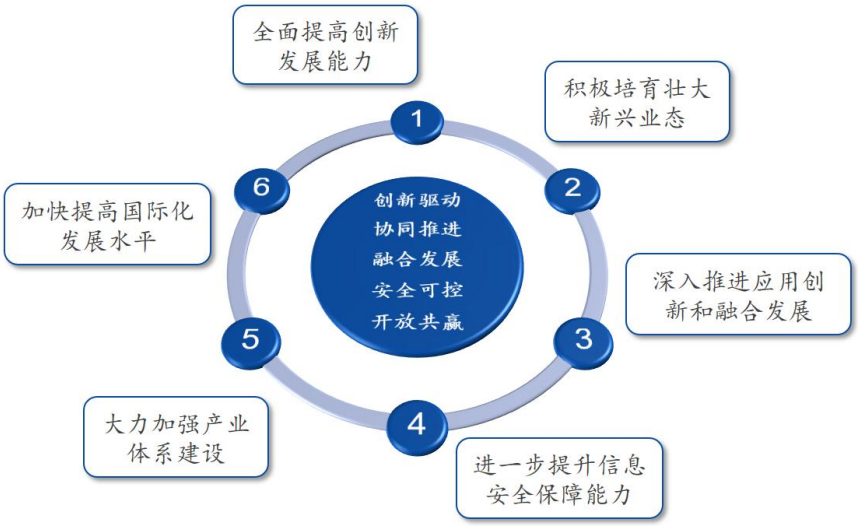
表 5：软件和信息技术服务业政策梳理

时间	文件	政府部门	内容
2020 年 5 月	《关于集成电路设计企业和软件企业 2019 年度企业所得税汇算清缴适用政策的公告》	财政部、国家税务总局	规定了依法成立且符合条件的集成电路设计企业和软件企业，在 2019 年 12 月 31 日前自获利年度起计算优惠期。
2019 年 3 月	《关于促进人工智能和实体经济深度融合的指导意见》	中央全面深化改革委员会	促进人工智能和实体经济深度融合，要把握新一代人工智能发展的特点，坚持以市场需求为导向，以产业应用为目标，深化改革创新，优化制度环境，激发企业创新活力和内生动力，结合不同行业、不同区域特点，探索创新成果应用转化的路径和方法，构建数据驱动、人机协同、跨界融合、共创分享的智能经济形态。
2018 年 4 月	《企业所得税优惠政策事项办理办法（2018 修订）》	国家税务总局	规定了企业享受优惠事项采取“自行判别、申报享受、相关资料留存备查”的办理方式。
2017 年 6 月	《外商投资产业指导目录（2017 年修订）》（国家发展和改革委员会、商务部令第 4 号）	国家发展和改革委员会、商务部	鼓励外商投资：软件产品开发、生产。
2016 年 12 月	《软件和信息技术服务业发展规划（2016-2020 年）》	工业和信息化部	以创新发展和融合发展为主线，聚焦“技术、业态、应用、体系”发展重点，设置了务实可操作的“695”任务措施。
2016 年 7 月	《国家信息化发展战略纲要》	中共中央办公厅、国务院办公厅	要求将信息化贯穿我国现代化进程始终，加快释放信息化发展的巨大潜能，以信息化驱动现代化，加快建设网络强国。
2016 年 5 月	《关于印发国家规划布局内重点软件和集成电路设计领域的通知》	国家发展和改革委员会、工业和信息化部、财政部、国家税务总局	规定了国家规划布局内重点软件领域包括基础软件、工业软件和服务、信息安全软件产品研发应用、数据分析处理软件及服务、移动互联网软件、高技术服务软件、语言文字信息处理软件及云计算。
2015 年 8 月	《关于做好推进民营企业使用正版软件工作有关事项的通知》（全联厅发（2015）23 号）	全国工商联办公厅、国家版权局办公厅	要求民营企业要加强软件资产管理，各级企业要建立使用正版软件工作机制，落实工作责任，确定责任人，将使用正版软件工作与企业信息化建设相结合。
2011 年 10 月	《关于软件产品增值税政策的通知》（财税〔2011〕100 号）	财政部、国家税务总局	延续了财税〔2000〕25 号文对于软件企业增值税的优惠政策，规定软件企业销售自产软件产品按 17%税率征收增值税后，对其增值税实际税负超过 3%的部分实行即征即退政策。

资料来源：财政部，公司招股说明书，国元证券研究中心

为贯彻落实“十三五”规划，工业和信息化部于 2016 年 12 月正式发布了《软件和信息技术服务业发展规划（2016-2020 年）》。《规划》提出了以创新驱动、协同推进、融合发展、安全可控、开放共赢为发展原则，布置了全面提高创新发展能力等六个重点任务和重大工程，为行业的发展与变革提供了政策支持。

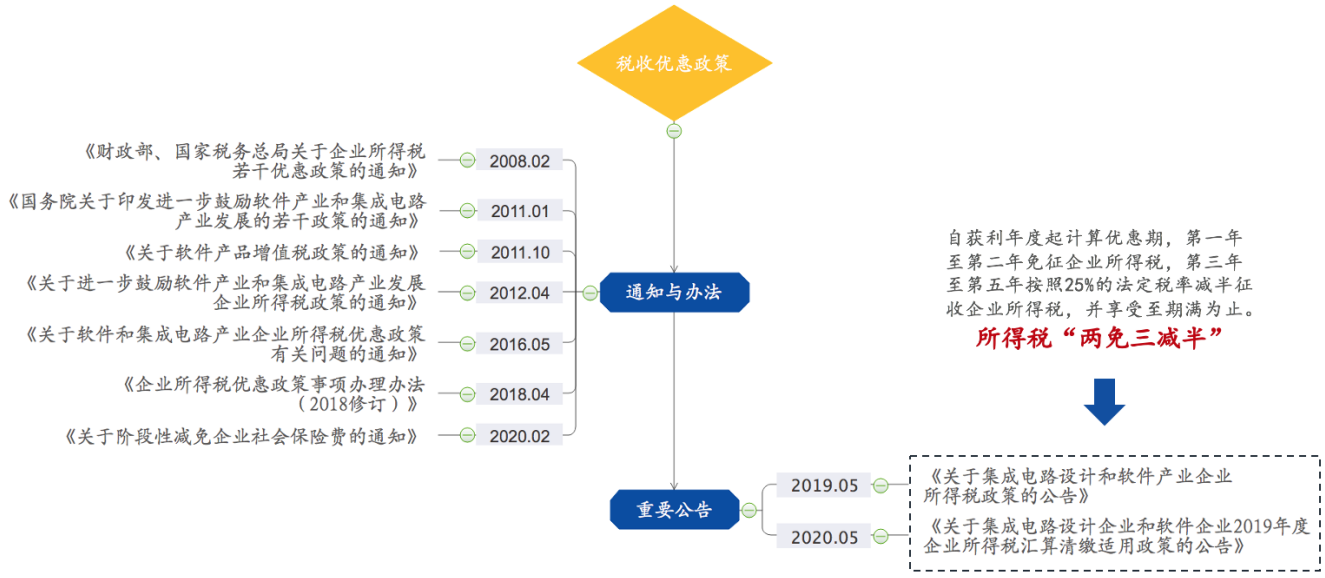
图 24：软件和信息技术服务业发展原则及重点任务



资料来源：工业和信息化部，国元证券研究中心

2020 年 5 月 29 日，《关于集成电路设计企业和软件企业 2019 年度企业所得税汇算清缴适用政策的公告》发布，延续了财税〔2019〕68 号文对于软件企业的优惠政策，明确了依法成立且符合条件的软件企业可自获利年度起可享“两免三减半”税收优惠。

图 25：软件企业部分税收优惠政策



资料来源：公司公告，财政部，国元证券研究中心

2017-2019 年，公司因增值税退税对净利润的影响额分别为 2,581.90 万元、2,921.56 万元、4,503.64 万元。

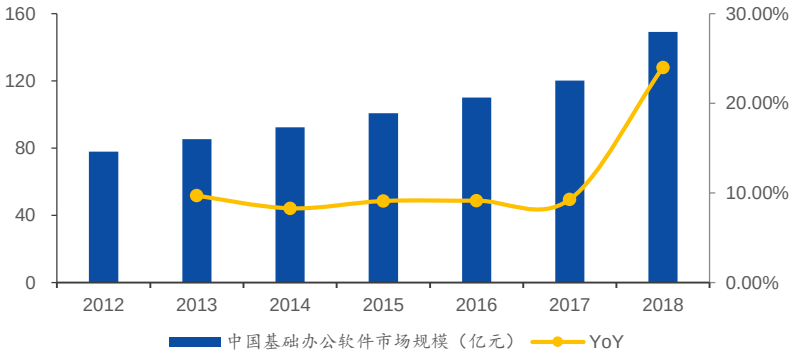
2.2 对标巨头微软，领跑中国市场

从全球市场来看,公司在办公软件市场面临来自微软、谷歌等国际知名公司的竞争，相对竞争对手而言，公司资本规模相对偏小、融资渠道相对单一、市场份额相对较小，总体基础比较薄弱。从国内市场来看，办公软件产品技术门槛较高，国内办公软件市场中仅有数家本土厂商参与竞争，形成了微软、公司同台竞争，其他厂商跟进发展的竞争态势。永中软件股份有限公司的永中 Office、中标软件有限公司的中标普华 Office 等是公司在国内市场的主要竞争对手。

2.2.1 中国办公软件市场空间广阔

根据计世资讯,2018 年中国基础办公软件市场规模为 85.34 亿元,同比增长 9.7%，预计到 2023 年，行业市场规模将达到 149.04 亿元。云计算以及软件和信息技术服务行业的迅速发展，为基础办公软件行业提供了优越的基础发展环境，同时国内用户的观念、信息传递方式更为先进，对协同效果需求增大，为基础办公软件行业的进一步发展提供了有力保障。

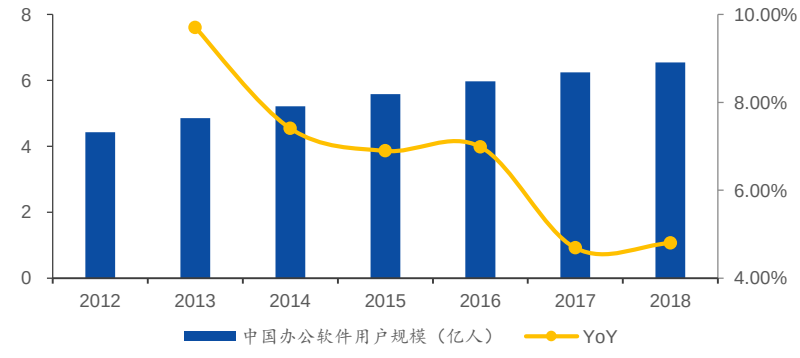
图 26：中国基础办公软件市场规模



资料来源：计世资讯，国元证券研究中心

根据计世资讯的数据，2018 年中国基础办公软件用户规模为 6.55 亿人，同比增长 4.75%，2012 年至 2018 年中国基础办公软件用户规模 CAGR 达到 6.8%。

图 27：中国基础办公软件用户规模



资料来源：计世资讯，国元证券研究中心

根据艾瑞咨询的观点，随着人工智能技术的落地与产品服务思路的转变，国内用户

对于办公软件的需求更加多元，主要发展趋势为服务化、智能化、集成化、移动化。传统的 PC 端办公仍是用户处理办公文件时不可替代的方式，但在传统的 PC 办公场景之外，用户随时随地进行移动办公的诉求与日俱增，移动端产品越来越成为厂商发力的重点。在 PC 端办公软件保持持续稳定的发展背景下，移动办公将作为有效补充，丰富办公软件的使用场景。

图 28：中国办公软件的业务发展特点与方向

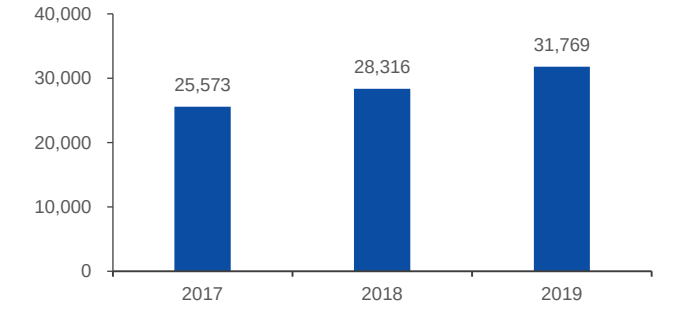


资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究中心

2.2.2 微软在全球市场居于主导地位

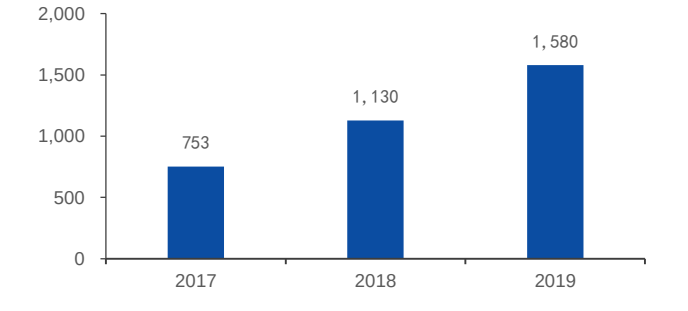
目前全球办公软件行业中，以美国微软为代表的海外厂商处于产业链的最上游，是办公软件产业技术的主要创新者和核心技术掌握者。微软作为办公软件行业的先行者，在全球市场占有主要份额。根据美国 SEC 网站的数据，微软 2017-2019 年办公产品和云服务（Office Products and Cloud Services）业务营业收入呈现稳健增长态势，2019 年营业收入达到 31,769 百万美元，远高于公司的收入规模。

图 29：微软办公产品和云服务收入（单位：百万美元）



资料来源：SEC，国元证券研究中心

图 30：金山办公收入（单位：百万人民币）

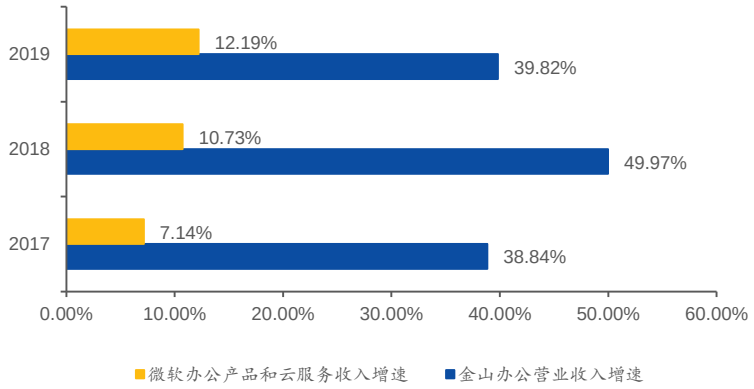


资料来源：Wind，国元证券研究中心

2017-2019 年，公司营业收入增速远超微软办公产品和云服务收入增速，有望逐步

缩小营业收入方面的差距。

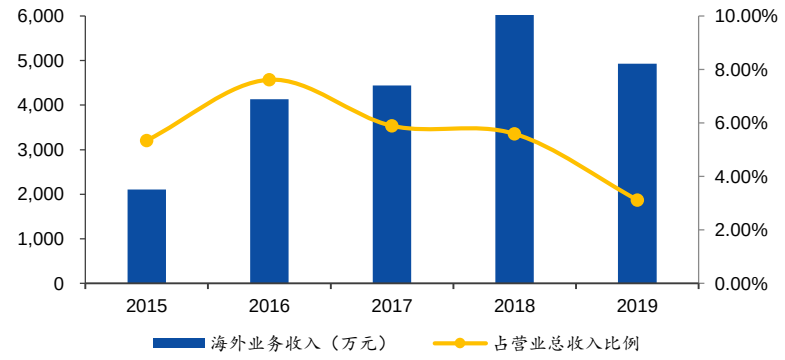
图 31：公司与微软办公产品和云服务业务收入增速对比



资料来源：Wind，国元证券研究中心

随着 2007 年 Kingsoft Office 日文版正式对外发布，公司开始逐步拓展海外市场，通过对 WPS Office 多语言版、移动版产品的全新研发和持续升级，在香港、台湾、日本和欧美、印度及东南亚等国家与地区，针对海外用户的不同偏好与需求进行产品销售和服务。2019 年 10 月，海外终端总月活跃用户超过 1 亿，2019 年全年海外业务收入达 4,926.25 万元。

图 32：海外业务收入及占比



资料来源：Wind，国元证券研究中心

从海外互联网行业的发展来看，部分国家在网络基础设施就绪度、可持续发展环境方面发展较好，但在产业与技术创新、信息化应用却相对发展一般，存在较大的提升空间和市场发展机会。针对国外仍有很多国家的信息化应用水平相对落后的现状，公司积极对外扩张，为海外企业提供办公应用相关的信息化技术服务和解决方案，逐步在世界范围内扩展国内办公软件的市场份额，2019 年顺势在印度、泰国等国家拓展业务。

根据 2020 年 4 月 20 日投资者调研活动纪要，公司未来的海外市场策略有三个层次：在印度印尼等新兴互联网国家以提升月活为主要目标，盈利模式主要以“广告+付费会员”为主；在欧美等对服务订阅的接受度较高和用户付费意愿较高的发达国家，

输出有价值的 C 端服务，如 PDF 转 Word 等；在一带一路国家推进 B 端销售。

公司的 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，与海外产品相比能够提供更贴近国民办公习惯的资源及支持服务。除微软的 Office 系列产品外，公司的对标产品还包括谷歌 G Suite 办公套件中的产品 Google Docs，WPS Office 2019 的优势在于功能更丰富，适配性更强。

表 6：公司产品与国际主流产品对比

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	基础模版
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：公司招股说明书，国元证券研究中心

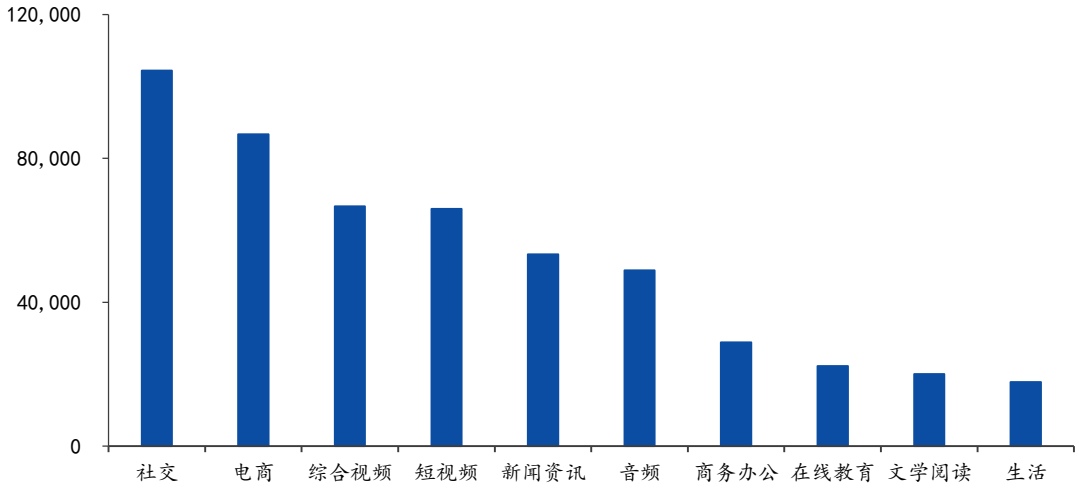
3. 在线办公风起，成长机遇涌现

自新型冠状病毒感染的肺炎疫情于2020年1月在全国爆发以来，为阻断疫情传播，减少人员聚集，国内企业均推迟复工复产。在此背景下，突破了地理位置限制的远程办公成为特殊时期维持企业运转的应急手段，多人视频会议、文档协作编辑等多种在线办公模式纷纷涌现。

3.1 疫情之下，在线办公浪潮来袭

根据Trustdata移动大数据监测平台，2020年3月移动互联网多领域用户规模呈现快速增长态势，线下活动线上化导致商务办公及在线教育增幅最为显著，其中商务办公领域在中国移动互联网TOP10应用领域MAU中排名第7，同比增长29.0%，仅次于在线教育领域的30.1%。

图33：2020年3月中国移动互联网TOP10应用领域MAU（单位：万）

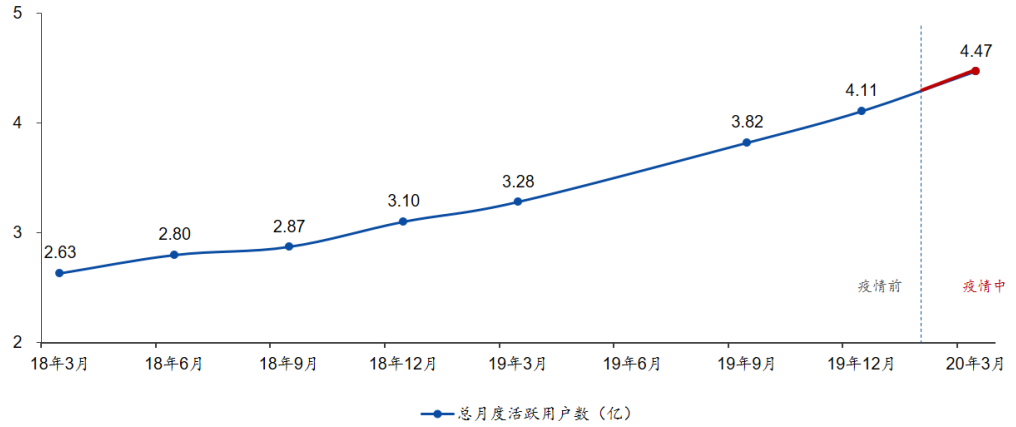


资料来源：Trustdata移动大数据监测平台，国元证券研究中心

腾讯、阿里巴巴等企业在疫情期间不断开展软件扩容迭代，满足用户使用需求。腾讯会议从1月29日开始，基本上每天都在进行资源扩容，日均扩容云主机接近1.5万台，8天总共扩容超过10万台云主机，共涉及超百万核的计算资源投入。钉钉在2月3日、4日连续两天扩容了2万台服务器，钉钉的这两次扩容，已经创造了阿里云上短时间弹性扩容的记录。因为本次疫情，中国企业的线上办公和数字化转型需求有望逐步释放。

受益于WPS Office和金山文档产品的多人在线协同办公等功能，公司主要产品MAU大幅增长。截至2020年3月31日，公司主要产品MAU已达到4.47亿，同比增长36.28%，环比增长8.8%。其中WPS office PC版月度活跃用户数1.68亿；移动版月度活跃用户数2.71亿；公司其他产品如金山词霸等月度活跃用户数接近0.1亿。

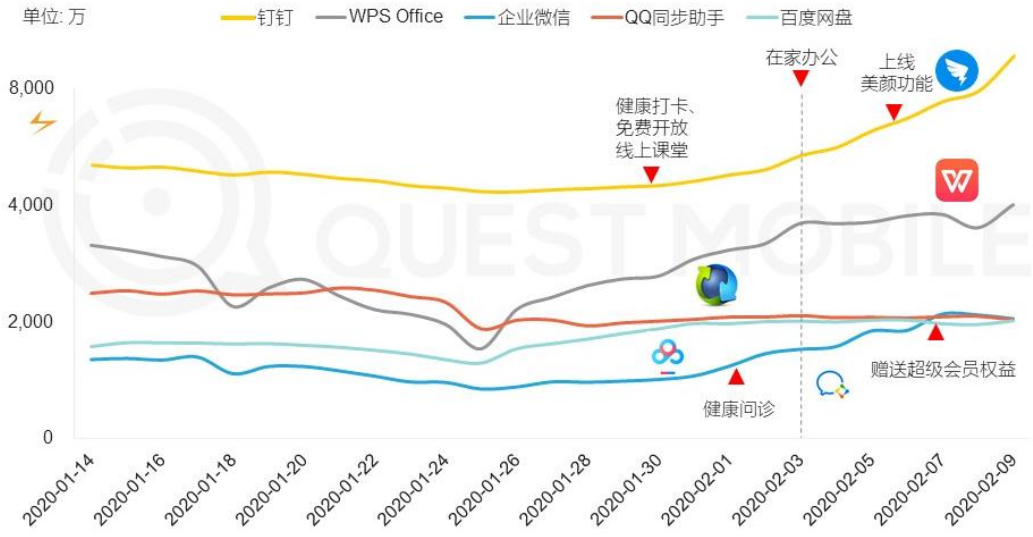
图 34：疫情对公司产品 MAU 的影响



资料来源：公司招股说明书，公司公告，国元证券研究中心

根据 QuestMobile 研究院的《2020 年中国移动互联网“战疫”专题报告》，WPS Office 在 2020 年春节前后办公商务 APP 中日活跃规模中排名第 2，高于企业微信、QQ 同步助手和百度网盘。2020 年 4 月 21 日，工信部发布《中小企业数字化赋能服务产品及活动推荐目录》，公司 WPS+云办公解决方案上榜，该方案可通过 WPS Office 客户端和云文档服务支持多用户协同办公，并实现文档全生命周期安全可控。

图 35：2020 年春节假期前后办公商务 APP 日活跃用户规模 TOP5



资料来源：QuestMobile，国元证券研究中心

金山文档作为专注于多人在线协作的文档编辑产品，可支持通过网络在线登录、各类第三方协作场景对文档进行编辑和协作，促使用户由单一的文档编辑向文档协作转化，提升了用户的粘性。受延时复工影响，2020 年一季度各公司远程办公需求爆发式增加，截至 2020 年 3 月 2 日，金山文档月度活跃用户数达到 2.39 亿（未与其他产品月度活跃用户进行排重）。

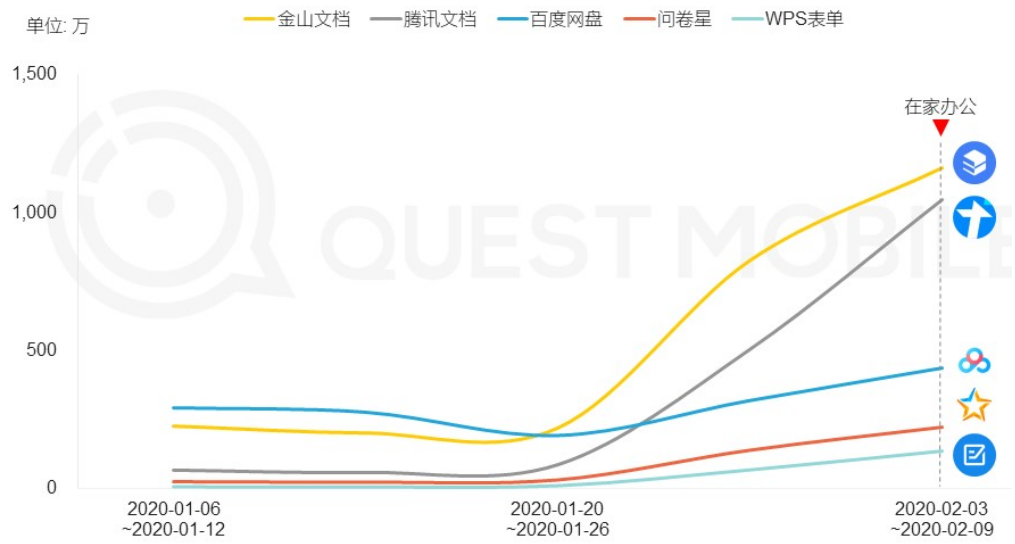
图 36：金山文档提供高效安全的企业云办公服务



资料来源：金山文档官网，国元证券研究中心

在 2020 年春节假期前后，金山文档微信小程序日活跃用户规模在办公商务类排名第一。

图 37：2020 年春节假期前后办公商务微信小程序日活跃用户规模 TOP5



资料来源：QuestMobile，国元证券研究中心

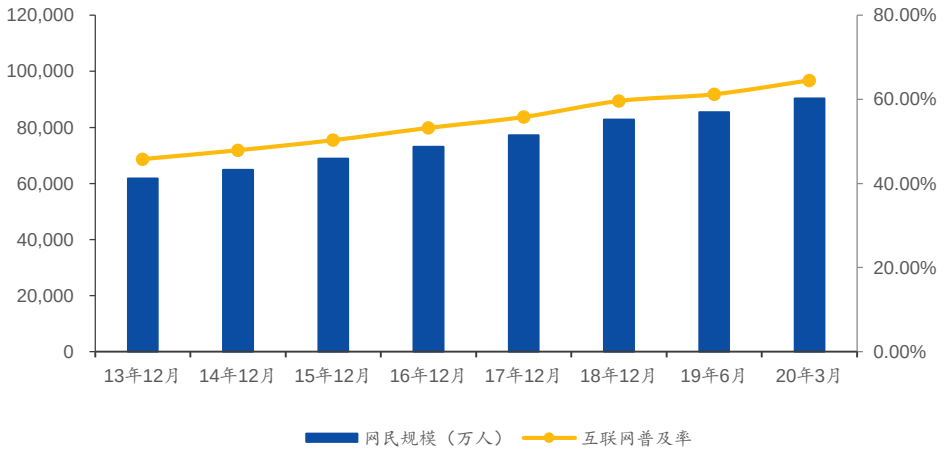
不同企业对于远程办公模式的需求催生出了多样化的细分市场，疫情期间的临时性需求有望培养用户习惯，增加在线办公人口渗透率，推动在线办公步入常态化发展阶段。

3.2 网民规模庞大，移动化趋势明显

随着国内信息技术的发展、互联网基础设施建设的不断完善，互联网对于各个行业

的渗透将有望持续推动互联网用户规模增长和公司互联网广告业务的拓展。根据 CNNIC 统计数据，经过多年的发展，我国互联网发展取得显著成就，网民规模持续增长。截至 2020 年 3 月，我国网民规模达 9.04 亿，较 2018 年底增长 7,508 万，互联网普及率达 64.5%，较 2018 年底提升 4.9%。

图 38：我国网民规模和互联网普及率

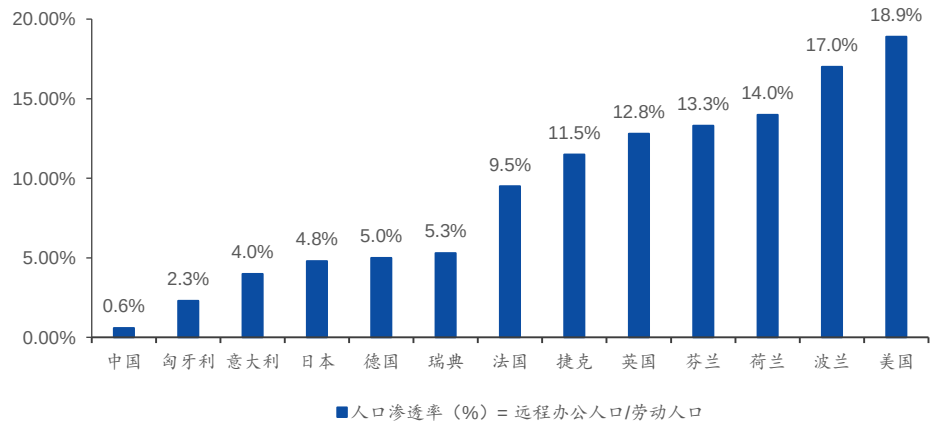


资料来源：CNNIC，国元证券研究中心

伴随全球移动互联网应用的发展，以智能手机为代表的智能移动终端日益普及，带动了办公软件应用的二次腾飞，移动办公应用及服务已经成为办公软件行业发展的重要增长点。

根据亿欧智库《2020 远程办公研究报告》，我国远程办公市场规模持续上涨，2020 年全年规模预计将达 448.5 亿元，但远程办公人口渗透率相对发达国家仍处于较低水平，2018 年中国远程办公人口渗透率不足 1%。

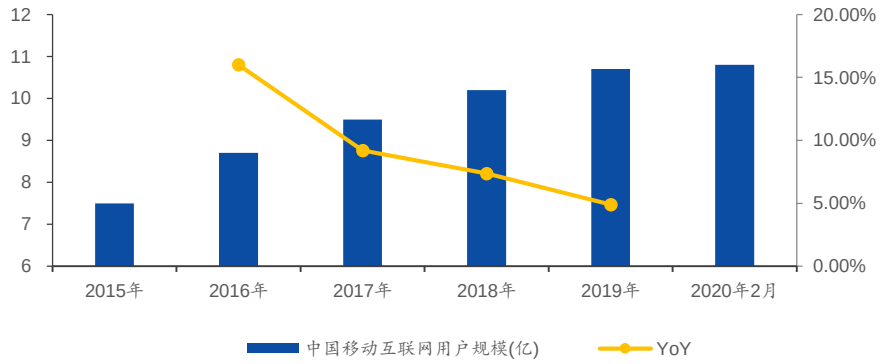
图 39：2018 年全球部分国家远程办公人口渗透率



资料来源：亿欧智库，国元证券研究中心

据 Fastdata 统计数据显示，截至 2020 年 2 月底我国移动互联网用户规模达到 10.8 亿。

图 40：中国移动互联网用户规模

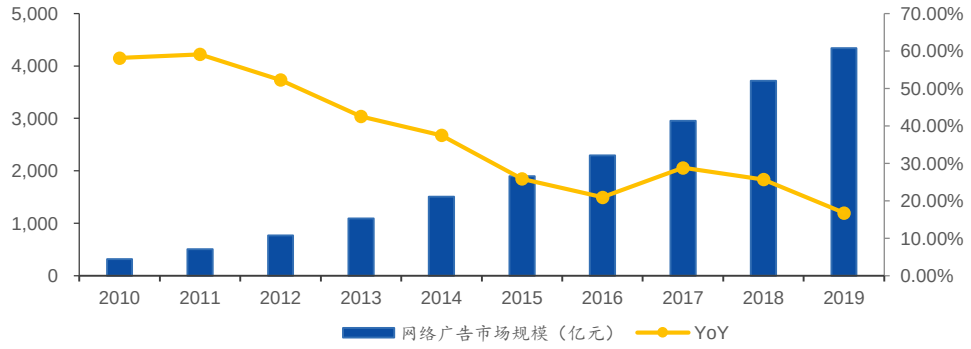


资料来源：Fastdata 极数，国元证券研究中心

公司从 2011 年开始着手布局移动办公应用市场，在竞争对手移动端发展滞后之时，重点针对移动办公用户的需求和应用场景进行分析与研究，快速推出 WPS Office 移动版系列办公产品，并通过移动应用商店在全球范围内发布，迅速占领移动应用市场，目前 WPS Office 移动版已经成为国内市场中月活跃用户第一位的移动端办公软件产品。

随着软件行业“免费+广告”模式的兴起，软件行业的公司将分享互联网广告经济所带来的红利。根据 CNNIC 发布的第 43 次《中国互联网络发展状况统计报告》，2019 年中国网络广告市场规模达到 4,341 亿元，同比增长 16.8%。此外，随着移动终端的高速增长，移动广告市场发展势头十分强劲，整体市场增速高于网络广告市场增速。

图 41：中国互联网广告市场规模



资料来源：CNNIC，国元证券研究中心

3.3 业务模式多元化，创新驱动高成长

公司顺应办公软件移动化、集成化、智能化、服务化趋势，着眼于向互联网云服务提供商转型。与其他竞争对手的仅为“个人用户免费+企业授权收费”或“服务订阅收费”等销售模式相比，公司的经营模式更富多元性及创新性。

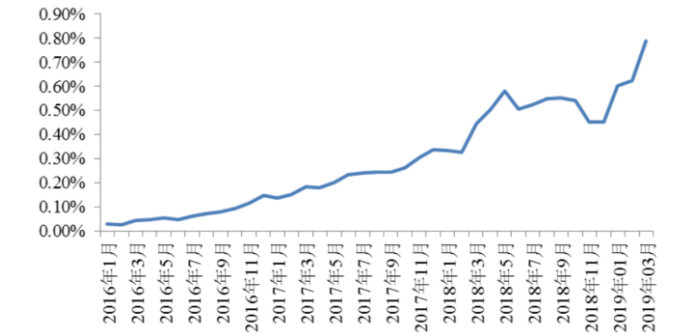
移动化：公司顺应移动互联网趋势成功转型，在办公应用上实现一站式、全平台移

动应用服务战略。集成化：产品成功从单机应用向跨平台多终端移动办公转变。智能化：积极投入办公领域人工智能基础研发中心建设，包括 AI 自然语言处理平台项目等项目。服务化：商业模式成功实现了从传统工业化产品向互联网服务化变革，从单一的办公软件产品使用授权销售模式发展为“办公软件产品使用授权+办公服务订阅+互联网广告推广”的综合销售模式。

自公司由提供工具产品向应用服务转型以来，办公软件产品使用授权的收入相对稳定，而随着付费客户的持续增加，办公服务订阅的收入呈现快速增长趋势，收入占比从 2016 年的 11.82%增长至 2019 年的 43.02%。办公服务订阅模式与传统的办公软件产品使用授权模式相比，更加强调服务化、差异化。

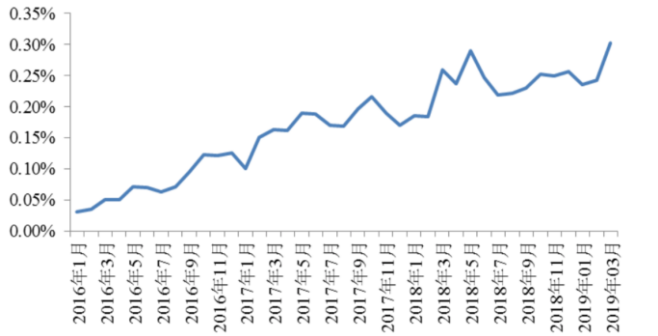
得益于公司产品的市场影响力及庞大的用户基础，付费用户月活逐渐提升、免费用户向付费用户的转化率不断上升。随着用户办公需求的提升，用户从原来简单的“使用产品功能”逐步转变到现在的“使用产品服务”，个人云文档等功能可以培养用户在线存储个人文档等使用习惯、维持用户粘性，用户通过付费使用服务在行业市场中占比显著提高。对于现有体量的互联网办公用户，按照互联网用户转换率的标准测算，这些付费用户所带来的变现价值将会对办公软件厂商带来巨大的经济效益。

图 42：WPS 会员付费用户转化率



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

图 43：稻壳会员付费用户转化率



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

（注：转化率为当月付费用户数量与 WPS 产品总活跃用户数量的比值）

根据 QuestMobile 的统计数据，WPS Office 移动版在 2020 年 3 月中国移动互联网 APP 月活跃用户规模排行中位于第 26 名，与排名前三的微信、QQ、支付宝仍有较大差距。微信当月 MAU 超 9 亿，为 WPS Office 移动版的 3 倍以上，预计公司付费用户数尚未触及天花板，未来 WPS 会员、稻壳会员收入仍存在巨大的增长空间。

从中长期来看，会员的付费比例将逐步提升，参照微信的 MAU，我们假设未来公司拥有 1 亿的付费用户，参考 2018 年的 WPS 会员平均交易金额 56.82 元，假设中长期能够提升到 100 元，公司的收入体量将达到百亿级别。

4. 受益信创红利，国产替代加速

美国商务部继5月15日限制华为的芯片供应后，于5月23日再次宣布将云从科技、奇虎360、哈尔滨工业大学等33家中国企业及科研院所列入“实体清单”，相关机构涉及人工智能、传统芯片、精密仪器制造、网络安全等众多高新技术领域。截至目前，美国已将我国147家企业列入“实体清单”，被纳入清单的机构需服从美国出口管制条例，即未得到许可证前无法获得受该条例管辖的任何物项。美国对于中国企业的贸易制裁会愈发严重，通过国产企业的自主创新减少对美国上游企业及其核心技术的依赖是我国信息技术产业的必经之路。

4.1 政策密集出台，加速技术创新

随着经济的不断发展和信息化的不断加深，国家对软件安全的需求日益增长，尤其是政府、军事、金融等重点领域，软件安全已经成为信息安全的重要组成部分，关乎国家信息安全。国产操作系统、数据库、中间件以及办公软件在内的基础软件未来在国家党政、军队和事业单位等重点行业和领域的应用将更加广泛，迎来历史性发展机遇。2018年4月，习近平总书记在全国网络安全和信息化工作会议上强调要下定决心、保持恒心、找准重心，加速推动信息领域核心技术突破。

表7：信创产业部分政策汇总

时间	文件	部门	内容
2020年5月	《中共中央、国务院关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》	中共中央、国务院	加强国家创新体系建设，编制新一轮国家中长期科技发展规划，强化国家战略科技力量。
2018年3月	《关于推动资本市场服务网络强国建设的指导意见》	中央网络安全和信息化委员会办公室、中国证券监督管理委员会	积极支持符合国家战略规划和产业政策方向，有利于促进网络信息技术自主创新、掌握关键核心技术、提升网络安全保障能力的重点项目。
2016年12月	《国家网络空间安全战略》	国家互联网信息办公室	坚持创新驱动发展，积极创造有利于技术创新的政策环境，统筹资源和力量，以企业为主体，产学研用相结合，协同攻关、以点带面、整体推进，尽快在核心技术上取得突破。
2016年12月	《软件和信息技术服务业发展规划（2016-2020年）》	工业和信息化部	坚持把创新摆在产业发展全局的核心位置，进一步突出企业创新主体地位。
2016年3月	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年（2016-2020年）规划纲要》	全国人大十二届四次会议审议通过	发挥科技创新在全面创新中的引领作用，加快突破新一代信息通信、新能源、新材料、航空航天、生物医药、智能制造等领域核心技术。

资料来源：国元证券研究中心整理

作为软件企业的重要组成部分，基础办公软件行业骨干企业在良好的政策环境和利好趋势下健康成长，行业地位更加突出。

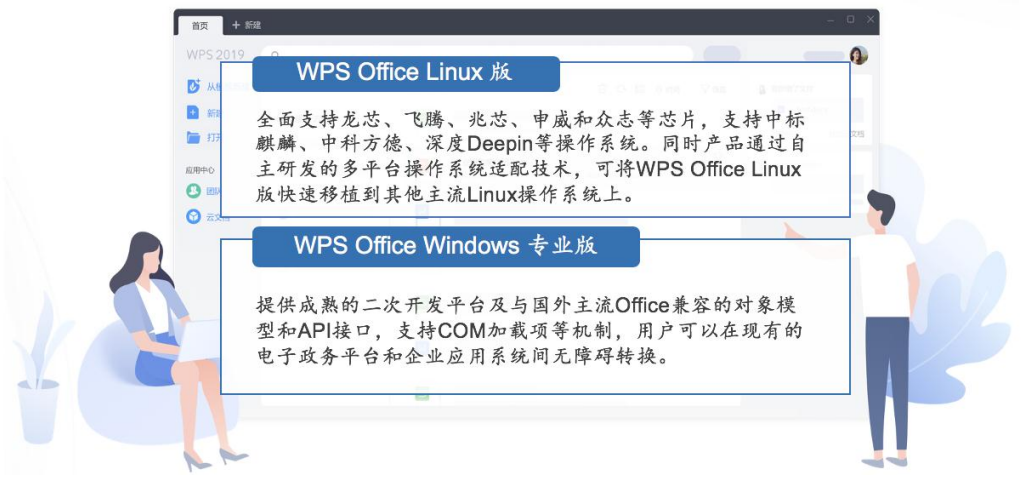
4.2 低价高适配，市场份额领先

根据《2019网信自主创新调研报告》，与国外办公软件相比，国产办公软件整体研发水平相对较弱，但WPS Office等我国自主研发的办公软件已在部分技术领域取得了重要突破，达到甚至超过了国外同类产品的水平，且具备实用性强、价格低廉、

售后服务强大等国外产品不具备的优势。以公司为代表的国产办公软件企业通过提高兼容性和保持产品创新性，不断研究用户需求、优化用户体验，凭借更灵活的定价策略和更定制化、个性化的服务，不断扩大办公软件桌面市场份额。

公司自主研发的 WPS Office Linux 版已经全面支持国产整机平台和国产操作系统，通过近几年持续地对产品进行功能完善和性能提升，并针进行了深度适配和定制优化，目前产品已在国家多项重大示范工程项目中完成系统适配和应用推广，并在国家党政机关和事业单位中建立了示范效应。WPS Office Windows 专业版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，能够在政府和企业客户的 OA 系统、ERP 系统及其他应用系统中进行集成应用，并通过应用认证、通信加密、传输加密等策略，为组织级客户的桌面办公和系统集成提供安全可靠的解决方案。

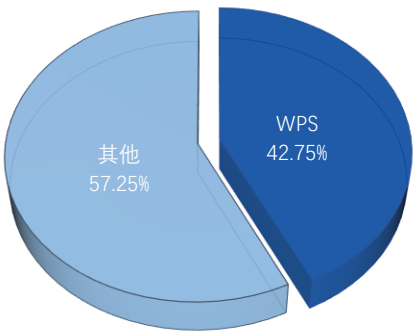
图 44：WPS Office 适配与兼容情况



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

根据招股说明书，公司 WPS Office 办公软件用户在 2016-2018 年分别占国内办公市场用户总规模的 27.81%、38.40%、42.75%（行业内主要竞争企业并未披露其在国内办公软件市场所占份额），呈不断上升趋势，遥遥领先于其他国内办公软件厂商。

图 45：2018 年中国办公软件市场竞争格局



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

4.3 国产化驱动行业规模持续扩大

公司产品及服务涉及党政机关、事业单位和大中型企业，重点覆盖金融、航空、能源和建筑等多个重要领域，其中包括在中国石油天然气集团公司、国家电网公司、中国工商银行股份有限公司、中国南方航空股份有限公司、中国航天科工集团公司等重点企业的桌面应用和业务系统集成，在国内政府及企事业单位采购市场领先于其他国内同类产品。截至 2019 年 3 月底，《财富》杂志披露的“世界 500 强”中的 120 家中国企业，公司已服务 69 家，比例达 57.50%；国内 96 家央企中，公司所服务的客户已达 82 家，比例达 85.41%，在国产供应商中处于领先地位，为保障国家信息安全贡献力量。

根据中央国家机关政府采购中心正版软件采购网，WPS Office 的采购报价低于微软 Office 报价，价格上具有优势，有望在本土正版化软件采购市场中不断扩大份额。

图 46：WPS Office 与微软部分产品政府采购报价对比



资料来源：中央国家机关政府采购中心正版软件采购网，国元证券研究中心

根据中国工程院倪光南院士 2018 年 8 月莅临腾讯发表的专题演讲《从中美贸易摩擦看科技自出创新的机遇与挑战》来计算，全国党政机关使用的电脑有 2000 万台，若全部替换为 WPS Office 产品，按照 549 元的软件价格估算，将迎来 109.8 亿的市场空间。

5. 盈利预测与投资建议

核心假设：

公司是国内领先的办公软件和服务提供商，主要客户涉及党政机关、事业单位和大中型企业公司，覆盖金融、航空、能源和建筑等多个重要领域。公司主要产品月度活跃用户数保持稳定增长，截至 2020 年 3 月 31 日，主要产品月度活跃用户（MAU）已达到 4.47 亿。公司主要业务包括：办公软件产品使用授权、互联网广告推广服务、办公服务订阅等，我们按照这三个维度来预测公司未来收入情况。

1. **办公软件产品使用授权：**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，对于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。对于软件需求数量较大的大型客户，通常采用场地授权方式。2018-2019 年，该业务的收入增速分别为 25.14%、39.41%，呈现加速增长态势，考虑到国产化的推进，成长有望继续加速，预测未来三年增速区间为 30-75%，且增速逐步下滑。毛利率方面，过去两年分别为 97.14%、97.47%，预测未来三年保持稳定，维持在 97-98%的区间。

2. **互联网广告推广服务：**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、弹窗、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。该业务过去两年的收入增速分别为 28.85%、5.99%，波动较大，考虑到未来公司为平衡用户体验会继续控制广告投放规模，预测未来三年收入增速维持在 10%左右。毛利率方面，过去两年分别为 83.26%、79.16%，呈下降趋势，因此预测未来三年维持在 78-79%的区间。

3. **办公服务订阅：**该业务主要包括：机构客户办公服务订阅模式和个人用户服务订阅模式。个人用户方面，会员主要分为 WPS 会员（含超级会员）、稻壳会员两类。随着公司由提供工具产品向应用服务转型，该业务过去几年呈现快速成长的态势，在主营业务收入中的占比持续提升，2018-2019 年收入增速分别为 126.75%、73.06%，考虑到该业务目前的体量和未来的发展战略，预测未来三年收入增速维持在 40-70%的区间，且呈现逐步下降的趋势。毛利率方面，过去两年分别为 80.65%、80.73%，预测未来三年毛利率保持稳定，维持在 80-82%的区间，并呈现微幅提升的态势。

表 8：公司业务拆分（单位：百万元）

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
办公软件产品使用授权					
收入	355.68	495.84	857.90	1228.18	1638.51
增长率	25.14%	39.41%	73.02%	43.16%	33.41%
毛利率	97.14%	97.47%	97.48%	97.49%	97.50%
互联网广告推广服务					
收入	381.21	404.06	445.56	490.51	538.83
增长率	28.85%	5.99%	10.27%	10.09%	9.85%
毛利率	83.26%	79.16%	78.98%	78.74%	78.64%
办公服务订阅					
收入	392.65	679.53	1124.49	1724.62	2451.21
增长率	126.75%	73.06%	65.48%	53.37%	42.13%
毛利率	80.65%	80.73%	80.87%	80.94%	81.13%
其他（根据公告推算）					
收入	0.14	0.09	0.10	0.11	0.11
增长率	-	-	10.13%	8.69%	6.51%
毛利率	-	-	1.99%	1.86%	1.69%
合计					
收入	1129.68	1579.52	2428.05	3443.42	4628.66
增长率	49.97%	39.82%	53.72%	41.82%	34.42%
毛利率	86.71%	85.58%	86.39%	86.53%	86.64%

资料来源：Wind，国元证券研究中心

可比公司估值：

在国内 A 股市场中，恒生电子、用友网络、广联达、卫宁健康等也从事软件产品和服务相关业务，且在其细分领域具备显著的竞争优势，故选择这四家公司作为可比公司。从 PE 估值的角度来看，公司目前的估值水平显著高于四家可比公司的平均水平。原因可能是公司作为国产办公软件龙头，凭借着产品优势及政策的推动，持续成长空间广阔，且确定性较强，市场给予了较高的期望。

表 9：可比公司估值情况

股票代码	公司简称	收盘价	总市值（亿元）	EPS				PE			
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
600570.SH	恒生电子	103.97	1085.54	1.36	1.28	1.60	1.98	76.67	80.93	65.07	52.41
600588.SH	用友网络	43.70	1419.69	0.36	0.33	0.42	0.55	120.01	132.53	103.40	79.79
002410.SZ	广联达	69.95	828.47	0.20	0.36	0.56	0.75	352.44	195.58	124.29	93.74
300253.SZ	卫宁健康	20.47	436.79	0.19	0.25	0.35	0.47	109.63	81.61	58.40	43.77
平均		-	-	-	-	-	-	164.69	122.66	87.79	67.43
688111.SH	金山办公	320.42	1477.14	0.87	1.48	2.25	3.19	368.75	216.95	142.32	100.35

资料来源：Wind，国元证券研究中心　　注：可比公司均采用 Wind 一致预期，收盘价的日期为 2020 年 6 月 24 日

投资建议：

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。从行业竞争格局来看，国内桌面市场经过快速发展，微软及公司已取得明显的竞争优势，市场中形成了微软、公司同台竞争，其他厂商跟进发展的竞争态势。在国家信息安全总体战略及信息化工程的有力带动下，以公司为代表的国产软件企业迅速成长，有望逐步取代国外的同类产品，未来成长空间广阔。

综上，我们预计公司 2020-2022 年营业收入为 24.28、34.43、46.29 亿元，归母净利润为 6.81、10.38、14.72 亿元，EPS 为 1.48、2.25、3.19 元/股。公司在行业中处于领导者，考虑到目前收入体量较小，处于快速成长期，研发投入较多，未来成长空间广阔，且确定性较强，采用 PS 估值法较为合理。上市以来，公司 PS 主要运行在 40-80 倍之间，给予 2020 年 65 倍的目标 PS，目标价为 342.34 元，首次推荐，给予“增持”评级。

6. 风险提示

1. 付费用户数量增长低于预期；
2. 国产化替代进程低于预期；
3. 其他公司进入办公软件市场，市场竞争加剧。

财务预测表

资产负债表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1490.14	6680.56	7308.20	8298.98	9650.17
现金	186.80	749.24	951.32	1535.59	2390.94
应收账款	226.68	345.02	524.39	741.54	994.24
其他应收款	20.90	25.50	38.85	54.75	73.13
预付账款	5.83	5.32	7.70	10.72	14.10
存货	1.00	1.43	2.03	2.80	3.68
其他流动资产	1048.93	5554.05	5783.91	5953.59	6174.07
非流动资产	137.24	163.43	182.75	199.81	220.53
长期投资	13.22	21.86	25.41	28.65	31.86
固定资产	52.81	67.17	79.88	87.25	97.13
无形资产	17.85	17.61	17.46	17.52	17.69
其他非流动资产	53.35	56.80	60.00	66.39	73.85
资产总计	1627.38	6843.99	7490.95	8498.80	9870.70
流动负债	424.23	726.71	1053.58	1419.80	1876.40
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	69.78	60.24	90.58	128.42	173.76
其他流动负债	354.46	666.48	963.00	1291.39	1702.64
非流动负债	16.21	48.70	52.12	55.54	59.20
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	16.21	48.70	52.12	55.54	59.20
负债合计	440.45	775.41	1105.70	1475.34	1935.60
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	360.00	461.00	461.00	461.00	461.00
资本公积	216.24	4588.25	4588.25	4588.25	4588.25
留存收益	606.75	1012.83	1555.40	2359.04	3486.02
归属母公司股东权益	1186.93	6068.58	6613.37	7418.50	8547.63
负债和股东权益	1627.38	6843.99	7719.07	8893.84	10483.23

现金流量表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	418.10	585.69	539.33	961.49	1399.70
净利润	310.67	400.58	680.87	1037.92	1471.98
折旧摊销	16.67	32.14	31.16	42.74	57.10
财务费用	-1.95	-3.02	-17.01	-24.87	-39.27
投资损失	-49.96	-31.47	-29.76	-28.54	-27.91
营运资金变动	121.94	204.11	-103.93	-47.07	-47.63
其他经营现金流	20.72	-16.65	-22.00	-18.69	-14.58
投资活动现金流	-217.94	-4473.63	-218.18	-169.30	-240.76
资本支出	52.57	63.21	35.61	40.52	56.03
长期投资	197.91	4455.63	6.34	8.36	9.71
其他投资现金流	32.54	45.22	-176.23	-120.42	-175.02
筹资活动现金流	-184.17	4449.06	-119.07	-207.93	-303.59
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	101.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	12.07	4372.01	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-196.24	-23.96	-119.07	-207.93	-303.59
现金净增加额	20.38	562.44	202.08	584.26	855.35

利润表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1129.68	1579.52	2428.05	3443.42	4628.66
营业成本	150.11	227.77	330.46	463.93	618.58
营业税金及附加	11.29	15.94	24.77	35.47	48.14
营业费用	215.84	344.74	534.90	756.18	1010.44
管理费用	88.81	135.70	207.84	293.38	392.97
研发费用	427.54	598.79	786.69	996.13	1235.01
财务费用	-1.95	-3.02	-17.01	-24.87	-39.27
资产减值损失	-4.41	-0.03	-0.04	-0.05	-0.06
公允价值变动收益	2.40	50.30	30.25	27.62	25.68
投资净收益	49.96	31.47	29.76	28.54	27.91
营业利润	338.02	401.65	690.67	1052.77	1492.89
营业外收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外支出	16.50	-4.72	0.00	0.00	0.00
利润总额	321.52	406.37	690.67	1052.77	1492.89
所得税	10.85	5.79	9.81	14.84	20.90
净利润	310.67	400.58	680.87	1037.92	1471.98
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	310.67	400.58	680.87	1037.92	1471.98
EBITDA	352.74	430.76	704.83	1070.64	1510.72
EPS（元）	0.86	0.87	1.48	2.25	3.19

主要财务比率					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	49.97	39.82	53.72	41.82	34.42
营业利润(%)	56.70	18.82	71.96	52.43	41.81
归属母公司净利润(%)	44.94	28.94	69.97	52.44	41.82
获利能力					
毛利率(%)	86.71	85.58	86.39	86.53	86.64
净利率(%)	27.50	25.36	28.04	30.14	31.80
ROE(%)	26.17	6.60	10.30	13.99	17.22
ROIC(%)	33.65	7.40	12.25	18.55	26.02
偿债能力					
资产负债率(%)	27.06	11.33	14.32	16.59	18.46
净负债比率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动比率	3.51	9.19	6.94	5.85	5.14
速动比率	3.51	9.19	6.93	5.84	5.14
营运能力					
总资产周转率	0.78	0.37	0.34	0.43	0.50
应收账款周转率	5.49	5.34	5.38	5.24	5.14
应付账款周转率	2.82	3.50	4.38	4.24	4.09
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.67	0.87	1.48	2.25	3.19
每股经营现金流(最新摊薄)	0.91	1.27	1.17	2.09	3.04
每股净资产(最新摊薄)	2.57	13.16	14.35	16.09	18.54
估值比率					
P/E	475.47	368.75	216.95	142.32	100.35
P/B	124.45	24.34	22.34	19.91	17.28
EV/EBITDA	400.79	328.20	200.58	132.05	93.58

投资评级说明

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。 本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、 分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：（0551）62207952	传真：（021）68869125
	电话：（021）51097188