

# 订阅青云直上，信创方兴未艾，AI 与协作赋能未来

金山办公(688111.SH)

推荐 维持评级

## 核心观点:

- AIGC: AIGC 赋能下，公司付费率与客单价有望双升。**2023年4月18日，金山办公宣布推出 WPS AI，将应用于新一代在线内容协作轻文档，能力包括：从0到1生成内容、多轮对话以修改内容、以及处理（编辑/改写/扩充）已有文档等功能，并将陆续嵌入全线产品。11月16日，WPS 面向大众开启公测，预计在2024年全面落地。我们认为，AIGC对办公产品的赋能将提升用户的使用意愿与付费意愿。AI功能主要在云端进行推理任务，用户往往通过订阅付费方式进行获取，将进一步提升公司付费率。目前公司付费率依然较低，相较于微软的付费率仍有较大空间。此外，随着AI功能的上线，未来产品单价将进行提升，ARPU值将得到提升。此外，对比竞争对手微软来说，金山的价格优势有望进一步放大。长期测算来看，当付费率为24%，AI渗透率为15%时，每年收入增量为5.59亿元。单2024年测算来看，当付费率为12%，AI渗透率为10%时，2024年收入增量中枢为1.86亿元。
- C端：月活与付费率持续提升，保障C端订阅收入稳健增长。**公司基础办公功能与主要竞争对手平分秋色但其增值服务迎合国内用户需求痛点，且其低价（基础办公产品价格约为微软的20%左右，整体为20%-40%区间）、多层次订阅收费使产品具备性价比优势。基于产品的高性价比，公司C端个人订阅指标（月活用户数、付费率、ARPU值）稳步提升。此外，国内互联网用户对订阅制付费接受程度不断提升，WPS定价符合国内客户消费意愿。对标国内同类型软件及微软Office365付费率，公司付费率仍有较大提升空间。
- B端授权：信创赋能授权增长。**信创与正版化势在必行，目前党政信创深切区县下沉市场，行业信创规模放量将带来渗透率扬升。公司作为办公软件领域国产替代绝对龙头，B端用户渗透率将持续提升。公司产品已与主流信创体系产品形成适配，同时，公司产品体系整体覆盖度极高，政府与央企覆盖率在90%以上。我们测算未来三到五年以70%渗透率为假设，至少有60亿空间。
- B端订阅：云与协作办公赋能未来。**云端办公协作是趋势所在，艾瑞咨询预测2023年将达到806亿元的市场规模，年增速预计将超过20%。目前，国内市场格局未定，大有可为。我们认为，基于海外协作办公市场经验，协同办公平台是否功能齐全、是否具备杰出的云文档协作能力是市场制胜关键。金山办公具备双重优势，在国内协作办公市场格局未定、高速发展的现阶段，拥有强劲的市场竞争力。
- 投资建议：**我们预计公司2023-2025年EPS为2.82/3.51/4.72元，对应PE分别为88.99X/71.59X/53.25X倍，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**市场竞争加剧的风险；AIGC产品技术研发不及预期的风险；公司SaaS化进展不及预期的风险；信创进展不及预期的风险。

## 分析师

吴砚靖

☎：(8610) 66568589

✉：wuyanqing@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130519070001

李璐昕

☎：(021) 20252650

✉：liluxin\_yj@chinastock.com.cn

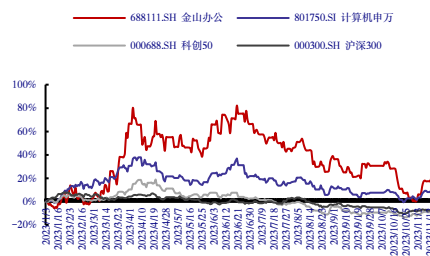
分析师登记编码：S0130521040001

## 市场数据

2024-01-10

|            |           |
|------------|-----------|
| 股票代码       | 688111.SH |
| A股收盘价(元)   | 251       |
| 上证指数       | 2878      |
| 总股本(亿股)    | 4.62      |
| 实际流通A股(亿股) | 4.62      |
| 流通A股市值(亿元) | 1159      |

## 相对沪深300表现图



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## 相关研究

【银河计算机】人工智能行业月报：国内大模型竞争激烈，海外AI巨头财报密集发布

【银河计算机】公司点评\_金山办公\_全新会员体系与WPS AI发布，付费率与ARPU值预期双升

主要财务指标预测

| 指标/年度       | 2022A   | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)   | 3884.96 | 4570.21 | 5733.54 | 7482.91 |
| 增长率         | 18.44%  | 17.64%  | 25.45%  | 30.51%  |
| 归母净利润(百万元)  | 1117.53 | 1302.88 | 1619.42 | 2177.14 |
| 增长率         | 7.33%   | 16.59%  | 24.30%  | 34.44%  |
| 每股收益 EPS(元) | 2.42    | 2.82    | 3.51    | 4.72    |
| PE          | 103.75  | 88.99   | 71.59   | 53.25   |

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 目 录

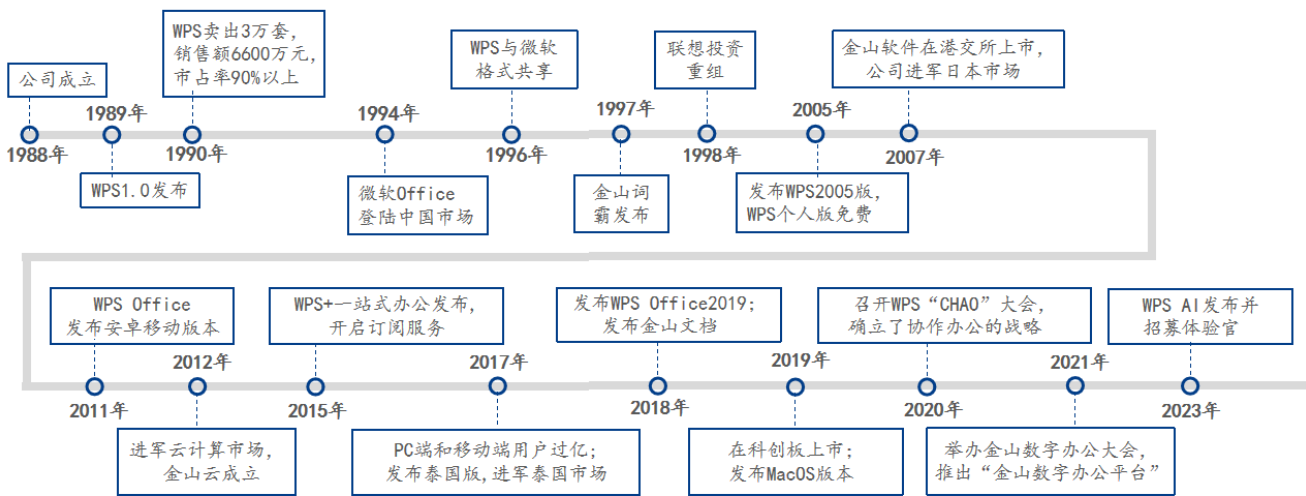
|  |    |
|--|----|
| 一、国产办公软件龙头启航，抓住新风口.....                | 4  |
| （一）公司自主研发，顺势而为，布局 PC、移动端、云端协作与 AI..... | 4  |
| （二）公司产品矩阵完善，功能覆盖全面.....                | 4  |
| （三）订阅业务占公司收入比例持续上升.....                | 5  |
| （四）业绩增长稳健，毛利率维持在高位水平.....              | 6  |
| （五）持续保持较高研发投入，期间费用率结构较为稳定.....         | 7  |
| 二、AIGC：AI 赋能，付费率与 ARPU 值有望迎来双升.....    | 8  |
| （一）WPS AI 发布，赋能提升，国内办公软件赛道格局王者.....    | 8  |
| （二）AI 对收入空间贡献测算：.....                  | 8  |
| 三、C 端：月活与付费率持续提升，保障 C 端订阅收入稳健增长.....   | 10 |
| （一）基础功能完备，增值服务迎合国内用户需求痛点，性价比凸显.....    | 10 |
| （二）月活用户稳中有增，付费率持续提升.....               | 13 |
| （三）C 端空间将受益于用户渗透与付费意愿提升逐步打开.....       | 14 |
| 四、B 端授权：信创赋能授权增长.....                  | 17 |
| （一）信创与正版化加速 B 端渗透，行业信创放量迎来渗透率扬升.....   | 17 |
| （二）公司授权业务在信创推进下高增.....                 | 19 |
| （三）信创办公软件市场空间测算.....                   | 19 |
| 五、B 端订阅：云与协作办公赋能未来.....                | 21 |
| （一）云端办公协作是趋势所在，国内市场格局未定大有可为.....       | 21 |
| （二）协作办公功能齐全，实现用户需求全覆盖.....             | 22 |
| （三）办公软件出身叠加良好的用户基础具备先发优势.....          | 23 |
| 六、估值分析与投资建议.....                       | 25 |
| 七、风险提示.....                            | 27 |
| 附录：.....                               | 30 |
| （一）公司财务预测表.....                        | 30 |

## 一、国产办公软件龙头启航，抓住新风口

### (一) 公司自主研发，顺势而为，布局 PC、移动端、云端协作与 AI

国产办公软件移动端弯道超车，AI 与协作迈向未来。公司的发展主要可以分为四大阶段：（1）初创阶段：公司成立于 1988 年，推出 WPS1.0，解决 DOS 系统无法兼容中文的问题。由于其在办公软件领域的稀缺性，公司迅速抢占市场，数月就做到国内办公软件市场 90% 的市占率。（2）至暗时期：1994 年，微软 Office 正式进入中国市场，随着其在 Windows 上的预置预装，迅速抢占市场。2005 年，公司对 WPS Office 个人版宣布免费，加速了公司产品在国内 C 端用户的普及。免费版发布三个月时间，个人版下载量超过 3800 万，第二年市场份额超过 20%。（3）弯道超车：2010 年左右，智能手机开始普及，移动互联网时代来临。2011 年，金山办公率先发布 WPS 移动版本，迅速抢占移动端市场。与微软 Office 在操作系统里面预装类似的操作，公司在安卓手机里面进行预装，实现了在移动端的弯道超车。（4）志在未来：2020 年左右，随着疫情的蔓延，远程办公、移动办公场景渗透提升，国内协同办公软件市场空间广阔进入高速发展期。2020 年，金山办公在其“WPS CHAO”大会上确立了协同办公战略。2021 年，公司金山协作办公平台发布。2023 年 4 月 18 日，金山办公宣布推出 WPS AI，将应用于新一代在线内容协作轻文档，能力包括：从 0 到 1 生成内容、多轮对话以修改内容、以及处理（编辑/改写/扩充）已有文档等功能，并将陆续嵌入全线产品。11 月 16 日，WPS 面向大众开启公测。

图1：金山办公历史发展进程



资料来源：金山办公，中国银河证券研究院

### (二) 公司产品矩阵完善，功能覆盖全面

公司构建 WPS Office 办公软件、金山文档等办公能力产品矩阵以及金山数字办公平台解决方案，结构完善，实现关键领域全覆盖。公司具备办公软件 30 余年的技术积累和办公领域专业研究的优势，旗下主要软件产品和服务由公司自主研发而形成。WPS Office 办公软件是金山办公的核心产品，旨在为用户提供一站式办公服务，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。金山文档是一款支持多人实时协作的在线文档服务，在 Windows、MacOS、Linux、Android、iOS、iPadOS 平台上，通过浏览器、微信小程序、QQ 小程序等多种途径支持在线文档和 Office 文档的管理、查看、编辑、协作等文档处理能力，旨在面向

轻量化的协同创作和分享场景。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。

图2：金山办公产品能力矩阵

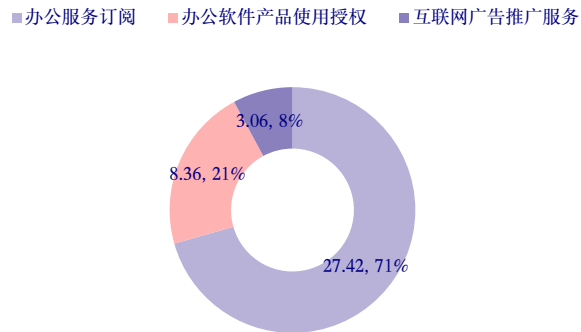
| 产品组件   | 功能  | 产品组件   | 功能   | 产品组件  | 功能  |
|--|---|--|--|---|---|
|  文字     | WPS文字是一款文字处理软件，支持对doc/docx文档的查看和编辑，通过多种文字处理功能，帮助用户快速制作专业办公文档。   |  金山协作   | 金山协作是互联网时代的企业专属工作平台，是专注于企业工作和内外部交流协同的专业平台。功能涵盖文档协作、即时通信、应用中心和组织管理等。可以帮助企业安全高效地实现信息系统升级，促进企业组织提质、增效、快速实现数字化转型。  |  云盘      | 云盘是专注于办公场景的云端工作盘，用户可将工作文件放入云盘内，即可从其他设备随时访问。云盘支持历史版本功能，可有效防止文件内容丢失。并具备简单易用的文档管理能力，可有效帮助用户有序管理工作文档。     |
|  表格     | WPS表格是一款数据分析软件，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，满足用户对数据统计分析工作的需求                                  |  金山会议   | 金山会议是一款高品质、可信赖的在线协作会议软件，提供高质量的音视频通话服务。支持多设备同时入会，内容和音视频灵活的切换与控制，流畅的文档同步演示和多人编辑的协作体验，多级会议管控机制，解决用户远程沟通难题，为用户打造一个安全、高效、简单的云会议办公平台。                            |  云文档     | 云文档可实现个人和企业文件集中存储与管理，文档权限灵活管控需求。支持多人在线协作编辑，云端文件加密存储、权限管控。配套WPS Office和金山文档基础功能，为用户提供高效协同的智能办公服务。      |
|  演示     | WPS演示是一款演示播放软件，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。                             |  金山日历   | 金山日历是一款高效的协作日程/日历管理工具，用户可通过创建、分享日程，快速规划个人与组织的时间安排。支持多人、多应用、多平台、多设备上同步共享和管理日程/日历。   |  管理后台    | 管理后台是为组织管理者提供各办公服务全局管理的后台系统，涵盖使用概况、组织架构、资源管理、审批控制、应用配置与功能管理、角色管理等模块，通过构建可靠的安全配置与各类操作日志审计，实现数据资产合规化管理。 |
|  PDF   | PDF编辑是一款集成PDF阅读和编辑的软件，提供PDF转换和PDF解析双重引擎，使客户可以更加便捷地编辑和查看PDF文档。   |  金山待办  | 金山待办是一款个人和团队的待办事项管理应用，支持给他人分配待办事项，可按团队管理分组待办，支持分组、提醒和多人共享功能，可同步至金山日历的视图中展示。  |  安全文档   | 安全文档可实现对文档内容的原生加密防护，可按用户/团队进行精准授权，严格控制文档的流转范围，避免敏感数据外泄。   |
|  OFD  | OFD编辑是开放版式文档，为我国国家版式文档格式标准，具有格式独立、版面固定、固化呈现的文档，为用户提供电子档案的成文、存储、签章、交换、校验、批注、阅读、归档等技术支撑。                            |  金山表单 | 金山表单是一款便捷、高效的在线信息收集工具，丰富的题型和模板可满足多种收集场景，自动生成多样化的汇总结果。支持图表显示和在线表格实时写入功能，面对海量信息，助力用户便捷、高效地收集、整理、展示、分享。   |  商密应用  | 商密应用可按照密级标准对文档进行标密，结合高密低流限制，实现文档的分级保护。  |
|  流程图  | 流程图是一款专业的作图工具，支持多人实时在线协作，可用于原型图、UML、BPMN、网络拓扑图等多种图形绘制。帮助用户便捷地阐述思想。  |  在线文档 | 在线文档是一款轻量化的文档协同编辑服务，为用户提供基于HTML5的、更聚焦于内容创作效率的富文本编辑体验，以及跨桌面和移动设备的更优秀的阅读体验。满足用户提高办公效率和更高频的在移动平台上阅读文档的现代化云办公需求。   |  文档溯源  | 文档溯源通过字体绘制技术实现用户信息的隐写，在敏感数据外泄后，可提供溯源能力，有效保障文档数据的可追踪性。   |
|  思维导图 | 思维导图是一款功能丰富的效率工作软件，支持多人实时在线协作，支持Markdown，插入LaTeX数学公式，一键转化为大纲、Word、PPT、Excel等功能，通过重组用户的碎片化信息，建立清晰的思维体系，协助用户管理的其创意。 |  轻维表  | 轻维表是为了解决传统电子表格在协作场景下，遇到的收集数据格式不统一、数据变更太随意、不同协作者登记、查询和维护的视图混在一起无法聚焦等痛点而产生的新形态数据表产品，可以广泛应用在产品管理、工单管理、用户反馈管理等需要区分录入、分派、执行多个环节的场景，从而帮助组织敏捷搭建和维护协作流程，起到降本增效的作用。 |  金山知识库 | 金山知识库是为组织构建的多重知识空间，空间功能结构灵活，应用中心组件添加自由，应用权限独立管理。  |

资料来源：金山办公，中国银河证券研究院

### （三）订阅业务占公司收入比例持续上升

从公司收入构成来看，根据公司年报数据，公司收入主要由办公服务订阅、办公软件产品使用授权与互联网广告推广服务三大部分构成。2022年，订阅业务占比71%（个人订阅占比52.8%，机构订阅占比17.8%），授权业务占比21.5%，互联网广告业务占比7.9%。订阅业务收入占比持续上升，由2017年的23%上升至2022年的71%，互联网广告业务收入占比持续下降，由2017年的39.3%下降至7.9%。

图3：金山办公 2022 年收入结构



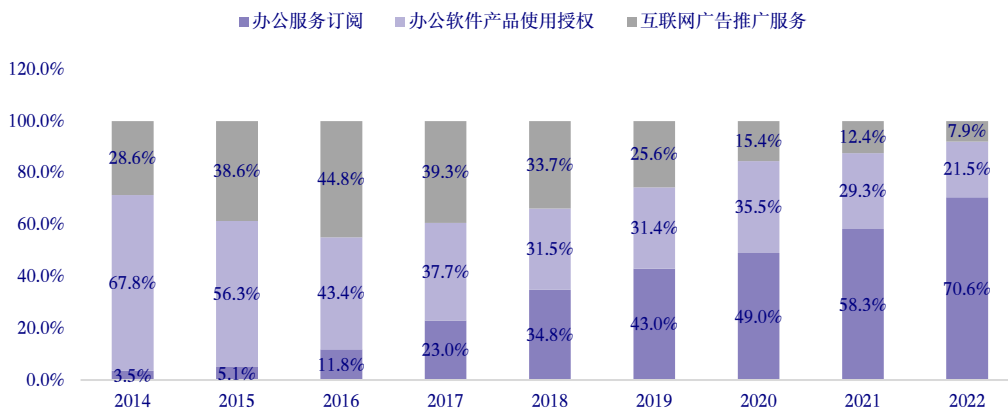
资料来源：金山办公，中国银河证券研究院

表1：金山办公 2022 年收入结构细分

| 业务类型划分     | 2022 年收入 (亿元) | 占比    |
|------------|---------------|-------|
| 个人客户订阅     | 20.5          | 52.8% |
| 机构客户订阅     | 6.92          | 17.8% |
| 办公软件产品使用授权 | 8.36          | 21.5% |
| 互联网广告推广服务  | 3.06          | 7.9%  |
|            |               | 39%   |

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图4：金山办公收入结构趋势变化

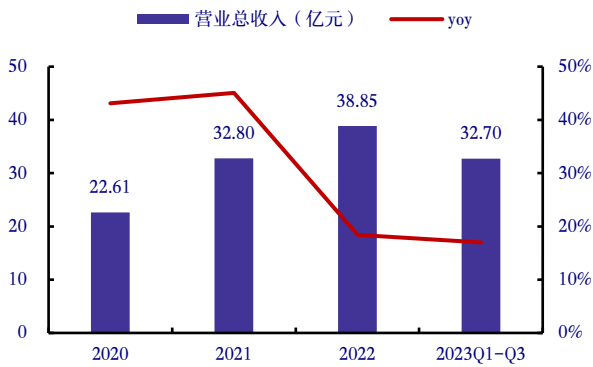


资料来源：金山办公，中国银河证券研究院（注：2021 年前办公服务订阅不包含年场地授权，2021 年及以后办公服务订阅包含年场地授权）

#### （四）业绩增长稳健，毛利率维持在高位水平

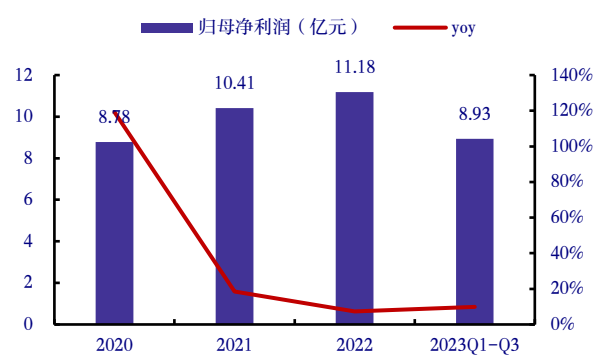
2023 年前三个季度，公司实现营业收入 32.70 亿元，同比增长 16.99%，主要得益于国内个人订阅业务和国内机构订阅及服务业务的强势增长；实现归母净利润 8.93 亿元，同比增长 9.86%；实现扣非归母净利润 8.60 亿元，同比增长 29.85%。公司毛利率一直保持在 85% 以上，ROE 表现持续向好，高于国内可比公司。

图5：金山办公营业收入维持高增



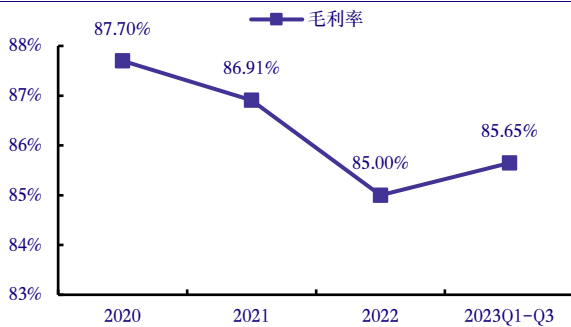
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图6：金山办公归母净利润持续增长



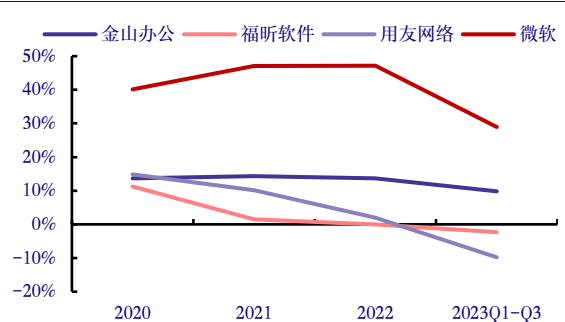
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图7：金山办公的毛利率水平稳定在高位



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图8：金山办公 ROE 水平高于国内可比公司

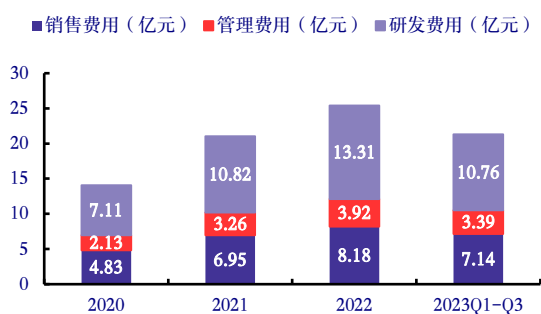


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

### （五）持续保持较高研发投入，期间费用率结构较为稳定

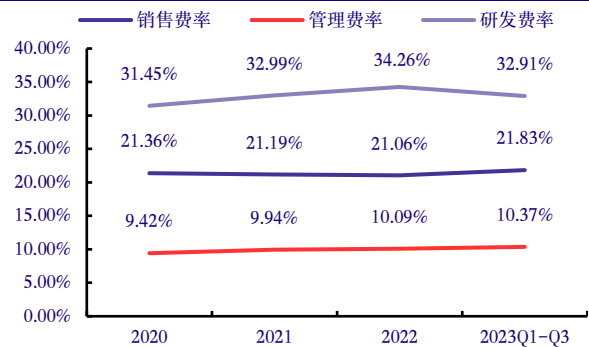
金山办公期间费用率一直保持稳定，且维持较高研发投入。2020-2022年金山办公的销售费用率、管理费用率及研发费用率平均分别为21.20%、9.82%和32.90%，费用结构基本保持稳定。2023年前三个季度，金山办公研发费用投入为10.76亿元，同比提升10.68%，研发费用占营业收入比例约为32.90%，持续高比例投入研发，金山办公旗下主要产品及服务皆由公司自主研发，对核心技术具有自主知识产权；销售费用为7.14亿元，同比增长28.30%；管理费用为3.39亿元，同比增长9.72%。

图9：金山办公期间费用结构较为稳定



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图10：金山办公期间费用率同营收保持同频



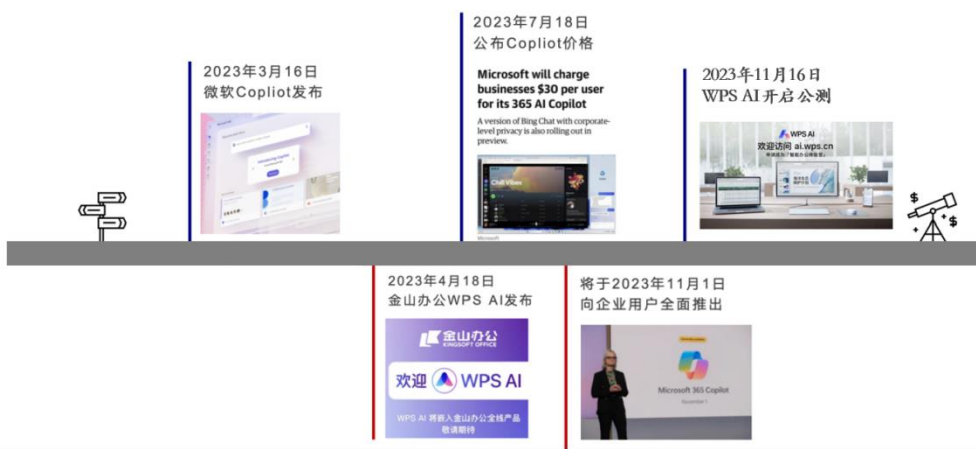
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## 二、AIGC：AI 赋能，付费率与 ARPU 值有望迎来双升

### （一）WPS AI 发布，赋能提升，国内办公软件赛道格局王者

2023 年 4 月 18 日，金山办公宣布推出 WPS AI，将应用于新一代在线内容协作轻文档，能力包括：从 0 到 1 生成内容、多轮对话以修改内容、以及处理（编辑/改写/扩充）已有文档等功能，并将陆续嵌入全线产品。11 月 16 日，WPS 面向大众开启公测。我们认为，AIGC 对办公产品的赋能将提升用户的使用意愿与付费意愿。AI 功能主要在云端进行推理任务，用户往往通过订阅付费方式进行获取，将进一步提升公司付费率。目前公司付费率依然较低，相较于微软 24% 左右的付费率仍有较大空间。此外，随着 AI 功能的上线，未来产品单价将进行提升，ARPU 值将得到提升。此外，对比竞争对手微软来说，金山的价格优势有望进一步放大。

图11：AI 在办公领域的应用时间轴



资料来源：金山办公，微软，中国银河证券研究院

图12：WPS AI 主要功能



资料来源：WPS AI，中国银河证券研究院

### （二）AI 对收入空间贡献测算：

长期空间测算：

鉴于公司暂未做出定价策略，我们对公司的预测基于以下假设：（1）假设公司 WPS AI 功能额外定价 5 元/人/月（结合 OpenAI 与百度文心一言价格给出 API 价格参考）；年费为 60 元/人/年；

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。



(2) 公司仅披露了个人付费用户数, 并未披露企业付费用户数量, 因此, 我们采用付费率做假设。假设付费率在 AI 带动下提升至约 24% (目前微软的付费率水平); (3) 活跃用户数为 2.59 亿人 (PC 用户与移动用户有重叠, 此处取最新 2023Q3PC 端活跃用户数); (4) AI 渗透率中枢为 15%。那么, 当付费率为 24%, AI 渗透率为 15% 时, 每年收入增量为 5.59 亿元。

**表2: WPS AI 收入增量测算核心假设**

|             |      |
|-------------|------|
| 用户数 (亿)     | 2.59 |
| 价格增量        | 60   |
| 付费率         | 24%  |
| 付费用户数 (亿)   | 0.62 |
| 渗透率         | 15%  |
| 每年收入增量 (亿元) | 5.59 |

资料来源: WPS AI, 中国银河证券研究院

**表3: WPS AI 收入增量测算敏感性分析**

|     |        | 付费率  |      |      |      |      |       |       |       |
|-----|--------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
|     |        | 5.59 | 15%  | 18%  | 21%  | 24%  | 27%   | 30%   | 33%   |
| 渗透率 | 5.00%  |      | 1.17 | 1.40 | 1.63 | 1.86 | 2.10  | 2.33  | 2.56  |
|     | 10.00% |      | 2.33 | 2.80 | 3.26 | 3.73 | 4.20  | 4.66  | 5.13  |
|     | 15.00% |      | 3.50 | 4.20 | 4.90 | 5.59 | 6.29  | 6.99  | 7.69  |
|     | 20%    |      | 4.66 | 5.59 | 6.53 | 7.46 | 8.39  | 9.32  | 10.26 |
|     | 25.00% |      | 5.83 | 6.99 | 8.16 | 9.32 | 10.49 | 11.66 | 12.82 |

资料来源: WPS AI, 中国银河证券研究院

#### 2024 年假设性测算:

鉴于公司暂未做出定价策略, 我们对公司的预测基于以下假设: (1) 假设公司 WPS AI 功能额外定价 5 元/人/月 (结合 OpenAI 与百度文心一言价格给出 API 价格参考); 年费为 60 元/人/年; (2) 公司仅披露了个人付费用户数, 并未披露企业付费用户数量, 因此, 我们采用付费率做假设。假设付费率在 AI 带动下提升至约 12%; (3) 活跃用户数为 2.59 亿人 (PC 用户与移动用户有重叠, 此处取最新 2023Q3PC 端活跃用户数); (4) AI 渗透率中枢为 10%。那么, 当付费率为 12%, AI 渗透率为 10% 时, 2024 年收入增量中枢为 1.86 亿元。

**表4: WPS AI 收入增量测算核心假设**

|             |      |
|-------------|------|
| 用户数 (亿)     | 2.59 |
| 价格增量        | 60   |
| 付费率         | 12%  |
| 付费用户数 (亿)   | 0.21 |
| 渗透率         | 10%  |
| 每年收入增量 (亿元) | 1.86 |

资料来源: WPS AI, 中国银河证券研究院

表5: WPS AI 收入增量测算敏感性分析

|     |        | 付费率  |      |      |      |      |      |      |
|-----|--------|------|------|------|------|------|------|------|
|     |        | 9%   | 10%  | 11%  | 12%  | 13%  | 14%  | 15%  |
| 渗透率 | 2.00%  | 0.28 | 0.31 | 0.34 | 0.37 | 0.40 | 0.44 | 0.47 |
|     | 6.00%  | 0.84 | 0.93 | 1.03 | 1.12 | 1.21 | 1.31 | 1.40 |
|     | 10.00% | 1.40 | 1.55 | 1.71 | 1.86 | 2.02 | 2.18 | 2.33 |
|     | 14%    | 1.96 | 2.18 | 2.39 | 2.61 | 2.83 | 3.05 | 3.26 |
|     | 18.00% | 2.52 | 2.80 | 3.08 | 3.36 | 3.64 | 3.92 | 4.20 |

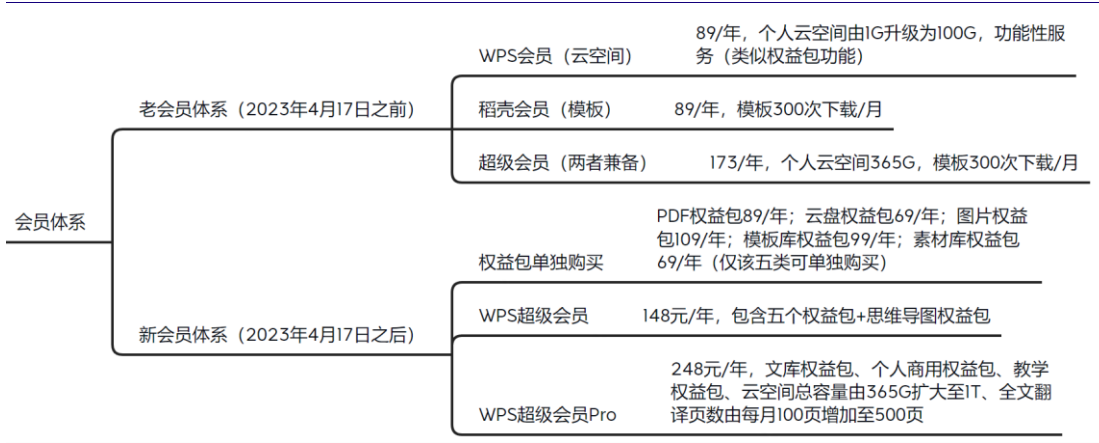
资料来源: WPS AI, 中国银河证券研究院

### 三、C 端：月活与付费率持续提升，保障 C 端订阅收入稳健增长

#### (一) 基础功能完备，增值服务迎合国内用户需求痛点，性价比凸显

2023 年 4 月，公司个人会员体系由“WPS 会员、稻壳会员、超级会员”升级为“全新 WPS 超级会员和全新 WPS 超级会员 Pro”。金山办公个人办公服务订阅业务继续围绕从工具到服务的转型深耕细作，不仅通过内部功能开发优化等手段积极完善用户体验，也从外部合作开发新品等多角度补强产品功能，增加用户活跃度，引导用户深度使用付费功能、增强云办公服务体验、加速推广年费会员，推动付费用户向长期转化。

图13: 金山办公会员体系变更



资料来源: 金山办公官网, 中国银河证券研究院

**基础办公功能与主要竞争对手平分秋色。**从产品的基础属性来说，金山和微软所提供的文字、表格和演示文稿处理、对客户端类型的支持、所支持的标准和云服务供应上面并没有太大的区别，均可满足客户基本办公使用需求。金山办公的优势主要是在信创国产的适配属性上，主要体现在国产底层芯片与操作系统的适配上面。此外，在文档格式国产化的道路上，参与了标准的制定，例如 UOF 等。微软的优势主要在深耕市场多年，用户习惯培养较好，用户粘性较高。

**图14：金山办公与微软、谷歌产品对比，具有比较优势**

| 分类   | 对比项        | WPS Office                 | 微软 Office      | Google Gsuite  |
|------|------------|----------------------------|----------------|----------------|
| 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     | 支持                         | 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、辅助协助、图像处理、OCR    | PPT 美化、翻译      | PPT 美化         |

资料来源：金山办公，微软，中国银河证券研究院

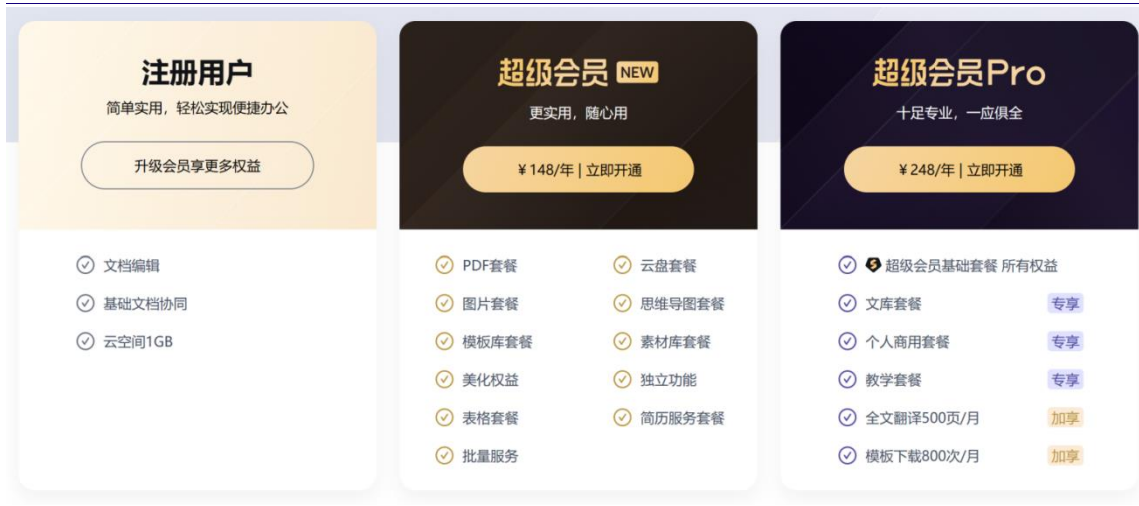
**图15：金山办公与国内外主要竞争产品对比，具有比较优势**

| 市场 | 公司   | 产品          | 产品组件  | 功能特色                         |
|----|------|-------------|---|------------------------------|
| 国际 | 微软   | MS Office   | Word、Excel、PowerPoint、OneNote、Outlook、OneDrive、Teams 等              | 功能强大，用户粘性强，但移动端和个性化服务布局不足    |
|    | 谷歌   | G-Suite     | Docs、Slides、Sheets、Gmail、Drive、Calendar、Google+、Blogger             | 支持在线办公和云协作                   |
|    | 苹果   | iWork       | Pages、Numbers、KeyNote、iWork for iCloud                              | 与苹果生态的 Mac、iOS 系统适配，较封闭      |
| 国内 | 金山   | WPS Office  | 文字、表格、演示、PDF、OFD、流程图、思维导图、金山协作、金山会议、金山日历、金山待办、在线文档、轻维表、云盘、云文档、安全文档等 | 功能集成、特色功能丰富，定制化服务，支持云协作和人工智能 |
|    | 永中   | 永中 Office   | 文字、表格、简报、PDF 阅读   | 内存极小、支持云服务和 AI               |
|    | 中标软件 | 中标普华 Office | 文字处理、电子表格、演示文稿、绘图制作、数据库   | 安全，但不支持云服务和 AI、兼容性差          |

资料来源：金山办公，微软，中国银河证券研究院

**增值服务迎合国内用户需求痛点。**从 WPS 超级会员具体特权（以 Windows 为例）来看，除去基础文字、表格和演示文稿功能，其集成提供了 OCR 识别、长图输出、屏幕录制、文字转语音、文档合并/拆分、思维导图、流程图、转图片 PPT、PDF 编辑转换、图片编辑及批量处理等国内用户常用功能。过去，国内个人用户使用微软 Office 的同时，需要另外再使用其他软件实现相关功能。例如需 Adobe Acrobat 打开 PDF，且 PDF 不可编辑转换，无法快速插取页面等，或需要另外付费。此外，超级会员 Pro 提供了文库套餐、个人商用套餐和教学套餐等权益，更加丰富用户使用体验。

图16：金山办公会员模式权益对比



资料来源：金山办公官网，中国银河证券研究院

**低价、多层次订阅式收费使产品具备性价比优势。**产品价格方面，WPS 超级会员 148 元/年，208 元/两年、288 元/三年，折算月均价分别为 12 元、9 元和 8 元；WPS 超级会员 Pro 为 248 元/年，288 元/两年、368 元/三年，折算月均价分别为 21 元、12 元和 10 元；Microsoft Office 分为个人版和家庭版，个人版定价为 398 元/年，家庭版定价为 498 元/年。单就基础办公功能价格来看，金山 WPS 价格仅为 Microsoft Office 价格的 20%-40%左右。

表6：金山办公与微软产品个人用户版价格对比（价格：元）

| 金山办公个人版           |           |                   |     |     |     |
|-------------------|-----------|-------------------|-----|-----|-----|
|                   |           | 连续包月              | 一年  | 两年  | 三年  |
| WPS 超级会员          | 原价        | 首月 9.9 元，次月 21 元  | 148 | 208 | 288 |
|                   | 月均价（折算）   | 21                | 12  | 9   | 8   |
| WPS 超级会员 Pro      | 原价        | 首月 14.9 元，次月 30 元 | 248 | 288 | 368 |
|                   | 月均价（折算）   | 30                | 21  | 12  | 10  |
| 微软 Office 365 个人版 |           |                   |     |     |     |
|                   |           |                   | 一年  |     |     |
| 家庭版               | 原价        | 498 元（2-6 人）      |     |     |     |
|                   | 每人月均价（折算） | 6.9-20.75 元       |     |     |     |
| 个人版               | 原价        | 398 元             |     |     |     |
|                   | 每人月均价（折算） | 33.2 元            |     |     |     |

资料来源：金山办公官网，微软官网，中国银河证券研究院

图17: Microsoft 365 个人版两种收费模式区别

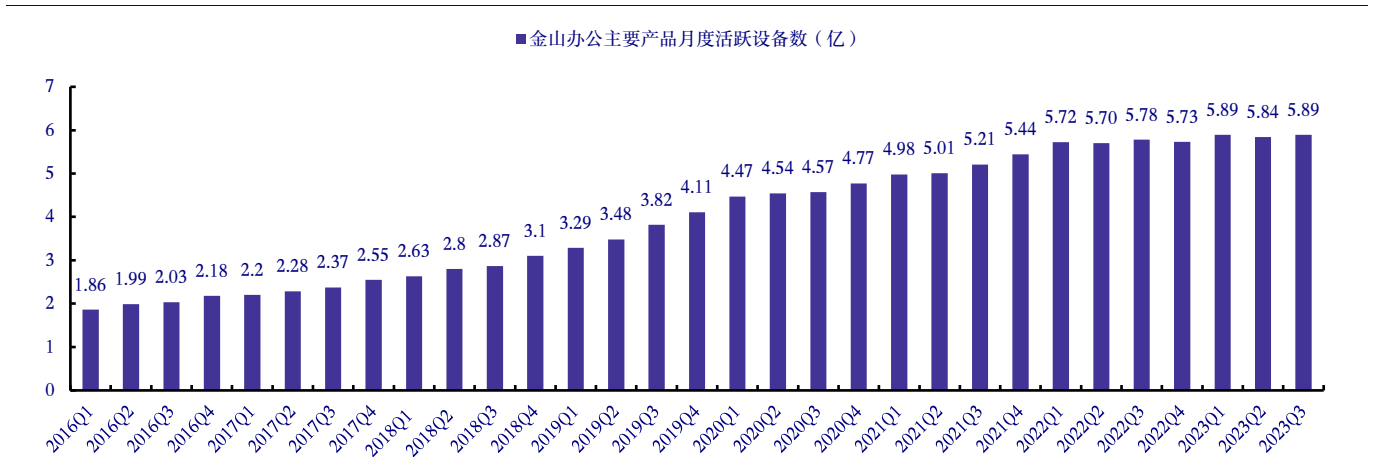
|  | Microsoft 365 家庭版 | Microsoft 365 个人版 |
|--|-------------------|-------------------|
| 价格                                     | 498 元/年           | 398 元/年           |
|  | 免费试用 1 个月         |                   |
| 使用人数                                   | 1-6 人             | 1 人               |
| 用于备份文件和照片的 1TB OneDrive 云存储空间          | 最高 6TB (每人 1TB)   | 1TB               |
| 适用于 PC、Mac、iPad、iPhone、Android 手机和平板电脑 | √                 | √                 |
| Word、Excel、PowerPoint                  | √                 | √                 |
| Microsoft 编辑器高级书写辅助                    | √                 | √                 |
| 勒索软件文件恢复和电子邮件钓鱼检测                      | √                 | √                 |

资料来源: 微软 Office 官网, 中国银河证券研究院

## (二) 月活用户稳中有增, 付费率持续提升

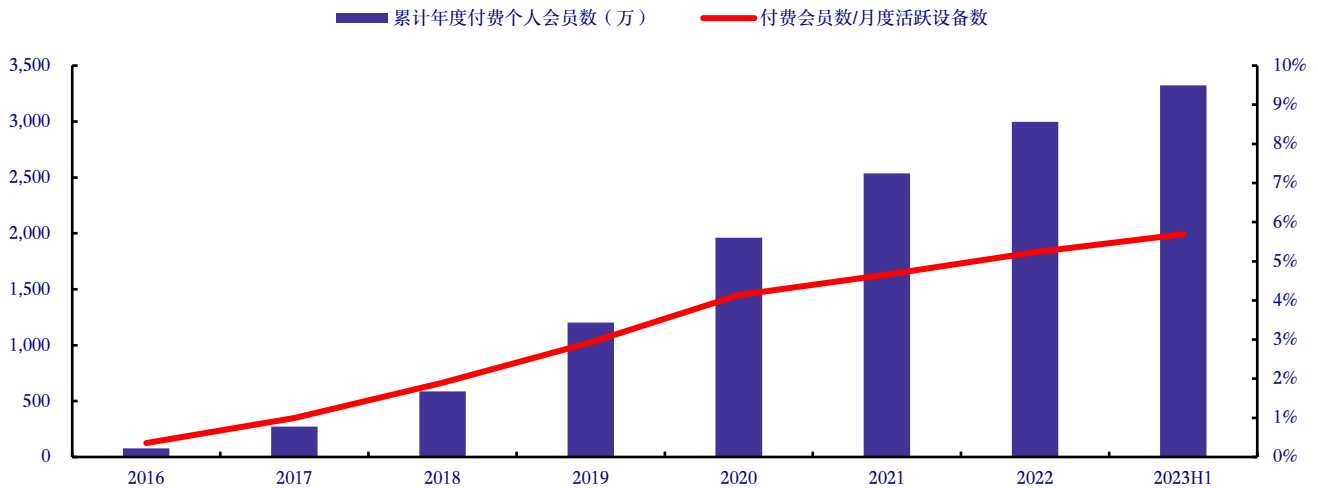
C 端个人订阅业务重点观测月活跃用户数量、付费率(付费会员数/总活跃用户数量)与单用户价值(ARPU=总收入/付费用户数)变化, 月活数量说明用户基数多寡, 付费率体现用户付费意愿, ARPU 值体现单用户付费价值量。公司月活跃用户数量持续稳健提升, 截至 2023 年第三个季度, 公司月度活跃设备数(MAD)为 5.89 亿, 同比增长 1.90%, 剔除重叠部分估测 MAU 为 3 亿左右; 截至 2023 年第二个季度, 公司累计年度付费个人会员数为 3324 万, 对应年化付费率约为 10%左右。除此之外, 金山办公的付费会员数/总活跃设备数量持续提升, 从 2016 年的 0.36%提升至 2023 年上半年的 5.69%。2022 年 ARPU 值为 68.4 元, 过去四年呈现量价提升态势。

图18: 金山办公 C 端主要产品月活 MAD 变化



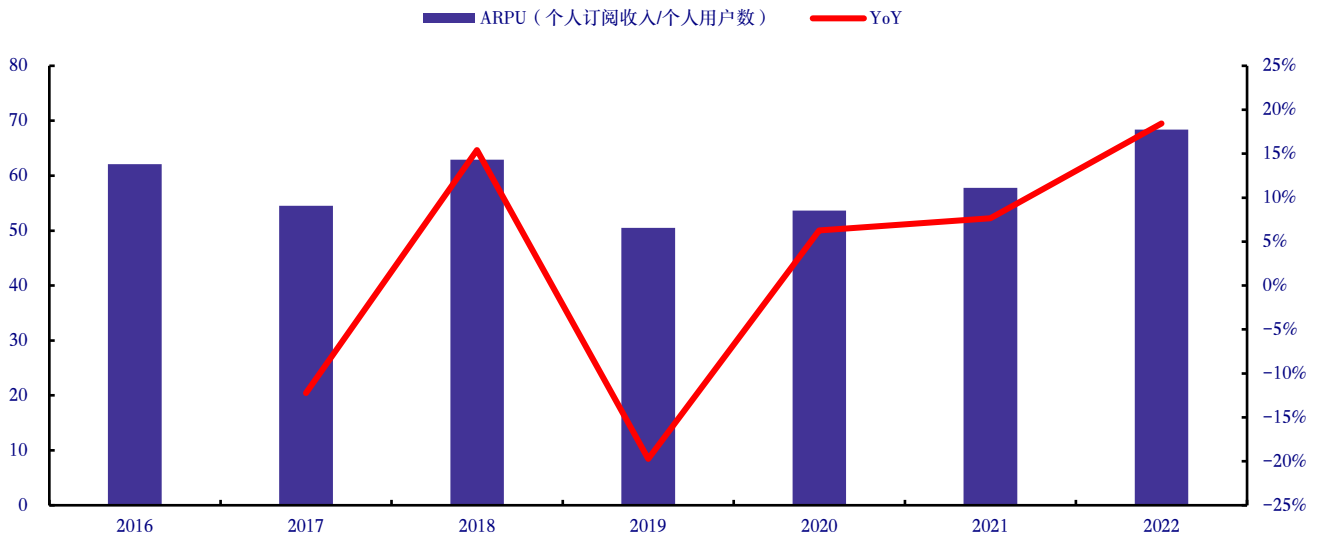
资料来源: 公司年报, Wind, 中国银河证券研究院

图19：金山办公累计付费个人会员数与付费会员数/月度活跃设备数变化趋势



资料来源：公司年报，Wind，中国银河证券研究院

图20：金山办公 ARPU 值及增长率 (元)

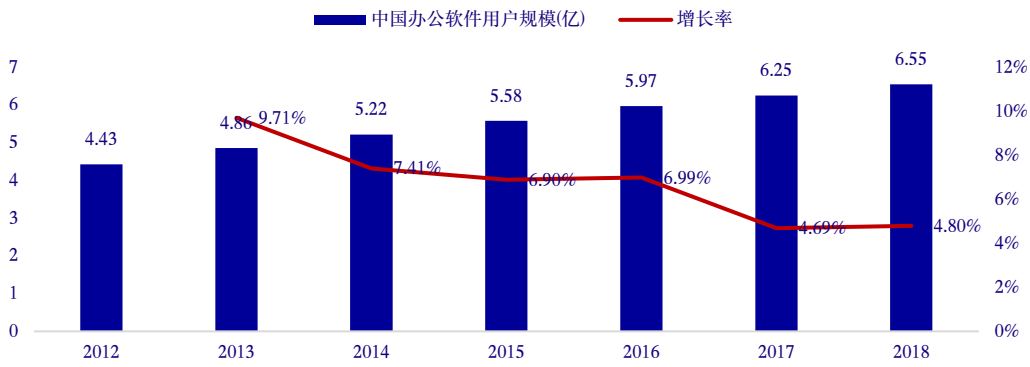


资料来源：公司年报，Wind，中国银河证券研究院

### (三) C 端空间将受益于用户渗透与付费意愿提升逐步打开

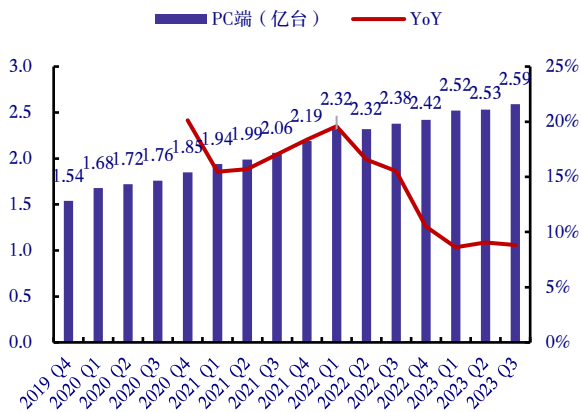
**办公市场用户渗透仍有空间。**从办公用户渗透的角度来说，根据计世资讯数据，2018年，中国办公软件用户大概为6.55亿人。从金山办公月活用户结构来看，2023Q3，PC端月活用户数量为2.59亿台，移动端月活用户数量为3.27亿台。结合PC端用户与移动端用户设备存在重合的情况，办公软件用户市场仍有空间。

图21：中国办公软件用户规模尚未触抵天花板



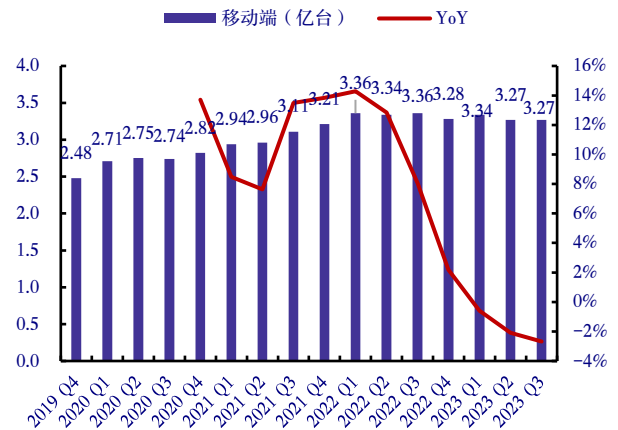
资料来源：计世资讯，中国银河证券研究院

图22：金山办公 PC 端月活用户变化



资料来源：金山办公，中国银河证券研究院

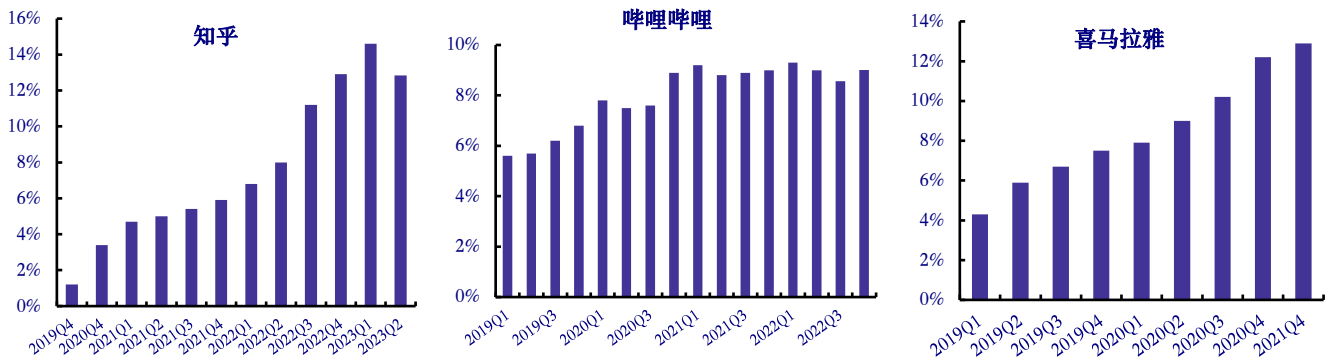
图23：金山办公移动端月活用户变化



资料来源：金山办公，中国银河证券研究院

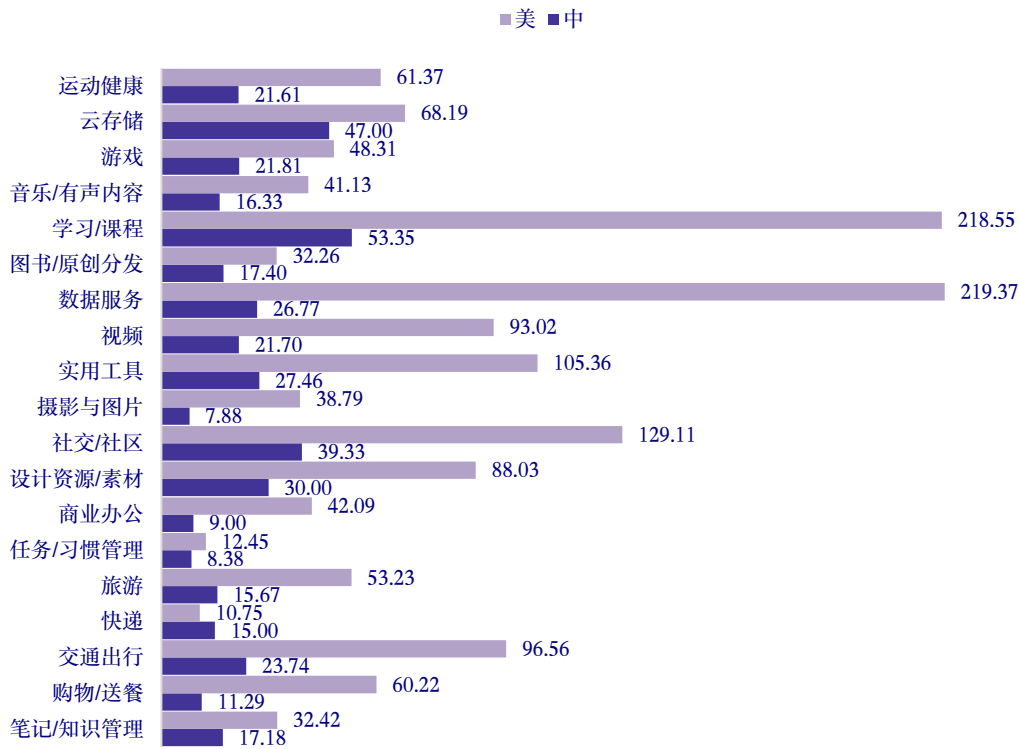
国内互联网用户对订阅制付费接受程度不断提升，WPS 定价符合客户消费意愿。从国内互联网知识类相关平台的付费率情况来看，知乎付费率由 2019 年 Q4 的 1.2% 提升至 2023Q2 的 12.84%，哔哩哔哩由 2019 年 Q1 的 5.6% 提升至 2022Q4 的 9.0%，喜马拉雅由 2019Q1 的 4.3% 提升至 2021Q4 的 12.9%。过去三年，国内 C 端用户对订阅模式的接受度不断提升，付费率呈现较快增长态势。根据少数派对国内 80 款订阅付费软件价格的统计，国内付费订阅均价约为 22.7 元/月，其中，知乎为 25 元/月，哔哩哔哩为 25 元/月，喜马拉雅为 18 元/月。公司 WPS 超级会员按年购买的月均价为 12 元/月，低于均价与相似属性产品，基于目前 10% 的付费率，付费率仍有较大上升空间。

图24：互联网知识平台付费率呈现稳健提升趋势



资料来源：知乎，哔哩哔哩，喜马拉雅，中国银河证券研究院

图25：中美各类型订阅制软件均价（元）

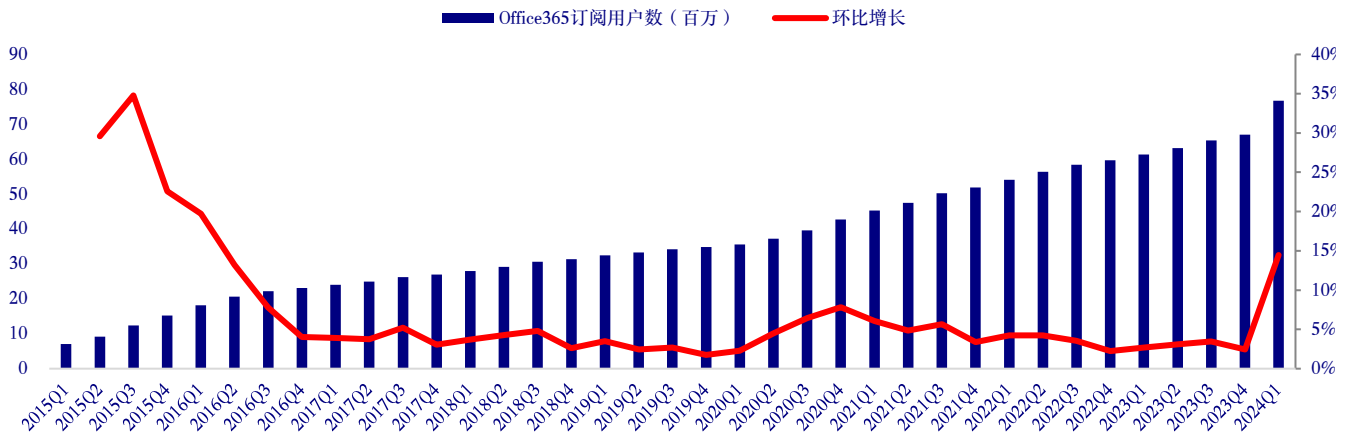


资料来源：少数派，中国银河证券研究院

**对标微软 Office365 付费率，公司付费率仍有较大提升空间。**根据微软投资者会议披露，2024 财年第 1 财季，Office365 付费订阅用户数为 76.7 百万，同比增长 14.5%，受益于 AIGC，相对过去两年 3% 以下增速大幅提升。因公司未披露 Office365 活跃用户数量，采用公司披露的 Teams 活跃用户数量 320 百万为参考，得出 office365 付费率约为 24.0%，远超金山办公付费率。



图26: 微软 Office365 订阅用户数量 (坐标轴为财年 and 财季)



资料来源: 微软, 中国银河证券研究院

## 四、B 端授权：信创赋能授权增长

### (一) 信创与正版化加速 B 端渗透，行业信创放量迎来渗透率扬升

信创与正版化势在必行,公司作为办公软件领域国产替代绝对龙头,B 端用户渗透率将持续提升。自 2016 年 3 月 4 日“信息技术应用创新工作委员会”(信创工委)的成立,信创提上日程。2020 年,党政替换开始进行,2021 年,进入行业信创元年。此外,软件正版化是知识产权保护的关键,正版化有助于激发了软件行业的创新活力,促进产业的健康发展,为数字经济高质量发展保驾护航。

信创推进进程为“2+8”体系,2 为党政,8 为 8 大关键核心行业。党政和金融行业的信创渗透率处于第一梯队。信创的大趋势下,推进节奏逐步有序的进行。党政企业是信创的发起者和先行者,也是最早进入规模化采购阶段;金融行业 IT 自研能力强,将自身 IT 架构的分布式转型与信创紧密结合,在信创推进中接棒党政开始了国产替代进程;其后的电信、交通、能源等行业处于信创渗透率的第二梯队;教育、医院领域渗透率最低,处于第三梯队;而在“2+8”体系外,军队及军工行业信创目前也处于快速推进之中。

图27：信创和软件正版化相关政策

|       |                                    |  |
|-------|------------------------------------|--|
| 2001年 | 《计算机软件保护条例》                        | 受保护的“计算机软件”包括的是计算机程序及其有关文档。第四条规定，受条例保护的软件必须由开发者独立开发，并已固定在某种有形物体上。  |
| 2001年 | 《关于使用正版软件清理盗版软件的通知》                | 软件包括计算机操作系统软件、办公软件和杀毒软件三类通用软件。对中央政府机关使用正版软件工作进行全面部署。   |
| 2004年 | 《国务院办公厅关于地方人民政府使用正版软件的通知》          | 各级政府机关的计算机办公设备及系统必须使用正版软件，禁止使用未经授权和未经软件产业主管部门登记备案的软件。  |
| 2006年 | 《关于推进企业使用正版软件工作的实施方案》              | 积极推进企业使用正版软件工作。  |
| 2012年 | 《软件和信息技术服务业“十二五”发展规划》              | 加强基础软件核心技术研发，重点支持高可信服务器操作系统、安全桌面操作系统、高可靠高性能的大型通用数据库管理系统等基础软件的开发应用。   |
| 2014年 | 《中央国家机关政府采购中心重要通知》                 | 所有计算机类产品不允许安装 Windows8 操作系统。   |
| 2014年 | 《深入实施国家知识产权战略行动计划(2014-2020年)》     | 推进软件正版化工作。巩固政府机关软件正版化工作成果，进行国有企业软件正版化。   |
| 2016年 | 《“十三五”国家科技创新规划》                    | 突破超级计算机中央处理器架构设计技术，提升服务器及桌面计算机 CPU、操作系统和数据库、办公软件等的功能、效能和可靠性，攻克智能终端嵌入式 CPU 和操作系统的高性能低功耗等核心关键技术；面向云计算、大数据等新需求开展操作系统等关键基础软硬件研发，基本形成核心电子器件、高端通用芯片和基础软件产品的自主发展能力，扭转我国基础信息产品在安全可控、自主保障方面的被动局面。       |
| 2016年 | 《2016年全国打击侵犯知识产权和制售假冒伪劣商品工作要点》     | 深入推进软件正版化工作。研究制定规范计算机软硬件采购的具体措施，从源头上防止盗版软件流入政府机关。巩固政府机关软件正版化成果，加快推进企业软件正版化。  |
| 2017年 | 《江西省推进企事业单位使用正版软件工作规划（2017-2020年）》 | 将正版软件采购、维护经费统一纳入企业财务管理。要发挥集中采购优势，帮助企业最大限度降低正版软件采购价格，节约信息化建设成本。   |
| 2017年 | 《广西国资委关于企业使用正版软件工作的指导意见》           | 我委监管企业应在 2020 年以前全面实现软件正版化，2017 年底前要实现自治区本级直属企业集团总部的软件正版化。针对目前部分企业对正版软件采购价格高、谈判难的情况，建议企业利用国务院国资委已建成的“中央企业正版软件集中采购平台”获取优惠正版软件产品。  |
| 2020年 | 《新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展的若干政策》       | 凡在中国境内销售的计算机（含大型计算机、服务器、微型计算机和笔记本电脑）所预装软件须为正版软件，禁止预装非正版软件的计算机上市销售。对通用软件实行政府集中采购，加强对软件资产的管理。  |
| 2021年 | 《“十四五”软件和信息技术服务业发展规划》              | 壮大信息技术应用创新体系开展软件、硬件、应用和服务的一体化适配，逐步完善技术和产品体系。加大对软件的知识产权保护力度，鼓励企业加强软件知识产权合作。持续推进软件正版化，严厉打击各类软件侵权盗版行为。  |
| 2022年 | 《“十四五”国家信息化规划》                     | 推动政务、电信、金融、医疗、能源、建筑、制造等行业融入国内核心技术生态，鼓励引导更多行业参与核心技术生态建设。推动数字产业能级跃升。培育壮大人工智能、大数据、区块链、云计算、网络安全等新兴数字产业，提升通信设备、核心电子元器件、关键软件等产业水平。推动网信企业发展壮大。利用创业板、科创板等注册制改革，畅通多元化融资渠道。引导更多网信企业专注细分领域，加大科技投入，提升创新能力。 |

资料来源：工信部，广西国资委，中国银河证券研究院

图28：信创和软件正版化相关政策信创产业体系全景图

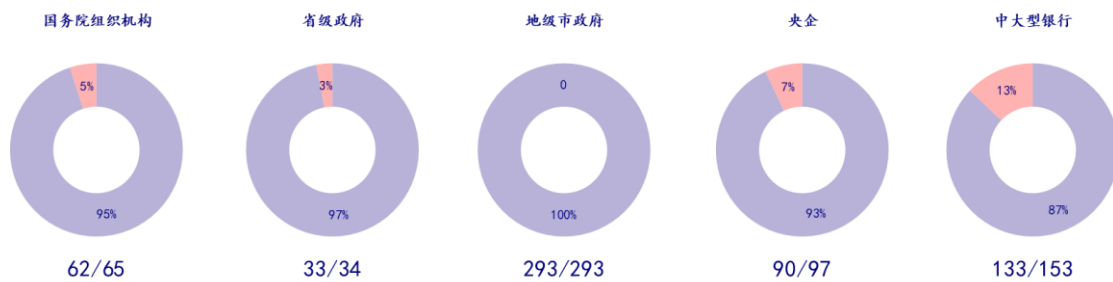


资料来源：中国电子协会&众诚智库《中国信创产业发展白皮书（2021）》，中国银河证券研究院

## （二）公司授权业务在信创推进下高增

公司产品已与麒麟、统信、飞腾、龙芯、兆芯、海光、鲲鹏等信创体系产品形成适配，同时公司保证了 Linux 平台与各主流平台之间文档数据的稳定兼容，并利用信创云全面赋能数字政府项目，开启信创端云一体化时代。根据公司官方披露信息，公司产品目前已经覆盖国务院组织机构、34 个省级政府、地市级政府，央企覆盖率达到 90% 以上。信创业务当前已进入发力期，在政策依托下市场空间显著扩大，政企用户需求明显增加，公司流版式办公软件产品订单丰厚，加速了公司信创产品的渗透。当前信创业务规模化程度不断提升，在金融、电信、能源等行业信创渗透率不断加大、党政信创区县下沉全面推进的背景下，存量替代和增量需求预计会给金山办公机构订阅板块业务带来可观增量。

图29：金山办公机构办公授权业务乘信创之风（截至 2020 年披露数据，目前已几乎全覆盖）



资料来源：WPS CHAO 办公大会，中国银河证券研究院

## （三）信创办公软件市场空间测算

党政信创市场逐步向区县下沉，行业信创自 2021 年始进入高速发展阶段。我们认为，行业信创节奏中，国央企及其下属机构依然是未来三年主力军，因此本文测算主要集中在党政与国央企机构替换空间。

党政及国央企信创市场空间测算：

量：党政和事业单位办公人数约 4000 万人，国央企办公人数约 4000 万人。8000 万人中假设 75% 必须配备预装 WPS 的电脑，那么市场总容量为 6000 万套。关于当前中国的公务员数量，最近一次官方披露是中华人民共和国人力资源和社会保障部于 2016 年 5 月 30 日发布的《2015 年度人力资源和社

会保障事业发展统计公报》，公报内数据显示，截止 2015 年底，全国共有公务员 716.7 万人。近五年国家公务员公开披露的招录人数年均不超过 20 万人，加上退休和离职人员的因素（政府公务员群体需要保持人数规模的相对稳定），所以截止 2021 年底，我国政府公务员群体人数应该在 800 万人左右。另外，前国家发改委副主任、国家统计局局长宁吉喆于 2021 年 12 月 11 日在中国国际经济交流中心主办的 2021-2022 中国经济年会上表示，“中国 7 亿多就业人员中，在体制内就业的不到 1 亿人，包括还在运转中的国有企业约有 4000 万人，政府公务员及事业单位共约 4000 万人”。

**价：采购目前均价约 145 元/年/人。**综合公司官网与政府采招网数据，2022 年信创三年合同期年场地授权价格在 290-580 元区间，均价在 435 元/人左右，年均价约为 145 元/人。

**图30：金山办公 WPS 官方定价（仅供参考，目前信创采购实际存在折扣情况）**

|    | 商业基础版   | 商业标准版   | 商业高级版   |
|----|---|---|---|
| 价格 | 168 元/人/年   | 365 元/人/年   | 599 元/人/年   |
| 包含 | 最少购买 5 人<br>无账号上限<br>50GB/人安全存储<br>大文件上传（2G）<br>可禁止稳健移动到企业外 | 最少购买 5 人<br>含商业基础版所有功能<br>100GB/人安全存储<br>完整的文件安全管控模块<br>完整的企业管理模块 | 最少购买 5 人<br>含商业基础版所有功能<br>200GB/人安全存储<br>零代码应用平台（可升级为低代码）<br>1 对 1 专属售后支持 |

资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

**图31：金山办公 WPS 官方定价（仅供参考，目前信创采购实际存在折扣情况）**

| 具体采购产品  | 时间         | 项目                               | 采购数量 | 采购单价（元） | 总价/预算（万元） | 备注事项   |
|---|------------|----------------------------------|------|---------|-----------|--|
| WPS Office 2019 专业版办公软件                           | 2022/10/11 | 国家税务总局隰县税务局办公软件电子卖场采购项目          | 3    | 549     | 0.1647    |  |
|   | 2022/8/12  | 塔城地区 2022-2024 年 WPS 正版办公软件采购项目  |      |         | 736       | 采购 2022-2024 年塔城地、县（市）党政机关企事业单位（含教育、医疗系统）所有办公计算机 WPS 正版办公软件；<br>采购数量：<br>1.地直 6000 套 资金 145 万<br>2.塔城市 4000 套 资金 90 万<br>3.乌苏市 4000 套 资金 90 万<br>4.额敏县 4000 套 资金 90 万<br>5.沙湾市 4000 套 资金 90 万<br>6.托里县 3000 套 资金 77 万<br>7.裕民县 3000 套 资金 77 万<br>8.和布克赛尔县 3000 套 资金 77 万 |
| WPS Office 2019 for Linux 专业版办公软件 V11(国家知识产权局定制版) | 2022/3/30  | 国家知识产权局专利局专利审查协作江苏中心 WPS 软件双系统授权 | 1950 | 575     | 112.125   |  |

资料来源：公司官网，政府采招网，中国银河证券研究院

敏感性分析：假设未来渗透率中枢为 70%，价格中枢为目前的 145 元/年/人。

按照目前产品均价与渗透率假设，2022 年市场空间为 60 亿元左右，如果每年涨价 20%，渗透率假设为 80% 的情况下，2025 年市场空间将达到 120 亿元。

图32：金山办公 WPS 官方定价（仅供参考，目前信创采购实际存在折扣情况）

|    |     | 渗透率 |     |     |     |     |
|----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
|    |     | 50% | 60% | 70% | 80% | 90% |
| 单价 | 251 | 75  | 90  | 105 | 120 | 136 |
|    | 209 | 63  | 75  | 88  | 100 | 113 |
|    | 174 | 52  | 63  | 73  | 84  | 94  |
|    | 145 | 44  | 52  | 61  | 70  | 78  |
|    | 116 | 35  | 42  | 49  | 56  | 63  |

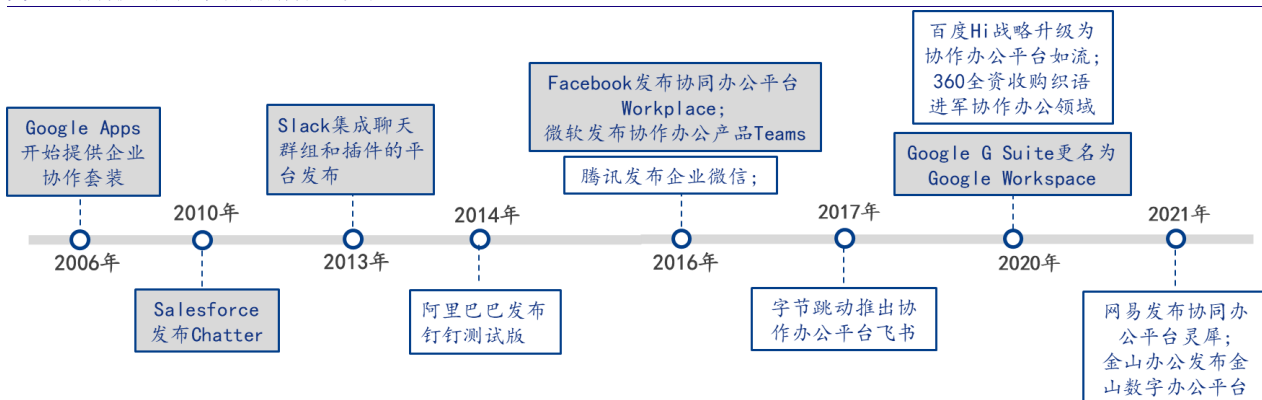
资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

## 五、B 端订阅：云与协作办公赋能未来

### （一）云端办公协作是趋势所在，国内市场格局未定大有可为

国内协同办公市场进入高速发展期，各大厂商抢滩登陆。云 SaaS 协同办公主要通过云端在线的部署方式以满足企业内部协作、社交、会议、邮件的需求。办公协作可以追溯到 2006 年，谷歌开始提供企业协作套装，随后到 2010 年左右进入高速发展期。国内，2014 年阿里巴巴率先发布钉钉测试版，随后国内互联网巨头相继进入市场。2016 年，腾讯发布企业微信。2017 年，字节跳动推出协作办公平台飞书。2020 年，百度 Hi 升级为协作办公平台如流，360 全资收购织语，金山办公发布协作战略。2021 年，金山办公推出金山协作办公平台。

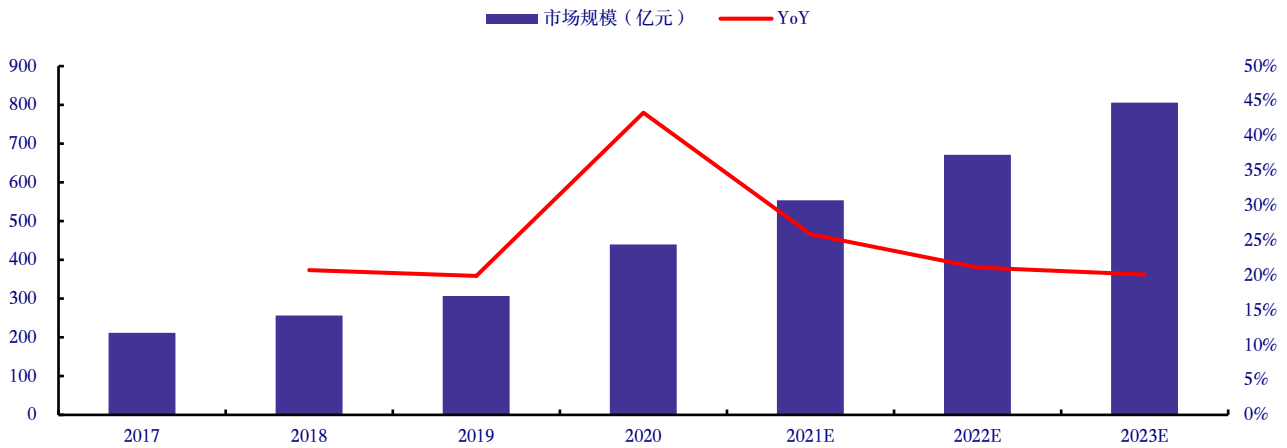
图33：各科技巨头抢滩布局协作办公市场



资料来源：Google, Salesforce, Slack, Facebook, 字节跳动, 网易, 中国银河证券研究院

疫情催化云端协作共享需求，市场维持高增态势。办公人口对“云办公、协作办公”模式接受度迅速提高，远程办公由小众场景变得普及。根据中国互联网络信息中心的《中国互联网络发展状况统计报告》显示，截至 2021 年底，我国在线办公用户规模达到 4.69 亿人，同比增长 35.7%，占整体网民的 45.1%。其中，在线文档协作编辑的使用率同比上升 8.1%。根据艾瑞咨询发布的《2021 年中国协同办公市场研究报告》，2021 年市场规模突破 500 亿元，到 2023 年将达到 806 亿元的市场规模。2021 至 2023 年，每年增速预计将超过 20%，高于疫情前增速。

图34：我国协同办公市场 2017-2023 年规模扩张迅猛



资料来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究院

## （二）协作办公功能齐全，实现用户需求全覆盖

公司于 2020 年底正式发布协作战略，并发布金山表单、金山会议、金山日历、金山待办和 Flexpaper 五款新产品。2021 年底，金山办公举办金山数字办公大会，会上推出“金山数字办公平台”，以金山办公能力矩阵为底座，进行了中台化改造，提供文档中台与协作中台，并根据客户需求提供公有云、私有云、混合云和全信创环境交付方式。

图35：金山数字办公平台结构：生态开放、差异化定制



资料来源：金山办公年报，中国银河证券研究院

从海外 Slack 的经验来看，丰富的功能有助于吸引与留存客户。Slack 正式版本发布于 2014 年 2 月，到 2019 年仅五年时间其日活用户数量（DAU）就超过 1000 万。我们认为，Slack 快速成功的一大原因就是其巧妙地集成了各个应用功能。Slack 诞生于一个游戏设计团队自用的工作流程管理程序，其

并不具备办公工具、通讯社交、视频会议、网盘存储等企业需求的软件能力，但其开放接口与其他常用办公软件进行生态集成，使得用户在使用过程中更加方便与流畅。目前，Slack 应用目录从最初 60 几个应用发展到提供超过 2400 个应用，包括其所处赛道的竞争对手微软 Outlook、Google Gmail、Atlassian、Zoom 等等。类目从基本办公应用软件、日常工具、营销、生产力、项目管理到 AI 机器人等市场热门应用软件。

图36：Slack 应用目录提供超过 2400 个应用



资料来源：Slack 官网，中国银河证券研究院

目前国内云协同办公平台市场格局未定，厂商主要有互联网厂商与传统办公软件厂商。互联网厂商主要从自身擅长领域切入办公软件赛道，例如腾讯的企业微信从其社交软件作为用户切入口，网易灵犀从邮箱进行引流，百度如流前身为百度 Hi 致力于提供远程智能服务等。传统办公软件厂商如金山办公与微软则以办公工具为基础进行拓展，集成会议、日程管理等功能。

金山数字办公平台产品功能全面，在国内协作办公群雄逐鹿的高速发展阶段具备长期竞争力。国内软件市场与美国不同，美国软件市场标准化程度高，各环节分工明确，且用户对于 SaaS 模式接受程度较高。集成其他软件公司功能或应用的方式不适用于国内软件市场环境。金山数字办公平台具备从即时通讯、文档协同、视频会议、日程管理到企业存储与邮箱等全方位的能力。金山办公作为协同办公市场功能最为齐全的公司，具备强有力的长期发展潜力。

图37：协同办公软件领域国内厂商对比：金山具备最为齐全的功能与应用

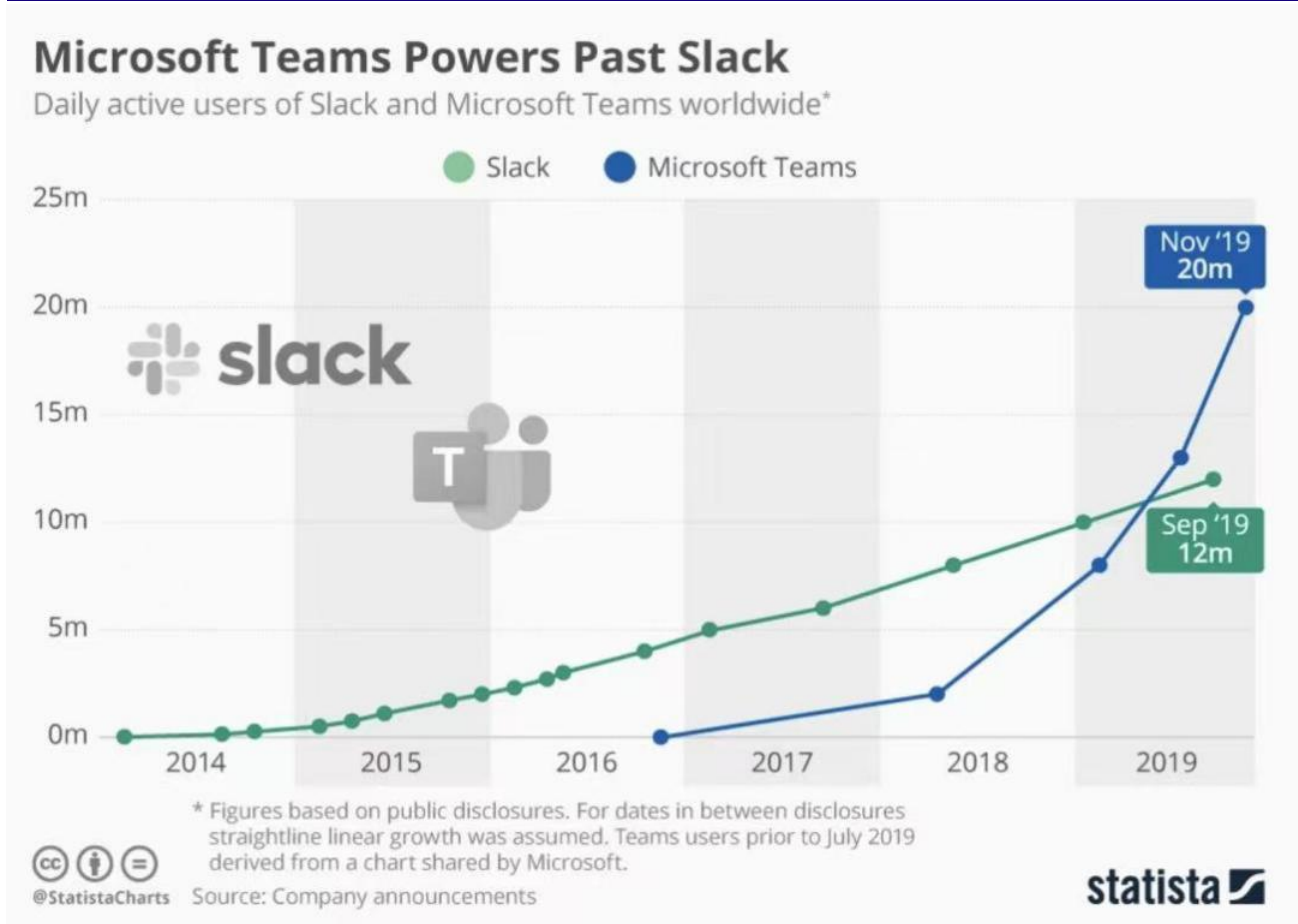
|        | 金山办公       | 企业微信   | 阿里钉钉 | 字节飞书 | 网易灵犀 | 百度如流     | 360 织语 | 微软 Teams      |
|--------|------------|--------|------|------|------|----------|--------|---------------|
| 即时通讯   | 金山协作       | 企业微信群聊 | 钉钉沟通 | 飞书群聊 | 企业群聊 | 即时沟通     | 即时通讯   | Teams Connect |
| 文档协同   | 金山文档       | 微文档    | 钉钉文档 | 飞书文档 | 协同文档 | 知识管理     | -      | Teams Loop    |
| 视频会议   | 金山会议       | 腾讯会议   | 钉钉会  | 飞书会议 | 协同表格 | 智能会议     | -      | Teams Meeting |
| 企业网盘   | 金山网盘       | 微盘     | 钉盘   | 飞书云盘 | 网易云盘 | 百度云盘     | 360 网盘 | OneDrive      |
| 日程管理   | 金山日历       | 微信日程   | 钉钉日历 | 飞书日历 | 协同日程 | OKR 目标管理 | 日程安排   | Teams Shift   |
| 待办工具   | 金山待办       | 微信待办   | 钉钉待办 | 飞书待办 | 团队待办 |          | 待办中心   | Teams Tasks   |
| PDF 编辑 | 金山 PDF     | -      | -    | -    | -    | -        | -      | -             |
| 文本处理   | WPS Office | -      | -    | -    | -    | -        | -      | MS Office 365 |
| 素材模板   | 稻壳模板       | -      | 钉钉模板 | -    | -    | -        | -      | OfficePlus    |
| 企业邮箱   | WPS 邮箱     | 腾讯企业邮箱 | 钉钉邮箱 | 飞书邮箱 | 网易邮箱 | 百度邮箱     | 360 邮箱 | Outlook       |

资料来源：金山办公，企业微信，阿里钉钉，飞书，网易，百度，360，微软，中国银河证券研究院

### （三）办公软件出身叠加良好的用户基础具备先发优势

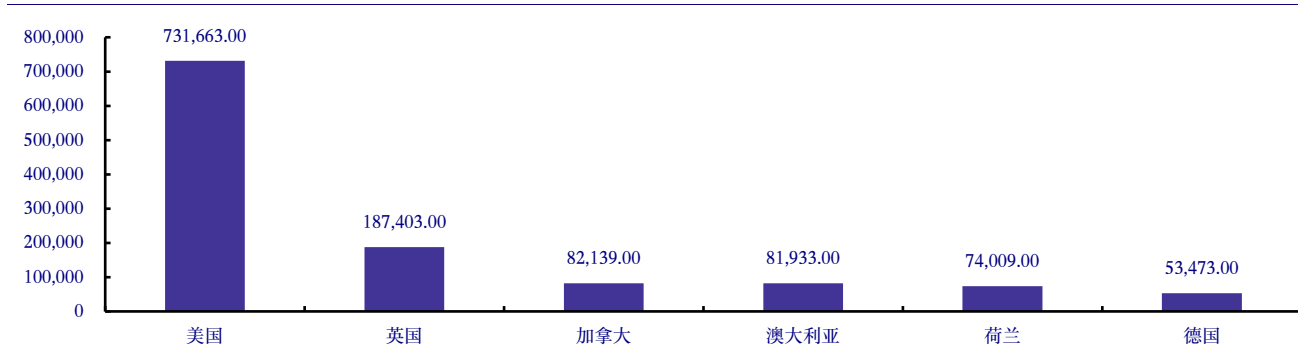
从海外办公协作市场经验来看，微软 Teams 因其积攒多年的办公领域产品与用户优势后来居上，文档能力是制胜关键。微软相较于 Slack 晚两年才推出 Teams 产品，却实现了活跃用户与市占率的反超。办公软件基因下，强大的文档能力是制胜关键。从平台功能来看，无论是即时通讯、日程管理等，Slack 依靠其集成应用的强大生态，均可以满足用户需求。但在云文档方面，Teams 可以支持在线协作编辑，用户在平台内就可以直接进行文档协同，而 Slack 依靠外部集成应用，仅支持文档的预览，是其协同能力的明显短板。此外，Office 365 的顺利 SaaS 化转型为 Teams 带来强大的用户基础。

图38：三年时间微软 Teams 活跃用户超越 Slack



资料来源：Statista，中国银河证券研究院

图39：全球 Office365 公司客户数量（家）



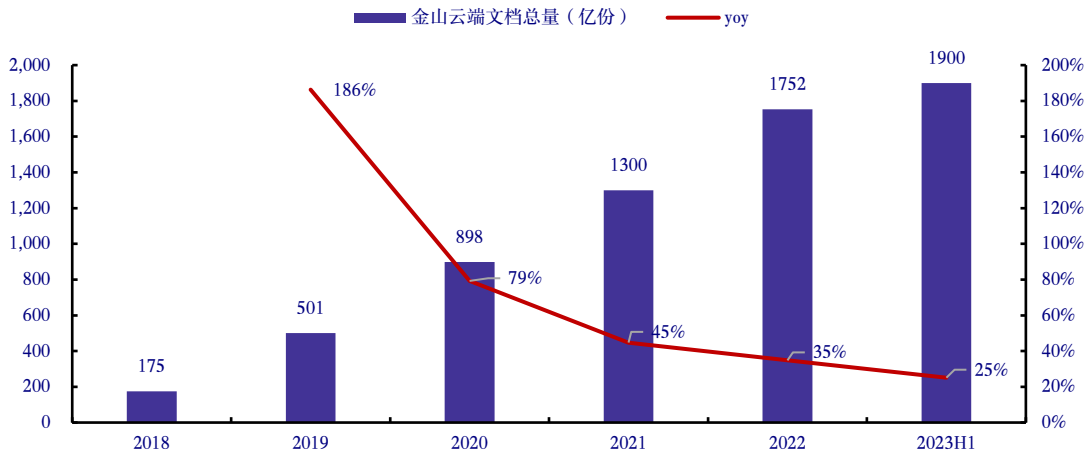
资料来源：Statista，中国银河证券研究院

得益于公司强大用户基础，金山文档用户使用习惯逐步建立，用户粘性逐年上升。自 2018 年提出云办公战略，用户使用 WPS 云服务粘性逐渐加强，公司从云存储入手，逐步将个人办公场景迁移在线办公，云文档的同步使得文档实现跨设备能力。根据公司官方披露数据，文档总量从 2018 年产品上线



时的 175 亿上升至 2023 年上半年的 1900 亿份。我们认为，金山办公的协作平台集和了微软 Teams 和 Slack 的双重优势，既具备办公软件强大的基础文档能力，也坐拥完善的功能与在线协作能力，在国内协作办公市场格局未定、高速发展的现阶段，拥有强劲的市场竞争力。

图40：金山云端文档总量（亿份）及增速



资料来源：金山办公，中国银河证券研究院

## 六、估值分析与投资建议

### 盈利预测核心假设：

公司作为办公软件龙头厂商，受益于 AIGC 发展与竞争格局的优势，看好公司未来付费类与客单价提升下收入与业绩增长韧性。我们预测公司 2023-2025 年：个人订阅收入增长率为 28.8%、30.0%、33.0%；机构订阅收入增长率为 38%、40%、42%；机构授权收入增长率为-18%、0%、10%；其他业务收入增长率为-2%、0%、1%。

表7：金山办公各项业务收入、毛利率预测（百万元）

| 收入成本预测 | 2022A    | 2023E    | 2024E    | 2025E    |
|--------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入   | 3,885.06 | 4,570.21 | 5,733.54 | 7,482.91 |
| YoY    | 18.4%    | 17.6%    | 25.5%    | 30.5%    |
| 个人订阅   | 2,052.89 | 2,644.12 | 3,437.35 | 4,571.68 |
| YoY    | 40.1%    | 28.8%    | 30.0%    | 33.0%    |
| 机构订阅   | 669.39   | 925.10   | 1,295.14 | 1,839.09 |
| YoY    | 50%      | 38%      | 40%      | 42%      |
| 机构授权   | 866.21   | 710.29   | 710.29   | 781.32   |
| YoY    | -10%     | -18%     | 0%       | 10%      |
| 其他业务   | 296.58   | 290.71   | 290.77   | 290.83   |
|        | -27%     | -2%      | 0%       | 1%       |

资料来源：金山办公，wind，中国银河证券研究院

基于以上盈利预测，我们对公司进行相对估值与绝对估值。结合以下相对估值与绝对估值结果，我们认为，公司市值的合理区间在 1280-2259 亿元区间。

**相对估值：**

我们预计公司 2023-2025 年对应 EPS 为 2.82、3.51、4.72 元，取行业可比 PE-TTM 为 100X 倍，公司市值估值区间范围为 1303-2181 亿元。

**表8：金山办公各项业务收入、毛利率预测（百万元）**

| 指标/年度       | 2022A   | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)   | 3884.96 | 4570.21 | 5733.54 | 7482.91 |
| 增长率         | 18.44%  | 17.64%  | 25.45%  | 30.51%  |
| 归母净利润（百万元）  | 1117.53 | 1302.88 | 1619.42 | 2177.14 |
| 增长率         | 7.33%   | 16.59%  | 24.30%  | 34.44%  |
| 每股收益 EPS(元) | 2.42    | 2.82    | 3.51    | 4.72    |
| PE          | 103.75  | 88.99   | 71.59   | 53.25   |

资料来源：金山办公，wind，中国银河证券研究院

**表9：金山办公可比公司估值预测**

| 证券代码      | 证券简称 | 收盘价<br>(元) | 市值（亿元） | PE (TTM) | PE 2023E | PE 2024E | PE 2025E |
|-----------|------|------------|--------|----------|----------|----------|----------|
| 300624.SZ | 万兴科技 | 90.99      | 125.30 | 152.90   | 125.40   | 83.45    | 59.10    |
| 603039.SH | 泛微网络 | 43.50      | 113.36 | 102.13   | 72.13    | 40.90    | 26.50    |
| 688369.SH | 致远互联 | 32.55      | 37.48  | 111.56   | 32.14    | 20.49    | 14.96    |
| 688095.SH | 福昕软件 | 65.33      | 59.77  | -        | -        | -        | -        |

资料来源：金山办公，wind，中国银河证券研究院

**绝对估值：**

我们采用 FCFE 估值方法对公司进行绝对估值。核心假设  $\beta$  值取值范围为公司上市至今数据，无风险利率取值以 10 年国债为参考， $R_m$  取值以沪深 300 过去 10 年收益率为参考，T 税率取值以公司过去三年税率为参考，永续增长率  $g$  取值原因为公司为增长型企业， $K_d$  取值以 LPR 五年期利率为参考上调。以上假设条件对公司进行折现分析，从敏感分析来看，公司股价合理区间为 277-489 元，对应市值区间为 1280-2259 亿元。

**表10：金山办公估值预测**

| 估值假设               |       |               |       |
|--------------------|-------|---------------|-------|
| 永续增长率 $g$          | 2.90% | 债务资本成本 $K_d$  | 4.20% |
| 贝塔值 ( $\beta$ )    | 0.84  | 债务资本比重 $W_d$  | 0.70% |
| 无风险利率 $R_f$ (%)    | 2.50% | 股权资本成本 $K_e$  | 6.33% |
| 市场的预期收益率 $R_m$ (%) | 7.00% | 加权平均资本成本 WACC | 6.29% |
| 有效税率 T (%)         | 5.11% |               |       |

资料来源：金山办公，wind，中国银河证券研究院

表11: 金山办公估值预测

|       |        | WACC     |          |        |        |        |        |        |
|-------|--------|----------|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
|       |        | 4.78%    | 5.28%    | 5.78%  | 6.28%  | 6.78%  | 7.28%  | 7.78%  |
| 永续增长率 | 351.98 |          |          |        |        |        |        |        |
|       | 1.40%  | 380.41   | 330.13   | 291.42 | 260.73 | 235.81 | 215.19 | 197.86 |
|       | 1.90%  | 436.55   | 370.62   | 321.79 | 284.20 | 254.38 | 230.18 | 210.15 |
|       | 2.40%  | 516.29   | 425.18   | 361.15 | 313.72 | 277.20 | 248.24 | 224.73 |
|       | 2.90%  | 638.48   | 502.68   | 414.18 | 351.98 | 305.90 | 270.43 | 242.29 |
|       | 3.40%  | 849.31   | 621.42   | 489.50 | 403.53 | 343.10 | 298.34 | 263.87 |
|       | 3.90%  | 1,300.09 | 826.31   | 604.92 | 476.75 | 393.22 | 334.50 | 291.01 |
|       | 4.40%  | 2,941.60 | 1,264.40 | 804.07 | 588.95 | 464.41 | 383.24 | 326.18 |

资料来源: 金山办公, wind, 中国银河证券研究院

## 七、风险提示

市场竞争加剧的风险；AIGC 产品技术研发不及预期的风险；公司 SaaS 化进展不及预期的风险；信创进展不及预期的风险。

## 图表目录

|   |    |
|---|----|
| 图 1: 金山办公历史发展进程 .....                                   | 4  |
| 图 2: 金山办公产品能力矩阵 .....                                   | 5  |
| 图 3: 金山办公 2022 年收入结构 .....                              | 6  |
| 图 4: 金山办公收入结构趋势变化 .....                                 | 6  |
| 图 5: 金山办公营业收入维持高增 .....                                 | 7  |
| 图 6: 金山办公归母净利润持续增长 .....                                | 7  |
| 图 7: 金山办公的毛利率水平稳定在高位 .....                              | 7  |
| 图 8: 金山办公 ROE 水平高于国内可比公司 .....                          | 7  |
| 图 9: 金山办公期间费用结构较为稳定 .....                               | 7  |
| 图 10: 金山办公期间费用率同营收保持同频 .....                            | 7  |
| 图 11: AI 在办公领域的应用时间轴 .....                              | 8  |
| 图 12: WPS AI 主要功能 .....                                 | 8  |
| 图 13: 金山办公会员体系变更 .....                                  | 10 |
| 图 14: 金山办公与微软、谷歌产品对比, 具有比较优势 .....                      | 11 |
| 图 15: 金山办公与国内外主要竞争产品对比, 具有比较优势 .....                    | 11 |
| 图 16: 金山办公会员模式权益对比 .....                                | 12 |
| 图 17: Microsoft 365 个人版两种收费模式区别 .....                   | 13 |
| 图 18: 金山办公 C 端主要产品月活 MAD 变化 .....                       | 13 |
| 图 19: 金山办公累计付费个人会员数与付费会员数/月度活跃设备数变化趋势 .....             | 14 |
| 图 20: 金山办公 ARPU 值及增长率 (元) .....                         | 14 |
| 图 21: 中国办公软件用户规模尚未触抵天花板 .....                           | 15 |
| 图 22: 金山办公 PC 端月活用户变化 .....                             | 15 |
| 图 23: 金山办公移动端月活用户变化 .....                               | 15 |
| 图 24: 互联网知识平台付费率呈现稳健提升趋势 .....                          | 16 |
| 图 25: 中美各类型订阅制软件均价 .....                                | 16 |
| 图 26: 微软 Office365 订阅用户数量 (坐标轴为财年和财季) .....             | 17 |
| 图 27: 信创和软件正版化相关政策 .....                                | 18 |
| 图 28: 信创和软件正版化相关政策信创产业体系全景图 .....                       | 19 |
| 图 29: 金山办公机构办公授权业务乘信创之风 (截至 2020 年披露数据, 目前已几乎全覆盖) ..... | 19 |
| 图 30: 金山办公 WPS 官方定价 (仅供参考, 目前信创采购实际存在折扣情况) .....        | 20 |
| 图 31: 金山办公 WPS 官方定价 (仅供参考, 目前信创采购实际存在折扣情况) .....        | 20 |
| 图 32: 金山办公 WPS 官方定价 (仅供参考, 目前信创采购实际存在折扣情况) .....        | 21 |
| 图 33: 各科技巨头抢滩布局协作办公市场 .....                             | 21 |
| 图 34: 我国协同办公市场 2017-2023 年规模扩张迅猛 .....                  | 22 |
| 图 35: 金山数字办公平台结构: 生态开放、差异化定制 .....                      | 22 |
| 图 36: Slack 应用目录提供超过 2400 个应用 .....                     | 23 |
| 图 37: 协同办公软件领域国内厂商对比: 金山具备最为齐全的功能与应用 .....              | 23 |
| 图 38: 三年时间微软 Teams 活跃用户超越 Slack .....                   | 24 |
| 图 39: 全球 Office365 公司客户数量 (家) .....                     | 24 |
| 图 40: 金山云端文档总量 (亿份) 及增速 .....                           | 25 |

## 表格目录

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 表 1: 金山办公 2022 年收入结构细分 .....          | 6  |
| 表 2: WPS AI 收入增量测算核心假设 .....          | 9  |
| 表 3: WPS AI 收入增量测算敏感性分析 .....         | 9  |
| 表 4: WPS AI 收入增量测算核心假设 .....          | 9  |
| 表 5: WPS AI 收入增量测算敏感性分析 .....         | 10 |
| 表 6: 金山办公与微软产品个人用户版价格对比 (价格: 元) ..... | 12 |
| 表 7: 金山办公各项业务收入、毛利率预测 (百万元) .....     | 25 |
| 表 8: 金山办公各项业务收入、毛利率预测 (百万元) .....     | 26 |
| 表 9: 金山办公可比公司估值预测 .....               | 26 |
| 表 10: 金山办公估值预测 .....                  | 26 |
| 表 11: 金山办公估值预测 .....                  | 27 |

附录：

**(一) 公司财务预测表**

| 资产负债表 (百万元)       |              |              |              |              | 利润表 (百万元)     |              |              |              |              |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                   | 2022A        | 2023E        | 2024E        | 2025E        |               | 2022A        | 2023E        | 2024E        | 2025E        |
| <b>流动资产</b>       | 9775.32      | 10683.97     | 12837.22     | 15742.93     | 营业收入          | 3884.96      | 4570.21      | 5733.54      | 7482.91      |
| 现金                | 7015.45      | 7825.98      | 9775.42      | 12423.29     | 营业成本          | 582.91       | 627.78       | 794.40       | 1039.01      |
| 应收账款              | 496.79       | 571.75       | 768.78       | 980.76       | 营业税金及附加       | 34.74        | 45.41        | 57.34        | 74.83        |
| 其它应收款             | 27.09        | 47.40        | 46.05        | 75.91        | 营业费用          | 818.20       | 1014.59      | 1278.58      | 1635.28      |
| 预付账款              | 27.60        | 29.72        | 37.61        | 49.19        | 管理费用          | 391.90       | 457.02       | 573.86       | 750.70       |
| 存货                | 1.16         | 2.56         | 2.15         | 4.01         | 财务费用          | -12.98       | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| 其他                | 2207.24      | 2206.56      | 2207.22      | 2209.76      | 资产减值损失        | -27.21       | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| <b>非流动资产</b>      | 2282.36      | 2635.58      | 2949.10      | 3284.53      | 公允价值变动收益      | -29.71       | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| 长期投资              | 444.10       | 592.13       | 777.56       | 995.68       | 投资净收益         | 339.24       | 319.91       | 401.35       | 523.80       |
| 固定资产              | 82.42        | 116.05       | 96.64        | 70.06        | 营业利润          | 1196.56      | 1395.04      | 1736.69      | 2333.42      |
| 无形资产              | 102.29       | 136.39       | 162.17       | 176.90       | 营业外收入         | 2.20         | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| 其他                | 1653.55      | 1791.01      | 1912.73      | 2041.89      | 营业外支出         | 0.52         | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| <b>资产总计</b>       | 12057.68     | 13319.54     | 15786.32     | 19027.46     | 利润总额          | 1198.24      | 1395.04      | 1736.69      | 2333.42      |
| <b>流动负债</b>       | 2750.22      | 3025.08      | 3843.02      | 4873.54      | 所得税           | 67.32        | 71.30        | 87.86        | 122.80       |
| 短期借款              | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 净利润           | 1130.92      | 1323.74      | 1648.83      | 2210.62      |
| 应付账款              | 306.30       | 230.67       | 462.40       | 435.20       | 少数股东损益        | 13.39        | 20.86        | 29.41        | 33.48        |
| 其他                | 2443.91      | 2794.41      | 3380.63      | 4438.34      | 归属母公司净利润      | 1117.53      | 1302.88      | 1619.42      | 2177.14      |
| <b>非流动负债</b>      | 509.07       | 509.07       | 509.07       | 509.07       | EPS (元)       | 2.42         | 2.82         | 3.51         | 4.72         |
| 长期借款              | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         |               |              |              |              |              |
| 其他                | 509.07       | 509.07       | 509.07       | 509.07       |               |              |              |              |              |
| <b>负债合计</b>       | 3259.29      | 3534.14      | 4352.09      | 5382.60      |               |              |              |              |              |
| 少数股东权益            | 74.09        | 94.95        | 124.36       | 157.84       |               |              |              |              |              |
| 归属母公司股东权益         | 8724.30      | 9690.46      | 11309.88     | 13487.02     |               |              |              |              |              |
| <b>负债和股东权益</b>    | 12057.68     | 13319.54     | 15786.32     | 19027.46     |               |              |              |              |              |
|                   |              |              |              |              |               |              |              |              |              |
| <b>现金流量表(百万元)</b> | <b>2022A</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> | <b>主要财务比率</b> | <b>2022A</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> |
| <b>经营活动现金流</b>    | 1602.92      | 1308.84      | 2015.33      | 2620.83      | 营业收入          | 18.44%       | 17.64%       | 25.45%       | 30.51%       |
| 净利润               | 1130.92      | 1323.74      | 1648.83      | 2210.62      | 营业利润          | 6.71%        | 16.59%       | 24.49%       | 34.36%       |
| 折旧摊销              | 130.35       | 128.28       | 153.71       | 161.33       | 归属母公司净利润      | 7.33%        | 16.59%       | 24.30%       | 34.44%       |
| 财务费用              | 10.33        | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 毛利率           | 85.00%       | 86.26%       | 86.14%       | 86.11%       |
| 投资损失              | -339.24      | -319.91      | -401.35      | -523.80      | 净利率           | 28.77%       | 28.51%       | 28.24%       | 29.09%       |
| 营运资金变动            | 607.05       | 176.74       | 614.14       | 772.68       | ROE           | 12.81%       | 13.44%       | 14.32%       | 16.14%       |
| 其它                | 63.52        | 0.00         | 0.00         | 0.00         | ROIC          | 9.52%        | 10.28%       | 10.96%       | 12.44%       |
| <b>投资活动现金流</b>    | 4501.87      | -161.59      | -65.88       | 27.04        | 资产负债率         | 27.03%       | 26.53%       | 27.57%       | 28.29%       |
| 资本支出              | -175.89      | -333.47      | -281.80      | -278.64      | 净负债比率         | 37.04%       | 36.12%       | 38.06%       | 39.45%       |
| 长期投资              | 4444.42      | -148.03      | -185.43      | -218.12      | 流动比率          | 3.55         | 3.53         | 3.34         | 3.23         |
| 其他                | 233.35       | 319.91       | 401.35       | 523.80       | 速动比率          | 3.18         | 3.19         | 3.07         | 3.01         |
| <b>筹资活动现金流</b>    | -354.35      | -336.73      | 0.00         | 0.00         | 总资产周转率        | 0.32         | 0.34         | 0.36         | 0.39         |
| 短期借款              | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 应收帐款周转率       | 7.82         | 7.99         | 7.46         | 7.63         |
| 长期借款              | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 应付帐款周转率       | 12.68        | 19.81        | 12.40        | 17.19        |
| 其他                | -354.35      | -336.73      | 0.00         | 0.00         | 每股收益          | 2.42         | 2.82         | 3.51         | 4.72         |
| <b>现金净增加额</b>     | 5761.50      | 810.53       | 1949.44      | 2647.87      | 每股经营现金        | 3.47         | 2.83         | 4.36         | 5.68         |
|                   |              |              |              |              | 每股净资产         | 18.90        | 20.99        | 24.49        | 29.21        |
|                   |              |              |              |              | P/E           | 103.75       | 88.99        | 71.59        | 53.25        |
|                   |              |              |              |              | P/B           | 13.29        | 11.96        | 10.25        | 8.60         |
|                   |              |              |              |              | P/S           | 29.81        | 25.34        | 20.20        | 15.48        |

数据来源: wind, 中国银河证券研究院

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

**吴砚靖**，TMT/科创板研究负责人，北京大学软件项目管理硕士，10年证券分析从业经验，历任中银国际证券首席分析师，国内大型知名PE机构研究部执行总经理。具备一二级市场经验，长期专注科技公司研究。

**李璐昕**，计算机/科创板团队研究员，悉尼大学硕士，2019年加入中国银河证券，主要从事计算机/科创板投资研究工作。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

| 评级标准   | 评级                     | 说明                    |
|--|------------------------|-----------------------|
| 评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。 | 行业评级                   | 推荐：相对基准指数涨幅10%以上      |
|  |                        | 中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间 |
|  |                        | 回避：相对基准指数跌幅5%以上       |
| 公司评级   | 推荐：相对基准指数涨幅20%以上       |                       |
|  | 谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间 |                       |
|  | 中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间   |                       |
|  | 回避：相对基准指数跌幅5%以上        |                       |

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn  
 苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn  
 上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn  
 李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn  
 北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn  
 唐嫚玲 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn