

证券研究报告 / 公司深度报告

买入

上次评级: 首次覆盖

## 国产基础办公软件龙头，七大优势全球争雄

金山办公是基础软件领域最优秀的上市公司之一。基础软件包括操作系统、数据库、中间件、办公软件等，具有天然垄断属性和高产品属性，带来强规模效应。2018 年中国基础办公软件用户 6.55 亿，市场规模 85.34 亿元。预计 2023 年，市场规模将达到 149.04 亿元。相比微软 Office，金山办公 WPS 具有七大竞争优势。金山办公的成功靠的是硬碰硬的产品打磨和技术超越，而非依赖保护和强制采购。

**其一，移动办公的优势。**金山办公早在 2011 年就开始推动移动化产品研发，WPS Office 移动版曾成功入选“Google Play 年度最佳应用”和“App Store 年度精选”等权威榜单，在国内市场市占率第一。

**其二，云计算服务的优势。**金山 WPS 与金山云深度整合，实现文档的实时云化保存，支持私有云部署，为大型政企客户提供专属服务。

**其三，资源内容型服务的优势，**即稻壳儿会员服务。海量办公文档模版提高效率，学生和白领群体存在刚需市场，持续提高付费用户。

**其四，支撑 Linux 环境产品的优势。**WPS Office 支持国产 CPU 包括华为、飞腾、龙芯、兆芯、申威等，并支持国产麒麟、深度、普华、方德、思普等操作系统，在政企客户中更有优势。

**其五，功能轻量化的优势。**WPS 占用内存较少，适宜于轻量级办公。

**其六，明显的价格优势。**金山 WPS 价格相当于微软三分之一到二分之一。其中政企版价格约在 500 元左右。

**其七，标准的优势。**金山办公是国内 UOF 中文格式标准的制定者。早在 1996 年，金山办公与微软达成共享协议，通过中间层相互开放 WPS 格式和 DOC 格式。因此金山与微软的兼容性不存在较大风险。

**盈利预测:** Linux 环境办公软件的需求，以及公司互联网付费用户的增加带来较大业绩弹性，海外业务拓展是未来潜力所在。预计 19-21 年，公司归母净利润为 3.52/8.20/12.01 亿元，EPS 为 0.76/1.78/2.61 元。公司在国产办公软件市场几乎处于垄断地位，业绩弹性好，给予公司估值一定溢价，给予公司 100-120 倍 PE，2020 年预计实现 8.20 亿元净利润，对应目标价 178.00-213.60 元，给予公司“买入”评级。

**风险提示:** 机构业务发展进度不及预期，产品定价波动风险，付费用户提高不及预期。

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	753	1,130	1,563	2,515	3,591
(+/-)%	38.84%	49.97%	38.37%	60.90%	42.78%
归属母公司净利润	214	311	352	820	1,201
(+/-)%	64.97%	44.94%	13.18%	133.27%	46.45%
每股收益 (元)	0.46	0.67	0.76	1.78	2.61
市盈率	—	—	—	—	—
市净率	—	—	—	—	—
净资产收益率 (%)	20.63%	26.17%	6.01%	12.93%	17.00%
股息收益率 (%)	—	—	—	—	—
总股本 (百万股)	360	360	461	461	461

### 股票数据

6 个月目标价 (元)	178.00-213.60
收盘价 (元)	
12 个月股价区间 (元)	
总市值 (百万元)	
总股本 (百万股)	461
A 股 (百万股)	461
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	

### 历史收益率曲线

— N金山 — 沪深300

涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	0%	0%	0%
相对收益	2%	-5%	-20%

### 相关报告

- 《东方通 (300379): 中国中间件开拓者和领导者, “创新+华为” 双轮驱动》-20191114
- 《中科软 (603927): 高 ROE 保险 IT 龙头, 迈入 “保险+” 黄金十年》-20191103
- 《用友网络 (600588): 云业务加速成长, yonsuite 战略意义显著》-20191031
- 《恒生电子 (600570): Q3 单季度营收+28%, 科创板利好效应显现》-20191030

证券分析师: 安永平

执业证书编号: S0550519100001

研究助理: 邵珠印

执业证书编号: S0550119110012

研究助理: 赵伟博

执业证书编号: S0550119110002

## 目 录

<b>1. 核心观点：基础办公软件龙头，七大优势全球争雄.....</b>	<b>4</b>
<b>2. 中国最早的 IT 企业之一，涅槃重生为基础办公软件龙头 .....</b>	<b>12</b>
2.1. 辉煌历程：中国最早的 IT 企业之一，WPS 涅槃重生 .....	12
2.2. X86 环境：WPS 办公软件的市占率超 40%，央企覆盖率超 85% .....	13
2.3. 雷军实际持股 9.36%，为公司的实际控制人 .....	16
2.4. 营收快速增长，研发费用率超过 35% .....	18
<b>3. 订阅与付费用户带来长期商业模式变革，场地授权模式将逐步减少</b>	<b>19</b>
3.1. 由提供工具产品向应用服务转型，近 7 成的收入来自非传统使用授权业务	20
3.2. 授权模式收入稳定增长，传统场地授权模式将逐步减少 .....	20
3.3. 个人客户订阅业务快速发展，等待大型机构订阅出现规模效应 .....	23
3.3.1. 办公服务订阅业务收入高速增长，毛利率持续提升 .....	23
3.3.2. 个人订阅主打功能型服务和资源型服务，资源型服务领先微软 .....	25
3.3.3. 机构客户订阅收入略有下滑，大型机构订阅尚未出现规模效应 .....	26
3.4. 互联网广告推广业务采用“免费+广告”为主的盈利模式，收入稳健增长 .....	28
<b>4. 基础办公软件刚需市场，Linux 环境带来发展良机 .....</b>	<b>30</b>
4.1. 2023 年中国办公软件市场空间将达 149 亿元，主流产品种类众多 .....	30
4.2. 金山办公 VS 微软，WPS 具有七大竞争优势 .....	34
4.2.1. 竞争历程：涅槃重生，在云办公阶段实现变道领先 .....	34
4.2.2. WPS Office 现已具备与国际主流产品同台竞争的能力 .....	38
4.2.3. 相比微软 Office，WPS 更具价格优势 .....	41
4.3. 国内竞争对手包括永中和中标普华，金山处于领先地位 .....	43
4.3.1. 永中 Office：面向政企客户，价格较为适中 .....	44
4.3.2. 中标普华 Office：针对不同民族文字推出多个版本，价格相对便宜 .....	46
4.4. 支持本土办公基础软件厂商，韩国已有较好的示范案例 .....	47
4.4.1. 韩国自主桌面版办公产品：Hangul Office .....	47
4.4.2. 韩国自主移动办公产品：Polaris Office .....	49
<b>5. 流式软件以外，持有版式软件厂商数科网维 30% 股权值得重点关注</b>	<b>49</b>
5.1. 版式文档已成为第二大电子文档格式 .....	49
5.2. 中国自主的版式文档格式标准发展之路 .....	50
5.3. 数科网维是国内自主版式软件重要提供商，增速快于主要竞争对手 .....	52
<b>6. 拟募集 20.5 亿元用于 4 大研发与营销项目，实际募集资金 46.32 亿元</b>	<b>55</b>
6.1. 打造新一代智能化的 WPS Office 办公套件，增强核心竞争力 .....	56
6.2. 建造办公领域人工智能基础研发中心，布局人机协同办公领域 .....	57
6.3. 持续升级云服务，巩固提升先发优势 .....	58
6.4. 建设全球技术服务和营销网络中心，拓展海外市场 .....	60

---

7. 盈利预测及估值.....	61
8. 风险提示 .....	61

## 1. 核心观点：基础办公软件龙头，七大优势全球争雄

金山办公是基础软件领域最优秀的上市公司之一。基础软件包括操作系统、数据库、中间件、办公软件等，因几乎是几乎所有的电脑和移动用户必须选用的产品，因而具有天然垄断属性和高产品属性，带来强规模效应。金山办公主要产品 WPS Office 是国内办公软件市场中最优秀的产品，桌面市场占有率仅次于微软 Office，远高于其他国内竞争对手，移动市场市占率第一。根据计世资讯数据，2018 年中国基础办公软件用户规模为 6.55 亿，市场规模为 85.34 亿元。预计到 2023 年，行业市场规模将达到 149.04 亿元，2018-2023 期间复合增长率为 11.8%。

金山办公将具有较好的业绩弹性。基础软件商业模式的最大优点，就在其显著的产品型发展模式，边际扩张成本递减甚至趋近于零，因此随着用户使用群体和付费习惯的扩大，其规模效应非常显著，微软公司的发展历程已经证明了这一点。此前受限于微软 Office 产品在全球的实质性垄断，金山办公 WPS 生存环境较为艰难。但随着移动互联网、云计算、创新技术发展，金山办公在两个领域开始具备强竞争优势。其一，移动办公市场，WPS 在国内占据显著领先地位，遥遥领先于其他竞争对手，在全球市场也与微软不相上下；其二，在 Linux 环境下，微软基本没有推出相关产品，而永中、中标普华等国内竞争对手，相比金山 WPS，差距悬殊，我们认为 WPS 有望获得 90% 以上的份额，具备垄断优势。因此历经 20 多年研发投入，金山办公有望迎来收获时节。

相比微软 Office，金山办公 WPS 具有七大竞争优势。我们认为金山办公的成功最终靠的是硬碰硬的产品打磨和技术超越，而非依赖政府保护和强制采购。

其一，移动办公的优势。金山办公早在 2011 年就开始推动移动化产品研发，而微软直至 2014 年才开始推动移动化进程，2019 年才推动 word, ppt, excel 等核心产品的整合，因此 WPS 在全球移动办公市场都具有先发优势。公司移动研发团队曾荣获 Google Play“顶尖开发者”称号，WPS Office 移动版曾成功入选“Google Play 年度最佳应用”和“App Store 年度精选”等权威榜单，目前，WPS Office 在国内市场占据首位，截至 2019 年 8 月 8 日，APP Store 中 WPS 共有 52.70 万个评分，整体评分 4.9 分，在中国“效率”类 APP 中排名第二，仅次于百度网盘，深受用户喜爱；Google Play 中 WPS(海外版)共有 173.72 万个评分，整体评分 4.5 分，超过 100 万个 Google Play 五星好评；华为应用商城中 WPS 共有 14.23 万个评分，综合评分 3.9 分，下载量超过 50 亿，而微软 Office 系列产品的下载量均未过亿。用户主要关注点在于支持多种文件格式（特别是 PDF 文件）、文档编辑、文档转换、云存储等功能。

表 1: 各类移动端办公 APP 评分情况（截至 2019 年 8 月 8 日）

	苹果 App Store			Google Play		华为商城	
	厂商	评分	评分数 (万)	评分	评分数 (万)	评分	评分数 (万)
Microsoft Word	微软	4.8	18.50	4.5	364.44	3.1	0.10
Microsoft Excel	微软	4.9	16.30	4.5	196.55	3.1	0.07
Microsoft PowerPoint	微软	4.8	4.36	4.4	111.19	3.4	0.03
<b>WPS Office</b>	<b>金山</b>	<b>4.9</b>	<b>52.70</b>	<b>4.4</b>	<b>173.72</b>	<b>3.9</b>	<b>14.23</b>

Google 文档	谷歌	—	—	4.4	107.48	—	—
OfficeSuite	MobiSystems (美国)	4.8	0.16	4.4	111.24	3	0.002
Polaris Office	韩国一软公司	4.3	0.02	4	57.24	0	—
永中 Office	永中	4.9	0.02	—	—	4	0.005

数据来源：东北证券，苹果 App Store（中国版），Google Play，华为商城

注：Google Play 评价的是 WPS Office 的国际版，相比国内版本没有云服务功能

**其二，云计算服务的优势。**金山 WPS 与金山云深度整合，实现文档的云化保存，高度一致，而微软 Office 的云需要调用 OneDrive 产品，在国内速度也有明显劣势；此外，WPS Office 支持私有云部署，并有专门的技术服务团队为客户提供私有化部署及特定的办公安全方案等服务，适合于对安全要求较高的大型政企客户，对大型客户提供专属服务。

**其三，资源内容型服务的优势，**即稻壳儿会员服务。稻壳儿会员海量办公文档模板高度提高办公效率，在学生和白领群体存在刚需市场，带动金山办公付费用户持续提高。稻壳儿官网提供海量办公文档素材资源，帮助用户快速、高效地制作专业、优质的办公文档；公司还提供专属的定制设计服务，为个性、场景化办公提供便利；此外，WPS Office 提供一系列丰富的 AI 功能，如 PPT 美化、校对、辅助写作、图像处理、OCR 等，贴近国民办公习惯。

**其四，支撑 Linux 环境产品的优势。**WPS Office 支持国产 CPU 包括华为、龙芯、兆芯、申威、飞腾、众志等，并支持国产麒麟、深度、普华、方德、思普等操作系统，WPS Office Linux 产品与国产办公系统、机关政务平台、事业单位服务平台进行深度整合，在政企客户中更有优势。

**其五，功能轻量化的优势。**随着功能的不断增加，微软 Office 产品线逐渐做的庞大臃肿，占用内存高，误操作文件丢失等弊病长期存在，而 WPS 率先实现了 Word、PPT、Excel 甚至 PDF 等功能的融合，且占用内存较少，更适宜于轻量级办公的需求。

**表 2：2019 WPS Office 和 2019 微软 Office 使用体验对比**

	WPS Office	微软 Office
内含组件	Word、Excel、PPT、PDF 阅读、文档修复、词霸、笔记、邮件等套件，常用功能基本覆盖	除了常用的 Word、Excel、PPT，还有 Access（数据库）、Onenote（笔记本）、Outlook（邮箱）、Publisher（页面布局）、Skype（语音通话）、OneDrive（云储）等多种专业的配套组件
占用空间	约 200M、安装快、无需激活	800M 以上、安装慢、激活繁琐
广告	免费版广告较多；会员无广告	无内置广告
定位对象	轻快办公、针对国内使用习惯设计	深度办公应用，面向全球用户
兼容性	支持 doc、rtf、html、xls、pptx 等 40 余种格式	支持 doc、rtf、html、xls、pptx 等 10 余种格式
操作界面	多个文档自动排序呈现	多文件单独呈现
云端服务	云端同步、云漫游和支持团队协作；个人用户免费有 1GB 储存空间，会员	需要拖拽到 Microsoft OneDrive 工作区，进行云存储；个人用户有 1TB 存储空间

		100GB	
Mac 系统 下	模板库存	稻壳模板库模板 800 万+	几千个模板、种类较少
	内含功能	文字、表格、演示、流程图、脑图、PDF 编辑等，各功能集中在一起	Word、Excel、PowerPoint、OneNote、Outlook、OneDrive 等，各组件单独陈列
	占用空间	256MB	4G 左右
	流畅性	单个文件（443M）打开用时 5 秒；同时关闭 17 份文件，稳定性较好	单个文件（443M）打开用时 12 秒；同时关闭 17 份文件，PPT 和 Excel 出现闪退现象
	兼容性	支持 doc、rtf、html、xls、pptx 等 40 余种格式	支持 doc、rtf、html、xls、pptx 等 10 余种格式
	操作界面	多个文档自动排序呈现	多文件单独呈现
	云端服务	自动云端备份；个人用户免费有 1GB 存储空间，会员 100GB	将文件拖拽到 Microsoft OneDrive 工作区进行云端保存；个人用户有 1TB 存储空间
	模板库存	稻壳模板库模板 800 万+	几千个模板、种类较少

数据来源：东北证券，公司官网

**其六，明显的价格优势。**金山 WPS 价格接近微软三分之一到二分之一。**个人用户主要以订阅服务为主，WPS 个人订阅服务价格约为微软的 1/3。**WPS 会员订阅单价 89 元/年，WPS 超级会员订阅单价为 179 元/年，而 Office365 个人版价格为 398 元/年，Office 365 家庭版 498 元/年。WPS 超级会员价格只有微软的 1/3 左右，其中稻壳会员中海量的模板资源，更具吸引力。

**企业用户以桌面版和订阅服务为主，WPS 桌面版价格约为微软的 1/3，WPS 机构订阅服务价格约为微软的 1/2。**同类型的 WPS Office 桌面版本标准价格为 1998 元/套（客户不同行业、购买版本及数量不同，售价不同，均价在 1500 左右），而微软 Office 专业版价格为 5298 元/套，在企业产品竞价中 WPS 也具竞争优势。机构订阅服务方面，WPS 基础版免费，商业版 365 元/户/年，高级商业版 599 元/户/年。微软 Office 365，商业版 720 元/户/年，高级商业版 1080 元/户/年，商业协作版 432 元/户/年。

**表 3: WPS Office 产品与微软 Office 产品价格对比**

类型	产品名称	价格 (元)	使用人数	目标群体	内容
个人用户	微软 Office 365 个人版	398 元/年	1 人使用（可 5 台设备共享）	个人	1TB 云存储；Word、Excel、PowerPoint、Outlook、Publisher 和 Access 应用（Publisher 和 Access 仅适用于 Windows PC）；OneNote 附加功能（因平台而异）；多终端使用；支持在线协作
	Office 365 家庭版	498 元/年	可供 6 人使用（可 30 台设备共享）	家庭	每名用户 1TB 存储，其他同上
	Office 家庭和学生版	748 元	一次性购买，供一台设备	家庭	只含有 Word、Excel、PowerPoint 三种功能，最新为 2019 版
WPS Office	WPS 会员	89 元/年	1 人	个人	办公软件功能型服务，如文档美化、会员皮肤等增值服务和更大的云文档存储空间等高级权限
	稻壳会员	89 元/年	1 人	个人	资源型服务，会员可每月免费下载一定数量的稻壳儿云模板，也可按数量购买模板

	WPS 超级会员	179 元/年	1 人	个人	既可享受 WPS 会员服务也可享受稻壳儿会员服务
	Office 小型企业版	1998 元	一次性购买, 供一台设备	小型企业	含有 Word、Excel、PowerPoint 和 Outlook 四种功能, 最新为 2019 版
	Office 专业版	5298 元	同上	小型企业	包含 Word、Excel、PowerPoint、Outlook、Publisher 和 Access 等六种功能, 最新为 2019 版
微软 Office	Office 365 商业版	720 元/户/年	最大支持 300 个用户	企业	包含 Word、Excel、PowerPoint、Outlook 和 Access 以及 OneDrive; 每个用户支持 5 个终端; 支持电脑和移动端; 1 TB OneDrive 存储; 50 GB 邮箱空间
	Office 365 商业高级版	1080 元/户/年	同上	企业	包含商业版全部功能; 增加 250 人的团队合作和通信; 使用 Exchange Online Protection 保护电子邮件; 用于构建和管理业务的工具服务
	Office 365 商业协作版	432 元/户/年	同上	企业	包含商业版功能 (仅支持移动端); 增加 250 人的团队合作和通信; 使用 Exchange Online Protection 保护电子邮件
企业用户	WPS 桌面版	1998 元	一次性购买, 永久使用, 供一台设备	个人或企业	WPS Office Mac2019 处于发布初期未收费; 客户购买后可长时间使用, 并向客户提供一定期限的售后服务, 服务期后, 客户不能获得支持及服务, 但可以继续使用所购买版本的办公软件 (产品功能可能受限)
	基础版	免费	最大支持 50 个用户使用	个人或企业	办公组件、轻应用、在线办公、团队共享、云存储 (1GB/人, 最大支持 50 人) 等
	商业版	365 元/户/年	同上	企业	1) 包含所有基础版功能; 2) 增值服务: 无广告、文档修复、数据恢复、全文检索、在线解压、超大附件、PDF 工具包、批量下载 (500 个)、创建团队个数 (300 个/人); 3) 云存储空间: 1T/人, 起始购买 3 个用户
WPS Office	高级商业版	599 元/户/年	同上	企业	1) 包含所有商业版功能; 2) 增值服务: 批量下载 (1000 个)、创建团队个数 (500 个/人)、1V1 服务; 3) 云存储空间: 1T/人, 起始购买 3 个用户

数据来源: 东北证券, 微软商城, WPS 官网

政府采购方面, 同类型的标准版本 WPS 价格略低于微软 Office, 专业版本 WPS 比微软 Office 便宜 300 元左右。从政府机构采购价格来看, 功能相似的标准版本的 WPS Office 产品 (单价≤549 元/套) 价格略低于微软 Office 产品 (单价≤595 元/套), 而专业版本则有近 300 元的价差。相比于个人和企业版产品, 政府版产品 WPS 与微软 Office 产品的价差要小的多, 其原因在于一方面近年来政府机构在不断推动软件正版化, 政府客户更倾向于购买国产的办公软件产品, WPS 在政企客户中市占率不断提升; 另一方面, 随着不断的研发投入和产品优化, WPS 产品性能得到了很大的改善, 其产品功能与微软 Office 已相差不大, 甚至在资源型服务方面更优于微软。

图 1: WPS Office 与微软 Office 政府采购价格情况

版本: <input checked="" type="checkbox"/> 标准版 <input type="checkbox"/> 专业版		版本: <input type="checkbox"/> 标准版 <input checked="" type="checkbox"/> 专业版	
			
入围价: <= 595元	入围价: <= 549元	入围价: <= 1248元	入围价: <= 960元
型号(版本号): 微软 (Microsoft) Office 2016	型号(版本号): 金山 WPS Office 2016 专业版	型号(版本号): 微软 (Microsoft) Office 2016专业增强版	型号(版本号): 金山 WPS Office 2016 专业增强版
<input type="button" value="购买"/>	<input type="button" value="购买"/>	<input type="button" value="购买"/>	<input type="button" value="购买"/>

数据来源: 东北证券, 中央国家机关政府采购中心

其七, 金山办公是国内 UOF 中文格式标准的制定者。目前国际上文档格式标准主要有 UOF、OOXML 和 ODF, 其中 UOF 是一种基于 XML 语言的中文办公软件文档格式, 2002 年, 由红旗中文 2000、金山、永中、中标等国内办公软件企业以及中国科学院软件研究所等科研院所组成了中文办公软件工作组, 推出国产标准 UOF。2007 年 4 月, UOF 获批成为中国国家标准 GB/T20916-2007, 2007 年 9 月 1 日, UOF 作为国家标准开始全面实施。

此外, 早在 1996 年, 金山与微软达成共享协议, 通过中间层相互开放 WPS 格式和 DOC 格式, 使二者能够互读。因此金山与微软的兼容性不存在较大风险。

订阅与付费用户带来长期商业模式变革。WPS Office 移动版月度活跃用户数超过 1.87 亿。公司的商业模式主要分为办公软件产品使用授权、办公服务订阅和互联网广告推广三种。公司近 7 成的收入来自非传统使用授权业务。个人客户订阅在 WPS 端主要包括 WPS 会员 (含超级会员)、稻壳会员两类, 其中 WPS 会员服务主要是基于办公软件的功能型服务, 稻壳会员主要是提供稻壳儿云模板这种资源型服务, 超级会员既可享用 WPS 会员服务, 又可享受稻壳儿资源型服务。WPS 会员人数由 2016 年度的约 99 万人增长至 2018 年度的约 575 万人。稻壳儿拥有 800 万+免费办公模板, 1000 多种字体/图标/图表, 支持 PPT 智能排版, 会员人数由 2016 年度的约 106 万人增长至 2018 年度的约 357 万人。收费方面, WPS 会员的价格为每月 15 元 (超级会员为 30 元), 年费为每年 89 元 (超级会员为 179 元)。

传统场地授权模式将逐步减少。我们认为场地授权模式, 主要是针对 windows 环境下, 微软 office 办公软件实际已经广泛普及 (无论正版还是非正版) 的现实局面下, WPS 为了破局而采用的方案, 因原有的微软 office 实际使用成本极低, 因此采用场地授权模式, 以较低的价格满足原有用户的大规模替代需求, 但后续的 Linux 环境市场, 不会再面临微软 Office 的竞争挑战, 竞争格局改善标志着场地模式将不再是主流销售模式。



图 2: 个人客户订阅服务种类

	 注册用户	 WPS会员	 稻壳会员	 超级会员
纯净无广告	×	✓	✓	✓
文档修复	×	✓	×	✓
PDF转Word	×	无限次使用	×	无限次使用
PDF合并	×	无限次使用	×	无限次使用
PDF拆分	×	无限次使用	×	无限次使用
数据恢复	×	无限次使用	×	无限次使用
金山OCR识别工具	仅转3次	无限次使用	仅转3次	无限次使用
脑图-添加节点数	150个	300个	×	无限制使用
流程图-添加图形数	60个	200个	×	无限制使用
脑图-自定义主题风格	×	限3个	×	无限制使用

数据来源: 东北证券, 公司官网

**海外市场带来更大想象空间。**2016-2018 年, 公司海外地区总收入分别为 4,133.86 万元、4,439.46 万元及 6,317.91 万元, 目前公司海外业务暂时未推出付费服务, 包括云服务和稻壳儿资源服务都暂未推出, 仅有部分流量广告业务收入, 随着公司后续资金人员的到位, 海外布局的持续完善和海外用户使用习惯的形成, 预计全球市场拓展将给公司带来更大的想象空间。

**除了 WPS Office 流式软件, 金山办公持有的版式软件厂商数科网维 30% 股权值得关注。**版式市场, 中国有自主的 OFD 版式格式标准(可替换 PDF 格式标准), 主要参与者为福昕软件、数科网维、书生电子和点聚信息等, 其中以福昕软件和数科网维为两大主要厂商, 占据较大市场份额。

**数科网维是专业版式文档处理产品和技术服务提供商。**公司专注于版式技术研发和信息化应用十余年, 版式技术主要应用于电子公文、数字档案、电子证照、电子票据、数字出版等行业等领域。公司是 OFD 国家版式标准的主要编制单位之一, 也是党政机关电子公文标准规范等一系列国家电子文件相关标准的参编单位, 并基于我国自主 OFD 标准, 推出了一系列产品和解决方案。**产品包括 OFD 版式阅读软件、文件转换迁移系统、阅读安全增强系统、文档安全外带系统、网页请阅读系统等; 解决方案包括电子公文应用、电子档案应用、电子证照应用、文档防扩散应用, 主要适用于党政机关和企事业单位等公务应用。**

**金山办公持股 30%, 实现从流式文档向全方位覆盖流版签格式文档的业务布局。**2018 年 8 月 15 日, 金山办公通过认购数科网维新增注册资本 857 万元的方式持有数科网维 30% 的股权, 参股数科网维的目的在于金山办公通过投资数科网维布局 **OFD 国家标准, 业务从流式文档开拓到版式文档, 并与数科网维进行销售合作, 进一步拓展政府及金融客户。**金山办公代理数科网维产品, 与数科网维持续进行合作。冠群信息持有公司 37.52% 股份, 为公司控股方。公司引入金山办公(背后为金山软件)入股, 一方面可以借助金山办公的资本和技术进行产品的研发和创新, 另一方面, 可以实现公司业务在党政办公和海外市场的突破。

目前，在中央政府采购版式软件名录中，福昕产品价格 700 元/套左右，数科产品 545 元/套左右。其产品性能差别在于，两者除都具备版式文档阅读、格式转换、阅读安全增强、文档安全外带、无插件阅读等五大类功能和可无缝集成到电子公文、数字档案、电子证照、行业应用软件等信息系统中这些功能以外，福昕产品还支持朗读、离线文件加密封装、支持国产化 Linux 操作系统和定制化服务等。同类型的 Linux 系统下的版式软件，两者价格相差不大（福昕为 648 元/套，数科为 668 元/套）。

**盈利预测：**Linux 环境办公软件的需求，以及公司互联网付费用户的增加带来较大业绩弹性，海外业务拓展是未来潜力所在。预计 19-21 年，公司归母净利润为 3.52/8.20/12.01 亿元，EPS 为 0.76/1.78/2.61 元。公司在国产办公软件市场几乎处于垄断地位，业绩弹性好，给予公司估值一定溢价，给予公司 100-120 倍 PE，2020 年预计实现 8.20 亿元净利润，对应目标价 178.00-213.60 元，给予公司“买入”评级。

### 全球办公软件竞争格局一览：

从操作系统来看，在 Windows 操纵系统中，微软 Microsoft Office 在全球具有霸主地位，其次是 OpenOffice（1999 年由 Sun 公司开发，2010 年 Sun 公司被 Oracle 收购，2011 年 Oracle 将 OpenOffice 捐赠给 Apache 软件基金会）、Libre Office（Oracle 决定停止 OpenOffice 的开发时，文档基金会将其复制分发生生出 Libre Office，目前由文档基金会管理）、韩国的 Hancom Office、IBM Lotus Symphony 以及中国的金山 WPS Office、永中 Office、中标普华 Office 等。

在 MacOS 操纵系统中，以苹果 iWork、微软 Office 和 WPS Office 为主。

Linux 操纵系统中较为主流的办公软件产品是 Open Office，其他的如 K Office、LibreOffice、韩国 Hancom Office、IBM Lotus Symphony 以及国内的 WPS Office、永中 Office、中标普华 Office 等均支持 Linux 系统下运行。

在线办公市场中，以谷歌 G-Suite、Zoho 在线办公为代表，国内的腾讯 TIM、石墨文档等也在快速发展中。

移动办公市场，微软 Office、WPS Office、韩国 Polaris Office 和极速 Office 等均有一定量的使用群体，其中 WPS 的移动办公产品市场排名最高，WPS Office 移动版 2015 年成功入选“Google Play 年度最佳应用”和苹果发布的“2015 年 App Store 年度精选”，2019 年 3 月艾瑞 APP 国内指数排行中名列办公管理类 APP 第 1 位，目前，已覆盖全球超过 220 个国家和地区，并在全球 Google Play、中国 App Store 的办公软件应用中排名前列。

**表 4：国内外办公软件市场主要参与者**

	产品	产品介绍	厂商	支持系统
国内	MS Office	微软旗下办公软件，内含 Word、Excel、PowerPoint 等十几个组件，是目前功能最全，全球市占率最高的办公软件，最新版本为 2019 版。	微软	Windows/Mac、Android/iOS

	<b>Open Office</b>	与各主要办公软件套件兼容；完全开源、支持 42 种语言；是全球领先的跨平台、全功能、多语言、公开对象接口、可扩展文件格式的开源办公软件	Apache 基金会	Windows/Linux/Mac
	<b>Libre Office</b>	Open Office 办公套件的衍生版,相比 OpenOffice 增加数据导入和导出功能,能直接导入 PDF 文档、微软 Works、Lotus Word,支持主要的 OpenXML 格式。	文档基金会	Windows/Linux/Mac OS
	<b>Polaris Office</b>	韩国 INFRAWARE 公司推出的移动办公软件,内含文档、表格、幻灯片等常用组件;用户界面简洁直观、编辑工具和模板丰富,支持云存储和分享功能	一软公司 (韩国)	Windows/Mac、Andriod/iOS
	<b>G-Suite</b>	谷歌推出的一整套企业办公应用,可同步云端处理,内含文档、电子表格、演示文稿、绘图、表单等核心服务以及 Google+、环聊、Blogger 等附加服务。	谷歌	Windows/Web、Android/iOS
	<b>Hancom Office</b>	韩软公司开发的办公软件,支持微软的文件格式、ODF 文件、PDF 文件、*.HWP 文件等,在韩国市占率较高。	韩软公司 (韩国)	Windows/Mac/Linux、Andriod/iOS
	<b>苹果 iWork</b>	苹果为自身操作系统开发的办公软件,包括文档、电子表格和演示等组件;针对 Apple ID 用户推出云端在线网页版 iWork for iCloud。	苹果	MacOS、iOS
	<b>IBM Lotus Symphony</b>	内含文字、表格、幻灯片三个组件,采用 ODF 作为默认文档存储格式,兼容微软的 Office、OpenOffice、Lotus SmartSuite 及其他的文件格式。也能将文件、电子表格和简报转换成 PDF 文档。	IBM	Windows/linux、MacOS
	<b>KOffice</b>	支持 OASIS 开放文档文件格式,包含 KWord (Word)、KSpread (Excel)、KPresenter (PowerPoint) 和其他还有绘图以及数据库等组件。	开源	Linux
国内	<b>WPS Office</b>	国内党政机关覆盖率最高的办公软件,内含文档、表格、演示、PDF 等组件,可在 Windows、Linux、MacOS、Android、iOS 等众多主流操作平台上应用。	金山办公	Windows/Linux/Mac、Android/iOS
	<b>永中 Office</b>	国内自主研发,内含文字处理、电子表格和简报制作三大板块,兼容 MS Office 和 WPS Office;可提供桌面办公、移动办公、云办公和文档转换等服务。	江苏永中软件	Windows/Linux、Android
	<b>极速 Office</b>	北京海腾时代推出的一款轻快的 office 办公软件,支持极速写作、极速表格、极速演示的创建、编辑、阅读,界面简洁、流畅,兼容各种 Office 产品。	海腾时代科技	Windows、Andriod/iOS
	<b>中标普华 Office</b>	中标软件旗下办公软件产品,在审计、财税、工商等领域得到应用,分为普通版、教育版、藏文版等版本。	中标软件	Windows/Linux

数据来源:东北证券,各公司官网

支持本土办公基础软件厂商,韩国已有较好的示范案例。韩国自主桌面版办公产品为 **Hangul Office**,借助政府和民众的支持完成了民族办公软件产业的复兴。1998 年,亚洲金融危机,由于经营不善和软件盗版猖獗,Hancom 公司濒临破产。Hancom 为其最大竞争对手,微软欲向 Hancom 提供 2 千万美元支持,但条件是停止生产 Hangul。交易消息传出后,韩国人团结起来进行了一次全国性的热烈抗议,并通过全国性的拯救活动筹集了 1 千多万美元助其渡过难关,Hancom 的软件盗版问题也成为全国关注的焦点,韩国人开始向 Hancom 的软件付费。同时,韩国政府开始大量采购 Hancom Office 产品,在全国广泛推广韩文书面语言,并在韩国国内制定了专门针对考核 Hangul 系列软件使用能力的资格证书。在移动端办公软件市场,韩国 INFRAWARE 公司(韩国一软)2010 年开始发布 Polaris Office 产品。目前韩国

是世界上仍然拒绝广泛采用微软办公套件的少数几个国家之一，特别是在政府部门，在许多韩国公司中，Microsoft Word 和 Hangu 相互并用。

## 2. 中国最早的 IT 企业之一，涅槃重生为基础办公软件龙头

### 2.1. 辉煌历程：中国最早的 IT 企业之一，WPS 涅槃重生

金山办公上市前是金山软件的下属部门，其发展历程可以总结为四个阶段：

**第一阶段：1973-1995 年，金山软件创立，求伯君加入后推出的 WPS 迅速占领国内市场。**金山软件的前身是张铠卿于 1973 年创办的香港金山公司，主要经营 IT 芯片、兼容机组装与销售业务；1980 年，张铠卿之子张旋龙接管公司；1988 年，年仅 24 岁的求伯君应张旋龙邀请加入香港金山公司，并在 1 年后独自开发出 WPS 1.0 版本，市场占有率一度超过 90%；1992 年，雷军加入金山，“金山铁三角”，即求伯君、张旋龙、雷军齐聚金山；1993 年，张旋龙将软件业务拆分出来，珠海金山电脑有限公司成立，作为香港金山公司的子公司，由求伯君运作；1995 年，香港金山被北大方正收购，珠海金山开始正式独立运作。1992 年-1995 年，金山认为相比于 DOS（磁盘操作系统），Windows 是未来软件的方向，因此付出 3 年时间研发基于 Windows 的办公系统《盘古软件》，但惨遭失败。整体来看，1988 年-1995 年，金山主要通过销售各种版本的 WPS 取得重大成功。

**第二阶段：1996 年-2001 年，前有微软，后有盗版，金山面临压力被迫多元化发展。**1994 年，微软进入中国市场，并推出了 Word 4.0，而金山出于战略失误于 1996 年与微软开放了 WPS 格式和 DOC 格式互读，微软在 1996 年正式发布中文版 Windows95 和配套捆绑销售的 Office 产品，迅速抢占 WPS 的市场份额。另一方面，1996 年，光驱的出现使得中国软件市场上盗版开始横行，许多软件公司多年技术积累被盗版打垮。1996 年，金山不得不谋求多元化发展，发布了第一款商业游戏《中关村启示录》以及影音播放软件金山影霸；1997 年，金山陆续发布 RPG 电脑游戏《剑侠情缘》、词典软件《金山词霸》和 WPS 97；1999 年，金山发布了 WPS 2000，但效果并不理想，微软 Office 系列已逐渐成为办公软件的标准。

**第三阶段：2002 年-2007 年，政府采购及免费策略使得 WPS 业务改善，金山软件成功上市。**2002 年，金山决定重写 WPS 底层代码，以便和 Office 高度兼容，并于当年发布了 WPS Office2002，宣告突破微软格式壁垒的成功；2003 年，政府采购法实施，金山 WPS 占据政府采购 56% 的份额，获得了几乎全部省级政府的采购订单。2005 年，WPS Office2005 正式发布，对个人用户免费，免费策略开始启动。2006 年，金山全面进军企业级市场，签下中国农业银行的千万大单。2007 年，公司在香港交易所上市，雷军随后离开金山选择创业。

**第四阶段：2008 年-2018 年，雷军回归，金山全面拥抱移动互联网、云计算等新技术，并率先研发移动端 WPS。**金山软件上市 3 年后，遇到一系列经营问题，雷军于 2011 年回归金山，担任金山软件董事会主席，提出关停并转，突出主业，并实行“包产到户”，将权力下放到子公司，金山办公由时任金山软件副总裁、WPS 事业部总经理葛珂负责。2011 年，葛珂开发出第一款针对 Android 用户的移动 Office 产品，领先微软两年时间，并延续了其一贯的免费路线，用户高速增长。2012 年，金山云

成立，金山正式进军云计算，其后将云技术与 WPS 结合，推出云服务，进一步增加产品优势。2013 年，WPS 推出会员服务，“WPS 在线模板”平台升级为稻壳儿（Docer）。2019 年，金山办公申请科创板上市。

**表 5: 金山办公大事记**

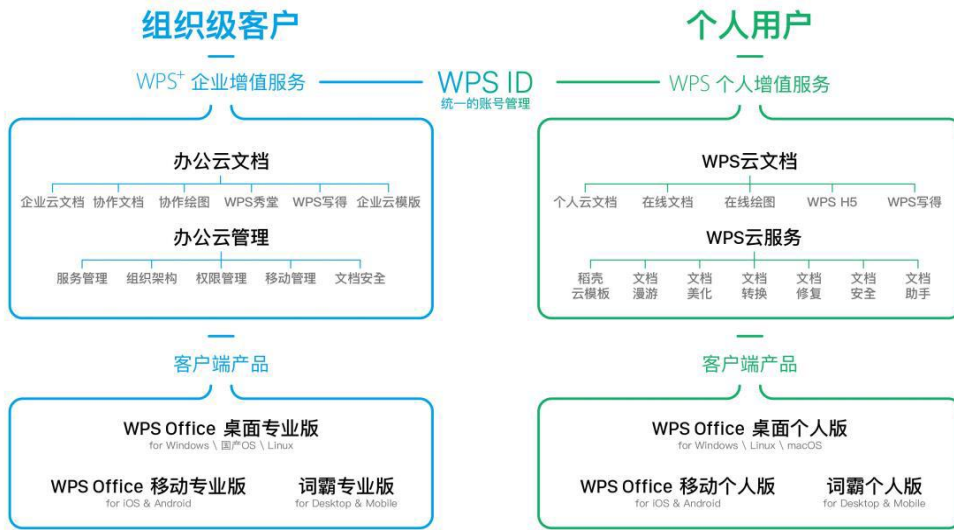
阶段	时间	事件
迅速占领国内市场	1989 年	经求伯君的研发，WPS1.0 正式发布并占据中国办公软件市场主要份额
	1992 年	雷军正式加盟金山，牵头成立金山北京开发部
	1993 年	张旋龙将软件业务拆分，并交由求伯君运作
由盛转衰	1995 年	基于 Windows 的《盘古软件》遭遇失败
	1996 年	DOS 版 WPS 被 MS Office95 终结，金山几乎倒闭，开始多元化经营
	1997 年	发布 WPS 97
	1998 年	联想集团以 450 万美元入股金山公司成为大股东，公司重组，雷军出任首席执行官
转型发展： 免费策略+ 政府采购	1999 年	发布 WPS 2000，但效果并不理想，彼时微软 Office 系列已逐渐成为办公软件的标准
	2002 年	重写 WPS 底层代码，和 Office 高度兼容，并发布 WPS Office2002，成功突破微软格式壁垒
	2003 年	政府采购法实施，金山 WPS 占据政府采购 56% 的份额，获得了几乎全部省级政府采购订单
	2004 年	金山调整业务架构，确立数字娱乐、 <b>办公软件</b> 和电子政务、信息安全和工具软件三大事业群
	2005 年	WPS Office2005 正式发布，对个人用户免费，免费策略开始启动
全面发展： 移动互联网、 云服务等	2006 年	金山全面进军企业级市场，签下中国农业银行的千万大单
	2007 年	金山软件在香港交易所上市
	2011 年	腾讯以 8.92 亿港元入股金山软件，获得 15.68% 权益，雷军任金山软件董事长；率先推出移动版 WPS
	2012 年	金山云成立
	2013 年	WPS 推出会员服务
	2019 年	金山办公申请科创板上市

数据来源：东北证券，公司官网

## 2.2. X86 环境：WPS 办公软件的市占率超 40%，央企覆盖率超 85%

公司产品主要包括 WPS Office 办公软件和金山词霸等，可在 Windows、Linux、MacOS、Android、iOS 等众多主流操作平台上应用，并基于办公应用场景开发各类办公增值服务。WPS Office 办公软件是公司的核心产品，包括 WPS Office 桌面版及 WPS Office 移动版，并针对组织级客户和个人用户推出不同版本，其主要组件包括 WPS 文字、WPS 表格、WPS 演示和 PDF 阅读（相比于微软 Office 的特色功能）。

图 3: 金山办公主要产品及服务矩阵图



数据来源: 东北证券, 招股说明书

具体来看, 公司的 WPS Office 产品可以分为桌面版和移动版, 桌面版可在主流的 Windows、MacOS、Linux 操纵系统上运行, 且 WPS Office Windows 版和移动版还分为个人版和专业版, 产品线丰富。

表 6: 公司主要产品情况

产品分类		主要功能及特点	
WPS Office 办公软件产品	WPS Office 桌面版	WPS Office Windows 个人版	体积小、易操作、特色功能丰富、个性化界面风格
	WPS Office 桌面版	WPS Office Windows 专业版	针对组织级客户, 拥有强大的系统集成能力; 高兼容的二次开发体系、支持 XML 标准、支持版式文档、文档安全
	WPS Office 桌面版	WPS Office Linux 版	基于国产整机平台研发的办公应用软件; 支持国产芯片、操作系统, 及 Ubuntu、RedHat、Fedora 等其他主流 Linux 操作系统平台; 支持多平台适配、定制二次开发体系、支持国家标准、安全功能增强
	WPS Office 桌面版	WPS Office Mac 版	基于苹果桌面操作系统 Mac 平台研发的办公应用软件, 支持苹果桌面操作系统设备; 产品兼容性强、安全性高
	WPS Office 移动版	WPS Office 移动个人版	文档格式兼容性高 (支持 OOXML、PDF、HTML 等 50 多种文档格式)、丰富的特色功能、移动端定制优化、移动设备阅读体验优化
WPS Office 移动版	WPS Office 移动专业版	企业个性化定制、系统兼容性强、文档安全性高	
金山词霸		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; 涵盖数量众多的权威词典、支持屏幕取词等	

数据来源: 东北证券, 招股说明书

服务方面, 公司主要提供办公增值服务以及互联网广告推广服务。办公增值服务主

要包括企业办公增值服务和个人办公增值服务；互联网广告推广服务主要以产品为载体，通过多种展示形式，为各类广告客户提供广告营销服务。

**表 7: 公司主要服务情况**

服务分类		主要功能及特点	
办公增值 服务	个人办公增值服务	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	
	企业办公增值服务	为组织级客户提供专业级产品、企业办公云服务及办公解决方案，如 WPS+企业云服务、文档安全等	
互联网广告 推广服务 （“免费+广 告”方式）	按广告计费 方式分类	CPS	按照用户的消费金额收费
		CPT	按照广告投放时间收费
		CPA	按照效果（如注册客户主网站账号）收费
		CPC	按照用户点击数量收费
	按展示方式 分类	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	为客户提供做任务赚稻米，用来购买稻壳儿云模板和会员服务		

数据来源：东北证券，招股说明书

从产品版本更新周期来看，平均每三年迭代一个版本，公司最新版本是 2018 年推出的 WPS Office 2019 版，在线服务业务比例相比 2016 版较大，用户下载量、版本增值服务功能增多，且 2019 版服务内容增加。

**表 8: 公司主要 WPS Office 产品的技术升级**

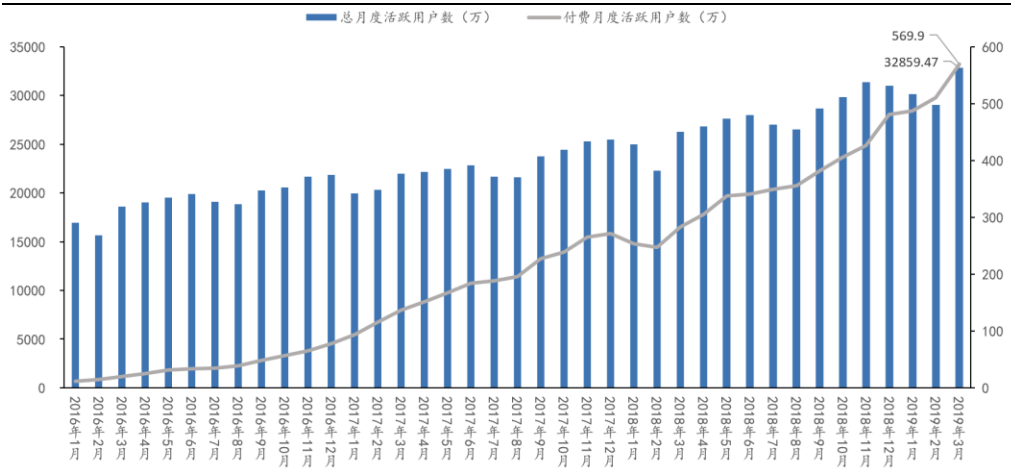
类别	版本	产品介绍
WPS Office Windows 版	WPS Office 2013	利用 WPS V9 新内核引擎技术，针对底层核心模块全面重构和升级。个人版增加新的功能接口，整合办公云文档、稻壳儿云模板等增值类功能组件
	WPS Office 2016	WPS V10 核心引擎，办公文档多端网络分享实现技术、快速缓存、全平台推送技术和智能美化技术等多种专项技术，并增强了用户网络化办公应用服务体验
	WPS Office 2019	2018 年 7 月发布了，拥有全新的用户交互界面，在用户场景分析、文档创作习惯、数据分享交流等方面进行了较大创新，同时为用户提供了更多的文档编辑服务
WPS Office Linux 版	WPS Office for Linux	2014 年 8 月发布，面向国产整机平台和国产操作系统进行了深度适配，并可结合国内政府和企业的办公特色要求进行定制优化
	WPS Office Linux 2016	2016 年开始销售，应用 WPS V10 核心引擎，利用快速缓存等多种专项技术，加深了与国产操作系统的适配度，并增强了用户应用体验
	WPS Office Linux 2019	将在 Windows 平台上的云服务模块，快速移植到 Linux 平台上，并将账号系统与多平台进行整合，让用户可以通过多种客户端进行文档创作和协同分享
WPS Office Mac 版	WPS Office Mac 版 2019	2018 年推出，填补了国产办公软件在 MacOS 平台的空白，拥有与 Windows 平台版本一致的操作界面
WPS Office 移 动版	——	屏幕的阅读模式；利用手机语音通讯能力，与移动共享技术结合，让手机成为移动会议室；利用 AI 智能识别技术，使用户方便地提取和翻译内容，提升创作体验

数据来源：东北证券，招股说明书

MAU 增速显著，WPS 办公软件的市占率超 40%，央企覆盖率超 85%。2019 年 3 月，公司主要产品月度活跃用户数（MAU）超过 3.28 亿，付费用户 MAU 为 569.9 万，其中 WPS Office 桌面版月度活跃用户数超过 1.32 亿，领先其他国产办公软件；

WPS Office 移动版月度活跃用户数超过 1.87 亿；公司其他产品（如金山词霸等）月度活跃用户数接近 0.10 亿。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，WPS 已服务 69 家，比例达 57.50%；国内 96 家央企中，WPS 所服务的客户已达 82 家，比例达 85.41%；在金融行业，全国五大国有商业银行均为其客户，12 家全国性股份制商业银行中，WPS 所服务的客户已达 11 家，比例达 91.67%。按照公司 WPS 注册用户总量 2.80 亿计算，公司 WPS 办公软件用户占 2018 年国内办公市场用户总规模的 42.75%。

图 4: 金山办公主要产品月度活跃用户数 (MAU)



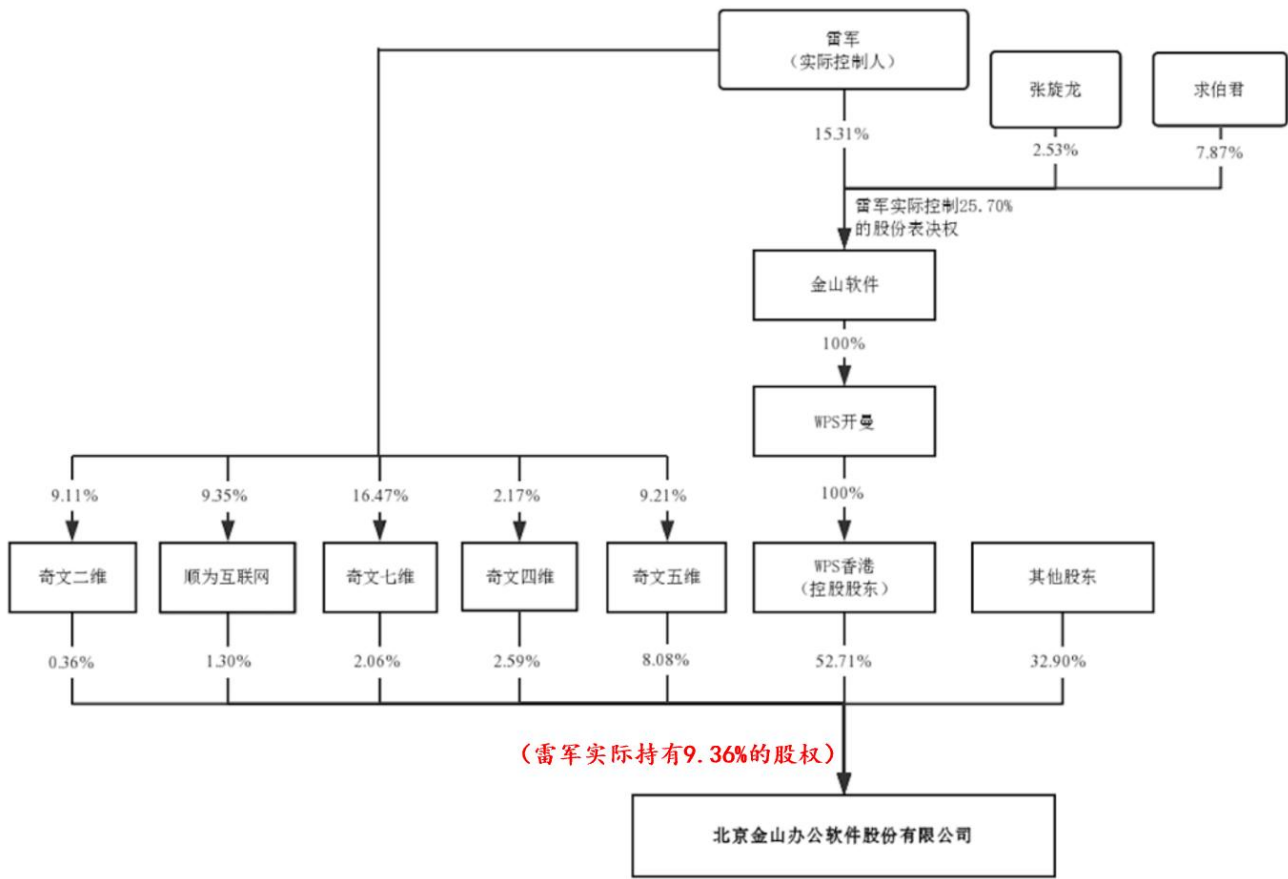
数据来源：东北证券，招股说明书

### 2.3. 雷军实际持股 9.36%，为公司的实际控制人

雷军实际持股 9.36%，为公司的实际控制人。截至 2019 年 11 月 13 日，公司第一大股东为 WPS 香港，持有公司 52.71% 的股权，金山软件通过 WPS 开曼全资持有 WPS 香港，因此金山软件实际持有金山办公 52.71% 的股权，为公司实际大股东。目前，公司实际控制人为雷军先生，但未直接持有公司股权，通过金山软件及其他间接持股 9.36%。雷军、求伯君和张旋龙分别持有金山软件 15.31%、7.87% 和 2.53% 的股权，且求伯君和张旋龙为雷军一致行动人，因此雷军共控制金山软件 25.70% 的股份表决权。此外，雷军通过奇文二维、顺为互联网等间接持有金山办公 1.29% 的股权，再加上通过金山软件持有的股份，雷军合计持有金山办公 9.36% 的股权。



图 5: 金山办公股权结构 (发行后)



数据来源: 东北证券, 招股说明书

**葛珂任金山办公董事长兼总经理。**1999年, 葛珂加入金山, 之后历任金山软件副总裁、WPS 事业部总经理、OAG 办公软件及电子政务业务群总经理、金山软件高级副总裁、金山办公董事长兼总经理等职务, 目前全面管理办公软件海内外业务、金山词霸以及向移动互联网转型的整体运作。

**章庆元任金山办公董事兼副总经理。**2000年起, 章庆元就职于金山软件, 从事 WPS 的研发, 历任金山软件 WPS 事业部技术总监、珠海金山办公高级副总裁兼首席技术官。他曾带领团队开发 WPS 2005、2007、2009 及系列相关产品, 并领导 WPS 转型互联网业务, 推出基于云存储的“金山快盘”、移动版 WPS Office 等产品, 受到市场好评。

表 9: 金山办公高管团队

姓名	职务	个人简历
葛珂	董事长, 董事, 总经理	1999 年加盟金山, 凭借着出色的工作能力和突出的工作业绩成为金山最年轻的副总裁, 并开始执掌 WPS 这杆民族软件大旗。现任金山软件副总裁, 金山办公软件 CEO。
雷军	董事	雷军作为中国互联网代表人物及全球年度电子商务创新领袖人物, 现任小米科技有限责任公司董事长兼首席执行官, 北京金山软件有限公司董事长。
刘伟	董事	2000 年加盟金山软件, 历任项目经理, 人力资源总监, 西山居人力副总裁等职, 并于 2012 年担任金山软件集团助理总裁, 2013 年升任金山软件集团副总裁兼董事长助理, 2016 年升任金山软件高级副总裁兼董事长特别助理。

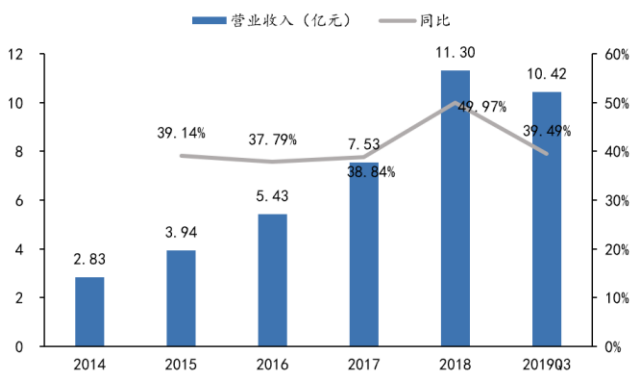
求伯君	董事	1998年起至今就职于金山软件，专职开发 WPS 1.0，自 2008 年担任金山软件首席执行官，并于 2011 年辞任，目前，求伯君先生担任发行人董事。
章庆元	董事，副总经理，首席运营官	2000 年 2 月加盟金山软件，是 WPS 办公软件第六代研发程序员的领军人士，2007 年，章庆元主持研发的 WPS2005 荣获中国通用软件产品最高荣誉。2009 年，章庆元曾牵头申报国家核高基重点项目并成功获得核高基专项支持。
邹涛	董事	1998 年起至今就职于金山软件，现任金山软件执行董事及首席执行官，邹涛先生同时担任金山软件其他附属公司的董事。目前，邹涛先生担任公司董事。
肖玢	副总经理	2003 年至今，历任销售经理，销售总监，副总裁，负责企业和政府业务。
毕晓存	副总经理	2005 年，加入金山软件 WPS 测试中心；2009 年任测试总监，负责 WPS 产品质量保障工作；2011 年任运营总监，负责 WPS 用户推广以及互联网增值业务工作；目前全面负责互联网软件增值业务商业化运营工作。2017 年 5 月至今，担任副总经理。
姜志强	副总经理	2002 年就职北京金山软件；2002 年至 2008 年，陆续担任销售经理，战略合作经理，北方区销售总监等；从 2013 年至今，主要职责是参与公司市场策略和发展规划的制定与实施，并管理销售团队。2017 年 5 月至今，担任副总经理。
宋涛	副总经理，财务负责人，董事会秘书	2011 年至 2017 年 1 月，担任小米通讯技术有限公司董事长特别助理，公共事务部总经理，国际战略部部长，投资部副总裁；现担任发行人董事会秘书兼财务负责人和副总经理。

数据来源：东北证券，招股说明书

## 2.4. 营收快速增长，研发费用率超过 35%

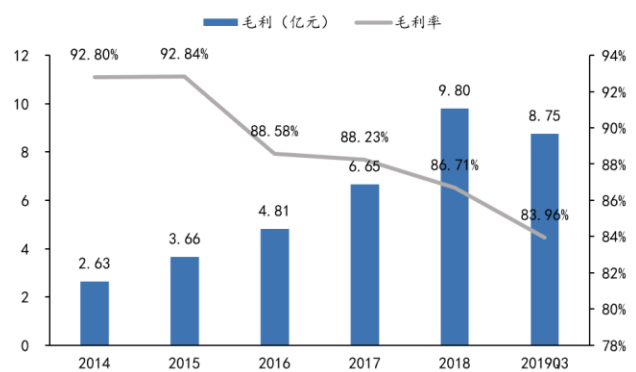
**营收快速增长，毛利率略有下降。**2018 年，公司实现营收 11.30 亿元，同比增长 49.97%，实现毛利 9.80 亿元，毛利率为 86.71%；2019Q3 实现营收 10.42 亿元，毛利为 8.75 亿元，毛利率为 83.96%。毛利率不断下降原因主要在于低毛利率业务办公服务订阅收入占比不断提升，截至 2019Q1 办公服务订阅收入占比达 45.79%，较 2018 年底提升了 11 个百分点；同时，互联网广告推广服务收入毛利率的下降，2019Q1 互联网广告业务毛利率为 75.27%，较 2018 年底下降了 8 个百分点，使得整体综合毛利率下降。

图 6: 金山办公营收及同比



数据来源：东北证券，Wind

图 7: 金山办公毛利及毛利率



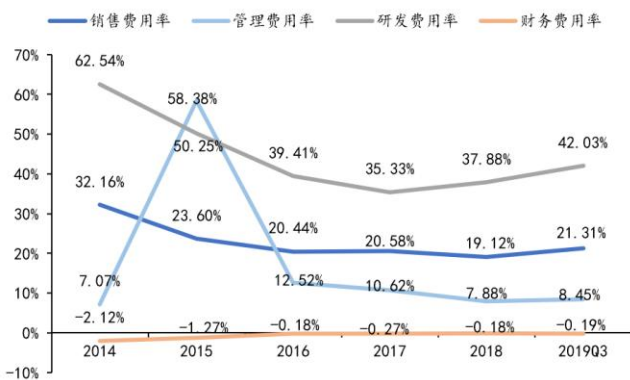
数据来源：东北证券，Wind

**研发费用率方面**，2019Q3 研发费用为 4.38 亿元，同比增长 54.23%，研发费用率为 42.03%，研发费用的增加带来产品的不断优化和用户体验的良性反馈。**管理费用方面**，由于公司研发开支全部费用化，我们对之前的研发费用和管理费用按照新会计

准则做追溯调整，即将研发费用从管理费用中分拆出来，得到 2015 年实际管理费用为 2.30 亿元，管理费用率为 58.38%，远高于其他年份，原因在于公司自 2012 年 7 月至 2015 年 10 月期间内，在境外分别通过 CPY 信托计划和 WPS 控股对部分员工和管理层成员实行股权激励，在 2015 年 11 月通过境内 N 维持股平台间接授予公司限制性股份，并于 2015 年一次性确认全部股份支付费用，计入当期管理费用和资本公积，使得当年管理费用大幅提升。

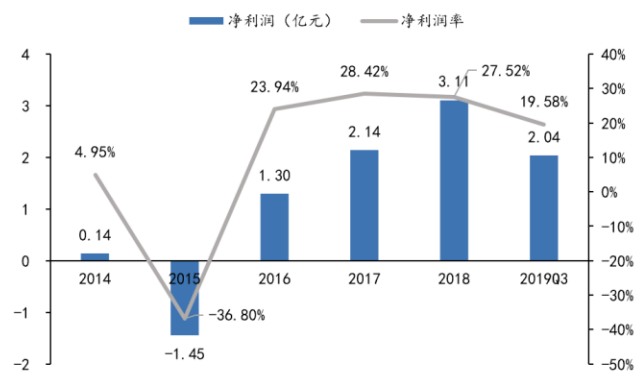
2018 年，公司实现净利润 3.11 亿元，同比增长 44.94%，净利润率为 27.52%；2019Q3 实现净利润 2.04 亿元，同比下降 2.51%，主要是由于研发投入的大幅增加使得前三季度净利润较去年同期有所下降。

图 8: 金山办公四大费用率



数据来源：东北证券，Wind

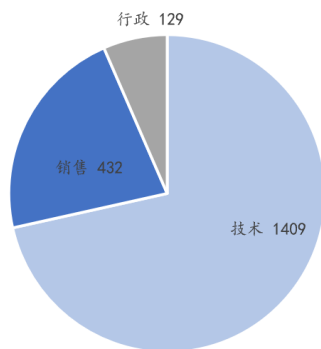
图 9: 金山办公净利润及净利润率



数据来源：东北证券，Wind

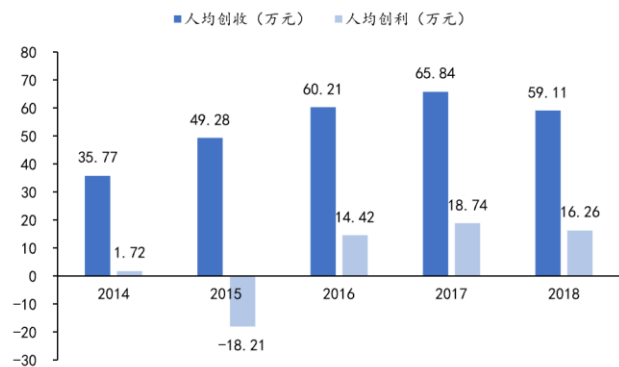
员工人数大幅增加，技术人员占比超 70%，人均创收略有下降。2018 年，公司全部员工数量达 1911，较上年的 1144 人，增加了 67.05%，其中技术员工人数为 1408 人，占比达 73.68%；2019Q1，公司所有员工人数为 1970 人，技术人员为 1409 人。人均创收和创利方面，2018 年，公司人均创收为 59.11 万元，人均创利为 16.26 万元，较上年均有所下降，主要原因在于 2018 年员工人数大幅增长。

图 10: 2019Q1 年金山办公人员构成



数据来源：东北证券，Wind

图 11: 金山办公人均收入、净利润等



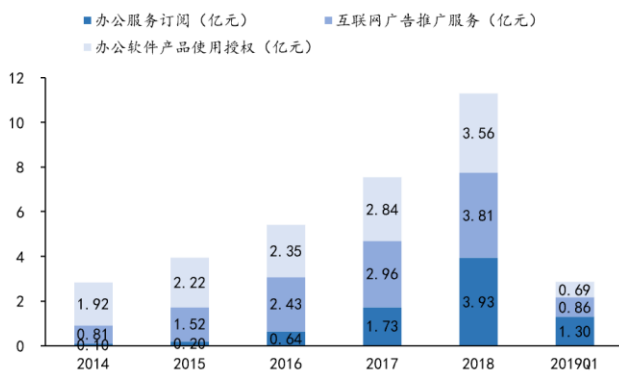
数据来源：东北证券，Wind

### 3. 订阅与付费用户带来长期商业模式变革，场地授权模式将逐步减少

### 3.1. 由提供工具产品向应用服务转型，近 7 成的收入来自非传统使用授权业务

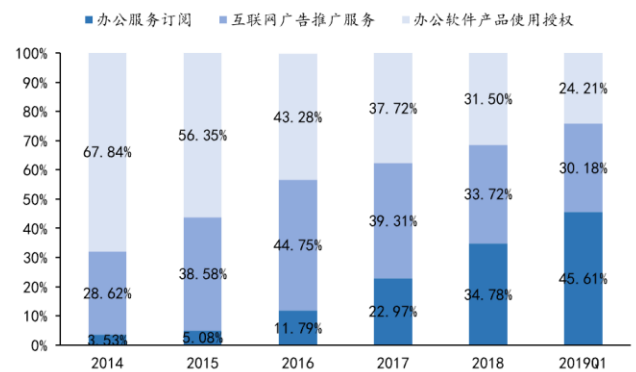
由提供工具产品向应用服务转型，公司近 7 成的收入来自非传统使用授权业务。公司的商业模式主要分为办公软件产品使用授权、办公服务订阅和互联网广告推广三种。2014 年到 2018 年，公司开始由提供工具产品向应用服务转型并不断培养客户的付费习惯，在保证办公软件产品使用授权的收入稳定增长情况下，付费客户的持续增加促使办公服务订阅的收入呈现快速增长趋势，由 2014 年的 0.1 亿元大幅增长至 2018 年的 3.93 亿元，营收占比达 34.78%，2019Q1 收入占比达 45.77%，成为公司第一大收入来源。2018 年，公司共实现营业收入 11.30 亿元，其中，办公服务订阅收入和互联网广告推广服务收入占比分别为 34.78% 和 33.72%，合计占比达到 68.50%，即公司近 7 成的收入来自非传统使用授权业务。

图 12: 金山办公三大主营业务收入情况



数据来源：东北证券，Wind

图 13: 金山办公三大主营业务收入占比



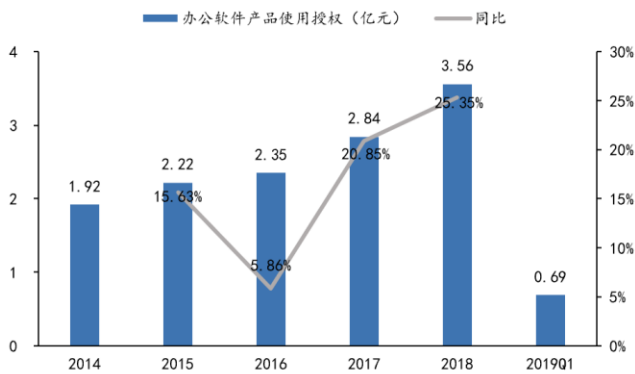
数据来源：东北证券，Wind

### 3.2. 授权模式收入稳定增长，传统场地授权模式将逐步减少

公司针对不同规模的组织级客户提供数量授权和场地授权服务。数量授权主要针对软件订购数量较少的中小型机构客户，通常授予某一版本的软件使用权，按照授权数量进行收费。场地授权针对对软件需求数量较大的大型客户，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，授权年限通常为 1-5 年，根据授权年限、版本情况和最终转为终身授权数量，收取费用，通常价格在几十万到上百万不等。

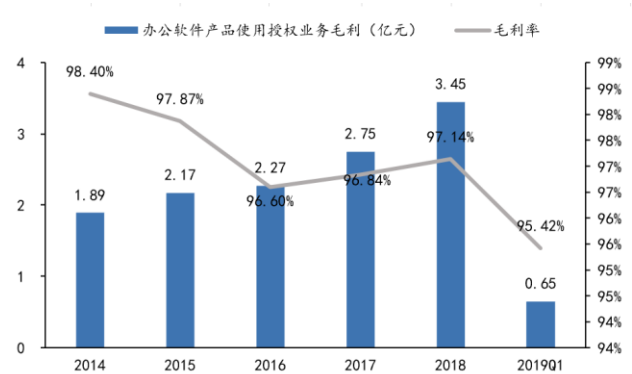
办公产品使用授权收入增速提升，毛利率保持平稳且超过 95%。2018 年，公司办公产品使用授权业务实现收入 3.56 亿元，同比增长 25.35%；毛利为 3.45 亿元，毛利率高达 97.14%；2019Q1，公司办公产品使用授权业务实现收入 0.69 亿元，毛利为 0.65 亿元，毛利率为 95.42%。

图 14: 办公产品使用授权业务营收及同比



数据来源: 东北证券, Wind

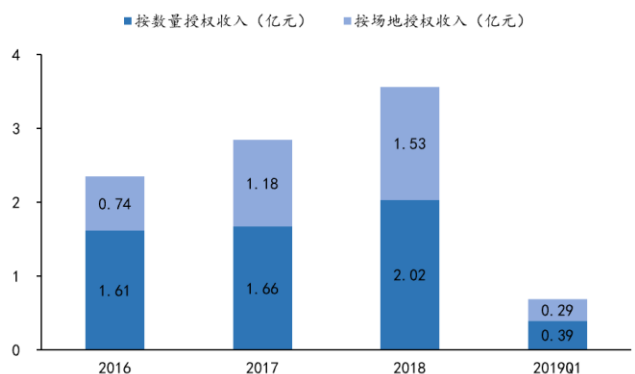
图 15: 办公产品使用授权业务毛利及毛利率



数据来源: 东北证券, Wind

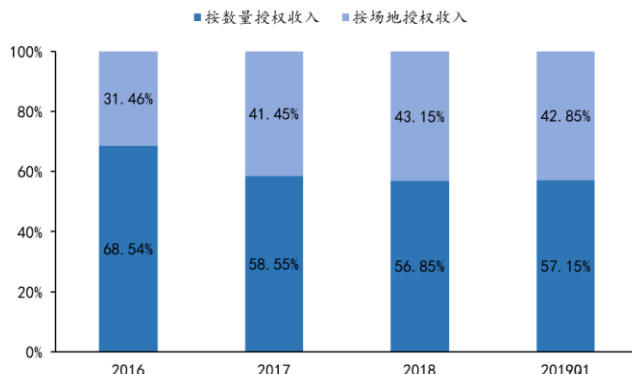
办公产品授权业务收入结构保持稳定, 按数量授权贡献收入超 57%。公司 2018 年办公产品授权业务营收 3.55 亿元, 其中按数量授权收入 2.02 亿元, 占比 56.85%; 按场地授权收入 1.53 亿元, 收入占比为 43.15%。2019Q1, 按数量授权收入 0.39 亿元, 占比 57.15%, 按场地授权 0.29 亿元, 占比 42.85%, 相较 2018 年底收入占比略有下降。整体来看, 办公产品收入业务收入结构保持稳定, 其中, 按数量授权贡献大部分的收入。

图 16: 办公产品使用授权业务营收拆分



数据来源: 东北证券, Wind

图 17: 办公产品使用授权业务营收结构



数据来源: 东北证券, Wind

2016 年至 2018 年及 2019 年 1-3 月, 公司共销售标准版本数量授权 40.82 万套、49.00 万套、57.02 万套及 10.92 万套 (不含场地授权, 其中标准版本收入总额占数量授权收入总额的 80.17%、86.86%、88.37% 及 80.31%)。

表 10: 政府机构采购 WPS Office 正版软件按数量授权情况 (不完全统计)

时间	采购单位	数量 (套)	单价 (元)	总价 (万元)	产品版本
2017/03	江西省公安厅移动协同办公系统及专用平板电脑采购项目	1100	190	20.9	WPS 移动专业版
2017/07	秦安县人民检察院办案办公计算机及软件采购项目	63	800	5.04	WPS 专业版
2017/09	天津市高级人民法院机关-天津市	5000	970	485	WPS Office 2016 专业增强

	高级人民法院办公套件项目				版
2017/09	宁县人民检察院正版软件购置项目	50	695	3.48	WPS Office2013 专业版
2017/12	甘肃省发展和改革委员会软件正版化政府采购项目	320	450	14.4	WPS 2016 专业版
2018/12	广西科文招标有限公司巴马瑶族自治县智慧云政务办公平台	30	1300	3.90	WPS Office 移动增强专业版
2019/03	宁波国家高新技术产业开发区招商局关于金山 WPS 的协议供货采购	20	549	1.10	WPS Office 2016 专业版
2019/07	全民健康保障信息化工程一期项目第七批软硬件采购项目	200	800	16	WPS 专业增强版
2019/08	广州市社会保障卡服务中心	27	945	2.55	WPS Office 2019 政务版
2019/08	广州市交通运输局	20	980	1.96	WPS Office 2019 政务版
2019/07	广州市政府系统培训中心	18	945	1.70	WPS Office 2019 政务版
2019/07	南宁市科学技术局	25	1768	4.42	WPS Office 2019 专业增强版
2019/07	南宁市环境宣传教育中心	16	1250	2.00	WPS Office 2019 专业版
2019/07	南宁市环境应急与事故调查中心	34	1300	4.42	WPS Office 2019 专业版
2019/05	广州市白云山风景名胜区管理局	16	940	1.51	WPS Office 2016 政务版

数据来源：东北证券，中国政府采购网，招标网

从政府机构订单来看，采购的 WPS Office 产品主要为桌面版和移动版。**桌面版主要分为政务版、专业版和专业增强版**，其中政务版主要是面向政府办公用户，内含专用的政府电子公文模板、保密版和公务流程等，且提供二次开发还有一些特定的功能和文件模板；专业版功能主要包括内置云办公，云、端同步，多人协作兼容等；专业增强版，是在专业版基础增加了 VBA 组件，可以实现对宏的编辑，增加如 PDF 等版式软件的功能。**移动版分为专业版和专业增强版**，移动专业版主要供智能平板等场景使用，增强版则在此基础上提供文档安全相关的加密、权限、水印、溯源等服务。

表 11: 政府机构用户采用数量授权模式采购 WPS Office 大致均价

	版本	单价 (元/套)	版本介绍
桌面版	WPS Office 2016 专业版	450-550	V10 使用授权，WPS 文字、表格、演示等功能，内置云办公，云、端同步，多人协作兼容 24 种格式，加密技术。
	WPS Office 2016 专业增强版	970	相比专业版增加了 VBA 组件，可以实现对宏的编辑，并增加了版式软件集成，如国产数维网科版式软件。
	WPS Office 2016 政务版	940	提供二次开发还有一些特定的功能和文件模板及保密版。
	WPS Office 2019 专业版	1300	相比 2016 版，增加内置的 PDF 阅读工具，丰富了各个文档中的模板、内置的网页浏览器等多项功能，新增皮肤功能，支持多人多设备使用和账号共享，全面兼容微软 Office97-2016 格式。
	WPS Office 2019 专业增强版	1700	相比 2016 增强版，新增流程图、思维导图、便签、PDF 等功能，用户可体验一站式办公，不用在应用中来回切换，提供工作效率。
	WPS Office 2019 政务版	940-980	提供二次开发还有一些特定的功能和文件模板及保密版。
移动版	WPS 移动专业版	190	供智能平板等场景使用。
	WPS Office 移动增强专	1300	最新版本提供文档安全相关的加密、权限、水印、溯源等解决方案。

业版

数据来源：东北证券，中国政府采购网，招标网

**场地授权到期后通常会根据合约预定数量产品转为终身授权，折算为终身授权后单价约为 500 元。**由于场地授权基于客户个体差异以及商务谈判等综合确定合同金额，未明确具体数量及单价，我们以上海市普陀区政府采购 WPS 项目为例，普陀区于 2011 年、2014 年和 2016 年通过金山软件上海总代理商（上海佑卓信息科技有限公司）单一来源分别采购金山 WPS Office 专业版办公软件 4000 套场地授权。2016 年的采购价格为 50.48 万元。其中，2011 年采购了 4000 套场地授权三年，到期后转正式终身授权 1500 套；2014 年和 2016 年分别通过采购 4000 套场地授权一年，到期后转正式终身授权 800 套和 880 套；2017 年 2 月再次采购正版金山 WPS Office 办公软件场地授权 4000 套，授权 1 年，到期后转为正式终身授权 850 套、100 张金山 WPS 企业版光盘和组织两场软件应用培训。按照 2017 年普陀区采购金山 WPS Office 办公软件项目的支出为 50 万元计算，按 850 套终身授权，单价为 588 元/套。

**表 12: 政府机构采购 WPS Office 正版软件场地授权情况（不完全统计）**

时间	采购单位	费用（万元）	年限
2017/02	关于普陀区 2017 年金山 WPS Office 办公软件采购项目	50.00	1
2017/09	河南省机场集团有限公司 WPS Office 软件场地授权采购项目	81.88	-
2018/01	汕尾市文化广电新闻出版局汕尾市机关金山 WPS 办公软件购置项目	59.50	3
2018/07	武汉市文化局金山 WPS 软件使用许可权购置合同	266.00	1
2018/09	邯郸市文化广电新闻出版局机关金山 WPS Office 办公软件场地授权服务项目（二次）	269.00	-
2018/10	佛山市政府机关 WPS Office 2016 专业版办公软件使用许可权购置	140.00	3
2019/01	万州区金山 WPS Office 专业版办公软件场地授权（续费）单一来源采购	84.60	-
2019/07	凉山农村商业银行股份有限公司金山 WPS 办公软件场地授权采购项目	64.60	3

数据来源：东北证券，中国政府采购网，招标网

我们认为场地授权模式，主要是针对 windows 环境下，微软 Office 办公软件实际已经广泛普及（无论正版还是非正版）的现实局面下，WPS 为了破局而采用的方案，因原有的微软 Office 实际使用成本极低，因此采用场地授权模式，以较低的价格满足原用户的大规模替代需求，但后续的 Linux 环境市场，不会再面临微软 Office 的竞争挑战，而新采购电脑的新市场中，场地授权模式将很难继续出现。

### 3.3. 个人客户订阅业务快速发展，等待大型机构订阅出现规模效应

#### 3.3.1. 办公服务订阅业务收入高速增长，毛利率持续提升

办公服务订阅分为个人客户订阅和机构客户订阅。个人客户订阅主要是提供个人会员服务，主要包括 WPS 和金山词霸。在 WPS 端主要包括 WPS 会员（含超级会员）、稻壳会员两类，其中 WPS 会员服务主要是基于办公软件的功能型服务，稻壳会员主要是提供稻壳儿云模板这种资源型服务，超级会员既可享受 WPS 会员服务，又可享受稻壳儿资源型服务。此外，WPS 还提供精品会员课，年费 698 元，包括在线课程、电子书等内容。机构客户订阅主要定位是根据客户需求提供定制化服务，希望机构用户从传统的授权模式逐步过渡到“办公产品使用授权+办公订阅”的双模式。

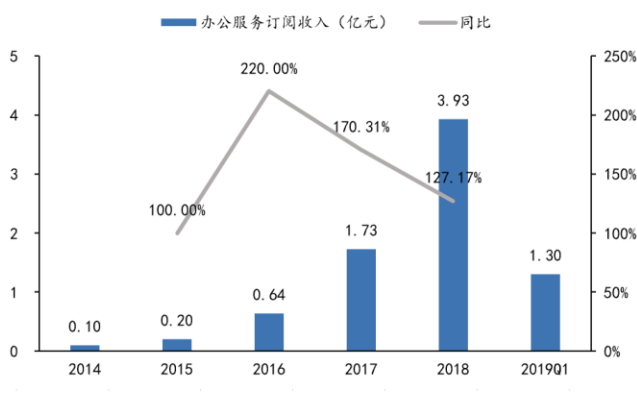
图 18: 个人客户订阅服务种类

	 注册用户	 WPS会员	 稻壳会员	 超级会员
纯净无广告	✗	✓	✓	✓
文档修复	✗	✓	✗	✓
PDF转Word	✗	无限次使用	✗	无限次使用
PDF合并	✗	无限次使用	✗	无限次使用
PDF拆分	✗	无限次使用	✗	无限次使用
数据恢复	✗	无限次使用	✗	无限次使用
金山OCR识别工具	仅转3次	无限次使用	仅转3次	无限次使用
脑图-添加节点数	150个	300个	✗	无限制使用
流程图-添加图形数	60个	200个	✗	无限制使用
脑图-自定义主题风格	✗	限3个	✗	无限制使用

数据来源: 东北证券, 公司官网

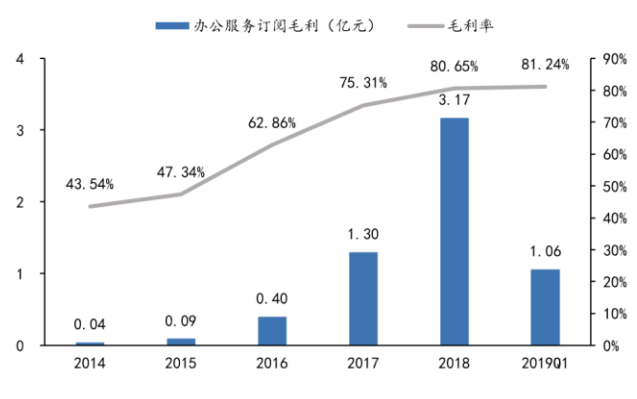
办公服务订阅业务收入保持高速增长, 毛利率持续提升。2018 年, 公司订阅服务实现营收 3.93 亿元, 同比增长 127.17%, 较去年增速有所下降, 但仍然保持高速增长趋势; 毛利为 3.17 亿元, 毛利率为 80.65%, 相较上年继续提升。2019Q1 实现收入 1.3 亿元, 毛利为 1.06 亿元, 毛利率达 81.24%。毛利率持续提升主要系公司加大对个人客户订阅业务的投入, 推出了包括稻壳儿模板下载、稻壳会员等产品及服务, 同时个人用户数量整体呈增加趋势, 使得规模效应收入增速大于成本增速所致。

图 19: 办公服务订阅营收及同比



数据来源: 东北证券, Wind

图 20: 办公服务订阅毛利及毛利率

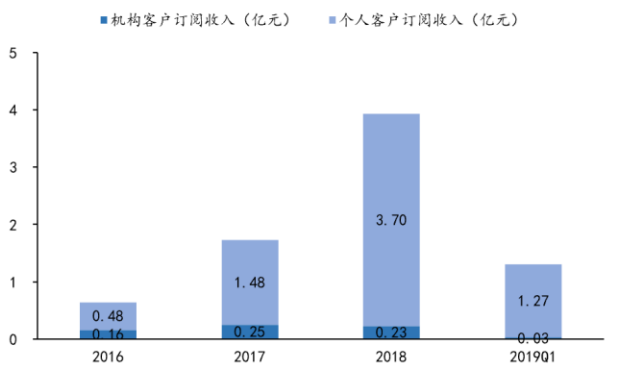


数据来源: 东北证券, Wind

个人客户订阅收入大幅增加, 占整体办公服务订阅业务收入比例超 97%。2016-2018 年, 机构客户订阅收入为 0.16 亿元、0.25 亿元和 0.23 亿元, 平均年复合增长率为 20.33%, 个人客户订阅收入分别为 0.48 亿元、1.48 亿元和 3.70 亿元, 年均复合增长率为 176.65%。个人客户订阅收入大幅增长主要原因是: 近年来, 公司着力发展 WPS 会员和稻壳会员业务, WPS 会员人数由 2016 年度的约 99 万人增长至 2018 年度的约 575 万人、稻壳会员人数由 2016 年度的约 106 万人增长至 2018 年度的约 357 万人; 同时通过增加会员服务功能和内容带动付费用户数量增长。

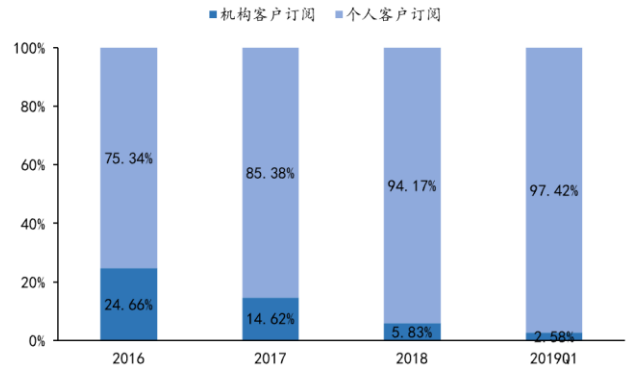


图 21: 办公服务订阅业务营收拆分



数据来源: 东北证券, 金山办公招股说明书

图 22: 办公服务订阅业务营收结构

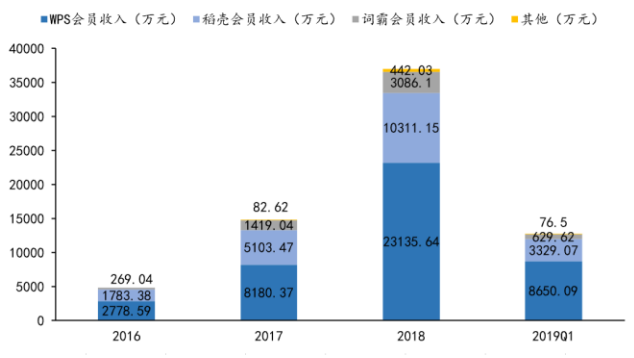


数据来源: 东北证券, 金山办公招股说明书

### 3.3.2. 个人订阅主打功能型服务和资源型服务, 资源型服务领先微软

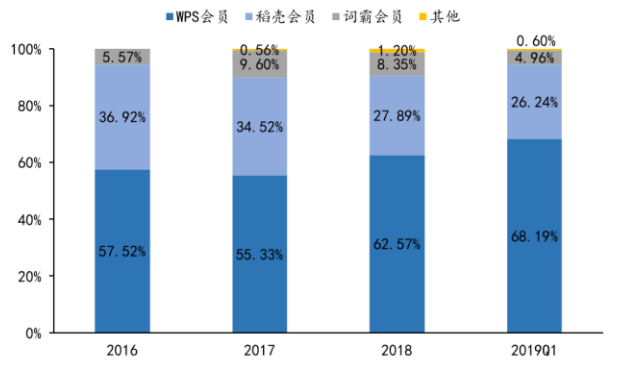
WPS 会员收入贡献持续提升, 2016-2018 年平均复合增长率达 102.68%。2018 年, 个人客户订阅收入合计 3.70 亿, 其中, WPS 会员贡献收入 2.31 亿元, 稻壳会员贡献 1.03 亿元, 词霸业务和其他分别贡献 0.31 亿元和 0.04 亿元。2019Q1, WPS 会员业务实现收入 8650.09 万元, 占个人客户订阅收入的 68.19%。

图 23: 个人客户订阅业务营收拆分



数据来源: 东北证券, 金山办公招股说明书

图 24: 个人客户订阅业务营收结构



数据来源: 东北证券, 金山办公招股说明书

WPS 会员主打功能型服务, 云和 AI 技术是未来办公“四大件”重要部分。WPS 会员可以使用文档转换、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。WPS 会员人数由 2016 年度的约 99 万人增长至 2018 年度的约 575 万人。2018 年 7 月, 金山 WPS 召开“简单创造 不简单云 AI 未来办公大会”, 提出“云、多屏、内容、AI”是未来办公“四大件”, 其中云技术可以打破办公远程不同步、云端文档数据丢失等问题; AI 技术可以实现一键美化 PPT、文档校对、拍照扫描并自动转文字等功能。

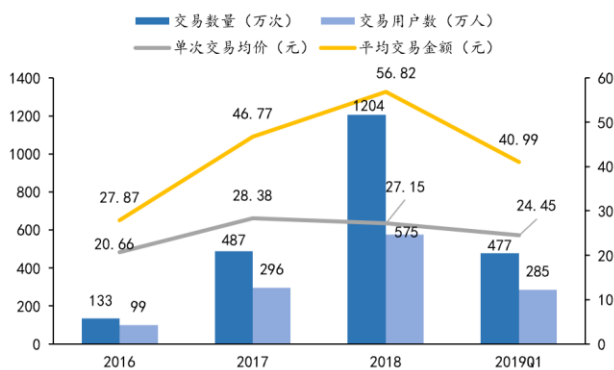
稻壳会员主打资源型服务, 优秀内容结合优质用户基础, 构建内容生态。Docer (稻壳儿) 的前身是 WPS 在线模板, 于 2008 年正式上线, 截止到 2014 年, 在线模板日访问量上升至 2500 万, 月均下载量已经突破 8000 万大关。2013 年, WPS 在线模板正式更名为“Docer (稻壳儿)”。目前, 稻壳儿拥有 800 万+免费办公模板, 1000 多种字体/图标/图表, 以及支持 PPT 智能排版, 会员人数由 2016 年度的约 106 万人

增长至 2018 年度的约 357 万人。

2018 年 3 月，金山 WPS 举办内容创作者大会，以“内容大玩+”为主题，为内容创作者们带来“百万年薪大玩+”扶持计划，从内容生产、推广、分成、收入、版权保护上对内容创作者给予全方面的支持，并提出将培养 100 位年薪超百万内容创作者大咖。WPS 具有海量的用户基础，且学生与白领占比 67%，年龄在 25-35 岁之间，有较大的能力提升需求，对知识付费和服务付费拥有较高的付费意愿。未来，办公增值服务具有高成长性。

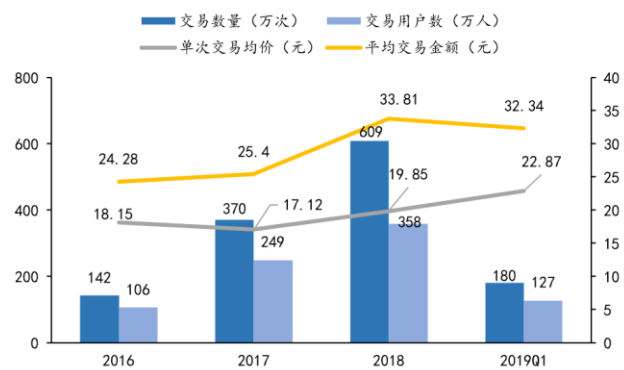
**WPS 会员和稻壳会员的收费金额基本维持稳定。**收费方面，WPS 会员的价格为每月 15 元（超级会员为 30 元），年费为每年 89 元（超级会员为 179 元），WPS 会员和超级会员的年费折扣比例分别 49.4%和 49.7%；稻壳会员的价格为每月 20 元，每年 89 元，年费的折扣比例为 37.1%。WPS 会员和稻壳会员的收费金额基本维持稳定，付费用户数的增加及消费频次的提升是 WPS 会员及稻壳会员销售额增长的主要原因。

图 25: WPS 会员用户情况



数据来源：东北证券，金山办公招股说明书

图 26: 稻壳会员用户情况



数据来源：东北证券，金山办公招股说明书

**WPS 和微软 Office 在功能型服务方面各有千秋，在资源型服务方面领先于微软。其中：**

**功能型服务方面**，微软 Office 除基础办公功能外，还支持手写转文字、标准形状等功能以及语音即可创建文档、演示文稿和电子邮件等，也可以实现云办公和协作办公。但相比较而言，Office 无法打开 PDF 文档、一键美化 PPT、OCR 识别、云存储需要借助于 One Drive 实现等。

**资源型服务方面**，微软 Office 仅拥有数千个可快速启动项目的免费模板，在数量上远远落后于 WPS，且微软并没有使用互联网模式运营，而是仅作为 Office 产品功能的一个附加项。

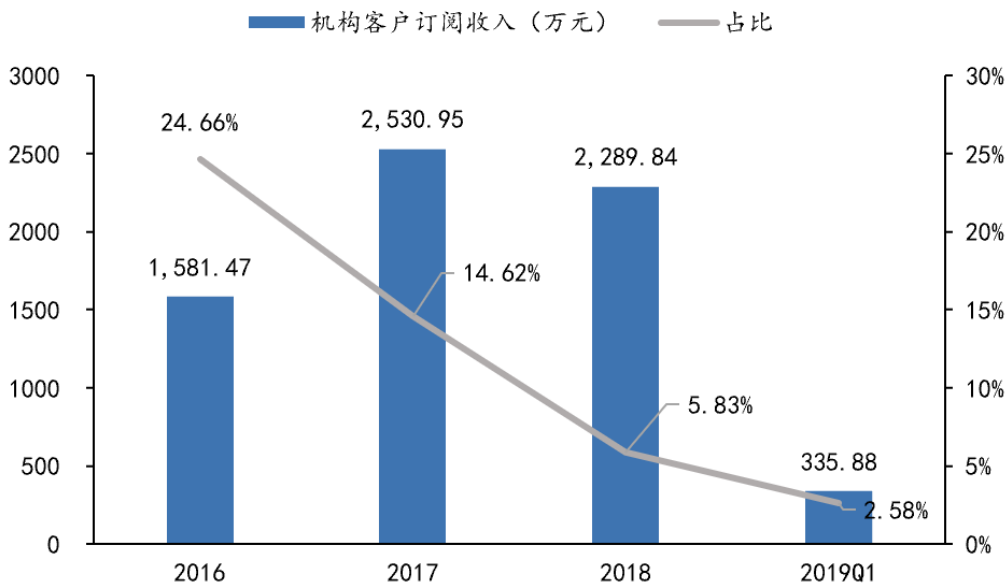
### 3.3.3. 机构客户订阅收入略有下滑，大型机构订阅尚未出现规模效应

公司针对企业用户提供订阅服务，机构用户则在传统使用授权基础上，逐步过渡到“办公产品使用授权+办公订阅”的双模式。机构客户订阅主要定位是根据客户需求

提供定制化服务，如企业云文档、企业云模板、企业云协作、文档安全服务等多选组合套餐，更加强调服务化、差异化，在订阅期间，客户可以随时使用公司现有和新增的产品服务模块，并持续获得产品升级和技术支持服务。

机构客户订阅收入略有下滑。2016-2018 年，机构客户订阅收入为 1581.47 万元、2530.95 万元和 2289.84 万元，平均复合增长率为 20.33%，占总办公服务订阅的收入的比例由 24.66% 下滑至 5.83%。2018 年机构服务订阅收入总额整体小幅下降，主要原因是 2017 年中国仪器进出口集团公司采购额较高，具有偶然性并且无法保证持续。

图 27: 办公服务机构订阅业务收入及同比



数据来源：东北证券，金山办公招股说明书

大型机构订阅尚未出现规模效应，收入受单个订单影响较大。机构服务订阅分为大型机构订阅和中小机构订阅两类。其中，2016-2018 年，大型机构客户收入占比分别为 95.38%、94.57% 和 79.35%，但 2019Q1 骤降至 39.89%，主要是由于中国工商银行、农业银行及国家电网的技术服务合同到期，其中，中国工商银行的新签合同于第二季度开始确认收入；农业银行及国家电网的新合同预计在下半年签署。目前，大型机构订阅客户数量较少，尚未体现出规模效应，大型机构订阅的单笔订单金额对收入波动影响较大。

表 13: 2016-2019Q1 大型机构订阅客户情况

地区	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 Q1	
	客户数量	收入金额 (万元)	客户数量	收入金额 (万元)	客户数量	收入金额 (万元)	客户数量	收入金额 (万元)
华北	11	1,323.52	19	1,818.13	18	1,552.37	6	115.34
华中	1	3.15	1	3.02	3	7.39	1	0.43
华东	2	88.4	6	354.48	7	81.12	1	15.7
华南	0	0	1	93.4	6	118.9	2	2.5

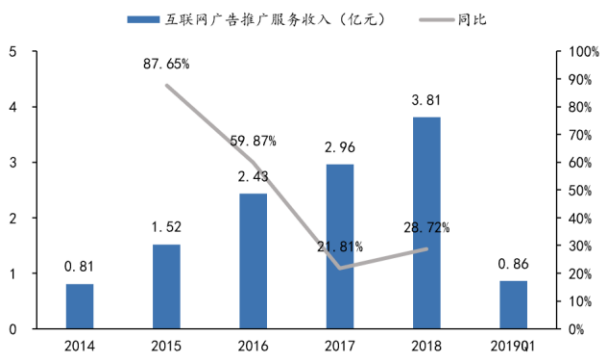
西南	1	18.68	0	0	2	1.6	0	0
西北	0	0	0	0	3	1.42	0	0
东北	1	0.08	1	124.53	2	54.25	0	0
海外	1	74.6	0	0	0	0	0	0
合计	17	1,508.42	28	2,393.55	41	1,817.05	10	133.98
全部机构订阅		1,581.47		2,530.95		2,289.84		335.88
大型客户占比		95.38%		94.57%		79.35%		39.89%

数据来源：东北证券，金山办公招股说明书

### 3.4. 互联网广告推广业务采用“免费+广告”为主的盈利模式，收入稳健增长

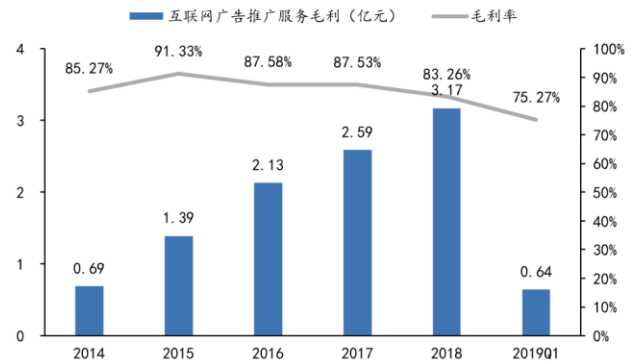
互联网广告推广服务收入稳健增长，毛利率略有下降。我们认为这是公司为了改善用户体验，有意识地限制了广告投放的增加，长期有利于维持用户粘性和使用频率。2018年，公司互联网广告推广服务实现收入3.81亿元，同比增长28.72%，较上年增速加快；实现毛利3.17亿元，毛利率为83.26%，延续下降趋势。2019Q1，互联网广告推广服务实现收入0.86亿元，毛利率降为75.27%。互联网广告推广业务成本中，IDC服务器租赁及CDN带宽服务成本占比超过70%。2018年以来，个人用户规模的增长导致IDC服务器租赁及CDN带宽服务成本增速较快，而同时期互联网广告推广服务业务收入增速放缓，致使毛利率有所下降。

图 28: 互联网广告推广服务营收及增速



数据来源：东北证券，Wind

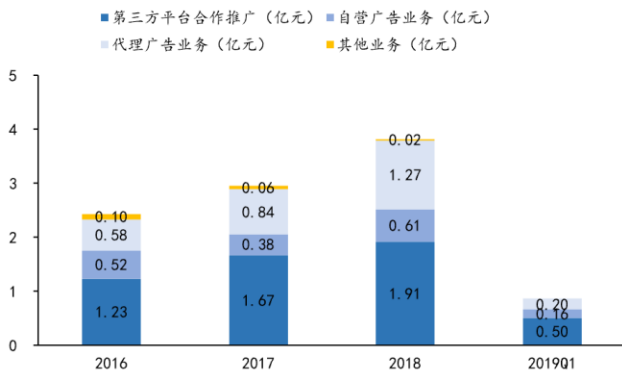
图 29: 互联网广告推广服务毛利及毛利率



数据来源：东北证券，Wind

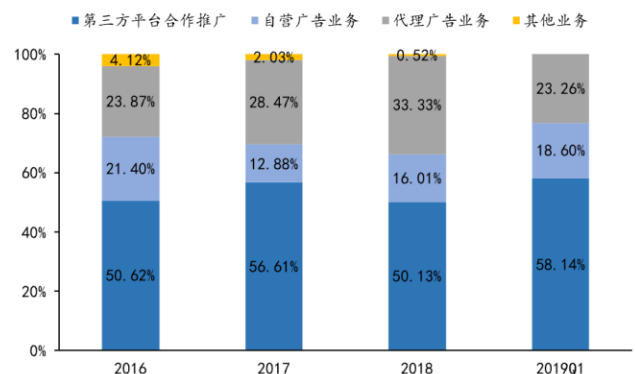
公司互联网广告推广服务采用“免费+广告”为主的盈利模式，以产品、官网为主要载体，为各类广告客户提供广告营销服务。2016-2018年度，公司互联网广告推广服务业务分别实现收入2.43亿元、2.96亿元、3.81亿元，占主营业务收入总额比例分别为44.80%、39.28%、33.75%，互联网广告推广业务主要包括第三方平台合作推广及广告业务，其中广告业务包含自营广告及代理广告两种模式。广告计费方式主要分为四种类型，包括CPS（按照用户的消费金额收费），CPT（按照广告投放时间收费），CPA（按照效果收费），CPC（按照用户点击数量收费）。

图 30: 互联网广告推广业务收入拆分



数据来源: 东北证券, Wind

图 31: 互联网广告推广业务收入结构



数据来源: 东北证券, Wind

互联网广告推广业务的前 5 大客户贡献约 70% 的营收, 金山软件和巨头合作增加。公司互联网广告推广业务的最大客户是阿里, 贡献的收入占比超过 40%; 腾讯自 2018 年被列入前 5 大客户, 贡献的收入占比迅速提升, 2019Q1 已经提升至 11.58%; 此外, 2019Q1, 科大讯飞成为公司互联网广告推广业务的第 5 大客户, 销售金额为 0.03 亿元, 占比为 3.14%。

表 14: 2016-2018 年互联网广告推广业务的前 5 大客户

2016 年			2017 年			2018 年		
客户	金额 (亿元)	占比	客户	金额 (亿元)	占比	客户	金额 (亿元)	占比
阿里	0.86	35.52%	阿里	1.30	44.02%	阿里	1.57	41.09%
百度	0.28	11.47%	壹捌零	0.53	17.75%	壹捌零	0.66	17.31%
派瑞威行	0.23	9.59%	百度	0.13	4.42%	晟让信息	0.25	6.66%
金山安全软件及金山云	0.22	9.24%	Facebook	0.09	2.98%	腾讯	0.20	5.37%
创意麦奇教育	0.08	3.39%	金山安全软件	0.08	2.74%	邑盟信息	0.08	2.22%
合计	1.68	69.21%	合计	2.13	71.90%	合计	2.77	72.65%

数据来源: 东北证券, 金山办公招股说明书

细分来看, 第三方平台合作推广服务主要是以文字链、弹窗等方式对第三方平台中广告主的互联网广告展示需求进行展示, 根据广告平台提供的当期结算数据确认收入, 计费方式主要包括 CPS、CPA、CPC 等。2016-2018 年度, 公司第三方平台合作推广业务收入分别为 1.23 亿元、1.67 亿元、1.91 亿元, 年均复合增长率为 24.84%。其中, 来自阿里妈妈平台收入金额分别为 0.86 亿元、1.30 亿元和 1.51 亿元, 是公司的第一大客户。

广告业务包含自营广告及代理广告两种模式, 公司在完成约定的互联网广告推广业务后, 依据广告发布进度, 通过后台数据或经过双方对账确认后确认收入。2016-2018 年度, 广告业务收入金额分别为 1.10 亿元、1.22 亿元、1.88 亿元, 其中代理广告收入及占比增长迅速, 2016-2018 年度, 代理广告业务收入金额分别为 0.58 亿元、0.84 亿元、1.27 亿元, 占比分别为 53.11%、68.68% 和 67.54%, 主要是由于合作代理商数量快速增长。

表 15: 自营广告业务和代理广告业务收入及用户情况

项目	2016	2017	2018	2019Q1
自营广告收入(万元)	5,164.01	3,831.87	6,100.96	1,633.62
自营客户数量(户)	60	65	125	56
自营客户平均收入(万元)	86.07	58.95	48.81	29.17
代理广告收入(万元)	5,849.53	8,403.73	12,695.63	1,967.08
代理商数量(户)	48	94	127	61
单户代理商平均收入(万元)	121.87	89.4	99.97	32.25

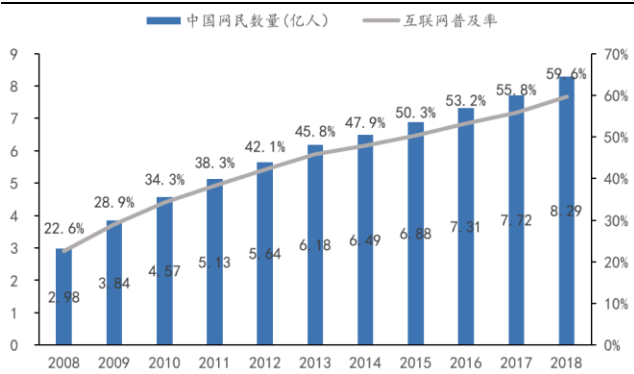
数据来源: 东北证券, 金山办公招股说明书

## 4. 基础办公软件刚需市场, Linux 环境带来发展良机

### 4.1. 2023 年中国办公软件市场空间将达 149 亿元, 主流产品种类众多

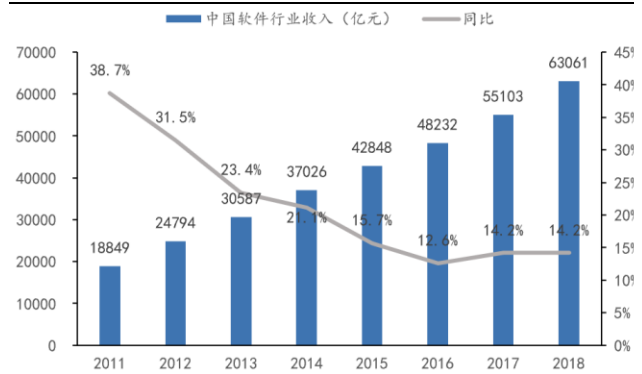
互联网普及率的提升将利好基础软件, 促进办公软件用户数量的增长。根据 CNNIC 统计数据显示, 截至 2018 年 12 月底我国网民规模约 8.29 亿, 较 2017 年末增长 7.3%, 国内互联网普及率达 59.6%, 较 2017 年底提升 3.8%。工信部数据显示, 2011-2018 年, 我国软件行业收入从 1.88 万亿元增长至 6.31 万亿元, 年均复合增长率达 21.1%。随着底层核心技术国产化需求日益强烈, 软件行业的迅速发展将促进基础软件行业的发展, 国产办公软件替代空间将快速增长。

图 32: 中国网民数量及互联网普及率



数据来源: 东北证券, 中国互联网络信息中心

图 33: 中国软件行业收入及增速

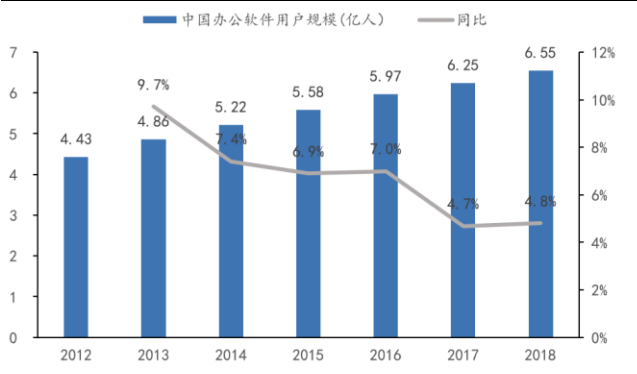


数据来源: 东北证券, 工信部

2018 年我国办公软件用户规模达 6.55 亿人, 预计 2023 年市场空间将达 149 亿元。

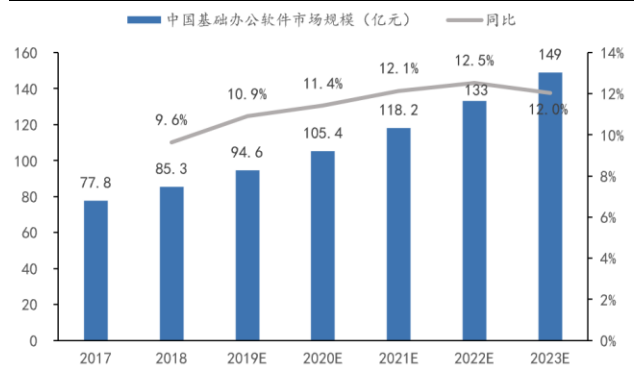
根据计世资讯数据显示, 2018 年中国基础办公软件用户规模为 6.55 亿, 相较 2017 年同比增长了 4.8%, 2012 年至 2018 年中国基础办公软件用户规模复合增长率达到 6.8%, 未来的国内办公软件市场规模、用户数量呈持续上升趋势。同时, 2018 年中国基础办公软件市场规模为 85.34 亿元, 同比增长 9.6%, 预计到 2023 年, 行业市场规模将达到 149.04 亿元, 2018-2023 期间复合增长率为 11.8%

图 34: 中国办公软件用户规模及同比



数据来源: 东北证券, 计世资讯

图 35: 中国基础办公软件市场规模及增速



数据来源: 东北证券, 计世资讯

目前, 市场上主流的办公软件产品种类众多, 性能各异。从操作系统来看:

在 **Windows 操作系统** 中, 微软 Microsoft Office 在全球具有霸主地位, 其次是 OpenOffice(1999 年由 Sun 公司开发, 2010 年 Sun 公司被 Oracle 收购, 2011 年 Oracle 将 OpenOffice 捐赠给 Apache 软件基金会)、Libre Office (Oracle 决定停止 OpenOffice 的开发时, 文档基金会将其复制分发生生出 Libre Office, 目前由文档基金会管理)、韩国的 Hancom Office、IBM Lotus Symphony 以及中国的金山 WPS Office、永中 Office、中标普华 Office 等。

在 **MacOS 操作系统** 中, 以苹果 iWork、微软 Office 和 WPS Office 为主。

**Linux 操作系统** 中较为主流的办公软件产品是 Open Office, 其他的如 K Office、LibreOffice、韩国 Hancom Office、IBM Lotus Symphony 以及国内的 WPS Office、永中 Office、中标普华 Office 等均支持 Linux 系统下运行。

在**在线办公市场**中, 以谷歌 G-Suite、Zoho 在线办公为代表, 国内的腾讯 TIM、石墨文档等也在快速发展中。

**移动办公市场**, 微软 Office、WPS Office、韩国 Polaris Office 和极速 Office 等均有一定量的使用群体, 其中 WPS 的移动办公产品市场排名最高, WPS Office 移动版 2015 年成功入选“Google Play 年度最佳应用”和苹果发布的“2015 年 App Store 年度精选”, 2019 年 3 月艾瑞 APP 国内指数排行中名列办公管理类 APP 第 1 位, 目前, 已覆盖全球超过 220 个国家和地区, 并在全球 Google Play、中国 App Store 的办公软件应用中排名前列。

表 16: 国内外办公软件市场主要参与者

产品	产品介绍	厂商	支持系统
MS Office	微软旗下办公软件, 内含 Word、Excel、PowerPoint 等十几个组件, 是目前功能最全, 全球市占率最高的办公软件, 最新版本为 2019 版。	微软	Windows/Mac、Android/iOS
Open Office	与各主要办公软件套件兼容; 完全开源、支持 42 种语言; 是全球领先的跨平台、全功能、多语言、公开对象接口、可扩展文件格式的开源办公软件	Apache 基金会	Windows/Linux/Mac
Libre	Open Office 办公套件的衍生版, 相比 OpenOffice 增加数据导入和导出功	文档基金会	Windows/Linux/Mac

	<b>Office</b>	能,能直接导入 PDF 文档、微软 Works、LotusWord,支持主要的 OpenXML 格式。		OS
	<b>Polaris Office</b>	韩国 INFRAWARE 公司推出的移动办公软件,内含文档、表格、幻灯片等常用组件;用户界面简洁直观、编辑工具和模板丰富,支持云存储和分享功能	一软公司 (韩国)	Windows/Mac、 Andriod/iOS
	<b>G-Suite</b>	谷歌推出的一整套企业办公应用,可同步云端处理,内含文档、电子表格、演示文稿、绘图、表单等核心服务以及 Google+、环聊、Blogger 等附加服务。	谷歌	Windows/Web、 Android/iOS
	<b>Hancom Office</b>	韩软公司开发的办公软件,支持微软的文件格式、ODF 文件、PDF 文件、*.HWP 文件等,在韩国市占率较高。	韩软公司 (韩国)	Windows/Mac/Linux 、 Andriod/iOS
	<b>苹果 iWork</b>	苹果为自身操作系统开发的办公软件,包括文档、电子表格和演示等组件;针对 Apple ID 用户推出云端在线网页版 iWork for iCloud。	苹果	MacOS、 iOS
	<b>IBM Lotus Symphony</b>	内含文字、表格、幻灯片三个组件,采用 ODF 作为默认文档存储格式,兼容微软的 Office、OpenOffice、Lotus SmartSuite 及其他的文件格式。也能将文件、电子表格和简报转换成 PDF 文档。	IBM	Windows/linux、 MacOS
	<b>KOffice</b>	支持 OASIS 开放文档文件格式,包含 KWord (Word)、KSpread (Excel)、KPresenter (PowerPoint) 和其他还有绘图以及数据库等组件。	开源	Linux
	<b>WPS Office</b>	国内党政机关覆盖率最高的办公软件,内含文档、表格、演示、PDF 等组件,可在 Windows、Linux、MacOS、Android、iOS 等众多主流操作平台上应用。	金山办公	Windows/Linux/Mac 、 Android/iOS
国内	<b>永中 Office</b>	国内自主研发,内含文字处理、电子表格和简报制作三大板块,兼容 MS Office 和 WPS Office;可提供桌面办公、移动办公、云办公和文档转换等服务。	江苏永中软件	Windows/Linux、 Android
	<b>极速 Office</b>	北京海腾时代推出的一款轻快的 Office 办公软件,支持极速写作、极速表格、极速演示的创建、编辑、阅读,界面简洁、流畅,兼容各种 Office 产品。	海腾时代科技	Windows、 Andriod/iOS
	<b>中标普华 Office</b>	中标软件旗下办公软件产品,在审计、财税、工商等领域得到应用,分为普通版、教育版、藏文版等版本。	中标软件	Windows/Linux

数据来源:东北证券,各公司官网

除了以上传统的办公软件之外,随着技术和应用需求的发展,出现了以在线办公软件和在线笔记类产品为主的新型办公软件。

在线办公是指用户使用的办公类应用的计算和储存功能,不由安装在客户端本地的软件提供,而是由位于网络上的应用服务予以交付,用户只通过本地设备实现与应用的交互功能,核心实现方式是 SaaS 模式。目前在线办公市场产品多样,国外起步较早,以 Google Docs、Zoho、Quip 为代表;国内发展较晚,石墨文档和腾讯文档为代表。

**Google Docs 是谷歌办公套件(谷歌 G-Suite)中的在线办公软件,类似微软 Office。** Google Docs 为一款老牌的在线办公软件,包含在线文档、表格、演示文稿和交互表单(Google 表单)等服务,支持多人协作编辑、编辑历史追溯等功能,而且完全免费。2006 年 3 月 Google 并购 Upstartle,其旗下 Writely(提供文档服务)全部迁入 Google 服务器;2006 年 7 月 Google 开发了 Google Spreadsheets(Google Docs 的雏形),2016 年 10 月,Google 将 Writely 与旗下 Google Spreadsheets 集成为 Google



Docs & Spreadsheets。2007 年 2 月，Google 开始向 Google Apps 中提供 Google 文档服务，其后不断完善。目前，Google Docs 支持常见文件格式的导入导出，包括 DOC、XLS、ODT、ODS、RTF、CSV 和 PPT 等。Google Docs 文件保存在 Google Drive 中，支持云端同步，个人用户免费拥有 15GB 的 Google Drive 存储空间来存储 Google Docs 的文件。Google Docs 有 Windows、Web 端和 Android/iOS 应用。

**Zoho 在线 Office 是由美国 ZOHO 公司推出的在线办公产品。**ZOHO 公司成立于 1996 年，为企业运营和管理提供一站式云服务平台，总部设在美国加州。公司已陆续推出 40 多款在线 SaaS 软件产品，包括 CRM、在线 Office、邮箱、项目管理、团队协作、人事管理、财务管理、BI 商业智能、应用开发平台等。目前，公司旗下拥有 WebNMS-网管开发平台、ManageEngine-IT 管理解决方案和 Zoho-云服务三大产品线，在全球 100 多个国家和地区拥有 4500 多万用户。在中国，Zoho 通过授权技术，由卓迈(北京)技术有限公司运营 Zoho 产品。Zoho Docs 含有文本、表格和演示三种组件，支持在线文件存储、桌面同步、文件安全共享、在线协作等功能，桌面版支持 Windows、Mac 和 Linux 系统，移动端支持 iOS 和 Android 系统。

**Quip 实时文档并入业内第一的 CRM (客户关系管理系统) 服务提供商 Salesforce。**Quip 成立于 2013 年并获 1500 万美元 A 轮融资；2014 年发布供团队在线使用的表格；2015 年获 B 轮融资 3000 万美元；2016 年被 Salesforce (全球领先的 CRM 服务提供商) 收购，目前是 Salesforce 旗下产品之一。Quip 内含文档、幻灯片、电子表格和聊天等四种功能，小型团队用户 10 美元/人/月，大型企业用户 25 美元/人/月，不同用户可使用功能不同。

**腾讯文档是由腾讯于 2018 年 4 月推出的一款专注多人协作的在线文档产品。**分为网页版、iOS 版、安卓版和微信小程序版，同时嵌入到了 TIM 和 QQ Mac 中。目前，产品价格免费，兼容 Word、Excel 两种微软格式，拥有智能翻译、实时股票函数和浏览权限安全可控等特色功能。

**石墨文档是中国第一款自研的在线协同文档办公软件。**石墨文档由武汉初心科技 2015 年正式推出；2016 年，与阿里钉钉达成深度合作，成为钉钉首批推进 5 个精品应用之一；2017 年，用户突破 800 万，获今日头条近亿元的 B 轮融资。石墨文档功能上支持云协作和多人在线编辑同一个文档和表格，目前提供个人版（免费）、个人高级版（7.2 元/人/月）和企业版（360 元/人/年）和企业高级版（600 元/人/年）。

**表 17: 国内外典型的在线办公软件产品介绍**

产品	发布时间	公司	支持系统	费用	内涵功能和特点
Google Docs	2006	谷歌	Windows\Web、 Android\iOS	免费	在线文档、表格和演示文稿，云端同步
Zoho 在线文档	2004	Zoho	Windows\Mac\ Linux、iOS\ Andriod	免费/ 订阅	文本、表格和演示三种组件，支持在线文件存储、桌面同步、文件安全共享、在线协作等功能
Quip 协作	2014	Quip	Windows\Web、 Android\iOS	收费	文档、幻灯片、电子表格和聊天；
石墨文档	2015	初心科技	Windows\Mac、iOS\ Andriod	免费/ 订阅	中国第一款自研的在线协同文档办公软件，国内产品体系最完整，功能最完备的在线办公产品
腾讯文档	2018	腾讯	Windows\Mac、	免费	兼容 Word、Excel、智能翻译、实时股票函数

## Android/iOS

数据来源：东北证券，维基百科，各公司官网

在线笔记类产品，主要以印象笔记、有道云笔记和为知笔记为主，其中，应用最广的是印象笔记和有道云笔记。

印象笔记是用户量最大的笔记类产品。2008 年在美国正式发布；2012 年 5 月，用户量达 4700 余万，付费用户 200 万左右，获得 7 千万美元融资；2012 年 10 月，进入中国，推出共享笔记本功能；2015 年，唐毅（现任 CEO）加入；2016 年，与新东方达成战略合作；2017 年，与腾讯及腾讯社交网络事业群（SNG）达成战略合作；2018 年 3 月，印象笔记正式搬迁至腾讯云；2018 年 8 月，印象笔记实现独立重组，独立出 Evernote，重组为中美合资独立运营实体，并获得红杉宽带跨境数字产业基金首轮数亿元人民币投资。截至目前，印象笔记全球用户数已超 2.2 亿，团队扩展 120 人，业务覆盖 C 端和 B 端。

有道云笔记是网易推出的个人与团队的线上资料库。2011 年，网易推出有道云笔记。有道云笔记采用了增量式同步技术，即每次只同步修改的内容而不是整个笔记，支持多平台云端同步。目前，有道云笔记用户已达 5000 万。

表 18: 国内外典型的在线笔记产品介绍

产品	产品介绍	厂商	支持系统
印象笔记	笔记类软件，目前为中美合资独立实体，可永久保存文字、照片、录音、涂鸦、PDF、网页、文档等各类信息；云端同步速度快。	北京印象笔记	Windows/MacOS、Android/iOS
有道云笔记	国内用户量最大的笔记软件产品，网易旗下，免费版可满足一般用户要求，新建笔记简单直观、符合国内使用习惯，支持语音转换，支持导出 PDF 等私有格式。	网易	Windows/MacOS、Android/iOS
为知笔记	定位工作笔记的云笔记类产品，除常用笔记功能（网页保存、灵感笔记、重要文档、照片、便签等）外，还有工作笔记和团队协作两项功能；试用期 100 天后要付费。	为知笔记团队	Windows/Linux/Mac、Android/iOS

数据来源：东北证券，各公司官网

## 4.2. 金山办公 VS 微软，WPS 具有七大竞争优势

### 4.2.1. 竞争历程：涅槃重生，在云办公阶段实现变道领先

1994-1996 年，金山办公作为中国办公软件先行者，遭遇微软和盗版双重重创陷入低谷。1994 年，微软 Word 4.0 进入中国市场，并在之后两年陆续发布了 Word 5.0 和 Word 6.0；1995 年，金山发布了花费 3 年时间研发的基于 Windows 的办公系统《盘古软件》，但由于决策失误、力量分散、推广不足和产品本身的缺陷惨遭失败；1996 年，金山与微软达成共享协议，通过中间层相互开放 WPS 格式和 DOC 格式，使二者能够互读。微软在 1996 年正式发布中文版 Windows95 和配套捆绑销售的 Office 产品，占据了产品领先优势，且微软对当时盗版软件的纵容也加速了微软 Office 的普及，WPS 的市场份额迅速被微软 Office 占领。

1997-2001 年，金山办公在微软的紧逼下艰难求生。1997 年，金山发布第一款在

Windows 平台上运行的中国本土文字处理软件 WPS 97，重新获得了一部分市场；1999 年，金山抢先微软发布 WPS 2000，但市场效果并不理想；2001 年，金山 WPS 采取国际办公软件通用定名方式，更名为 WPS Office。

**2002 年-2011 年，金山在个人市场、政企市场发力，重新焕发生机。**2002 年，金山决定抛弃原有代码，重新开发 WPS，以便和 Office 高度兼容。同时，当年发布了旧框架下的 WPS Office2002，宣告突破微软格式壁垒的成功；2003 年，政府采购法实施，金山 WPS 占据政府采购 56% 的份额，获得了几乎全部省级政府的采购订单。

**2005 年，基于新框架的 WPS Office2005 正式发布，与微软 Office 界面高度相似，并且深度兼容。**此外，宣布对个人用户免费，免费策略开始启动。2006 年，金山全面进军企业级市场，签下中国农业银行的千万大单。

**2011 年以来，雷军回归金山，力推 WPS 向互联网转型。**2011 年 11 月，WPS 发布了第一款全球的移动 Office 产品，延续了其一贯的免费路线。而微软直到 2014 年萨提亚·纳德上台后才开始实行“移动为先”、“云为先”战略，2014 年 11 月，微软才推出了移动全平台 Office 套件，给了金山软件移动端良好的发展机遇期。2011 年到 2014 年，WPS 移动版几乎保持 300% 左右的速度增长。2014 年，微软订阅式办公软件 Office 365 正式落地中国，定位于云端办公室方案，2015 年，为应对微软的 Office 365，金山发布“WPS+云办公”企业级产品战略，并于 2016 年发布的 WPS Office 2016 版本中加入了云存储、云办公、云模板、文档协同等功能，并在 2018 年发布的 WPS Office 2019 版本中上线了 WPS+云办公商业版。

**相比于微软，金山的一大特色服务是资源内容型服务。**2013 年，“WPS 在线模板”平台升级为稻壳儿 (Docer)，主打资源型服务，优秀内容结合优质用户基础，构建内容生态，会员人数由 2016 年度的约 106 万人增长至 2018 年度的约 357 万人。2018 年 3 月，金山 WPS 举办内容创作者大会，从内容生产、推广、分成、收入、版权保护上对内容创作者给予全方面的支持。

**此外，相比于微软，金山的另一大特色服务是 Linux 版本产品。**2012 年 3 月，WPS for Linux 发布了 Alpha 测试版，宣告 WPS 正式开始向 Linux 桌面办公领域进军，之后在 WPS Office 2013、WPS Office 2016 和 WPS Office 2019 的版本中，均发布了正式的 Linux 版本。相比于微软为 Linux 版本的产品，WPS 的 Linux 版本更加满足中国用户的需求。

2019 年，金山办公申请科创板上市，拟募集 20.5 亿元，实际募集资金达 46.32 亿元，远超预期，有望再次迎国产软件发展春风进入高速增长阶段。

**表 19: WPS 与微软激烈的竞争历程**

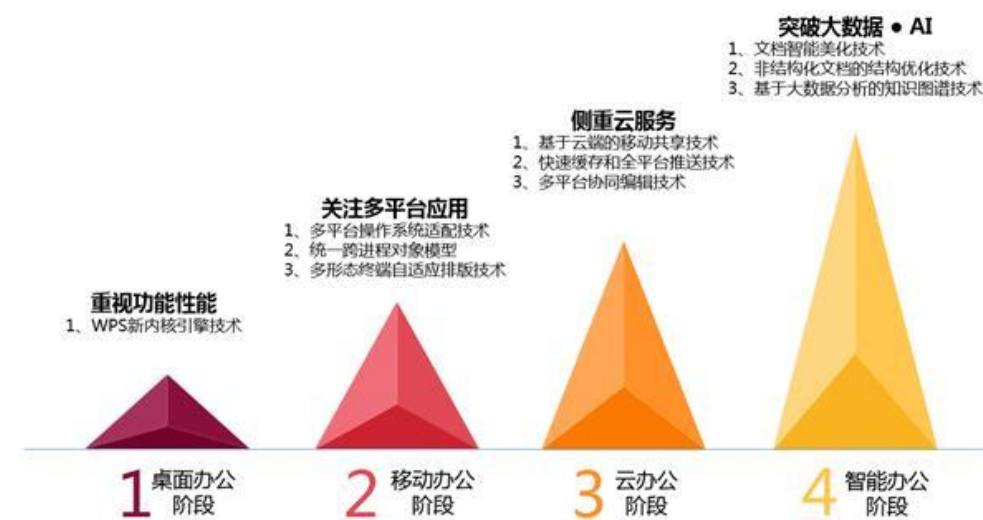
阶段	时间	事件
1994-1996 年	1994 年	金山同意达成协议，向微软开放了具有天然垄断性的 WPS 格式
	1995 年	盘古办公系统遭遇失败；DOS 版 WPS 被微软发布的 Office95 终结
1997-2001 年	1996 年	微软将大部分 WPS 用户过渡为自己的用户；盗版盛行让金山颗粒无收
	1997 年	WPS 97 发布，WPS 重新获得了一部分市场
	1999 年	金山抢先发布了 WPS 2000，但市场效果并不理想

	2001 年	金山 WPS 更名为 WPS Office; 把握中国政府正版软件采购的机会, WPS 不断拿下政府采购大单
	2002 年	WPS Office2002 正式发布, 宣告突破微软格式壁垒的成功
2002-2011 年	2004 年	金山 WPS 占据政府采购 56% 的份额, 获得了几乎全部省级政府的采购订单, 小胜微软
	2005 年	WPS Office2005 正式发布, 对个人用户免费
	2006 年	金山全面进军企业级市场, 开始逐步消解微软办公软件在国内的垄断地位
	2011 年	金山向移动互联网转型, 领先微软 2 年发布第一款移动 Office 产品, 用户高速增长
2011 年以来	2012 年	WPS for Linux 发布 Alpha 测试版, 之后在 2013、2016 和 2019 的版本中, 均发布了 Linux 版本
	2013 年	WPS 推出会员服务。同时, “WPS 在线模板”平台升级为稻壳儿 (Docer), 主打资源型服务
	2015 年	金山发布“WPS+云办公”企业级产品战略, 并在 WPS Office 2016 版本中加入了云存储、云办公、云模板、文档协同等功能
	2018 年	举办内容创作者大会, 建设 WPS 内容生态
	2019 年	金山办公申请科创板上市

数据来源: 东北证券, 公司官网

从产品层面, 办公软件技术迭代周期可以划分为四个阶段。办公软件从桌面办公阶段, 向移动办公阶段过渡, 再进入云办公阶段, 最终向智能办公 (AI、大数据) 阶段持续推进。

图 36: 办公软件技术迭代周期可以划分为四个阶段



数据来源: 东北证券, 金山办公一轮回复函

从技术水平来看, 公司在云办公阶段实现了较大的领先, 其中两大关键技术, 基于基于云端的移动共享技术和快速缓存和全平台推送技术均为公司首创, 代表了业内最高技术水平, 且在多平台协同编辑技术方面, 也在 Web 大容量文件方面领先竞争对手。

表 20: 不同阶段的 WPS 技术发展历程

阶段	关键技术	最高技术水平	WPS 技术水平
桌面办公阶段	WPS 新内核引擎技术	微软 Office 代表了国外最高技术水平: 支持图文混排、排版效率国际领先; 支持多线程	文字排版、表格计算、图形绘制引擎等方面优于国内同类产品

		计算, 计算效率国际先进; 支持 2D/3D 图形效果和显卡硬件渲染, 绘制效率国际先进	
移动办公阶段	多平台操作系统适配技术	国外办公软件微软 Office 和 Libre Office 采用了全部自行开发的跨平台方案, 微软 Office 覆盖了 Windows 和 MAC 操作系统, Libre Office 覆盖了 Windows 和 Linux 操作系统	部分采用业界通用的跨平台 Qt 库实现多平台适配部分采用自研的跨平台基础库; 开发 Office 核心模块的组件化, 提供稳定和文档兼容的移动办公
	面向多平台第三方应用的统一跨进程对象模型	微软 Office 代表了此技术领域的最高水平, 实现了超过 20,000 个二次开发接口函数	已实现二次开发函数超过 11,000 个, 能够在多个平台的对象模型一致性
	多形态终端自适应排版技术	实现智能分析并自动调整; 实现全终端排版规则适配	实现自适应排版; 针对不同文档元素调整成排版结果; 对缩放操作后的文档进行调整
	基于云端的移动共享技术	公司首创技术, 基本代表了目前业内的最高水平; 在多屏展示和兼容性以及展示效果清晰度方面, 领先与大多数同行业公司	率先提出基于多种文档格式文档在云端和本地联动的实时展现技术
	快速缓存和全平台推送技术	公司首创技术, 代表最高技术水平	率先实现一个账号, 多平台、跨设备下文件访问即时同步; 支持文档格式全、客户端平台覆盖完整; 支撑亿级月活用户日常文档传输需求
云办公阶段	多平台协同编辑技术	1) 文件兼容性微软 Office 在协作编辑环境下文件兼容性是国际最高技术水平, WPS Office 产品代表国内最高技术水平; 2) 数据兼容性: 微软 Office 在协同编辑环境下几乎所有文档元素能够高保真显示和操作; 3) Web 大容量文件: WPS Office 产品代表最高技术; 4) 单一文件协作并发能力: Google Docs 单一文件协作并发能力可达数百人; 5) 全平台客户端交叉协作能力: 微软 Office 实现了 Web 实时协作	1、文件兼容性: 自主研发的 WPS 统一文件核心引擎; 2、数据兼容性: 大部分文档元素能够高保真显示和操作; 3、Web 大容量文档处理能力: 实用环境下 300MB 的文件可以正常协同操作; 4、单一文件协作并发能力, 单一文件协作并发可以达到 200 人; 5、全平台 Office 客户端协作能力: 可以支持 Web 实时协作, 以及 Web 和客户端分时协作两种协作场景
	非结构化文档的结构优化技术	国内的文档部件级排版能力在一定程度上领先于国际水平	部件类型覆盖度内容广; 提供 2-5 种不同的设置属性, 智能准确计算出调整方式
智能办公阶段	文档智能美化技术	可以识别用户文字、图片的语义, 进行有针对性的文档美化; 使用更先进的算法准确计算出转换成图示的类型和相应的排版布局	能够识别对象类型和并列的关系类型; 美化算法能够准确计算出转换成图示 (或图形) 的类型和相应的排版、布局
	基于大数据分析的知识图谱技术	通过知识图谱知识推理和个性化推荐能力实现全自动写作代表业界最高技术水平	公司率先将知识图谱技术应用在办公领域, 填补了国内在办公领域知识图谱的落地空白

数据来源: 东北证券, 金山办公一轮回复函

**表 21: WPS 与微软 Office 的产品竞争历史**

WPS		
时间	版本	产品介绍
1995 年	盘古软件	研发了 3 年的基于 Windows 的办公套件, 以其中的 WPS 和表格组件迎战微软, 但惨遭失败
1997 年	WPS 97	采用全新微软 Windows 风格, 对 DOS 时代的 WPS 文档给予一定级别的支持
1999 年	WPS 2000	开始集成文字办公、表格处理、多媒体演示等多种功能; 兼容 DOS 时代的文档格式
2002 年	WPS Office 2002	打破微软 Office 的壁垒
2003 年	WPS Office 2003	实际性能无法与 Office 2003 相比, 存在中文字体显示异常问题

2005 年	WPS Office 2005	重新开发的 WPS，和微软 Office 高度兼容，轻小体积，并主打个人客户免费战略
2007 年	WPS Office 2007	个人版正式成为免费版本，发布了 <b>繁体中文版、日本版以及英文版（仅专业版）</b> 等海外版
2009 年	WPS Office 2009	增加了面向于 <b>学生版、教育版</b> ，以及面向于中小企业可供二次开发的 <b>中小企业版</b>
2010 年	WPS Office 2010	海外版产品日渐成熟， <b>家庭版和标准版</b> 也随之引入
2011 年	WPS Office 2012	引入 Ribbon（一种电脑用户界面）以及与 <b>网云资源的集成（金山云 2012 年创立）</b> ；海外版中出现 <b>德语、法语以及意大利语版</b>
2013 年	WPS Office 2013	<b>加入轻办公组件；首次实现各平台版本同步更新，推进互联网化多平台同步的发展战略</b>
2016 年	WPS Office 2016	<b>发布 WPS+云协作办公解决方案，加入了云存储、云办公、云模板、文档协同等功能</b>
2018 年	WPS Office 2019	WPS 文字、WPS 表格、WPS 演示可在同一窗口下打开；WPS+云办公商业版上线

#### 微软

时间	版本	产品介绍
1993 年	MS Office 3.0	第一版针对 Windows 平台所发行的 Office
1994 年	Office 4.0	包含 Word 6.0、Excel 5.0、PowerPoint 4.0、Mail 和 Access
1995 年	Office 95	和 Windows 95 操作系统配套，专业版包含 Word、Excel、PowerPoint、Schedule+以及 Access
1996 年	Office 97	里程碑式的新版本，包含许多的新功能和改进，如引入命令栏的功能以及拼写检查的功能
1999 年	Office 2000	加入自适应功能表，在使用体验和安全性上得到了提高
2001 年	Office XP	为配合 Windows XP 系统设计，引入安全模式和产品激活模式，打击盗版，引起广泛争议
2003 年	Office 2003	采用 Windows XP 图标；引入 Microsoft InfoPath 和 OneNote 两款新应用；Outlook 改进较多
2006 年	Office 2007	为配合 Windows Vista 推出，增加 Ribbon 新接口；Word 由 doc 格式变为 docx 格式
2010 年	Office 2010	提供网页版本的 Office；第一款同时提供 32-bit 和 64-bit 版本的 Office
2011 年	Office 365	定位云端办公室方案，包括线上 Office Online、线上会议 Skype for Business、管理信件的 Outlook Web App、建立小组沟通网站的 SharePoint Online 等
2013 年	Office 2013	开始集成 Microsoft 账户；云端储存默认路径设为 OneDrive；具有 Office Apps 应用程序扩展
2015 年	Office 2016	配合 Windows 10 所推出，加入更集成化的商店
2018 年	Office 2019	包含 Office 365 所有的功能， <b>与 Office365 区别</b> ：Office 365 是一种订阅服务，保障用户始终拥有最新的 Microsoft 新式软件功能，针对家庭和个人、中小型企业、大型企业、学校以及非营利组织提供 Office 365 计划；Office 2019 为一次性的购买产品，只能一台计算机使用 Office 的应用之后没有升级功能，后续升级版本还需另行购买

数据来源：东北证券，公司官网

#### 4.2.2. WPS Office 现已具备与国际主流产品同台竞争的能力

公司产品现已具备与国际主流企业同台竞争的能力。WPS Office 办公软件产品经过 30 余年的不断打磨，与国际主流公司的对标产品相比各有优势，主要表现在：

**借助本土化优势，在线资源和 AI 等功能更贴近国民办公习惯。**与海外竞争对手相比，WPS Office 产品更贴近国民办公习惯，如稻壳儿官网提供海量办公文档素材资源，帮助用户快速、高效地制作专业、优质的办公文档；公司还提供专属的定制设计服务，为个性、场景化办公提供便利；此外，WPS Office 提供一系列丰富的 AI 功能，如 PPT 美化、校对、辅助写作、图像处理、OCR 等，贴近国民办公习惯。

**云服务体验优于竞争对手，支持私有化部署，技术服务团队优势明显。**由于服务器和网络的原因，国内的微软 OneDrive 速度较慢，操作步骤繁琐（需要先将文件保存到 Office 的 OneDrive 网盘中才能共享或存储），相比而言 WPS 网盘使用速度快，在客户端或者网页编辑下可同步到云端存储，客户体验感较好。此外，WPS Office

支持私有云部署，并有专门的技术服务团队为客户提供私有化部署及特定的办公安全方案等服务，适合于对安全要求较高的大型政企客户，对大型客户提供专属服务。此外，公司的技术服务团队还支持普通产品的应用全过程，相比于国外竞争对手，公司的技术服务优势明显。

**与国产整机平台深度适配，满足创新可信要求。**公司深耕国产办公软件兼容与功能提升，现已成为国产办公系统的重要组成部分，WPS Office 支持国产 CPU 包括华为鲲鹏、飞腾、龙芯、兆芯、申威、众志等，并支持国产麒麟、普华、方德、深度、思普等操作系统，WPS Office Linux 产品（公司特有）在多项“核高基”应用示范工程中与国产办公系统、机关政务平台、事业单位服务平台进行深度整合，成为应用示范案例，这使得 WPS Office 在政企客户中更有优势。

**相比微软 Office 和 Google Docs, WPS Office 支持 PDF 格式和 OFD 版式文件标准，且是 UOF 中文格式标准的制定者。目前国际上文档格式标准主要有 UOF、OOXML 和 ODF，其中：**

UOF 是一种基于 XML 语言的中文办公软件文档格式，2002 年，由红旗中文 2000、金山、永中、中标等国内办公软件企业以及中国科学院软件研究所等科研院所组成了中文办公软件工作组，推出国产标准 UOF。2007 年 4 月，UOF 获批成为中国国家标准 GB/T20916-2007，2007 年 9 月 1 日，UOF 作为国家标准开始全面实施。

Office Open XML (OOXML) 是微软开发的一种以 XML 为基础并以 ZIP 格式压缩的电子文件规范，支持文件、表格、备忘录、幻灯片等文件格式，在 2008 年 6 月成为 ISO / IEC 29500 国际标准。

ODF 文档格式是由 StarDivision 公司（后被 Sun Microsystems 收购）定义的，基于 XML 的文档格式，支持包括文字处理、电子表格、演示文稿、制表制图和图形编辑等办公软件应用，于 2006 年 5 月成为 ISO/IEC 国际标准。ODF 是开放源代码项目 OpenOffice 2.0 的文档格式，同时也支持其他多个应用，是世界应用较广的文档格式标准。2015 年 6 月 9 日，ODF 1.2 成为 ISO 国际标准。

**表 22: WPS Office 2019 与国际主流公司对标产品关键指标对比**

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
		Windows	支持	支持
客户端	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	不支持	不支持

产操作系统				
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
云服务	公文标准	支持	支持	不支持
	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
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

数据来源：东北证券，金山办公一轮回函

此外，移动端 WPS 的下载量和评分数据处于行业第一线水平。公司从 2011 年开始布局移动办公应用市场，在竞争对手移动端发展滞后之时，快速推出 WPS Office 移动版系列办公产品，占领移动应用市场实现弯道超车。公司移动研发团队曾荣获 Google Play“顶尖开发者”称号，WPS Office 移动版曾成功入选“Google Play 年度最佳应用”和“App Store 年度精选”等权威榜单，目前，WPS Office 在国内市场占据首位，截至 2019 年 8 月 8 日，APP Store 中 WPS 共有 52.70 万个评分，整体评分 4.9 分，在中国“效率”类 APP 中排名第二，仅次于百度网盘，深受用户喜爱；Google Play 中 WPS(海外版)共有 173.72 万个评分，整体评分 4.5 分，超过 100 万个 Google Play 五星好评；华为应用商城中 WPS 共有 14.23 万个评分，综合评分 3.9 分，下载量超过 50 亿，而微软 Office 系列产品的下载量均未过亿。用户主要关注点在于支持多种文件格式（特别是 PDF 文件）、文档编辑、文档转换、云存储等功能。

表 23: 各类移动端办公 APP 评分情况（截至 2019 年 8 月 8 日）

厂商	苹果 App Store		Google Play		华为商城		
	评分	评分数 (万)	评分	评分数 (万)	评分	评分数(万)	
Microsoft Word	微软	4.8	18.50	4.5	364.44	3.1	0.10
Microsoft Excel	微软	4.9	16.30	4.5	196.55	3.1	0.07
Microsoft PowerPoint	微软	4.8	4.36	4.4	111.19	3.4	0.03
<b>WPS Office</b>	<b>金山</b>	<b>4.9</b>	<b>52.70</b>	<b>4.4</b>	<b>173.72</b>	<b>3.9</b>	<b>14.23</b>
Google 文档	谷歌	—	—	4.4	107.48	—	—
OfficeSuite	MobiSystems (美国)	4.8	0.16	4.4	111.24	3	0.002
Polaris Office	韩国一软公司	4.3	0.02	4	57.24	0	—
永中 Office	永中	4.9	0.02	—	—	4	0.005

数据来源：东北证券，苹果 App Store（中国版），Google Play，华为商城

注：Google Play 评价的是 WPS Office 的国际版，相比国内版本没有云服务功能



从具体使用体验来看，WPS Office 对轻办公用户最具吸引力。通过对比 Windows 版本和 Mac 版本的 WPS Office 和微软 Office 使用体验，我们发现，WPS Office 内存小、轻量，安装简单快速，价格便宜，对一般用户来说免费版已能满足使用需求，而且兼容性好，可以兼容 40 余种不同格式；相比微软的移动办公产品，移动端 WPS 启动快、轻量化、运行稳定，更适合轻办公用户。

**表 24: 2019 WPS Office 和 2019 微软 Office 使用体验对比**

	WPS Office	微软 Office
Windows 系统下	内含组件	除了常用的 Word、Excel、PPT，还有 Access(数据库)、Onenote(笔记本)、Outlook(邮箱)、Publisher(页面布局)、Skype(语音通话)、OneDrive(云储)等多种专业的配套组件
	占用空间	约 200M、安装快、无需激活
	广告	免费版广告较多；会员无广告
	定位对象	轻快办公、针对国内使用习惯设计
	兼容性	支持 doc、rtf、html、xls、pptx 等 40 余种格式
	操作界面	多个文档自动排序呈现
	云端服务	云端同步、云漫游和支持团队协作；个人用户免费有 1GB 储存空间，会员 100GB
Mac 系统下	模板库存	稻壳模板库模板 800 万+
	内含功能	文字、表格、演示、流程图、脑图、PDF 编辑等，各功能集中在一起
	占用空间	256MB
	流畅性	单个文件(443M)打开用时 5 秒；同时关闭 17 份文件，稳定性较好
	兼容性	支持 doc、rtf、html、xls、pptx 等 40 余种格式
	操作界面	多个文档自动排序呈现
	云端服务	自动云端备份；个人用户免费有 1GB 储存空间，会员 100GB
	模板库存	稻壳模板库模板 800 万+

数据来源：东北证券，公司官网

#### 4.2.3. 相比微软 Office，WPS 更具价格优势

WPS 和微软分别针对个人用户和企业用户不同的需求推出了不同的服务，在同类型的产品和服务中 WPS 具有价格优势。

个人用户主要以订阅服务为主，WPS 个人订阅服务价格约为微软的 1/3。WPS 会员订阅单价 89 元/年，WPS 超级会员订阅单价为 179 元/年，而 Office365 个人版价格为 398 元/年，Office 365 家庭版 498 元/年。WPS 超级会员价格只有微软的 1/3 左右，其中稻壳会员中海量的模板资源，更具吸引力。

**表 25: WPS 与微软针对个人用户的产品价格及功能对比**

	产品名称	价格	使用人数	群体	内容
微软	Office365 个人版	398 元/年	1 人使用 (可 5 台设备共享)	个人	1TB 云存储; Word、Excel、PowerPoint、Outlook、Publisher、Access 应用 (Publisher 和 Access 仅适用于 Windows PC); OneNote 附加功能 (因平台而异); 多终端使用; 支持在线协作
	Office 365 家庭版	498 元/年	可供 6 人使用(可 30 台设备共享)	家庭	每名用户 1TB 存储, 其他同上
	Office 家庭和 学生版	748 元	一次性购买, 供 一台设备	家庭	只含有 Word、Excel、PowerPoint 三种功能, 最新为 2019 版
WPS	WPS 会员	89 元/年	1 人	个人	功能型服务, 如文档美化、会员皮肤、在线办公等增值服务和 365G 云文档存储空间等高级权限
	稻壳会员	89 元/年	1 人	个人	资源型服务, 800 万+个性化模板, 会员可每月免费下载一定数量的稻壳儿云模板, 也可按数量购买模板
	WPS 超级 会员	179 元/年	1 人	个人	既可享受 WPS 会员服务也可享受稻壳儿会员服务

数据来源: 东北证券, 微软商城, WPS 官网

企业用户以桌面版和订阅服务为主, WPS 桌面版价格约为微软的 1/3, WPS 机构订阅服务价格约为微软的 1/2。同类型的 WPS Office 桌面版本标准价格为 1998 元/套 (客户不同行业、购买版本及数量不同, 售价不同, 均价在 1500 左右), 而微软 Office 专业版价格为 5298 元/套, 在企业产品竞价中 WPS 也具竞争优势。机构订阅服务方面, WPS 基础版免费, 商业版 365 元/户/年, 高级商业版 599 元/户/年。微软 Office 365, 商业版 720 元/户/年, 高级商业版 1080 元/户/年, 商业协作版 432 元/户/年。

**表 26: WPS 与微软针对企业用户的产品价格及功能对比**

	产品名称	价格	使用人数	群体	内容
微软	Office 小型 企业版	1998 元	一次性购买, 供 一台设备	小型企 业	含有 Word、Excel、PowerPoint 和 Outlook 四种功能, 最新 为 2019 版
	Office 专业 版	5298 元	同上	小型企 业	包含 Word、Excel、PowerPoint、Outlook、Publisher 和 Access 等六种功能, 最新为 2019 版
	Office 365 商业版	720 元/户 /年	最大支持 300 个 用户	企业	包含 Word、Excel、PowerPoint、Outlook、Access 和 OneDrive; 每个用户支持 5 个终端; 1 TB 云存储; 50 GB 邮箱空间
	Office 365 商业高级 版	1080 元/ 户/年	同上	企业	包含商业版全部功能; 增加 250 人的团队合作和通信; 使 用 Exchange Online Protection 保护电子邮件; 用于构建和 管理业务的工具服务
WPS	WPS 桌面 版	1998 元	一次性购买, 永 久使用, 供一台 设备	个人或 企业	WPS Office Mac2019 处于发布初期未收费; 客户购买后可 长时间使用, 并向客户提供一定期限的售后服务, 服务期 后, 客户不能获得支持及服务, 但可以继续使用所购买版 本的办公软件 (产品功能可能受限)
	基础版	免费	最大支持 50 个用 户使用	个人或 企业	办公组件、轻应用、在线办公、团队共享、云存储 (1GB/ 人, 最大支持 50 人) 等
	商业版	365 元/户	同上	企业	1) 包含所有基础版功能; 2) 增值服务: 无广告、文档修

	/年			复、数据恢复、全文检索、在线解压、超大附件、PDF 工具包、批量下载 (500 个)、创建团队个数 (300 个/人); 3) 云存储空间: 1T/人, 起始购买 3 个用户
高级商业版	599 元/户 /年	同上	企业	1) 包含所有商业版功能; 2) 增值服务: 批量下载 (1000 个)、创建团队个数 (500 个/人)、1V1 服务

数据来源: 东北证券

政府采购方面, 同类型的标准版本 WPS 价格略低于微软 Office, 专业版本 WPS 比微软 Office 便宜 300 元左右。从政府机构采购价格来看, 功能相似的标准版本的 WPS Office 产品 (单价≤549 元/套) 价格略低于微软 Office 产品 (单价≤595 元/套), 而专业版本则有近 300 元的价差。相比于个人和企业版产品, 政府版产品 WPS 与微软 Office 产品的价差要小的多, 其原因在于一方面近年来政府机构在不断推动软件正版化, 政府客户更倾向于购买国产的办公软件产品, WPS 在政企客户中市占率不断提升; 另一方面, 随着不断的研发投入和产品优化, WPS 产品性能得到了很大的改善, 其产品功能与微软 Office 已相差不大, 在资源型服务方面更优于微软。

图 37: WPS Office 与微软 Office 政府采购价格情况



数据来源: 东北证券, 中央国家机关政府采购中心

国产背景使得 WPS 产品在政府采购中更有优势。2003 年, 政府采购法正式实施, 微软与金山在政府采购市场上展开较量, 微软发函上海市教委, 希望进行“微软正版化”运动。上海市教委没有完全按微软的意志行事, 而是要求各中小学卸载微软 Office, 并停用旧的《信息科技》教材, 决定重新采购国产办公套件。虽然微软随后调整了战略进行竞标, 但这场争夺战中, 还是金山胜出。2004 年, 金山 WPS 占到了政府采购 56% 的份额, 获得了几乎全部省级政府的采购订单, 小胜微软。

### 4.3. 国内竞争对手包括永中和中标普华, 金山处于领先地位

目前国内主流的办公软件为金山 WPS、永中 Office 和中标普华 Office。从国内市占率和政府采购情况来看, WPS 无疑是国内办公软件市场龙头, 而永中 Office 和中标普华也相继进入中央机关采购名录; 采购价格上, 永中紧随 WPS, 而中标普华则相对便宜。






从产品性能来看, 三家都支持 X86、ARM、龙芯、飞腾、兆芯、申威等芯片和中标麒麟、银河麒麟、深度、新支点等主流的国产操作系统, 同时针对不同操作系统推出 Windows、Linux 和 MacOS 产品; 三家都支持 OOXML、UOF 格式标准、OFD

版式文件标准和公文标准，其中 WPS 是 UOF 中文格式标准制定者。**不同点：**从功能模块来看，WPS 内含 PDF 组件，永中与中标普华不支持；WPS 和永中推出移动端产品（Android 和 IOS），中标普华暂不支持移动端服务；云服务方面，WPS 和永中支持多人协作编辑，而中标普华暂不支持。

**WPS 性能完善、功能强大、增值服务丰富；永中 Office 在产品功能和服务上不断完善，如云存储、协作共享以及模板资源等；中标普华 Office 则偏重于语言特色，有藏文版、蒙文版、维哈柯文版（支持软件界面在汉文、维吾尔文、哈萨克文、柯尔克孜文四种语言间互相切换）以及针对不同国产芯片推出的龙芯版、飞腾版、申威版和兆芯版等国产芯片系列办公软件产品，在中央及地方政府中有一定应用。**

**股权方面，WPS 由金山软件主导，雷军（持股 9.36%）为实际控制人；永中 Office 大股东为无锡创投（持股 16%），为无锡市政府主导；中标普华 Office 第一大股东为中国软件控股（持股 50%），为中国电子（CEC）主导。**

**表 27: WPS Office 与永中 Office、中标普华 Office 股东和对标产品关键指标对比**

分类	对比项	WPS Office 2016	永中 Office 2016	中标普华 Office V6
股东	实控人（持股）	雷军（9.36%）	许勇强（32.38%）	兰峰（29.74%）
	上市公司入股情况	金山软件（52.71%）	无	中国软件（50%）
语言	支持语言	支持 126 种语言应用，包括众多生僻小语种	中文（简/繁）、英文、日文、阿拉伯文、法文、西班牙语	中文、藏文、蒙文、维文、哈萨克文、柯尔克孜文
标准支持	PDF 格式	支持阅读和编辑	阅读、打印	阅读、打印
	UOF 中文格式标准	<b>标准制定者</b>	支持	支持
	文档存储服务	<b>全球</b>	支持	<b>不支持</b>
云服务	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	文档、图表、AE 模板、表情包和定制化等各种素材	基础模板
政府采购	政府采购（标准版）	 入围价：<= 549元 型号（版本号）：金山 WPS Office 2016 专业版	 入围价：<= 521元 型号（版本号）：永中 永中Office2016 专业版办公软件	 入围价：<= 520元 型号（版本号）：中标普华 V6.0
	政府采购（专业版）	 入围价：<= 960元 型号（版本号）：金山 WPS Office 2016 专业增强版	 入围价：<= 916元 型号（版本号）：永中 永中Office2016 专业增强版	 入围价：<= 627元 型号（版本号）：中标普华（专业版）V6.0

数据来源：东北证券，各公司官网，中央政府机构采购中心

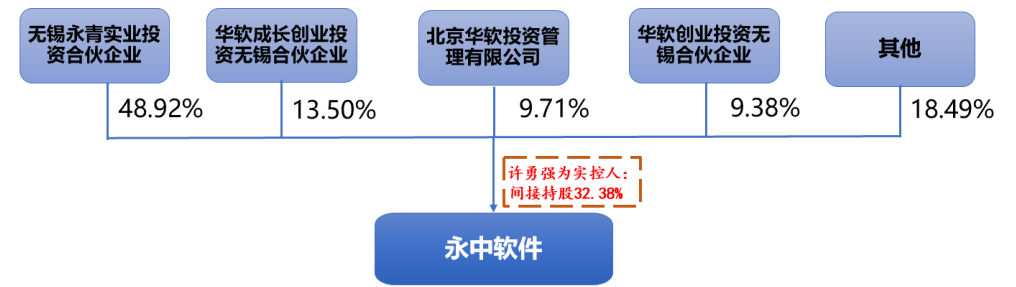
### 4.3.1. 永中 Office: 面向政企客户，价格较为适中

永中 Office 主要面向政府及企事业单位客户，已累计销售 50 多万套。永中 Office 是由永中软件股份有限公司自主研发的一套国产办公软件，集成了文字处理、电子表格和简报制作三大功能。永中 Office 基于创新的数据对象存储藏库专利技术，有

效解决了 Office 各应用之间的数据集成问题。从 2010 年开始在各级政府及企事业单位软件正版化工作当中，各单位共采购永中 Office 产品累计 50 多万套，包括中共中央办公厅、国务院机关事务管理局、中宣部、国家税务总局、海关总署、中国科学院、人民日报社等 30 多个国家部委和重要单位。

无锡永青实业投资合伙企业持有的永中软件 48.93% 股权，是公司的第一大股东。根据企查查数据，**董事长许勇强简介持股 32.38%，是公司的实控人。**

图 38: 永中软件股权结构



数据来源：东北证券，企查查

永中 Office 已推出云服务和移动端产品。2003 年，永中 Office 2003 正式推出。2003-2005 年间，永中 Office 在与微软的多次竞争中中标多个省市的政府办公软件采购项目，与金山 WPS Office 并称国内两大通用办公软件。但 2006 年开始，随着政府办公软件正版化基本实现，政府部门采购项目逐年减少，永中科技经营状况每况愈下。2009 年，永中软件成立，全面接手永中科技的技术团队，同时运营永中 Office 相关产品。2011 年，永中软件发布网络版 Office 产品，提出“云办公计划”，涉足云办公领域。同年，永中科技破产，永中软件声明称不会对永中 Office 带来影响。之后，永中发布移动版 Office。

表 28: 永中 Office 系列产品

产品	产品功能与特点
永中 Office 桌面版	支持 Windows 和 Linux，新增 SmartArt 功能、电子表格照相机，表格和文字护眼模式等功能
永中 Office 移动版	兼容全部微软 97-16 版文档格式，切换阅读、编辑和手写模式，支持原笔迹手写批注、文档可通过 QQ、微信、钉钉、邮件分享，支持读取加密文档、免费云空间，桌面端和移动端实时共享
永中优云	团队协作编辑，历史追溯、支持所有常用 Office 格式、多平台资料共享，自动完成文档上传下载，实时共享、多种格式文件实时存储，多终端同步支持，定制化场景、加密传输
永中 DCS	快速解析常用办公文档、提供不同文档格式间的互转、把 Office 文档原样输出 html、图片等
永中 PDF 转 Word	支持 windows, linux, mac 系统运行，可直接拖拽转换
柚墨会员	海量模板和素材，提供免费、精品和定制化服务以及 license 购买，会员订阅：168 元/年
科教之星	主要应用于教学讲义、教案、试卷、科技论文、科技图书等科技文档的编排与打印；课件及演示文稿编辑、制作和演示软件，针对于学术交流和教学应用，能在播放状态下播放几何动画；电子表格软件，用于学生成绩的统计与分析，内含图表功能，能够将分析结果以图形化表示

数据来源：东北证券，公司官网

在政府采购目录中，永中 Office 价格在 400-800 元之间，介于 WPS Office 和中标普华 Office 之间，价格适中。

表 29: 政府机构采购永中 Office 正版软件项目情况 (不完全统计)

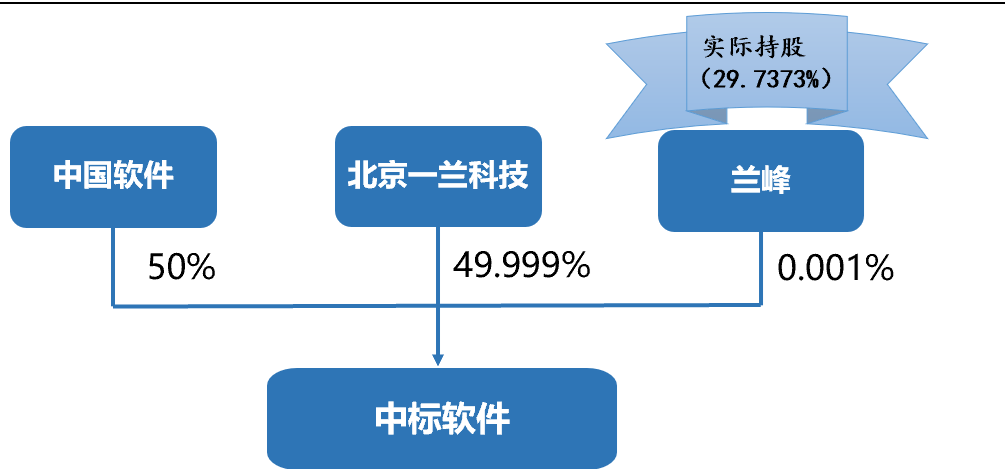
时间	采购单位	采购产品	单价(元)	数量	总价(元)
2017/05	徐州市政府公物仓管理中心	永中 OfficeV2016	400	5	2000
2017/09	中国人民政治协商会议福建省委员会办公厅	永中 Office V2016	558	342	190836
2019/06	哈尔滨市公安局香坊分局	永中 Office 专业版	451	100	45100
2019/08	宁夏回族自治区国土资源地理信息中心	永中 Office	800	100	80000

数据来源：东北证券，中国政府采购网，招标网

#### 4.3.2. 中标普华 Office: 针对不同民族文字推出多个版本，价格相对便宜

中标普华 Office 是中标软件旗下办公软件板块，实际控制人为兰峰(持股 29.74%)。中标软件三大主营业务为中标麒麟(桌面操纵系统系列产品)、中标普华(办公软件系列产品)和中标凌巧(移动端操作系统)，产品服务于政府、国防、金融、教育、财税、公安、审计、交通、医疗、制造等行业。目前，中标软件大股东是中国软件(持股 50%)，实际控制人为兰峰，兰峰直接持股 0.001%，并通过北京一兰科技间接持股 28.7363%，合计持股 29.74%。

图 39: 中标软件股权结构



数据来源：东北证券，企查查

中标普华 Office 针对不同民族文字以及不同国产芯片推出对应的办公软件产品。中标软件于 2004 年发布中标普华 1.0 系列产品，2007 年中标普华藏文 Office 发布，是全球首款藏文办公软件。中标普华 Office 成为符合中国政府新一代公文格式的，支持国内多种民族文字文种的跨多个软硬件平台的办公软件。并在此基础上发展出应用于医院电子病历的病例通，应用于远程教育系统的等多个方案版本。2013 年，中标软件推出了“中标普华蒙古文操作系统产品”。针对不同国产芯片，中标普华推出相应的办公软件产品，如龙芯版、飞腾版、申威版和兆芯版等国产芯片系列办公软件产品等。

表 30: 中标普华 Office 系列产品

产品名称	产品功能与特点	目标客户或典型客户
中标普华维哈柯文办公软件	提供维哈柯文和中英文混排，实现特殊断行、按音节换行功能；中文、维吾尔文、哈萨克文、柯尔克孜文四种语言界面互相切换；文档校对和拼写检查功能；维哈柯文电子词典	新疆地区的政府、企事业单位、大中专院校及中小学
中标普华藏文办公软件	支持藏文时间和日期、藏文艺术字等藏文表达方式；汉藏界面切换功能；支持主流藏文输入法，支持古藏文；提供基于数字证书的数字签名、加密功能；提供标准的二次开发接口	西藏、青海自治区、云南藏语地区的政府机关、企事业单位、大中专院校及中小学
中标普华国产芯片办公软件	跨操作系统平台的能力；基于数字证书的数字签名、加密功能；标准的二次开发接口；根据不同的国产芯片，具有不同版本；异步加载机制	龙芯中科技术有限公司、江南计算技术研究所北京大学微处理器研究开发中心
中标普华办公软件专业版	跨操作系统平台能力；基于数字证书的数字签名、加密功能；标准的二次开发接口；异步加载机制	国家审计署应用示范项目 国家税务总局应用示范项目 国务院办公厅应用示范项目
中标普华蒙古文办公软件	提供纯蒙古文软件界面，并与汉语界面的双向切换；实现蒙古文的从左到右竖排排版方式，支持蒙汉英多文种的混合编辑排版，并符合各文种的排版规则和习惯；实现了蒙古文日期、蒙古文时间、蒙古文编号等蒙古文本地化需求；支持符合标准的主流蒙古文输入法与字库	内蒙古、新疆等蒙古语语言地区的政府机关、企事业单位、大中专院校及中小学

数据来源：东北证券，公司官网

在政府采购订单中，中标普华 Office 软件价格相对便宜，普遍在 400 元上下。

表 31：政府机构采购中标普华 Office 正版软件项目情况（不完全统计）

时间	采购单位	采购产品	单价（元）	数量	总价（元）
2019/8/8	大庆市建设中等职业技术学校	中标普华 Office 办公软件 V7.0（教育版）	185	10	1850
2019/8/9	大庆市大同区民政局	中标普华 Office 办公软件 V7.0（政府版）	440	5	2200
2019/7/3	大庆市大同区和苑街道办事处	中标普华 Office 办公软件 V7.0（政府版）	450	3	1350
2019/7/2	大庆市大同区林源镇人民政府	中标普华 Office 办公软件 V7.0（政府版）	430	8	3440

数据来源：东北证券，公司官网

#### 4.4. 支持本土办公基础软件厂商，韩国已有较好的示范案例

##### 4.4.1. 韩国自主桌面版办公产品：Hangul Office

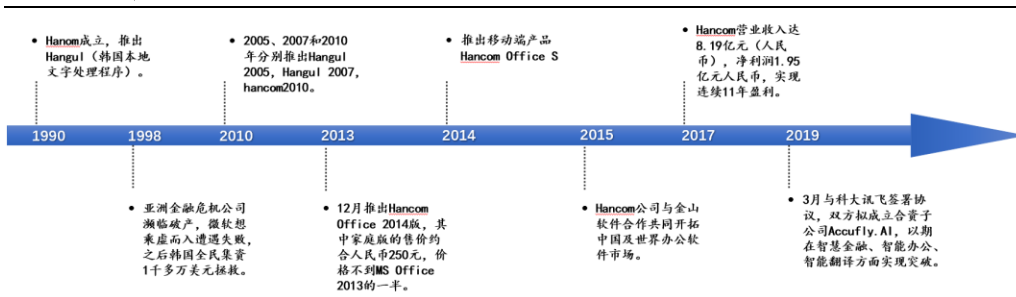
**Hancom** 借助政府和民众的支持完成了民族办公软件产业的复兴。Hancom Office 系列是韩国本地化的办公软件套件，由韩国 Hancom（韩软公司）研发。Hancom（KOSDAQ: HAANSOFT）成立于 1990 年，创建了 Hangul（韩语本地文字处理程序），被誉为韩国的国宝。1998 年，亚洲金融危机，由于经营不善和软件盗版猖獗，Hancom 运营陷入瘫痪，公司濒临破产。而彼时微软在韩国办公市场拥有 15% 渗透率，Hancom 为其最大竞争对手，微软欲向 Hancom 提供 2 千万美元支持，但条件是停止生产 Hangul，转而销售微软的本地化 Word 软件（以彻底垄断韩国办公市场）。交易消息传出后，韩国人团结起来进行了一次全国性的热烈抗议，并通过全国性的拯救活动筹集了 1 千多万美元助其渡过难关，Hancom 的软件盗版问题也成为全国

关注的焦点，韩国人开始向 Hancom 的软件付费。同时，韩国政府开始大量采购 Hancom Office 产品，在全国广泛推广韩文书面语言，并在韩国国内制定了专门针对考核 Hangul 系列软件使用能力的资格证书。

韩国是世界上仍然拒绝广泛采用微软办公套件的少数几个国家之一。目前，Hangul 系列软件在韩国市占率达 30%，在政府部门则几乎处于垄断地位，除韩国知识产权局的文件外，几乎所有政府文件都是 Hangul 文件，其文件扩展名为 HWP，用户必须购买软件或下载“HWP 查看器”才能阅读，而且可以在 Hangul 程序中打开 Microsoft Word 文档，反之则不行。在许多韩国公司中，Microsoft Word 和 Hangul 相互并用。同时，从 2010 年开始，Hancom 与三星展开合作，将其旗下虚拟办公软件 ThinkFree Mobile 预装如三星的 Galaxy 系列手机中，其后陆续与富士通、印度 HCL（印度最大移动设备制造商之一）达成产品预装协议，进一步拓展其产品市场份额。

政府多年的扶持使得 Hancom 在政府端市场形成很强的壁垒。近 20 年来，Hancom 为韩国政府办公应用软件的唯一提供商，政府内部强制使用的文件格式为 Hangul 特有文件编辑格式.HWP 格式，并逐渐成为大多数韩国公司的标准，这使得该国成为微软 Office 办公产品套件市场份额倒退的少数几个国家之一。2010 年，韩国国民议会研究服务局（NARS）曾要求政府组织使用支持开放标准的软件产品，然而由于政府组织以及使用 HWP 文件十多年了，使用习惯已稳定，同时，大多数其他基于 ODF 的软件或 Microsoft 产品无法读取或编辑之前的 HWP 文件，因此，政府机关很难迅速寻找 Hancom 的替代品。2019 上半年，Hancom 实现营业收入达 5.04 亿元（人民币），同比增长 78.05%，实现净利润 7303.08 万元人民币。

图 40: 韩国 Hancom 公司发展历程



数据来源：东北证券

Hancom 已推出 Hangul 2005、2007 和 2010 系列、Hancom Office 2014、2017 以及最新的 Hancom Office 2020 等系列办公软件。Hancom Office 由 Hanword（文字编辑），Hancell（电子表格）、Hanshow（演示文稿）和 PDF 转换器等应用组成，提供 Windows、MacOS 和 Web 版本，移动端支持 Android 和 iOS 系统，提供韩文和英文版本，Hancom 仅支持 Microsoft Office 的部分文件格式而使用韩国独有.hwp 格式。HWP 格式具有民族特色（其排版格式更符合韩国人文字使用习惯），类似于中国的 WPS 文件格式，韩国人处理文档大多用 HWP 格式，用 DOC 格式较少。2013 年 12 月，Hancom 推出 Hancom Office 2014 版，其中家庭版的售价为 42900 韩元（约合人民币 250 元），价格不到 MS Office 2013 的一半。2014 年，Hancom 推出移动办公产品 Hancom Office S，Hancom Office S 与微软的 Word、Excel 和 PowerPoint 相互兼容，并已预装在三星的 Galaxy 系列，在北美和中国均有大量的用户使用。2019



年 10 月，Hancom 推出办公应用 Hancom Office 2020，该 Office 2020 通过应用人工智能和区块链等技术以提高文件生成的便利性。

#### 4.4.2. 韩国自主移动办公产品：Polaris Office

移动端办公软件市场，韩国 INFRAWARE 公司（韩国一软）2010 年开始发布 Polaris Office 产品。INFRAWARE 公司（一软公司），总部设在韩国首尔，在中国和美国设有代表机构。2005 年，INFRAWARE 在韩国 KOSDAQ 上市，起初一软公司是以自主研发的浏览器引擎技术而成长的移动软体开发企业。2009 年，针对智能手机及平板电脑迅速发展的移动市场变化，把移动办公选定为公司新的核心业务，为掌握其原始技术和推出最具有竞争力的产品，自主研发了 Polaris Office，以移动办公产品切入办公软件市场。目前，INFRAWARE 公司已与三星、LG、HTC、华硕、华为、中兴、天语等多家终端厂家合作，在多款 Android 手机和平板电脑上预装 Polaris Office，用户分布在 240 多个国家及地区，预装 Polaris Office 的 Android 智慧型手机和平板电脑也已超过 9 亿台。

图 41: Polaris Office 用户量



数据来源：东北证券，公司官网

最新版本 Polaris Office 为 2017 版，除内含文档、表格、幻灯片等常用组件外，还集成了 Google Docs、Dropbox、Box.net 等多个云存储服务，用户通过这些服务可实现文档共享。此外，Polaris Office 的文档载入速度较快（仅需 3 秒即可完成文档载入，比其他同类套件快 20 倍）。目前，支持中文、英文、韩文、日文、法文、德文和西班牙语等 7 种语言，用户界面简洁直观、编辑工具和模板丰富，支持云存储和分享功能，支持 windows、Andriod 和 iOS 系统。

## 5. 流式软件以外，持有版式软件厂商数科网维 30% 股权值得重点关注

### 5.1. 版式文档已成为第二大电子文档格式

电子文档格式依据应用性能可分成流式文档和版式文档两种。流式文档注重编辑性，版式文档注重交互性及阅读性，两者分别满足用户的不同使用需求。目前，以 Office（微软公司）格式为主的流式文档和以 PDF（Adobe 公司）格式为主的版式文档，占据电子文档软件的主要市场。版式市场，中国有自主的 OFD 版式格式标准（可替换 PDF 格式标准），主要参与者为福昕软件、数科网维、书生电子和点聚信息等，其中以福昕软件和数科网维为两大主要厂商，占据较大市场份额。

**表 32: 流式文档和版式文档格式的比较**

分类	格式特性	编辑性	安全性
流式文档	流式文档无结构，用户可以方便地对其进行操作	较强	较弱
版式文档	版式文档版面呈现效果固定，在各种设备呈现效果一致	较弱	较强

数据来源：东北证券，福昕软件公告

云服务应用的发展，使得版式文档使用更加便利。以微软 Office 和 WPS 为主的流式文档由于发展时间长、文档编辑方便，已形成用户使用习惯，使得流式文档仍占据主要办公软件市场。近年来随着移动端和云端应用的兴起，特别是云服务应用的发展，文档交互、企业管理及文档阅读在云端实现，使得大量文档存储在公有云或私有云服务器中，由于版式文档格式在文档存储、交互性、文本保真阅读等方面的优势，云端应用优势明显，云应用的发展将推动版式文档格式地位快速提升。同时，随着软件技术的进步，版式文档与流式文档相互转换技术日益成熟，版式文档的编辑功能不断提高，使得版式文档格式在日常办公中使用限制不断降低。

## 5.2. 中国自主的版式文档格式标准发展之路

我国版式电子文件长期采用国外标准，国内版式电子格式混乱，标准不统一。目前，PDF 被广泛应用在电子出版、电子图书、文档管理等领域，特别是档案领域主要采用 PDF 的子标准 PDF/A 作为数字档案长期保存格式。同时，国内一些厂商的私有格式标准也在使用，如党委机关使用的方正阿帕比 CEBX 格式、政府机关使用的书生 SEP 格式、学术领域使用的知网 CAJ 格式等。由于没有统一的版式电子文件标准，导致格式应用混乱、接口不统一、标准不开放。此外，大量与国家安全相关的电子文件采用国外标准格式，在安全性、自主可控等方面存在重大隐患。

我国初次尝试制定拥有自主知识产权的版式文件格式标准——UOF。2002 年，为打破微软在中文办公文档格式上的垄断，中国电子技术标准化研究所、北京信息科技大学、金山公司、永中公司等国内办公软件企业及科研院所组成中文办公软件工作组，制定了具有自主知识产权的“标文通”GB/T 20916—2007《中文办公软件文档格式规范》(Uniform Office document Format, UOF)。2007 年 9 月 1 日，UOF 标准正式推广。UOF 是一种基于 XML 的开放文档格式，规定了中文办公软件文档的描述结构、存储格式，涵盖了文字处理、电子表格和演示文稿等主流办公应用，并增加了对电子公文等外部数据的集成能力。UOF 标准的推出有助于国内摆脱高成本兼容微软 Office 文档格式的被动事实，并为后续的 OFD 标准打下了坚实的基础。

我国推出完全自主知识产权的 OFD 版式文件格式标准，实现版式文档电子格式标准的创新可信。2010 年，根据中办《电子文件管理暂行办法》，由工信部牵头在核高基专项中启动“版式文档格式标准研制、软件研发和示范应用”课题，开始自主版式文档格式标准规范 (Open Fixed-layout Document, OFD) 研制。2011 年，国家电子文件管理部际联席会议将电子文件格式标准列为“十二五”重点任务，工信部成立了由主要厂商和研究机构参与的标准工作组。2011 年 8 月，完成《电子文件存储与交换格式文书类版式文档》标准草案以及 schema 的编制工作；11 月，完成社

会公开意见征集，并开始组织厂商进行标准验证。2012年，开始在党政机关、档案机构等多家单位进行标准试点，并根据试点情况进行标准修订。2016年10月14日，OFD标准正式发布。2017年5月1日，正式实施。OFD格式文档是一个基于XML和压缩技术的电子文件格式，采用“容器+文档”的方式描述和存储数据，将文字、图像和其它附加内容分别存放，从而保证了电子文件的安全性。OFD标准的推出，有助于实现电子文件格式创新可信的国家战略，也有助于国内自主版式产业的发展。

**OFD与PDF相比，PDF具有良好的动态交互性、受限者阅读、应用领域广泛等优势，而OFD则具有完全自主知识产权、技术门槛低、便于网络传输、可量身定做等优势。在格式的描述能力方面，PDF体系庞杂偏向深度应用，OFD针对国内需求提供特色化功能。与PDF格式相似，OFD标准规定了版式电子文件的存储与交换格式，包括文件结构、基本结构、页面描述、图形、图像、文字、视频、复合对象、动作、注释、自定义标引、扩展信息、数字签名、版本、附件等方面，适用于版式文档存储、阅读、交换和利用，是电子文件基础标准之一。但在可编程性、3D、函数等方面，PDF技术能力强；OFD则针对国内特性化的应用需求提供了特色化功能，比如电子公文语义导览及与OA集成使用功能，同时支持第三方电子签章系统，提供电子签章、验章事务等。**

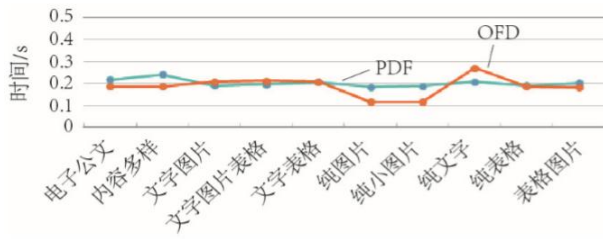
**表 33: OFD与PDF描述能力对比**

标准指标	OFD	PDF
产权	国家自主	ISO
标准开放	完全开放	完全开放
函数	不支持	支持
可编程性	不支持	支持
3D	不支持	支持
软件支持	较少，限于国内	很多，遍布全球
成熟度	一般	高
坐标空间模型	盒子模型	坐标模型
国产化平台	支持较多	支持较少
公文语义、各种扩展语义	支持	不支持
基于XML	是	否
打包	是	否
安全控制	符合GM算法的数字签名	不同级别
技术门槛	体系简单	体系庞杂

数据来源：东北证券，标准化研究

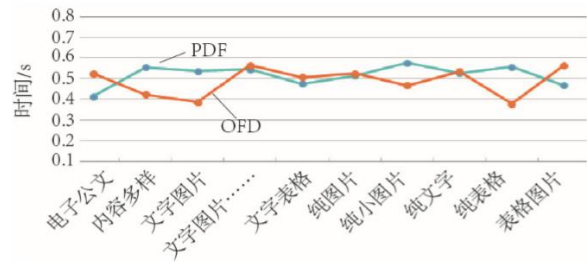
从OFD和PDF文件的打开和另存时间上看，对不同内容的数据二者速度相互交叉，各有优势但差别不大。

图 42: OFD 与 PDF 文件打开时间对比



数据来源: 东北证券, 标准化研究

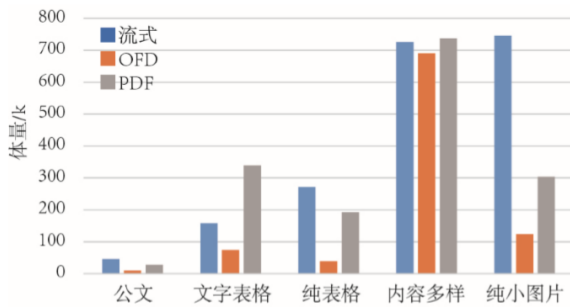
图 43: OFD 与 PDF 文件另存时间对比



数据来源: 东北证券, 标准化研究

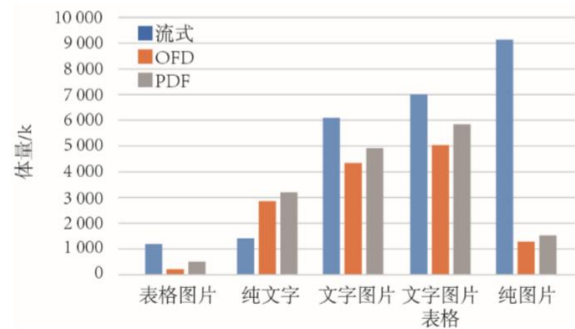
在流式转版时, 生成的 OFD 文件基本上都比原流式文件要小, 比 PDF 文件也略小, 使得 OFD 文件具备体积小, 内存消耗量小, 占用系统资源少, 节约存储空间, 便于网络传输的优势。

图 44: 流式文件 (<1M) 转版 OFD 与 PDF 对比



数据来源: 东北证券, 标准化研究

图 45: 流式文件 (>1M) 转版 OFD 与 PDF 对比



数据来源: 东北证券, 标准化研究

### 5.3. 数科网维是国内自主版式软件重要提供商, 增速快于主要竞争对手

数科网维是我国自主专业版式文档处理产品和服务重要提供商。公司专注于版式技术研发和信息化应用十余年, 版式技术主要应用于电子公文、数字档案、电子证照、电子票据、数字出版等行业等领域。公司是 OFD 国家版式标准的主要编制单位之一, 也是党政机关电子公文标准规范等一系列国家电子文件相关标准的参编单位, 并基于我国自主 OFD 标准, 推出了一系列产品和解决方案, 主要应用在党政机关和企事业单位等公务应用。产品包括 OFD 版式阅读软件、文件转换迁移系统、阅读安全增强系统、文档安全外带系统等; 解决方案主要为电子公文应用、电子档案应用、电子证照应用、文档防扩散应用等。

表 34: 公司产品和解决方案

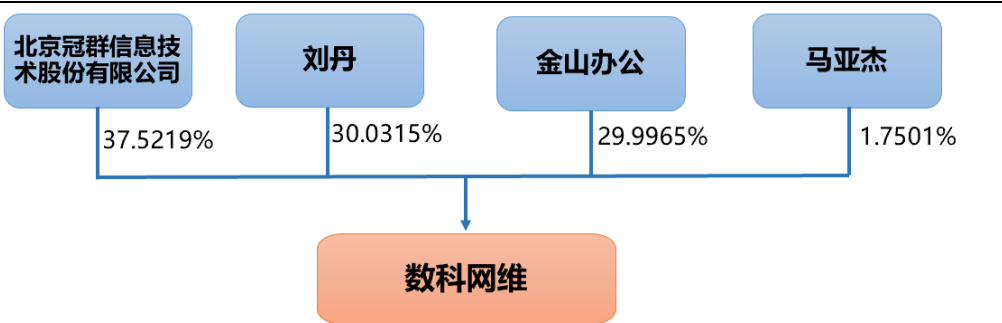
分类	名称	简介
产品	OFD 版式阅读软件	支持 OFD/PDF 电子文件的阅读浏览、文档操作、图文注释等通用版式处理功能, 并提供原笔迹签批、电子印章、语义应用、修订标记等公务应用扩展功能。适用于党政机关日常政务办公; 参考价格: OFD 文档处理软件 V2.0 政务版/专用机版: ¥900 元/用户端
	文件转换迁移系统	可实时、批量或套转方式将各种格式文档转换为 OFD 文件。适合于部署在政府机关及企事业单位内部, 提供版式转换和数据迁移服务, 应用于电子公文、电子档案、电子证照、电子票据、

	<p><b>电子凭证、文档防扩散等领域;</b></p> <p>参考价格: 文件转换迁移系统 V2.0 政务版: ¥30 万元/服务器端</p>
阅读安全增强系统	<p>提供服务端内容推送服务与阅读终端特性的组合应用, 可快速、无缓存在线阅读; 支持对用户操作行为的动态控制和审计。适用于<b>重要文档安全阅读、防扩散领域;</b></p> <p>参考价格: 阅读安全增强系统 V2.0 政务版 ¥30 万元/服务器端</p>
文档安全外带系统	<p>支持组合口令保护、机器绑定、USB Key 绑定和外设加密等离线安全认证, 可实现文档溯源标签嵌入、阅后即焚、阅读时效控制等离线安全控制。适用于<b>重要文档安全外带、外发;</b></p> <p>参考价格: 文档安全外带系统 V1.0 政务版 ¥30 万元/服务器端</p>
网页轻阅读系统	<p>可实现将 OFD 文档实时解析成 HTML 并向用户推送。在线阅读保持文档原版原式, 实现跨平台阅读以及浏览器无插件阅读。适用于<b>政务公开、政策宣传、信息查询、在线资料阅读;</b></p> <p>参考价格: 文档网页轻阅读系统 V1.0 政务版 ¥30 万元/服务器端</p>
电子公文应用	<p>基于国产 OFD 版式标准, 实现公文处理标准化; 集成电子印章, 保障电子公文真实有效; 内嵌公文语义, 便于深度分析利用; 支持手写设备</p>
电子档案应用	<p>基于 OFD 标准实现<b>电子档案文件的生成、存储、借阅和共享的一体化技术支持。</b>具有标准格式转换、跨平台共享阅读、纸质档案电子化、安全离线借阅功能</p>
电子证照应用	<p>基于 OFD 版式可实现<b>电子证照“制证、管证、发证、验证”的一体化流程管理。</b>适用于身份证、学生证、工作证、结婚证、房产证等证件证照与学历证书、资格证书、认证证书等证书类证照</p>
文档防扩散应用	<p>基于国家自主 OFD 版式标准的文档防扩散系统, 结合电子水印、立体授权、阅读控制、内容加密等技术, <b>实现用户单位在线文档和外发文档的防扩散管控</b></p>

数据来源: 东北证券, 公司官网

金山办公持股数科网维 30% 股权, 实现从流式文档向全方位覆盖流版签格式文档的业务布局。2018 年 8 月 15 日, 金山办公通过认购数科网维新增注册资本 857 万元的方式持有数科网维 30% 的股权, 参股数科网维的目的在于金山办公通过投资数科网维布局 OFD 国家标准, 业务从流式文档开拓到版式文档, 并与数科网维进行销售合作, 进一步拓展政府及金融客户。金山办公代理数科网维产品, 与数科网维持续进行合作。冠群信息持有公司 37.52% 股份, 为公司控股方。数科网维引入金山办公入股, 一方面可以借助金山办公的资本和技术进行产品的研发和创新, 另一方面, 可以实现公司业务在党政办公和海外市场的突破。

图 46: 数科网维股权结构

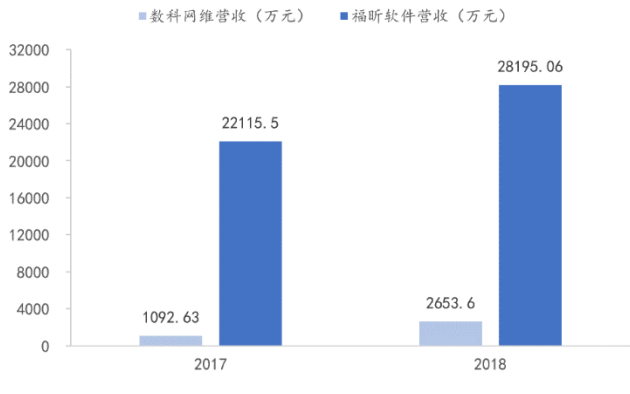


数据来源: 东北证券, Wind

与竞争对手福昕软件相比, 营收和净利润相差较多, 但增速较快。2018 年, 数科网维实现营收 2653.60 万元, 较上年增长 142.86%, 净利润为 233.94 万元, 较上年增长 101.50%。2019Q1 公司净利润为 1076.49 万元, 较上年年底增长 450%。营收和净利润实现快速增长。福昕软件方面, 2018 年实现营收 2.82 亿元, 同比增长 27.33%,

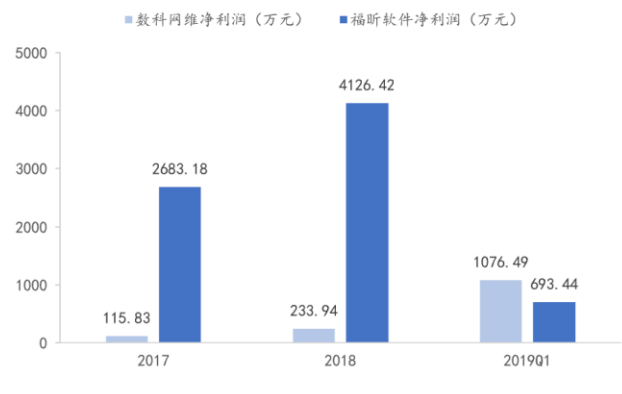
净利润为 4126.42 万元，同比增长 53.79%；2019Q1 实现净利润 693.44 万元，同比增长 95.88%。数科网维在 2019Q1 净利润超过福昕软件，实现 450% 的高速增长。

图 47: 数科网维与福昕软件营收对比



数据来源: 东北证券, Wind, 企业预警通

图 48: 数科网维与福昕软件净利润对比



数据来源: 东北证券, Wind, 企业预警通

目前, 在中央政府采购版式软件名录中, 同类型的 Windows 系统下, 福昕版式软件价格 700 元/套左右, 数科产品为 545 元/套左右; Linux 系统下, 两者价格相差不多 (福昕为 648 元/套, 数科为 668 元/套)。其产品性能差别在于, 两者除都具备版式文档阅读、格式转换、阅读安全增强、文档安全外带、无插件阅读等五大类功能和可无缝集成到电子公文、数字档案、电子证照、行业应用软件等功能外, 福昕产品还支持朗读、离线文件加密封装、支持国产化 Linux 操作系统和定制化服务等。

图 49: 政府采购版式软件与 Linux 版式软件的价格



数据来源: 东北证券, 中央国家机关政府采购中心

版式软件厂商多以项目形式出售产品, 单个项目在十几万到几十万之间。从政府机构采购订单来看, 数科网维和福昕软件的 OFD 版式软件多以项目形式整体出售,

价格根据不同项目情况在十几万到几十万之间不等。

**表 35: 政府机构采购数科网维项目情况 (不完全统计)**

数科网维					
时间	采购单位	采购产品	单价 (元)	数量	总价 (万元)
2017/12	中国贸促会原产地证网上签证系统防伪打印组件开发项目	网上签证系统	580000	1	58
2018/05	山西省公共资源交易中心(山西省政务服务中心)互联网+政务服务省级平台建设	OFD 版式文件	500000	1	50
2018/07	鄂尔多斯市人民政府办公厅智慧政务协同平台版式文件标准化改造项目	OFD 版式阅读软件	65	1800	11.7
		文件转换迁移系统	133000	1	13.3
2018/11	统一支撑云平台 (OFD 格式阅读软件)项目	OFD 格式阅读软件	385000	1	38.5
2018/12	江苏省发展和改革委员会关于电子文件安全应用支撑平台采购项目	电子文件安全应用支撑平台	575000	1	57.5
2019/09	国家税务总局电子发票自开票服务(发票系统)项目	第 4 子包版式文件系统	—	—	136.16
2019/09	国家信息中心国家电子政务外网平台二期工程(中央投资部分)外网门户网站系统软件采购项目	数科文件转换迁移系统 V2.0	205000	1	20.5
福昕软件					
时间	采购单位	采购产品	单价 (元)	数量	总价 (万元)
2018/07	荆州市电子证照库国产化版式软件 (OFD) 采购	电子证照 OFD 版式文件模板制作工具	158000	1	15.8
		OFD 版式文件生成工具	150000	1	15
		OFD 版式文件在线阅读 ActiveX 控件	150000	1	15
		OFD 版式办公套件	0 (赠送)	10	0 (赠送)
2018/09	中国船级社 PDF 软件开发包	PDF 软件开发包	—	—	32
2018/11	庄河市人民检察院电子设备采购项目	统一业务应用系统目录自动生成	50000	1	5
2019/04	湖北省医疗器械质量监督检验研究院	福昕 OFD 版式办公套件 (Windows 版) V7.0	700	8	0.56

数据来源: 东北证券, 中国政府采购网, 招标网

## 6. 拟募集 20.5 亿元用于 4 大研发与营销项目, 实际募集资金 46.32 亿元

本次公司登陆科创板, 拟募集 20.5 亿元用于研发与营销项目, 实际共募集资金 46.32 亿元。公司此次公开发行人, 共发行 10,100 万股, 占发行后总股本 21.91%, 拟募集资金 20.5 亿元, 实际共募集资金 46.32 亿元, 每股单价 45.86 元, 剩余 25.36 亿元将用于流动资金。募集资金主要投向研发和营销相关项目, 其中用于全球营销网络服务中心建设项目预计投入 1.03 亿元; 其余 19.47 亿元均用于研发相关的项目, 主要面向办公产品互联网云服务、WPS Office 办公软件研发升级方向、办公软件国际化方向、办公领域人工智能基础研发中心建设方向等 4 大方向 10 个项目。

**表 36: 募集资金投向**

序号	方向/项目名称	总投资额 (万元)	拟用募集资金投入金额 (万元)
项目 1	WPS Office 办公软件研发升级方向	60,879.11	60,879.11
1.1	WPS Office 办公软件客户端增强与优化项目	40,410.37	40,410.37
1.2	WPS Office 办公软件安全可靠增强与优化项目	20,468.75	20,468.75
项目 2	办公领域人工智能基础研发中心建设方向	31,876.04	31,876.04
2.1	基于海量语料的人机协同辅助写作系统研发项目	10,793.43	10,793.43
2.2	AI 自然语言处理平台项目	10,517.10	10,517.10
2.3	AI 计算机视觉识别平台项目	10,565.51	10,565.51
项目 3	办公产品互联网云服务方向	60,983.18	60,983.18
3.1	办公产品云服务研发中心建设项目	20,412.76	20,412.76
3.2	互联网增值服务研发项目	40,570.42	40,570.42
项目 4	办公软件国际化方向	51,274.19	51,274.19
4.1	WPS Office 办公产品及服务全球化研发升级项目	20,391.87	20,391.87
4.2	全球技术服务支持中心建设项目	20,615.40	20,615.40
4.3	全球营销网络服务中心建设项目	10,266.92	10,266.92
	合计	205,012.53	205,012.53

数据来源: 东北证券, Wind

## 6.1. 打造新一代智能化的 WPS Office 办公套件, 增强核心竞争力

社会信息化应用日渐深入, 办公软件产品产业深化升级日趋紧迫。随着信息技术的进步, 当前企业、政府等组织级客户需要处理的业务内容逐渐趋于复杂: 除了简单的信息记录与加工外, 文档元素标准化、协作、智能数据分析、辅助决策、形象展示等需求逐渐增多。同时, 伴随着业务系统的数量、数据日益攀升, 各系统间耦合度提升, 协同性难度增加, 对办公软件的兼容性、协同性提出了更高的要求。因此, 对办公软件的服务性、兼容性及适用性的研发升级需求增大。

**构建新一代适应智能化发展趋势的 WPS Office 办公套件。**本项目将在现有的 WPS Office 系列产品基础上, 研发和优化产品在智能创作、多端多人协作、文档数据智能分析处理等方面的产品功能和应用, 构建新一代适应智能化发展趋势的 WPS Office 办公套件。主要包括两个项目:

1) **WPS Office 办公软件客户端增强与优化项目。**包括 WPS Office 桌面版及 WPS Office 移动版产品的研发及优化, 在原有的 WPS Office 产品基础上, 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、实现数据的智能处理、数据交互以及数据可视化等。

2) **WPS Office 办公软件安全可靠增强与优化项目。**针对适配于国产平台的 WPS Office 办公软件产品及服务的增强与优化, 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。







未来 WPS Office 产品将在专业的文档编辑功能之上搭建海量文档模板素材库，目前稻壳已有超过 800 万份专业的 Office 文档模板、素材资源，涵盖文档编辑的多种维度，通过大数据技术可实现精准匹配，增值服务将为用户带来更强大的办公软件解决方案。

本项目主要研发升级 WPS Office 产品的云服务及增值服务，建立互联网云办公的解决方案。包括两个项目：

1) **办公产品云服务研发中心建设项目**。基于现有的 WPS Office 产品体系，通过建设 WPS 云文档和 WPS+云办公两个子项目，增强公司现有产品的云端服务能力，WPS 云文档子项目主要包括研发升级 WPS 云文档文字组件、表格组件、演示组件、PDF 组件的多个功能模块；WPS+云办公子项目则将重点研发企业办公场景模块、企业文档安全管控和企业通讯录等功能模块。

2) **互联网增值服务研发项目**。主要通过 WPS 会员增值服务研发升级和稻壳增值服务升级两个子项目，增强公司现有办公增值服务能力。WPS 会员增值服务研发升级子项目包括：研发升级会员支付系统模块、PDF 增值模块、WPS Office 产品对外开放接口模块、WPS 增值服务运营推广模块、移动平台功能支持模块和增值服务增强优化模块等。稻壳增值服务升级子项目包括：研发适用文档编辑场景的模板资源、WPS 文档编辑场景的非模板资源内容、各类文档办公助手工具、移动平台功能支持模块和泛办公资源和应用接口等。

图 52: 办公产品互联网云服务项目进度安排

内容	时间	第一年				第二年				第三年				第四年			
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
办公产品互联网云服务项目																	
办公产品云服务 研发中心	WPS云文档	■															
	WPS+云办公	■															
互联网增值服务	WPS会员增值服务	■															
	稻壳增值服务	■															

数据来源：东北证券，金山办公招股说明书

表 39: 办公产品互联网云服务项目投资估算（万元）

序号	类别	第一年	第二年	第三年	第四年	合计
一	固定资产投入	1,486.93	449.54	380.27	190.20	2,506.94
1.1	开发等综合性硬件	936.93	449.54	380.27	190.20	1,956.94
1.2	办公设备	550.00	-	-	-	550.00
二	无形资产投入	4,088.83	3,226.50	2,459.98	2,376.24	12,151.55
三	研发投入	5,508.10	6,314.04	7,149.09	7,833.54	26,804.77
四	其他费用	3,700.25	3,250.25	3,400.25	3,625.25	13,976.00
4.1	综合性费用	1,200.25	1,300.25	1,450.25	1,675.25	5,626.00
4.2	IDC 费用	1,950.00	1,950.00	1,950.00	1,950.00	7,800.00
4.3	装修投入	550.00	-	-	-	550.00
五	项目预备费	1,478.41	1,324.03	1,338.96	1,402.52	5,543.93
合计		16,262.52	14,564.35	14,728.55	15,427.76	60,983.18

数据来源：东北证券，金山办公招股说明书

#### 6.4. 建设全球技术服务和营销网络中心，拓展海外市场

巩固拓展国内市场，并进一步扩大全球市场。截至 2018 年底，WPS 注册用户总量达 2.80 亿，WPS 办公软件用户占国内办公市场用户总规模的 42.75%；在重点行业领域，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%；特别在金融行业，全国五大国有商业银行均为公司客户，在 12 家全国性股份制商业银行中，公司所服务的客户已达 11 家。随着创新可信机遇的到来，公司在巩固拓展国内市场的同时，利用产品和市场优势，需走出国门，进一步扩大海外市场。

推动 WPS Office 办公软件全球化，建设全球产品及品牌营销服务体系。此次，公司拟投入 2.04 亿元，推动 WPS Office 办公软件全球化，建设全球产品及品牌营销服务体系，主要包括 3 个项目：

1) WPS Office 办公产品及服务全球化研发升级项目，主要是为海外用户提供更符合其使用习惯的产品及服务。本项目的具体的研发内容包括：本地化产品模块，提供针对本地化产品的内容、文档平台管理服务；全球社交服务平台支持，提供包括对全球社交服务平台的文档协作、云存储服务以及文档转化功能的支持；本地化金融支付服务支持，提供本地移动支付和数字化支付平台；本地化运营服务支持，提供本地化活动、本地化新媒体运营及本地化官网等支持。

2) 全球技术服务支持中心建设项目。实现对公司现有产品和服务体系的全球技术服务支持能力建设。具体建设内容包括：全球技术服务支持平台，提供客户关系管理、项目支持管理、订单管理及市场管理等模块的研发升级；品牌支持和宣传中心，用于支持公司境内外售前、售中及售后支持工作，包括如产品升级、技术服务、技术培训等服务，提升客户对 WPS 产品及服务的认知度，拓展海外市场。

3) 全球营销网络服务中心建设项目。通过对外推广自主研发软件并搭建全球化的营销服务网络，主要实施内容为扩建公司本地化销售服务网络，未来拟在境内北京、上海、广州、深圳、珠海、成都、西安、武汉等多个国内城市，以及东南亚、北美、欧洲等地区建立服务网络，形成覆盖全球的营销网络体系。

图 53: 办公软件国际化方向项目进度安排

内容	时间	第一年				第二年				第三年				第四年			
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
办公软件国际化项目																	
WPS Office 办公软件产品及服务全球化研发升级项目		■															
全球技术服务支持中心建设项目		■															
全球品牌营销网络中心建设项目		■															

数据来源：东北证券，金山办公招股说明书

表 40: 办公软件国际化方向项目投资估算（万元）

序号	类别	第一年	第二年	第三年	第四年	合计
一	固定资产投入	1,753.41	606.37	576.24	455.82	3,391.84

1.10	开发等综合性硬件	1,038.41	563.87	533.74	413.32	2,549.34
1.30	办公设备	715.00	42.50	42.50	42.50	842.50
二	无形资产投入	1,460.28	590.57	509.98	484.63	3,045.46
三	研发投入	2,256.80	2,712.26	3,151.01	3,569.31	11,689.37
四	其他费用	5,094.23	5,866.03	7,556.87	8,748.44	27,265.58
4.10	综合性费用	3,079.23	4,438.53	6,129.37	7,320.94	20,968.08
4.20	IDC 费用	1,300.00	1,300.00	1,300.00	1,300.00	5,200.00
4.30	装修投入	715.00	127.50	127.50	127.50	1,097.50
五	项目预备费	1,329.60	1,258.86	1,546.84	1,746.64	5,881.93
合计		11,894.32	11,034.09	13,340.94	15,004.84	51,274.19

数据来源：东北证券，金山办公招股说明书

## 7. 盈利预测及估值

金山办公将具有较好的业绩弹性。基础软件商业模式的最大优点，就在去显著的产品型发展模式，边际扩张成本递减甚至趋近于零，因此随着用户使用群体和付费习惯的扩大，其规模效应非常显著，微软公司的发展历程已经证明了这一点。此前受限于微软 Office 产品在全球的实质性垄断，金山办公 WPS 生存环境较为艰难。但随着移动互联网、云计算、创新技术发展，金山办公在两个领域开始具备强竞争优势。其一，移动办公市场，WPS 在国内具有显著领先地位，遥遥领先于竞争对手，在全球市场也与微软不相上下；其二，在 Linux 环境下，微软基本没有推出相关产品，而永中、中标普华等国内竞争对手，相比金山 WPS，差距明显，我们认为 WPS 有望获得 90% 以上的份额，具备垄断优势。因此历经 20 多年研发投入，金山办公有望迎来收获时节。

**盈利预测：**Linux 环境办公软件的需求，以及公司互联网付费用户的增加带来较大业绩弹性，海外业务拓展是未来潜力所在。预计 19-21 年，公司归母净利润为 3.52/8.20/12.01 亿元，EPS 为 0.76/1.78/2.61 元。公司在国产办公软件市场几乎处于垄断地位，业绩弹性好，给予公司估值一定溢价，给予公司 100-120 倍 PE，2020 年预计实现 8.20 亿元净利润，对应目标价 178.00-213.60 元，给予公司“买入”评级。

表 41：公司业绩预测模型

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>1、办公服务订阅（亿元）</b>	<b>1.73</b>	<b>3.93</b>	<b>6.64</b>	<b>11.58</b>	<b>16.12</b>
1.1 个人客户订阅（亿元）	1.48	3.70	6.39	11.28	15.79
1.2 机构客户订阅（亿元）	0.25	0.23	0.25	0.30	0.33
<b>2、互联网广告推广服务（亿元）</b>	<b>2.96</b>	<b>3.81</b>	<b>4.37</b>	<b>5.02</b>	<b>5.54</b>
2.1 第三方平台合作推广（亿元）	1.67	1.91	2.10	2.31	2.43
2.2 广告业务（亿元）	1.22	1.88	2.26	2.71	3.11
2.3 其他（亿元）	0.06	0.02	0.01	0.01	0.00
<b>3、办公软件产品使用授权（亿元）</b>	<b>2.84</b>	<b>3.56</b>	<b>4.62</b>	<b>8.55</b>	<b>14.25</b>
3.1 按数量授权（亿元）	1.66	2.02	2.73	7.64	13.76
3.2 按场地面积授权（亿元）	1.18	1.53	1.89	0.91	0.49

营业总收入 (亿元)	7.53	11.30	15.63	25.15	35.91
净利润/亿元	2.14	3.11	3.52	8.20	12.01
EPS/元	0.46	0.67	0.76	1.78	2.61

数据来源：东北证券，Wind

## 8. 风险提示

机构业务发展进度不及预期，产品定价波动风险，付费用户提高不及预期。

**附表：财务报表预测摘要及指标**

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	187	4,894	5,423	6,188	净利润	311	352	820	1,201
交易性金融资产	0	0	0	0	资产减值准备	4	0	0	0
应收款项	227	257	310	394	折旧及摊销	17	8	9	11
存货	1	1	2	2	公允价值变动损失	-2	0	0	0
其他流动资产	1,076	1,077	1,083	1,091	财务费用	0	0	0	0
<b>流动资产合计</b>	<b>1,490</b>	<b>6,228</b>	<b>6,818</b>	<b>7,675</b>	投资损失	-50	-66	-100	-118
可供出售金融资产	9	9	9	9	运营资本变动	134	70	79	94
长期投资净额	13	13	13	13	其他	5	25	37	56
固定资产	53	79	115	159	<b>经营活动净现金流量</b>	<b>418</b>	<b>388</b>	<b>845</b>	<b>1,244</b>
无形资产	18	21	25	31	<b>投资活动净现金流量</b>	<b>-218</b>	<b>4</b>	<b>14</b>	<b>1</b>
商誉	0	0	0	0	<b>融资活动净现金流量</b>	<b>-184</b>	<b>4,314</b>	<b>-330</b>	<b>-480</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>137</b>	<b>167</b>	<b>206</b>	<b>256</b>	<b>企业自由现金流</b>	<b>59</b>	<b>102</b>	<b>296</b>	<b>553</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,627</b>	<b>6,395</b>	<b>7,024</b>	<b>7,931</b>					
短期借款	0	0	0	0	财务与估值指标				
应付款项	70	73	98	120		2018A	2019E	2020E	2021E
预收款项	194	234	277	359	<b>每股指标</b>				
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	每股收益 (元)	0.67	0.76	1.78	2.61
<b>流动负债合计</b>	<b>424</b>	<b>526</b>	<b>665</b>	<b>851</b>	每股净资产 (元)	2.57	12.70	13.76	15.32
长期借款	0	0	0	0	每股经营性现金流量 (元)	0.91	0.84	1.83	2.70
其他长期负债	16	16	16	16	<b>成长性指标</b>				
<b>长期负债合计</b>	<b>16</b>	<b>16</b>	<b>16</b>	<b>16</b>	营业收入增长率	49.97%	38.37%	60.90%	42.78%
<b>负债合计</b>	<b>440</b>	<b>542</b>	<b>681</b>	<b>867</b>	净利润增长率	44.94%	13.18%	133.27%	46.45%
归属于母公司股东权益合计	1,187	5,853	6,343	7,064	<b>盈利能力指标</b>				
少数股东权益	0	0	0	0	毛利率	86.71%	86.85%	87.07%	87.77%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,627</b>	<b>6,395</b>	<b>7,024</b>	<b>7,931</b>	净利率	27.50%	22.49%	32.61%	33.45%
					<b>运营效率指标</b>				
					应收账款周转率 (次)	65.05	60.00	45.00	40.00
					存货周转率 (次)	2.43	2.40	2.00	2.00
					<b>偿债能力指标</b>				
					资产负债率	27.06%	8.48%	9.70%	10.93%
					流动比率	3.51	11.85	10.26	9.02
					速动比率	3.50	11.83	10.24	9.01
					<b>费用率指标</b>				
					销售费用率	19.11%	21.00%	19.69%	18.71%
					管理费用率	7.86%	8.50%	7.41%	6.85%
					财务费用率	-0.17%	-0.81%	-8.20%	-6.47%
					<b>分红指标</b>				
					分红比例	58.14%	41.24%	40.23%	39.96%
					股息收益率	—	—	—	—
					<b>估值指标</b>				
					P/E (倍)	—	—	—	—
					P/B (倍)	—	—	—	—
					P/S (倍)	—	—	—	—
					净资产收益率	26.17%	6.01%	12.93%	17.00%

资料来源：东北证券

### 分析师简介:

**安永平:** 东北证券计算机首席分析师, 上海财经大学硕士, 中国人民大学本科。曾就职于方正证券、安信证券、海通证券, 所在团队获得2015、2016年新财富分析师电子行业第一名, 2014年新财富分析师计算机行业第四名, 入围金牛奖计算机行业最佳分析师等。2019年加入东北证券研究中心。

**邵珠印:** 东北证券计算机研究员, 北京大学硕士, 北京科技大学学士。曾就职于方正证券, 重点覆盖国产创新软硬件、医疗信息化等细分领域。

**赵伟博:** 东北证券计算机研究员, 中国人民大学本硕。曾就职于华泰证券, 重点覆盖金融信息化、网络安全等细分领域。

### 重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 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, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 15% 以上。
	增持	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 5% 至 15% 之间。
	中性	未来 6 个月内, 股价涨幅介于市场基准-5% 至 5% 之间。
	减持	在未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 5% 至 15% 之间。
	卖出	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 15% 以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。



## 东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 22A	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

## 机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
<b>华东地区机构销售</b>			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13564972909	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
孙斯雅	021-20361121	18516562656	sunsiya@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
董冠辉	021-20361267	17602180663	donggh@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
<b>华北地区机构销售</b>			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
安昊宁	010-58034561	18600646766	anhn@nesc.cn
周颖	010-63210813	18153683452	zhouying1@nesc.cn
<b>华南地区机构销售</b>			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
周逸群	0755-33975865	18682251183	zhouyq@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn