

金山办公(688111)

报告日期: 2023年04月16日

## 从三个维度看 AI 如何赋能办公产品

### ——金山办公深度报告

#### 投资要点

- **核心观点: AI 赋能办公产品, 有望引领公司新一轮增长。**公司是国产办公软件龙头, 双订阅转型顺利推进, 在业务基本盘稳固的情况下, AI 可打开增长空间。一方面, 办公智能化是大势所趋, 作为行业龙头有望最先受益; 另一方面, 未来 AI 可以从三维度提升产品体验, 带动产品的渗透和价值提升。
- **国产办公软件龙头, 有望引领办公智能化**  
金山办公作为国产办公软件龙头, 在 AI 领域蓄力已久, 有望引领进入智能化办公时代: 1) AI 是公司核心战略方向, 金山在 AI 领域探索已久, 其中文档图片识别与理解、文档转化技术已达到国内领先水平, OCR 和机器翻译技术水平位列国内第一梯队。2) 办公场景涉及到内容生成、协作和云存储, 在这些环节 AI 都可以进行优化, 办公产品和服务与 AI 有很好的融合性。3) 作为国内办公软件龙头厂商, 金山拥庞大的用户基数和数据, 以及较强的研发能力, 有可能在 AI 的研发和落地方面率先取得突破。
- **AI 带来三大能力提升, 有望变革用户办公方式**  
以 ChatGPT 为代表的 AI 技术正在变革人类的工作方式, 办公领域的新一轮革命已经开始。AI 通过提升人类的内容生成能力、人机交互能力和非结构数据处理能力, 可以赋能办公场景。1) AIGC 技术在不断迭代的过程中, 逐渐形成了数字内容孪生、编辑、创作三大核心能力, 可赋能办公场景的内容生产。2) ChatGPT 的全新交互方式为会话式交互, 人机交互能力的提升最先带来的是信息交流方式的改变, 即从传统的单向交流变成对话式的双向交流, 降低了用户使用办公软件的成本。3) AI 提升了人类非结构化数据的处理能力, ChatGPT 本质上是一个出色的 NLP 模型, 可以帮助组织和企业进行非结构化数据的处理, 发挥数据资源的价值。
- **以国外龙头厂商为鉴, 看 AI 如何赋能金山办公业务**  
我们认为, AI 可以从三个方向赋能金山办公的业务: 1) 内容生成方面: AIGC 技术, 帮助办公软件完成从辅助工具到内容生成工具的角色转变, 提升用户生产力, 对应的例子是 Microsoft 365 Copilot 和谷歌 Workspace。2) 组织协作层面: AI 优化组织流程和信息处理过程, 提升团队协作效率, 对应的例子是 Salesforce 融合 GPT 技术。3) 非结构化数据处理: 非结构化数据在企业的数字资产中占比高、处理难度大。在数字经济大环境下, 企业有数据管理诉求, 当前金山的云服务和协作产品帮助客户实现非结构化数据的存储和共享需求, 未来 AI 可帮助客户进行非结构化数据的处理。
- **盈利预测与估值**  
未来云+协作新产品推广、行业信创等多重因素驱动公司营收增长; 办公场景天然适合与 AIGC 等技术融合, 未来随着相关 AI 产品落地, 业绩有望迎来更大弹性, 业绩有望迎来高增。我们预计公司 2023-2025 年营业收入为 52.09、69.59 和 89.35 亿元, 归母净利润为 16.03、21.69、27.93 亿元, EPS 为 3.48、4.70、6.05 元/股, 维持“买入”评级。
- **风险提示**  
AI 产品研发和落地不及预期、下游客户 IT 支出不及预期; 市场竞争加剧风险。

#### 投资评级: 买入(维持)

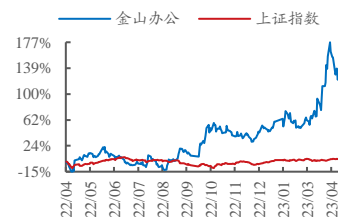
分析师: 刘雯蜀  
执业证书号: S1230523020002  
liuwenshu03@stocke.com.cn

分析师: 谢晨  
执业证书号: S1230521070004  
xiechen@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥418.00
总市值(百万元)	192,808.77
总股本(百万股)	461.26

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 1 《双订阅转型顺利推进, 积极引领办公智能化》 2023.03.22
- 2 《业绩符合预期, Q4 净利率同比提升明显》 2023.02.28
- 3 《与华为共建鸿蒙办公生态, 探索全场景解决方案——金山办公公司事件点评》 2022.11.07

## 财务摘要

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	3885	5209	6959	8935
(+/-) (%)	18.44%	34.07%	33.61%	28.39%
归母净利润	1118	1603	2169	2793
(+/-) (%)	7.33%	43.45%	35.32%	28.73%
每股收益(元)	2.42	3.48	4.70	6.05
P/E	172.53	120.27	88.88	69.04

资料来源: 浙商证券研究所

## 正文目录

<b>1 国产办公软件龙头，有望引领办公智能化</b>	<b>5</b>
1.1 国产办公软件龙头，成长路径清晰	5
1.2 以 WPS Office 为核心推广云+协作服务，针对不同客户分层经营	6
1.2.1 WPS Office 和金山文档构成办公能力矩阵，WPS 365 为中小企业提供办公解决方案	6
1.2.2 业务模式：根据客户需求提供个性化产品和解决方案	7
1.3 营收高质量增长，盈利能力稳中有升	8
1.4 AI 是公司核心战略之一，不断提升产品智能化体验	9
<b>2 AI 带来三大能力提升，有望变革用户办公方式</b>	<b>10</b>
2.1 人工智能驱动内容生成，为办公应用场景提供支撑。	10
2.2 ChatGPT 提升人机交互能力，降低办公软件使用成本	11
2.3 AI 提升处理非结构化数据的能力，帮助组织挖掘数据资源价值	12
<b>3 以国外龙头厂商为鉴，看 AI 如何赋能金山办公业务</b>	<b>13</b>
3.1 微软 Office+ChatGPT：开启智能办公新纪元	14
3.2 Salesforce+GPT：以 AI 赋能协作产品，提高沟通效率	16
3.3 AI+云服务+协作，赋能组织客户数据资产管理	17
<b>4 盈利预测与估值</b>	<b>19</b>
<b>5 风险提示</b>	<b>21</b>

## 图表目录

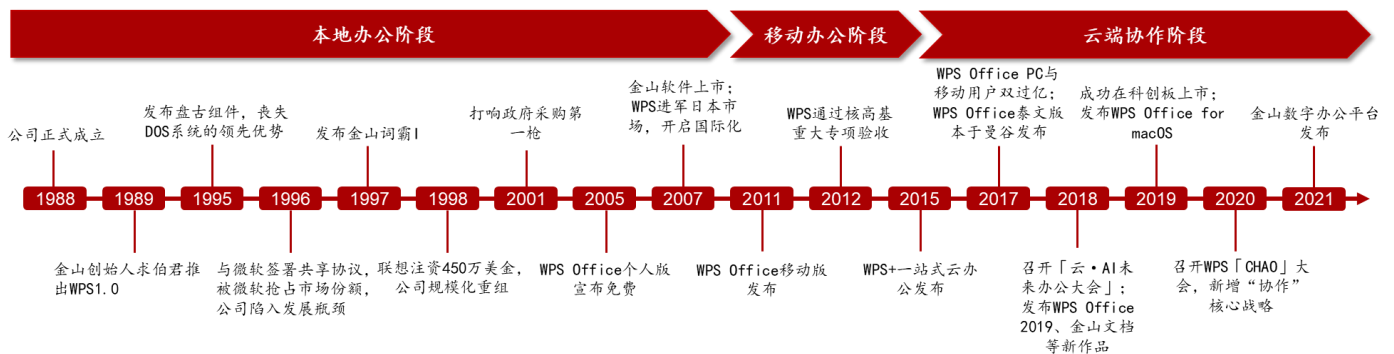
图 1: 金山办公发展历程.....	5
图 2: 金山办公股权结构.....	6
图 3: 金山文档协作应用.....	6
图 4: WPS 365 版本各版本定价.....	7
图 5: 公司 2017-2022 年营业收入(亿元).....	8
图 6: 新收入拆分口径下 2020-2022 各业务占比.....	8
图 7: 公司近年来净利率和毛利率情况.....	8
图 8: 公司近年来费用率情况(亿元).....	8
图 9: AIGC 的三大前沿能力.....	10
图 10: AIGC 技术场景.....	11
图 11: 人工智能生成数据.....	11
图 12: Bing 搜索引擎集成 ChatGPT 提升交互体验.....	12
图 13: 不同类型数据的占比情况.....	13
图 14: AI 处理非结构化数据架构.....	13
图 15: Copilot 工作原理.....	14
图 16: Copilot 功能展示.....	14
图 17: Copilot 在 PowerPoint 中的应用.....	15
图 18: Copilot 在 Excel 中的应用.....	15
图 19: Copilot 在 Word 中的应用.....	15
图 20: Copilot 在 Excel 中的应用.....	15
图 21: Google Workspace 赋能办公产品.....	16
图 22: 谷歌 AI 版电子邮件 Gmail 提升工作效率.....	16
图 23: 金山协作平台产品及功能.....	16
图 24: 金山办公将协作能力内嵌于数字办公平台.....	16
图 25: ChatGPT for Slack.....	17
图 26: Einstein GPT.....	17
图 27: 数据资产分类情况.....	18
图 28: WPS 智能协作产品.....	19
图 29: WPS 智能 PPT 网站.....	19
表 1: WPS Office 产品套装.....	6
表 2: 金山办公 AI 核心技术简介.....	9
表 3: 金山办公 AI 相关在研项目情况.....	10
表 4: 金山办公盈利预测表(百万).....	20
表 5: 可比公司估值(估值日期 2023/4/16).....	20
表附录: 三大报表预测值.....	22

## 1 国产办公软件龙头，有望引领办公智能化

### 1.1 国产办公软件龙头，成长路径清晰

三十余载深耕办公软件，历经三个发展阶段。1989年，公司推出WPS 1.0版本，开始进入本地办公阶段。2011年，响应移动互联网普及的趋势，公司进入移动办公阶段，开创移动办公业务，发布全新Android版移动产品，抢占移动版全球办公市场领先地位，2012年，开发iOS产品，进行多平台产品线的研发和推广。2015年，推出WPS+云办公，突破单一办公软件产品使用授权收入模式，开始推广个人办公服务订阅业务和互联网广告推广业务。2019年，发布“协作”产品金山文档，其用户数在疫情期间实现高速增长。2021年，发布金山数字办公平台，为企业提供一站式办公云服务。

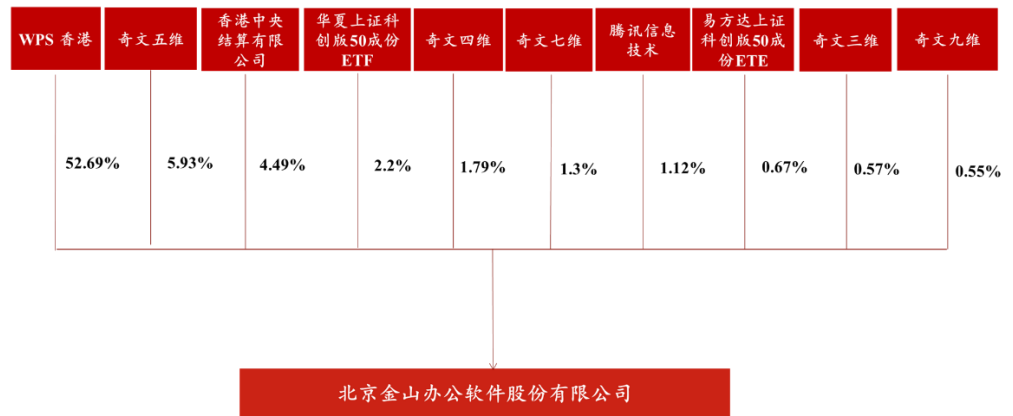
图1：金山办公发展历程



资料来源：公司官网、公开资料整理、浙商证券研究所

公司实际控制人为雷军，高管和员工参与持股。截至2022年年报最新披露，金山办公52.69%股权归于香港上市公司金山软件。根据企查查的数据显示，公司实际控制人为雷军先生。雷军先生于1992年起就职于金山软件，负责发展和拓展业务运作。作为公司掌舵人，雷军先生具有多次创业成功的经历，具备很深的产品理解力、管理水平和战略眼光。2000年，雷军创办卓越网，仅用两三年时间使其成为当时最大的B2C电商。2010年，雷军与林斌等人联合创办小米公司，目前，小米在全球智能手机市场位于前列。除此之外，前十大股东中还有员工持股平台“奇文N维”系列合伙人。

图2: 金山办公股权结构



资料来源: 公司年报、浙商证券研究所

## 1.2 以 WPS Office 为核心推广云+协作服务, 针对不同客户分层经营

### 1.2.1 WPS Office 和金山文档构成办公能力矩阵, WPS 365 为中小企业提供办公解决方案

WPS Office 办公软件是公司的核心产品, 为用户提供一站式办公服务。产品通过 WPS Office 桌面版及移动版实现了多端覆盖, 在不同的终端设备/系统上拥有相同的文档处理能力。WPS Office 兼容 Word、Excel、PPT 三大办公组件的不同格式, 支持 PDF 文档的编辑与格式转换, 并且集成了思维导图、流程图、表单等功能。WPS Office 可在云端自动同步文档, 防止文件丢失, 可在不同设备随时查看各聊天工具接收到的文件, 也可多人共享工作资料, 轻松完成协作任务, 使办公更加安全高效。

表1: WPS Office 产品套装

产品组件	功能
	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。
	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, 满足用户对于数据统计分析工作的需求。
	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。

资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图3: 金山文档协作应用



资料来源: 公司官网、浙商证券研究所

**金山文档支持跨端协作与云办公。**金山文档是一款支持多人实时协作的在线文档服务, 基于 HTML5 技术, 在不同终端平台上实现在线文档和 Office 文档的管理、查看、编辑、协作等操作。其云端文件可以加密存储, 由发起者指定可协作人之外, 还可以设置查看/编辑的权限, 保障了文档的安全性。除此之外, 用金山文档直接编辑 Office 文件没有转换格式流程, 确保内容不会丢失, 同时, 金山文档可以和 WPS 2019 电脑版、WPS 手机版无缝整



合、随时切换。金山文档融合了多个协作应用，高效协同，智能办公，为用户提供场景多样化的云办公体验。

**WPS 365：提供强大的办公软件和企业协作管理能力。**2023年4月5日，公司推出全新品牌“WPS 365”。WPS 365是金山办公面向政府、企业及组织的数字办公全家桶。包括WPS Office、云文档服务、云盘、即时通讯、视频会议、邮件等办公产品和服务，通过统一工具、统一协作、统一管理的数字办公理念匹配业务发展，实现整个组织高效协作和安全管控。WPS 365根据企业规模和使用场景推出了多个版本，包括体验版、商业基础版、商业应用版、商业标准版和商业高级版。

图4：WPS 365 版本各版本定价



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

### 1.2.2 业务模式：根据客户需求提供个性化产品和解决方案

针对不同客户的不同需求，金山办公采用不同的业务模式。公司的主要客户类型可分为党政机关、央企国企、大型民营企业和中小企业，以及C端的个人用户。当前的盈利模式主要分为个人办公服务订阅业务、国内机构订阅及服务业务、国内机构授权业务和互联网广告推广服务业务四种。随着公司产品由工具软件向云应用服务形态的发展、伴随着个人用户付费习惯的养成及数字经济产业的快速发展，个人办公服务订阅、国内机构订阅及服务业务、国内机构授权均呈现快速增长的趋势，互联网广告推广因战略收缩占比逐年减少。

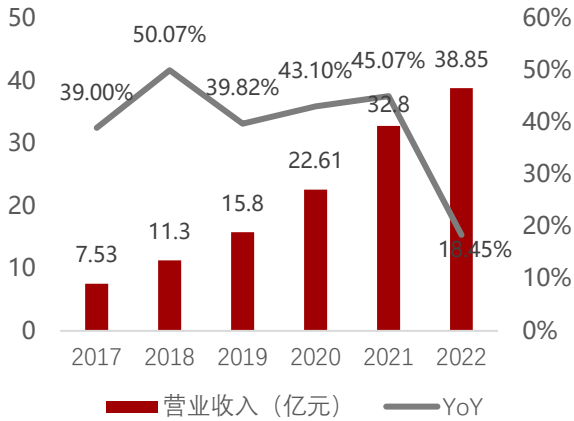
在个人办公服务订阅业务模式下，用户可免费体验基础功，然后通过购买会员的方式使用更多的功能和服务，个人会员主要按按月度、季度或年度形式付费；在机构订阅及服务业务模式下，公司为组织级客户提供专业级办公软件产品、企业办公云服务及办公解决方案，通常与其签订逐年或多年合同，授予客户依合同约定设备或用户数使用某一版本软件产品或服务模块的权利，并且依合同约定收取对应的软件授权或服务费用。在机构授权业务模式下，授予部分组织级客户某一版本产品的一定数量的使用权，通常包括永久授权和随机授权两种，其中随机授权是指，其所购买的授权软件产品永远跟随原始计算机或设备，不可转移安装到其他计算机或设备上。

**B端+C端双轮驱动，双订阅转型持续推进。**在B端政企业务方面，政府和企业数字化转型、软件正版化推进和信创推进为机构授权和机构订阅业务提供增长驱动力，在C端个人业务方面，远程办公及协作办公场景需求提升，用户更加受益于基于云端的协作办公带来的效率提升等便利，在线办公人数持续处于高位状态。公司目前正在推动双订阅转型，大力发展个人办公服务订阅业务与国内机构订阅及服务业务。

### 1.3 营收高质量增长，盈利能力稳中有升

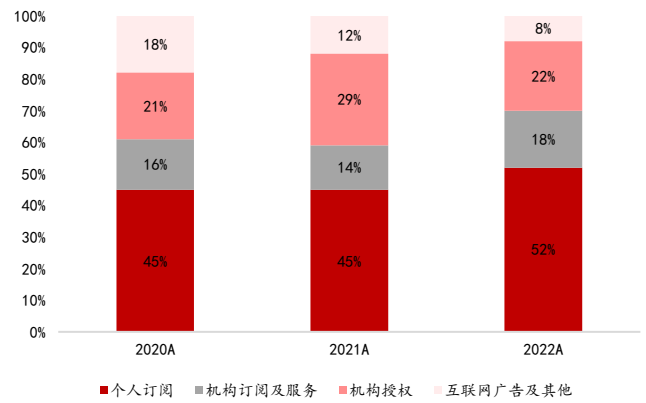
营收稳定增长，业务结构不断优化。2017-2022 年公司收入 CAGR 为 38.83%，持续高增；2022 年全年，公司实现营业收入 38.85 亿元，同比增长 18.44%；归母净利润 11.18 亿元，同比增长 7.33%；归属于母公司所有者扣除非经常性损益净利润 9.39 亿元，同比增长 11.71%。

图5：公司 2017-2022 年营业收入(亿元)



资料来源：公司财报、浙商证券研究所

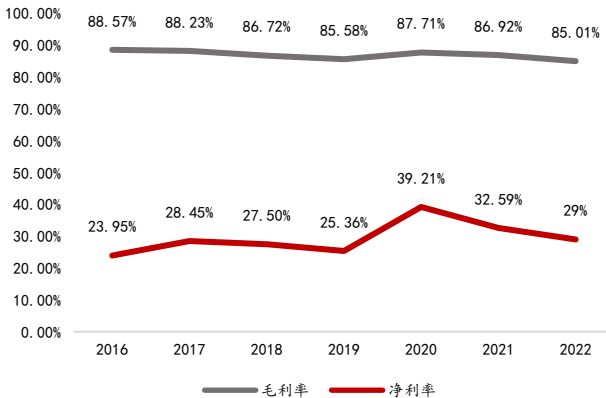
图6：新收入拆分口径下 2020-2022 各业务占比



资料来源：公司财报、浙商证券研究所

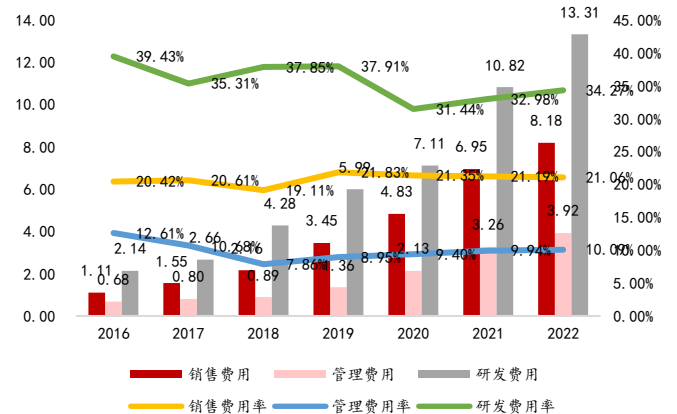
盈利能力稳定，三费率整体呈下降趋势。2016-2022 年，公司毛利率稳定在 85%-90%，得益于公司对自主研发的坚持，以及产品化商业模式。2022 年，公司销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 21.06%、10.09%、34.27%，三项费用率合计为 65.41%，2016 年三项付费率合计为 72.46%，2016-2021 年，费用率整体呈下降趋势，体现出一定规模效应。

图7：公司近年来净利率和毛利率情况



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图8：公司近年来费用率情况 (亿元)



资料来源：公司公告、浙商证券研究所



## 1.4 AI 是公司核心战略之一，不断提升产品智能化体验

AI 是公司核心战略。坚持“多屏、云、内容、AI、协作”发展战略，依托人工智能构建并完善办公产品云服务体系。在多屏方面，针对手机、pad、智能电视等不同的办公场景做适配，并将 Windows、Android、iOS、Linux、MacOS 等主流操作系统基本实现全覆盖，让 WPS 活跃在各类设备上。在云服务方面，优化用户云端使用体验，为用户提供一站式、多平台的网络化办公云服务应用解决方案。内容战略指的是稻壳体系的开发，为用户提供丰富的模板与素材库，帮助用户更好更快地表达自己的思想。同时，继续通过 AI 数据赋能算法，在 OCR、版式流式转换、全文美化等领域持续迈进，研发具备多种办公智能功能的 AI 助手，助力公司 Office 产品智能化不断进步。最后，在协作战略中，公司坚持探索互联网环境下在线多人协作办公新思路，构建更为丰富的云与协作办公产品矩阵。

多项 AI 技术位于国内前列，产品智能化体验不断提升。公司自主研发的人工智能核心技术不断实现突破与创新，其中，文档图片识别与理解、文档转化技术已达到国内领先水平，OCR 和机器翻译技术水平位列国内第一梯队。在文档校对方向，金山办公与黑马校对实现双引擎整合，成为中文校对领域的佼佼者。同时，公司积极探索结合 AIGC、LLM 技术的下一代人机交互体验，并将其融合在文档翻译、听读、中英文校对、语音及音频转写、智能辅助写作及排版、表格数据智能分析、PPT 一键生成及美化等场景，不断改善用户的智能化服务体验。2022 年，公司利用 AI 能力帮助用户校对总字数达 3,340 亿个，全年 OCR 处理图片数量达 146 亿份，智能美化功能月活跃用户数量达 237 万，AI 技术的应用取得显著成效。

表2：金山办公 AI 核心技术简介

核心技术	技术简介
文档智能美化技术	根据内容格式属性特征，智能识别出文档大纲级别，如标题，编号等，匹配专业模板，并快速将文档内容转换成布局美观的图示（或图形），达到布局、排版和配色的协调；支持一键变换模板及图示样式，实现不同的布局、构图及风格，极大程度降低了用户创作规范文档的技术门槛。
基于大数据分析的知识图谱技术	通过研究知识图谱的快速构建方法、多源异构知识的统一表示模型、知识增量更新方法、计算平台的搭建方法和基于知识图谱的动态信息的知识服务，应用知识图谱技术展现出强大的搜索引擎能力，在素材推荐方面运用语义搜索实现素材的精准推荐。
面向数据交互的文档转换技术	使用图像矫正/增强、目标检测、图像分类/分割、OCR、分栏识别、表格识别和虚拟排版等技术，将版式文档和图片文档中的文字及文本属性、表格、流程图、印章等元素进行精准的分析 and 提取，并使其可转换为便于复制粘贴和编辑的流式文档。

资料来源：公司年报、浙商证券研究所

积极布局 AIGC 领域，赋能企业及个人数字化转型。2022 年底发布的 ChatGPT 不仅标志着 AI 技术的重大突破，也为办公软件行业带来一次历史性的变革。面对人工智能的飞速发展，公司将积极响应全球用户需求，依托人工智能构建并完善公司办公产品云服务体系，并深耕 AI 技术在垂直领域的应用，例如大力研发面向党政机关和企事业单位的智能办公软件，致力于用 AI 技术优化办公产品及服务，优化客户的办公体验。同时，公司将持续引入并储备 AIGC 及 LLM 领域的优质技术和人才，挖掘全新的 AI 应用场景，充分利用 AIGC 及 LLM 等技术驱动办公产品的重构与模式创新，助力组织及个人用户的数字化转型。

表3：金山办公 AI 相关在研项目情况

项目名称	项目目标	应用场景
智能写作创新及产业化公共服务平台	打造服务智能写作行业全生态链的大平台，主要研究知识图谱技术，基于生成对抗网络的文本智能生成技术等智能写作关键技术及共性技术，整合数据资源，规范数据格式，开放第三方应用接口，推动智能写作行业相关标准制定，搭建基于人工智能的文档创作服务平台。	应用于互联网环境下的文档智能创作领域
智能办公软件	建设千万级可共享语料库，研究并实现以知识图谱和自然语言处理、基于办公云文档的多人多屏协作和多人实时在线协同编辑为核心的关键技术，研发具备写作素材推荐、中文校对等语义理解功能以及格式美化等办公智能功能的 AI 助手，打造支持信创体系、拥有高度自主知识产权、支持多种创新 CPU、适应多种网络环境和应用场景的智能办公套件，构建端-云两级办公应用接口体系。	应用于全平台下党政机关和企事业单位的桌面办公应用和集成办公应用
面向复杂场景的文档图像版面分析及结构化理解关键技术研究及实现	攻克深度学习机器和传统图像算法等关键技术，进行版面元素的检测、分类、识别和分析，通过排版相关的规则算法获得结构化的可编辑信息，解决图片型文档的信息和版式无法被二次编辑的问题。通过技术攻关和实现，提升国产办公软件的技术水平和竞争力。	支持多平台应用，满足不同领域、不同应用场景的用户需求，应用前景广阔。

资料来源：公司年报、浙商证券研究所

## 2 AI 带来三大能力提升，有望变革用户办公方式

### 2.1 人工智能驱动内容生成，为办公应用场景提供支撑。

**AIGC 技术演进形成三大核心能力，为广阔应用场景提供支撑。**基于深度学习算法的 AIGC 技术在不断迭代的过程中，逐渐形成了数字内容孪生、编辑、创作三大核心能力。智能数字内容孪生的目标是建立现实世界到数字世界的映射，主要包括智能增强技术和智能转译技术两个分支。智能增强技术多被用于修复并增强受损的视觉、文本、音频等内容。智能转译技术包括给定语音信号进行字幕合成，依据文字进行语音生成等。建立在数字内容孪生技术的基础上，智能数字内容编辑主要通过数字内容的语义理解和属性控制两类技术来实现对内容的修改和控制。处理音频、图片、视频等数字内容时需要运用语义理解技术进行相关语义的理解和概括再进行进一步处理。属性控制技术根据用户指定的属性，对原有的内容进行精确地修改、编辑和二次生成。前两种能力主要面向客观世界中的真实内容，数字内容创作能力运用人工智能模型对海量数据进行学习，通过对不同概念的组合进行全新的创作。

图9：AIGC 的三大前沿能力



资料来源：人工智能生成内容(AIGC)白皮书(2022年)，浙商证券研究所

**AI 重塑多项基础功能，办公软件迈入智能化新阶段。**随着 AI 在多模态信息处理、自然语言处理 (NLP)、CV 等方面不断取得突破，更多的新功能嵌入到 Word、Excel、

PowerPoint 等工具类软件中，办公软件迈入智能化新阶段，有望创造更大的用户价值。通过运用自然语言输入指令的方式进行操作，极大的降低了用户的学习成本。此外，文字初稿生成、文档智能排版、演示文稿生成、数据分析等功能节约了用户从事非创造性工作所需的时间，提升了办公效率，用户体验得到进一步提升。

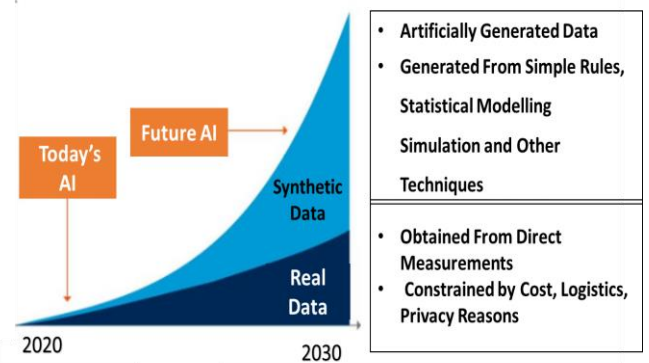
**AI 可生成多种媒介内容，助力办公产品从效率工具向生成工具转变。**数字经济与实体经济融合程度不断加深，人们对数字内容总量和丰富程度的整体需求不断提高。据 Gartner 估计，到 2025 年人工智能生成数据占比将达到 10%，而如今这一比例还不到 1%。AIGC 强大的生产力能够缓解数字内容供给侧产能瓶颈，因而 AIGC 在各行各业得到越来越广泛的应用，市场潜力逐渐显现。目前，AIGC 在文字、图片、音频、视频、3D 模型和代码生成等领域应用较为广泛、前景广阔。办公软件作为用户创作内容的主要载体，与生成式 AI 的结合具有天然优势，此次 AI 技术革命有望颠覆其原有的工作方式，加速办公软件从“效率工具”到“生产工具”的变革。近年来，海内外办公软件在人工智能嵌入其产品方面不断做出探索，而近来推出的 Microsoft 365 Copilot 使得办公软件的发展迈向新阶段。

图10: AIGC 技术场景



资料来源：量子位、腾讯云、浙商证券研究所

图11: 人工智能生成数据



资料来源：千家网、Gartner、浙商证券研究所

## 2.2 ChatGPT 提升人机交互能力，降低办公软件使用成本

**ChatGPT 的全新交互方式为会话式交互。**ChatGPT 的出现重新定义了会话式交互，并为大众所熟知，也同时宣告 AR/VR、元宇宙等在交互技术上成为可能，和移动互联网时代下的交互技术一样，会话式交互也必将催生出大量应用场景诞生，其背后的交互式智能（CoAI）将会在我们生活的方方面面扮演极其重要的角色。

目前人工智能助手的智能化体验主要围绕以下几个维度进行演进。首先是“交互自然度”，交互自然度不仅体现在语音交互，更侧重于多模态的交互。现在市场上的语音助手基本是一次唤醒一次交互，这种方式并不够智能。其次是“对话智能度”，即智能对话系统要足够聪明。对于同一个问题，不同的提问方式均能得到准确的回答。从基础满足进阶到拟人智能，有人格化的形象将会与人产生情感的连接。然后是“感知与影响度”，即实现对物理世界更丰富的感知和更强的影响。

人机交互能力的改变影响了信息交流方式，即从传统的单向交流变成对话式的双向交流。例如现在的搜索引擎，无论是谷歌还是百度，都是一种单向的信息交互方式：用户使用关键字来进行搜索，并在搜索成千上万的结果中自行过滤查找答案。而微软最新推出的基于交互式智能的 Bing：用户搜索从单向的交流变成双向对话，即用户面对的不再是一个



搜索引擎，而是面对一个个性化的智能助理，它能主动帮用户更快、更准定位想要的信息，新版本的 Bing 让搜索与聊天相结合，除了传统的搜索结果外，还提供了聊天界面，微软 edge 浏览器添加了 Bing 搜索引擎，以聊天、编写文本、汇总网页并以对话方式响应查询，可以让用户获得更满意的全新交互搜索体验。

图12: Bing 搜索引擎集成 ChatGPT 提升交互体验



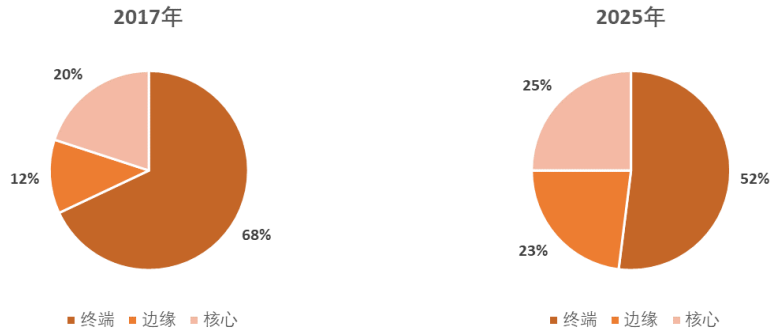
资料来源：微软官网、腾讯云、浙商证券研究所

### 2.3 AI 提升处理非结构化数据的能力，帮助组织挖掘数据资源价值

计算机信息化系统中的数据可以分为结构化数据和非结构化数据。非结构化数据是指数据结构不规则或不完整的数据，没有预先定义的数据模型，并且不易在数据库的二维逻辑表中表示。常见的例子包括办公文件、文本、图像、HTML、各类报表、图像和音频/视频信息。非结构化数据在技术上比结构化信息更难标准化和理解，因此存储、检索、分发和利用非结构化数据需要更加智能 IT 技术，如海量存储、智能搜索、知识挖掘、内容保护和信息增值利用。如今，这些快速增长的未使用数据正在消耗企业内复杂而昂贵的主存储容量。如何成功保留具有全球潜在价值的不同类型的文件，正是云存储被越来越多的 IT 公司广泛使用的原因。

在《Data Age 2025》中，IDC 将数据源分为三类：核心数据：即企业数据中心和企业云的数据；边缘数据：核心数据中心外的其它企业系统；终端数据：是除企业数据之外的，来自个人电脑、手机、传感器、照相机、智能汽车等设备的数据。IDC 同时在报告中预测，2017 至 2025 年，个人终端数据将呈现不断下降的趋势，同时核心数据与边缘数据的占比将越来越大，也就是企业需要处理的数据量级将越来越大。在此情况下，企业更加需要数据资产管理工具来辅助数据处理。

图13: 不同类型数据的占比情况

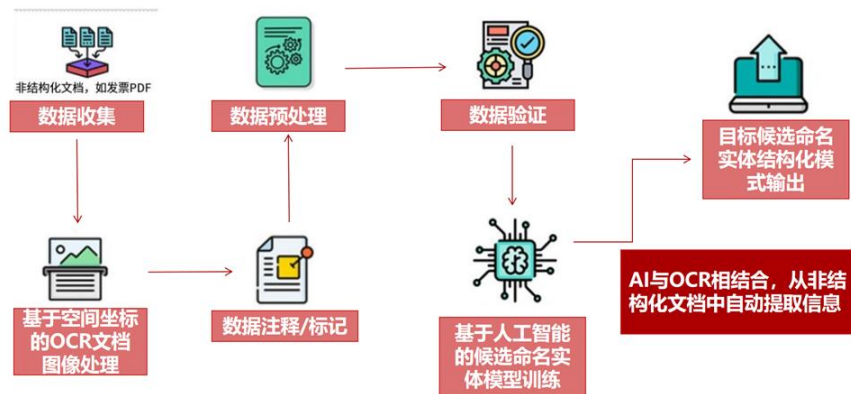


资料来源: IDC 调查报告、浙商证券研究所

人工智能包括四个层次: 计算智能(记忆、计算), 感知智能(语音和图像识别), 认知智能(语言理解、分析和决策)和创造智能(想象和创造)。语义智能处于人工智能的更高层次, 属于认知智能领域, 使计算机能够准确理解人类语言和其他符号表面数据的含义, 提取信息和知识, 进行推理、分析和决策, 达到、接近和超过人类智能水平。语义理解比语音或图像识别更加复杂和困难, 需要"数据驱动"和"知识驱动"两种方法。人工智能的基础技术是自然语言处理(NLP), 而 ChatGPT 本质上是一个出色的 NLP 模型, 可以帮助人类进行非结构化数据的处理, 发挥数据资源的价值。

Dipali Baviskar 等人在论文《利用人工智能高效地自动处理非结构化文档: 一个系统的文献综述及未来的发展方向》中指出, 95%的被调查组织表示, 每年在非结构化数据上花费数百万美元, 如果这些数据得到正确的处理, 企业的生产力可以得到显著提高。基于人工智能的技术可以为此提供更好的解决方案。文章最后得出的结论是: 现有解决方法缺乏在实时情况下处理复杂文档布局的能力, 同时公开可用的数据质量较低, 基于人工智能的方法有强大的潜力从非结构化文件中自动提取有用的信息。因此, 人工智能可以改善人类处理非结构化数据的能力。

图14: AI 处理非结构化数据架构



资料来源: Efficient Automated Processing of the Unstructured Documents Using Artificial Intelligence: A Systematic Literature Review and Future Directions、浙商证券研究所

### 3 以国外龙头厂商为鉴, 看 AI 如何赋能金山办公业务

AI 通过提升人类的内容生成能力、人机交互能力和非结构数据处理能力，来赋能办公场景。AI 技术的进步，使得用户在工作中可以便捷地进行文本、图片甚至是视频的生产；会话式的人机交互方式，则降低了用户的学习成本和使用门槛，也便于应用产品更好地理解人类意图；AI 的非结构化数据处理能力，则可以帮助组织客户分析处理在办公场景中沉淀的数据，挖掘数据资产的价值。AI 对于办公软件的变革，国家龙头厂商已经有实践的案例，以国际厂商为鉴，我们认为金山办公通过自研 AI 产品或接入其他厂商的大模型，也可以实现办公体验的飞跃。

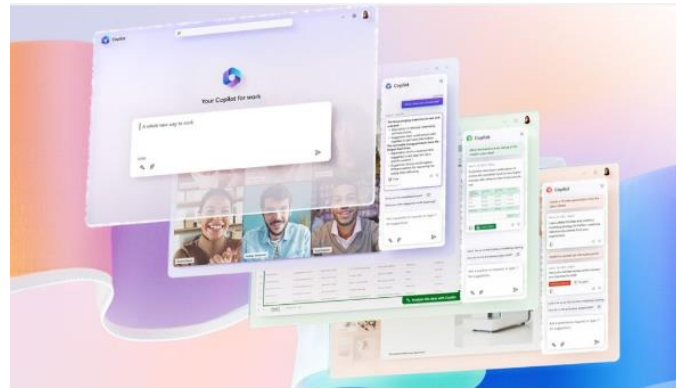
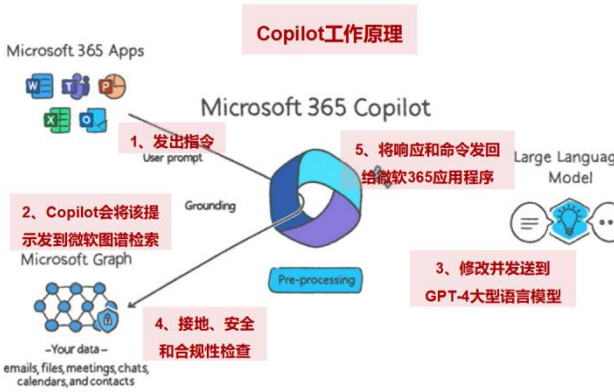
### 3.1 微软 Office+ChaGPT：开启智能办公新纪元

ChatGPT 给办公软件的演变带来新的想象力。ChatGPT 是 AIGC 技术的又一次革新，作为内容生成工具，天然适合被应用到办公场景。ChatGPT 正在加速办公智能化趋势，微软已经将 ChatGPT 相关的技术集成到 Office 产品，国内办公软件厂商在办公智能化领域亦大有可为。

2023 年 3 月 16 日，微软发布 Microsoft 365 Copilot，将下一代 AI 的强大功能引入其办公软件产品。Copilot 主要由 OpenAI 的 GPT-4 驱动，将大型语言模型 (LLM) 的强大功能与业务数据和 Microsoft 365 应用相结合，会与微软 365 应用程序一起，作为聊天机器人的模式，出现在侧边栏。旨在协助用户生成文档、电子邮件、演示文稿和更多内容。Office 用户可以调用它来生成文档，并且根据 Word 文档创建 PPT，甚至协助使用 Excel 中的 PivotTables 等功能。

图15: Copilot 工作原理

图16: Copilot 功能展示



资料来源：网易科技、浙商证券研究所

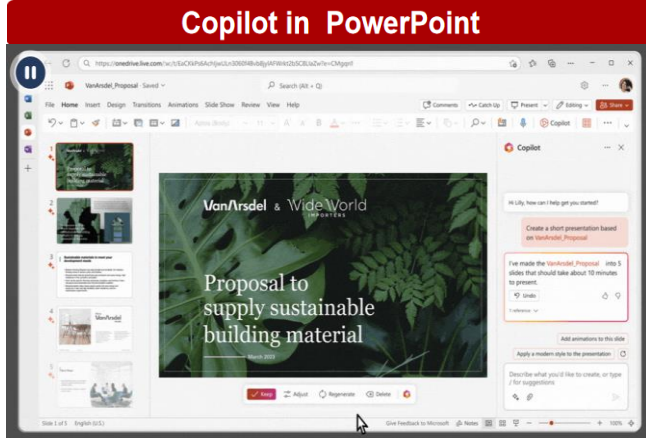
资料来源：微软官网、浙商证券研究所

以 Microsoft 产品 **Word** 为例，给 Copilot 下达指令，就能向现有文档中添加内容，汇总文本，并重写部分或整个文档，使其更加简洁，Copilot 可以调用 OneDrive 上储存的文件资料，完全根据用户提供的信息写出所需要的内容。用户可以让其写得更专业，赋予特定语气，或者写得更长、更短。**在 Excel 方面**，插入表格、调整格式、引入函数是 Copilot 的基础功能。在短时间内直接生成可视化的图表，分析 Excel 数据，Excel 用户可以通过 Copilot 即时创建 SWOT 分析或基于数据的 PivotTable；**在 PowerPoint 方面**：Copilot 可以使用来自一个 Microsoft 应用程序的见解和信息，在另一个应用程序中生成内容。例如，根据 Word 文档，输入需要演示的信息及其风格，即可生成排版精美、动画丰富的 PPT。Copilot 可以为演示文稿提供注释。如果想修改动画效果，Copilot 会调整布局，让图片左对齐，设定动



画时间等；在 **Outlook 方面**：用户可以花更少的时间删除邮件和回复，包括总结邮件概要，通过切换来创建回复草稿，以适应邮件的特定语气或长度。

图17: Copilot 在 PowerPoint 中的应用



资料来源：微软官网、浙商证券研究所

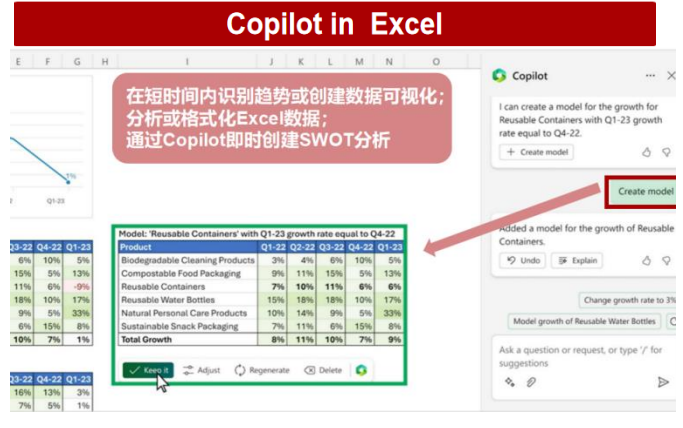
图19: Copilot 在 Word 中的应用



- Copilot可以根据需求**创建初稿**
- 对文本内容进行**提炼、改写、简化、查漏补缺**
- 用户还可以根据需求**调整AI的语气**，包括**严肃、热情、感谢等**

资料来源：微软官网、浙商证券研究所

图18: Copilot 在 Excel 中的应用



资料来源：windows central、浙商证券研究所

图20: Copilot 在 Excel 中的应用



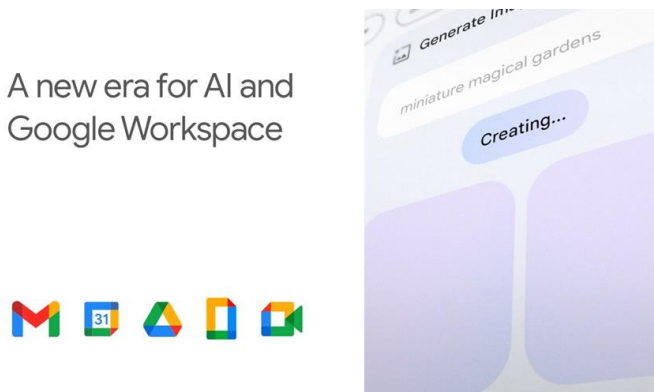
- 在对话上下文中提供**实时摘要和操作项**，进行**会议内容总结**，提醒可能错过的东西
- 如果参加会议时间较晚，copilot会提供一份**错过的内容摘要**，从而提高会议效率

资料来源：微软官网、浙商证券研究所

**谷歌更新办公产品 Workspace，提供 AI 应用程序开发工具。**2023 年 3 月，谷歌宣布将 AI 工具整合到自家办公“全家桶”Workspace 中，同时还推出了 PaLM、API 等利好开发人员的工具。这些工具使谷歌的基础模型可通过 API 和新的低代码工具提供给开发者。谷歌计划将多个由 AI 驱动的功能引入到 Workspace，无论是在 Gmail 中撰写电子邮件，帮助用户在 Docs 中编写或改写文档，在 Sheets 中生成公式，或在 Slides 中创建文本、图像、音频和视频，都能充分发挥 AI 的功能。

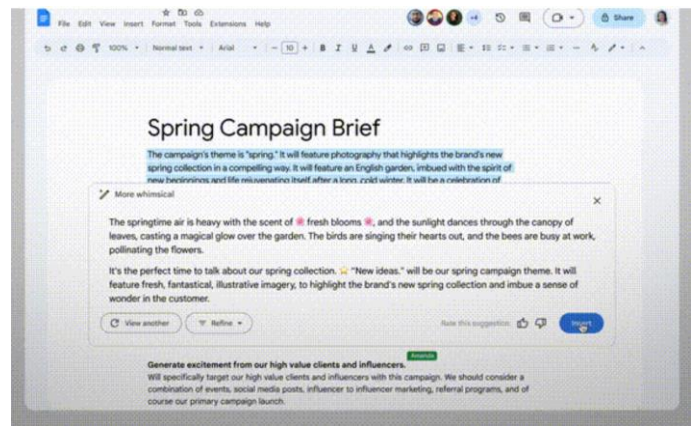
Workspace 将 AI 自动起草、回复、总结和确定优先级的功能加入到 Gmail，此外还将在 Google Docs 中加入自动校对、写作和“头脑风暴”功能。Google 计划将 AI 功能扩展至其他应用程序，如表格、幻灯片、会议和聊天。在谷歌文档中，用户可以通过简短的提示来创建一个工作描述大纲。当用户列出有关工作会议的要点时，谷歌文档可以将其扩展为更完美的总结，并指定语气。在使用 AI 版 Gmail 电子邮件服务时，用户可以在电子邮件的文本框中输入“起草一封电子邮件发给团队”，Gmail 会创作出一篇三段式的感谢信。用户还可以使用 AI 为客户编写个性化的营销信息，将要点转换成一封完整的电子邮件，并在 Gmail 中总结一长串电子邮件链的内容。

图21: Google Workspace 赋能办公产品



资料来源: 谷歌官网、浙商证券研究所

图22: 谷歌 AI 版电子邮件 Gmail 提升工作效率



资料来源: 新智元、浙商证券研究所

ChatGPT 等大模型可以帮助用户在办公场景中自动生成文字、图片等信息,降低内容生成的门槛,提升内容生成的速度,这符合用户提高工作效率的需求。金山办公的 WPS 系列产品 and 文档产品,未来也可以借助大模型自动生成内容。

### 3.2 Salesforce+GPT: 以 AI 赋能协作产品,提高沟通效率

继推进云转型之后,办公软件行业的新趋势是协作化发展,疫情一定程度上培养了人们远程办公的习惯,远程办公无法像现场办公一样进行即时的、面对面的沟通,协作参与办公弥补了这一缺陷。

2020 年 12 月 1 日,金山办公在 WPS「CHAO」办公大会上宣布了全新公司产品战略“协作”,并发布了包括“金山表单、金山会议、金山日历、金山待办和 FlexPaper”5 款全新的协作产品。2021 年 12 月 22 日,在“2021 金山数字办公大会”上,公司发布了基于文档会话、整合金山办公各种协作服务的新一代协作办公平台——金山协作,同时,金山办公将协作的能力内嵌于金山办公数字平台,给企业打造自己的协作平台。协作中台,为企业客户提供全面的内部信息与事务沟通协作能力,包含即时通信、音视频会议、表单流程、日程待办、消息推送五大模块。中台架构扩大了公司面向企业级协作与办公的解决方案厚度,并有望助力该产品进一步打开产品边界。

图23: 金山协作平台产品及功能



资料来源: 金山办公官网、浙商证券研究所

图24: 金山办公将协作能力内嵌于数字办公平台

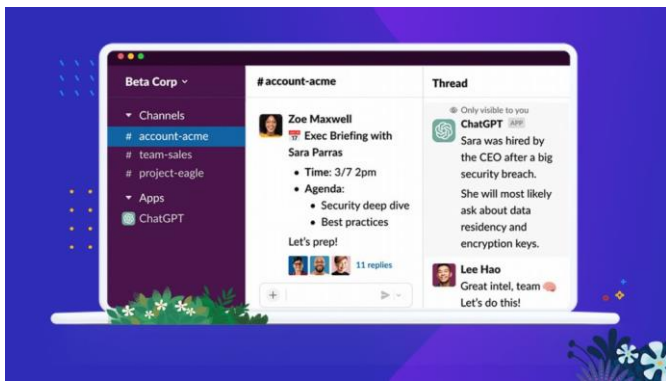


资料来源: 金山办公官网、浙商证券研究所

以 AI 赋能组织协作，提高团队沟通效率。AI 对办公产品的革新，不仅在于提升内容生产能力，也在于提升协作能力。云服务巨头 Salesforce 与 OpenAI 合作为其即时办公通讯软件 Slack 发布了一款 ChatGPT 应用。集成 ChatGPT 后的 Slack 可以为用户提供聊天摘要、研究工具和辅助写作功能，聊天摘要可以让员工免于频繁的消息追踪与跟进，从而有更多时间专注于商业价值的创造；研究工具可以帮助员工更加高效地检索到有关专业知识。利用 AI 赋能企业通讯工具，可以满足企业对高效沟通和协作的需求。此外，Salesforce 宣布与 OpenAI 合作推出 Einstein GPT，这是全球首个用于客户关系管理（CRM）的生成式 AI 产品，将 OpenAI 的公共模型和 Salesforce 的私有 AI 模型和 CRM 数据相结合，提供个性化聊天回复、自动执行任务、生成广告文案等功能，提高员工工作效率，帮助企业更好地进行客户关系管理。

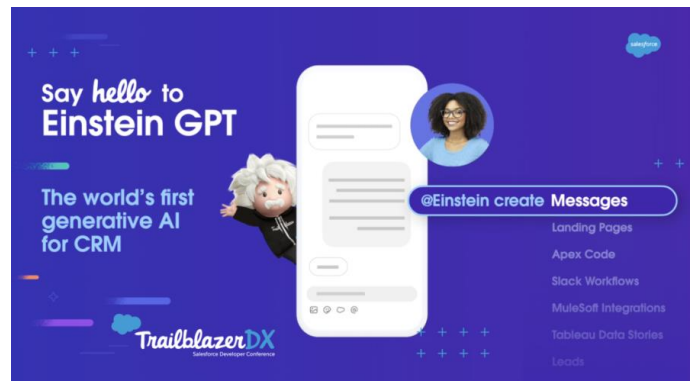
微软的 Microsoft 365 Copilot 同样赋能于团队协作。在 Teams 中，Copilot 会在对话上下文提供实时摘要和操作项，进行会议内容总结，提醒可能错过的东西，如果参加会议时间较晚，它可以帮助根据聊天记录创建会议议程，并建议哪些人应该跟进具体任务，从而提高会议效率，在会议结束后，根据会议讨论内容帮助团队制定下一次会议的日程及参会人员。“Business Chat（商务聊天）”，融入在 Microsoft 365 以及 Windows 中的日历、邮箱、文档、联系人等软件中，可以通过语言提示，让 Business Chat 协助团队更新会议、邮件等工作状态。

图 25: ChatGPT for Slack



资料来源：salesforce 官网、浙商证券研究所

图 26: Einstein GPT



资料来源：Salesforce 官网、浙商证券研究所

金山办公的协作产品，包含即时通信、音视频会议、表单流程、日程待办、消息推送五大模块，在功能上与微软的协作产品差异不大，在融入 AI 能力方面，微软和 Salesforce 已经有成功实践在先，未来借助 AI 能力的加持，金山办公的协作体验有很大提升空间。

### 3.3 AI+云服务+协作，赋能组织客户数据资产管理

海比研究院将数据要素的全流程整合过程称为数据资产化，而将数据资产化过程中所需要的源数据、数据采集、存储、处理、应用的一切软件产品和服务，统称为数据资产化工具。我们认为，金山办公的云服务和协作服务可帮助组织客户进行数据的存储和共享，未来 AI 可以帮助客户进行非结构化数据的处理。

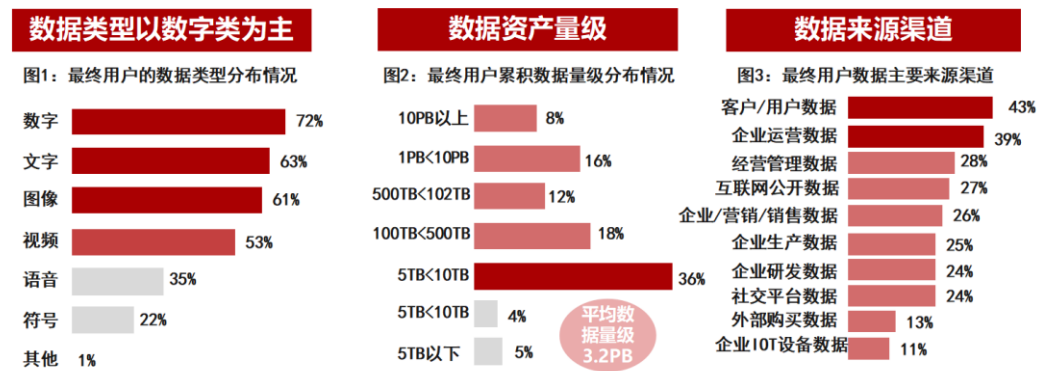
数字经济的建设，鼓励企业对数据进行采集和管理。《国务院关于印发“十四五”数字经济发展规划的通知》提出：强化高质量数据要素供给。支持市场主体依法合规开展数据采集，聚焦数据的标注、清洗、脱敏、脱密、聚合、分析等环节，提升数据资源处理能力。



**数据资产入表加速推进，提升企业数据资产意识。**《关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》明确提出探索数据资产入表新模式，对于探索用货币度量数据要素的资产价值，推动数据资产化、资本化，更好发挥数据对生产效率提升的倍增效应具有重要意义。对于企业而言，数据资产入表可以促进数据流通使用，实现按市场贡献分配的需要。建立数据资产入表机制有利于提升企业数据资产意识，有效激活数据市场供需主体的积极性，增强数据流通意愿，有效减少“死数据”，为企业对数据进行深度开发利用提供动力。

**办公场景是数据生成的重要场所。**根据海比研究院的报告，数据资源的类型分布中，名列前三的是数字、文本及图像，正是办公场景生成的主要内容。办公软件就是一种典型的数据资产管理工具，它的使用贯穿企业经营管理的各个环节，是企业数据生产和采集的重要场景。

图27：数据资产分类情况



资料来源：海比研究院、浙商证券研究所

金山办公抓住了数字经济浪潮中客户对数据资产管理及办公效率提升的需求，持续推动用户从传统的独立端办公向云和协作办公转化，确保国内机构订阅及服务业务保持稳定增长。

金山办公云服务相关产品，可以有效帮助企业进行数据沉淀，协作产品则可以实现数据在不同成员之间的分享。在使用云服务之前，企业资料分散在各个终端，查找不方便且效率低下，在使用云服务之后，企业资料集中存储在云端文件夹，包括运营资料、物流资料、库存信息、客服资料等等，为企业积累宝贵的数字资产。方便集中管理且不占用电脑存储空间，资料都能在云端知识库快速检索获取，也可以沉淀为知识共享给员工。

以金山云文档为例，根据2022年年报，截至2022年12月底用户通过公有云上传的云文档数量已超1,752亿份，同比增长35%。

**展望未来：AI+云+协作，赋能组织客户数据资产管理。**云服务和协作产品解决了数据沉淀和数据共享的需求，非结构化数据的处理对组织客户来说仍是个难题。AI具备较强的非结构化数据处理能力，在办公产品中嵌入AI相关的能力，可以帮助组织客户进行非结构化数据中的信息提前和分析，从而挖掘数据的价值。

金山办公作为国产办公软件龙头，在 AI 领域蓄力已久。以国际厂商的实践案例为借鉴，结合用户的实际需求，我们认为，未来借助 AI 的技术能力，金山办公可以从内容生成、提升协作效率和非结构化数据处理三个维度提升用户办体验。

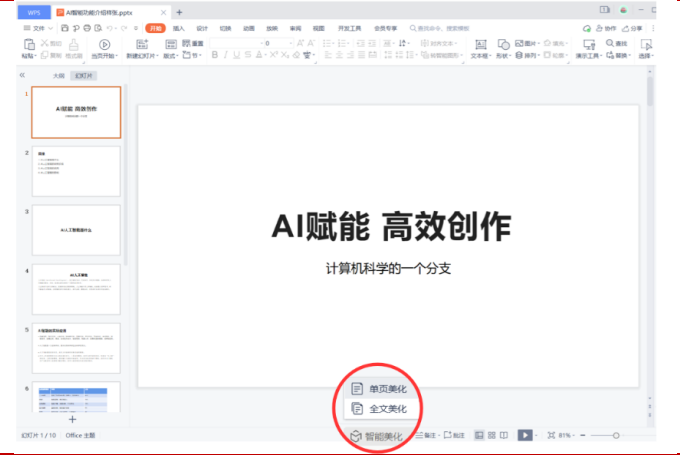
当前公司的战略方向是“多屏、云、内容、AI、协作”，AI 是重点攻坚的方向。2017 年 5 月，金山集团成立 AI Lab，主攻 NLP（自然语言）方向，涵盖图像、文本、语音三大方向；2018 年 07 月 04 日，金山办公基于 WPS AI 墨斗智能办公系统推出墨斗智能助手“小墨”，其基于机器学习的 AI 校对，可帮助用户定位错字和措辞，并且自动修正；2021 年 7 月 22 日，金山办公发布了业内第一个面向办公领域的深度学习框架——KSAI-lite，基于人工智能技术，WPS 可以实现自动生成 PPT、OCR 和辅助协作等功能。

图28： WPS 智能协作产品



资料来源：WPS 智能写作、浙商证券研究所

图29： WPS 智能 PPT 网站



资料来源：WPS 学堂、浙商证券研究所

回顾金山办公的探索历程，可以看出金山办公的智能化办公之路和微软类似，都经历了 AI 辅助办公和 AI 生成内容的阶段，当前，金山办公已经可以利用 AI 进行办公辅助和基础的内容生成，未来通过提升自研技术或者集成其他人工智能厂商的技术，金山办公有望引领国产办公软件进入到智能办公时代。

## 4 盈利预测与估值

### 核心假设：

机构授权：中长期看国产化是趋势，预计未来五年逐步乡县下层及事业单位将全面完成替代。随着疫情影响消除，下游客户采购支出能力有望提升，党政端信创有望加速落地。我们预计 2023-2025 年机构授权业务收入为 11.18/16.66/22.56 亿元，增速为 33.85%/48.96%/35.38%；

机构订阅收入：乘行业信创东风，机构订阅受益于央国企的信创需求和正版化需求，且在数字经济趋势下，企业由于数字资产管理的需求，对于数字化办公产品采购需求比以前更加旺盛，云+协作产品的推广提升客户价值空间。我们预计 2023-2025 年机构订阅收入为 9.75/13.23/16.68 亿元，增速为 40.94%/35.64%/26.06%；

个人订阅收入：C 端月活仍有较大提升空间，我们预计 23 年新会员体系会推出，通过推出更多 SKU 的方式满足不同层次用户需求，有望迎来付费率和客单价双重提升。我们预计 2023-2025 年个人订阅收入为 28.54/37.71/47.93 亿元，增速为 39.20%/32.15%/27.09%；

互联网广告及海外业务：根据近几年各业务收入以及投入方向来看，公司一直在对广告业务进行战略性收缩，我们预计公司可能会在 2024 年退出广告业务。2023-2025 年互联网及海外业务的收入为 2.61/2.00/2.20 亿元，增速为-14.67/-23.65%/10.00%。

表4：金山办公盈利预测表（百万）

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	3845.26	5209.04	6959.84	8935.71
yoy	18.44%	35.47%	33.61%	28.39%
<b>机构授权</b>	835.62	1118.48	1666.10	2255.56
yoy	-13.18%	33.85%	48.96%	35.38%
<b>机构订阅</b>	691.98	975.28	1322.90	1667.69
yoy	55.06%	40.94%	35.64%	26.06%
<b>个人订阅</b>	2050.12	2853.79	3771.19	4792.85
yoy	39.91%	39.20%	32.15%	27.09%
<b>广告+海外</b>	306.44	261.50	199.65	219.62
yoy	-24.45%	-14.67%	-23.65%	10.00%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

我们选取用友网络、中望软件和科大讯飞作为可比公司，2023 年可比公司 PE 均值为 135.12 倍。我们认为，未来云+协作产品推广、行业信创等多重因素驱动营收增长；且办公场景天然适合与 AIGC 等技术融合，未来随着相关 AI 产品落地，业绩有望更大弹性，国外办公软件厂商已经开启办公智能化的趋势，作为国内办公软件龙头厂商，有望引领 AI+办公智能化。我们预计公司在 2023/2024/2025 年的净利润为 16.03/21.69/27.93 亿元，对应到当前 PE 为 120.27/88.88/69.04，维持“买入”评级。

表5：可比公司估值（估值日期 2023/4/16）

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	EPS				PE		
			EPS(TTM)	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
600588.SH	用友网络	838	0.06	0.21	0.34	0.46	115.20	71.70	53.56
688083.SH	中望软件	1,375	0.54	0.33	0.80	-	178.63	74.27	52.62
002230.SZ	科大讯飞	200	0.08	2.07	2.95	0.00	111.53	78.29	
	均值						135.12	74.75	53.09
688111.SH	金山办公	1,928	2.42	3.48	4.70	6.05	120.27	88.88	69.04

资料来源：Wind 一致预期，浙商证券研究所



## 5 风险提示

**AI 产品研发和落地不及预期:** 国内大模型技术和国外相比仍有差距, 国内厂商在应用端的产品需要时间积累, 可能会出现研发和落地不及预期的情况;

**下游客户 IT 支出不及预期:** 疫情对于经济的影响还未完全恢复, 政企客户的对于 IT 服务的采购支出可能会受到影响。

**市场竞争加剧风险:** 其他厂商也可能通过接入大模型或者自研的方式来布局智能化办公产品。

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	9775	11711	14035	17126
现金	7015	9356	11407	14098
交易性金融资产	1192	1192	1192	1192
应收账款	500	719	858	1087
其它应收款	27	63	70	86
预付账款	28	32	46	53
存货	1	3	3	4
其他	1012	346	459	606
<b>非流动资产</b>	2282	1636	2017	2095
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	444	201	256	300
固定资产	82	113	150	184
无形资产	102	112	114	104
在建工程	121	129	146	174
其他	1533	1081	1351	1333
<b>资产总计</b>	12058	13347	16052	19222
<b>流动负债</b>	2750	2570	3021	3353
短期借款	0	0	0	0
应付款项	306	357	456	571
预收账款	0	0	0	0
其他	2444	2213	2565	2781
<b>非流动负债</b>	509	357	414	427
长期借款	0	0	0	0
其他	509	357	414	427
<b>负债合计</b>	3259	2926	3436	3779
少数股东权益	74	93	119	153
归属母公司股东权	8724	10327	12497	15289
<b>负债和股东权益</b>	12058	13347	16052	19222

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	1603	1748	1695	2297
净利润	1131	1622	2195	2826
折旧摊销	83	29	35	39
财务费用	(13)	(118)	(151)	(187)
投资损失	(339)	(339)	(339)	(339)
营运资金变动	(632)	227	135	(129)
其它	1373	327	(180)	87
<b>投资活动现金流</b>	4502	505	193	203
资本支出	(115)	(45)	(62)	(74)
长期投资	(321)	243	(55)	(44)
其他	4937	307	311	322
<b>筹资活动现金流</b>	(354)	88	163	189
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(354)	88	163	189
<b>现金净增加额</b>	5750	2340	2052	2690

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	3885	5209	6959	8935
营业成本	583	702	896	1111
营业税金及附加	35	52	69	86
营业费用	818	1077	1384	1731
管理费用	392	503	634	803
研发费用	1331	1755	2298	2868
财务费用	(13)	(118)	(151)	(187)
资产减值损失	25	2	8	24
公允价值变动损益	(30)	(30)	(30)	(30)
投资净收益	339	339	339	339
其他经营收益	173	162	178	171
<b>营业利润</b>	1197	1707	2310	2980
营业外收支	2	2	2	2
<b>利润总额</b>	1198	1709	2311	2982
所得税	67	87	116	156
<b>净利润</b>	1131	1622	2195	2826
少数股东损益	13	19	26	33
<b>归属母公司净利润</b>	1118	1603	2169	2793
EBITDA	1176	1619	2195	2834
EPS (最新摊薄)	2.42	3.48	4.70	6.05

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	18.44%	34.07%	33.61%	28.39%
营业利润	4.53%	42.68%	35.28%	29.05%
归属母公司净利润	7.33%	43.45%	35.32%	28.73%
<b>获利能力</b>				
毛利率	85.00%	86.52%	87.12%	87.57%
净利率	29.11%	31.15%	31.55%	31.63%
ROE	13.48%	16.68%	18.83%	19.91%
ROIC	11.18%	14.19%	15.93%	16.88%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	27.03%	21.92%	21.40%	19.66%
净负债比率	2.02%	1.20%	1.37%	1.31%
流动比率	3.55	4.56	4.65	5.11
速动比率	3.55	4.56	4.64	5.11
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.35	0.41	0.47	0.51
应收账款周转率	8.55	8.39	8.36	8.43
应付账款周转率	2.25	2.12	2.20	2.16
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	2.42	3.48	4.70	6.05
每股经营现金	3.48	3.79	3.68	4.98
每股净资产	18.92	22.39	27.09	33.15
<b>估值比率</b>				
P/E	172.53	120.27	88.88	69.04
P/B	22.10	18.67	15.43	12.61
EV/EBITDA	97.21	112.82	82.34	62.84

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>