

# 金山办公 (688111.SZ)

## WPS AI: 生产力工具新范式

评级: 买入(维持)

刘熹(证券分析师)  
S0350523040001  
liux10@ghzq.com.cn

## 最近一年走势



### 相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
金山办公	-14.5%	-28.0%	-5.8%
沪深300	-3.0%	-8.4%	-13.1%

## 市场数据

2024/01/03

当前价格 (元)	267.00
52周价格区间 (元)	264.99-530.50
总市值 (百万)	123,280.13
流通市值 (百万)	123,280.13
总股本 (万股)	46,172.33
流通股本 (万股)	46,172.33
日均成交额 (百万)	2,237.28
近一月换手 (%)	0.00

## 相关报告

《金山办公 (688111) 科创板公司动态研究: 订阅制转型顺利推进, WPS AI 变现可期 (买入) \*软件开发\*刘熹》——2023-10-27

《金山办公 (688111) 2023半年报点评: 订阅业务持续高增, WPS AI 打开长期成长空间 (买入) \*软件开发\*刘熹》——2023-08-24

《金山办公 (688111) 点评报告: Copilot定价涨幅40%+, WPS ALL in AI (买入) \*软件开发\*刘熹》——2023-06-05

《金山办公 (688111) 2023年一季报点评: 业绩超预期, “新体系+AIGC” 打开成长空间 (买入) \*软件开发\*刘熹》——2023-04-23

- **核心逻辑：**公司WPS AI商业化或将全面开启，从量、价两方面打开成长天花板。

- **行业：**AIGC新风口，行业天花板抬升

**AIGC+办公商业价值：**AIGC有望在办公软件领域率先落地，实现产品交互方式变革、功能增强、数据资产联动的全面进化。**市场空间：**AIGC从月活、付费率和ARPU三方面抬升行业天花板。AIGC降低使用门槛、实现产品力跃迁，一方面吸引潜在用户并提升付费意愿，另一方面显著提升产品价值量。**竞争优势：**金山办公具有丰富的AI产品化经验、海量的用户及场景、行业Know-How积淀。

- **C端：**WPS AI推升产品力，量与ARPU持续突破。

11月24日，公司开启WPS AI公测。量的方面，WPS AI降低使用门槛、提升产品力，打开渗透和付费率的天花板。价的方面，会员体系升级+长周期引导+WPS AI，预计将从两方面带来ARPU的提升。（1）**隐性提价：**仅面向年费/高级会员、可0元添加AI功能包。AI功能带来的增量订阅和长周期会员值得期待。（2）**AI功能定价：**随着WPS AI功能完善，AI功能有望以加包的形式单独付费。

- **B端：**信创框定用户基数，订阅转型+AIGC创造提价空间

公司基于数字办公平台提升客户生命周期价值，订阅制转型初见成效。量的方面，我们预计信创2.0 B端用户基数有望超5000万，接近1.0阶段的9倍，奠定公司安全边界。价的方面，参考微软Copilot的1~3倍提价空间，AI产品矩阵有望进一步带来ARPU提升空间。

- **投资建议：**我们预计公司2023~2025年分别实现归母净利润为12.44/17.43/22.36亿元，同比+11.28%/+40.12%/+28.31%，EPS为2.69/3.77/4.84，对应PE分别为99.13/78.12/60.43X。我们认为，公司WPS AI具有生产力属性，随着商业化全面开启，有望从量、价两方面打开成长天花板。维持“买入”评级。

- **风险提示：**宏观经济影响下游需求，信创推进速度不及预期，AIGC应用落地不及预期，单一产品风险，市场竞争加剧等。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	3885	4581	5699	7150
增长率(%)	18	18	24	25
归母净利润（百万元）	1118	1244	1578	2040
增长率(%)	7	11	27	29
摊薄每股收益（元）	2.42	2.69	3.42	4.42
ROE(%)	13	13	14	15
P/E	109.29	99.13	78.12	60.43
P/B	13.98	12.56	10.82	9.18
P/S	31.40	26.91	21.63	17.24
EV/EBITDA	111.60	95.99	71.17	54.22

资料来源：Wind资讯、国海证券研究所

## 一、公司概况：国产办公软件龙头，订阅制转型稳步推进

- 1.1 公司简介：国产办公软件龙头，市场覆盖率领先
- 1.2 发展历程：迎风踏浪，积极推动多元化转型
- 1.3 公司治理：实控人雷军，业绩考核彰显订阅转型决心
- 1.4 财务分析：B端+C端双轮驱动，双订阅转型加速推进

## 二、“AI+办公”率先落地，公司护城河持续拓宽

- 2.1 行业趋势：AI+办公商业化前列，有望提升市场空间天花板
- 2.2 他山之石：商业模式逐步清晰化，量与ARPU持续突破
- 2.3 竞争优势：AI产品化经验丰富+用户+场景+行业Know-how

## 三、WPS AI测评：解锁智能办公助手

- 3.1 AI持续优化产品性能，商业化进程开启
- 3.2 Excel：AI写公式、数据处理、智能分析、AI可视化
- 3.3 Word：文档阅读、内容生成、文档排版
- 3.4 PPT：一键生成、排版美化、内容处理

## 四、C端：WPS AI推升产品力，量与ARPU持续突破

- 4.1 量-月活：覆盖率稳步提升，月活维持稳定增长趋势

4.2 量-付费率：WPS AI产品力提升，付费转化加速

4.3 价ARPU：会员体系升级+长周期引导+WPS AI

## 五、B端：信创框定用户基数，订阅转型+AI创造提价空间

5.1 信创框定用户基数，平台化+AI创造提价空间

5.2 量：信创2.0开启，用户基数接近1.0阶段的9倍

5.3 价ARPU：订阅制+AI产品矩阵，支撑ARPU提升

## 六、投资建议与风险提示

## 一、公司概况：国产办公软件龙头，订阅制转型稳步推进

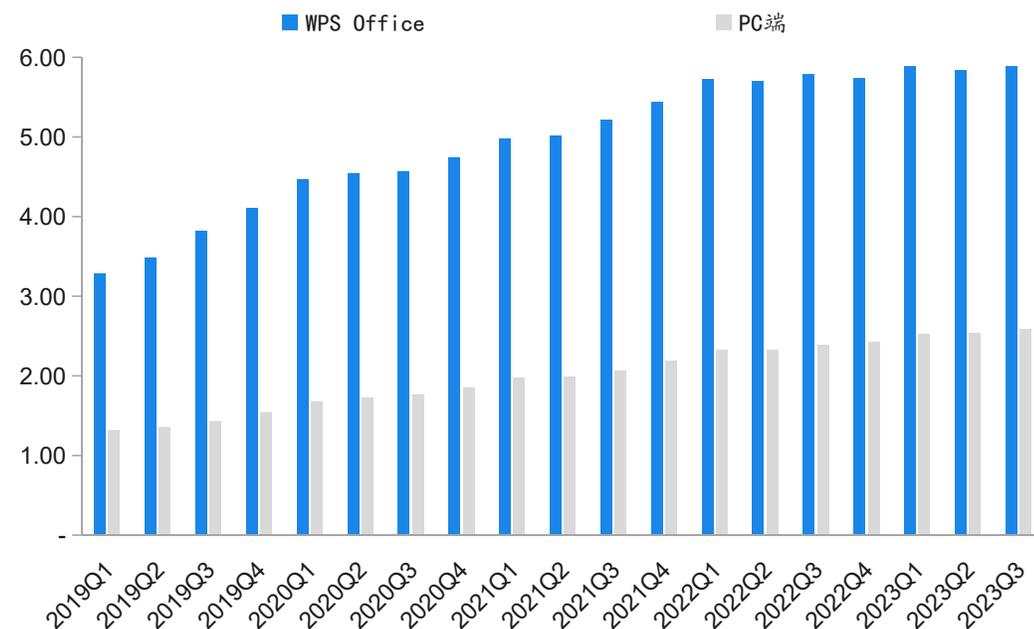
# 1.1 公司简介：国产办公软件龙头，市场覆盖率先

- 国产办公软件龙头，产品矩阵完善。公司是国内办公软件领域的龙头，基于WPS Office办公软件、金山文档等办公能力产品矩阵，面向C/B/G端客户提供订阅/授权服务。
- 市场覆盖率数据：截至2023H1，WPS Office月活用户数（MAU）5.84亿，PC版月活用户数2.53亿，同比+9.05%。其中，付费用户3324万，同比+16.36%。以PC端基数计，付费渗透率约为13.1%。

图：金山办公产品矩阵



图：WPS总月活与PC端月活（单位：亿人）



## 1.2 发展历程：迎风踏浪，积极推动多元化转型

- 敏锐把握产业链风口，积极推动多元化转型。2011年推出移动办公，2015年转型增值服务推动产品“上云”、2018年全力开发在线协同的“金山文档”、2020年将“协作”加入核心战略加速渗透企业级客户。
- ✓ 移动端超车阶段（2011-2014年）：公司2011年率先推出移动办公，陆续发布Android版和iOS版移动产品，借移动版抢占办公市场。
- ✓ 云端一体化阶段（2015-2020年）：2015年推出“WPS+云办公”丰富产品矩阵并推出办公服务订阅功能，为个人和企业提供办公增值服务。2018年推出金山文档实现在线协同。至此，WPS实现了“云+端一体化”产品矩阵，订阅业务快速发展。
- ✓ 协作平台化阶段（2020至今）：公司2020年确定“协同”战略，2021年推出数字办公平台，将文档和协同两大中台与企业OA等系统深度融合，赋能企业级客户。

图：金山办公发展历程



# 1.3 公司治理：实控人雷军，业绩考核彰显订阅转型决心

- 实控人雷军，核心骨干对行业know-how理解深刻。金山软件是公司的间接控股股东，间接持股比例51.63%（截至2023Q3），雷军是实际控制人。公司基于员工持股平台绑定管理层和核心员工，现任高管对软件开发行业有着深刻的理解和丰富的经验。
- 股权激励绑定骨干，业绩考核彰显机构订阅转型决心。2023年4月发布股票激励计划（草案），考核指标除营收增速外另设机构订阅业务增速目标，彰显机构订阅转型决心。

图：金山办公股权激励情况

归属期	对应考核年度	营收增长目标（A）		机构订阅增长目标（B）	
		目标值（Am）	触发值（An）	目标值（Bm）	触发值（Bn）
第一个归属期	2023	2023年营收增长不低于15.00%	2023年营收增长不低于10.00%	2023年机构订阅营收增长不低于25.00%	2023年机构订阅营收增长不低于20.00%
第二个归属期	2024	两年营收累计值增长不低于147.25%	两年营收累计值增长不低于131.00%	机构订阅收入累计增长率不低于181.25%	机构订阅收入累计增长率不低于164.00%
第三个归属期	2025	两年营收累计值增长不低于299.34%	两年营收累计值增长不低于264.10%	机构订阅收入累计增长率不低于376.56%	机构订阅收入累计增长率不低于336.80%

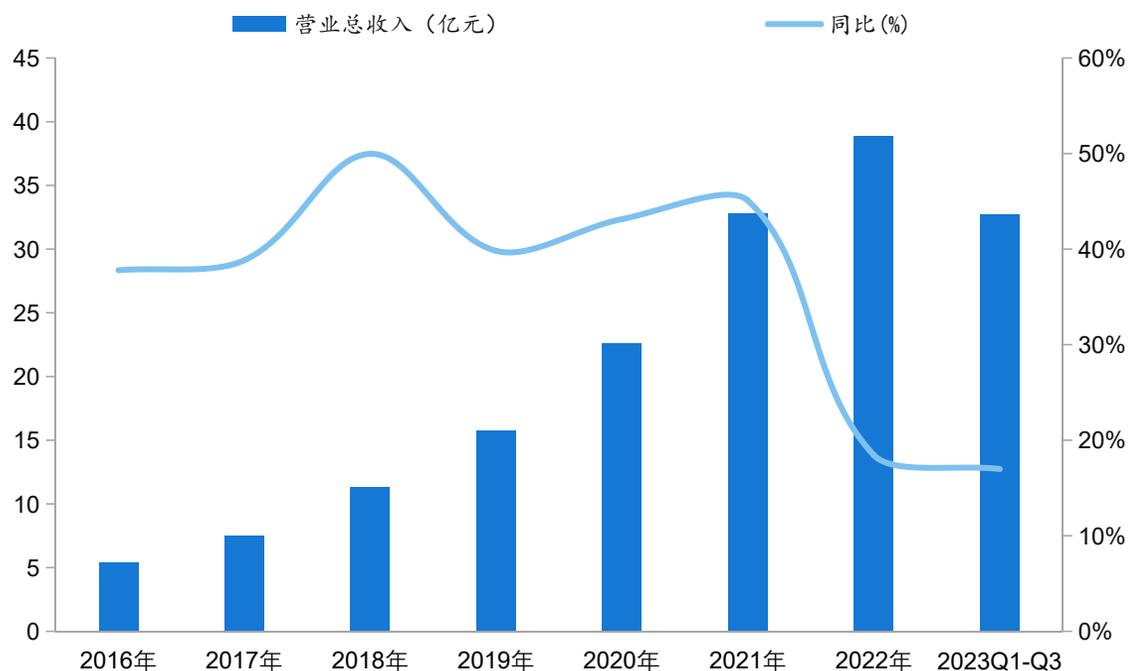
图：金山办公高管经历

姓名	职务	简介
章庆元	总经理	2000年起就职于金山软件,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。目前担任公司董事兼总经理,珠海金山办公首席运营官。
毕晓存	副总经理	2005年6月,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
姜志强	副总经理	2002年就职北京金山软件,参与WPS软件的正版化销售工作。2002~2008年,陆续担任销售经理,策略合作经理,北方区销售总监等,始终工作在销售一线
宋涛	副总经理	1999~2011年,任华为国内市场部高级产品经理;2011年~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;2017年5月至今担任董事会秘书,副总经理。
庄湧	副总经理	2003~2011年,担任珠海金山软件项目经理和技术总监;2011~2012年,担任广州华多网络科技有限公司珠海分公司客户端研发经理;2012年至今,先后负责WPS Office IOS业务以及珠海金山办公整体研发,担任珠海金山办公研发总经理。

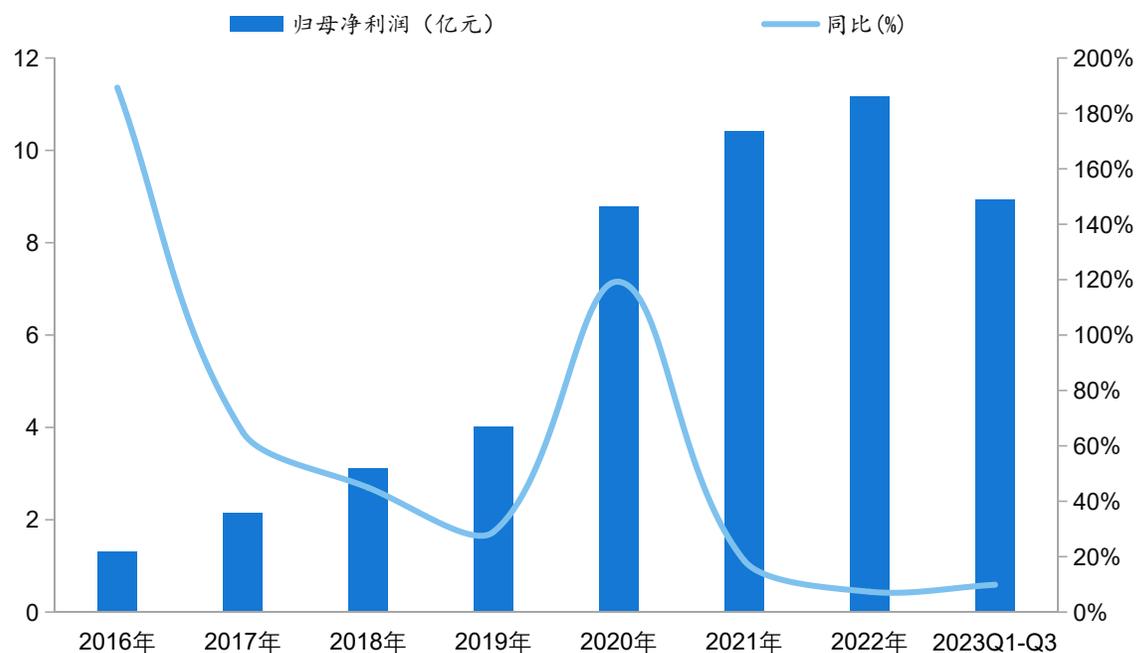
# 1.4 财务分析： B 端+C 端双轮驱动， 双订阅转型加速推进

- 营收稳定增长， 盈利能力稳定。 公司盈利模式主要分为个人订阅、 机构订阅、 机构授权、 广告及其他4种。 2022年公司实现营业收入38.85亿元， 同比增长18.44%， 三年CAGR达35%； 归母净利润11.18亿元， 同比增长7.33%， 三年CAGR达41%。 2022年个人订阅、 机构订阅业务收入占主营业务收入的比例达到70.6%， 营收占比提升12.3pct。

图： 2016~2023Q3营业收入及其变动情况



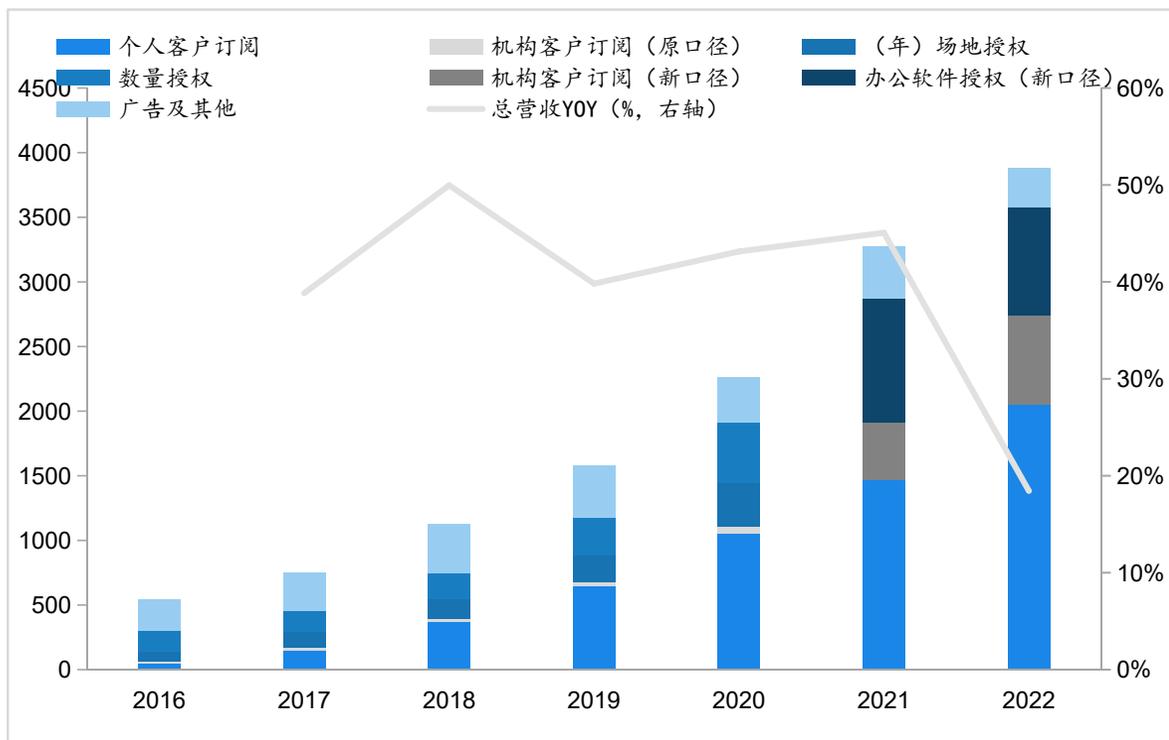
图： 2016~2023Q3归母净利润及其变动情况



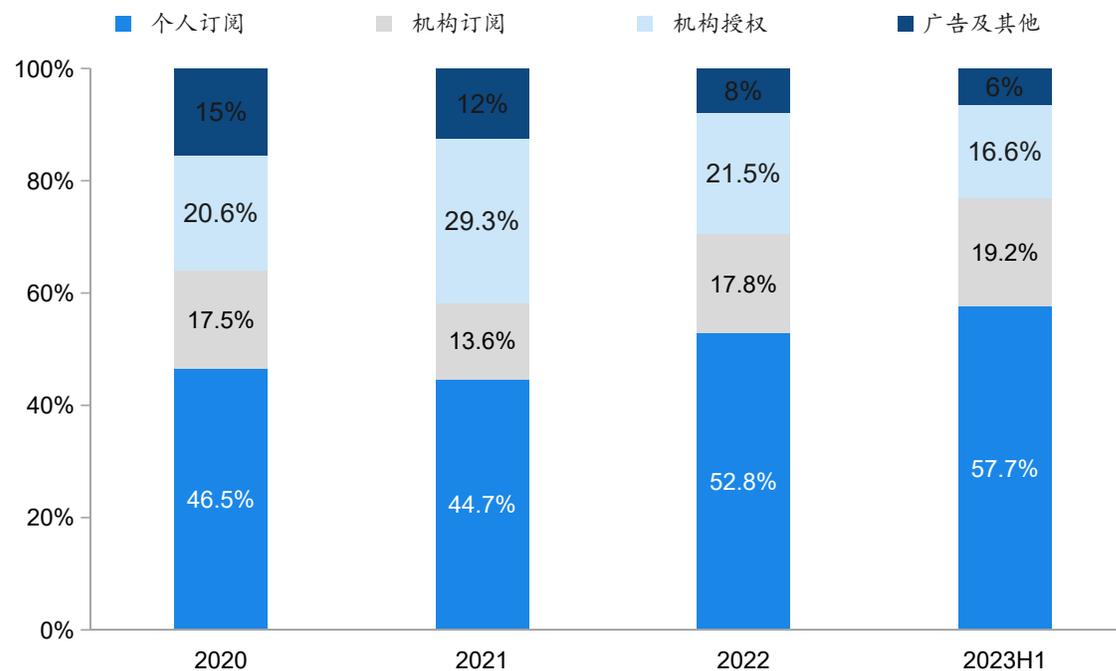
# 1.4 财务分析： B 端+C 端双轮驱动， 双订阅转型加速推进

- **业务结构转型： C端稳定增长， B端订阅化转型。** 个人业务方面， 2022年实现收入20.5亿元， 同比+39.9%， 占比提升8.1pct至52.8%； 机构业务方面， 2022年实现收入15.3亿元， 同比+8.4%。 其中， 机构授权业务受信创节奏影响， 同比下降13.2%， 但机构订阅业务同比+55.1%， 实现逆势增长。 我们认为， 云与协作推动授权向订阅加速转化， 带动机构收入占比持续提升。

图： 2016~2022年金山办公分业务营收变动（单位： 百万元）



图： 2020~2022年金山办公分业务营收占比



## 二、“AI+办公”率先落地，公司护城河持续拓宽

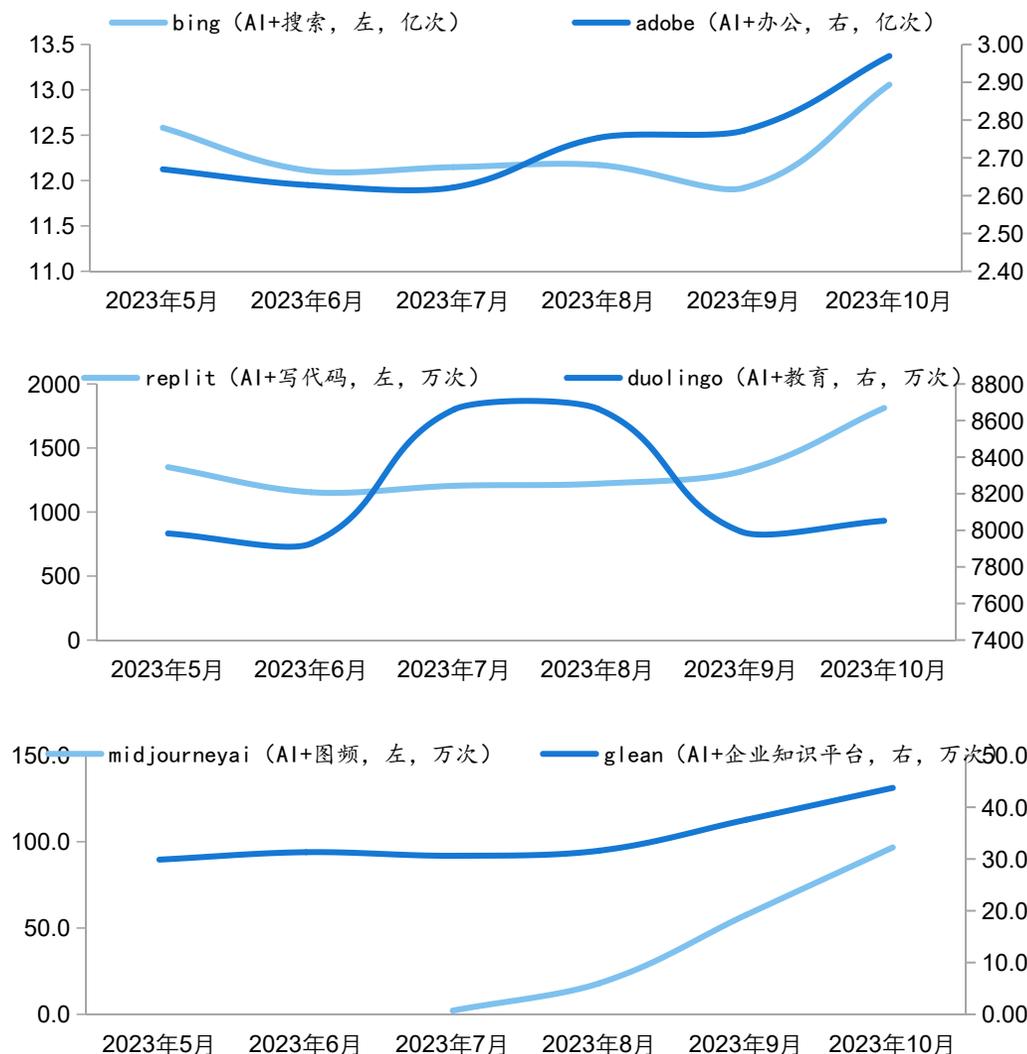
## 2.1 行业趋势：办公软件是AIGC的天然落地场景

- “AI+应用”的赋能模式将丰富功能、降低门槛，有望拓展应用边界。参考国外进展，教育、办公、图像/视频、金融等行业位于AI应用商业化前列
- 海外“AI+应用”持续升级，带动月活持续上行。考虑大模型及AI应用备案进展，我们预计2024年有望成为国内AI应用商业化元年。

图：美国部分AIGC行业应用梳理

行业	公司	应用领域	行业	公司	应用领域
AI+办公	MS 365 Copilot	办公	AI+内容创作	Narato	AI内容创作平台
	Tome.app	办公		Character AI	AI对话机器人
	DeepL	翻译		Rewind AI	搜索引擎开发商
AI+图像视频	Runway	文生视频		Vectara	生成式AI搜索平台
	Captions	文生视频		Anthropic	AI对话机器人
	ElevenLabs	文生语音		Perplexity AI	生成式AI搜索平台
	SSynthesis AI	文生视频		InflectionAI	AI助理对话机器人
	Hyper	AI虚拟形象		Alltius	AI助手研发
	Midjourney	AI文生图		AI+法律	Havey
Pika	文生视频	Even Up			法律行业
AI+人形机器人	Figure	AI人形机器人	AI+工业	8Flow.AI	workflow自动化引擎服务商
	XI	人形机器人	Luma AI	3D模型研发商	
AI+教育	多邻国	教育	AI+教练	Zenarate	人工智能教练平台

图：2023年5-10月海外AI应用月访问量数据



## 2.1 行业趋势：AIGC新风口，有望提升市场空间天花板

- AI大模型将带来产品交互方式变革、功能增强、资源联动等变化，从量、价两方面提升市场空间天花板。
- 量：月活方面，AIGC降低使用门槛、扩大客户群；付费率方面，AIGC提升创作效率，强大的产品力加速流量转化，从而提高付费率。
- 价ARPU：一方面，AIGC调用需要一定的算力成本，预计会有额外收费，从而提高ARPU；另一方面，“AIGC+办公软件”优化了用户生产力，价值创造支撑价格的提升。

图：AI+办公能够改变交互方式&功能增强&数据联动



## 2.2 MS Copilot: 商业模式逐步清晰化, 量与ARPU持续突破

### ● 微软copilot: AI+办公领航者, 关注国内映射

- ✓ **量:** 付费渗透有望快速提升。根据Forrester预测, 预计2024年将有690万美国知识工作者使用MS copilot, 较2023年10月+590%, 占美国区MS 365企业用户数之比由1.0%快速提升至7.1%。
- ✓ **价:** “AIGC+办公”优化了用户生产力, 价值创造支撑价格的提升。参考MS 365 Copilot, “实际定价”提升1~3倍不等。
- ✓ **节奏:** 公测后3~6月有望确立付费模式。参考微软Copilot进程, 3月推出、7月确立定价、9月宣布将于11月1日正式推出。

图: 微软Copilot定价模式

	原价 (美元/月/用户)	Copilot提价 (美元/月/用户)	提价幅度
商业标准版	36	30	83%
商业进阶版	57	30	53%
E3	12.5	30	240%
E5	22	30	136%

图: 微软Copilot推进节奏



## 2.3 竞争优势1：AI技术积淀已久，产品化经验丰富

- AI技术积淀已久，已实现中台输出。Office重基础编辑体验，WPS则基于AI技术产品化构建差异化的增值服务矩阵。2017年公司便确立AI战略，在NLP、CV、语音处理等方向开发出近100项AI能力，多项AI技术国内领先。OCR、机器翻译技术水平位列国内第一梯队。
- AI技术产品化经验丰富，是公司差异化增值服务的重要来源。AI技术产品化方面，基于人机协同辅助写作技术的文档模板和语料素材是原稻壳会员的主要产品。基于AI语言处理的速记和基于AI视觉识别平台的图片识别、文档转化、全文翻译、智能校对排版等是原WPS会员的核心功能。

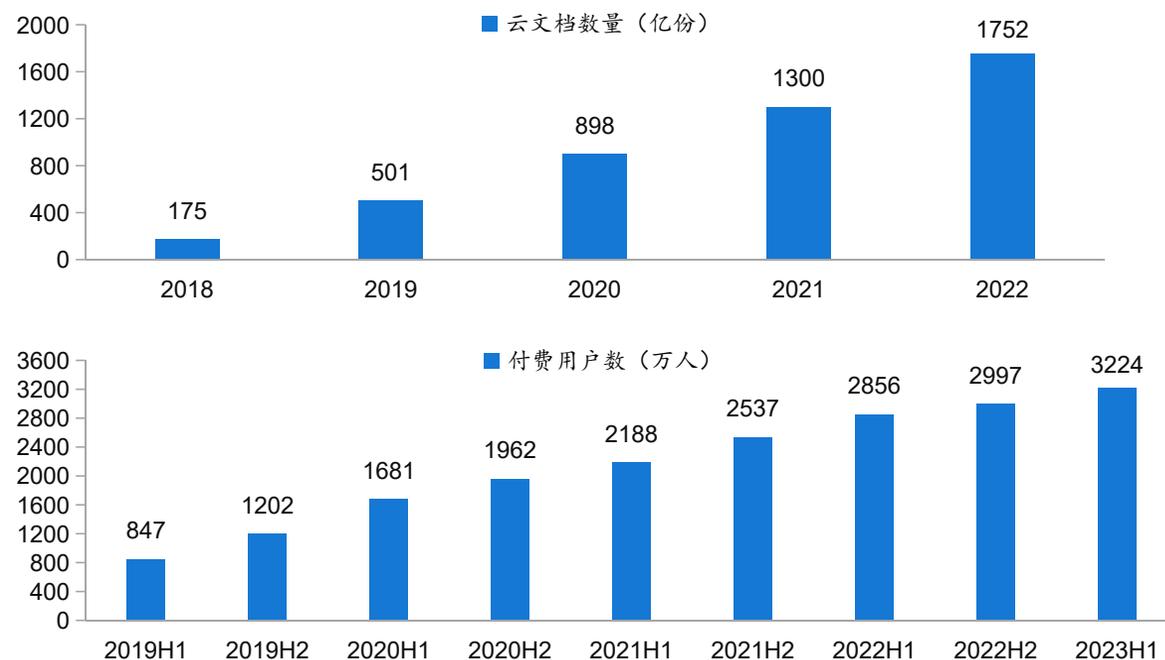
图：WPS诸多增值服务源自AI技术产品化

		WPS会员									稻壳会员			
		机器翻译	文档校对	辅助写作	文档扫描	文字提取	文档编辑	文档转化	文档美化	语音速记	稻壳模板	版权字体	高级图表	精美图标
基于海量语料的人机协同辅助写作技术	文档模块模板													
	语料素材推荐模板													
	文档校对													
AI自然语言处理平台	语言模型模板													
	知识图谱模块													
AI计算机视觉识别平台														

## 2.3 竞争优势2：丰富的用户+场景+行业Know-how

- 三十年积累，行业Know-how支撑AI大模型场景化。依托在办公领域30多年的研发经验，公司从移动+PC走向“云+端一体化”，在党政、金融、住宿、餐饮、制造、建筑、教育、零售等行业积累了对应的行业Know-how。
- 海量数据+用户、场景积淀。截至2023Q3，公司主要产品月活5.89亿，海量的用户基础为公司积累了丰富的场景，也为AIGC的调优、场景训练提供了数据经验基础。

### 公司用户、场景和行业Know-how丰富



### 三、WPS AI测评：解锁智能办公助手

### 3.1 AI持续优化产品性能，商业化进程开启

- 11月16日，金山办公宣布开启WPS AI功能公测。同时，WPS付费界面上线AI写公式功能，作为超级会员和超级会员Pro年费会员的超值福利加包，标志着WPS AI正式上线公测。
- 体验资格获取：（1）通过金山办公WPS AI官网或公众号申请免费公测资格（2023年12月31日之前）；（2）通过购买年费会员，获得WPS AI超值福利。

图：WPS AI体验申请与功能

身份	个人用户	企业用户	WPS AI体验官 (社区通道)
领取权限	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 会员每月领取1次，有效期31天</li> <li>● 领取时间截止至2023年12月31日</li> </ul>	首次购买WPS 365套餐，将向企业赠送3个月WPS AI体验权益。	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 首次申请：社区账号等级达Lv1；</li> <li>● 再次申请：社区账号等级达Lv2。</li> </ul>

图：WPS AI公测模式



## 3.2 Excel: AI写公式、数据处理、智能分析、AI可视化

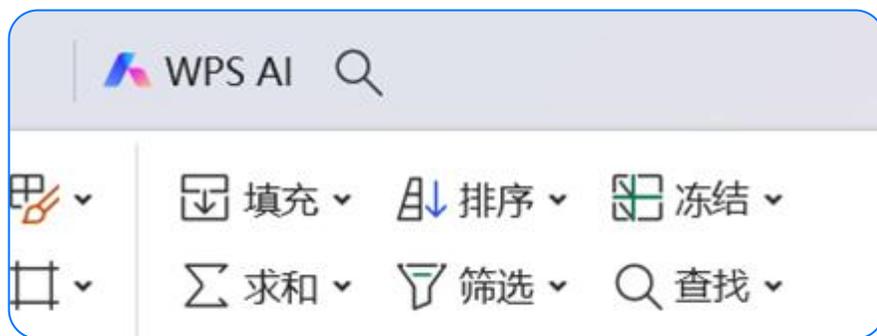
- WPS AI调用：用户可在功能栏右上角点击WPS AI的图标调用，也可以输入“=”后点击图标调用。进入“WPS AI”页面之后，可以看到相关功能包括“功能包括“洞察分析”、“AI写公式”、“对话操作表格”三种。

### Excel中WPS AI的功能



点击“功能栏”右上角的“WPS AI”图标

输入等号点击右上角“WPS AI”图标即可调用AI写公式功能



### Excel中WPS AI的功能



欢迎使用 WPS AI

限时体验



洞察分析

让AI帮你解读数据，生成图表及结论。



AI写公式

试试说“计算B列中大于10的数字之和”，AI将直接帮你写出公式。



对话操作表格

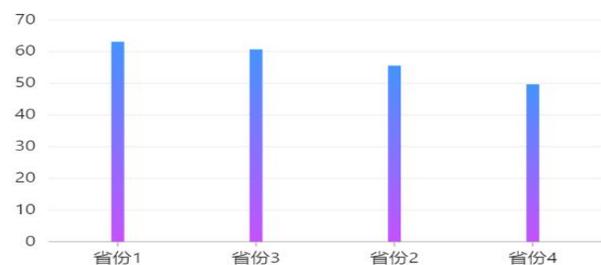
试着输入“将E列大于2000的单元格标记为黄色”，AI会帮你完成相应的操作。

## 3.2 Excel: AI写公式、数据处理、智能分析、AI可视化

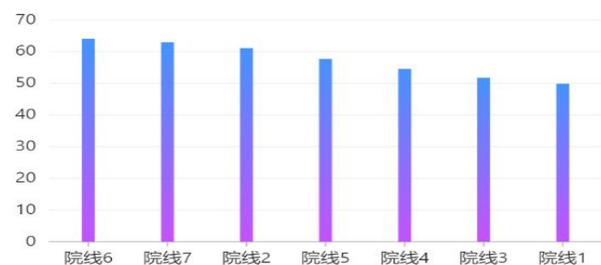
- **AI洞察分析**: 调用WPS AI的洞察分析功能, 可以一键解读数据、生成图表及结论。
- **AI可视化**: 通过自然语言提问可以直接实现AI绘图, 并可以直接调整图片类型。

### AI洞察分析——WPS AI一键生成

省份1的平均票价排名第一, 为63.12



院线的平均票价排名



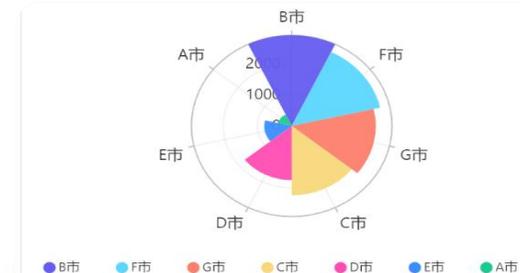
比较分析: 城市 月度总票房

城市的月度总票房排名

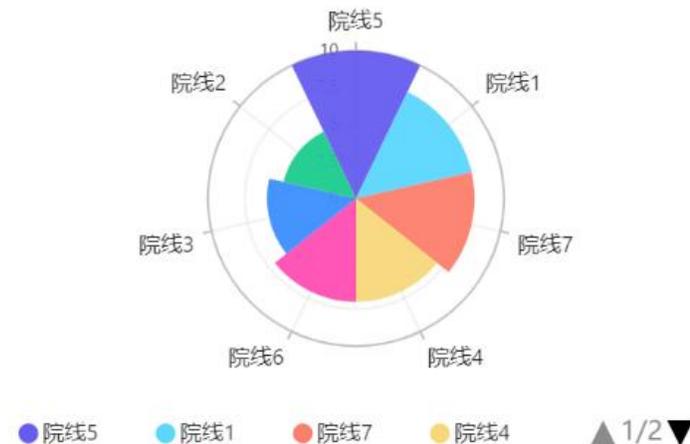


比较分析: 城市 市所有影院数量

B市的市所有影院数量排名第一, 为2926

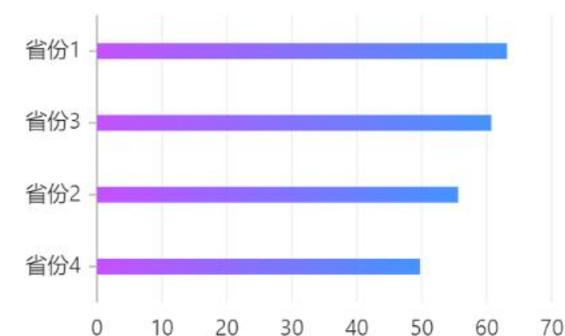


WPS AI输入: 观影人次超过1000的院线分布



WPS AI输入: 各省份的平均票价

省份1的平均票价排名第一, 为63.12



## 3.2 Excel: AI写公式、数据处理、智能分析、AI可视化

- **数据集**：我们使用计算机行业2023Q3基本信息及财务数据，包括证券代码（A列）、证券简称（B列）、营业总收入（C列）、营收增长（D列）、所属热门概念（E列）、上市板（F列）。
- **AI写公式**：WPS AI 可根据指令生成公式，例如我们提问“找出I列代码对应的简称”，WPS AI生成的公式为“=XLOOKUP(I2,A2:A279,B2:B279)”，可直接插入表格计算。

图：WPS AI简单公式测试——SUM、AVERAGE、MAX、MIN



图：WPS AI复杂公式测试——SUMIFS、COUNTIFS、AVERAGEIFS、XLOOKUP



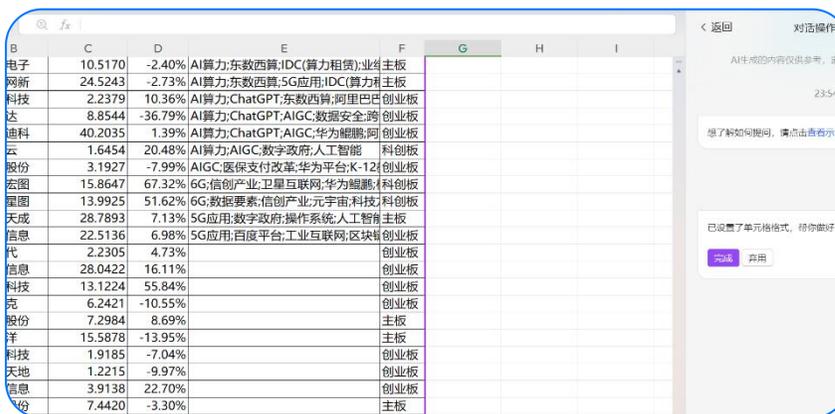
# 3.2 Excel: AI写公式、数据处理、智能分析、AI可视化

● **数据分列**：能够使用自然语言直接将“所属热门概念按照;符号分列”，考虑部分用户对数据分列功能不熟悉，WPS AI能够降低相关功能的使用门槛。

● **格式修改**：输入“营收增长改为百分比的格式”，WPS AI能够按照要求进行数据格式规整。

● **数据筛选**：输入“筛选出688开头的证券代码”，WPS AI能够筛选出科创板股票。

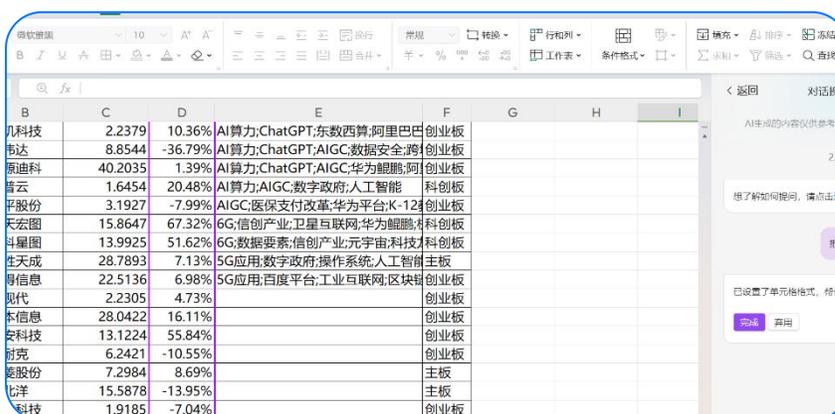
加边框——给表格加上边框



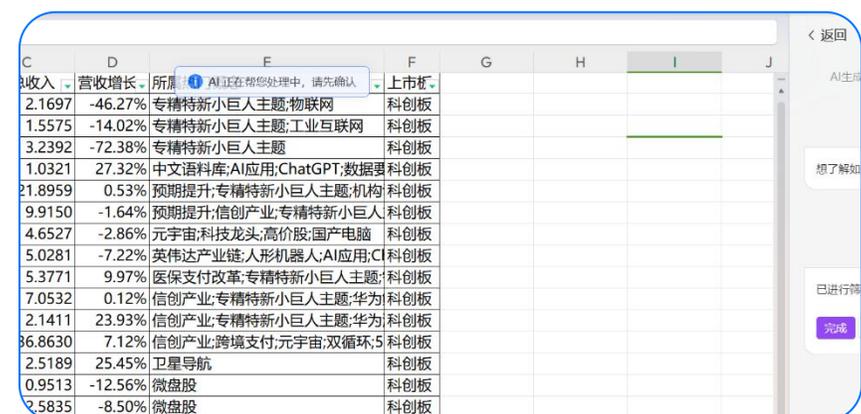
数据分列——所属热门概念按照;符号分列



修改数据格式——把营收增速修改为百分比的格式



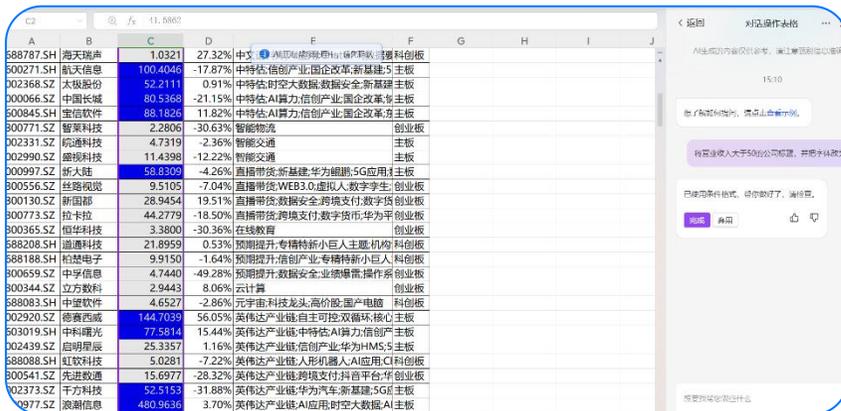
数据筛选——筛选出688开头的证券代码



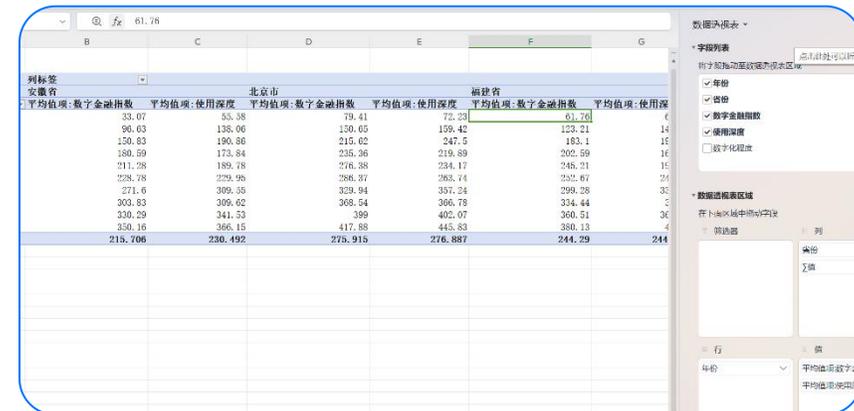
# 3.2 Excel: AI写公式、数据处理、智能分析、AI可视化

- **数据集**：各省份2011-2020年数字普惠金融指数，包括年份（A列）、省份（B列）、数字普惠金融指数（C列）、使用深度指数（D列）、数字化程度指数（E列）。

**数据标记**——将营业收入大于50的公司标蓝，并把字体改为白色

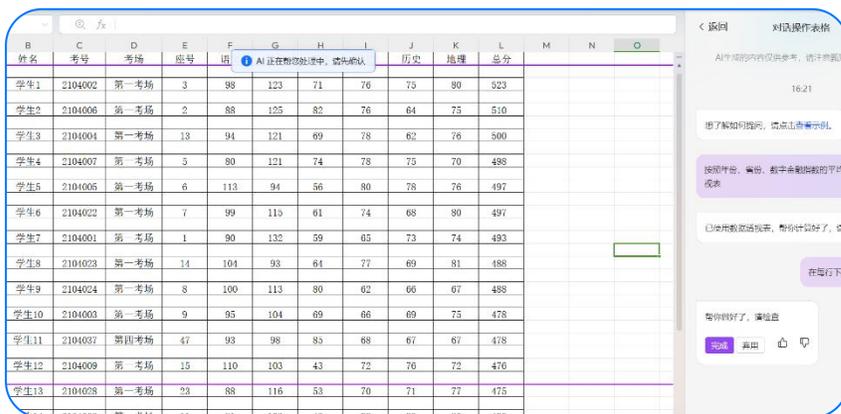


**数据透视表**——按照年份、省份、数字金融指数和使用深度的平均值生成数据透视表

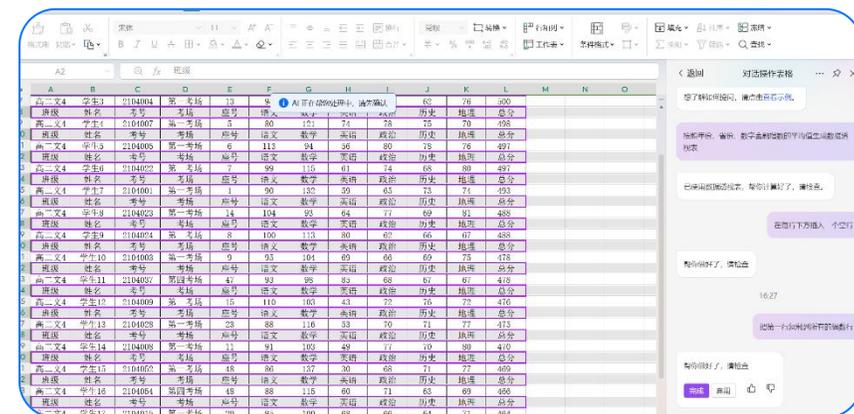


- **数据透视表**：输入“按照年份、省份、数字金融指数和使用深度的平均值生成数据透视表”，生成数据透视表后无需再手动调节指数的“值字段设置”。

**成绩条/工资条**——Step1：在每行下方插入一个空行



**成绩条/工资条**——Step2：把第一行复制到所有的偶数行

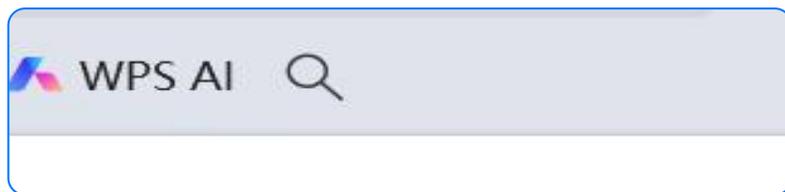


资料来源：WPS，北京大学数字金融研究中心，国海证券研究所

### 3.3 Word：文档阅读、内容生成、文档排版

- WPS AI调用：用户可在功能栏右上角点击WPS AI的图标调用。
- 测试文档：《2023-10-27|金山办公：订阅制转型顺利推进，WPS AI变现可期》。

#### Word中WPS AI的相关功能



点击“功能栏”右上角的“WPS AI”图标



主要板块包括续写、扩写、润色、大纲生成、文件起草、工作周报等

#### Word中WPS AI的相关功能



# 3.3 Word: 文档阅读、内容生成、文档排版

文档内容询问

本文对2024年金山办公归母净利润的预测

内容已生成!

根据文章提供的信息, 2024年金山办公归母净利润的预测为28.59亿元。

相关原文: 1页

复制

文档内容总结

请帮我对整篇文章内容进行总结

内容已生成!

金山办公 (688111) 发布2023年三季报, 实现营收10.98亿元, 同比增长9.40%, 净利润2.94亿元, 同比增长0.18%。订阅业务占比快速提升, 个人订阅营收6.50亿元, 同比增长25.64%, 机构订阅营收2.48亿元, 同比增长36.13%。WPSAI推进顺利, 商业化变现可期。公司发展或将迎来量、价齐升, 维持“买入”评级。

复制

文档扩写

事件:

2023年10月25日, 金山办公发布2023年三季报: 2023Q3, 实现营收10.98亿元 (YoY+9.40%/QoQ-2.01%); 实现归母净利润2.94亿元 (YoY+0.18%)。

在发布会上, 金山办公 CEO 表示: “尽管我们在2023年第三季度的营收和净利润同比有所增长, 但我们也意识到面临的挑战和竞争压力。我们将继续投入研发, 以提供更加优质的办公解决方案, 并进一步提升用户体验和市场占有率。”

同时, 金山办公在发布会上还宣布了一项重要战略: 将加大对AI技术的研发和应用力度, 以推出更加智能化的办公软件。这一战略的提出, 旨在进一步提升公司在办公领域的竞争力, 满足用户对于高效、便捷、智能化的需求。

金山办公表示, 未来将与合作伙伴紧密合作, 共同推进AI技术在办公领域的应用和发展。他们相信, 通过不断的创新和技术升级, 金山办公将成为全球领先的智能办公解决方案提供商之一。

AI生成的内容仅供参考, 请注意甄别

文档缩写

WPS AI 进展顺利, 商业化前景可期。公司发布了三大开放平台, 与400多家合作伙伴完成互认, 实现了100多个场景的文档IP化。WPS AI 已接入全产品线, 提供AIGC、Copilot和Insight三大功能, 有助于提升产品付费用户数和ARPU, 带动营收增长。自研大模型基于开源底座, 主要服务于私有化部署需求的客户群体, 未来将采用自研与通用混合方式助力WPS AI。

AI生成的内容仅供参考, 请注意甄别

图: 文档润色

其中, 个人订阅营收6.50亿元 (YoY+25.64%), 主要系公司升级会员权益体系, 个人用户付费转化与客单价不断提升。

机构订阅营收2.48亿元 (YoY+36.13%), 主要系公司不断升级数字办公解决方案及服务, 打造政企客户数字办公标杆案例并不断复制。

机构授权营收1.31亿元 (YoY-41.72%), 主要受2022Q3高基数及本期党政领域信创订单不及预期影响。

根据提供的数据, 我进行如下改写:

在营收结构中, 个人订阅业务表现突出, 营收达到6.50亿元, 同比增长25.64%。此增长主要得益于公司对会员权益体系的升级, 有效提升了个人用户的付费转化率和客单价。

机构订阅业务也呈现稳步增长, 营收达到2.48亿元, 同比增长36.13%。这主要得益于公司对数字办公解决方案及服务的持续升级, 成功打造了一批政企客户数字办公标杆案例, 并实现了其在行业内的不断复制。

然而, 机构授权业务的营收出现下滑, 为1.31亿元, 同比下降41.72%。这一变化主要受到2022年第三季度高基数效应以及本期党政领域信创订单不及预期的影响。

总体来看, 公司在个人和机构订阅业务方面取得了显著增长, 但在机构授权业务方面面临一定挑战。公司将继续努力提升产品和服务质量, 以应对市场变化和客户需求。

AI生成的内容仅供参考, 请注意甄别

图: 文档翻译

其中, 个人订阅营收6.50亿元 (YoY+25.64%), 主要系公司升级会员权益体系, 个人用户付费转化与客单价不断提升。

机构订阅营收2.48亿元 (YoY+36.13%), 主要系公司不断升级数字办公解决方案及服务, 打造政企客户数字办公标杆案例并不断复制。

机构授权营收1.31亿元 (YoY-41.72%), 主要受2022Q3高基数及本期党政领域信创订单不及预期影响。

Among them, the revenue of personal subscription was 650 million yuan (YoY+25.64%). The main reason was that the company upgraded its membership benefits system, and the conversion rate of personal users to pay and the average order value continued to increase.

The revenue of institutional subscription was 248 million yuan (YoY+36.13%), mainly due to the company's continuous upgrade of digital office solutions and services, creating digital office benchmark cases for government and enterprise customers and continuously replicating them.

The revenue of institutional authorization was 131 million yuan (YoY-41.72%), mainly affected by the high base in 2022Q3 and the unexpected impact of the current political field of information creation orders.

AI生成的内容仅供参考, 请注意甄别

# 3.3 Word：文档阅读、内容生成、文档排版

智能排版功能调用



智能排版功能提示词



生成一份李明求职基金经理的简历



## 3.4 PPT：一键生成、排版美化、内容处理

- WPS AI调用：用户可在功能栏右上角点击WPS AI的图标调用。同时，对于一键生成功能，可以选择生成内容的篇幅长短

### PPT中WPS AI的相关功能



点击“功能栏”右上角的“WPS AI”图标



### PPT中WPS AI的相关功能



欢迎使用 WPS AI

限时体验



一键生成

一键生成兼具内容和美化效果的幻灯片



排版美化

快速更换全文模板风格、色彩搭配和字体方案



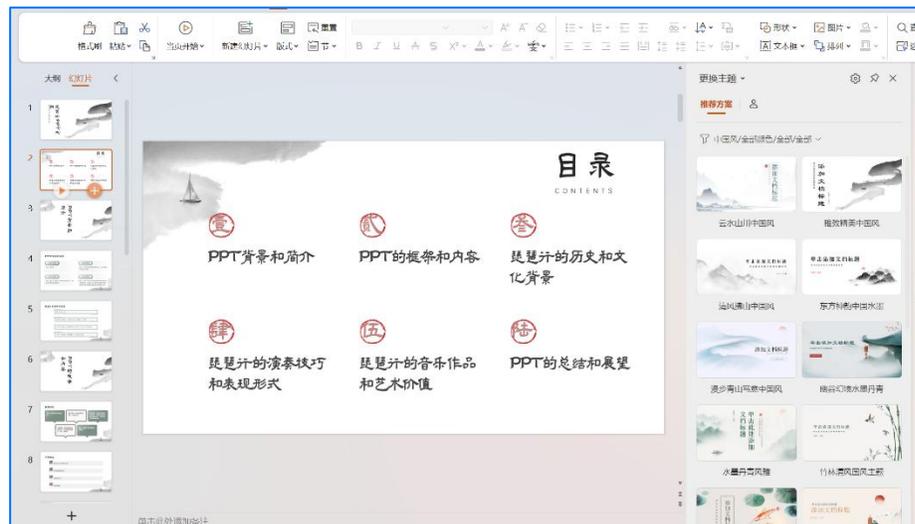
内容处理

快速丰富内容，精炼描述

# 3.4 PPT：一键生成、排版美化、内容处理

- AI一键生成&与会员功能的结合：输入“生成琵琶行的课堂教学课件”可以生成PPT，同时可选择更换主题/颜色，且部分主题为会员素材库主题。

## PPT生成及美化——WPS AI一键生成



**一键生成：**WPS AI根据自然语言生成PPT大纲，并可选择创建PPT。同时，可选择生成讲稿大纲。

**排版美化：**可选择更换主题风格、颜色库、字体方案等。

**内容处理：**选用词句进行AI扩写。

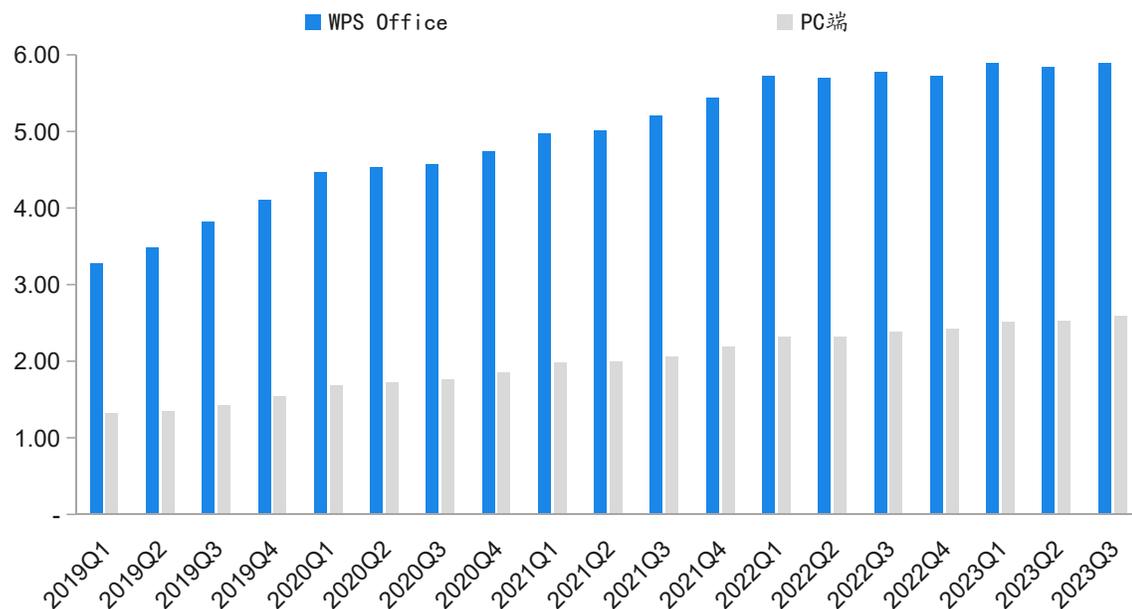


## 四、C端：WPS AI推升产品力，量与ARPU持续突破

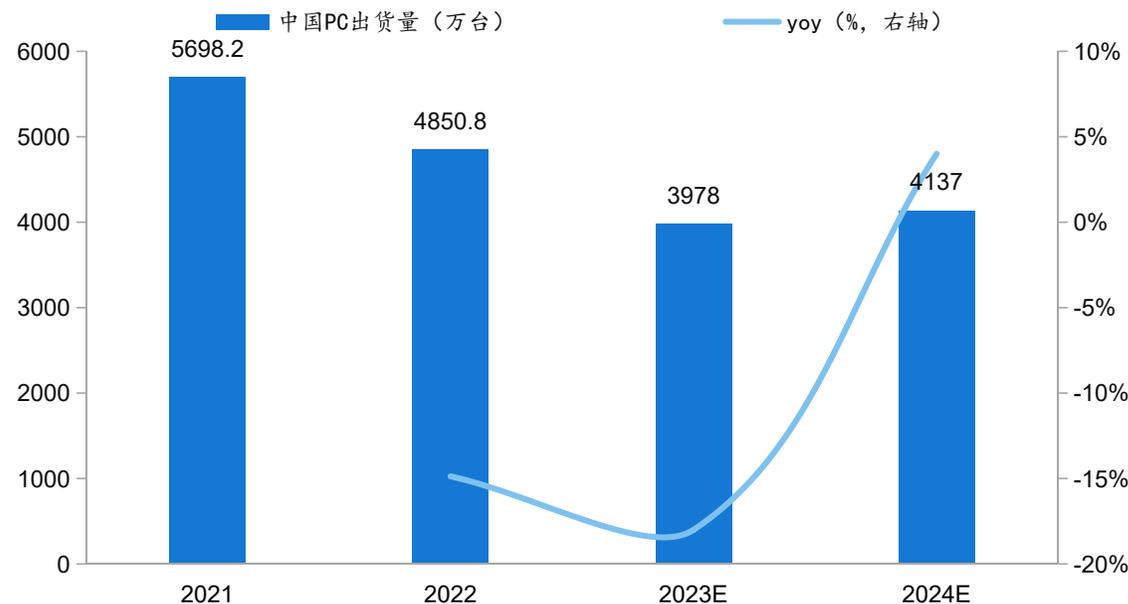
## 4.1 量-月活：覆盖率稳步提升，月活维持稳定增长趋势

- **覆盖率稳步提升，月活稳定增长。**从月活数据看，截止2023Q3，主要产品/PC/移动端月活分别为5.89/2.59/3.27亿，同比+1.9%/+8.82%/-2.68%。从覆盖率看，根据艾瑞2022Q2数据，微软Office和WPS的市场覆盖率分别为81.5%和68.7%。
- **月活尚进一步有空间。**根据Canalys预测，2024年中国PC出货量约4130万台，同比增长4%，PC出货量恢复温和增长。考虑WPS渗透率接近70%。我们假设，2024-2027年WPS PC端月活以8%的CAGR增长（参考2023Q3数据），预计2027年将达到3.5亿人。

图：公司主要产品总月活与PC端月活设备数（单位：亿台）



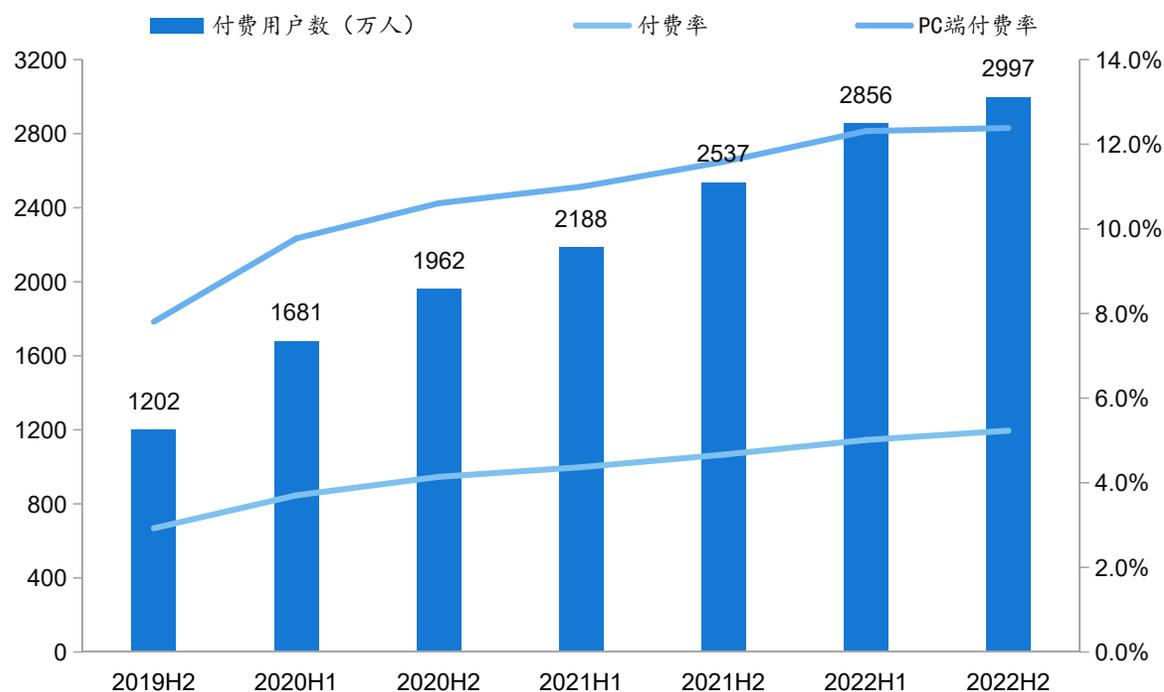
图：2021-2024E中国PC出货量预测



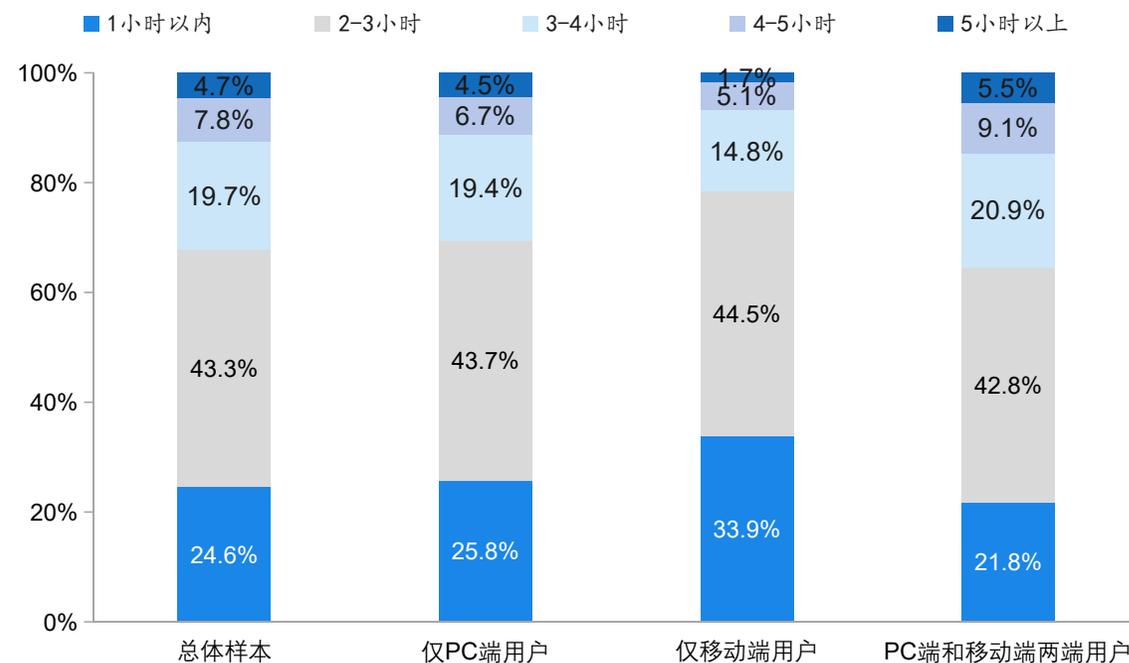
## 4.2 量-付费率：付费率未见天花板，仍处于快速上升期

- 付费率未见天花板，仍处于快速上升期。一方面，参考国内视频付费平台，截至2022年末，爱奇艺、芒果TV、腾讯的付费率分别为20%/25%/27%；另一方面，通过对Office用户的画像分析，每日使用时长在3小时以上的用户约占总体用户的30.6%（按PC端口口径），该部分沉浸用户应是WPS Office的主要付费群体。

图：WPS付费人数及付费率变动情况



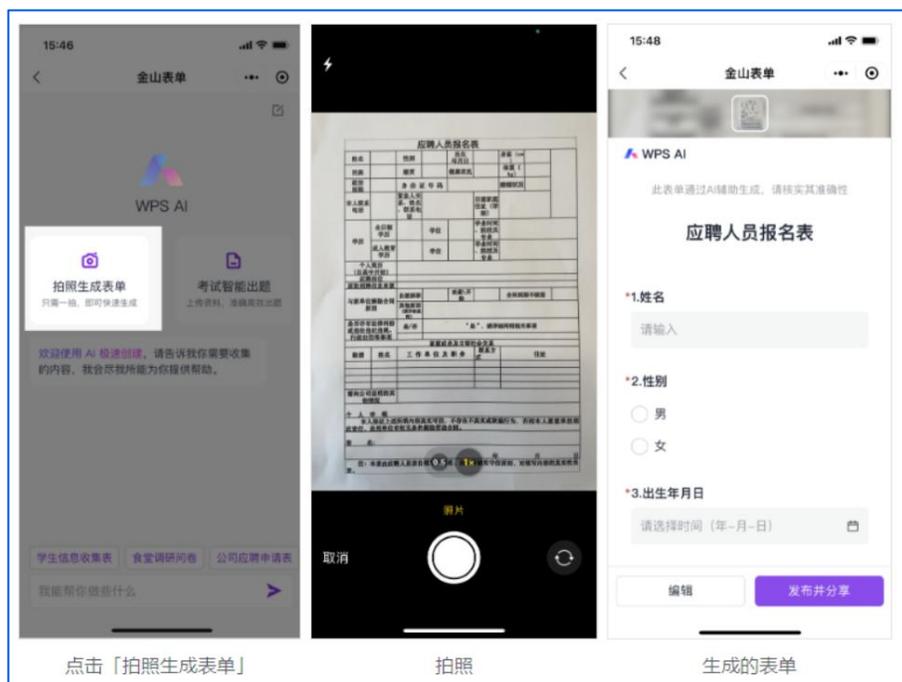
图：WPS Office 用户时长数据分析（截至2017年11月）



# 4.2 量-付费率：WPS AI产品力提升，付费转化加速

- 边际变化-产品力优化+移动端崛起，AIGC提升流量转化能力。WPS AI已接入金山办公全产品线。AI方面为用户提供AIGC（内容创作）、Copilot（智慧助理）和Insight（知识洞察），帮助客户打造一站式协作办公平台。同时，AIGC通过文本语音对话实现人机交互，PC场景的依赖减弱，有望推动移动端付费崛起。
- 截至2023Q3，公司移动版月活3.27亿，AIGC推动下有望实现“PC+移动双变现”模式。

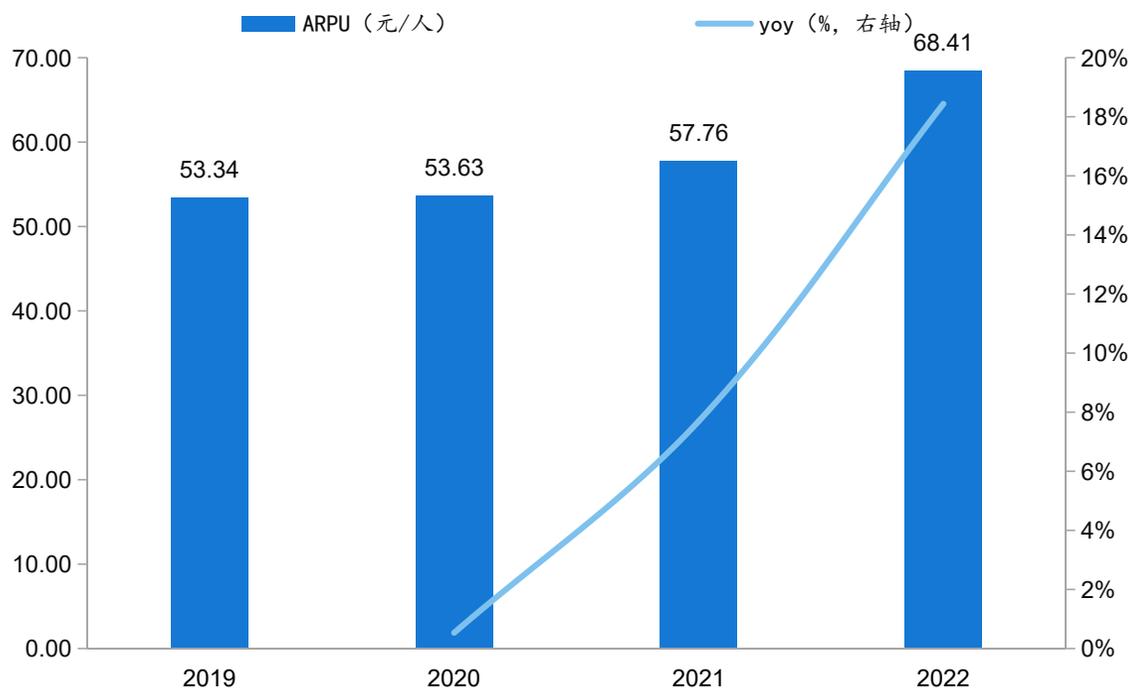
## 移动端可通过WPS AI实现长文提炼、内容提问、语音操作等功能



## 4.3 价ARPU：会员体系升级+长周期引导+WPS AI

- 长周期会员占比提升，ARPU增长提速。2022年WPS个人订阅ARPU68.41元，同比+18.4%，增速同比提升10.7pct。长周期会员占比提升，2022Q3首次实现长周期会员（3-12月以上）超过短周期会员（3个月以内）。
- 新会员体系，定价提升+长期会员引导。一方面，会员价格（年费模式下）由原本的89元/年、179元/年提升至148元/年、248元/年，起订门槛大幅提升。另一方面，新会员体系下，部分单项权益包的起步订阅期限上调至3个月，优化长期用户占比。

图：公司2019-2022年ARPU值及其变动



图：单项权益包最低订阅期限3个月



## 4.3 价ARPU：会员体系升级+长周期引导+WPS AI

- 边际变化：AIGC嵌入提升产品力，预计带来ARPU进一步提升空间。AIGC权益包有望带来产品力提升，提升产品力和用户粘性对标国外，微软Copilot企业版提价1~3倍不等。
- 商业模式：关注价格、高级会员、长周期会员提升。（1）隐性提价：仅面向年费/高级会员、可0元添加AI功能包。AI功能带来的增量订阅和长周期会员值得期待。（2）AI功能定价：随着WPS AI功能完善，AI功能有望以加包的形式单独付费。

图：年份会员赠送WPS AI

WPS超级会员 12-12

WPS超级会员Pro 其他套餐

WPS 12-12 | 购买加赠WPS AI 02天 11时 49分 30秒后结束

1年送4个月	2年送1年	3年送18个月	4年送2年
16个月	36个月	54个月	72个月
¥148	¥288	¥418	¥498
¥197	¥444	¥666	¥888

超值福利 已选 1/4 项 领取说明 >

WPS AI 1个月 ¥0  超级会员3个月 ¥20 ¥68  网: >

优惠券 【大促专享】超级会员减20元 71时 59分 12秒后失效

¥128 已减20元, 仅需8元/月

立即支付 支付宝支付随机立减, 最高88元

同意并接受《个人订阅服务协议》

图：非年费会员不赠送WPS AI

WPS超级会员 12-12

WPS超级会员Pro 其他套餐

超级会员价值179元/年, 现在购买畅享优惠, 电脑/手机/平板通用

连续包季①	季卡送3个月	连续包月①	1个月(31天)
6个月	6个月	6个月	1个月(31天)
¥54	¥68	¥21	¥28
可随时取消	¥98	可随时取消	¥28/月

3个月超级会员 6800积分  3个月超级会员Pro 9800积分

¥54 (次季54元/季, 省30元)

立即支付 支付宝支付随机立减, 最高88元

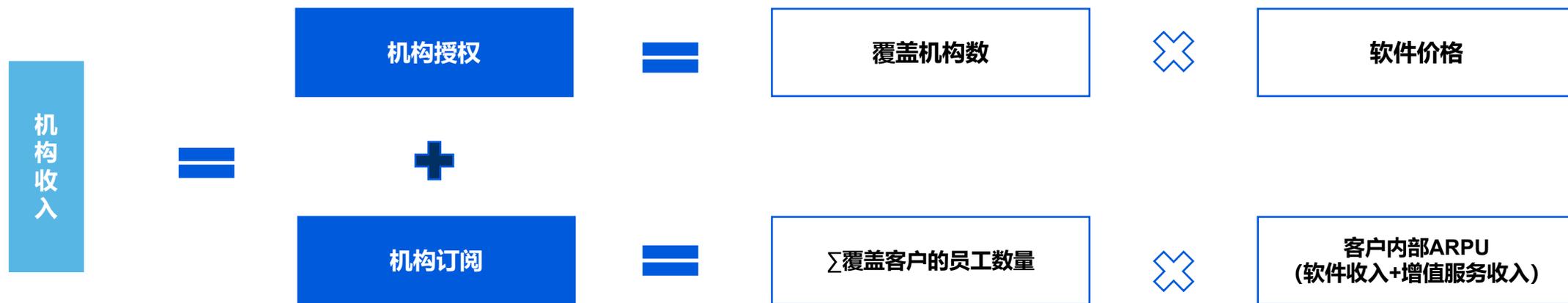
同意并接受《自动续费服务协议》《个人订阅服务协议》

## 五、B端：信创框定用户基数，订阅+AIGC创造提价空间

## 5.1 增长空间拆解：信创框定用户基数，平台化+AIGC创造提价空间

- **边际变化-商业模式：**订阅转型持续进行。相较于一次性的授权收入，订阅收入具体增量性、持续性、多次性的特征。从企业长期成长角度，机构业务从授权（标准化产品）向订阅（软件+增值服务）转型是必然结果。
- **边际变化-量：**信创2.0开启，保守估计用户基数超过5000万套。随着党政信创下沉和行业信创拓展，根据测算，我们预计信创2.0阶段用户基数有望超过5000万。此外，考虑公司产品在互联网等民企的推广，潜在用户规模更为可观。
- **边际变化-价：**平台化丰富产品服务供给+WPS AI价值创造，B端ARPU提升空间广阔。企业数字化转型需求下，增值服务的需求边界拓宽，ARPU从数量导向到功能和用户体验导向转变。

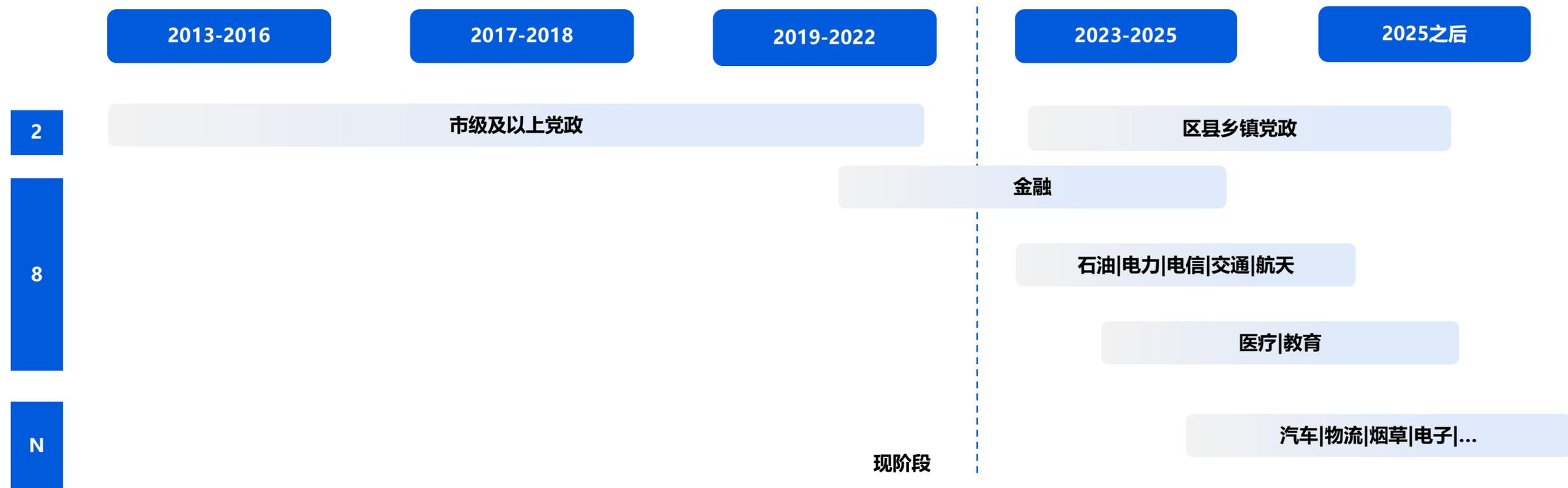
### 金山办公B端业务模式



## 5.2 量：信创2.0开启，用户基数接近1.0阶段的9倍

- 坚定自主可控长期趋势，区县+行业拓展的2.0阶段开启。根据国家战略：（1）信创分三步走（2+8+N）：首先在党政机构落地，其次扩展到金融、电信等8个国计民生行业，最后是其他行业。（2）组织属性方面：党政先行，央国企紧随其后。国资委2022年79号文新增信创进度量化要求，预计2027年央国企完成100%信创替代。
- 信创各环节中，办公软件国产化基础最好，预计2025年国央企的办公OA系统有望实现100%国产化(《央国企信创白皮书》)。当前进度：2020-2022年市级以上党政基本完成，进入区县下沉+行业拓展的2.0阶段。

图：信创“2+8+N”推进节奏



## 5.2 量：信创2.0开启，用户基数接近1.0阶段的9倍

- **用户基数：**中期（2023-2027年），党政信创下沉叠加八大重点行业加速落地，信创覆盖PC量/用户基数有望超5000万套，接近第一阶段的9倍。长期，AIGC+云协作趋势下，考虑公司产品在互联网等民企的推广，潜在用户规模更为可观。
- **测算假设：**（1）量：国央企数据来自《国有资产监督管理年鉴2021》，事业单位人数及PC保有量来自《2022-2023年中国信创生态及信创PC市场发展研究报告》，其余来自《中国统计年鉴2022》；（2）配置比例，麦肯锡《数字时代的中国》将行业数字化指数分为5级，我们假设最高级配80%、最低级20%，每增加一级PC配置比例提升15%；（3）假设其余国央企PC配置比例为50%；（4）教育、医疗等事业单位参考《2022-2023年中国信创生态及信创PC市场发展研究报告》测算。

表：信创2.0阶段用户基数测算

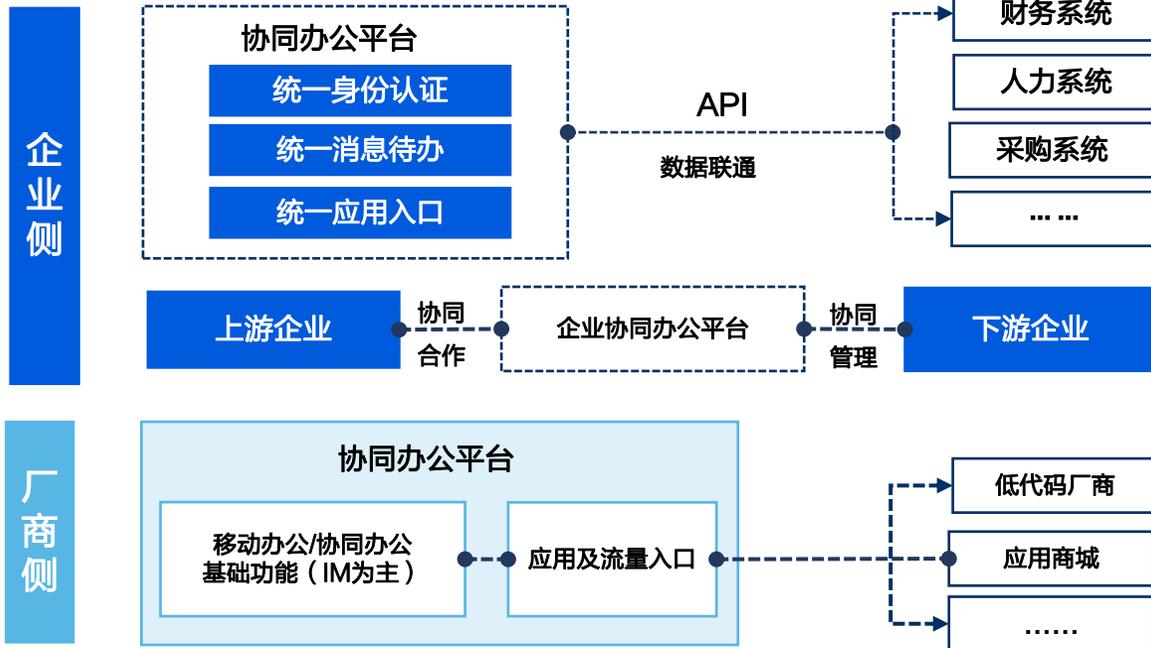
	行业	从业人员数量（万人）	配置比例（%）	PC保有量（万台）	合计（万台）
党政	2020-2022市级以上党政	667	90%	600	1721
	区县乡镇党政下沉	1319	85%	1121	
国央企	石油、石化	132.9	50%	66	1625
	电力	199.6	80%	160	
	电信	112.8	80%	90	
	交通运输	309.9	35%	108	
	其他国央企	2400	50%	1200	
金融行业	-	818	80%	654	654
事业单位	教育	1837	80%	1470	1813
	医疗	429	80%	343	
新阶段信创空间				5213	

## 5.3 价ARPU：丰富的产品服务支撑ARPU提升

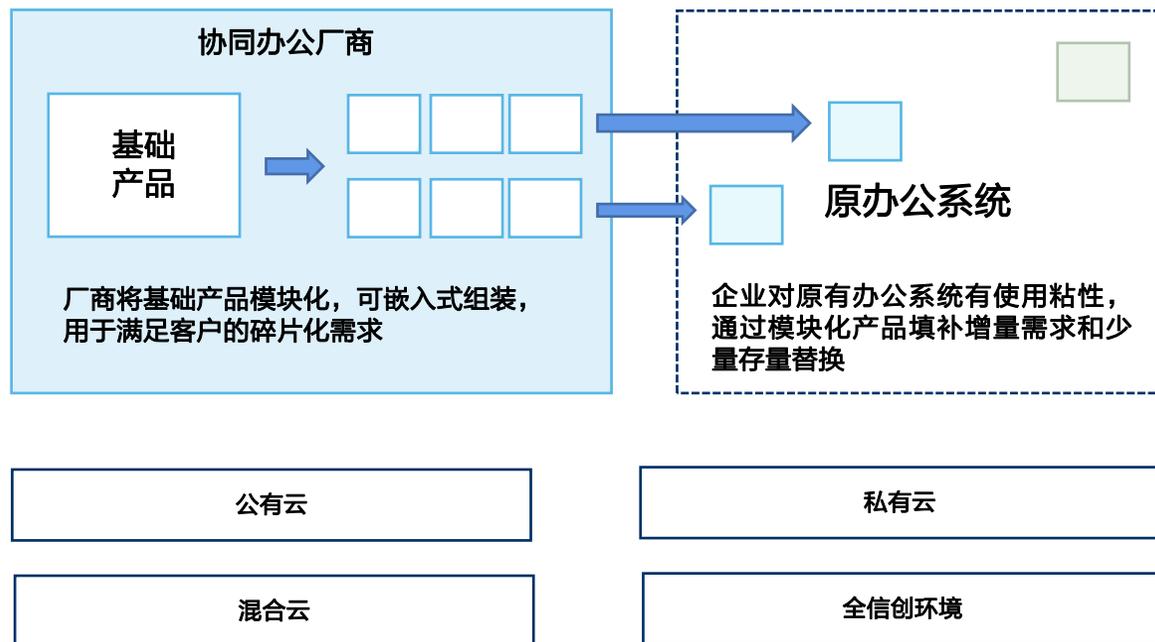
- 短期党政仍以授权为主，长期而言党政+行业均有望实现订阅转型。政企客户对云+协作和增值服务需求日益增长，用户由永久授权转按年订阅是大趋势。根据公司公告，2021年公司凭借文档中台的协作响应能力为云贵湘等地数字政府项目提供赋能服务。
- 数字办公平台：赋能范围从点到全流程，提升客户生命周期价值。公司2021年推出金山数字办公平台，通过二次开发接口将自身文档处理能力和协同能力，以中台接口的方式开放给企业用户，并匹配三种赋能场景和四种部署方式，方便企业将平台功能与自身OA系统深度融合。金山办公实现从部分到企业全生命周期流程的嵌入，提升机构打包ARPU。

### 平台化+强连接，从独立产品转为信息枢纽和流量入口

集成内部业务管理系统，信息协同



### 产品功能模块化，填补企业个性化需求孔隙



## 5.3 价ARPU：丰富的产品服务支撑ARPU提升

- **ARPU：丰富的增值服务带动ARPU增长。**根据招股说明书，金山办公客户内部ARPU差异较大，我们认为或由于客户对增值服务的配置差异。
- **公司通过丰富产品服务的供给，推动打包客单价增长。**根据公司2022年10月投关，同时购买双系统软件或单系统软件+文档中台，单个企业付费金额提升会在50%甚至100%以上。

图：金山办公部分B端合同价格测算

合同名称	客户名称	授权内容	服务期限	2019年员工人数	PC数量（台）	ARPU值（元/套/年）
计算机软件产品采购合同	中信银行股份有限公司	金山WPS Office专业增强版（含移动版WPS）及原厂服务	2017.12.18-2020.12.17	57045	45636	48
WPS云办公套装软件使用许可权购置合同	中兴通讯股份有限公司	向客户销售WPS云办公套装软件V2.5产品使用许可授权	2018.4.11-2023.4.10	70066	56053	39
招商银行IT软件产品采购合同	招商银行股份有限公司	WPS Office多平台版办公软件V10使用许可授权	2018.12.31-2021.12.30	84683	67746	39
金山WPS软件使用许可权购置合同	中国南方航空股份有限公司	WPS Office2016专业版办公软件V10.8使用许可授权及WPS云文档系统V2.5	2019.1.4-2023.1.3	103876	83101	28
WPS软件使用许可权购置合同	中国东方航空股份有限公司、中国东方航空集团有限公司	金山WPS Office2019专业增强版V11.8使用许可授权	2019.2.28-2022.2.27	81136	64909	27

## 5.3 价ARPU：丰富的产品服务支撑ARPU提升

- **WPS AI强大的价值创造能力，推动ARPU值跃迁。** WPS AI已接入金山办公全产品线，锚定AIGC（内容创作）、Copilot（智慧助手）、Insight（知识洞察）三个方向，打造一站式协作办公平台。根据公司投关，企业对AI功能需求旺盛，未来协作和AI有望成为B端业务的主要推动力。
- **提价幅度或超预期，打开AI应用价值天花板。** 7月18日，在经过600多家企业试点后，微软定价涨幅从40%提升至53%~240%，AI功能能够有效支撑ARPU的提升。考虑到微软对Copilot类产品定价的参考效应，我们预计WPS AI定价或超预期。

图：金山办公AIGC三大产品战略



## 六、投资建议和风险提示

## 6.1 盈利预测

- 金山办公是国产办公软件龙头，WPS AI开启用户内测叠加信创风口，我们认为公司发展将迎来量、价边际变化。基于此，我们预测公司2023-2025年营业收入分别为45.81/56.99/71.50亿元，分别同比+18%/+24%/+25%。分业务看：
  - （1）个人业务：量的方面，WPS AI有望加速流量转化。价的方面，会员体系升级+长周期引导+WPS AI，开启ARPU的新纪元。预计23-25年个人订阅业务营收分别为27.06/34.37/43.03亿元，同比+32%/+27%/+25%。
  - （2）机构业务：信创常态化下，我们预计信创2.0阶段用户基数有望超过5000万。预计23-25年机构授权营收分别为6.43/7.27/8.43亿元，同比-23%/+13%/+16%；机构订阅营收分别为9.86/13.52/18.38亿元，同比+43%/+37%/+36%。

图：金山办公盈利预测与拆分

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3,884.19	4580.84	5699.42	7150.42
YoY	18%	18%	24%	25%
其中：				
个人订阅业务营收	2050.13	2706	3437	4303
YoY	40%	32%	27%	25%
机构授权业务营收	835.62	643	727	843
YoY	-13%	-23%	13%	16%
机构订阅业务营收	691.99	986	1351.64	1838.23
YoY	55%	43%	37%	36%
广告业务营收	306.45	245.16	183.87	165.48
YoY	-24%	-20%	-25%	-10%

## 6.1 盈利预测

- **费用率：**考虑WPS AI的研发与算力成本，我们预期2023~2025年公司研发费用率为35.45%/34.52%/34.39%。同时，公司管理架构成熟，我们预计随着业务扩张，销售费用率与管理费用基本维持稳定。预期2023-2025年销售费用率21.50%/21.00%/20.95%，管理费用率10.89%/10.74%/10.69%。
- **归母净利润：**综上，预计公司2023-2025年归母净利润为12.44/17.43/22.36亿（同比+11.28%/+40.12%/+28.31%）。

图：公司费用率与归母净利润预测

	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率（%）	21.06%	21.50%	21.00%	20.95%
管理费用率（%）	10.09%	10.89%	10.74%	10.69%
研发费用率（%）	34.27%	35.45%	34.52%	34.39%
归母净利润（亿元）	11.18	12.44	17.43	22.36
yoy（%）	7.33%	11.28%	40.12%	28.31%

## 6.2 投资建议

- 金山办公是国产办公软件龙头，订阅制转顺利推进叠加后续WPS AI商业化推广，公司发展或将迎来量、价齐升。我们预计公司2023~2025年分别实现归母净利润为12.44/17.43/22.36亿元，同比+11.28%/+40.12%/+28.31%，EPS为2.69/3.77/4.84，对应PE分别为99.13/78.12/60.43X。维持“买入”评级。

图：可比公司估值对比

股票代码	股票名称	收盘价	EPS (元/股)				PE			归母净利润 CAGR
		1月3日	2022	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2022-2025E
300624.SZ	万兴科技	91.46	0.32	0.78	1.22	1.71	117.26	74.29	53.08	78.86%
600588.SH	用友网络	17.93	0.06	0.09	0.21	0.36	199.20	82.44	47.85	77.93%
688111.SH	金山办公	267.00	2.42	2.69	3.42	4.42	99.13	78.12	60.43	22.21%

- **宏观经济影响下游需求：**宏观经济环境下行将影响政府、行业客户对办公软件的采购需求。
- **信创推进速度不及预期：**公司机构授权业务主要驱动因素之一是信创政策持续落地，若信创产业推进不及预期，或导致公司相关订单增速下行。
- **单一产品风险：**公司主要产品为WPS Office，若相关产品的技术更迭不及预期，可能导致竞争优势下降。
- **AIGC应用落地不及预期：**未来AI技术迭代速度不及预期将影响其API输出和在行业领域应用。
- **市场竞争加剧：**国产办公软件领域市场广阔，或将促进更多的企业加入进行相关商业产品的研发，或导致行业竞争加剧，公司盈利能力下降。

# 金山办公盈利预测表

证券代码： 688111

股价： 267.00

投资评级： 买入(维持)

日期： 20240103

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	8208	6800	8786	11453	<b>营业收入</b>	<b>3885</b>	<b>4581</b>	<b>5699</b>	<b>7150</b>	<b>每股指标</b>				
应收款项	500	590	729	855	营业成本	583	704	830	1011	EPS	2.42	2.69	3.42	4.42
存货净额	1	1	1	2	营业税金及附加	35	46	57	71	BVPS	18.92	21.25	24.67	29.09
其他流动资产	1066	3163	3179	3198	销售费用	818	985	1217	1523	<b>估值</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>9775</b>	<b>10555</b>	<b>12695</b>	<b>15508</b>	管理费用	392	499	615	768	P/E	109.3	99.1	78.1	60.4
固定资产	82	120	162	206	财务费用	-13	-105	-70	-100	P/B	14.0	12.6	10.8	9.2
在建工程	121	121	121	121	其他费用/(-收入)	1331	1624	2019	2523	P/S	31.4	26.9	21.6	17.2
无形资产及其他	1635	2329	2410	2492	<b>营业利润</b>	<b>1197</b>	<b>1347</b>	<b>1707</b>	<b>2201</b>	<b>财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
长期股权投资	444	444	444	444	营业外净收支	2	-3	2	0	<b>盈利能力</b>				
<b>资产总计</b>	<b>12058</b>	<b>13570</b>	<b>15832</b>	<b>18770</b>	<b>利润总额</b>	<b>1198</b>	<b>1344</b>	<b>1709</b>	<b>2201</b>	ROE	13%	13%	14%	15%
短期借款	0	0	0	0	所得税费用	67	81	103	129	毛利率	85%	85%	85%	86%
应付款项	306	352	415	505	<b>净利润</b>	<b>1131</b>	<b>1264</b>	<b>1607</b>	<b>2071</b>	期间费率	31%	30%	31%	31%
预收帐款	0	0	0	0	少数股东损益	13	20	29	31	销售净利率	29%	27%	28%	29%
其他流动负债	2444	2705	3298	4073	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1118</b>	<b>1244</b>	<b>1578</b>	<b>2040</b>	<b>成长能力</b>				
<b>流动负债合计</b>	<b>2750</b>	<b>3057</b>	<b>3712</b>	<b>4579</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	收入增长率	18%	18%	24%	25%
长期借款及应付债券	0	0	1	1	<b>经营活动现金流</b>	<b>1603</b>	<b>-865</b>	<b>1731</b>	<b>2325</b>	利润增长率	7%	11%	27%	29%
其他长期负债	509	606	606	606	净利润	1118	1244	1578	2040	<b>营运能力</b>				
<b>长期负债合计</b>	<b>509</b>	<b>606</b>	<b>606</b>	<b>606</b>	少数股东损益	13	20	29	31	总资产周转率	0.35	0.36	0.39	0.41
<b>负债合计</b>	<b>3259</b>	<b>3663</b>	<b>4318</b>	<b>5185</b>	折旧摊销	130	-2	1	3	应收账款周转率	8.55	8.46	8.70	9.09
股本	461	462	462	462	公允价值变动	30	0	0	0	存货周转率	337.46	550.91	704.49	753.08
股东权益	8798	9907	11514	13585	营运资金变动	607	-1851	501	721	<b>偿债能力</b>				
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>12058</b>	<b>13570</b>	<b>15832</b>	<b>18770</b>	<b>投资活动现金流</b>	<b>4502</b>	<b>-1377</b>	<b>254</b>	<b>341</b>	资产负债率	27%	27%	27%	28%
					资本支出	-176	-63	-120	-129	流动比	3.55	3.45	3.42	3.39
					长期投资	4444	-930	0	0	速动比	3.18	2.43	2.57	2.70
					其他	233	-384	374	470					
					<b>筹资活动现金流</b>	<b>-354</b>	<b>-92</b>	<b>0</b>	<b>0</b>					
					债务融资	0	-39	1	0					
					权益融资	10	179	0	0					
					其它	-364	-231	0	0					
					<b>现金净增加额</b>	<b>5762</b>	<b>-2337</b>	<b>1986</b>	<b>2667</b>					

## 计算机小组介绍

## 分析师承诺

刘熹, 本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度, 独立, 客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

## 国海证券投资评级标准

### 行业投资评级

推荐: 行业基本面向好, 行业指数领先沪深300指数;  
中性: 行业基本面稳定, 行业指数跟随沪深300指数;  
回避: 行业基本面向淡, 行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入: 相对沪深300 指数涨幅20%以上;  
增持: 相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间;  
中性: 相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间;  
卖出: 相对沪深300 指数跌幅10%以上。

## 免责声明

本报告的风险等级定级为R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可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及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 计算机研究团队

# 心怀家国，洞悉四海



## 国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋  
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

## 国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银  
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

## 国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168  
号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597