

金山办公 (688111)

证券研究报告

2024年03月13日

全面拥抱 AI，金山正步入新一轮成长周期

金山办公全面拥抱 AI，明确 AIGC+Copilot+Insight 产品思路

大模型时代，WPS AI 开启办公软件新范式，未来 WPS 将在 AIGC、Copilot、Insight 三方面推动办公软件的变革，其中 AIGC 主要用于内容创作，Copilot 则是化繁为简，以智能助手的形式大幅度降低办公软件的使用门槛，Insight 则用于挖掘数据潜能，其基于 AI 对文档的理解，可以处理非结构化数据，提高知识再利用效率。金山除了调用大模型厂商的 API 外，还自研百亿参数大模型，在模型成本、特定场景推理等领域产生作用，为 AI 赋能办公奠定基础。

对比海外公司，我们看到 Office Copilot 等产品迎来商业化与积极的消费者反馈

研究海外的公司，我们看到 Office Copilot 与 Notion 已经开始了商业化，Office Copilot 从企业版客户开始推出 Copilot 功能，并给出了 30 美元/人/月的定价，从第一批用户的反馈看，Copilot 可提高用户生产力、工作效率和创造力，结论表明，Copilot 确实提高了效率和创造力，77%的早期用户在使用后不愿放弃，我们认为 Copilot 产品表现出了较强的用户粘性。同时 Notion 与 Google Workspace Duet AI 也逐步在办公软件中开始商业化。

WPS AI 有望给金山带来双订阅 ARPU 值的提升，从而带来较大的业绩弹性

对比海外的办公软件公司，核心产品 AI 提价幅度均超过至少 50%。全球主流办公类软件应用场景主要集中于文字编辑、PPT 生成、Excel 公式生成等场景。收费模式以订阅制为主，根据不同的套餐方案提供不同的功能并收取不同的费用。从已经为 AI 功能单独定价的公司看，微软、Google 和 Notion 等主流办公软件的 AI 提价幅度均超过 50%，上限都超过 100%。我们认为 WPS AI 有望与新会员体系一起，通过引导提升年度超级会员的比例与额外的 AI 功能的付费点，共同提升产品的 ARPU，从而带来业绩弹性。

投资建议：我们认为金山办公积极拥抱 AI 有望进入新一轮成长周期，在办公软件龙头的基础上，不断提升价值。参考 23 年的业绩快报，考虑到 B 端收入受到信创行业调整的影响，我们调整盈利预测，收入预测从 23-25 年的 52.41/70.63/93.33 亿元调整为 45.56/56.92/77.27 亿元，归母净利润由 23-25 年的 16.30/22.48/30.27 亿元调整为 13.19/16.31/22.51 亿元。同时我们选择科大讯飞、华大九天、万兴科技作为可比公司，给予到 2024 年利润的 112 倍 PE，同时结合 2024 年公司预测净利润，给予其目标市值 1827 亿元，对应股价为 395.61 元，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济恢复不及预期、AIGC 应用落地不及预期、市场竞争加剧、测算主观性风险

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,280.06	3,884.96	4,555.97	5,691.91	7,726.67
增长率(%)	45.07	18.44	17.27	24.93	35.75
EBITDA(百万元)	2,063.19	2,470.30	1,427.22	1,751.97	2,362.79
归属母公司净利润(百万元)	1,041.25	1,117.53	1,319.00	1,631.26	2,251.34
增长率(%)	18.57	7.33	18.03	23.67	38.01
EPS(元/股)	2.25	2.42	2.86	3.53	4.87
市盈率(P/E)	125.60	117.02	99.15	80.17	58.09
市净率(P/B)	16.94	14.99	13.35	11.99	10.51
市销率(P/S)	39.87	33.66	28.70	22.98	16.93
EV/EBITDA	54.70	45.57	83.99	67.22	48.36

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	计算机/软件开发
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	283.18 元
目标价格	395.61 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	461.82
流通 A 股股本(百万股)	461.82
A 股总市值(百万元)	130,777.41
流通 A 股市值(百万元)	130,777.41
每股净资产(元)	20.51
资产负债率(%)	25.76
一年内最高/最低(元)	530.50/198.50

作者

缪欣君	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080003	
miaoxinjun@tfzq.com	
刘鉴	联系人
liujianb@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《金山办公-年报点评报告:订阅提供持续动能，AI 有望打造下一个里程碑》2023-04-06
- 《金山办公-季报点评:C 端订阅与 B 端授权发力，三季度表现略超预期》2022-10-31
- 《金山办公-半年报点评:订阅高增，数字办公及信创助推未来加速》2022-08-25

内容目录

1. 全面拥抱 AI+办公软件，金山办公明确 AIGC+Copilot+Insight 三大 AI 产品方向	4
1.1. AIGC 内容创作，帮助用户轻松进行内容生成	4
1.2. Copilot 智慧助手，助力用户成为办公专家	5
1.3. Insight 知识洞察，深入挖掘数据价值	5
1.4. 自研百亿级参数大模型，跨越四大挑战，为 AI 赋能办公奠定夯实基础	6
2. 他山之石：Microsoft 365 Copilot 与 Notion AI 已初见商业化成果	8
2.1. Microsoft 365 Copilot 先行，构建 AI 办公新范式	8
2.2. 微软 Copilot 商业化范围逐步扩大，逐步由 B 到 C	11
2.3. 早期用户使用 Copilot 彰显较强产品粘性，提效省时构建产品价值	11
2.4. Google Workspace 推出 Duet AI，Gemini 大模型赋能团队协作	14
2.5. Notion 推出 AI 赋能协作办公，提升产品价值量	16
3. WPS AI 有望为金山带来双订阅 ARPU 值的快速提升	16
3.1. 海外 AI 办公类软件通过 AI 带来价值提升普遍超过 50%	17
3.2. WPS AI 的商业化有望给金山办公带来较大业绩弹性	17
4. 估值与投资建议	18
4.1. 收入与利润预测	18
4.2. 可比公司与估值分析	19
5. 风险提示	20

图表目录

图 1：WPS AI 明确“AIGC+Copilot+Insight”三大 AI 产品线	4
图 2：生成内容运营工作周报	4
图 3：用户选择模板并给出关键信息后，生成请假条	4
图 4：根据用户描述生成整份 PPT	5
图 5：根据 PPT 内容，每页 PPT 生成演讲备注	5
图 6：WPS AI 将用户的指令转化为公式	5
图 7：WPS AI 根据用户指令一秒修改 PPT 模版，配色、字体	5
图 8：WPS AI 可进行文档阅读，秒速提炼重点	6
图 9：WPS AI 基于 PDF 回答用户提问，并给出答案具体位置	6
图 10：文档库问答基于用户数据给出问题的总结回答、问答溯源	6
图 11：开放平台 API，将云文档问答集成到客户自己的业务系统	6
图 12：AI 应用落地五大要素	7
图 13：AI 网关架构	7
图 14：提示词平台	7
图 15：金山办公自研 7B 模型	7
图 16：金山办公自研 13B 模型	7
图 17：训推一体部署方案介绍	8

图 18: 合理部署异构 GPU 设备, 算力资源利用率最大化	8
图 19: 公司自研模型应用场景 1: 表格中实现执行自然语言指令	8
图 20: 公司自研模型应用场景 2: 执行文档搜索, 阅读理解	8
图 21: Copilot 重写文本并将文本转变为表格	9
图 22: Copilot 基于一份 GTM 文件回答 “受众是谁”	9
图 23: Copilot 根据用户指令生成建议公式列计算总价格	9
图 24: Copilot 基于图表数据生成各季度销售额折线图	9
图 25: Copilot 根据用户给的主题创建新 PPT	10
图 26: Copilot 将 PPT 分成几部分, 并对每部分添加标题页	10
图 27: Copilot 根据用户选择的对话邮件生成摘要	10
图 28: Copilot 给迟到者提供关于已进行会议部分的摘要	11
图 29: 微软的调查研究表明 77% 的用户表示在使用后不想放弃 Copilot	12
图 30: Copilot 可提高用户生产力、工作质量和创造力	13
图 31: 绝大多数会在免费午餐和 Copilot 中选择 Copilot	13
图 32: Copilot 在写作、总结会议、信息搜索上都能不同程度地提高生产力	13
图 33: Copilot for Sales 能为微软自己的销售团队增效	14
图 34: 人工智能能在哪些领域对财务人士进行赋能	14
图 35: Gemini 在 Gmail 中撰写电子邮件	14
图 36: Gemini 在 Google Sheets 中创建项目跟踪器	14
图 37: Gemini 在 Google Docs 中撰写客户提案	15
图 38: Gemini 在 Meet 中生成自定义背景	15
图 39: Workspace 中 Gemini 各套餐定价	15
图 40: Notion AI 总结纪要, 并以表格列式关键信息	16
图 41: Notion AI 模板库	16
图 42: Notion AI 定价	16
图 43: Notion 套餐定价	16
图 44: WPS 超级会员买 2 年送 2 个月 WPS AI	18
图 45: WPS 超级会员 Pro 买 2 年送 2 个月 WPS AI	18
表 1: 微软 Copilot 商业 SKU 阵容	9
表 2: MS 365 商业收费和 Copilot 带来的提价幅度	11
表 3: 海外主流 AI 办公产品的定价情况	17
表 4: WPS AI 和 Microsoft 365 Copilot 在不同办公软件的功能对比	18
表 5: 金山办公收入预测	19
表 6: 金山办公毛利率与费用率预测	19
表 7: 金山办公可比公司估值	20

1. 全面拥抱 AI+办公软件，金山办公明确 AIGC+Copilot+Insight 三大 AI 产品方向

大模型时代，WPS AI 开启办公软件新范式，三个层面推动产业变革。9月20日，公司在2023 技术开放日上宣布，基于大模型的智能办公助手 WPS AI 已接入全线产品。未来 WPS AI 将在 AIGC、Copilot、Insight 三方面推动办公软件的变革，AIGC 主要用于内容创作，Copilot 则是化繁为简，以智能助手的形式，大幅度降低办公软件的使用门槛，让每个用户都能成为办公专家，Insight 则用于挖掘数据潜能，其基于 AI 对文档的理解，可以处理非结构化数据，提高知识再利用效率。

图 1: WPS AI 明确 “AIGC+Copilot+Insight” 三大 AI 产品线

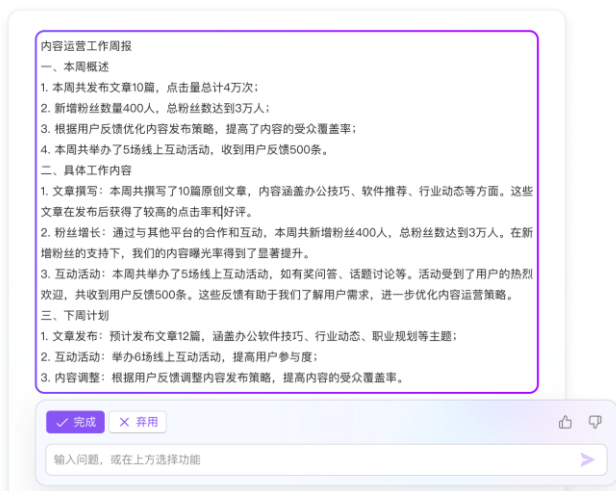


资料来源：金山办公官方视频号、天风证券研究所

1.1. AIGC 内容创作，帮助用户轻松进行内容生成

AIGC 借助大模型力量，帮助用户进行内容创作。在 WPS Word、WPS PPT 等 WPS 软件中，用户可以直接使用 AIGC 相关功能，具体功能包括：1) 在 WPS Word 中，AIGC 功能可以起草文章，例如活动策划、周报月报、公文等，还能在原有文章基础上进行续写、改写、润色，用户不需从头进行创作。AIGC 无需用模板可生成各种格式及内容，例如公文、请假条、论文等多种格式文档，皆可一键生成；2) 在 WPS PPT 中，AIGC 功能可以通过用户简单描述生成整份 PPT，只需告诉 WPS AI 主题和页数，自动生成大纲，点击即可一键生成完整 PPT，AIGC 还可以根据 PPT 内容生成演讲稿等。

图 2: 生成内容运营工作周报



资料来源：WPS AI 官网、天风证券研究所

图 3: 用户选择模板并给出关键信息后，生成请假条



资料来源：WPS AI 官网、天风证券研究所

图 4：根据用户描述生成整份 PPT



资料来源：WPS AI 官网、天风证券研究所

图 5：根据 PPT 内容，每页 PPT 生成演讲备注



资料来源：WPS AI 官网、天风证券研究所

1.2. Copilot 智慧助手，助力用户成为办公专家

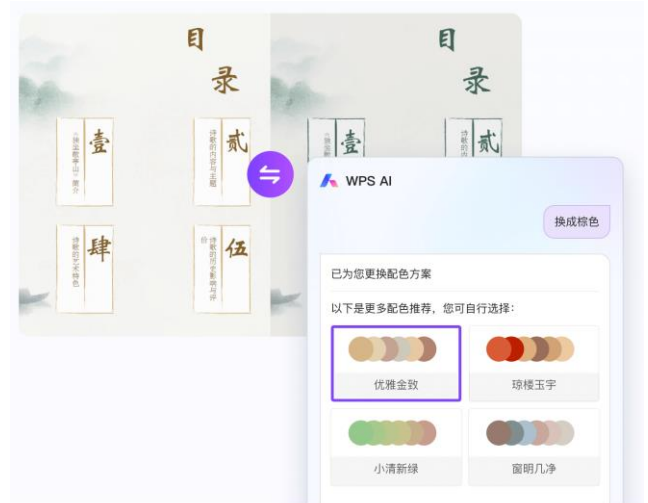
Copilot 通过自然语言交互，降低软件使用门槛，提高操作效率。因为办公软件需要满足多用户、多场景的需求，办公软件本身操作比较复杂，功能很多，规模很大，导致用户上手困难，计算机历史的二八原则表明，大部分用户只会使用 20% 的功能。借助 Copilot，用户只需要向 WPS AI 提出问题和指令，就能获得个性化的建议和帮助，无需投入前期的学习成本，具体来看，Copilot 的功能包括：1) 在 WPS 表格中，用户直接说出需要计算的内容，表格可以自动执行对应公式，用户还可以告诉 Copilot 想要的结果，让其进行快速标记，WPS AI 能在电商、营销、人事等日常场景中，帮用户快速提取信息、生成内容；2) 在 WPS PPT 中，只需发送一句指令，Copilot 就能自动为用户提供可一键切换的精美模版，配色、字体可实现一秒更换，大大提升排版效率等。我们预计未来公司会把 Copilot 应用到软件的方方面面。

图 6：WPS AI 将用户的指令转化为公式



资料来源：WPS AI 官网、天风证券研究所

图 7：WPS AI 根据用户指令一秒修改 PPT 模版，配色、字体



资料来源：WPS AI 官网、天风证券研究所

1.3. Insight 知识洞察，深入挖掘数据价值

挖掘非结构化数据，获取数据洞察，沿着知识再利用深入探索。企业中的数据分为结构化数据和非结构化数据，结构化数据存在于数据库中，非结构化数据大多存在于文档、聊天、邮件中，过去非结构化数据几乎不可重复利用，如今在大模型加持下，非结构化数据可以得到有效利用，但基于大模型直接做知识问答存在知识更新不及时、无法利用企业或个人的私有数据、存在大模型幻觉、无法对答案进行溯源等问题，公司采用 RAG (检索增强生

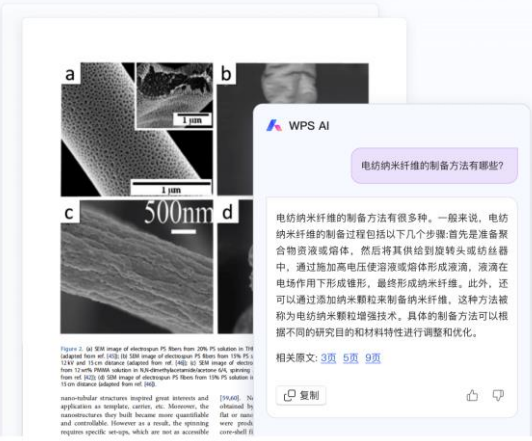
成) 技术, 通过结合信息检索和生成模型的方法, 在生成模型中间引入外部知识来提高结果的准确度、相关性和可信度。具体来看, 基于 RAG 技术的 WPS AI Insight 功能包括: 1) 在 WPS Word 中, 可以梳理会议纪要、查文献、对合同, 分析文本, 概括文章深意, 且可回答用户对文档细节的询问, 和 AIGC 不同, Insight 围绕用户私有数据进行计算, 相当于是用户私有的大模型; 2) 在 WPS PDF 中, 用户发起询问, Insight 可以快速概括论文、合同, 或简历等长文 PDF 文档, 信息获取更轻松, 用户还可以基于文档内容进行提问, WPS AI 会给出答案, 还能提示用了哪一页的内容, 点击即可跳转对应页面了解详情等。

图 8: WPS AI 可进行文档阅读, 秒速提炼重点



资料来源: WPS AI 官网、天风证券研究所

图 9: WPS AI 基于 PDF 回答用户提问, 并给出答案具体位置



资料来源: WPS AI 官网、天风证券研究所

WPS AI 知识问答助力构建企业数字资产的内容智能。用户会在公司云文档上存储大量文件类型的非结构化数据, 公司云文档知识库产品可以将这些非结构化的资产利用起来, 形成创作、阅读使用、再利用的闭环。传统的知识库在应对大规模复杂的知识库和知识管理方面存在一定的局限性, 例如构建知识库成本高、知识边界容易被互联网认识突破、认识搜索和应用效率低、无法多人协作和动态更新, 而公司文档库问答可以一键开启问答知识库, 构建成本低, 可通过大模型通识+私有数据扩充知识边界, 可基于 RAG 技术提升知识应用效率, 基于云文档实现动态更新和协作, 帮助企业构建数字资产闭环。另外, 公司还会做很多开放的 API, 可以将文档库问答的能力快速集成到其他业务系统里, 例如可以在金山协作里搭建客服机器人, 客服机器人可以绑定某个文档库, 并实现对对应问答能力。

图 10: 文档库问答基于用户数据给出问题的总结回答、问答溯源



资料来源: 金山办公官方视频号、天风证券研究所

图 11: 开放平台 API, 将云文档问答集成到客户自己的业务系统



资料来源: 金山办公官方视频号、天风证券研究所

1.4. 自研百亿级参数大模型, 跨越四大挑战, 为 AI 赋能办公奠定坚实基础

在办公场景下, 金山基于新的技术理念和方法, 重塑办公产品和服务。作为软件产品和服务公司, 金山不做通用人工智能, 更多的是利用人工智能技术完善产品服务客户。传统 AI 包含算力、数据、算法三大要素, 在办公软件领域, AI 落地还需要加入工程、场景应用两大要素, 针对工程、应用场景两大要素面临的挑战, 公司分别给出应对之策。

挑战一: 大模型的接入和调用缺乏统一标准。 公司会调用多家厂商的千亿级 AI 大模型, 但每家的 API 都有所不同, 公司通过自己做的 AI 网关, 将所有能接入的大模型厂商 API 通过接入层接入, 在接入层对登录认证方法、计费方法、审查日志、数据传输和交互、计

费方式和监控告警进行统一认证，使产品和业务开发人员调用各类大模型的方法基本一致，可专心开发产品，此外 AI 网关对内还提供开发和调试工具，例如 ChatHub，用户可以在 ChatHub 上同时体验业界的十几家大模型，并对比结果，以及 Prompt IDE 等。

图 12: AI 应用落地五大要素

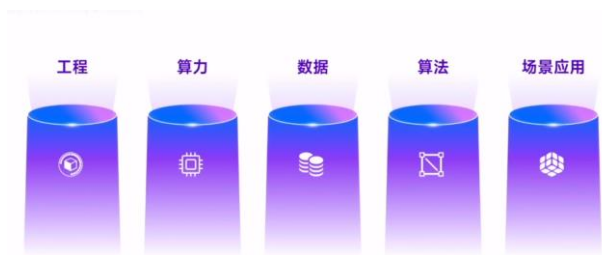


图 13: AI 网关架构



资料来源：金山办公官方视频号、天风证券研究所

资料来源：金山办公官方视频号、天风证券研究所

挑战二：非程序员出身人员如何快速低本地完成提示词调优。提示词应当由产品和运营人员来写，但产品和运营人员不具备专业代码能力，公司内部做了一个提示词平台，内嵌提示词调优工程能力，可适配差异化场景，让产品和运营人员可以根据需要调试出提示词，结合客户内容和进行调参后，输出结果。

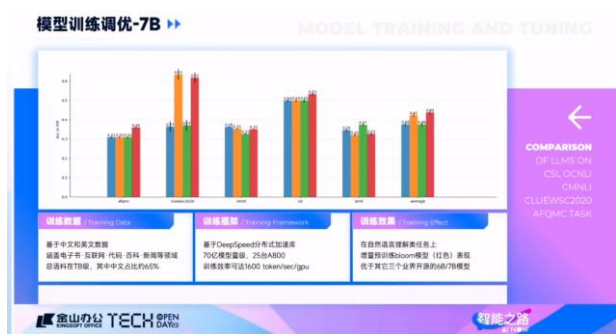
图 14: 提示词平台



资料来源：金山办公官方视频号、天风证券研究所

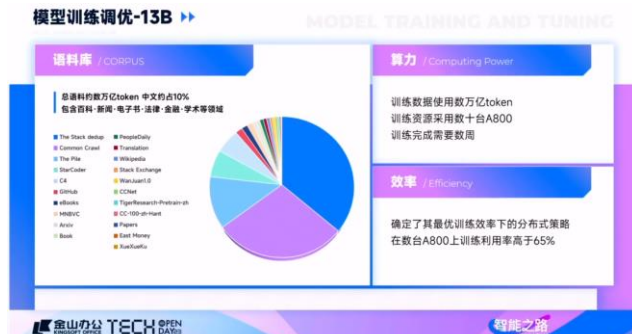
挑战三：基于大模型接入成本考虑，小众场景的需求如何满足。目前大模型仍然不够通用，且大模型的接入成本很高，小众场景的需求无法满足，因此，公司基于业界开源模型和基座模型训练了自己的小型模型，分别是 7B 和 13B 模型。7B 和 13B 模型训练和推理的速度快很多，公司可在其基础上训练满足个性化的业务细分场景需求。7B 模型和业界 6B、7B 的一些模型对比，效果差不多，训练效率可达 1600 token/秒，总语料达 TB 级，其中中文占比约 65%，13B 模型实现了在 A800 集群上 65%的资源占用率。

图 15: 金山办公自研 7B 模型



资料来源：金山办公官方视频号、天风证券研究所

图 16: 金山办公自研 13B 模型



资料来源：金山办公官方视频号、天风证券研究所

挑战四：70%的用户请求集中在白天的 8 小时内，闲置的算力资源如何有效利用。从公司统计数据看，大部分客户的工作发生在白天的 8 小时内，如果用推理资源部署模型，会有将近 80%的算力处于闲置状态，通过将训练和推理两项任务调度并行，白天给用户推理服务，闲置的时候通过任务调度和服务器的管理安排进行模型调优训练，算力资源能得到充分利用，这项技术目前仍在研发当中，暂未完全实现。

图 17：训推一体部署方案介绍



资料来源：金山办公官方视频号、天风证券研究所

图 18：合理部署异构 GPU 设备，算力资源利用率最大化



资料来源：金山办公官方视频号、天风证券研究所

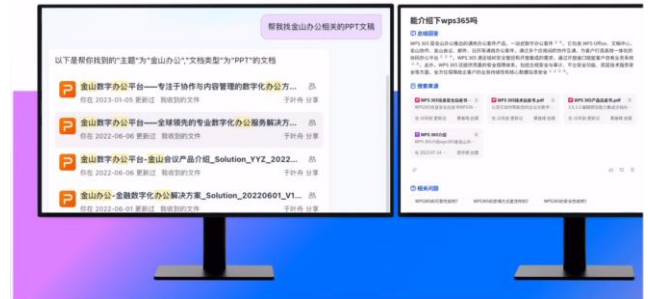
在特定业务场景，小模型的补充非常必要。在实现有 API 的接入、提示词调优、小模型训练、训练推理模型的部署等能力后，大部分任务可以通过调用业界合作伙伴的大模型完成，但在一些个性化的场景，需要小模型来迅速完成对应任务，例如：1) 在表格中识别表格范围、识别表格结构和生成公式。WPS 表格中公式有 500 多个，其中 80%不常用，互联网上的语料很少，只能公司自己去做小模型训练；2) 文档搜索，阅读理解等。一次搜索可能需要让模型处理几百上千份文档，如果用大模型，需要消耗非常大的算力，且速度非常慢，小模型更适合这类场景，且可以返回用户针对文档问题的答案。

图 19：公司自研模型应用场景 1：表格中实现执行自然语言指令



资料来源：金山办公官方视频号、天风证券研究所

图 20：公司自研模型应用场景 2：执行文档搜索，阅读理解



资料来源：金山办公官方视频号、天风证券研究所

2. 他山之石：Microsoft 365 Copilot 与 Notion AI 已初见商业化成果

2.1. Microsoft 365 Copilot 先行，构建 AI 办公新范式

Copilot 产品矩阵丰富，从操作系统到办公软件再到知识库全面赋能。微软 Copilot 主要集成在三方面产品上，分别是 Windows、Bing Chat Enterprise 和 Microsoft 365，具体来看：1) Windows 中的 Copilot 可以帮助用户从网络上获取答案和灵感，支持用户创造和协作，提供用户提问的问题答案，并可以根据用户的想法生成图像。目前，Windows Copilot 仍未向所有国家的用户开放；2) Bing Chat Enterprise 中的 Copilot 为企业组织提供 AI 支持的聊天功能，且具有商业数据保护，用户和业务数据会受到保护，Microsoft 无访问权限，不会泄露，Bing Chat Enterprise 包含在 Microsoft 365 E3 和 E5 中，也可单独向用户提供；3) Microsoft 365 中的 Copilot 可以在 Word、Excel、PowerPoint、Outlook、Teams 等办公软件中帮助用户提高工作效率，2024 年 1 月 15 日起，Microsoft 开始向个人用户提供 Copilot Pro。

表 1: 微软 Copilot 商业 SKU 阵容

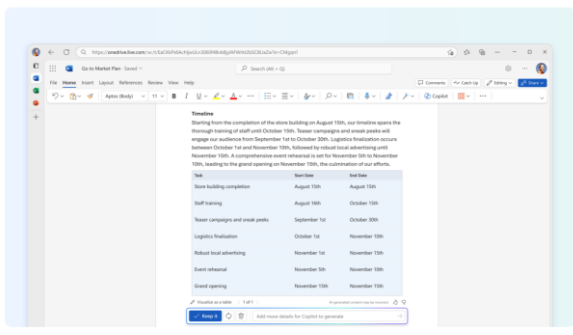
	Copilot in Windows	Bing Chat Enterprise	Microsoft 365 Copilot
Microsoft Copilot UX	✓	✓	✓
Bing Chat (LLM + Web)	✓	✓	✓
Commercial Data Protection		✓	✓
Microsoft 365 Enterprise Security, Privacy, and Compliance			✓
Microsoft 365 Chat			✓
Microsoft 365 Apps			✓

资料来源: 微软官网、天风证券研究所

Copilot 融入 Microsoft 365 全应用程序, 作为高效智能的 AI 办公助手解放白领双手。早在 2023 年 3 月, 微软就已经推出 Microsoft 365 Copilot, 通过梳理用户的整个数据领域(包括电子邮件、会议、聊天、文档等以及网络), 以帮助用户解决工作中的问题, Copilot 已集成到 Microsoft 365 应用程序 (Word、Excel、PowerPoint、Outlook、Teams 等) 中, 帮助用户释放创造力、提高工作效率并提升技能。此外微软推出了基于 Graph 的聊天的 Microsoft Copilot, 可快速汇总项目、会议、电子邮件和聊天等内容的摘要。

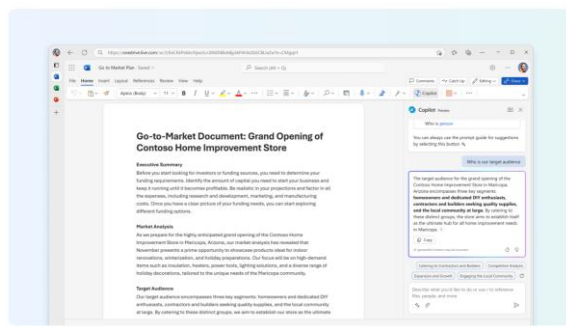
Copilot in Word: 可帮助用户进行文档创作、编辑, 并可基于文档内容回答问题。Word 中的 Copilot 可以帮助用户: 1) 进行文档创作, 编辑, Copilot 可以帮助用户创建初稿、演示文稿, 还能重写文章内容; 2) 讨论与文档相关的内容, 例如生成摘要, Copilot 可帮助用户总结文档内容, 或回答用户关于文档内容的问题。

图 21: Copilot 重写文本并将文本转变为表格



资料来源: 微软官网、天风证券研究所

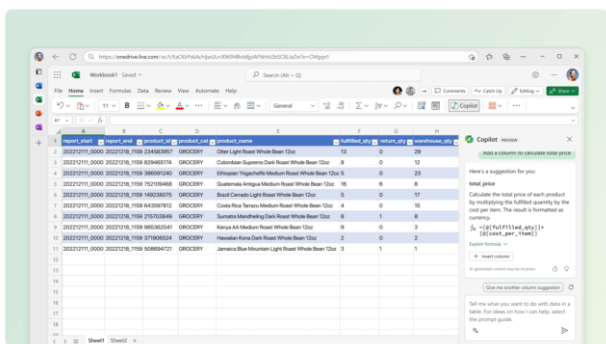
图 22: Copilot 基于一份 GTM 文件回答“受众是谁”



资料来源: 微软官网、天风证券研究所

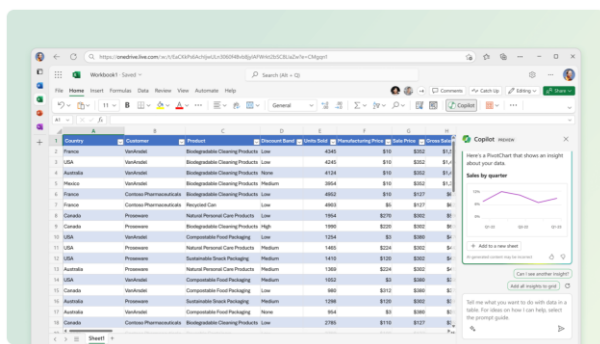
Copilot in Excel: 分析、理解和可视化用户的数据。Excel 中的 Copilot 可以帮助用户: 1) 生成公式新列, 通过自然语言交互, 用户可以新添加公式列或显示公式列的建议, Copilot 将提供公式建议以及每个公式如何工作的说明; 2) 编辑表格, 例如 Copilot 可以根据用户指令, 突出显示、排序和筛选表格; 3) 生成见解, Copilot 可以分析数据, 以图表、数据透视表对象、摘要、趋势或异常值的形式显示见解。

图 23: Copilot 根据用户指令生成建议公式列计算总价



资料来源: 微软官网、天风证券研究所

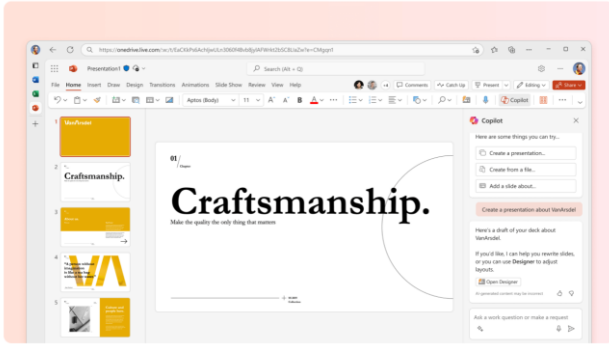
图 24: Copilot 基于图表数据生成各季度销售额折线图



资料来源: 微软官网、天风证券研究所

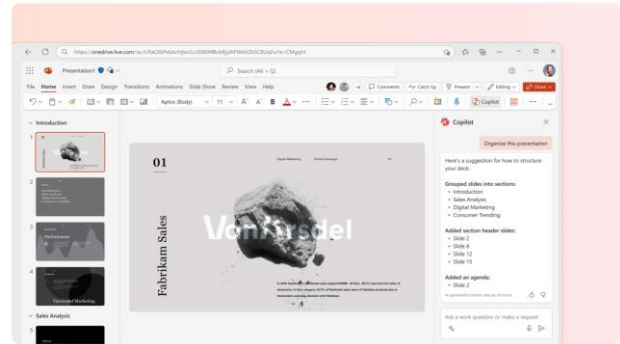
Copilot in PowerPoint: 通过自然语言将用户的灵感转化为专业演示。 PowerPoint 中的 Copilot 可以: 1) 创建 PPT, Copilot 可以根据用户需求创建新的 PPT, 或从用户已有的 word 文档和模板中创建 PPT; 2) 总结 PPT 内容, Copilot 可以通读较长的 PPT 并为用户提供分点摘要; 3) 组织 PPT, Copilot 可以将 PPT 分成许多部分, 各部分分别添加标题页。

图 25: Copilot 根据用户给的主题创建新 PPT



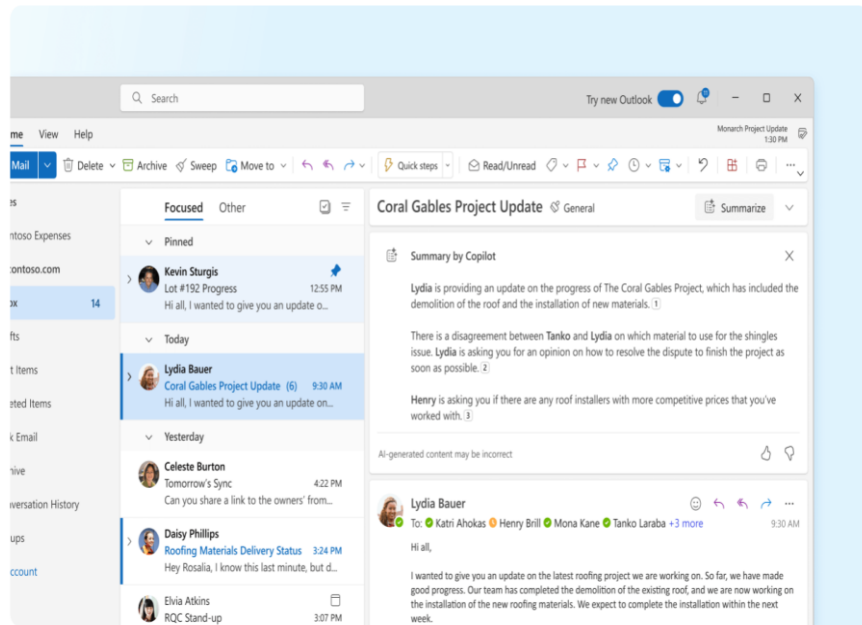
资料来源: 微软官网、天风证券研究所

图 26: Copilot 将 PPT 分成几部分, 并对每部分添加标题页



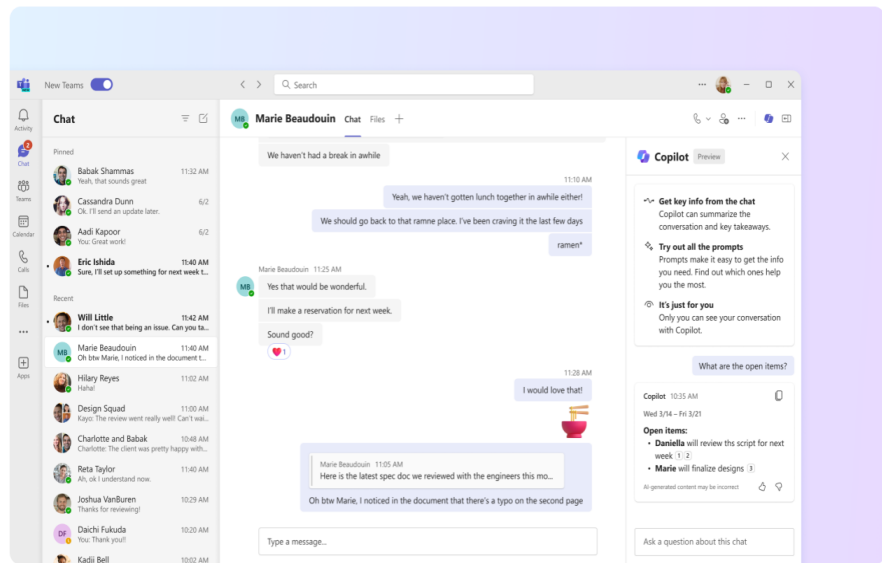
资料来源: 微软官网、天风证券研究所

图 27: Copilot 根据用户选择的对话邮件生成摘要



资料来源: 微软官网、天风证券研究所

图 28: Copilot 给迟到者提供关于已进行会议部分的摘要



资料来源：微软官网、天风证券研究所

Copilot in Outlook: 助力用户进行邮件编写、邮件总结。 Outlook 中的 Copilot 可以: 1) 根据用户提示快速起草电子邮件, 节省用户准备电子邮件的时间; 2) 总结邮件内容, 根据用户选择的邮件对话, 遍历内容查找关键点并创建摘要。

Copilot in Teams: 通过总结关键讨论要点并建议行动项目, 提高会议效率。 Teams 中的 Copilot 可以: 1) 在会议过程中, 实时总结关键点, 包括参会人员发言内容、一致或有分歧的内容等, 并给出建议行动项目; 2) 给迟到参会的人员同步已经进行会议部分的摘要信息; 3) 回答用户提出的关于会议的相关问题和请求, 例如: “我可以提出哪些推动会议的进展?”、“列出我们讨论的主要项目”等。

2.2. 微软 Copilot 商业化范围逐步扩大, 逐步由 B 到 C

Office Copilot 相关功能已经于 2023 年 11 月上线, 为公司营收增长贡献新动能。微软宣布自 2023 年 11 月 1 日起, Microsoft 365 Copilot 将以每位用户每月 30 美元的价格向企业客户 (Microsoft 365 E3、E5、商业标准版和商业高级版客户) 提供, 全年 360 美元。根据 Microsoft 官网价格, 目前 Microsoft 365 E3、E5、商业标准版和商业高级版的定价分别为 36、57、12.5、22 美金/月/用户, 涨价幅度为 52.6%至 240%, 超市场预期。公司在最新季度财报电话会中表示, Microsoft 365 订阅量持续增长, Microsoft 365 Copilot 的相关收入预计将随着时间的推移逐渐增长。

表 2: MS 365 商业收费和 Copilot 带来的提价幅度

产品名称	官网价格 (/月)	Copilot 价格 (/月)	提价幅度
MS 365 商业标准版	\$12.50	\$30.00	240%
MS 365 商业高级版	\$22.00	\$30.00	136%
MS E3	\$36.00	\$30.00	83%
MS E5	\$57.00	\$30.00	53%

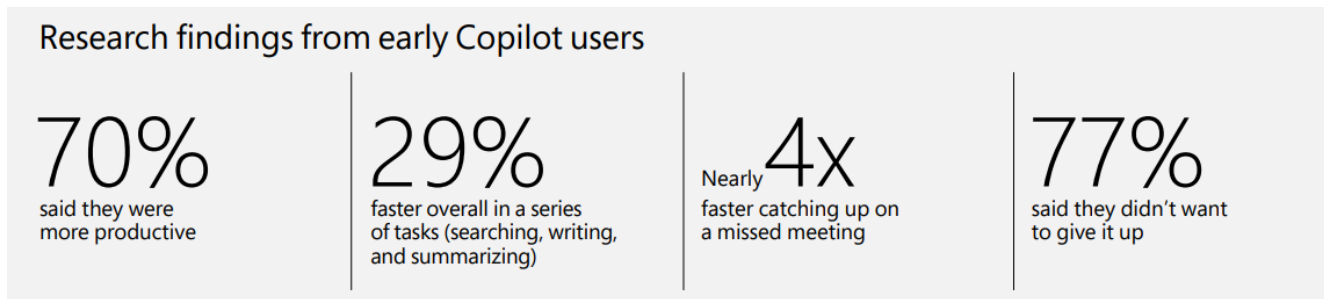
资料来源：微软官网、天风证券研究所整理

由 B 及 C, Microsoft 365 Copilot 覆盖面在海外持续扩大。 Microsoft 365 的 Copilot 功能将从 2023 年 12 月 1 日起, 从 E3/E5 企业版逐步扩散至 F3 和 A3 和 A5 (教育版), 从 B 端开始向 C 端推广。同时微软自 2023 年 12 月 1 日开始面向中国大陆企业和教育机构推出 Web AI 聊天功能 Copilot

2.3. 早期用户使用 Copilot 彰显较强产品粘性, 提效省时构建产品价值

微软公布了针对早期 Copilot 的定性研究，研究表明 Copilot 可提高用户生产力、工作效率和创造力。微软在 Microsoft 365 抢先体验计划中对 297 名用户进行了调查，以了解他们在会议、起草文档等场景中如何使用 Copilot，结论表明，Copilot 确实提高了效率和创造力，77%的早期用户在使用后不愿放弃，我们认为 Copilot 产品表现出了较强的用户粘性。

图 29：微软的调查研究表明 77%的用户表示在使用后不想放弃 Copilot



Key findings: We conducted research using a combination of surveys and experiments to deeply understand how Copilot is transforming work.

1. Perceived productivity gains:

- 71% said they saved time on mundane tasks.
- 68% said Copilot improved the quality of their work.
- 86% said Copilot made it easier to catch up on what they missed.

2. Impact on meetings, email, and writing:

- Copilot users were 29% faster doing a series of three tasks.
- A blind panel rated emails written with Copilot 18% more clear and 19% more concise.
- Copilot users were 27% faster when pulling together information from multiple sources.

3. Role-specific pain points and opportunities:

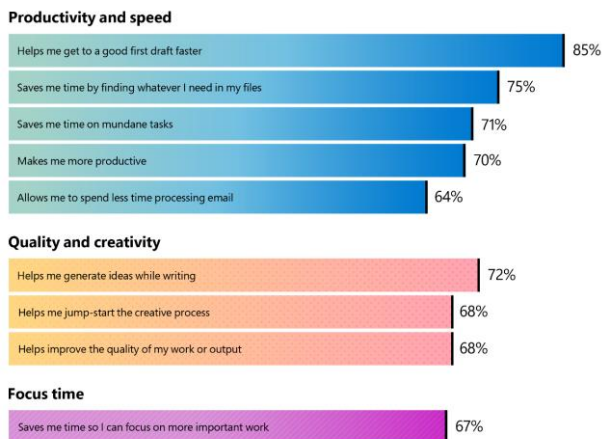
- On average, Copilot for Sales users reported saving 90 minutes a week.
- Agents with Copilot had a 12% reduction in time spent resolving a case with Copilot in Dynamics 365 Customer Service.

资料来源：微软官网、天风证券研究所

Copilot 的用户工作效率更高。70%的 Copilot 用户表示他们的工作效率更高，73%的人表示他们可以更快地完成任务，64%的人表示 Copilot 帮助他们减少了处理电子邮件的时间，85%的受访者表示 Copilot 可以帮助他们更快地获得良好的初稿，87% 的受访者表示 Copilot 使开始起草初稿变得更加容易，86%的受访者表示 Copilot 可以让他们更轻松地弥补错过的事情，84%的受访者表示 Copilot 可以让会议结束后更轻松地采取行动，75%的受访者表示 Copilot 可在文件中查找所需内容，从而节省时间，71%的人表示他们在日常任务上节省了时间。

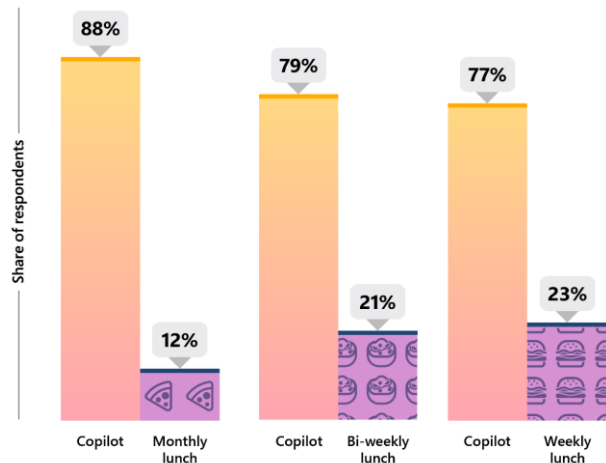
Copilot 对员工具有显著价值，用户粘性较强，产品价格占带来的效率提升价值比重较小。77%的受访者表示一旦使用了 Copilot，他们就不想在没有 Copilot 的情况下继续工作。大多数人还表示，他们宁愿每月（88%）、每两周（79%）或每周（77%）使用 Copilot，也不愿在工作中享用免费午餐。67%的人表示 Copilot 节省了工作时间。平均而言，用户每天节省 14 分钟的时间，即每周约 1.2 小时，一年约 60 小时，根据 2023 年 8 月美国劳工统计局的数据，私人非农企业员工的平均时薪为 33.82 美元，按此数据计算，一年给用户带来约 2029 美金的价值，Copilot 定价 30 美金一个月，一年 Microsoft Copilot 支出占给用户带来价值的比重仅约 17.7%。

图 30: Copilot 可提高用户生产力、工作质量和创造力



资料来源: 微软官网、天风证券研究所

图 31: 绝大多数会在免费午餐和 Copilot 中选择 Copilot



资料来源: 微软官网、天风证券研究所

定量研究表明, Copilot 主要在会议、电子邮件、搜索信息和写作上提升了生产力。通过知识工作者用户一天工作内容、会议总结、电子邮件有效性、搜索信息四方面进行分组研究, 一组使用 Copilot 完成工作, 另一组不使用, 可以发现: 1) 研究 1, 模拟研究知识工作者一天生活中, 通过进行跨多个来源搜索信息、总结会议记录以及撰写博客文章任务, 使用 Copilot 的组能更快完成任务, 同时保持质量和准确性, 用户在所有三项任务中的速度提高了 29%, 85% 的用户表示 Copilot 减少了完成任务的工作量; 2) 研究 2, 总结会议纪要中, 使用 Copilot 的用户总结会议纪要的速度比不使用者快了近 4 倍; 3) 研究 3, 电子邮件有效性中, 使用 Copilot 编写的电子邮件清晰度提高了 18%, 简洁度提高 19%; 4) 研究 4, 搜索信息中, 使用 Copilot 的用户工作完成速度比不使用的用户速度提高 27%。

图 32: Copilot 在写作、总结会议、信息搜索上都能不同程度地提高生产力



资料来源: 微软官网、天风证券研究所

Copilot 还可解决特定角色的痛点, 包括销售、安全分析师、财务等岗位人员都可提高工作效率。Copilot 具有能在各个职能部门大规模推行的潜力, 微软通过对 Copilot for Sales 的 133 名微软的销售人员进行调查, 用户报告平均每周节省 90 分钟, 83% 的受访者表示 Copilot for Sales 可以提高他们的工作效率, 79% 的人表示 Copilot for Sales 减少了他们必须做的行政工作量, 73% 的人表示他们可以更轻松地完成工作。在安全领域, 通过对受访安全分析师分组实验, 结果表示, Copilot 用户在所有任务中的准确度提高了 44%, 速度提高了 26%, 86% 的受访者表示 Copilot for Security 帮助他们提高了工作质量, 83% 的受访者表示 Copilot 减少了完成任务所需的工作量。通过进行全球调查, 微软还发现人工智能能提高销售、客户服务、财务人士的绩效, 未来 Copilot 能完成更多交易, 解决更多客户服务案例, 让更多客户满意, 最终提高利润。

图 33: Copilot for Sales 能为微软自己的销售团队增效



资料来源: 微软官网、天风证券研究所

图 34: 人工智能能在哪些领域对财务人士进行赋能

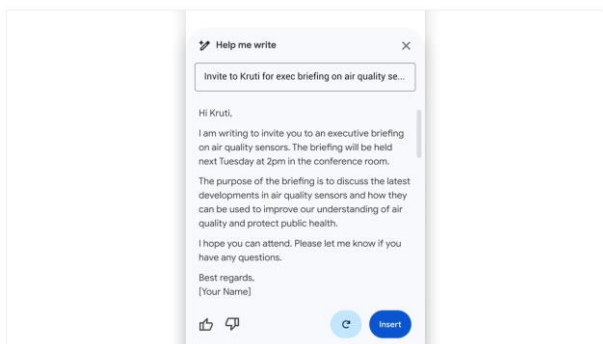


资料来源: 微软官网、天风证券研究所

2.4. Google Workspace 推出 Duet AI, Gemini 大模型赋能团队协作

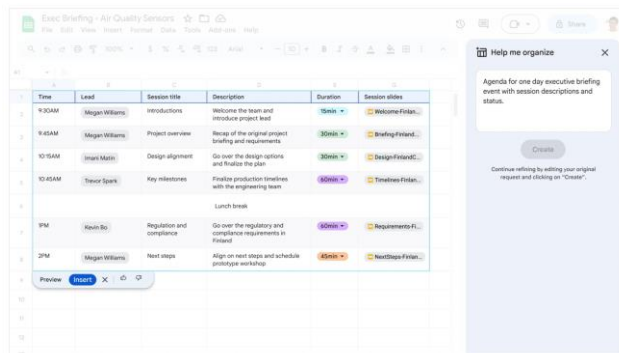
Gemini 助力 Workspace 实现团队内的沟通联络、内容创作和协同办公。Google 于 2023 年 8 月 30 日推出适用于 Google Workspace 的 Duet AI, 帮助企业团队实现智能实时协作, 减轻日常工作的负担, 目前 Gemini 模型已经代替 Duet AI 加入 Google Workspace。在 Workspace 中, Gemini 的功能包括: 1) 在 Google Docs 中, 可以帮助用户起草 blog 或者项目计划, 使用“校对”功能检查语法和拼写; 2) 在 Gmail 中, 根据产品公告撰写电子邮件, 重写现有的文档或电子邮件, 使其更详细或更简洁; 3) 在 Google Sheets 中, 可帮助用户整理项目或活动, 例如任务跟踪或会议议程等; 4) 在 Google Slides 中, 可根据用户描述创建自定义图片, 创建自定义视觉效果; 5) 在 Google Meet 中, 创建自定义背景图片, 使用摄影棚效果, 使用实时翻译字幕功能。截止 Google 2023 财年 Q4, 已有数千家公司和超过 100 万名值得信赖的测试人员使用 Duet AI, Duet AI 目前正在帮助 PayPal、德意志银行提高开发人员生产力, 帮助 Aritzia、Gymshark 等零售商更快地获取业务成果。

图 35: Gemini 在 Gmail 中撰写电子邮件



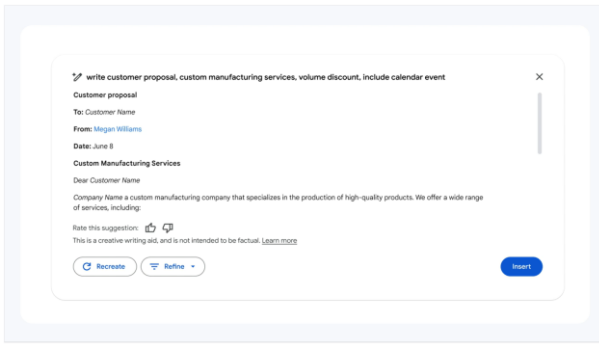
资料来源: Workspace 官网、天风证券研究所

图 36: Gemini 在 Google Sheets 中创建项目跟踪器



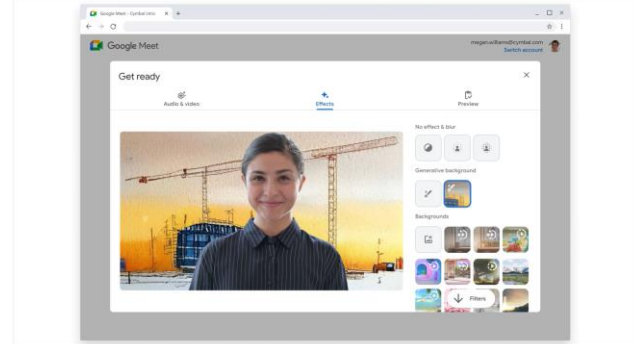
资料来源: Workspace 官网、天风证券研究所

图 37: Gemini 在 Google Docs 中撰写客户提案



资料来源: Workspace 官网、天风证券研究所

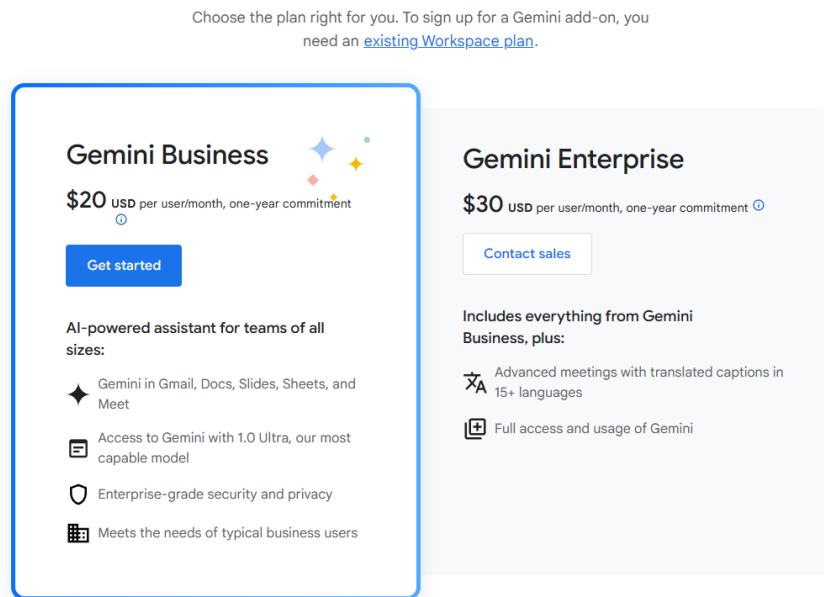
图 38: Gemini 在 Meet 中生成自定义背景



资料来源: Workspace 官网、天风证券研究所

Gemini 有望为 Workspace 带来高价值量提升。目前 Gemini 已经推出定价, Gemini Business 定价 20 美元/月, Gemini 1.0 Ultra 将为 Gmail、Docs、Slides、Sheets 和 Meet 提供支持, Gemini Enterprise 版本定价 30 美元/月, 额外增加了会议时支持超过 15 种语言的翻译字幕和 Gemini 使用权限。考虑到 Workspace 基础套餐 Business Starter/Standard/Plus 定价分别为每用户 6/12/18 美元/月, 若采用 Gemini Business 套餐, 带来的提价幅度分别为 333%/167%/111%。

图 39: Workspace 中 Gemini 各套餐定价



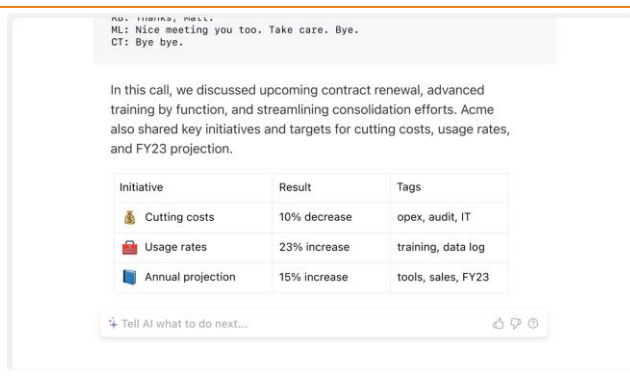
资料来源: Workspace 官网、天风证券研究所

Gemini 展现出一流的复杂推理能力, Ultra 版本在文本处理基准测试优于 GPT4。根据 Google 的测试, 在综合知识 (法律、生物和历史等) 方面, Gemini Ultra 的 MMLU 指标达到 90.04%, 超过人类专家的 89.8%, 是首个超越人类的模型。在数学领域, Gemini Ultra 的 GSM8K 指标为 94.4%, 以往最高水平为 GPT-4 的 92.0%。在更加复杂的数学领域中, Gemini Ultra 的 MATH 指标 (中学竞赛水平) 得分为 53.2%, 同样高于同期其他模型。在编程和复杂推理方面, 编程模型 AlphaCode 2 基于 Gemini Pro, 实现了在潜在程序空间大规模搜索。通过定制的过滤、聚类和排序机制, Gemini Pro 可以既生成候选代码, 又产生奖励模型——用于选择出最合适的代码。与过去的 AlphaCode 相比, AlphaCode 2 解决 Codeforces 分部中竞赛问题的数量, 从原来的 25%, 提高到了 43%, 超过了 85% 的参赛者。此外, 在机器翻译、多语言能力、长文本处理和人类偏好评估方面, Gemini 同样展现了先进的性能。随后 Gemini 1.5 引入 MoE, 最新的 1.5 pro 以更少计算量比肩 1.0 Ultra。

2.5. Notion 推出 AI 赋能协作办公，提升产品价值量

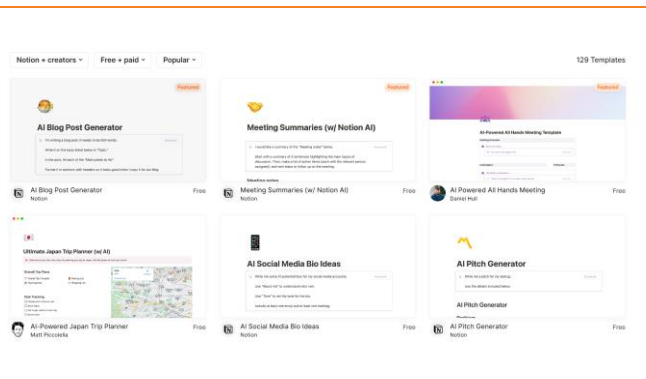
Notion AI 着重写作领域，提高用户工作效率。海外生产力工具巨头 Notion 推出 AI 产品 Notion AI，赋能办公领域用户，Notion AI 着重于文本任务领域，具体功能包括：1) 通过问答获取答案，例如基于 Wiki、项目和文档中的信息，通过问答获取想要的答案；2) 提高用户写作水平，例如可以生成初稿，以不同语气重写文案，用不同语言写作；3) 将数据库转化为可行的见解，例如可以分析会议记录以生成后续步骤，一次性生成涵盖数百个项目的 TL、DR，查看销售电话、研究会议等的要点。Notion AI 可以确保用户数据的私密性，不会使用用户的数据进行模型训练，数据在传输过程中会进行安全加密，对用户进行权限分配，可以精确地指定谁可以做什么等。此外，Notion AI 还提供了 AI 模板库，目前一共有 137 个模板，用户可以使用 AI 模板提高工作效率，模板包括：AI 博客生成器、会议总结、AI 视频脚本生成器、AI 头脑风暴思维导图、AI 提示库、AI 工具数据库等。Notion AI 的底层大模型是 Anthropic 推出的 Claude，Claude 的创意写作和总结功能赋能 Notion AI，提高客户工作效率和写作技能。

图 40：Notion AI 总结纪要，并以表格列式关键信息



资料来源：Notion AI 官网、天风证券研究所

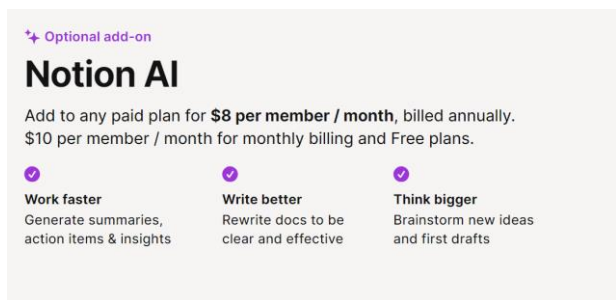
图 41：Notion AI 模板库



资料来源：Notion AI 官网、天风证券研究所

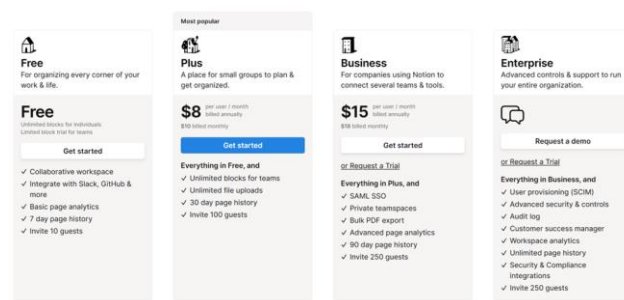
Notion AI 有望为 Notion 带来收入的快速提升。Notion 基础软件分为：1) 免费版；2) Plus 版，按月付费每用户 10 美元/月，按年付费每用户 8 美元/月；3) Business 版，按月付费每用户 18 美元/月，按年付费每用户 15 美元/月；4) Enterprise 版。Notion AI 作为附加组件，可以添加到 Notion 不同套餐中，如按月付费，Notion AI 定价为 10 美元/用户每月，如按年付费，定价为 8 美元/用户每月，2023 年 3 月份有消息称 AI 功能为 Notion 额外带来 1000-3000 万美元的 ARR 年度收入，4 月份，Notion 对外宣传 Notion AI 用户突破 400 万。假设 400 万 notion AI 用户采取 8 美金/月的年付费套餐，保守估计全年能带来接近 4 亿美元的 ARR，Notion AI 未来有望为 Notion 带来收入的快速提升。

图 42：Notion AI 定价



资料来源：Notion 官网、天风证券研究所

图 43：Notion 套餐定价



资料来源：Notion 官网、天风证券研究所

3. WPS AI 有望为金山带来双订阅 ARPU 值的快速提升

3.1. 海外 AI 办公类软件通过 AI 带来价值提升普遍超过 50%

AI 和办公场景较为适配，海外 AI 办公类软件需求旺盛，核心产品 AI 提价幅度均超过至少 50%。全球主流办公类软件应用场景主要集中于文字编辑、PPT 生成，另外还有 Excel 公式生成等场景。收费模式以订阅制为主，为用户提供不同的套餐方案，根据不同的套餐方案提供不同的功能并收取不同的费用。总体来看，办公软件年费范围在 100-200 美元价格带，从已经为 AI 功能单独定价的公司看，微软、Google 和 Notion 等主流办公软件的 AI 提价幅度均超过 50%，上限都超过 100%。

表 3：海外主流 AI 办公产品的定价情况

产品名称	产品功能	产品收费模式	AI 提价幅度
Microsoft Copilot	Word/Excel/PPT 等产品的助手	订阅制，Copilot 作为附加组件可添加到 Microsoft 365 E5、E3、商业标准版和商业高级版套餐中，单独付费 Microsoft E5/E3/商业标准版/商业高级版月费分别为： 57/36/22/12.5 美元/人 Copilot 月费为：30 美元/人	53%-240%
Google Workspace Duet AI	为 Gmail、Docs、Slides、Sheets 和 Meet 提供支持	订阅制，Duet AI 作为附加组件可添加到 Workspace Business Starter/Standard/Plus 套餐中单独收费 Workspace Business Starter/Standard/Plus 基础套餐月费分别为 6/12/18 美元/人 Gemini Business 定价 20 美元/月，Gemini Enterprise 版本定价 30 美元/月	若按 Gemini Enterprise 计算，提价幅度为 111%-333%
Notion AI	Q&A/Autofill/Writer	订阅制，Notion AI 作为附加组件可添加到 Notion 各产品套餐中，单独付费 Notion AI 月费：10\$/人 Notion AI 年费：96\$/人	若按年付费，相较于 Plus 版提价 100%
Jambot	将 Chatgpt 带到画板	Jambot 作为 AI 产品 FigJam AI 的一部分，仍处于开放测试阶段	—
Grammarly	写作生成	AI 功能未单独定价，而是在 Grammarly 的订阅费中包含了生成式 AI 的价格，并对每月用量有限制 Grammarly 年费：1) 免费版；2) 高级版 144\$/人；3) 企业版 180\$/人	—
Gamma	基于 AI 驱动的 PPT 生成工具	Gamma 月费：1) 免费版；2) Plus 版 10\$/人；3) 专业版 20\$/人 Gamma 年费：1) 免费版；2) Plus 版 96\$/人；3) 专业版 180\$/人	—
Tome	AI PPT 生成、通过 AI 完成 PPT 调整	AI 功能目前未定价 Tome 年费：1) 免费版：500 个 AI tokens；2) 专业版 16\$/人	—
GPTEXCEL	Excel 公式生成	AI 功能目前未定价 GPTEXCEL 月费：7\$/人 GPTEXCEL 年费：63\$/人	—

资料来源：各公司官网，天风证券研究所

备注：价格统计时间截止至 2024 年 3 月 8 日，仅供参考

3.2. WPS AI 的商业化有望给金山办公带来较大业绩弹性

参照微软早期的用户反馈，我们认为大语言模型作用在办公软件上能够较好提升用户的效率，且使用后粘性较强，因此未来有望在提升付费率和 ARPU 值上有较大的市场机会。从

产品矩阵上来看，我们认为，WPS AI 和 Microsoft 365 Copilot 在所应用的软件功能类似，且功能更全，随着产品功能逐渐上线，WPS AI 有望逐步提高公司订阅类业务收入。

若将提价简单分为隐性提价和显性提价，隐性提价即包含在高级别会员套餐里，希望提升高等级会员的比例，显性提价则直接为 AI 功能设定单独价格。从当前 WPS 超级会员的价格表中可以看到，购买 2 年（2 年送 8 个月）的 WPS 超级会员或者超级会员 Pro，公司会赠送 2 个月的 WPS AI，若购买 13 个月（1 年送 1 个月），则会赠送 WPS AI 会员 1 个月，我们猜测公司有可能会采取显性定价与隐性定价相结合的方式，早期有可能会将 WPS AI 功能附赠在超级会员体系，提升年度超级会员的比例，未来再逐步增加 AI 功能的付费点。

表 4: WPS AI 和 Microsoft 365 Copilot 在不同办公软件的功能对比

	WPS AI	Microsoft 365 Copilot
Word	创作、续写、文风切换、多文档内容总结	创作、问答、生成摘要
Excel/表格	生成公式、内容查找和标记、数据处理、根据内容和模板生产表格	生成公式、编辑和可视化数据、生成见解
PPT/演示	生成 PPT、美化排版、生成演讲稿、获取图文资料	生成 PPT、总结 PPT
PDF	长文概括分析、问答、外文翻译与提炼	—

资料来源：WPS AI 官网、微软官网、天风证券研究所整理

图 44: WPS 超级会员买 2 年送 2 个月 WPS AI



资料来源：WPS 客户端、天风证券研究所

图 45: WPS 超级会员 Pro 买 2 年送 2 个月 WPS AI



资料来源：WPS 客户端、天风证券研究所

参考上文微软 Microsoft Copilot 定价与美国劳动力价格的比例，我们假设 WPS AI 与 Copilot 一样，帮助用户节省了每周约 1.2 小时，一年约 60 小时，根据《2023 中国蓝领群体就业研究报告》的数据，按照 2023 年白领平均月入 8388 元来计算，WPS AI 能为消费者带来的时间节约的价值超过 2000 元。参考当前的 C 端用户客单价，2022 年年报中提到，截止 12 月 31 日，过去 12 个月的累计付费会员数 2997 万，考虑到 2022 年个人订阅收入 20.5 亿元，ARPU 值仅 68.4 元，我们假设 WPS AI 的产品价格为 100 元，由于 WPS AI 能为消费者带来较多的价值提升，若 WPS AI 的付费率为 20%，则 AI 带来的 ARPU 值提升为 20 元，提升占比为 22.6%，因此我们认为 WPS AI 有望为消费者带来较大的效率提升，同时有望通过提升 ARPU 带来个人订阅收入增速的快速提升。

4. 估值与投资建议

4.1. 收入与利润预测

我们认为 WPS AI 有望通过 AI 提效产品带动个人会员体系变化和 B 端价值量提升，叠加信创机遇，有望为公司带来量、价边际变化。根据公司的收入拆分，我们预测公司 2023-2025 年营业收入分别为 45.56/56.92/77.27 亿元，分别同比+17%/+25%/+36%。分业务看：

(1) 个人业务：C 端用户基数有望继续随着渗透率不断提升，同时 WPS AI 有望从 2024 年开始通过引导会员价格体系变化或显性提价在 2024 年提高 C 端用户的客单价。因此我们预计 C 端订阅从 2024 年开始业绩加速，预计带动 23-25 年个人订阅业务营收分别为 26.53/36.78/52.47 亿元，同比+29%/+39%/+43%。

(2) 机构业务：机构业务包括机构授权与机构订阅，考虑到公司全面进行云转型和短期信创产业的调整，我们预计 23-25 年机构授权营收分别为 6.55/5.90/5.90 亿元，同比 -22%/-10%/0%；机构订阅营收分别为 9.57/12.93/17.45 亿元，同比+38%/+35%/+35%。

(3) 互联网广告业务：考虑到公司已于 2023 年年底关停了国内的广告业务，我们认为未来只剩下境外广告业务，预计 23-25 年的广告收入分别为 2.88/1.30/1.43 亿元，同比 -6%/-51%/10%。

表 5：金山办公收入预测

单位（万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
1.个人客户订阅	146,529.85	205,012.71	265,330.00	367,777.40	524,714.52
YOY	39.22%	39.91%	29.42%	38.61%	42.67%
2.国内机构订阅	44,626.20	69,198.91	95,743.62	129,253.88	174,492.74
YOY	23.40%	55.06%	38.36%	35.00%	35.00%
3.国内机构授权	96,244.85	83,562.05	65,510.91	58,959.82	58,959.82
YOY	107.10%	-13.18%	-21.60%	-10.00%	0.00%
4.互联网广告推广服务	40,560.21	30,644.80	28,790.79	13000	14300
YOY	16.19%	-24.45%	-6.05%	-50.82%	10.00%
营业收入	328,005.88	388,495.95	455,596.83	569,191.10	772,667.08
YOY	45.07%	18.44%	17.27%	24.93%	35.75%

资料来源：wind，天风证券研究所

毛利率预测：订阅收入与授权收入毛利率较为稳定，随着互联网广告推广业务占比逐年下降，同时 WPS AI 可能会对订阅收入毛利产生影响，我们假设金山办公的毛利率维持稳定，23-25 年分别为 86.5%/85.5%/84.4%

费用率及归母净利润预测：预计 2023-2025 年，公司整体费用率水平会随着收入规模的快速增长逐步优化，费用率与净利率预测如下：

(1) 管理费用率：预计 2023-2025 年公司管理费用率为 9.4%/8.4%/7.6%。

(2) 研发费用率：公司将研发看做发展的核心动力，对于研发投入高度重视，我们预计公司虽然会控制人员增长，但仍然会投入精力研发 WPS AI，因此研发投入将维持较高水平，预计 2023-2025 年公司研发费用率为 31.7%/32.2%/30.4%。

(3) 销售费用率：预计 2023-2025 年公司销售费用率为 21.7%/20.2%/19.7%。

综合毛利率和费用率的考虑，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 13.19/16.31/22.51 亿。

表 6：金山办公毛利率与费用率预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	86.91%	85.00%	86.46%	85.51%	84.44%
销售费用率	21.19%	21.06%	21.70%	20.20%	19.68%
管理费用率	9.94%	10.09%	9.35%	8.35%	7.59%
研发费用率	32.98%	34.27%	31.67%	32.15%	30.37%
归母净利润 (百万)	1,041.25	1,117.53	1,319.00	1,631.26	2,251.34

资料来源：wind，天风证券研究所

4.2. 可比公司与估值分析

金山办公的产品具备较强通用办公工具软件属性，同时正在打造 AI 功能，在 A 股没有完全对标的公司，在此我们选择 A 股的上市公司万兴科技、科大讯飞和华大九天作为可比公司，根据 wind 一致预期的数据，我们计算出可比公司在 2024 年的市盈率预期的平均倍数

约为 112.25 倍，考虑到金山办公的龙头地位，我们给予金山办公的估值为 24 年利润的 112 倍 PE，得到其目标市值为 1827 亿元，对应股价为 395.61 元。

表 7：金山办公可比公司估值

代码	证券简称	总市值(亿元)	市盈率 PE			市销率 PS(2024E)
			TTM	24E	25E	
300624.SZ	万兴科技	143.32	174.90	98.66	70.02	7.46
002230.SZ	科大讯飞	1,175.98	489.30	94.05	63.91	4.60
301269.SZ	华大九天	485.93	199.10	144.04	103.28	31.91
可比公司平均值			288.77	112.25	79.07	14.66

资料来源：wind，天风证券研究所

备注：数据截止日期为 2024 年 3 月 12 日

5. 风险提示

- (1) **宏观经济恢复不及预期**：宏观经济环境下行可能影响政府、行业客户对办公软件的采购需求，包括信创等进展可能不及预期
- (2) **AIGC 应用落地不及预期**：WPS AI 的迭代速度可能不及预期，从而影响 C 端订阅的客单价
- (3) **市场竞争加剧**：国产办公软件领域市场广阔，AI 功能或催生新的竞争对手，导致行业竞争加剧，公司盈利能力下降
- (4) **测算主观性风险**：财务模型的测算受到主观性影响，可能存在风险

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,253.96	7,015.45	8,507.07	10,634.91	14,167.36	营业收入	3,280.06	3,884.96	4,555.97	5,691.91	7,726.67
应收票据及应收账款	415.20	500.24	573.31	767.91	1,052.78	营业成本	429.35	582.91	617.09	824.78	1,202.31
预付账款	25.60	27.60	28.72	46.55	63.18	营业税金及附加	35.18	34.74	45.44	56.77	77.07
存货	2.30	1.16	2.50	2.39	4.74	销售费用	694.97	818.20	988.69	1,149.65	1,520.42
其他	6,994.81	2,228.72	2,242.34	2,241.16	2,277.83	管理费用	326.00	391.90	426.09	475.56	586.35
流动资产合计	8,691.87	9,773.16	11,353.94	13,692.92	17,565.87	研发费用	1,081.62	1,331.21	1,442.76	1,829.76	2,346.32
长期股权投资	123.19	444.10	744.10	1,044.10	1,344.10	财务费用	(17.17)	(12.98)	(44.24)	(54.55)	(70.69)
固定资产	88.34	82.42	110.92	169.82	242.64	资产/信用减值损失	(11.70)	(25.15)	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.00	120.65	189.45	237.62	201.33	公允价值变动收益	(1.07)	(29.71)	0.00	0.00	0.00
无形资产	117.98	102.29	106.66	366.04	353.91	投资净收益	205.18	339.24	313.00	313.00	313.00
其他	1,401.99	1,532.91	1,223.23	913.55	604.84	其他	(583.61)	(741.97)	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	1,731.51	2,282.36	2,374.36	2,731.12	2,746.81	营业利润	1,121.30	1,196.56	1,393.14	1,722.95	2,377.88
资产总计	10,425.67	12,057.68	13,728.31	16,424.04	20,312.69	营业外收入	3.62	2.20	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	6.20	0.52	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	212.20	306.30	242.60	491.05	578.42	利润总额	1,118.71	1,198.24	1,393.14	1,722.95	2,377.88
其他	634.64	712.67	3,045.11	4,211.76	6,249.09	所得税	49.76	67.32	58.37	72.18	99.62
流动负债合计	846.83	1,018.97	3,287.71	4,702.80	6,827.51	净利润	1,068.95	1,130.92	1,334.77	1,650.77	2,278.26
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	27.70	13.39	15.77	19.51	26.92
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	1,041.25	1,117.53	1,319.00	1,631.26	2,251.34
其他	377.75	509.07	578.99	732.64	940.06	每股收益(元)	2.25	2.42	2.86	3.53	4.87
非流动负债合计	377.75	509.07	578.99	732.64	940.06						
负债合计	2,645.46	3,259.29	3,866.70	5,435.44	7,767.57	主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	60.69	74.09	67.95	81.25	99.62	成长能力					
股本	461.00	461.22	461.82	461.82	461.82	营业收入	45.07%	18.44%	17.27%	24.93%	35.75%
资本公积	4,747.52	4,941.64	5,119.89	5,119.89	5,119.89	营业利润	19.88%	6.71%	16.43%	23.67%	38.01%
留存收益	2,515.21	3,310.04	4,209.77	5,322.51	6,858.23	归属于母公司净利润	18.57%	7.33%	18.03%	23.67%	38.01%
其他	(4.21)	11.40	2.17	3.12	5.56	获利能力					
股东权益合计	7,780.21	8,798.39	9,861.60	10,988.60	12,545.12	毛利率	86.91%	85.00%	86.46%	85.51%	84.44%
负债和股东权益总计	10,425.67	12,057.68	13,728.31	16,424.04	20,312.69	净利率	31.74%	28.77%	28.95%	28.66%	29.14%
						ROE	13.49%	12.81%	13.47%	14.96%	18.09%
						ROIC	-128.61%	-70.12%	-186.88%	-143.97%	-105.19%
						偿债能力					
						资产负债率	25.37%	27.03%	28.17%	33.09%	38.24%
						净负债率	-15.61%	-78.99%	-85.60%	-96.18%	-112.41%
						流动比率	3.83	3.55	3.45	2.91	2.57
						速动比率	3.83	3.55	3.45	2.91	2.57
						营运能力					
						应收账款周转率	8.04	8.49	8.49	8.49	8.49
						存货周转率	1,799.93	2,249.10	2,491.48	2,328.87	2,168.70
						总资产周转率	0.35	0.35	0.35	0.38	0.42
						每股指标(元)					
						每股收益	2.25	2.42	2.86	3.53	4.87
						每股经营现金流	4.04	3.47	3.43	5.92	8.55
						每股净资产	16.72	18.89	21.21	23.62	26.95
						估值比率					
						市盈率	125.60	117.02	99.15	80.17	58.09
						市净率	16.94	14.99	13.35	11.99	10.51
						EV/EBITDA	54.70	45.57	83.99	67.22	48.36
						EV/EBIT	56.46	47.02	88.87	70.59	49.53

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com