

金山办公(688111)

报告日期: 2024年05月20日

## WPS AI 商业化: 空间展望与竞品对比

## ——金山办公深度报告

## 投资要点

我们在本报告中主要解答当前市场最关注的三个问题: **1) WPS AI 商业化带来的业务增量; 2) 微软 Copilot 是否会对国内办公软件市场形成冲击; 3) C 端业务的增长动能。**

WPS AI 商业化正式开启, 有望成为未来量价增长的主要驱动力

公司于 2024 年 3 月对 WPS AI 开启灰度测试, 这标志商业化的正式开启。我们通过测算对收入空间进行讨论:

**1) 个人订阅业务:** 2024-2026 年, 按照当前灰度测试的产品价格, 在中性假设情况下, 原付费用户中, 有 8.0%/14.4%/23.0% 的人升级或换购 WPS 大会员, AI 贡献收入 1.18/4.06/7.37 亿元; 有 0.3%/0.6%/0.9% 的用户新购 WPS AI 会员服务, AI 带来的收入增量为 0.60/1.72/2.75 亿元。综合来看, 2024-2026 年 WPS AI 给个人订阅业务带来的收入增量为 1.78/5.78/10.12 亿元, 收入提升比例为 5.3%/14.0%/20.1%。

**2) 机构订阅业务:** 假定 2024 年 B 端 WPS AI 产品也开始收费, AI 给 B 端产品带来的价格增量为 300 元/人/年, 在中性的情况下, 2024-2026 年 AI 产品的付费企业数为 50/100/200 家, WPS AI 给机构订阅业务带来的收入增量为 1880/7500/20000 万元, 收入提升比例为 1.5%/4.9%/10.4%。

**中性情况下, 在 2024-2026 年, AI 产品给公司总收入为 1.97/6.53/12.12 亿元, 收入提升比例为 3.5%/9.6%/14.7%, AI 产品带来的收入增量比较明显。**

WPS 对比微软 Copilot: WPS AI 产品优势明显。从产品测评效果来看, WPS AI 的优势包括:

**1) 首先, 金山办公在办公场景做了很多的产品打磨工作, WPS 在办公领域的本土化优势和场景化优势在 AI 时代得到了延续。**

**2) WPS AI 的功能颗粒度更细, 拥有独特的导航功能, 有助于用户更精确描述自身需求, 让生成的结果更契合具体场景。**

**3) 在中文语境下, WPS AI 生成的内容更详细、篇幅更长。**

**4) 国产软件更契合国内企业数据安全和合规的需求。**

ToB 市场中, 微软 Office 和金山办公核心市场有所区别, 金山办公的机构客户主要是自党政机关、国央企和其他民营企业, 自主安全可控是客户主要诉求。

个人订阅业务复盘 (2019-2023): 付费率和 ARPU 提升动力仍然充足

个人订阅业务经历了主要受付费用户数驱动和主要受 ARPU 提升驱动的两个阶段。通过复盘个人订阅业务关键指标的变化发现: 以新技术提升产品力、以新功能提高产品价值量是提升付费效果和 ARPU 的有效方式。

## 投资评级: 买入(维持)

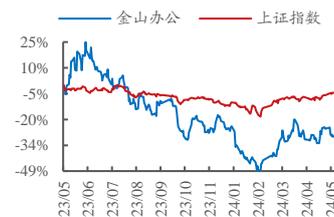
分析师: 刘雯蜀  
执业证书号: s1230523020002  
liuwenshu03@stocke.com.cn

研究助理: 叶光亮  
yeguangleiang@stocke.com.cn

## 基本数据

收盘价	¥ 281.08
总市值(百万元)	129,807.59
总股本(百万股)	461.82

## 股票走势图



## 相关报告

- 《利润超预期, AI 商业化值得期待》2024.04.24
- 《WPS AI 企业版发布, 打造新质生产力平台》2024.04.10
- 《订阅转型持续推进, WPS AI 商业化值得期待》2024.03.21

展望未来，C端付费率和 ARPU 仍有较大提升动力：1) 云服务的高粘性和协作产品的网络效应，使得 WPS 有着稳固的用户基本盘；2) AI 技术的应用，可降低办公软件使用门槛、提升用户工作效率，可扩大付费客户群。3) WPS AI 收费后，会员价格体系再次升级，有望提升 ARPU 值。

## □ 盈利预测与估值

公司业务基本盘稳健，未来随着 AI 产品的商业化推广，业绩有望迎来更大弹性。我们预计公司 2024-2026 年营业收入为 57.65、74.51 和 94.45 亿元，归母净利润为 16.79、21.79、27.83 亿元，EPS 为 3.64、4.72、6.03 元，维持“买入”评级。

## □ 风险提示

假设与实际情况的差异、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。

## 财务摘要

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	4556	5765	7451	9445
(+/-)(%)	17.27%	26.53%	29.24%	26.77%
归母净利润	1318	1679	2179	2783
(+/-)(%)	17.92%	27.41%	29.78%	27.74%
每股收益(元)	2.85	3.64	4.72	6.03
P/E	98.51	77.31	59.57	46.64

资料来源：浙商证券研究所

## 正文目录

<b>1 WPS AI 商业化开启，AI 是今年业务增长关键动力</b> .....	<b>6</b>
1.1 WPS AI 在 C 端发布定价，有望驱动业务增长 .....	6
1.2 WPS AI 在个人订阅业务的收入测算 .....	7
1.3 WPS AI 在机构订阅业务的收入测算 .....	9
<b>2 WPS AI 产品有独特优势，无惧微软 Copilot 竞争</b> .....	<b>11</b>
2.1 竞品分析：从基础功能/价格/客群对比 WPS 和 Office .....	11
2.2 WPS AI 与 Microsoft 365 Copilot: AI 功能测评对比 .....	13
<b>3 C 端关键指标拆解：ARPU 和付费率仍有较大提升空间</b> .....	<b>18</b>
3.1 业务复盘：C 端业务在不同阶段的增长驱动力 .....	18
3.2 运营端：会员体系再次调整，提价效果未完全兑现 .....	20
<b>4 财务分析与估值</b> .....	<b>21</b>
4.1 财务分析 .....	21
4.2 盈利预测与估值 .....	22
<b>5 风险提示</b> .....	<b>23</b>

## 图表目录

图 1: WPS AI 功能展示: 自动撰写请假条 .....	7
图 2: WPS AI 功能展示: 自动生成演示文稿 .....	7
图 3: WPS AI 会员价格 .....	7
图 4: WPS 大会员价格 .....	7
图 5: 文档中的 WPS AI 功能展示界面 .....	14
图 6: Word 中 Office copilot 功能展示界面 .....	14
图 7: WPS AI“内容生成”功能交互界面 .....	15
图 8: WPS AI“文档排版”功能展示 .....	15
图 9: WPS AI“内容生成”结果 .....	15
图 10: Office copilot 智能生成文档 .....	15
图 11: PPT 中 Office Copilot 功能界面 .....	16
图 12: 演示文稿中 WPS AI 功能界面 .....	16
图 13: WPS AI 智能生成 PPT 大纲 .....	16
图 14: WPS AI 智能生成 PPT-模板选择 .....	16
图 15: Office copilot 智能生成效果展示 .....	16
图 16: WPS AI 智能生成效果展示 .....	16
图 17: 微软 EXCEL 中的 Copilot 功能 .....	17
图 18: WPS 中的表格功能 .....	17
图 19: Copilot 的数据分析功能 .....	17
图 20: WPS AI 中的洞察分析功能 .....	17
图 21: 个人订阅业务关键指标增速 (2020-2023) .....	18
图 22: 金山 PC 月活设备数与国内电脑出货量增速对比 .....	18
图 23: PC 端月活设备数及同比变化情况(2019-2023) .....	18
图 24: 付费会员数及同比变化情况 (2019-2023) .....	18
图 25: 产品付费渗透率 (2019-2023) .....	19
图 26: ARPU 变化情况 (2019-2023) .....	19
图 27: WPS 新会员体系 .....	20
图 28: 营业收入(2017Y-2024Q1) .....	21
图 29: 归母净利润(2017Y-2024Q1) .....	21
图 30: 个人订阅业务收入情况 (2020Y-2024Q1) .....	21
图 31: 机构订阅业务收入情况 (2020Y-2024Q1) .....	21
图 32: 公司近年来净利率和毛利率情况 (2019-2024Q1) .....	22
图 33: 公司近年来费用率情况(2019-2024Q1) .....	22
表 1: WPS AI 产品体系介绍 .....	6
表 2: 原有会员升级/换购收入弹性测算 .....	8
表 3: 新增 WPS AI 会员收入弹性测算 .....	8
表 4: 中性情况下个人订阅业务收入测算 .....	9
表 5: B 端 WPS AI 收入弹性测算 .....	10
表 6: 中性情况下机构订阅业务收入测算 .....	10
表 7: WPS365 价格与功能 .....	11
表 8: 微软 Microsoft 365 价格与功能 .....	12

表 9: WPS 和 Microsoft 365 价格对比.....	12
表 10: Microsoft 365 与 WPS 在国内的主要机构客户的画像.....	13
表 11: WPS AI 产品与微软 Office Copilot 功能对比.....	14
表 12: 金山办公收入预测表 (百万元) .....	23
表 13: 可比公司估值 (估值日期 2024/5/17) .....	23
表附录: 三大报表预测值.....	24

## 1 WPS AI 商业化开启，AI 是今年业务增长关键动力

经测算，在中性的情况下，在 2024-2026 年，WPS AI 给金山办公带来的收入增量为 1.97/6.53/12.12 亿元，对整体收入的提升比例 3.5%/9.6%/14.7%。WPS AI 商业化带来的业务增量明显。

### 1.1 WPS AI 在 C 端发布定价，有望驱动业务增长

**WPS AI 商业化已开启，AI 是今年业务增长关键动力。**在 2024 年经营计划里，公司重点提到完善 WPS AI 体系相关产品的落地，在商业运营层面，把 AI 作为驱动业务增长的关键动力之一，制定更加精准的营销策略。

自 2023 年 4 月首次在轻文档上线 WPS AI 以来，公司已陆续在主要产品上线 WPS AI 服务，锚定 AIGC（内容创作）、Copilot（智慧助理）、Insight（知识洞察）三个战略方向发展，当前 WPS AI 已经覆盖文字、演示、PDF、表格、智能文档、智能表格、智能表单等产品，涵盖了金山办公的主要产品线。

2024 年 3 月 25 日，WPS AI 在 C 端发布产品定价，推出 WPS AI 会员和 WPS 大会员，产品商业化正式开始。4 月 9 日，WPS AI 企业版发布，推出 AI Hub（智能基座）、AI Docs（智能文档库）、Copilot Pro（企业智慧助理）三大功能。

表1: WPS AI 产品体系介绍

产品	功能
智能文档	1) 生成文档：根据用户所给主题生成新闻稿、文章大纲、直播脚本等内容；2) 多轮对话：可以与用户进行对话直至满足用户所需；3) 处理现有内容：可对用户所给内容进行改写、扩充、润色、修正等；4) 选择文档以处理：对指定文档进行归纳总结，生成大纲、提炼主旨。
智能表格	1) AI 写公式，可根据用户需求提供计算公式；2) AI 条件格式，根据用户提供的规则，对数据进行颜色等格式的修改；3) 智能分类，根据用户描述具体的分类类别，对指定列生成分类结果；4) 智能抽取，根据所给条件在列中抽取所需内容；5) 情感分析，智能划分为好评、中评、差评；6) 问答，与用户对话直至满足上述功能。
WPS 文字	1) 内容自动生成：可以语音输入根据用户所给主题进行内容生成；2) 理解文意总结重点：用户可直接询问文档内容，或者要求 WPS AI 对内容进行提炼。
WPS 演示	1) PPT 自动生成：可根据用户需求进行 PPT 生成，并可对 PPT 风格、配色、字体等进行调整；2) 生成演讲备注：根据 PPT 自动生成演讲稿。
WPS 表格	1) 智能数据理解与分析：用户不必过多理解表格可以直接向 WPS AI 提问得到结果，同时 WPS AI 可以协助用户使用公式、条件格式、透视图表等高级功能；2) 公示自动生成：告诉 WPS AI 想要的计算结果，可以自动生成公式。
WPS PDF	1) 内容识别与文意理解：用户可以对内容进行拍照，之后可对 WPS AI 关于拍照内容进行提问；2) 内容提炼：对用户给定文档进行内容提炼，并可根据文档内容对 WPS AI 进行提问，并给出回答的来源。

资料来源：WPS 官网、浙商证券研究所

WPS AI 有望提升产品付费率和 ARPU，带动业务量价齐升。

**1) 量的增长。**智能化的办公产品和此前普通的办公产品相比，一方面提高用户办公效率，另一方面 AI 技术降低人机交互成本，降低办公产品使用的难度，让用户更容易上手。AI 功能的引入，通过提高用户效率、降低用户使用成本，提高了用户付费购买的可能性，带动原有会员用户向价格更高的 AI 会员升级，吸引原非会员用户转化为付费会员。

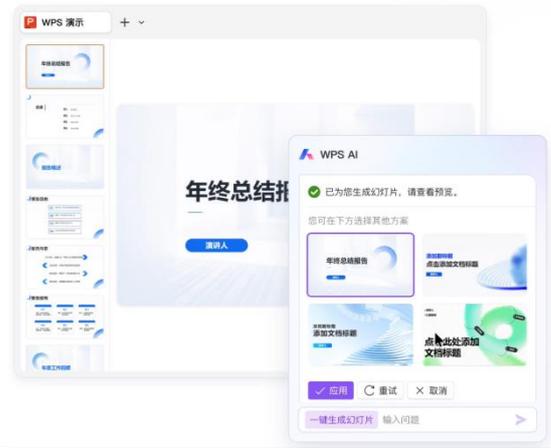
**2) 价的提升。**更多的 AI 新功能和更高效的产品体验，带动产品价值量的提升。在个人订阅业务，WPS AI 会员和 WPS 大会员的价格，相比原超级会员均有所提升。在机构订阅业务，WPS 产品边界再次拓展，不再局限于传统的内容生成领域，已经往数据资产和智慧助手领域延伸，新功能有望带动机构订阅业务价值量提升。

图1: WPS AI 功能展示: 自动撰写请假条



资料来源: WPS AI 产品界面、浙商证券研究所

图2: WPS AI 功能展示: 自动生成演示文稿



资料来源: WPS AI 产品界面、浙商证券研究所

## 1.2 WPS AI 在个人订阅业务的收入测算

**在中性情况下, 2024-2026 年 AI 带来的总收入增量为 1.78/5.78/10.12 亿元, ARPU 提升 2.6/8.5/13.1 元/年, 收入提升比例为 5.3%/14.0%/20.1%。**

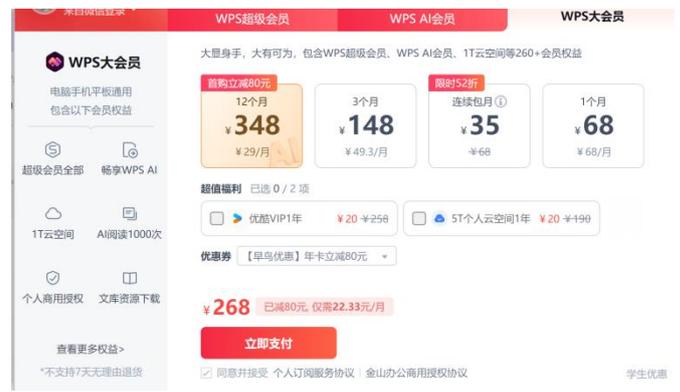
根据已公布的收费计划, 原本的会员体系在再次升级: 分成超级会员、WPS AI 会员和 WPS 大会员三种会员, WPS 大会员融合超级会员和 WPS AI 会员的权益。WPS AI 会员定价为 248 元/年, 推广期间优惠价为 188 元/年, WPS 大会员定价为 348 元/年, 优惠价为 268 元/年。WPS AI 会员权益包括 AI 写文章、主题生成 PPT、文档生成 PPT、AI 文档总结等权益, WPS 大会员则覆盖超级会员和 AI 会员的所有权益。

图3: WPS AI 会员价格



资料来源: WPS 产品界面、浙商证券研究所

图4: WPS 大会员价格



资料来源: WPS AI 产品界面、浙商证券研究所

WPS AI 收费对于个人订阅业务的影响, 可分成既有付费用户升级/换购和非付费用户购买 AI 相关会员两种情况讨论。

### 情景 1:

对于既有的付费用户而言: 1) 原有会员未到期, 直接通过优惠价格从超级会员或超级会员 Pro 升级为 WPS 大会员, 从超级会员升级为 WPS 大会员需要 8.3 元/月, 从超级会员 Pro 升级会 WPS 大会员, 需要 5 元/月, 会员升级预计主要在 2024 年。2) 原有会员到期后, 在续费时将会员类型更换为包含 AI 功能的 WPS 大会员, 则相比按原计划购买超级会

员和超级会员 Pro，分别多出 120 元/年和 20 元/年，大会员续费预计主要发生在 2025 年及以后。

原付费用户升级/换购 WPS AI 大会员带来的收入增量。AI 收入=原付费用户数\*AI 付费率\*平均付费月份\*AI 带来的价格增量。2024 年主要收入增量来自原会员升级成 WPS AI 大会员带来的收入，假定升级带来的价格增量为 8 元/人/月，平均付费月份数为 4.5 月。

在 2025 年和 2026 年，部分到期的会员，续费时因为新增的 AI 功能需求，选择融入了 AI 功能的 WPS 大会员。从原本的超级会员换购成 WPS 大会员，需要额外付费 120 元/年，以 120 元/年为价格增量对 2025/2026 年的收入增量进行测算。

在不同付费率情况下，原付费用户升级/换购 WPS AI 大会员带来的收入增量情况如下：

表2：原有会员升级/换购收入弹性测算

原用户付费率			AI 付费用户数 (单位:百万)			AI 收入增量 (单位:百万元)		
2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
1.0%	1.8%	3.0%	0.41	0.85	1.60	15	51	96
2.4%	4.3%	6.9%	0.98	2.03	3.68	35	122	221
3.8%	6.8%	10.9%	1.56	3.21	5.83	56	193	350
5.2%	9.4%	15.0%	2.13	4.40	7.98	77	264	479
6.6%	11.9%	19.0%	2.71	5.58	10.13	98	335	608
<b>8.0%</b>	<b>14.4%</b>	<b>23.0%</b>	<b>3.28</b>	<b>6.76</b>	<b>12.28</b>	<b>118</b>	<b>406</b>	<b>737</b>
9.4%	16.9%	27.1%	3.86	7.95	14.43	139	477	866
10.8%	19.4%	31.1%	4.43	9.13	16.58	160	548	995
12.2%	22.0%	35.1%	5.01	10.31	18.73	180	619	1124
13.6%	24.5%	39.2%	5.58	11.50	20.88	201	690	1253
15.0%	27.0%	43.2%	6.16	12.68	23.03	222	761	1382

资料来源：浙商证券研究所测算

### 情景 2:

对于非付费用户而言，当前购买 WPS AI 会员需要 188 元/年，购买 WPS 大会员价格为 268 元/年，如果只考虑 AI 需求的话，直接购买 WPS AI 会员对付费用户来说是性价比更高的选择。

原本的免费用户购买 WPS AI 会员带来的收入增量：AI 收入=PC 月活数\*AI 付费率\*WPS AI 定价\*平均付费月份。价格选取官方公布的优惠售价 188 元/人/年，约 15.7 元/人/月，付费率以总的 PC 月活数为分母，随着产品推广付费率逐年提升，2024-2026 年平均付费月份数为 4.5/6/6。

在不同付费率情况下，原免费用户购买 WPS AI 会员带来的收入增量情况如下：

表3：新增 WPS AI 会员收入弹性测算

新增付费率			AI 付费用户数 (单位:万)			AI 收入增量 (单位:百万元)		
2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
0.10%	0.20%	0.30%	0.29	0.61	0.98	20	57	92
0.14%	0.28%	0.42%	0.40	0.85	1.37	28	80	128
0.18%	0.36%	0.54%	0.51	1.10	1.76	36	103	165
0.22%	0.44%	0.66%	0.63	1.34	2.15	44	126	202
0.26%	0.52%	0.78%	0.74	1.59	2.54	52	149	238
<b>0.30%</b>	<b>0.60%</b>	<b>0.90%</b>	<b>0.86</b>	<b>1.83</b>	<b>2.93</b>	<b>60</b>	<b>172</b>	<b>275</b>
0.34%	0.68%	1.02%	0.97	2.07	3.32	68	195	312
0.38%	0.76%	1.14%	1.08	2.32	3.71	76	218	348
0.42%	0.84%	1.26%	1.20	2.56	4.10	84	241	385
0.46%	0.92%	1.38%	1.31	2.81	4.49	92	264	422
0.50%	1.00%	1.50%	1.43	3.05	4.88	100	287	458

资料来源：浙商证券研究所测算

在中性情况下，2024-2026 年，原付费用户中 8.0%/14.4%/23.0%的人选择升级/换购 WPS AI 会员，AI 带来的收入增量为 1.18/4.06/7.37 亿元；原免费用户中有 0.3%/0.6%/0.9%的人购买 WPS AI 会员，AI 带来的收入增量为 0.60/1.72/2.75 亿元。

综上，在个人订阅业务，2024-2026 年 AI 带来的总收入增量为 1.78/5.78/10.12 亿元，ARPU 提升 2.6/8.5/13.1 元/年，收入提升比例为 5.3%/14.0%/20.1%。

表4：中性情况下个人订阅业务收入测算

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
百万元								
个人订阅收入	619	1016	1465	2050	2653	3345	4133	5037
PC 月活	154	185	219	242	265	285	305	325
付费率 (%)	7.80%	10.60%	11.60%	12.40%	13.39%	14.40%	15.40%	16.40%
年付费用户数	12.02	19.62	25.37	29.97	35.49	41.04	46.97	53.30
ARPU	51	52	58	68	75	82	88	95
个人订阅收入 (融入 AI 后)						3523	4711	6049
AI 收入增量 (百万)						178	578	1012
年付费用户数 (融入 AI 后)						41.90	48.80	56.23
综合付费率 (%)						14.7%	16.0%	17.3%
综合 ARPU						84	97	108
收入提升比例						5.3%	14.0%	20.1%
<b>原有付费用户带来的 AI 收入增量</b>								
价格提升幅度 (元/人/月)						8	10	10
AI 付费率						8.00%	14.40%	23.00%
AI 付费用户数						3.28	6.76	12.28
平均付费月份数						4.5	6	6
AI 收入 (百万元)						118	406	737
<b>新增用户带来的 AI 收入增量</b>								
WPS AI 价格 (元/人/月)						15.7	15.7	15.7
AI 付费率						0.30%	0.60%	0.90%
AI 付费用户数						0.86	1.83	2.93
平均付费周期						4.5	6	6
AI 收入 (百万元)						60	172	275

资料来源：浙商证券研究所测算

### 1.3 WPS AI 在机构订阅业务的收入测算

机构订阅业务收入测算：**在中性情况下，2024-2026 年，WPS AI 给机构订阅贡献的收入为 1880/7500/20000 万元，分别给机构订阅业务带来 1.5%/4.9%/10.4%的收入增量。**

当前没有正式发布企业版 AI 功能定价。我们假定价格为 300 元/人/年：

1) 3 月 25 日推出的 C 端 AI 会员价格为 248 元 (优惠价 188) 每年，企业客户需求相比个人用户更复杂，企业版 WPS AI 产品的定价可能会比消费端的 WPS AI 更高，同类竞品

在企业市场的定价也比消费市场更高。Office365 Copilot 企业版的价格为 30 美元/人/月，而面向家庭版和个人版的 Copilot Pro 则为 20 美元/人/月，B 端版本比 C 端版本价格高 50%。

现在 WPS 365 产品体系中，包含 AI 功能的旗舰版比商业高级版高 200 元/年，B 端 AI 产品正式商业化后，预计 AI 相关功能会比现在的旗舰版更多，价值增量有望超过 200 元/年。基于以上 2 个理由，将产品价格设定为 300 元。

2) 机构订阅业务的客户以大型企业为主，参考网上公开的招投标信息，我们假定单个企业平均账号数为 5000。

3) 2024-2026 年平均确收月份数为 3/6/8，随着产品推广，购买 AI 产品的老用户占比越来越高，每年平均的确收月份数逐年增加。

在不同付费企业数量的下，2024-2026 年，AI 给机构订阅业务带来的收入增量情况如下：

表5: B 端 WPS AI 收入弹性测算

付费企业数			付费渗透率			AI 收入增量 (单位:百万元)		
2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
0	10	20	0.0%	0.1%	0.3%	0	8	20
10	20	40	0.2%	0.3%	0.6%	4	15	40
20	40	80	0.3%	0.6%	1.2%	8	30	80
30	60	120	0.5%	0.9%	1.8%	11	45	120
40	80	160	0.6%	1.2%	2.4%	15	60	160
<b>50</b>	<b>100</b>	<b>200</b>	<b>0.8%</b>	<b>1.5%</b>	<b>3.0%</b>	<b>19</b>	<b>75</b>	<b>200</b>
60	120	240	0.9%	1.8%	3.5%	23	90	240
70	140	280	1.1%	2.1%	4.1%	26	105	280
80	160	320	1.2%	2.4%	4.7%	30	120	320
90	180	360	1.4%	2.7%	5.3%	34	135	360
100	200	400	1.5%	3.0%	5.9%	38	150	400

资料来源: 浙商证券研究所测算

在中性情况下，2024-2026 年采购 WPS AI 的企业数量为 50/100/200 家，则 WPS 给机构订阅贡献的收入为 1880/7500/20000 万元，分别给机构订阅业务带来 1.5%/4.9%/10.4% 的收入增量。

表6: 中性情况下机构订阅业务收入测算

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
百万元					
机构订阅收入	692	957	1226	1543	1929
覆盖人群	32.2	32.7	33.1	33.5	33.8
ARPU	21	29	37	46	57
中性情况					
定价 (元/人/年)			300	300	300
付费企业数			50	100	200
平均用户规模			5000	5000	5000
平均确收月份数			3	6	8
AI 收入			18.8	75	200
总收入			1245	1618	2129
渗透率 (AI 用户/覆盖人群)			0.8%	1.5%	3.0%
收入提升比例			1.5%	4.9%	10.4%

资料来源: 浙商证券研究所测算

## 2 WPS AI 产品有独特优势，无惧微软 Copilot 竞争

综合基础功能、价格、核心市场和 AI 产品体验等维度的对比，可以发现 WPS 有自己独特的优势：1) WPS AI 产品经过精心打磨，功能颗粒度细，可满足用户在具体场景的需求。2) 在功能完整度相当的情况下，WPS 系列产品具有性价比优势。3) 微软 Office 和 WPS 在 B 端的核心市场重叠度较低，在党政和国央企领域，金山办公具有绝对优势。

### 2.1 竞品分析：从基础功能/价格/客群对比 WPS 和 Office

通过基础功能、价格和目标市场的三个维度的对比，在不将 AI 功能纳入产品体系的情况下，可以发现：1) WPS 和 Microsoft 365 在功能覆盖的完整度上相当；2) WPS 更有性价比优势，同档次产品的价格远低于 Microsoft 365。3) WPS 与 Microsoft 365 目标市场重合度较低，且 WPS 在党政和国央企领域具有绝对的优势。

微软的产品 Microsoft 365 是 WPS 的主要竞品，Microsoft 365 是否会在国内推广 Copilot 服务、利用 AI 技术冲击国内办公软件市场，是市场最关心的问题之一。在本章节，我们从基础功能、价格、目标市场和 AI 产品体验的维度对 Microsoft 365 和 WPS 进行对比。

1) **基础功能对比：**以下选取 WPS 365 和 Office 365 企业版本的产品功能进行对比。金山办公 WPS365 商业版除免费的体验版外，一共有四种套餐，分别是价格为每年 199 元的 WPS365 商业基础版、价格为每年 399 元的 WPS365 商业应用版、价格为每年 599 元的 WPS365 商业标准版，WPS365 商业高级版的价格需要自行联系公司销售进行沟通。WPS365 所包含的服务包括 WPS365 客户端、云文档、安全权益、企业数字资产管理等。

表7：WPS365 价格与功能

	WPS365 体验版	WPS365 商业基础版	WPS365 商业应用版	WPS365 商业标准版	WPS365 商业高级版
产品价格	0 元/人/年	199 元/人/年	399 元/人/年	599 元/人/年	价格联系销售
包含服务					
1、WPS365 客户端	√	√	√	√	√
2、云文档	√	√	√	√	√
3、安全权益	√	√	√	√	√
4、企业数字资产管理	√	√	√	√	√
5、金山协作		√	√	√	√
6、金山会议	√	√	√	√	√
7、二次开发能力	√	√	√	√	√
8、WPS 增值权益	加价购	加价购	√	√	√
9、Weboffice			并发数 5 个；单个文档最大尺寸 5M	并发数 10 个；单个文档最大尺寸 10M	并发数 10 个；单个文档最大尺寸 10M
10、业务应用	加价购	加价购	加价购	加价购	加价购
11、增值服务	加价购	加价购	加价购	加价购	加价购
12、客户支持	WPS365 体验版	√	√	√	√

资料来源：金山办公 WPS 365 官网、浙商证券研究所

微软 Microsoft 365 商业版一共分为四种套餐分别是 Microsoft 365 商业基础版、Microsoft 365 商业标准版、Microsoft 365 商业高级版、Microsoft 365 商用应用版。年度价

格分别为\$72、\$150、\$264、\$99，包含团队合作和通信、Web 和移动版 Microsoft365 应用、电子邮件和日历、文件存储和共享、安全性和合规性等服务，覆盖了日常办公的主要场景。

表8: 微软 Microsoft365 价格与功能

	Microsoft365 商业基础版	Microsoft365 商业标准版	Microsoft365 商业高级版	Microsoft365 商用应用版
包含产品	Word, Excel, PowerPoint, Teams, Outlook, Exchange, OneDrive, SharePoint	Word, Excel, PowerPoint, Teams, Outlook, Exchange, OneDrive, SharePoint, Access (PCOnly), Publisher (PCOnly)	Word, Excel, PowerPoint, Teams, Outlook, Exchange, OneDrive, SharePoint, Access (PCOnly), Publisher (PCOnly), Intune, AzureInformationProtection	Word, Excel, PowerPoint, Outlook, OneDrive, Access (PCOnly), Publisher (PCOnly)
年度价格	\$72	\$150	\$264	\$99
月度价格	\$7.20	\$15	\$26.40	\$9.90
最大用户数	300	300	300	300
<b>包含服务</b>				
1、团队合作和通信	✓	✓	✓	
2、Web 和移动版 Microsoft365 应用	✓	✓	✓	✓
3、电子邮件和日历	✓	✓	✓	
4、文件存储和共享	✓	✓	✓	✓
5、安全性和合规性	✓	✓	✓	✓
6、支持和部署	✓	✓	✓	✓
7、用于构建和管理业务的工具		✓	✓	
8、适用于电脑和 Mac 的桌面版 Microsoft365 应用		✓	✓	✓
9、高级威胁防护			✓	
10、电脑和移动设备管理			✓	

资料来源：微软 Office 官网、浙商证券研究所

**WPS 与 Microsoft 365 在基础功能丰富度上基本相当。**通过梳理 WPS 和微软的企业版产品，我们发现 WPS 覆盖的功能已与微软 Office 基本相当，两家公司的产品都覆盖了创作和管理、协同办公、业务赋能、安全管控、云存储、邮箱与日历等功能，满足各种场景的办公需求。

2) **价格方面：**我们将企业端的订阅产品和 C 端订阅产品的价格进行了梳理，参考表 9 可以发现，基础功能相当的情况下，WPS 产品的价格要明显比微软 Office365 的价格更低，以 Microsoft Office 价格为分母计算，在企业端产品的各个版本中，WPS 产品的价格均比 Microsoft365 的产品价格至少低 45%。在 C 端消费者版的产品中，WPS 的产品定价也至少比 Microsoft365 的产品价格低 50%。在 AI 相关的会员中，WPS AI 会员的定价为 248 元/人/年，Copilot Pro 的价格为 20 美元/人/月，WPS AI 的定价明显低于 Copilot Pro。

表9: WPS 和 Microsoft365 价格对比

金山办公		微软		
项目	价格	项目	价格	
B 端机构客户	WPS365 商业基础版	199 元/人/年	Microsoft365 商业基础版	¥516 用户/年
	WPS365 商业	399 元/人/年	Microsoft365 商用应用版	¥720 用户/年

	应用版			
	WPS365 商业标准版	599 元/人/年	Microsoft365 商业标准版	¥1080 用户/年
	WPS365 商业高级版	价格联系销售	Microsoft365 商业高级版	¥1908 用户/年
C 端客户	WPS 超级会员	¥148/元/人/年	Microsoft365 个人版	¥398/用户/年
	WPS AI 会员	¥248/元/人/年	Microsoft365 家庭版	¥498/用户/年
	WPS 大会员	¥348/人/年	Copilot Pro	20 美元/人/月

资料来源：金山办公官网、微软官网、浙商证券研究所

**3) 核心客户市场：**从微软官方公布的案例来看，微软办公产品在国内的客户主要是跨国企业中国分部和国内有出海业务的企业，客户最主要的诉求是实现各地区团队的跨地域协同，一般在购买 Microsoft365 的同时，会一起采购 Azure、dynamic365、Surface 等云服务和软硬件产品，整体的采购成本较高。

**金山办公的主要机构客户是政府机构和国央企，自主安全可控是客户的主要诉求。**截止到 2020 年底的数据，国务院组织机构全部 65 家已有 62 家使用 WPS，覆盖率达 95%；国内 97 家央企中 93 家为 WPS 客户，占比 96%；中大型银行覆盖率为 153 家中的 133 家，占比 87%；34 个省级政府已覆盖 33 个，达到 97%。电子公文和行业解决方案是公司的特色产品，公司在党政和国央企领域更具有优势。

表10: Microsoft 365 与 WPS 在国内的主要机构客户的画像

	企业性质	代表案例	客户诉求	产品特色
Microsoft365	跨国公司、出海企业	上海家化、江森自控、振华重工、均胜电子、上汽大众等	跨地域协同、数字化办公、数据安全与合规。	一般采购微软的系列配套产品在购买 Microsoft365 的同时，会一起采购 Azure、dynamic365、Surface 等。
WPS	国企、央企、党政机关	中国五矿、中国石化、招商银行、泰康保险、南方电网、中国移动等	自主安全可控、数字化办公、数据安全与合规等	产品适配信创体系，电子公文和行业解决方案是公司的特色产品

资料来源：公司年报、微软官方公众号、浙商证券研究所

**Microsoft 365 和 WPS 在国内的核心市场重合度不高**，微软在国内的企业客户收入主要来自跨国企业和出海企业，跨地域协同是客户最大诉求，金山办公的机构客户收入主要来自党政机关和国央企，自主安全可控是客户主要诉求。Microsoft365 和 WPS 在国内民企市场都有涉及，但目前的核心市场上重合度较低。

## 2.2 WPS AI 与 Microsoft 365 Copilot: AI 功能测评对比

从产品测评效果的结果来看：**1) WPS AI 做了很多的产品打磨，WPS 的本土化优势和中文场景优势在 AI 时代得到了延续。2) WPS AI 的功能颗粒度细，拥有独特的导航功能，这有助于用户更精确描述自身需求，让生成的结果更契合具体场景。3) WPS AI 生成的内容都更详细、篇幅更长，可以给用户提供更详实的内容。**

表11: WPS AI 产品与微软 Office Copilot 功能对比

	WPS	微软 office
智能表格/Excel	AI 写公式	插入公式
	AI 条件格式	高亮
	智能分类	分类筛选
	智能抽取	-
	情感分析	-
	-	分析表格
智能文档/Word	内容生成: 写大纲、头脑风暴、广告文案、博客、社交媒体, 以及改内容: 缩写、扩写、润色、语病修正、转换风格	撰写 (可根据给定的主题或大纲撰写草稿, 也可上传已有文档内容撰写相关草稿), 以及重写文本
	全文总结 (总结文档内容)	总结文档, 生成摘要
	文档问答 (推荐相关问题)	询问有关文档的问题
	文档排版	将文档内容可视化为表格
演示/PPT	智能创作 (根据提供主题或已有文本大纲一键生成幻灯片)	根据提供主题或已有文本创建演示文稿
	排版美化 (更换主题及配色)	-
	内容处理 (改写扩写、生成单页 PPT 及演讲备注)	添加内容相关图片及单页 PPT
	精炼内容, 生成演讲备注	汇总演示文稿, 快速获取要点

资料来源: WPS AI 和 Office Copilot 产品界面、浙商证券研究所

**【文档/Word 产品】功能类似, WPS AI 交互界面清晰、细分功能契合具体场景。**从功能的全面性来看: Office Copilot 有撰写、更改、总结文档、问答四个功能分类, WPS AI 有内容生成、文档阅读、文档排版三个功能模块, 其中 WPS AI 中的文档阅读包含文档总结和问答功能, 内容生成包含撰写、改写扩写等功能。微软与 WPS 功能基本重叠, 两者均可以做到基本的撰写内容、修改内容、询问问题、总结文档等功能, WPS AI 多了一个特有的文档排版功能, Office Copilot 多了一个将文档内容可视化的功能。

图5: 文档中的 WPS AI 功能展示界面



资料来源: WPS AI 产品界面, 浙商证券研究所

图6: Word 中 Office copilot 功能展示界面



资料来源: 微软 Office copilot 产品界面, 浙商证券研究所

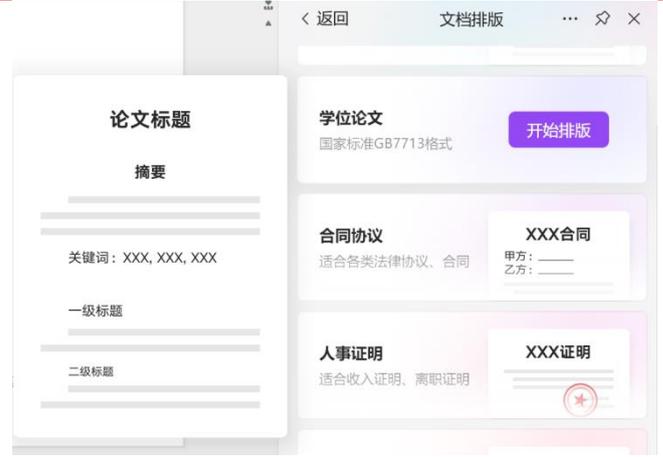
从交互界面来看, WPS AI 交互界面的功能分类逻辑更为清晰, 便于用户上手, 比如“内容生成”在交互界面被细分为“续写”、“润色”、“翻译”等细分功能, Office Copilot 的“撰写”和“更改”则没有二级界面, 相比之下 WPS AI 功能颗粒度更细、更契合具体场景。

图7: WPS AI “内容生成”功能交互界面



资料来源: WPS AI 产品界面, 浙商证券研究所

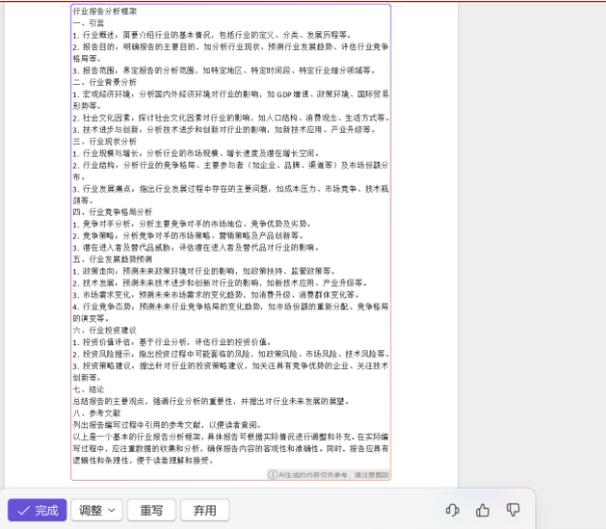
图8: WPS AI “文档排版”功能展示



资料来源: WPS AI 产品界面, 浙商证券研究所

效果层面, WPS AI 生成的内容更详细、篇幅更长。输入“写一篇行业分析报告框架”的指令, WPS AI 生成包含 8 个章节共 921 字的写作框架, Office Copilot 生成包含 4 个章节共 779 字的写作框架, 两款产品都能完成基本的写作要求, WPS AI 提供的内容细节更丰富。

图9: WPS AI “内容生成”结果



资料来源: WPS AI 产品界面, 浙商证券研究所

图10: Office copilot 智能生成文档



资料来源: 微软 Office copilot 产品界面, 浙商证券研究所

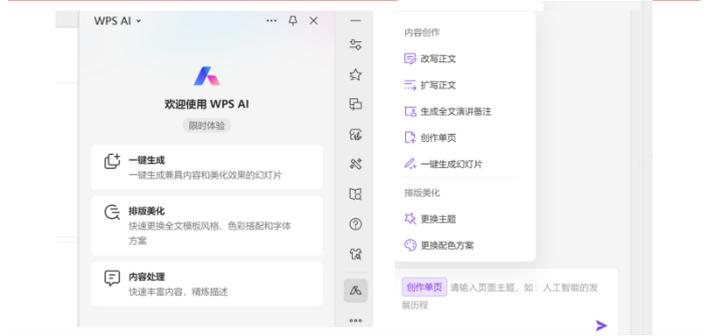
**【演示文稿/PPT 产品】WPS AI 的 PPT 产品交互界面清晰、生成内容详细, 具备模版优势。**目前两款产品都支持通过已有 Word 文件生成 PPT (微软仅限 Office365 Copilot, 文件在 24M 以内; WPS 文件限制 10M, 20000 字符以内)。WPS AI 自动提供可一键切换的精美模版, 配色、字体一秒更换, 提升排版效率; Office Copilot 可自行通过设计器对基本布局进行调整。

图11: PPT 中 Office Copilot 功能界面



资料来源: 微软 Office copilot 产品界面, 浙商证券研究所

图12: 演示文稿中 WPS AI 功能界面



资料来源: WPS AI 产品界面, 浙商证券研究所

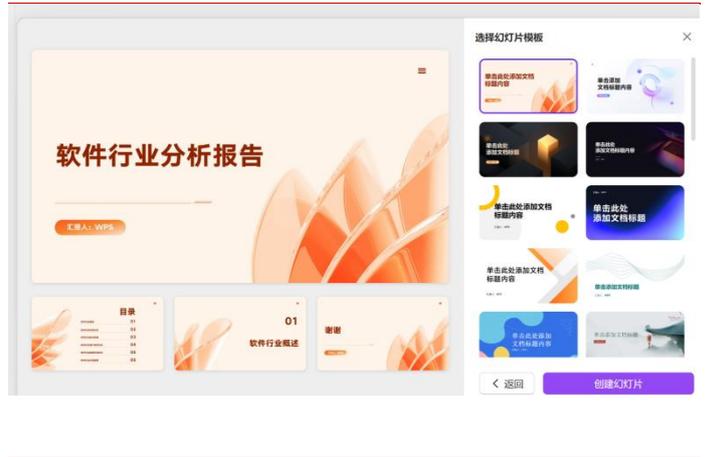
从交互界面来看, 给定同一主题“软件行业分析报告”, WPS AI 会先提供文字大纲, 用户可以自行增减内容、层级, 然后再选择模板, 最后生成完整的 PPT 方案。而 Office Copilot 则是直接根据主题生成内容。从内容生成的流程来看, WPS AI 会有引导的过程, 用户在不同阶段可以修正自己的需求, Office Copilot 则无中间的导航过程。

图13: WPS AI 智能生成 PPT 大纲



资料来源: WPS AI 产品界面, 浙商证券研究所

图14: WPS AI 智能生成 PPT-模板选择



资料来源: WPS AI 产品界面, 浙商证券研究所

效果层面, WPS AI 生成的内容更丰富更完整。WPS AI 生成了包含七个章节共计 33 页的演示文稿, 对于章节的内容有所展开, 内容比较丰富; Office Copilot 给出一个包含基本框架的演示文稿, 共计 6 页。

图15: Office copilot 智能生成效果展示



图16: WPS AI 智能生成效果展示



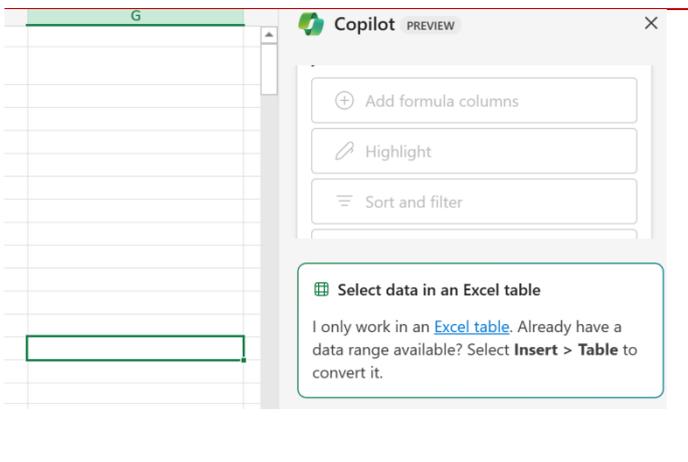
资料来源：微软 Office copilot 产品界面，浙商证券研究所

资料来源：WPS AI 产品界面，浙商证券研究所

**【EXCEL/表格产品】两款产品在功能的表述上略有不同，但主要功能基本相似，微软 copilot 暂时不支持中文，且只能在网页端使用。**在 WPS AI 中，功能被分类为洞察分析、AI 写公式、对话操作表格，在 Office Copilot 中，功能被分类为添加计算公式列、突出显示、排序和筛选、数据分析。

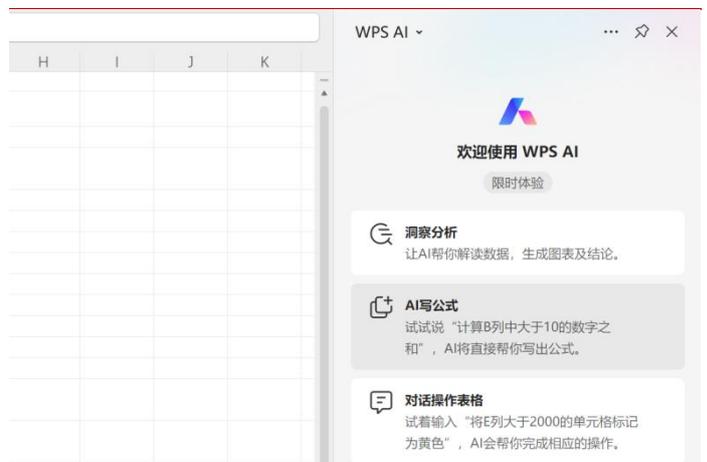
从交互界面来看，WPS AI 在每个一级功能外，每个功能还有对应的二级功能，洞察分析下面设置“洞察分析”、“问答查询”两个二级功能，AI 写公式功能被点击后会出现二级窗口和提问示例，对话操作的功能下面设置“筛选排序”、“分类计算”、“快捷操作”三个二级功能。Copilot 只有一级功能界面，具体的功能实现只能根据提示语来调用。

图17：微软 EXCEL 中的 Copilot 功能



资料来源：微软 Office copilot 产品界面，浙商证券研究所

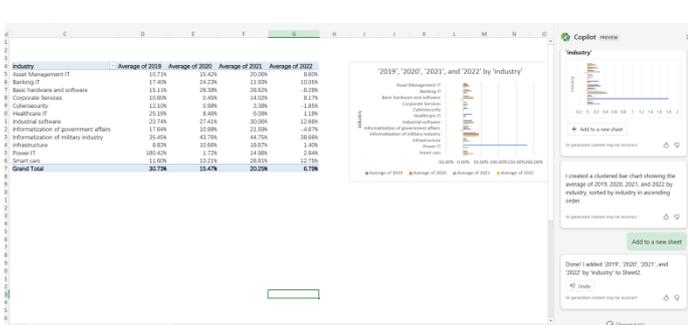
图18：WPS 中的表格功能



资料来源：WPS AI 产品界面，浙商证券研究所

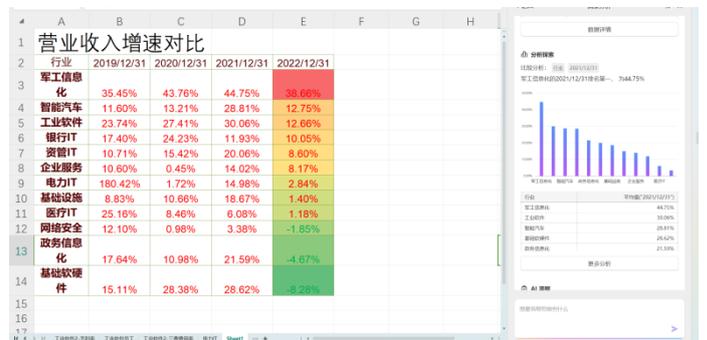
效果层面，在数据分析功能中，Copilot 与 WPS AI 均能生成图表，都能满足基本的数据分析诉求。输入“将表中数据画成条形图”的指令，两款产品都能生成柱状图。

图19：Copilot 的数据分析功能



资料来源：微软 Office copilot 产品界面，浙商证券研究所

图20：WPS AI 中的洞察分析功能



资料来源：WPS AI 产品界面，浙商证券研究所

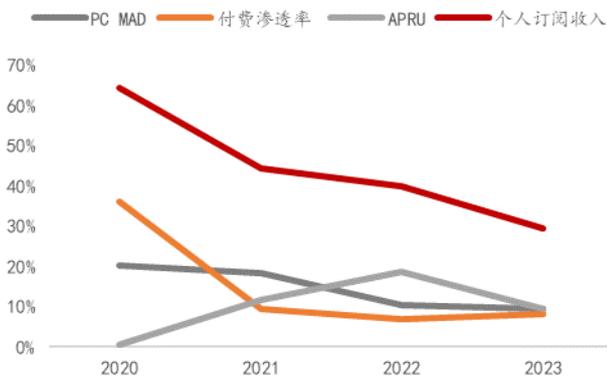
### 3 C端关键指标拆解：ARPU和付费率仍有较大提升空间

展望未来，**C端付费渗透率和ARPU增长动力充足**：1) 云产品粘性强、协作产品具有网络效应，用户有持续使用的动力，付费用户的基本盘比较稳固。2) 新会员体系提价效果还未完全兑现。3) AI技术的应用，对产品体验和产品价值量有提升作用。

#### 3.1 业务复盘：C端业务在不同阶段的增长驱动力

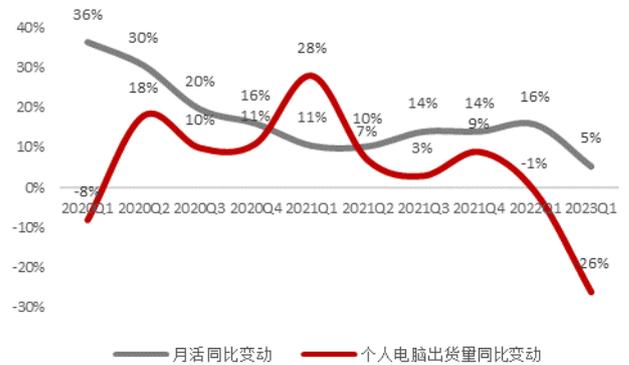
复盘公司上市以来个人订阅业务相关指标的变化，可以发现个人订阅业务经历了主要受付费用户数驱动和主要受ARPU提升驱动的两个阶段。近年来，在全球PC出货量疲软和月活设备数高基数的影响下，PC端月活设备数增速放缓，C端如何继续保持高速增长，是市场关心的另一个主要问题。通过回顾个人订阅业务各项关键指标的变化趋势，可以帮助找到个人订阅业务过去不同时间段的增长驱动力。

图21：个人订阅业务关键指标增速（2020-2023）



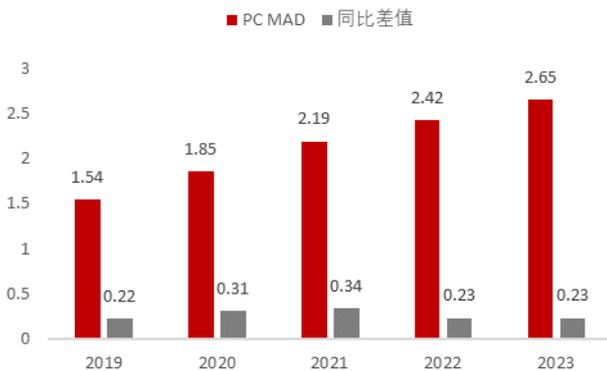
资料来源：公司年报、浙商证券研究所

图22：金山PC月活设备数与国内电脑出货量增速对比



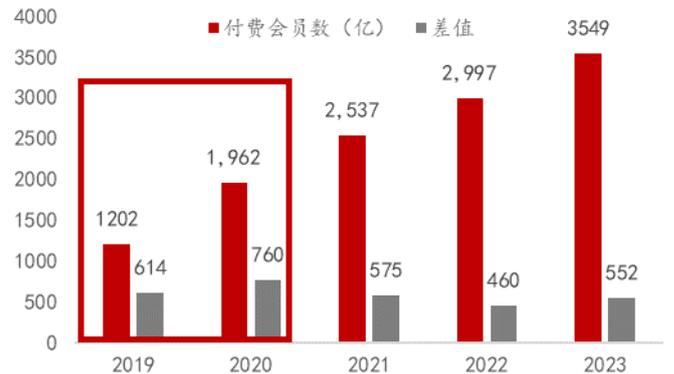
资料来源：Canalys, 公司季报、浙商证券研究所

图23：PC端月活设备数及同比变化情况(2019-2023)



资料来源：公司年报、浙商证券研究所

图24：付费会员数及同比变化情况（2019-2023）



资料来源：公司年报、浙商证券研究所

个人订阅收入增长经历了两个不同的阶段：主要受付费率驱动的阶段，以及主要受ARPU提升驱动的阶段。

**付费率驱动阶段（2020年以前）：**在2019-2020年，公司产品付费人数分别提升104.4%和63.2%，分别增加614万和760万。2020年付费渗透率提升2.8Pct达到10.6%，当年个人订阅收入增速高达64.1%。

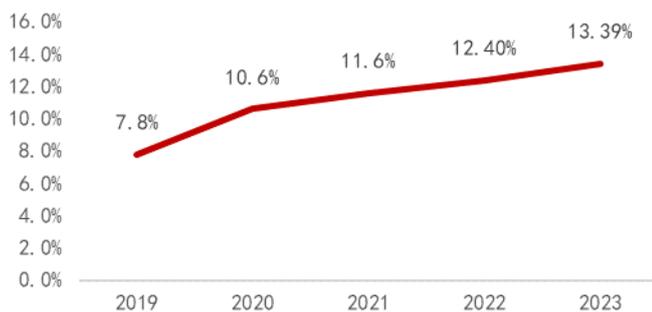
2019-2020年公司通过多种途径提升付费用户数：

- 1) 推进个人客户云化，提升跨端体验和协作能力，协作产品的网络效加速产品渗透；
- 2) 在部分功能中应用AI技术，大幅提升用户体验。
- 3) 会员服务升级更多特权服务，新增多项会员特权，极大提升会员留存及复购率。
- 4) 加大超级会员推广力度，通过直播电商等方式提升超级会员比例。

**ARPU提升驱动阶段（2021-2022）：**2021-2022年，公司主要产品月活设备数保持稳定增长，ARPU提升对个人订阅收入的增长贡献越来越强。2021-2022年，ARPU分别提升5.96/10.66元，同比提升幅度为11.51%/18.45%，ARPU提升幅度逐年加大，主要是因为长周期会员比例提升、购买高单价产品的用户占比提升。

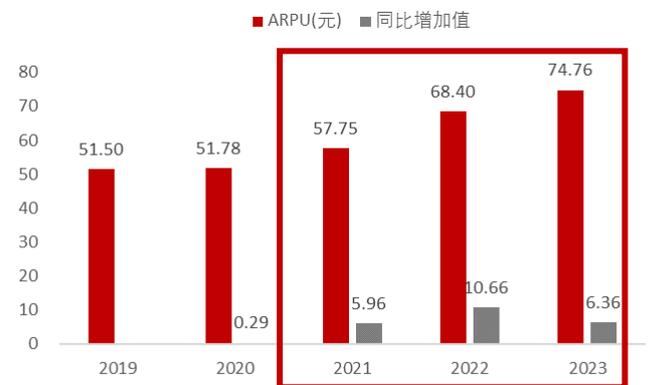
从2021年和2022年的产品运营策略来看，通过推出更多新功能提高产品价值量，是促进用户向长周期会员转化、选购高价值产品的主要方式。2021年公司新推出多项协作产品，协作产品和云服务是高粘性功能，弃用的成本较高，促使更多会员购买长周期会员服务。积极上线新功能提升产品价值，例如2022年，公司针对团队用户新增了70多项服务应用，满足垂直场景需求，上线低代码平台，为小型团队的业务全流程管理提供轻应用服务。更多复杂功能的上线，提升产品价值量，引导更多用户在产品系列中购买功能更多的高单价产品。

图25：产品付费渗透率（2019-2023）



资料来源：公司年报、浙商证券研究所

图26：ARPU变化情况（2019-2023）



资料来源：公司年报、浙商证券研究所

通过复盘个人订阅业务关键指标的变化，可以发现以下因素驱动着个人订阅业务的高速增长：

**1) 新技术的应用对扩大用户基数、提高产品价值具有重要作用。**云和协作的产品的推广，驱动付费用户数高速增长，因为协作功能的网络效应帮助了产品的扩散；而云业务的高粘性又促进用户购买更长时间周期的会员，长周期会员比例的提升提高了ARPU。**2) 不断推出新功能和会员服务是提高产品价值、提升付费率的另一个重要因素。**更多的新功能可以覆盖更多的场景需求，促进普通会员向付费会员转化，更多的服务可以增加会员套餐的产品价值量，促进用户购买单价更高的产品，从而提升ARPU。

在高基数的情况下，2023 年个人订阅各项指标保持平稳增长。2023 年，个人订阅业务 ARPU 为 74.76 元，相比 2022 年提升 6.36 元，增长 9.30%；付费率为 13.39%，相比 2022 年提升 1.01Pcts，同比增长 8.14%；PC 端月活设备数为 2.65 亿，同比增长 9.5%。

### 3.2 运营端：会员体系再次调整，提价效果未完全兑现

公司曾在 2023 年推出新会员体系，2024 年 3 月又开始对 WPS AI 会员价格进行灰度测算，会员体系再次升级。2023 年 4 月 17 日，公司发布新会员体系，原有会员体系合并成为 WPS 超级会员基础套餐（148 元/年）和 WPS 超级会员 Pro 套餐（248 元/每年）。

2024 年 3 月，WPS 对部分用户开启灰度测算，按照当前已公布的测试价格，新的会员体系包括了超级会员、WPS AI 会员和 WPS 大会员，三种会员分别定价：148 元/年、248 元/年、348 元/年。超级会员包含原有的 WPS 会员和稻壳会员权益，WPS AI 会员包括 AI 内容创作等 10 多项权益，WPS 大会员则融合了超级会员和 WPS AI 会员。

图27：WPS 新会员体系



资料来源：WPS 产品、浙商证券研究所

新会员体系和旧会员体系相比，整体上权益功能更丰富，价格更高。预计新会员体系更丰富的功能会对 ARPU 提升有积极影响。目前仍处于会员推广的过渡期，新会员体系对于 ARPU 的提升作用有望逐渐兑现。

待推广过渡期结束后，更多老会员在续费时可能会迁移到新会员体系，ARPU 仍有较大的提升空间。会员体系升级，叠加 WPS AI 商业化，个人订阅业务的付费率和 ARPU 有望被提升。

## 4 财务分析与估值

### 4.1 财务分析

**营收稳定增长，2024Q1 业绩高增。**2017-2023 年公司营收 CAGR 为 34.98%，持续高速增长；2023 年全年实现营业收入 45.56 亿元，同比增长 17.27%；归母净利润 13.18 亿元，同比增长 17.92%。2024Q1 实现营收 12.25 亿元，同比增 16.54%，延续了之前的增长趋势。利润端实现高增长，归母净利润 3.67 亿元，同比增长 37.31%。

图28：营业收入(2017Y-2024Q1)



图29：归母净利润(2017Y-2024Q1)



资料来源：公司财报、浙商证券研究所

资料来源：公司财报、浙商证券研究所

**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、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。

根据公司公告计算，2023 年订阅业务合计 36.11 亿元，同比增长 31.66%，占总营收比超过 79%，是驱动整体营收增长的主要动力。个人订阅业务在 2020-2023 年之间的复合增长率为 37.64%，机构订阅业务在 2020-2023 年之间的复合增长率为 38.20%，均处于高速增长态势。

图30：个人订阅业务收入情况（2020Y-2024Q1）



图31：机构订阅业务收入情况（2020Y-2024Q1）



资料来源：公司财报、浙商证券研究所

资料来源：公司财报、浙商证券研究所

盈利能力稳定，费用率整体呈下降趋势。2016-2023 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。2024 年一季度，公司净利率提升至 29.95%，销售/管理/研发费用率合计 59.87%，费用率呈现下降趋势。

图32: 公司近年来净利率和毛利率情况 (2019-2024Q1)



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图33: 公司近年来费用率情况(2019-2024Q1)



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

## 4.2 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，乡县机关及事业单位完成基础软件的国产替代是必然要求。我们预计 2024-2026 年机构授权业务收入为 7.32/8.25/9.26 亿元，增速为 12%/13%/12%;

**机构订阅:** 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，WPS 365 产品的推广提升客户价值空间，我们预计 2024-2026 年机构订阅收入为 12.45/16.18/21.29 亿元，增速为 30%/30%/32%;

**个人订阅:** C 端月活仍有较大提升空间，2023 年已经推出新的会员体系，WPS AI 商业化在即，未来有望迎来付费率和客单价双重提升。我们预计 2024-2026 年个人订阅收入为 35.23/47.11 亿/60.49 元，增速为 33%/34%/28%。

**海外及其他业务:** 国内广告业务已在 2023 年底宣布停止，海外业务平稳增长，预计 2024-2026 年互联网及海外业务的收入为 2.65/2.97/3.41 亿元，增速为 -8%/12%/15%。

表12: 金山办公收入预测表(百万元)

	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	4556	5765	7451	9445
yoy	17%	27%	29%	27%
<b>机构授权</b>	655	732	825	926
yoy	-22%	12%	13%	12%
<b>机构订阅</b>	957	1245	1618	2129
yoy	38%	30%	30%	32%
<b>个人订阅</b>	2653	3523	4711	6049
yoy	29%	33%	34%	28%
<b>海外及其他</b>	288	265	297	341
yoy	-6%	-8%	12%	15%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

我们选取同为 AI 应用龙头的科大讯飞、万兴科技作为可比公司, 2024 年可比公司一致预期 PE 均值为 103, 作为国内办公软件龙头厂商, 有望引领 AI+办公智能化。按照可比公司 PE 均值对公司进行估值, 对应目标市值 1724 亿元, 维持“买入”评级。

表13: 可比公司估值(估值日期 2024/5/17)

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	EPS				PE		
			EPS(TTM)	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2025E
002230.SZ	科大讯飞	1,000	0.18	0.38	0.52	0.65	114	84	66
300624.SZ	万兴科技	116	0.66	0.92	1.25	1.58	92	67	53
均值							103	76	60
688111.SH	金山办公	1,298	3.07	3.64	4.72	6.03	77	60	47

资料来源: 可比公司数据来自 Wind 一致预期, 浙商证券研究所

## 5 风险提示

**产品假设与实际情况的差异:** 收入测算的产品定价和付费率均为假设情况, 与产品商业化后的实际数据可能会有偏差。

**AI 产品商业化不及预期:** 目前 WPS AI 产品仍在研发内测阶段, 可能会出现产品推广进度不及预期的情况;

**下游客户 IT 支出不及预期:** 政企客户的对于 IT 服务的采购支出可能会受到外部因素影响。

**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)	2023	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	10147	12031	14493	17527
现金	3478	7130	8863	11302
交易性金融资产	2571	2571	2571	2571
应收账款	569	738	956	1193
其它应收款	50	55	68	93
预付账款	22	38	44	52
存货	1	3	3	3
其他	3456	1496	1988	2313
<b>非流动资产</b>	3827	3341	3521	3699
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	1094	1098	1098	1098
固定资产	69	131	190	251
无形资产	87	73	41	12
在建工程	248	265	300	325
其他	2329	1774	1893	2013
<b>资产总计</b>	13974	15372	18014	21226
<b>流动负债</b>	3154	3115	3522	3919
短期借款	0	0	0	0
应付款项	453	466	615	779
预收账款	0	0	0	0
其他	2700	2648	2907	3140
<b>非流动负债</b>	801	562	624	662
长期借款	0	0	0	0
其他	801	562	624	662
<b>负债合计</b>	3954	3677	4146	4581
少数股东权益	71	67	61	54
归属母公司股东权	9949	11628	13807	16590
<b>负债和股东权益</b>	13974	15372	18014	21226

### 现金流量表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	2058	2681	1627	2352
净利润	1314	1675	2174	2777
折旧摊销	80	36	43	47
财务费用	(95)	(77)	(117)	(148)
投资损失	(219)	(219)	(219)	(219)
营运资金变动	(935)	958	(195)	(29)
其它	1912	308	(58)	(74)
<b>投资活动现金流</b>	(5210)	884	(14)	(56)
资本支出	(114)	(85)	(105)	(101)
长期投资	(650)	(4)	0	0
其他	(4446)	973	91	45
<b>筹资活动现金流</b>	(385)	88	120	143
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(385)	88	120	143
<b>现金净增加额</b>	(3537)	3652	1732	2439

### 利润表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	4556	5765	7451	9445
营业成本	670	824	1043	1275
营业税金及附加	37	53	66	83
营业费用	967	1199	1512	1889
管理费用	444	548	685	850
研发费用	1472	1845	2347	2928
财务费用	(95)	(77)	(117)	(148)
资产减值损失	23	(9)	(7)	8
公允价值变动损益	(3)	(3)	(3)	(3)
投资净收益	219	219	219	219
其他经营收益	147	177	167	164
<b>营业利润</b>	1401	1775	2306	2941
营业外收支	(11)	(11)	(11)	(11)
<b>利润总额</b>	1390	1764	2295	2931
所得税	75	89	121	154
<b>净利润</b>	1314	1675	2174	2777
少数股东损益	(3)	(4)	(5)	(7)
<b>归属母公司净利润</b>	1318	1679	2179	2783
EBITDA	1418	1723	2220	2828
EPS (最新摊薄)	2.85	3.64	4.72	6.03

### 主要财务比率

	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入	17.27%	26.53%	29.24%	26.77%
营业利润	12.33%	26.71%	29.92%	27.57%
归属母公司净利润	17.92%	27.41%	29.78%	27.74%
<b>获利能力</b>				
毛利率	85.30%	85.70%	86.00%	86.50%
净利率	28.85%	29.05%	29.17%	29.40%
ROE	14.01%	15.46%	17.05%	18.24%
ROIC	11.83%	13.17%	14.32%	15.31%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	28.30%	23.92%	23.01%	21.58%
净负债比率	0.93%	1.29%	1.21%	0.98%
流动比率	3.22	3.86	4.12	4.47
速动比率	3.22	3.86	4.11	4.47
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.35	0.39	0.45	0.48
应收账款周转率	8.57	8.92	8.95	8.89
应付账款周转率	1.76	1.79	1.93	1.83
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	2.85	3.64	4.72	6.03
每股经营现金	4.46	5.80	3.52	5.09
每股净资产	21.55	25.18	29.90	35.92
<b>估值比率</b>				
P/E	98.51	77.31	59.57	46.64
P/B	13.04	11.16	9.40	7.82
EV/EBITDA	99.27	70.05	53.62	41.23

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>