

研究所

证券分析师：

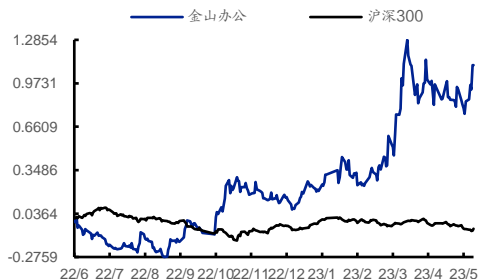
刘熹 S0350523040001

liux10@ghzq.com.cn

## Copilot 定价涨幅 40%+, WPS ALL in AI

### ——金山办公（688111）点评报告

最近一年走势



相对沪深 300 表现

2023/06/02

表现	1M	3M	12M
金山办公	7.0%	54.2%	124.0%
沪深 300	-4.2%	-6.2%	-5.6%

市场数据

2023/06/02

当前价格 (元)	471.00
52 周价格区间 (元)	159.00-524.26
总市值 (百万)	217,373.78
流通市值 (百万)	217,373.78
总股本 (万股)	46,151.55
流通股本 (万股)	46,151.55
日均成交额 (百万)	1,744.62
近一月换手 (%)	2.46

《——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

#### 事件：

微软 Office 365 Copilot 在多家大客户试点应用，提价幅度明显，Copilot 应用或将提速。2023 年，金山办公开启全面 AI 转型，WPS AI 进展有望超预期，进一步打开市场空间。

#### 投资要点：

##### ■ 微软 Office 365 Copilot 扩大试用范围，探索定价模式

据 The Information 报道，微软 600 多家大客户（美国银行、沃尔玛、福特和埃森哲等）将试用 Microsoft Office 365 中的人工智能功能，包括自动在 Word 文档中撰写文字和自动创建 PPT 等增值功能。其中，至少已有 100 家客户已经额外分别为 1000 个订阅账户支付了 10 万美元的年费（100 美元/年/账号），该价格对比经典版本至少提升 40%。预计，微软接下来将试点范围再扩大数百家公司。

微软在探索 AI 功能广泛应用时的两种潜在定价模式：1) 将 AI 功能作为基本的 Office 订阅的附加功能来收费，2) 将 AI 功能添加到所有企业用户的 Office 中，在客户更新订阅计划时全面提高所有订阅的价格。

##### ■ 金山办公 ALL in AI，做大模型的应用者

2023 年年初，金山办公决定彻底转型 AI，凡是跟 AI 无关的业务都要砍掉。公司 CEO 章庆元表示，公司将保持 Office 核心竞争力，做大模型的应用者，把金山办公的 API 架构定为核心战略。公司 AI 团队主要负责两方面：1) 积极学习各大模型。2) 做「分诊台」小模型，比如根据用户的场景、需求，给它匹配最适合的大模型，从而实现分流。

##### ■ WPS AI 锚定三大战略方向，接入公司全线产品

金山办公 WPS AI 于 4 月 18 日正式发布，最先应用于在线内容协作编辑工具“轻文档”。5 月 16 日，公司宣布 WPS AI 将把大模型能力嵌入四大组件：表格、文字、演示、PDF，支持桌面电脑和移动设备。目前，WPS AI 未来将锚定 AIGC、阅读理解和问答、人

机交互三个战略方向发展，并接入金山办公全线产品。

- **盈利预测和投资评级：**公司是我国 Office 龙头，将受益于 AIGC 赋能和会员体系的优化升级。我们预计 2023-2025 年归母净利润分别为 16.53/22.92/29.85 亿元，EPS 分别为 3.58/4.97/6.47 元/股，当前股价对应 PE 分别为 131.48/94.83/72.83X，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	5103	6843	8951
增长率（%）	18	31	34	31
归母净利润（百万元）	1118	1653	2292	2985
增长率（%）	7	48	39	30
摊薄每股收益（元）	2.42	3.58	4.97	6.47
ROE（%）	13	16	18	19
P/E	109.29	131.48	94.83	72.83
P/B	13.98	20.95	17.16	13.89
P/S	31.40	42.60	31.77	24.28
EV/EBITDA	111.60	145.20	104.67	81.67

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：金山办公盈利预测表

证券代码:	688111				股价:	471.00				投资评级:	买入				日期:	2023/06/02			
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E										
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>														
ROE	13%	16%	18%	19%	EPS	2.42	3.58	4.97	6.47										
毛利率	85%	86%	87%	87%	BVPS	18.92	22.49	27.45	33.92										
期间费率	31%	29%	29%	29%	<b>估值</b>														
销售净利率	29%	32%	34%	33%	P/E	109.29	131.48	94.83	72.83										
<b>成长能力</b>					P/B	13.98	20.95	17.16	13.89										
收入增长率	18%	31%	34%	31%	P/S	31.40	42.60	31.77	24.28										
利润增长率	7%	48%	39%	30%															
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>										
总资产周转率	0.32	0.36	0.39	0.41	营业收入	3885	5103	6843	8951										
应收账款周转率	7.82	6.99	7.67	7.20	营业成本	583	691	885	1172										
存货周转率	3354.98	1335.20	3439.12	1471.82	营业税金及附加	35	51	68	86										
<b>偿债能力</b>					销售费用	818	1072	1423	1871										
资产负债率	27%	27%	27%	28%	管理费用	392	499	671	877										
流动比	3.55	3.50	3.44	3.36	财务费用	-13	-105	-130	-171										
速动比	3.18	3.18	3.19	3.16	其他费用/(-收入)	1331	1739	2324	3043										
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营业利润	1197	1770	2459	3198										
现金及现金等价物	8208	9874	12599	16131	营业外净收支	2	0	0	0										
应收款项	500	735	899	1254	利润总额	1198	1770	2458	3199										
存货净额	1	4	2	6	所得税费用	67	90	124	168										
其他流动资产	1066	1124	1107	1197	净利润	1131	1680	2334	3030										
<b>流动资产合计</b>	<b>9775</b>	<b>11738</b>	<b>14607</b>	<b>18588</b>	少数股东损益	13	26	42	46										
固定资产	82	66	35	6	归属于母公司净利润	1118	1653	2292	2985										
在建工程	121	181	271	347	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>										
无形资产及其他	1635	1710	1744	1798	经营活动现金流	1603	1763	2721	3320										
长期股权投资	444	648	911	1144	净利润	1118	1653	2292	2985										
<b>资产总计</b>	<b>12058</b>	<b>14344</b>	<b>17569</b>	<b>21884</b>	少数股东权益	13	26	42	46										
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	130	137	145	146										
应付款项	306	285	487	525	公允价值变动	30	0	0	0										
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	607	310	746	837										
其他流动负债	2444	3072	3760	5007	投资活动现金流	4502	-97	3	213										
<b>流动负债合计</b>	<b>2750</b>	<b>3356</b>	<b>4247</b>	<b>5532</b>	资本支出	-176	-256	-238	-246										
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	4444	-204	-263	-233										
其他长期负债	509	509	509	509	其他	233	363	504	693										
<b>长期负债合计</b>	<b>509</b>	<b>509</b>	<b>509</b>	<b>509</b>	筹资活动现金流	-354	0	0	0										
<b>负债合计</b>	<b>3259</b>	<b>3865</b>	<b>4757</b>	<b>6041</b>	债务融资	0	0	0	0										
股本	461	461	461	461	权益融资	10	0	0	0										
股东权益	8798	10478	12812	15843	其它	-364	0	0	0										
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>12058</b>	<b>14344</b>	<b>17569</b>	<b>21884</b>	现金净增加额	5762	1667	2724	3533										

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【计算机小组介绍】

刘熹，计算机行业首席分析师，上海交通大学硕士，多年计算机行业研究经验，2021年新浪财经金麒麟新锐分析师（计算机行业）第三名主要成员。主要研究 AI、数据要素、信创、网络安全、工业软件、智能网联、云计算、地理信息化等赛道。

## 【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，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。