

WPS AI 以及会员体系改革或将打开公司市值增长空间

证券研究报告

2023年06月07日

金山办公 (688111.SH) 跟踪报告

核心结论

事件：根据国外科技媒体 The Information 报道，微软 Office 365 Copilot 正在扩大试点，或涨价 40%。

WPS 对标海外办公 AI 类产品价格拥有绝对价格优势。我们看到 office 个人版定价为 398 元/年，专门做 PPT 和文稿 AI 的软件价格更高，Gamma Pro 版定价为 10 美元/月，全年为 120 美元/年，而 notion 则为 96 美元/年，都要贵于 WPS，WPS 会员体系改变后，超级会员定价为 148 元/年，超级会员 Pro 为 248 元/年，另外推出单项权益包，售价 69 元/年起。

考虑到 WPS AI 未来付费情况以及提价带来的业务增量，我们认为会打开公司市值增长空间。我们通过金山办公 2022 年年报数据，1) 安全边际：信创估值+会员体系提价估值 (DCF 估值体系下远期折现) =1518 亿。对其个人订阅业务进行假设拆分，中性条件下，假设 80% 的人会选择付费稻壳/WPS 会员，20% 会选择超级会员，同时我们认为一般愿意购买超级会员的客户更倾向购买长期会员。以此为基础 23 年公司对会员体系进行调整，原先 89 元/年、179 元/年升级为超级会员 148 元/年和超级会员 pro248 元/年，并提供单项权益包 69 元/年，同时我们认为套餐体系价格的提升将会带动公司 ARPU 值提升，同时单项权益包将会进一步提升公司的付费转化率，此算法下，会员体系提价会为公司带来 60 亿+市值增量。2) AI 弹性：目前看 10 倍 PS 和 20 倍估值下分别可以为公司贡献 684 和 1368 亿市值。WPS AI 付费后，我们参考 office 和海外文稿 AI 产品 notion AI 定价，并参考金山历史付费情况做假设，中性条件下 2028 年公司 AI 收入可以达到 68.41 亿元，给予 PS10、20 倍分别可以贡献 684.1 和 1368 亿。

投资建议：我们预计公司 23-25 年归母净利润分别为 14.78、19.82、27.33 亿元，看好今年信创预期以及公司在 AI 领域的布局，维持“买入”评级。

风险提示：公司业务拓展不及预期；市场竞争加剧风险。

核心数据

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元) | 3,280 | 3,885 | 5,167 | 6,701 | 8,595 |
| 增长率 | 45.1% | 18.4% | 33.0% | 29.7% | 28.2% |
| 归母净利润 (百万元) | 1,041 | 1,118 | 1,478 | 1,982 | 2,733 |
| 增长率 | 18.6% | 7.3% | 32.3% | 34.0% | 37.9% |
| 每股收益 (EPS) | 2.26 | 2.42 | 3.20 | 4.29 | 5.92 |
| 市盈率 (P/E) | 199.5 | 185.8 | 140.5 | 104.8 | 76.0 |
| 市净率 (P/B) | 26.9 | 23.8 | 20.4 | 17.0 | 13.9 |

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

1 | 请务必仔细阅读报告尾部的投资评级说明和声明

公司评级

买入

股票代码

688111.SH

前次评级

买入

评级变动

维持

当前价格

450

近一年股价走势



分析师

邢开允 S0800519070001

13072123839

xingkaiyun@research.xbmail.com.cn

赵宇阳 S0800522090002

13072123839

zhaoyuyang@research.xbmail.com.cn

相关研究

金山办公：WPS AI 功能进一步完善，会员体系升级有望抬升 ARPU 值—金山办公 (688111.SH) 跟踪报告 2023-05-25

金山办公：公司订阅业务持续推进，全力推进 AI 新技术在应用层面落地—金山办公 (688111.SH) 跟踪报告 2023-04-23

金山办公：订阅制转型稳步推进，授权业务逐步回暖—金山办公 (688111.SH) 点评报告 2022-10-27

索引

内容目录

| | |
|-----------------------------------|---|
| 一、会员体系提价+Wps AI 有望打开公司市值增长空间..... | 3 |
| 二、风险提示..... | 5 |

图表目录

| | |
|----------------------------|---|
| 表 1: 部分海外办公 AI 类产品对比 | 3 |
| 表 2: 远期空间测算..... | 4 |
| 表 3: WPS AI 收入假设..... | 5 |

一、会员体系提价+Wps AI有望打开公司市值增长空间

WPS 对标海外办公 AI 类产品价格拥有绝对价格优势。我们看到 office 个人版定价为 398 元/年，专门做 PPT 和文稿 AI 的软件价格更高，Gamma Pro 版定价为 10 美元/月，全年为 120 美元/年，而 notion 则为 96 美元/年，都要贵于 WPS，WPS 会员体系改变后，超级会员定价为 148 元/年，超级会员 Pro 为 248 元/年，另外推出单项权益包，售价 69 元/年起。

表 1：部分海外办公 AI 类产品对比

| | 套餐类型 | 价格 | 功能内容对比 |
|---------------------|------------------|--|--|
| Microsoft 365 商业国际版 | 基础版 | 45 元/月 | 仅限 Web 和移动版 Microsoft 365 应用；与多达 300 名与会者聊天、通话、会面；每位用户 1 TB 的云存储空间；企业级电子邮件；标准安全性；随时提供电话和 Web 支持。 |
| | 标准版 | 90 元/月 | 具有高级功能的桌面版 Microsoft 365 应用、轻松举办网络研讨会、与会者注册和报告工具、管理客户约会。 |
| | 高级版 | 159 元/月 | 具有高级功能的桌面版 Microsoft 365 应用、轻松举办网络研讨会、与会者注册和报告工具、管理客户约会。 |
| | 应用版 | 60 元/月 | 具有高级功能的桌面版 Microsoft 365 应用、每位用户 1 TB 的云存储空间、标准安全性、随时提供电话和 Web 支持。 |
| Microsoft365 | 家庭版 | 498 元/年 | 供 1-6 人共享使用。每人可在最多 5 台设备商同时使用。适用于 PC、mac、iPhone、iPad 以及 Android 手机和平板电脑。高达 6TB 云存储空间（每人 1TB）。在 family safety 移动应用中提供额外的功能。 |
| | 个人版 | 50 元/月 | 供 1 人使用。最多可在 5 台设备商同时使用。适用于 PC、mac、iPhone、iPad 以及 Android 手机和平板电脑、1TB 云存储空间。 |
| | Starter 版 | 0 美元每月 | 无限用户、400 个 AI 套牌积分、基本分析、7 天更改历史记录、可定制的主题、内置模板、PDF 导出、文件夹。 |
| Gamma | Pro 版（有无限 AI 功能） | 10 美元/月（目前免费试用） | 无限的 AI 积分、删除“伽玛制造”徽章、高级分析、高级主题定制、无限的更改历史记录、高级权限（即将推出）、内容库（即将推出）。 |
| | 免费版 | 0 美元每月 | 协作工作区、与 Slack、GitHub 等集成、基本页面分析、7 天的页面历史、邀请 10 位客人。 |
| notion | Pro 版 | 8 美元/月 | 团队无限制区块、无限的文件上传、30 天的页面历史、邀请 100 位客人。 |
| | 商业版 | 15 美元/月 | SAML SSO、私人团队空间、批量输出 PDF、高级页面分析、90 天的页面历史、邀请 250 名客人。 |
| | AI 附加功能 | 添加到任何付费计划，每个会员 8 美元/月。若按年、按月计费 and 免费版本计划，则每个会员 10 美元/月。 | —— |

资料来源：各公司官网、西部证券研发中心

考虑到 WPS AI 未来付费情况以及提价带来的业务增量，我们认为会打开公司市值增长空间。我们通过金山办公 2022 年年报数据，1)安全边际:信创估值+会员体系提价估值(DCF 估值体系下远期折现)=1518 亿元。对其个人订阅业务进行假设拆分，中性条件下，假设

3 | 请务必仔细阅读报告尾部的投资评级说明和声明

80%的人会选择付费稻壳/WPS会员，20%会选择超级会员，同时我们认为一般愿意购买超级会员的客户更倾向购买长期会员。以此为基础23年公司对会员体系进行调整，原先89元/年、179元/年升级为超级会员148元/年和超级会员pro248元/年，并提供单项权益包69元/年，同时我们认为套餐体系价格的提升将会带动公司ARPU值提升，同时单项权益包将会进一步提升公司的付费转化率，此算法下，会员体系提价会为公司带来60亿元+市值增量。2) AI弹性：目前看10倍PS和20倍估值下分别可以为公司贡献684和1368亿元市值。WPS AI付费后，我们参考office和海外文稿AI产品notion AI定价，并参考金山历史付费情况做假设，中性条件下2028年公司AI收入可以达到68.41亿元，给予PS10、20倍分别可以贡献684.1和1368亿元，考虑到AI技术和功能的持续迭代演进，我们认为基于当前技术和产品力所做的假设，只是金山办公受益AI浪潮的开始。

表2：远期空间测算

| 单位：亿元 | T1 | T0 |
|-------------|----------------|---------------|
| B 订阅收入 | 24.70 | 23.53 |
| B 端年收入 | 104.76 | 99.77 |
| C 端订阅收入 | 74.71 | 71.15 |
| 收入合计 | 179.47 | 170.92 |
| B 订阅成本 | 4.94 | 4.71 |
| 授权成本 | 2.40 | 2.29 |
| C 订阅成本 | 7.47 | 7.12 |
| 毛利润 | 164.66 | 156.82 |
| 毛利率 | 91.75% | 91.75% |
| 研发费用 | 62.81 | 51.28 |
| 销售费用-B | 23.05 | 21.95 |
| 其他费用 | 12.56 | 11.96 |
| 税前利润 | 66.23 | 83.59 |
| 净利润 | 64.99 | 82.02 |
| 净利润率 | 36% | 48% |
| 应收款 | 26 | 25 |
| 应收/B 端收入 | 25% | 25% |
| 应付款 | 3 | 3 |
| 应付款/成本 | 20% | 20% |
| 预收款 | 49.71 | 47 |
| 预收款/订阅收入 | 50% | 50% |
| 营运资产 | -26 | -25 |
| 营运资产变动 | -1.26 | |
| FCFF | 63.73 | |
| WACC | 0.06 | |
| 增长率 | 0.03 | |
| 折现值 | 2051.19 | |
| 现值 | 1518.39 | |

资料来源：公司财报、西部证券研发中心测算

表 3: WPS AI 收入假设

| | 乐观 | 中性 | 谨慎 |
|--------------------|---------|---------|---------|
| WPS AI 单价 (元/年) | 354.24 | 236.16 | 177.12 |
| office/wps (付费价格比) | 2 | 3.00 | 4 |
| office AI (元/月) | 59.04 | 59.04 | 59.04 |
| 付费用户数 (万) | 9656.45 | 9656.45 | 9656.45 |
| 总付费 (亿元) | 119.72 | 68.41 | 42.76 |

资料来源: 公司官网、西部证券研发中心测算

二、风险提示

公司业务拓展不及预期; 市场竞争加剧风险。

财务报表预测和估值数据汇总

| 资产负债表 (百万元) | | | | | | 利润表 (百万元) | | | | | |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 现金及现金等价物 | 1,254 | 7,015 | 4,478 | 6,564 | 9,423 | 营业收入 | 3,280 | 3,885 | 5,167 | 6,701 | 8,595 |
| 应收款项 | 479 | 557 | 849 | 981 | 1,228 | 营业成本 | 429 | 583 | 723 | 871 | 1,031 |
| 存货净额 | 2 | 1 | 3 | 3 | 3 | 营业税金及附加 | 35 | 35 | 51 | 66 | 82 |
| 其他流动资产 | 6,959 | 2,202 | 7,000 | 7,300 | 7,700 | 销售费用 | 695 | 818 | 1,085 | 1,340 | 1,633 |
| 流动资产合计 | 8,694 | 9,775 | 12,330 | 14,848 | 18,355 | 管理费用 | 1,408 | 1,723 | 2,207 | 2,781 | 3,438 |
| 固定资产及在建工程 | 88 | 203 | 202 | 203 | 196 | 财务费用 | (17) | (13) | (82) | (79) | (116) |
| 长期股权投资 | 123 | 444 | 444 | 444 | 444 | 其他费用/(-收入) | (391) | (458) | (400) | (404) | (403) |
| 无形资产 | 118 | 102 | 112 | 114 | 104 | 营业利润 | 1,121 | 1,197 | 1,583 | 2,126 | 2,929 |
| 其他非流动资产 | 1,402 | 1,533 | 1,073 | 1,334 | 1,303 | 营业外净收支 | (3) | 2 | (0) | (0) | 0 |
| 非流动资产合计 | 1,732 | 2,282 | 1,832 | 2,095 | 2,048 | 利润总额 | 1,119 | 1,198 | 1,583 | 2,125 | 2,929 |
| 资产总计 | 10,426 | 12,058 | 14,162 | 16,943 | 20,403 | 所得税费用 | 50 | 67 | 81 | 108 | 154 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 净利润 | 1,069 | 1,131 | 1,502 | 2,018 | 2,775 |
| 应付款项 | 2,179 | 2,641 | 3,421 | 4,116 | 4,788 | 少数股东损益 | 28 | 13 | 24 | 36 | 42 |
| 其他流动负债 | 88 | 109 | 84 | 94 | 96 | 归属于母公司净利润 | 1,041 | 1,118 | 1,478 | 1,982 | 2,733 |
| 流动负债合计 | 2,268 | 2,750 | 3,504 | 4,210 | 4,883 | 财务指标 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 长期借款及应付债券 | 47 | 52 | 33 | 44 | 43 | 盈利能力 | | | | | |
| 其他长期负债 | 331 | 457 | 324 | 371 | 384 | ROE | 14.3% | 13.6% | 15.6% | 17.7% | 20.2% |
| 长期负债合计 | 378 | 509 | 357 | 414 | 427 | 毛利率 | 86.9% | 85.0% | 86.0% | 87.0% | 88.0% |
| 负债合计 | 2,645 | 3,259 | 3,861 | 4,625 | 5,310 | 营业利润率 | 34.2% | 30.8% | 30.6% | 31.7% | 34.1% |
| 股本 | 461 | 461 | 462 | 462 | 462 | 销售净利率 | 32.6% | 29.1% | 29.1% | 30.1% | 32.3% |
| 股东权益 | 7,780 | 8,798 | 10,301 | 12,318 | 15,093 | 成长能力 | | | | | |
| 负债和股东权益总计 | 10,426 | 12,058 | 14,162 | 16,943 | 20,403 | 营业收入增长率 | 45.1% | 18.4% | 33.0% | 29.7% | 28.2% |
| | | | | | | 营业利润增长率 | 19.9% | 6.7% | 32.3% | 34.3% | 37.8% |
| | | | | | | 归母净利润增长率 | 18.6% | 7.3% | 32.3% | 34.0% | 37.9% |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | | | | | | 资产负债率 | 25.4% | 27.0% | 27.3% | 27.3% | 26.0% |
| | | | | | | 流动比 | 3.83 | 3.55 | 3.52 | 3.53 | 3.76 |
| | | | | | | 速动比 | 3.83 | 3.55 | 3.52 | 3.53 | 3.76 |
| | | | | | | 每股指标与估值 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| | | | | | | 每股指标 | | | | | |
| | | | | | | EPS | 2.26 | 2.42 | 3.20 | 4.29 | 5.92 |
| | | | | | | BVPS | 16.73 | 18.90 | 22.11 | 26.40 | 32.32 |
| | | | | | | 估值 | | | | | |
| | | | | | | P/E | 199.5 | 185.8 | 140.5 | 104.8 | 76.0 |
| | | | | | | P/B | 26.9 | 23.8 | 20.4 | 17.0 | 13.9 |
| | | | | | | P/S | 63.3 | 53.5 | 40.2 | 31.0 | 24.2 |

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

西部证券—投资评级说明

| | |
|------|--|
| 行业评级 | 超配: 行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过市场基准指数 10%以上 |
| | 中配: 行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于市场基准指数-10%到 10%之间 |
| | 低配: 行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过市场基准指数 10%以上 |
| 公司评级 | 买入: 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上 |
| | 增持: 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间 |
| | 中性: 公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5% |
| | 卖出: 公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5% |

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

本人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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

联系地址

联系地址：上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层

北京市西城区丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 513 室

深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话：021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议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客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。