

全新会员体系与 WPS AI 发布，付费率与 ARPU 值预期双升

金山办公 (688111.SH)

推荐 维持评级

核心观点:

- **事件** 公司发布 2023 年一季度报告，报告期内实现营业收入 10.51 亿元，同比增长 21.11%；实现归母净利润 2.67 亿元，同比增长 6.58%；实现扣非归母净利润 2.50 亿元，同比增长 24.37%。
- **双订阅高增长，业绩符合预期，研发高投入提升产品竞争力。** 公司发布 2023 年一季度报告，报告期内实现营业收入 10.51 亿元，同比增长 21.11%；实现归母净利润 2.67 亿元，同比增长 6.58%；实现扣非归母净利润 2.50 亿元，同比增长 24.37%，业绩符合预期；分业务来看，C 端个人办公订阅业务实现收入 5.89 亿元，同比增长 38.17%；B 端机构订阅业务实现收入 2.13 亿元，同比增长 47.28%；B 端机构授权业务实现收入 1.82 亿元，同比减少 21.43%。研发投入 3.55 亿元，同比增长 16.28%，占收入比例达到 33.78%。
- **订阅业务指标稳健增长，全新会员体系更新，增值功能提升专业领域办公用户用户体验与付费意愿。** 截至 2023 年 3 月 31 日，公司主要产品月度活跃设备数为 5.89 亿，较上年同期增长 2.97%。其中，WPS Office PC 版月度活跃设备数 2.52 亿，较上年同期增长 8.62%。个人订阅业务收入的增长主要得益于公司产品的云和协作功能与用户体验提升，会员属性持续向长周期转化。此外，公司于 2023 年 4 月 17 日更新升级全新会员体系，将原有三大会员体系合并成为 WPS 超级会员基础套餐和 WPS 超级会员 Pro 套餐：基础套餐权益与原超级会员基本一致，Pro 套餐涵盖基础套餐的所有功能权益外，还新增了教学、商用等专业权益，更能满足专业领域办公用户的需求。我们认为，新的会员体系将更好地提升专业领域用户覆盖面，提升公司产品整体 ARPU 值。
- **WPS AI 发布，AIGC 加持下公司付费率与 ARPU 值双升。** 公司积极拥抱 AIGC 全新技术，加速新技术在办公领域的应用落地。2023 年 4 月 18 日，公司宣布即将推出 WPS AI，将应用于新一代在线内容协作轻文档，能力包括：从 0 到 1 生成内容、多轮对话以修改内容、以及处理（编辑/改写/扩充）已有文档等功能，并将陆续嵌入全线产品。我们认为，AIGC 对办公产品的赋能将提升用户的使用意愿与付费意愿。AI 功能主要在云端进行推理任务，用户只能通过订阅付费方式进行获取，将进一步提升公司付费率。目前公司付费率依然较低，相较于微软 18% 左右的付费率仍有较大空间。此外，随着 AI 功能的上线，未来产品单价将进行提升，ARPU 值将得到提升。基于海外目前新增 AIGC 功能的产品提价区间在 10-20 美元/月，对比竞争对手微软来说，金山的价格优势有望进一步放大。
- **投资建议** 我们预计，公司 2023-2025 年 EPS 为 3.33/4.64/6.10，对

分析师

吴砚靖

☎: (8610) 66568589

✉: wuyanqing@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130519070001

李璐昕

☎: (021) 20252650

✉: liluxin_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130521040001

应市盈率分别为 144.24X/103.55X/78.62X，公司受益于 AIGC 与信创高景气度，看好长期发展，维持“推荐”评级。

- **风险提示** AIGC 技术带来的下游应用效果不及预期的风险；AIGC 技术研发不及预期的风险；下游需求景气度不及预期的风险；公司 SaaS 化进展不及预期的风险；信创进展不及预期的风险。

盈利预测与财务指标

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3884.96	5127.78	6818.26	9106.97
增长率	18.44%	31.99%	32.97%	33.57%
归母净利润(百万元)	1117.53	1534.97	2138.09	2816.02
增长率	7.33%	37.35%	39.29%	31.71%
每股收益 EPS(元)	2.42	3.33	4.64	6.10
PE	198.12	144.24	103.55	78.62

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

财务预测表

利润表	单位: 百万元			
	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3884.96	5127.78	6818.26	9106.97
营业成本	582.91	664.48	872.59	1152.42
营业税金及附加	34.74	50.95	67.28	87.26
营业费用	818.20	1205.03	1494.30	2018.01
管理费用	391.90	489.70	672.20	895.42
财务费用	-12.98	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-27.21	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	-29.71	0.00	0.00	0.00
投资净收益	339.24	384.27	553.17	710.66
营业利润	1196.56	1643.54	2292.91	3018.16
营业外收入	2.20	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.52	0.00	0.00	0.00
利润总额	1198.24	1643.54	2292.91	3018.16
所得税	67.32	84.00	116.00	158.83
净利润	1130.92	1559.54	2176.92	2859.32
少数股东损益	13.39	24.57	38.83	43.31
归属母公司净利润	1117.53	1534.97	2138.09	2816.02
EPS (元)	2.42	3.33	4.64	6.10

现金流量表	单位: 百万元			
	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1602.92	1525.83	2567.71	3114.83
净利润	1130.92	1559.54	2176.92	2859.32
折旧摊销	130.35	128.28	153.71	161.33
财务费用	10.33	0.00	0.00	0.00
投资损失	-339.24	-384.27	-553.17	-710.66
营运资金变动	607.05	222.27	790.26	804.83
其它	63.52	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	4501.87	-97.23	85.94	213.89
资本支出	-175.89	-333.47	-281.80	-278.64
长期投资	4444.42	-148.03	-185.43	-218.12
其他	233.35	384.27	553.17	710.66
筹资活动现金流	-354.35	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-354.35	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	5761.50	1428.60	2653.65	3328.72

基本指标	2022A	2023E	2024E	2025E
	营业收入(百万元)	3884.96	5127.78	6818.26
收入增长率%	18.44%	31.99%	32.97%	33.57%
归母净利润(百万元)	1117.53	1534.97	2138.09	2816.02
归母净利润增长率%	7.33%	37.35%	39.29%	31.71%
摊薄EPS(元)	2.42	3.33	4.64	6.10
PE	198.12	144.24	103.55	78.62

资产负债表	单位: 百万元			
	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	9775.32	11444.47	14296.25	18028.20
现金	7015.45	8444.05	11097.69	14426.42
应收账款	496.79	702.11	892.03	1237.22
其它应收款	27.09	56.49	54.64	93.79
预付账款	27.60	31.46	41.31	54.56
存货	1.16	2.78	2.39	4.44
其他	2207.24	2207.58	2208.18	2211.77
非流动资产	2282.36	2635.58	2949.10	3284.53
长期投资	444.10	592.13	777.56	995.68
固定资产	82.42	116.05	96.64	70.06
无形资产	102.29	136.39	162.17	176.90
其他	1653.55	1791.01	1912.73	2041.89
资产总计	12057.68	14080.04	17245.35	21312.73
流动负债	2750.22	3213.04	4201.44	5409.50
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	306.30	262.06	499.21	496.36
其他	2443.91	2950.98	3702.23	4913.14
非流动负债	509.07	509.07	509.07	509.07
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	208.97	509.07	509.07	509.07
负债合计	3259.29	3722.11	4710.50	5918.56
少数股东权益	74.09	98.66	137.49	180.80
归属母公司股东权益	8724.30	10259.27	12397.36	15213.37

财务比率/增长率	2022A	2023E	2024E	2025E
	营业收入	18.44%	31.99%	32.97%
营业利润	6.71%	37.36%	39.51%	31.63%
归属母公司净利润	7.33%	37.35%	39.29%	31.71%
毛利率	85.00%	87.04%	87.20%	87.35%
净利率	28.77%	29.93%	31.36%	30.92%
ROE	12.81%	14.96%	17.25%	18.51%
ROIC	9.52%	11.39%	13.04%	14.08%
资产负债率	27.03%	26.44%	27.31%	27.77%
净负债比率	37.04%	35.93%	37.58%	38.45%
流动比率	3.55	3.56	3.40	3.33
速动比率	3.18	3.24	3.15	3.14
总资产周转率	0.32	0.36	0.40	0.43
应收帐款周转率	7.82	7.30	7.64	7.36
应付帐款周转率	12.68	19.57	13.66	18.35
每股收益	2.42	3.33	4.64	6.10
每股经营现金	3.48	3.31	5.57	6.75
每股净资产	18.91	22.24	26.88	32.98
PE	198.12	144.24	103.55	78.62
PS	56.99	43.17	32.47	24.31

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

吴砚靖 TMT/科创板研究负责人

北京大学软件项目管理硕士，10年证券分析从业经验，历任中银国际证券首席分析师，国内大型知名PE机构研究部执行总经理。具备一二级市场经验，长期专注科技公司研究。

李璐昕 计算机/科创板研究员

悉尼大学硕士，2019年加入中国银河证券，主要从事计算机/科创板投资研究工作。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn