

金山办公 (688111)

金山办公的估值研究

买入 (维持)

2023年07月19日

证券分析师 王紫敬

执业证书: S0600521080005
021-60199781

wangzj@dwzq.com.cn

证券分析师 李康桥

执业证书: S0600523050004
likq@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	3,885	4,808	6,628	9,486
同比	18%	24%	38%	43%
归属母公司净利润 (百万元)	1,118	1,327	1,968	2,898
同比	7%	19%	48%	47%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	2.42	2.88	4.27	6.28
P/E (现价&最新股本摊薄)	181.39	152.77	102.98	69.95

关键词: #新产品、新技术、新客户

投资要点

- **金山办公股价复盘与空间折现法估值: 技术、政策、产品、基本面接力, 远期空间变化提升估值中枢。**技术、政策、产品、基本面的边际变化都会引起公司估值变化。本轮 AI 行情类似 2020 年底云协作行情, 远期空间 (用户数、付费转化率、ARPU) 变化影响二级市场定价。考虑公司竞争格局稳定、技术壁垒深厚、商业模式清晰、信创趋势等, 在 AI 进一步打开远期空间的前提下, 我们详细测算市值空间并折现。
- **C 端中期收入空间: 中性、乐观 162 亿~243 亿元。**1) **活跃用户数:** 保守假设 WPS PC 端活跃用户 5 年 CAGR 6%, 预计 2027 年中期 MAU 达 3.24 亿; 2) **付费用户数:** 参考爱奇艺、腾讯视频、微软 Office C 端付费用户数增长节奏, 考虑到 AI 加成下的付费渗透率提升, 预计 WPS 2027 年中性、乐观付费用户数 0.8~1 亿 (付费渗透率 25%~30%); 3) **ARPU:** 考虑到年费化、会员体系变革、AI 提价等因素 (对标微软 Copilot B 端定价 30 美元/月, 涨幅 140%~53%), 我们假设 2027 年中性、乐观 C 端 ARPU 达 200~250 元, 且 AI 预期并未打满。4) **收入:** 综上, 预计 2027 年 WPS C 端收入中性、乐观达 162 亿~243 亿元。
- **B 端中期收入空间: 中性、乐观约 60 亿~90 亿元。**1) **党政信创机构授权:** 伴随信创全面替代, 2027 年中期中性、乐观收入 24 亿~29 亿元; 2) **行业信创机构订阅:** 中期中性、乐观收入 24 亿~36 亿元 (CAGR 约 30~40%); 3) **民企市场机构订阅:** 中期中性、乐观收入 14 亿~23 亿元。4) **收入:** 综上, 预计 2027 年 B 端收入中性、乐观约 60 亿~90 亿元。
- **海外: 目前尚未纳入估值体系, AI+GDR 有望显著打开空间。**
- **市值空间: 中性、乐观 3115 亿~4624 亿元。**综上, 我们测算金山办公在 2027 年中期收入空间约 223~331 亿元, 给予 45%净利率假设, 净利润空间约 100 亿~150 亿元, 给予 2027 年 50 倍 PE, 以 10%的折现率计算到当期 2023 年, 对应市值空间约 3115 亿~4624 亿元。
- **盈利预测与投资评级:** 伴随 C 端年费化、会员体系变革、AI 提升付费率和 ARPU, B 端信创、订阅化产业趋势持续推进, 我们看好公司 AI 应用端优质资产的投资价值。考虑信创产业节奏, 调整 2023-2024 年收入至 48.08/66.28 亿 (原预测 51.27/66.38 亿), 新增 2025 年预测 94.86 亿; 调整 2023-2024 年净利润预测至 13.27/19.68 亿 (原预测 15.79/21.65 亿), 新增 2025 年净利润预测 28.98 亿。给予“买入”评级。
- **风险提示:** 产品迭代不及预期, 付费转化不及预期, 行业竞争加剧, 下游 IT 支出低于预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	433.00
一年最低/最高价	159.00/530.50
市净率(倍)	22.10
流通 A 股市值(百万元)	199,836.19
总市值(百万元)	199,836.19

基础数据

每股净资产(元,LF)	19.59
资产负债率(% ,LF)	25.19
总股本(百万股)	461.52
流通 A 股(百万股)	461.52

相关研究

《金山办公(688111): 2022 年业绩快报点评: 业绩符合预期, 机构订阅高增长》

2023-02-28

《金山办公(688111): 2022 年三季报点评: 自主可控加速推进, 双订阅制稳步增长》

2022-10-27

内容目录

1. 金山办公股价与估值复盘	5
1.1. 金山办公股价复盘：技术、政策、产品、基本面接力	5
1.2. 金山办公估值体系：在不同时期对应三类框架	5
1.3. 金山办公估值复盘（PS）	6
2. 金山办公的空间折现法估值框架	7
2.1. 金山办公的空间折现法估值框架	7
2.1.1. 远期空间估值的基本面逻辑：格局稳定、技术壁垒、商业模式清晰、信创趋势	7
2.1.2. 核心变量：用户数、付费率、ARPU	8
2.2. C端收入空间测算：中期有望达 162 亿~243 亿元	8
2.2.1. C端—活跃用户数：中期空间 3.24 亿 MAU	8
2.2.2. C端—付费用户数：中期空间 0.8~1 亿人	9
2.2.3. C端—ARPU：中期空间 200 元~250 元/人/年	12
2.2.4. C端—收入：中期空间 162~243 亿元	17
2.3. B端收入空间测算：中期有望达 60 亿~90 亿元	18
2.3.1. B端—党政信创机构授权：中期收入空间 24~29 亿元	18
2.3.2. B端—行业信创机构订阅：中期收入空间 24~36 亿元	20
2.3.3. B端—民企市场机构订阅：中期收入空间 14~23 亿元	22
2.3.4. B端整体—中期收入空间 60 亿~90 亿元	23
2.4. 海外部分：尚未被市场纳入估值体系，AI+GDR 有望显著打开空间	24
2.5. 盈利能力和估值变量：中期 45%净利率、50 倍 PE	25
2.6. 市值空间：当期折现市值空间约 3115 亿~4624 亿元	26
3. 风险提示	26

图表目录

图 1: 金山办公上市以来股价复盘 (左轴金山办公、中国软件股价, 右轴计算机指数)	5
图 2: 金山办公估值复盘 (其中收入对应当年预期, 左轴市值、右轴 PS 倍数&流通盘占比, 单位亿元)	6
图 3: 海外 SaaS 估值参考 (左轴市值、右轴 PS 倍数&流通盘占比)	7
图 4: PC 端及移动端月活跃设备数 MAD (亿)	8
图 5: 2022 年国内线上办公用户及网民基数	9
图 6: 2022-2027 年国内线上办公用户数预测 (亿)	9
图 7: WPS 付费用户数及渗透率 (亿)	10
图 8: WPS 累计年度付费个人会员及年度增长率 (万)	10
图 9: “爱优腾”用户年龄结构	10
图 10: WPS 用户年龄结构	10
图 11: 2017Q3-2023Q1 爱奇艺用户付费渗透	11
图 12: 2017Q3-2023Q1 腾讯视频用户付费渗透	11
图 13: Office365 C 端订阅用户数 (单位: 百万)	11
图 14: WPS 付费用户数预测 (亿)	12
图 15: 2021 年起加强年费化运营, WPS C 端 ARPU 每年自然增长 10%~20%	12
图 16: 2017Q2-2023Q1 爱奇艺月均会员收入 (ARM) 及总订阅会员数	14
图 17: 2020Q1-2023Q1 爱奇艺会员收入及同比 (亿元)	15
图 18: 微软 Microsoft365 商业版定价梯队, Copilot 提价幅度大超预期	15
图 19: Notion AI 定价	16
图 20: ChatGPT 付费渗透情况	16
图 21: ChatGPT 定价	16
图 22: 国内应用定价与 ARPU (元/年)	17
图 23: 海外 AI 办公应用定价与 ARPU (美元/年)	17
图 24: WPS C 端中期收入空间预测 (亿元)	17
图 25: 党政信创+行业信创替换空间 (万台/套)	18
图 26: WPS 机构授权业务收入拆分 (亿元)	19
图 27: WPS 机构授权业务销售数量 (万套)	19
图 28: WPS 机构授权业务中期收入空间测算 (亿元)	19
图 29: 金山数字办公平台产品	20
图 30: 金山办公 WPS 365 定价体系	21
图 31: 我们提出的 WPS 年场地授权付费模型	21
图 32: WPS 机构订阅业务中期收入空间测算 (亿元)	22
图 33: B 端—机构订阅—民企市场中中期空间测算	23
图 34: B 端—中期收入空间展望 (亿元)	23
图 35: 2014 年-2022 年公司海外收入 (单位: 百万元)	24
图 36: 金山办公海外 MAD (单位: 亿)	24
图 37: 2018 年-2022 年金山办公利润率	25
图 38: 微软各业务 OP Margin	25
图 39: 计算机板块估值体系	25
图 40: 金山办公 2027 年中期空间估值体系	26

表 1: WPS 会员体系变革, 最低价格、最高价格、权益种类全面提升	13
表 2: 爱奇艺定价体系变化 (元)	13

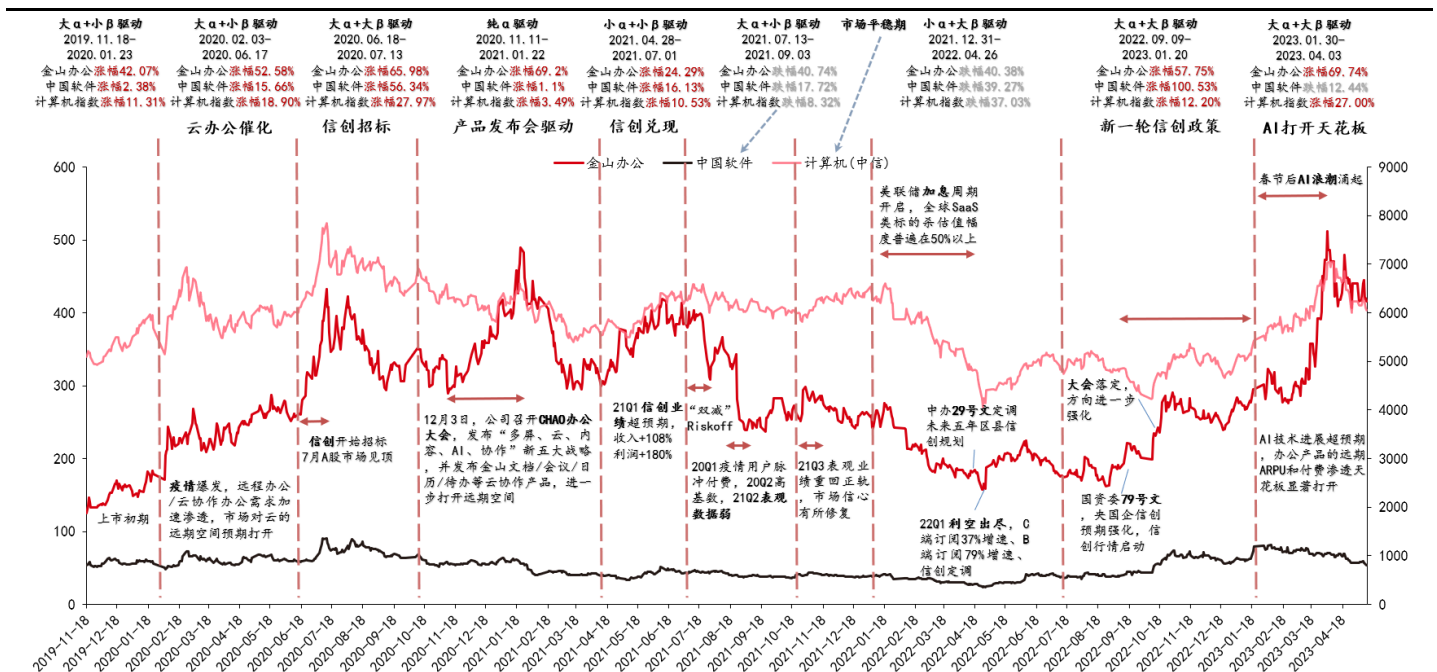
1. 金山办公股价与估值复盘

1.1. 金山办公股价复盘：技术、政策、产品、基本面接力

我们复盘了金山办公上市以来的每一轮股价变化，发现技术、政策、产品、基本面的边际变化都会引起公司估值的显著变化。

本轮 AI 行情非常类似 2020 年底的云协作行情，短期基本面预期没有发生质变，但长期空间发生重大变化，使得估值中枢显著提升。任何影响到远期空间的参数变化（用户数、付费转化率、ARPU）等，都会影响公司的二级市场定价。

图1：金山办公上市以来股价复盘（左轴金山办公、中国软件股价，右轴计算机指数）



数据来源：WIND，东吴证券研究所

1.2. 金山办公估值体系：在不同时期对应三类框架

(1) 乐观状态下：空间折现法——基于成长趋势测算中期维度市场空间及渗透情况。适用于市场情绪乐观、风险偏好高，或行业/公司发生重要变化打开远期想象空间。

典型时点 1：2020 年 6-7 月（2000+亿，云计算&信创催化），

典型时点 2：2020 年 12 月-2021 年 1 月（2200+亿，CHAO 办公大会催化），

典型时点 3：2023 年 3 月至今（2400+亿，AI 变革机遇）。

(2) 中性状态下：PS 估值——基于 SaaS 标的和信创标的的估值水平给予部分溢价。

典型时点 1：2021 年下半年；

典型时点 2：2022 年下半年等；

(3) 悲观情绪下：分部估值筑底——C端/B端云订阅业务给予PS估值，B端授权业务、广告业务给予PE估值。适用于市场情绪悲观、风险偏好低，用于确立极端情况下的底部。

典型时点：2022年4月底（700+亿，当时整体市场情绪处于冰点，且新一轮信创推进计划预期尚未明确）。

1.3. 金山办公估值复盘（PS）

金山办公历史PS水平：2020年平均59.7倍，2021年平均46.5倍，2022年平均25.5倍，2023年至今平均35倍（以交易日计）。

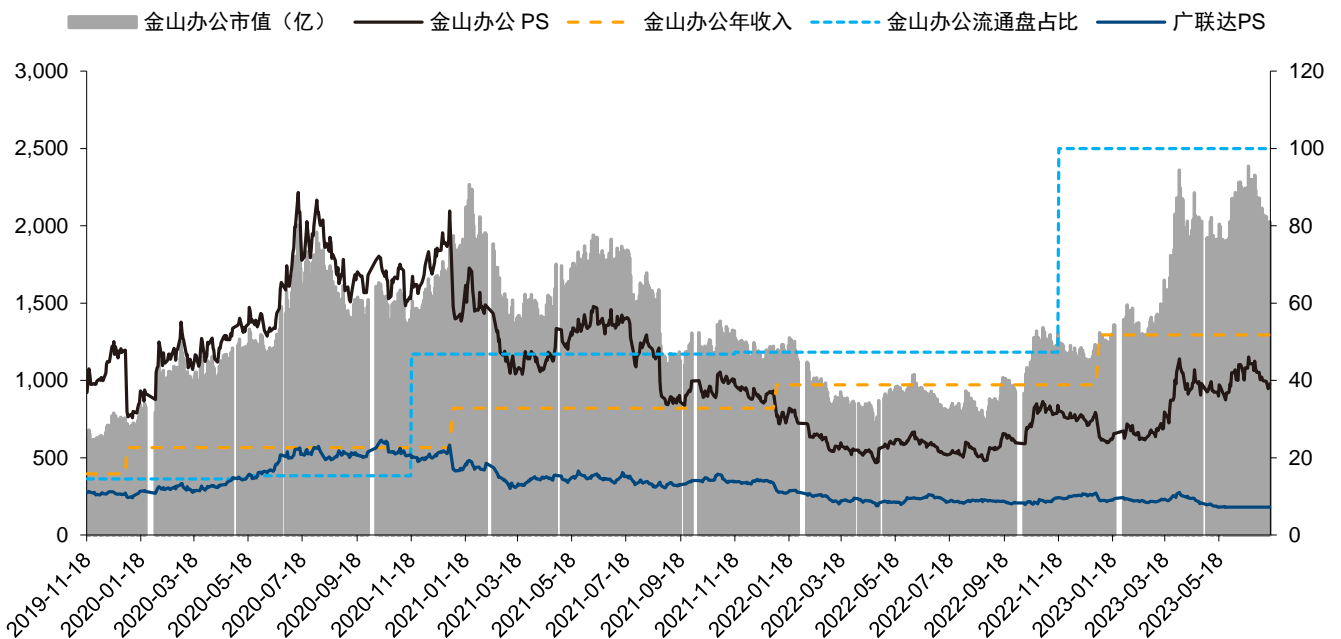
往年最高市值：2021.01.22（2267亿元），对应2021年收入69.1倍PS，流通市值占比46.82%（首批解禁2个月）。

历史最低市值（解禁后）：2022.04.26（728亿元），对应2022年收入18.8倍PS，流通市值占比47.29%（第二批解禁5个月）。

2023年至今最高市值：2023.06.20（2444亿元），参考2023年Wind一致预期收入51.8亿对应47倍PS，流通市值占比100%。

当前股价估值水平：2023.07.14（2027亿元），参考2023年一致预期收入51.8亿对应39.1倍PS，为历史最高水平的57%。

图2：金山办公估值复盘（其中收入对应当年预期，左轴市值、右轴PS倍数&流通盘占比，单位亿元）



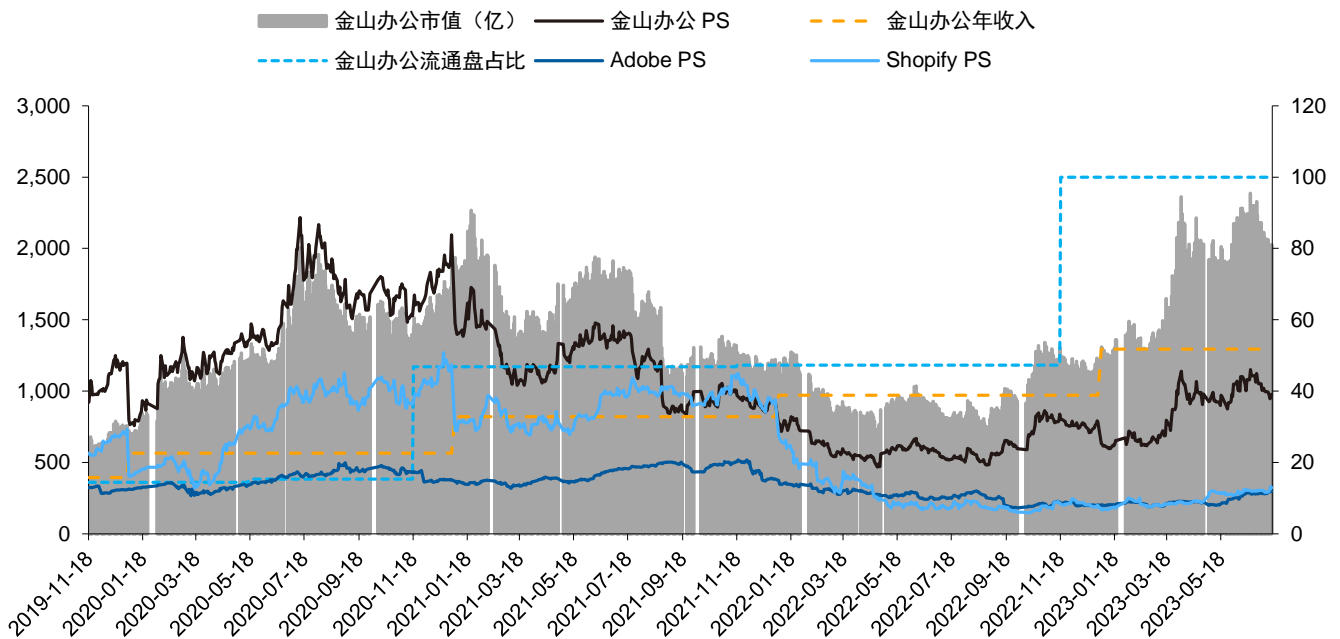
数据来源：WIND，东吴证券研究所

海外 SaaS 估值参考：SaaS 类标的估值水平受宏观流动性预期影响较大，以海外

SaaS 龙头 Adobe 为例：2021.11.19 对应 20.8 倍 PS（金山办公 38.5 倍）；2023.07.14 对应 12 倍 PS（金山办公 39 倍），Adobe 相对估值水平与 2021 年高点差距仍较大。

金山办公的估值不仅反映当年基本面的预期，同时也反映市场对其中期/终局空间的预期，本轮 AI 行情主要受后者驱动。

图3：海外 SaaS 估值参考（左轴市值、右轴 PS 倍数&流通盘占比）



数据来源：WIND，东吴证券研究所

2. 金山办公的空间折现法估值框架

2.1. 金山办公的空间折现法估值框架

2.1.1. 远期空间估值的基本面逻辑：格局稳定、技术壁垒、商业模式清晰、信创趋势

竞争格局：龙头领先优势的保持。

出于国产化/定价/本地化服务等因素，WPS 在中国市场开拓业务优势显著；办公软件极高技术壁垒，使得国内深度文档办公软件领域难以出现竞品，AI 面前强者更强。

商业模式：云订阅显著提升业务持续性和可预测性；高度产品化，盈利能力上限高。

2022 年公司 B+C 订阅业务收入占比已达 70.58%，存量用户留存+增量用户挖掘效果显著；高研发投入基础上，2020 年净利率水平一度达到 39.2%，伴随规模效应释放，净利率仍有空间。

信创趋势：新一轮党政+行业信创放量在即。

党政+重要行业 9000 万台以上 PC 及相关软硬件信创市场，以 2027 年为全面替代时间节点，WPS 在 B、G 端渗透率有望大幅提升。

2.1.2. 核心变量：用户数、付费率、ARPU

收入端：收入=用户数×付费率×ARPU。

- **用户数**：C 端活跃用户，G 端党政机关、事业单位，B 端央国企、民营企业，海外用户。
- **付费渗透率&付费用户数**：C 端：活跃用户→付费用户转化，B/G 端：商业模式年场地授权化，产品体系数字办公平台化。
- **ARPU**：会员定价体系，付费期限结构。

利润端：稳态净利率。

估值：中期/远期 PE。

折现率：2027 年空间对应当期市值。

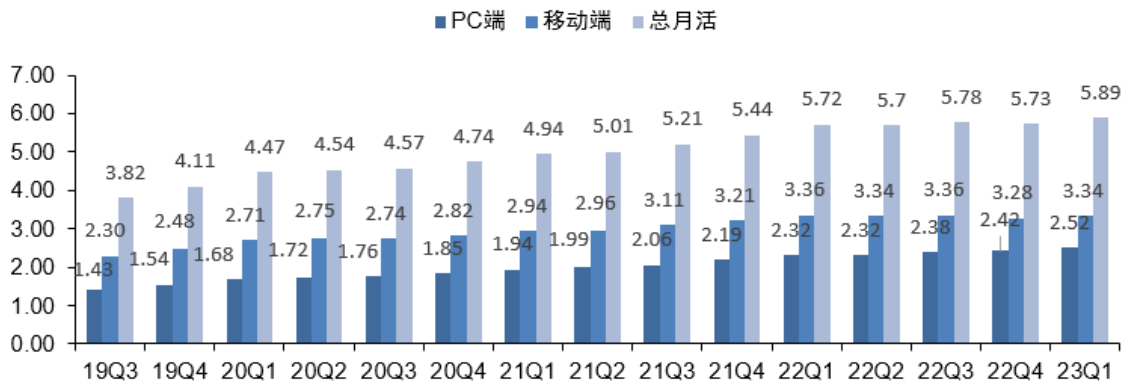
2.2. C 端收入空间测算：中期有望达 162 亿~243 亿元

2.2.1. C 端—活跃用户数：中期空间 3.24 亿 MAU

活跃用户数复盘：PC 端 MAD：2023Q1 PC 端 MAD 达 2.52 亿。过去数年来持续增长（2020 年约 20%增长，2021 年约 15%~20%增长，2022 年约 10%~15%增长），至今未出现过下降，天花板远未达到；

移动端 MAD：由于海外智能手机出货下降等因素有所波动，但不影响核心变现场景，建议关注深度办公核心场景 PC 端数据。

图4：PC 端及移动端月活跃设备数 MAD（亿）

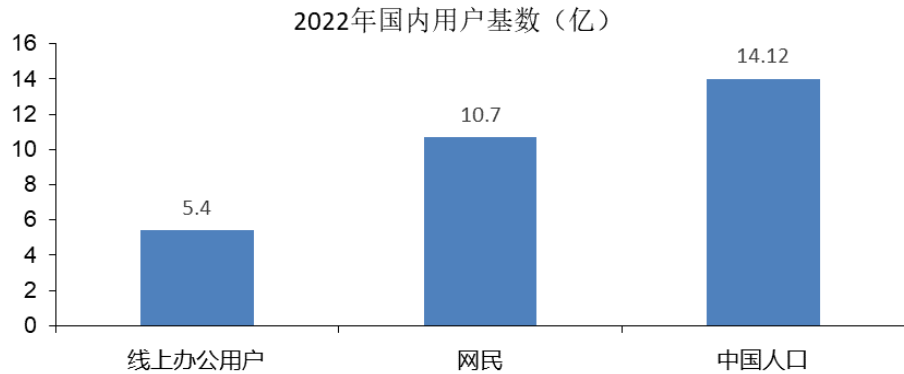


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

国内空间分析：根据中国互联网信息中心数据，2022 年国内线上办公用户 5.4 亿

yoy+13%，国内目前的空间和未来增长趋势均有想象空间。

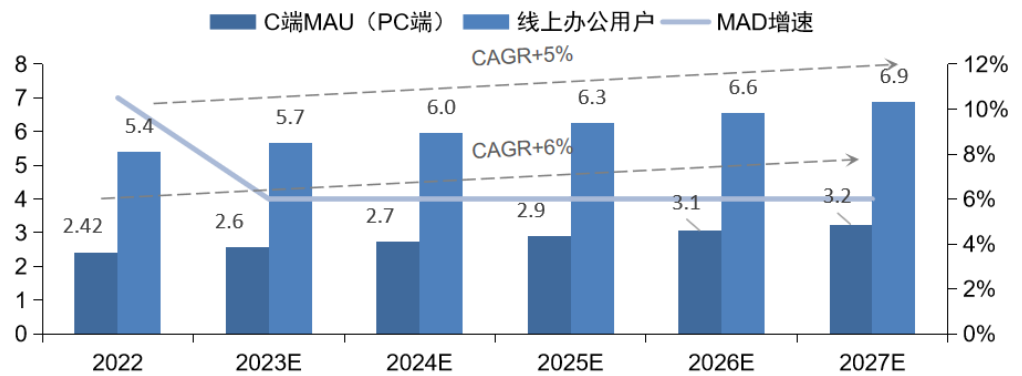
图5：2022年国内线上办公用户及网民基数



数据来源：WIND，中国互联网信息中心，东吴证券研究所

WPS PC MAU 中期空间预测：参考 2020 年 WPS PC MAD 同比+20.1%，2021 年同比+18.4%，2022 年同比+10.5% (主要源自 Q4 波动)。我们认为国内线上办公用户和 WPS PC 端 MAU 均有增长空间，延续增长趋势，给予相对保守的假设国内线上办公用户五年复合增速 5%，假设 WPS PC 端 MAU 五年复合增速 6% (有超预期可能)，我们预测 2027 年 WPS C 端 MAU (PC 端) 达 3.24 亿。

图6：2022-2027年国内线上办公用户数预测 (亿)



数据来源：WIND，中国互联网信息中心，东吴证券研究所

2.2.2. C 端—付费用户数：中期空间 0.8~1 亿人

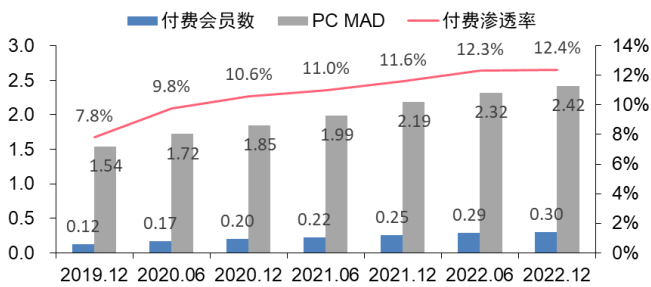
WPS 付费用户数增长历程：截至 2022 年底，WPS C 端累计年度付费个人会员数 0.3 亿 (三年增长 150%)、付费渗透率 12.4% (三年提升 4.6pcts)。

- **2020 年底前：高速增长期。**2019、2020 年 WPS 累计年度付费个人会员数分别增长 104%、63%。
- **2021Q1-2022Q3：稳健增长、优化结构。**2021 年开始加强年费化运营，WPS 付

费会员数连续 7 个季度保持 30%左右增速，长期付费用户占比持续提升；

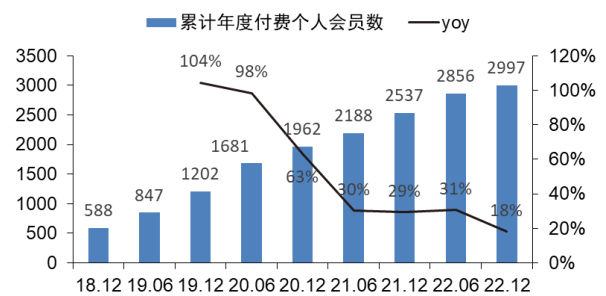
- **2022Q4: 疫情放开波动，后续应当更乐观。**2022 年 12 月外部环境变化冲击了业务推进（促销季）和客户续费（居家休假），截至 2022 年 12 月的累计年度付费个人会员数增速下降至 18%，属于异常波动，不应线性外推，我们认为 2023 年付费会员增长趋势应当更乐观。

图7: WPS 付费用户数及渗透率 (亿)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图8: WPS 累计年度付费个人会员及年度增长率 (万)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

参考之一: 视频应用付费渗透数据

办公软件 WPS 的用户付费增长逻辑为什么能参考“爱优腾”？市场对此逻辑的质疑主要在于产品性质不同，认为娱乐软件免费权益较少、必须付费、转化更容易。而我们认为办公软件的付费逻辑与视频应用有相似之处，甚至部分层面更具优势：

- **付费模式相似:** 均为 200 元左右的年费会员订阅，从产品转化漏斗层面来看，免费 MAU→短期付费用户→长期付费会员的增长逻辑相似；
- **用户结构相似:** WPS、“爱优腾” 25-35 岁用户占比均在 50-60%，用户画像相似，这一群体培养了软件订阅付费的习惯；
- **持续性强:** 办公软件的付费不受热门 IP 周期波动影响，一年 250 天工作日持续刚需，反而付费粘性会更强；
- **高转换成本:** WPS 云盘等云功能类比苹果 iCloud 相册，属于高粘性、高转换成本产品，用户一旦突破转化门槛(WPS 5G 免费云存储容量)后极难流失。

图9: “爱优腾” 用户年龄结构

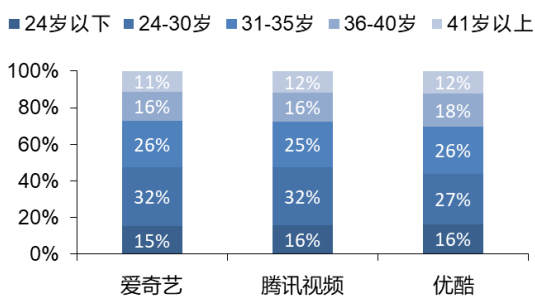
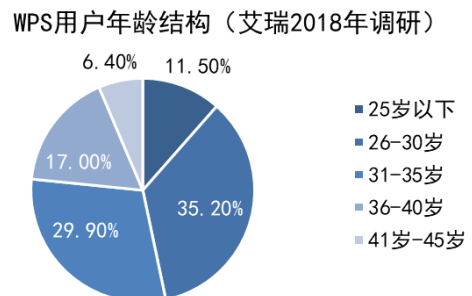


图10: WPS 用户年龄结构



数据来源：易观，艾瑞，东吴证券研究所

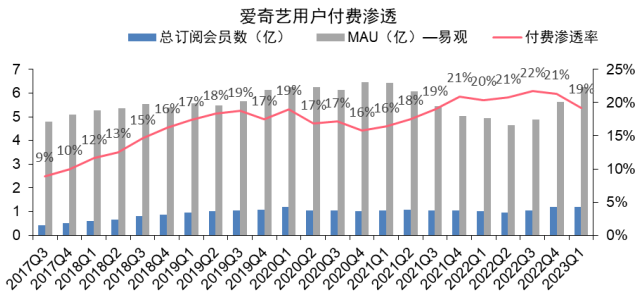
数据来源：艾瑞，东吴证券研究所

爱奇艺、腾讯视频过去五年付费渗透率提升节奏参考：

爱奇艺对标分析：2018Q1起五年付费渗透率提升10pcts。2018Q1 MAU 5.27 亿、付费会员 0.61 亿、付费渗透率 11.6%，2022Q4 MAU 5.62 亿、付费会员 1.20 亿、付费渗透率 21.4%，2023Q1 MAU 6.24 亿、付费会员 1.20 亿、付费渗透率 19.2%。注：MAU 受热门 IP 周期影响有一定波动，付费用户增长相对稳定。

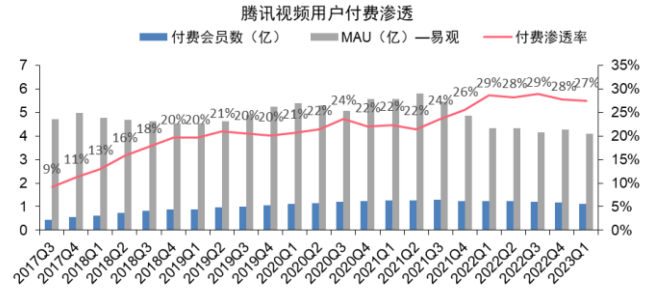
腾讯视频对标分析：2018Q1起五年付费渗透率提升15pcts。2018Q1 MAU 4.79 亿、付费会员 0.63 亿、付费渗透率 13.1%，2022Q4 MAU 4.28 亿、付费会员 1.19 亿、付费渗透率 27.8%，2023Q1 MAU 4.11 亿、付费会员 1.13 亿、付费渗透率 27.5%

图11：2017Q3-2023Q1 爱奇艺用户付费渗透



数据来源：WIND，爱奇艺，易观，东吴证券研究所

图12：2017Q3-2023Q1 腾讯视频用户付费渗透



数据来源：WIND，腾讯年报，易观，东吴证券研究所

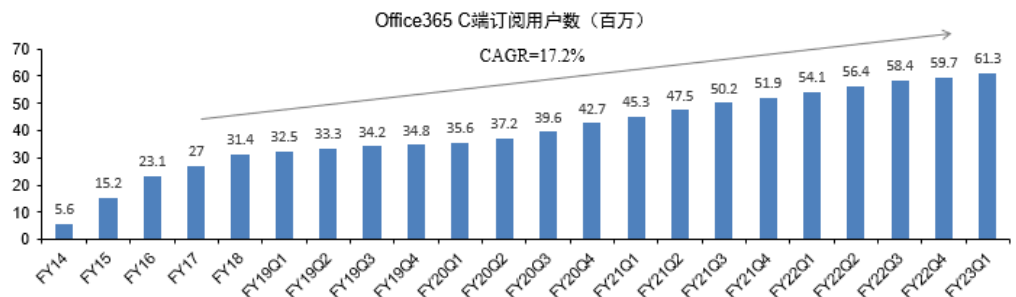
参考之二：微软 Office Consumer 增长数据

微软 Office Consumer：2017 年底订阅用户数 2700 万（与 WPS 2022 年底 3000 万付费用户数接近），截至 FY2022Q4 达 5970 万，五年增长 121%（CAGR+17.2%），

对标方式：微软 Office 产品 B 端收入 vs C 端收入约为 85:15，多数需求在 B 端进行转化，C 端为个人/家庭/教育等少部分客群；

考虑到国内软件环境发展阶段，部分 B 端办公用户会作为 C 端自行采购 WPS 会员权益，WPS C 端业务国内内容群数量是大于海外微软 Office C 端客群的，因此我们可以对 WPS C 端国内付费用户数增速进行更快的假设。

图13：Office365 C 端订阅用户数（单位：百万）



数据来源：微软公告，东吴证券研究所

WPS 付费用户数增长展望。我们预测 2027 年 WPS C 端：

1) 乐观：付费渗透率提升至 30% (2022 起 5 年提升 18pcts)，付费会员数达 0.97 亿 (CAGR+26.4%)；

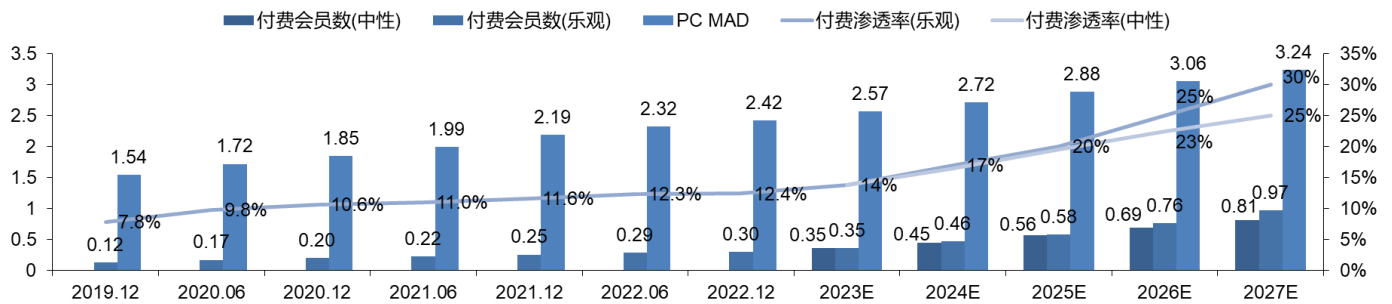
2) 中性：提升至 25% (2022 年起 5 年提升 13pcts)，付费会员数达 0.81 亿 (CAGR+22%)。

爱奇艺、腾讯视频参考：近似渗透率起点，过去五年付费渗透率提升 10~15pcts，WPS 有望更高。 所处阶段：2022 年底 WPS 付费渗透率 12.4%，相当于 2018 年 Q1 爱奇艺(11.6%)、腾讯视频(13.1%)水平；过去 5 年付费渗透率提升情况参考：2018 年初-2022 年底爱奇艺提升 10pcts 至 21%、腾讯视频提升 15pcts 至 28%；

微软 Office Consumer 参考：五年 CAGR 17.2%，WPS 有望更高。 FY2017 微软 Office Consumer 的 C 端订阅用户数 2700 万，截至 FY2022 C 端订阅用户增长至 5970 万 (五年 CAGR+17.2%)。

WPS AI 进一步提升付费权益区分度，全面打开可及市场空间。 考虑到 AI 对办公产品功能边界、使用效果的指数级提升，WPS 用户的免费权益和付费权益区分度将进一步提升，我们认为 WPS 付费渗透率的提升预期有望显著加强。

图 14: WPS 付费用户数预测 (亿)



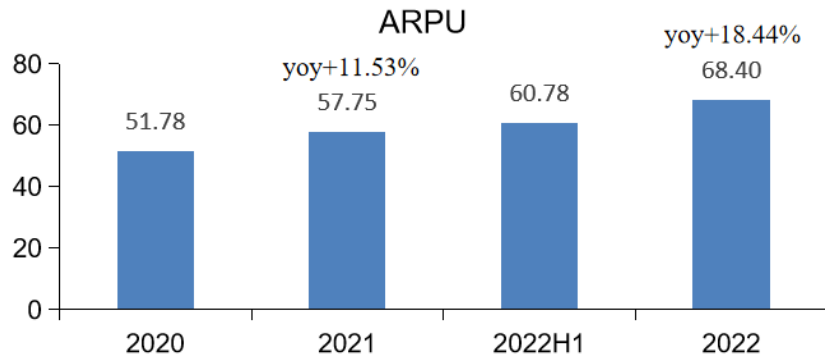
数据来源：东吴证券研究所测算

2.2.3. C 端—ARPU：中期空间 200 元~250 元/人/年

ARPU 中期增长三大驱动力：年费化、会员体系变革、AI 赋能

年费化：过去两年 ARPU 提升受益于年费化会员转型 (2022Q3 起 3 个月以上长周期付费会员数首次超过短期付费会员)，ARPU 每年实现 10%~20%的自然增长。

图 15: 2021 年起加强年费化运营，WPS C 端 ARPU 每年自然增长 10%~20%



数据来源：东吴证券研究所根据公司公告测算

会员定价体系变革：

- 短期会员下限提高：3个月会员 29→68元(爱奇艺黄金VIP 3个月 78元)；
- 标准会员升级：普通会员 89→超级会员 148元/年(爱奇艺黄金VIP 148元/年)；
- 高级会员上限提升：超级会员 179→超级会员 pro 248元/年(爱奇艺白金VIP 249元/年)。

表1：WPS会员体系变革，最低价格、最高价格、权益种类全面提升

旧会员体系	年费（元/年）	3个月（元）
WPS会员	89	29
稻壳会员	89	-
超级会员	179	-
新会员体系	年费（元/年）	3个月（元）
超级会员	148	68
超级会员 pro	248	98
PDF	89	-
权益包		
云盘	69	-
图片	109	-
模板库	99	-

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

WPS会员变革效果如何？——从爱奇艺会员涨价数据得到的几点借鉴：

爱奇艺分别在2020年12月、2021年12月经历两次涨价，幅度27%~9%不等。

表2：爱奇艺定价体系变化（元）

爱奇艺	月度		季度		年度	
	连续包月	月卡	连续包季	季卡	连续包年	年卡
原价	15	20	58	58	177	198

2020.11.13 涨价	19	25	58	68	218	248
↑ 涨幅	27%	26%	0	17%	23%	25%
2021.12.16 涨价	22	30	63	78	218	248
↑ 涨幅	16%	20%	9%	15%	0	0

数据来源：爱奇艺官网，东吴证券研究所

结论一：爱奇艺两次涨价后的次个季度均看到 ARPU、收入提升兑现，我们判断 2023Q3 开始有望看到 WPS C 端数据的积极兑现。

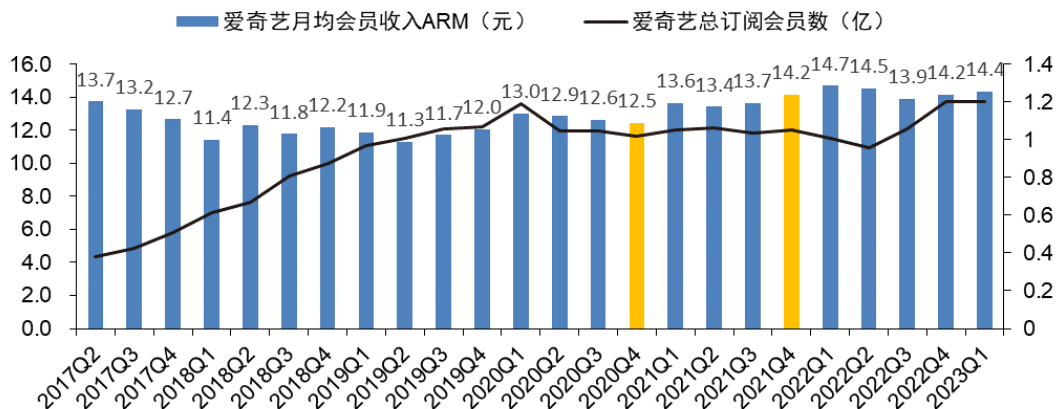
- 2020Q4-2021Q1: 爱奇艺 ARM(月均会员收入)由 12.5 元提升至 13.6 元(+8.8%)，季度收入由 38.4 亿元提升至 43.1 亿元(环比+12.2%); (数据见图 16)
- 2021Q4-2022Q1: 爱奇艺 ARM 由 14.2 元提升至 14.7 元(+3.5%)，季度收入由 41.2 亿元提升至 44.7 亿元(环比+8.5%);
- 2020Q4-2021Q4 一年维度: 爱奇艺 ARM 提升幅度 13.6%; 2020Q4-2022Q4 两年维度: ARM 由 12.5 元提升至 14.4 元

结论二：涨价对爱奇艺付费会员数增长的负面扰动相对较小，我们判断 WPS 的会员体系变革对付费转化整体带来积极影响。

- 我们观察到：在 2020 年 Q4 爱奇艺首次涨价之前，其 ARPU 值、季度收入和付费会员数已经连续三个季度下降，涨价后反而三项指标均实现增长。
- 考虑到产品的付费粘性和新用户的付费转化情况，我们认为涨价带来的负面影响相对较小，且办公软件的付费刚性、粘性更强，

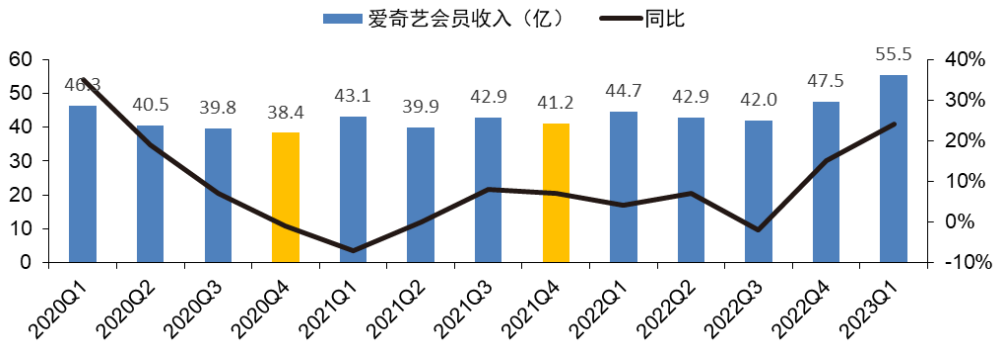
结论三：2022 年爱奇艺年度 ARPU 约 170 元左右(年费定价 148/249 元)，目前 WPS 定价体系与其几乎一致，我们判断 WPS ARPU 未来有望逐步接近这一水平。

图 16: 2017Q2-2023Q1 爱奇艺月均会员收入 (ARM) 及总订阅会员数



数据来源：爱奇艺公告，东吴证券研究所

图17: 2020Q1-2023Q1 爱奇艺会员收入及同比 (亿元)



数据来源：爱奇艺公告，东吴证券研究所

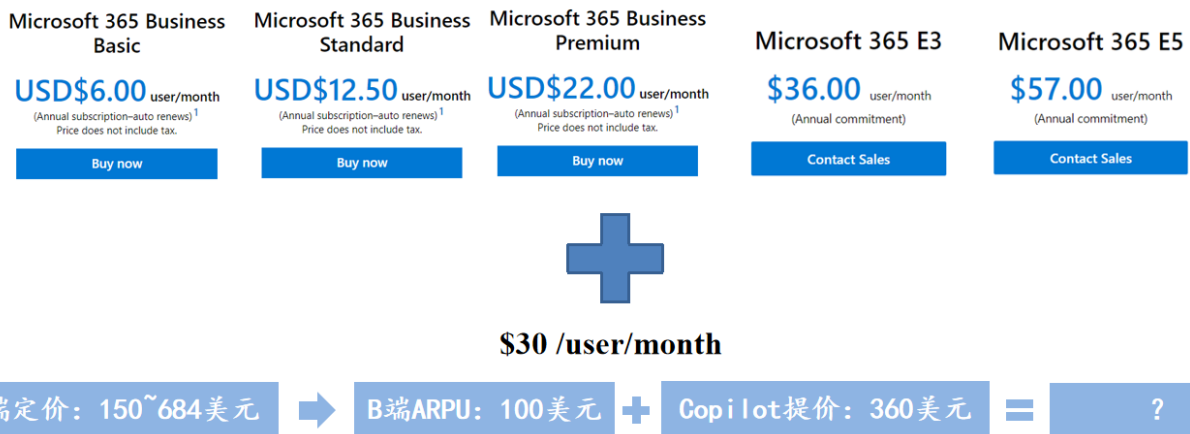
AI 赋能有望大幅提升 ARPU:

1) 参考微软 Office 365 Copilot: 360 美元/年, 涨幅 140%~53%

根据 theverge、engadget、neowin 等报道, 7 月 18 日, 微软在 Inspire 合作伙伴活动中, 宣布 Microsoft 365 Copilot 定价为 **30 美元/人/月**, 适用于 E3、E5、商业标准版和商业 premium 版用户, 定价大超预期。

目前标准版、premium 版、E3、E5 级别产品定价分别为 150/264/432/684 美元/人/年, Copilot 涨价幅度 140~53% 不等。根据微软 2022 年财报测算, Office365 B 端 ARPU 约 100 美元/人/年, Copilot 360 美元/人/年的定价有望显著拔升 Office 业务 ARPU 和长期盈利空间。

图18: 微软 Microsoft365 商业版定价梯队, Copilot 提价幅度大超预期



数据来源：微软官网，东吴证券研究所

2) 参考海外云文档产品 Notion AI: 96 美元/年, 涨幅 100%

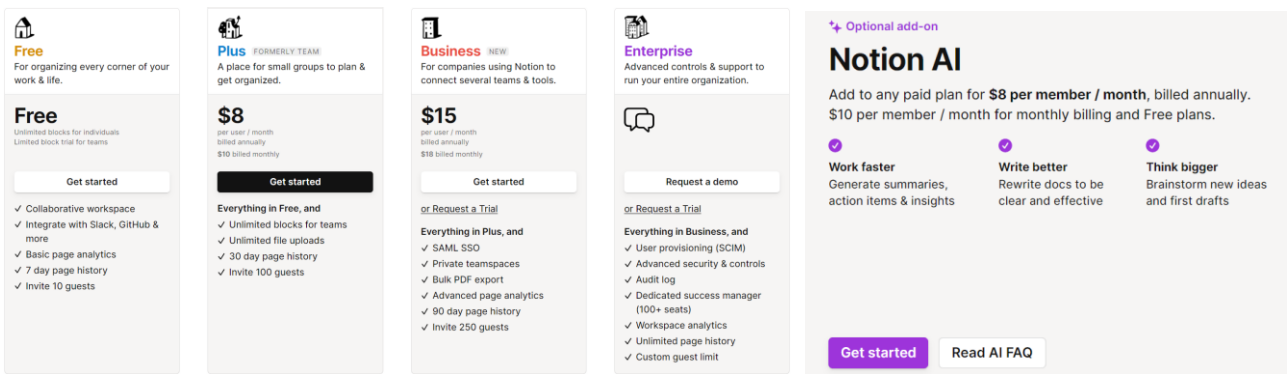
Notion 是最早一批接入 ChatGPT 的产品, 2022 年 11 月推出 AI 产品内测, 2023 年 2 月完全开放给所有用户。

付费模式及定价：免费额度+订阅购买。每位用户/团队有一定免费 AI 问答响应额度 (20~40 次)，用完后需要单独购买才可以继续使用，在任意版本的产品定价基础上额外支付 AI 功能订阅。例如，原 Plus 版本定价 8 美元/月 (年费)，AI 功能额外支付 8 美元/月 (年费) 或 10 美元/月 (月费)，AI+定价实现翻倍。

用户&收入：2022 年 Notion 用户量约 3000 万，付费用户约 400 万，收入约 4350 万美金 (getlatka 数据)。今年一季度后，Notion 在其官博宣布，自 2022 年底发布 Notion AI alpha 后，Notion AI 用户已经突破 400 万。

假设参考 ChatGPT 3.5%的付费率，根据 96 美元/年的 Notion AI 年费测算，估算得到约 1350 万美元的年收入增量。考虑文档产品的场景优势，实际渗透率可能更高。

图19: Notion AI 定价

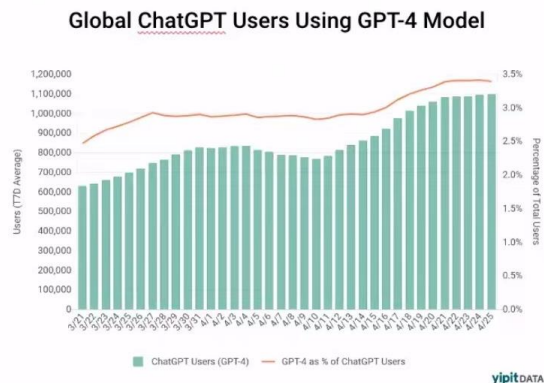


数据来源：Notion 官网，东吴证券研究所

3) 参考 ChatGPT plus: 240 美元/年

To C 版本 ChatGPT 免费，ChatGPT plus 20 美元/每月；To B 版本按 tokens 收费。根据 yipitDATA，截至 2023 年 4 月底 ChatGPT 全球付费用户数约 100~110 万，渗透率约 3.5%。

图20: ChatGPT 付费渗透情况



数据来源：ChatGPT 官网，yipitDATA，东吴证券研究所

图21: ChatGPT 定价

Subscribe to ChatGPT Plus Subscription
\$20.00 per month

ChatGPT Plus Subscription \$20.00

Subtotal \$20.00

Tax 0

Total due today **\$20.00**

Pay with card

Email: dvtzoner45@gmail.com

Card information: 1234 1234 1234 1234

Billing address: United States

Securely save my information for 1-click checkout

You'll be charged the amount listed above every month until you cancel.

● 语言模型 language models

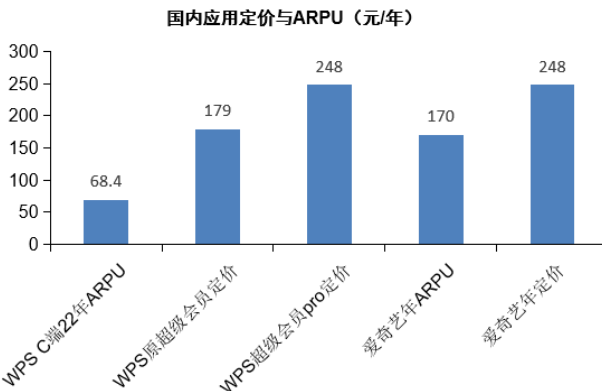
模型	Per 1,000 tokens
Text-Ada	\$0.0004
Text-Babbage	\$0.0005
Text-Curie	\$0.002
Text-Davinci	\$0.02
Code-Cushman	\$0.024
Code-Davinci	\$0.10
ChatGPT (gpt-3.5-turbo)	\$0.002

模型	种类	Prompt 提问 (Per 1,000 tokens)	Completion 回答 (Per 1,000 tokens)
GPT4	8K context	\$0.03	\$0.06
	32K context	\$0.06	\$0.12

数据来源：ChatGPT 官网，东吴证券研究所

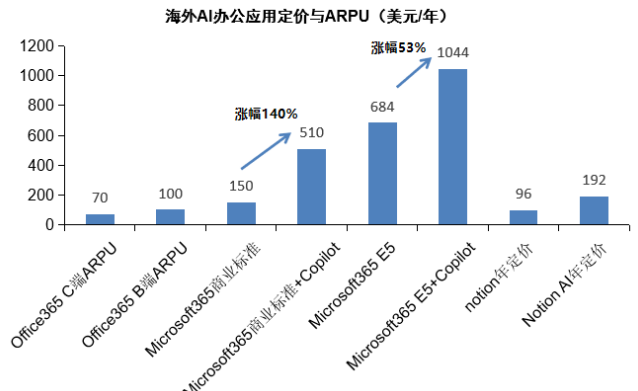
综上，我们预计 2027 年中期 WPS C 端 ARPU 中性/乐观有望达 200 元~250 元。

图22: 国内应用定价与 ARPU (元/年)



数据来源：各公司官网、公告，东吴证券研究所

图23: 海外 AI 办公应用定价与 ARPU (美元/年)

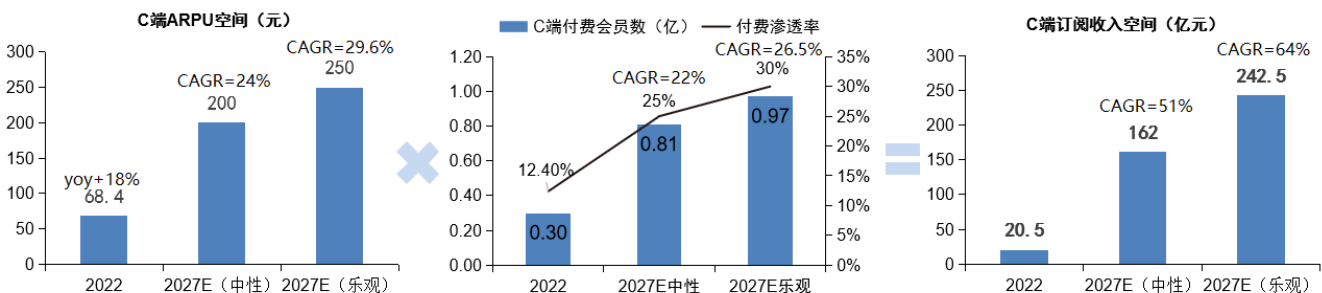


数据来源：各公司官网、公告，东吴证券研究所

2.2.4. C 端一收入：中期空间 162~243 亿元

根据我们上述测算和论证，我们预计 2027 年中期 WPS C 端 MAU 有望达 3.24 亿人 (CAGR+6%)，付费用户数中性/乐观有望达 0.8~1 亿人 (付费渗透率 25%~30%，CAGR+22%~26.5%)，ARPU 中性/乐观有望达 200~250 元 (CAGR+24%~29.6%)，收入中性/乐观有望达 162 亿~243 亿元。

图24: WPS C 端中期收入空间预测 (亿元)



数据来源：东吴证券研究所测算

2.3. B 端收入空间测算：中期有望达 60 亿~90 亿元

国管市场：根据我们过往报告测算，国内 PC 存量党政（含事业单位）3000 万台+重要行业 6000 万台合计约 9000 万台，预计在 2027 年全部完成替换。目前 WPS 的 To B/G 端收费模式分为机构授权（lisence）和机构订阅（年场地授权+公有云订阅）

WPS 的 B、G 端商业模式在从数量授权向年场地授权（类订阅）、云订阅模式转变，目前广东等部分地区的 WPS 采购已实行信创云模式的年付费，长期看公司 B 端业务有望全部转为订阅模式。

考虑信创产业进展，中期我们对党政信创领域商业模式采用 lisence 模式假设，行业信创领域采用订阅模式假设。

图25：党政信创+行业信创替换空间（万台/套）

		对应规模		替换率	替换规模
党政（含事业单位）	存量	PC	3000	100%	3000
		服务器	300		300
	远期每年采购	PC	700		700
		服务器	70		70
重要行业	存量	PC	6000	100%	6000
		服务器	800		800
	远期每年采购	PC	1500		1500
		服务器	200		200
全行业（不考虑互联网行业服务器）	存量	PC	15000	50%	12000
		服务器	1300		1200
	远期每年采购	PC	3000		2600
		服务器	300		280
消费级市场	存量	PC	10000	20%	2000
		服务器	-		-
	远期每年采购	PC	3000		600
		服务器	-		-

数据来源：东吴证券研究所测算

此外根据国家统计局，目前我国私营企业就业人数约 2.3 亿，**民企领域**测算见后。

2.3.1. B 端—党政信创机构授权：中期收入空间 24~29 亿元

机构授权：目前机构授权大多数为党政信创（WPS+数科 OFD），还有一部分非信创的正版化采购，均为永久授权的 lisence 模式。

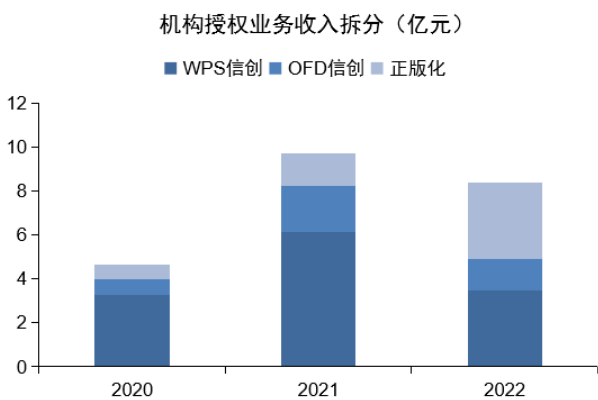
根据我们测算，过去三年 WPS 信创的单套净收入约在 **240~260 元** 区间，主要是基

基础功能授权。按照党政信创设备 4~5 年的自然淘汰周期，目前在党政信创市场单套 WPS 软件折合年化收入约 50~60 元。未来区县信创的订单分散程度提高、部署难度提升、落地中间分润环节减少等因素，伴随金山数字办公平台产品体系的进一步渗透，单套净收入还有上行空间。

数科 OFD 的收入和空间也不能忽视：单套净收入我们估算在 150~200 元区间，覆盖数量估算是 WPS 的 1/2~2/3。

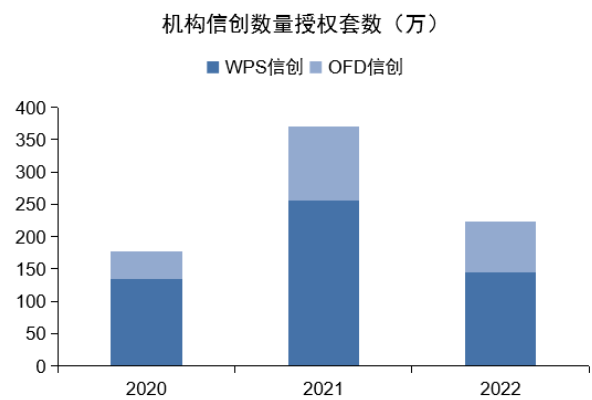
最后正版化部分代表基于 Windows 平台的常态化非信创采购，与 WPS 信创+OFD 信创相对来说有一种“此消彼长”的收入关系，有助于平滑信创采招的波动。

图26: WPS 机构授权业务收入拆分 (亿元)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

图27: WPS 机构授权业务销售数量 (万套)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

机构授权 (党政信创) 2027 年中期收入空间预测：中性/乐观 24~29 亿元。

未来区县信创有望减少落地中间环节提升分润占比、订单分散程度提高部署难度、数字办公平台进一步渗透，单套净收入还有上行空间。假设 WPS 采购单套均价乐观 300 元、中性 250 元，OFD 采购单套均价乐观 200 元、中性 150 元。

乐观：WPS 乐观采购均价 300 元，中期每年采购 700 万套，对应年化收入 21 亿元；数科 OFD 乐观采购均价达 200 元，中期每年采购 400 万套，对应年化收入 8 亿元。机构授权收入合计 29 亿元。

中性：WPS 中性采购均价 250 元，中期每年采购 700 万套，对应年化收入 17.5 亿元；数科 OFD 中性采购均价达 150 元，中期每年采购 400 万套，对应年化收入 6 亿元。机构授权收入合计 23.5 亿元。

图28: WPS 机构授权业务中期收入空间测算 (亿元)



数据来源：东吴证券研究所测算

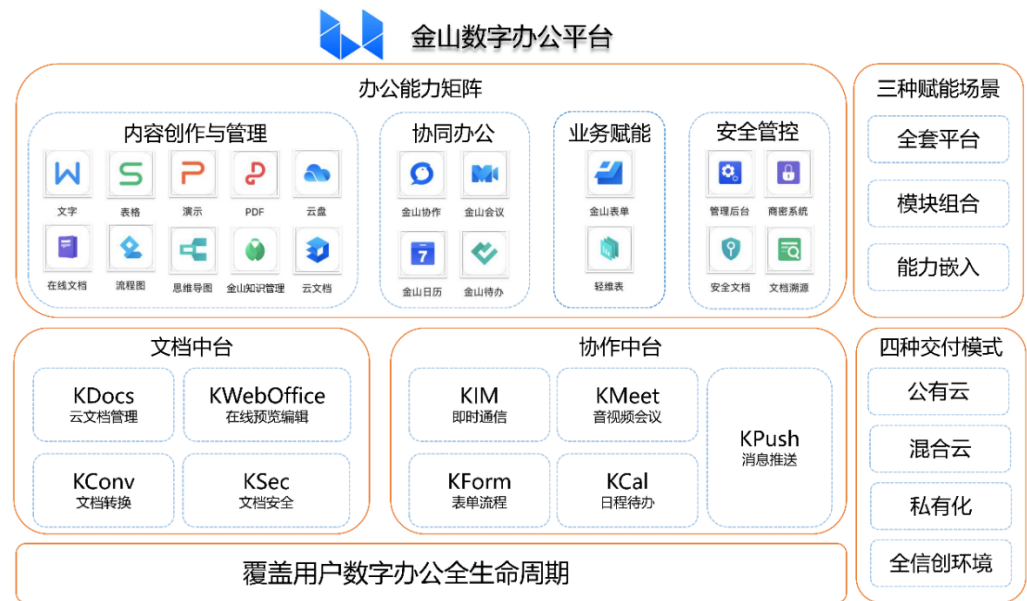
2.3.2. B端—行业信创机构订阅：中期收入空间 24~36 亿元

机构订阅：核心品牌 WPS 365，大部分是面向央国企/党政市场的年场地授权，少部分是面向民营企业的公有云订阅。

1) 年场地授权：按照客户单位签订不限授权数量的销售合同，未来行业信创也会纳入此体系。

产品体系认知更新：WPS 定位已不仅是 Office 客户端，而是整个数字办公平台产品体系的交叉销售采购，包含客户端+云功能。公司在 2022 年业绩交流会表示，数字办公平台在近期业务中占比较大，目前新签订的年场地授权合同基本都会采购多个数字办公平台服务产品。

图29：金山数字办公平台产品



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2) 公有云订阅：以民企&中小 B 为主，定价 199 元/人/年~599 元/人/年不等

根据 2022 年报，公有云 SaaS 在期付费企业数同比增长 51%，付费企业续约率超 70%，金额续费率超 100%，带动公有云领域相关收入同比增长超 100%。

图30: 金山办公 WPS 365 定价体系

协作体验首选	入门级云办公首选	多应用&强协作 降本提效	企业级系统安全管理	全面极致的高效和安全
WPS 365 体验版	WPS 365 商业基础版	WPS 365 商业应用版	WPS 365 商业标准版	WPS 365 商业高级版
0元/人/年 (上限20人)	199元/人/年 (5人起购)	399元/人/年 (5人起购)	599元/人/年 (5人起购)	价格联系销售
<ul style="list-style-type: none"> 基础存储空间 (上限10G) 文档&会议高效协作 	<ul style="list-style-type: none"> 更大存储空间 (50G/人) 基础安全管理 (水印等) 金山协作专业版 	<ul style="list-style-type: none"> 充足存储空间 (365G/人) PDF、图片等多项增值服务 团队级安全管理 正版化&VBA授权 	<ul style="list-style-type: none"> 商业应用版所有权益 企业级安全管控 流程图、脑图等新增应用服务 高级二次开发能力 	<ul style="list-style-type: none"> 商业标准版所有权益 超大存储空间 (1T/人) 模板库、字体等多样内容资源 高级接口集成
开始试用	立即购买	立即购买	立即购买	联系销售

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

● 机构订阅——年场地授权付费模型

ToB 场景下的业务模型拆分一直是市场试图解答的问题, 考虑到业务披露情况、合同分散程度、客户方差等因素, 目前市场尚无权威模型, 我们在此提出一种探索性的框架。

模型假设: 合同一般为三年一签或一年一签, 为不限数量的打包授权年付费模式。

- **用户数:** 我们假设私有云部署模式下实际交付时有一个“并发访问用户数”和“实际付费渗透率”的概念, 用来应对折扣等落地中间环节;
- **ARPU:** 考虑到国内 B 段渗透仍在早期, 我们以 WPS 365 商业基础版定价 200 元/人/年为 ARPU 假设 (年场地授权与公有云订阅产品的品牌体系不同, 这里仅作参考), 将客户员工实际付费渗透率 (并发访问数/总员工数) 作为变量进行测算; 另外数字办公平台和 AI 有望进一步提升 ARPU 空间;
- **核心变量:** 客户总员工数、实际付费渗透率 (并发访问用户数/客户总员工数)、WPS 定价&ARPU。

如何理解“实际付费渗透率”概念: WPS 数字办公平台的付费逻辑可简单拆分为 WPS Office 客户端基础功能+云功能+基础能力, 相当于客户员工用户对云功能采购/使用越多, 并发访问量越高, 实际付费渗透率越高, 最终实现合同额提升。

案例: 以某头部客户为例, 合同总包约在 1600~2000 万元/年, 公司员工总数约 40 万人。我们参考 199 元/人/年的 WPS 365 商业基础版定价, 则可以拆分得到该客户约定并发访问量 8~10 万人, 实际付费渗透率为 20~25%。

图31: 我们提出的 WPS 年场地授权付费模型



数据来源：东吴证券研究所

机构订阅—行业信创中期空间测算

行业信创（重要行业）目前渗透率估算：2022 年机构订阅收入 6.92 亿（民企体量暂忽略），参考行业信创重要行业 6000 万客群数量，参考 200 元/人/年基础定价，测算得到 2022 年实际付费渗透率仅 5.8%。

中期收入预测：假设 2027 年乐观/中性付费渗透率 30%/20%，分别对应收入空间 36/24 亿元，对应 CAGR 39%/28%。（2022 年金山办公机构订阅业务收入增速 55%）

图32: WPS 机构订阅业务中期收入空间测算（亿元）



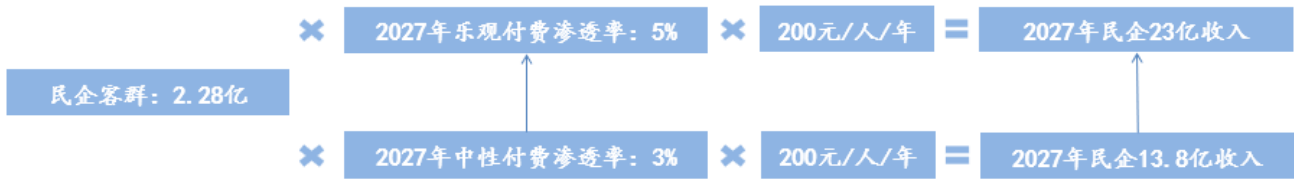
数据来源：东吴证券研究所测算

2.3.3. B 端—民企市场机构订阅：中期收入空间 14-23 亿元

民企市场：据国家统计局，2019 年中国私营企业就业 2.28 亿人，参考 200 元/人/年的 WPS 365 商业基础版本定价：

- 付费渗透率假设：2027 年乐观、中性付费渗透率 5%、3%
- 付费用户数：2027 年乐观、中性付费用户数 1140 万、684 万
- 中期收入空间：2027 年乐观、中性收入 23 亿元、13.8 亿元

图33: B端—机构订阅—民企市场中期空间测算



数据来源: 东吴证券研究所测算

B端用户的增长是否会和C端冲突? ——关于C端付费用户与B端市场重合情况担忧的讨论:

我们认为两者并非互斥, B端需求主要是正版授权+云安全管控, C端需求还有内容素材等增值服务;

另外部分B端的云文档是私有化部署, 通过外网无法访问, 因此B、C账号无法完全共享。

综上在当前渗透率水平下, 无须担忧B、C端用户转化冲突问题。

2.3.4. B端整体—中期收入空间 60亿~90亿元

考虑到各类客户群体的付费特点和定价体系。

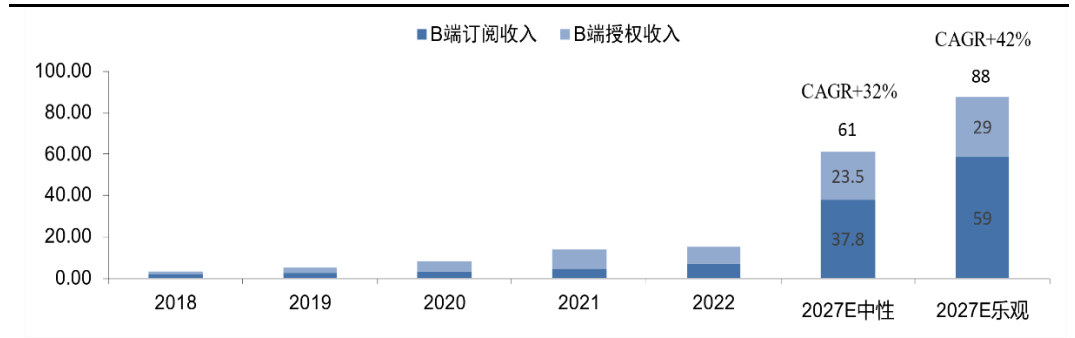
乐观预期下: 合计 88 亿元/年。(五年 CAGR 42%)

- 党政信创市场: 700 万套*300 元 WPS+400 万套*200 元 OFD=29 亿元/年,
- 行业信创市场: 6000 万用户*30%渗透率*200 元/年=36 亿元/年,
- 民企市场: 2.3 亿私营就业*5%渗透率*200 元/年=23 亿元/年。

中性预期下: 2027 年合计 61.3 亿元/年。(五年 CAGR 32%)

- 党政信创市场: 700 万套*250 元 WPS+400 万套*150 元 OFD=23.5 亿元/年,
- 行业信创市场: 6000 万用户*20%渗透率*200 元/年=24 亿元/年,
- 民企市场: 2.3 亿私营就业*3%渗透率*200 元/年=13.8 亿元/年。

图34: B端—中期收入空间展望(亿元)



数据来源: 东吴证券研究所测算

2.4. 海外部分: 尚未被市场纳入估值体系, AI+GDR 有望显著打开空间

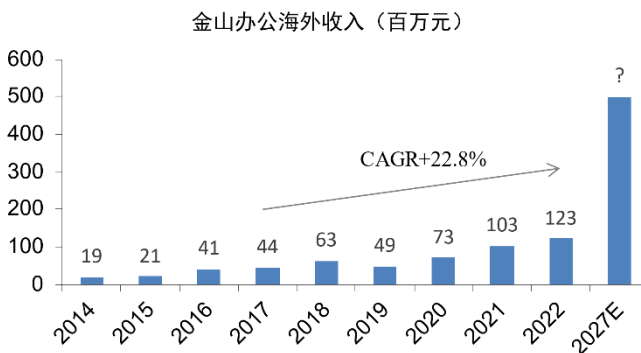
海外业务发展情况: 2022年 WPS 海外收入达 1.2 亿, 五年 CAGR+22.8%; 2020 年初公司公开表示, 在国外已经有超过 1 亿用户使用 WPS 办公; 2022 年业绩交流会上, 公司表示海外已经拥有 2 亿用户。WPS 海外移动端占比较高, 过去几年未发力变现, 市场也并未将海外市场纳入金山办公的远期估值体系中。

AI+ GDR 有望显著打开估值空间:

我们认为 WPS 海外有望接入 Open AI 等厂商提供的大模型, 移动端 WPS 产品能力边界有望从“阅读+轻量编辑”向更深化升级。过去移动端一般仅用于阅读或很轻量级的编辑, 未来 AI 有望使移动端支持通过语音或文字指令等方式进行操作, 产品价值将显著提升和变现天花板, 助力 WPS 打开海外市场。考虑到海外市场的软件付费意愿、定价接受程度, 我们认为未来海外 WPS 付费用户的 ARPU 有望更高。

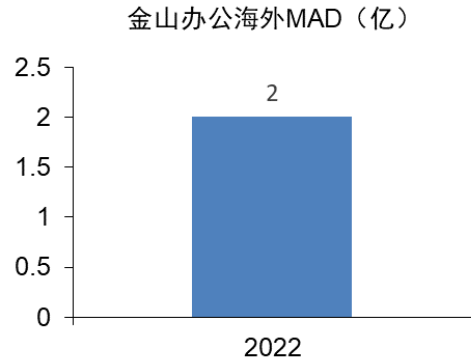
另外, 公司 3 月 22 日公告拟筹划境外发行全球存托凭证 (GDR) 并在瑞士证券交易所上市, 用于公司技术及产品研发、市场推广, 并加强海外布局及全球品牌建设, 提升公司海外声誉, 进一步深化推进公司国际化战略。表明公司在新的时期, 将海外市场的拓展和变现进一步提升到重要战略目标中来, 未来有望贡献重要收入和估值增量。

图35: 2014年-2022年公司海外收入 (单位: 百万元)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图36: 金山办公海外 MAD (单位: 亿)



数据来源: 公司 2022 年业绩交流会, 东吴证券研究所

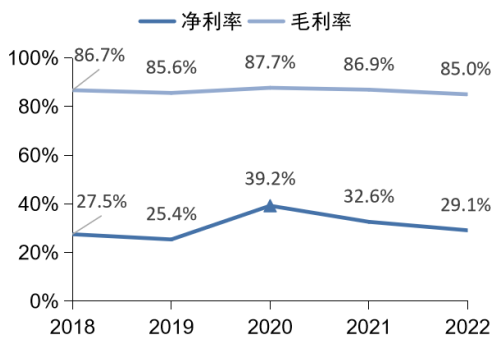
2.5. 盈利能力和估值变量：中期 45%净利率、50 倍 PE

盈利和估值参考因素：

(1) **格局溢价**：未来五年信创格局和空间趋势；深度文档处理底层能力的稀缺性，Office 类深度办公产品技术壁垒极高，AI 加成下强者更强。

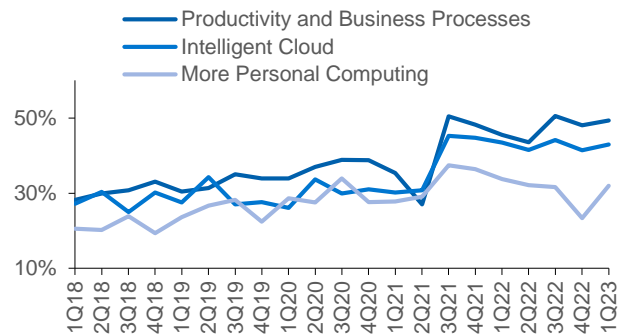
(2) **盈利能力**：公司坚持保持高研发投入，2020 年净利率一度达 39%；参考微软生产力业务（含 Office、Linkedin 等），其整体 OP Margin 在 50%以上，我们认为纯 Office 业务利润率更高，考虑到 SaaS 产品规模效应，我们认为 WPS 未来理论净利率上限可达 50%以上。我们给予公司中期 45%净利率假设。

图37：2018年-2022年金山办公利润率



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图38：微软各业务 OP Margin



数据来源：微软公告，东吴证券研究所

(3) **商业模式和长期空间**：参考计算机行业不同商业模式公司的估值区间，一般来外包模式公司可以给予 15~30 倍 PE，项目制公司可以给予 20~40PE，产品化公司一般给予 30~50 倍 PE，SaaS 模式公司一般以 PS 来衡量估值水平。假设 2027 年金山办公发展步入相对成熟期，但仍有进一步拓展空间（产品体系延展、民企市场开拓、海外市场开拓，付费渗透率和 ARPU 提升），以产品化模式公司可比估值区间，给予 50 倍 PE。

图39：计算机板块估值体系



数据来源：东吴证券研究所

2.6. 市值空间：当期折现市值空间约 3115 亿~4624 亿元

综上，我们测算金山办公在 2027 年中期，中性/乐观假设下的 C 端收入空间约 162 亿~243 亿元，B 端收入空间约 60 亿~90 亿元，整体收入约 223 亿~331 亿元，45% 净利率假设下的净利润空间约 100 亿~150 亿元，给予 50 倍 PE、并以 10% 的折现率计算至当期 2023 年，市值空间约 3115 亿~4624 亿元。

图40：金山办公 2027 年中期空间估值体系

		MAD	付费渗透率	付费用户	ARPU	2027年收入空间				
C端	乐观：	3.24亿	30%	0.97亿	250元	243亿元				
	中性：	3.24亿	25%	0.81亿	200元	162亿元				
		党政信创	年化采购	license定价	行业信创	实际渗透率	民企	实际渗透率	ARPU	收入空间
B端	乐观：	0.3亿	700万套	300元	0.6亿	30%	2.3亿	5%	200元	88亿元
	中性：	0.3亿	700万套	250元	0.6亿	20%	2.3亿	3%	200元	61亿元
海外		暂不纳入，未来有望进一步提升天花板								
收入		乐观：331亿元				中性：223亿元				
利润		45%净利率		乐观：149亿元			中性：100亿元			
市值		50倍PE、10%折现率		乐观：4624亿元			中性：3115亿元			

数据来源：东吴证券研究所测算

伴随 C 端年费化、会员体系变革、AI 提升付费率和 ARPU，B 端信创、订阅化产业趋势持续推进，我们看好公司 AI 应用端优质资产的投资价值。考虑信创产业节奏，调整 2023-2024 年收入至 48.08/66.28 亿（原预测 51.27/66.38 亿），新增 2025 年预测 94.86 亿；调整 2023-2024 年净利润预测至 13.27/19.68 亿（原预测 15.79/21.65 亿），新增 2025 年净利润预测 28.98 亿。给予“买入”评级。

3. 风险提示

产品迭代不及预期。以大模型为基础的 AI 技术有望显著提升应用生产效率，但软件产品与 AI 功能的结合需要相应定制化 API 的开发，产品迭代进展可能慢于市场预期。

付费转化不及预期。WPS 以免费使用+付费购买增值服务的方式进行用户转化，若付费功能对用户吸引力未达预期，可能使得付费转化过慢，相应付费渗透率提升慢。

行业竞争加剧。AI 赋能软件功能边界提升，在产业趋势之前，或有新的巨头或垂类玩家入局参与竞争。

下游 IT 支出低于预期。公司下游 B 端客户包括政府、央国企、民企等，若 TOB 领域 IT 支出紧张或预算推进不及预期，可能导致公司相关收入空间增长有限。

金山办公三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	9,775	11,230	14,073	18,500	营业总收入	3,885	4,808	6,628	9,486
货币资金及交易性金融资产	8,208	9,429	12,058	16,049	营业成本(含金融类)	583	762	950	1,194
经营性应收款项	528	728	931	1,341	税金及附加	35	48	65	91
存货	1	3	4	4	销售费用	818	966	1,259	1,802
合同资产	2	2	4	5	管理费用	392	409	471	607
其他流动资产	1,037	1,068	1,076	1,102	研发费用	1,331	1,767	2,519	3,633
非流动资产	2,282	2,698	2,995	3,305	财务费用	(13)	0	0	0
长期股权投资	444	585	768	983	加:其他收益	173	250	347	471
固定资产及使用权资产	189	199	215	200	投资净收益	339	313	398	474
在建工程	121	161	214	286	公允价值变动	(30)	0	0	0
无形资产	102	131	154	166	减值损失	(25)	0	0	0
商誉	185	246	267	294	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	28	28	28	28	营业利润	1,197	1,419	2,109	3,104
其他非流动资产	1,213	1,348	1,348	1,348	营业外净收支	2	2	2	2
资产总计	12,058	13,928	17,068	21,806	利润总额	1,198	1,421	2,111	3,106
流动负债	2,750	3,576	4,712	6,508	减:所得税	67	73	107	163
短期借款及一年内到期的非流动负债	66	36	36	36	净利润	1,131	1,348	2,004	2,942
经营性应付款项	306	387	484	614	减:少数股东损益	13	21	36	45
合同负债	1,731	2,164	3,049	4,458	归属母公司净利润	1,118	1,327	1,968	2,898
其他流动负债	647	989	1,144	1,399	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.42	2.88	4.27	6.28
非流动负债	509	502	502	502	EBIT	901	1,421	2,111	3,106
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,031	1,539	2,254	3,256
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	85.00	84.15	85.67	87.41
租赁负债	69	69	69	69	归母净利率(%)	28.77	27.60	29.70	30.55
其他非流动负债	440	433	433	433	收入增长率(%)	18.44	23.77	37.84	43.12
负债合计	3,259	4,079	5,215	7,010	归母净利润增长率(%)	7.33	18.74	48.34	47.21
归属母公司股东权益	8,724	9,754	11,722	14,620					
少数股东权益	74	95	131	176					
所有者权益合计	8,798	9,849	11,853	14,796					
负债和股东权益	12,058	13,928	17,068	21,806					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,603	1,773	2,669	3,974	每股净资产(元)	18.92	21.13	25.40	31.68
投资活动现金流	4,502	(208)	(40)	17	最新发行在外股份(百万股)	462	462	462	462
筹资活动现金流	(354)	(342)	0	0	ROIC(%)	10.11	14.28	18.29	21.91
现金净增加额	5,762	1,221	2,629	3,990	ROE-摊薄(%)	12.81	13.60	16.79	19.82
折旧和摊销	130	118	143	150	资产负债率(%)	27.03	29.28	30.55	32.15
资本开支	(176)	(256)	(254)	(243)	P/E(现价&最新股本摊薄)	181.39	152.77	102.98	69.95
营运资本变动	607	623	922	1,358	P/B(现价)	23.22	20.78	17.29	13.87

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>