

订阅业务快速增长, AI商业化落地值得期待

投资要点

- **事件:** 公司发布2023年中期业绩报告, 实现收入21.7亿元, 同比增长21.25%, 归母净利润6.0亿元, 同比增长15.3%, 扣非归母净利润5.8亿元, 同比增长40.0%。2023Q2, 实现收入11.2亿元, 同比增长21.4%, 归母净利润3.3亿元, 同比增长23.5%, 扣非归母净利润3.3亿元, 同比增长54.7%。
- **C端订阅表现亮眼, 付费渗透率、ARPU值稳步提升。** 2023H1个人订阅业务实现收入12.5亿元, 同比增长33%, 2023Q2实现收入6.6亿元, 同比增长29%。具体来看, 1、月活设备数为5.8亿台, 同比增长2.5%; 其中, PC端月活为2.5亿, 同比增长9.1%, 移动端月活为3.3亿, 同比下降2.1%。2、付费用户数为3324万, 同比增长16.4%; 付费渗透率(累计付费用户数/PC端月活)达13.3%, 较2022年末提升0.81pp。3、ARPU值(过去四季度收入总和/付费用户数)为71.0元, 较2022年末增长3.8%。整体来看, 公司已完成会员体系结构升级, 核心数据均保持稳步增长, 会员体系改革得到正向验证, 有望进一步拓宽个人订阅服务付费空间。
- **B端订阅业务快速增长, 授权业务短期承压。** 1、**订阅业务:** 2023H1实现收入4.2亿元, 同比增长40%; 2023Q2实现收入2.1亿元, 同比增长34%。1) 数字办公平台订单持续增长, 新打造中国石化、中国石油、华夏银行、宝武集团、完美世界等灯塔项目, 新增政企客户1700+家。2) 公有云SaaS业务进展顺畅, 相关收入实现翻倍增长, 付费企业数同比增长54%, 续约率超70%, 续费率超100%。2、**授权业务:** 2023H1实现收入3.6亿元, 同比下降14.0%; 2023Q2实现收入1.8亿元, 同比下降5%。公司密切关注信创领域政策变化, 提前布局党政及行业信创业务, 伴随下半年信创大规模招标推进, B端业绩弹性释放值得期待。
- **全面拥抱AI变革, 产品实力再度增强。** 2023H1, 公司发布WPS AI产品并已在海外开启公测。WPS AI锚定AIGC(内容创作)、Copilot(智慧助手)、Insight(知识洞察)三个战略方向, 已接入WPS文字、演示、表格、PDF、金山文档等产品线, 着力解决用户关于内容生成、内容理解、指令操作的办公需求。对标此前微软Copilot在B端率先提价, 进一步验证了大型企业对于AI解放生产力的付费意愿, 我们认为, 公司B端用户基数良好, 未来结合在中文办公场景的深厚积累与强劲研发实力, 在AIGC的引领之下, 有望实现更多产品场景开发, 进一步带动用户付费意愿及付费价格提升。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2023-2025年EPS分别为3.38元、4.40元、6.07元, 对应动态PE分别为113倍、87倍、63倍。考虑到公司为国内办公软件龙头企业, B、C端市占率领先, 且积极拥抱AI技术变革, 产品力强劲, 有望持续引领产业发展, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 付费转化率提升不及预期、信创节奏推进不及预期、AI产品落地效果不及预期等风险。

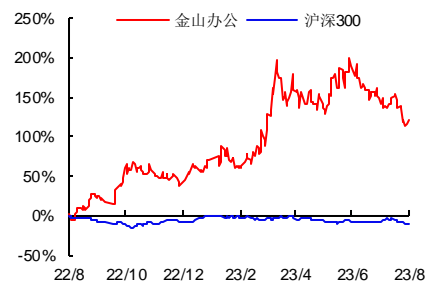
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3884.96	5090.22	6896.71	9154.66
增长率	18.44%	31.02%	35.49%	32.74%
归属母公司净利润(百万元)	1117.53	1559.23	2033.79	2804.04
增长率	7.33%	39.52%	30.44%	37.87%
每股收益EPS(元)	2.42	3.38	4.40	6.07
净资产收益率ROE	12.85%	15.68%	17.56%	20.19%
PE	158	113	87	63
PB	20.18	17.64	15.15	12.64

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王湘杰
执业证号: S1250521120002
电话: 0755-26671517
邮箱: wxj@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.62
流通A股(亿股)	4.62
52周内股价区间(元)	159.00-530.50
总市值(亿元)	1760
总资产(亿元)	127.99
每股净资产(元)	19.74

相关研究

1. 金山办公(688111): 订阅增速再超预期, AI落地迈出坚实一步 (2023-04-21)
2. 金山办公(688111): 双订阅业务高速增长, AI助澜打开成长空间 (2023-03-26)
3. 金山办公(688111): B、C订阅双轮驱动, 信创催化长期向好 (2022-10-28)
4. 金山办公(688111): 国产办公软件龙头, B、C端业务双轮驱动 (2022-09-25)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3884.96	5090.22	6896.71	9154.66	净利润	1130.92	1579.38	2062.38	2845.24
营业成本	582.91	662.28	853.80	1068.70	折旧与摊销	83.35	94.48	118.23	146.73
营业税金及附加	34.74	49.56	66.46	87.47	财务费用	-12.98	-169.33	-222.51	-296.45
销售费用	818.20	1043.50	1379.34	1830.93	资产减值损失	-27.21	-20.00	-20.00	-20.00
管理费用	391.90	2188.80	2931.10	3753.41	经营营运资本变动	-601.76	-386.72	-504.80	-406.58
财务费用	-12.98	-169.33	-222.51	-296.45	其他	1030.61	-289.66	-232.42	-239.39
资产减值损失	-27.21	-20.00	-20.00	-20.00	经营活动现金流净额	1602.92	808.14	1200.88	2029.55
投资收益	339.24	330.00	266.81	272.19	资本支出	-193.74	-200.00	-250.00	-300.00
公允价值变动损益	-29.71	0.00	0.00	0.00	其他	4695.61	-2492.13	719.59	516.16
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	4501.87	-2692.13	469.59	216.16
营业利润	1196.56	1665.42	2175.32	3002.79	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	1.68	0.06	0.16	0.38	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1198.24	1665.48	2175.48	3003.17	股权融资	194.34	0.00	0.00	0.00
所得税	67.32	86.10	113.10	157.93	支付股利	-322.70	-293.39	-390.48	-500.44
净利润	1130.92	1579.38	2062.38	2845.24	其他	-225.99	92.32	222.45	296.47
少数股东损益	13.39	20.15	28.59	41.20	筹资活动现金流净额	-354.35	-201.07	-168.03	-203.97
归属母公司股东净利润	1117.53	1559.23	2033.79	2804.04	现金流量净额	5761.50	-2085.06	1502.44	2041.74
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	7015.45	4930.39	6432.83	8474.57	成长能力				
应收和预付款项	554.92	780.76	1021.36	1359.01	销售收入增长率	18.44%	31.02%	35.49%	32.74%
存货	1.16	1.34	-0.02	1.39	营业利润增长率	6.71%	39.18%	30.62%	38.04%
其他流动资产	2203.79	4904.80	4963.25	5091.87	净利润增长率	5.80%	39.65%	30.58%	37.96%
长期股权投资	444.10	444.10	444.10	444.10	EBITDA 增长率	8.11%	25.54%	30.21%	37.76%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	203.07	153.78	104.50	55.22	毛利率	85.00%	86.99%	87.62%	88.33%
无形资产和开发支出	286.96	444.58	628.44	833.80	三费率	30.81%	60.17%	59.27%	57.76%
其他非流动资产	1348.24	1345.43	1342.62	1339.82	净利率	29.11%	31.03%	29.90%	31.08%
资产总计	12057.68	13005.17	14937.09	17599.77	ROE	12.85%	15.68%	17.56%	20.19%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.38%	12.14%	13.81%	16.17%
应付和预收款项	746.24	922.89	1182.95	1500.81	ROIC	-80.08%	-165.59%	-612.21%	880.73%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	32.61%	31.25%	30.03%	31.17%
其他负债	2513.04	2009.07	2009.07	2009.07	营运能力				
负债合计	3259.29	2931.95	3192.02	3509.88	总资产周转率	0.35	0.41	0.49	0.56
股本	461.22	461.72	461.72	461.72	固定资产周转率	45.50	88.10	811.71	-224.45
资本公积	4941.64	4941.14	4941.14	4941.14	应收账款周转率	8.13	8.23	8.27	8.28
留存收益	3310.04	4575.87	6219.19	8522.79	存货周转率	302.89	457.56	484.48	478.22
归属母公司股东权益	8724.30	9978.98	11622.24	13925.86	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.82%	—	—	—
少数股东权益	74.09	94.24	122.83	164.03	资本结构				
股东权益合计	8798.39	10073.22	11745.07	14089.89	资产负债率	27.03%	22.54%	21.37%	19.94%
负债和股东权益合计	12057.68	13005.17	14937.09	17599.77	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.55	4.38	4.63	4.97
					速动比率	3.55	4.38	4.63	4.97
					股利支付率	28.88%	18.82%	19.20%	17.85%
					每股指标				
					每股收益	2.42	3.38	4.40	6.07
					每股净资产	18.90	21.61	25.17	30.16
					每股经营现金	3.47	1.75	2.60	4.40
					每股股利	0.70	0.64	0.85	1.08
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	1266.93	1590.56	2071.04	2853.07					
PE	157.56	112.93	86.58	62.79					
PB	20.18	17.64	15.15	12.64					
PS	45.32	34.59	25.53	19.23					
EV/EBITDA	131.36	104.25	79.56	57.12					
股息率	0.18%	0.17%	0.22%	0.28%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com

	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
