

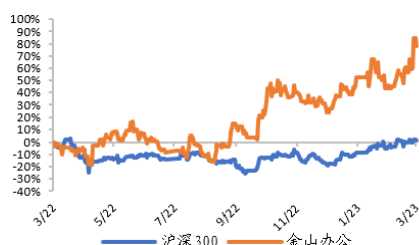
2022 年机构订阅快速增长，个人订阅 ARPU 增长明显

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-03-21

收盘价（元）	339.3
近 12 个月最高/最低（元）	371.59/155
总股本（百万股）	461.26
流通股本（百万股）	461.26
流通股比例（%）	100
总市值（亿元）	1565.07
流通市值（亿元）	1565.07

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：尹沿技

执业证书号：S0010520020001

电话：021-60958389

邮箱：yinyj@hazq.com

分析师：王奇珏

执业证书号：S0010522060002

邮箱：wangqj@hazq.com

联系人：张旭光

执业证书号：S0010121090040

邮箱：zhangxg@hazq.com

主要观点：

● 公司发布 2022 年年报，单季度业绩明显向好

2022 年实现营业收入 38.8 亿元，同比增长 18.4%；归母净利润 11.18 亿元，同比增长 7.3%；扣非归母净利润 9.4 亿元，同比增长 11.7%。Q4 收入 10.9 亿元，同比增长 20%；归母净利润 3.0 亿元，同比增长 57.4%；扣非归母净利润 2.8 亿元，同比增长 100%。与业绩快报基本一致。

● 个人订阅、机构订阅快速增长；机构授权收入下滑已有预期

分业务看：1) 个人办公服务订阅业务持续稳定增长，报告期内实现收入约 20.50 亿元，同比增长约 40%。较三季报的 43% 增速略有下降；2) 国内机构订阅及服务业务高速增长，报告期内实现收入约 6.92 亿元，同比增长约 55%，较三季报时期的 47% 增速进一步提升；3) 国内机构授权业务实现收入约 8.36 亿元，同比下降约 13%。较三季报数据进一步下滑。由此，公司全年订阅业务总体收入 27.4 亿元，同比增长 43.5%，收入占比 71%，同比提升 12 个百分点。

● 付费率仍有提升，单客户 ARPU 增幅明显

个人订阅业务相关数据来看：1) 公司主要产品月度活跃设备数为 5.73 亿，同比增长 5.33%。2022 年以来，公司的月活设备数量基本稳定在 5.7 亿以上。增速有所放缓。其中，拆分看，主要由于移动端增长乏力；而 PC 端仍有份额提升空间。2) 累计年度付费个人用户数达到 2,997 万。同比增长 18%。3) 由此计算的付费率提升至 5.23%，较中报 5.01% 的付费率进一步提升。同时，ARPU 提升 18%，增长较往年度更明显。由此来看，公司成长主要驱动来自 1) PC 端月活增长；2) 付费率提升；3) 单用户价值量提升。

● 投资建议

未来成长看点包括：1) 信创带来的国产办公软件需求增长，公司机构授权业务有望快速增长；2) 参考最新微软发布的 copilot，AI 技术赋能办公套件与协同办公，提升个人订阅用户付费意愿，并有望进一步带动 ARPU 提升。个人订阅业务受益。

预计公司 2023 年-2025 年实现归母净利润 16.7 亿元（前值 16.8 亿元）、22.5 亿元（前值 22.9 亿元）、30.2 亿元。对应当前市值的 PE 分别为 94 倍、70 倍及 52 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

1) 信创推进不及预期；2) 费用控制不利；3) 行业竞争加剧；4) 经济下行导致企业端软件支出收缩。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3885	5359	7065	9230
收入同比（%）	18.4%	37.9%	31.8%	30.7%
归属母公司净利润	1118	1674	2247	3022
净利润同比（%）	7.3%	49.8%	34.3%	34.5%
毛利率（%）	85.0%	86.6%	87.4%	87.7%
ROE（%）	12.8%	16.1%	17.8%	19.3%
每股收益（元）	2.42	3.63	4.87	6.55
P/E	109.29	93.51	69.64	51.80
P/B	13.98	15.05	12.38	9.99
EV/EBITDA	111.60	96.21	69.69	50.68

资料来源：wind，华安证券研究所

1. 2022 年报情况

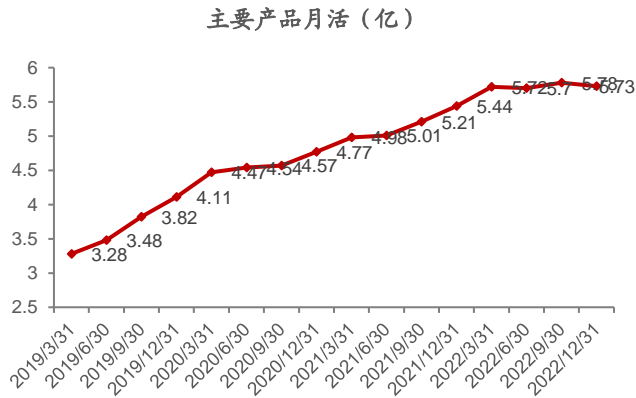
2022 年实现营业收入 38.8 亿元，同比增长 18.4%；归母净利润 11.18 亿元，同比增长 7.3%；扣非归母净利润 9.4 亿元，同比增长 11.7%。Q4 收入 10.9 亿元，同比增长 20%；归母净利润 3.1 亿元，同比增长 57.9%；扣非归母净利润 2.8 亿元，同比增长 104%。与业绩快报基本一致。

2. 点评

1. 分业务看：1) 个人办公服务订阅业务持续稳定增长，报告期内实现收入约 20.50 亿元，同比增长约 40%。较三季报的 43%增速略有下降；2) 国内机构订阅及服务业务高速增长，报告期内实现收入约 6.92 亿元，同比增长约 55%，较三季报时期的 47%增速进一步提升；3) 国内机构授权业务实现收入约 8.36 亿元，同比下降约 13%。较三季报数据进一步下滑。由此，公司全年订阅业务总体收入 27.4 亿元，同比增长 43.5%，收入占比 71%，同比提升 12 个百分点。
2. 毛利率下降 1.9 个百分点，订阅、授权业务毛利率均有下降。主要原因包括：1) 付费用户及客户活跃度增长引起的服务器成本增长及外部采购增长；2) 授权业务规模下降，而固定成本不变，导致的比例提升。
3. 个人订阅业务来看：
 - 1) 公司主要产品月度活跃设备数为 5.73 亿，同比增长 5.33%。2022 年以来，公司的月活设备数量基本稳定在 5.7 亿以上。增速有所放缓。
但详细拆分而言，WPS Office PC 版月度活跃设备数 2.42 亿，同比增长 10.50%；WPS Office 移动版月度活跃设备数 3.28 亿，同比增长 2.18%。
也即，月活增长放缓，主要由于移动端增长乏力。PC 端仍有份额提升。
 - 2) 累计年度付费个人用户数达到 2,997 万。同比增长 18%。3) 由此计算的付费率提升至 5.23%，较中报 5.01%的付费率进一步提升。同时，ARPU 提升 18%。

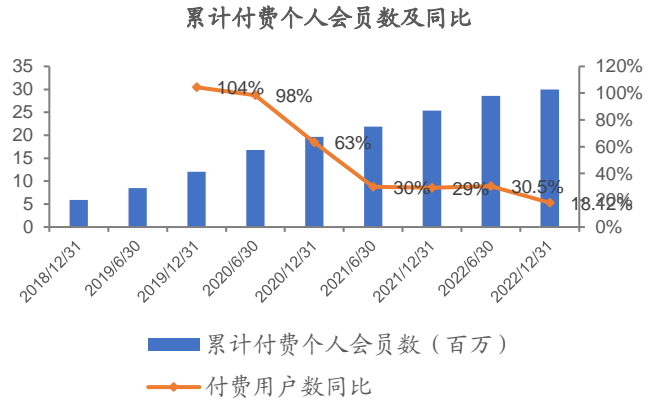
由此来看，公司成长主要驱动来自 1) PC 端月活增长；2) 付费率提升；3) 单用户价值量提升。

图表 1 金山办公主要产品月活



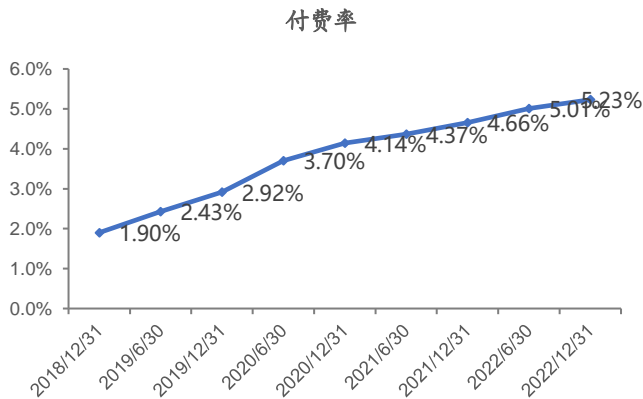
资料来源：金山办公财报，华安证券研究所

图表 2 金山办公累计付费个人会员数



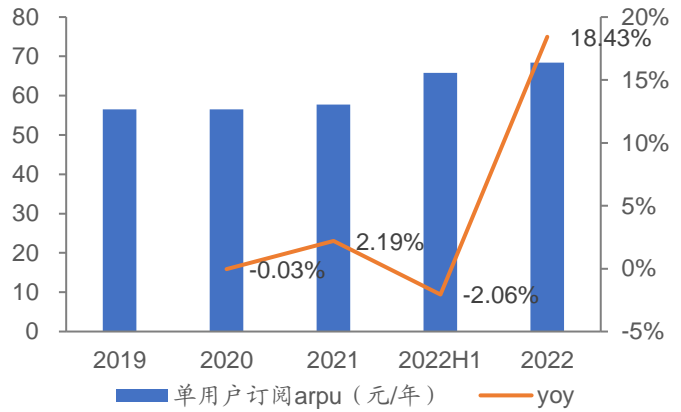
资料来源：金山办公财报，华安证券研究所

图表 3 金山办公主要产品付费率



资料来源：金山办公财报，华安证券研究所

图表 4 金山办公个人付费产品 ARPU



资料来源：金山办公财报，华安证券研究所

- 销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 21.1%、12.5%及 34.3%。其中研发费用率提升 1.3 个百分点。销售费用率与管理费用率基本与上年持平。
- 投资收益同比增加 1.3 亿元，主要系本期定存利息 增加及对联营企业顺赢私募确认投资收益所致。

3. 盈利预测与估值

未来成长看点包括：1）信创带来的国产办公软件需求增长，公司机构授权业务有望快速增长；2）参考最新微软发布的 copilot，AI 技术赋能办公套件与协同办公，提升个人订阅用户付费意愿，并有望进一步带动 ARPU 提升。个人订阅业务受益。

预计公司 2023 年-2025 年实现归母净利润 16.7 亿元（前值 16.8 亿元）、22.5 亿元（前值 22.9 亿元）、30.2 亿元。对应当前市值的 PE 分别为 94 倍、70 倍及 52 倍。维持“买入”评级。

风险提示:

1) 信创推进不及预期; 2) 费用控制不利; 3) 行业竞争加剧; 4) 经济下行导致企业端软件支出收缩。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	9775	12042	15130	19252	营业收入	3885	5359	7065	9230
现金	7015	8675	11462	14764	营业成本	583	717	891	1137
应收账款	497	823	893	1348	营业税金及附加	35	54	71	92
其他应收款	27	92	65	140	销售费用	818	1125	1484	1938
预付账款	28	29	36	45	管理费用	392	504	657	840
存货	1	-17	-22	-24	财务费用	-13	-105	-130	-172
其他流动资产	2207	2441	2695	2978	资产减值损失	-27	-20	-24	-29
非流动资产	2282	2333	2391	2457	公允价值变动收益	-30	30	33	36
长期投资	444	444	444	444	投资净收益	339	268	353	462
固定资产	82	102	125	154	营业利润	1197	1822	2447	3290
无形资产	102	133	168	205	营业外收入	2	4	4	4
其他非流动资产	1654	1654	1654	1654	营业外支出	1	7	7	7
资产总计	12058	14375	17520	21709	利润总额	1198	1819	2444	3287
流动负债	2750	3351	4189	5276	所得税	67	102	137	185
短期借款	0	0	0	0	净利润	1131	1717	2307	3102
应付账款	306	332	460	551	少数股东损益	13	43	60	80
其他流动负债	2444	3019	3729	4725	归属母公司净利润	1118	1674	2247	3022
非流动负债	509	509	509	509	EBITDA	1031	1538	2083	2799
长期借款	0	0	0	0	EPS（元）	2.42	3.63	4.87	6.55
其他非流动负债	509	509	509	509					
负债合计	3259	3860	4698	5785					
少数股东权益	74	117	177	257					
股本	461	461	461	461					
资本公积	4942	4942	4942	4942					
留存收益	3321	4995	7242	10264					
归属母公司股东权	8724	10398	12645	15667					
负债和股东权益	12058	14375	17520	21709					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	成长能力				
经营活动现金流	1603	1704	2783	3230	营业收入	18.4%	37.9%	31.8%	30.7%
净利润	1131	1717	2307	3102	营业利润	6.7%	52.2%	34.3%	34.4%
折旧摊销	130	60	68	79	归属于母公司净利	7.3%	49.8%	34.3%	34.5%
财务费用	10	0	0	0	获利能力				
投资损失	-339	-268	-353	-462	毛利率（%）	85.0%	86.6%	87.4%	87.7%
营运资金变动	607	183	737	479	净利率（%）	28.8%	31.2%	31.8%	32.7%
其他经营现金流	587	1546	1593	2654	ROE（%）	12.8%	16.1%	17.8%	19.3%
投资活动现金流	4502	-45	4	72	ROIC（%）	9.5%	13.1%	14.7%	16.0%
资本支出	-176	-113	-129	-148	偿债能力				
长期投资	4444	-230	-253	-278	资产负债率（%）	27.0%	26.9%	26.8%	26.6%
其他投资现金流	233	298	386	498	净负债比率（%）	37.0%	36.7%	36.6%	36.3%
筹资活动现金流	-354	0	0	0	流动比率	3.55	3.59	3.61	3.65
短期借款	0	0	0	0	速动比率	3.18	3.29	3.37	3.45
长期借款	0	0	0	0	营运能力				
普通股增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.35	0.41	0.44	0.47
资本公积增加	194	0	0	0	应收账款周转率	8.55	8.00	8.00	8.00
其他筹资现金流	-549	0	0	0	应付账款周转率	2.25	2.25	2.25	2.25
现金净增加额	5762	1659	2788	3302	每股指标（元）				
					每股收益	2.42	3.63	4.87	6.55
					每股经营现金流薄）	3.48	3.69	6.03	7.00
					每股净资产	18.92	22.54	27.41	33.97
					估值比率				
					P/E	109.29	93.51	69.64	51.80
					P/B	13.98	15.05	12.38	9.99
					EV/EBITDA	111.60	96.21	69.69	50.68

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：尹沿技，华安证券研究总监，研究所所长，兼 TMT 行业首席分析师，曾多次获得新财富、水晶球最佳分析师。

分析师：王奇珏，华安计算机团队联席首席，上海财经大学本硕，7 年计算机行研经验，2022 年加入华安证券研究所。

联系人：张旭光，凯斯西储大学金融学硕士，主要覆盖 AI 及行业信息化，2021 年加入华安证券研究所。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。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。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出一未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。