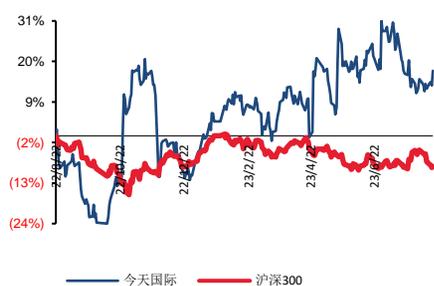


计算机 软件开发

## 机构订阅保持高增，WPS AI 商业化落地可期

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	462/462
总市值/流通(百万元)	176,077/176,077
12 个月最高/最低(元)	517.00/162.20

### 相关研究报告:

金山办公(688111)《订阅业务增速亮眼，AI 赋能打开成长空间》  
--2023/04/21

金山办公(688111)《订阅业务持续高增，信创与 AI 驱动长期发展》  
--2023/03/23

金山办公(688111)《订阅业务保持高增，有望受益于信创的持续推进》  
--2022/10/28

### 证券分析师：曹佩

电话:

E-MAIL: caopeisz@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190520080001

### 事件:

2023 年 8 月 22 日晚，公司发布 2023 年半年度报告。公司上半年营业收入 21.72 亿元，同比增长 21.25%；归母净利润 5.99 亿元，同比增长 15.32%；归母扣非净利润 5.76 亿元，同比增长 39.88%。

**C 端订阅付费率持续提升，会员体系全新升级。**在全球 PC 和手机销量持续低迷的背景下，公司不断优化产品功能、提升用户体验，个人订阅业务增速较快。2023H1，公司国内个人办公服务订阅业务收入 12.52 亿元 (yoy+33.24%)。截至 2023 年 6 月，公司主要产品月活设备数接近 5.84 亿，同比+2.46%；公司累计年度付费个人用户数达到 3,324 万，同比+16.36%；按照付费用户数/月活设备数计算付费率，则公司 23H1 期末付费率达到 5.69%，同比提升 0.46pct。4 月 17 日，公司会员体系全新升级，将原 WPS 会员、稻壳会员、超级会员合并为 WPS 超级会员。WPS 超级会员分为基础套餐 (148 元/年) 和 Pro 套餐 (248 元/年)。会员体系的升级提升了套餐最低付费门槛，有望带来用户 ARPU 值的显著提升。

**机构订阅转型进展顺利，云收入大幅提升。**2023H1，公司国内机构订阅及服务业务收入 4.18 亿元 (yoy+40.38%)，上半年公司数字办公平台相关订单持续增长，数字办公产品新增政企客户 (不含 SaaS) 1,700 余家，带动国内机构订阅及服务业务高速增长。公司借助全新推出的数字办公全家桶 WPS 365，持续引导客户使用云和协作应用，公有云领域 SaaS 付费企业数同比增长 54%，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 100%。

**发布 WPS AI，锚定微软 365 Copilot 打开提价空间。**公司上半年发布了基于大语言模型的智能办公助手 WPS AI，锚定 AIGC (内容创作)、Copilot (智慧助手)、Insight (知识洞察) 三个战略方向发展，已接入 WPS 文字、演示、表格、PDF、金山文档等产品线。目前微软已宣布对 Microsoft 365 Copilot 的企业端定价为每个用户 30 美元/月，首先在 E3、E5、Premium 用户中上线。微软 365 Copilot 的单独定价标志着大模型+办公软件的商业化落地加速，打开了类 Copilot 软件的付费空间。公司 WPS AI 与其功能高度相似，随着国内大模型性能的不不断提升，公司有望借 WPS AI 进行提价，充分提升 ARPU 值。

**投资建议：**公司双订阅转型进展顺利，2B 业务高速增长。同时积

极拥抱 AIGC 技术，WPS AI 有望带来用户付费意愿及付费价格提升，为公司业绩发展提供更广阔空间。考虑到信创的推进节奏和公司费用因 AI 投入加大研发投入等因素，我们预计公司 2023-2025 年的 EPS 分别为 3.63 /4.75 /2.91 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**AI 应用落地不及预期、信创进展不及预期、协同办公市场竞争加剧、双订阅转型不及预期。

■ 盈利预测和财务指标：

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3884.96	4832.35	6121.26	8118.43
(+/-%)	18.44%	24.39%	26.67%	32.63%
归母净利(百万元)	1117.53	1327.65	1749.02	2563.98
(+/-%)	7.33%	18.80%	31.74%	46.60%
摊薄每股收益(元)	2.42	2.88	3.79	5.55
市盈率(PE)	153.11	128.87	97.83	66.73

资料来源：iFind，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表					利润表				
	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1253.96	7015.45	8538.45	10286.51	营业收入	3884.96	4832.35	6121.26	8118.43
应收票据及账款	417.49	502.39	621.74	789.05	营业成本	582.91	707.95	859.56	1090.08
预付账款	25.60	27.60	35.46	44.44	税金及附加	34.74	47.05	58.99	77.57
其他应收款	36.23	27.09	33.69	42.68	销售费用	818.20	1014.79	1224.25	1501.91
存货	2.30	1.16	1.94	2.83	管理费用	391.90	459.07	569.28	690.07
其他流动资产	6958.58	2201.64	2158.58	2293.93	研发费用	1331.21	1604.34	1989.41	2476.12
<b>流动资产总计</b>	<b>8694.16</b>	<b>9775.32</b>	<b>11389.86</b>	<b>13459.43</b>	财务费用	-12.98	-24.24	-30.70	-39.14
长期股权投资	123.19	444.10	460.45	476.80	资产减值损失	-27.21	0.00	0.00	0.00
固定资产	187.72	189.47	149.02	147.59	信用减值损失	2.06	-4.83	-6.12	-8.12
在建工程	0.00	120.65	100.54	80.43	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	117.98	102.29	82.10	82.73	投资收益	339.24	229.53	249.51	253.97
长期待摊费用	12.52	28.06	14.03	0.00	公允价值变动损益	-29.71	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	1290.09	1397.79	1422.79	1427.79	资产处置收益	0.16	0.12	0.12	0.12
<b>非流动资产合计</b>	<b>1731.51</b>	<b>2282.36</b>	<b>2228.93</b>	<b>2215.35</b>	其他收益	173.05	171.85	176.71	174.48
<b>资产总计</b>	<b>10425.67</b>	<b>12057.68</b>	<b>13618.78</b>	<b>15674.78</b>	营业利润	1196.56	1420.04	1870.68	2742.27
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外收入	2.20	2.21	2.21	2.21
应付票据及账款	212.20	306.30	359.75	436.79	营业外支出	0.52	2.35	2.35	2.35
其他流动负债	2055.51	2443.91	3028.47	3784.74	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>流动负债合计</b>	<b>2267.71</b>	<b>2750.22</b>	<b>3388.21</b>	<b>4221.52</b>	利润总额	1198.24	1419.90	1870.54	2742.13
长期借款	74.72	69.42	53.52	39.18	所得税	67.32	71.00	93.53	137.11
其他非流动负债	303.03	439.64	439.64	439.64	净利润	1130.92	1348.91	1777.02	2605.03
<b>非流动负债合计</b>	<b>377.75</b>	<b>509.07</b>	<b>493.17</b>	<b>478.82</b>	少数股东损益	13.39	21.25	28.00	41.04
<b>负债合计</b>	<b>2645.46</b>	<b>3259.29</b>	<b>3881.38</b>	<b>4700.35</b>	归属母公司股东净利润	1117.53	1327.65	1749.02	2563.98
股本	461.00	461.22	461.22	461.22	EBITDA	1315.61	1515.45	1979.78	2849.98
资本公积	4747.52	4941.64	4941.64	4941.64	NOPLAT	950.03	1325.90	1747.87	2567.86
留存收益	2510.99	3321.44	4239.20	5448.23	EPS(元)	2.42	2.88	3.79	5.55
归属母公司权益	7719.52	8724.30	9642.06	10851.09					
少数股东权益	60.69	74.09	95.34	123.34					
<b>股东权益合计</b>	<b>7780.21</b>	<b>8798.39</b>	<b>9737.40</b>	<b>10974.43</b>					
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>10425.67</b>	<b>12057.68</b>	<b>13618.78</b>	<b>15674.78</b>					

现金流量表					主要财务比率				
	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
税后经营利润	1130.92	967.62	1372.12	2198.02	<b>成长能力</b>				
折旧与摊销	130.35	119.79	139.94	146.99	营收增长率	18.44%	24.39%	26.67%	32.63%
财务费用	-12.98	-24.24	-30.70	-39.14	营业利润增长率	6.71%	18.68%	31.73%	46.59%
投资损失	-339.24	-229.53	-249.51	-253.97	EBIT 增长率	7.60%	17.75%	31.83%	46.91%
营运资金变动	438.52	546.45	511.80	871.98	EBITDA 增长率	9.90%	15.19%	30.64%	43.95%
其他经营现金流	255.36	401.24	426.08	428.31	归母净利润增长率	7.33%	18.80%	31.74%	46.60%
<b>经营性现金净流量</b>	<b>1602.92</b>	<b>1781.33</b>	<b>2169.73</b>	<b>3352.19</b>	经营现金流增长率	-14.02%	11.13%	21.80%	54.50%
资本支出	39.35	50.00	110.00	120.00	<b>盈利能力</b>				
长期投资	4444.42	0.00	0.00	0.00	毛利率	85.00%	85.35%	85.96%	86.57%
其他投资现金流	96.81	193.23	211.97	216.31	净利率	29.11%	27.91%	29.03%	32.09%
<b>投资性现金净流量</b>	<b>4501.87</b>	<b>143.23</b>	<b>101.97</b>	<b>96.31</b>	营业利润率	30.80%	29.39%	30.56%	33.78%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROE	12.81%	13.77%	16.12%	20.31%
长期借款	-5.29	-15.90	-14.35	-14.09	ROA	9.27%	9.75%	11.16%	13.68%
普通股增加	0.22	0.00	0.00	0.00	ROIC	-768.11%	143.52%	437.27%	-11390.37%
资本公积增加	194.12	0.00	0.00	0.00	<b>估值倍数</b>				
其他筹资现金流	-543.40	-385.66	-509.29	-752.46	P/E	153.11	128.87	97.83	66.73
<b>筹资性现金净流量</b>	<b>-354.35</b>	<b>-401.56</b>	<b>-523.64</b>	<b>-766.55</b>	P/S	44.04	35.41	27.95	21.08
<b>现金流量净额</b>	<b>5761.50</b>	<b>1523.00</b>	<b>1748.07</b>	<b>2681.96</b>	P/B	19.61	17.75	15.77	13.55
					股息率	0.20%	0.24%	0.32%	0.46%
					EV/EBIT	96.34	115.97	87.09	58.35
					EV/EBITDA	86.79	106.80	80.93	55.34
					EV/NOPLAT	120.19	122.07	91.67	61.42

资料来源：iFind，太平洋证券  
注：单位为百万元

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

### 2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghui@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁锟	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	郑丹璇	15099958914	zhengdx@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。