

双订阅稳步增长, AI商业化元年可期

投资要点

- **事件:** 公司发布2023年年度报告, 全年实现收入45.6亿元, 同比增长17.3%; 实现归母净利润13.2亿元, 同比增长17.9%; 实现扣非后归母净利润12.6亿元, 同比增长34.5%。
- **Q4经营快速回暖, 合同负债大幅增长。** 单Q4看, 公司实现收入12.9亿元, 同比增长18.0%, 环比增长17.1%; 实现归母净利润4.2亿元, 同比增长39.4%, 环比增长37.0%, 经营情况快速回暖。同时, 截至报告期末, 公司合同负债+其他流动负债+其他非流动负债金额为26.4亿元, 较三季度末大幅增长4.1亿元, 公司会员体系调整成效已经初步显露, 后续红利有望释放。
- **双订阅继续高速增长, 授权业务短期承压。** 分业务看, 1) 2023年C端订阅收入为26.5亿元, 同比增长29.4%, 主要产品月度活跃设备数为5.98亿, 同比增长4.4%, 其中WPS Office PC版月度活跃设备数2.65亿, 同比增长9.5%, 累计年度付费个人用户数达到3549万, 同比增长18.4%。2) B端订阅业务实现收入9.6亿元, 同比增长38.4%, 公司全新升级的WPS 365面向组织级客户提供内容创作、办公协作等能力, 在党政、教育、金融等各领域广泛复制下沉。3) 机构授权业务实现收入6.5亿元, 同比下滑21.6%, 主要系下游信创产业进度波动影响。4) 互联网广告及其他业务收入2.9亿元, 同比减少6.1%, 公司维持原有战略逐步收缩并于2023年12月正式关停国内第三方商业广告业务, 同时海外业务保持稳定增长。
- **AI产品商业化进程加速推进, 有望逐步贡献增量。** 公司WPS AI持续进行功能迭代升级, 并于2023年Q4完成备案且正式开启公测, 后续有望于2024年Q1正式完成商业化定价。伴随Kimi等国产大模型的技术突破, 我们认为后续AI应用商业化进展有望加速, 结合公司在中文办公场景的深厚积累与海量用户基数, 公司产品在AIGC赋能下付费渗透率和ARPU具备广阔提升空间。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2024-2026年公司EPS分别为3.64元、4.67元、6.16元, 对应动态PE分别为88倍、68倍、52倍。考虑到公司AI产品商业化落地在即, 后续有望带动量价齐升, 增长空间广阔, 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 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 4555.97 | 5793.59 | 7489.72 | 9661.96 |
| 增长率 | 17.27% | 27.16% | 29.28% | 29.00% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 1317.74 | 1679.51 | 2158.22 | 2844.59 |
| 增长率 | 17.92% | 27.45% | 28.50% | 31.80% |
| 每股收益EPS(元) | 2.85 | 3.64 | 4.67 | 6.16 |
| 净资产收益率ROE | 13.12% | 14.87% | 16.68% | 18.82% |
| PE | 111.77 | 87.72 | 68.26 | 51.79 |
| PB | 14.81 | 13.15 | 11.47 | 9.81 |

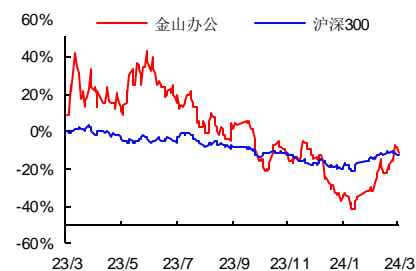
数据来源: Wind, 西南证券

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

分析师: 邓文鑫
执业证号: S1250523070002
电话: 15123996370
邮箱: dwx@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

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) | 198.50-529.64 |
| 总市值(亿元) | 1473.20 |
| 总资产(亿元) | 139.74 |
| 每股净资产(元) | 21.55 |

相关研究

1. 金山办公(688111): 业绩稳步增长, AI赋能弹性可期 (2023-10-26)
2. 金山办公(688111): 订阅业务快速增长, AI商业化落地值得期待 (2023-08-23)
3. 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)
4. 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)

盈利预测

关键假设：

1) 个人订阅：公司 AIGC 功能已逐步接入全线产品并不断迭代升级，相关收费标准有望于近期出台，拉动付费渗透率和 ARPU 提升，预计 2024-2026 年该业务收入同比增长 30%、30%、30%。

2) 机构订阅：公司全新升级的 WPS 365 面向组织级客户提供内容创作、办公协作等能力，后续有望持续迭代 AIGC 功能，在党政、教育、金融等各领域广泛复制下沉，预计 2024-2026 年机构订阅业务收入同比增长 38%、38%、35%。

3) 机构授权：该业务短期受下游信创产业进展波动有所承压，但自主可控势在必行，后续有望逐年修复，预计 2024-2026 年机构授权业务收入同比增长 10%、20%、20%。

4) 互联网广告及其他：公司已于 2023 年底关停广告业务，但海外业务持续增长，预计 2024-2026 年该业务收入同比增长 5%、5%、5%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

| 单位：百万元 | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------|-----|---------|--------|--------|--------|
| 个人订阅业务 | 收入 | 2653.35 | 3449.4 | 4484.2 | 5829.4 |
| | 增速 | 29.4% | 30% | 30% | 30% |
| 机构订阅业务 | 收入 | 957.43 | 1321.3 | 1823.3 | 2461.5 |
| | 增速 | 38.4% | 38% | 38% | 35% |
| 机构授权业务 | 收入 | 655.2 | 720.7 | 864.8 | 1037.7 |
| | 增速 | -21.6% | 10% | 20% | 20% |
| 互联网广告及其他 | 收入 | 287.92 | 302.3 | 317.4 | 333.3 |
| | 增速 | -6.0% | 5% | 5% | 5% |
| 合计 | 收入 | 4556.0 | 5793.6 | 7489.7 | 9662.0 |
| | 增速 | 17.3% | 27.2% | 29.3% | 29.0% |
| | 毛利率 | 85.3% | 85.50% | 85.79% | 86.53% |

数据来源：公司公告，西南证券

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 57.9 亿元 (+27.2%)、74.9 亿元 (+29.3%) 和 96.6 亿元 (+29.0%)，归母净利润分别为 16.8 亿元 (+27.5%)、21.6 亿元 (+28.5%)、28.4 亿元 (+31.8%)，EPS 分别为 3.64 元、4.67 元、6.16 元，对应动态 PE 分别为 88 倍、68 倍、52 倍。

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 现金流量表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入 | 4555.97 | 5793.59 | 7489.72 | 9661.96 | 净利润 | 1314.46 | 1675.33 | 2152.85 | 2837.52 |
| 营业成本 | 669.84 | 840.09 | 1063.99 | 1301.15 | 折旧与摊销 | 80.36 | 46.85 | 54.24 | 60.31 |
| 营业税金及附加 | 37.16 | 47.26 | 61.09 | 78.81 | 财务费用 | -94.84 | -70.74 | -89.27 | -113.50 |
| 销售费用 | 967.41 | 1222.45 | 1572.84 | 2019.35 | 资产减值损失 | -7.16 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 管理与研发费用 | 1916.52 | 2375.37 | 2995.89 | 3768.17 | 经营营运资本变动 | -977.29 | -1456.75 | -728.37 | -781.73 |
| 财务费用 | -94.84 | -70.74 | -89.27 | -113.50 | 其他 | 1742.01 | -242.74 | -240.43 | -232.84 |
| 资产减值损失 | -7.16 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 经营活动现金流净额 | 2057.55 | -48.05 | 1149.02 | 1769.76 |
| 投资收益 | 219.16 | 250.00 | 250.00 | 250.00 | 资本支出 | -124.58 | -100.00 | -100.00 | -100.00 |
| 公允价值变动损益 | -2.63 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 其他 | -5085.34 | 691.27 | -322.85 | -486.71 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -5209.92 | 591.27 | -422.85 | -586.71 |
| 营业利润 | 1400.58 | 1630.17 | 2136.18 | 2858.98 | 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非经营损益 | -10.74 | 139.41 | 139.73 | 139.96 | 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 1389.84 | 1769.58 | 2275.91 | 2998.94 | 股权融资 | 236.66 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 75.38 | 94.24 | 123.06 | 161.42 | 支付股利 | -336.73 | -409.84 | -517.77 | -664.46 |
| 净利润 | 1314.46 | 1675.33 | 2152.85 | 2837.52 | 其他 | -284.47 | 229.76 | 322.77 | 380.90 |
| 少数股东损益 | -3.28 | -4.17 | -5.36 | -7.07 | 筹资活动现金流净额 | -384.54 | -180.09 | -195.00 | -283.56 |
| 归属母公司股东净利润 | 1317.74 | 1679.51 | 2158.22 | 2844.59 | 现金流量净额 | -3538.93 | 363.13 | 531.17 | 899.49 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 财务分析指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 货币资金 | 3478.16 | 3841.29 | 4372.46 | 5271.95 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 640.53 | 823.70 | 1059.70 | 1364.34 | 销售收入增长率 | 17.27% | 27.16% | 29.28% | 29.00% |
| 存货 | 1.41 | 2.28 | 2.63 | 3.33 | 营业利润增长率 | 17.05% | 16.39% | 31.04% | 33.84% |
| 其他流动资产 | 6026.86 | 4539.86 | 5428.19 | 6321.36 | 净利润增长率 | 16.23% | 27.45% | 28.50% | 31.80% |
| 长期股权投资 | 1094.06 | 1094.06 | 1094.06 | 1094.06 | EBITDA 增长率 | 9.41% | 15.88% | 30.81% | 33.54% |
| 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 | 317.05 | 399.13 | 473.83 | 542.46 | 毛利率 | 85.30% | 85.50% | 85.79% | 86.53% |
| 无形资产和开发支出 | 271.70 | 247.38 | 223.07 | 198.75 | 三费率 | 61.22% | 60.88% | 59.81% | 58.73% |
| 其他非流动资产 | 2144.25 | 2854.00 | 3423.23 | 4156.31 | 净利率 | 28.85% | 28.92% | 28.74% | 29.37% |
| 资产总计 | 13974.02 | 13801.70 | 16077.18 | 18952.57 | ROE | 13.12% | 14.87% | 16.68% | 18.82% |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | ROA | 9.41% | 12.14% | 13.39% | 14.97% |
| 应付和预收款项 | 987.34 | 1213.31 | 1543.90 | 1892.28 | ROIC | -409.73% | 178.80% | 102.60% | 99.22% |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA/销售收入 | 30.42% | 27.73% | 28.05% | 29.04% |
| 其他负债 | 2967.07 | 1318.75 | 1628.55 | 1982.51 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 3954.42 | 2532.07 | 3172.45 | 3874.79 | 总资产周转率 | 0.35 | 0.42 | 0.50 | 0.55 |
| 股本 | 461.72 | 461.82 | 461.82 | 461.82 | 固定资产周转率 | 60.18 | 39.40 | 26.66 | 25.40 |
| 资本公积 | 5177.80 | 5177.70 | 5177.70 | 5177.70 | 应收账款周转率 | 8.13 | 8.45 | 8.51 | 8.51 |
| 留存收益 | 4293.82 | 5563.48 | 7203.94 | 9384.06 | 存货周转率 | 451.81 | 411.42 | 401.11 | 409.11 |
| 归属母公司股东权益 | 9948.80 | 11203.00 | 12843.46 | 15023.58 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 112.91% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 70.81 | 66.63 | 61.27 | 54.20 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 10019.61 | 11269.64 | 12904.73 | 15077.78 | 资产负债率 | 28.30% | 18.35% | 19.73% | 20.44% |
| 负债和股东权益合计 | 13974.02 | 13801.70 | 16077.18 | 18952.57 | 带息债务/总负债 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| | | | | | 流动比率 | 3.22 | 6.06 | 5.64 | 5.49 |
| | | | | | 速动比率 | 3.22 | 6.05 | 5.64 | 5.49 |
| | | | | | 股利支付率 | 25.55% | 24.40% | 23.99% | 23.36% |
| | | | | | 每股指标 | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 2.85 | 3.64 | 4.67 | 6.16 |
| | | | | | 每股净资产 | 21.54 | 24.26 | 27.81 | 32.53 |
| | | | | | 每股经营现金 | 4.46 | -0.10 | 2.49 | 3.83 |
| | | | | | 每股股利 | 0.73 | 0.89 | 1.12 | 1.44 |
| | | | | | | | | | |
| 业绩和估值指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | | | | |
| EBITDA | 1386.10 | 1606.28 | 2101.15 | 2805.79 | | | | | |
| PE | 111.77 | 87.72 | 68.26 | 51.79 | | | | | |
| PB | 14.81 | 13.15 | 11.47 | 9.81 | | | | | |
| PS | 32.34 | 25.43 | 19.67 | 15.25 | | | | | |
| EV/EBITDA | 100.41 | 85.97 | 65.20 | 48.24 | | | | | |
| 股息率 | 0.23% | 0.28% | 0.35% | 0.45% | | | | | |

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 | 销售副总监 | 15642960315 | 15642960315 | clw@swsc.com.cn |
| | 谭世泽 | 高级销售经理 | 13122900886 | 13122900886 | tsz@swsc.com.cn |
| | 汪艺 | 高级销售经理 | 13127920536 | 13127920536 | wyyf@swsc.com.cn |
| | 李煜 | 高级销售经理 | 18801732511 | 18801732511 | yfliyu@swsc.com.cn |
| | 卞黎旸 | 高级销售经理 | 13262983309 | 13262983309 | bly@swsc.com.cn |
| | 田婧雯 | 高级销售经理 | 18817337408 | 18817337408 | tjw@swsc.com.cn |
| | 张玉梅 | 销售经理 | 18957157330 | 18957157330 | zymf@swsc.com.cn |
| | 龙思宇 | 销售经理 | 18062608256 | 18062608256 | lsyu@swsc.com.cn |
| | 阚钰 | 销售经理 | 17275202601 | 17275202601 | kyu@swsc.com.cn |
| 魏晓阳 | 销售经理 | 15026480118 | 15026480118 | wxyang@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 | 资深销售经理 | 15652285702 | 15652285702 | yangwei@swsc.com.cn |
| | 姚航 | 高级销售经理 | 15652026677 | 15652026677 | yhang@swsc.com.cn |
| | 胡青璇 | 高级销售经理 | 18800123955 | 18800123955 | hqx@swsc.com.cn |
| | 张鑫 | 高级销售经理 | 15981953220 | 15981953220 | zhxin@swsc.com.cn |
| | 王一菲 | 销售经理 | 18040060359 | 18040060359 | wyf@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 | 广深销售联席负责人 | 17628609919 | 17628609919 | yxy@swsc.com.cn |
| | 张文锋 | 高级销售经理 | 13642639789 | 13642639789 | zwf@swsc.com.cn |
| 广深 | 龚之涵 | 销售经理 | 15808001926 | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn |
| | 丁凡 | 销售经理 | 15559989681 | 15559989681 | dingfyf@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 |
