

分析师：唐月  
登记编码：S0730512030001  
tangyue@ccnew.com 021-50586737

# WPS AI 即将商业化变现，2024 继续发力 B 端 AI

——金山办公(688111)年报点评

## 证券研究报告-年报点评

增持(维持)

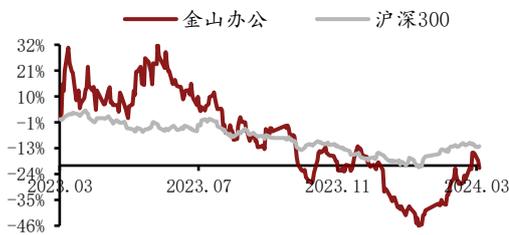
### 市场数据(2024-03-26)

收盘价(元)	306.40
一年内最高/最低(元)	517.00/209.86
沪深 300 指数	3,543.75
市净率(倍)	14.22
流通市值(亿元)	1,415.01

### 基础数据(2023-12-31)

每股净资产(元)	21.55
每股经营现金流(元)	4.46
毛利率(%)	85.30
净资产收益率_摊薄(%)	13.25
资产负债率(%)	28.30
总股本/流通股(万股)	46,181.72/46,181.72
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

### 个股相对沪深 300 指数表现



资料来源：中原证券，聚源

### 相关报告

《金山办公(688111)分析报告(非金融)：订阅业务保持良好增势，AI 能力全面深入过程中》 2023-11-02

《金山办公(688111)公司深度分析：积极拥抱 AI，分享技术变革红利》 2023-04-14

《金山办公(688111)公司点评报告：2023 年具备较高的业绩弹性》 2023-02-28

联系人：马焱琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编：200122

### 投资要点：

- 公司发布年报：2023 年公司收入 45.56 亿元，同比增长 17.27%；归母净利润 13.18 万元，同比增长 17.92%；扣非净利润 12.62 亿元，同比增长 34.45%。
- 面对经济形势的不确定性，公司仍然保持了相对稳定的增速水平，业务能力优势得到进一步凸显。2023 年公司收入、净利润、扣非净利润增速分别较上一年增长了-1.17、10.59、22.74 个百分点。在业内普遍缩减人员规模和加强控费力度的背景下，公司 2023 年仍然新增 7%的员工，达到 4558 人，彰显了对业务持续增长的信心。同时，公司人均业务指标也在持续增长，人均收入和净利润分别达到 100 万元和 29 万元。
- 季节性方面，2023 年公司收入从逐季增长，变为在 2、4 季度处于相对旺季。因而公司在 3 季度处于业绩增速的低点，在 Q4 业绩增速明显回升。随着前期信创业务放量和疫情因素的影响的减弱，个人订阅业务受到寒暑假影响，回归到原有季节性的节奏中。
- 分业务来看，2023 年公司最看重的两大订阅业务保持了强劲的增长。个人和机构订阅分别增长了 34.45%和 29.42%；受到信创需求下滑的影响，公司机构授权业务下滑 21.60%；在公司逐步收缩并主动关停互联网广告推广业务的背景下，公司互联网广告推广及其他业务(含海外业务)收入减少了 6.05%。
- 在个人订阅业务方面，通过产品功能的打磨、云端活跃度的提升、用户精准功能推送，同时叠加了会员付费体系的变革，公司用户的付费转换率得到进一步的提升。到 2023 年末公司月度活跃设备数 5.98 亿，同比增长 4.36%，其中 PC 版活跃度增长更快，增速 9.5%，基数更高的移动版仍然增长了 0.61%。而与此同时，客户的付费意愿得到进一步增强，累计付费个人用户数量增长 18.43%到 3549 万。
- 在机构订阅业务方面，2023 年公司在 4 月上线了 WPS 365 帮助企业客户进行数字化转型，加大了在 B 端的推广活动。截止 2023 年年底，公司 W365 客户累计签约 17000 家，公有云付费企业数增长达到 83%。W365 第一次将公司从文档类产品线，拓展到了内容创作、沟通协作、数字资产管理、开放生态为组合的一站式协同办公平台，产品能力得到了市场的认可。

● **2024 年公司 AI 产品开发将逐步从 C 端产品向 B 端深入。**

(1) 2023 年一季度，公司基于大语言模型的智能办公应用 WPS AI 项目正式启动，并在 11 月完成备案并开启公测。2024 年，该产品将进入到收费阶段，公司将开启 AI 会员，有望进一步打开个人订阅业务的付费空间和增强用户的黏性。

(2) 公司通过与大客户进行 AI 产品的共创，即将在 2024 年 4 月对外发布 B 端 AI 产品的新进展，也将在 2024 年探索出适合当前国情下企业级 AI 的商业模式。

● **公司在 AI 产品构建上，选择了开放的发展路径，集各家之所长。**

WPS AI 接入了主流头部大模型，根据各家大模型的特点和长处，在不同的需求场景下，选择不同的大模型提供服务。目前与公司合作的大模型厂商包括了百度文心一言、智谱、阿里通义、讯飞星火、MiniMax 等，公司还在与 Kimi 展开联调。

● **2023 年公司毛利率和费用占比都呈现改善趋势。**全年毛利率 85.30%，较上年提升 0.30 个百分点。其中机构授权业务毛利率 93.12%，略有下滑 0.31 个百分点，表明产品化程度仍然处于较高水平；个人订阅业务毛利率 81.49%，较上年提升了 0.74 个百分点，会员体系调整效果得以显现。此外，公司研发、销售、管理三大费用合计增长 13.48%，低于收入增速水平，表明 AI 领域投入对整体盈利能力影响有限，2024 年有望继续维持业绩增长的稳定性。

● **Q4 合同负债增幅明显，将对 2024 年业绩形成较强支撑。**2023Q4 公司合同负债达到 18.91 亿元，较 Q3 增长了 1.81 亿元，到达历史新高；其他非流动合同负债（主要为合同负债）6.13 亿元，较 Q3 增长 2.04 亿元，长期用户付费金额的增幅更加明显。与此同时，公司 Q4 经营性现金流也得到了明显提升，从上年同期的 7.43 亿提升到了 11.18 亿元。

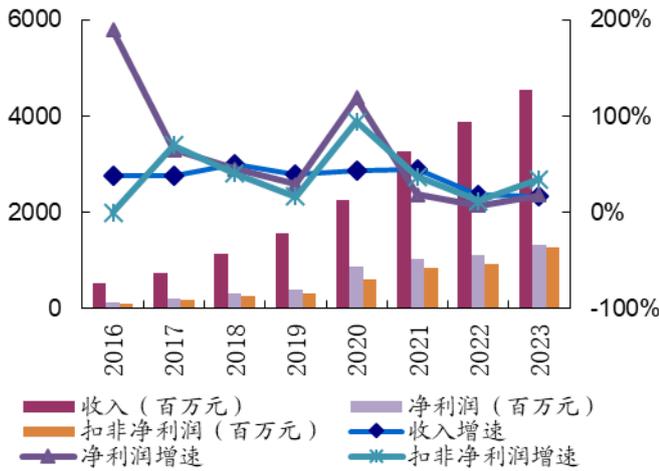
● **维持对公司“增持”的投资评级。**公司业务门槛较高，同时主要面向个人客户和企业客户，在当前经济形势下仍然保持了较好的稳定性。随着后续 C 端 AI 产品商业化落地和 B 端 AI 产品的完善及推广，公司有望率先享受到 AI 应用发展的红利。预计 24-26 年公司 EPS 分别为 3.62 元、4.69 元、6.54 元，按 3 月 26 日收盘价 306.40 元计算，对应 PE 为 84.62 倍、65.26 倍、46.88 倍。

**风险提示：**人工智能发展超预期，导致办公软件产业环节被上游取代；国际局势变化对公司海外业务的影响；新技术发展对竞争格局的影响。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入（百万元）	3,885	4,556	5,629	6,932	8,682
增长比率（%）	18.44	17.27	23.56	23.14	25.25
净利润（百万元）	1,118	1,318	1,672	2,168	3,018
增长比率（%）	7.33	17.92	26.90	29.66	39.21
每股收益(元)	2.42	2.85	3.62	4.69	6.54
市盈率(倍)	126.62	107.38	84.62	65.26	46.88

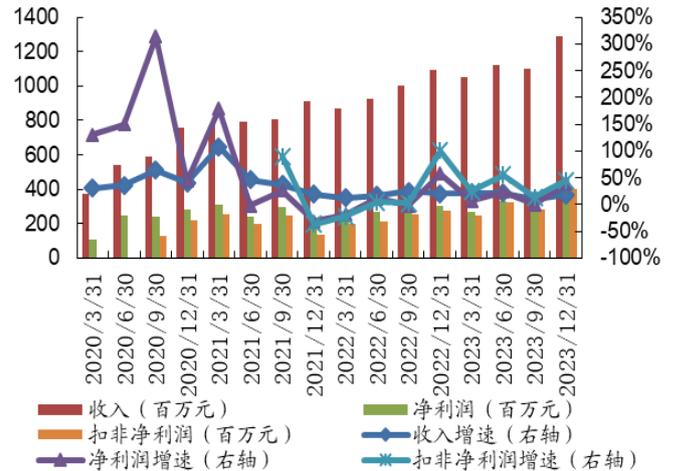
资料来源：中原证券，聚源，携宁

图 1：2016-2023 年公司收入、净利润及其增速



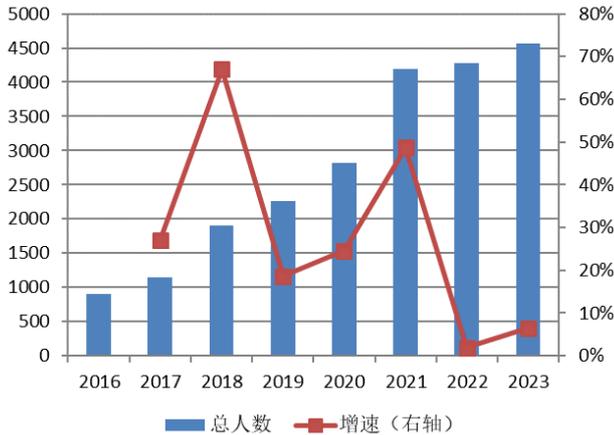
资料来源：公司公告，中原证券

图 2：2020Q1-2023Q4 公司收入、净利润及其增速



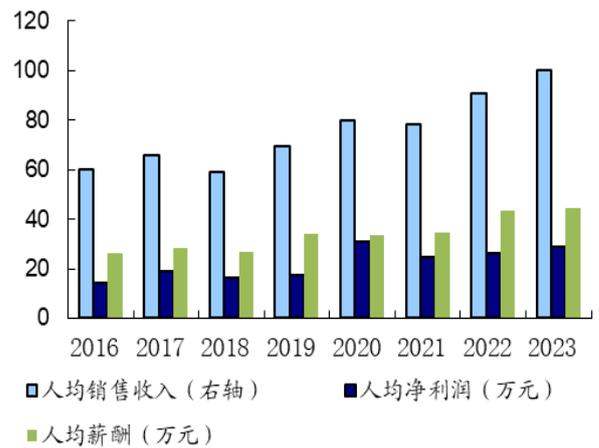
资料来源：公司公告，中原证券

图 3：2016-2023 年公司员工数量 (人)



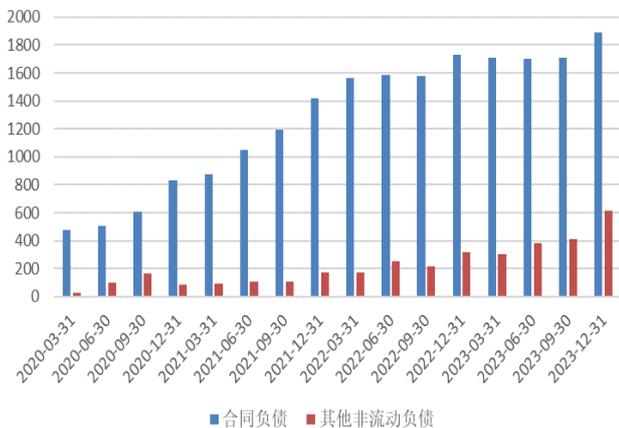
资料来源：公司公告，中原证券

图 4：2016-2023 年公司人均指标



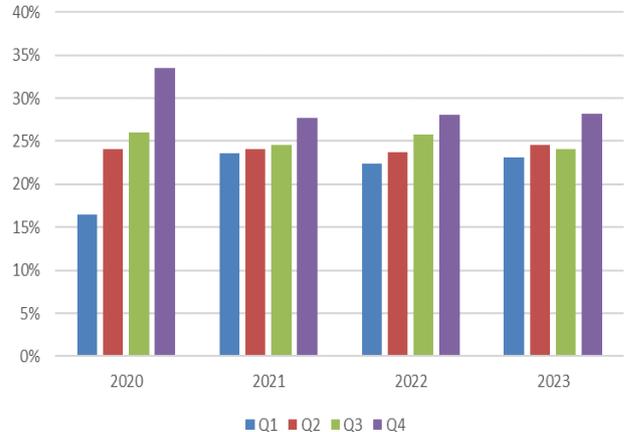
资料来源：公司公告，中原证券

图 5：2020Q1-2023Q4 公司合同负债 (百万元)



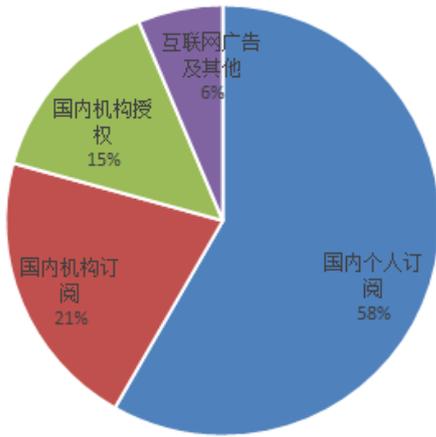
资料来源：公司公告，中原证券

图 6：2020-2023 公司季度收入占比



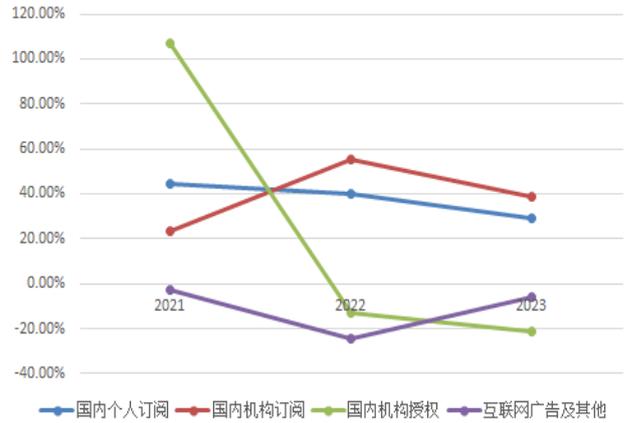
资料来源：公司公告，中原证券

图 7：2023 年公司收入结构



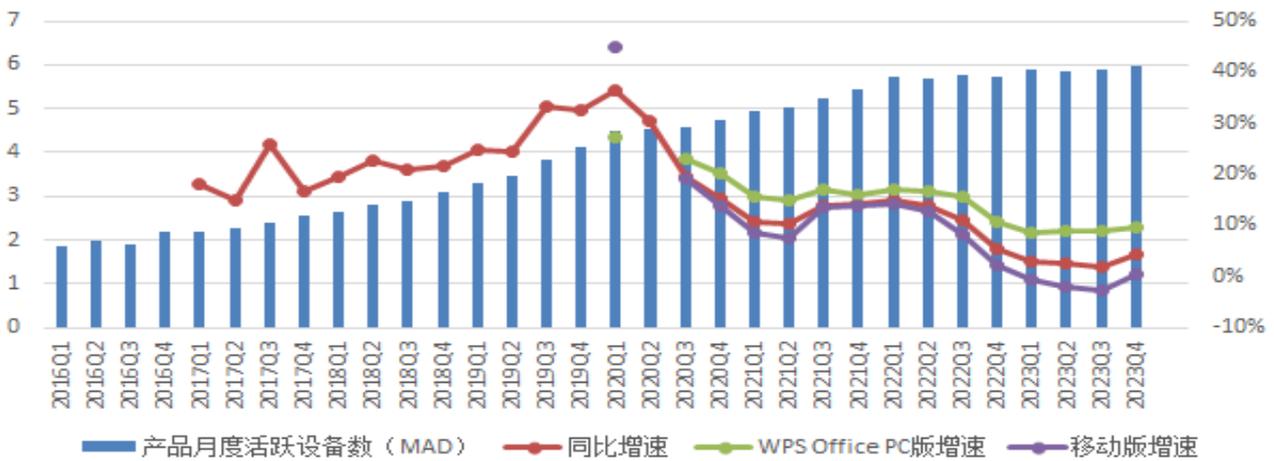
资料来源：公司公告，中原证券

图 8：2021-2023 公司分业务收入增速



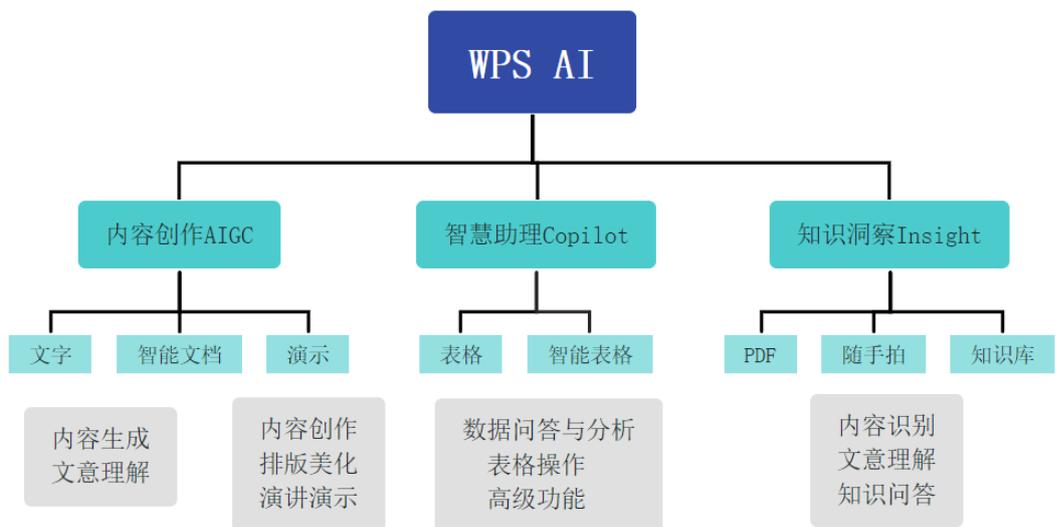
资料来源：公司公告，中原证券

图 9：2016Q1-2023Q4 公司产品月度活跃设备数



资料来源：公司公告，中原证券

图 10：WPS AI 产品体系



资料来源：公司网站，中原证券

图 11: WPS365 产品体系



资料来源：公司公告，中原证券

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>9,775</b>	<b>10,147</b>	<b>11,744</b>	<b>14,499</b>	<b>18,430</b>
现金	7,015	3,478	4,901	7,469	11,149
应收票据及应收账款	500	569	714	879	1,095
其他应收款	27	50	54	63	86
预付账款	28	22	47	59	70
存货	1	1	0	1	1
其他流动资产	2,204	6,027	6,028	6,029	6,029
<b>非流动资产</b>	<b>2,282</b>	<b>3,827</b>	<b>4,589</b>	<b>5,204</b>	<b>5,884</b>
长期投资	444	1,094	1,764	2,311	2,933
固定资产	82	69	46	12	-28
无形资产	102	87	96	89	85
其他非流动资产	1,654	2,577	2,683	2,792	2,894
<b>资产总计</b>	<b>12,058</b>	<b>13,974</b>	<b>16,333</b>	<b>19,704</b>	<b>24,314</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,750</b>	<b>3,154</b>	<b>3,719</b>	<b>4,744</b>	<b>6,091</b>
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	306	453	573	817	1,060
其他流动负债	2,444	2,700	3,145	3,926	5,031
<b>非流动负债</b>	<b>509</b>	<b>801</b>	<b>945</b>	<b>1,120</b>	<b>1,355</b>
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	509	801	945	1,120	1,355
<b>负债合计</b>	<b>3,259</b>	<b>3,954</b>	<b>4,664</b>	<b>5,864</b>	<b>7,447</b>
少数股东权益	74	71	79	81	90
股本	461	462	462	462	462
资本公积	4,942	5,178	5,178	5,178	5,178
留存收益	3,310	4,294	5,966	8,134	11,153
归属母公司股东权益	8,724	9,949	11,591	13,759	16,777
<b>负债和股东权益</b>	<b>12,058</b>	<b>13,974</b>	<b>16,333</b>	<b>19,704</b>	<b>24,314</b>

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,603</b>	<b>2,058</b>	<b>1,986</b>	<b>2,870</b>	<b>3,921</b>
净利润	1,131	1,314	1,680	2,171	3,027
折旧摊销	130	125	123	122	122
财务费用	10	9	0	0	0
投资损失	-339	-219	-217	-267	-334
营运资金变动	607	807	391	837	1,097
其他经营现金流	64	21	9	7	9
<b>投资活动现金流</b>	<b>4,502</b>	<b>-5,210</b>	<b>-677</b>	<b>-477</b>	<b>-476</b>
资本支出	-176	-166	-224	-197	-188
长期投资	4,444	-5,171	-670	-547	-622
其他投资现金流	233	127	217	267	334
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-354</b>	<b>-385</b>	<b>114</b>	<b>175</b>	<b>235</b>
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	1	0	0	0
资本公积增加	194	236	0	0	0
其他筹资现金流	-549	-621	114	175	235
<b>现金净增加额</b>	<b>5,762</b>	<b>-3,539</b>	<b>1,423</b>	<b>2,568</b>	<b>3,680</b>

资料来源：中原证券，聚源，携宁

利润表 (百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>3,885</b>	<b>4,556</b>	<b>5,629</b>	<b>6,932</b>	<b>8,682</b>
营业成本	583	670	1,013	1,386	1,736
营业税金及附加	35	37	52	61	76
营业费用	818	967	1,113	1,246	1,433
管理费用	392	444	480	518	560
研发费用	1,331	1,472	1,693	2,032	2,479
财务费用	-13	-95	-70	-98	-149
资产减值损失	-27	-7	0	0	0
其他收益	173	142	213	239	314
公允价值变动收益	-30	-3	0	0	0
投资净收益	339	219	217	267	334
资产处置收益	0	5	3	6	6
<b>营业利润</b>	<b>1,197</b>	<b>1,401</b>	<b>1,781</b>	<b>2,299</b>	<b>3,203</b>
营业外收入	2	1	2	2	3
营业外支出	1	12	14	16	18
<b>利润总额</b>	<b>1,198</b>	<b>1,390</b>	<b>1,769</b>	<b>2,286</b>	<b>3,187</b>
所得税	67	75	89	115	160
<b>净利润</b>	<b>1,131</b>	<b>1,314</b>	<b>1,680</b>	<b>2,171</b>	<b>3,027</b>
少数股东损益	13	-3	8	2	9
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,118</b>	<b>1,318</b>	<b>1,672</b>	<b>2,168</b>	<b>3,018</b>
EBITDA	1,031	1,216	1,822	2,309	3,160
EPS (元)	2.42	2.85	3.62	4.69	6.54

## 主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	18.44	17.27	23.56	23.14	25.25
营业利润 (%)	6.71	17.05	27.18	29.06	39.31
归属母公司净利润 (%)	7.33	17.92	26.90	29.66	39.21
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	85.00	85.30	82.00	80.00	80.00
净利率 (%)	28.77	28.92	29.70	31.28	34.77
ROE (%)	12.81	13.25	14.43	15.76	17.99
ROIC (%)	9.52	10.22	13.74	14.93	17.03
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	27.03	28.30	28.55	29.76	30.63
净负债比率 (%)	37.04	39.47	39.96	42.37	44.15
流动比率	3.55	3.22	3.16	3.06	3.03
速动比率	3.18	2.11	2.22	2.32	2.45
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.35	0.35	0.37	0.38	0.39
应收账款周转率	8.55	8.57	8.82	8.76	8.84
应付账款周转率	2.25	1.76	1.97	1.99	1.85
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	2.42	2.85	3.62	4.69	6.54
每股经营现金流 (最新摊薄)	3.47	4.46	4.30	6.22	8.49
每股净资产 (最新摊薄)	18.89	21.54	25.10	29.79	36.33
<b>估值比率</b>					
P/E	126.62	107.38	84.62	65.26	46.88
P/B	16.22	14.22	12.21	10.28	8.43
EV/EBITDA	111.60	117.30	75.01	58.08	41.27

### 行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

### 公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

### 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分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。