

WPS AI 商业化持续推进，机构订阅转型带来短期承压

核心观点

事件：公司发布 2024 年半年报，2024 年上半年公司实现营业收入 24.13 亿元，同比增长 11.09%，实现归母净利润 7.21 亿元，同比增长 20.38%，扣非归母净利润 6.88 亿元，同比增长 19.35%。

- **C 端订阅保持良好增长，AI 会员渗透率向好。**24H1 公司国内个人办公服务订阅业务收入 15.30 亿元，同比增长 22.17%。主要产品月活设备数及付费用户数仍实现稳定增长，截至 6 月 30 日，公司主要产品月活设备数为 6.02 亿，同比增长 3.08%；累计付费个人用户数 3815 万，同比增长 14.79%。2024 年公司在不断迭代升级 AI 及协作产品功能的同时，正式开启了 WPS AI 的商业化进程。公司推出了全新的会员体系，包含超级会员、AI 会员、以及融合前二者权益的大会员，精准满足多元化用户群体的需求。目前 AI 会员和大会员累计年度付费用户数合计已超百万，在付费用户中的渗透率约 3%。我们认为，随着 AI 会员的渗透率不断提升，C 端订阅业务有望持续保持高增长。
- **B 端业务逐步往订阅转型，机构授权收入略承压。**24H1 公司国内机构订阅业务收入 4.43 亿元，同比增长 5.95%。公司于 24 年推出了面向组织和企业客户的办公新质生产力平台 WPS 365，加大力度推动政企客户付费模式更新升级，引导客户向公有云转型。截至 24H1，WPS 365 已服务超过 18000 家头部政企客户。国内机构授权业务收入 3.25 亿元，同比减少 10.14%。上半年受到党政信创产业调整的影响，机构授权业务承压。公司也持续紧密跟踪政策变化及客户需求，进一步深化在党政信创和行业信创领域的布局。
- **积极投入研发，销售费用控制较好。**公司持续投入生成式 AI 与办公软件结合的技术研发，报告期内，研发投入 8.08 亿元，同比增长 12.61%，研发费用率约 33%，研发人员占总员工比例达 65%。销售费用率通过控制宣传推广费用同比下降 3.6pct 至 18.3%。2024 年公司推动 WPS AI 商业化落地，同时推出面向企业客户的 WPS 365 平台，包含 WPS AI 企业版。截至 2024 年上半年，公司合同负债总额达 26.85 亿元，国内机构订阅向 SaaS 模式转型进展顺利，为公司长期健康发展奠定坚实基础。我们认为，随着公司的 AI 相关产品的用户渗透率不断提升，有望带动公司个人和机构业务的持续增长。

盈利预测与投资建议

- 根据公司 2024 年中报，下调营业收入，下调销售费率，我们预测公司 24-26 年每股收益分别为 3.34/4.30/5.23 元（原预测为 3.52/4.52/5.71 元），采用 DCF 估值，对应目标价为 228.53 元，维持增持评级。

风险提示

AI 技术研发进展不及预期；付费率转化不及预期；国产替代不及预期。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,885	4,556	5,195	6,201	7,289
同比增长(%)	18.4%	17.3%	14.0%	19.4%	17.5%
营业利润(百万元)	1,197	1,401	1,638	2,102	2,558
同比增长(%)	6.7%	17.1%	17.0%	28.3%	21.7%
归属母公司净利润(百万元)	1,118	1,318	1,547	1,987	2,419
同比增长(%)	7.3%	17.9%	17.4%	28.4%	21.7%
每股收益(元)	2.42	2.85	3.34	4.30	5.23
毛利率(%)	85.0%	85.3%	85.0%	85.2%	85.4%
净利率(%)	28.8%	28.9%	29.8%	32.0%	33.2%
净资产收益率(%)	13.6%	14.1%	14.6%	16.6%	17.8%
市盈率	78.1	66.2	56.4	43.9	36.1
市净率	10.0	8.8	7.8	6.9	6.0

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	增持（维持）
股价（2024年08月21日）	188.7元
目标价格	228.53元
52周最高价/最低价	405.54/185.17元
总股本/流通A股（万股）	46,253/46,253
A股市值（百万元）	87,279
国家/地区	中国
行业	计算机
报告发布日期	2024年08月22日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	0.24	-7.26	-34.94	-48.9
相对表现%	-0.13	-1.12	-25.3	-37.96
沪深300%	0.37	-6.14	-9.64	-10.94



证券分析师

浦俊懿	021-63325888*6106 pujunyi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860514050004
陈超	021-63325888*3144 chenchao3@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521050002
覃俊宁	qinjunning@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524080002

联系人

宋鑫宇	songxinyu@orientsec.com.cn
-----	----------------------------

投资建议

DCF 估值：根据公司 2024 年中报，我们预测公司 24-26 年归母净利润分别为 15.47/19.87/24.19 亿元（原预测为 16.26/20.89/26.39 亿元，下调营业收入，下调销售费率预测），对应每股收益分别为 3.34/4.30/5.23 元。采用 DCF 估值，对应目标价 228.53 元，维持增持评级。

表 1：DCF 估值模型假设

估值假设	假设值
所得税税率 T	25.00%
永续增长率 Gn(%)	3.00%
无风险利率 Rf	2.22%
无杠杆影响的 β 系数	0.88
考虑杠杆因素的 β 系数	0.91
市场收益率 Rm	9.25%
公司特有风险	0.00%
股权投资成本 (Ke)	8.63%
债务比率 D/(D+E)	5.00%
债务利率 rd	3.85%
WACC	8.35%

数据来源：Wind，东方证券研究所

表 2：相关 DCF 计算数据

对应数据类型	值
FCFF 折现 (百万元)	58,177.13
终值折现 (百万元)	43,772.29
企业价值 (百万元)	101,949.42
权益价值 (百万元)	105,703.25
每股价值 (元)	228.53

数据来源：东方证券研究所

表 3：永续增长率和 WACC 的敏感性分析

		永续增长率 Gn(%)				
		1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
WACC (%)	228.53					
	6.35%	291.33	323.29	374.35	468.96	704.24
	6.85%	262.83	286.93	323.56	385.95	515.97
	7.35%	238.98	257.50	284.53	327.73	407.78
	7.85%	218.76	233.21	253.62	284.64	337.46
	8.35%	201.43	212.85	228.53	251.45	288.05
	8.85%	186.42	195.54	207.79	225.10	251.41
	9.35%	173.31	180.67	190.36	203.68	223.12
	9.85%	161.77	167.77	175.52	185.92	200.62
	10.35%	151.55	156.47	162.73	170.97	182.29

数据来源：东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	7,015	3,478	5,654	6,879	8,454	营业收入	3,885	4,556	5,195	6,201	7,289
应收票据、账款及款项融资	500	569	681	813	956	营业成本	583	670	781	916	1,063
预付账款	28	22	26	31	36	销售费用	818	967	970	1,090	1,217
存货	1	1	4	5	5	管理费用	392	444	510	593	690
其他	2,231	6,076	5,008	5,462	5,983	研发费用	1,331	1,472	1,635	1,880	2,183
流动资产合计	9,775	10,147	11,374	13,189	15,434	财务费用	(13)	(95)	(44)	(60)	(74)
长期股权投资	444	1,094	1,258	1,447	1,664	资产、信用减值损失	25	23	0	0	0
固定资产	82	69	59	33	310	公允价值变动收益	(30)	(3)	0	0	0
在建工程	121	248	368	488	123	投资净收益	339	219	200	220	242
无形资产	102	87	75	60	155	其他	138	110	95	101	107
其他	1,533	2,329	2,554	2,790	3,048	营业利润	1,197	1,401	1,638	2,102	2,558
非流动资产合计	2,282	3,827	4,314	4,819	5,300	营业外收入	2	1	2	2	2
资产总计	12,058	13,974	15,688	18,008	20,733	营业外支出	1	12	7	7	7
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	1,198	1,390	1,633	2,097	2,553
应付票据及应付账款	306	453	469	550	638	所得税	67	75	90	115	140
其他	2,444	2,700	3,007	3,533	4,108	净利润	1,131	1,314	1,543	1,982	2,413
流动负债合计	2,750	3,154	3,476	4,082	4,746	少数股东损益	13	(3)	(4)	(5)	(6)
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1,118	1,318	1,547	1,987	2,419
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	2.42	2.85	3.34	4.30	5.23
其他	509	801	955	1,151	1,395						
非流动负债合计	509	801	955	1,151	1,395	主要财务比率					
负债合计	3,259	3,954	4,431	5,233	6,142		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	74	71	67	62	56	成长能力					
实收资本(或股本)	461	462	463	463	463	营业收入	18.4%	17.3%	14.0%	19.4%	17.5%
资本公积	4,942	5,178	5,293	5,293	5,293	营业利润	6.7%	17.1%	17.0%	28.3%	21.7%
留存收益	3,310	4,294	5,435	6,958	8,780	归属于母公司净利润	7.3%	17.9%	17.4%	28.4%	21.7%
其他	11	15	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	8,798	10,020	11,257	12,775	14,592	毛利率	85.0%	85.3%	85.0%	85.2%	85.4%
负债和股东权益总计	12,058	13,974	15,688	18,008	20,733	净利率	28.8%	28.9%	29.8%	32.0%	33.2%
						ROE	13.6%	14.1%	14.6%	16.6%	17.8%
						ROIC	13.4%	13.1%	14.1%	16.0%	17.1%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	27.0%	28.3%	28.2%	29.1%	29.6%
净利润	1,131	1,314	1,543	1,982	2,413	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	81	78	73	92	174	流动比率	3.55	3.22	3.27	3.23	3.25
财务费用	(13)	(95)	(44)	(60)	(74)	速动比率	3.55	3.22	3.27	3.23	3.25
投资损失	(339)	(219)	(200)	(220)	(242)	营运能力					
营运资金变动	(613)	(943)	489	459	505	应收账款周转率	8.6	8.6	8.4	8.4	8.3
其它	1,357	1,922	(61)	(22)	4	存货周转率	302.9	455.1	261.2	192.0	191.1
经营活动现金流	1,603	2,058	1,800	2,231	2,779	总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
资本支出	(162)	(161)	(189)	(190)	(197)	每股指标(元)					
长期投资	(321)	(650)	(164)	(189)	(217)	每股收益	2.42	2.85	3.34	4.30	5.23
其他	4,985	(4,399)	969	(223)	(268)	每股经营现金流	3.48	4.46	3.89	4.82	6.01
投资活动现金流	4,502	(5,210)	616	(602)	(682)	每股净资产	18.86	21.51	24.19	27.49	31.43
债权融资	31	(24)	7	0	0	估值比率					
股权融资	194	237	116	0	0	市盈率	78.1	66.2	56.4	43.9	36.1
其他	(579)	(597)	(362)	(404)	(522)	市净率	10.0	8.8	7.8	6.9	6.0
筹资活动现金流	(354)	(385)	(240)	(404)	(522)	EV/EBITDA	66.0	60.3	50.1	39.1	31.4
汇率变动影响	11	(2)	-0	-0	-0	EV/EBIT	70.5	63.9	52.3	40.9	33.6
现金净增加额	5,762	(3,539)	2,176	1,225	1,575						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。