

金山办公 (688111.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

C 端基本盘稳健，B 端订阅业务放量

事件

2023年3月21日公司披露年报，2022年实现收入38.85亿元，同比增长18.44%；归母净利润11.18亿元，同比增长7.33%；扣非归母净利润9.39亿元，同比增长11.71%。其中Q4实现收入10.9亿元，同比增长20.04%；归母净利润3.04亿元，同比增长57.44%；扣非归母净利润2.76亿元，同比增长100.3%。

点评

C 端基本盘稳健，月度活跃设备数逆势增长。全球PC及手机出货量疲软背景下，公司月度活跃设备数逆势增长至5.73亿，同比增长5.33%，付费用户数达到2997万，同比增长18.12%。付费用户稳定增长，长周期会员比例增加，会员结构持续优化。在“云+协同”办公的行业趋势下，公司不断优化跨端场景用户体验，截至2022年12月公司云文档数量超1752亿份，同比增长35%。总的来看，2022年C端订阅业务实现收入20.50亿元，同比增长39.91%，收入占比约为52.8%，同比提升约8pct，C端仍是公司的基本盘。

B 端订阅业务高速增长，授权业务受信创节奏影响有所下滑。报告期内公司B端订阅业务实现收入约6.92亿元，同比增长55.06%，公司数字办公平台能够提供灵活的组件化能力，文档和协作两大中台赋予了其开放的生态，这与公司下游客户的数字化转型需求高度吻合。2022年公司数字办公平台相关收入同比增长57%，数字办公产品全年新增政企客户3990家，带动B端订阅业务快速放量。受疫情反复、信创节奏放缓影响，B端授权业务实现收入约8.36亿元，同比下降约13.18%。

“双订阅”占比增加，办公软件智能化背景下公司价值空间有望提升。公司C端和B端订阅收入占比达到70.6%，同比提升约12pct，C端订阅业务稳健增长，数字办公平台为B端商业模式从授权转向订阅提供了有力支撑。办公软件智能化背景下，公司围绕AIGC及LLM领域持续投入，将AI技术与众多使用场景融合，产品智能化体验不断提升，2022年公司利用AI能力帮助用户校对总字数3340亿个，OCR处理图片数达146亿份，智能美化功能月活跃用户数量达237万，产品智能化转型下公司价值空间有望显著提升。

盈利调整和投资建议

我们下调此前的盈利预测，预计公司2023-2025年的净利润分别为16.27/21.03/27.98亿元，当前股价对应2023-2025年PE分别为96x/74x/56x，维持“买入”评级。

风险提示

协同办公市场竞争加剧、双订阅转型不及预期、限售股解禁风险。

计算机组

联系人：纪超

jichao@gjzq.com.cn

分析师：孟灿 (执业S1130522050001)

mengcan@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：339.30 元

相关报告：

- 《金山办公公司点评：C端用户逆势增长，B端订阅快速放量》，2023.2.25
- 《金山办公公司深度研究：国产办公软件龙头，订阅和信创打开长期增...》，2023.2.21



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,280	3,885	5,296	7,080	9,304
营业收入增长率	45.07%	18.44%	36.33%	33.68%	31.40%
归母净利润(百万元)	1,041	1,118	1,627	2,103	2,798
归母净利润增长率	18.57%	7.33%	45.62%	29.23%	33.07%
摊薄每股收益(元)	2.259	2.423	3.528	4.559	6.067
每股经营性现金流净额	4.04	3.48	4.38	6.43	8.67
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.49%	12.81%	16.34%	18.09%	20.08%
P/E	117.32	109.16	96.17	74.42	55.93
P/B	15.83	13.98	15.71	13.46	11.23

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	2,261	3,280	3,885	5,296	7,080	9,304
增长率	45.1%	18.4%	36.3%	33.7%	31.4%	
主营业务成本	-278	-429	-583	-763	-1,002	-1,307
%销售收入	12.3%	13.1%	15.0%	14.4%	14.2%	14.1%
毛利	1,983	2,851	3,302	4,533	6,078	7,996
%销售收入	87.7%	86.9%	85.0%	85.6%	85.8%	85.9%
营业税金及附加	-23	-35	-35	-47	-63	-83
%销售收入	1.0%	1.1%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-483	-695	-818	-1,112	-1,473	-1,918
%销售收入	21.4%	21.2%	21.1%	21.0%	20.8%	20.6%
管理费用	-213	-326	-392	-525	-680	-848
%销售收入	9.4%	9.9%	10.1%	9.9%	9.6%	9.1%
研发费用	-711	-1,082	-1,331	-1,817	-2,414	-3,070
%销售收入	31.4%	33.0%	34.3%	34.3%	34.1%	33.0%
息税前利润 (EBIT)	554	713	726	1,032	1,448	2,077
%销售收入	24.5%	21.7%	18.7%	19.5%	20.5%	22.3%
财务费用	9	17	13	156	196	255
%销售收入	-0.4%	-0.5%	-0.3%	-2.9%	-2.8%	-2.7%
资产减值损失	-4	-12	-25	-15	-20	-24
公允价值变动收益	118	-1	-30	5	10	15
投资收益	144	205	339	390	440	490
%税前利润	15.4%	18.3%	28.3%	22.4%	19.6%	16.4%
营业利润	935	1,121	1,197	1,739	2,245	2,984
营业利润率	41.4%	34.2%	30.8%	32.8%	31.7%	32.1%
营业外收支	0	-3	2	2	3	4
税前利润	936	1,119	1,198	1,741	2,248	2,988
利润率	41.4%	34.1%	30.8%	32.9%	31.7%	32.1%
所得税	-49	-50	-67	-97	-126	-167
所得税率	5.3%	4.4%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%
净利润	887	1,069	1,131	1,643	2,122	2,820
少数股东损益	8	28	13	16	19	22
归属于母公司的净利润	878	1,041	1,118	1,627	2,103	2,798
净利率	38.8%	31.7%	28.8%	30.7%	29.7%	30.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	887	1,069	1,131	1,643	2,122	2,820
少数股东损益	8	28	13	16	19	22
非现金支出	51	107	156	108	178	302
非经营收益	-267	-200	-291	-386	-441	-497
营运资金变动	844	888	607	653	1,105	1,375
经营活动现金净流	1,514	1,864	1,603	2,018	2,964	4,000
资本开支	-55	-149	-176	-218	-287	-407
投资	-1,259	-1,422	4,444	-315	-310	-305
其他	198	207	233	390	440	490
投资活动现金净流	-1,116	-1,364	4,502	-143	-157	-222
股权募资	0	0	10	0	0	0
债权募资	0	0	0	25	29	29
其他	-141	-247	-364	-397	-442	-488
筹资活动现金净流	-141	-247	-354	-371	-413	-459
现金净流量	251	251	5,762	1,504	2,394	3,319

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,004	1,254	7,015	8,498	10,873	14,174
应收款项	442	451	527	605	691	788
存货	1	2	1	2	2	2
其他流动资产	6,642	6,986	2,231	2,531	2,841	3,152
流动资产	8,088	8,694	9,775	11,636	14,407	18,116
%总资产	95.0%	83.4%	81.1%	82.0%	83.7%	85.5%
长期投资	68	168	491	611	731	851
固定资产	62	88	203	227	253	281
%总资产	0.7%	0.8%	1.7%	1.6%	1.5%	1.3%
无形资产	256	315	315	328	340	351
非流动资产	423	1,732	2,282	2,546	2,815	3,084
%总资产	5.0%	16.6%	18.9%	18.0%	16.3%	14.5%
资产总计	8,512	10,426	12,058	14,182	17,222	21,200
短期借款	0	40	66	70	80	90
应付款项	190	303	404	503	634	787
其他流动负债	1,248	1,925	2,281	3,027	4,217	5,670
流动负债	1,438	2,268	2,750	3,600	4,931	6,548
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	183	378	509	532	557	583
负债	1,621	2,645	3,259	4,132	5,488	7,130
普通股股东权益	6,855	7,720	8,724	9,960	11,625	13,939
其中：股本	461	461	461	461	461	461
未分配利润	1,681	2,408	3,157	4,392	6,057	8,371
少数股东权益	36	61	74	90	109	131
负债股东权益合计	8,512	10,426	12,058	14,182	17,222	21,200

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.905	2.259	2.423	3.528	4.559	6.067
每股净资产	14.870	16.745	18.916	21.592	25.201	30.219
每股经营现金净流	3.285	4.044	3.475	4.376	6.426	8.673
每股股利	0.600	0.700	0.730	0.850	0.950	1.050
回报率						
净资产收益率	12.81%	13.49%	12.81%	16.34%	18.09%	20.08%
总资产收益率	10.32%	9.99%	9.27%	11.47%	12.21%	13.20%
投入资本收益率	7.60%	8.69%	7.71%	9.60%	11.53%	13.80%
增长率						
主营业务收入增长率	43.14%	45.07%	18.44%	36.33%	33.68%	31.40%
EBIT 增长率	115.78%	28.76%	1.83%	42.21%	40.27%	43.45%
净利润增长率	119.22%	18.57%	7.33%	45.62%	29.23%	33.07%
总资产增长率	24.37%	22.49%	15.65%	17.62%	21.43%	23.10%
资产管理能力						
应收账款周转天数	60.0	45.0	42.7	40.0	35.0	31.0
存货周转天数	1.8	1.5	1.1	1.0	0.9	0.8
应付账款周转天数	131.6	149.9	162.3	180.0	170.0	160.0
固定资产周转天数	10.0	9.8	7.7	6.0	4.8	3.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-110.71%	-104.83%	-92.54%	-97.72%	-105.55%	-112.84%
EBIT 利息保障倍数	-58.8	-41.5	-55.9	-6.6	-7.4	-8.1
资产负债率	19.04%	25.37%	27.03%	29.14%	31.87%	33.63%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-02-21	买入	282.29	346.75~346.75
2	2023-02-25	买入	281.07	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402