

2023年3月23日

何利超

H70529@capital.com.tw

目标价(元)

350

公司基本资讯

產業別	计算机
A 股价(2023/3/22)	325.92
上证指数(2023/3/22)	3265.75
股價 12 個月高/低	371.59/154.46
總發行股數(百萬)	461.26
A 股數(百萬)	461.26
A 市值(億元)	1503.35
主要股東	Kingsoft WPS Corporation Limited(52.69%)
每股淨值(元)	18.91
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	16.4 32.5 74.0

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2022-04-26	130.50	买进

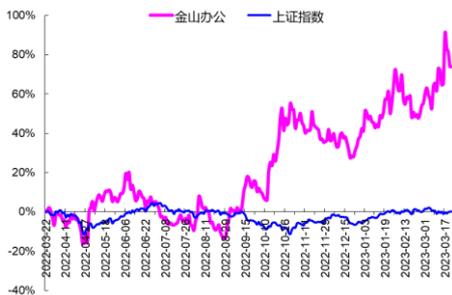
产品组合

办公服务订阅	52.78%
国内机构订阅及服务	17.82%
国内机构授权业务	21.51%
互联网广告推广服务	7.89%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	17.5%
一般法人	54.1%

股价相对大盘走势



金山办公 (688111.SH)

Trading Buy 区间操作

全年业绩符合预期，关注 AI 变革期办公软件新机遇

事件:

公司发布2022年报，2022年实现营业收入38.85亿元，同比增长18.4%；实现归母净利润11.18亿元，同比增长7.3%；实现扣非归母净利润9.4亿元，同比增长11.7%。单季度实现收入10.90亿元，同比增长20.0%；归母净利润3.04亿元，同比增长57.4%；扣非归母净利润2.76亿元，同比增长100.3%，业绩符合预期，给予“区间操作”评级。

- 2022全年业绩符合预期，Q4单季度显着回暖：**2022全年业绩基本符合此前预计。具体到Q4单季度，公司营收增速20%，归母净利润增速57%，扣非归母净利润增速100%，在全国疫情的影响下，公司营收依然保持前三季度的增速，盈利能力大幅提升，预计主要得益于机构/个人订阅业务增长较快，尤其是机构订阅业务抗疫情风险能力较强，对公司业绩形成积极影响。
- 机构订阅增速略超预期，个人订阅维持高增长：**2022年公司深度服务国内政企客户数字化办公转型，推进政企端云一体化及协作办公进程，全年机构订阅业务实现营收6.92亿元，同比增长55%，其中Q4单季度同比增长70%，略超此前预期，展现了强劲的抗疫情干扰的业务属性；个人订阅业务方面，WPS个人用户基数继续维持增长态势，全年个人订阅业务实现营收20.50亿元，同比增长40%，其中Q4单季度同比增长36%，维持全年的高增长态势。我们认为考虑到疫情影响因素逐渐消退以及近两年较高的基数，未来“个人+机构”双端订阅业务增速可能缓步滑落。
- 外部环境不确定性倒逼信创产业发展加速，信创行业有望2023年全面回暖：**在美国出口管制进一步升级的情况下，中国国内关键信息基础设施及应用软硬件等品类的可靠供应，成为经济健康稳定发展的重要保障，因此也提升了国内信创产业发展的紧迫性；另一方面由于政企端信创采购节奏的周期性和季节性，预计2023年将成为信创第二阶段的起点，上半年将进入政策密集期，信创业务有望快速回暖。公司作为国内办公软件龙头，有望持续受益于信创产业的快速发展。公司2022年机构授权业务实现营收8.36亿元，同比下滑13%，我们认为2023年在信创行业回暖的大背景下，公司机构授权业务有望边际改善，带动全年业绩增长。
- 微软GPT赋能OFFICE带来办公领域全新变革，未来WPS+GPT有望打开新空间：**微软3月16日发布Microsoft 365 Copilot，全产品线接入GPT，开启新一轮办公领域革命，震撼全球。文档作为用户创作内容的主要载体之一，此次 AI 技术革命有望加速办公软件从“效率工具”到“生产工具”的变革，极大提升组织和个人用户的工作效率。考虑到中国目前禁止使用国外AI相关软件，AI革命将为国产软件开辟更大的商业空间。金山办公近年来持续跟进AI方向，在NLP、CV等领域均有技术落地，并探索WPS智能写作、PPT文稿智能美化等AIGC功能，未来有望跟进WPS+GPT模式，在中文语境下引领国产办公领域革命。我们认为WPS+GPT的未来模式有望打开新的成长空间，一方面更简单智能的办公模式将带来用户群体扩充，另一方面GPT智能办公有望吸引免费用户加快转服费，付费渗透率和ARPU有望双向提升。同时全产品线+GPT将有可能催生更多新产品的可能，类似微软的Business Chat类型的AI办公助理或将是公司未来潜在布局的新产品选择之一。
- 盈利预期：**我们预计公司 2023-2024 年净利润为 15.48 亿和 21.23 亿元，YOY 分别为+38.50%和+37.14%；EPS 分别为 3.36 元和 4.60 元，当前股价对应 A 股 2022 和 2023 年 P/E 为 97 倍和 71 倍，维持“区间操作”建议。
- 风险提示：**1、信创订单不及预期； 2、用户月活数量不及预期； 3、付费转化率不及预期。

年度截止 12 月 31 日		2020	2021	2022	2023F	2024F
纯利(Net profit)	RMB 百万元	878.14	1041.25	1117.53	1547.82	2122.71
同比增减	%	119.22%	18.57%	7.33%	38.50%	37.14%
每股盈余(EPS)	RMB 元	1.90	2.26	2.42	3.36	4.60
同比增减	%	119.22%	18.32%	7.09%	38.80%	37.14%
A 股市盈率(P/E)	X	152	128	135	97	71
股利(DPS)	RMB 元	0.60	0.60	0.70	0.80	0.90
股息率(Yield)	%	0.24%	0.24%	0.21%	0.25%	0.28%

【投资评等说明】

评等定义

强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 \geq 35%
买进 (Buy)	15% \leq 潜在上涨空间 $<$ 35%
区间操作 (Trading Buy)	5% \leq 潜在上涨空间 $<$ 15%
无法由基本面给予投资评等	
中立 (Neutral)	预期近期股价将处于盘整
	建议降低持股

附一：合并损益表

百万元	2020	2021	2022	2023F	2024F
营业收入	2261	3280	3885	5284	7578
经营成本	278	429	583	624	888
营业税金及附加	23	35	35	53	76
销售费用	483	695	818	1110	1554
管理费用	923	1408	1723	2452	3486
财务费用	(9)	(17)	(13)	(26)	(38)
资产减值损失	0	(0)	(27)	0	0
投资收益	118	(1)	(30)	50	50
营业利润	935	1121	1197	1642	2253
营业外收入	1	4	2	4	4
营业外支出	0	6	1	1	1
利润总额	936	1119	1198	1645	2256
所得税	49	50	67	66	90
少数股东权益	8	28	13	32	43
归属于母公司所有者的净利润	878	1041	1118	1548	2123

附二：合并资产负债表

百万元	2020	2021	2022	2023F	2024F
货币资金	1004	1254	7013	8418	10672
应收帐款	398	412	622	845	1213
存货	1	2	3	3	3
流动资产合计	8088	8694	8430	10251	14702
长期股权投资	36	123	25	20	20
固定资产合计	62	88	90	90	90
在建工程	0	0	0	0	0
非流动资产合计	423	1732	620	690	690
资产总计	8512	10426	9050	10941	15392
流动负债合计	1438	2268	1204	1638	2349
非流动负债合计	183	378	(873)	(727)	1215
负债合计	1621	2645	331	912	3564
少数股东权益	36	61	74	106	149
股东权益合计	6891	7780	8719	10030	11828
负债及股东权益合计	8512	10426	9050	10941	15392

附三：合并现金流量表

百万元	2020	2021	2022	2023F	2024F
经营活动产生的现金流量净额	1514	1864	1603	1955	2804
投资活动产生的现金流量净额	(1116)	(1364)	4502	(400)	(400)
筹资活动产生的现金流量净额	(141)	(247)	(354)	(150)	(150)
现金及现金等价物净增加额	251	251	5761	1405	2254

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不在此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场,或会买入,沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口,或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。