

2023年03月22日

积极布局 AIGC，拟发行 GDR 推进国际化

金山办公(688111)

评级:	买入	股票代码:	688111
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	371.59/155.0
目标价格:		总市值(亿)	1,503.35
最新收盘价:	325.92	自由流通市值(亿)	1,503.35
		自由流通股数(百万)	461.26

核心观点

2022 年营收同比增长 18%，订阅业务持续高增，2C 和 2B 双引擎驱动作用强，随着公司进一步强化对 AIGC 相关技术的投入和应用，公司业务有望打开新的商机。

► 2022 年收入同比增长 18%，订阅占比提升 12pct

公司发布 2022 年年报，实现营收 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%；扣非后归母净利润 9.39 亿元，同比增长 11.71%。2022Q4，公司实现收入 10.90 亿元，同比增长 20.4%；归母净利润 3.04 亿元，同比增长 57.44%；扣非后归母净利润 2.76 亿元，同比增长 100.3%。

主营业务中，国内个人办公服务订阅业务收入 205,013 万元，同比增长 39.91%；国内机构订阅及服务业务收入 69,199 万元，同比增长 55.06%；国内机构授权业务收入 83,562 万元，同比减少 13.18%；互联网广告及其他业务收入 30,645 万元，同比减少 24.45%。全年订阅业务总体收入 274,212 万元，同比增长 43.45%，收入占比 71%，同比提升 12 个百分点。

► 2C 付费数和单价同步增长，2B 端云一体化提速

1) 2C: 会员增值功能推陈出新，稻壳儿深耕专业内容资源服务，截至 2022 年 12 月 31 日，公司主要产品月度活跃设备数为 5.73 亿，同比增长 5.33%。其中 WPS Office PC 版月度活跃设备数 2.42 亿，同比增长 10.50%；WPS Office 移动版月度活跃设备数 3.28 亿，同比增长 2.18%。截至 2022 年 12 月 31 日，公司累计年度付费个人用户数达到 2,997 万，同比增长 18.12%，经测算平均付费会员年付费 74 元/人（2021 年：65 元）。

2) 2B: 持续推进政企端云一体化及协作办公进程，数字办公平台（云和协作产品）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。公有云 SaaS 方面，在期付费企业数同比增长 51%，付费企业续约率超 70%，金额续费率超 100%，带动公有云领域相关收入同比增长超 100%。信创方面，公司信创版本产品不断迭代改进，在信创领域配合完成 1345 家客户验收，通过率 100%。

► 积极探索 AIGC 技术，拟发行 GDR 推进全球化

公司积极探索结合 AIGC、LLM 技术的下一代人机交互体验，并在文档翻译、听读、中英文校对、语音及音频转写、智能辅助写作及排版、表格数据智能分析、PPT 一键生成及美化等场景进行融合，为用户提供便捷优质的智能化服务体验。2022 年，金山办公利用 AI 能力帮助用户校对总字数达 3,340 亿个，全年 OCR 处理图片数量达 146 亿份，智能美化功能月活跃用户数量达 237 万。

公司发布公告，为拓展国际融资渠道，提升公司国际化品牌形象，满足公司境内外业务发展需要，公司拟筹划境外发行全球存托凭证（GDR）并在瑞士证券交易所上市，GDR 以新增发的公司 A 股作为基础证券。公司本次发行募集资金在扣除相关发行费用后，拟用于公司技术及产品研发、市场推广，并加强海外布局及全球品牌建设，提升公司海外声誉，进一步深化推进公司国际化战略。我们认为，新 GDR 的发行，有利于公司加强与海外 LLM 大模型厂商的合作，进一步补充公司产品的 AI 能力。

投资建议

我们维持公司 2023-2024 年营收分别为 54.00/75.54 亿元预测，新增 2025 年营收 103.16 亿元预测，维持公司 2023-2024 年 EPS 分别为 3.88/5.65 元预测，新增 2025 年 PES 7.70 元预测，对应 2023 年 3 月 22 日 325.92 元/股收盘价，PE 分别为 84.07/57.73/42.32 倍，维持公司“买入”评级。

风险提示

宏观环境不确定，市场竞争加剧，单一产品风险，经营管理风险，拟发行 GDR 是否完成存在不确定性等。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,280	3,885	5,400	7,554	10,316
YoY (%)	45.1%	18.4%	39.0%	39.9%	36.6%
归母净利润(百万元)	1,041	1,118	1,788	2,604	3,552
YoY (%)	18.6%	7.3%	60.0%	45.6%	36.4%
毛利率 (%)	86.9%	85.0%	87.3%	88.3%	88.3%
每股收益 (元)	2.26	2.42	3.88	5.65	7.70
ROE	13.5%	12.8%	17.0%	19.9%	21.3%
市盈率	144.21	134.68	84.07	57.73	42.32

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：刘泽晶

邮箱：liuzj1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520020002

联系电话：

分析师：刘熹

邮箱：liuxi1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120522110001

联系电话：

分析师：王秀钢

邮箱：wangxg1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519020001

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3,885	5,400	7,554	10,316	净利润	1,131	1,817	2,652	3,607
YoY (%)	18.4%	39.0%	39.9%	36.6%	折旧和摊销	130	137	145	146
营业成本	583	684	885	1,210	营运资金变动	607	202	765	870
营业税金及附加	35	54	75	99	经营活动现金流	1,603	1,771	3,005	3,824
销售费用	818	1,134	1,571	2,156	资本开支	-176	-256	-238	-246
管理费用	392	528	740	1,011	投资	4,444	-204	-263	-233
财务费用	-13	-105	-131	-177	投资活动现金流	4,502	-75	56	319
研发费用	1,331	1,840	2,566	3,507	股权募资	10	0	0	0
资产减值损失	-27	0	0	0	债务募资	0	0	0	0
投资收益	339	385	557	799	筹资活动现金流	-354	0	0	0
营业利润	1,197	1,915	2,793	3,807	现金净流量	5,762	1,695	3,061	4,143
营业外收支	2	0	0	0					
利润总额	1,198	1,915	2,793	3,807	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	67	98	141	200	成长能力				
净利润	1,131	1,817	2,652	3,607	营业收入增长率	18.4%	39.0%	39.9%	36.6%
归属于母公司净利润	1,118	1,788	2,604	3,552	净利润增长率	7.3%	60.0%	45.6%	36.4%
YoY (%)	7.3%	60.0%	45.6%	36.4%	盈利能力				
每股收益	2.42	3.88	5.65	7.70	毛利率	85.0%	87.3%	88.3%	88.3%
					净利率	28.8%	33.1%	34.5%	34.4%
					总资产收益率 ROA	9.3%	12.4%	14.4%	15.4%
					净资产收益率 ROE	12.8%	17.0%	19.9%	21.3%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	偿债能力				
货币资金	7,015	8,711	11,771	15,914	流动比率	3.55	3.56	3.54	3.46
预付款项	28	37	45	63	速动比率	3.18	3.24	3.29	3.27
存货	1	4	2	6	现金比率	2.55	2.62	2.76	2.78
其他流动资产	2,731	3,093	3,260	3,832	资产负债率	27.0%	26.5%	26.5%	27.0%
流动资产合计	9,775	11,844	15,078	19,815	经营效率				
长期股权投资	444	648	911	1,144	总资产周转率	0.35	0.41	0.47	0.50
固定资产	82	66	35	6	每股指标 (元)				
无形资产	102	124	127	139	每股收益	2.42	3.88	5.65	7.70
非流动资产合计	2,282	2,606	2,961	3,295	每股净资产	18.92	22.79	28.44	36.14
资产合计	12,058	14,450	18,039	23,111	每股经营现金流	3.48	3.84	6.51	8.29
短期借款	0	0	0	0	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	306	279	494	551	估值分析				
其他流动负债	2,444	3,047	3,770	5,177	PE	134.68	84.07	57.73	42.32
流动负债合计	2,750	3,326	4,263	5,728	PB	13.98	14.30	11.46	9.02
长期借款	0	0	0	0					
其他长期负债	509	509	509	509					
非流动负债合计	509	509	509	509					
负债合计	3,259	3,835	4,772	6,237					
股本	461	461	461	461					
少数股东权益	74	103	150	205					
股东权益合计	8,798	10,615	13,267	16,874					
负债和股东权益合计	12,058	14,450	18,039	23,111					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

刘泽晶：2014-2015年新财富计算机行业团队第三、第五名，水晶球第三名，10年证券从业经验。

刘熹：计算机行业分析师。上海交通大学硕士，曾任职于新时代证券，浙商证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。