

金山办公 (688111.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

订阅业务快速增长, AI 赋能扬帆起航

事件

2023年4月19日公司发布2023年一季报, 2023年Q1实现收入10.51亿元, 同比增长21.11%; 归母净利润2.67亿元, 同比增长6.58%; 扣非归母净利润2.5亿元, 同比增长24.37%。

点评

C端基本盘稳健, B端订阅业务维持高速增长。公司一季度业绩保持快速增长趋势, C端订阅业务基本盘稳健, 实现收入5.89亿元, 同比增长38.17%; 数字办公平台持续为B端商业模式向订阅转型赋能, B端订阅业务收入为2.13亿元, 同比增长47.28%, 延续2022年高速增长趋势; 受上年同期高基数影响, B端授权业务收入为1.82亿元, 同比下降21.43%。截至一季度末, 公司月活设备数为5.89亿, 同比增长2.97%。

会员体系升级, C端ARPU值有望大幅提升。公司原会员体系合并为WPS超级会员, 包括基础套餐和Pro套餐, 两者均包括资源类和功能类权益, 极大提升并丰富了用户体验, Pro套餐包含更多专项权益。此外, 权益包单独出售能够满足不同用户的多样化办公需求。从价格上看, 新版会员基础套餐相对原WPS会员提价约66.3%, Pro套餐相对原WPS超级会员提价约38.5%。会员体系调整有望带动公司C端ARPU值的大幅提升, 有利于后续持续稳健发展。

全面嵌入AI能力, 办公软件智能化时代下公司发展未来可期。公司即将推出WPS AI (基于大语言模型下的生成式人工智能应用), 并率先应用于新一代在线内容协作编辑工具“轻文档”, 支持生成文档、多轮对话、处理现有内容和选择文档以处理等功能, 将有效提升用户办公效率。未来WPS AI将向AIGC、阅读理解和问答、人机交互三大方向持续深耕, 逐步开放公测并嵌入公司全线产品。AI赋能下公司C端付费转化率以及B端ARPU值有望显著提升, 看好公司未来发展。

盈利调整和投资建议

我们维持此前的盈利预测, 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126x/97x/73x, 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

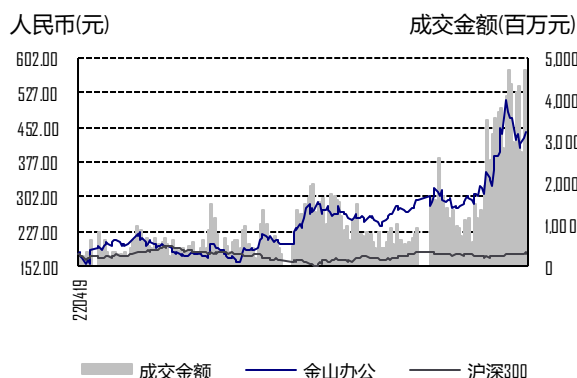
分析师: 孟灿 (执业S1130522050001)

mengcan@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 443.00元

相关报告:

- 《金山办公公司点评: C端基本盘稳健, B端订阅业务放量》, 2023.3.22
- 《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	125.56	97.16	73.02
P/B	15.83	13.98	20.52	17.58	14.66

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)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	2,261	3,280	3,885	5,296	7,080	9,304	货币资金	1,004	1,254	7,015	8,498	10,873	14,174
增长率	45.1%	18.4%	36.3%	33.7%	31.4%		应收款项	442	451	527	605	691	788
主营业务成本	-278	-429	-583	-763	-1,002	-1,307	存货	1	2	1	2	2	2
%销售收入	12.3%	13.1%	15.0%	14.4%	14.2%	14.1%	其他流动资产	6,642	6,986	2,231	2,531	2,841	3,152
毛利	1,983	2,851	3,302	4,533	6,078	7,996	流动资产	8,088	8,694	9,775	11,636	14,407	18,116
%销售收入	87.7%	86.9%	85.0%	85.6%	85.8%	85.9%	%总资产	95.0%	83.4%	81.1%	82.0%	83.7%	85.5%
营业税金及附加	-23	-35	-35	-47	-63	-83	长期投资	68	168	491	611	731	851
%销售收入	1.0%	1.1%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	62	88	203	227	253	281
销售费用	-483	-695	-818	-1,112	-1,473	-1,918	%总资产	0.7%	0.8%	1.7%	1.6%	1.5%	1.3%
%销售收入	21.4%	21.2%	21.1%	21.0%	20.8%	20.6%	无形资产	256	315	315	328	340	351
管理费用	-213	-326	-392	-525	-680	-848	非流动资产	423	1,732	2,282	2,546	2,815	3,084
%销售收入	9.4%	9.9%	10.1%	9.9%	9.6%	9.1%	%总资产	5.0%	16.6%	18.9%	18.0%	16.3%	14.5%
研发费用	-711	-1,082	-1,331	-1,817	-2,414	-3,070	资产总计	8,512	10,426	12,058	14,182	17,222	21,200
%销售收入	31.4%	33.0%	34.3%	34.3%	34.1%	33.0%	短期借款	0	40	66	70	80	90
息税前利润 (EBIT)	554	713	726	1,032	1,448	2,077	应付款项	190	303	404	503	634	787
%销售收入	24.5%	21.7%	18.7%	19.5%	20.5%	22.3%	其他流动负债	1,248	1,925	2,281	3,027	4,217	5,670
财务费用	9	17	13	156	196	255	流动负债	1,438	2,268	2,750	3,600	4,931	6,548
%销售收入	-0.4%	-0.5%	-0.3%	-2.9%	-2.8%	-2.7%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-4	-12	-25	-15	-20	-24	其他长期负债	183	378	509	532	557	583
公允价值变动收益	118	-1	-30	5	10	15	负债	1,621	2,645	3,259	4,132	5,488	7,130
投资收益	144	205	339	390	440	490	普通股股东权益	6,855	7,720	8,724	9,960	11,625	13,939
%税前利润	15.4%	18.3%	28.3%	22.4%	19.6%	16.4%	其中：股本	461	461	461	461	461	461
营业利润	935	1,121	1,197	1,739	2,245	2,984	未分配利润	1,681	2,408	3,157	4,392	6,057	8,371
%营业收入	41.4%	34.2%	30.8%	32.8%	31.7%	32.1%	少数股东权益	36	61	74	90	109	131
营业外收支	0	-3	2	2	3	4	负债股东权益合计	8,512	10,426	12,058	14,182	17,222	21,200
税前利润	936	1,119	1,198	1,741	2,248	2,988	比率分析						
利润率	41.4%	34.1%	30.8%	32.9%	31.7%	32.1%		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
所得税	-49	-50	-67	-97	-126	-167	每股指标						
所得税率	5.3%	4.4%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	每股收益	1.905	2.259	2.423	3.528	4.559	6.067
净利润	887	1,069	1,131	1,643	2,122	2,820	每股净资产	14.870	16.745	18.916	21.592	25.201	30.219
少数股东损益	8	28	13	16	19	22	每股经营现金净流	3.285	4.044	3.475	4.376	6.426	8.673
归属于母公司的净利润	878	1,041	1,118	1,627	2,103	2,798	每股股利	0.600	0.700	0.730	0.850	0.950	1.050
净利率	38.8%	31.7%	28.8%	30.7%	29.7%	30.1%	回报率						
							净资产收益率	12.81%	13.49%	12.81%	16.34%	18.09%	20.08%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	10.32%	9.99%	9.27%	11.47%	12.21%	13.20%
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	投入资本收益率	7.60%	8.69%	7.71%	9.60%	11.53%	13.80%
净利润	887	1,069	1,131	1,643	2,122	2,820	增长率						
少数股东损益	8	28	13	16	19	22	主营业务收入增长率	43.14%	45.07%	18.44%	36.33%	33.68%	31.40%
非现金支出	51	107	156	108	178	302	EBIT 增长率	115.78%	28.76%	1.83%	42.21%	40.27%	43.45%
非经营收益	-267	-200	-291	-386	-441	-497	净利润增长率	119.22%	18.57%	7.33%	45.62%	29.23%	33.07%
营运资金变动	844	888	607	653	1,105	1,375	总资产增长率	24.37%	22.49%	15.65%	17.62%	21.43%	23.10%
经营活动现金净流	1,514	1,864	1,603	2,018	2,964	4,000	资产管理能力						
资本开支	-55	-149	-176	-218	-287	-407	应收账款周转天数	60.0	45.0	42.7	40.0	35.0	31.0
投资	-1,259	-1,422	4,444	-315	-310	-305	存货周转天数	1.8	1.5	1.1	1.0	0.9	0.8
其他	198	207	233	390	440	490	应付账款周转天数	131.6	149.9	162.3	180.0	170.0	160.0
投资活动现金净流	-1,116	-1,364	4,502	-143	-157	-222	固定资产周转天数	10.0	9.8	7.7	6.0	4.8	3.9
股权募资	0	0	10	0	0	0	偿债能力						
债权募资	0	0	0	25	29	29	净负债/股东权益	-110.71%	-104.83%	-92.54%	-97.72%	-105.55%	-112.84%
其他	-141	-247	-364	-397	-442	-488	EBIT 利息保障倍数	-58.8	-41.5	-55.9	-6.6	-7.4	-8.1
筹资活动现金净流	-141	-247	-354	-371	-413	-459	资产负债率	19.04%	25.37%	27.03%	29.14%	31.87%	33.63%
现金净流量	251	251	5,762	1,504	2,394	3,319							

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
3	2023-03-22	买入	339.30	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