

证券研究报告

公司研究

公司点评

金山办公 (688111. SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

庞倩倩 计算机行业首席分析师
执业编号: S1500522110006
邮箱: pangqianqian@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

金山办公：双订阅转型顺利，新会员体系提升付费率和客单价

2023年8月24日

- **公司业绩实现稳健增长，毛利率提升。**2023上半年，公司实现营业收入 21.72 亿元，同比增长 21.25%；归属于母公司所有者净利润 5.99 亿元，同比增长 15.32%；归属于母公司所有者扣除非经常性损益净利润 5.76 亿元，同比增长 39.88%。2023 年 Q2 营业收入 11.21 亿元，同比增长 21.37%，归母净利润 3.32 亿元，同比增长 23.46%，扣非净利润 3.26 亿元，同比增长 55.24%。公司毛利率达 86.07%，较去年同期提高 0.96 个百分点。经营活动产生的现金流量净额 5.96 亿元，同比下降 3.46%，合同负债 17.03 亿元，同比增长 7.45%，对未来业绩形成稳定支撑。
- **订阅业务高速增长，双订阅转型顺利。**2023 上半年，国内个人办公服务订阅业务收入 12.52 亿元，同比增长 33.24%；国内机构订阅及服务业务收入 4.18 亿元，同比增长 40.38%；国内机构授权业务收入 3.61 亿元，同比减少 13.96%。上半年订阅业务总体收入 16.7 亿元，同比增长 35%，收入占比 77%，同比提升 8 个百分点。
- **拥抱 AI 变革，夯实产品技术优势，持续投入研发。**2023 上半年，公司发布了基于大语言模型的智能办公助手 WPS AI，并定位为大语言模型应用方，锚定 AIGC（内容创作）、Copilot（智慧助手）、Insight（知识洞察）三个战略方向发展，将 AI 在国内办公软件领域率先落地的成果带给用户。公司研发投入 7.17 亿元，同比增长 11.42%，研发费用率约 33%，研发人员共计 2,832 人，占总员工数比例约 66%。
- **会员体系改革带动订阅人数的增长以及客单价的提升。**2023 年 4 月 17 日，公司将原来的稻壳会员、WPS 会员、超级会员体系升级为超级会员/超级会员 Pro 两大类会员，化繁为简，减轻用户对不同会员类型的选择困难，并通过原子化权益组合包装，推出诸如 PDF 套餐、云盘套餐、图片套餐等权益包，精准覆盖不同需求的用户群体。会员体系的升级带来了订阅人数的快速增长以及客单价的提升，截至 2023 年 6 月 30 日，公司主要产品月度活跃设备数为 5.84 亿，同比增长 2.46%，其中 WPS Office PC 版月度活跃设备数 2.53 亿，同比增长 9.05%，WPS Office 移动版月度活跃设备数 3.27 亿，同比减少 2.10%。公司累计年度付费个人用户数达到 3,324 万，同比增长 16.36%，付费渗透率达 13.14%，同比提升 0.83 个百分点，客单价从 2022 年末的 68.41 元提高到 71.07 元。
- **数字办公平台订单持续增长，面向企业的公有云 SaaS 业务进展顺利。**2023 上半年，公司数字办公平台相关订单持续增长，数字办公产品新增政企客户（不含 SaaS）1,700 余家，带动国内机构订阅及服务业务高速增长。公司面向组织级客户发布了公有云数字办公产品 WPS 365，

其包含 WPS Office、金山协作、金山会议、邮件等通用办公应用；报告期内，公有云领域 SaaS 付费企业数同比增长 54%，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 100%。

- **稳步推进信创市场。**公司密切关注信创领域政策变化及客户需求，提前布局党政各地下沉市场及行业信创业务。公司从金融、能源、通信等行业信创客户实际替换需求出发，积极推广 Windows/Linux 双版本本地模式，并深化其云和协作办公进程，增加公司可持续性收入。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2023-2025 年摊薄每股收益分别为 3.04 元、3.94 元、5.15 元。公司是国内办公软件的龙头厂商，在信创的催化和公司的个人用户数量、付费渗透率、产品单价不断提高的背景下，公司业绩有望继续保持快速增长，维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素：**1.下游需求风险：个人订阅用户数量达瓶颈，增长不及预期；若企业客户受环境影响经营不理想，数字化建设的预算下滑，市场需求会进一步受影响。2.政策风险：信创政策推进进展不及预期，党政机关和国企信息化预算不足，公司相关订单数量受影响而下滑。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	3,280	3,885	4,856	6,170	7,897
增长率 YoY %	45.1%	18.4%	25.0%	27.1%	28.0%
归属母公司净利润(百万元)	1,041	1,118	1,405	1,821	2,378
增长率 YoY%	18.6%	7.3%	25.7%	29.6%	30.6%
毛利率%	86.9%	85.0%	85.9%	85.9%	86.0%
净资产收益率ROE%	13.5%	12.8%	14.1%	15.8%	17.4%
EPS(摊薄)(元)	2.26	2.42	3.04	3.94	5.15
市盈率 P/E(倍)	165.16	153.89	122.44	94.46	72.31
市净率 P/B(倍)	22.28	19.71	17.31	14.89	12.59

资料来源：ifind，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 8 月 23 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	8,694	9,775	11,385	13,277	15,832	
货币资金	1,254	7,015	8,500	10,274	12,675	
应收票据	4	3	6	6	9	
应收账款	412	497	582	686	806	
预付账款	26	28	31	44	53	
存货	2	1	4	2	6	
其他	6,997	2,231	2,261	2,266	2,284	
非流动资产	1,732	2,282	2,584	2,906	3,262	
长期股权投资	123	444	585	768	983	
固定资产	88	82	78	71	71	
无形资产	118	102	131	154	166	
其他	1,402	1,654	1,791	1,913	2,042	
资产总计	10,426	12,058	13,969	16,183	19,094	
流动负债	2,268	2,750	3,426	4,003	4,764	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	212	306	456	557	733	
其他	2,056	2,444	2,970	3,445	4,030	
非流动负债	378	509	509	509	509	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	378	509	509	509	509	
负债合计	2,645	3,259	3,936	4,512	5,273	
少数股东权益	61	74	98	125	163	
归属母公司	7,720	8,724	9,936	11,546	13,659	
负债和股东权益	10,426	12,058	13,969	16,183	19,094	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	3,280	3,885	4,856	6,170	7,897	
同比	45.1%	18.4%	25.0%	27.1%	28.0%	
归属母公司净利润	1,041	1,118	1,405	1,821	2,378	
同比	18.6%	7.3%	25.7%	29.6%	30.6%	
毛利率(%)	86.9%	85.0%	85.9%	85.9%	86.0%	
ROE%	13.5%	12.8%	14.1%	15.8%	17.4%	
EPS(摊薄)(元)	2.26	2.42	3.04	3.94	5.15	
P/E	165.16	153.89	122.44	94.46	72.31	
P/B	22.28	19.71	17.31	14.89	12.59	
EV/EBITDA	121.58	111.60	131.35	95.13	69.57	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	3,280	3,885	4,856	6,170	7,897	
营业成本	429	583	686	869	1,107	
营业税金及	35	35	58	68	89	
销售费用	695	818	1,093	1,382	1,753	
管理费用	326	392	413	457	513	
研发费用	1,082	1,331	1,602	1,974	2,448	
财务费用	-17	-13	-30	-38	-47	
减值损失合	0	-27	0	0	0	
投资净收益	205	339	350	350	350	
其他	186	146	122	136	158	
营业利润	1,121	1,197	1,505	1,944	2,541	
营业外收支	-3	2	2	2	2	
利润总额	1,119	1,198	1,507	1,946	2,543	
所得税	50	67	79	97	127	
净利润	1,069	1,131	1,428	1,848	2,416	
少数股东损	28	13	24	28	37	
归属母公司	1,041	1,118	1,405	1,821	2,378	
EBITDA	995	1,031	1,246	1,701	2,292	
EPS(当年)(元)	2.26	2.42	3.04	3.94	5.15	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	1,864	1,603	1,753	2,104	2,823	
净利润	1,069	1,131	1,428	1,848	2,416	
折旧摊销	96	130	121	145	147	
财务费用	6	10	5	5	5	
投资损失	-205	-339	-350	-350	-350	
营运资金变	888	607	551	457	607	
其它	11	64	-2	-2	-2	
投资活动现	-	4,502	-71	-115	-151	
资本支出	-149	-176	-280	-282	-286	
长期投资	-	4,444	-141	-183	-215	
其他	207	233	350	350	350	
筹资活动现	-247	-354	-198	-215	-271	
吸收投资	0	10	200	300	400	
借款	0	0	0	0	0	
支付利息或	-277	-323	-398	-515	-671	
现金流净增	251	5,762	1,484	1,774	2,401	

研究团队简介

庞倩倩，计算机行业首席分析师，华南理工大学管理学硕士。曾就职于华创证券、广发证券，2022 年加入信达证券研究开发中心。在广发证券期间，所在团队 21 年取得：新财富第四名、金牛奖最佳行业分析师第二名、水晶球第二名、新浪金麒麟最佳分析师第一名、上证报最佳分析师第一名、21 世纪金牌分析师第一名。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。