

2023年08月22日

信创订阅为基、AI为翼，看好金山办公AI和信创双轮驱动

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: | 530.5/159.0 |
| 目标价格: | | 总市值(亿) | 1,760.77 |
| 最新收盘价: | 381.35 | 自由流通市值(亿) | 1,760.77 |
| | | 自由流通股数(百万) | 461.72 |

事件概述

8月22日晚，金山办公公布半年度报告，23年上半年营业收入21.72亿元，同比增长21.25%，归母净利润5.99亿元，同比增长15.32%，扣非归母净利润5.76亿元，同比增长39.88%，基本每股收益1.30元。

分析判断:

个人订阅和机构订阅业务实现高速增长，会员体系改革+AI背景下，公司付费转换率提升。

23年上半年公司实现营业收入21.72亿元，同比+21.25%；归母净利润为5.99亿元，同比+15.32%；扣非归母净利润5.76亿元，同比+39.88%。1) 国内个人办公服务订阅业务收入12.52亿元，同比+33.24%；国内机构订阅及服务业务收入4.18亿元，同比+40.38%；订阅业务总收入16.70亿元，同比+35%，收占比77%，同比+8pct。2) 国内机构授权业务收入3.61亿元，同比-13.96%。3) 公司会员体系改革效果已现，同时推出诸如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，拉动更多用户成为会员，提升付费转换率和会员客单价，进一步打开个人订阅服务的付费空间。23年上半年累计年度付费个人用户数/公司主要产品月活设备数为5.69%，同比+0.68pct，同时也预示着市场对公司产品认可度逐渐提升。

持续推进政企端云一体化及协作办公进程，公有云SaaS业务进展顺利。

1) 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)1700余家，带动国内机构订阅及服务业务高速增长。2) 借助全新WPS 365，公司持续引导客户使用云和协作应用，高效管理企业数字资产，通过线上自成交、电销方式，线下渠道合作伙伴拓展市场，企业用户活跃及付费粘性持续提升。23年H1，公司公有云领域SaaS付费企业数同比+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+100%。3) 上半年，公司产品与60家国内生态伙伴的375款产品完成兼容性互认证，累计共与400多家生态伙伴涉及1200款多产品完成兼容性互认证，通过紧密合作实现了覆盖协同办公、邮件、网盘、OA、合同、门户、浏览器、AI等多个领域的产品适配，为用户提供了更完整的办公产品解决方案。

全面拥抱AI，期待公司MAU和ARPU双升，同时看好下半年信创进展。

1) 23年上半年，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，对标海外Microsoft 365 copilot，已接入WPS文字、演示、表格、PDF、金山文档等产品线，解决用户在内容生成、内容理解、指令操作等方面的日常办公难题，提升工作效率，我们认

为 WPS AI 将会进一步提升公司产品 MAU 水平和 ARPU 表现。2) 展望下半年，行业信创加速，各种软硬件设施在党政、金融等重点行业和领域已经实现规模化落地，并逐步向电信、能源、交通、航空航天、教育、医疗等关系国计民生行业领域拓展，我们认为金山办公有望凭借成熟的产品和服务获得市场认可，或将带动授权业务回暖。

投资建议

根据公司中报，我们下调公司 2023-2025 年营收 54.00/75.54/103.16 亿元，至 2023-2025 年 48.25/63.14/81.17 亿元预测，下调公司 2023-2025 年 EPS 3.88/5.65 /7.70 元，至 2023-2025 年 2.74/3.87/5.25 元，对应 2023 年 8 月 22 日 381.35 元/股收盘价，PE 分别为 139.18/98.48/72.57 倍，维持公司“买入”评级。

风险提示

公司业务拓展不及预期；AI 产品进展不及预期；市场竞争加剧风险。

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 | 4,825 | 6,314 | 8,117 |
| YoY (%) | 45.1% | 18.4% | 24.2% | 30.9% | 28.5% |
| 归母净利润(百万元) | 1,041 | 1,118 | 1,265 | 1,788 | 2,426 |
| YoY (%) | 18.6% | 7.3% | 13.2% | 41.3% | 35.7% |
| 毛利率 (%) | 86.9% | 85.0% | 86.0% | 87.0% | 88.0% |
| 每股收益 (元) | 2.26 | 2.42 | 2.74 | 3.87 | 5.25 |
| ROE | 13.5% | 12.8% | 12.9% | 15.5% | 17.3% |
| 市盈率 | 168.74 | 157.58 | 139.18 | 98.48 | 72.57 |

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：13911090484

分析师：赵宇阳

邮箱：zhaoyy1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523070006

联系电话：19534078860

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 | 4,825 | 6,314 | 8,117 | 净利润 | 1,131 | 1,286 | 1,818 | 2,465 |
| YoY (%) | 18.4% | 24.2% | 30.9% | 28.5% | 折旧和摊销 | 130 | 126 | 142 | 152 |
| 营业成本 | 583 | 675 | 821 | 974 | 营运资金变动 | 607 | 96 | -272 | -99 |
| 营业税金及附加 | 35 | 47 | 61 | 78 | 经营活动现金流 | 1,603 | 1,463 | 1,701 | 2,676 |
| 销售费用 | 818 | 1,013 | 1,263 | 1,542 | 资本开支 | -176 | -251 | -248 | -244 |
| 管理费用 | 392 | 434 | 537 | 649 | 投资 | 4,444 | -898 | -731 | -836 |
| 财务费用 | -13 | 2 | 3 | 3 | 投资活动现金流 | 4,502 | -1,152 | -794 | -847 |
| 研发费用 | 1,331 | 1,587 | 2,021 | 2,516 | 股权募资 | 10 | 114 | 0 | 0 |
| 资产减值损失 | -27 | 0 | 0 | 0 | 债务募资 | 0 | -8 | 10 | 10 |
| 投资收益 | 339 | 145 | 189 | 244 | 筹资活动现金流 | -354 | -155 | 7 | 7 |
| 营业利润 | 1,197 | 1,356 | 1,918 | 2,601 | 现金净流量 | 5,762 | 157 | 915 | 1,836 |
| 营业外收支 | 2 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 利润总额 | 1,198 | 1,356 | 1,917 | 2,601 | 主要财务指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 所得税 | 67 | 70 | 100 | 137 | 成长能力 | | | | |
| 净利润 | 1,131 | 1,286 | 1,818 | 2,465 | 营业收入增长率 | 18.4% | 24.2% | 30.9% | 28.5% |
| 归属于母公司净利润 | 1,118 | 1,265 | 1,788 | 2,426 | 净利润增长率 | 7.3% | 13.2% | 41.3% | 35.7% |
| YoY (%) | 7.3% | 13.2% | 41.3% | 35.7% | 盈利能力 | | | | |
| 每股收益 | 2.42 | 2.74 | 3.87 | 5.25 | 毛利率 | 85.0% | 86.0% | 87.0% | 88.0% |
| | | | | | 净利率 | 28.8% | 26.2% | 28.3% | 29.9% |
| 资产负债表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 总资产收益率 ROA | 9.3% | 9.2% | 10.8% | 12.1% |
| 货币资金 | 7,015 | 7,172 | 8,087 | 9,923 | 净资产收益率 ROE | 12.8% | 12.9% | 15.5% | 17.3% |
| 预付款项 | 28 | 33 | 41 | 48 | 偿债能力 | | | | |
| 存货 | 1 | 2 | 3 | 3 | 流动比率 | 3.55 | 3.31 | 3.19 | 3.22 |
| 其他流动资产 | 2,731 | 3,844 | 5,422 | 7,053 | 速动比率 | 3.18 | 2.89 | 2.63 | 2.61 |
| 流动资产合计 | 9,775 | 11,051 | 13,552 | 17,027 | 现金比率 | 2.55 | 2.15 | 1.90 | 1.88 |
| 长期股权投资 | 444 | 636 | 853 | 1,080 | 资产负债率 | 27.0% | 28.5% | 29.3% | 29.4% |
| 固定资产 | 82 | 61 | 29 | 15 | 经营效率 | | | | |
| 无形资产 | 102 | 121 | 135 | 146 | 总资产周转率 | 0.35 | 0.37 | 0.42 | 0.44 |
| 非流动资产合计 | 2,282 | 2,755 | 2,986 | 3,049 | 每股指标 (元) | | | | |
| 资产合计 | 12,058 | 13,806 | 16,538 | 20,076 | 每股收益 | 2.42 | 2.74 | 3.87 | 5.25 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股净资产 | 18.92 | 21.17 | 25.04 | 30.36 |
| 应付账款及票据 | 306 | 346 | 421 | 501 | 每股经营现金流 | 3.48 | 3.17 | 3.68 | 5.80 |
| 其他流动负债 | 2,444 | 2,997 | 3,826 | 4,779 | 每股股利 | 0.73 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 流动负债合计 | 2,750 | 3,342 | 4,247 | 5,281 | 估值分析 | | | | |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | PE | 157.58 | 139.18 | 98.48 | 72.57 |
| 其他长期负债 | 509 | 595 | 605 | 615 | PB | 13.98 | 18.02 | 15.23 | 12.56 |
| 非流动负债合计 | 509 | 595 | 605 | 615 | | | | | |
| 负债合计 | 3,259 | 3,937 | 4,852 | 5,896 | | | | | |
| 股本 | 461 | 462 | 462 | 462 | | | | | |
| 少数股东权益 | 74 | 95 | 125 | 163 | | | | | |
| 股东权益合计 | 8,798 | 9,868 | 11,686 | 14,181 | | | | | |
| 负债和股东权益合计 | 12,058 | 13,806 | 16,538 | 20,076 | | | | | |

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（首席分析师）：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。

赵宇阳（分析师）：第十届Choice最佳分析师，证券从业经验3年，主要研究AI应用软件，AI+方向。

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。