

金山办公(688111.SH)

营收平稳增长，订阅业务收入占比持续提高

推荐（维持）

股价：175.05元

主要数据

行业	计算机
公司网址	www.wps.cn
大股东/持股	Kingsoft WPS Corporation Limited/52.71%
实际控制人	雷军
总股本(百万股)	461
流通A股(百万股)	218
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	807
流通A股市值(亿元)	382
每股净资产(元)	17.41
资产负债率(%)	25.9

行情走势图



证券分析师

闫磊	投资咨询资格编号 S1060517070006 YANLEI511@pingan.com.cn
付强	投资咨询资格编号 S1060520070001 FUQIANG021@pingan.com.cn



事项：

公司公告 2022 年半年报，2022 年上半年实现营业收入 17.92 亿元，同比增长 14.47%，实现归母净利润 5.20 亿元，同比下降 5.30%，EPS 为 1.13 元。

平安观点：

- 公司 2022 年上半年营收平稳增长。公司 2022 年上半年实现营业收入 17.92 亿元，同比增长 14.47%，营收实现稳步增长。主营业务中，国内个人办公服务订阅业务实现收入 9.40 亿元，同比增长 40.54%；国内机构订阅及服务业务实现收入 2.98 亿元，同比增长 51.08%；国内机构授权业务实现收入 4.20 亿元，同比减少 10.96%；互联网广告及其他业务实现收入 1.34 亿元，同比减少 41.15%。公司 2022 年上半年实现归母净利润 5.20 亿元，同比小幅下降 5.30%。
- 公司毛利率同比下降，期间费用率同比提高，研发投入持续加大。公司 2022 年上半年毛利率为 85.11%，同比下降 2.90 个百分点，主要是因为，付费用户及客户活跃度增长引起的外部资源采购成本及结算成本、服务器成本的增长，导致公司营业成本同比大幅增长 42.11%。公司 2022 年期间费用率为 67.00%，同比提高 8.99 个百分点。其中，销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别同比提高-3.14、2.87、7.89、1.38 个百分点。公司秉承“技术立业”的理念，持续加强研发投入。2022 年上半年，公司研发投入金额为 6.44 亿元（公司当期的研发投入全部费用化），同比大幅增长 46.66%，研发投入的营收占比高达 35.92%，同比提高 7.88 个百分点。
- 公司订阅业务表现亮眼，营收占比持续提高。公司订阅业务包括国内个人办公服务订阅业务和国内机构订阅及服务业务。2022 年上半年，公司订阅业务表现突出。在个人办公服务订阅业务方面，公司个人办公服务订阅业务实现收入 9.40 亿元，同比高速增长 40.54%。截至报告期末，公司主要产品月度活跃设备数为 5.70 亿，同比增长 13.77%。其中 WPS Office PC 版月度活跃设备数 2.32 亿，同比增长 16.58%；移动版月度活跃设备数 3.34 亿，同比增长 12.84%；公司其他产品月度活跃设备数接近 500 万。公司累计年度付费个人用户数达到 2856 万，同比大幅增长 30.53%。

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2261	3280	3864	5292	7418
YOY(%)	43.1	45.1	17.8	37.0	40.2
净利润(百万元)	878	1041	1201	1616	2239
YOY(%)	119.2	18.6	15.3	34.5	38.5
毛利率(%)	87.7	86.9	87.3	87.9	88.2
净利率(%)	38.8	31.7	31.1	30.5	30.2
ROE(%)	12.8	13.5	14.1	16.8	20.0
EPS(摊薄/元)	1.90	2.26	2.60	3.50	4.85
P/E(倍)	91.9	77.5	67.2	50.0	36.1
P/B(倍)	11.8	10.5	9.4	8.4	7.2

以公司个人订阅业务收入和累计付费用户数粗略估算,公司 2022 年上半年个人订阅业务单用户平均收入(ARPU)约为 32.91 元, 相比 2021 年上半年的约为 30.56 元有所提高。未来在付费用户数增长和 ARPU 提高的双重推动下, 公司个人办公服务订阅业务将持续高速增长。在机构订阅及服务业务方面, 2022 年上半年, 国内机构客户授权转订阅进程持续加速, 推动公司国内机构订阅业务收入实现高速增长。国内机构订阅及服务业务实现收入 2.98 亿元, 同比增长 51.08%。随着客户对于公司云产品需求的增长, 公司国内机构订阅及服务业务未来持续高速增长可期。2022 年上半年, 公司订阅业务(包括国内个人办公服务订阅业务和国内机构订阅及服务业务) 收入的营收占比达到 69%, 同比提高 14 个百分点, 订阅业务已经成为公司营收的主要来源。

- **盈利预测与投资建议:** 根据公司的 2022 年半年报, 我们调整业绩预测, 预计公司 2022-2024 年的归母净利润分别为 12.01 亿元(前值为 14.09 亿元)、16.16 亿元(前值为 18.81 亿元)、22.39 亿元(前值为 24.72 亿元), EPS 分别为 2.60 元、3.50 元和 4.85 元, 对应 8 月 23 日收盘价的 PE 分别约为 67.2、50.0、36.1 倍。公司质地优良, 多年坚持不懈的研发投入形成深厚护城河, 在国产基础办公软件中可谓一枝独秀。当前, 公司订阅业务表现亮眼, 未来持续高速增长可期。我们看好公司的未来发展, 维持对公司的“推荐”评级。
- **风险提示:** (1) 软件正版化进程迟缓。知识产权保护以及由此带动的软件正版化是公司产品推广及变现的重要动力, 若国内软件正版化推进缓慢, 将影响公司增长表现。(2) 付费意愿提升缓慢。当前国内对软件价值的认可度仍然不高, 若该局面长期延续, 付费意愿提升缓慢, 将影响公司产品服务的付费转化与利润释放。(3) 会员 ARPU 值提升低于预期。公司个人办公订阅业务的会员主要分为 WPS 会员(含超级会员)、稻壳会员两类。如果公司提供给会员的增值服务产品的用户接受度低于预期, 则公司个人办公订阅业务 ARPU 值提升将存在低于预期的风险。

会计年度	单位: 百万元			
	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	8694	9978	12094	15109
现金	1254	2449	4348	7040
应收票据及应收账款	417	492	674	944
其他应收款	36	43	58	82
预付账款	26	30	41	58
存货	2	3	3	5
其他流动资产	6959	6962	6969	6980
非流动资产	1732	1662	1592	1528
长期投资	123	109	94	79
固定资产	188	158	129	99
无形资产	118	98	79	59
其他非流动资产	1303	1296	1290	1290
资产总计	10426	11640	13685	16637
流动负债	2268	2639	3558	4943
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	212	242	317	432
其他流动负债	2056	2397	3242	4511
非流动负债	378	362	346	331
长期借款	75	59	43	28
其他非流动负债	303	303	303	303
负债合计	2645	3001	3905	5274
少数股东权益	61	93	136	195
股本	461	461	461	461
资本公积	4748	4757	4757	4757
留存收益	2511	3328	4426	5949
归属母公司股东权益	7720	8546	9645	11167
负债和股东权益	10426	11640	13685	16637

会计年度	单位: 百万元			
	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1837	1410	2250	3234
净利润	1069	1233	1659	2298
折旧摊销	68	55	55	49
财务费用	-17	-3	-9	-18
投资损失	-205	-172	-172	-172
营运资金变动	791	283	703	1062
其他经营现金流	132	14	14	14
投资活动现金流	-1364	172	172	172
资本支出	29	-0	-0	-0
长期投资	-1422	0	0	0
其他投资现金流	29	172	172	172
筹资活动现金流	-247	-387	-523	-714
短期借款	0	0	0	0
长期借款	75	-16	-16	-15
其他筹资现金流	-322	-371	-508	-698
现金净增加额	223	1195	1899	2692

资料来源: 同花顺 iFinD, 平安证券研究所

会计年度	单位: 百万元			
	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3280	3864	5292	7418
营业成本	429	491	641	875
税金及附加	35	41	57	80
营业费用	695	734	1006	1410
管理费用	326	386	476	631
研发费用	1082	1236	1694	2337
财务费用	-17	-3	-9	-18
资产减值损失	-0	-0	-0	-0
信用减值损失	-12	-14	-19	-26
其他收益	199	157	157	157
公允价值变动收益	-1	0	0	0
投资净收益	205	172	172	172
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	1121	1293	1739	2408
营业外收入	4	4	4	4
营业外支出	6	6	6	6
利润总额	1119	1290	1736	2405
所得税	50	57	77	107
净利润	1069	1233	1659	2298
少数股东损益	28	32	43	60
归属母公司净利润	1041	1201	1616	2239
EBITDA	1169	1342	1782	2436
EPS (元)	2.26	2.60	3.50	4.85

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入(%)	45.1	17.8	37.0	40.2
营业利润(%)	19.9	15.3	34.5	38.5
归属于母公司净利润(%)	18.6	15.3	34.5	38.5
获利能力				
毛利率(%)	86.9	87.3	87.9	88.2
净利率(%)	31.7	31.1	30.5	30.2
ROE(%)	13.5	14.1	16.8	20.0
偿债能力				
资产负债率(%)	25.4	25.8	28.5	31.7
净负债比率(%)	-15.2	-27.7	-44.0	-61.7
流动比率	3.8	3.8	3.4	3.1
速动比率	3.8	3.8	3.4	3.0
营运能力				
总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4
应收账款周转率	7.9	7.9	7.9	7.9
应付账款周转率	2.0	2.0	2.0	2.0
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	2.26	2.60	3.50	4.85
每股经营现金流(最新摊薄)	3.98	3.06	4.88	7.01
每股净资产(最新摊薄)	16.74	18.53	20.91	24.21
估值比率				
P/E	77.5	67.2	50.0	36.1
P/B	10.5	9.4	8.4	7.2
EV/EBITDA	97.8	53.5	39.3	27.8

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融
融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 16 层
邮编：100033