

金山办公 (688111.SH)

公司快报

计算机 | 云软件服务III

投资评级

买入-A(首次)

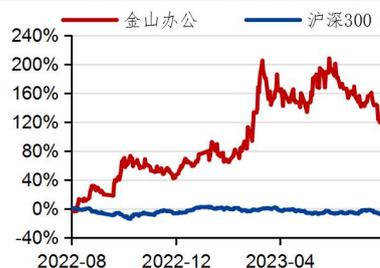
股价(2023-08-23)

372.46 元

交易数据

总市值(百万元)	171,972.43
流通市值(百万元)	171,972.43
总股本(百万股)	461.72
流通股本(百万股)	461.72
12个月价格区间	491.11/163.49

一年股价表现



资料来源: 聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-9.29	-3.07	124.28
绝对收益	-12.57	-8.61	113.12

分析师

方闻千

 SAC 执业证书编号: S0910523070001
 fangwenqian@huajinsec.com

相关报告

订阅业务快速增长, 看好 AI+办公的深度融合

投资要点

事件: 公司发布 2023H1 业绩报告, 2023H1 实现收入 21.72 亿元, 同比增长 21.25%; 实现归母净利润 5.99 亿元, 同比增长 15.32%; 实现扣非净利润 5.76 亿元, 同比增长 39.88%。单季度来看, 2023Q2 公司实现收入 11.21 亿元, 同比增长 21.37%; 实现归母净利润 3.32 亿元, 同比增长 23.46%; 实现扣非净利润 3.26 亿元, 同比增长 54.72%。

◆ **上半年个人订阅及机构订阅业务保持快速增长。**分业务来看: 个人办公服务订阅业务收入 12.52 亿元, 同比增长 33.24%; 机构订阅及服务业务收入 4.18 亿元, 同比增长 40.38%; 机构授权业务收入 3.61 亿元, 同比减少 13.96%; 互联网广告及其他业务收入 1.41 亿元, 同比增长 4.94%。公司上半年订阅业务总体实现收入 16.70 亿元, 同比增长 35%, 收入占比 77%, 同比提升 8 个百分点。同时, 上半年公司累计年度付费个人用户数持续增长, 达 3324 万, 同比增长 16.36%。

◆ **WPS AI 将重塑国内办公软件的形态与功能, 有望下半年实现全面商业化。**上半年公司发布了基于大语言模型的智能办公助手 WPS AI, 目前 WPS AI 能够实现包括内容生成、多轮对话、内容优化等多种功能, 大模型能力由国内合作伙伴 MiniMax 提供。长期来看, WPS AI 有望进化成为类似 Microsoft 365 Copilot 的产品。目前公司将 AI 战略方向锚定为 AIGC (内容创作)、Copilot (智慧助手)、Insight (知识洞察) 三个领域, WPS AI 作为协同办公赛道的类 ChatGPT 式应用, 已接入 WPS 文字、演示、表格、PDF、金山文档等产品线, 能够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, 加速办公软件从“效率工具”到“生产工具”的变革。

◆ **投资建议:** 公司作为办公软件龙头厂商, 未来将在 AI 大模型的赋能下实现价值量的提升, 增厚公司业绩。预计公司 23-25 年实现收入分别为 48.56/65.63/89.39 亿元, 实现归母净利润 13.96/18.60/24.86 亿元, 首次覆盖, 给予公司“买入”评级。

◆ **风险提示:** 业务拓展不及预期; 下游客户需求不及预期; 技术发展不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,280	3,885	4,856	6,563	8,939
YoY(%)	45.1	18.4	25.0	35.1	36.2
净利润(百万元)	1,041	1,118	1,396	1,860	2,486
YoY(%)	18.6	7.3	24.9	33.3	33.6
毛利率(%)	86.9	85.0	85.3	84.3	84.3
EPS(摊薄/元)	2.26	2.42	3.02	4.03	5.38



ROE(%)	13.7	12.9	14.3	16.4	18.4
P/E(倍)	165.2	153.9	123.2	92.4	69.2
P/B(倍)	22.3	19.7	17.6	15.1	12.7
净利率(%)	31.7	28.8	28.7	28.3	27.8

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测核心假设

在生成式 AI 发展浪潮下，办公软件是逻辑变化最大的细分领域之一，公司积极布局 AI 大模型，并应用于 WPS 的产品套件中，进一步提升产品价值量，未来随着商业化落地将显著提升公司业绩。我们预测 2023-2025 年公司实现营收 48.56/65.63/89.39 亿元，毛利率 85.35%、84.32%、84.27%。2023-2025 年，国内个人办公服务订阅业务预计实现收入 26.65/37.85/53.36 亿元，毛利率 81%、80%、80%；国内机构订阅及服务业务预计实现收入 9.55/13.75/19.94 亿元，毛利率 94%、93%、93%；国内机构授权业务预计实现收入 9.19/10.57/12.26 亿元，毛利率 94%、93%、93%；互联网广告推广服务及其他业务预计实现收入 3.16/3.44/3.78 亿元，毛利率 71%、71%、71%。

表 1：分产品预测（单位：百万元）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
国内个人办公服务订阅业务						
收入	1016.16	1465.30	2050.13	2665.17	3784.53	5336.19
增速		44.20%	39.91%	30.00%	42.00%	41.00%
毛利率	85.40%	82.79%	80.75%	81.00%	80.00%	80.00%
国内机构订阅及服务业务						
收入	361.64	446.26	691.99	954.95	1375.12	1993.93
增速		23.40%	55.06%	38.00%	44.00%	45.00%
毛利率	95.49%	94.87%	93.39%	94.00%	93.00%	93.00%
国内机构授权业务						
收入	464.73	962.45	835.62	919.18	1057.06	1226.19
增速		107.10%	-13.18%	10.00%	15.00%	16.00%
毛利率	95.51%	96.04%	93.43%	94.00%	93.00%	93.00%
互联网广告推广服务及其他业务						
收入	418.19	405.60	306.45	315.64	344.05	378.45
增速		-3.01%	-24.45%	3.00%	9.00%	10.00%
毛利率	77.93%	71.46%	71.62%	71.00%	71.00%	71.00%
其他业务						
收入	0.23	0.45	0.77	1.32	2.30	3.92
增速		92.14%	73.07%	70.00%	75.00%	70.00%
毛利率	-1.51%	0.30%	17.72%	15.00%	15.00%	15.00%
合计						
收入	2260.97	3280.06	3884.96	4856.25	6563.07	8938.68
增速		45.07%	18.44%	25.00%	35.15%	36.20%
毛利率	87.70%	86.91%	85.00%	85.35%	84.32%	84.27%

资料来源：Wind、华金证券研究所

二、可比公司估值

我们选取办公软件产业链相关公司万兴科技（数字创意软件、PDF 等）、福昕软件（PDF 电子文档）、泛微网络（协同管理软件）、用友网络（ERP 等管理软件）作为可比公司。

表 2: 可比公司估值表

证券代码	证券简称	股价/元	市值/亿元	EPS/元			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
300624.SZ	万兴科技	88.66	122.09	0.76	1.11	1.51	117.23	79.62	58.57
688095.SH	福昕软件	87.74	80.27	0.14	0.40	0.74	634.42	222.07	119.24
603039.SH	泛微网络	63.00	164.18	1.29	1.73	2.35	48.68	36.35	26.77
600588.SH	用友网络	17.31	594.27	0.13	0.26	0.40	129.37	66.02	42.76
平均值		64.18	240.20	0.58	0.88	1.25	232.42	101.01	61.84
688111.SH	金山办公	372.46	1719.72	3.02	4.03	5.38	123.2	92.4	69.2

资料来源: Wind, 华金证券研究所 (可比公司数据来自 Wind 一致预期, 截至日期 2023 年 8 月 23 日)

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	8694	9775	10890	13829	16539	营业收入	3280	3885	4856	6563	8939
现金	1254	7015	7949	10614	12964	营业成本	429	583	711	1029	1406
应收票据及应收账款	415	500	644	902	1204	营业税金及附加	35	35	48	65	88
预付账款	26	28	39	51	71	营业费用	695	818	971	1280	1770
存货	2	1	3	3	5	管理费用	326	392	437	545	715
其他流动资产	6997	2231	2256	2259	2295	研发费用	1082	1331	1554	2035	2682
非流动资产	1732	2282	2618	2960	3308	财务费用	-17	-13	-145	-154	-172
长期投资	123	444	779	1116	1459	资产减值损失	-12	-25	-20	-26	-41
固定资产	88	82	110	136	154	公允价值变动收益	-1	-30	34	30	8
无形资产	118	102	95	87	78	投资净收益	205	339	180	217	235
其他非流动资产	1402	1654	1634	1621	1617	营业利润	1121	1197	1473	1985	2653
资产总计	10426	12058	13508	16789	19847	营业外收入	4	2	2	2	2
流动负债	2268	2750	3124	4786	5619	营业外支出	6	1	1	2	2
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	1119	1198	1475	1985	2653
应付票据及应付账款	212	306	327	589	662	所得税	50	67	62	97	127
其他流动负债	2056	2444	2798	4197	4957	税后利润	1069	1131	1413	1888	2527
非流动负债	378	509	509	509	509	少数股东损益	28	13	17	28	41
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	1041	1118	1396	1860	2486
其他非流动负债	378	509	509	509	509	EBITDA	1149	1071	1311	1791	2412
负债合计	2645	3259	3633	5295	6128	主要财务比率					
少数股东权益	61	74	91	119	159	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
股本	461	461	462	462	462	成长能力					
资本公积	4748	4942	4942	4942	4942	营业收入(%)	45.1	18.4	25.0	35.1	36.2
留存收益	2515	3310	4274	5575	7318	营业利润(%)	19.9	6.7	23.1	34.7	33.7
归属母公司股东权益	7720	8724	9784	11376	13560	归属于母公司净利润(%)	18.6	7.3	24.9	33.3	33.6
负债和股东权益	10426	12058	13508	16789	19847	获利能力					
						毛利率(%)	86.9	85.0	85.3	84.3	84.3
						净利率(%)	31.7	28.8	28.7	28.3	27.8
						ROE(%)	13.7	12.9	14.3	16.4	18.4
						ROIC(%)	12.8	10.1	11.7	13.7	15.6
						偿债能力					
						资产负债率(%)	25.4	27.0	26.9	31.5	30.9
						流动比率	3.8	3.6	3.5	2.9	2.9
						速动比率	3.8	3.2	3.1	2.7	2.7
						营运能力					
						总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5
						应收账款周转率	8.0	8.5	8.5	8.5	8.5
						应付账款周转率	2.4	2.2	2.2	2.2	2.2
						估值比率					
						P/E	165.2	153.9	123.2	92.4	69.2
						P/B	22.3	19.7	17.6	15.1	12.7
						EV/EBITDA	142.9	153.4	124.6	89.8	65.7

现金流量表(百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1864	1603	1372	2959	2696
净利润	1069	1131	1413	1888	2527
折旧摊销	68	83	61	84	112
财务费用	-17	-13	-145	-154	-172
投资损失	-205	-339	-180	-217	-235
营运资金变动	791	439	258	1388	473
其他经营现金流	159	302	-34	-30	-8
投资活动现金流	-1364	4502	-182	-179	-216
筹资活动现金流	-247	-354	-257	-115	-129

每股指标(元)					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
每股收益(最新摊薄)	2.26	2.42	3.02	4.03	5.38
每股经营现金流(最新摊薄)	4.04	3.47	2.97	6.41	5.84
每股净资产(最新摊薄)	16.72	18.90	21.19	24.64	29.37

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

方闻千声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn