

金山办公 (688111.SH)

订阅业务快速增长，WPS AI 持续推进

投资要点

◆ **事件：**2023H1 公司实现营业收入 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%。2Q23 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%；扣非归母净利润 3.26 亿元，同比增长 54.72%。

◆ **订阅业务快速增长。**作为公司重要的收入增长引擎，23H1 公司订阅业务收入 16.7 亿元，同比增长 35%，收入占比 77%，同比提升 8pct。拆分来看，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%。非订阅业务方面，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 5.0%。

◆ **C 端用户数持续增长，付费率、APRU 齐升。**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%。付费情况上，公司累计年度付费个人用户数达到 3324 万，同比增长 16.36%；付费率 5.69%，同比提升 0.46pct；ARPU 值年化（收入/付费用户数）约为 75.4 元左右，较 2022 年的 68.4 元增长约 10.1%。

◆ **WPS AI 持续推进，公司有望在 AI 赋能下深度受益。**上半年随着 ChatGPT 的火热，引爆了 AI 浪潮，公司在面对这一重大变革上选择全面拥抱 AI，加速产品升级。公司上半年发布了智能办公助手 WPS AI，锚定 AIGC（内容创作）、Copilot（智慧助手）、Insight（知识洞察）三大战略方向发展，目前产品已接入 WPS 文字、演示、表格、PDF、金山文档等产品线，之后也将不断有新的 AI 产品发布。AIGC 热潮下，办公软件能得到革命性的升级，金山办公产品矩阵有望在 AI 赋能下深度受益，打开 B、C 端空间。

◆ **投资建议：维持“买入”评级。**公司紧跟 AIGC 技术发展趋势，发布类 ChatGPT 式应用 WPS AI，有望在 AI 赋能下深度受益。我们预计 2023-2025 公司分别实现营业收入 48.50/63.01/84.26 亿元，同比增速分别为 24.84%/29.91%/33.73%，归母净利润分别为 14.23/19.55/26.07 亿元，同比增速分别为 27.3%/37.45%/33.33%，对应 PE 为 126/91/69 倍。

◆ **风险提示：**AI 与产品融合不及预期；政策落地节奏低于预期。

| 财务数据与估值 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元） | 3280.06 | 3884.96 | 4849.86 | 6300.68 | 8426.15 |
| 增长率（%） | 45.07 | 18.44 | 24.84 | 29.91 | 33.73 |
| 归母净利润（百万元） | 1041.25 | 1117.53 | 1422.63 | 1955.37 | 2607.15 |
| 增长率（%） | 18.57 | 7.33 | 27.30 | 37.45 | 33.33 |
| EPS（元/股） | 2.26 | 2.42 | 3.08 | 4.23 | 5.65 |
| 市盈率（P/E） | 171.60 | 159.89 | 125.60 | 91.38 | 68.54 |
| 市净率（P/B） | 23.15 | 20.48 | 17.99 | 15.03 | 12.33 |

资料来源：Wind，万和证券研究所

投资评级

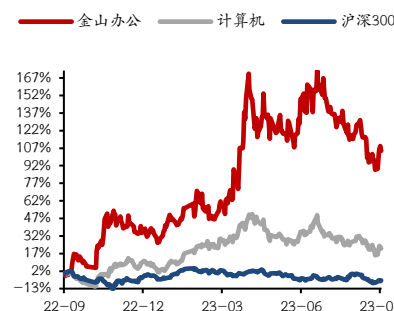
买入

维持评级

基础数据(2023-09-01)

| | |
|-----------|------------|
| 所属行业 | 计算机 软件开发 |
| 股价(元) | 386.99 |
| 总市值(百万元) | 178,681.22 |
| 流通市值(百万元) | 178,681.22 |
| 总股本(百万股) | 461.72 |
| 流通股本(百万股) | 461.72 |

股价表现



| | 1M | 3M | 12M |
|------|-------|--------|--------|
| 相对收益 | -1.2% | -17.4% | 109.3% |
| 绝对收益 | -6.4% | -17.8% | 103.0% |

资料来源：恒生聚源，万和证券研究所

作者

费瑶璐 分析师

资格证书：S0380518040001

联系邮箱：feiy@wanhesec.com

联系电话：(0755)82830333-115

相关报告



财务报表与财务指标

资产负债表(百万元)

| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 流动资产 | 9,775 | 11,167 | 13,768 | 17,437 |
| 现金 | 7,015 | 8,323 | 10,731 | 14,121 |
| 应收票据及应收账款 | 500 | 571 | 742 | 993 |
| 预付款项 | 28 | 30 | 39 | 51 |
| 存货 | 1 | 2 | 2 | 3 |
| 其他流动资产 | 1,010 | 1,010 | 1,010 | 1,010 |
| 非流动资产 | 2,282 | 2,720 | 3,013 | 3,322 |
| 长期投资 | 444 | 592 | 778 | 996 |
| 固定资产 | 82 | 116 | 97 | 70 |
| 在建工程 | 121 | 161 | 214 | 286 |
| 无形资产 | 102 | 136 | 162 | 177 |
| 其他非流动资产 | 1,145 | 1,286 | 1,286 | 1,286 |
| 资产总计 | 12,058 | 13,887 | 16,781 | 20,759 |
| 流动负债 | 2,750 | 3,274 | 4,177 | 5,508 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付票据及应付账款 | 306 | 326 | 425 | 551 |
| 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动负债 | 109 | 109 | 109 | 109 |
| 非流动负债 | 509 | 585 | 585 | 585 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 317 | 380 | 380 | 380 |
| 负债合计 | 3,259 | 3,860 | 4,762 | 6,093 |
| 少数股东权益 | 74 | 97 | 132 | 172 |
| 股本 | 461 | 462 | 462 | 462 |
| 资本公积 | 4,942 | 5,055 | 5,055 | 5,055 |
| 留存收益 | 3,310 | 4,396 | 6,351 | 8,958 |
| 归属母公司股东权益 | 8,724 | 9,931 | 11,886 | 14,494 |
| 负债和股东权益总计 | 12,058 | 13,887 | 16,781 | 20,759 |

现金流量表(百万元)

| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 经营活动现金流 | 1,603 | 1,668 | 2,345 | 3,201 |
| 净利润 | 1,131 | 1,445 | 1,991 | 2,647 |
| 折旧摊销 | 130 | 128 | 154 | 161 |
| 财务费用 | 10 | 0 | 0 | 0 |
| 投资损失 | -339 | -363 | -511 | -657 |
| 营运资本变动 | 607 | 460 | 711 | 1,050 |
| 其他经营现金流 | 169 | 11 | 14 | 33 |
| 投资活动现金流 | 4,502 | -198 | 64 | 188 |
| 筹资活动现金流 | -354 | -163 | 0 | 0 |

每股指标(元)

| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 每股收益(最新摊薄) | 2.42 | 3.08 | 4.23 | 5.65 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 3.47 | 3.61 | 5.08 | 6.93 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 18.90 | 21.51 | 25.74 | 31.39 |

资料来源：恒生聚源，万和证券研究所

利润表(百万元)

| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 3,885 | 4,850 | 6,301 | 8,426 |
| 营业成本 | 583 | 640 | 822 | 1,073 |
| 税金及附加 | 35 | 48 | 62 | 81 |
| 销售费用 | 818 | 1,140 | 1,399 | 1,925 |
| 管理费用 | 392 | 463 | 602 | 805 |
| 研发费用 | 1,331 | 1,615 | 2,111 | 2,781 |
| 财务费用 | -13 | 0 | 0 | 0 |
| 资产减值损失 | -27 | 0 | 0 | 0 |
| 信用减值损失 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | -30 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 339 | 363 | 511 | 657 |
| 其他收益 | 173 | 216 | 280 | 375 |
| 营业利润 | 1,197 | 1,523 | 2,097 | 2,794 |
| 营业外收入 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外支出 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 1,198 | 1,523 | 2,097 | 2,794 |
| 所得税 | 67 | 78 | 106 | 147 |
| 税后利润 | 1,131 | 1,445 | 1,991 | 2,647 |
| 少数股东损益 | 13 | 23 | 35 | 40 |
| 归属母公司净利润 | 1,118 | 1,423 | 1,955 | 2,607 |
| EBITDA | 1,031 | 1,651 | 2,251 | 2,955 |

主要财务比率

| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|--------|--------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入(%) | 18.44 | 24.84 | 29.91 | 33.73 |
| 营业利润(%) | 6.71 | 27.29 | 37.67 | 33.25 |
| 归母净利润(%) | 7.33 | 27.30 | 37.45 | 33.33 |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率(%) | 85.00 | 86.81 | 86.96 | 87.27 |
| 净利率(%) | 28.77 | 29.33 | 31.03 | 30.94 |
| ROE(%) | 12.81 | 14.33 | 16.45 | 17.99 |
| ROIC(%) | 9.52 | 14.25 | 16.41 | 17.91 |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率(%) | 27.03 | 27.79 | 28.38 | 29.35 |
| 流动比率 | 3.55 | 3.41 | 3.30 | 3.17 |
| 速动比率 | 3.18 | 3.09 | 3.04 | 2.97 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.35 | 0.37 | 0.41 | 0.45 |
| 应收账款周转率 | 8.55 | 9.12 | 9.67 | 9.79 |
| 应付账款周转率 | 2.25 | 2.02 | 2.19 | 2.20 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 159.89 | 125.60 | 91.38 | 68.54 |
| P/B | 20.48 | 17.99 | 15.03 | 12.33 |
| EV/EBITDA | 111.60 | 103.23 | 74.68 | 55.73 |

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

分析师声明：本研究报告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，本报告清晰准确的反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本研究报告作者与本文所涉及的上市公司不存在利益冲突，且作者配偶、子女、父母未担任上市公司董监高等职务。

投资评级标准：

行业投资评级：自报告发布日后的 12 个月内，以行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

同步大市：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%—10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级：自报告发布日后的 12 个月内，以公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对沪深 300 指数涨幅 15%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 5%—15%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-5%—5%之间；

回避：相对沪深 300 指数跌幅 5%以上。

免责声明：本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。

本报告由本公司研究所撰写，报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。

万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道 7028 号时代科技大厦西座 20 楼

电话：0755-82830333 传真：0755-25170093

邮编：518040 公司网址：<http://www.vanho.cn>