

金山办公 (688111)

2023 年三季报点评：信创节奏延后，还原收入增长积极

买入 (维持)

2023 年 10 月 25 日

证券分析师 王紫敬

执业证书：S0600521080005

021-60199781

wangzj@dwzq.com.cn

证券分析师 李康桥

执业证书：S0600523050004

likq@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	3,885	4,553	5,770	7,846
同比	18%	17%	27%	36%
归属母公司净利润 (百万元)	1,118	1,210	1,714	2,468
同比	7%	8%	42%	44%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	2.42	2.62	3.71	5.34
P/E (现价&最新股本摊薄)	125.20	115.68	81.62	56.70

关键词：#新产品、新技术、新客户

投资要点

■ **三季报表观业绩低于预期，还原收入较为积极**：2023 年 Q3 公司实现收入 10.98 亿 (yoy+9.4%)，低于预期，归母净利润 2.94 亿 (yoy+0.18%)，扣非归母净利润 2.84 亿 (yoy+13.36%)，符合预期。Q1-Q3 实现收入 32.70 亿，归母净利润 8.93 亿 (yoy+9.86%)，扣非归母净利润 8.6 亿 (yoy+29.85%)。Q3 订阅类收入 (B+C) 合计 8.98 亿 (yoy+28.4%)，占总收入比达 81.76%；前三季度公司订阅类收入 (B+C) 合计 25.68 亿，订阅增速 32.59%。云业务保持较快增速，带动公司整体收入增长。若还原合同负债增加值，**公司 Q3 还原收入达 11.44 亿 (同比 2022Q3 还原收入+18.08%)**，实际业务拓展情况较表观数据更为积极。

■ **C 端订阅：合同负债体现实际业务积极进展，期待会员升级效果兑现。**

1) **收入**：三季度 C 端订阅收入 6.5 亿 (yoy+25.64%，环比-2.11%)，低于预期；前三季度 C 端订阅收入 19.02 亿 (yoy+30.55%)。

2) **用户**：2023Q3 期末，公司 PC 端 MAD 达 2.59 亿 (yoy+8.8%) 恢复增长，移动端 MAD 达 3.27 亿 (yoy-2.68%)；公司表示会员体系变革后，ARPU 已看到明确提升。

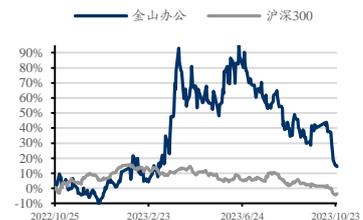
3) **合同负债**：2023Q3 期末，公司合同负债等科目合计达 22.34 亿 (yoy+17.86%)、增速快于收入，相比 23Q2 期末增长 0.46 亿，今年以来增加 0.92 亿；将合同负债增加值还原后，2023Q3 还原收入为 11.44 亿 (yoy+18.08%)、显著好于表观收入增速。其中，代表 1 年以上长周期会员购买情况的“其他非流动负债”科目从 23Q1 的 3 亿增长至 4.09 亿，年费化效果显著。

考虑到公司 Q2 会员体系升级带来的短期影响，C 端实际付费转化仍处于健康增长趋势，提升了会员 SKU 和 ARPU 上限；根据爱奇艺等订阅类产品的涨价案例，我们判断年底至明年 WPS C 端 ARPU 和收入提升有望实现更显著的兑现。

■ **B 端订阅：延续高速增长，未来受益行业信创有望进一步提速。**

2023Q3 机构订阅收入 2.48 亿 (yoy+36.13%，环比+20.98%)，2023Q1-Q3 收入 6.66 亿 (yoy+38.77%)，增长节奏良好。Q3 以来我们观察到中交集团、邮政集团、中信银行等行业信创大单频出，体现了下半年行业信创加速趋势，金山办公有望受益。考虑到上半年各央国企巡视对新签订单带来的潜在影响，我们判断未来 B 端订阅有望进一步加速。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	303.04
一年最低/最高价	234.02/530.50
市净率(倍)	14.78
流通 A 股市值(百万元)	139,919.79
总市值(百万元)	139,919.79

基础数据

每股净资产(元,LF)	20.51
资产负债率(% ,LF)	25.76
总股本(百万股)	461.72
流通 A 股(百万股)	461.72

相关研究

《金山办公(688111)：业绩坚韧好于预期，信创/AI 催化在即》

2023-08-24

《金山办公(688111)：金山办公的估值研究》

2023-07-19

- **B 端授权：**党政信创大规模招标临近，新一轮业绩弹性在即。Q3 机构授权实现收入 1.31 亿元 (yoy-41.72%)，前三季度收入 4.92 亿 (yoy-23.65%)。下滑一方面源于党政信创招标尚未大规模启动，另一方面源于 2022 年 Q3 机构授权业务为高基数。我们判断非信创的正版化授权业务一定程度上弥补了信创业务部分的下滑。伴随以区县信创为代表的新一轮信创推进，公司有望凭借领先的格局优势显著受益。
- **财务指标：**利润率略有下滑，费用率环比下降，人员薪酬影响已充分消化，盈利能力、现金流下半年有望进一步改善。
 - 1) **盈利能力：**2023Q3 毛利率、净利率分别为 84.81%、26.55% (同比-0.2/-3.01pcts)，2023Q1-Q3 毛利率、净利率分别为 85.65%、27.13% (同比+0.57/-2.41pcts)，三季度盈利能力环比有所下降，我们判断为收入阶段性波动所致。
 - 2) **三费：**2023Q1-Q3 销售/研发/管理费用率为 21.82%/32.90%/10.38%，同比分别变化+1.92/-1.88/-0.69pcts。
 - 3) **现金流：**Q3 公司销售商品、提供劳务收到现金 11.4 亿 (yoy+14.61%，好于收入增速)，主要系以 C 端预收款为代表的合同负债恢复增长；2022、2023 年以来公司人员增长较少，薪酬增长带来的费用和现金流影响已经充分消化，我们判断年底及明年有望进一步改善。
- **AI 进展：**功能持续迭代，开放逐步打开。WPS AI 目前已进入常态化更新，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。国内 WPS AI 内测范围不断扩大，海外 WPS AI 接入 OpenAI、PaLM2 等优质大模型、已全面开放公测，伴随后续备案落地，有望推进公测、商业化进程，公司预计明年 AI 有望贡献收入增量。微软 Copilot 30 美元/月的 B 端定价超出市场预期，WPS AI 有望打开付费渗透率提升和 ARPU 天花板想象空间。
- **盈利预测与投资评级：**伴随 C 端年费化、会员体系变革、AI 提升付费率和 ARPU，B 端信创、订阅化趋势持续推进，我们看好公司 AI 应用端优质资产的投资价值。考虑到信创行业推进节奏，我们下调 2023-2025 年收入预测至 45.53/57.70/78.46 亿 (原预测 48.08/66.24/94.87 亿)；下调 2023-2025 年净利润预测至 12.10/17.14/24.68 亿 (原预测 13.27/19.68/28.98 亿)。维持“买入”评级。
- **风险提示：**产品迭代不及预期，付费转化不及预期，行业竞争加剧，下游 IT 支出低于预期。

金山办公三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	9,775	10,934	13,092	16,594	营业总收入	3,885	4,553	5,770	7,846
货币资金及交易性金融资产	8,208	9,175	11,208	14,392	营业成本(含金融类)	583	726	819	994
经营性应收款项	528	689	810	1,110	税金及附加	35	45	57	75
存货	1	3	3	3	销售费用	818	956	1,125	1,491
合同资产	2	2	3	4	管理费用	392	432	519	667
其他流动资产	1,037	1,065	1,067	1,086	研发费用	1,331	1,480	1,817	2,432
非流动资产	2,282	2,698	2,995	3,305	财务费用	(13)	0	0	0
长期股权投资	444	585	768	983	加:其他收益	173	159	185	235
固定资产及使用权资产	189	199	215	200	投资净收益	339	220	220	220
在建工程	121	161	214	286	公允价值变动	(30)	0	0	0
无形资产	102	131	154	166	减值损失	(25)	0	0	0
商誉	185	246	267	294	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	28	28	28	28	营业利润	1,197	1,293	1,836	2,643
其他非流动资产	1,213	1,348	1,348	1,348	营业外净收支	2	2	2	2
资产总计	12,058	13,632	16,087	19,900	利润总额	1,198	1,295	1,838	2,645
流动负债	2,750	3,400	4,110	5,417	减:所得税	67	66	93	139
短期借款及一年内到期的非流动负债	66	36	36	36	净利润	1,131	1,229	1,745	2,506
经营性应付款项	306	369	417	511	减:少数股东损益	13	19	31	38
合同负债	1,731	2,049	2,654	3,688	归属母公司净利润	1,118	1,210	1,714	2,468
其他流动负债	647	947	1,003	1,182	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.42	2.62	3.71	5.34
非流动负债	509	502	502	502	EBIT	901	1,295	1,838	2,645
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,031	1,413	1,981	2,795
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	85.00	84.06	85.80	87.33
租赁负债	69	69	69	69	归母净利率(%)	28.77	26.57	29.71	31.45
其他非流动负债	440	433	433	433	收入增长率(%)	18.44	17.18	26.74	35.98
负债合计	3,259	3,902	4,612	5,919	归母净利润增长率(%)	7.33	8.23	41.73	43.95
归属母公司股东权益	8,724	9,636	11,351	13,818					
少数股东权益	74	93	125	163					
所有者权益合计	8,798	9,730	11,475	13,981					
负债和股东权益	12,058	13,632	16,087	19,900					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,603	1,612	2,251	3,421	每股净资产(元)	18.92	20.87	24.58	29.93
投资活动现金流	4,502	(301)	(217)	(238)	最新发行在外股份(百万股)	462	462	462	462
筹资活动现金流	(354)	(342)	0	0	ROIC(%)	10.11	13.09	16.30	19.52
现金净增加额	5,762	968	2,033	3,183	ROE-摊薄(%)	12.81	12.55	15.10	17.86
折旧和摊销	130	118	143	150	资产负债率(%)	27.03	28.63	28.67	29.74
资本开支	(176)	(256)	(254)	(243)	P/E(现价&最新股本摊薄)	125.20	115.68	81.62	56.70
营运资本变动	607	489	585	988	P/B(现价)	16.02	14.52	12.33	10.13

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>