

证券研究报告

公司研究

点评报告

金山办公 (688111. SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

庞倩倩 计算机行业首席分析师

执业编号: S1500522110006

邮箱: pangqianqian@cindasc.com

相关研究:《金山办公: C 端付费率持续提升, B 端空间广阔》

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

机构、个人订阅业务快速增长

2023年10月26日

- **营收、利润均实现快速增长。**2023 前三季度,公司实现营业收入 32.70 亿元,同比增长 16.99%; 归属于母公司所有者净利润 8.93 亿元,同比增长 9.86%; 归属于母公司所有者扣除非经常性损益净利润 8.60 亿元,同比增长 29.85%。公司前三季度毛利率 85.65%,较去年同期相比略有提升。前三季度合同负债达 17.11 亿元,同比增长 8.22%。
- **单季度 Q3 表现:**2023 第三季度,公司实现营业收入 10.98 亿元,同比增长 9.40%; 归属于母公司所有者净利润 2.94 亿元,同比增长 0.18%; 归属于母公司所有者扣除非经常性损益净利润 2.84 亿元,同比增长 13.36%。经营性现金流保持增长,第三季度经营性现金流净额 3.44 亿元,同比增长 41.21%。
- **费用方面:**2023 前三季度公司研发投入 10.76 亿元,同比增长 10.68%,研发费用率达 32.90%,同比下降 1.88 个百分点;销售费用 7.14 亿元,同比增长 28.30%,销售费用率达 21.82%,同比提高 1.92 个百分点;管理费用 3.39 亿元,同比增长 9.72%,管理费用率达 10.38%。
- **个人业务、机构订阅实现快速增长,机构授权及广告业务下滑。**2023 第三季度,个人订阅业务收入达 6.5 亿元,同比增长 25.64%,主要系会员体系升级带动客单价及付费转化提升。受企业数字办公的标杆案例带动作用,公司 Q3 单季度机构订阅业务收入 2.48 亿元,同比增长 36.13%。公司 Q3 单季度机构授权业务收入 1.31 亿元,同比下滑 41.72%,主要受去年同期高基数及本期党政领域信创订单不及预期影响;广告业务收入 0.68 亿元,同比下降 14.38%。
- **PC 端月活持续增长,移动端略下滑。**截至 2023 年 9 月 30 日,公司主要产品月度活跃设备数为 5.89 亿,同比增长 1.90%。其中 WPS Office PC 版月度活跃设备数 2.59 亿,同比增长 8.82%;移动版月度活跃设备数 3.27 亿,同比下降 2.68%。
- **盈利预测与投资评级:**我们预计公司 2023-2025 年摊薄每股收益分别为 2.71 元、3.70 元、5.11 元,维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素:**1.下游需求风险:个人订阅用户数量达瓶颈,增长不及预期;企业客户经营不理想,市场需求下降。2.政策风险:信创政策推进进展不及预期。

| 重要财务指标 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 3,280 | 3,885 | 4,648 | 6,037 | 7,918 |
| 增长率 YoY % | 45.1% | 18.4% | 19.6% | 29.9% | 31.2% |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 1,041 | 1,118 | 1,250 | 1,709 | 2,358 |
| 增长率 YoY% | 18.6% | 7.3% | 11.9% | 36.7% | 37.9% |
| 毛利率% | 86.9% | 85.0% | 85.6% | 85.5% | 85.5% |
| 净资产收益率ROE% | 13.5% | 12.8% | 12.5% | 14.2% | 15.9% |
| EPS(摊薄)(元) | 2.26 | 2.42 | 2.71 | 3.70 | 5.11 |
| 市盈率 P/E(倍) | 134.38 | 125.20 | 111.93 | 81.85 | 59.35 |
| 市净率 P/B(倍) | 18.13 | 16.04 | 13.97 | 11.63 | 9.46 |

资料来源: 聚源, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 10 月 25 日收盘价

| 资产负债表 | | 单位:百万元 | | | | |
|-------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--|
| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | |
| 流动资产 | 8,694 | 9,775 | 10,235 | 12,546 | 15,867 | |
| 货币资金 | 1,254 | 7,015 | 7,437 | 9,559 | 12,668 | |
| 应收票据 | 4 | 3 | 4 | 6 | 7 | |
| 应收账款 | 412 | 497 | 516 | 671 | 858 | |
| 预付账款 | 26 | 28 | 31 | 44 | 55 | |
| 存货 | 2 | 1 | 3 | 3 | 4 | |
| 其他 | 6,997 | 2,231 | 2,244 | 2,263 | 2,275 | |
| 非流动资产 | 1,732 | 2,282 | 3,793 | 4,132 | 4,472 | |
| 长期股权投资 | 123 | 444 | 1,144 | 1,344 | 1,544 | |
| 固定资产(合计) | 88 | 82 | 78 | 71 | 71 | |
| 无形资产 | 118 | 102 | 131 | 154 | 166 | |
| 其他 | 1,402 | 1,654 | 2,440 | 2,562 | 2,691 | |
| 资产总计 | 10,426 | 12,058 | 14,028 | 16,678 | 20,340 | |
| 流动负债 | 2,268 | 2,750 | 3,294 | 3,909 | 4,776 | |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 应付票据 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 应付账款 | 212 | 306 | 372 | 509 | 668 | |
| 其他 | 2,056 | 2,444 | 2,922 | 3,400 | 4,108 | |
| 非流动负债 | 378 | 509 | 619 | 619 | 619 | |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 其他 | 378 | 509 | 619 | 619 | 619 | |
| 负债合计 | 2,645 | 3,259 | 3,913 | 4,528 | 5,395 | |
| 少数股东权益 | 61 | 74 | 95 | 121 | 158 | |
| 归属母公司 负债和股东权益 | 7,720 | 8,724 | 10,019 | 12,029 | 14,786 | |
| | 10,426 | 12,058 | 14,028 | 16,678 | 20,340 | |

| 重要财务指标 | | 单位:百万元 | | | | |
|--------------|--------|--------|--------|-------|-------|--|
| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | |
| 营业总收入 | 3,280 | 3,885 | 4,648 | 6,037 | 7,918 | |
| 同比(%) | 45.1% | 18.4% | 19.6% | 29.9% | 31.2% | |
| 归属母公司 净利润 | 1,041 | 1,118 | 1,250 | 1,709 | 2,358 | |
| 同比 | 18.6% | 7.3% | 11.9% | 36.7% | 37.9% | |
| 毛利率(%) | 86.9% | 85.0% | 85.6% | 85.5% | 85.5% | |
| ROE% | 13.5% | 12.8% | 12.5% | 14.2% | 15.9% | |
| EPS(摊薄)(元) | 2.26 | 2.42 | 2.71 | 3.70 | 5.11 | |
| P/E | 134.38 | 125.20 | 111.93 | 81.85 | 59.35 | |
| P/B | 18.13 | 16.04 | 13.97 | 11.63 | 9.46 | |
| EV/EBITDA | 121.58 | 111.60 | 92.62 | 67.28 | 48.51 | |

| 利润表 | | 单位:百万元 | | | | |
|----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--|
| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | |
| 营业总收入 | 3,280 | 3,885 | 4,648 | 6,037 | 7,918 | |
| 营业成本 | 429 | 583 | 670 | 873 | 1,145 | |
| 营业税金及附加 | 35 | 35 | 56 | 66 | 90 | |
| 销售费用 | 695 | 818 | 1,069 | 1,352 | 1,758 | |
| 管理费用 | 326 | 392 | 432 | 483 | 531 | |
| 研发费用 | 1,082 | 1,331 | 1,515 | 1,902 | 2,376 | |
| 财务费用 | -17 | -13 | -30 | -32 | -43 | |
| 减值损失合计 | 0 | -27 | 0 | 0 | 0 | |
| 投资净收益 | 205 | 339 | 300 | 300 | 300 | |
| 其他 | 186 | 146 | 116 | 133 | 158 | |
| 营业利润 | 1,121 | 1,197 | 1,352 | 1,827 | 2,521 | |
| 营业外收支 | -3 | 2 | -11 | 0 | 0 | |
| 利润总额 | 1,119 | 1,198 | 1,341 | 1,827 | 2,521 | |
| 所得税 | 50 | 67 | 70 | 91 | 126 | |
| 净利润 | 1,069 | 1,131 | 1,271 | 1,735 | 2,395 | |
| 少数股东损益 | 28 | 13 | 21 | 26 | 37 | |
| 归属母公司 净利润 | 1,041 | 1,118 | 1,250 | 1,709 | 2,358 | |
| EBITDA | 995 | 1,031 | 1,432 | 1,939 | 2,625 | |
| EPS(当年)(元) | 2.26 | 2.42 | 2.71 | 3.70 | 5.11 | |

| 现金流量表 | | 单位:百万元 | | | | |
|----------------|---------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--|
| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | |
| 经营活动现金流 | 1,864 | 1,603 | 1,644 | 2,011 | 2,901 | |
| 净利润 | 1,069 | 1,131 | 1,271 | 1,735 | 2,395 | |
| 折旧摊销 | 96 | 130 | 121 | 145 | 147 | |
| 财务费用 | 6 | 10 | 5 | 5 | 5 | |
| 投资损失 | -205 | -339 | -300 | -300 | -300 | |
| 营运资金变动 | 888 | 607 | 535 | 426 | 655 | |
| 其它 | 11 | 64 | 13 | 0 | 0 | |
| 投资活动现金流 | -1,364 | 4,502 | -1,337 | -184 | -188 | |
| 资本支出 | -149 | -176 | -293 | -284 | -288 | |
| 长期投资 | -1,422 | 4,444 | -700 | -200 | -200 | |
| 其他 | 207 | 233 | -345 | 300 | 300 | |
| 筹资活动现金流 | -247 | -354 | 117 | 295 | 395 | |
| 吸收投资 | 0 | 10 | 379 | 300 | 400 | |
| 借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 支付利息或股息 | -277 | -323 | -342 | -5 | -5 | |
| 现金流净增加额 | 251 | 5,762 | 421 | 2,122 | 3,109 | |

研究团队简介

庞倩倩，计算机行业首席分析师，华南理工大学管理学硕士。曾就职于华创证券、广发证券，2022 年加入信达 证券研究开发中心。在广发证券期间，所在团队 21 年取得：新财富第四名、金牛奖最佳行业分析师第二名、水晶球第二名、新浪金麒麟最佳分析师第一名、上证报最佳分析师第一名、21 世纪金牌分析师第一名。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

| 投资建议的比较标准 | 股票投资评级 | 行业投资评级 |
|---|-----------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | 买入 ：股价相对强于基准 20% 以上； | 看好 ：行业指数超越基准； |
| | 增持 ：股价相对强于基准 5%~20%； | 中性 ：行业指数与基准基本持平； |
| | 持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间； | 看淡 ：行业指数弱于基准。 |
| | 卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。 | |

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。