

双订阅稳步增长，AI 持续发力

金山办公(688111.SH)

评级 维持评级

核心观点:

- 事件:** 金山办公发布 2023 年三季报, 公司前三季度实现营业收入 32.70 亿元, 同比增长 16.99%; 实现归母净利润 8.93 亿元, 同比增长 9.86%; 实现扣非归母净利润 8.60 亿元, 同比增长 29.85%。
- 营收端稳步增长, 持续加大研发投入:** 公司发布 2023 年三季报, 前三季度实现营业收入 32.70 亿元, 同比增长 16.99%; 实现归母净利润 8.93 亿元, 同比增长 9.86%; 实现扣非归母净利润 8.60 亿元, 同比增长 29.85%。毛利率端, 公司 2023 年前三季度毛利率为 85.65%, 较去年同期提升 0.57pct; 费用端, 2023 年前三季度研发费用投入为 10.76 亿元, 同比提升 10.68%, 研发费用占营业收入比例约为 32.90%, 持续高比例投入研发; 销售费用为 7.14 亿元, 同比增长 28.30%; 管理费用为 3.39 亿元, 同比增长 9.72%。
- 双订阅业务高增长, PC 端活跃用户数持续提升:** Q3 单季度, 公司实现营业收入 10.98 亿元, 同比增长 9.40%; 实现归母净利润 2.94 亿元, 同比增长 0.18%; 实现扣非归母净利润 2.84 亿元, 同比增长 13.36%。分业务来看, 1) C 端: Q3 单季度, 国内个人办公服务订阅业务收入 6.50 亿元, 同比增长 25.64%。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%; WPS Office 移动版月度活跃设备数 3.27 亿, 同比下降 2.68%。个人订阅业务收入的增长主要得益于公司优化全线产品使用体验, 升级会员权益体系, 个人用户付费转化与客单价不断提升, 带动国内个人办公服务订阅业务稳定增长。2) B 端: Q3 单季度, 国内机构订阅及服务业务收入 2.48 亿元, 同比增长 36.13%, 主要系公司不断升级数字办公解决方案及服务, 打造政企客户数字办公标杆案例并不断复制, 推动该业务快速增长; 国内机构授权业务收入 1.31 亿元, 同比减少 41.72%。主要系去年同基数较高及本期党政领域信创订单不及预期所致。
- AI 和协作是重要战略, WPS AI 开放邀请体验, 定价策略有望年底公布:** 9 月 20 日, 2023 金山办公技术开放日在武汉成功举办, 公司宣布基于大语言模型的智能办公助手 WPS AI 已接入金山办公全线产品, 邀请用户体验全组件 AI 功能。同时, 首次对外展示了金山办公自研模型的最新进展, 该模型基于开源底座, 通过训练调优, 助力 WPS AI 成为国内率先落地的 AI 办公应用。AI 和协作是金山办公现阶段的重要战略, 金山办公将应用大模型重构办公软件, 为每一位用户提供 AIGC (内容创作)、Copilot (智慧助理) 和 Insight (知识洞察) 三方面全新的产品体验。公司管理层表示, 预计会在今年年底公开具体的 WPS AI 定价策略。我们认为, 公司作为办公领域具备文档能力的龙头厂商, 在 AIGC 加持下公司付费率与 ARPU 值有望双升。

分析师

吴砚靖

☎: (8610) 66568589

✉: wuyanqing@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130519070001

李璐昕

☎: (021) 20252650

✉: liluxin_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130521040001

市场数据

2023-10-25

股票代码	688111.SH
A 股收盘价(元)	303.04
上证指数	2974.11
总股本/实际流通 A 股(亿股)	4.62/4.62
流通 A 股市值(亿元)	1411

相对沪深 300 表现图



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

相关研究

【银河计算机】人工智能行业月报: 国内大模型竞争激烈, 海外 AI 巨头财报密集发布

【银河计算机】公司点评_金山办公_全新会员体系与 WPS AI 发布, 付费率与 ARPU 值预期双升

- **投资建议：**我们预计，公司 2023-2025 年营收为 47.03/59.92/77.96 亿元，归母净利润为 13.69/17.73/23.73 亿元，对应 EPS 为 2.96/3.84/5.14 元，对应市盈率分别为 102.24X/78.90X/58.95X，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧的风险；产品技术研发不及预期的风险；公司 SaaS 化进展不及预期的风险；信创进展不及预期的风险。

表1: 主要财务指标预测

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3884.96	4702.64	5991.91	7795.74
收入增长率%	18.44%	21.05%	27.42%	30.10%
净利润(百万元)	1117.53	1368.59	1773.47	2373.44
利润增速%	7.33%	22.47%	29.58%	33.83%
摊薄 EPS(元)	2.42	2.96	3.84	5.14
PE	125.20	102.24	78.90	58.95

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

附录：
(一) 公司财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	9775.32	10774.15	13124.44	16279.10	营业收入	3884.96	4702.64	5991.91	7795.74
现金	7015.45	7882.55	10030.23	12911.15	营业成本	582.91	632.20	807.75	1063.07
应收账款	496.79	602.71	798.23	1024.45	营业税金及附加	34.74	46.72	59.13	74.70
其它应收款	27.09	49.56	48.10	78.96	营业费用	818.20	1105.12	1378.14	1730.65
预付账款	27.60	29.93	38.24	50.33	管理费用	391.90	449.10	590.74	766.49
存货	1.16	2.59	2.20	4.10	财务费用	-12.98	0.00	0.00	0.00
其他	2207.24	2206.80	2207.45	2210.11	资产减值损失	-27.21	0.00	0.00	0.00
非流动资产	2282.36	2635.58	2949.10	3284.53	公允价值变动收益	-29.71	0.00	0.00	0.00
长期投资	444.10	592.13	777.56	995.68	投资净收益	339.24	352.41	486.13	608.33
固定资产	82.42	116.05	96.64	70.06	营业利润	1196.56	1465.40	1901.89	2543.81
无形资产	102.29	136.39	162.17	176.90	营业外收入	2.20	0.00	0.00	0.00
其他	1653.55	1791.01	1912.73	2041.89	营业外支出	0.52	0.00	0.00	0.00
资产总计	13062.62	20324.78	24879.16	31937.39	利润总额	1198.24	1465.40	1901.89	2543.81
流动负债	12057.68	13409.72	16073.54	19563.63	所得税	67.32	74.89	96.22	133.87
短期借款	2750.22	3048.49	3906.64	4986.79	净利润	1130.92	1390.50	1805.67	2409.94
应付账款	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	13.39	21.91	32.21	36.50
其他	306.30	234.45	470.26	448.12	归属母公司净利润	1117.53	1368.59	1773.47	2373.44
长期借款	2443.91	2814.04	3436.38	4538.67	EPS (元)	2.42	2.96	3.84	5.14
其他	509.07	509.07	509.07	509.07					
负债合计	3259.29	3557.56	4415.70	5495.85					
少数股东权益	74.09	96.00	128.20	164.70					
归属母公司股东权益	8724.30	9756.17	11529.64	13903.08					

现金流量表(百万元)					主要财务比率				
	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1602.92	1332.93	2128.78	2769.35	营业收入	18.44%	21.05%	27.42%	30.10%
净利润	1130.92	1390.50	1805.67	2409.94	营业利润	6.71%	22.47%	29.79%	33.75%
折旧摊销	130.35	128.28	153.71	161.33	毛利率	85.00%	86.56%	86.52%	86.36%
财务费用	10.33	0.00	0.00	0.00	净利率	28.77%	29.10%	29.60%	30.45%
投资损失	-339.24	-352.41	-486.13	-608.33	ROE	12.81%	14.03%	15.38%	17.07%
营运资金变动	607.05	166.55	655.52	806.41	ROIC	9.52%	10.57%	11.40%	12.91%
其它	63.52	0.00	0.00	0.00	资产负债率	27.03%	26.53%	27.47%	28.09%
投资活动现金流	4501.87	-129.09	18.89	111.57	净负债比率	37.04%	36.11%	37.88%	39.07%
资本支出	-175.89	-333.47	-281.80	-278.64	流动比率	3.55	3.53	3.36	3.26
长期投资	4444.42	-148.03	-185.43	-218.12	速动比率	3.18	3.19	3.09	3.05
其他	233.35	352.41	486.13	608.33	总资产周转率	0.32	0.35	0.37	0.40
筹资活动现金流	-354.35	-336.73	0.00	0.00	应收帐款周转率	7.82	7.80	7.51	7.61
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	应付帐款周转率	12.68	20.06	12.74	17.40
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	2.42	2.96	3.84	5.14
其他	-354.35	-336.73	0.00	0.00	每股经营现金	3.47	2.89	4.61	6.00
现金净增加额	5761.50	867.11	2147.67	2880.93	每股净资产	18.90	21.13	24.97	30.11
					P/E	125.20	102.24	78.90	58.95
					P/S	35.98	29.72	23.33	17.93

数据来源: wind, 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

吴砚靖，TMT/科创板研究负责人，北京大学软件项目管理硕士，10年证券分析从业经验，历任中银国际证券首席分析师，国内大型知名PE机构研究部执行总经理。具备一二级市场经验，长期专注科技公司研究。

李璐昕，计算机/科创板团队研究员，悉尼大学硕士，2019年加入中国银河证券，主要从事计算机/科创板投资研究工作。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。