

金山办公 (688111.SH)

单 Q3 收入增长 9.4%，开启自研模型深化 AI 价值

买入

核心观点

三季度收入增速有所放缓。公司发布 23Q3 季报，公司前三季度收入 32.70 亿元 (+16.99%)，归母净利润 8.93 亿元 (+9.86%)，扣非归母净利润 8.60 亿元 (+29.85%)。单 Q3 来看，公司收入 10.98 亿元 (+9.40%)，归母净利润 2.94 亿元 (+0.18%)，扣非归母净利润 2.84 亿元 (+13.56%)。公司业绩稳定增长，信创产业的进度影响了整体收入增速。

毛利率保持稳定，其他非流动负债增长快。前三季度公司毛利率 85.65%，同比略有提升。单 Q3 公司收现 11.40 亿元 (+14.57%)，经营活动现金净流量 3.44 亿元 (+40.98%)。公司合同负债 17.11 亿元 (+8.22%)，其他非流动负债达到 4.09 亿元 (+89.35%)，验证个人会员的长周期发展顺利。公司费用控制效果逐步显现，前三季度公司销售、管理、研发费用同比增长 28.3%、9.72%、10.68%。

机构订阅保持高增长，信创影响下授权业务下滑较大。单 Q3，个人订阅收入 6.50 亿元 (+25.64%)，会员权益体系升级下，个人用户付费转化与客单价不断提升；机构订阅收入 2.48 亿元 (+36.13%)，政企客户数字办公解决方案持续推广；机构授权收入 1.31 亿元 (-41.72%)，去年高基数下信创不及预期；广告业务收入 0.68 亿元 (-14.38%)，调整业务策略，海外保持增长。截止 Q3，公司主要产品月活设备 5.89 亿 (+1.90%)，环比增长 0.86%；其中 WPS Office PC 版月活 2.59 亿 (+8.82%)，环比增长 2.37%；移动月活 3.27 亿 (-2.68%)，环比持平。

开启自研模型，AI 赋能办公价值广阔。根据金山 9 月技术开放日，公司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。公司也展示了自研模型的最新进展，基于开源底座，参数量为 7B 与 13B，主要服务于具备私有化部署需求的客户群体。同时，公司未来会与通用型大模型平台继续合作，采取混合模型的方式，预计会在今年年底公开一些更具体的 WPS AI 定价策略。

风险提示：信创业务发展低于预期；协作、AI 等创新业务进展缓慢。

投资建议：维持“买入”评级。由于信创节奏的影响，预计 2023-2025 年营业收入由 49.14/65.09/85.66 亿元，下调为 46.44/60.75/80.00 亿元，增速分别 20%/31%/32%，归母净利润为 12.99/17.29/22.88 亿元，对应当前 PE 为 109/82/62 倍，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,280	3,885	4,644	6,075	8,000
(+/-%)	45.1%	18.4%	19.5%	30.8%	31.7%
净利润(百万元)	1041	1118	1299	1729	2288
(+/-%)	18.6%	7.3%	16.2%	33.1%	32.4%
每股收益(元)	2.26	2.42	2.82	3.75	4.96
EBIT Margin	21.7%	18.7%	19.9%	22.2%	23.8%
净资产收益率 (ROE)	13.5%	12.8%	13.5%	15.9%	18.3%
市盈率 (PE)	135.3	126.1	108.5	81.5	61.6
EV/EBITDA	184.6	179.7	152.8	105.0	74.9
市净率 (PB)	18.24	16.15	14.60	12.95	11.27

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

计算机 · 软件开发

证券分析师：熊莉

021-61761067

xiongli1@guosen.com.cn

S0980519030002

证券分析师：库宏焱

021-60875168

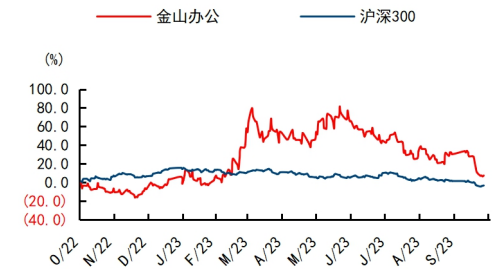
kuhongyao@guosen.com.cn

S0980520010001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	305.50 元
总市值/流通市值	141056/141056 百万元
52 周最高价/最低价	530.50/234.02 元
近 3 个月日均成交额	1006.13 百万元

市场走势



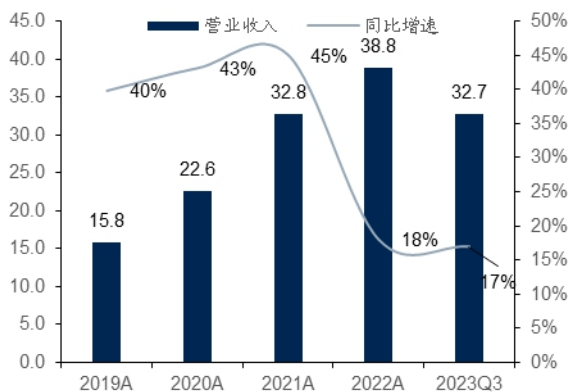
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《金山办公 (688111.SH) -23H1 扣非净利润增长近 40%，持续加大 AI 产品赋能》——2023-08-23
- 《金山办公 (688111.SH) -订阅收入整体 40%增长，会员升级和 AI 赋能打开空间》——2023-04-21
- 《金山办公 (688111.SH) ——2022 年报点评-订阅业务增长超 40%，加大 AIGC 投入》——2023-03-23
- 《金山办公 (688111.SH) ——2022 三季报点评-单季度收入增速回升至 24%，订阅业务均 40%以上增长》——2022-10-30
- 《金山办公 (688111.SH) ——2022 中报点评-付费用户增长超 30%，订阅业务保持高速增长》——2022-08-24

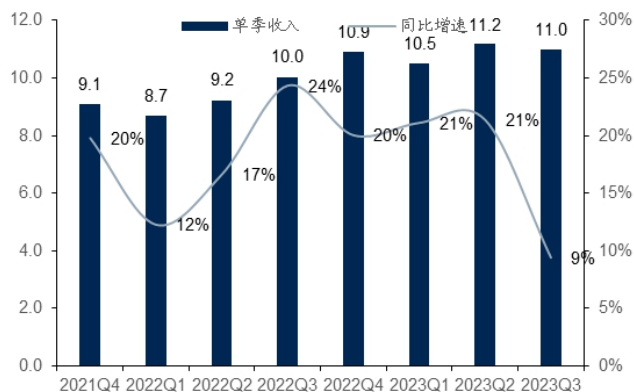
公司发布 23Q3 季报，公司前三季度收入 32.70 亿元(+16.99%)，归母净利润 8.93 亿元(+9.86%)，扣非归母净利润 8.60 亿元(+29.85%)。单 Q3 来看，公司收入 10.98 亿元(+9.40%)，归母净利润 2.94 亿元(+0.18%)，扣非归母净利润 2.84 亿元(+13.56%)。公司业绩稳定增长，信创产业的进度影响了整体收入增速。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



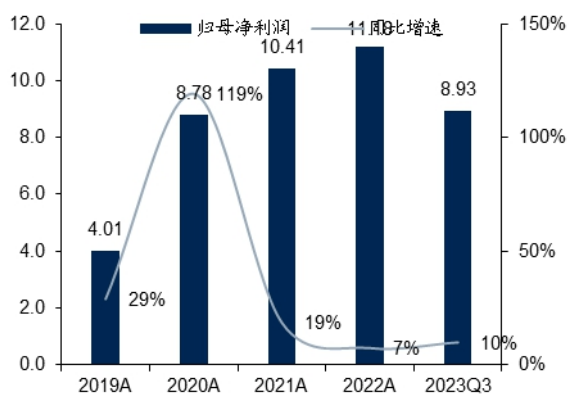
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



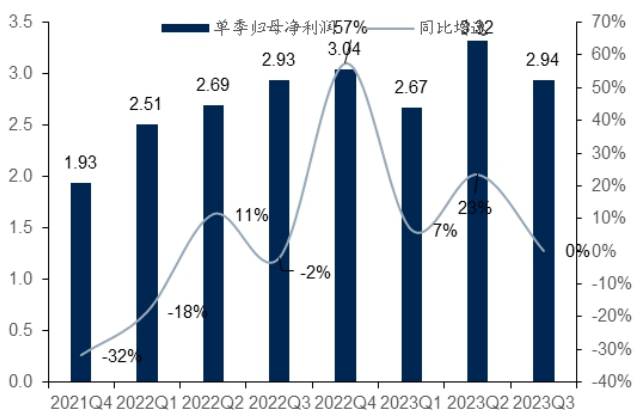
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：由于信创节奏的影响，预计 2023-2025 年营业收入由 49.14/65.09/85.66 亿元，下调为 46.44/60.75/80.00 亿元，增速分别 20%/31%/32%，归母净利润为 12.99/17.29/22.88 亿元，对应当前 PE 为 109/82/62 倍，维持“买入”评级。。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1254	7015	8074	9350	11003	营业收入	3280	3885	4644	6075	8000
应收款项	451	527	630	836	1100	营业成本	429	583	726	934	1220
存货净额	2	1	2	5	7	营业税金及附加	35	35	42	54	72
其他流动资产	45	1039	1242	1625	2140	销售费用	695	818	1022	1306	1680
流动资产合计	8694	9775	11140	13008	15443	管理费用	326	392	431	551	724
固定资产	88	203	264	338	401	研发费用	1082	1331	1500	1883	2400
无形资产及其他	118	102	99	96	93	财务费用	(17)	(13)	(110)	(128)	(150)
投资性房地产	1402	1533	1533	1533	1533	投资收益	205	339	200	200	200
长期股权投资	123	444	444	444	444	资产减值及公允价值变动	(1)	(2)	(50)	(50)	(50)
资产总计	10426	12058	13480	15419	17914	其他收入	(895)	(1210)	(1290)	(1653)	(2150)
短期借款及交易性金融负债	40	66	66	66	66	营业利润	1121	1197	1394	1854	2455
应付款项	212	306	404	516	673	营业外净收支	(3)	2	(1)	(1)	(1)
其他流动负债	2016	2378	2637	3089	3647	利润总额	1119	1198	1393	1853	2454
流动负债合计	2268	2750	3107	3670	4386	所得税费用	50	67	78	104	138
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	28	13	16	21	27
其他长期负债	378	509	640	772	903	归属于母公司净利润	1041	1118	1299	1729	2288
长期负债合计	378	509	640	772	903	现金流量表 (百万元)					
负债合计	2645	3259	3747	4442	5289	净利润	1041	1118	1299	1729	2288
少数股东权益	61	74	85	100	119	资产减值准备	0	27	46	19	19
股东权益	7720	8724	9648	10877	12505	折旧摊销	64	76	23	37	48
负债和股东权益总计	10426	12058	13480	15419	17914	公允价值变动损失	1	2	50	50	50
关键财务与估值指标						财务费用	(17)	(13)	(110)	(128)	(150)
每股收益	2.26	2.42	2.82	3.75	4.96	营运资本变动	(189)	(585)	227	122	85
每股红利	0.60	0.70	0.81	1.08	1.43	其它	20	(18)	(34)	(4)	0
每股净资产	16.75	18.92	20.92	23.58	27.11	经营活动现金流	938	621	1610	1952	2491
ROIC	145.63%	18.09%	19%	45%	64%	资本开支	0	(190)	(177)	(177)	(177)
ROE	13.49%	12.81%	13%	16%	18%	其它投资现金流	(316)	5750	0	0	0
毛利率	87%	85%	84%	85%	85%	投资活动现金流	(404)	5239	(177)	(177)	(177)
EBIT Margin	22%	19%	20%	22%	24%	权益性融资	(2)	10	0	0	0
EBITDA Margin	24%	21%	20%	23%	24%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	45%	18%	20%	31%	32%	支付股利、利息	(277)	(323)	(375)	(499)	(661)
净利润增长率	19%	7%	16%	33%	32%	其它融资现金流	271	537	0	0	0
资产负债率	26%	28%	28%	29%	30%	融资活动现金流	(284)	(98)	(375)	(499)	(661)
股息率	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%	现金净变动	250	5761	1058	1276	1654
P/E	135.3	126.1	108.5	81.5	61.6	货币资金的期初余额	1004	1254	7015	8074	9350
P/B	18.2	16.2	14.6	13.0	11.3	货币资金的期末余额	1254	7015	8074	9350	11003
EV/EBITDA	184.6	179.7	152.8	105.0	74.9	企业自由现金流	0	(14)	945	1253	1754
						权益自由现金流	0	524	1049	1373	1896

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032