

**公司点评**
**金山办公 (688111.SH)**
**计算机 | 软件开发**
**订阅业务增速稳健，WPS AI 商业化落地可期**

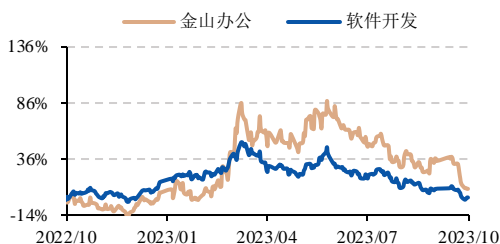
2023年10月26日

**评级 买入**

评级变动 维持

**交易数据**

当前价格(元)	303.04
52周价格区间(元)	238.90-517.00
总市值(百万)	139919.79
流通市值(百万)	139919.79
总股本(万股)	46172.10
流通股(万股)	46172.10

**涨跌幅比较**


%	1M	3M	12M
金山办公	-19.18	-27.04	6.23
软件开发	-7.31	-14.45	6.17

**何晨**
**分析师**

 执业证书编号:S0530513080001  
 hechen@hncasing.com

**黄奕景**
**研究助理**

huangyjing@hncasing.com

**相关报告**

1 公司深度\*金山办公(688111.SH)公司深度:多层次用户生态体系,授权和订阅业务同步发展  
 2020-11-24

预测指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入(亿元)	32.80	38.85	46.67	60.87	83.20
归母净利润(亿元)	10.41	11.18	13.50	17.33	23.17
每股收益(元)	2.26	2.42	2.92	3.75	5.02
每股净资产(元)	16.72	18.90	20.92	23.51	26.98
P/E	135.47	126.22	104.46	81.38	60.88
P/B	18.27	16.17	14.61	12.99	11.32

资料来源: iFinD, 财信证券

**投资要点:**

- 事件:** 公司发布三季报, 公司前三季度实现营业收入 32.70 亿元(+16.99%), 归母净利润 8.93 亿元(同比+9.86%); 扣非净利润 8.60 亿元(同比+29.85%)。其中单 Q3 公司实现营业收入 10.98 亿元(同比+9.40%); 归母净利润 2.94 亿元(同比+0.18%); 扣非净利润 2.84 万元(同比+13.36%)。产品运营数据方面, 截至 9 月 30 日, 公司主要产品月度活跃设备数为 5.89 亿(同比+1.90%); 其中 WPS Office PC 版月度活跃设备数 2.59 亿(同比+8.82%); 移动版月度活跃设备数 3.27 亿(同比-2.68%)。
- 短期业绩主要受信创拖累, 订阅业务增速稳健。** 各项业务来看, 单 Q3 公司个人订阅业务营收为 6.50 亿元(同比+25.64%), 机构订阅业务营收为 2.48 亿元(同比+36.13%), 机构授权业务营收为 1.31 亿元(同比-41.72%), 互联网广告业务营收为 0.68 亿元(同比-14.38%)。个人订阅业务增速略低于 Q1(同比+38%)和 Q2(同比+29%), 主要源于会员与付费体系的调整以及暑期办公需求疲软的影响。未来我们仍然十分看好会员体系调整与 AI 功能加持下的个人订阅业务付费率与客单价的双重提升。机构订阅增速依旧稳健, 公司表示主要系公司不断打造政企客户数字办公标杆案例并持续复制, 头部民营企业进展较为顺利。机构授权业务下滑较为明显, 主要受党政信创推进节奏不及预期所致。我们认为随着信创改造工作截止日期的临近, 这部分余量的信创市场空间将会逐渐释放, 叠加金融、电信等行业信创空间广阔, 公司机构授权业务有望在明年开始显著改善。
- AI 算力成本基本可控。** 公司表示 WPS AI 中 AIGC 类功能通过调用国内大模型厂商的云服务实现, 以 token 数结算; Copilot 和 Insight 类功能则以自研的百亿参数级的小模型实现, 可以在 RTX 4090/3090 等中低端 AI 芯片甚至消费级显卡下运行。结合单位算力对应成本逐年下降的产业趋势, 我们认为公司的 AI 算力成本基本可控。
- WPS AI 产品持续迭代升级, 商业化落地进程有望加速。** WPS AI 作为协同办公赛道的类 ChatGPT 式应用, 能够从 AIGC(内容创作)、Copilot

（智慧助手）和 Insight（知识洞察）三个方面为用户提供办公协作方面的帮助，目前已接入 WPS 文字、演示、表格、PDF、金山文档等多条产品线，诸如表格数据提取、表格数据计算、表格生成、智能排版等多项功能目前已经顺利上线。根据 WPS AI 交流社区的反馈，公司正在大量收集内测用户对于 WPS AI 产品的使用建议，并进行针对性的产品迭代与升级。公司还表示目前 WPS AI 与国内大模型厂商的接入与匹配十分顺利，AIGC 类功能有望最先实现商业化落地；此外自研小模型也在持续推进，Copilot 和 Insight 类功能有望在明年实现商业化落地。我们认为，协同办公场景下的类 ChatGPT 式应用需求旺盛，随着商业化落地进程不断推进，WPS AI 有望为公司产品的付费率与客单价带来可观的提升。

- **盈利预测与估值：**我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入 46.67/60.87/83.20 亿元，归母净利润 13.50/17.33/23.17 亿元，同比增长 20.83%/28.37%/33.67%，EPS 为 2.92/3.75/5.02 元，对应当前价格的 PE 为 104/81/60 倍。维持“买入”评级。
- **风险提示：**AI 产品商业化落地进程不确定风险；AI 大模型技术研发迭代不确定风险；协作办公场景下类 ChatGPT 式产品竞争加剧风险；海外大模型进入国内改变竞争格局风险。

报表预测(单位: 亿元)						财务和估值数据摘要					
<b>利润表</b>						<b>主要指标</b>					
	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>		<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
营业收入	32.80	38.85	46.67	60.87	83.20	营业收入	32.80	38.85	46.67	60.87	83.20
减: 营业成本	4.29	5.83	6.71	8.54	11.32	增长率(%)	45.07	18.44	20.13	30.44	36.68
营业税金及附加	0.35	0.35	0.46	0.60	0.83	归属母公司股东净利润	10.41	11.18	13.50	17.33	23.17
营业费用	6.95	8.18	10.03	12.48	16.64	增长率(%)	18.57	7.33	20.83	28.37	33.67
管理费用	3.26	3.92	4.20	5.48	7.49	每股收益(EPS)	2.26	2.42	2.92	3.75	5.02
研发费用	10.82	13.31	15.63	20.09	27.04	每股股利(DPS)	0.70	0.73	0.90	1.16	1.55
财务费用	-0.17	-0.13	-0.25	-0.31	-0.39	每股经营现金流	3.98	3.37	4.52	4.79	6.92
减值损失	-0.12	-0.25	-0.08	-0.10	-0.13	销售毛利率	0.87	0.85	0.86	0.86	0.86
加: 投资收益	2.05	3.39	2.66	2.66	2.66	销售净利率	0.33	0.29	0.29	0.29	0.28
公允价值变动损益	-0.01	-0.30	0.00	0.00	0.00	净资产收益率(ROE)	0.13	0.13	0.14	0.16	0.19
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投入资本回报率(ROIC)	4.53	1.32	0.53	0.80	0.99
<b>营业利润</b>	<b>11.21</b>	<b>11.97</b>	<b>14.46</b>	<b>18.56</b>	<b>24.81</b>	市盈率(P/E)	135.47	126.22	104.46	81.38	60.88
加: 其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	市净率(P/B)	18.27	16.17	14.61	12.99	11.32
<b>利润总额</b>	<b>11.19</b>	<b>11.98</b>	<b>14.46</b>	<b>18.56</b>	<b>24.81</b>	股息率(分红/股价)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01
减: 所得税	0.50	0.67	0.74	0.95	1.27	<b>主要财务指标</b>					
<b>净利润</b>	<b>10.69</b>	<b>11.31</b>	<b>13.72</b>	<b>17.61</b>	<b>23.54</b>	收益率					
减: 少数股东损益	0.28	0.13	0.22	0.28	0.37	毛利率	86.91%	85.00%	85.62%	85.97%	86.39%
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>10.41</b>	<b>11.18</b>	<b>13.50</b>	<b>17.33</b>	<b>23.17</b>	三费/销售收入	31.65%	31.48%	31.02%	30.01%	29.47%
<b>资产负债表</b>						EBIT/销售收入	33.58%	30.51%	30.46%	29.98%	29.34%
货币资金	12.54	70.15	87.44	104.76	130.08	EBITDA/销售收入	35.65%	32.65%	32.46%	32.24%	31.91%
交易性金融资产	69.42	11.92	11.92	11.92	11.92	销售净利率	32.59%	29.11%	29.40%	28.93%	28.29%
应收和预付款项	4.43	5.30	7.04	9.18	12.55	资产获利率					
其他应收款(合计)	0.36	0.27	0.56	0.74	1.01	ROE	13.49%	12.81%	13.98%	15.97%	18.60%
存货	0.02	0.01	0.03	0.03	0.05	ROA	9.99%	9.27%	10.00%	11.07%	12.35%
其他流动资产	0.17	10.10	4.18	5.45	7.44	ROIC	453.11%	132.11%	52.77%	80.12%	98.51%
长期股权投资	1.23	4.44	4.60	4.77	4.93	<b>资本结构</b>					
金融资产投资	0.45	0.47	0.47	0.47	0.47	资产负债率	25.37%	27.03%	27.76%	29.90%	32.74%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资资本/总资产	8.32%	21.19%	16.01%	15.01%	13.65%
固定资产和在建工程	1.88	3.10	4.13	4.83	4.74	带息债务/总负债	2.82%	2.13%	1.53%	0.95%	0.48%
无形资产和开发支出	3.03	2.87	2.84	2.81	2.76	流动比率	3.83	3.55	3.42	3.15	2.87
其他非流动资产	10.73	11.94	11.80	11.66	11.66	速动比率	3.81	3.18	3.28	3.01	2.73
<b>资产总计</b>	<b>104.26</b>	<b>120.58</b>	<b>135.02</b>	<b>156.62</b>	<b>187.61</b>	股利支付率	30.99%	30.13%	30.87%	30.87%	30.87%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	收益留存率	69.01%	69.87%	69.13%	69.13%	69.13%
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资产管理效率</b>					
应付和预收款项	7.19	8.44	11.43	14.54	19.27	总资产周转率	0.31	0.32	0.35	0.39	0.44
长期借款	0.75	0.69	0.58	0.44	0.29	固定资产周转率	17.47	20.50	22.30	22.04	18.73
其他负债	18.52	23.46	25.48	31.85	41.86	应收账款周转率	7.93	7.79	6.97	6.97	6.97
<b>负债合计</b>	<b>26.45</b>	<b>32.59</b>	<b>37.48</b>	<b>46.83</b>	<b>61.43</b>	存货周转率	186.94	503.39	246.26	246.26	246.26
股本	4.61	4.61	4.61	4.61	4.61	<b>估值指标</b>					
资本公积	47.48	49.42	49.42	49.42	49.42	EBIT	11.02	11.85	14.21	18.25	24.42
留存收益	25.11	33.21	42.55	54.53	70.55	EBITDA	11.69	12.69	15.15	19.62	26.55
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>77.20</b>	<b>87.24</b>	<b>96.58</b>	<b>108.56</b>	<b>124.58</b>	NOPLAT	10.56	11.47	13.49	17.31	23.17
少数股东权益	0.61	0.74	0.96	1.23	1.61	归母净利润	10.41	11.18	13.50	17.33	23.17
股东权益合计	77.80	87.98	97.53	109.79	126.18	EPS	2.26	2.42	2.92	3.75	5.02
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>104.26</b>	<b>120.58</b>	<b>135.02</b>	<b>156.62</b>	<b>187.61</b>	BPS	16.72	18.90	20.92	23.51	26.98
<b>现金流量表</b>						PE	135.47	126.22	104.46	81.38	60.88
经营性现金净流量	18.37	15.56	20.87	22.13	31.96	PEG	7.29	17.23	5.01	2.87	1.81
投资性现金净流量	-13.64	45.02	0.46	0.36	0.26	PB	18.27	16.17	14.61	12.99	11.32
筹资性现金净流量	-2.47	-3.54	-4.04	-5.17	-6.91	PS	43.00	36.31	30.23	23.17	16.95
现金流量净额	2.23	57.15	17.29	17.32	25.31	PCF	76.81	90.66	67.60	63.73	44.14

资料来源: 财信证券, iFinD

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财信证券研究发展中心

网址：[stock.hnchasing.com](http://stock.hnchasing.com)

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438