

金山办公 (688111)

跟踪点评: 边际上行在望, 此时不应悲观
买入 (维持)

2023年10月30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

■ 近期金山办公下跌主要源于两个因素: 1) 三季报收入增速放缓; 2) 微软 Copilot 进中国担忧。我们认为, 市场对利空因素的消化可以理解, 但当前位置不应悲观。

■ 关于收入增速: 23Q4、2024 均是边际上行预期。

■ 1) 信创: 过渡期尾声, 等待边际上行。今年党政信创大规模招标未启动导致 Q3 授权业务收入同比下滑 40%, 显著拖累整体增速, 但公司在三季报业绩会上表示 9 月开始各地已陆续有部分招标启动, 行业信创也正常推进, 展望 Q4 及 24 年是边际上行预期; 虽然市场对未来整体信创行业价格有一定担忧, 这点有待验证, 但相比 23 年依然是增量。

2) C 端订阅: 历史 Q3 均平淡, Q4 韧性十足, 会员升级&AI 兑现在即。市场关注 23 年 Q3 公司 C 端订阅收入环比增长降速的原因, 但其实历史上 20 年 Q3 (环比约-20%)、21 年 Q3 (环比约+2.6%)、22 年 Q3 (环比+0.58%) 都出现过类似的情况, 而后在 20 年 Q4 (环比约+31%)、21 年 Q4 (环比约+14.4%)、22 年 Q4 (环比+14.7%) 都恢复了显著增长, 韧性十足。一般 Q3 暑期用户的续费都相对平淡, 公司表示开学以来公司 MAU、付费用户数都迅速冲回历史高点, 结合会员体系变革的进一步渗透, 以及明年 AI 变现的预期, 此时对 C 端业务不应悲观。

■ 关于微软 Copilot 要进中国的担忧: WPS 天花板未受影响。

1) 并非首次担忧, 入华一直有预期。多年来微软在中国区一直有世纪互联版本在正常运营, 也有国际版 M365 面向有出海需求的客户在售卖。在上半年 AI 起步时、年中比尔盖茨访华等时候市场均有过担忧, 预期是充分的, 只不过当前市场环境市场下市场对事件负面影响有些过度放大。

2) 目前市场主要矛盾是 AI 产业趋势是否成立, 而非 AI 市场格局。AI 板块下调核心是市场关注全球究竟是否会出现 AI 爆款应用, 且能看到显著的业绩增厚变现, 因此目前市场非常关注 11 月微软正式开始推广 Copilot 后的销售情况。在部分投资人对 AI 是否是“伪需求”担忧的前提下, 同时担忧微软凭借好用的 AI 功能在国内抢 WPS 的份额, 本身就是自相矛盾的。反而微软 Copilot 在国内出海客户群体售卖的积极情况, 反映了 AI 应用的乐观需求, 对整个 AI 产业是积极信号。

3) WPS 与微软 Copilot 国内潜在客群重叠度低。微软 Copilot 仅预期落地 M365 国际版 (2023 财年在微软中国区占比不到 20%), 世纪互联版 B 端和 C 端暂无无计划。微软国际版 M365 版本主要面向出海需求企业, 如 MNC (跨国公司)、有海外布局的中国企业、跨境贸易的中小企业。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	293.12
一年最低/最高价	234.02/530.50
市净率(倍)	14.29
流通 A 股市值(百万元)	135,339.52
总市值(百万元)	135,339.52

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): 2023 年三季报点评: 信创节奏延后, 还原收入增长积极》

2023-10-26

《金山办公(688111): 业绩坚韧好于预期, 信创/AI 催化在即》

2023-08-24

业等，WPS 基本盘在于党政事业单位、央国企和广大 C 端，双方目前重合度极低。

4) 合规鸿沟难僭越。据产业调研，微软对中国区 AI 大模型未做针对性合规优化，数据跨境合规问题也较棘手，目前公有云场景下备案和广泛应用难度较大。

5) 金山办公在手算力充足。训练层面公司只做小模型、对算力需求不大，推理层面单卡 4090 即可支撑、资源富余，目前 WPS AI 产品仍在以每周 1~2 次的速度快速迭代，预期明年商业化，算力层面目前无须担忧。

■ **盈利预测与投资评级：**WPS 国内市场的天花板取决于 AI 产业的发展而非微软是否入华，我们对国内、国外 AI 应用需求的预期是乐观的。展望 23Q4 和 2024 年，新会员体系、AI、信创都是边际向上的趋势，此时不应悲观。我们维持 2023-2025 年收入预测 45.53/57.70/78.46 亿；2023-2025 年归母净利润预测 12.10/17.14/24.68 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。

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>