

分析师：唐月
 登记编码：S0730512030001
 tangyue@ccnew.com 021-50586737

订阅业务保持良好增势，AI 能力全面深入过程中

——金山办公(688111)三季度报分析

证券研究报告-分析报告(非金融)

增持(维持)

市场数据(2023-11-01)

| | |
|-------------|---------------|
| 收盘价(元) | 283.74 |
| 一年内最高/最低(元) | 517.00/238.90 |
| 沪深 300 指数 | 3,571.03 |
| 市净率(倍) | 13.84 |
| 流通市值(亿元) | 1,310.09 |

发布日期：2023 年 11 月 02 日

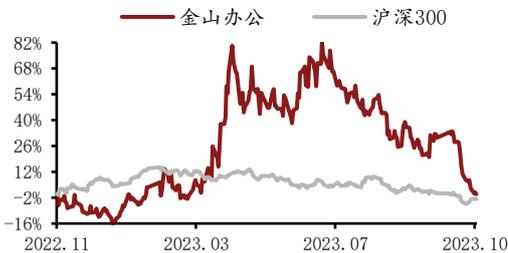
投资要点：

公司发布三季度报：2023 年前三季度收入 32.70 亿元，增速 16.99%；归母净利润 8.93 亿元，增速 9.86%；扣非净利润 8.60 亿元，同比增长 29.85%。

基础数据(2023-09-30)

| | |
|--------------|---------------------|
| 每股净资产(元) | 20.51 |
| 每股经营现金流(元) | 2.03 |
| 毛利率(%) | 85.65 |
| 净资产收益率_摊薄(%) | 9.44 |
| 资产负债率(%) | 25.76 |
| 总股本/流通股(万股) | 46,172.05/46,172.05 |
| B 股/H 股(万股) | 0.00/0.00 |

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源：中原证券，聚源

相关报告

- 《金山办公(688111)公司深度分析：积极拥抱 AI，分享技术变革红利》 2023-04-14
- 《金山办公(688111)公司点评报告：2023 年具备较高的业绩弹性》 2023-02-28
- 《金山办公(688111)季报点评：利润增速有望在 Q4 获得改善》 2022-10-31

联系人：马嶽琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编：200122

- Q3 公司收入 10.98 亿元，金额低于 Q2 的水平，增速 9.40%。分项业务来看，2023Q3 公司两大订阅业务都取得了不错的成绩，但是受到党政信创需求下滑的拖累，Q3 国内机构授权业务同比下滑 42%。Q4 随着学校开学以及政府层面资金的改善，我们认为公司的个人订阅业务和国内机构收取业务都会有改善预期，同时费用增速有望下降。
- 2023 年 4 月份开始公司进行了会员体系的调整，目前业务已经度过调整后的波动期，重回良性增长通道中。会员制的改革打破了原来的业务天花板，让传统的会员增值服务得到进一步的发展。
- AI 作为 2023 年初起公司全面投入的产品方向，目前已经融入到了公司所有产品线的研发和布局中。2023 年 11 月 1 日起，文心一言专业版正式开启商用，成为了国内第一个实现商用的 AI 大模型，也意味着国内的 AI 应用将进入到加速发展的进程中。公司产品的 AI 产品目前还是处于内测和邀请测试的阶段。从产品测试的情况来看，好于公司预期，也有望在 2024 年给公司带来更多积极的影响。
- 维持对公司“增持”的投资评级。随着人工智能技术的重大突破，办公软件将迎来重要的产业变革，公司作为国产办公软件龙头有望迎来新机遇。预计 23-25 年公司 EPS 分别为 3.11 元、4.02 元、5.78 元，按 11 月 1 日收盘价 283.74 元计算，对应 PE 为 91.20 倍、70.67 倍、49.06 倍。

风险提示：国际局势的不确定性；国内在人工智能领域技术发展的不确定性；经济形势对客户需求的影响。

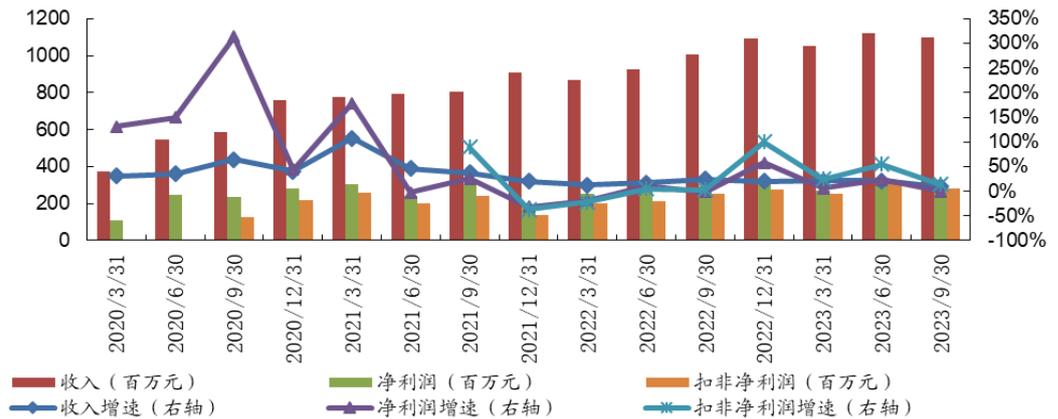
| | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 收入(百万元) | 3,280 | 3,885 | 4,638 | 5,720 | 7,470 |
| 增长比率(%) | 45.07 | 18.44 | 19.38 | 23.34 | 30.58 |
| 净利润(百万元) | 1,041 | 1,118 | 1,436 | 1,854 | 2,670 |
| 增长比率(%) | 18.57 | 7.33 | 28.54 | 29.06 | 44.03 |
| 每股收益(元) | 2.26 | 2.42 | 3.11 | 4.02 | 5.78 |
| 市盈率(倍) | 125.82 | 117.23 | 91.20 | 70.67 | 49.06 |

资料来源：中原证券，携宁，聚源

公司发布三季报：2023 年前三季度收入 32.70 亿元，增速 16.99%；归母净利润 8.93 亿元，增速 9.86%；扣非净利润 8.60 亿元，同比增长 29.85%。

单季度数据来看，Q3 收入增速下滑。Q3 收入 10.98 亿元，金额低于 Q2 的水平，增速 9.40%；归母净利润 2.94 亿元，同比增长 0.18%；扣非净利润 2.84 亿元，同比增长 13.36%。

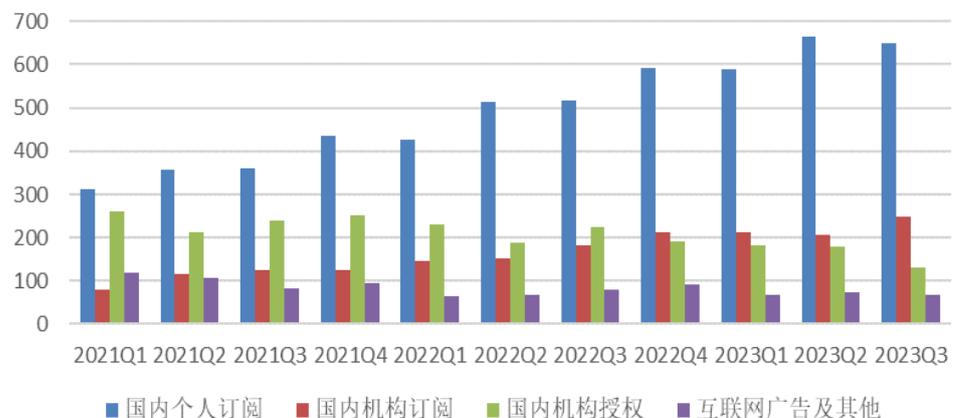
图 1：2019Q3-2023Q3 公司单季度收入、净利润及其增速



资料来源：公司公告，Wind，中原证券

分项业务来看，2023Q3 公司两大订阅业务都取得了不错的成绩。伴随着 4 月 WPS 365 的上线和 2023 年面向 B 端市场推广活动的展开，公司机构订阅业务获得了环比 21%和同比 36%的涨幅。个人订阅业务同比增长 26%，受到了暑假因素影响环比略有下滑。受到党政信创需求下滑的明显拖累，国内机构授权业务实现收入 1.31 亿元，环比下滑 27%，同比下滑 42%。互联网广告及其他业务收入 0.68 亿元，同比、环比也都呈现下降趋势，海外拓展情况整体不及预期。Q4 随着学校开学以及政府层面资金的改善，我们认为公司的个人订阅业务和国内机构收取业务都会有改善预期。

图 2：2021Q1-2023Q3 公司单季度分项业务收入（百万元）



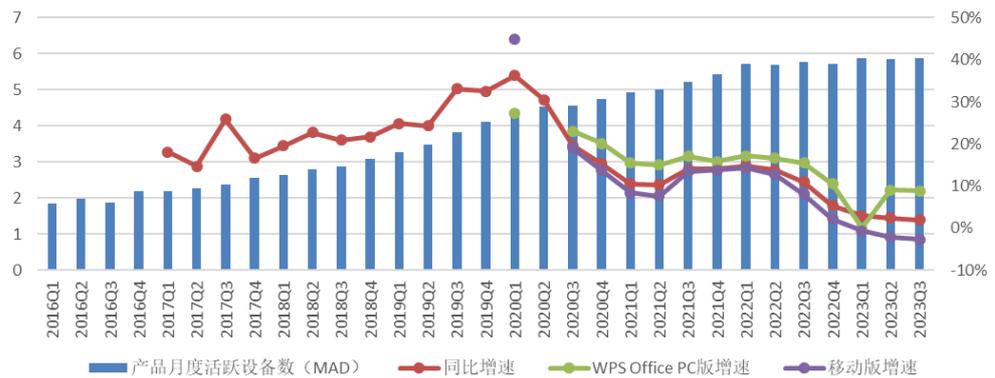
资料来源：公司公告，中原证券

公司个人订阅端用户数据继续呈现增长势头。公司主要产品月度活跃设备数为 5.89 亿，

较上年同期增长 1.90%。其中 WPS Office PC 版月度活跃设备数 2.59 亿，较上年同期增长 8.82%；移动版月度活跃设备数 3.27 亿，同比下滑 2.68%，受到了公司移动端高基数和手机市场销量下滑的影响。

C 端业务方面，2023 年 4 月份开始进行了会员体系的调整，目前业务已经度过了调整后的短期波动，重回良性增长通道中。会员制的改革打破了原来的业务天花板，让传统的会员增值服务得到进一步的发展。

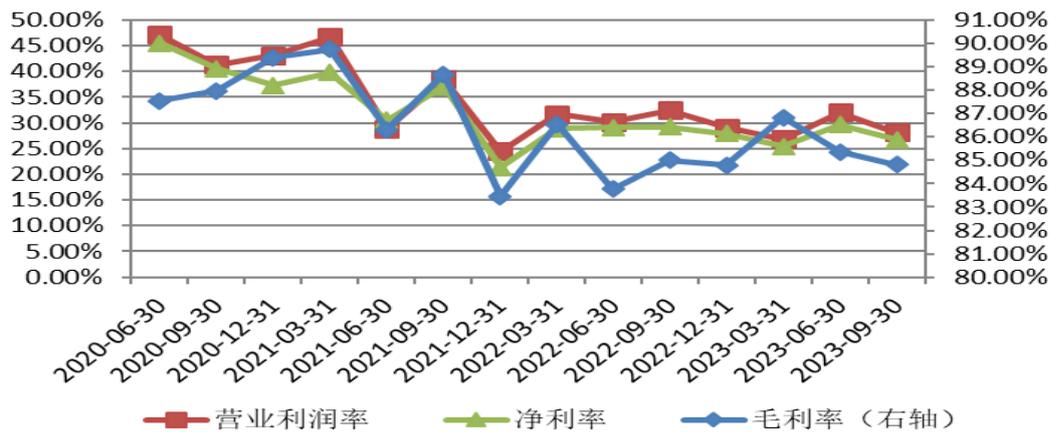
图 3：2016Q1-2023Q3 公司活跃设备数及分终端活跃设备数（亿）



资料来源：公司公告，中原证券

Q3 公司毛利率 84.81%，较上年同期下降 0.20 个百分点，较 Q2 下降了 0.55 个百分点，整体处于比较稳定的水平。

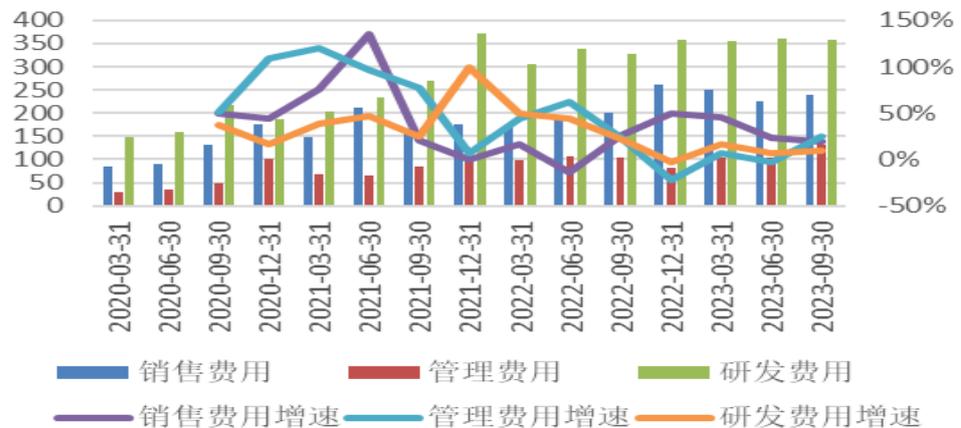
图 4：2020Q2-2023Q3 公司季度盈利能力指标



资料来源：公司公告，中原证券

在费用方面，预计费用增速将从 Q4 开始下降。销售费用、管理费用、研发费用分别同比增长 19%、25%、9%，还有较高的增速。但是从绝对金额来看，销售费用在 2022Q4 见顶，研发费用在 2022Q4 以来一直保持一个稳定的水平，仅有管理费用在增长。考虑到前期人员增长对费用影响已经在报表中得到充分的体现，我们预计 Q4 开始公司在没有大的人员扩张计划的基础上，费用增速有望下降。

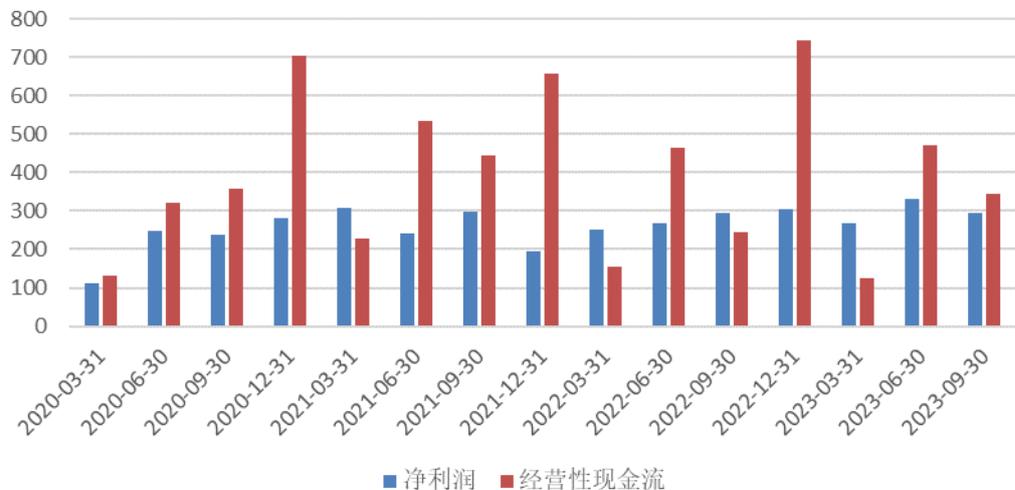
图 5：2020Q1-2023Q3 公司三大费用及其增速（百万元）



资料来源：公司公告，中原证券

Q3 公司现金流情况依然良好。Q3 经营性现金流 3.44 亿元，同比增长 41.21%，同时超过当期净利润 2.94 亿元的规模，前三季度的经营性现金流也超过净利润水平。

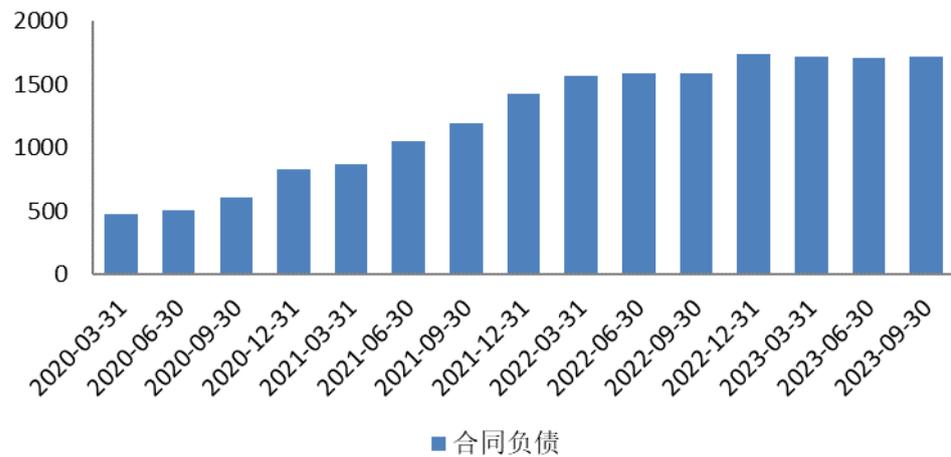
图 6：2020Q1-2023Q3 公司经营性现金流（百万元）



资料来源：公司公告，中原证券

Q3 合同负债 17.11 亿元，继 Q1、Q2 连续两个季度下滑以后，重回上升态势。这也意味着 2023 年信创订单下滑对合同负债的影响已经逐步减弱，公司后续合同负债规模有望继续跟随订阅业务重回上升态势。

图 7：2020Q1-2023Q3 公司合同负债（百万元）



资料来源：公司公告，中原证券

AI 作为 2023 年初起公司全面投入的产品方向，目前已经融入到了公司所有产品线的研发和布局中。从产品的定位来看，公司在 AI 领域对标的是 AI 应用，而并非 AI 大模型的建设与打造。在此基础上，2 季度公司提出了 AI 的三大产品战略，包括：

- (1) 内容创作 AIGC：提升交互式体验和用户创作效率，实现了灵感市集、PPT 生成等功能；
- (2) 智慧助理 Copilot：帮助用户更好应用 WPS 的强大功能，成为办公专家，表格写公式功能取得了较大进展，PPT 美化功能、透视表的操作、图表的操作等功能也在持续研发过程中；
- (3) 知识洞察 Insight：通过用户的私有数据进行计算，探索企业用户 AI 知识库产品，在数据的清洗分析方面还将有更多的功能实现。

目前已经与百度、智谱、阿里、科大讯飞、MIMIMAX 等大模型厂商展开了战略合作，其中在 AIGC 产品的服务方面与百度、阿里、科大讯飞、智谱 4 家签订了完整的服务合作协议，主要利用外部大模型算力提供服务，在 Copilot 和 Insight 产品方面，目前以公司自己搭建的小模型为主，未来有望在 office 底层能力释放方面发挥更大的价值。

2023 年 11 月 1 日起，文心一言专业版正式开启商用，成为了国内第一个实现商用的 AI 大模型，也意味着国内的 AI 应用将进入到加速发展的进程中。公司产品的 AI 产品目前还是处于内测和邀请测试的阶段。从产品测试的情况来看，好于公司预期，也有望在 2024 年给公司带来更多积极的影响。

维持对公司“增持”的投资评级。随着人工智能技术的重大突破，办公软件将迎来重要的产业变革，公司作为国产办公软件龙头有望迎来新机遇。预计 23-25 年公司 EPS 分别为

3.11 元、4.02 元、5.78 元，按 11 月 1 日收盘价 283.74 元计算，对应 PE 为 91.20 倍、70.67 倍、49.06 倍。

风险提示：国际局势的不确定性；国内在人工智能领域技术发展的不确定性；经济形势对客户需求的影

财务报表预测和估值数据汇总

| 资产负债表 (百万元) | | | | | |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 流动资产 | 8,694 | 9,775 | 10,298 | 12,735 | 16,310 |
| 现金 | 1,254 | 7,015 | 7,333 | 9,653 | 12,941 |
| 应收票据及应收账款 | 415 | 500 | 669 | 762 | 1,011 |
| 其他应收款 | 36 | 27 | 56 | 57 | 72 |
| 预付账款 | 26 | 28 | 33 | 52 | 72 |
| 存货 | 2 | 1 | 4 | 6 | 9 |
| 其他流动资产 | 6,961 | 2,204 | 2,204 | 2,205 | 2,205 |
| 非流动资产 | 1,732 | 2,282 | 3,741 | 4,215 | 4,760 |
| 长期投资 | 123 | 444 | 1,114 | 1,474 | 1,924 |
| 固定资产 | 88 | 82 | 56 | 25 | -21 |
| 无形资产 | 118 | 102 | 131 | 154 | 166 |
| 其他非流动资产 | 1,402 | 1,654 | 2,440 | 2,562 | 2,691 |
| 资产总计 | 10,426 | 12,058 | 14,039 | 16,950 | 21,070 |
| 流动负债 | 2,268 | 2,750 | 3,310 | 4,338 | 5,742 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付票据及应付账款 | 212 | 306 | 347 | 604 | 794 |
| 其他流动负债 | 2,056 | 2,444 | 2,963 | 3,734 | 4,948 |
| 非流动负债 | 378 | 509 | 619 | 619 | 619 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 378 | 509 | 619 | 619 | 619 |
| 负债合计 | 2,645 | 3,259 | 3,929 | 4,957 | 6,361 |
| 少数股东权益 | 61 | 74 | 102 | 131 | 177 |
| 股本 | 461 | 461 | 462 | 462 | 462 |
| 资本公积 | 4,748 | 4,942 | 5,120 | 5,120 | 5,120 |
| 留存收益 | 2,515 | 3,310 | 4,410 | 6,264 | 8,934 |
| 归属母公司股东权益 | 7,720 | 8,724 | 10,008 | 11,862 | 14,532 |
| 负债和股东权益 | 10,426 | 12,058 | 14,039 | 16,950 | 21,070 |

| 现金流量表 (百万元) | | | | | |
|----------------|---------------|--------------|---------------|--------------|--------------|
| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 经营活动现金流 | 1,864 | 1,603 | 1,642 | 2,534 | 3,458 |
| 净利润 | 1,069 | 1,131 | 1,464 | 1,883 | 2,717 |
| 折旧摊销 | 96 | 130 | 118 | 143 | 150 |
| 财务费用 | 6 | 10 | 0 | 0 | 0 |
| 投资损失 | -205 | -339 | -324 | -400 | -522 |
| 营运资金变动 | 888 | 607 | 384 | 911 | 1,117 |
| 其他经营现金流 | 11 | 64 | 0 | -3 | -4 |
| 投资活动现金流 | -1,364 | 4,502 | -1,247 | -214 | -170 |
| 资本支出 | -149 | -176 | -256 | -254 | -241 |
| 长期投资 | -1,422 | 4,444 | -670 | -359 | -450 |
| 其他投资现金流 | 207 | 233 | -321 | 400 | 522 |
| 筹资活动现金流 | -247 | -354 | -78 | 0 | 0 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 106 | 194 | 178 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -353 | -549 | -257 | 0 | 0 |
| 现金净增加额 | 251 | 5,762 | 317 | 2,320 | 3,288 |

资料来源：中原证券，携宁，聚源

| 利润表 (百万元) | | | | | |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 营业收入 | 3,280 | 3,885 | 4,638 | 5,720 | 7,470 |
| 营业成本 | 429 | 583 | 719 | 1,030 | 1,494 |
| 营业税金及附加 | 35 | 35 | 46 | 56 | 72 |
| 营业费用 | 695 | 818 | 965 | 1,139 | 1,344 |
| 管理费用 | 326 | 392 | 474 | 512 | 553 |
| 研发费用 | 1,082 | 1,331 | 1,464 | 1,684 | 2,054 |
| 财务费用 | -17 | -13 | 0 | 0 | 0 |
| 资产减值损失 | 0 | -27 | 0 | 0 | 0 |
| 其他收益 | 199 | 173 | 244 | 278 | 378 |
| 公允价值变动收益 | -1 | -30 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 205 | 339 | 324 | 400 | 522 |
| 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 1,121 | 1,197 | 1,537 | 1,976 | 2,852 |
| 营业外收入 | 4 | 2 | 3 | 3 | 4 |
| 营业外支出 | 6 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 利润总额 | 1,119 | 1,198 | 1,539 | 1,979 | 2,855 |
| 所得税 | 50 | 67 | 75 | 96 | 139 |
| 净利润 | 1,069 | 1,131 | 1,464 | 1,883 | 2,717 |
| 少数股东损益 | 28 | 13 | 28 | 29 | 47 |
| 归属母公司净利润 | 1,041 | 1,118 | 1,436 | 1,854 | 2,670 |
| EBITDA | 995 | 1,031 | 1,657 | 2,121 | 3,005 |
| EPS (元) | 2.26 | 2.42 | 3.11 | 4.02 | 5.78 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 (%) | 45.07 | 18.44 | 19.38 | 23.34 | 30.58 |
| 营业利润 (%) | 19.88 | 6.71 | 28.44 | 28.60 | 44.30 |
| 归属母公司净利润 (%) | 18.57 | 7.33 | 28.54 | 29.06 | 44.03 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 (%) | 86.91 | 85.00 | 84.50 | 82.00 | 80.00 |
| 净利率 (%) | 31.74 | 28.77 | 30.97 | 32.41 | 35.75 |
| ROE (%) | 13.49 | 12.81 | 14.35 | 15.63 | 18.37 |
| ROIC (%) | 10.89 | 9.52 | 14.33 | 15.56 | 18.34 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 25.37 | 27.03 | 27.99 | 29.25 | 30.19 |
| 净负债比率 (%) | 34.00 | 37.04 | 38.87 | 41.34 | 43.25 |
| 流动比率 | 3.83 | 3.55 | 3.11 | 2.94 | 2.84 |
| 速动比率 | 3.81 | 3.18 | 2.79 | 2.69 | 2.65 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.35 | 0.35 | 0.36 | 0.37 | 0.39 |
| 应收账款周转率 | 8.10 | 8.55 | 7.99 | 8.06 | 8.49 |
| 应付账款周转率 | 2.44 | 2.25 | 2.20 | 2.17 | 2.14 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益 (最新摊薄) | 2.26 | 2.42 | 3.11 | 4.02 | 5.78 |
| 每股经营现金流 (最新摊薄) | 4.04 | 3.47 | 3.56 | 5.49 | 7.49 |
| 每股净资产 (最新摊薄) | 16.72 | 18.90 | 21.68 | 25.69 | 31.47 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 125.82 | 117.23 | 91.20 | 70.67 | 49.06 |
| P/B | 16.97 | 15.02 | 13.09 | 11.04 | 9.02 |
| EV/EBITDA | 121.58 | 111.60 | 74.70 | 57.25 | 39.32 |

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。