



买入（维持）

所属行业：计算机/软件开发
当前价格(元)：257.33

证券分析师

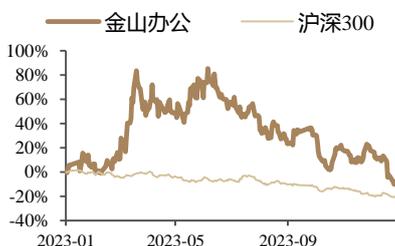
钱劲宇

资格编号：S0120523090002

邮箱：qianjy5@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-24.25	-24.60	-29.32
相对涨幅(%)	-21.71	-16.35	-18.97

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《WPS AI 全面公测，加速国内大模型应用落地进程》，2023.11.22
- 《金山办公（688111.SH）22 年年报点评：C 端 ARPU 显著提升、B 端订阅高增，大模型赋能有望迎估值重塑》，2023.4.7

金山办公发布业绩预告，AI 加持有望维持高增速

投资要点

- 事件：**1月4日，公司发布2023年年度业绩预告的自愿性披露，公司全年营收43.7-47.9亿元，同比增长12.45%-23.41%；归母净利润12.35亿-13.66亿元，同比增长10.55%-22.19%。扣非后归母净利润11.8-13.0亿元，同比增长25.47%-38.68%。
- 经营业绩稳健，未来可期。**2023年公司经营业绩稳健。C端收入在会员体系升级以及AI加持下，个人订阅保持持续稳定上涨。B端机构订阅收入的增长，一定程度抵消了信创授权收入业务下滑的影响。在会员体系优化和AI双重加持下，未来有望实现个人用户粘性的持续提升和组织级用户渗透率走高，预计高景气度还将持续。
- All in AI 拥抱行业节奏，国产替代仍在前行。**2023年，金山发布了WPS AI，接入四大日常办公组件，并接入公司全线产品。产品已在11月开启全面公测，有望快速铺开商业化之路。随着商业化落地，ARPU值有望快速提升。信创部分，2023年节奏虽有所放缓，但国产替代仍势在必行。公司在ToB端转订阅已见成效，有效提高了收入的确定性。随着国产替代的逐步推进，ToB端业绩有望实现高速增长。
- 扩大生态合作，打破创新能力天花板。**公司已与亚马逊云科技、阿里云、科大讯飞、英伟达、小米澎湃、百度智能云等公司实现生态合作。深度锻炼、打磨WPS AI的产品能力，打造出更符合国内用户需求的产品。生态合作弱化了企业级服务的边界，未来将形成完整的企业级服务AI+生态链条，公司有望在行业浪潮中受益。
- 盈利预测及估值：**预计2023-2025年公司收入分别为46/59.3/78.6亿元，归母净利润分别为12.8/17.5/23亿元，对应EPS为2.77/3.79/4.98元。维持“买入”评级。
- 风险提示：**AI产品落地进程不及预期，办公软件市场景气度不及预期，行业竞争加剧。

股票数据

总股本(百万股):	461.72
流通A股(百万股):	461.72
52周内股价区间(元):	251.10-517.00
总市值(百万元):	118,815.26
总资产(百万元):	12,844.69
每股净资产(元):	20.51

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,280	3,885	4,600	5,927	7,855
(+/-)YOY(%)	45.1%	18.4%	18.4%	28.9%	32.5%
净利润(百万元)	1,041	1,118	1,281	1,749	2,301
(+/-)YOY(%)	18.6%	7.3%	14.6%	36.6%	31.6%
全面摊薄EPS(元)	2.26	2.42	2.77	3.79	4.98
毛利率(%)	86.9%	85.0%	85.5%	85.5%	85.6%
净资产收益率(%)	13.5%	12.8%	12.8%	14.9%	16.4%

资料来源：公司年报（2021-2022），德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	2.42	2.77	3.79	4.98
每股净资产	18.90	21.67	25.46	30.44
每股经营现金流	3.47	3.25	4.65	5.86
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	109.28	92.76	67.92	51.63
P/B	14.00	11.88	10.11	8.45
P/S	30.55	25.80	20.02	15.11
EV/EBITDA	134.42	106.38	85.30	63.42
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	85.0%	85.5%	85.5%	85.6%
净利润率	28.8%	27.8%	29.5%	29.3%
净资产收益率	12.8%	12.8%	14.9%	16.4%
资产回报率	9.3%	9.2%	10.5%	11.4%
投资回报率	7.7%	8.6%	9.3%	10.3%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	18.4%	18.4%	28.9%	32.5%
EBIT 增长率	1.8%	27.9%	27.3%	32.2%
净利润增长率	7.3%	14.6%	36.6%	31.6%
偿债能力指标				
资产负债率	27.0%	27.7%	28.5%	29.4%
流动比率	3.6	3.4	3.3	3.2
速动比率	3.5	3.4	3.3	3.2
现金比率	2.6	2.6	2.6	2.6
经营效率指标				
应收帐款周转天数	46.7	52.2	48.2	49.1
存货周转天数	0.7	1.5	1.4	1.2
总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4
固定资产周转率	47.1	41.9	47.1	56.7

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,118	1,281	1,749	2,301
少数股东损益	13	21	32	35
非现金支出	156	107	82	88
非经营收益	-291	-328	-437	-608
营运资金变动	607	418	720	888
经营活动现金流	1,603	1,499	2,145	2,704
资产	-176	-209	-177	-186
投资	4,444	0	0	0
其他	233	328	437	608
投资活动现金流	4,502	119	260	422
债权募资	0	0	0	0
股权募资	10	0	0	0
其他	-364	0	0	0
融资活动现金流	-354	0	0	0
现金净流量	5,762	1,618	2,405	3,126

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 1 月 12 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3,885	4,600	5,927	7,855
营业成本	583	668	857	1,129
毛利率%	85.0%	85.5%	85.5%	85.6%
营业税金及附加	35	46	58	75
营业税金率%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	818	980	1,256	1,664
营业费用率%	21.1%	21.3%	21.2%	21.2%
管理费用	392	460	593	788
管理费用率%	10.1%	10.0%	10.0%	10.0%
研发费用	1,331	1,518	1,980	2,636
研发费用率%	34.3%	33.0%	33.4%	33.6%
EBIT	726	929	1,182	1,563
财务费用	-13	0	0	0
财务费用率%	-0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-27	0	0	0
投资收益	339	328	437	608
营业利润	1,197	1,372	1,876	2,467
营业外收支	2	0	0	0
利润总额	1,198	1,372	1,876	2,467
EBITDA	856	1,036	1,264	1,650
所得税	67	70	95	130
有效所得税率%	5.6%	5.1%	5.1%	5.3%
少数股东损益	13	21	32	35
归属母公司所有者净利润	1,118	1,281	1,749	2,301

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	7,015	8,633	11,038	14,164
应收账款及应收票据	500	658	783	1,056
存货	1	3	3	4
其它流动资产	2,258	2,290	2,308	2,336
流动资产合计	9,775	11,584	14,133	17,560
长期股权投资	444	444	444	444
固定资产	82	110	126	139
在建工程	121	161	214	286
无形资产	102	136	162	177
非流动资产合计	2,282	2,384	2,480	2,578
资产总计	12,058	13,968	16,613	20,138
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	306	339	437	581
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	2,444	3,020	3,786	4,830
流动负债合计	2,750	3,359	4,222	5,411
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	509	509	509	509
非流动负债合计	509	509	509	509
负债总计	3,259	3,868	4,732	5,920
实收资本	462	462	462	462
普通股股东权益	8,724	10,005	11,755	14,056
少数股东权益	74	95	126	162
负债和所有者权益合计	12,058	13,968	16,613	20,138

信息披露

分析师与研究助理简介

钱劲宇：德邦证券计算机行业首席分析师，哥伦比亚硕士，曾就职于华福证券、国泰君安，对 AI、网安、云计算等有深度的研究。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1.投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2.市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	类别	评级	说明
股票投资评级		买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
行业投资评级		优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不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。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。