

2024年2月28日

何利超

H70529@capital.com.tw

目标价(元)

310

金山办公 (688111.SH)

Buy 买进

全年业绩略高于预期中值，关注“办公+AI”商用进展

公司基本资讯

产业别	计算机		
A 股价(2024/2/27)	261.40		
上证指数(2024/2/27)	3015.48		
股价 12 个月高/低	529.63/198.5		
总发行股数(百万)	461.82		
A 股数(百万)	461.82		
A 市值(亿元)	1207.19		
主要股东	Kingsoft WPS Corporation Limited(51.63%)		
每股净值(元)	21.55		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	15.0	-13.1	-6.8

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2022-09-22	340.88	区间操作
2022-03-23	325.40	区间操作
2023-02-27	288.71	买进

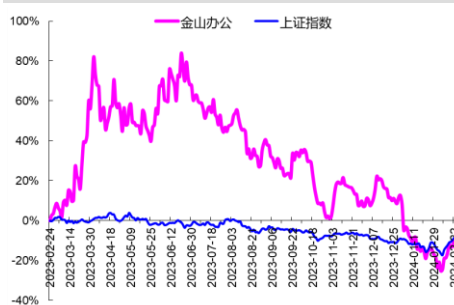
产品组合

办公服务订阅	52.78%
国内机构订阅及服务	17.82%
国内机构授权业务	21.51%
互联网广告推广服务	7.89%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	17.5%
一般法人	54.1%

股价相对大盘走势



事件:

公司发布2023年业绩快报，2023全年营业收入45.56亿元，YOY+17.27%；归母净利润13.19亿元，YOY+18.03%；扣非后净利润12.64亿元，YOY+34.58%。营收和归母净利润均处于此前预告的中值偏上，扣非后净利润接近此前预告上限，维持“买进”评级。

■ **Q4维持较高增长态势，订阅业务仍是前进主力：**单看Q4，公司营收12.86亿元，YOY+18%；归母净利润4.26亿元，YOY+40%。全年来看，人订阅业务收入双双上涨，抵消了机构授权业务（信创业务）和互联网广告业务调整带来的影响，推动公司整体业绩持续增长：1. 个人办公订阅业务通过提供权益丰富结构灵活的会员体系，不断提升个人用户付费转化与客单价，带动报告期内实现收入约26.53亿元，同比增长约29.42%；2. 国内机构订阅业务部分，在产品和服务双优化的趋势下，有效提升政企客户数智能化办公体验，报告期内实现收入约9.57亿元，同比增长约38.36%；3. 受信创产业调整的影响，报告期内国内机构授权业务实现收入约6.55亿元，同比减少约21.60%；4. 公司主动收缩并进而关停国内广告业务，海外业务则持续增长，报告期内互联网广告推广服务及其他业务实现收入约2.88亿元，同比减少约6.05%。我们认为随着订阅业务持续发力、信创业务企稳回升，公司未来营收增长具备充足动力。

■ **金山办公长期推进相关研发、积极拥抱AI新时代：**2023年公司持续投入AI相关领域研发，不断增强AI竞争力，旗下WPSAI于四季度正式开启公测，锚定AIGC内容创作、Copilot智慧助手、Insight知识洞察三大战略方向，全面对标Microsoft 365 Copilot。已接入WPS文字、演示、表格、PDF、金山文档等产品线，解决用户在内容生成、内容理解、指令操作等方面的日常办公难题、提升工作效率、进一步赋能智能办公新场景，为用户开启智能办公新体验。我们认为WPS+GPT的未来模式有望打开新的成长空间，一方面更简单智能的办公模式将带来用户群体扩充，另一方面GPT智能办公有望吸引免费用户加快转付费，付费渗透率和ARPU有望双向提升。同时全产品线+GPT将有可能催生更多新产品的可能，类似微软的Business Chat类型的AI办公助理或将是公司未来潜在布局的新产品选择之一。未来公司将进一步加大AI领域的投入，推出更多创新性的AI能力，不断拓展AI技术的应用场景，并加快商业化进程，为公司业绩增长注入新动力。

■ **微软GPT赋能OFFICE带来办公领域全新变革，未来WPS+AI有望打开新空间：**Microsoft 365 Copilot将全产品线接入GPT，开启新一轮办公领域革命，震撼全球。文档作为用户创作内容的主要载体之一，此次AI技术革命有望加速办公软件从“效率工具”到“生产工具”的变革，极大提升组织和个人用户的工作效率。考虑到中国目前禁止使用国外AI相关软件，AI革命将为国产软件开辟更大的商业空间。金山办公近年来持续跟进AI方向，在NLP、CV等领域均有技术落地，并探索WPS智能写作、PPT文稿智能美化等AIGC功能，未来有望跟进WPS+GPT模式，在中文语境下引领国产办公领域革命。

■ **盈利预期：**我们预计公司2023-2025年净利润分别为13.16亿/17.86亿/24.06亿元，YOY分别为+17.73%/+35.76%/+34.69%；EPS分别为2.85/3.87/5.21元，当前股价对应A股2023-2025年P/E为92/68/50倍，维持“买进”建议。

■ **风险提示：**1、信创订单不及预期；2、“AI+办公”商用化进展不及预期；3、付费转化率不及预期。

年度截止 12 月 31 日		2021	2022	2023E	2024E	2025E
纯利(Net profit)	RMB 百万元	1041	1117	1316	1786	2406
同比增减	%	18.57%	7.33%	17.73%	35.76%	34.69%
每股盈余(EPS)	RMB 元	2.26	2.42	2.85	3.87	5.21
同比增减	%	18.57%	7.09%	17.87%	35.76%	34.69%
A 股市盈率(P/E)	X	116	108	92	68	50
股利(DPS)	RMB 元	0.60	0.70	0.80	0.90	1.00
股息率(Yield)	%	0.18%	0.26%	0.30%	0.34%	0.37%

【投资评等说明】

评等定义

强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 \geq 35%
买进 (Buy)	15% \leq 潜在上涨空间 < 35%
区间操作 (Trading Buy)	5% \leq 潜在上涨空间 < 15%
无法由基本面给予投资评等	
中立 (Neutral)	预期近期股价将处于盘整
	建议降低持股

附一：合并损益表

百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	3280	3885	4557	6140	9292
经营成本	429	583	610	740	1124
营业税金及附加	35	35	46	61	93
销售费用	695	818	957	1259	1886
管理费用	1408	1723	2142	2855	4321
财务费用	(17)	(13)	(23)	(31)	(46)
资产减值损失	(0)	(27)	0	0	0
投资收益	(1)	(30)	50	50	50
营业利润	1121	1197	1395	1896	2554
营业外收入	4	2	4	4	4
营业外支出	6	1	1	1	1
利润总额	1119	1198	1398	1899	2557
所得税	50	67	56	76	102
少数股东权益	28	13	27	36	49
归属于母公司所有者的净利润	1041	1118	1316	1786	2406

附二：合并资产负债表

百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1254	7015	8149	9871	12759
应收帐款	412	497	729	982	1487
存货	2	1	3	3	4
流动资产合计	8694	9775	8841	11911	18026
长期股权投资	123	444	500	600	600
固定资产合计	88	82	90	90	90
在建工程	0	121	100	100	100
非流动资产合计	1732	2282	2300	2500	2500
资产总计	10426	12058	11141	14411	20526
流动负债合计	2268	2750	1413	1903	2880
非流动负债合计	378	509	(184)	1082	4183
负债合计	2645	3259	1229	2986	7063
少数股东权益	61	74	101	137	186
股东权益合计	7780	8798	9913	11426	13463
负债及股东权益合计	10426	12058	11141	14411	20526

附三：合并现金流量表

百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动产生的现金流量净额	1864	1603	1686	2272	3438
投资活动产生的现金流量净额	(1364)	4502	(400)	(400)	(400)
筹资活动产生的现金流量净额	(247)	(354)	(150)	(150)	(150)
现金及现金等价物净增加额	251	5761	1136	1722	2888

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。