

金山办公 (688111)

2023 年业绩快报点评: 符合预期, AI 商业化在即, 边际上行在望

2024 年 02 月 28 日

买入 (维持)

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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	3,280	3,885	4,556	5,710	7,745
同比	45.07%	18.44%	17.27%	25.33%	35.63%
归母净利润 (百万元)	1,041	1,118	1,319	1,700	2,438
同比	18.57%	7.33%	18.03%	28.88%	43.39%
EPS-最新摊薄 (元/股)	2.26	2.42	2.86	3.68	5.28
P/E (现价&最新摊薄)	115.91	108.00	91.50	71.00	49.51

关键词: #新产品、新技术、新客户

投资要点

■ 公司发布 2023 年业绩快报, 符合预期: 1) 收入: 2023 年收入 45.56 亿 (yoy+17.27%), 预告区间 yoy+12.45%~23.41%, 23Q4 收入 12.84 亿 (yoy+17.9%), 预告区间 yoy+1%~40%, 略低于中值、符合预期; 2) 归母净利润: 2023 年归母净利润 13.19 亿 (yoy+18.03%), 预告区间 yoy+10.55%~22.19%; 23Q4 归母净利润 4.26 亿 (yoy+40%), 预告区间 yoy+12.5%~56.9%, 高于中值、符合预期。3) 订阅类收入: 2023 年合计 36.1 亿 (yoy+31.66%), 订阅类收入占比达 79.24%。

■ 双订阅收入高速增长, AI 商业化在即, 2024 年边际上行在望。

1) C 端订阅: 2023 年 C 端订阅收入 26.53 亿 (yoy+29.42%), 符合预期, 其中 23Q4 收入 7.51 亿历史新高 (yoy+26.62%), 在 22Q4 较高基数上表现良好, 相比 23Q3 增加 1.01 亿 (环比+15.54%), 此前我们分析历史 Q3 均平淡、Q4 韧性十足, 符合预期。2023 年 5 月公司进行会员体系升级, 考虑到代金券等过渡期优惠措施, 我们认为 2024 年起提价效果会逐步显现; 再考虑 2024Q1 WPS AI 即将商业化落地, 我们预计 C 端将继续实现高速增长。

2) B 端订阅: 2023 年 B 端订阅收入 9.57 亿 (yoy+38.36%), 符合预期, 其中 23Q4 收入 2.9 亿历史新高 (yoy+36.89%), 相比 23Q3 增加 0.41 亿 (环比+16.47%)。报告期内 WPS 365 全面云化推进顺利, 产品+服务持续带动订阅收入高速增长, 预计 2024 年高速增长延续。

3) 机构授权: 2023 年授权收入 6.55 亿 (yoy-21.6%), 其中 23Q4 收入 1.63 亿 (yoy-14.66%), 增速降幅缩窄, Q4 收入较 Q3 增加 0.32 亿。我们认为 2024 年起信创有望逐步恢复推进, 带动业务边际上行。

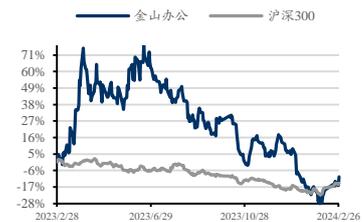
4) 海外及广告: 2023 年全年收入 2.88 亿 (yoy-6.05%), 其中 Q4 收入较 Q3 增加 0.12 亿, 我们判断是广告收入下降的同时海外业务在快速增长。2024 年公司预计广告业务收入清零, 我们预计海外业务将持续高增长。

■ 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下市场对事件负面影响有些过度放大。

2) 目前市场主要关注点是 AI 产业的兑现节奏, 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

股价走势



市场数据

收盘价(元)	261.40
一年最低/最高价	198.50/530.50
市净率(倍)	12.75
流通 A 股市值(百万元)	120,719.03
总市值(百万元)	120,719.03

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)	461.82
流通 A 股(百万股)	461.82

相关研究

《金山办公(688111): 跟踪点评: 边际上行在望, 此时不应悲观》

2023-10-30

《金山办公(688111): 2023 年三季度报点评: 信创节奏延后, 还原收入增长积极》

2023-10-26

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。

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，算力层面目前无须担忧。

■ **盈利预测与投资评级：**2023 年公司业绩符合预期，我们对国内、国外 AI 应用需求的预期是乐观的。展望 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。根据数据更新我们微调 2023-2025 年收入预测至 45.56/57.10/77.45 亿（原预测 45.53/57.70/78.46 亿）；2023-2025 年归母净利润预测至 13.19/17.00/24.38 亿（原预测 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	11,051	13,147	16,594	营业总收入	3,885	4,556	5,710	7,745
货币资金及交易性金融资产	8,208	9,292	11,272	14,407	营业成本(含金融类)	583	729	810	982
经营性应收款项	528	690	802	1,095	税金及附加	35	45	56	74
存货	1	3	3	3	销售费用	818	957	1,113	1,471
合同资产	2	2	3	4	管理费用	392	433	514	658
其他流动资产	1,037	1,065	1,067	1,085	研发费用	1,331	1,481	1,799	2,401
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	182	183	232
固定资产及使用权资产	189	199	215	200	投资净收益	339	316	221	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	1,410	1,821	2,611
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	13,749	16,142	19,899	利润总额	1,198	1,412	1,823	2,613
流动负债	2,750	3,406	4,068	5,350	减:所得税	67	72	92	137
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	1,340	1,731	2,475
经营性应付款项	306	370	413	505	减:少数股东损益	13	21	31	37
合同负债	1,731	2,050	2,627	3,640	归属母公司净利润	1,118	1,319	1,700	2,438
其他流动负债	647	950	993	1,169	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.42	2.86	3.68	5.28
非流动负债	509	502	502	502	EBIT	901	1,412	1,823	2,613
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,031	1,531	1,966	2,762
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	85.00	84.01	85.81	87.32
租赁负债	69	69	69	69	归母净利率(%)	28.77	28.95	29.77	31.48
其他非流动负债	440	433	433	433	收入增长率(%)	18.44	17.27	25.33	35.63
负债合计	3,259	3,908	4,570	5,852	归母净利润增长率(%)	7.33	18.03	28.88	43.39
归属母公司股东权益	8,724	9,746	11,446	13,884					
少数股东权益	74	95	126	164					
所有者权益合计	8,798	9,841	11,572	14,047					
负债和股东权益	12,058	13,749	16,142	19,899					

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	1,632	2,197	3,372	每股净资产(元)	18.92	21.11	24.79	30.07
投资活动现金流	4,502	(204)	(216)	(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	14.20	16.01	19.17
现金净增加额	5,762	1,084	1,980	3,134	ROE-摊薄(%)	12.81	13.53	14.85	17.56
折旧和摊销	130	118	143	150	资产负债率(%)	27.03	28.43	28.31	29.41
资本开支	(176)	(256)	(254)	(243)	P/E(现价&最新股本摊薄)	108.00	91.50	71.00	49.51
营运资本变动	607	494	547	969	P/B(现价)	13.82	12.38	10.54	8.69

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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，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），北交所基准指数为北证 50 指数），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>