



金山办公 (688111.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

AI+双订阅增速超预期，引领新质生产力在办公领域落地

业绩简评

2024年3月20日，公司发布2023年报，全年营业收入45.56亿元，同比增长17%；毛利率为85.3%，同比微增0.3pct；归母净利润13.18亿元，同比增长18%；扣非归母净利润12.62亿元，同比增长34%；报告期内，公司持续保持稳健的经营态势，“多屏、云、内容、协作、AI”战略推进顺利，持续投入协作和AI领域研发，通过技术创新、产品迭代、性能提升等举措，不断增强产品竞争力，进一步夯实了公司的竞争壁垒，实现新质生产力在办公领域的切实落地。

单Q4公司经营业绩回暖明显，营业收入12.86亿元，同比增长17.99%；环比Q3增长加速8.59pct；归母净利润为4.245亿元，同比增长39.44%，环比Q3大幅增长。

经营分析

分业务而言，23年公司WPS会员体系升级赋能个人订阅增长，WPS AI开启公测并加快商业化落地。报告期内，国内个人办公服务订阅业务收入265,335万元，同比增长29.42%，公司累计年度付费个人用户数达到3,549万，同比增长18.43%；国内机构订阅及服务业务收入95,743万元，同比增长38.36%，报告期内，公司面向组织级客户全新升级办公新质生产力平台WPS 365，提供内容创作、办公协作、开放生态及数字资产管理等能力；截至2023年末，公司WPS 365已服务17,000余家头部政企客户；在公有云服务领域，借助全新WPS 365，企业用户活跃规模及付费粘性持续提升。国内机构授权业务收入65,515万元，同比减少21.60%，主要是由于23年信创业务进展缓慢所致；互联网广告推广及其他业务收入28,792万元，同比减少6.05%，主要是由于公司23年12月开始关闭商业广告业务，海外业务正常推进。

盈利预测、估值与评级

参考公司2023年年报，结合公司WPS AI持续推进的商业化落地节奏，我们预测公司2024-2026年归母净利润分别为18.34亿元/23.00亿元/29.78亿元，对应PE为83.69x/66.73x/51.54x，维持“买入”评级。

风险提示

协同办公市场竞争加剧，双订阅转型不及预期，WPS AI商业化进展不及预期。

计算机组

分析师：孟灿 (执业S1130522050001)

mengcan@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：332.32元

相关报告：

- 《金山办公公司点评：订阅业务快速增长，AI赋能扬帆起航》，2023.4.20
- 《金山办公公司点评：C端基本盘稳健，B端订阅业务放量》，2023.3.22



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,885	4,556	5,669	7,435	9,676
营业收入增长率	18.44%	17.27%	24.44%	31.14%	30.14%
归母净利润(百万元)	1,118	1,318	1,834	2,300	2,978
归母净利润增长率	7.33%	17.92%	39.16%	25.42%	29.47%
摊薄每股收益(元)	2.423	2.854	3.971	4.980	6.448
每股经营性现金流净额	3.48	4.46	3.87	6.67	8.68
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.81%	13.25%	16.23%	17.42%	18.86%
P/E	109.16	110.79	83.69	66.73	51.54
P/B	13.98	14.67	13.58	11.62	9.72

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	3,280	3,885	4,556	5,669	7,435	9,676
增长率	45.1%	18.4%	17.3%	24.4%	31.1%	30.1%
主营业务成本	-429	-583	-670	-660	-818	-968
%销售收入	13.1%	15.0%	14.7%	11.7%	11.0%	10.0%
毛利	2,851	3,302	3,886	5,009	6,617	8,708
%销售收入	86.9%	85.0%	85.3%	88.4%	89.0%	90.0%
营业税金及附加	-35	-35	-37	-61	-80	-104
%销售收入	1.1%	0.9%	0.8%	1.1%	1.1%	1.1%
销售费用	-695	-818	-967	-1,134	-1,487	-1,935
%销售收入	21.2%	21.1%	21.2%	20.0%	20.0%	20.0%
管理费用	-326	-392	-444	-557	-729	-929
%销售收入	9.9%	10.1%	9.8%	9.8%	9.8%	9.6%
研发费用	-1,082	-1,331	-1,472	-1,845	-2,454	-3,193
%销售收入	33.0%	34.3%	32.3%	32.6%	33.0%	33.0%
息税前利润 (EBIT)	713	726	965	1,412	1,868	2,548
%销售收入	21.7%	18.7%	21.2%	24.9%	25.1%	26.3%
财务费用	17	13	95	77	104	135
%销售收入	-0.5%	-0.3%	-2.1%	-1.4%	-1.4%	-1.4%
资产减值损失	-12	-25	-23	-22	-15	-12
公允价值变动收益	-1	-30	-3	4	4	4
投资收益	205	339	219	280	280	280
%税前利润	18.3%	28.3%	15.8%	14.2%	11.4%	8.8%
营业利润	1,121	1,197	1,401	1,972	2,462	3,176
营业利润率	34.2%	30.8%	30.7%	34.8%	33.1%	32.8%
营业外收支	-3	2	-11	4	4	4
税前利润	1,119	1,198	1,390	1,976	2,466	3,180
利润率	34.1%	30.8%	30.5%	34.8%	33.2%	32.9%
所得税	-50	-67	-75	-99	-123	-159
所得税率	4.4%	5.6%	5.4%	5.0%	5.0%	5.0%
净利润	1,069	1,131	1,314	1,877	2,343	3,021
少数股东损益	28	13	-3	43	43	43
归属于母公司的净利润	1,041	1,118	1,318	1,834	2,300	2,978
净利率	31.7%	28.8%	28.9%	32.3%	30.9%	30.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,069	1,131	1,314	1,877	2,343	3,021
少数股东损益	28	13	-3	43	43	43
非现金支出	107	156	148	142	211	240
非经营收益	-200	-291	-212	-280	-285	-285
营运资金变动	888	607	807	50	813	1,032
经营活动现金净流	1,864	1,603	2,058	1,788	3,082	4,008
资本开支	-149	-176	-166	1,627	-131	-132
投资	-1,422	4,444	-5,171	-200	-210	-210
其他	207	233	127	280	280	280
投资活动现金净流	-1,364	4,502	-5,210	1,707	-61	-62
股权募资	0	10	22	-94	0	0
债权募资	0	0	0	-287	0	0
其他	-247	-364	-406	-396	-396	-396
筹资活动现金净流	-247	-354	-385	-776	-396	-396
现金净流量	251	5,762	-3,539	2,719	2,625	3,550

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,254	7,015	3,478	6,183	8,792	12,326
应收款项	451	527	619	699	888	1,102
存货	2	1	1	2	3	3
其他流动资产	6,986	2,231	6,049	5,265	5,423	5,569
流动资产	8,694	9,775	10,147	12,149	15,106	19,000
%总资产	83.4%	81.1%	72.6%	78.6%	81.9%	85.1%
长期投资	168	491	1,136	1,191	1,256	1,321
固定资产	88	203	317	467	394	291
%总资产	0.8%	1.7%	2.3%	3.0%	2.1%	1.3%
无形资产	315	315	318	339	355	371
非流动资产	1,732	2,282	3,827	3,309	3,332	3,324
%总资产	16.6%	18.9%	27.4%	21.4%	18.1%	14.9%
资产总计	10,426	12,058	13,974	15,458	18,438	22,325
短期借款	40	66	37	90	90	90
应付款项	303	404	557	413	507	600
其他流动负债	1,925	2,281	2,560	3,088	4,019	5,180
流动负债	2,268	2,750	3,154	3,591	4,616	5,870
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	378	509	801	456	460	463
负债	2,645	3,259	3,954	4,047	5,076	6,333
普通股股东权益	7,720	8,724	9,949	11,297	13,206	15,792
其中：股本	461	461	462	462	462	462
未分配利润	2,408	3,157	4,093	5,534	7,442	10,027
少数股东权益	61	74	71	114	157	200
负债股东权益合计	10,426	12,058	13,974	15,458	18,438	22,325

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	2.259	2.423	2.854	3.971	4.980	6.448
每股净资产	16.745	18.916	21.547	24.463	28.595	34.195
每股经营现金净流	4.044	3.475	4.456	3.872	6.675	8.681
每股股利	0.700	0.730	0.880	0.850	0.850	0.850
回报率						
净资产收益率	13.49%	12.81%	13.25%	16.23%	17.42%	18.86%
总资产收益率	9.99%	9.27%	9.43%	11.86%	12.47%	13.34%
投入资本收益率	8.69%	7.71%	9.04%	11.62%	13.15%	15.01%
增长率						
主营业务收入增长率	45.07%	18.44%	17.27%	24.44%	31.14%	30.14%
EBIT增长率	28.76%	1.83%	32.93%	46.28%	32.36%	36.36%
净利润增长率	18.57%	7.33%	17.92%	39.16%	25.42%	29.47%
总资产增长率	22.49%	15.65%	15.89%	10.62%	19.28%	21.08%
资产管理能力						
应收账款周转天数	45.0	42.7	42.6	43.0	42.0	40.0
存货周转天数	1.5	1.1	0.7	1.6	1.5	1.4
应付账款周转天数	149.9	162.3	207.0	170.0	165.0	160.0
固定资产周转天数	9.8	7.7	5.5	10.9	2.2	-4.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-104.83%	-92.54%	-60.00%	-77.23%	-86.61%	-95.40%
EBIT利息保障倍数	-41.5	-55.9	-10.2	-18.2	-18.0	-18.8
资产负债率	25.37%	27.03%	28.30%	26.18%	27.53%	28.37%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	9	13	27	91
增持	1	4	5	10	1
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.31	1.28	1.27	1.03

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-02-21	买入	282.29	346.75~346.75
2	2023-02-25	买入	281.07	N/A
3	2023-03-22	买入	339.30	N/A
4	2023-04-20	买入	443.00	N/A

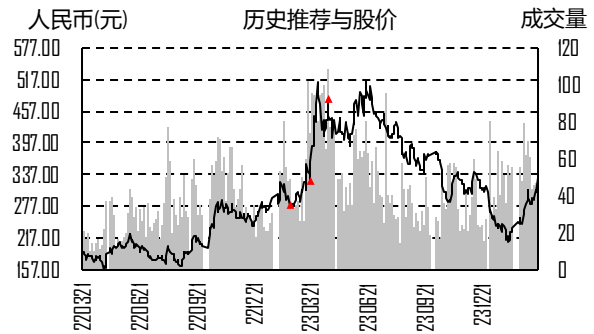
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究