

688111.SH

买入

原评级：买入

市场价格：人民币 332.32

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	9.5	35.8	6.1	(3.4)
相对上证综指	5.6	30.5	0.0	1.4

发行股数(百万)	461.82
流通股(百万)	461.82
总市值(人民币 百万)	153,471.11
3个月日均交易额(人民币 百万)	1,129.56
主要股东	
金山办公应用软件开发有限公司	51.63

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以2024年3月20日收市价为标准

相关研究报告

《金山办公》20231026
《金山办公》20230823
《金山办公》20230701

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

计算机：软件开发

证券分析师：杨思睿

(8610)66229321

sirui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518090001

联系人：刘桐彤

(8610)83949543

tongtong.liu@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300122030039

金山办公

新质生产力平台拓客成效显著，AI能力加速落地

近期，公司发布2023年年报，全年实现营业收入45.6亿元(同比+17.3%)，归母净利润13.2亿元(同比+17.9%)，扣非后归母净利润12.6亿元(同比+34.5%)。公司新质生产力平台拓客成效显著，带动机构订阅高速增长。维持买入评级。

支撑评级的要点

- **付费率与客单价双驱动，AI能力有望加速落地。**23年公司国内个人订阅业务收入26.5亿元(同比+29.4%)，在国内手机和PC出货量趋于稳定的情况下，公司通过持续优化用户体验并对会员体系进行升级，带动个人用户付费转化率及客单价提升。公司发布了基于大语言模型的智能办公应用WPS AI，可实现自动生成内容、分析并提炼长文重点信息等功能，用户体验进一步提升，WPS AI在办公场景落地进程有望加快。
- **新质生产力平台拓客成效显著。**23年公司国内机构订阅及服务业务收入9.6亿元(同比+38.4%)。一方面，受益于政企用户降本增效、数字化转型需求增加，另一方面，公司加强对产品和服务的优化，客户订单加速转化。公司面向组织级客户提供办公新质生产力平台WPS 365，截至2023年末，公司WPS 365已服务17,000余家头部政企客户，如上交所、中信建投等。未来政企客户数的加快覆盖有望带动订阅收入高速增长。
- **授权业务同比下滑系信创订单减少，24年信创节奏有望恢复。**23年国内机构授权收入6.6亿元(同比-21.6%)，主要系信创采购订单减少。2024年3月，财政部发布《关于2023年中央和地方预算执行情况与2024年中央和地方预算草案的报告》，将下发近5000亿元科技经费用于突破核心技术、推动高水平科技自立自强，24年信创业务有望恢复。公司继续优化用户体验，主动收缩互联网广告业务体量，23年收入同比减少6.1%。

估值

- 预计24-26年归母净利润为16.9、23.4和29.1亿元(考虑到公司23年授权业务受信创的基数影响以及AI的研发投入，下修24、25年归母净利润9%-13%)，EPS为3.66、5.07和6.31元，对应PE分别为91X、66X和53X。公司新质生产力平台拓客成效显著，带动机构订阅业务高速增长，维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 政企客户拓展不及预期；信创采购节奏不及预期；技术研发不及预期。

投资摘要

年结日：12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营收入(人民币 百万)	3,885	4,556	5,657	7,122	8,991
增长率(%)	18.4	17.3	24.2	25.9	26.2
EBITDA(人民币 百万)	831	1,066	1,560	2,225	2,778
归母净利润(人民币 百万)	1,118	1,318	1,688	2,341	2,914
增长率(%)	7.3	17.9	28.1	38.7	24.5
最新股本摊薄每股收益(人民币)	2.42	2.85	3.66	5.07	6.31
原先预测摊薄每股收益(人民币)			4.19	5.55	
调整幅度(%)			(12.6)	(8.6)	
市盈率(倍)	137.3	116.5	90.9	65.6	52.7
市净率(倍)	17.6	15.4	13.2	11.0	9.1
EV/EBITDA(倍)	135.5	127.9	90.5	62.3	48.5
每股股息(人民币)	0.7	0.0	0.0	0.0	0.0
股息率(%)	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0

资料来源：公司公告，中银证券预测

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	3,885	4,556	5,657	7,122	8,991
营业收入	3,885	4,556	5,657	7,122	8,991
营业成本	583	670	790	933	1,147
营业税金及附加	35	37	46	58	73
销售费用	818	967	1,187	1,424	1,798
管理费用	392	444	537	684	863
研发费用	1,331	1,472	1,697	1,966	2,482
财务费用	(13)	(95)	(76)	(118)	(163)
其他收益	173	142	142	142	142
资产减值损失	(27)	(7)	(10)	(11)	(15)
信用减值损失	2	(16)	(18)	(19)	(20)
资产处置收益	0	5	5	5	5
公允价值变动收益	(30)	(3)	0	0	0
投资收益	339	219	219	219	219
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	1,197	1,401	1,814	2,511	3,123
营业外收入	2	1	1	1	1
营业外支出	1	12	12	12	12
利润总额	1,198	1,390	1,803	2,500	3,112
所得税	67	75	98	136	169
净利润	1,131	1,314	1,705	2,365	2,943
少数股东损益	13	(3)	17	24	29
归母净利润	1,118	1,318	1,688	2,341	2,914
EBITDA	831	1,066	1,560	2,225	2,778
EPS(最新股本摊薄, 元)	2.42	2.85	3.66	5.07	6.31

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	9,775	10,147	12,746	15,480	19,519
货币资金	7,015	3,478	7,098	9,042	13,078
应收账款	497	567	754	909	1,190
应收票据	3	2	5	4	7
存货	1	1	2	2	2
预付账款	28	22	36	33	52
合同资产	2	2	3	2	4
其他流动资产	2,229	6,075	4,848	5,488	5,185
非流动资产	2,282	3,827	3,599	4,077	4,285
长期投资	491	1,136	1,186	1,286	1,406
固定资产	82	69	255	441	623
无形资产	102	87	107	122	132
其他长期资产	1,606	2,535	2,050	2,228	2,125
资产合计	12,058	13,974	16,344	19,556	23,805
流动负债	2,750	3,154	3,978	4,746	6,091
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	306	453	443	616	685
其他流动负债	2,444	2,700	3,536	4,130	5,406
非流动负债	509	801	641	721	681
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	509	801	641	721	681
负债合计	3,259	3,954	4,619	5,467	6,772
股本	461	462	462	462	462
少数股东权益	74	71	88	112	141
归属母公司股东权益	8,724	9,949	11,637	13,978	16,892
负债和股东权益合计	12,058	13,974	16,344	19,556	23,805

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,131	1,314	1,705	2,365	2,943
折旧摊销	130	125	189	199	184
营运资金变动	(613)	(943)	1,254	274	1,193
其他	955	1,562	527	(756)	(180)
经营活动现金流	1,603	2,058	3,674	2,081	4,140
资本支出	(176)	(166)	(320)	(372)	(375)
投资变动	5,397	(2,026)	(50)	(100)	(120)
其他	(719)	(3,018)	224	224	224
投资活动现金流	4,502	(5,210)	(146)	(248)	(271)
银行借款	0	0	0	0	0
股权融资	(388)	(423)	0	0	0
其他	34	38	91	111	166
筹资活动现金流	(354)	(385)	91	111	166
净现金流	5,750	(3,537)	3,620	1,944	4,036

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长率(%)	18.4	17.3	24.2	25.9	26.2
营业利润增长率(%)	6.7	17.1	29.5	38.4	24.4
归属于母公司净利润增长率(%)	7.3	17.9	28.1	38.7	24.5
息税前利润增长率(%)	(0.1)	34.4	45.6	47.8	28.0
息税折旧前利润增长率(%)	4.3	28.3	46.3	42.7	24.8
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	7.3	17.9	28.1	38.7	24.5
获利能力					
息税前利润率(%)	18.0	20.7	24.2	28.5	28.8
营业利润率(%)	30.8	30.7	32.1	35.3	34.7
毛利率(%)	85.0	85.3	86.0	86.9	87.2
归母净利润率(%)	28.8	28.9	29.8	32.9	32.4
ROE(%)	12.8	13.2	14.5	16.7	17.3
ROIC(%)	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
偿债能力					
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
净负债权益比	(0.8)	(0.3)	(0.6)	(0.6)	(0.8)
流动比率	3.6	3.2	3.2	3.3	3.2
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6
应付账款周转率	15.0	12.0	12.6	13.5	13.8
费用率					
销售费用率(%)	21.1	21.2	21.0	20.0	20.0
管理费用率(%)	10.1	9.8	9.5	9.6	9.6
研发费用率(%)	34.3	32.3	30.0	27.6	27.6
财务费用率(%)	(0.3)	(2.1)	(1.3)	(1.7)	(1.8)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.4	2.9	3.7	5.1	6.3
每股经营现金流(最新摊薄)	3.5	4.5	8.0	4.5	9.0
每股净资产(最新摊薄)	18.9	21.5	25.2	30.3	36.6
每股股息	0.7	0.0	0.0	0.0	0.0
估值比率					
P/E(最新摊薄)	137.3	116.5	90.9	65.6	52.7
P/B(最新摊薄)	17.6	15.4	13.2	11.0	9.1
EV/EBITDA	135.5	127.9	90.5	62.3	48.5
价格/现金流(倍)	95.7	74.6	41.8	73.7	37.1

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371