



金山办公（688111.SH）：订阅业务增速亮眼，AI 赋能有望提升产品力

——2023 年报点评

2024 年 3 月 22 日

强烈推荐/维持

金山办公

公司报告

事件：3 月 20 日，公司发布 2023 年度报告，报告期内公司实现营业收入 45.56 亿元，同比增长 17.27%；归属于母公司所有者净利润 13.18 亿元，同比增长 17.92%；归属于母公司所有者扣除非经常性损益净利润 12.62 亿元，同比增长 34.45%。单四季度来看，公司实现营业收入 12.86 亿元，同比增长 17.99%；实现归母净利润 4.24 亿元，同比增长 39.44%；实现扣非归母净利润 4.02 亿元，同比增长 45.65%。

订阅业务增速亮眼，付费用户稳步提升。1) 业绩稳步增长，订阅业务增速亮眼。从全年业绩来看，公司业绩基本符合预期，稳步增长。分业务来看，国内个人办公服务订阅业务收入 26.53 亿元，同比增长 29.42%；国内机构订阅及服务业务收入 9.57 亿元，同比增长 38.36%；国内机构授权业务收入 6.55 亿元，同比减少 21.60%；互联网广告推广及其他业务收入 2.88 亿元，同比减少 6.05%。订阅业务收入占比稳步提升，个人订阅业务方面，截至 23 年底，主要产品月活设备数为 5.98 亿，同比增长 4.36%；累计付费个人用户数 3,549 万，同比增长 18.43%，月活数保持稳定，付费用户稳步提升。机构用户方面，全面升级 WPS 365 平台，持续推进政企端云一体化及协作办公进程，深入聚焦党政与头部国有及民营企业客户价值场景，深化产品能力，截至 2023 年末，公司 WPS 365 已服务 17,000 余家头部政企客户，公有云服务领域收入快速增长，付费企业数同比增长 83%。2) 毛利率维持稳定，控费能力较强。报告期内公司毛利率为 85.31%，同比增长 0.3pct，毛利率维持稳定；23 年公司销售/管理/研发费用营收占比分别为 21.23%/9.75%/32.32%，去年同期分别为 21.06%/10.09%/34.27%，费用比例基本保持不变，控费能力较强。

AI 赋能产品能力，新质生产力提高产品需求。1) 布局 AI 战略，赋能产品能力。报告期内，公司发布了基于大语言模型的智能办公应用 WPS AI，锚定 AIGC（内容创作）、Copilot（智慧助理）、Insight（知识洞察）三个战略方向发展，并于第四季度完成 WPS AI 备案并正式开启公测，AI 可通过提升效率、降低成本的方式赋能办公场景，海外 Office Copilot 已经开始了商业化尝试，未来公司同样可能通过 AI 赋能提高用户粘性、提高 ARPU 值；2) 新质生产力提高对办公效率要求。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，协助企业实现数字化转型。办公软件对于办公效率至关重要，未来伴随办公场景数字化程度提升，对办公软件的功能需求有望进一步增长，公司持续提高产品平台化能力，有望充分受益。

公司盈利预测及投资评级：公司作为办公软件龙头企业，订阅业务持续增长，毛利率维持较高水平，控费能力稳定，经营能力较强。同时公司积极布局 AI 战略，未来有望提高产品性能、把握新质生产力发展机遇。我们预计公司 2024-2026 年净利润分别为 15.61、21.45 和 27.81 亿元，对应 EPS 分别为 3.38、4.65 和 6.02 元。当前股价对应 2024-2026 年 PE 值分别为 98.31、71.52 和 55.17 倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：订阅业务发展不及预期、研发投入产出不及预期、市场竞争格局发

公司简介：

公司是国内领先的办公软件和服务提供商，主要从事 WPS Office 办公软件相关产品及服务的设计研发及销售推广。主要产品包括 WPS Office 办公软件、金山文档等办公能力产品矩阵以及金山数字办公平台解决方案。
资料来源：公司公告、恒生聚源

未来 3-6 个月重大事项提示：

无

资料来源：公司公告、恒生聚源

发债及交叉持股介绍：

无

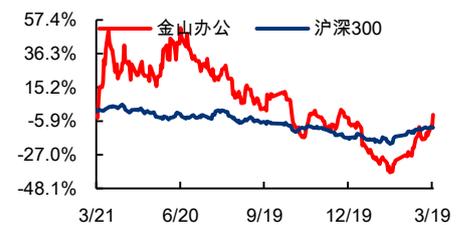
资料来源：公司公告、恒生聚源

交易数据

52 周股价区间（元）	517.0-209.86
总市值（亿元）	1,534.71
流通市值（亿元）	1,534.71
总股本/流通 A 股（万股）	46,182/46,182
流通 B 股/H 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	2.34

资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

52 周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：刘蒙

010-66554034

liumeng-yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480522090001

分析师：张永嘉

010-66554016

zhangyj-yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480523070001

生变化风险。

财务指标预测

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	3,884.96	4,555.97	5,905.50	7,891.66	10,312.96
增长率 (%)	18.44%	17.27%	29.62%	33.63%	30.68%
归母净利润 (百万元)	1,117.53	1,317.74	1,560.79	2,145.48	2,781.41
增长率 (%)	7.33%	17.92%	18.44%	37.46%	29.64%
净资产收益率 (%)	12.81%	13.25%	14.25%	17.39%	19.68%
每股收益 (元)	2.42	2.86	3.38	4.65	6.02
PE	137.32	116.20	98.31	71.52	55.17
PB	17.57	15.42	14.01	12.44	10.86

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产合计	9775	10147	11057	12641	14674	营业收入	3885	4556	5906	7892	10313
货币资金	7015	3478	7581	8892	10592	营业成本	583	670	863	1133	1461
应收账款	497	567	728	973	1271	营业税金及附加	35	37	22	30	39
其他应收款	27	50	64	86	112	营业费用	818	967	1178	1499	1940
预付款项	28	22	25	29	34	管理费用	392	444	617	802	1026
存货	1	1	4	5	6	财务费用	-13	-95	-111	-165	-195
其他流动资产	1010	2300	2300	2300	2300	研发费用	1331	1472	2067	2762	3610
非流动资产合计	2282	3827	3803	3782	3760	资产减值损失	27.21	7.16	14.04	18.76	24.51
长期股权投资	444	1094	1094	1094	1094	公允价值变动收益	-29.71	-2.63	-2.63	-2.63	-2.63
固定资产	82	69	88	100	106	投资净收益	339.24	219.16	219.16	219.16	219.16
无形资产	102	87	72	61	54	加:其他收益	173.05	142.20	184.33	246.32	321.89
其他非流动资产	1145	1945	1945	1945	1945	营业利润	1197	1401	1661	2279	2952
资产总计	12058	13974	14860	16423	18435	营业外收入	2.20	1.47	1.47	1.47	1.47
流动负债合计	2750	3154	3142	3323	3542	营业外支出	0.52	12.21	12.21	12.21	12.21
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	1198	1390	1650	2268	2941
应付账款	306	453	576	756	976	所得税	67	75	89	123	159
预收款项	0	0	0	0	0	净利润	1131	1314	1561	2145	2781
一年内到期的非流动负债	66	37	37	37	37	少数股东损益	13	-3	0	0	0
非流动负债合计	509	801	692	692	692	归属母公司净利润	1118	1318	1561	2145	2781
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
负债合计	3259	3954	3834	4015	4234	成长能力					
少数股东权益	74	71	71	71	71	营业收入增长	18.44%	17.27%	29.62%	33.63%	30.68%
实收资本(或股本)	461	462	462	462	462	营业利润增长	6.71%	17.05%	18.59%	37.22%	29.50%
资本公积	4942	5178	5178	5178	5178	归属于母公司净利润增长	7.33%	17.92%	18.44%	37.46%	29.64%
未分配利润	3157	4093	5035	6329	8008	获利能力					
归属母公司股东权益合计	8724	9949	10955	12337	14130	毛利率(%)	85.00%	85.30%	85.10%	85.35%	85.54%
负债和所有者权益	12058	13974	14860	16423	18435	净利率(%)	29.11%	28.85%	26.43%	27.19%	26.97%
现金流量表						总资产净利润(%)					
						ROE(%)					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		12.81%	13.25%	14.25%	17.39%	19.68%
经营活动现金流	1603	2058	1100	1736	2326	偿债能力					
净利润	1603	1314	1561	2145	2781	资产负债率(%)	27%	28%	26%	24%	23%
折旧摊销	130.35	124.52	46.34	45.17	45.42	流动比率	3.55	3.22	3.52	3.80	4.14
财务费用	-13	-95	-111	-165	-195	速动比率	3.55	3.22	3.52	3.80	4.14
应收账款减少	-85	-70	-161	-245	-299	营运能力					
预收账款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.35	0.35	0.41	0.50	0.59
投资活动现金流	4502	-5210	3514	174	168	应收账款周转率	9	9	9	9	9
公允价值变动收益	-30	-3	-3	-3	-3	应付账款周转率	14.99	11.99	11.47	11.85	11.91
长期投资减少	0	0	1155	0	0	每股指标(元)					
投资收益	339	219	219	219	219	每股收益(最新摊薄)	2.42	2.86	3.38	4.65	6.02
筹资活动现金流	-354	-385	-511	-598	-794	每股净现金流(最新摊薄)	12.47	-7.66	8.89	2.84	3.68
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	18.92	21.55	23.73	26.72	30.60
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	1	0	0	0	P/E	137.32	116.20	98.31	71.52	55.17
资本公积增加	194	236	0	0	0	P/B	17.57	15.42	14.01	12.44	10.86
现金净增加额	5750	-3537	4102	1312	1700	EV/EBITDA	111.96	105.51	91.87	67.17	51.11

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	计算机行业: 人工智能或将成为新质生产力发展重要引擎—人工智能行业动态追踪	2024-03-06
行业普通报告	计算机行业: 机构配置意愿较强、估值水平合理—计算机行业 2023Q4 持仓分析	2024-03-01
行业普通报告	计算机行业: 大模型、算力、政策利好频出, AGI 行业持续发展—人工智能行业动态追踪	2024-02-22
行业普通报告	计算机行业: 信创采购标准出台, 行业需求有望持续深化—信创行业动态追踪	2023-12-29
行业普通报告	计算机行业: 政策发力, 算力网络建设稳步推进—算力行业动态追踪	2023-12-27
行业普通报告	计算机行业: 原生应用开发启动, 鸿蒙生态加速繁荣—华为产业链动态追踪	2023-12-25
行业普通报告	计算机行业: 英特尔发布 AI PC 芯片, 人工智能或重构硬件格局 —人工智能行业动态追踪	2023-12-20
行业普通报告	计算机行业: “数据要素X” 计划征求意见稿发布, 行业发展再迎催化—数据要素行业动态追踪	2023-12-19
公司普通报告	金山办公 (688111): 业绩符合预期, AI 战略稳步推进	2023-10-31
公司普通报告	金山办公 (688111): 业绩稳增, 有望持续受益数字办公趋势	2023-03-22

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

刘蒙

计算机行业分析师, 清华五道口金融硕士。2020 年加入东兴证券, 2021 年新浪财经金麒麟计算机行业新锐分析师团队核心成员, 主要覆盖数字经济、信创、信息安全、人工智能等细分领域。

张永嘉

计算机行业分析师, 对外经济贸易大学金融硕士, 2021 年加入东兴证券, 主要覆盖基础软件、数据要素、金融 IT、汽车智能化等板块。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 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。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (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):
以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (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):
以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526