

证券研究报告

公司研究

点评报告

金山办公 (688111. SH)

投资评级：买入

上次评级：买入

庞倩倩 计算机行业首席分析师

执业编号：S1500522110006

邮箱：pangqianqian@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

双订阅收入高增，WPS AI 已迈入商业化进程

2024年3月23日

- **事件：**金山办公发布 2023 年度报告，公司实现营收 45.56 亿元，同比增长 17.27%；实现归母净利润 13.18 亿元，同比增长 17.92%；实现扣非净利润 12.62 亿元，同比增长 34.45%；实现经营性现金流净额 20.58 亿元，同比增长 28.36%；公司毛利率达 85.3%，同比提高 0.3 个百分点。2023 年，公司订阅业务总体收入达 36.1 亿元，同比增长 31.66%，订阅收入占比提升至 79%，同比提升 8 个百分点。截至 2023 年年末，公司合同负债 18.92 亿元，同比 2022 年年末增长 9.28%，对未来业绩稳健增长形成支撑。单 2023Q4 来看，公司实现营收 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%；实现扣非净利润 4.02 亿元。
- **C 端订阅收入高增，WPS AI 已正式公测。2023 年公司国内个人订阅实现收入 26.53 亿元，同比增长 29.42%，**主要原因系公司持续优化用户体验和对会员体系进行升级，带动个人用户付费转化及客单价持续提升所致。2023 年，公司全新升级会员权益结构，通过提供权益丰富的超级会员体系，并通过原子化权益组合包装，推出诸如 PDF 套餐、云盘套餐等权益包，精准覆盖不同需求的用户群体，不断提升个人用户付费转化与客单价，带动国内个人办公服务订阅业务稳定增长。截至 2023 年 12 月 31 日，公司主要产品月度活跃设备数为 5.98 亿，同比增长 4.36%。其中 WPS Office PC 版月度活跃设备数 2.65 亿，同比增长 9.50%；WPS Office 移动版月度活跃设备数 3.30 亿，同比增长 0.61%。公司累计年度付费个人用户数达到 3,549 万，同比增长 18.43%。公司的 WPS AI 已于 2023 年 Q4 完成备案并正式开启公测，我们认为，未来公司有望借助 WPS AI 的商业化，进一步打开个人订阅服务业务的增长空间。
- **B 端订阅业务高速增长，战略关停广告业务。2023 年，公司国内机构订阅实现收入 9.57 亿元，同比增长 38.36%，**主要原因系受益于政企用户降本增效、数字化转型需求增加，以及公司在产品和服务双优化的趋势下，有效提升政企客户数智化办公体验，加速订单转化所致。**国内机构授权实现收入 6.55 亿元，同比下降 21.60%，**主要原因系信创产业调整影响，信创采购订单减少所致。截至 2023 年末，公司 WPS 365 已服务 17,000 余家头部政企客户，诸如云南、浙江、山东等地党政客户，以及中信建投、华夏银行、厦门银行等知名企业客户，并形成标杆效应。在公有云方面，2023 年公司公有云服务领域收入快速增长，付费企业数同比增长 83%。在生态合作拓展方面，2023 年公司产品与 60 家国内生态伙伴的 375 款产品完成兼容性互认证，累计共与 400 多家生态伙伴涉及 1400 款多产品完成兼容性互认证。**互联网广告及其他实现收入 2.88 亿元，同比下降 6.05%，**公司主动战略收缩，并于 2023 年 12 月正式关停国内第三方商业广告业务。
- **重视研发相关投入，加码 AI 不断提升产品竞争力。**费用方面，2023 年
请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

公司销售费用/管理费用/研发费用分别为 9.67/4.44/14.72 亿元，同比增长分别为 18.24%/13.35%/10.60%，销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 21.22%/9.75%/32.31%。公司坚持注重研发投入，加码投入 AI 和协作研发费用保持稳健增长，同时，截至 2023 年末，公司研发人数达 3087 人，研发人数占比高达 68%。在高研发投入下，产品不断完善，提升了用户意图识别、文字智能排版、AI 写公式、AI 条件格式、表格 Copilot 等功能的准确度，保障了 WPS AI 的应用效率，有利于提升产品竞争力，增强用户粘性。

- **盈利预测与投资评级：**公司是国内办公软件龙头厂商，2023 年公司订阅收入、活跃用户数、付费用户数等关键指标不断提升。同时，在 AI 技术变革驱动下，公司未来成长空间广阔。我们预计 2024-2026 年 EPS 分别为 3.59/4.77/6.03 元，对应 PE 为 91.87/69.12/54.70 倍。维持“买入”评级。
- **风险提示：**下游需求不及预期、AI 发展不及预期、信创推进不及预期、市场竞争加剧。

主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	3,885	4,556	5,706	7,311	9,241
增长率 YoY %	18.4%	17.3%	25.2%	28.1%	26.4%
归属母公司净利润(百万元)	1,118	1,318	1,658	2,203	2,784
增长率 YoY%	7.3%	17.9%	25.8%	32.9%	26.4%
毛利率(%)	85.0%	85.3%	85.5%	85.6%	85.6%
ROE(%)	12.8%	13.2%	14.1%	15.4%	15.9%
EPS(摊薄)(元)	2.42	2.85	3.59	4.77	6.03
市盈率 P/E (倍)	136.26	115.56	91.87	69.12	54.70
市净率 P/B (倍)	17.45	15.31	12.94	10.67	8.72

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 3 月 22 日收盘价

资产负债表						利润表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	9,775	10,147	12,777	16,017	19,953	营业总收入	3,885	4,556	5,706	7,311	9,241
货币资金	7,015	3,478	5,947	9,021	12,820	营业成本	583	670	830	1,051	1,330
应收票据	3	2	3	3	4	营业税金及附加	35	37	49	61	78
应收账款	497	567	709	848	953	销售费用	818	967	1,130	1,404	1,737
预付账款	28	22	27	34	44	管理费用	392	444	514	621	758
存货	1	1	2	2	3	研发费用	1,331	1,472	1,712	2,149	2,726
其他	2,231	6,076	6,090	6,108	6,130	财务费用	-13	-95	-14	-21	-33
非流动资产	2,282	3,827	3,919	4,030	4,137	减值损失合计	-27	-7	0	0	0
长期股权投资	444	1,094	1,094	1,094	1,094	投资净收益	339	219	180	180	180
固定资产(合计)	82	69	56	42	36	其他	-1,051	-1,272	-1,667	-2,225	130
无形资产	102	87	115	139	151	营业利润	1,197	1,401	1,763	2,333	2,954
其他	1,654	2,577	2,653	2,754	2,856	营业外收支	2	-11	0	0	0
资产总计	12,058	13,974	16,695	20,047	24,090	利润总额	1,198	1,390	1,763	2,333	2,954
流动负债	2,750	3,154	4,044	4,889	5,741	所得税	67	75	97	128	162
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	1,131	1,314	1,665	2,205	2,792
应付票据	0	0	0	0	0	少数股东损益	13	-3	8	2	8
应付账款	306	453	578	722	890	归属母公司净利润	1,118	1,318	1,658	2,203	2,784
其他	2,444	2,700	3,465	4,167	4,851	EBITDA	1,031	1,216	1,877	2,464	3,075
非流动负债	509	801	801	801	801	EPS(当年)(元)	2.42	2.86	3.59	4.77	6.03
长期借款	0	0	0	0	0						
其他	509	801	801	801	801	现金流量表					
负债合计	3,259	3,954	4,844	5,690	6,542	单位: 百万元					
少数股东权益	74	71	79	81	89	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
归属母公司股东权益	8,724	9,949	11,773	14,276	17,460	经营活动现金流	1,603	2,058	2,345	2,860	3,483
负债和股东权益	12,058	13,974	16,695	20,047	24,090	净利润	1,131	1,314	1,665	2,205	2,792
						折旧摊销	130	125	129	152	153
						财务费用	10	9	3	3	3
						投资损失	-339	-219	-180	-180	-180
						营运资金变动	607	807	708	655	686
						其它	64	21	20	25	29
						投资活动现金流	4,502	-5,210	-40	-83	-81
						资本支出	-176	-166	-220	-263	-261
						长期投资	4,444	-5,171	0	0	0
						其他	233	127	180	180	180
						筹资活动现金流	-354	-385	167	297	397
						吸收投资	10	22	170	300	400
						借款	0	0	0	0	0
						支付利息或股息	-323	-337	-3	-3	-3
						现金净增加额	5,762	-3,539	2,470	3,074	3,799

重要财务指标					
单位: 百万元					
主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	3,885	4,556	5,706	7,311	9,241
同比(%)	18.4%	17.3%	25.2%	28.1%	26.4%
归属母公司净利润	1,118	1,318	1,658	2,203	2,784
同比(%)	7.3%	17.9%	25.8%	32.9%	26.4%
毛利率(%)	85.0%	85.3%	85.5%	85.6%	85.6%
ROE(%)	12.8%	13.2%	14.1%	15.4%	15.9%
EPS(摊薄)(元)	2.42	2.85	3.59	4.77	6.03
P/E	136.26	115.56	91.87	69.12	54.70
P/B	17.45	15.31	12.94	10.67	8.72
EV/EBITDA	111.60	117.30	78.01	58.16	45.38

研究团队简介

庞倩倩，计算机行业首席分析师，华南理工大学管理学硕士。曾就职于华创证券、广发证券，2022 年加入信达证券研究开发中心。在广发证券期间，所在团队 21 年取得：新财富第四名、金牛奖最佳行业分析师第二名、水晶球第二名、新浪金麒麟最佳分析师第一名、上证报最佳分析师第一名、21 世纪金牌分析师第一名。

姜恺非，计算机行业研究员，悉尼大学商学硕士，2023 年加入信达证券研究所，主要覆盖金融 it、网络安全等领域。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。