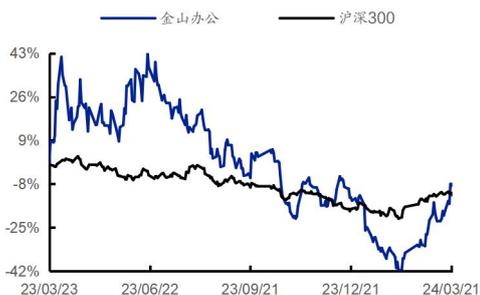


研究所:
 证券分析师: 刘熹 S0350523040001
 liux10@ghzq.com.cn

新会员体系红利将显现, WPS AI 商业化将加速

——金山办公 (688111) 点评报告

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
金山办公	30.2%	6.7%	1.3%
沪深 300	1.7%	6.2%	-11.4%

市场数据

当前价格 (元)	329.74
52 周价格区间 (元)	198.50-530.50
总市值 (百万)	152,279.62
流通市值 (百万)	152,279.62
总股本 (万股)	46,181.72
流通股本 (万股)	46,181.72
日均成交额 (百万)	1,582.80
近一月换手 (%)	0.00

相关报告

《金山办公 (688111) 2023 年业绩快报点评: 扣非业绩增速 35%, WPS AI 表现亮眼 (买入)*软件开发*刘熹》——2024-02-28

《金山办公 (688111.SZ) WPS AI: 生产力工具新范式 (买入)*软件开发*刘熹》——2024-01-03

《金山办公 (688111) 科创板公司动态研究: 订阅制转型顺利推进, WPS AI 变现可期 (买入)*软件开发*刘熹》——2023-10-27

《金山办公 (688111) 2023 半年报点评: 订阅业务持续高增, WPS AI 打开长期成长空间 (买入)*软件开发*刘熹》——2023-08-24

《金山办公 (688111) 点评报告: Copilot 定价涨

事件:

2024 年 3 月 21 日, 公司发布 2023 年年报: 公司营收 45.56 亿元, 同比+17.27%; 归母净利润 13.18 亿元, 同比+17.92%; 其中订阅业务增速较高, 个人订阅/机构订阅收入 26.53/9.57 亿元, 同比+29.42%/+38.36%。

投资要点:

■ 2023 年扣非归母净利润同比+34%, 订阅业务营收增长迅速

2023 年, 公司营收 45.56 亿元, 同比+17.27%; 归母净利润 13.18 亿元, 同比+17.92%; 扣非归母净利润 12.62 亿元, 同比+34.45%; 毛利率 85.3%、同比+0.3pct; 净利率 28.85%、同比-0.26pct。分业务来看: 个人订阅/机构订阅/机构授权/广告业务收入 26.53/9.57/6.55/2.88 亿元, 同比+29.42%/+38.36%/-21.60%/-6.05%。

2023Q4, 营收 12.86 亿元、同比+17.99%; 归母净利润 4.24 亿元、同比+39.44%。分业务来看: 个人订阅/机构订阅/机构授权/广告业务收入 7.51/2.91/1.63/0.80 亿元, 同比+27%/+37%/-15%/-15%。

■ C 端超级会员提升 ARPU, B 端付费企业数同比增长

1) C 端: 2023 年 4 月, 公司推出全新 WPS 超级会员, 提供基础 (148 元/年) 和 Pro (248 元/年) 套餐。公司通过提供权益丰富的超级会员体系, 实现精准覆盖用户群体, 不断提升个人用户付费转化与客单价。我们预计 WPS 新会员体系价值有望持续显现。

截至 2023 年底, 公司主要产品月活设备数 5.98 亿, 同比+4.36%; 其中 WPS Office PC 版月活设备数 2.65 亿, 同比+9.50%; WPS Office 移动版月活设备数 3.30 亿, 同比+0.61%。累计年度付费个人用户数达 3,549 万, 同比+18.43%。

2) B 端: ①WPS 365: 面向组织级客户提供内容创作、办公协作等能力。截至 2023 年末, WPS 365 服务 1.7 万余家头部政企客户。云服务方面, 企业可通过 WPS 365 公有云/私有化部署云文档系统。2023 年, 公有云服务领域收入快速增长, 付费企业数同比增长 83%。②党政+行业信创: 公司布局党政各地下沉市场, 在行业信创领域, 从金融/能源等行业信创客户实际替换需求出发, 积极推广新的授权模式。

■ WPS AI 商业化打开长期付费天花板, KIMI 月活环比翻倍

据公司 CEO 章庆元, WPS AI 锚定 AIGC、Copilot、Insight 三个方

幅 40%+, WPS ALL in AI (买入)*软件开发*刘熹》
——2023-06-05

向, WPS AI 有望在 2024Q1 确立付费模式, 并在 2024 年实现 AI 全面开放及商业化。

3 月 17 日, 马斯克宣布 xAI 旗下 Grok-1 开源, 参数规模达到了 3140 亿, 是目前参数量最大的开源大语言大模型之一。3 月 18 日, KIMI 模型上下文版本从 20 万扩展到 200 万字, 并开始内测。据钛媒体, 2024 年 1 月, Kimi 智能助手的访问量 142 万, 月环比增长率 94.1%。我们认为, 我国大模型能力的持续提升, 将助推国内 AI 应用商业化加速。

- **盈利预测和投资评级:** 金山办公是国产办公软件龙头, 订阅制转型持续推进叠加 WPS AI 商业化加速, 公司发展或将迎来量、价齐升。我们调整公司盈利预测, 预计 2024-2026 年归母净利润分别为 16.85/22.70/30.90 亿元, EPS 分别为 3.65/4.92/6.69 元/股, 当前股价对应 PE 分别为 90.35/67.08/49.28X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济下行影响下游需求, WPS AI 商业化不及预期, 新技术研发不及预期, 市场竞争加剧, 单一产品风险等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4556	5798	7529	9908
增长率(%)	17	27	30	32
归母净利润(百万元)	1318	1685	2270	3090
增长率(%)	18	28	35	36
摊薄每股收益(元)	2.85	3.65	4.92	6.69
ROE(%)	13	15	16	18
P/E	110.56	90.35	67.08	49.28
P/B	14.67	13.13	10.98	8.98
P/S	32.05	26.26	20.23	15.37
EV/EBITDA	117.30	82.11	60.40	43.61

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

附表：金山办公盈利预测表

证券代码:	688111				股价:	329.74				投资评级:	买入				日期:	2024/03/22			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E										
盈利能力					每股指标														
ROE	13%	15%	16%	18%	EPS	2.86	3.65	4.92	6.69										
毛利率	85%	85%	85%	85%	BVPS	21.55	25.12	30.04	36.73										
期间费率	29%	30%	29%	28%	估值														
销售净利率	29%	29%	30%	31%	P/E	110.56	90.35	67.08	49.28										
成长能力					P/B	14.67	13.13	10.98	8.98										
收入增长率	17%	27%	30%	32%	P/S	32.05	26.26	20.23	15.37										
利润增长率	18%	28%	35%	36%															
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
总资产周转率	0.35	0.38	0.42	0.45	营业收入	4556	5798	7529	9908										
应收账款周转率	8.57	9.00	9.03	9.40	营业成本	670	850	1107	1471										
存货周转率	521.12	530.32	690.92	716.42	营业税金及附加	37	54	70	89										
偿债能力					销售费用	967	1232	1577	1982										
资产负债率	28%	29%	29%	30%	管理费用	444	551	715	921										
流动比	3.22	3.24	3.18	3.12	财务费用	-95	-52	-77	-122										
速动比	2.11	2.31	2.45	2.55	其他费用/(-收入)	1472	1913	2473	3270										
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	1401	1813	2431	3297										
现金及现金等价物	6049	8133	11200	15492	营业外净收支	-11	2	1	1										
应收款项	569	724	949	1166	利润总额	1390	1814	2432	3299										
存货净额	1	2	1	3	所得税费用	75	109	146	192										
其他流动资产	3528	3652	3732	3872	净利润	1314	1705	2286	3107										
流动资产合计	10147	12511	15882	20532	少数股东损益	-3	20	16	17										
固定资产	69	87	103	116	归属于母公司净利润	1318	1685	2270	3090										
在建工程	248	223	201	181	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
无形资产及其他	2416	2445	2496	2546	经营活动现金流	2058	1791	2614	3676										
长期股权投资	1094	1094	1094	1094	净利润	1318	1685	2270	3090										
资产总计	13974	16361	19775	24469	少数股东损益	-3	20	16	17										
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	125	31	33	35										
应付款项	453	433	565	750	公允价值变动	3	0	0	0										
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	807	434	823	1229										
其他流动负债	2700	3434	4430	5831	投资活动现金流	-5210	-75	351	516										
流动负债合计	3154	3867	4995	6581	资本支出	-166	-31	-56	-57										
长期借款及应付债券	0	0	1	1	长期投资	-5171	-410	-110	-110										
其他长期负债	801	801	801	801	其他	127	367	517	684										
长期负债合计	801	801	801	801	筹资活动现金流	-385	-30	0	0										
负债合计	3954	4668	5796	7382	债务融资	0	0	1	0										
股本	462	462	462	462	权益融资	22	-30	0	0										
股东权益	10020	11693	13979	17086	其它	-406	0	0	0										
负债和股东权益总计	13974	16361	19775	24469	现金净增加额	-3539	1684	2966	4192										

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【计算机小组介绍】

【分析师承诺】

刘熹, 本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度, 独立, 客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐: 行业基本面向好, 行业指数领先沪深 300 指数;
中性: 行业基本面稳定, 行业指数跟随沪深 300 指数;
回避: 行业基本面向淡, 行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;
增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;
中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;
卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3, 仅供符合国海证券股份有限公司(简称“本公司”)投资者适当性管理要求的客户(简称“客户”)使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通, 需以本公司的完整报告为准, 本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料, 本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证, 不保证其中的信息已做最新变更, 也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 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波动。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。报告中的内容和意见仅供参考, 在任何情况下, 本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险, 投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前, 如有需要, 投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。