

金山办公 (688111.SH) 长周期会员策略成效显著, WPS AI 打开成长空间

2024年03月24日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

陈宝健 (分析师)

刘逍遥 (分析师)

chenbaojian@kysec.cn

liuxiaoyao@kysec.cn

证书编号: S0790520080001

证书编号: S0790520090001

日期	2024/3/22
当前股价(元)	329.74
一年最高最低(元)	530.50/198.50
总市值(亿元)	1,522.80
流通市值(亿元)	1,522.80
总股本(亿股)	4.62
流通股本(亿股)	4.62
近3个月换手率(%)	56.45

● 长期成长路径清晰, 维持“买入”评级

考虑信创业务低于预期, 我们下调公司 2024-2025 年归母净利润预测为 16.54、20.76 亿元 (原预测为 20.28、28.09 亿元), 新增 2026 年预测为 27.5 亿元, 对应 EPS 分别为 3.58、4.50、5.95 元/股, 当前股价对应 PE 为 92.1、73.4、55.4 倍。考虑公司 WPS AI 产品持续升级, 有望打开成长空间, 维持“买入”评级。

● 业绩符合预期, 长周期会员策略成效突出

(1) 公司发布 2023 年年报, 全年实现营业收入 45.56 亿元, 同比增长 17.27%。从收入结构来看, C 端订阅业务收入为 26.53 亿元, 同比增长 29.42%; B 端订阅业务收入为 9.57 亿元, 同比增长 38.36%; B 端授权业务收入为 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%。(2) 公司全年实现归母净利润 13.18 亿元, 同比增长 17.92%; 实现扣非归母净利润 12.62 亿元, 同比增长 34.45%。公司销售毛利率为 85.30%, 同比略提升 0.3 个百分点; 销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 21.23%、9.75%、32.32%, 同比变动+0.17%、-0.34%、-1.95 个百分点。(3) 公司实现经营性净现金流 20.58 亿元, 同比增长 28.36%, 增速高于净利润增速的主要原因为 C 端订阅带来的预收账款增加所致。合同负债+其他流动负债+其他非流动负债余额为 26.39 亿元, 较年初增长 22.28%; 值得关注的是, 其他非流动负债余额为 6.13 亿元, 较年初增长 93.09%, 说明公司会员体系调整成效显著, 长周期会员比例提升。

● C 端订阅客单价持续提升, WPS AI 有望进一步打开成长空间

(1) 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%。公司累计年度付费个人用户数达到 3,549 万, 同比增长 18.43%, 据我们测算, C 端业务 ARPU 值为 74.76 元, 较 2022 年底进一步提升。(2) WPS AI 于第四季度完成备案并正式开启公测, 随着 WPS AI 正式开始商业化, 有望进一步打开个人订阅服务的付费空间。

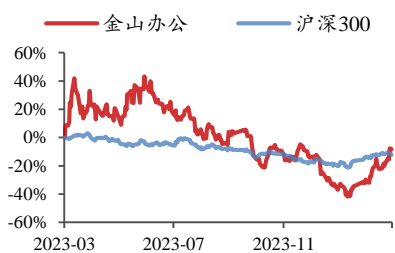
● 风险提示: AI 产品市场接受度不及预期; 宏观经济影响下游客户付费能力。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,885	4,556	5,688	7,478	10,119
YOY(%)	18.4	17.3	24.8	31.5	35.3
归母净利润(百万元)	1,118	1,318	1,654	2,076	2,750
YOY(%)	7.3	17.9	25.5	25.5	32.4
毛利率(%)	85.0	85.3	85.3	85.3	85.1
净利率(%)	28.8	28.9	29.1	27.8	27.2
ROE(%)	12.9	13.1	14.1	15.3	17.0
EPS(摊薄/元)	2.42	2.85	3.58	4.50	5.95
P/E(倍)	136.3	115.6	92.1	73.4	55.4
P/B(倍)	17.5	15.3	13.1	11.3	9.4

数据来源: 聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《机构订阅表现亮眼, 全面发力 AI 战略—公司信息更新报告》-2023.11.6

《业绩略超预期, WPS AI 打开新空间—公司信息更新报告》-2023.8.23

《微软拟向 Office AI 测试客户提价 40%, 进一步确认公司成长逻辑—公司信息更新报告》-2023.6.4

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	9775	10147	11794	12965	14692
现金	7015	3478	8596	9717	10957
应收票据及应收账款	500	569	1104	1197	1869
其他应收款	27	50	113	104	189
预付账款	28	22	44	43	73
存货	1	1	3	2	4
其他流动资产	2204	6027	2204	2204	2204
非流动资产	2282	3827	2225	2528	2761
长期投资	444	1094	1541	2034	2538
固定资产	82	69	89	90	110
无形资产	102	87	53	19	-15
其他非流动资产	1654	2577	1401	1509	1512
资产总计	12058	13974	14019	15493	17453
流动负债	2750	3154	3832	3944	4146
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	306	453	243	854	919
其他流动负债	2444	2700	3509	3296	3331
非流动负债	509	801	411	438	441
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	509	801	411	438	441
负债合计	3259	3954	4243	4382	4587
少数股东权益	74	71	67	62	55
股本	461	462	462	462	462
资本公积	4942	5178	5178	5178	5178
留存收益	3310	4294	5693	7502	9933
归属母公司股东权益	8724	9949	9686	11002	12733
负债和股东权益	12058	13974	14019	15493	17453

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1603	2058	1786	1475	1526
净利润	1131	1314	1649	2071	2743
折旧摊销	83	80	69	89	85
财务费用	-13	-95	-100	-100	-100
投资损失	-339	-219	-197	-207	-217
营运资金变动	439	594	709	61	-285
其他经营现金流	302	382	25	28	27
投资活动现金流	4502	-5210	282	-99	-27
资本支出	176	166	3	-20	18
长期投资	4444	-5171	-447	-512	-504
其他投资现金流	9122	-10215	93	-348	-236
筹资活动现金流	-354	-385	-469	-255	-277
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	1	0	0	0
资本公积增加	194	236	0	0	0
其他筹资现金流	-549	-621	-469	-255	-277
现金净增加额	5762	-3539	1580	1121	1240

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3885	4556	5688	7478	10119
营业成本	583	670	836	1097	1507
营业税金及附加	35	37	46	61	83
营业费用	818	967	1161	1512	2046
管理费用	392	444	540	703	951
研发费用	1331	1472	1825	2384	3145
财务费用	-13	-95	-100	-100	-100
资产减值损失	-27	-7	11	13	15
其他收益	173	142	142	156	188
公允价值变动收益	-30	-3	-3	-2	-2
投资净收益	339	219	197	207	217
资产处置收益	0	5	6	6	7
营业利润	1197	1401	1732	2176	2881
营业外收入	2	1	2	2	3
营业外支出	1	12	16	21	27
利润总额	1198	1390	1718	2157	2857
所得税	67	75	69	86	114
净利润	1131	1314	1649	2071	2743
少数股东损益	13	-3	-4	-5	-7
归属母公司净利润	1118	1318	1654	2076	2750
EBITDA	1071	1366	1203	1542	1945
EPS(元)	2.42	2.85	3.58	4.50	5.95

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	18.4	17.3	24.8	31.5	35.3
营业利润(%)	6.7	17.1	23.7	25.6	32.4
归属于母公司净利润(%)	7.3	17.9	25.5	25.5	32.4
获利能力					
毛利率(%)	85.0	85.3	85.3	85.3	85.1
净利率(%)	28.8	28.9	29.1	27.8	27.2
ROE(%)	12.9	13.1	14.1	15.3	17.0
ROIC(%)	10.1	11.3	10.8	12.2	13.6
偿债能力					
资产负债率(%)	27.0	28.3	30.3	28.3	26.3
净负债比率(%)	-73.5	-26.9	-83.9	-83.7	-81.9
流动比率	3.6	3.2	3.1	3.3	3.5
速动比率	3.2	2.1	2.8	3.0	3.3
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.4	0.5
应收账款周转率	8.5	8.5	6.8	6.5	6.6
应付账款周转率	2.2	1.8	2.4	2.0	1.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.42	2.85	3.58	4.50	5.95
每股经营现金流(最新摊薄)	3.47	4.46	3.87	3.19	3.30
每股净资产(最新摊薄)	18.89	21.54	25.12	29.26	34.91
估值比率					
P/E	136.3	115.6	92.1	73.4	55.4
P/B	17.5	15.3	13.1	11.3	9.4
EV/EBITDA	135.1	107.7	118.8	92.0	72.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn