

## 金山办公 (688111)

### 2023 年年报点评：订阅快速增长，WPS AI 具备规模商用潜力

事件：公司 2023 年实现营业收入 45.56 亿元(+17.27%)，归母净利润 13.18 亿元 (+17.92%)，扣非净利润 12.62 亿元 (+34.45%)。

#### ◆ 营收规模五年增三倍，订阅收入实现快速增长。

报告期内，公司营业收入 45.56 亿元 (+17.27%)，较上市前 (2018 年 11.30 亿元) 增长超过三倍，实现持续快速增长。从收入结构来看，(1) 国内个人办公服务订阅业务收入 26.53 亿元 (+29.42%)。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 (+4.36%)，其中 WPS Office PC 版月度活跃设备数 2.65 亿 (+9.50%)。累计年度付费个人用户数达到 3,549 万 (+18.43%)。(2) 国内机构订阅及服务业务收入 9.57 亿元 (+38.36%)。报告期内，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，截至期末服务 17,000 余家头部政企客户。在公有云服务领域，借助全新 WPS 365，企业用户活跃规模及付费粘性持续提升。公有云服务领域收入快速增长，付费企业数同比增长 83%。(3) 国内机构授权业务收入 6.55 亿元 (-21.60%)，主要受信创产业市场阶段性调整影响。(4) 互联网广告推广及其它业务收入 2.88 亿元 (-6.05%)，主要系公司于 2023 年 12 月正式关停国内第三方商业广告业务。海外业务持续增长，收入 1.57 亿元 (+27.69%)。基于 WPS AI 全面增强海外产品能力和体验，提高用户使用频率和品牌影响力，为培育新的长期商业化增长点打牢基础。当前，公司订阅收入营收占比近八成，并且呈稳健快速增长态势。我们认为，公司报告期内全新升级会员权益结构，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；同时政企端大力推进订阅业务发展，取得较好的效果。未来订阅业务有望持续推动公司业务整体增长。

#### ◆ 财务费用超额正增益，现金流回归亮眼表现。

投资评级

买入  
首次评级

2024年03月21日

收盘价(元):

332.07

#### 公司基本数据

总股本(百万股)	461.82
总市值(百万)	133,003.37
流通股本(百万股)	461.82
流通市值(百万)	133,003.37
12月最高/最低价(元)	530.50/198.50
资产负债率(%)	25.76
每股净资产(元)	20.51
市盈率(TTM)	111.05
市净率(PB)	14.05
净资产收益率(%)	9.44

#### 股价走势图



#### 作者

邹润芳 分析师  
SAC 执业证书: S0640521040001  
邮箱: zourf@avicsec.com

卢正羽 分析师  
SAC 执业证书: S0640521060001  
邮箱: luzhy@avicsec.com

闫智 研究助理  
SAC 执业证书: S0640122070030  
邮箱: yanz@avicsec.com

#### 相关研究报告

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司  
公司网址: www.avicsec.com  
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

从利润端来看，公司实现归母净利润 13.18 亿元 (+17.92%)，盈利能力与营收保持同步快速增长态势，经营稳健。销售/管理/研发/财务费用分别 9.67/4.44/14.72/-0.95 亿元，增速分别 18.24%/13.35%/10.60%/-630.40%。其中，销售费用增速+18.24%，投入力度略大；研发费用率 32.32%，营收占比最高；调整资金管理策略致利息收入增加较多，财务费用实现超额正增益。研发人员共计 3087 人，占总员工数比例约 68%。从资产端来看，交易性金融资产 25.71 亿元 (+115.65%)、其它流动资产 23.00 亿元 (+127.81%)，持有的理财产品较期初翻番；此外，长期股权投资 10.94 亿元 (+146.36%)。从现金流来看，经营性现金流净额 20.58 亿元 (+28.36%)，增速较同期营收+11.09pcts，在 2022 年短暂负增长之后回归亮眼表现。报告期，公司继续保持稳健的经营态势，围绕“多屏、云、内容、协作、AI”战略，持续投入协作和 AI 领域研发，通过技术创新、产品迭代、性能提升等举措，不断增强产品竞争力，进一步夯实了公司的竞争壁垒，实现新质生产力在办公领域的切实落地。

◆ Office365 Copilot 示范效应明显，金山 WPS AI 具备规模商用潜力。

近年来，公司持续加大 AI 研发投入，提升用户意图识别、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，并逐渐积累了从数据生产到模型应用再到工程化落地的全链路经验，不断完善 WPS AI 的产品化程度，持续优化产出效果与成本消耗。WPS AI 定位为大语言模型的应用方，未来锚定 AIGC（内容创作）、Copilot（智慧助手）、Insight（知识洞察）三个战略方向发展。公司的 WPS AI 开发项目于 23 年一季度正式启动，凭借高效的研发体系，公司迅速完成了方向定位，利用 AI 重构产品力，开启了核心组件的 AI 产品化进程，并于四季度起全端投放，进入公测阶段，建立了 WPS AI 在文档应用场景的技术壁垒。横向比较，今年 1 月微软宣布推出月费 20 美元，适用于旗下人工智能（AI）助手 Copilot 个人用户的高级订阅服务 Copilot Pro。日前，微软宣布，Copilot Pro 正逐步向更多区域开放，目前已覆盖全球超过 200 个国家和地区。此前，微软向大型企业销售类似产品每用户月收费 30 美元，现在将取消企业服务的最低 300 个订阅要求，普及门槛进一步降低。我们认为，微软 Office365 Copilot 示范效应明显，公司 WPS AI 产品系列具备规模化商业应用潜力。

### ◆ 投资建议

公司作为国内文档办公软件领先企业，经营业绩稳健，WPS AI 产品系列具备规模化商业应用潜力，或为公司带来长期成长新空间。预计公司 2024-2026 年的营业收入分别为 56.94 亿元、73.53 亿元、95.61 亿元；归母净利润分别为 15.82 亿元、20.16 亿元、26.12 亿元，对应目前 PE 分别为 97X /76X /59X，首次覆盖，给予“买入”评级。

### ◆ 风险提示

下游需求不及预期；技术迭代加快；市场竞争加剧。

### ◆ 盈利预测

单位/百万	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4555.97	5693.71	7352.52	9561.16
增长率 (%)	17.27%	24.97%	29.13%	30.04%
归属母公司股东净利润	1317.74	1581.69	2015.91	2612.30
增长率 (%)	17.92%	20.03%	27.45%	29.58%
每股收益 EPS(元)	2.85	3.42	4.37	5.66
PE	116.38	96.96	76.07	58.71

资料来源：iFind，中航证券研究所

### 公司收入预测：

考虑到公司会员体系升级和 AI 创新带来的影响，或提升客单价和客户粘性，假设如下：

- 1) 国内办公服务订阅业务：2023 年 4 月公司进行了会员体系调整，部分付费会员已升级至超级会员或超级会员 Pro。上述会员均可以按月度、季度或年度形式付费。同时 WPS AI 的加持下或有望从 2024 年提升客单价。预测 24-25 年的增速为 32%/30%/30%。
- 2) 国内机构订阅及服务：公司在政企端大力发展订阅业务，已积累起 17,000 余家头部政企客户，诸如云南、浙江、山东等地党政客户，以及上交所、中信建投、华夏银行、厦门银行、国网浙江、湖北文旅、广东机场、吉利、极氪、奥克斯、科大讯飞等知名企业客户，并形成标杆效应。预测该业务未来仍将保持快速增长，23-25 年的增速为 31%/25%/24%。
- 3) 国内机构授权业务：短期信创产业的调整，预计 24-25 年的增速为-10%/10%/10%。
- 4) 互联网广告推广及其它业务：公司逐步收缩并于 2023 年 12 月正式关停国内第三方商业广告业务。基于 WPS AI 全面增强海外产品能力和体验，海外业务预期将持续增长。预计 24-25 年的增速为-10%/5%/10%

### 公司分产品收入预测表

单位：百万元		2023	2024E	2025E	2026E
	收入	2,653.35	3,502.42	4,553.14	5,919.09
办公服务订阅	增速	29.42%	32.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	81.49%	82.00%	82.00%	82.00%
机构订阅及服务	收入	957.43	1,340.41	1,876.57	2,627.20



	增速	38.36%	40.00%	40.00%	40.00%
	毛利率	92.70%	93.30%	93.30%	93.30%
	收入	655.15	589.63	648.59	713.45
国内机构授业务	增速	-21.60%	-10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	93.12%	93.12%	93.12%	93.12%
互联网广告推广及其它业务	收入	287.92	259.13	272.09	299.29
	增速	-6.05%	-10.00%	5.00%	10.00%
	毛利率	78.18%	78.18%	78.18%	78.18%
	收入	2.12	2.12	2.12	2.12
其他	增速	173.47%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%
	收入	4,555.97	5,693.71	7,352.52	9,561.16
合计	增速	17.27%	24.97%	29.13%	30.04%
	毛利率	85.30%	85.63%	85.71%	85.81%

资料来源: iFind, 中航证券研究所

**财务报表与财务指标**

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4555.97	5693.71	7352.52	9561.16	货币资金	3478.16	4836.28	6526.21	8678.91
营业成本	669.84	837.12	1081.00	1405.73	应收票据及账款	570.65	713.15	920.92	1197.56
税金及附加	37.16	46.44	59.97	77.99	预付账款	21.96	27.44	35.44	46.08
销售费用	967.41	1138.74	1470.50	1912.23	其他应收款	49.55	61.92	79.96	103.98
管理费用	444.23	540.90	698.49	908.31	存货	1.41	1.77	2.28	2.96
研发费用	1472.30	1821.99	2279.28	2868.35	其他流动资产	6025.24	6887.90	8145.66	9820.32
财务费用	-94.84	-12.79	-18.63	-25.83	<b>流动资产总计</b>	<b>10146.96</b>	<b>12528.46</b>	<b>15710.47</b>	<b>19849.82</b>
资产减值损失	-7.16	-8.94	-11.55	-15.02	长期股权投资	1094.06	1128.40	1162.73	1197.06
信用减值损失	-16.11	0.00	0.00	0.00	固定资产	139.88	152.83	159.31	159.30
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	在建工程	248.06	206.71	165.37	124.03
投资收益	219.16	219.16	219.16	219.16	无形资产	87.03	72.52	58.02	43.51
公允价值变动损益	-2.63	0.00	0.00	0.00	长期待摊费用	46.22	23.11	0.00	0.00
资产处置收益	5.24	5.24	5.24	5.24	其他非流动资产	2211.81	2211.81	2211.81	2211.81
其他收益	142.20	142.20	142.20	142.20	<b>非流动资产合计</b>	<b>3827.06</b>	<b>3795.39</b>	<b>3757.24</b>	<b>3735.72</b>
营业利润	1400.58	1678.97	2136.96	2765.98	<b>资产总计</b>	<b>13974.02</b>	<b>16323.85</b>	<b>19467.71</b>	<b>23585.54</b>
营业外收入	1.47	1.47	1.47	1.47	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外支出	12.21	12.21	12.21	12.21	应付票据及账款	453.48	566.73	731.84	951.68
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他流动负债	2700.30	3369.71	4347.90	5649.38
利润总额	1389.84	1668.23	2126.22	2755.23	<b>流动负债合计</b>	<b>3153.79</b>	<b>3936.44</b>	<b>5079.75</b>	<b>6601.07</b>
所得税	75.38	90.48	115.32	149.43	长期借款	41.67	31.09	20.74	11.45
净利润	1314.46	1577.75	2010.90	2605.80	其他非流动负债	758.96	758.96	758.96	758.96
少数股东损益	-3.28	-3.93	-5.01	-6.49	<b>非流动负债合计</b>	<b>800.63</b>	<b>790.05</b>	<b>779.70</b>	<b>770.41</b>
归属母公司股东净利润	1317.74	1581.69	2015.91	2612.30	<b>负债合计</b>	<b>3954.42</b>	<b>4726.49</b>	<b>5859.44</b>	<b>7371.47</b>
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	股本	461.72	461.72	461.72	461.72
经营活动现金流净额	2013.38	1185.14	1510.88	1965.40	资本公积	5177.80	5177.80	5177.80	5177.80
投资活动现金流净额	-5209.92	170.77	170.77	170.77	留存收益	4309.28	5890.96	7906.88	10519.17
筹资活动现金流净额	-384.54	2.21	8.28	16.54	归属母公司权益	9948.80	11530.48	13546.40	16158.69
现金流量净额	-3583.10	1358.12	1689.93	2152.70	少数股东权益	70.81	66.88	61.87	55.37
					<b>股东权益合计</b>	<b>10019.61</b>	<b>11597.36</b>	<b>13608.26</b>	<b>16214.07</b>
					<b>负债和股东权益合计</b>	<b>13974.02</b>	<b>16323.85</b>	<b>19467.71</b>	<b>23585.54</b>

资料来源: iFind, 中航证券研究所

### 公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

### 研究团队介绍汇总:

中航证券先进制造团队: 研究所所长邹润芳领衔, 曾获得 2012 至 2013 年新财富最佳分析师军工机械第一名, 2015 至 2017 年新财富最佳分析师机械行业第一名, 团队在先进制造、军民融合、新能源、新材料等领域有较深的产业资源积淀, 擅长自上而下的产业链研究和资源整合, 着眼中国制造的转型升级, 致力于探索战略产业和新兴产业的发展方向, 全面服务一二级市场, 拓展产融结合的深度与广度, 为市场创造价值。

### 销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

### 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, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了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: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

### 免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引起。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637