

金山办公 (688111)

跟踪点评: AI 助力产品客户边界升维

2024 年 04 月 09 日

买入 (维持)

证券分析师 王紫敬

执业证书: S0600521080005
021-60199781

wangzj@dwzq.com.cn

证券分析师 李康桥

执业证书: S0600523050004
likq@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 (百万元) | 3,885 | 4,556 | 5,711 | 7,745 | 10,168 |
| 同比 | 18.44% | 17.27% | 25.35% | 35.62% | 31.29% |
| 归母净利润 (百万元) | 1,118 | 1,318 | 1,700 | 2,438 | 3,213 |
| 同比 | 7.33% | 17.92% | 29.03% | 43.40% | 31.79% |
| EPS-最新摊薄 (元/股) | 2.42 | 2.85 | 3.68 | 5.28 | 6.96 |
| P/E (现价&最新摊薄) | 137.33 | 116.47 | 90.26 | 62.94 | 47.76 |

关键词: #新产品、新技术、新客户

投资要点

■ 公司召开生产力大会, 在战略与产品层面发布若干更新, 好于预期。

1) 战略: WPS 365 办公新质生产力平台=WPS Office+WPS AI 企业版+WPS 协作。

2) WPS Office 升级: (1) 集成金山文档: 支持传统桌面文档一键切换为多人协作模式; (2) 推出 WPS 智能表格: 融合传统电子表格与多维表格, 实现数据互通、引入 6 类 AI 函数 (3) WPS AI: 上线 AI 功能超过 20 个, 接入 minimax、智谱、商汤、文心一言、通义。

3) 发布 WPS 企业版 AI 功能, 包括 (1) AI Hub (智能基座): 为企业提供开箱即用的大模型选择, 企业 AI 使用可审计可追踪, 共创支持企业进行大模型微调。(2) AI Docs (智能文档库): 云文档一键升级为智能文档库, 精准理解多栏、图片、表格等格式, 完整的文档权限体系, 保障信息不越权, 实现智能知识库私域 AIGC。(3) Copilot Pro (企业智慧助理): 提供基于 LUI 的数据分析功能, 将自然语言翻译为 Python 代码, 实现对 WPS API 的调用。

■ 客户层面: B 端 AI 落地空间进一步被打开。此前市场对 WPS AI 的业绩增量预期主要在 C 端, 关注其庞大用户基数和 C 端模式的转化爆发力, 对 B 端 AI 的增量贡献预期并不高。此次发布会, 若干 WPS 企业版 AI 功能价值好于市场预期, 有助于金山办公 B 端长期空间的打开。

■ 产品层面: 文档是企业数据资产的核心载体, WPS 向企业数据资产智能管理延展。此前在 2020 年 CHAO 办公大会、2021 年数字办公大会, 公司的产品定位就由单机文档处理软件, 升维至云协作平台和数字办公平台。WPS AI Docs 智能文档库、Copilot Pro 企业智慧助理可以有效解决企业建立自己私域知识库的需求, WPS 进一步升维至企业数据资产的智能管理, 产品场景稀缺性进一步强化。

■ 盈利预测与投资评级: 公司生产力发布会略好于预期, 产品和客户层面的升维有助于 B 端长期空间的打开。我们对国内、国外 AI 应用需求的预期是乐观的, 展望 2024 年, 新会员体系、AI、信创都是边际向上的趋势, 处于长期空间重估前夜。我们维持 2024-2026 年收入预测 57.11/77.45/101.7 亿元; 维持 2024-2026 年归母净利润预测 17.00/24.38/32.1 亿元。维持“买入”评级。

■ 风险提示: 产品迭代不及预期, 付费转化不及预期, 行业竞争加剧, 下游 IT 支出低于预期。

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|---------------|
| 收盘价(元) | 284.18 |
| 一年最低/最高价 | 198.50/530.50 |
| 市净率(倍) | 13.19 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 131,239.22 |
| 总市值(百万元) | 131,239.22 |

基础数据

| | |
|--------------|--------|
| 每股净资产(元,LF) | 21.55 |
| 资产负债率(% ,LF) | 28.30 |
| 总股本(百万股) | 461.82 |
| 流通 A 股(百万股) | 461.82 |

相关研究

《金山办公(688111): 2023 年年报点评: AI 推动长期空间重估》

2024-03-21

《金山办公(688111): 2023 年业绩快报点评: 符合预期, AI 商业化在即, 边际上行在望》

2024-02-28

金山办公三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 流动资产 | 10,147 | 12,314 | 15,752 | 20,118 | 营业总收入 | 4,556 | 5,711 | 7,745 | 10,168 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 6,049 | 8,000 | 11,126 | 15,099 | 营业成本(含金融类) | 670 | 694 | 860 | 1,027 |
| 经营性应收款项 | 591 | 796 | 1,090 | 1,448 | 税金及附加 | 37 | 56 | 74 | 100 |
| 存货 | 1 | 3 | 3 | 4 | 销售费用 | 967 | 1,173 | 1,510 | 1,932 |
| 合同资产 | 2 | 3 | 4 | 5 | 管理费用 | 444 | 543 | 697 | 915 |
| 其他流动资产 | 3,504 | 3,512 | 3,530 | 3,562 | 研发费用 | 1,472 | 1,827 | 2,440 | 3,203 |
| 非流动资产 | 3,827 | 4,128 | 4,442 | 4,717 | 财务费用 | (95) | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | 1,094 | 1,277 | 1,492 | 1,671 | 加:其他收益 | 142 | 183 | 227 | 232 |
| 固定资产及使用权资产 | 140 | 160 | 148 | 130 | 投资净收益 | 219 | 221 | 220 | 220 |
| 在建工程 | 248 | 302 | 373 | 428 | 公允价值变动 | (3) | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 87 | 111 | 123 | 144 | 减值损失 | (23) | 0 | 0 | 0 |
| 商誉 | 185 | 205 | 233 | 269 | 资产处置收益 | 5 | 0 | 0 | 0 |
| 长期待摊费用 | 46 | 46 | 46 | 46 | 营业利润 | 1,401 | 1,821 | 2,611 | 3,443 |
| 其他非流动资产 | 2,027 | 2,027 | 2,027 | 2,027 | 营业外净收支 | (11) | 2 | 2 | 0 |
| 资产总计 | 13,974 | 16,442 | 20,194 | 24,835 | 利润总额 | 1,390 | 1,823 | 2,613 | 3,443 |
| 流动负债 | 3,154 | 3,923 | 5,199 | 6,574 | 减:所得税 | 75 | 92 | 138 | 177 |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 37 | 37 | 37 | 37 | 净利润 | 1,314 | 1,731 | 2,476 | 3,266 |
| 经营性应付款项 | 453 | 353 | 442 | 525 | 减:少数股东损益 | (3) | 31 | 37 | 53 |
| 合同负债 | 1,892 | 2,627 | 3,640 | 4,677 | 归属母公司净利润 | 1,318 | 1,700 | 2,438 | 3,213 |
| 其他流动负债 | 772 | 906 | 1,080 | 1,335 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | 2.85 | 3.68 | 5.28 | 6.96 |
| 非流动负债 | 801 | 801 | 801 | 801 | EBIT | 1,091 | 1,823 | 2,613 | 3,443 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | EBITDA | 1,216 | 1,962 | 2,759 | 3,602 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 毛利率(%) | 85.30 | 87.85 | 88.90 | 89.90 |
| 租赁负债 | 42 | 42 | 42 | 42 | 归母净利率(%) | 28.92 | 29.77 | 31.48 | 31.60 |
| 其他非流动负债 | 759 | 759 | 759 | 759 | 收入增长率(%) | 17.27 | 25.35 | 35.62 | 31.29 |
| 负债合计 | 3,954 | 4,723 | 6,000 | 7,375 | 归母净利润增长率(%) | 17.92 | 29.03 | 43.40 | 31.79 |
| 归属母公司股东权益 | 9,949 | 11,617 | 14,055 | 17,268 | | | | | |
| 少数股东权益 | 71 | 102 | 139 | 192 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 10,020 | 11,719 | 14,194 | 17,461 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 13,974 | 16,442 | 20,194 | 24,835 | | | | | |

| 现金流量表 (百万元) | | | | | 重要财务与估值指标 | | | | |
|-------------|---------|-------|-------|-------|-----------------|--------|-------|-------|-------|
| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 经营活动现金流 | 2,058 | 2,200 | 3,363 | 4,186 | 每股净资产(元) | 21.55 | 25.15 | 30.43 | 37.39 |
| 投资活动现金流 | (5,210) | (216) | (238) | (213) | 最新发行在外股份(百万股) | 462 | 462 | 462 | 462 |
| 筹资活动现金流 | (385) | (30) | 0 | 0 | ROIC(%) | 10.84 | 15.81 | 18.99 | 20.53 |
| 现金净增加额 | (3,539) | 1,952 | 3,125 | 3,973 | ROE-摊薄(%) | 13.25 | 14.64 | 17.35 | 18.61 |
| 折旧和摊销 | 125 | 139 | 146 | 158 | 资产负债率(%) | 28.30 | 28.73 | 29.71 | 29.69 |
| 资本开支 | (166) | (254) | (243) | (253) | P/E (现价&最新股本摊薄) | 116.47 | 90.26 | 62.94 | 47.76 |
| 营运资本变动 | 807 | 554 | 964 | 982 | P/B (现价) | 15.42 | 13.21 | 10.92 | 8.89 |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>