

金山办公 (688111)

2024 年一季报点评: 信创开始恢复, 利润超预期

买入 (维持)

2024 年 04 月 24 日

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	5,710	7,744	10,167
同比 (%)	18.44	17.27	25.33	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	29.02	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	90.27	62.95	47.77

关键词: #新产品、新技术、新客户

投资要点

■ 公司发布 2024 年一季报: 1) 收入: 2024 年 Q1 收入 12.25 亿元 (yoy+16.54%) 符合预期, 归母净利润 3.67 亿元 (yoy+37.31%) 超预期, 扣非归母净利润 3.52 亿元 (yoy+40.56%) 超预期。2) 订阅类收入: C 端订阅收入 yoy+24.8%、B 端订阅收入 yoy+13.57%、B 端授权收入 yoy+6.31%、海外及广告收入 yoy-18.44%, 订阅类业务合计收入 yoy+21.79% 贡献有力增长。

■ C 端订阅: 会员体系变革过渡及 AI 商业化有望推动基本面二次提速。

1) 业绩符合预期: 2024Q1 C 端订阅收入 7.34 亿元 (yoy+24.8%), 期末 PC 端活跃设备数 MAD 2.75 亿 (yoy+7.14%), 移动端 MAD 3.29 亿 (yoy-1.5%), 总 MAD 6.02 亿 (yoy+2.21%)。代表长周期会员充值情况的“其他非流动负债”科目环比增长至 6.38 亿 (yoy+113%), 体现年费化的持续进展。

2) 后续看点: 公司自 2023 年 4 月起进行会员体系变革后, 对于新老会员的过渡给予了一些优惠券、时长换算等升级方案。我们认为 24Q2 逐步会迎来正式续费期, 有望进一步体现 ARPU 提升。同时公司 Q2 逐步落地 WPS AI 商业化灰度和正式推广, AI 产品迭代方面存在预期差, 共同推动公司 C 端基本面二次提速。

■ B 端订阅: 云化高速增长, 探索 AI 政企落地。2024Q1 B 端订阅收入 2.42 亿元 (yoy+13.57%), 低于预期。考虑三方面因素: 1) 公司推动部分客户从场地授权模式向纯订阅模式转型, 年度一次性确收和每月确收的变化影响部分递延收入; 2) 公司 4 月 9 日召开 WPS 365 生产力发布会, B 端推广发力节奏延后, 我们从 Q1 销售费用下降中也可以得到印证; 3) 信创开始逐步推进, 客户预算结构发生变化。

■ B 端授权: 逐步恢复, 边际上行。2024Q1 收入 1.94 亿元 (yoy+6.31%) 超预期。我们认为 2024 年信创节奏有望逐步恢复, 带动授权业务边际上行。行业信创领域, 公司从金融、能源、通信等行业积极推广云协作授权模式, 增加机构订阅收入。

■ 海外及广告: 2024Q1 收入 0.55 亿元 (yoy-18.44%)。广告业务收入已清零, 海外业务预计将持续高增长。

■ 盈利能力与现金流:

1) 现金流稳定增长: 2024Q1 销售商品收到现金 12.18 亿元 (yoy+17.8%), 经营活动现金流净额 1.53 亿元 (yoy+21.99%)。

2) 费用率下降: 在整体控费管理下, 2024Q1 年销售/管理/研发费用

股价走势



市场数据

收盘价(元)	285.75
一年最低/最高价	198.50/530.50
市净率(倍)	12.77
流通 A 股市值(百万元)	131,964.28
总市值(百万元)	131,964.28

基础数据

每股净资产(元,LF)	22.38
资产负债率(% ,LF)	26.11
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): 跟踪点评: AI 助力产品客户边界升维》

2024-04-09

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

2024-03-21

2.16/1.13/4.05 亿元，费用率分别为 17.62%/9.22%/33.03%，分别同比-6.1pcts/-0.75pcts/-0.72pcts。

3) 合同负债: 24Q1 合同负债类科目合计 25.82 亿元 (yoy+21.84%)，较 23Q4 减少 0.56 亿元。

- **盈利预测与投资评级:** 2024 年 Q1 公司整体业绩符合预期，B 端订阅业务低于预期。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 57.10/77.44/101.7 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

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	12,313	15,751	20,117	营业总收入	4,556	5,710	7,744	10,167
货币资金及交易性金融资产	6,049	8,000	11,125	15,098	营业成本(含金融类)	670	694	860	1,027
经营性应收款项	591	796	1,089	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	542	697	915
其他流动资产	3,504	3,512	3,530	3,562	研发费用	1,472	1,827	2,439	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	16,441	20,193	24,834	利润总额	1,390	1,823	2,613	3,443
流动负债	3,154	3,922	5,198	6,573	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	3,601
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	25.33	35.62	31.29
负债合计	3,954	4,723	5,999	7,374	归母净利润增长率(%)	17.92	29.02	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	17,460					
负债和股东权益	13,974	16,441	20,193	24,834					

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)	1,951	3,125	3,973	ROE-摊薄(%)	13.25	14.63	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	90.27	62.95	47.77
营运资本变动	807	553	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>