

# 金山办公 (688111.SH)

一季度归母净利润增长超 37%，WPS AI 打开新空间

买入

## 核心观点

**23 年业绩稳步增长，一季度保持势头。**2023 年公司全年实现营收 45.56 亿元 (+17.27%)，实现归母净利润 13.18 亿元 (+17.92%)，扣非归母净利润 12.62 亿元 (+34.45%)。24 年 Q1，公司实现营收 12.25 亿元 (+16.54%)，实现归母净利润 3.67 亿元 (+37.31%)，扣非归母净利润 3.52 亿元 (+40.56%)。

**B/C 端订阅齐增长，用户数量稳步攀升。**2023 年 B 端国内机构订阅及服务业务收入共 9.57 亿元 (+38.36%)，其中，公有云服务领域收入快速增长，付费企业数同比增长 83%，截至 2023 年末，公司 WPS 365 服务 17000 余家头部政企客户；C 端国内个人办公服务订阅业务收入 26.53 亿元 (+29.42%)。全年付费用户数 3549 万 (+18.43%)，ARPU 值持续提升。国内机构授权业务收入 6.55 亿元 (-21.60%)；互联网广告推广及其他业务收入 2.88 亿元 (-6.05%)，公司于 2023 年 12 月正式关停国内第三方商业广告业务。

**24Q1 订阅端延续稳定增长势头。**一季度个人订阅 7.34 亿元 (+24.80%)，机构订阅 2.42 亿元 (+13.57%)，机构授权 1.94 亿元 (+6.31%)，国际业务 0.55 亿元 (-18.44%)。截至 24 年 q1，主要产品月活为 6.02 亿 (+2.21%)，其中 PC 版月活跃数 2.70 亿 (+7.14%)，移动月活数 3.29 亿 (-1.50%)。

**WPS 365 全新升级，WPS AI 打开新空间。**4 月 9 日，公司举办金山办公生产力大会，发布面向企业的一站式 AI 办公平台 WPS 365，其中涵盖了 WPS Office 套件、WPS AI 企业版和 WPS 协作三板块，并对多项产品进行面向企业端的升级。2024 年将 AI 服务提供给 B 端用户，伴随着 WPS AI 企业版 AI Hub、AI Docs、Copilot Pro 三板块全新功能的研发升级，公司有望打开新的增长空间。

**股权激励紧密联结公司与个人利益，彰显公司稳健发展信心。**公司发布《2024 年限制性股票激励计划（草案）摘要公告》，拟向 158 名激励对象授予不超过 100 万股限制性股票，约占本激励计划草案公告时公司股本总额的 0.22%，同时将未来三年机构订阅业务收入增长率与整体营业收入增长率的最高值作为归属条件。以 2023 年业绩为基数，2024 年营业收入目标增速不低于 10%；以 2023 年机构订阅及服务业务收入为基数，该收入目标增速不低于 15%。

**投资建议：**维持“买入”评级。由于信创推进节奏的影响，我们略下调业绩预测。预计 2024-2026 年归母净利润为 17.09/22.17/28.39 亿元（原预测 24-25 年为 17.29/22.88 亿元），对应当前 PE 为 77/60/47 倍。考虑到公司 AI 产品打开新成长空间，维持“买入”评级。

**风险提示：**信创业务发展低于预期；协作、AI 等创新业务进展缓慢。

## 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,885	4,556	5,536	7,100	9,235
(+/-%)	18.4%	17.3%	21.5%	28.3%	30.1%
净利润(百万元)	1118	1318	1709	2217	2839
(+/-%)	7.3%	17.9%	29.7%	29.7%	28.0%
每股收益(元)	2.42	2.85	3.70	4.80	6.15
EBIT Margin	18.7%	21.2%	23.8%	25.3%	26.4%
净资产收益率 (ROE)	12.8%	13.2%	15.2%	17.2%	18.9%
市盈率 (PE)	117.9	100.1	77.2	59.5	46.5
EV/EBITDA	168.3	131.1	101.9	75.0	56.0
市净率 (PB)	15.11	13.26	11.76	10.25	8.80

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 公司研究 · 财报点评

### 计算机 · 软件开发

证券分析师：熊莉

021-61761067

xiongli1@guosen.com.cn

S0980519030002

证券分析师：库宏焱

021-60875168

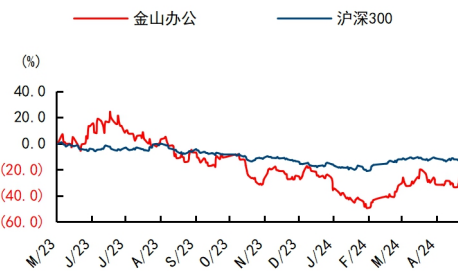
kuhongyao@guosen.com.cn

S0980520010001

### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	304.70 元
总市值/流通市值	140716/140716 百万元
52 周最高价/最低价	530.50/198.50 元
近 3 个月日均成交额	1204.96 百万元

### 市场走势



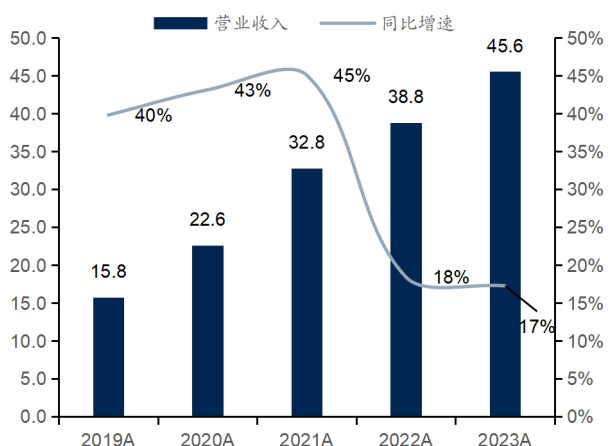
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

- 《金山办公 (688111.SH) - 单 Q3 收入增长 9.4%，开启自研模型深化 AI 价值》——2023-10-27
- 《金山办公 (688111.SH) - 23H1 扣非净利润增长近 40%，持续加大 AI 产品赋能》——2023-08-23
- 《金山办公 (688111.SH) - 订阅收入整体 40% 增长，会员升级和 AI 赋能打开空间》——2023-04-21
- 《金山办公 (688111.SH) —— 2022 年报点评-订阅业务增长超 40%，加大 AIGC 投入》——2023-03-23
- 《金山办公 (688111.SH) —— 2022 三季报点评-单季度收入增速回升至 24%，订阅业务均 40% 以上增长》——2022-10-30

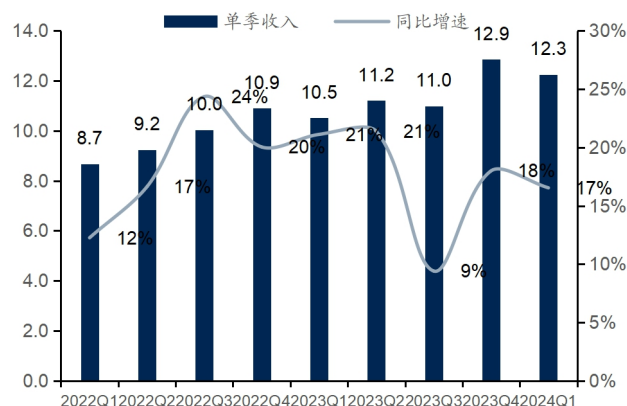
公司发布 2023 年年报与 2024 一季报, 公司 2023 全年实现收入实现营业收入 45.56 亿元, 同比+17.27%; 实现归母净利润 13.18 亿元, 同比+17.92%; 实现扣非归母净利润 12.62 亿元, 同比+34.45%。单 2024 年 Q1 来看, 公司实现营业收入 12.25 亿元, 同比+16.54%; 实现归母净利润 3.67 亿元, 同比+37.31%; 实现扣非归母净利润 3.52 亿元, 同比+40.56%, 实现高速增长。

图1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



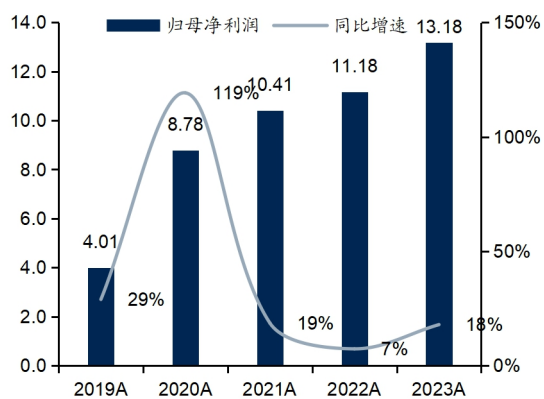
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



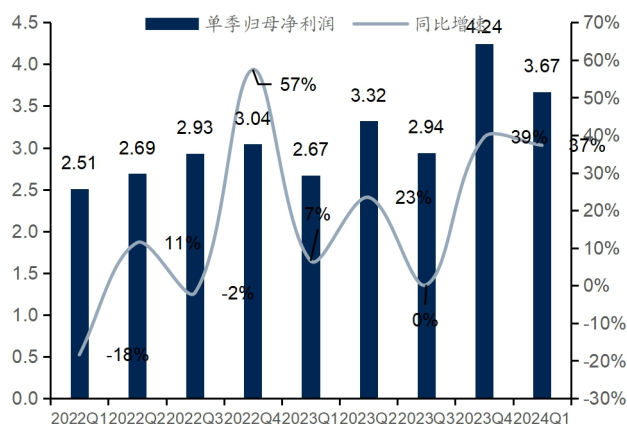
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

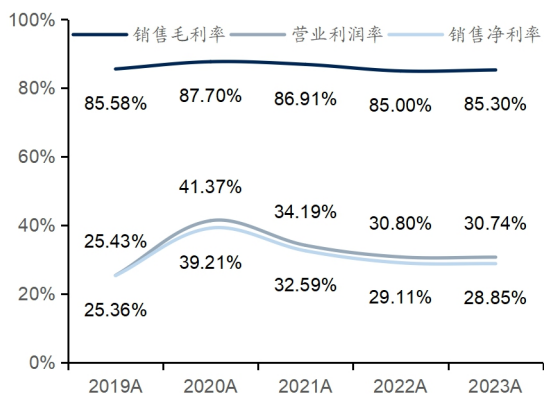
图4: 公司单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

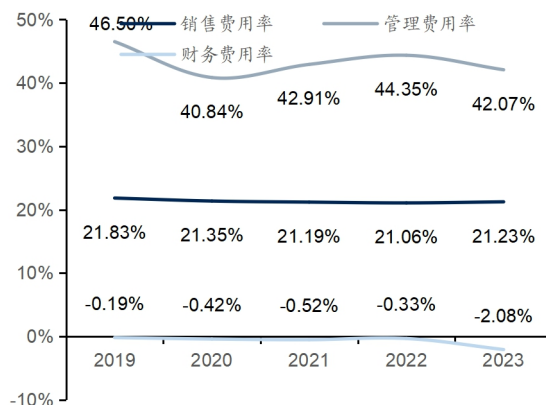
**毛利率保持平稳, 费用控制有效。**2023 年, 公司整体毛利率 85.3% (+0.3%), 较 22 年有所回升。在公司整体控费管理下, 公司销售/管理/研发费用率分别为 21.23%/9.75%/32.32%, 分别+0.17pct/-0.33pct/-1.95pcts。

图5: 公司毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

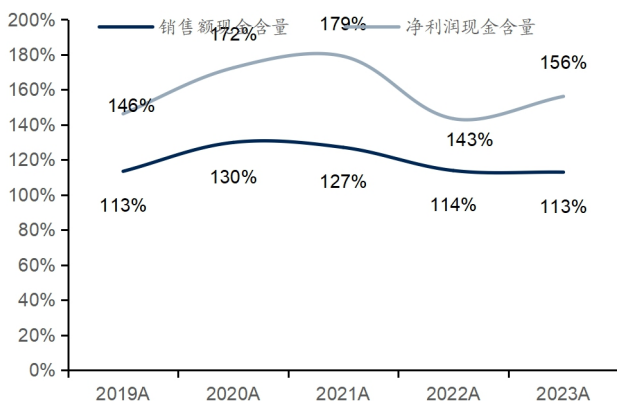
图6: 公司三项费用率变化情况 (管理费用包括研发费用)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

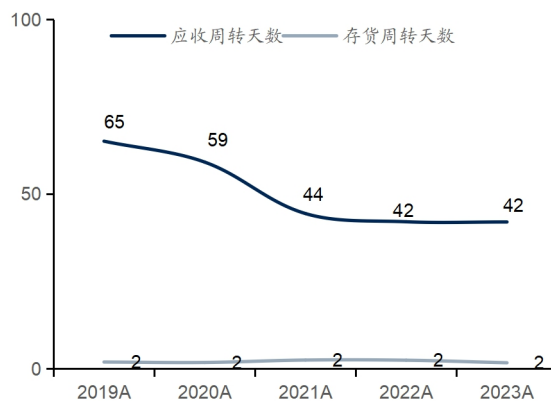
**净利润现金含量提升, 流动资产周转情况保持平稳态势。**公司 23 年销售额现金含量有小幅下降, 净利润现金含量快速提升至 156.14% (+12.71%)。公司应收周转天数与存货周转天数分别为 42 天、2 天, 与 22 年保持不变。

图7: 公司经营性现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司主要流动资产周转情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**投资建议:** 维持“买入”评级。由于信创推进节奏的影响, 我们略下调业绩预测。预计 2024-2026 年归母净利润为 17.09/22.17/28.39 亿元 (原预测 24-25 年为 17.29/22.88 亿元), 对应当前 PE 为 77/60/47 倍。考虑到公司 AI 产品打开新成长空间, 维持“买入”评级。

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	7015	3478	4638	5979	7864	营业收入	3885	4556	5536	7100	9235
应收款项	527	619	752	965	1255	营业成本	583	670	791	910	1131
存货净额	1	1	2	2	2	营业税金及附加	35	37	45	58	75
其他流动资产	1039	2323	2823	3621	4710	销售费用	818	967	1135	1456	1893
<b>流动资产合计</b>	<b>9775</b>	<b>10147</b>	<b>11940</b>	<b>14292</b>	<b>17556</b>	管理费用	392	444	502	643	835
固定资产	203	317	374	436	493	研发费用	1331	1472	1744	2237	2863
无形资产及其他	102	87	85	82	80	财务费用	(13)	(95)	(59)	(77)	(102)
投资性房地产	1533	2329	2329	2329	2329	投资收益	339	219	255	271	248
长期股权投资	444	1094	1194	1294	1394	资产减值及公允价值变动	(2)	5	0	1	2
<b>资产总计</b>	<b>12058</b>	<b>13974</b>	<b>15921</b>	<b>18433</b>	<b>21852</b>	其他收入	(1210)	(1355)	(1584)	(2057)	(2673)
短期借款及交易性金融负债	66	37	50	50	50	营业利润	1197	1401	1793	2327	2980
应付款项	306	453	562	643	802	营业外净收支	2	(11)	1	1	1
其他流动负债	2378	2664	3190	3944	5065	<b>利润总额</b>	<b>1198</b>	<b>1390</b>	<b>1794</b>	<b>2328</b>	<b>2981</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2750</b>	<b>3154</b>	<b>3802</b>	<b>4637</b>	<b>5918</b>	所得税费用	67	75	90	116	149
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	13	(3)	(4)	(5)	(7)
其他长期负债	509	801	831	861	891	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1118</b>	<b>1318</b>	<b>1709</b>	<b>2217</b>	<b>2839</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>509</b>	<b>801</b>	<b>831</b>	<b>861</b>	<b>891</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>3259</b>	<b>3954</b>	<b>4632</b>	<b>5498</b>	<b>6808</b>	净利润	1118	1318	1709	2217	2839
少数股东权益	74	71	68	64	58	资产减值准备	27	(20)	26	8	6
股东权益	8724	9949	11221	12872	14985	折旧摊销	76	72	21	35	42
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>12058</b>	<b>13974</b>	<b>15921</b>	<b>18433</b>	<b>21852</b>	公允价值变动损失	2	(5)	(0)	(1)	(2)
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(13)	(95)	(59)	(77)	(102)
每股收益	2.42	2.85	3.70	4.80	6.15	营运资本变动	(585)	(1467)	57	(138)	(63)
每股红利	0.70	0.73	0.95	1.23	1.57	其它	(18)	18	(29)	(12)	(12)
每股净资产	18.92	21.55	24.30	27.88	32.45	<b>经营活动现金流</b>	<b>621</b>	<b>(85)</b>	<b>1784</b>	<b>2109</b>	<b>2811</b>
ROIC	18.09%	16.46%	33%	61%	76%	资本开支	0	(145)	(101)	(101)	(101)
ROE	12.81%	13.25%	15%	17%	19%	其它投资现金流	5750	(2533)	0	0	0
毛利率	85%	85%	86%	87%	88%	<b>投资活动现金流</b>	<b>5429</b>	<b>(3328)</b>	<b>(201)</b>	<b>(201)</b>	<b>(201)</b>
EBIT Margin	19%	21%	24%	25%	26%	权益性融资	11	22	0	0	0
EBITDA Margin	21%	23%	24%	26%	27%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	18%	17%	22%	28%	30%	支付股利、利息	(323)	(337)	(437)	(567)	(725)
净利润增长率	7%	18%	30%	30%	28%	其它融资现金流	346	528	13	0	0
资产负债率	28%	29%	30%	30%	31%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(288)</b>	<b>(124)</b>	<b>(423)</b>	<b>(567)</b>	<b>(725)</b>
股息率	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%	<b>现金净变动</b>	<b>5761</b>	<b>(3537)</b>	<b>1159</b>	<b>1342</b>	<b>1884</b>
P/E	117.9	100.1	77.2	59.5	46.5	货币资金的期初余额	1254	7015	3478	4638	5979
P/B	15.1	13.3	11.8	10.3	8.8	货币资金的期末余额	7015	3478	4638	5979	7864
EV/EBITDA	168.3	131.1	101.9	75.0	56.0	企业自由现金流	0	(628)	1231	1504	2194
						权益自由现金流	0	(101)	1300	1578	2291

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测



## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032