

研究所

证券分析师:

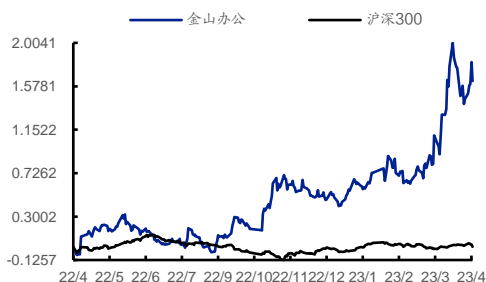
刘熹 S0350523040001

liux10@ghzq.com.cn

业绩超预期，“新体系+AIGC”打开成长空间

——金山办公（688111）2023年一季度报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

2023/04/21

表现	1M	3M	12M
金山办公	32.0%	52.0%	154.1%
沪深300	1.3%	-3.6%	0.9%

市场数据

2023/04/21

当前价格(元)	448.00
52周价格区间(元)	155.00-524.26
总市值(百万)	206,646.72
流通市值(百万)	206,646.72
总股本(万股)	46,126.50
流通股本(万股)	46,126.50
日均成交额(百万)	2,267.80
近一月换手(%)	24.21

事件:

公司发布2023年一季度报:2023年第一季度实现营收10.51亿元,同比增长21.11%;归母净利润2.67亿元,同比增长6.58%;扣非后归母净利润2.50亿元,同比增长24.37%,业绩超市场预期。

投资要点:

■ 双订阅业务持续高增,订阅占比达到76.3%

2023年一季度,整体订阅收入达到8.02亿元,同比增长40.48%,占总收入比到76.3%,同比增长10.5pct。此外,海外业务发展良好,广告和其他业务企稳回升。具体如下:

- 1) 国内个人订阅:**收入5.89亿元,同比增长38.17%,公司不断优化云和协作用户体验,提升用户使用粘性,会员属性持续向长周期转化,带动国内个人办公服务订阅业务稳定增长。
- 2) 国内机构订阅和服务:**收入2.13亿元,同比增长47.28%。公司数字办公解决方案及服务品质不断升级,持续推进政企端云一体化及协作办公进程。
- 3) 国内机构授权:**收入1.82亿元,同比下降21.43%。主要系上年同期高基数及当期信创订单进展影响。我们对公司2023Q2信创整体业务增长持乐观态度。
- 4) 互联网广告和其他:**收入0.67亿元,同比增长3.02%。公司重视用户体验,持续调整互联网广告业务。公司海外业务发展良好。

■ 主要产品MAU保持增长,新会员体系发布

截至2023年3月31日,公司主要产品月度活跃设备数为5.89亿,同比增长2.97%。其中WPS Office PC版月度活跃设备数2.52亿,同比增长8.62%;移动版月度活跃设备数3.34亿,同比下降0.60%。

2023年4月17日,公司会员体系全新升级,将原WPS会员、稻壳会员、超级会员合并为WPS超级会员。WPS超级会员分为基础套餐(148元/年)和Pro套餐(248元/年)。同时,公司在围绕AIGC

及 LLM 领域持续投入，产品智能化体验不断提升。我们认为，新会员体系的推出，叠加公司 AIGC 等方面能力的提升，会员付费价值和付费率水平有望持续提升。

■ 2023 年股权激励计划发布，激发团队士气

公司发布 2023 年限制性股票激励计划（草案），拟向激励对象授予不超过 100 万股限制性股票，约占公司股本总额的 0.22%。首次授予的激励对象为 157 人，包括公司高级管理人员、核心管理人员、技术骨干，授予价格不低于 150 元/股。同时，制定业绩考核目标，以 2022 年为基准：

1) 2023 年，营收增速不低于 15%，机构订阅及服务收入增速不低于 25%；

2) 2023-2024 年，两年收入累计值增长率不低于 147.25%，两年机构订阅及服务收入累计值增速不低于 181.25%；

3) 2023-2025 年，三年收入累计值增长率不低于 299.34%；三年机构订阅及服务收入累计值增速不低于 376.56%。

■ **盈利预测和投资评级：**基于谨慎性原则，本次拟股权激励事项未纳入盈利预测。公司是我国 Office 龙头，将受益于 AIGC 赋能和会员体系的优化升级。我们预计 2023-2025 年归母净利润分别为 16.53/22.92/29.85 亿元，EPS 分别为 3.58/4.97/6.47 元/股，当前股价对应 PE 分别为 124.99/90.15/69.24X，首次覆盖公司，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**宏观经济影响下游需求，信创推进速度不及预期，AIGC 应用落地不及预期，单一产品风险，市场竞争加剧等，股权激励事项的不确定性。

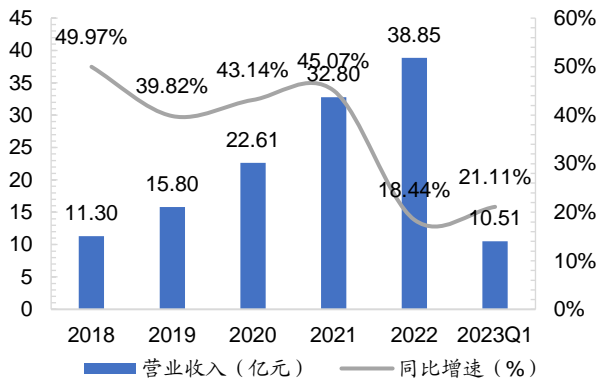
预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	3885	5103	6843	8951
增长率（%）	18	31	34	31
归母净利润（百万元）	1118	1653	2292	2985
增长率（%）	7	48	39	30
摊薄每股收益（元）	2.42	3.58	4.97	6.47
ROE（%）	13	16	18	19
P/E	109.29	124.99	90.15	69.24
P/B	13.98	19.91	16.31	13.20
P/S	31.40	40.50	30.20	23.09
EV/EBITDA	111.60	137.74	99.22	77.34

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

1、双订阅业务持续高增，订阅占比达到 76.3%

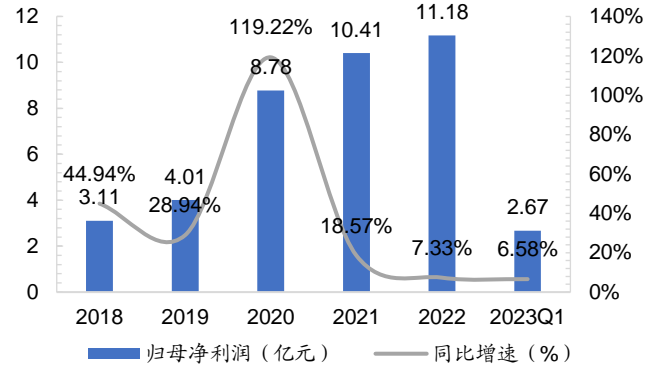
公司发布 2023 年一季报：2023 年第一季度实现营收 10.51 亿元，同比增长 21.11%；归母净利润 2.67 亿元，同比增长 6.58%；扣非后归母净利润 2.50 亿元，同比增长 24.37%，业绩超市场预期。

图 1：2018-2023Q1 公司营收及增速



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 2：2018-2023Q1 公司归母净利润及增速



资料来源：Wind，国海证券研究所

2023 年一季度，整体订阅收入达到 8.02 亿元，同比增长 40.48%，占总收入比到 76.3%，同比增长 10.5pct。此外，海外业务发展向好，广告和其他业务企稳回升。具体如下：

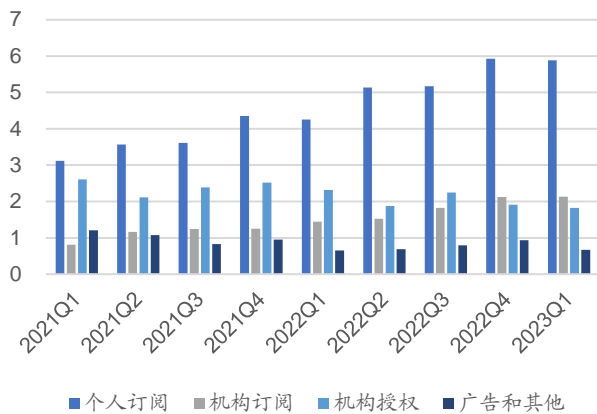
1) 国内个人订阅：收入 5.89 亿元，同比增长 38.17%，公司不断优化云和协作用户体验，提升用户使用粘性，会员属性持续向长周期转化，带动国内个人办公服务订阅业务稳定增长。

2) 国内机构订阅和服务：收入 2.13 亿元，同比增长 47.28%。公司数字办公解决方案及服务品质不断升级，持续推进政企端云一体化及协作办公进程。

3) 国内机构授权：收入 1.82 亿元，同比下降 21.43%。主要系上年同期高基数及当期信创订单进展影响。我们对公司 2023Q2 信创整体业务增长持乐观态度。

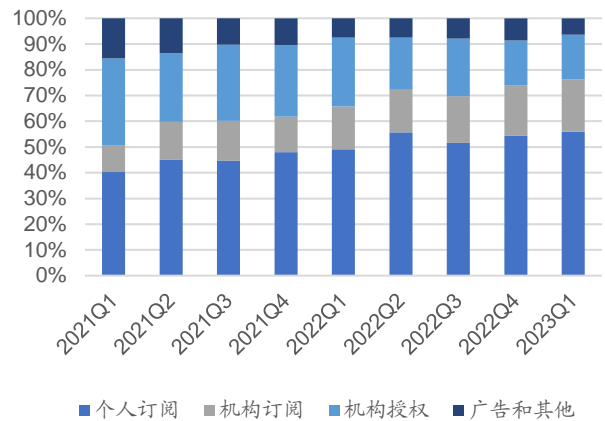
4) 互联网广告和其他：收入 0.67 亿元，同比增长 3.02%。公司重视用户体验，持续调整互联网广告业务。公司海外业务发展良好。

图 3: 2021Q1-2023Q1 公司各业务收入 (亿元)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 4: 2021Q1-2023Q1 公司各业务收入占比 (%)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

2、主要产品 MAU 保持增长，新会员体系发布

截至 2023 年 3 月 31 日，公司主要产品月度活跃设备数为 5.89 亿，同比增长 2.97%。其中 WPS Office PC 版月度活跃设备数 2.52 亿，同比增长 8.62%；移动版月度活跃设备数 3.34 亿，同比增长 0.60%。

2023 年 4 月 17 日，公司会员体系全新升级，将原 WPS 会员、稻壳会员、超级会员合并为 WPS 超级会员。WPS 超级会员分为基础套餐（148 元/年）和 Pro 套餐（248 元/年）。

公司围绕 AIGC 及 LLM 领域持续投入，产品智能化体验不断提升。2022 年，公司不断完善算法能力，优化文档数据搜索功能，持续推进产品智能化进程。同时，积极探索结合 AIGC、LLM 技术的下一代人机交互体验，并在文档翻译、听读、中英文校对、语音及音频转写、智能辅助写作及排版、表格数据智能分析、PPT 一键生成及美化等场景进行融合，为用户提供便捷优质的智能化服务体验。

我们认为，新会员体系的推出，叠加公司产品在 AIGC 等方面的能力持续提升，公司会员付费价值和付费率水平有望持续提升。

图 5: WPS 超级会员基础套餐



资料来源: WPS 超级会员公众号

图 6: WPS 超级会员 Pro 套餐



资料来源: WPS 超级会员公众号

3、2023 年股权激励计划发布，激发团队士气

公司发布 2023 年限制性股票激励计划（草案），拟向激励对象授予不超过 100 万股限制性股票，约占公司股本总额的 0.22%。首次授予的激励对象为 157 人，包括公司高级管理人员、核心管理人员、技术骨干，授予价格不低于 150 元/股。同时，制定业绩考核目标，以 2022 年为基准：

- 1) 2023 年，营收增速不低于 15%，机构订阅及服务收入增速不低于 25%；
- 2) 2023-2024 年，两年收入累计值增长率不低于 147.25%，两年机构订阅及服务收入累计值增速不低于 181.25%；
- 3) 2023-2025 年，三年收入累计值增长率不低于 299.34%；三年机构订阅及服务收入累计值增速不低于 376.56%。

4、盈利预测与评级

基于谨慎性原则，本次拟股权激励事项未纳入盈利预测。公司是我国 Office 龙头，将受益于 AIGC 赋能和会员体系的优化升级。我们预计 2023-2025 年归母净利润分别为 16.53/22.92/29.85 亿元，EPS 分别为 3.58/4.97/6.47 元/股，当前股价对应 PE 分别为 124.99/90.15/69.24X，首次覆盖公司，给予“买入”评级。

5、风险提示

- 1) 宏观经济影响下游需求;
- 2) 信创推进速度不及预期;
- 3) AIGC 应用落地不及预期;
- 4) 单一产品风险;
- 5) 市场竞争加剧等;
- 6) 股权激励事项的不确定性。

附表：金山办公盈利预测表（基于谨慎性原则，本次拟股权激励事项未纳入盈利预测）

证券代码:	688111				股价:	448.00				投资评级:	买入				日期:	2023/04/21			
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E										
盈利能力					每股指标														
ROE	13%	16%	18%	19%	EPS	2.42	3.58	4.97	6.47										
毛利率	85%	86%	87%	87%	BVPS	18.92	22.50	27.47	33.94										
期间费率	31%	29%	29%	29%	估值														
销售净利率	29%	32%	34%	33%	P/E	109.29	124.99	90.15	69.24										
成长能力					P/B	13.98	19.91	16.31	13.20										
收入增长率	18%	31%	34%	31%	P/S	31.40	40.50	30.20	23.09										
利润增长率	7%	48%	39%	30%															
营运能力					利润表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E										
总资产周转率	0.32	0.36	0.39	0.41	营业收入	3885	5103	6843	8951										
应收账款周转率	7.82	6.99	7.67	7.20	营业成本	583	691	885	1172										
存货周转率	3354.98	1335.20	3439.12	1471.82	营业税金及附加	35	51	68	86										
偿债能力					销售费用	818	1072	1423	1871										
资产负债率	27%	27%	27%	28%	管理费用	392	499	671	877										
流动比	3.55	3.50	3.44	3.36	财务费用	-13	-105	-130	-171										
速动比	3.18	3.18	3.19	3.16	其他费用/（-收入）	1331	1739	2324	3043										
资产负债表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E	营业利润	1197	1770	2459	3198										
现金及现金等价物	8208	9874	12599	16131	营业外净收支	2	0	0	0										
应收款项	500	735	899	1254	利润总额	1198	1770	2458	3199										
存货净额	1	4	2	6	所得税费用	67	90	124	168										
其他流动资产	1066	1124	1107	1197	净利润	1131	1680	2334	3030										
流动资产合计	9775	11738	14607	18588	少数股东损益	13	26	42	46										
固定资产	82	66	35	6	归属于母公司净利润	1118	1653	2292	2985										
在建工程	121	181	271	347	现金流量表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E										
无形资产及其他	1635	1710	1744	1798	经营活动现金流	1603	1763	2721	3320										
长期股权投资	444	648	911	1144	净利润	1118	1653	2292	2985										
资产总计	12058	14344	17569	21884	少数股东权益	13	26	42	46										
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	130	137	145	146										
应付款项	306	285	487	525	公允价值变动	30	0	0	0										
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	607	310	746	837										
其他流动负债	2444	3072	3760	5007	投资活动现金流	4502	-97	3	213										
流动负债合计	2750	3356	4247	5532	资本支出	-176	-256	-238	-246										
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	4444	-204	-263	-233										
其他长期负债	509	509	509	509	其他	233	363	504	693										
长期负债合计	509	509	509	509	筹资活动现金流	-354	0	0	0										
负债合计	3259	3865	4757	6041	债务融资	0	0	0	0										
股本	461	461	461	461	权益融资	10	0	0	0										
股东权益	8798	10478	12812	15843	其它	-364	0	0	0										
负债和股东权益总计	12058	14344	17569	21884	现金净增加额	5762	1667	2724	3533										

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所，注释：存货周转率高主要系软件产品公司存货资产少所致。

【计算机小组介绍】

刘熹，计算机行业首席分析师，上海交通大学工商管理&工程管理硕士，多年计算机行业研究经验，2021年新浪财经金麒麟新锐分析师（计算机行业）第三名主要成员。主要研究 AI、数据要素、信创、网络安全、工业软件、智能网联、云计算、地理信息化等赛道。

【分析师承诺】

刘熹，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
 卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（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。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本

公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。