

订阅业务快速增长，加大投入布局未来

——金山办公(688111.SH)2022 年年度报告点评

事件：

公司于 2023 年 3 月 21 日收盘后发布《2022 年年度报告》。

点评：

● 营收与利润实现稳健增长，个人与机构订阅业务均实现快速增长

2022 年，公司实现营业收入 38.85 亿元，同比增长 18.44%；实现归母净利润 11.18 亿元，同比增长 7.33%；实现扣非归母净利润 9.39 亿元，同比增长 11.71%。其中，国内个人办公服务订阅业务收入 20.50 亿元，同比增长 39.91%；国内机构订阅及服务业务收入 6.92 亿元，同比增长 55.06%；国内机构授权业务收入 8.36 亿元，同比减少 13.18%；互联网广告及其他业务收入 3.06 亿元，同比减少 24.45%。全年订阅业务总体收入 27.42 亿元，同比增长 43.45%，收入占比 71%。销售、管理、研发费用率分别为 21.06%、10.09%、34.27%，同比变动-0.13pct、+0.15pct、+1.29pct。

● 设备月活与付费个人用户数稳健增长，信创领域积极迭代产品服务

个人业务方面，公司主要产品月度活跃设备数逆势增长，新增功能和内容型会员特权推动用户使用粘性提升，付费用户规模进一步扩大。截至 2022 年 12 月 31 日，公司主要产品月度活跃设备数为 5.73 亿，同比增长 5.33%，其中 WPS Office PC 版月度活跃设备数 2.42 亿，同比增长 10.50%，WPS Office 移动版月度活跃设备数 3.28 亿，同比增长 2.18%；累计年度付费个人用户数达 2997 万，同比增长 18.12%。机构业务方面，公司持续推进政企端云一体化及协作办公进程。2022 年，数字办公产品新增政企客户 3990 家，数字办公平台相关收入同比增长 57%，其中公有云 SaaS 在期付费企业数同比增长 51%，付费企业续约率超 70%，金额续费率超 100%。

● 围绕 AIGC 及 LLM 领域持续投入，智能办公前景广阔

AI 是公司五大产品战略之一，公司自主研发的文档图片识别与理解、文档转化技术已达到国内领先水平，OCR 和机器翻译技术水平位列国内第一梯队。大语言模型会从两方面改变办公软件行业：1) 更好的人机交互：办公软件功能繁多、交互复杂，过去我们花了大量成本和时间把用户需求转化为具体的功能，但用户学习使用这些功能的成本很高。未来用户只需要一句话描述需求，大语言模型就能够直接解决问题。2) 超强的推理能力：以前的代码都是固定范式的程序，未来的大语言模型具有一定的推理能力，能够自己写程序，根据用户需求动态生成代码。

● 盈利预测与投资建议

公司是国内领先的办公软件和服务提供商，在政策及技术变革驱动下，成长空间广阔。预测公司 2023-2025 年营业收入为 51.85、68.74、90.27 亿元，归母净利润为 15.41、20.78、27.57 亿元，EPS 为 3.34、4.50、5.98 元/股，对应 PE 为 141.61、105.01、79.14 倍。目前各项费用投入较多，净利润率偏低，适用 PS 估值法。过去三年公司 PS 主要运行在 20-100 倍之间，给予 2023 年 45 倍的目标 PS，目标价为 505.83 元，维持“买入”评级。

● 风险提示

付费用户数量增长低于预期的风险；国产化替代进程低于预期的风险；其他公司进入办公软件市场，市场竞争加剧的风险。

买入|维持

当前价/目标价：473.00 元/505.83 元

目标期限：6 个月

基本数据

52 周最高/最低价（元）：473.00 / 158.00

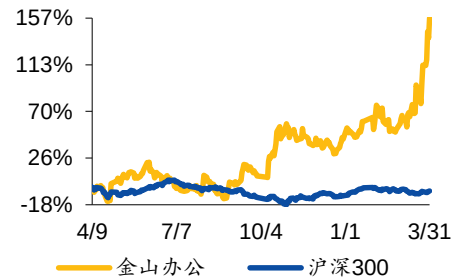
A 股流通股（百万股）：461.22

A 股总股本（百万股）：461.22

流通市值（百万元）：218157.78

总市值（百万元）：218157.78

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-金山办公(688111.SH)2022 年第三季度报告点评：盈利能力持续回稳，双订阅制稳步推进》2022.10.30

《国元证券公司研究-金山办公(688111.SH)2022 年半年度报告点评：订阅业务高速增长，积极进行信创布局》2022.08.24

报告作者

分析师 耿军军

执业证书编号 S0020519070002

电话 021-51097188-1856

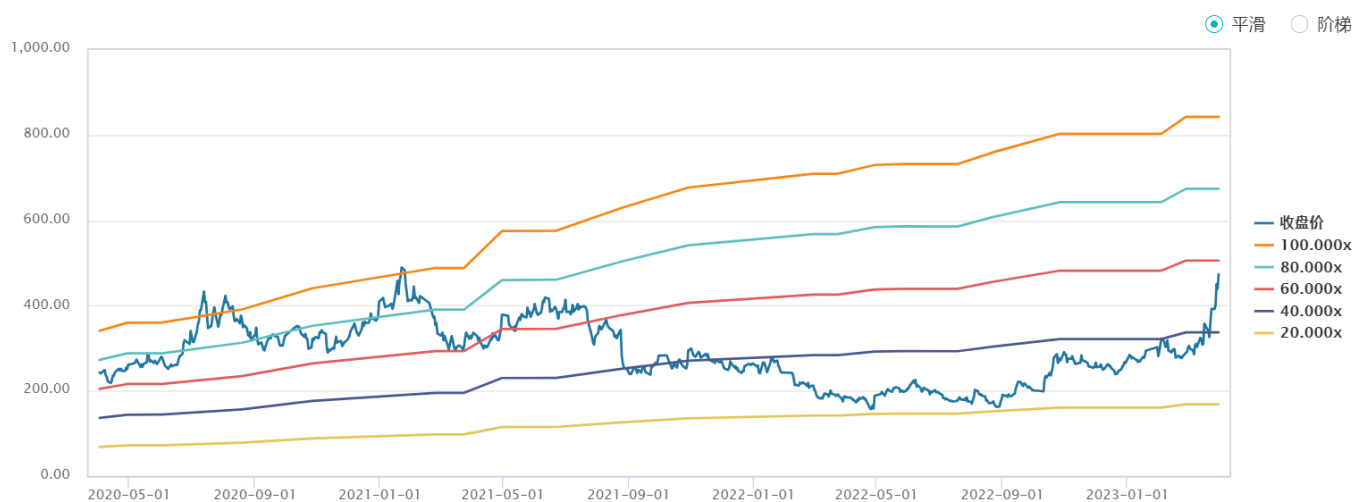
邮箱 gengjunjun@gyzq.com.cn

附表：盈利预测

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3280.06	3884.96	5184.83	6873.78	9027.06
收入同比(%)	45.07	18.44	33.46	32.57	31.33
归母净利润(百万元)	1041.25	1117.53	1540.68	2077.67	2756.84
归母净利润同比(%)	18.57	7.33	37.86	34.85	32.69
ROE(%)	13.49	12.81	15.02	17.62	19.94
每股收益(元)	2.26	2.42	3.34	4.50	5.98
市盈率(P/E)	209.53	195.23	141.61	105.01	79.14

资料来源：Wind，国元证券研究所

图 1：金山办公过去三年 PS-Band



资料来源：Wind，国元证券研究所

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	8694.16	9775.32	11077.28	12818.43	14938.66
现金	1253.96	7015.45	8032.15	9264.89	10720.44
应收账款	411.53	496.79	662.27	876.99	1149.42
其他应收款	36.23	27.09	35.26	45.37	57.77
预付账款	25.60	27.60	31.64	37.00	42.05
存货	2.30	1.16	3.54	4.90	6.70
其他流动资产	6964.54	2207.24	2312.42	2589.28	2962.28
非流动资产	1731.51	2282.36	2419.01	2515.46	2723.66
长期投资	123.19	444.10	477.92	539.86	643.29
固定资产	88.34	82.42	85.47	86.25	89.32
无形资产	117.98	102.29	103.06	105.29	108.58
其他非流动资产	1401.99	1653.55	1752.55	1784.06	1882.46
资产总计	10425.67	12057.68	13496.29	15333.90	17662.32
流动负债	2267.71	2750.22	2833.66	3098.34	3353.49
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	212.20	306.30	381.81	484.90	592.77
其他流动负债	2055.51	2443.91	2451.85	2613.44	2760.72
非流动负债	377.75	509.07	318.78	332.64	348.50
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	377.75	509.07	318.78	332.64	348.50
负债合计	2645.46	3259.29	3152.44	3430.98	3701.99
少数股东权益	60.69	74.09	88.99	109.30	136.82
股本	461.00	461.22	461.26	461.26	461.26
资本公积	4747.52	4941.64	4941.64	4941.64	4941.64
留存收益	2515.21	3310.04	4850.71	6389.15	8418.80
归属母公司股东权益	7719.52	8724.30	10254.85	11793.62	13823.51
负债和股东权益	10425.67	12057.68	13496.29	15333.90	17662.32

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1864.30	1602.92	808.05	1758.00	2268.10
净利润	1068.95	1130.92	1555.58	2097.98	2784.36
折旧摊销	67.77	83.35	53.03	74.54	66.01
财务费用	-17.17	-12.98	-71.95	-83.19	-96.63
投资损失	-205.18	-339.24	-305.85	-314.36	-326.74
营运资金变动	790.52	438.52	-182.90	-126.93	-186.05
其他经营现金流	159.41	302.36	-239.86	109.96	27.17
投资活动现金流	-1363.91	4501.87	170.56	-72.91	-186.62
资本支出	148.85	175.96	8.28	38.26	39.42
长期投资	1422.09	-4444.42	33.19	66.37	107.72
其他投资现金流	207.03	233.42	212.03	31.72	-39.48
筹资活动现金流	-247.33	-354.35	38.09	-452.34	-625.93
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.22	0.04	0.00	0.00
资本公积增加	105.61	194.12	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-352.95	-548.69	38.05	-452.34	-625.93
现金净增加额	251.25	5761.50	1016.70	1232.74	1455.55

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	3280.06	3884.96	5184.83	6873.78	9027.06
营业成本	429.35	582.91	785.14	1042.34	1369.61
营业税金及附加	35.18	34.74	52.37	69.43	91.17
营业费用	694.97	818.20	1081.04	1416.69	1837.91
管理费用	326.00	391.90	513.82	679.13	889.17
研发费用	1081.62	1331.21	1643.08	1989.52	2429.80
财务费用	-17.17	-12.98	-71.95	-83.19	-96.63
资产减值损失	-0.07	-27.21	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	-1.07	-29.71	0.00	0.00	0.00
投资净收益	205.18	339.24	305.85	314.36	326.74
营业利润	1121.30	1196.56	1637.17	2206.77	2927.02
营业外收入	3.62	2.20	0.92	1.03	1.18
营业外支出	6.20	0.52	0.46	0.57	0.69
利润总额	1118.71	1198.24	1637.63	2207.23	2927.51
所得税	49.76	67.32	82.05	109.26	143.16
净利润	1068.95	1130.92	1555.58	2097.98	2784.36
少数股东损益	27.70	13.39	14.90	20.31	27.52
归属母公司净利润	1041.25	1117.53	1540.68	2077.67	2756.84
EBITDA	1171.89	1266.93	1618.24	2198.12	2896.39
EPS (元)	2.26	2.42	3.34	4.50	5.98

主要财务比率

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	45.07	18.44	33.46	32.57	31.33
营业利润(%)	19.88	6.71	36.82	34.79	32.64
归属母公司净利润(%)	18.57	7.33	37.86	34.85	32.69
获利能力					
毛利率(%)	86.91	85.00	84.86	84.84	84.83
净利率(%)	31.74	28.77	29.72	30.23	30.54
ROE(%)	13.49	12.81	15.02	17.62	19.94
偿债能力					
资产负债率(%)	25.37	27.03	23.36	22.38	20.96
净负债比率(%)	1.50	2.02	1.34	1.33	1.35
流动比率	3.83	3.55	3.91	4.14	4.45
速动比率	3.83	3.55	3.91	4.14	4.45
营运能力					
总资产周转率	0.35	0.35	0.41	0.48	0.55
应收账款周转率	7.71	8.13	8.49	8.40	8.38
应付账款周转率	2.44	2.25	2.28	2.41	2.54
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.26	2.42	3.34	4.50	5.98
每股经营现金流(最新摊薄)	4.04	3.48	1.75	3.81	4.92
每股净资产(最新摊薄)	16.74	18.91	22.23	25.57	29.97
估值比率					
P/E	209.53	195.23	141.61	105.01	79.14
P/B	28.26	25.01	21.28	18.50	15.78
EV/EBITDA	177.90	164.55	128.83	94.84	71.98

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。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。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国境内(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属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头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188