

金山办公 (688111)

2024 年半年报点评: C 端稳健, AI 推进

2024 年 08 月 20 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)	3885	4556	5197	7254	8761
同比 (%)	18.44	17.27	14.07	39.58	20.77
归母净利润 (百万元)	1118	1318	1535	2231	2708
同比 (%)	7.33	17.92	16.48	45.36	21.40
EPS-最新摊薄 (元/股)	2.42	2.85	3.32	4.83	5.86
P/E (现价&最新摊薄)	137.33	116.47	99.99	68.79	56.66

关键词: #新产品、新技术、新客户

投资要点

■ 公司发布 2024 年半年报: 1) 收入: 2024 年 Q2 收入 11.88 亿元 (yoy+5.98%) 低于预期, 归母净利润 3.54 亿元 (yoy+6.76%), 扣非归母净利润 3.36 亿元 (yoy+3.12%)。2024 年上半年收入 24.13 亿元 (yoy+11.09%), 归母净利润 7.21 亿元 (yoy+20.38%), 扣非归母净利润 6.88 亿元 (yoy+19.35%)。2) 订阅类收入: 2024 年 Q2 C 端订阅收入 yoy+19.87%、B 端订阅收入 yoy-1.78%、B 端授权收入 yoy-26.73%, 订阅类业务合计收入 yoy+18.14%。Q2 加回合同负债增加值后的还原收入增速 10.35% (高于表观 5.98%, 表明一定的转订阅递延收入影响)。

■ 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: 2024 上半年 C 端订阅收入 15.30 亿元 (yoy+22.2%), Q2 收入增速 19.91%。期末 PC 端活跃设备数 MAD 2.71 亿 (yoy+7.11%), 移动端 MAD 3.28 亿 (yoy+0.31%), 总 MAD 6.02 亿 (yoy+3.08%)。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 6.76 亿 (yoy+77.93%), 体现年费化的持续进展。

2) 付费会员数增长良好, ARPU 持续提升。截至 24H1 付费会员数 3815 万 (yoy+14.79%), 以 PC 端 MAD 测算付费渗透率达 14.1%, ARPU 提升至 76.83 元 (yoy+8.12%)。

3) 后续看点: 公司自 2023 年 4 月起进行会员体系变革后, 过渡期结束有望进一步体现 ARPU 提升。WPS AI 商业化灰度和正式推广, 7 月公司正式发布 WPS AI 2.0, AI 会员和大会员累计年度付费用户数合计已超百万。共同推动公司 C 端基本面二次提速。

■ B 端订阅: 宏观因素传导及转订阅阶段性影响。2024 上半年 B 端订阅收入 4.43 亿元 (yoy+5.95%), Q2 B 端订阅收入 2.01 亿元 (yoy-1.78%), 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) 信创开始逐步推进, 客户预算结构发生变化。我们认为还原合同负债后收入增速相对更为客观。

■ B 端授权: 看好未来三年信创落地弹性。2024 上半年收入 3.25 亿元 (yoy-10.14%), Q2 收入 1.31 亿元 (yoy-26.73%), 低于预期。我们认为未来三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。

■ 广告及其他收入: 2024 上半年收入 1.15 亿元。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:

股价走势



市场数据

收盘价(元)	191.15
一年最低/最高价	185.63/407.00
市净率(倍)	8.52
流通 A 股市值(百万元)	88,411.78
总市值(百万元)	88,411.78

基础数据

每股净资产(元,LF)	22.42
资产负债率(% ,LF)	26.90
总股本(百万股)	462.53
流通 A 股(百万股)	462.53

相关研究

《金山办公(688111): 2024 年一季报点评: 信创开始恢复, 利润超预期》

2024-04-24

《金山办公(688111): 跟踪点评: AI 助力产品客户边界升维》

2024-04-09

- 1) **现金流稳定增长**: 2024 上半年销售商品收到现金 25.21 亿元 (yoy+15.06%)、经营活动现金流净额 6.28 亿元 (yoy+5.51%)。
  - 2) **费用率**: 在整体控费管理下, 在管理和研发方面投入增加, 2024 年 Q2 销售/管理/研发费用费用率分别为 19.03%/8.89%/33.91%; 2024 上半年销售/管理/研发费用 4.42/2.19/8.08 亿元, 费用率分别为 18.32%/9.06%/33.47%, 分别同比-7.06pcts/+5.13pcts/+12.61pcts。
  - 3) **合同负债**: 24 上半年合同负债类科目合计 27.06 亿元 (yoy+23.67%), 较 24Q1 增加 1.24 亿元。
- **盈利预测与投资评级**: 2024 年上半年公司 B 端订阅/授权业务低于预期。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。考虑到宏观降速对未来的预期影响, 我们下调 2024-2026 年收入预测至 51.97/72.54/87.61 亿元 (原预测 57.10/77.44/101.7 亿元); 下调 2024-2026 年归母净利润预测至 15.35/22.31/27.08 (原预测 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
<b>流动资产</b>	<b>10,147</b>	<b>11,900</b>	<b>15,041</b>	<b>18,334</b>	<b>营业总收入</b>	<b>4,556</b>	<b>5,197</b>	<b>7,254</b>	<b>8,761</b>
货币资金及交易性金融资产	6,049	7,660	10,490	13,531	营业成本(含金融类)	670	694	796	881
经营性应收款项	591	727	1,020	1,248	税金及附加	37	51	70	86
存货	1	3	3	3	销售费用	967	1,055	1,451	1,752
合同资产	2	3	4	4	管理费用	444	494	675	788
其他流动资产	3,504	3,507	3,525	3,547	研发费用	1,472	1,663	2,321	2,803
<b>非流动资产</b>	<b>3,827</b>	<b>4,128</b>	<b>4,442</b>	<b>4,717</b>	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	<b>营业利润</b>	<b>1,401</b>	<b>1,644</b>	<b>2,389</b>	<b>2,903</b>
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
<b>资产总计</b>	<b>13,974</b>	<b>16,028</b>	<b>19,483</b>	<b>23,051</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,390</b>	<b>1,646</b>	<b>2,391</b>	<b>2,903</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,154</b>	<b>3,677</b>	<b>4,867</b>	<b>5,681</b>	减:所得税	75	83	126	149
短期借款及一年内到期的非流动负债	37	37	37	37	<b>净利润</b>	<b>1,314</b>	<b>1,563</b>	<b>2,265</b>	<b>2,753</b>
经营性应付款项	453	353	409	450	减:少数股东损益	(3)	28	34	45
合同负债	1,892	2,391	3,409	4,030	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,318</b>	<b>1,535</b>	<b>2,231</b>	<b>2,708</b>
其他流动负债	772	896	1,011	1,165	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.85	3.32	4.83	5.86
非流动负债	801	801	801	801	EBIT	1,091	1,646	2,391	2,903
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,216	1,785	2,537	3,061
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	85.30	86.65	89.03	89.95
租赁负债	42	42	42	42	归母净利率(%)	28.92	29.53	30.76	30.92
其他非流动负债	759	759	759	759	收入增长率(%)	17.27	14.07	39.58	20.77
<b>负债合计</b>	<b>3,954</b>	<b>4,478</b>	<b>5,668</b>	<b>6,482</b>	归母净利润增长率(%)	17.92	16.48	45.36	21.40
归属母公司股东权益	9,949	11,452	13,683	16,391					
少数股东权益	71	99	133	178					
<b>所有者权益合计</b>	<b>10,020</b>	<b>11,550</b>	<b>13,816</b>	<b>16,569</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>13,974</b>	<b>16,028</b>	<b>19,483</b>	<b>23,051</b>					

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	1,860	3,067	3,254	每股净资产(元)	21.55	24.80	29.63	35.49
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	14.39	17.75	18.03
现金净增加额	(3,539)	1,611	2,830	3,041	ROE-摊薄(%)	13.25	13.40	16.31	16.52
折旧和摊销	125	139	146	158	资产负债率(%)	28.30	27.94	29.09	28.12
资本开支	(166)	(254)	(243)	(253)	P/E(现价&最新股本摊薄)	116.47	99.99	68.79	56.66
营运资本变动	807	382	878	563	P/B(现价)	15.42	13.40	11.22	9.36

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>