



金山办公 (688111.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

核心战略定力稳固，持续推进 AI 商业化进程

业绩简评

2024年8月20日公司披露半年报，上半年实现营收24.13亿元，同比增长11.09%；实现归母净利润7.21亿元，同比增长20.38%；实现扣非归母净利润6.88亿元，同比增长19.35%。

经营分析

分业务来看，国内C端服务订阅业务实现快速增长，24年上半年营收为15.30亿元，同比增长22.17%，公司持续致力于重要战略产品WPS AI的升级迭代，正式开启了WPS AI的商业化进程。公司通过加强端云一体的深度运营，逐步提升AI用户的渗透率，并根据用户需求推出全新会员体系，进而推动付费用户持续增长；国内机构订阅及服务业务增速平稳，实现收入4.43亿元，同比增长5.95%；受到党政信创产业调整的影响，国内机构授权业务收入3.25亿元，同比减少10.14%；国际及其他业务收入为1.15亿元，同比减少18.12%。公司继续培养桌面端大屏用户数，全新升级发布WPS AI海外版产品及会员体系，由国际主流模型方提供技术支持，全面增强海外产品能力和体验。

从成本费用角度看，24年上半年公司营业成本同比增长20%，主要系服务器租赁存储和宽带成本增加所致。报告期内公司减少了市场推广费用，导致销售费用同比下降7.06%；管理费用同比增长5.13%，主要是人员薪酬增加所致；研发人员薪酬增加及AI研发投入加大，导致研发费用同比增加12.61%至8.08亿元。

机构订阅业务向SaaS模式转型进展顺利，产品活跃设备数持续增长。公司WPS 365已服务超过1.8万家头部政企客户，发力公有云市场的民企、国企领域，引导机构客户逐步从年场地向年账号模式转型。截至报告期末公司合同负债总额26.85亿元，相关合同负债保持健康增长。截至2024年6月30日，公司主要产品月度活跃设备数为6.02亿，同比增长3.08%；公司累计年度付费个人用户数达到3,815万，同比增长14.79%。公司升级会员体系，包含超级会员、AI会员以及融合前二者权益的大会员，精准满足多元化用户群体的需求。目前AI会员和大会员累计年度付费用户数合计已超百万，为国内个人订阅业务发展注入强劲动力。

盈利预测、估值与评级

参考公司2024年中报，结合公司WPS AI的商业化落地节奏，以及信创市场未来回暖预期，我们预测公司2024-2026年归母净利润分别为15.82/19.22/23.67亿元，对应PE为55.90x/46.01x/37.35x，维持“买入”评级。

风险提示

协同办公市场竞争加剧，双订阅转型不及预期，WPS AI商业化进展不及预期。

计算机组

分析师：孟灿 (执业S1130522050001)

mengcan@gjzq.com.cn

联系人：赵彤

zhaotong3@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：191.15元

相关报告：

1. 《金山办公公司点评：AI+双订阅增速超预期，引领新质生产力在办...》，2024.3.21



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,885	4,556	5,125	5,919	6,938
营业收入增长率	18.44%	17.27%	12.50%	15.49%	17.21%
归母净利润(百万元)	1,118	1,318	1,582	1,922	2,367
归母净利润增长率	7.33%	17.92%	20.02%	21.51%	23.18%
摊薄每股收益(元)	2.423	2.854	3.419	4.155	5.118
每股经营性现金流净额	3.48	4.46	2.82	4.68	5.92
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.81%	13.25%	14.20%	15.17%	16.16%
P/E	109.16	110.79	55.90	46.01	37.35
P/B	13.98	14.67	7.94	6.98	6.04

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	3,280	3,885	4,556	5,125	5,919	6,938
增长率		18.4%	17.3%	12.5%	15.5%	17.2%
主营业务成本	-429	-583	-670	-744	-879	-1,043
%销售收入	13.1%	15.0%	14.7%	14.5%	14.8%	15.0%
毛利	2,851	3,302	3,886	4,381	5,040	5,895
%销售收入	86.9%	85.0%	85.3%	85.5%	85.2%	85.0%
营业税金及附加	-35	-35	-37	-41	-47	-56
%销售收入	1.1%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-695	-818	-967	-948	-1,065	-1,200
%销售收入	21.2%	21.1%	21.2%	18.5%	18.0%	17.3%
管理费用	-326	-392	-444	-461	-488	-538
%销售收入	9.9%	10.1%	9.8%	9.0%	8.3%	7.8%
研发费用	-1,082	-1,331	-1,472	-1,691	-1,865	-2,081
%销售收入	33.0%	34.3%	32.3%	33.0%	31.5%	30.0%
息税前利润 (EBIT)	713	726	965	1,240	1,575	2,020
%销售收入	21.7%	18.7%	21.2%	24.2%	26.6%	29.1%
财务费用	17	13	95	70	81	95
%销售收入	-0.5%	-0.3%	-2.1%	-1.4%	-1.4%	-1.4%
资产减值损失	-12	-25	-23	-24	-11	0
公允价值变动收益	-1	-30	-3	4	4	4
投资收益	205	339	219	240	240	240
%税前利润	18.3%	28.3%	15.8%	14.1%	11.7%	9.5%
营业利润	1,121	1,197	1,401	1,694	2,054	2,525
营业利润率	34.2%	30.8%	30.7%	33.1%	34.7%	36.4%
营业外收支	-3	2	-11	4	4	4
税前利润	1,119	1,198	1,390	1,698	2,058	2,529
利润率	34.1%	30.8%	30.5%	33.1%	34.8%	36.5%
所得税	-50	-67	-75	-92	-111	-137
所得税率	4.4%	5.6%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%
净利润	1,069	1,131	1,314	1,607	1,947	2,392
少数股东损益	28	13	-3	25	25	25
归属于母公司的净利润	1,041	1,118	1,318	1,582	1,922	2,367
净利率	31.7%	28.8%	28.9%	30.9%	32.5%	34.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,069	1,131	1,314	1,607	1,947	2,392
少数股东损益	28	13	-3	25	25	25
非现金支出	107	156	148	73	77	83
非经营收益	-200	-291	-212	-245	-250	-249
营运资金变动	888	607	807	-134	387	508
经营活动现金净流	1,864	1,603	2,058	1,300	2,162	2,735
资本开支	-149	-176	-166	1,781	-126	-127
投资	-1,422	4,444	-5,171	-200	-210	-210
其他	207	233	127	240	240	240
投资活动现金净流	-1,364	4,502	-5,210	1,821	-96	-97
股权募资	0	10	22	0	0	0
债权募资	0	0	0	-7	0	0
其他	-247	-364	-406	-396	-396	-396
筹资活动现金净流	-247	-354	-385	-403	-396	-396
现金净流量	251	5,762	-3,539	2,719	1,670	2,242

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,254	7,015	3,478	6,183	7,837	10,062
应收款项	451	527	619	627	701	790
存货	2	1	1	3	3	3
其他流动资产	6,986	2,231	6,049	5,268	5,424	5,569
流动资产	8,694	9,775	10,147	12,081	13,965	16,425
%总资产	83.4%	81.1%	72.6%	78.9%	80.5%	82.3%
长期投资	168	491	1,136	1,191	1,256	1,321
固定资产	88	203	317	389	446	487
%总资产	0.8%	1.7%	2.3%	2.5%	2.6%	2.4%
无形资产	315	315	318	339	355	371
非流动资产	1,732	2,282	3,827	3,230	3,384	3,521
%总资产	16.6%	18.9%	27.4%	21.1%	19.5%	17.7%
资产总计	10,426	12,058	13,974	15,311	17,349	19,946
短期借款	40	66	37	37	37	37
应付款项	303	404	557	443	505	579
其他流动负债	1,925	2,281	2,560	2,809	3,225	3,744
流动负债	2,268	2,750	3,154	3,288	3,766	4,359
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	378	509	801	788	792	796
负债	2,645	3,259	3,954	4,077	4,559	5,155
普通股股东权益	7,720	8,724	9,949	11,139	12,669	14,645
其中：股本	461	461	462	462	462	462
未分配利润	2,408	3,157	4,093	5,282	6,811	8,786
少数股东权益	61	74	71	96	121	146
负债股东权益合计	10,426	12,058	13,974	15,311	17,349	19,946

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	2.259	2.423	2.854	3.419	4.155	5.118
每股净资产	16.745	18.916	21.547	24.083	27.391	31.663
每股经营现金净流	4.044	3.475	4.456	2.816	4.682	5.923
每股股利	0.700	0.730	0.880	0.850	0.850	0.850
回报率						
净资产收益率	13.49%	12.81%	13.25%	14.20%	15.17%	16.16%
总资产收益率	9.99%	9.27%	9.43%	10.33%	11.08%	11.87%
投入资本收益率	8.69%	7.71%	9.04%	10.37%	11.58%	12.85%
增长率						
主营业务收入增长率	45.07%	18.44%	17.27%	12.50%	15.49%	17.21%
EBIT增长率	28.76%	1.83%	32.93%	28.45%	27.04%	28.29%
净利润增长率	18.57%	7.33%	17.92%	20.02%	21.51%	23.18%
总资产增长率	22.49%	15.65%	15.89%	9.57%	13.31%	14.97%
资产管理能力						
应收账款周转天数	45.0	42.7	42.6	43.0	42.0	40.0
存货周转天数	1.5	1.1	0.7	1.6	1.5	1.4
应付账款周转天数	149.9	162.3	207.0	170.0	165.0	160.0
固定资产周转天数	9.8	7.7	5.5	6.5	6.0	4.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-104.83%	-92.54%	-60.00%	-78.92%	-83.43%	-88.20%
EBIT利息保障倍数	-41.5	-55.9	-10.2	-17.7	-19.4	-21.3
资产负债率	25.37%	27.03%	28.30%	26.62%	26.28%	25.85%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	6	14	21	95
增持	1	1	5	7	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.14	1.26	1.25	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究