

2024年8月21日

何利超

H70529@capital.com.tw

目标价(元)

250

公司基本资讯

|                 |                              |
|-----------------|------------------------------|
| 产业别             | 计算机                          |
| A 股价(2024/8/20) | 191.15                       |
| 上证指数(2024/8/20) | 2866.66                      |
| 股价 12 个月高/低     | 405.54/185.63                |
| 总发行股数(百万)       | 462.53                       |
| A 股数(百万)        | 462.53                       |
| A 市值(亿元)        | 884.12                       |
| 主要股东            | 金山办公应用<br>软件有限公司<br>(51.59%) |
| 每股净值(元)         | 22.50                        |
|                 | 一个月 三个月 一年                   |
| 股价涨跌(%)         | -5.00 -26.16 -47.93          |

近期评等

| 出刊日期       | 前日收盘   | 评等   |
|------------|--------|------|
| 2022-03-23 | 325.40 | 区间操作 |
| 2023-02-27 | 288.71 | 买进   |
| 2024-01-04 | 340.88 | 区间操作 |

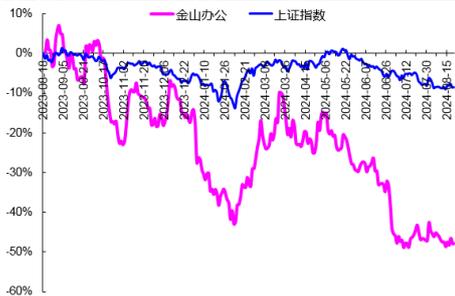
产品组合

|           |        |
|-----------|--------|
| 办公服务订阅    | 63.40% |
| 国内机构订阅及服务 | 18.35% |
| 国内机构授权业务  | 13.45% |
| 国际及其他业务   | 4.77%  |

机构投资者占流通 A 股比例

|      |       |
|------|-------|
| 基金   | 17.5% |
| 一般法人 | 54.1% |

股价相对大盘走势



金山办公 (688111.SH)

Buy 买进

二季度业绩略有承压，后续关注办公 AI 化进展

公司发布2024年中报，上半年营收24.13亿元，同比+11.1%；归母净利润7.21亿元，同比+20.4%，扣非净利润6.88亿元，同比+19.4%。

单看Q2，单季度营收11.9亿元，同比+6.0%；归母净利润3.54亿元，同比+6.7%，业绩略低于预期，考虑到当前股价位置较低，仍维持“买进”评级。

■ **个人业务维持较高增长，信创业务持续承压：**分业务来看，上半年国内个人办公服务订阅营收为 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，并通过提升用户粘性及付费转化率带动稳健增长；机构订阅收入4.43亿元，同比+5.95%，随着公司推出WPS 365办公新质生产力平台，公司相关销售模式进入深度转型阶段，相关增速略有下滑；国内机构授权收入3.25亿元，同比-10.14%，受党政信产业调整影响承压显著；国际及其他业务收入1.15亿元，同比-18.12%，目前相关业务主要着力于升级发布WPS AI海外版产品及会员体系。

■ **费用管控持续见效，带动盈利能力提升：**上半年公司销售/管理/研发费用率为18.32%/9.06%/33.47%，同比-3.58/-0.51/+0.46个百分点，公司减少了市场推广相关费用，主要成本增长来源于服务器租赁存储和宽带成本增加所致，此外公司加大了AI相关领域投入；费用管控带动公司上半年净利率29.92%，同比上升2.5个百分点，推动利润快速增长。

■ **金山办公长期推进相关研发、积极拥抱AI新时代：**公司持续投入AI相关领域研发，不断增强AI竞争力，旗下WPS AI正式开启公测，锚定AIGC内容创作、Copilot智慧助手、Insight知识洞察三大战略方向，全面对标Microsoft 365 Copilot。已接入WPS文字、演示、表格、PDF、金山文档等产品线，解决用户在内容生成、内容理解、指令操作等方面的日常办公难题、提升工作效率、进一步赋能智能办公新场景，为用户开启智能办公新体验。我们认为WPS+GPT的未来模式有望打开新的成长空间，一方面更简单智能的办公模式将带来用户群体扩充，另一方面GPT智能办公有望吸引免费用户加快转付费，付费渗透率和ARPU有望双向提升。同时全产品线+GPT将有可能催生更多新产品的可能，类似微软的Business Chat类型的AI办公助理或将是公司未来潜在布局的新产品选择之一。未来公司将进一步加大AI领域的投入，推出更多创新性的AI能力，不断拓展AI技术的应用场景，并加快商业化进程，为公司业绩增长注入新动力。

■ **微软GPT赋能OFFICE带来办公领域全新变革，未来WPS+AI有望打开新空间：**Microsoft 365 Copilot将全产品线接入GPT，开启新一轮办公领域革命，震撼全球。文档作为用户创作内容的主要载体之一，此次AI技术革命有望加速办公软件从“效率工具”到“生产工具”的变革，极大提升组织和个人用户的工作效率。考虑到中国目前禁止使用国外AI相关软件，AI革命将为国产软件开辟更大的商业空间。金山办公近年来持续跟进AI方向，在NLP、CV等领域均有技术落地，并探索WPS智能写作、PPT文稿智能美化等AIGC功能，未来有望跟进WPS+GPT模式，在中文语境下引领国产办公领域革命。

■ **盈利预期：**我们预计公司 2024-2026 年净利润分别为 15.43 亿/18.70 亿/23.80 亿元，YOY 分别为+17.12%/+21.16%/+27.30%；EPS 分别为 3.34/4.04/5.15 元，当前股价对应 A 股 2023-2025 年 P/E 为 57/47/37 倍，维持“买进”建议。

■ **风险提示：**1、信创订单不及预期；2、“AI+办公”商用化进展不及预期；3、付费转化率不及预期。

| 年度截止 12 月 31 日 |         | 2022  | 2023   | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|----------------|---------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 纯利(Net profit) | RMB 百万元 | 1118  | 1318   | 1543   | 1870   | 2380   |
| 同比增减           | %       | 7.33% | 17.92% | 17.12% | 21.16% | 27.30% |
| 每股盈余(EPS)      | RMB 元   | 2.42  | 2.85   | 3.34   | 4.04   | 5.15   |
| 同比增减           | %       | 7.09% | 17.66% | 17.19% | 21.16% | 27.30% |
| A 股市盈率(P/E)    | X       | 108   | 100    | 57     | 47     | 37     |
| 股利(DPS)        | RMB 元   | 0.73  | 0.88   | 0.90   | 1.00   | 1.20   |
| 股息率(Yield)     | %       | 0.26% | 0.31%  | 0.47%  | 0.52%  | 0.63%  |

### 【投资评等说明】

#### 评等定义

|                    |                             |
|--------------------|-----------------------------|
| 强力买进 (Strong Buy)  | 潜在上涨空间 $\geq 35\%$          |
| 买进 (Buy)           | $15\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 35\%$ |
| 区间操作 (Trading Buy) | $5\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 15\%$  |
|                    | 无法由基本面给予投资评等                |
| 中立 (Neutral)       | 预期近期股价将处于盘整                 |
|                    | 建议降低持股                      |

## 附一：合并损益表

| 百万元           | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入          | 3885 | 4556 | 5071  | 6263  | 8300  |
| 经营成本          | 583  | 670  | 667   | 789   | 1005  |
| 营业税金及附加       | 35   | 37   | 51    | 63    | 83    |
| 销售费用          | 818  | 967  | 963   | 1206  | 1619  |
| 管理费用          | 1723 | 1917 | 2155  | 2631  | 3486  |
| 财务费用          | (13) | (95) | (25)  | (31)  | (42)  |
| 资产减值损失        | (27) | (7)  | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益          | (30) | (3)  | (10)  | (10)  | (10)  |
| 营业利润          | 1197 | 1401 | 1639  | 1987  | 2529  |
| 营业外收入         | 2    | 1    | 2     | 2     | 2     |
| 营业外支出         | 1    | 12   | 1     | 1     | 1     |
| 利润总额          | 1198 | 1390 | 1640  | 1988  | 2530  |
| 所得税           | 67   | 75   | 66    | 80    | 101   |
| 少数股东权益        | 13   | (3)  | 31    | 38    | 49    |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 1118 | 1318 | 1543  | 1870  | 2380  |

## 附二：合并资产负债表

| 百万元       | 2022  | 2023  | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金      | 7015  | 3478  | 4852  | 6708  | 9378  |
| 应收帐款      | 497   | 567   | 811   | 1002  | 1328  |
| 存货        | 1     | 1     | 3     | 4     | 5     |
| 流动资产合计    | 9775  | 10147 | 9736  | 12026 | 15936 |
| 长期股权投资    | 444   | 1094  | 1000  | 1000  | 1000  |
| 固定资产合计    | 82    | 69    | 90    | 90    | 90    |
| 在建工程      | 121   | 248   | 250   | 250   | 250   |
| 非流动资产合计   | 2282  | 3827  | 4500  | 4500  | 4500  |
| 资产总计      | 12058 | 13974 | 14236 | 16526 | 20436 |
| 流动负债合计    | 2750  | 3154  | 2535  | 3132  | 4150  |
| 非流动负债合计   | 509   | 801   | 736   | 1285  | 2719  |
| 负债合计      | 3259  | 3954  | 3272  | 4416  | 6869  |
| 少数股东权益    | 74    | 71    | 102   | 140   | 189   |
| 股东权益合计    | 8798  | 10020 | 10965 | 12109 | 13567 |
| 负债及股东权益合计 | 12058 | 13974 | 14236 | 16526 | 20436 |

## 附三：合并现金流量表

| 百万元           | 2022  | 2023   | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 经营活动产生的现金流量净额 | 1603  | 2058   | 2028  | 2505  | 3320  |
| 投资活动产生的现金流量净额 | 4502  | (5210) | (500) | (500) | (500) |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | (354) | (385)  | (150) | (150) | (150) |
| 现金及现金等价物净增加额  | 5761  | (3539) | 1378  | 1855  | 2670  |

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 不在此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告, 不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。