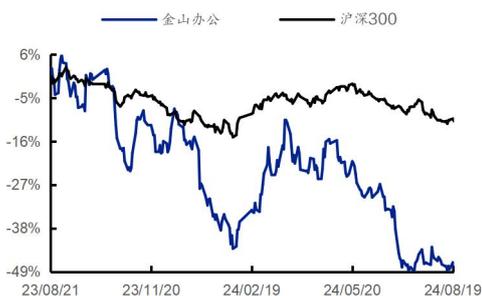


研究所：
 证券分析师：刘熹 S0350523040001
 liux10@ghzq.com.cn

收入利润韧性增长，“WPS AI+大会员”付费 数超百万

——金山办公（688111）2024 年半年报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现		2024/08/20		
表现		1M	3M	12M
金山办公		-6.1%	-34.5%	-47.9%
沪深 300		-5.8%	-9.7%	-11.9%

市场数据		2024/08/20
当前价格(元)		191.15
52 周价格区间(元)		185.63-407.00
总市值(百万)		88,411.78
流通市值(百万)		88,411.78
总股本(万股)		46,252.56
流通股本(万股)		46,252.56
日均成交额(百万)		548.17
近一月换手(%)		10.51

相关报告

- 《金山办公（688111）2023 年业绩快报点评：扣非业绩增速 35%，WPS AI 表现亮眼（买入）*软件开发*刘熹》——2024-02-28
- 《金山办公（688111.SZ）WPS AI：生产力工具新范式（买入）*软件开发*刘熹》——2024-01-03
- 《金山办公（688111）科创板公司动态研究：订阅制转型顺利推进，WPS AI 变现可期（买入）*软件开发*刘熹》——2023-10-27
- 《金山办公（688111）2023 半年报点评：订阅业

事件：

2024 年 8 月 20 日，公司发布 2024 年半年报。2024H1，公司营收 24.13 亿元，同比+11.09%；归母净利润 7.21 亿元，同比+20.38%；扣非归母净利润 6.88 亿元，同比+19.35%；

2024Q2，公司营收 11.88 亿元，同比+5.98%；归母净利润 3.54 亿元，同比+6.74%；扣非归母净利润 3.36 亿元，同比+3.03%；

投资要点：

■ 各业务线维持增长韧性、坚持技术立业加大研发投入

2024H1，国内个人订阅 15.3 亿元，同比+22%；国内机构订阅 4.43 亿元，同比+6%；国内机构授权 3.25 亿元，同比-10%；国际及其他业务 1.15 亿元，同比-18%。截至 2024H1，个人订阅与机构订阅收入占总收入比重已达 82%，同比提升 5pct。

2024H1 公司销售/管理/研发费用率分别为 18.32%/9.06%/33.47%，分别同比-3.58/-0.51/+0.46pct；公司研发费用 8.08 亿元，同比+13%，研发人员总数 2991 人，占总人数比重为 65%。

■ C 端商业化进展顺利、个人订阅稳步提升

2024 年 7 月公司推出 WPS AI 2.0，AI 助力公司产品月活跃度稳定增长；公司全新会员体系精准满足多元化用户群体需求，个人用户付费转化率及客单价持续提升。截至 2024 年 6 月底，公司产品月度活跃设备数为 6.02 亿，同比+3.08%。其中 WPS Office PC 版月度活跃设备数 2.71 亿，同比+7.11%；WPS Office 移动版月度活跃设备数 3.28 亿，同比+0.31%；公司累计年度付费个人用户数 3815 万人，同比+15%，其中 WPS AI 会员+WPS 大会员累计年度付费个人用户数合计超百万。

■ B 端坚定 SaaS 化转型、合同负债健康增长

2024H1，公司推出 WPS AI 企业版，进一步升级 WPS 365，加大力度推动政企客户付费模式更新升级，带动 WPS 365 的主流客户向公有云市场的中大型企业领域扩张。

截至 2024H1，WPS 365 累计服务超过 18000 家头部政企客户；公司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。2024H1 公司合同负债总额达 26.85 亿元，国内机构订阅

务持续高增，WPS AI 打开长期成长空间（买入）*
软件开发*刘熹》——2023-08-24

《金山办公（688111）点评报告：Copilot 定价涨幅 40%+，WPS ALL in AI（买入）*软件开发*刘熹》
——2023-06-05

业务向 SaaS 模式转型亦进展顺利。

- **盈利预测和投资评级：**金山办公是国产办公软件龙头，订阅制转型持续推进叠加 WPS AI 商业化加速，公司发展或将迎来量、价齐升。预计 2024-2026 年公司收入 51.77/60.28/70.67 亿元，归母净利润分别为 16.09/20.21/25.75 亿元，EPS 分别为 3.48/4.37/5.57 元/股，当前股价对应 PE 分别为 55/44/34X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济下行影响下游需求，WPS AI 商业化不及预期，新技术研发不及预期，市场竞争加剧，单一产品风险等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	4556	5177	6028	7067
增长率(%)	17	14	16	17
归母净利润（百万元）	1318	1609	2021	2575
增长率(%)	18	22	26	27
摊薄每股收益（元）	2.85	3.48	4.37	5.57
ROE(%)	13	14	15	16
P/E	110.56	54.96	43.75	34.34
P/B	14.67	7.60	6.48	5.45
P/S	32.05	17.08	14.67	12.51
EV/EBITDA	117.30	49.84	38.59	29.61

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：金山办公盈利预测表

证券代码：	688111				股价：	191.15				投资评级：	买入				日期：	2024/08/20			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E										
盈利能力					每股指标														
ROE	13%	14%	15%	16%	EPS	2.86	3.48	4.37	5.57										
毛利率	85%	86%	86%	85%	BVPS	21.55	25.14	29.50	35.07										
期间费率	29%	29%	28%	26%	估值														
销售净利率	29%	31%	34%	36%	P/E	110.56	54.96	43.75	34.34										
成长能力					P/B	14.67	7.60	6.48	5.45										
收入增长率	17%	14%	16%	17%	P/S	32.05	17.08	14.67	12.51										
利润增长率	18%	22%	26%	27%															
营运能力					利润表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E										
总资产周转率	0.35	0.35	0.35	0.35	营业收入	4556	5177	6028	7067										
应收账款周转率	8.57	8.55	8.60	8.91	营业成本	670	749	873	1027										
存货周转率	521.12	500.42	648.41	685.85	营业税金及附加	37	48	56	64										
偿债能力					销售费用	967	1082	1212	1346										
资产负债率	28%	27%	26%	26%	管理费用	444	466	512	558										
流动比	3.22	2.73	2.98	3.20	财务费用	-95	-52	-49	-83										
速动比	2.11	1.99	2.33	2.64	其他费用/（-收入）	1472	1657	1875	2122										
					营业利润	1401	1730	2164	2747										
资产负债表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	营业外净收支	-11	2	1	1										
现金及现金等价物	6049	6207	8598	11695	利润总额	1390	1732	2165	2749										
应收款项	569	647	760	831	所得税费用	75	104	130	160										
存货净额	1	2	1	2	净利润	1314	1628	2035	2589										
其他流动资产	3528	2607	2673	2789	少数股东损益	-3	19	14	14										
流动资产合计	10147	9462	12031	15317	归属于母公司净利润	1318	1609	2021	2575										
固定资产	69	87	103	116															
在建工程	248	223	201	181	现金流量表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E										
无形资产及其他	2416	5157	5207	5258	经营活动现金流	2058	1448	2045	2680										
长期股权投资	1094	1094	1094	1094	净利润	1318	1609	2021	2575										
资产总计	13974	16023	18636	21966	少数股东损益	-3	19	14	14										
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	125	31	33	35										
应付款项	453	382	445	524	公允价值变动	3	0	0	0										
合同负债	1892	2228	2596	3043	营运资金变动	807	124	399	552										
其他流动负债	808	854	1000	1216	投资活动现金流	-5210	-1799	246	317										
流动负债合计	3154	3464	4042	4783	资本支出	-166	-31	-56	-57										
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	-5171	-410	-110	-110										
其他长期负债	801	843	843	843	其他	127	-1358	412	485										
长期负债合计	801	843	843	843	筹资活动现金流	-385	109	0	0										
负债合计	3954	4307	4885	5626	债务融资	0	-12	0	0										
股本	462	463	463	463	权益融资	22	68	0	0										
股东权益	10020	11716	13751	16340	其它	-406	54	0	0										
负债和股东权益总计	13974	16023	18636	21966	现金净增加额	-3539	-242	2291	2997										

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【计算机小组介绍】

刘熹，计算机行业首席分析师，上海交通大学硕士，多年计算机行业研究经验，致力于做前瞻性深度研究，挖掘投资机会。新浪金麒麟新锐分析师、Wind 金牌分析师团队核心成员。

【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视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。