



## 买入（维持）

所属行业：计算机/软件开发  
当前价格(元)：187.71

### 证券分析师

陈涵泊

资格编号：S0120524040004

邮箱：chenhb3@tebon.com.cn

### 研究助理

王思

邮箱：wangsi@tebon.com.cn

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-7.75	-23.97	-35.28
相对涨幅(%)	-1.37	-18.75	-25.41

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

- 《金山办公发布业绩预告，AI加持有望维持高增速》，2024.1.15
- 《WPSAI全面公测，加速国内大模型应用落地进程》，2023.11.22

# 金山办公：加速订阅转型，AI商业化稳步推进

## 投资要点

- 个人订阅增长稳健，机构订阅加速转型略有拖累。**2024H1，公司分别实现营收、归母净利润、扣非净利润 24.13、7.21、6.88 亿元，同比增长 11.09%、20.38%、19.35%。单 Q2 季度，公司分别实现营收、归母净利润、扣非归母净利润 11.88、3.54、3.36 亿元，同比增长 5.98%、6.74%、3.03%。分业务来看，2024H1 个人订阅、机构订阅、机构授权、国际及其他业务分别实现 15.30、4.43、3.25、1.15 亿元，同比变化 22.17%、5.95%、-10.14%、-18.12%，其中个人与机构订阅收入占比达 82%，同比提升 5 个百分点。此外，上半年公司实现合同负债 26.85 亿元，同比增长 24%，经营净现金 6.28 亿元，同比增长 6%，为公司未来营收提供保障。
- 坚定 AI 研发，完善 AI 产品加速商业化落地。**2024H1，公司研发投入 8.08 亿元，同比增长 12.61%，研发费用率为 33.47%，同比增长 0.45pct，为产品持续发展注入稳定动力。金山办公 WPS AI 已迭代升级至 2.0，为各类用户带来了 AI 办公的全新体验。推出了面向个人办公效率场景的 WPS AI 办公助手，面向组织管理与提效场景的 WPS AI 企业版，以及面向政务公文处理场景的 WPS AI 政务版。公司不仅加强了现有 AI 模型的训练与优化，还自主研发了算力调度平台，以优化资源分配和提高计算效率，积极应对 AI 大模型技术对软件产品带来的影响。
- 个人订阅 AI 商业化探索进展顺利，AI 赋能已显较大成效。**2024 年 3 月，公司推出了全新会员体系，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。截至 2024 年 6 月，公司主要产品月度活跃设备数为 6.02 亿，同比增长 3.08%。其中 WPS Office PC 版与移动版月度活跃设备数分别为 2.71、3.28 亿，同比增长 7.11%、0.31%。2024 年上半年，公司个人用户的付费转化率与客单价不断提升，累计年度付费个人用户数达到 3815 万，同比增长 14.79%，AI 会员和大会员累计年度付费用户数合计已超百万。AI 功能有望进一步提升客户付费意愿并带动 ARPR 提升，为个人订阅业务发展注入强劲动力。
- 国内机构订阅加速向 SaaS 化转型，信创常态化增强机构业务确定性。**2024 年上半年，公司推出了面向组织和企业客户的办公新质生产力平台 WPS 365，整合升级版的 WPS Office、WPS 协作及 WPS AI 企业版，实现整个组织高效协作和安全管控。截至 2024 年 6 月，公司 WPS 365 已服务超过 1.8 万家头部政企客户，引导机构客户逐步从年场地向年账号模式转型，相关合同负债保持健康增长。2024H1，公司机构授权业务同比下滑 10.15%，主要系党政信创产业调整的影响。我们认为，随着万亿特别国债等政策的落地，并伴随着信创由党政向行业全面推广，公司有望凭借完善的办公信创生态以及深厚的客户积累，机构业务具有长期增长动能。
- 投资建议。**我们认为，AI 技术有望提升了用户对办公软件的依赖度和付费意愿，信创推进利好公司机构业务发展。我们预计，公司 2024-2026 年收入为 52.45/65.85/83.15 亿元，归母净利润为 14.75/18.41/24.01 亿元，EPS 为 3.19/3.98/5.19，维持“买入”评级。
- 风险提示：**AI 推广不及预期、付费用户增长不及预期、政策落地不及预期等。

**股票数据**

总股本(百万股):	462.53
流通 A 股(百万股):	462.53
52 周内股价区间(元):	187.33-394.60
总市值(百万元):	86,820.69
总资产(百万元):	14,270.71
每股净资产(元):	22.40

资料来源: 公司公告

**主要财务数据及预测**

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,885	4,556	5,245	6,585	8,315
(+/-)YOY(%)	18.4%	17.3%	15.1%	25.6%	26.3%
净利润(百万元)	1,118	1,318	1,475	1,841	2,401
(+/-)YOY(%)	7.3%	17.9%	11.9%	24.8%	30.4%
全面摊薄 EPS(元)	2.42	2.85	3.19	3.98	5.19
毛利率(%)	85.0%	85.3%	84.8%	85.3%	85.8%
净资产收益率(%)	12.8%	13.2%	13.4%	15.0%	17.2%

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	2.86	3.19	3.98	5.19
每股净资产	21.55	23.87	26.56	30.23
每股经营现金流	4.46	1.53	3.80	6.33
每股股利	0.88	0.97	1.30	1.51
价值评估(倍)				
P/E	110.56	58.86	47.17	36.16
P/B	14.67	7.86	7.07	6.21
P/S	19.02	16.54	13.17	10.43
EV/EBITDA	117.30	52.03	41.62	31.41
股息率%	0.3%	0.5%	0.7%	0.8%
盈利能力指标(%)				
毛利率	85.3%	84.8%	85.3%	85.8%
净利润率	28.9%	28.3%	28.0%	29.0%
净资产收益率	13.2%	13.4%	15.0%	17.2%
资产回报率	9.4%	9.4%	10.4%	11.7%
投资回报率	10.2%	13.0%	14.7%	16.9%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	17.3%	15.1%	25.6%	26.3%
EBIT 增长率	21.1%	40.7%	26.3%	30.7%
净利润增长率	17.9%	11.9%	24.8%	30.4%
偿债能力指标				
资产负债率	28.3%	28.9%	30.4%	31.7%
流动比率	3.2	2.3	2.2	2.2
速动比率	2.1	1.4	1.3	1.5
现金比率	1.1	0.4	0.4	0.6
经营效率指标				
应收帐款周转天数	42.0	42.2	40.6	40.5
存货周转天数	0.7	0.7	0.7	0.7
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
固定资产周转率	60.2	70.9	80.5	100.2

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,318	1,475	1,841	2,401
少数股东损益	-3	7	2	7
非现金支出	148	110	110	134
非经营收益	-212	-305	-386	-491
营运资金变动	807	-578	189	876
经营活动现金流	2,058	708	1,756	2,926
资产	-166	-182	-163	-172
投资	-5,171	-985	-1,068	-1,027
其他	127	-1,384	385	489
投资活动现金流	-5,210	-2,551	-845	-710
债权募资	0	-2	0	0
股权募资	22	67	0	0
其他	-406	-398	-602	-702
融资活动现金流	-385	-333	-602	-702
现金净流量	-3,539	-2,176	309	1,514

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2024 年 8 月 22 日  
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	4,556	5,245	6,585	8,315
营业成本	670	795	969	1,185
毛利率%	85.3%	84.8%	85.3%	85.8%
营业税金及附加	37	45	56	71
营业税金率%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	967	1,113	1,391	1,669
营业费用率%	21.2%	21.2%	21.1%	20.1%
管理费用	444	511	639	766
管理费用率%	9.8%	9.7%	9.7%	9.2%
研发费用	1,472	1,767	2,244	2,917
研发费用率%	32.3%	33.7%	34.1%	35.1%
EBIT	1,091	1,535	1,939	2,533
财务费用	-95	-33	-11	-14
财务费用率%	-2.1%	-0.6%	-0.2%	-0.2%
资产减值损失	-7	0	0	0
投资收益	219	315	395	499
营业利润	1,401	1,573	1,958	2,554
营业外收支	-11	-5	-8	-6
利润总额	1,390	1,568	1,950	2,548
EBITDA	1,216	1,645	2,049	2,667
所得税	75	86	107	140
有效所得税率%	5.4%	5.5%	5.5%	5.5%
少数股东损益	-3	7	2	7
归属母公司所有者净利润	1,318	1,475	1,841	2,401

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,478	1,302	1,611	3,125
应收账款及应收票据	569	665	829	1,051
存货	1	2	2	2
其它流动资产	6,098	6,573	7,595	8,119
流动资产合计	10,147	8,542	10,037	12,297
长期股权投资	1,094	1,579	2,147	2,674
固定资产	69	79	85	81
在建工程	248	335	415	485
无形资产	87	72	56	41
非流动资产合计	3,827	7,106	7,728	8,297
资产总计	13,974	15,647	17,765	20,595
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	453	478	619	735
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	2,700	3,197	3,931	4,937
流动负债合计	3,154	3,675	4,550	5,672
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	801	853	853	853
非流动负债合计	801	853	853	853
负债总计	3,954	4,528	5,403	6,525
实收资本	462	462	462	462
普通股股东权益	9,949	11,042	12,282	13,983
少数股东权益	71	78	80	87
负债和所有者权益合计	13,974	15,647	17,765	20,595

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

**陈涵泊：**德邦证券计算机行业首席分析师，上海交通大学信息安全本科，电子与通信工程硕士，曾任职于中信证券研究部、天风证券研究所，多年计算机行业研究经验，具备成熟的计算机研究框架、自上而下产业前瞻视野，云计算领域深入研究。2022-2023年新财富最佳分析师入围（团队），2023年新浪金麒麟最佳分析师第五名（团队）。

**王思：**德邦证券计算机行业研究助理，湖南大学金融学学士，武汉大学金融学硕士，主要覆盖工业软件、云计算、网安等方向。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现相比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。