

公司点评

金山办公 (688111.SH)

计算机 | 软件开发

个人订阅延续增长势头，AI 商业化稳步推进

2024 年半年报点评

2024 年 08 月 21 日

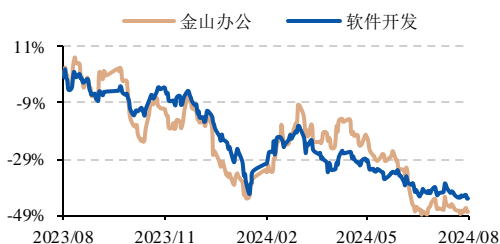
评级 买入

评级变动 维持

交易数据

当前价格 (元)	191.15
52 周价格区间 (元)	187.33-394.60
总市值 (百万)	88411.78
流通市值 (百万)	88411.78
总股本 (万股)	46252.60
流通股 (万股)	46252.60

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
金山办公	-6.06	-31.78	-47.99
软件开发	-5.03	-19.44	-43.65

何晨

分析师

执业证书编号:S0530513080001
hechen@hncasing.com

黄奕景

研究助理

huangyjing@hncasing.com

相关报告

- 金山办公 (688111.SH) 深度报告: 国产办公软件领军者, 受益 AIGC 开启新纪元 2024-03-27
- 金山办公 (688111.SH) 2023 年年报点评: 个人&机构订阅维持高增速, AI 商业化节点临近 2024-03-22
- 订阅业务增速稳健, WPS AI 商业化落地可期 2023-10-27

预测指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入(亿元)	38.85	45.56	53.05	65.72	82.72
归母净利润(亿元)	11.18	13.18	15.00	18.54	23.51
每股收益(元)	2.42	2.85	3.24	4.01	5.08
每股净资产(元)	18.86	21.51	23.76	26.54	30.06
P/E	79.11	67.09	58.93	47.68	37.61
P/B	10.13	8.89	8.05	7.20	6.36

资料来源: iFinD, 财信证券

注: 根据 8-20 收盘价计算

投资要点:

- 上半年收入增速有所放缓: 公司发布 2024 年半年报, 上半年实现营业收入 24.13 亿元, YOY+11.09%; 实现归母净利润 7.12 亿元, YOY+20.38%; 实现扣非归母净利润 6.88 亿元, YOY+19.35%。
- 单二季度来看, 实现营业收入 11.88 亿元, YOY+5.98%, QOQ-3.07%; 实现归母净利润 3.54 亿元, YOY+6.74%, QOQ-3.43%; 实现扣非归母净利润 3.36 亿元, YOY+3.03%, QOQ-4.70%。
- 毛利率略有下滑, 费用控制效果明显。公司上半年毛利率为 84.92%, YOY-1.15pct; 销售、管理、财务、研发费用率同比变动-3.58、-0.51、+2.15、+0.45pct, 财务费用率增加主要系活期利息收入减少所致。
- 个人订阅业务延续增长势头, 付费率与 ARPPU 值进一步提升。上半年公司实现国内个人办公服务订阅业务 15.30 亿, YOY+22.17%。运营数据方面: 主要产品月活设备数 6.02 亿, YOY+3.08%, 其中 PC 版月活设备数 2.71 亿, YOY+7.11%, 移动版月活设备数 3.28 亿, YOY+ 0.31%。付费个人用户数达到 3,815 万, 付费率达到 6.34%, 相较于 23 年底提高 0.41pct, 相较于 23H1 提高 0.65pct。ARPPU 值 (平均每付费用户收入) 达到 40.10 元, 相较于 23H1 提高 2.42 元。
- 机构订阅业务增速放缓。上半年公司实现国内机构订阅及服务业务 4.43 亿, YOY+5.95%, 增速一定程度放缓。原因或主要系 1) 下游客户 IT 支出意愿收紧; 2) 推动 SaaS 转型过程中部分一次性支付款项转变为按年订阅收费。公司目前合同负债+其他非流动负债 (合同负债) 已经达到 25.72 亿元, YOY+23.90%, 且考虑到央国企和行业客户的软件自主可控需求仍然比较刚性, 未来机构订阅收入节奏有望回暖。机构授权业务受党政信创产业调整影响较大。上半年公司实现国内机构授权业务 3.25 亿, YOY-10.14%。
- AI 商业化稳步推进, 产品付费空间有望打开。2024 年 7 月, 公司全新发布了 WPS AI 2.0, 在写作、阅读、数据处理和设计等四个维度实现了

范式革新，极大升级了用户体验。目前，公司的 AI 会员和大会员累计年度付费用户数合计已超百万。

- **盈利预测与估值：**考虑到下游客户 IT 支出与信创产业节奏的变化，我们下调公司收入与利润预测，我们预计公司 2024-2026 实现营业收入 53.05/65.72/82.72 亿元（前值 57.16/74.10/95.92），同比增长 16.44%/23.89%/25.86%；归母净利润 15.00/18.54/23.51 亿元（前值 16.29/21.07/27.57），同比增长 13.86%/23.59%/26.78%；EPS 为 3.24/4.01/5.08 元（前值 3.53/4.56/5.97），对应当前价格的 PE 为 59/48/38 倍，PS 为 17/13/11 倍。我们仍然看好公司“AI+信创”双轮驱动的增长逻辑，维持“买入”评级。
- **风险提示：**公司产品功能及体验不及预期风险；办公软件行业竞争加剧风险；信创节奏不及预期风险；AI 产品商业化落地进程不确定风险；AI 大模型技术研发迭代不确定风险；海外 AI 产品进入国内改变竞争格局风险。

报表预测(单位: 亿元)						财务和估值数据摘要					
利润表						主要指标					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	38.85	45.56	53.05	65.72	82.72	营业收入	38.85	45.56	53.05	65.72	82.72
减: 营业成本	5.83	6.70	7.92	9.71	11.97	增长率(%)	18.44	17.27	16.44	23.89	25.86
营业税金及附加	0.35	0.37	0.49	0.61	0.77	归属母公司股东净利润	11.18	13.18	15.00	18.54	23.51
营业费用	8.18	9.67	11.14	13.47	16.54	增长率(%)	7.33	17.92	13.86	23.59	26.78
管理费用	3.92	4.44	5.04	6.08	7.44	每股收益(EPS)	2.42	2.85	3.24	4.01	5.08
研发费用	13.31	14.72	16.71	20.37	25.23	每股股利(DPS)	0.73	0.88	0.99	1.23	1.56
财务费用	-0.13	-0.95	-0.16	-0.24	-0.30	每股经营现金流	3.36	4.35	7.54	4.38	5.76
减值损失	-0.25	-0.23	-0.17	-0.21	-0.26	销售毛利率	0.85	0.85	0.85	0.85	0.86
加: 投资收益	3.39	2.19	2.55	2.55	2.55	销售净利率	0.29	0.29	0.29	0.29	0.29
公允价值变动损益	-0.30	-0.03	0.00	0.00	0.00	净资产收益率(ROE)	0.13	0.13	0.14	0.15	0.17
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投入资本回报率(ROIC)	1.32	0.48	0.24	0.40	0.46
营业利润	11.97	14.01	16.01	19.79	25.08	市盈率(P/E)	79.11	67.09	58.93	47.68	37.61
加: 其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	市净率(P/B)	10.13	8.89	8.05	7.20	6.36
利润总额	11.98	13.90	16.01	19.79	25.08	股息率(分红/股价)	0.00	0.00	0.01	0.01	0.01
减: 所得税	0.67	0.75	0.83	1.02	1.30	主要财务指标					
净利润	11.31	13.14	15.18	18.76	23.79	收益率					
减: 少数股东损益	0.13	-0.03	0.18	0.22	0.28	毛利率	85.00%	85.30%	85.07%	85.23%	85.53%
归属母公司股东净利润	11.18	13.18	15.00	18.54	23.51	三费/销售收入	31.48%	33.07%	30.80%	30.11%	29.37%
资产负债表						2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
货币资金	70.15	34.78	65.41	80.29	99.95	EBIT/销售收入	30.51%	28.42%	29.88%	29.74%	29.96%
交易性金融资产	11.92	25.71	25.71	25.71	25.71	EBITDA/销售收入	32.65%	30.19%	31.70%	32.00%	32.65%
应收和预付款项	5.30	5.93	7.10	8.80	11.07	销售净利率	29.11%	28.85%	28.62%	28.55%	28.76%
其他应收款(合计)	0.27	0.50	0.51	0.63	0.80	资产获利率					
存货	0.01	0.01	0.02	0.03	0.04	ROE	12.81%	13.25%	13.65%	15.11%	16.91%
其他流动资产	10.10	34.54	18.09	22.42	28.21	ROA	9.27%	9.43%	9.60%	10.42%	11.41%
长期股权投资	4.44	10.94	11.25	11.56	11.87	ROIC	132.11%	48.24%	24.03%	40.15%	46.42%
金融资产投资	0.47	0.42	0.42	0.42	0.42	资本结构					
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产负债率	27.03%	28.30%	29.10%	30.42%	31.82%
固定资产和在建工程	3.10	3.88	4.95	5.62	5.42	投资资本/总资产	21.19%	44.72%	29.52%	28.42%	27.14%
无形资产和开发支出	2.87	2.72	2.71	2.69	2.66	带息债务/总负债	2.13%	1.05%	0.78%	0.51%	0.27%
其他非流动资产	11.94	20.32	20.09	19.85	19.85	流动比率	3.55	3.22	3.11	2.98	2.87
资产总计	120.58	139.74	156.26	178.01	206.00	速动比率	3.18	2.11	2.62	2.48	2.37
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	股利支付率	30.13%	30.83%	30.65%	30.65%	30.65%
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	收益留存率	69.87%	69.17%	69.35%	69.35%	69.35%
应付和预收款项	8.44	10.91	12.54	15.37	18.95	资产管理效率					
长期借款	0.69	0.42	0.36	0.28	0.18	总资产周转率	0.32	0.33	0.34	0.37	0.40
其他负债	23.46	28.22	32.58	38.50	46.43	固定资产周转率	20.50	32.57	27.09	22.57	17.24
负债合计	32.59	39.54	45.48	54.15	65.56	应收账款周转率	7.79	8.01	7.91	7.91	7.91
股本	4.61	4.62	4.62	4.62	4.62	存货周转率	503.39	474.13	317.63	317.63	317.63
资本公积	49.42	51.78	51.78	51.78	51.78	估值指标					
留存收益	33.21	43.09	53.50	66.36	82.66	EBIT	11.85	12.95	15.85	19.55	24.78
归属母公司股东权益	87.24	99.49	109.89	122.75	139.06	EBITDA	12.69	13.75	16.82	21.03	27.01
少数股东权益	0.74	0.71	0.89	1.11	1.39	NOPLAT	11.47	12.33	15.02	18.52	23.48
股东权益合计	87.98	100.20	110.78	123.86	140.44	归母净利润	11.18	13.18	15.00	18.54	23.51
负债和股东权益合计	120.58	139.74	156.26	178.01	206.00	EPS	2.42	2.85	3.24	4.01	5.08
现金流量表						2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营性现金净流量	15.56	20.13	34.89	20.27	26.63	PE	79.11	67.09	58.93	47.68	37.61
投资性现金净流量	45.02	-52.10	0.23	0.13	0.03	PEG	10.80	3.75	4.25	2.02	1.40
筹资性现金净流量	-3.54	-3.85	-4.50	-5.52	-7.00	PB	10.13	8.89	8.05	7.20	6.36
现金流量净额	57.15	-35.83	30.63	14.88	19.67	PS	22.76	19.41	16.67	13.45	10.69
						PCF	56.82	43.91	25.34	43.62	33.19

资料来源: 财信证券, iFinD

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为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，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438