

金山办公（688111）

证券研究报告

2024年08月24日

WPS AI 持续迭代，B 端订阅加速公有云转型

金山办公发布 2024 年半年报，总体经营业绩稳健，机构授权业务节奏短期有所波动

公司上半年实现营业收入 241,299 万元，同比增长 11.09%，其中个人办公服务订阅业务收入 152,982 万元，同比增长 22.17%；国内机构订阅及服务业务收入 44,270 万元，同比增长 5.95%；国内机构授权业务收入 32,457 万元，同比减少 10.14%；国际及其他业务收入 11,505 万元，同比减少 18.12%。利润端实现归属于母公司所有者净利润 72,144 万元，同比增长 20.38%。截至 2024 年上半年，公司合同负债总额达 268,547 万元，国内机构订阅业务向 SaaS 模式转型亦进展顺利，为公司长期健康发展奠定坚实基础。

C 端订阅付费率持续提升，WPS AI 商业化初见成效，B 端业务加速公有云

截止半年末，公司主要产品月度活跃设备 6.02 亿，同比增长 3.08%，其中 PC 端月活跃设备 2.71 亿，同比+7.11%，个人年度累计付费用户 3815 万，同比+14.79%，我们预计付费率仍在提升。到半年末，AI 会员和大会员累计年度付费用户数合计已超百万。B 端，在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，帮助政企客户实现整个组织高效协作和安全管控。依托更完善的产品体系 WPS 365，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，相关合同负债保持健康增长。到半年度末，公司 WPS 365 已服务超过 18,000 家头部政企客户。

WPS AI 产品持续迭代，B 端 C 端齐发力

在个人业务端公司持续致力于重要战略产品 WPS AI 的升级迭代。今年 7 月，公司正式发布 WPS AI 2.0。在个人版方面，升级后的 WPS AI 2.0 在 AI 写作助手、AI 阅读助手、AI 数据助手、AI 设计助手四个维度实现了范式革新。政企端，公司推出了办公新质生产力平台 WPS 365，引入了 WPS AI 企业版，该版本集成了 AI Hub、AI Docs 和 Copilot Pro 三大核心模块。面向党政客户推出金山政务办公模型，基于此发布的 WPS AI 政务版，涵盖政务 AI 写作、政务 AI 问答、政务 AI 工具等能力，适配信创等多种环境，支持私有化部署，为政务场景提供智能化支持。

投资建议：结合半年报，考虑到 B 端发力公有云市场和信创产业调整的影响，我们调整盈利预测，收入从 24-26 年的 56.53/74.21/96.63 亿元调整为 51.37/60.75/73.16 亿元，归母净利润由 24-26 年的 16.25/21.63/28.79 亿元调整为 15.52/19.54/24.05 亿元。考虑到公司作为国产办公软件龙头，同时 AI 产品快速迭代，维持“买入”评级。

风险提示：国内需求不及预期、B 端公有云转型不及预期、WPS AI 产品商业化节奏不及预期

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,884.96	4,555.97	5,137.09	6,075.05	7,316.25
增长率(%)	18.44	17.27	12.76	18.26	20.43
EBITDA(百万元)	2,470.30	2,732.71	1,629.50	1,999.88	2,408.97
归属母公司净利润(百万元)	1,117.53	1,317.74	1,552.39	1,954.31	2,404.93
增长率(%)	7.33	17.92	17.81	25.89	23.06
EPS(元/股)	2.42	2.85	3.36	4.23	5.20
市盈率(P/E)	78.55	66.62	56.55	44.92	36.50
市净率(P/B)	10.06	8.82	7.88	7.02	6.20
市销率(P/S)	22.60	19.27	17.09	14.45	12.00
EV/EBITDA	45.57	50.04	47.25	37.42	29.83

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	计算机/软件开发
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	189.8 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	462.53
流通 A 股股本(百万股)	462.53
A 股总市值(百万元)	87,787.37
流通 A 股市值(百万元)	87,787.37
每股净资产(元)	22.42
资产负债率(%)	26.90
一年内最高/最低(元)	407.00/185.17

作者

缪欣君	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517080003	
miaoxinjun@tfzq.com	
刘鉴	联系人
liujianb@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《金山办公-年报点评报告:B/C 端双订阅维持高增长，AI 商业化正式开启》2024-04-14
- 《金山办公-公司深度研究:全面拥抱 AI，金山正步入新一轮成长周期》2024-03-13
- 《金山办公-年报点评报告:订阅提供持续动能，AI 有望打下一个里程碑》2023-04-06

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	7,015.45	3,478.16	6,205.50	8,384.13	11,393.24
应收票据及应收账款	500.24	569.02	636.63	789.15	927.93
预付账款	27.60	21.96	38.13	37.94	59.51
存货	1.16	1.41	1.70	2.24	2.81
其他	2,228.72	6,074.78	4,910.10	4,938.33	4,932.00
流动资产合计	9,773.16	10,145.33	11,792.06	14,151.80	17,315.50
长期股权投资	444.10	1,094.06	1,594.06	1,894.06	2,194.06
固定资产	82.42	68.99	130.36	220.64	308.50
在建工程	120.65	248.06	278.64	300.05	245.03
无形资产	102.29	87.03	54.57	21.61	27.15
其他	1,532.91	2,328.92	1,818.14	1,507.36	1,196.58
非流动资产合计	2,282.36	3,827.06	3,875.77	3,943.72	3,971.33
资产总计	12,057.68	13,974.02	15,667.83	18,095.52	21,286.84
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	306.30	453.48	512.93	767.66	946.05
其他	712.67	808.43	2,972.94	3,545.13	4,618.22
流动负债合计	1,018.97	1,261.91	3,485.87	4,312.79	5,564.27
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	509.07	800.63	963.95	1,194.36	1,452.67
非流动负债合计	509.07	800.63	963.95	1,194.36	1,452.67
负债合计	3,259.29	3,954.42	4,449.82	5,507.14	7,016.93
少数股东权益	74.09	70.81	71.38	86.67	105.49
股本	461.22	461.72	462.53	462.53	462.53
资本公积	4,941.64	5,177.80	5,309.47	5,309.47	5,309.47
留存收益	3,310.04	4,293.82	5,367.09	6,718.24	8,380.92
其他	11.40	15.46	7.55	11.47	11.49
股东权益合计	8,798.39	10,019.61	11,218.01	12,588.37	14,269.90
负债和股东权益总计	12,057.68	13,974.02	15,667.83	18,095.52	21,286.84

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,130.92	1,314.46	1,552.39	1,954.31	2,404.93
折旧摊销	83.35	80.36	70.51	61.27	41.61
财务费用	10.33	9.27	(96.90)	(145.99)	(197.91)
投资损失	(339.24)	(219.16)	(313.00)	(313.00)	(313.00)
营运资金变动	(493.21)	(1,063.47)	433.80	887.00	1,365.97
其它	1,210.77	1,936.08	17.57	22.12	27.22
经营活动现金流	1,602.92	2,057.55	1,664.37	2,465.71	3,328.83
资本支出	364.98	528.81	(33.32)	(90.41)	(178.31)
长期投资	320.90	649.97	500.00	300.00	300.00
其他	3,816.00	(6,388.70)	870.95	(36.59)	111.31
投资活动现金流	4,501.87	(5,209.92)	1,337.63	173.00	233.00
债权融资	39.03	65.73	96.90	145.99	197.91
股权融资	(126.77)	(165.58)	(371.56)	(606.07)	(750.62)
其他	(266.61)	(284.69)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(354.35)	(384.54)	(274.66)	(460.08)	(552.72)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	5,750.45	(3,536.91)	2,727.34	2,178.63	3,009.11

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,884.96	4,555.97	5,137.09	6,075.05	7,316.25
营业成本	582.91	669.84	812.23	1,028.26	1,317.27
营业税金及附加	34.74	37.16	48.75	57.66	69.44
销售费用	818.20	967.41	892.40	975.83	1,179.16
管理费用	391.90	444.23	471.21	516.76	574.62
研发费用	1,331.21	1,472.30	1,666.51	1,870.93	2,121.41
财务费用	(12.98)	(94.84)	(96.90)	(145.99)	(197.91)
资产/信用减值损失	(25.15)	(23.27)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	(29.71)	(2.63)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	339.24	219.16	313.00	313.00	313.00
其他	(741.97)	(533.98)	0.00	0.00	0.00
营业利润	1,196.56	1,400.58	1,655.89	2,084.61	2,565.26
营业外收入	2.20	1.47	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.52	12.21	0.00	0.00	0.00
利润总额	1,198.24	1,389.84	1,655.89	2,084.61	2,565.26
所得税	67.32	75.38	85.92	108.17	133.11
净利润	1,130.92	1,314.46	1,569.97	1,976.44	2,432.15
少数股东损益	13.39	(3.28)	17.57	22.12	27.22
归属于母公司净利润	1,117.53	1,317.74	1,552.39	1,954.31	2,404.93
每股收益(元)	2.42	2.85	3.36	4.23	5.20

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	18.44%	17.27%	12.76%	18.26%	20.43%
营业利润	6.71%	17.05%	18.23%	25.89%	23.06%
归属于母公司净利润	7.33%	17.92%	17.81%	25.89%	23.06%
获利能力					
毛利率	85.00%	85.30%	84.19%	83.07%	82.00%
净利率	28.77%	28.92%	30.22%	32.17%	32.87%
ROE	12.81%	13.25%	13.93%	15.63%	16.98%
ROIC	-70.12%	-178.57%	208.61%	532.74%	-496.05%
偿债能力					
资产负债率	27.03%	28.30%	28.40%	30.43%	32.96%
净负债率	-78.99%	-34.35%	-54.99%	-66.31%	-79.58%
流动比率	3.55	3.22	3.38	3.28	3.11
速动比率	3.55	3.22	3.38	3.28	3.11
营运能力					
应收账款周转率	8.49	8.52	8.52	8.52	8.52
存货周转率	2,249.10	3,544.46	3,295.96	3,078.84	2,894.37
总资产周转率	0.35	0.35	0.35	0.36	0.37
每股指标(元)					
每股收益	2.42	2.85	3.36	4.23	5.20
每股经营现金流	3.47	4.45	3.60	5.33	7.20
每股净资产	18.86	21.51	24.10	27.03	30.62
估值比率					
市盈率	78.55	66.62	56.55	44.92	36.50
市净率	10.06	8.82	7.88	7.02	6.20
EV/EBITDA	45.57	50.04	47.25	37.42	29.83
EV/EBIT	47.02	51.39	49.38	38.60	30.35

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com