

证券研究报告

公司研究

点评报告

金山办公 (688111. SH)

投资评级：买入

上次评级：买入

庞倩倩 计算机行业首席分析师

执业编号：S1500522110006

邮箱：pangqianqian@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦  
B座

邮编：100031

个人端订阅持续增长，AI 相关应用逐步落地

2024 年 8 月 25 日

**事件：**金山办公发布 2024 年半年度报告，公司上半年实现营收 24.13 亿元，同比增长 11.09%；实现归母净利润 7.21 亿元，同比增长 20.38%；实现扣非净利润 6.88 亿元，同比增长 19.35%；实现经营性现金流净额 6.28 亿元，同比增长 5.51%。公司毛利率为 84.92%，同比减少 1.15 个百分点。**2024 年上半年，公司订阅业务总体收入达 19.63 亿元，同比增长 17.55%，订阅收入占比提升至 81.75%，同比提升 4.86 个百分点。**截至 2024 年上半年，公司合同负债总额达 26.85 亿元，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。**单 2024Q2 来看，公司实现营收 11.88 亿元，同比增长 5.98%；实现归母净利润 3.54 亿元，同比增长 6.74%；实现扣非净利润 3.36 亿元，同比增长 3.03%。**

- **C 端付费转化率与客单价不断提升，推动个人订阅业务稳健增长。2024 年上半年公司国内个人订阅实现收入 15.3 亿元，同比增长 22.17%。**公司推出全新会员体系，包括超级会员、AI 会员、以及融合前两者权益的大会员，精准满足多元化用户群体的需求。**截至 2024 年 6 月 30 日，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 版月度活跃设备数 2.71 亿，同比增长 7.11%；WPS Office 移动版月度活跃设备数 3.28 亿，同比增长 0.31%。**公司累计年度付费个人用户数达到 **3815 万，同比增长 14.79%**。公司 7 月正式发布 WPS AI 2.0，AI 会员和大会员累计年度付费用户数合计已超百万，有望推动公司 C 端收入二次提速。
- **B 端持续 SaaS 化转型，新客户拓展顺利。2024 年上半年公司国内机构订阅实现收入 4.43 亿元，同比增长 5.95%。**我们认为增速放缓的原因主要是公司推动年场地授权向 SaaS 订阅模式转变，年度一次性确定和月度财务计算的变化影响部分收入递延。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；**截至 2024H1，WPS 365 已服务超过 18,000 家头部政企客户，上半年度新增标杆客户包括中信银行、中华联合财产保险、中国华能等知名组织机构。**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，合同负债保持健康增长，机构订阅向 SaaS 模式转型顺利。
- **持续投入 AI 相关应用研发，产品体系不断完善。费用方面，2024 年上半年公司销售费用/管理费用/研发费用分别为 4.42/2.19/8.08 亿元，同比增长-7.06%/5.13%/12.61%，销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 18.32%/9.06%/33.47%。**公司坚持注重 AI 相关产品研发，研发费用维持高位。截至 2024 年 6 月 30 日，公司研发人员共计 2991 人，占总员工书比例约 65%。在高研发力度下，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产品更新；面对机构客户，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

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

版本集成了 AI Hub（智能基座）、AI Docs（智能文档库）和 Copilot Pro（企业智慧助理）三大核心模块，此次升级涵盖了已上线的 20 多种 AI 应用服务，覆盖了广泛的办公场景；多端同步完善产品生态，公司首次推出 WPS 鸿蒙版，有效解决了跨平台交互界面兼容、4000 万行代码跨平台移植、跨平台三方基础设施缺失等难题。进一步提高公司产品的适配能力。

➤ **盈利预测与投资评级：公司 C 端、B 端订阅业务双向发力，推进向 SaaS 订阅模式转型，持续布局 AI 相关产品研发及落地。**我们预计 2024-2026 年 EPS 分别为 3.31/4.13/5.22 元，对应 P/E 分别为 57.30/45.98/36.39 倍，维持“买入”评级。

➤ **风险因素：AI 产品市场接受度不及预期；下游客户付费能力不及预期；**

主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	3,885	4,556	5,017	6,182	7,725
增长率 YoY %	18.4%	17.3%	10.1%	23.2%	25.0%
归属母公司净利润(百万元)	1,118	1,318	1,532	1,909	2,412
增长率 YoY%	7.3%	17.9%	16.3%	24.6%	26.3%
毛利率(%)	85.0%	85.3%	85.8%	85.8%	85.5%
ROE(%)	12.8%	13.2%	13.8%	15.3%	17.1%
EPS(摊薄)(元)	2.42	2.85	3.31	4.13	5.22
市盈率 P/E (倍)	78.55	66.62	57.30	45.98	36.39
市净率 P/B (倍)	10.06	8.82	7.88	7.05	6.21

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 8 月 23 日收盘价

**资产负债表**

单位：百万元

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>9,775</b>	<b>10,147</b>	<b>9,080</b>	<b>10,982</b>	<b>13,388</b>
货币资金	7,015	3,478	3,365	5,151	7,357
应收票据	3	2	11	8	14
应收账款	497	567	631	731	899
预付账款	28	22	23	29	37
存货	1	1	1	2	2
其他	2,231	6,076	5,049	5,061	5,079
<b>非流动资产</b>	<b>2,282</b>	<b>3,827</b>	<b>6,567</b>	<b>6,619</b>	<b>6,688</b>
长期股权投资	444	1,094	1,094	1,094	1,094
固定资产(合计)	82	69	69	62	46
无形资产	102	87	89	92	100
其他	1,654	2,577	5,316	5,372	5,448
<b>资产总计</b>	<b>12,058</b>	<b>13,974</b>	<b>15,647</b>	<b>17,601</b>	<b>20,076</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,750</b>	<b>3,154</b>	<b>3,587</b>	<b>4,215</b>	<b>5,013</b>
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	306	453	495	603	757
其他	2,444	2,700	3,092	3,612	4,256
<b>非流动负债</b>	<b>509</b>	<b>801</b>	<b>843</b>	<b>843</b>	<b>843</b>
长期借款	0	0	0	0	0
其他	509	801	843	843	843
<b>负债合计</b>	<b>3,259</b>	<b>3,954</b>	<b>4,430</b>	<b>5,058</b>	<b>5,856</b>
少数股东权益	74	71	78	85	95
归属母公司股东权益	8,724	9,949	11,139	12,458	14,125
<b>负债和股东权益</b>	<b>12,058</b>	<b>13,974</b>	<b>15,647</b>	<b>17,601</b>	<b>20,076</b>

**重要财务指标**

单位：百万元

主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	3,885	4,556	5,017	6,182	7,725
同比(%)	18.4%	17.3%	10.1%	23.2%	25.0%
归属母公司净利润	1,118	1,318	1,532	1,909	2,412
同比(%)	7.3%	17.9%	16.3%	24.6%	26.3%
毛利率(%)	85.0%	85.3%	85.8%	85.8%	85.5%
ROE(%)	12.8%	13.2%	13.8%	15.3%	17.1%
EPS(摊薄)(元)	2.42	2.85	3.31	4.13	5.22
P/E	78.55	66.62	57.30	45.98	36.39
P/B	10.06	8.82	7.88	7.05	6.21
EV/EBITDA	111.60	117.30	48.86	38.45	29.81

**利润表**

单位：百万元

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业总收入</b>	<b>3,885</b>	<b>4,556</b>	<b>5,017</b>	<b>6,182</b>	<b>7,725</b>
营业成本	583	670	710	878	1,117
营业税金及附加	35	37	43	52	65
销售费用	818	967	993	1,175	1,437
管理费用	392	444	459	544	645
研发费用	1,331	1,472	1,621	2,015	2,549
财务费用	-13	-95	-15	-11	-18
减值损失合计	-27	-7	0	0	0
投资净收益	339	219	241	297	371
其他	146	129	180	199	260
<b>营业利润</b>	<b>1,197</b>	<b>1,401</b>	<b>1,628</b>	<b>2,026</b>	<b>2,561</b>
营业外收支	2	-11	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>1,198</b>	<b>1,390</b>	<b>1,628</b>	<b>2,026</b>	<b>2,561</b>
所得税	67	75	88	110	139
<b>净利润</b>	<b>1,131</b>	<b>1,314</b>	<b>1,539</b>	<b>1,916</b>	<b>2,422</b>
少数股东损益	13	-3	7	7	10
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,118</b>	<b>1,318</b>	<b>1,532</b>	<b>1,909</b>	<b>2,412</b>
EBITDA	1,031	1,216	1,729	2,151	2,700
EPS(当年)(元)	2.42	2.86	3.31	4.13	5.22

**现金流量表**

单位：百万元

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,603</b>	<b>2,058</b>	<b>1,778</b>	<b>2,270</b>	<b>2,809</b>
净利润	1,131	1,314	1,539	1,916	2,422
折旧摊销	130	125	116	136	158
财务费用	10	9	3	2	2
投资损失	-339	-219	-241	-297	-371
营运资金变动	607	807	348	497	578
其它	64	21	13	15	20
<b>投资活动现金流</b>	<b>4,502</b>	<b>-5,210</b>	<b>-1,588</b>	<b>108</b>	<b>145</b>
资本支出	-176	-166	-145	-189	-226
长期投资	4,444	-5,171	0	0	0
其他	233	127	-1,443	297	371
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-354</b>	<b>-385</b>	<b>-367</b>	<b>-592</b>	<b>-747</b>
吸收投资	10	22	68	0	0
借款	0	0	0	0	0
支付利息或股息	-323	-337	-476	-592	-747
<b>现金净增加额</b>	<b>5,762</b>	<b>-3,539</b>	<b>-176</b>	<b>1,786</b>	<b>2,206</b>

## 研究团队简介

**庞倩倩**，计算机行业首席分析师，华南理工大学管理学硕士。曾就职于华创证券、广发证券，2022年加入信达证券研究开发中心。在广发证券期间，所在团队21年取得：新财富第四名、金牛奖最佳行业分析师第二名、水晶球第二名、新浪金麒麟最佳分析师第一名、上证报最佳分析师第一名、21世纪金牌分析师第一名。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 15% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。