

AI 商业化进程持续推进，合同负债表现亮眼

2024 年 08 月 24 日

事件：金山办公发布 2024 年中报，2024H1 公司实现营业总收入 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%；实现扣非归母净利润 6.88 亿元，同比增长 19.35%。

2024H1 个人办公服务订阅增势稳健，AI 会员数量超百万。

1) 国内个人办公服务订阅业务：24H1 实现营收 15.30 亿元，同比增长 22.17%，占总营收 63.40%，公司持续致力于重要战略产品 WPS AI 的升级迭代，于今年 7 月正式发布 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，AI 会员和大会员累计年度付费用户数合计已超百万，为国内个人订阅业务发展注入强劲动力；

2) 国内机构订阅及服务业务：2024H1 实现营收 4.43 亿元，同比增长 5.95%，占总营收 18.35%，24H1 公 WPS 365 已服务超过 18,000 家头部政企客户，持续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；

3) 国内机构授权业务：2024H1 实现营收 3.25 亿元，同比下滑 10.14%，占总营收 13.45%，主要系受到党政信创产业调整的影响；

4) 国际及其他业务：2024H1 实现营收 1.15 亿元，同比下滑 18.12%，占总营收 4.77%，公司已于 2023 年 12 月关停了国内的第三方商业广告业务，目前仅针对海外市场提供互联网广告推广服务。

2024H1 月活设备超 6 亿，年度付费个人用户达到 3815 万人，推动合同负债总额达 26.86 亿元。2024Q2，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%。2024H1，公司累计年度付费个人用户数达到 3,815 万，同比增长 14.79%。

坚持研发创新，WPS 365 不断升级，为机构订阅长远发展筑基。2024H1 公司研发投入 8.08 亿元，同比增长 12.61%，研发费用率约 33%；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（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，相比之前，此次升级涵盖了已上线的 20 多种 AI 应用服务。

投资建议：金山办公个人订阅付费用户数与 ARUP 在 AI 赋能下有望持续双增长，同时 WPS 365 推出有望加速机构订阅转型，我们预测公司 2024-2026 年收入分别为 51.43、63.41、79.82 亿元；EPS 分别为 3.18、3.82、4.80 元，2024 年 8 月 23 日收盘价对应 PE 分别为 60X、50X、40X，维持“推荐”评级。

风险提示：技术研发不及预期；行业竞争格局加剧。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	4,556	5,143	6,341	7,982
增长率 (%)	17.3	12.9	23.3	25.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,318	1,472	1,768	2,218
增长率 (%)	17.9	11.7	20.1	25.5
每股收益 (元)	2.85	3.18	3.82	4.80
PE	67	60	50	40
PB	8.8	8.0	7.2	6.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 8 月 23 日收盘价）

推荐
维持评级
当前价格：
189.80 元

分析师 吕伟

执业证书：S0100521110003

邮箱：lvwei_yj@mszq.com

相关研究

- 金山办公 (688111.SH) 2023 年三季报点评：业绩符合预期，订阅业务表现亮眼-2023/10/25
- 金山办公 (688111.SH) 跟踪报告：金山办公 AI 战略如何落地？-2023/10/18
- 金山办公 (688111.SH) 2023 年半年报点评：业绩超预期，订阅业务延续高增长-2023/08/26
- 金山办公 (688111.SH) 2023 年一季报点评：订阅业务保持高增长，激励计划绑定核心员工-2023/04/20
- 金山办公 (688111.SH) 事件点评：WPS AI 重磅发布，办公龙头跑步进入 AI 时代-2023/04/18

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	4,556	5,143	6,341	7,982
营业成本	670	710	897	1,154
营业税金及附加	37	41	51	64
销售费用	967	1,085	1,338	1,684
管理费用	444	504	621	782
研发费用	1,472	1,697	2,093	2,634
EBIT	1,091	1,260	1,532	1,903
财务费用	-95	-39	-19	-42
资产减值损失	-7	0	0	0
投资收益	219	257	317	399
营业利润	1,401	1,556	1,869	2,344
营业外收支	-11	0	0	0
利润总额	1,390	1,556	1,869	2,344
所得税	75	84	101	127
净利润	1,314	1,472	1,768	2,218
归属于母公司净利润	1,318	1,472	1,768	2,218
EBITDA	1,216	1,427	1,770	2,188

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,478	1,867	3,796	6,312
应收账款及票据	569	643	793	998
预付款项	22	21	27	35
存货	1	2	2	3
其他流动资产	6,076	6,198	6,211	6,229
流动资产合计	10,147	8,731	10,829	13,577
长期股权投资	1,094	1,094	1,094	1,094
固定资产	69	152	207	244
无形资产	87	87	87	87
非流动资产合计	3,827	6,538	6,536	6,534
资产合计	13,974	15,269	17,365	20,111
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	453	473	598	770
其他流动负债	2,700	2,956	3,614	4,515
流动负债合计	3,154	3,429	4,211	5,284
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	801	853	853	853
非流动负债合计	801	853	853	853
负债合计	3,954	4,283	5,065	6,137
股本	462	463	463	463
少数股东权益	71	71	71	71
股东权益合计	10,020	10,986	12,300	13,973
负债和股东权益合计	13,974	15,269	17,365	20,111

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	17.27	12.89	23.30	25.88
EBIT 增长率	21.09	15.49	21.59	24.20
净利润增长率	17.92	11.69	20.10	25.47
盈利能力 (%)				
毛利率	85.30	86.20	85.86	85.54
净利润率	28.92	28.62	27.87	27.78
总资产收益率 ROA	9.43	9.64	10.18	11.03
净资产收益率 ROE	13.25	13.48	14.45	15.95
偿债能力				
流动比率	3.22	2.55	2.57	2.57
速动比率	2.11	1.59	1.79	1.95
现金比率	1.10	0.54	0.90	1.19
资产负债率 (%)	28.30	28.05	29.17	30.52
经营效率				
应收账款周转天数	42.03	42.34	40.75	40.37
存货周转天数	0.69	0.86	0.90	0.89
总资产周转率	0.35	0.35	0.39	0.43
每股指标 (元)				
每股收益	2.85	3.18	3.82	4.80
每股净资产	21.51	23.60	26.44	30.06
每股经营现金流	4.45	1.66	4.98	6.37
每股股利	0.88	0.98	1.18	1.48
估值分析				
PE	67	60	50	40
PB	8.8	8.0	7.2	6.3
EV/EBITDA	71.50	60.91	49.12	39.72
股息收益率 (%)	0.46	0.52	0.62	0.78

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1,314	1,472	1,768	2,218
折旧和摊销	125	167	237	285
营运资金变动	807	-620	613	841
经营活动现金流	2,058	767	2,304	2,948
资本开支	-166	-122	-191	-239
投资	-5,171	-328	0	0
投资活动现金流	-5,210	-1,877	126	160
股权募资	22	1	0	0
债务募资	0	-2	0	0
筹资活动现金流	-385	-501	-501	-592
现金净流量	-3,539	-1,611	1,929	2,516

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026