

云软件服务

金山办公（688111.SH）

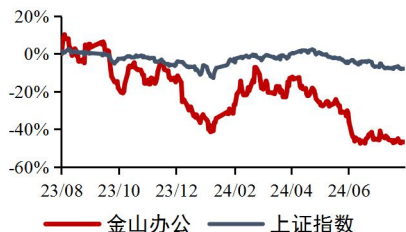
买入-A(首次)

个人订阅业务快速增长，AI 商业化落地有望加速

2024 年 8 月 26 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



事件描述

8月20日，公司发布2024年半年报，其中，2024年上半年公司实现收入24.13亿元，同比增长11.09%；上半年实现归母净利润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%。24Q2公司实现收入11.88亿元，同比增长5.98%，环比减少3.07%；24Q2实现归母净利润3.54亿元，同比增长6.74%，环比减少3.43%，实现扣非净利润3.36亿元，同比增长3.03%，环比减少4.70%。

事件点评

个人订阅业务保持快速增长，机构业务短期承压。分业务看，1) 2024年上半年国内个人办公服务订阅业务实现收入15.30亿元，同比增长22.17%，主要得益于公司持续迭代升级AI及协作产品功能，并推出了全新会员体系以精准满足多元化用户群体的需求，个人用户付费率与转化率不断提升；2) 国内机构订阅及服务业务由于向SaaS模式转型导致收入增长短期承压，上半年实现收入4.43亿元，同比增长5.95%，但相关合同负债保持稳健增长，预计未来国内机构订阅业务持续增长具有较强支撑；3) 受信创产业调整影响，上半年国内机构授权业务实现收入3.25亿元，同比减少10.14%；4) 上半年公司国际及其他业务实现收入1.15亿元，同比减少18.12%，主要是受2023年12月公司关停国内第三方商业广告业务影响。2024年上半年公司净利率达29.92%，同比提升2.50%，主要得益于宣传推广费用减少，销售费用率同比下降3.58%至18.32%。

重磅发布WPS AI 2.0，推出全新的会员体系。2024年7月5日，公司重磅发布了WPS AI 2.0，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。同时，公司开始加速推动AI产品的商业化落地，其中，在C端，公司基于WPS AI创新了会员体系，包含超级会员、AI会员以及融合前两者权益的大会员，目前AI会员和大会员累计年度付费用户数合计已超过百万；而在B端，公司面向党政客户推出了金山政务办公模型，同时，公司持续与头部企业客户探索WPS AI企业版在办公场景落地的可行方案，目前已与金融、互联网服务、零售消费、高端制造等多个领域知名企业开展WPS AI企业版共创项目。

投资建议

公司作为国内办公软件龙头，在个人及机构订阅业务持续增长的同时，WPS AI商业化落地进程有望加快。预计公司2024-2026年EPS分别

市场数据：2024年8月26日

收盘价(元):	190.00
年内最高/最低(元):	407.00/185.17
流通A股/总股本(亿股):	4.63/4.63
流通A股市值(亿元):	878.80
总市值(亿元):	878.80

基础数据：2024年6月30日

基本每股收益(元):	1.56
摊薄每股收益(元):	1.56
每股净资产(元):	22.58
净资产收益率(%):	6.92

资料来源：最闻

分析师：

方闻千

执业登记编码：S0760524050001

邮箱：fangwenqian@szqx.com



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



为 3.22\3.96\4.96，对应公司 8 月 26 日收盘价 190.00 元，2024-2026 年 PE 分别为 59.02\47.99\38.33，首次覆盖，给予“买入-A”评级。

风险提示

- **产品迭代不及预期。**公司 WPS AI 已开始赋能全产品线，并开启了商业化落地进程，若未来公司 AI 产品迭代进展不及预期，可能会导致用户体验下降，进而流失部分用户，将对公司发展产生不利影响。
- **宏观环境风险。**公司作为国内领先的办公软件服务商，为国内外数亿用户提供全球化产品及服务。若未来国际贸易摩擦加剧，可能会导致公司为海外用户提供产品和服务受到限制，进而对公司业务发展产生不利影响。
- **市场竞争加剧风险。**目前微软在全球办公软件市场竞争中仍处于优势地位，若其依靠市场影响力强、品牌知名度高等优势调整其在国内的营销策略，则公司在国内市场的份额提升将面临挑战。此外，若国内本土竞争对手为提升市场份额采取低价竞争、加速产品迭代等措施，可能会对公司业绩产生负面影响。

财务数据与估值：

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,885	4,556	5,188	6,525	8,264
YoY(%)	18.4	17.3	13.9	25.8	26.7
净利润(百万元)	1,118	1,318	1,489	1,831	2,293
YoY(%)	7.3	17.9	13.0	23.0	25.2
毛利率(%)	85.0	85.3	83.9	84.5	84.9
EPS(摊薄/元)	2.42	2.85	3.22	3.96	4.96
ROE(%)	12.9	13.1	13.5	14.7	15.8
P/E(倍)	78.64	66.69	59.02	47.99	38.33
P/B(倍)	10.1	8.8	8.0	7.0	6.1
净利率(%)	28.8	28.9	28.7	28.1	27.7

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	9775	10147	11489	13339	15850
现金	7015	3478	4261	6788	8785
应收票据及应收账款	500	569	761	866	1095
预付账款	28	22	38	40	54
存货	1	1	3	2	4
其他流动资产	2231	6076	6425	5643	5911
非流动资产	2282	3827	4077	4423	4855
长期投资	444	1094	1331	1617	1963
固定资产	82	69	122	189	277
无形资产	102	87	79	71	55
其他非流动资产	1654	2577	2544	2546	2560
资产总计	12058	13974	15566	17763	20705
流动负债	2750	3154	3631	4307	5286
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	306	453	322	663	593
其他流动负债	2444	2700	3308	3644	4692
非流动负债	509	801	816	820	823
长期借款	0	0	15	19	22
其他非流动负债	509	801	801	801	801
负债合计	3259	3954	4446	5127	6108
少数股东权益	74	71	88	109	128
股本	461	462	462	462	462
资本公积	4942	5178	5178	5178	5178
留存收益	3310	4294	5335	6619	8222
归属母公司股东权益	8724	9949	11032	12527	14469
负债和股东权益	12058	13974	15566	17763	20705

现金流量表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1603	2058	2270	1911	3033
净利润	1131	1314	1506	1853	2311
折旧摊销	83	80	77	122	162
财务费用	-13	-95	-46	-57	-71
投资损失	-339	-219	-227	-248	-258
营运资金变动	439	594	949	226	880
其他经营现金流	302	382	11	14	9
投资活动现金流	4502	-5210	-1109	889	-762
筹资活动现金流	-354	-385	-378	-273	-274
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.42	2.85	3.22	3.96	4.96
每股经营现金流(最新摊薄)	3.47	4.45	4.91	4.13	6.56
每股净资产(最新摊薄)	18.86	21.51	23.85	27.08	31.28

利润表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3885	4556	5188	6525	8264
营业成本	583	670	834	1012	1249
营业税金及附加	35	37	49	61	74
营业费用	818	967	942	1146	1418
管理费用	392	444	467	587	744
研发费用	1331	1472	1712	2178	2768
财务费用	-13	-95	-46	-57	-71
资产减值损失	-25	-23	-26	-36	-43
公允价值变动收益	-30	-3	-11	-14	-9
投资净收益	339	219	227	248	258
营业利润	1197	1401	1591	1957	2446
营业外收入	2	1	2	2	2
营业外支出	1	12	5	6	6
利润总额	1198	1390	1588	1954	2442
所得税	67	75	82	101	131
税后利润	1131	1314	1506	1853	2311
少数股东损益	13	-3	17	22	19
归属母公司净利润	1118	1318	1489	1831	2293
EBITDA	1140	1400	1611	1999	2495

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	18.4	17.3	13.9	25.8	26.7
营业利润(%)	6.7	17.1	13.6	23.0	25.0
归属于母公司净利润(%)	7.3	17.9	13.0	23.0	25.2
获利能力					
毛利率(%)	85.0	85.3	83.9	84.5	84.9
净利率(%)	28.8	28.9	28.7	28.1	27.7
ROE(%)	12.9	13.1	13.5	14.7	15.8
ROIC(%)	10.8	11.6	12.3	13.4	14.5
偿债能力					
资产负债率(%)	27.0	28.3	28.6	28.9	29.5
流动比率	3.6	3.2	3.2	3.1	3.0
速动比率	3.2	2.1	2.4	2.4	2.4
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	8.5	8.5	7.8	8.0	8.4
应付账款周转率	2.2	1.8	2.1	2.1	2.0
估值比率					
P/E	78.6	66.7	59.0	48.0	38.3
P/B	10.1	8.8	8.0	7.0	6.1
EV/EBITDA	70.3	59.0	50.1	39.7	30.9

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--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。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

