

分析师：唐月
登记编码：S0730512030001
tangyue@ccnew.com 021-50586737

订阅业务占比持续提升，AI 应用加速落地

——金山办公(688111)半年报分析

证券研究报告-公司分析

增持(维持)

市场数据(2024-09-03)

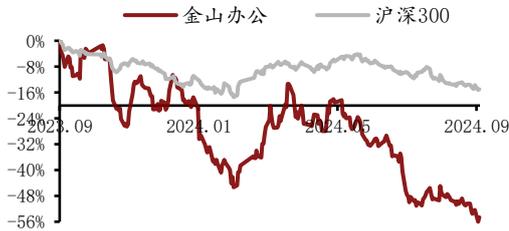
| | |
|-------------|---------------|
| 收盘价(元) | 173.72 |
| 一年内最高/最低(元) | 386.17/168.53 |
| 沪深 300 指数 | 3,273.43 |
| 市净率(倍) | 7.75 |
| 流通市值(亿元) | 803.50 |

发布日期：2024 年 09 月 04 日

基础数据(2024-06-30)

| | |
|--------------|---------------------|
| 每股净资产(元) | 22.42 |
| 每股经营现金流(元) | 1.36 |
| 毛利率(%) | 84.92 |
| 净资产收益率_摊薄(%) | 6.96 |
| 资产负债率(%) | 26.90 |
| 总股本/流通股(万股) | 46,252.56/46,252.56 |
| B 股/H 股(万股) | 0.00/0.00 |

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源：中原证券研究所，聚源

相关报告

《金山办公(688111)年报点评：WPS AI 即将商业化变现，2024 继续发力 B 端 AI》

2024-03-27

《金山办公(688111)分析报告（非金融）：订阅业务保持良好增势，AI 能力全面深入过程中》 2023-11-02

《金山办公(688111)公司深度分析：积极拥抱 AI，分享技术变革红利》 2023-04-14

联系人：马焱琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编：200122

投资要点：

- 公司发布 2024 年中报，Q2 收入增速略有下滑。2024 年上半年公司收入 24.13 亿元，同比增长 11.09%，较上年同期下滑了 10.16 PCT；归母净利润 7.21 亿元，较上年同期增长 20.38%，较上年同期增长了 5.06 PCT。2024Q2 公司收入 11.88 亿元，同比增长 5.98%，较 Q1 下降了 10.56 PCT。
- 2024 上半年，公司订阅业务总收入比重达到 82%，较上年同期提升了 5 PCT，其中 C 端业务保持了收入稳定增长，B 端加快 SaaS 转型，导致收入增速确认的延迟。
- 2024 年费用增速明显放缓。2024H1 公司销售费用率、管理费用率、研发费用率分别较上年同期减少了 3.58、0.51、-0.45 PCT。2024 年上半年公司员工数量同比增长 7%，预计费用压力全年呈减弱的趋势。
- 2024 年公司的 AI 产品的商业化进程正式开启，同时在企业端的 AI 产品也正式上线，还在 7 月发布了全新的 WPS AI 2.0 产品，并在 8 月逐步发布，包括了面向个人、企业、政务的三个主要版本，其中面向个人的 AI 会员和大会员付费用户数已超百万。
- 当前公司以提升用户渗透率和培养用户使用习惯作为 AI 产品推广的首要策略，或对公司毛利率带来短期波动压力，但是有利于 AI 产品占位和产品完善。后续公司在 WPS AI 的功能扩充、私有数据生成、垂类用户开发等方面的提升值得期待。
- 维持对公司“增持”的投资评级。预计 24-26 年公司 EPS 分别为 3.32 元、4.57 元、6.35 元，按 9 月 3 日收盘价 173.72 元计算，对应 PE 为 52.34 倍、38.05 倍、27.37 倍。

风险提示：人工智能发展导致的产业变革；国际局势变化对公司海外业务的影响。

| | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 收入(百万元) | 3,885 | 4,556 | 5,148 | 6,355 | 8,014 |
| 增长比率(%) | 18.44 | 17.27 | 12.99 | 23.45 | 26.10 |
| 净利润(百万元) | 1,118 | 1,318 | 1,535 | 2,112 | 2,936 |
| 增长比率(%) | 7.33 | 17.92 | 16.51 | 37.54 | 39.04 |
| 每股收益(元) | 2.42 | 2.85 | 3.32 | 4.57 | 6.35 |
| 市盈率(倍) | 71.90 | 60.98 | 52.34 | 38.05 | 27.37 |

资料来源：中原证券研究所，聚源，携宁

内容目录

| | |
|--|----|
| 1. 上半年整体业绩分析..... | 3 |
| 1.1. Q2 收入增速下降..... | 3 |
| 1.2. 个人订阅业务保持较好的增长，机构订阅 SaaS 化致确认延迟..... | 3 |
| 1.3. 2024 年费用增速明显放缓..... | 5 |
| 1.4. 现金流依然表现优秀..... | 7 |
| 2. 公司 AI 产品进展..... | 8 |
| 2.1. 产品发布概况..... | 8 |
| 2.2. 产品付费模式..... | 9 |
| 2.3. 产品策略..... | 10 |
| 3. 投资建议..... | 11 |
| 4. 风险提示..... | 11 |

图表目录

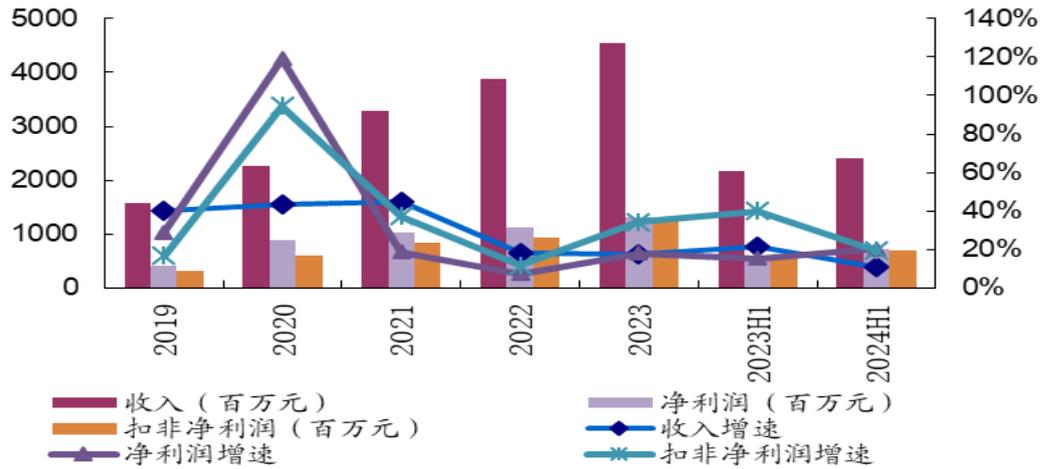
| | |
|---|----|
| 图 1: 2019-2024H1 公司收入、净利润及其增速..... | 3 |
| 图 2: 2019Q1-2024Q2 公司单季度收入、净利润及其增速..... | 3 |
| 图 3: 2021Q1-2024Q2 公司分业务收入（百万元）..... | 4 |
| 图 4: 2022Q1-2024Q2 公司分业务收入增速..... | 4 |
| 图 5: 2016Q1-2024Q2 公司产品月度活跃用户..... | 4 |
| 图 6: 2018Q4-2024Q2 公司付费用户增长情况..... | 4 |
| 图 7: 2021Q1-2024Q2 公司分业务收入（百万元）..... | 5 |
| 图 8: 2022Q1-2024Q2 公司分业务收入增速..... | 5 |
| 图 9: 2019-2024H1 公司盈利指标..... | 6 |
| 图 10: 2019-2024H1 公司各项费用率水平..... | 6 |
| 图 11: 2021Q1-2024Q2 公司三大费用及增速（百万元）..... | 6 |
| 图 12: 2018-2024H1 公司员工数量及增速（个）..... | 7 |
| 图 13: 2021-2024H1 公司研发人员及占比（个）..... | 7 |
| 图 14: 2022-2024H1 公司研发成果（个）..... | 7 |
| 图 15: 2019-2024H1 公司经营性现金流..... | 8 |
| 图 16: 19Q1-24Q2 公司单季度经营性现金流（百万元）..... | 8 |
| 表 1: 公司 AI 产品发布的情况..... | 9 |
| 表 2: 公司 C 端产品价格体系（来自 APP 内产品价格）..... | 9 |
| 表 3: 公司 WPS365 公有云版价格体系..... | 10 |

1. 上半年整体业绩分析

1.1. Q2 收入增速下降

公司发布 2024 年中报，2024 年上半年公司收入 24.13 亿元，同比增长 11.09%，较上年同期下滑了 10.16 PCT；归母净利润 7.21 亿元，较上年同期增长 20.38%，较上年同期增长了 5.06 PCT；公司扣非净利润 6.88 亿元，同比增长 19.35%。

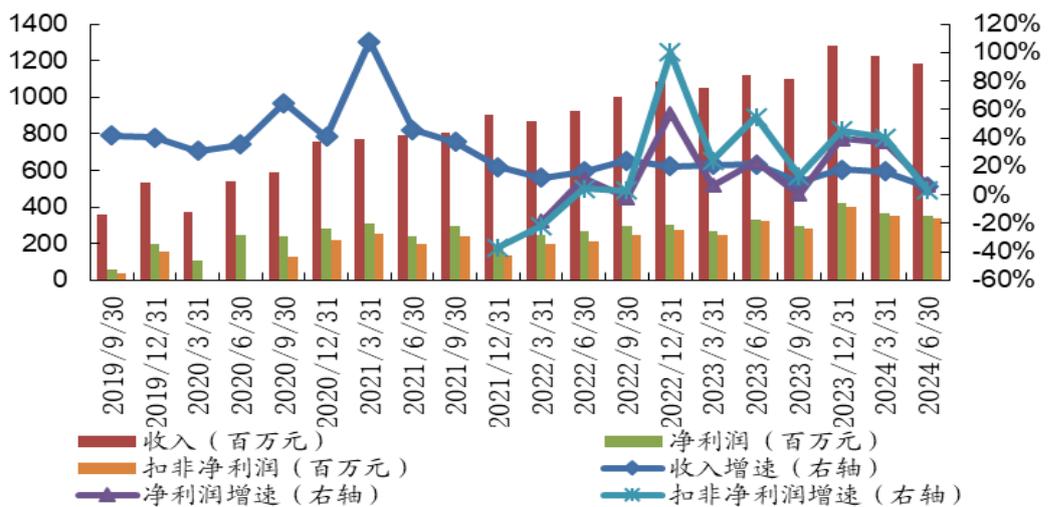
图 1：2019-2024H1 公司收入、净利润及其增速



资料来源：公司公告，Wind，中原证券研究所

单季度数据来看，2024Q2 公司收入 11.88 亿元，同比增长 5.98%，较 Q1 下降了 10.56 PCT。Q2 实现净利润 3.54 亿元，同比增长 6.74%，较 Q1 下降了 30.57 PCT。扣非净利润 3.36 亿元，同比增长 3.03%，较 Q1 下降了 37.53 PCT。

图 2：2019Q1-2024Q2 公司单季度收入、净利润及其增速

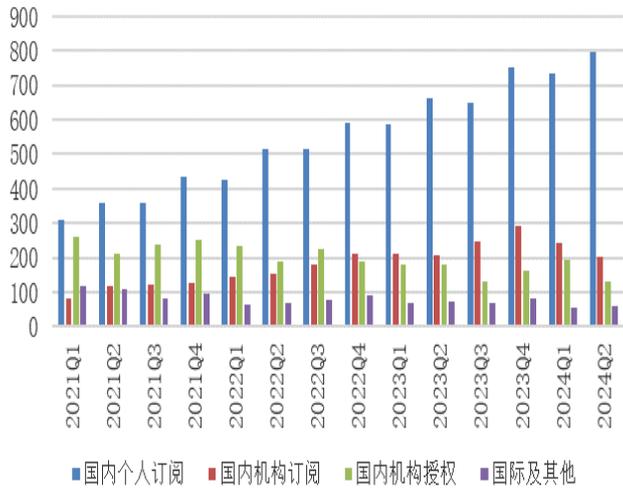


资料来源：公司公告，Wind，中原证券研究所

1.2. 个人订阅业务保持较好的增长，机构订阅 SaaS 化致确认延迟

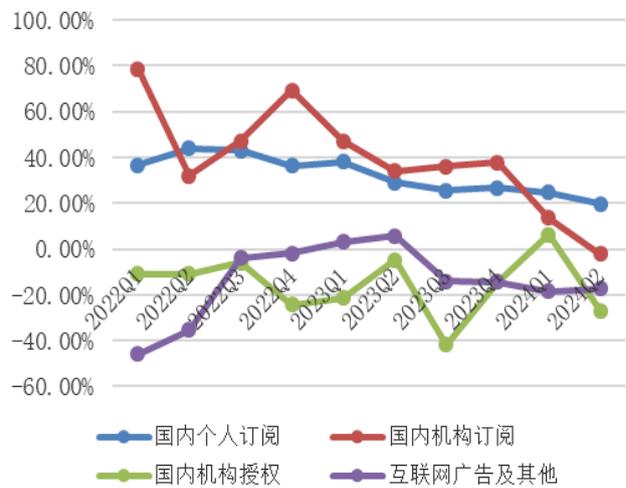
机构授权业务：上半年增速-10.14%，考虑到国际形势和信创要求的持续深入，后续信创业务的发展仍然值得期待。

图 3：2021Q1-2024Q2 公司分业务收入（百万元）



资料来源：公司公告，Wind，中原证券研究所

图 4：2022Q1-2024Q2 公司分业务收入增速

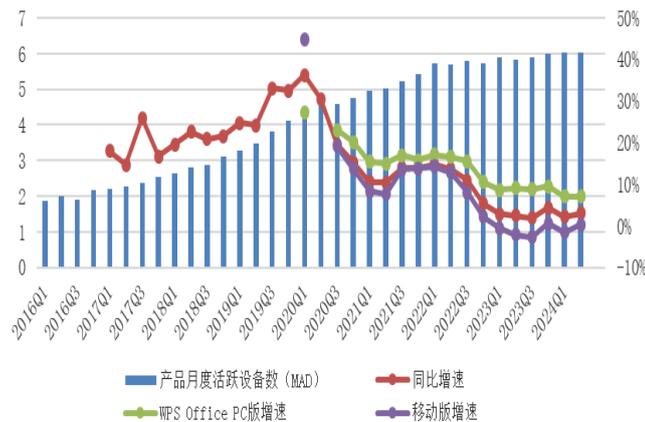


资料来源：公司公告，Wind，中原证券研究所

2024 上半年，公司订阅业务总收入比重达到 82%，较上年同期提升了 5 PCT，其中 C 端业务保持了收入稳定增长，B 端加快 SaaS 转型。

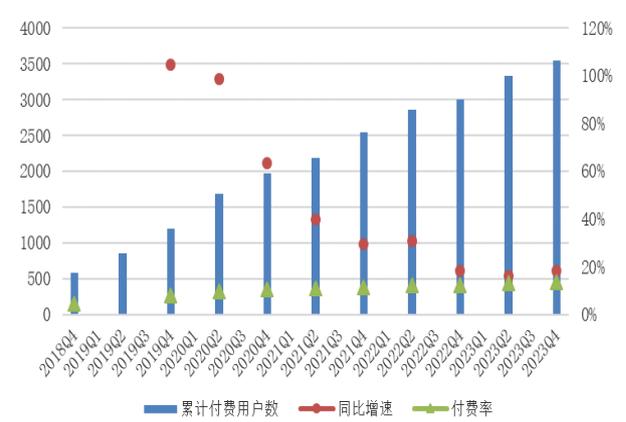
个人订阅业务：Q2 以 20% 的增速，继续保持了较好的增长势头。从 Q2 个人客户的分项数据来看，产品月度活跃设备数 6.02 亿，与上季度表现持平，同比增长了 3.08%。Q2 付费用户数 3815 万，同比增长 14.79%，付费率比例进一步提升到了 14.1%，较前两个季度提升了 0.7 PCT，单季度人均付费金额达到 20.85 元，较前两个季度略有下降了 0.32 PCT。随着后续 WPS AI 功能的持续丰富，客户对 WPS 的依赖度有望进一步提升，进而带动付费用户数和人均季度付费金额的持续提升。

图 5：2016Q1-2024Q2 公司产品月度活跃用户



资料来源：公司公告，Wind，中原证券研究所

图 6：2018Q4-2024Q2 公司付费用户增长情况

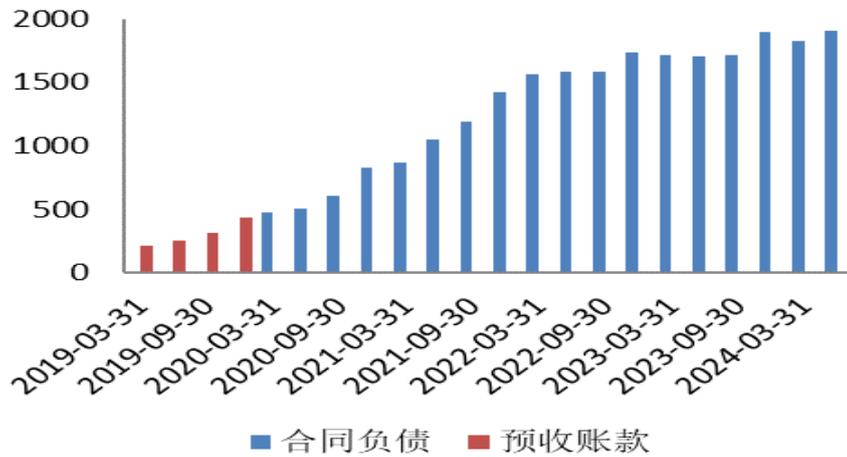


资料来源：公司公告，Wind，中原证券研究所

机构订阅业务：Q2 增速下滑 2%，较 Q1 下滑了 16 PCT。在当前形势下，SaaS 订阅模式能有效降本增效，同时在 AI 功能的推动下 SaaS 订阅获得了更高的接受度，因而

公司场地授权处于向 SaaS 订阅模式转换过程中。而场地授权是单笔确认收入，SaaS 订阅模式则会将付款计入合同负债（2024Q2 公司合同负债 19.02 亿元，较 Q1 增长 4%，同比增长 12%），并逐月确认收入，因而会导致机构订阅业务的收入后延，影响收入确认的节奏，但是有利于提升公司服务的质量、提升业务稳定性。

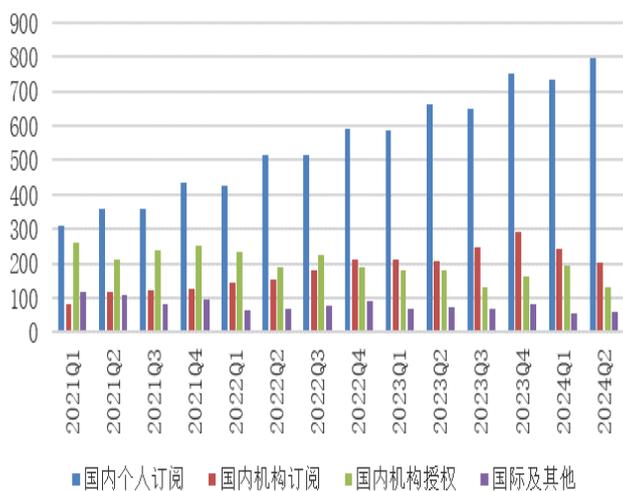
图 11: 2019Q1-2024Q2 公司单季度合同负债（百万元）



资料来源：公司公告，中原证券研究所

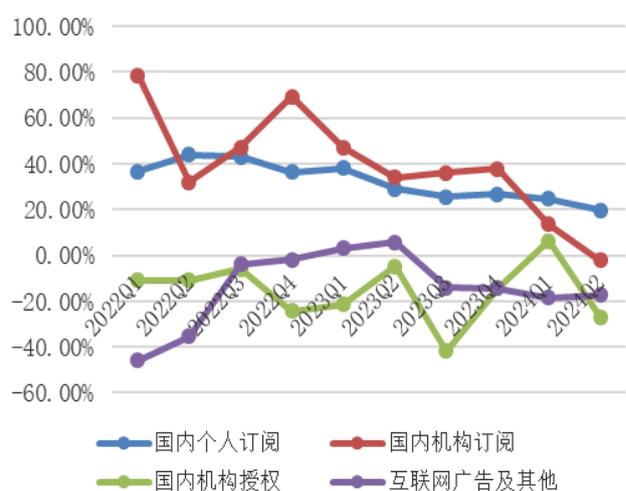
国际及其他业务中，上一年还包括了国内互联网广告的收入，为了向个人订阅模式进行转型，公司 2023 年底暂停了这部分业务，但 2023 上半年仍有一部分互联网广告业务体量。受此影响，国际及其他业务 2024 上半年同比下滑了 18.12%，但是上半年公司境外收入实现了 40.36% 的增长。我们判断最晚 2025 年开始，国际及其他业务有望重回增长势头。

图 7: 2021Q1-2024Q2 公司分业务收入（百万元）



资料来源：公司公告，Wind，中原证券研究所

图 8: 2022Q1-2024Q2 公司分业务收入增速

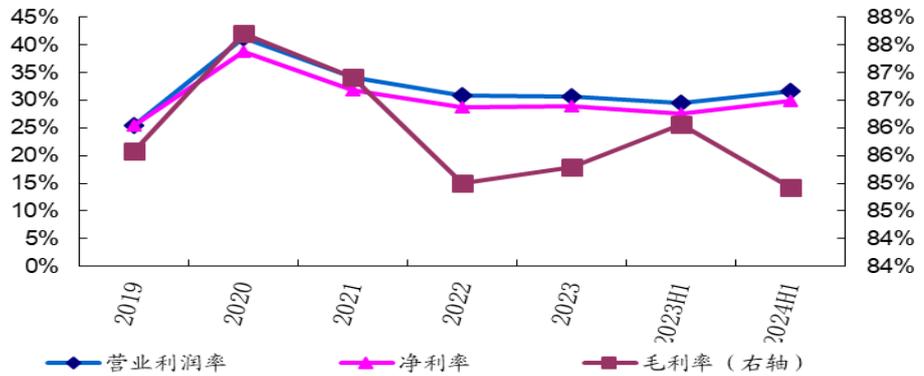


资料来源：公司公告，Wind，中原证券研究所

1.3. 2024 年费用增速明显放缓

上半年，公司毛利率 84.92%，较上年下降了 1.15 PCT。对比 2023 年分项业务毛利率来看（2023 年中报没有披露分项业务成本数据），个人订阅业务、机构订阅业务、机构授权业务、国际及其他业务毛利率分别为增长了 0.95、-1.07、-0.10、-8.84 PCT，大客户私有化服务成本较往年有所提升。

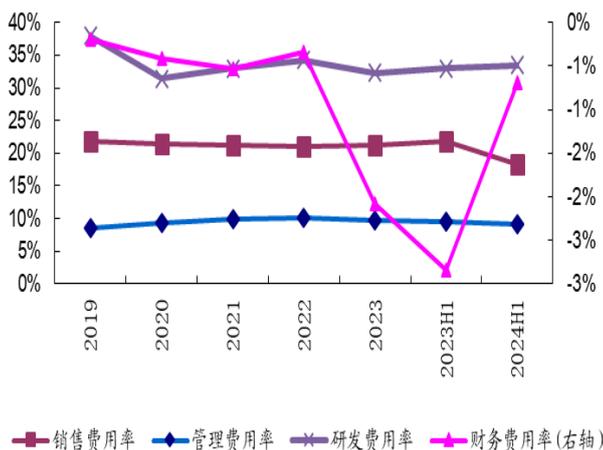
图 9：2019-2024H1 公司盈利指标



资料来源：公司公告，Wind，中原证券研究所

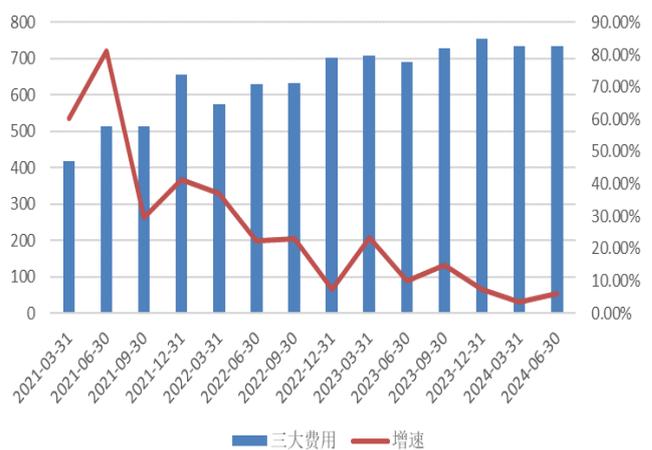
2024 年费用增速明显放缓。2024H1 公司销售费用率、管理费用率、研发费用率分别达到 18.32%、9.06%、33.47%，分别较上年同期减少了 3.58、0.51、-0.45 PCT。从单季度数据来看，2024Q2 公司销售费用、管理费用、研发费用增速分别为 0%、2.11%、11.30%，三大费用在前两个季度增速分别为 3.45%、6.23%，都处于低速增长水平。

图 10：2019-2024H1 公司各项费用率水平



资料来源：公司公告，Wind，中原证券研究所

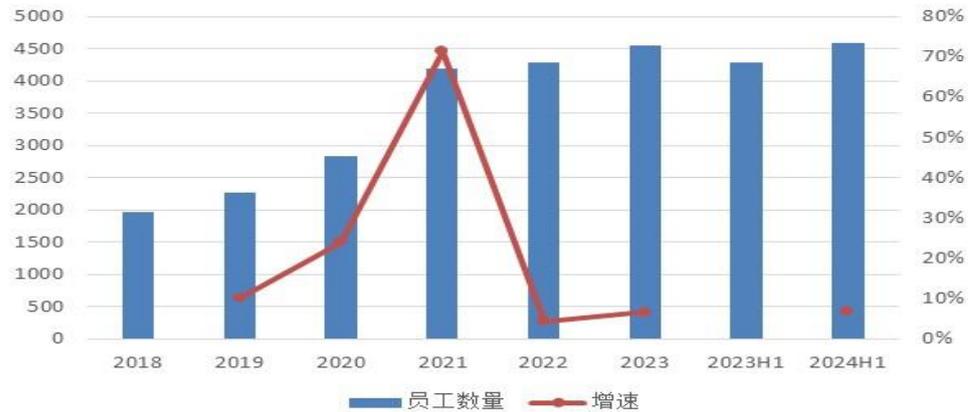
图 11：2021Q1-2024Q2 公司三大费用及增速(百万元)



资料来源：公司公告，Wind，中原证券研究所

2024 年上半年公司员工数量同比增长 7%，较 2023 年年底增加 30 人。继 2022 年员工增速回落以后，公司人员数量都处于低速增长过程中，预计费用压力全年都是减弱的趋势。

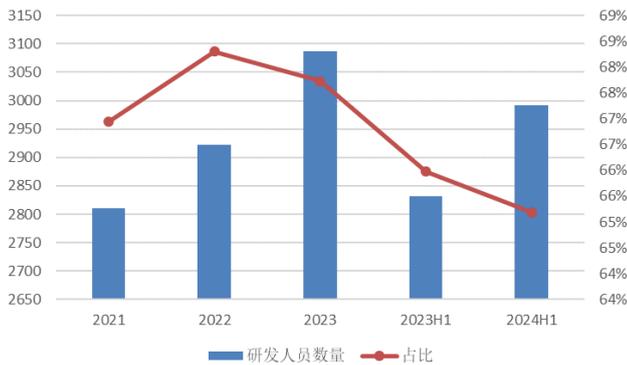
图 12: 2018-2024H1 公司员工数量及增速 (个)



资料来源: 公司公告, Wind, 中原证券研究所

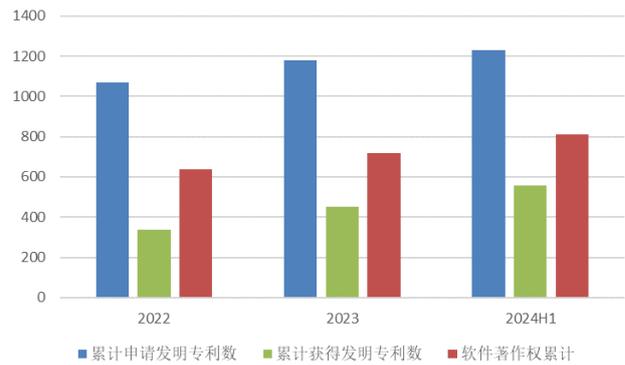
上半年公司研发人员 2991 人, 占员工总体比例从年初的 68% 下降到了 65%, 呈现了一定的波动性, 但我们认为公司未来在研发侧的持续投入还将继续保持较高水平。

图 13: 2021-2024H1 公司研发人员及占比 (个)



资料来源: 公司公告, Wind, 中原证券研究所

图 14: 2022-2024H1 公司研发成果 (个)

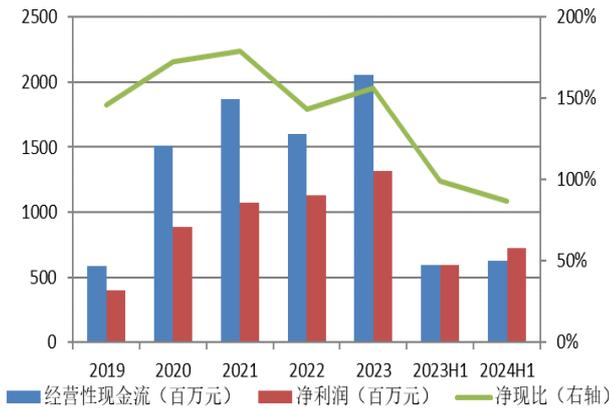


资料来源: 公司公告, Wind, 中原证券研究所

1.4. 现金流依然表现优秀

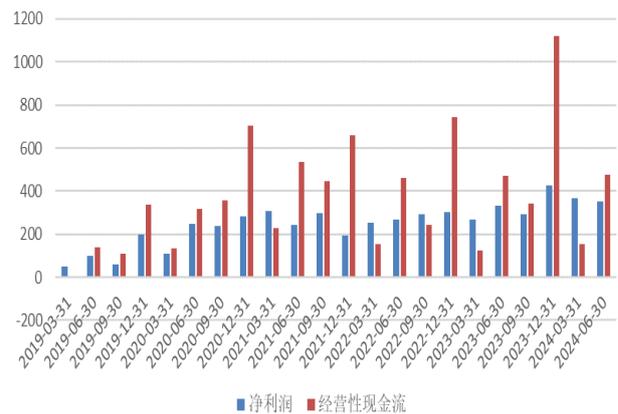
2024H1 公司经营活动现金流量净额为 6.28 亿元, 较上年同期增加了 0.33 亿元, 虽然低于当期净利润, 但依然表现优秀。

图 15: 2019-2024H1 公司经营性现金流



资料来源: 公司公告, Wind, 中原证券研究所

图 16: 19Q1-24Q2 公司单季度经营性现金流 (百万元)



资料来源: 公司公告, Wind, 中原证券研究所

2. 公司 AI 产品进展

2.1. 产品发布概况

2024 年公司的 AI 产品的商业化进程正式开启, 同时在企业端的 AI 产品也正式上线, 还在 7 月发布了全新的 WPS AI 2.0 产品, 并在 8 月逐步发布, 其他功能将以月为单位持续推进。

图 11: 公司 AI 产品家族



资料来源: 公司公告, 中原证券研究所

从目前的 WPS AI 来看, 主要包括三大产品组成部分:

(1) **WPS AI 办公助手**: 提供了写作、阅读、数据、排版设计等方面的功能。

(2) **WPS AI 企业版**: 重点提升效率、企业数据安全管控和快速的 AI 实现, 包含了 AIHub (智能基座)、AIDocs (智能文档库)、Copilot Pro (企业智慧助理) 三大功能,

在公司 WPS365 的新版本中已经整合了 AI 企业版功能。

(3) WPS AI 政务版：重点是安全保障和公文写作需求，通过自研垂类模型来支持私有化部署，全面信创化。

表 1: 公司 AI 产品发布的情况

| 时间 | 进度 | 详情 |
|------------|---------|--|
| 2023.4.18 | 首次亮相 | 正式发布了具备大语言模型能力的生成式人工智能应用，暂定代号“WPS AI” |
| 2023.7.6 | 正式推出 | 在 2023 世界人工智能大会期间，正式推出基于大语言模型的智能办公助手 WPS AI，并同步上线 WPS AI 官网 |
| 2023.11.16 | 公测开启 | 宣布 WPS AI 开启公测，AI 功能面向全体用户陆续开放体验，安卓、iOS 和 Mac 端于 11 月底陆续开放 |
| 2024.3.25 | 商业化开启 | WPS AI 在 C 端发布产品定价，推出 WPS AI 会员和 WPS 大会员 |
| 2024.4.9 | 企业端产品上线 | 在公司生产力大会上发布了面向组织和企业的办公新质生产力平台 WPS 365，其中包含了 WPS AI 企业版，推出 AIHub（智能基座）、AIDocs（智能文档库）、Copilot Pro（企业智慧助理）三大功能。 |
| 2024.7.5 | 版本升级 | 在 2024 世界人工智能大会升级 AI 战略，正式发布 WPS AI 2.0，包含 WPS AI 办公助手、WPS AI 政务版等应用，并推出政务自研模型——金山政务办公模型 1.0。 |

资料来源：WPS AI，公司公众号，中原证券研究所

2.2. 产品付费模式

从个人端产品来看，公司在 2023 年将 WPS 会员和稻壳会员升级并入超级会员以后，在 2024 年 3 月又推出了 AI 会员和大会员（对 AI 会员和超级会员功能进行了叠加升级），同时也开通了超级会员和 AI 会员向大会员付费升级的通道。目前公司 AI 会员和大会员付费用户数已超百万，通过附加 AI 功能，公司产品在单价上提升明显，将形成在个人用户端 ARPPU 值提升的趋势。

表 2: 公司 C 端产品价格体系（来自 APP 内产品价格）

| 项目 | 细分项目 | 超级会员 | 超级会员 Pro | AI 会员 | 大会员 |
|------|--------|--------------------|----------|-------------------|-----------|
| 1 年 | 官网价格 | 143/17 个月 | - | 128/12 个月 | 291/16 个月 |
| | 优惠后月单价 | 8.41/月 | - | 10.67/月 | 18.17/月 |
| | 赠送条款 | 芒果会员 1 年+AI 会员 1 月 | - | 芒果会员 1 年+超级会员 1 月 | 芒果会员 1 年 |
| 2 年 | 官网价格 | 228/32 个月 | - | 236/24 个月 | 398/24 月 |
| | 优惠后月单价 | 7.13/月 | - | 9.92/月 | 16.58/月 |
| | 赠送条款 | 芒果会员 1 年+AI 会员 2 月 | - | 芒果会员 1 年+超级会员 2 月 | 芒果会员 1 年 |
| 3 年 | | 318/45 个月 | - | - | - |
| | | 7.07/月 | - | - | - |
| | | 芒果会员 1 年+AI 会员 3 月 | - | - | - |
| 会员升级 | 官网价格 | 8.25/月 | 60/15 月 | 60/15 月 | - |
| | 优惠后月单价 | 8.25/月 | 4/月 | 4/月 | - |

资料来源：WPS，中原证券研究所（含限时优惠）

而从 B 端来看，公司目前销售的公有云 WPS365 产品分为了体验版、协作版、高级

版、旗舰版四个不同的产品等级。其中协作版具有了基础的产品功能，高级版在 WPS 会员权益、文档的安全认证方面有了较多加强，旗舰版具备了 AI 功能和二次开放功能，文档安全方面能力也进一步加强。

未来公司完整的 WPS AI 企业版功能也在将公有云上逐步上线。

表 3: 公司 WPS365 公有云版价格体系

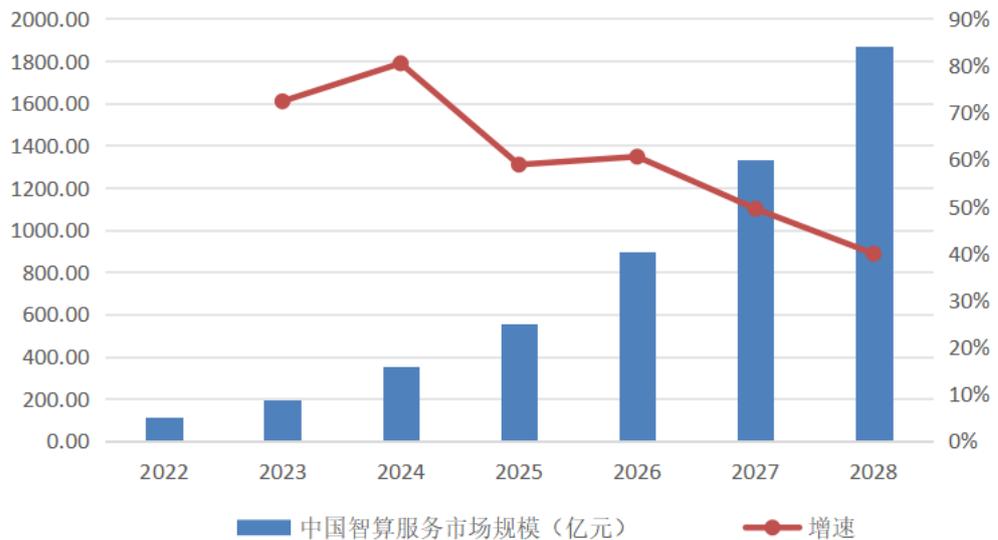
| 类型 | 细分 | 体验版 | 协作版 | 高级版 | 旗舰版 |
|--------------|------------------------|----------|-----------|--------------|--------------|
| 基础内容 | 价格 | 0 元/人/年 | 199 元/人/年 | 399 元/人/年 | 599 元/人/年 |
| | 人数限制 | 上限 20 人 | 5 人起购 | 5 人起购 | 5 人起购 |
| 数字资产 管控 | 存储空间 | 2GB/人 | 50GB/人 | 365 GB/人 | 2 TB/人 |
| | 单个文件上传大小 | 10MB | 4GB | 6GB | 10GB |
| | 团队文档水印、加密保护、 分享范围管控 | 3 个团队/企业 | 30 个团队/企业 | 50 个团队/企业 | 不限 |
| | 离职文档交接 | 无 | 无 | 有 | 有 |
| | 内网 IP 管理 | 无 | 无 | 无 | 有 |
| | 设备管理 | 无 | 无 | 无 | 有 |
| | 文档分享范围管控 | 无 | 无 | 有 | 有 |
| | 企业文档水印 | 无 | 无 | 有 | 有 |
| IM、会议、 邮箱 | | 基础功能 | 完整功能 | 完整功能 | 完整功能 |
| WPS AI | AI 文档问答 | 无 | 无 | 无 | 200 次/人/月 |
| | 写文章、文档总结、生成 PPT、写公式 | 无 | 无 | 无 | 有 |
| WPS 会员 功能 | 在线思维导图、流程图 | 无 | 加价购 | 有 | 有 |
| | PDF 编辑、转换、合并、拆分 | 无 | 无 | 有 | 有 |
| | 突破转 PDF/Word | 无 | 无 | 有 | 有 |
| | 全文翻译 | 无 | 无 | 500 页/人/31 天 | 500 页/人/31 天 |
| 二次开发 | | 无 | 无 | 部分 | 有 |
| 组织管理 | | | | | |
| 客户支持 | 人工客服 | 无 | 5*8 在线 | 5*8 在线 | 5*8 在线 |
| | 技术支持 | 无 | 无 | 在线+远程 | 在线+远程 |
| | 驻场支持 | 无 | 无 | 联系销售 | 联系销售 |

资料来源：天猫 WPS 旗舰店，中原证券研究所（含限时优惠）

2.3. 产品策略

2024 年大模型降价潮为公司 AI 产品的推广和应用进一步扫清了障碍。目前，国内在 AI 应用端正呈现出加速发展的趋势，根据 IDC 预测，2024 年中国智算服务市场增速将达到 80.5%，较 2023 年提升 8.1 PCT。

图 11：2022-2028 年中国智算服务市场预测



资料来源：IDC，中原证券研究所

在 AI 产品商业战略方面，处于对当前经济形势的考虑，公司将优先提升用户渗透率和培养用户使用习惯，扩大潜在付费用户规模，为此公司将 AI 活跃用户数和 token 消耗数作为当前业务考量的核心指标，同时在下半年会通过适当折扣、推广活动等方式来提升用户付费渗透和付费留存。

我们认为这样的策略选择之下，或对公司毛利率带来短期波动压力，但是对于公司 AI 产品占位和产品完善将起到积极的推动作用。

在 AI 产品研发方面，公司将继续加大在 AI 的投入，扩充 WPS AI 的功能，并在基于私有数据生成等重要方向上做更多尝试，同时向垂类用户发布更多有针对性的产品。

3. 投资建议

维持对公司“增持”的投资评级。公司业务门槛较高，同时主要面向个人客户和企业客户，在当前经济形势下仍然保持了较好的稳定性。随着后续 C 端 AI 产品商业化落地和 B 端 AI 产品的完善及推广，公司有望率先享受到 AI 应用发展的红利。预计 24-26 年公司 EPS 分别为 3.32 元、4.57 元、6.35 元，按 9 月 3 日收盘价 173.72 元计算，对应 PE 为 52.34 倍、38.05 倍、27.37 倍。

4. 风险提示

人工智能发展导致的产业变革；国际局势变化对公司海外业务的影响。

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 | 9,775 | 10,147 | 8,425 | 10,151 | 13,279 |
| 现金 | 7,015 | 3,478 | 1,686 | 3,241 | 6,122 |
| 应收票据及应收账款 | 500 | 569 | 652 | 806 | 1,011 |
| 其他应收款 | 27 | 50 | 50 | 58 | 79 |
| 预付账款 | 28 | 22 | 43 | 51 | 68 |
| 存货 | 1 | 1 | 0 | 1 | 4 |
| 其他流动资产 | 2,204 | 6,027 | 5,994 | 5,995 | 5,995 |
| 非流动资产 | 2,282 | 3,827 | 7,301 | 7,916 | 8,595 |
| 长期投资 | 444 | 1,094 | 1,764 | 2,311 | 2,933 |
| 固定资产 | 82 | 69 | 46 | 12 | -28 |
| 无形资产 | 102 | 87 | 96 | 89 | 85 |
| 其他非流动资产 | 1,654 | 2,577 | 5,395 | 5,503 | 5,605 |
| 资产总计 | 12,058 | 13,974 | 15,726 | 18,067 | 21,875 |
| 流动负债 | 2,750 | 3,154 | 3,699 | 4,415 | 5,961 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付票据及应付账款 | 306 | 453 | 524 | 712 | 1,028 |
| 其他流动负债 | 2,444 | 2,700 | 3,175 | 3,704 | 4,933 |
| 非流动负债 | 509 | 801 | 870 | 1,032 | 1,255 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 509 | 801 | 870 | 1,032 | 1,255 |
| 负债合计 | 3,259 | 3,954 | 4,569 | 5,447 | 7,216 |
| 少数股东权益 | 74 | 71 | 78 | 80 | 89 |
| 股本 | 461 | 462 | 462 | 462 | 462 |
| 资本公积 | 4,942 | 5,178 | 5,309 | 5,309 | 5,309 |
| 留存收益 | 3,310 | 4,294 | 5,356 | 6,816 | 8,847 |
| 归属母公司股东权益 | 8,724 | 9,949 | 11,079 | 12,539 | 14,570 |
| 负债和股东权益 | 12,058 | 13,974 | 15,726 | 18,067 | 21,875 |

现金流量表 (百万元)

| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|--------------|---------------|---------------|--------------|--------------|
| 经营活动现金流 | 1,603 | 2,058 | 1,924 | 2,541 | 4,062 |
| 净利润 | 1,131 | 1,314 | 1,542 | 2,114 | 2,944 |
| 折旧摊销 | 130 | 125 | 123 | 122 | 122 |
| 财务费用 | 10 | 9 | 0 | 0 | 0 |
| 投资损失 | -339 | -219 | -198 | -245 | -308 |
| 营运资金变动 | 607 | 807 | 447 | 545 | 1,299 |
| 其他经营现金流 | 64 | 21 | 10 | 5 | 5 |
| 投资活动现金流 | 4,502 | -5,210 | -3,378 | -497 | -499 |
| 资本支出 | -176 | -166 | -222 | -195 | -185 |
| 长期投资 | 4,444 | -5,171 | -670 | -547 | -622 |
| 其他投资现金流 | 233 | 127 | -2,486 | 245 | 308 |
| 筹资活动现金流 | -354 | -385 | -338 | -489 | -682 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 194 | 236 | 132 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -549 | -621 | -470 | -489 | -682 |
| 现金净增加额 | 5,762 | -3,539 | -1,792 | 1,555 | 2,881 |

资料来源：中原证券研究所，携宁，聚源

利润表 (百万元)

| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 3,885 | 4,556 | 5,148 | 6,355 | 8,014 |
| 营业成本 | 583 | 670 | 927 | 1,207 | 1,683 |
| 营业税金及附加 | 35 | 37 | 48 | 56 | 70 |
| 营业费用 | 818 | 967 | 919 | 993 | 1,092 |
| 管理费用 | 392 | 444 | 466 | 504 | 529 |
| 研发费用 | 1,331 | 1,472 | 1,620 | 1,862 | 2,198 |
| 财务费用 | -13 | -95 | -70 | -34 | -65 |
| 资产减值损失 | -27 | -7 | 0 | 0 | 0 |
| 其他收益 | 173 | 142 | 195 | 220 | 290 |
| 公允价值变动收益 | -30 | -3 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 339 | 219 | 198 | 245 | 308 |
| 资产处置收益 | 0 | 5 | 3 | 6 | 6 |
| 营业利润 | 1,197 | 1,401 | 1,634 | 2,236 | 3,111 |
| 营业外收入 | 2 | 1 | 2 | 2 | 3 |
| 营业外支出 | 1 | 12 | 12 | 13 | 14 |
| 利润总额 | 1,198 | 1,390 | 1,624 | 2,226 | 3,100 |
| 所得税 | 67 | 75 | 82 | 112 | 156 |
| 净利润 | 1,131 | 1,314 | 1,542 | 2,114 | 2,944 |
| 少数股东损益 | 13 | -3 | 7 | 2 | 8 |
| 归属母公司净利润 | 1,118 | 1,318 | 1,535 | 2,112 | 2,936 |
| EBITDA | 1,031 | 1,216 | 1,677 | 2,314 | 3,158 |
| EPS (元) | 2.42 | 2.85 | 3.32 | 4.57 | 6.35 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 (%) | 18.44 | 17.27 | 12.99 | 23.45 | 26.10 |
| 营业利润 (%) | 6.71 | 17.05 | 16.68 | 36.85 | 39.13 |
| 归属母公司净利润 (%) | 7.33 | 17.92 | 16.51 | 37.54 | 39.04 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 (%) | 85.00 | 85.30 | 82.00 | 81.00 | 79.00 |
| 净利率 (%) | 28.77 | 28.92 | 29.82 | 33.23 | 36.63 |
| ROE (%) | 12.81 | 13.25 | 13.86 | 16.84 | 20.15 |
| ROIC (%) | 9.52 | 10.22 | 13.15 | 16.40 | 19.57 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 27.03 | 28.30 | 29.06 | 30.15 | 32.99 |
| 净负债比率 (%) | 37.04 | 39.47 | 40.96 | 43.17 | 49.23 |
| 流动比率 | 3.55 | 3.22 | 2.28 | 2.30 | 2.23 |
| 速动比率 | 3.18 | 2.11 | 1.34 | 1.51 | 1.64 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.35 | 0.35 | 0.35 | 0.38 | 0.40 |
| 应收账款周转率 | 8.55 | 8.57 | 8.47 | 8.77 | 8.87 |
| 应付账款周转率 | 2.25 | 1.76 | 1.90 | 1.95 | 1.94 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益 (最新摊薄) | 2.42 | 2.85 | 3.32 | 4.57 | 6.35 |
| 每股经营现金流 (最新摊薄) | 3.47 | 4.45 | 4.16 | 5.49 | 8.78 |
| 每股净资产 (最新摊薄) | 18.86 | 21.51 | 23.95 | 27.11 | 31.50 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 71.90 | 60.98 | 52.34 | 38.05 | 27.37 |
| P/B | 9.21 | 8.08 | 7.25 | 6.41 | 5.51 |
| EV/EBITDA | 111.60 | 117.30 | 46.94 | 33.36 | 23.53 |

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。