

金山办公 (688111.SH)

个人订阅稳健增长, AI 应用和信创均向好

优于大市

核心观点

三季度收入增长回暖。公司前三季度收入 36.27 亿元 (+10.90%)，归母净利润 10.40 亿元 (+16.41%)，扣非归母净利润 9.91 亿元 (+15.16%)。单 Q3 来看，公司收入 12.14 亿元 (+10.53%)，归母净利润 3.18 亿元 (+8.33%)，扣非归母净利润 3.03 亿元 (+6.66%)。

研发投入加大，合同负债和现金流稳定增长。公司持续加强研发投入，前三季度研发费用同比增长 17.26%，销售、管理费用同比下降 3.79%、7.57%。公司 Q3 现金流表现优异，单 Q3 公司收现 14.09 亿元 (+23.60%)，经营活动现金净流量 4.51 亿元 (+31.10%)。公司合同负债 19.90 亿元 (+16.31%)，其他非流动负债达到 7.12 亿元 (+74.08%)，个人会员的长周期发展顺利。

个人订阅保持较高增长，信创回暖和 AI 价值推动 BC 两端增长。分业务来看，国内个人订阅收入 7.62 亿元 (+17.24%)，其中公司 WPS AI 2.0 新增 AI 写作助手等多个功能，有力促进用户粘性和付费转化提升。国内机构订阅收入 2.48 亿元 (+0.02%)；国内机构授权 1.43 亿元 (+8.97%)，公司持续布局党政信创领域，相关订单有所增加。国际及其他业务收入 0.61 亿元 (-10.43%)，主要是关停国内广告业务所致，海外业务保持高速增长增长。截止 24 年 9 月底，公司主要产品月度活跃设备数为 6.18 亿 (+4.92%)，其中 PC 端月活 2.77 亿 (+6.95%)，移动端月活 3.38 亿 (+3.36%)。

文档办公是 AI Agent 率先落地场景，AI 已产生收入。今年 7 月，公司正式发布 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。以 AI 伴写为例，其是基于 AI Agent 范式驱动的智能写作工具，具备独立思考、调用工具去逐步完成给定目标的能力，将大幅提高工作效率。目前公司 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。

风险提示：信创业务发展低于预期；协作、AI 等创新业务进展缓慢。

投资建议：维持“优于大市”评级。由于宏观经济对 IT 开支影响持续，我们下调业绩预测。预计 2024-2026 年公司营收为 51.14/62.16/76.06 亿元，归母净利润为 15.06/18.71/23.17 亿元（原预测为 17.09/22.17/28.39 亿元），对应当前 PE 为 90/73/59 倍。公司作为 AI 应用龙头，且 AI 会员已经开始贡献收入；结合新一轮信创产业即将加大力度推进，行业和下沉信创市场仍有广阔空间，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,885	4,556	5,114	6,216	7,606
(+/-%)	18.4%	17.3%	12.2%	21.6%	22.4%
净利润(百万元)	1118	1318	1506	1871	2317
(+/-%)	7.3%	17.9%	14.3%	24.2%	23.8%
每股收益(元)	2.42	2.85	3.26	4.05	5.02
EBIT Margin	18.7%	21.2%	22.7%	24.3%	25.3%
净资产收益率 (ROE)	12.8%	13.2%	13.6%	15.0%	16.3%
市盈率 (PE)	121.2	102.9	90.0	72.5	58.5
EV/EBITDA	172.9	134.6	118.3	90.9	71.5
市净率 (PB)	15.53	13.63	12.25	10.88	9.56

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

计算机·软件开发

证券分析师: 熊莉

021-61761067

xiongli1@guosen.com.cn

S0980519030002

证券分析师: 库宏焱

021-60875168

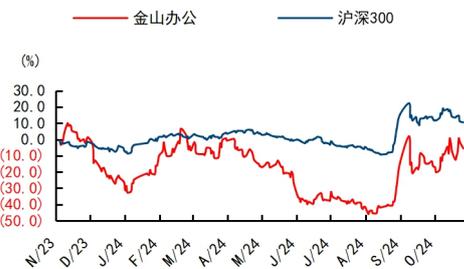
kuhongyao@guosen.com.cn

S0980520010001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	293.72 元
总市值/流通市值	135853/135853 百万元
52 周最高价/最低价	368.00/167.18 元
近 3 个月日均成交额	1740.20 百万元

市场走势



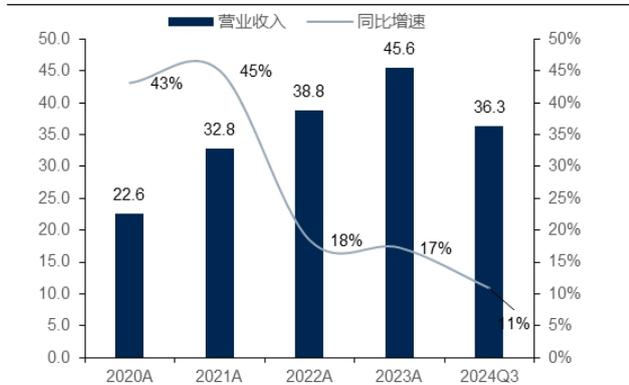
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《金山办公 (688111.SH) 一季报归母净利润增长超 37%，WPS AI 打开新空间》——2024-04-26
- 《金山办公 (688111.SH) 单 Q3 收入增长 9.4%，开启自研模型深化 AI 价值》——2023-10-27
- 《金山办公 (688111.SH) -23H1 扣非净利润增长近 40%，持续加大 AI 产品赋能》——2023-08-23
- 《金山办公 (688111.SH) -订阅收入整体 40% 增长，会员升级和 AI 赋能打开空间》——2023-04-21
- 《金山办公 (688111.SH) ——2022 年报点评-订阅业务增长超 40%，加大 AIGC 投入》——2023-03-23

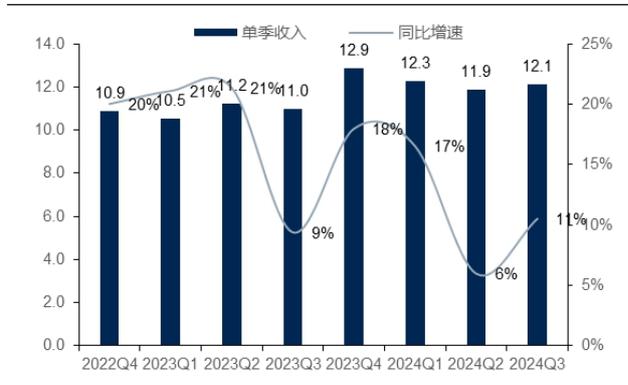
公司前三季度收入 36.27 亿元 (+10.90%)，归母净利润 10.40 亿元 (+16.41%)，扣非归母净利润 9.91 亿元 (+15.16%)。单 Q3 来看，公司收入 12.14 亿元 (+10.53%)，归母净利润 3.18 亿元 (+8.33%)，扣非归母净利润 3.03 亿元 (+6.66%)。

图1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



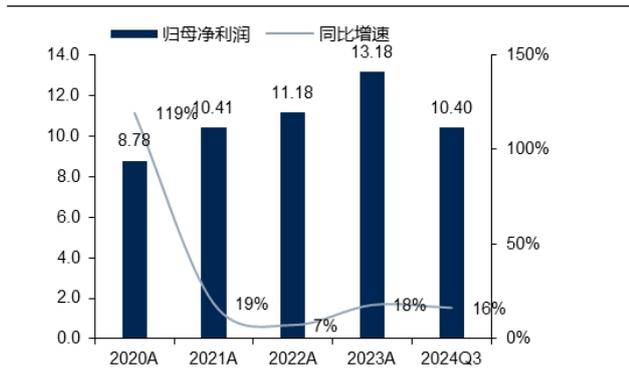
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



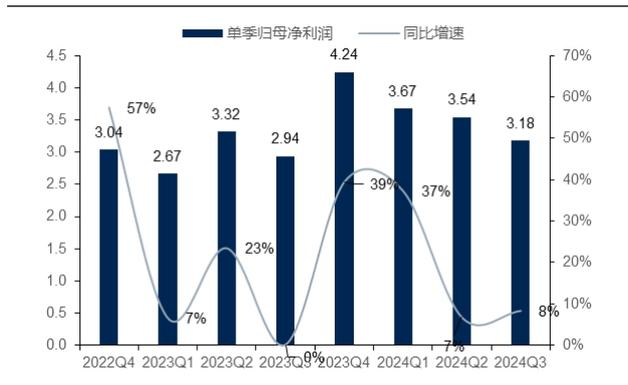
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 由于宏观经济对 IT 开支影响持续, 我们下调业绩预测。预计 2024-2026 年公司营收为 51.14/62.16/76.06 亿元, 归母净利润为 15.06/18.71/23.17 亿元 (原预测为 17.09/22.17/28.39 亿元), 对应当前 PE 为 90/73/59 倍。公司作为 AI 应用龙头, 且 AI 会员已经开始贡献收入; 结合新一轮信创产业即将加大力度推进, 行业和下沉信创市场仍有广阔空间, 维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	7015	3478	4608	5834	7327	营业收入	3885	4556	5114	6216	7606
应收款项	527	619	694	855	1046	营业成本	583	670	763	924	1125
存货净额	1	1	2	5	6	营业税金及附加	35	37	42	51	62
其他流动资产	1039	2323	2608	3170	3879	销售费用	818	967	1048	1243	1521
流动资产合计	9775	10147	11637	13589	15984	管理费用	392	444	464	563	688
固定资产	203	317	414	513	602	研发费用	1331	1472	1636	1927	2282
无形资产及其他	102	87	85	82	80	财务费用	(13)	(95)	(59)	(77)	(97)
投资性房地产	1533	2329	2329	2329	2329	投资收益	339	219	210	200	200
长期股权投资	444	1094	1094	1094	1094	资产减值及公允价值变动	(2)	5	(20)	(20)	(20)
资产总计	12058	13974	15559	17608	20088	其他收入	(1210)	(1355)	(1456)	(1717)	(2042)
短期借款及交易性金融负债	66	37	37	37	37	营业利润	1197	1401	1590	1975	2445
应付款项	306	453	539	644	783	营业外净收支	2	(11)	(1)	(1)	(1)
其他流动负债	2378	2664	2753	3015	3345	利润总额	1198	1390	1589	1974	2444
流动负债合计	2750	3154	3329	3696	4165	所得税费用	67	75	86	107	133
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	13	(3)	(4)	(5)	(6)
其他长期负债	509	801	1092	1384	1675	归属于母公司净利润	1118	1318	1506	1871	2317
长期负债合计	509	801	1092	1384	1675	现金流量表 (百万元)					
负债合计	3259	3954	4421	5080	5840	净利润	1118	1318	1506	1871	2317
少数股东权益	74	71	68	65	60	资产减值准备	27	(20)	29	10	9
股东权益	8724	9949	11070	12463	14188	折旧摊销	76	72	23	40	51
负债和股东权益总计	12058	13974	15559	17608	20088	公允价值变动损失	2	(5)	20	20	20
关键财务与估值指标						财务费用	(13)	(95)	(59)	(77)	(97)
每股收益	2.42	2.85	3.26	4.05	5.02	营运资本变动	(585)	(1467)	136	(57)	(132)
每股红利	0.70	0.73	0.83	1.04	1.28	其它	(18)	18	(32)	(14)	(14)
每股净资产	18.92	21.55	23.98	26.99	30.73	经营活动现金流	621	(85)	1682	1871	2252
ROIC	18.09%	16.46%	23%	31%	38%	资本开支	0	(145)	(167)	(167)	(167)
ROE	12.81%	13.25%	14%	15%	16%	其它投资现金流	5750	(2533)	0	0	0
毛利率	85%	85%	85%	85%	85%	投资活动现金流	5429	(3328)	(167)	(167)	(167)
EBIT Margin	19%	21%	23%	24%	25%	权益性融资	11	22	0	0	0
EBITDA Margin	21%	23%	23%	25%	26%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	18%	17%	12%	22%	22%	支付股利、利息	(323)	(337)	(385)	(478)	(592)
净利润增长率	7%	18%	14%	24%	24%	其它融资现金流	346	528	0	0	0
资产负债率	28%	29%	29%	29%	29%	融资活动现金流	(288)	(124)	(385)	(478)	(592)
股息率	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%	现金净变动	5761	(3537)	1130	1226	1493
P/E	121.2	102.9	90.0	72.5	58.5	货币资金的期初余额	1254	7015	3478	4608	5834
P/B	15.5	13.6	12.3	10.9	9.6	货币资金的期末余额	7015	3478	4608	5834	7327
EV/EBITDA	172.9	134.6	118.3	90.9	71.5	企业自由现金流	0	(628)	1089	1242	1576
						权益自由现金流	0	(101)	1145	1315	1668

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032