

金山办公 (688111.SH)

四季度收入提速，AI 和海外业务打开新成长空间

优于大市

核心观点

2024 年四季度收入提速，利润保持较高增长。2024 年公司营业收入 51.21 亿元 (+12.4%)；归母净利润 16.45 亿元 (+24.84%)，扣非归母净利润 15.56 亿元 (+23.30%)。单 Q4 来看，公司收入 14.94 亿元 (+16.21%)，归母净利润 6.05 亿元 (+42.58%)，扣非归母净利润 5.66 亿元 (+40.72%)。

控费效果显现，加大 AI 领域研发投入。24 年公司销售、管理费用率分别为 19.36% 和 7.86%，同比下降了 1.87、1.89 个百分点。研发费用率为 33.11%，同比提升 0.79 个百分点。公司加大 AI 领域研发，例如将大模型与全线产品深度耦合，利用“AI 网关”统一管理不同大模型能力。同时，公司与华为深度合作，推出 WPS 鸿蒙版，同时实现 PC 端与移动端架构统一。

面向云和 AI 的 WPS 365 业务快速增长，信创业务有所回暖。WPS 个人业务收入 32.83 亿元 (+18%)，包含国内和海外 WPS 会员收入；公司首次披露海外业务，海外 WPS 收入 1.83 亿元，累计年度付费用户数达到 174 万。WPS 365 业务收入 4.37 亿元 (+149.33%)，包含公有云、私有云 WPS、协作和 AI 企业版等。WPS 软件业务收入 12.68 亿元 (-8.56%)，包含 WPS 客户端、中台、信创等业务。其他业务收入 1.32 亿元 (-37.17%)，包括海外广告等业务。按传统口径划分，国内个人订阅收入 31 亿元 (+16.84%)；机构订阅收入 10.64 亿元 (+11.11%)；机构授权业务收入 7.06 亿元 (+7.71%)，反应了信创业务有所回暖。

付费用户持续提升，长期合同负债快速增长。截止 24 年底，WPS Office 全球月活设备数为 6.32 亿 (+6.22%)，其中 PC 月活 2.91 亿 (+9.81%)，移动月活 3.41 亿 (+3.33%)。WPS 国内累计年度付费用户数为 4170 万 (+17.49%)，AI 月活达到 1968 万。截止 24 年底，公司合同负债 21.36 亿元 (+12.90%)，其他非流动负债中的合同付费 9.43 亿元 (+55.61%)，公司推动长周期会员增长取得明显效果。

风险提示：AI 产业发展不及预期；信创产业进展缓慢；下游 IT 开支收紧。

投资建议：维持“优于大市”评级。根据 24 年报，调整盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润 18.96/23.16/28.41 亿元(原 26-27 年预测为 18.71、23.17 亿元)，同比增速 15/22/23%；摊薄 EPS=4.10/5.01/6.14 元，当前股价对应 PE=79/65/53x。基于公司开始布局海外市场，以及 AI 产品月活快速增长，打开长期成长空间，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,556	5,121	6,217	7,619	9,221
(+/--%)	17.3%	12.4%	21.4%	22.5%	21.0%
净利润(百万元)	1318	1645	1896	2316	2841
(+/--%)	17.9%	24.8%	15.3%	22.1%	22.7%
每股收益(元)	2.85	3.56	4.10	5.01	6.14
EBIT Margin	21.2%	23.9%	26.0%	26.9%	27.7%
净资产收益率 (ROE)	13.2%	14.5%	14.8%	15.9%	17.0%
市盈率 (PE)	113.4	91.0	78.9	64.6	52.7
EV/EBITDA	147.9	119.9	93.7	73.7	59.5
市净率 (PB)	15.02	13.18	11.71	10.30	8.98

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

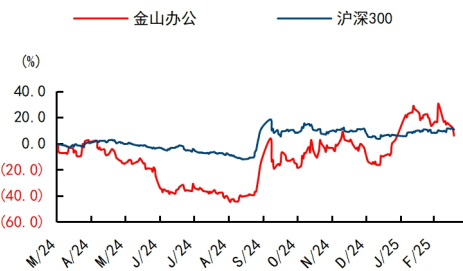
kuhongyao@guosen.com.cn

S0980520010001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	323.60 元
总市值/流通市值	149721/149721 百万元
52 周最高价/最低价	408.68/167.18 元
近 3 个月日均成交额	1993.99 百万元

市场走势



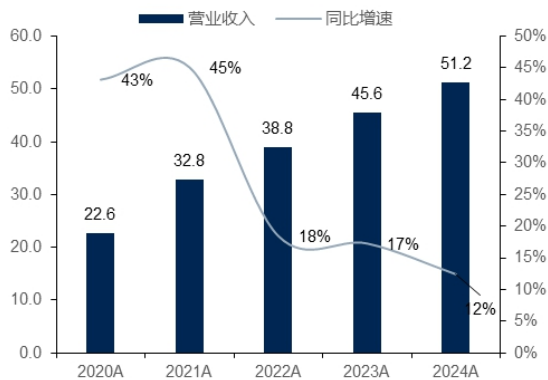
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《金山办公 (688111.SH) - 个人订阅稳健增长，AI 应用和信创均向好》——2024-11-26
- 《金山办公 (688111.SH) - 一季度归母净利润增长超 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

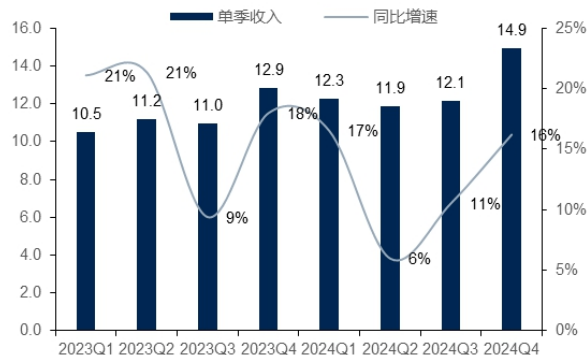
24Q4 收入增速回暖，利润增长较快。2024 年公司营业收入 51.21 亿元 (+12.4%)；归母净利润 16.45 亿元 (+24.84%)，扣非归母净利润 15.56 亿元 (+23.30%)。单 Q4 来看，公司收入 14.94 亿元 (+16.21%)，归母净利润 6.05 亿元 (+42.58%)，扣非归母净利润 5.66 亿元 (+40.72%)。其中 24 年公司投资净收益为 3.70 亿元，同比增加了 1.51 亿元。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



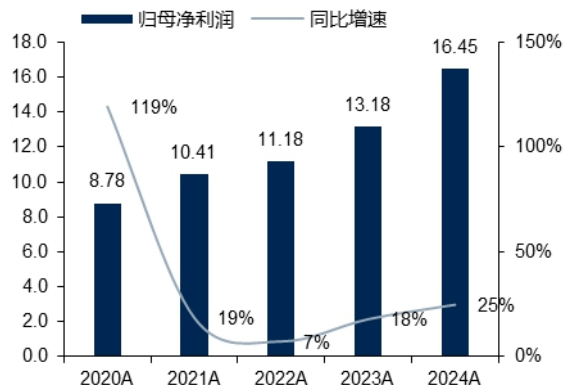
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



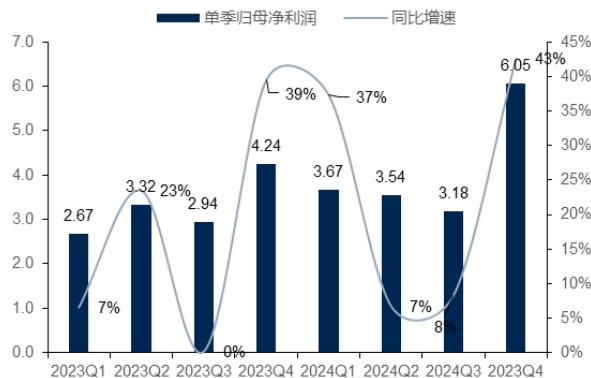
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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、%）

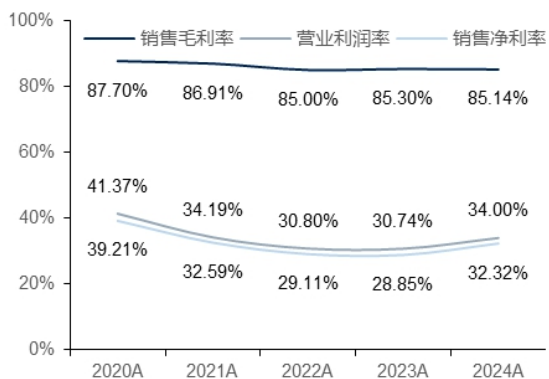


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

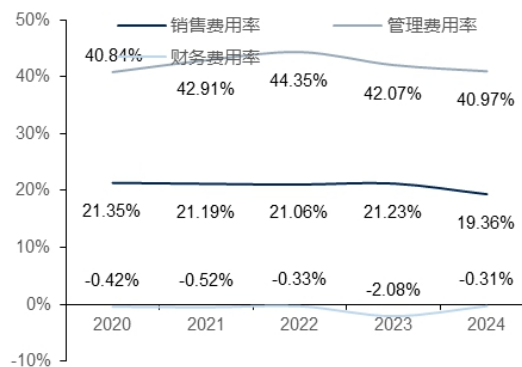
毛利率保持稳定，费用率整体下降。公司毛利率 85.14%，得益于 24 年利润高增长，净利率有所提升。24 年公司销售、管理费用率分别为 19.36% 和 7.86%，同比下降了 1.87、1.89 个百分点。研发费用率为 33.11%，同比提升 0.79 个百分点，公司加大了 AI 领域研发投入。

图5：公司毛利率、净利率变化情况

图6：公司三项费用率变化情况（管理费用中包含研发费用）



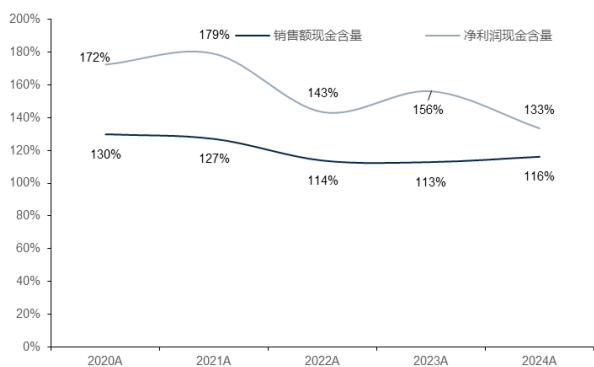
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

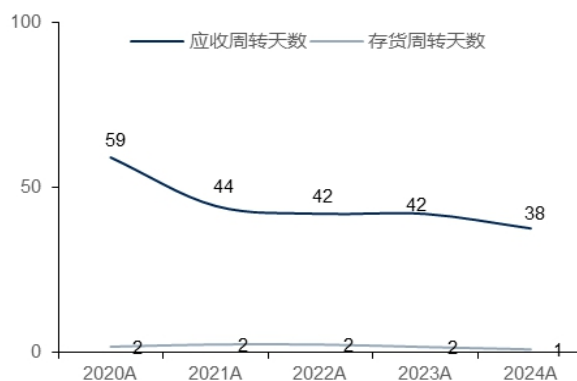
公司现金保持较好水平，流动资产周转情况保持平稳态势。公司23年销售额现金含量有小幅回升，净利润现金含量有所下降。公司应收周转天数与存货周转天数分别为38天、1天，与23年有所下降。

图7：公司经营性现金流情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司主要流动资产周转情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：维持“优于大市”评级。根据24年报，调整盈利预测，预计2025-2027年归母净利润18.96/23.16/28.41亿元（原26-27年预测为18.71、23.17亿元），同比增速15%/22%/23%；摊薄EPS=4.10/5.01/6.14元，当前股价对应PE=79/65/53x。基于公司开始布局海外市场，以及AI产品月活快速增长，打开长期成长空间，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)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	3478	898	3000	3021	4547	营业收入	4556	5121	6217	7619	9221
应收款项	619	580	704	1048	1268	营业成本	670	761	911	1097	1313
存货净额	1	1	1	6	7	营业税金及附加	37	49	60	73	89
其他流动资产	2323	3165	3842	4709	5699	销售费用	967	991	1181	1448	1752
流动资产合计	10147	6105	9008	10246	12983	管理费用	444	403	457	552	658
固定资产	317	432	532	622	700	研发费用	1472	1696	1989	2400	2858
无形资产及其他	87	79	77	75	73	财务费用	(95)	(16)	(0)	(16)	(52)
投资性房地产	2329	7734	7734	7734	7734	投资收益	219	370	230	210	210
长期股权投资	1094	1563	1563	1563	1563	资产减值及公允价值变动	5	(10)	(30)	(30)	(30)
资产总计	13974	15913	18915	20239	23053	其他收入	(1355)	(1551)	(1789)	(2180)	(2618)
短期借款及交易性金融负债	37	96	1192	96	96	营业利润	1401	1741	2019	2466	3024
应付款项	453	446	542	650	778	营业外净收支	(11)	9	(1)	(1)	(1)
其他流动负债	2664	2921	3080	3424	3743	利润总额	1390	1750	2018	2465	3023
流动负债合计	3154	3462	4814	4170	4617	所得税费用	75	95	110	134	164
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(3)	10	12	14	18
其他长期负债	801	1014	1227	1441	1654	归属于母公司净利润	1318	1645	1896	2316	2841
长期负债合计	801	1014	1227	1441	1654	现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	3954	4476	6041	5611	6271	净利润	1318	1645	1896	2316	2841
少数股东权益	71	81	90	101	114	资产减值准备	(20)	1	5	2	2
股东权益	9949	11356	12784	14528	16667	折旧摊销	72	64	42	57	68
负债和股东权益总计	13974	15913	18915	20239	23053	公允价值变动损失	(5)	10	30	30	30
						财务费用	(95)	(16)	(0)	(16)	(52)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(1467)	(5744)	(328)	(548)	(549)
每股收益	2.85	3.56	4.10	5.01	6.14	其它	18	7	4	9	11
每股红利	0.73	0.88	1.01	1.24	1.52	经营活动现金流	(85)	(4017)	1650	1866	2403
每股净资产	21.55	24.55	27.64	31.41	36.04	资本开支	0	(149)	(176)	(176)	(176)
ROIC	16.46%	17.29%	16%	17%	21%	其它投资现金流	(2533)	2264	0	0	0
ROE	13.25%	14.49%	15%	16%	17%	投资活动现金流	(3183)	1645	(176)	(176)	(176)
毛利率	85%	85%	85%	86%	86%	权益性融资	(2)	62	0	0	0
EBIT Margin	21%	24%	26%	27%	28%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	23%	25%	27%	28%	28%	支付股利、利息	(337)	(406)	(468)	(572)	(702)
收入增长	17%	12%	21%	23%	21%	其它融资现金流	406	541	1096	(1096)	0
净利润增长率	18%	25%	15%	22%	23%	融资活动现金流	(269)	(209)	628	(1668)	(702)
资产负债率	29%	29%	32%	28%	28%	现金净变动	(3537)	(2580)	2102	21	1525
股息率	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%	货币资金的期初余额	7015	3478	898	3000	3021
P/E	113.4	91.0	78.9	64.6	52.7	货币资金的期末余额	3478	898	3000	3021	4547
P/B	15.0	13.2	11.7	10.3	9.0	企业自由现金流	0	(4674)	1070	1271	1755
EV/EBITDA	147.9	119.9	93.7	73.7	59.5	权益自由现金流	0	(4133)	2166	190	1805

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