



金山办公 (688111.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

普惠 AI 促进付费转化，合同负债持续高增

业绩简评

2024年10月25日，公司发布三季报，前三季度实现营收36.3亿元，同比增长10.9%；实现归母净利润10.4亿元，同比增长16.4%；经营性活动现金流量净额为10.8亿元，同比增长14.9%。单Q3公司营收为12.1亿元，同比增长10.5%；归母净利润为3.2亿元，同比增长8.3%；经营性活动现金流净额为4.5亿元，同比增长31.2%。

经营分析

公司产品月活量持续增长，截至24Q3活跃设备数为6.2亿，同比增长4.9%，PC版/移动版活跃设备数分别为2.8亿/3.4亿，同比增长7.0%/3.4%。

分业务来看，1)国内个人办公服务订阅业务Q3同比增长17.2%，环比下降4.2%，实现营收7.6亿元，系公司从二季度开始实施“普惠AI”战略，同时WPS AI 2.0新增AI写作助手、AI阅读助手等功能持续促进用户粘性和付费转化率提升；2)国内机构授权业务Q3收入1.4亿元，同比增长9.0%，环比增长9.4%，系党政信创订单回暖略有加速所致；3)国内机构订阅及服务收入同比基本持平，环比增长23.8%，报告期内公司主要推进WPS 365 SaaS转型；4)国际及其他业务收入同比下降10.4%，主要受关停广告业务影响。

成本费用方面，单Q3公司毛利率为85.5%，同比增长0.7pct；销售/管理费用率分别为20.1%/7.8%，同比下降1.5pct/4.1pct。研发费用率为37.4%，同比增加4.7pct，预计系公司加大AI及海外市场研发投入所致。截至24Q3，公司合同负债较上年同期增加16.3%，在手订单充沛。

盈利预测

根据公司前三季度经营情况及公司战略布局，结合下游客户需求及预算变化等多重因素，我们预测公司2024~2026年营业收入为51.3/59.2/69.4亿元，同比增长12.5%/15.5%/17.2%；预测归母净利润为15.4/19.1/23.4亿元，同比增长16.9%/23.8%/22.5%，分别对应79.4x/64.1x/52.4x PE，维持“买入”评级。

风险提示

协同办公市场竞争加剧，双订阅转型不及预期，WPS AI商业化进展不及预期。

计算机组

分析师：孟灿 (执业 S1130522050001)

mengcan@gjzq.com.cn

分析师：李忠宇 (执业 S1130524100002)

lizhongyu01@gjzq.com.cn

联系人：赵彤

zhaotong3@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：264.50 元

相关报告：

1.《金山办公公司点评：核心战略定力稳固，持续推进AI商业化进程》，2024.8.21

2.《金山办公公司点评：AI+双订阅增速超预期，引领新质生产力在办...》，2024.3.21



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,885	4,556	5,125	5,919	6,938
营业收入增长率	18.44%	17.27%	12.50%	15.49%	17.21%
归母净利润(百万元)	1,118	1,318	1,541	1,907	2,336
归母净利润增长率	7.33%	17.92%	16.94%	23.78%	22.46%
摊薄每股收益(元)	2.423	2.854	3.332	4.124	5.050
每股经营性现金流净额	3.48	4.46	2.76	4.68	5.91
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.81%	13.25%	13.89%	15.12%	16.04%
P/E	109.16	110.79	79.39	64.14	52.37
P/B	13.98	14.67	11.02	9.70	8.40

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	3,280	3,885	4,556	5,125	5,919	6,938
增长率		18.4%	17.3%	12.5%	15.5%	17.2%
主营业务成本	-429	-583	-670	-727	-838	-1,002
%销售收入	13.1%	15.0%	14.7%	14.2%	14.2%	14.4%
毛利	2,851	3,302	3,886	4,398	5,082	5,935
%销售收入	86.9%	85.0%	85.3%	85.8%	85.8%	85.6%
营业税金及附加	-35	-35	-37	-41	-47	-56
%销售收入	1.1%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-695	-818	-967	-938	-1,065	-1,200
%销售收入	21.2%	21.1%	21.2%	18.3%	18.0%	17.3%
管理费用	-326	-392	-444	-425	-485	-562
%销售收入	9.9%	10.1%	9.8%	8.3%	8.2%	8.1%
研发费用	-1,082	-1,331	-1,472	-1,794	-1,953	-2,185
%销售收入	33.0%	34.3%	32.3%	35.0%	33.0%	31.5%
息税前利润 (EBIT)	713	726	965	1,200	1,530	1,932
%销售收入	21.7%	18.7%	21.2%	23.4%	25.8%	27.9%
财务费用	17	13	95	97	141	180
%销售收入	-0.5%	-0.3%	-2.1%	-1.9%	-2.4%	-2.6%
资产减值损失	-12	-25	-23	-24	-11	0
公允价值变动收益	-1	-30	-3	4	4	4
投资收益	205	339	219	220	220	220
%税前利润	18.3%	28.3%	15.8%	13.3%	10.8%	8.8%
营业利润	1,121	1,197	1,401	1,651	2,039	2,492
营业利润率	34.2%	30.8%	30.7%	32.2%	34.4%	35.9%
营业外收支	-3	2	-11	4	4	4
税前利润	1,119	1,198	1,390	1,655	2,043	2,496
利润率	34.1%	30.8%	30.5%	32.3%	34.5%	36.0%
所得税	-50	-67	-75	-89	-110	-135
所得税率	4.4%	5.6%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%
净利润	1,069	1,131	1,314	1,566	1,932	2,361
少数股东损益	28	13	-3	25	25	25
归属于母公司的净利润	1,041	1,118	1,318	1,541	1,907	2,336
净利率	31.7%	28.8%	28.9%	30.1%	32.2%	33.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,069	1,131	1,314	1,566	1,932	2,361
少数股东损益	28	13	-3	25	25	25
非现金支出	107	156	148	73	77	83
非经营收益	-200	-291	-212	-225	-230	-229
营运资金变动	888	607	807	-137	379	514
经营活动现金净流	1,864	1,603	2,058	1,276	2,159	2,729
资本开支	-149	-176	-166	1,781	-126	-127
投资	-1,422	4,444	-5,171	-200	-210	-210
其他	207	233	127	220	220	220
投资活动现金净流	-1,364	4,502	-5,210	1,801	-116	-117
股权募资	0	10	22	0	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	0
其他	-247	-364	-406	-396	-396	-396
筹资活动现金净流	-247	-354	-385	-396	-396	-396
现金净流量	251	5,762	-3,539	2,682	1,648	2,215

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,254	7,015	3,478	6,146	7,778	9,977
应收款项	451	527	619	627	701	790
存货	2	1	1	3	3	3
其他流动资产	6,986	2,231	6,049	5,267	5,422	5,568
流动资产	8,694	9,775	10,147	12,044	13,903	16,338
%总资产	83.4%	81.1%	72.6%	78.9%	80.4%	82.3%
长期投资	168	491	1,136	1,191	1,256	1,321
固定资产	88	203	317	389	446	487
%总资产	0.8%	1.7%	2.3%	2.5%	2.6%	2.5%
无形资产	315	315	318	339	355	371
非流动资产	1,732	2,282	3,827	3,230	3,384	3,521
%总资产	16.6%	18.9%	27.4%	21.1%	19.6%	17.7%
资产总计	10,426	12,058	13,974	15,274	17,287	19,859
短期借款	40	66	37	37	37	37
应付款项	303	404	557	436	487	563
其他流动负债	1,925	2,281	2,560	2,812	3,229	3,751
流动负债	2,268	2,750	3,154	3,284	3,752	4,351
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	378	509	801	795	800	803
负债	2,645	3,259	3,954	4,080	4,552	5,154
普通股股东权益	7,720	8,724	9,949	11,098	12,614	14,559
其中：股本	461	461	462	462	462	462
未分配利润	2,408	3,157	4,093	5,242	6,757	8,700
少数股东权益	61	74	71	96	121	146
负债股东权益合计	10,426	12,058	13,974	15,274	17,287	19,859

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	2.259	2.423	2.854	3.332	4.124	5.050
每股净资产	16.745	18.916	21.547	23.995	27.273	31.477
每股经营现金净流	4.044	3.475	4.456	2.765	4.677	5.910
每股股利	0.700	0.730	0.880	0.850	0.850	0.850
回报率						
净资产收益率	13.49%	12.81%	13.25%	13.89%	15.12%	16.04%
总资产收益率	9.99%	9.27%	9.43%	10.09%	11.03%	11.76%
投入资本收益率	8.69%	7.71%	9.04%	10.07%	11.30%	12.36%
增长率						
主营业务收入增长率	45.07%	18.44%	17.27%	12.50%	15.49%	17.21%
EBIT 增长率	28.76%	1.83%	32.93%	24.37%	27.48%	26.29%
净利润增长率	18.57%	7.33%	17.92%	16.94%	23.78%	22.46%
总资产增长率	22.49%	15.65%	15.89%	9.30%	13.18%	14.87%
资产管理能力						
应收账款周转天数	45.0	42.7	42.6	43.0	42.0	40.0
存货周转天数	1.5	1.1	0.7	1.6	1.5	1.4
应付账款周转天数	149.9	162.3	207.0	170.0	165.0	160.0
固定资产周转天数	9.8	7.7	5.5	6.5	6.0	4.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-104.83%	-92.54%	-60.00%	-78.88%	-83.33%	-88.14%
EBIT 利息保障倍数	-41.5	-55.9	-10.2	-12.4	-10.9	-10.7
资产负债率	25.37%	27.03%	28.30%	26.71%	26.33%	25.95%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	5	21	46	71
增持	1	1	2	8	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.17	1.09	1.15	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究