

金山办公(688111)

报告日期: 2025 年 02 月 22 日

AI 应用的核心, 6 亿月活拥抱 Deepseek 革新

——金山办公点评报告

投资要点

一、一句话逻辑

金山办公是国产办公软件龙头, WPS 卡位办公场景入口, 伴随 WPS 灵犀接入 DeepSeek R1 大模型, 公司 AI 应用商业化落地有望超预期。截至 2024 年 6 月 30 日, 金山办公的主要产品月活跃设备数为 6.02 亿, 累计年度付费个人用户数为 3815 万, 接入 Deepseek 后优异的 WPS 产品体验有望进一步提升月活及付费用户量。

二、超预期逻辑

市场预期: 公司主要受益于信创潮流下办公软件国产化趋势, 当前 WPS 等办公软件渗透率已经较高, 产品难有指数型的增长空间。

我们认为: Deepseek 作为开源的领先 AI 大模型对中国 AI 行业渗透、应用丰富都有巨大推动, 是属于中国的 “GPT 时刻”, 因此中国 AI 应用公司受益程度或超 2023 年 GPT3.5 的阶段, 而金山办公作为四大 AI 应用 (办公、金融、医疗、教育) 的办公对应, 有较好发挥 Deepseek 文本能力的使用场景, 有望推动 WPS AI 体验完善。目前, WPS 灵犀成功接入了 DeepSeek R1, 用户可直接在输入框对其提问。灵犀是 WPS 中包含 AI 联网搜索, AI 阅读、AI 写作、AI 总结、AI 制作 PPT 等功能于一身的超级入口。

一方面, 在思维链加持下 R1 大模型具备逻辑推理与任务拆解能力, 可以更好地理解用户需求并更自主地执行任务, 有望在撰写文本、校对、数据整理等办公场景为用户带来更加智能的体验, 提升用户付费意愿; 另一方面, R1 大模型免费开源, 满血版仅 660B 参数, 同时还有 1.5B-70B 的蒸馏版本, 降低了 AI 应用厂商获取与使用大模型的门槛与成本, 公司有望以更低的价格为用户提供更多次数的 AI 使用体验, 从而推动 AI 大模型功能的普及。此外, DeepSeek 在全球具备较高热度, 金山办公接入 DeepSeek 后有望拓展全球市场。

三、检验指标与催化

1、检验的指标: 公司 MAU、AI 产品用户数、海外用户数、付费率、ARPU 值; 公司营收增速、毛利率、净利率等盈利能力指标。

2、可能的催化剂: 国产基础大模型进步、WPS 等应用推出基于 DeepSeek 模型的新功能、AI 推理成本下降。

四、研究价值

1、与众不同的认识: 市场认为金山办公 AI 大模型技术并非领先, 无法基于 AI 建立技术壁垒。我们认为, 公司产品主要为面向个人端的应用, 用户心智与口碑构建核心护城河, AI 则可提升市场容量。基础大模型的进步带动用户付费意愿的提升与应用场景的丰富, 办公软件是个人办公的重要入口与不可或缺的工具, 公司作为国产办公软件的龙头, 有望受益于 DeepSeek 带来的深度思考大模型普及热潮。

2、与前不同的认识: DeepSeek R1 大模型的推出带动了具备思考能力大模型应用的普及, 此前市面上流行的大模型或思考层次较浅, 或虽然具备思考能力但服务价格昂贵, 因此过往主要认为 AI 大模型将率先应用于客服、文案、图像生成等对准确性要求相对有限的场景。随着 R1 开源, 基础大模型思考更加条理清晰, 并可供用户检验, 有望在办公场景从完成基础工作的 “助理” 转变为理解用户意

投资评级: 买入(维持)

分析师: 刘雯蜀

执业证书号: S1230523020002
liuwenshu03@stocke.com.cn

分析师: 童非

执业证书号: S1230524050005
tongfei01@stocke.com.cn

分析师: 叶光亮

执业证书号: S1230524080010
yeguangleiang@stocke.com.cn

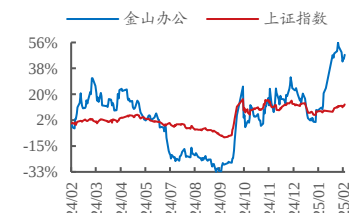
研究助理: 张致远

zhangzhiyuan@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 371.60
总市值(百万元)	171,874.53
总股本(百万股)	462.53

股票走势图



相关报告

- 《WPS AI 驱动订阅增长》2025.01.22
- 《智能化、国产化、云化三浪叠加》2024.12.10
- 《业绩稳健增长, 经营性现金流高增》2024.10.27

图并自主执行任务的“代理”，自主执行任务，用户只需检查其思考步骤即可。这将极大地丰富 AI 应用功能，提升 AI 应用价值。

❑ 盈利预测与估值

预计公司 2024-2026 年营业收入 52.44、64.51、79.25 亿元，同比增长 15.11%、23.01%、22.84%；归母净利润为 15.49、18.55、23.69 亿元，同比增长 17.58%、19.74%、27.71%。公司 2025 年 PE 对应为 93 倍，**维持“买入”评级。**

❑ 风险提示

AI 产品商业化不及预期、AI 技术进步不及预期、信创推进不及预期、市场竞争加剧风险。

财务摘要

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4,556	5,244	6,451	7,925
(+/-) (%)	17.27%	15.11%	23.01%	22.84%
归母净利润	1,318	1,549	1,855	2,369
(+/-) (%)	17.92%	17.58%	19.74%	27.71%
每股收益(元)	2.85	3.35	4.01	5.12
P/E	130.43	110.93	92.64	72.54

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	10,147	7,500	10,072	13,377
现金	3,478	1,666	3,743	6,431
交易性金融资产	2,571	2,571	2,571	2,571
应收账款	569	661	809	990
其它应收款	50	51	59	78
预付账款	22	76	92	111
存货	1	2	2	2
其他	3,456	2,474	2,797	3,193
非流动资产	3,827	8,480	8,449	8,409
金融资产类	42	42	42	42
长期投资	1,094	1,094	1,094	1,094
固定资产	69	128	104	71
无形资产	87	67	46	24
在建工程	248	248	248	248
其他	2,287	6,900	6,915	6,930
资产总计	13,974	15,980	18,521	21,786
流动负债	3,154	3,276	3,960	4,851
短期借款	0	0	0	0
应付款项	453	116	153	185
预收账款	0	0	0	0
其他	2,700	3,160	3,808	4,666
非流动负债	801	906	899	892
长期借款	0	0	0	0
其他	801	906	899	892
负债合计	3,954	4,181	4,859	5,743
少数股东权益	71	78	87	98
归属母公司股东权	9,949	11,720	13,575	15,945
负债和股东权益	13,974	15,980	18,521	21,786

现金流量表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2,058	1,830	2,356	2,971
净利润	1,314	1,557	1,864	2,381
折旧摊销	125	90	105	115
财务费用	9	0	0	0
投资损失	(219)	(252)	(297)	(293)
营运资金变动	807	432	685	769
其它	21	4	(1)	0
投资活动现金流	(5,210)	(3,960)	(272)	(277)
资本支出	(166)	(125)	(54)	(55)
长期投资	(5,171)	0	0	0
其他	127	(3,835)	(218)	(222)
筹资活动现金流	(385)	317	(6)	(7)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(385)	317	(6)	(7)
现金净增加额	(3,539)	(1,812)	2,077	2,688

利润表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	4556	5244	6451	7925
营业成本	670	761	915	1108
营业税金及附加	37	52	65	79
营业费用	967	1104	1339	1620
管理费用	444	493	591	702
研发费用	1472	1669	2051	2425
财务费用	(95)	(70)	(33)	(75)
资产减值损失	(7)	0	0	0
公允价值变动损益	(3)	0	0	0
投资净收益	219	252	297	293
其他经营收益	142	157	148	158
营业利润	1401	1644	1971	2518
营业外收支	(11)	2	0	(1)
利润总额	1390	1646	1971	2517
所得税	75	89	107	137
净利润	1314	1557	1864	2381
少数股东损益	(3)	7	9	11
归属母公司净利润	1318	1549	1855	2369
EBITDA	1216	1667	2043	2557
EPS (最新摊薄)	2.85	3.35	4.01	5.12

主要财务比率

	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	17.27%	15.11%	23.01%	22.84%
营业利润	17.05%	17.39%	19.88%	27.77%
归属母公司净利润	17.92%	17.58%	19.74%	27.71%
获利能力				
毛利率	85.30%	85.48%	85.81%	86.02%
净利率	28.92%	29.54%	28.76%	29.90%
ROE	13.25%	13.22%	13.67%	14.86%
ROIC	10.22%	12.55%	13.34%	14.34%
偿债能力				
资产负债率	28.30%	26.17%	26.24%	26.36%
净负债比率	-33.93%	-13.43%	-26.85%	-39.66%
流动比率	3.22	2.29	2.54	2.76
速动比率	2.11	1.51	1.81	2.08
营运能力				
总资产周转率	0.35	0.35	0.37	0.39
应收账款周转率	8.57	8.57	8.82	8.85
应付账款周转率	1.76	2.67	6.81	6.57
每股指标(元)				
每股收益	2.85	3.35	4.01	5.12
每股经营现金	4.45	3.96	5.09	6.42
每股净资产	21.51	25.34	29.35	34.47
估值比率				
P/E	130.43	110.93	92.64	72.54
P/B	17.28	14.66	12.66	10.78
EV/EBITDA	117.30	102.17	82.34	64.73

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>