



金山办公 (688111.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

引领 AI 原生办公，付费转化持续提速

业绩简评

2025 年 3 月 19 日公司披露年报，全年实现营收 51.21 亿元，同比增长 12.4%，实现归母净利润 16.45 亿元，同比增长 24.8%。单 Q4 实现营收 14.94 亿元，同比增长 16.2%，实现归母净利润 6.05 亿元，同比增长 42.6%。

经营分析

WPS AI 持续迭代，活跃设备数同比增长。目前公司已推出面向个人用户的 WPS AI 办公助手，包括 AI 写作助手、AI 阅读助手、AI 数据助手、AI 设计助手。24 年 WPS 个人业务收入 32.83 亿元，同比增长 18.0%，其中国内收入 31.0 亿元，累计年度付费个人用户数 4,170 万，同比增长 17.5%，WPS AI 月活量达 1,968 万人。WPS 海外个人业务拓展顺利，24 年收入达 1.8 亿元，累计年度付费个人用户 174 万。截至 2024 年末，WPS Office 全球月活设备数为 6.32 亿，同比增长 6.2%。其中 PC 版月活设备数 2.91 亿，同比增长 9.8%；移动版月活设备数 3.41 亿，同比增长 3.3%。

AI 协同办公时代已来，预计更多客户将转向 WPS 365。24 年 WPS 365 成功打通文档、协作、AI 三大能力，实现一站式 AI 办公，并推出 WPS AI 政务版、WPS 365 教育版，已落地华润集团、中粮集团、中国中铁、国药集团等各行业头部客户。24 年公司 WPS 365/WPS 软件业务分别实现营收 4.37/12.68 亿元，同比增长 149.3%/8.6%，预计会有更多客户逐步从使用 WPS 软件转向选择 WPS 365 办公服务。

成本费用管控良好，投资收益同比增加。24 年公司毛利率为 85.1%，基本同比持平，销售/管理/研发费用率分别为 19.4%/7.9%/33.1%，同比变动-1.9pct/-1.9pct/0.8pct，实现投资收益 3.70 亿元，同比增长 68.8%，主要系理财收益增加所致。

盈利预测、估值与评级

根据公司年报情况，结合 AI 产品推广趋势，我们预测公司 2025~2027 年营业收入为 59.24/68.83/80.59 亿元，同比增长 15.68%/16.19%/17.10%；预测归母净利润为 19.25/22.55/26.50 亿元，同比增长 17.02%/17.15%/17.50%。

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)：339.00 元

相关报告：

- 《金山办公公司点评：普惠 AI 促进付费转化，合同负债持续高增》，2024.10.26
- 《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
- 《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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,556	5,121	5,924	6,883	8,059
营业收入增长率	17.27%	12.40%	15.68%	16.19%	17.10%
归母净利润(百万元)	1,318	1,645	1,925	2,255	2,650
归母净利润增长率	17.92%	24.84%	17.02%	17.15%	17.50%
摊薄每股收益(元)	2.854	3.557	4.161	4.874	5.727
每股经营性现金流净额	4.46	4.75	5.43	5.46	6.60
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.25%	14.49%	14.86%	15.22%	15.52%
P/E	110.79	80.52	81.48	69.55	59.19
P/B	14.67	11.67	12.10	10.58	9.18

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)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	3,885	4,556	5,121	5,924	6,883	8,059
增长率		17.3%	12.4%	15.7%	16.2%	17.1%
主营业务成本	-583	-670	-761	-856	-1,011	-1,199
%销售收入	15.0%	14.7%	14.9%	14.5%	14.7%	14.9%
毛利	3,302	3,886	4,360	5,068	5,872	6,861
%销售收入	85.0%	85.3%	85.1%	85.5%	85.3%	85.1%
营业税金及附加	-35	-37	-49	-47	-55	-64
%销售收入	0.9%	0.8%	1.0%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-818	-967	-991	-1,078	-1,229	-1,448
%销售收入	21.1%	21.2%	19.4%	18.2%	17.9%	18.0%
管理费用	-392	-444	-403	-438	-496	-580
%销售收入	10.1%	9.8%	7.9%	7.4%	7.2%	7.2%
研发费用	-1,331	-1,472	-1,696	-1,984	-2,285	-2,606
%销售收入	34.3%	32.3%	33.1%	33.5%	33.2%	32.3%
息税前利润 (EBIT)	726	965	1,221	1,519	1,807	2,161
%销售收入	18.7%	21.2%	23.9%	25.6%	26.2%	26.8%
财务费用	13	95	16	42	89	138
%销售收入	-0.3%	-2.1%	-0.3%	-0.7%	-1.3%	-1.7%
资产减值损失	-25	-23	-24	-28	-13	1
公允价值变动收益	-30	-3	-18	-1	-1	-1
投资收益	339	219	370	370	370	370
%税前利润	28.3%	15.8%	21.1%	17.9%	15.4%	13.1%
营业利润	1,197	1,401	1,741	2,057	2,406	2,824
营业利润率	30.8%	30.7%	34.0%	34.7%	35.0%	35.0%
营业外收支	2	-11	9	4	4	4
税前利润	1,198	1,390	1,750	2,061	2,410	2,828
利润率	30.8%	30.5%	34.2%	34.8%	35.0%	35.1%
所得税	-67	-75	-95	-111	-130	-153
所得税率	5.6%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%
净利润	1,131	1,314	1,655	1,950	2,280	2,675
少数股东损益	13	-3	10	25	25	25
归属于母公司的净利润	1,118	1,318	1,645	1,925	2,255	2,650
净利率	28.8%	28.9%	32.1%	32.5%	32.8%	32.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	1,131	1,314	1,655	1,950	2,280	2,675
少数股东损益	13	-3	10	25	25	25
非现金支出	156	148	139	143	146	150
非经营收益	-291	-212	-331	-377	-376	-375
营运资金变动	607	807	732	798	474	603
经营活动现金净流	1,603	2,058	2,196	2,514	2,525	3,053
资本开支	-176	-166	-175	332	-126	-127
投资	4,444	-5,171	-4,361	-205	-215	-215
其他	233	127	262	370	370	370
投资活动现金净流	4,502	-5,210	-4,274	497	29	28
股权募资	10	22	62	70	0	0
债权募资	0	0	0	-256	0	0
其他	-364	-406	-563	-395	-396	-396
筹资活动现金净流	-354	-385	-501	-581	-396	-396
现金净流量	5,762	-3,539	-2,579	2,429	2,158	2,685

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	7,015	3,478	898	3,320	5,467	8,138
应收款项	527	619	580	725	815	918
存货	1	1	1	3	4	4
其他流动资产	2,231	6,049	4,626	4,089	4,245	4,390
流动资产	9,775	10,147	6,105	8,137	10,531	13,450
%总资产	81.1%	72.6%	38.4%	46.1%	52.3%	58.1%
长期投资	491	1,136	1,602	1,657	1,722	1,787
固定资产	203	317	432	435	424	397
%总资产	1.7%	2.3%	2.7%	2.5%	2.1%	1.7%
无形资产	315	318	313	335	352	368
非流动资产	2,282	3,827	9,808	9,523	9,610	9,680
%总资产	18.9%	27.4%	61.6%	53.9%	47.7%	41.9%
资产总计	12,058	13,974	15,913	17,660	20,141	23,131
短期借款	66	37	96	80	80	80
应付款项	404	557	563	508	583	671
其他流动负债	2,281	2,560	2,804	3,222	3,731	4,343
流动负债	2,750	3,154	3,462	3,810	4,394	5,094
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	509	801	1,014	786	795	801
负债	3,259	3,954	4,476	4,596	5,189	5,896
普通股股东权益	8,724	9,949	11,356	12,958	14,821	17,079
其中：股本	461	462	463	463	463	463
未分配利润	3,157	4,093	5,301	6,833	8,695	10,952
少数股东权益	74	71	81	106	131	156
负债股东权益合计	12,058	13,974	15,913	17,660	20,141	23,131

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	2.423	2.854	3.557	4.161	4.874	5.727
每股净资产	18.916	21.547	24.551	28.007	32.033	36.913
每股经营现金净流	3.475	4.456	4.747	5.435	5.458	6.600
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	12.81%	13.25%	14.49%	14.86%	15.22%	15.52%
总资产收益率	9.27%	9.43%	10.34%	10.90%	11.20%	11.46%
投入资本收益率	7.71%	9.04%	9.97%	10.89%	11.33%	11.77%
增长率						
主营业务收入增长率	18.44%	17.27%	12.40%	15.68%	16.19%	17.10%
EBIT 增长率	1.83%	32.93%	26.56%	24.41%	18.90%	19.62%
净利润增长率	7.33%	17.92%	24.84%	17.02%	17.15%	17.50%
总资产增长率	15.65%	15.89%	13.87%	10.98%	14.05%	14.85%
资产管理能力						
应收账款周转天数	42.7	42.6	38.2	43.0	42.0	40.0
存货周转天数	1.1	0.7	0.5	1.6	1.5	1.4
应付账款周转天数	162.3	207.0	215.7	170.0	165.0	160.0
固定资产周转天数	7.7	5.5	21.1	15.4	10.0	5.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-92.54%	-60.00%	-19.12%	-36.54%	-47.29%	-57.40%
EBIT 利息保障倍数	-55.9	-10.2	-77.2	-36.2	-20.4	-15.7
资产负债率	27.03%	28.30%	28.13%	26.02%	25.76%	25.49%

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	11	21	30	84
增持	0	1	2	8	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.08	1.09	1.21	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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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