

分析师：唐月
登记编码：S0730512030001
tangyue@ccnew.com 021-50586737

智能重塑办公协作，2025 AI 应用加速前行

——金山办公(688111)年报点评

证券研究报告-年报点评

增持(维持)

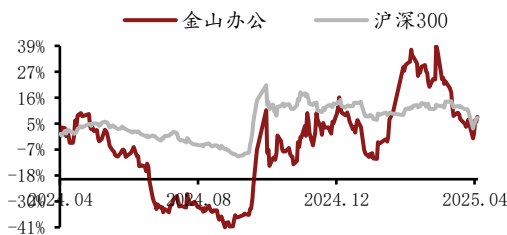
市场数据(2025-04-11)

收盘价(元)	308.00
一年内最高/最低(元)	398.08/168.53
沪深 300 指数	3,750.52
市净率(倍)	12.55
流通市值(亿元)	1,425.04

基础数据(2024-12-31)

每股净资产(元)	24.55
每股经营现金流(元)	4.75
毛利率(%)	85.14
净资产收益率_摊薄(%)	14.49
资产负债率(%)	28.13
总股本/流通股(万股)	46,267.40/46,267.40
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源：中原证券研究所，聚源

相关报告

《金山办公(688111)公司深度分析：订阅业务占比持续提升，AI 应用加速落地》 2024-09-04

联系人：李智

电话：0371-65585629

地址：郑州郑东新区商务外环路 10 号 18 楼

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 T1 座 22 楼

投资要点：

公司发布 2024 年报：全年实现收入 51.21 亿元，同比增长 12.40%；归母净利润 16.45 亿元，同比增长 24.84%；扣非后归母净利润 15.56 亿元，同比增长 23.30%；每股收益 3.56 元。

- 本次年报中，公司对于分业务的披露口径由商业模式分类，转变为产品业务分类，未来将重点发展 WPS 个人业务和 WPS 365 业务。从新业务口径来看，WPS 个人业务（国内+海外）实现收入 32.83 亿元，同比增长 18%；WPS365 作为 2023 年新推出的产品，在当年实现收入 1.75 亿元，2024 年增长 149.33%至 4.37 亿元；与此同时，原有国内机构业务在向 WPS365 转型，使得 WPS 软件业务下滑 8.56%至 12.68 亿元。
- 从原口径来看，两大订阅业务增长放缓，信创重回增长，海外业务高增。国内个人服务订阅业务收入 31.00 亿元，同比增长 16.84%，较上年下滑了 12.58PCT，增速继续放缓；国内机构订阅及服务业务 10.64 亿元，同比增长 11.11%，较上年下滑 27.25PCT；国内机构授权业务收入 7.06 亿元，同比增长 7.71%，在连续两年下滑以后，重回正增长；国际及其他业务收入 2.50 亿元，同比下滑 13.19%，但是考虑到海外业务取得了 38.38%的高增长，我们认为该业务下滑主要还是受到上年 12 月关停国内互联网广告业务的影响。
- 单季度来看，公司 Q4 分业务收入增速整体呈现转强迹象。Q4 国内个人订阅、国内机构订阅、国内机构授权、互联网广告及其他业务增速分别为 32%、28%、46%、-7%，分别较 Q3 提升了 15、28、37、3PCT。Q4 WPS 月活跃设备数 6.32 亿，同比增长 6.22%，较 Q3 提升了 1.27 PCT。
- AI 产品打开了公司产品能力提升新通道。公司在 2023 年开始向 AI 转型，2024 年 3 月在 C 端推出了 AI 会员和大会员服务，4 月在 B 端发布了 AI 产品。2024 年在公司没有主动推广的情况下，WPS AI 月度活跃用户数达到 1968 万，同时公司 WPS 活跃设备数量增长加快（从 2023 年的 4.39%增长到 6.22%），付费率从 2023 年 13.4%增长到 14.3%，ARPU 值从去年的 74.8 增长到 78.7，这意味着 AI 已经成为推动公司业务能力提升重要推手。
- 2025 年公司在 AI 应用的能力构建值得期待。随着 DeepSeek-R1 的推出，AI 应用需求呈现爆发式增长，推理模型对于模型逻辑推理能力的提升也将进一步助力公司 AI 产品能力的补足，从 Word

和 PPT 的能力覆盖进一步向 Excel 进行延伸，满足更加刚性的办公软件需求。同时推理成本下降也意味着公司可以释放更多产品能力，并通过知识库等能力的打造，进一步构建产品的闭环，提升用户活跃度和付费意愿。

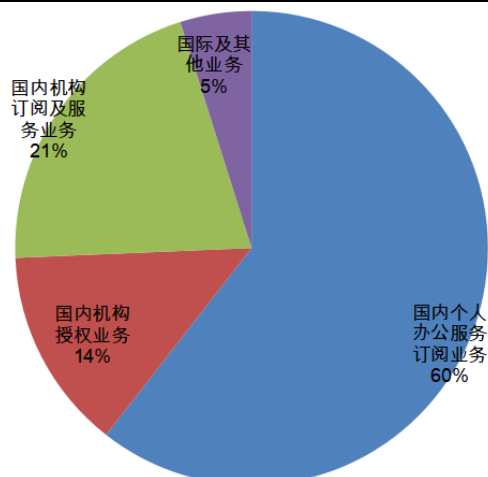
- **公司三大费用率提升，同时积极进行了人员扩张。**2024 年公司销售费用、管理费用、研发费用分别增长了 2.47%、-9.36%、15.16%，三大费用总计增长 7.13%。在行业普遍降低人员规模的大背景下，公司 2024 年员工继续增长 14%，也展现出对后续发展的信心。
- **2024 年在机构业务整体提升的背景下，**公司应收账款较上年减少 6237 万元至 5.05 亿元，同时合同负债同比增加 12.88%至 21.36 亿元，我们认为这主要得益于 W365 占比的提升和 SaaS 模式对现金流的改善作用。
- **2025 年，公司将进一步发力海外业务，成为一个重要的增长点。**2024 年海外收入 2.18 亿元，同比增长 38.38%，同时毛利率也提升 5.14 PCT 至 69.75%，占公司总体收入 4%，规模有限。2025 年公司将进一步加大海外投入，有望进一步提升在海外 PC 端用户体量，并向海外开展 B 端业务。
- **维持对公司增持的投资评级。**预计 25-27 年公司 EPS 分别为 4.29 元、5.43 元、6.92 元，按 4 月 11 日收盘价 308.00 元计算，对应 PE 为 71.86 倍、56.77 倍、44.52 倍。

风险提示：AI 能力提升不及预期；大模型厂商对下游生态的影响。

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入（百万元）	4,556	5,121	6,116	7,333	8,814
增长比率（%）	17.27	12.40	19.43	19.91	20.19
净利润（百万元）	1,318	1,645	1,983	2,510	3,201
增长比率（%）	17.92	24.84	20.55	26.58	27.52
每股收益(元)	2.85	3.56	4.29	5.43	6.92
市盈率(倍)	108.14	86.62	71.86	56.77	44.52

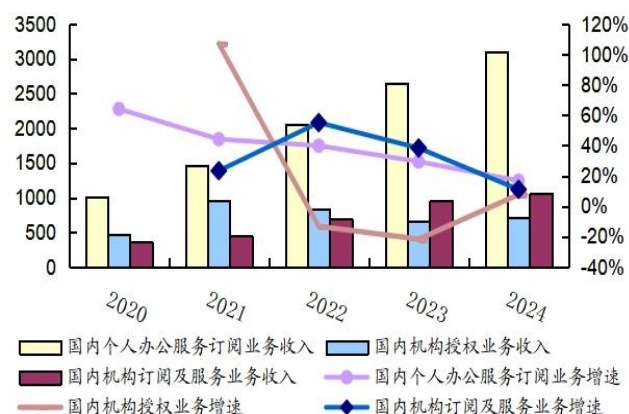
资料来源：中原证券研究所，聚源

图 1：2024 年公司分商业模式收入结构（原口径）



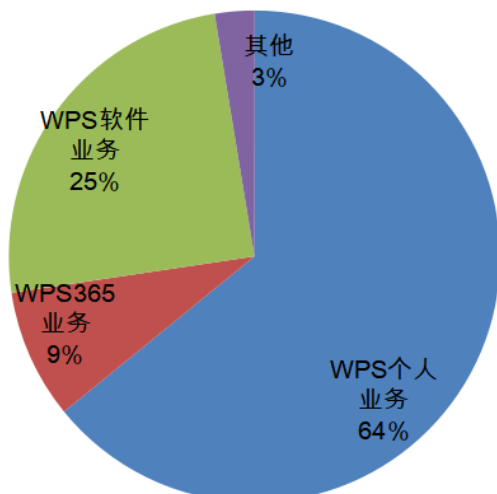
资料来源：公司公告，中原证券研究所

图 2：2020-2024 年原分类口径收入及增速（百万元）



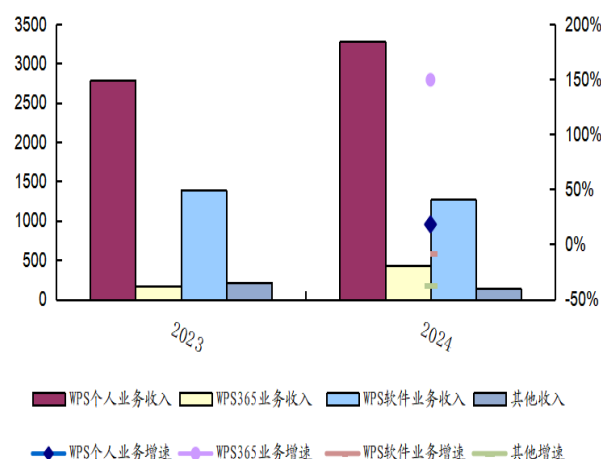
资料来源：公司公告，中原证券研究所

图 3：2024 年公司分产品收入结构（新口径）



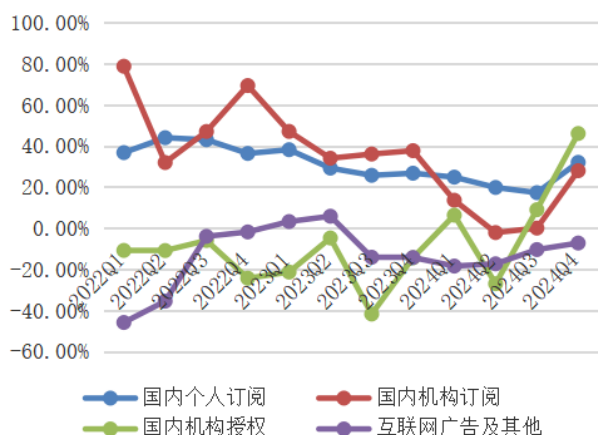
资料来源：公司公告，中原证券研究所

图 4：2020-2024 年新分类口径收入及增速（百万元）



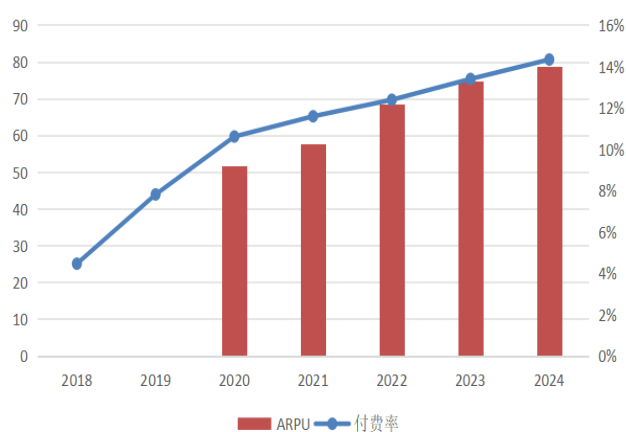
资料来源：公司公告，中原证券研究所

图 5：2022Q1-2024Q4 公司分业务单季度收入增速



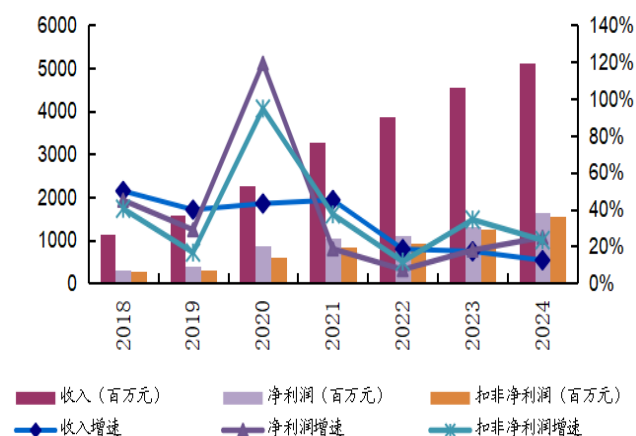
资料来源：公司公告，中原证券研究所

图 6：2018-2024 年公司 ARPU 值和付费率



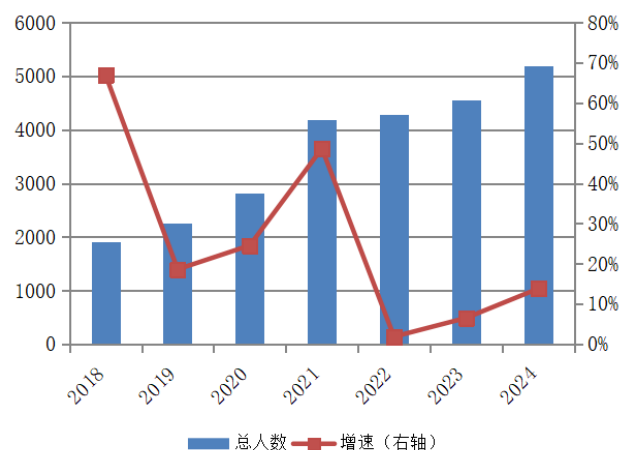
资料来源：公司公告，中原证券研究所

图 7：2018-2024 年公司收入、净利润及增速



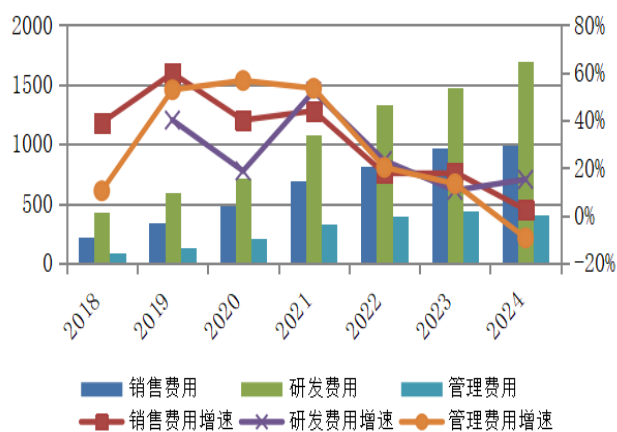
资料来源：公司公告，中原证券研究所

图 8：2018-2024 年公司员工数量（人）



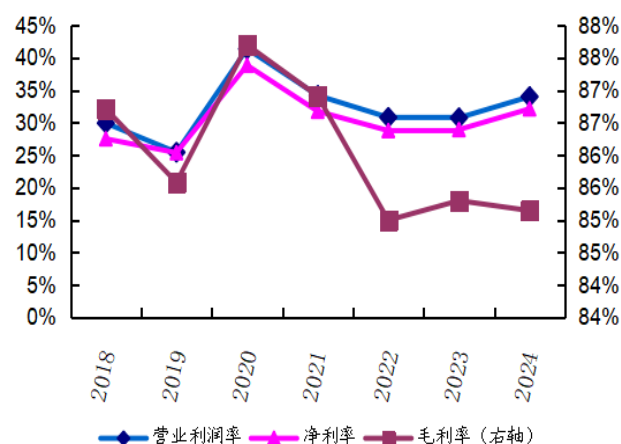
资料来源：公司公告，中原证券研究所

图 9：2018-2024 年公司三大费用及增速（百万元）



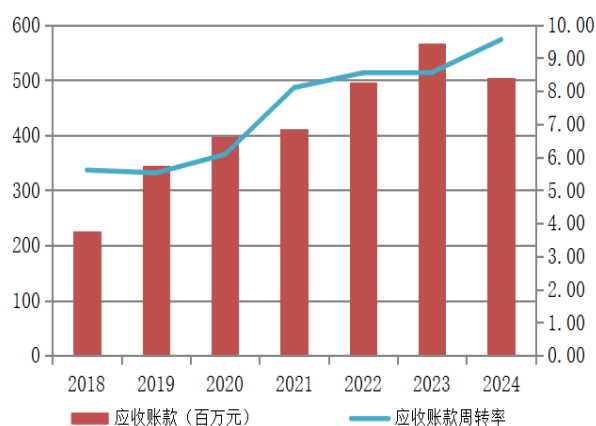
资料来源：公司公告，中原证券研究所

图 10：2018-2024 年公司盈利能力



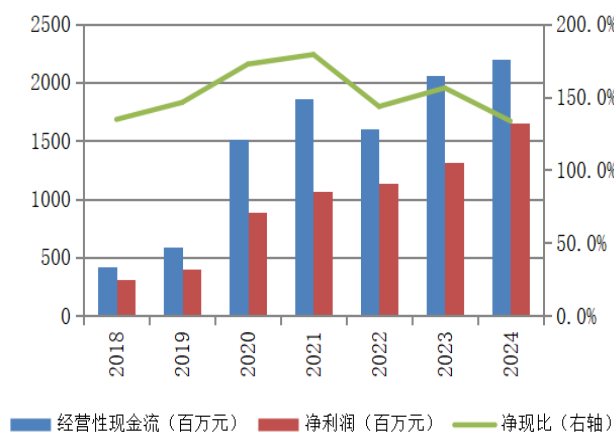
资料来源：公司公告，中原证券研究所

图 11：2018-2024 年公司应收账款（百万元）



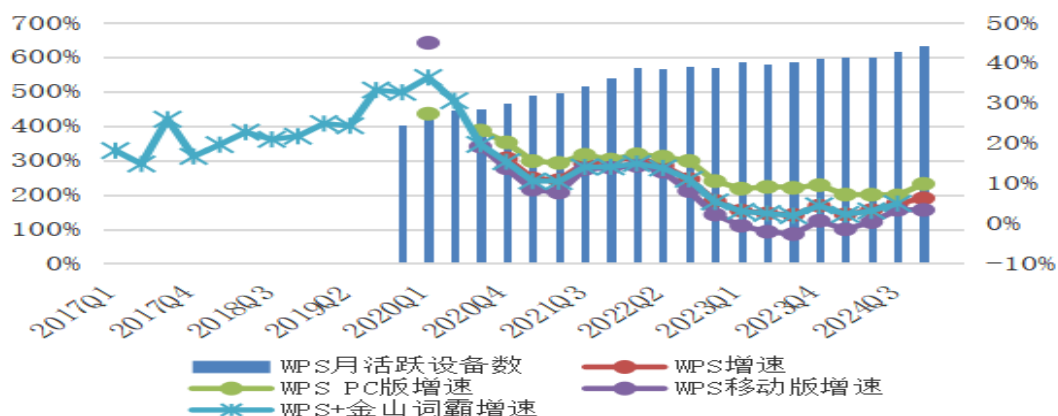
资料来源：公司公告，中原证券研究所

图 12：2018-2024 年公司经营性现金流（百万元）



资料来源：公司公告，中原证券研究所

图 13：公司 C 端产品活跃设备数量及增速



资料来源：公司公告，中原证券研究所

图 14：公司 WPS Office 产品组合



资料来源：公司公告，中原证券

图 15：公司 W365 提供的产品组合



资料来源：公司公告，中原证券

表 1: 公司 WPS AI 产品

产品	所属业务	功能	简介
WPS AI 办公助手	个人业务	AI 写作助手	户提供生成、润色、改写、伴写等功能，大幅提升文字创作效率
		AI 阅读助手	对文档进行解析、总结和问答等
		AI 数据助手	通过自然语言交互，完成大规模数据的 AI 计算、分析和归类等
		AI 设计助手	快速完成排版、风格设计和图片处理等工作，进一步提高用户的办公效率
WPS AI 企业版	机构业务	AI Hub（智能基座）	支持多个大模型切换，调用过程可审计追踪，实现业务高效智能，同时保障数据调用安全。
		AI Docs（智能文档库）	使云文档一键升级智能文档库，通过问答快速检索信息，并可根据 企业知识 智能创作文档。
		Copilot Pro（企业智慧助理）	通过对话即可高效处理数据，支持调用 WPS 365 API 和企业自有 API 执行各项任务
WPS AI 政务版	机构业务	政务 AI 写作	为企业客户提供 政务办公专用模型、电子公文素材库、公文写作 等服务，
		政务 AI 问答	充分实现“ 内容源于可信知识 ”“ 严格控制内容权限 ”“ 摒除模型幻觉 ”
		政务 AI 工具	“ 内容可信溯源 ”等目标。

资料来源：公司公告，中原证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	10,147	6,105	8,007	10,356	13,373
现金	3,478	898	1,785	3,206	5,259
应收票据及应收账款	569	510	710	815	952
其他应收款	50	70	64	85	105
预付账款	22	14	32	35	41
存货	1	1	2	2	2
其他流动资产	6,027	4,612	5,414	6,214	7,014
非流动资产	3,827	9,808	10,231	10,637	11,077
长期投资	1,094	1,563	1,983	2,383	2,813
固定资产	69	297	286	280	278
无形资产	87	79	62	44	27
其他非流动资产	2,577	7,869	7,899	7,929	7,959
资产总计	13,974	15,913	18,237	20,993	24,450
流动负债	3,154	3,462	4,295	5,167	6,217
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	453	446	587	766	925
其他流动负债	2,700	3,016	3,708	4,402	5,292
非流动负债	801	1,014	1,014	1,014	1,014
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	801	1,014	1,014	1,014	1,014
负债合计	3,954	4,476	5,309	6,181	7,231
少数股东权益	71	81	91	99	114
股本	462	463	463	463	463
资本公积	5,178	5,441	5,441	5,441	5,441
留存收益	4,294	5,533	7,014	8,890	11,282
归属母公司股东权益	9,949	11,356	12,838	14,713	17,105
负债和股东权益	13,974	15,913	18,237	20,993	24,450

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,058	2,196	1,469	2,084	2,836
净利润	1,314	1,655	1,993	2,518	3,216
折旧摊销	125	115	88	94	100
财务费用	9	9	8	9	9
投资损失	-219	-370	-423	-463	-557
营运资金变动	807	732	-193	-67	87
其他经营现金流	21	55	-3	-6	-19
投资活动现金流	-5,210	-4,274	-73	-19	36
资本支出	-166	-175	-76	-83	-91
长期投资	-5,171	-4,361	-420	-400	-430
其他投资现金流	127	262	423	463	557
筹资活动现金流	-385	-501	-509	-644	-818
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	1	1	0	0	0
资本公积增加	236	263	0	0	0
其他筹资现金流	-621	-764	-509	-644	-818
现金净增加额	-3,539	-2,579	887	1,421	2,054

资料来源：中原证券研究所，聚源

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,556	5,121	6,116	7,333	8,814
营业成本	670	761	984	1,235	1,540
营业税金及附加	37	49	54	65	80
营业费用	967	991	1,209	1,391	1,599
管理费用	444	403	415	435	470
研发费用	1,472	1,696	2,001	2,281	2,646
财务费用	-95	-16	-5	-18	-40
资产减值损失	-7	-8	0	0	0
其他收益	142	176	225	250	309
公允价值变动收益	-3	-18	0	0	0
投资净收益	219	370	423	463	557
资产处置收益	5	0	3	4	3
营业利润	1,401	1,741	2,098	2,649	3,386
营业外收入	1	4	5	6	7
营业外支出	12	-5	-7	-8	-9
利润总额	1,390	1,750	2,109	2,663	3,402
所得税	75	95	116	145	186
净利润	1,314	1,655	1,993	2,518	3,216
少数股东损益	-3	10	10	7	15
归属母公司净利润	1,318	1,645	1,983	2,510	3,201
EBITDA	1,216	1,496	2,191	2,739	3,463
EPS (元)	2.85	3.56	4.29	5.43	6.92

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	17.27	12.40	19.43	19.91	20.19
营业利润 (%)	17.05	24.31	20.50	26.28	27.81
归属母公司净利润 (%)	17.92	24.84	20.55	26.58	27.52
获利能力					
毛利率 (%)	85.30	85.14	83.91	83.15	82.52
净利率 (%)	28.92	32.13	32.43	34.23	36.32
ROE (%)	13.25	14.49	15.45	17.06	18.72
ROIC (%)	10.22	11.31	15.24	16.76	18.34
偿债能力					
资产负债率 (%)	28.30	28.13	29.11	29.44	29.58
净负债比率 (%)	39.47	39.14	41.06	41.73	42.00
流动比率	3.22	1.76	1.86	2.00	2.15
速动比率	2.11	0.83	0.92	1.06	1.24
营运能力					
总资产周转率	0.35	0.34	0.36	0.37	0.39
应收账款周转率	8.57	9.56	10.11	9.69	10.05
应付账款周转率	1.76	1.69	1.91	1.83	1.82
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	2.85	3.56	4.29	5.43	6.92
每股经营现金流 (最新摊薄)	4.45	4.75	3.17	4.50	6.13
每股净资产 (最新摊薄)	21.50	24.54	27.75	31.80	36.97
估值比率					
P/E	108.14	86.62	71.86	56.77	44.52
P/B	14.32	12.55	11.10	9.69	8.33
EV/EBITDA	117.30	88.00	64.27	50.90	39.67

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；
同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅-10% 至 10% 之间；
弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；
增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；
谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-10% 至 5%；
减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-15% 至 -10%；
卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。