

金山办公(688111)

报告日期: 2025年08月25日

WPS AI 3.0 率先定义中国办公智能体

——金山办公推荐报告

投资要点

□ 一句话逻辑

金山办公是国产办公软件龙头，是信创和 AI 应用核心标的。在 WPS AI 能力不断提升、信创加速落地和 WPS 365 持续高增的驱动下，公司业务增长有望超预期。

□ 超预期点以及驱动因素

1、WPS AI 3.0 功能超预期。今年7月，公司发布 WPS AI 3.0 并推出原生 Office 办公智能体，率先定义并开启我国办公的智能体时代，引领中国 AI 办公最佳实践。WPS AI 3.0 支持多轮对话生成/修改文档、WPS AI PPT，具备文档知识库、灵犀语音助手等功能。原生 Office 办公智能体-WPS 灵犀，率先定义并开启我国办公的智能体时代。截至6月30日，公司 WPS AI 月活已达 2,951 万，随着上半年 AI 权益持续惠及用户及 AI 新产品落地推广，预计下半年 AI 月活将实现快速增长。

此前市场担忧 AI 办公产品智能化程度不够、大模型平权背景下公司竞争壁垒被削弱。我们认为“WPS 灵犀根据需求调用不同能力执行相关操作，智能高效完成复杂任务，标志着公司 AI 能力由工具型应用向协同智能体转变；相对于大模型能力，WPS AI 的核心价值在于帮助用户处理私域知识，可以利用累计的 2600 亿云文档文件，结合大模型能力提升用户价值。

2、信创加速落地有望带动 WPS 软件业务增长超预期。此因受信创节奏滞后、部分国企客户转向 SaaS 订阅，WPS 软件业务增速放缓。去年国新办发布会提出一揽子财政增量政策，加大力度化解地方债务。地方财力得到补充后，有望加大 IT 支出，信创因其紧迫性有望成为优先支出方向。一般来说，全年的三四季度是信创采购的高峰期，金山办公凭借在国产办公软件领域的龙头优势，有望直接受益于信创加速落地，而且从 Q2 来看，WPS 软件业务已经开始正增长。软件授权业务享有较高毛利率，在信创采购助力下，公司营收增速和盈利能力有望提升。

3、WPS 365 有望驱动 B 端业务加速增长。此前，WPS 365 在推广前期，销售团队需要一段时间的磨合和培养，且市场担心 B 端协作领域市场面临飞书、企业微信的竞争。

我们认为，B 端销售团队，经过组织结构调整和半年多的磨练，将进入成熟阶段；WPS 365 可同时提供办公和协作产品，兼具采购成本优势与信息化数据互通优势，在 B 端办公解决方案领域占据优势，销售团队越发成熟的情况下，WPS 365 有望加速增长。

□ 检验与催化

检验指标：各地党政信创招投标落地情况；WPS 个人业务中 AI 月活用户数的变化、WPS 365 订单落地速度和业务增速。

催化剂：党政信创 PC 采购超预期，WPS AI 新产品或新功能落地。

□ 盈利预测与估值

预计公司 2025-2027 年营业收入 60.95、72.97、87.42 亿元，同比增长 19.02%、19.72%、19.80%；归母净利润为 19.65、23.85、28.83 亿元，同比增长 19.44%、21.38%、20.87%。当前市值对应 2025 年归母净利润的 PE 估值倍数为 76X。

□ 目标价与空间

选取科大讯飞、泛微网络和福昕软件作为可比公司，三者均为 AI 应用核心标的或基础软件龙头，2025 年可比公司一致预期 PE 均值为 120X。

金山办公是国内办公软件龙头厂商，也是信创和 AI 应用核心标的，SaaS 业务商业模式良好，行业龙头优势地位显著。参考市场对可比公司估值倍数 120 倍，给予目标市值 2366 亿，对应股价 510.90 元，向上空间为 57.87%。

投资评级：买入(维持)

分析师：刘雯蜀

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

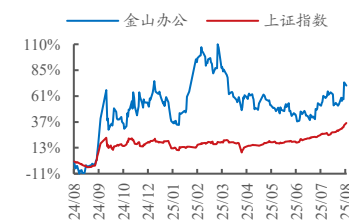
分析师：叶光亮

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

基本数据

收盘价	¥323.62
总市值(百万元)	149,894.08
总股本(百万股)	463.18

股票走势图



相关报告

- 《营收稳健增长，WPS 365 高增》2025.08.21
- 《业绩稳健，股权激励彰显增长信心》2025.04.24
- 《WPS AI 加速渗透，WPS 365 业务高增》2025.03.21

□ 风险提示

信创采购不及预期、WPS 推广不及预期、AI 办公领域竞争加剧。

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5121	6095	7297	8742
(+/-) (%)	12.40%	19.02%	19.72%	19.80%
归母净利润	1645	1965	2385	2883
(+/-) (%)	24.84%	19.44%	21.38%	20.87%
每股收益(元)	3.55	4.24	5.15	6.22
P/E	91	76	63	52

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)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	6,105	8,694	11,834	15,727
现金	898	2,241	3,939	6,170
交易性金融资产	1,384	1,684	2,184	2,884
应收账款	510	643	765	908
其它应收款	70	56	72	86
预付账款	14	25	28	33
存货	1	2	2	2
其他	3,228	4,043	4,843	5,643
非流动资产	9,808	9,702	9,637	9,538
金融资产类	39	39	39	39
长期投资	1,563	1,563	1,563	1,563
固定资产	297	247	189	123
无形资产	79	59	37	5
在建工程	135	135	135	135
其他	7,695	7,659	7,673	7,673
资产总计	15,913	18,395	21,470	25,266
流动负债	3,462	4,012	4,696	5,596
短期借款	0	0	0	0
应付款项	446	487	545	643
预收账款	0	0	0	0
其他	3,016	3,524	4,151	4,954
非流动负债	1,014	1,074	1,068	1,068
长期借款	0	0	0	0
其他	1,014	1,074	1,068	1,068
负债合计	4,476	5,086	5,764	6,664
少数股东权益	81	85	89	94
归属母公司股东权	11,356	13,225	15,618	18,507
负债和股东权益	15,913	18,395	21,470	25,266

现金流量表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,196	2,031	2,503	3,219
净利润	1,655	1,969	2,389	2,888
折旧摊销	115	130	140	148
财务费用	9	0	0	0
投资损失	(370)	(280)	(270)	(262)
营运资金变动	732	191	245	439
其它	55	22	(1)	6
投资活动现金流	(4,274)	(567)	(799)	(988)
资本支出	(175)	(64)	(54)	(50)
长期投资	(4,361)	(300)	(500)	(700)
其他	262	(203)	(245)	(238)
筹资活动现金流	(501)	(121)	(7)	(0)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(501)	(121)	(7)	(0)
现金净增加额	(2,579)	1,343	1,698	2,231

利润表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5121	6095	7297	8742
营业成本	761	835	934	1102
营业税金及附加	49	61	73	87
营业费用	991	1170	1386	1617
管理费用	403	457	540	638
研发费用	1696	1920	2299	2754
财务费用	(16)	(18)	(45)	(79)
资产减值损失	(8)	(10)	(8)	(7)
公允价值变动损益	(18)	10	8	6
投资净收益	370	280	270	262
其他经营收益	176	140	146	175
营业利润	1741	2091	2526	3054
营业外收支	9	(10)	1	0
利润总额	1750	2081	2526	3054
所得税	95	113	137	166
净利润	1655	1969	2389	2888
少数股东损益	10	4	4	5
归属母公司净利润	1645	1965	2385	2883
EBITDA	1496	2194	2621	3123
EPS (最新摊薄)	3.55	4.24	5.15	6.22

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	12.40%	19.02%	19.72%	19.80%
营业利润	24.31%	20.11%	20.79%	20.90%
归属母公司净利润	24.84%	19.44%	21.38%	20.87%
获利能力				
毛利率	85.14%	86.30%	87.20%	87.40%
净利率	32.13%	32.24%	32.68%	32.97%
ROE	14.49%	14.86%	15.27%	15.58%
ROIC	11.31%	14.62%	14.91%	15.10%
偿债能力				
资产负债率	28.13%	27.65%	26.84%	26.38%
净负债比率	-6.86%	-16.54%	-24.87%	-32.99%
流动比率	1.76	2.17	2.52	2.81
速动比率	0.83	1.15	1.48	1.80
营运能力				
总资产周转率	0.34	0.36	0.37	0.37
应收账款周转率	9.56	10.66	10.42	10.48
应付账款周转率	1.69	1.79	1.81	1.86
每股指标(元)				
每股收益	3.55	4.24	5.15	6.22
每股经营现金	4.74	4.39	5.40	6.95
每股净资产	24.52	28.55	33.72	39.96
估值比率				
P/E	91.12	76.29	62.85	52.00
P/B	13.20	11.33	9.60	8.10
EV/EBITDA	88.00	67.32	55.69	46.03

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>