



# 金山办公（688111.SH）：WPS 365 增速亮眼，AI 持续赋能

——2025 年中报点评

2025 年 8 月 28 日

强烈推荐/维持

金山办公

公司报告

## 事件：

金山办公披露 2025 年中报，公司上半年实现营收、归母净利润、扣非净利润分别为 26.57（同比+10.12%）、7.47（同比+3.57%）、7.27（同比+5.77%）亿元，其中单二季度实现营收、归母净利润、扣非净利润分别为 13.56（同比+14.14%）、3.44（同比-2.83%）、3.37（同比+0.57%）亿元。

## 点评：

收入端公司个人业务增长稳健、市占率持续提升，机构业务 WPS 365 增速亮眼，头部客户加速覆盖，有望以标杆项目为牵引进行复制推广。

◆ **个人业务方面**，今年上半年公司实现营收 17.48 亿元（同比+8.38%，占总营收 65.80%，毛利率 80.61%），其中国内、海外分别实现营收 16.19、1.29 亿元。金山在国内办公软件市占率持续提升，截至 6 月 30 日，WPS Office 全球月度活跃设备数为 6.51 亿（同比+8.56%），其中移动版、PC 版月活设备数分别为 3.46 亿（同比+5.48%）、3.05 亿（同比+12.29%）。在月活增长的基础上，公司付费用户数也在稳健增长，金山国内及海外累计年度付费个人用户数分别达 4179 万（同比+9.54%）、189 万。国内部分通过产品力和体验的提升，结合精细化运营及商业策略调整，保障了收入稳定增长；海外部分启动新版 WPS 国际版研发，逐步实现国内高价值功能迁移，同时海外本地化运营策略不断完善，获客成本降低，用户增长效率提升，海外大屏用户数快速增长。

◆ **机构业务方面**，公司业务结构持续优化，WPS 365 业务、WPS 软件业务上半年分别实现收入 3.09 亿元（同比+62.27%，占机构业务收入 36.31%，毛利率 91.52%）、5.42 亿元（同比-2.08%，占机构业务收入 63.69%，毛利率 94.69%），金山持续推进客户从单一软件产品向 WPS 365 平台的采购升级，WPS 365 业务增速亮眼。WPS 365 产品力大幅提升，金山与头部客户共创，以标杆项目为牵引进行复制推广，上半年新增中国联通、长江三峡集团、中国电气装备集团、中国宝武、中国银联等知名企业客户。同时公司持续巩固央国企领域客户优势，加速覆盖民营企业及地方国企，市场影响力不断提升。WPS 软件公司积极参与中央及地方政企用户国产办公软件招标，公司产品在流式及版式文档市场的占有率继续保持领先地位。

**加强研发投入，WPS AI 持续升级，AI 功能月活快速攀升**。今年上半年公司毛利率为 85.03%（同比+0.11pct），销售、管理、研发费用率分别为 18.01%（同比-0.31pct）、8.24%（同比-0.82pct）、36.07%（同比+2.60pct），公司上半年以“AI、协作、国际化”为战略重点，持续强化相关领域研发资源配置，研发投入 9.59 亿元（同比+18.70%）、研发人员共计 3533 人（同比+18.12%，占总员工数约 66%）。研发领域的强化一定程度上影响了公司净利率水平，今年上半年公司实现归母净利润 7.47 亿元（同比+3.57%），净利率为 27.57%（同比-2.35pct），经营活动现金流为 7.38 亿元（同比+17.51%），整体盈利质量较高。持续的研

## 公司简介：

北京金山办公软件股份有限公司的主营业务是办公软件产品及服务的设计研发及销售推广。公司的主要产品是 WPSOffice、WPS365、WPSAI。

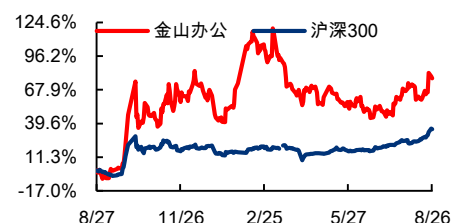
公司公告、同花顺

## 交易数据

|                |               |
|----------------|---------------|
| 52 周股价区间（元）    | 398.08-168.53 |
| 总市值（亿元）        | 1,485.97      |
| 流通市值（亿元）       | 1,485.97      |
| 总股本/流通 A 股（万股） | 46,318/46,318 |
| 流通 B 股/H 股（万股） | -/-           |
| 52 周日均换手率      | 2.89          |

资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

## 52 周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

## 分析师：张永嘉

010-66554016

zhangyj-yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480523070001

发投入带来公司 AI 业务的能力提升，以 AI 重塑高价值业务线，提升用户体验。公司发布 WPS AI 3.0 并推出原生 Office 办公智能体，上半年基于 WPS AI 3.0，推出 AI 改文档、灵犀语音助手、WPS AIPPT、WPS 知识库等全新功能。截至 6 月末，公司 WPS AI 月活已达 2951 万（24 年底月活为 1968 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。我们认为 AI 功能从中长期维度看有望成为公司付费率及 ARPU 值（平均单用户收入）提升的关键。

**盈利预测与投资评级：**金山办公作为国内办公软件龙头，成长空间广阔，竞争格局优异，其个人业务增长稳健；WPS 365 增速亮眼，标杆客户作为范例预期持续发挥牵引作用；WPS 软件有望受益于信创业务修复。叠加 AI 功能商业化的加速落地，公司中长期成长性进一步打开。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 17.68、21.50、26.93 亿元，当前股价对应 PE 值分别为 84、69、55 倍，维持“强烈推荐”评级。

**风险提示：**行业竞争加剧、AI 产品拓展不及预期、C 端付费率不及预期、信创业务修复不及预期、业务出海进展不及预期等。

### 财务指标预测

| 指标         | 2023A    | 2024A    | 2025E    | 2026E    | 2027E    |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)  | 4,555.97 | 5,120.84 | 5,883.78 | 7,021.05 | 8,603.50 |
| 增长率 (%)    | 17.27%   | 12.40%   | 14.90%   | 19.33%   | 22.54%   |
| 归母净利润(百万元) | 1,317.74 | 1,645.08 | 1,768.30 | 2,149.58 | 2,692.93 |
| 增长率 (%)    | 17.92%   | 25%      | 7.49%    | 21.56%   | 25.28%   |
| 净资产收益率 (%) | 13.25%   | 14.49%   | 14.02%   | 15.19%   | 16.76%   |
| 每股收益(元)    | 2.84     | 3.55     | 3.82     | 4.64     | 5.81     |
| PE         | 112.77   | 90.33    | 84.03    | 69.13    | 55.18    |
| PB         | 14.94    | 13.09    | 11.78    | 10.50    | 9.25     |

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

**附表：公司盈利预测表**

| 资产负债表           |          |          | 单位:百万元   |          |          | 利润表            |         |         | 单位:百万元  |         |         |
|-----------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
|                 | 2023A    | 2024A    | 2025E    | 2026E    | 2027E    |                | 2023A   | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
| <b>流动资产合计</b>   | 10,147.0 | 6,104.7  | 7,984.6  | 10,294.8 | 13,247.6 | <b>营业收入</b>    | 4,556.0 | 5,120.8 | 5,883.8 | 7,021.0 | 8,603.5 |
| 货币资金            | 3,478.2  | 897.9    | 2,580.8  | 4,114.1  | 5,985.9  | <b>营业成本</b>    | 669.8   | 760.8   | 861.8   | 1,002.7 | 1,189.4 |
| 应收账款            | 570.6    | 510.1    | 694.7    | 828.9    | 1,015.8  | 营业税金及附加        | 37.2    | 49.2    | 52.4    | 62.5    | 76.6    |
| 其他应收款           | 27.1     | 49.5     | 69.7     | 61.7     | 73.6     | 营业费用           | 967.4   | 991.3   | 1,117.9 | 1,298.9 | 1,548.6 |
| 预付款项            | 22.0     | 14.0     | 28.7     | 34.3     | 42.0     | 管理费用           | 444.2   | 402.7   | 441.3   | 491.5   | 602.2   |
| 存货              | 1.4      | 0.8      | 1.5      | 1.7      | 2.0      | 财务费用           | -94.8   | -15.8   | -5.4    | -11.3   | -17.4   |
| 其他流动资产          | 6,025.2  | 4,612.2  | 4,617.2  | 5,242.1  | 6,111.7  | 研发费用           | 1,472.3 | 1,695.6 | 2,000.5 | 2,352.1 | 2,796.1 |
| <b>非流动资产合计</b>  | 3,827.1  | 9,808.2  | 9,775.5  | 9,739.2  | 9,724.2  | 资产减值损失         | -23.3   | -24.0   | -21.2   | -25.3   | -31.0   |
| 长期股权投资          | 1,094.1  | 1,563.0  | 1,625.0  | 1,687.1  | 1,749.1  | 公允价值变动收益       | -2.6    | -18.4   | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 固定资产            | 139.9    | 340.1    | 305.7    | 267.9    | 226.6    | 投资净收益          | 219.2   | 369.9   | 309.4   | 309.4   | 309.4   |
| 无形资产            | 87.0     | 79.4     | 66.1     | 52.9     | 39.7     | 加：其他收益         | 147.4   | 176.3   | 176.1   | 176.1   | 176.1   |
| 其他非流动资产         | 2,211.8  | 7,641.4  | 7,641.4  | 7,641.4  | 7,641.4  | <b>营业利润</b>    | 1,400.6 | 1,741.0 | 1,879.7 | 2,285.0 | 2,862.5 |
| <b>资产总计</b>     | 13,974.0 | 15,912.9 | 17,760.0 | 20,034.0 | 22,971.8 | 营业外收入          | 1.5     | 3.9     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| <b>流动负债合计</b>   | 3,153.8  | 3,462.3  | 4,045.6  | 4,781.7  | 5,791.0  | 营业外支出          | 12.2    | -5.5    | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 短期借款            | 0.0      | 0.0      | 0.0      | 0.0      | 0.0      | <b>利润总额</b>    | 1,389.8 | 1,750.4 | 1,879.7 | 2,285.0 | 2,862.5 |
| 应付账款            | 453.5    | 445.9    | 513.8    | 597.8    | 709.1    | 所得税            | 75.4    | 95.1    | 102.2   | 124.2   | 155.6   |
| 其他流动负债          | 2,700.3  | 3,016.5  | 3,531.8  | 4,183.9  | 5,081.9  | <b>净利润</b>     | 1,314.5 | 1,655.3 | 1,777.5 | 2,160.8 | 2,706.9 |
| <b>非流动负债合计</b>  | 800.6    | 1,014.0  | 1,008.8  | 1,003.8  | 999.7    | 少数股东损益         | -3.3    | 10.2    | 9.2     | 11.2    | 14.0    |
| 长期借款            | 41.7     | 17.2     | 12.0     | 7.1      | 2.9      | 归属母公司净利润       | 1,317.7 | 1,645.1 | 1,768.3 | 2,149.6 | 2,692.9 |
| 其他非流动负债         | 759.0    | 996.8    | 996.8    | 996.8    | 996.8    | <b>主要财务比率</b>  |         |         |         |         |         |
| <b>负债合计</b>     | 3,954.4  | 4,476.3  | 5,054.4  | 5,785.6  | 6,790.7  |                | 2023A   | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
| 少数股东权益          | 70.8     | 81.0     | 90.2     | 101.4    | 115.4    | <b>成长能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 实收资本（或股本）       | 461.7    | 462.5    | 462.5    | 462.5    | 462.5    | 营业收入增长         | 17.27%  | 12.40%  | 14.90%  | 19.33%  | 22.54%  |
| 资本公积            | 5,177.8  | 5,440.8  | 5,440.8  | 5,440.8  | 5,440.8  | 营业利润增长         | 17.05%  | 24.31%  | 7.96%   | 21.56%  | 25.28%  |
| 未分配利润           | 4,309.3  | 5,452.2  | 6,712.1  | 8,243.7  | 10,162.4 | 归属于母公司净利       | 17.92%  | 24.84%  | 7.49%   | 21.56%  | 25.28%  |
| 归属母公司股东权        | 9,948.8  | 11,355.6 | 12,615.5 | 14,147.0 | 16,065.7 | <b>获利能力</b>    |         |         |         |         |         |
| <b>负债和所有者权益</b> | 13,974.0 | 15,912.9 | 17,760.0 | 20,034.0 | 22,971.8 | 毛利率(%)         | 85.30%  | 85.14%  | 85.35%  | 85.72%  | 86.18%  |
| <b>现金流量表</b>    |          |          | 单位:百万元   |          |          | 净利率(%)         | 17.11%  | 28.85%  | 32.32%  | 30.21%  | 30.78%  |
|                 | 2023A    | 2024A    | 2025E    |          |          | 总资产净利润(%)      | 9.43%   | 10.34%  | 9.96%   | 10.73%  | 11.72%  |
| <b>经营活动现金流</b>  | 2,013.4  | 2,153.1  | 1,970.1  | 1,923.9  | 2,411.8  | ROE(%)         | 13.25%  | 14.49%  | 14.02%  | 15.19%  | 16.76%  |
| 净利润             | 1,314.5  | 1,655.3  | 1,318.3  | 1,701.6  | 2,247.8  | <b>偿债能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 折旧摊销            | 80.4     | 72.4     | 94.7     | 98.3     | 77.1     | 资产负债率(%)       | 28%     | 28%     | 28%     | 29%     | 30%     |
| 财务费用            | -94.8    | -15.8    | -5.4     | -11.3    | -17.4    | 流动比率           | 3.22    | 1.76    | 1.97    | 2.15    | 2.29    |
| 投资损失            | -219.2   | -369.9   | -309.4   | -309.4   | -309.4   | 速动比率           | 2.11    | 0.83    | 1.17    | 1.34    | 1.46    |
| 营运资金变动          | 594.4    | 529.2    | 386.3    | -40.8    | -71.7    | <b>营运能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 其他经营现金流         | 338.2    | 282.0    | 485.6    | 485.6    | 485.6    | 总资产周转率         | 0.33    | 0.32    | 0.33    | 0.35    | 0.37    |
| <b>投资活动现金流</b>  | -5,209.9 | -4,274.1 | 221.0    | 221.0    | 221.0    | 应收账款周转率        | 8.01    | 10.14   | 8.53    | 8.53    | 8.53    |
| 资本支出            | -153.5   | -62.8    | 0.0      | 0.0      | 0.0      | 应付账款周转率        | 1.48    | 1.71    | 1.68    | 1.68    | 1.68    |
| 长期投资            | -5,171.2 | -4,361.3 | 0.0      | 0.0      | 0.0      | <b>每股指标（元）</b> |         |         |         |         |         |
| 其他投资现金流         | 114.7    | 150.1    | 221.0    | 221.0    | 221.0    | 每股收益(最新摊薄)     | 2.84    | 3.55    | 3.82    | 4.64    | 5.81    |
| <b>筹资活动现金流</b>  | -384.5   | -500.6   | -508.2   | -611.7   | -761.0   | 每股净现金流(最新)     | -1.44   | 4.97    | 4.70    | 4.53    | 5.51    |
| 短期借款增加          | 0.0      | 0.0      | 0.0      | 0.0      | 0.0      | 每股净资产(最新摊)     | 21.48   | 24.52   | 27.24   | 30.54   | 34.69   |
| 长期借款增加          | -27.8    | -24.5    | -5.2     | -4.9     | -4.2     | <b>估值比率</b>    |         |         |         |         |         |
| 普通股增加           | 0.5      | 0.8      | 0.0      | 0.0      | 0.0      | P/E            | 112.77  | 90.33   | 84.03   | 69.13   | 55.18   |
| 资本公积增加          | 236.2    | 263.0    | 0.0      | 0.0      | 0.0      | P/B            | 14.94   | 13.09   | 11.78   | 10.50   | 9.25    |
| <b>现金净增加额</b>   | -3,583.1 | -2,621.7 | 1,682.9  | 1,533.3  | 1,871.9  | EV/EBITDA      | 102.14  | 72.36   | 73.78   | 60.65   | 48.65   |

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

| 报告类型   | 标题                                                      | 日期         |
|--------|---------------------------------------------------------|------------|
| 行业深度报告 | 计算机行业 2025 年中期策略：AI Agent 引领计算机行业价值重估                   | 2025-06-10 |
| 行业深度报告 | 格局持续分化，前沿技术打开行业成长性——金融科技板块 2024 年经营情况小结                 | 2025-05-13 |
| 行业普通报告 | 计算机行业：贸易摩擦加剧，科技自立自强重要性持续——信创&华为产业链动态追踪                  | 2025-04-05 |
| 行业普通报告 | 计算机行业：重点关注人工智能、未来产业、信创等方向——2025 年科技板块两会前瞻               | 2025-02-24 |
| 行业普通报告 | 计算机行业：国家数据集团或将成立，数据要素产业再迎催化——数据要素行业动态追踪                 | 2025-02-14 |
| 行业普通报告 | 计算机行业：苹果与阿里或开展合作，国产 AI 能力再获认可——人工智能行业动态追踪               | 2025-02-13 |
| 行业普通报告 | 计算机行业：DeepSeek 提振国产大模型信心，有望促进 AI 行业发展——人工智能动态跟踪         | 2025-02-06 |
| 行业深度报告 | 计算机行业 2025 年投资展望：信创、AI 应用构投资主线，新质生产力领域具结构机会——2025 年投资展望 | 2024-12-31 |
| 公司普通报告 | 金山办公（688111.SH）：业绩符合预期，把握 AI 及信创下沉趋势——2024 年三季报点评       | 2024-10-31 |
| 公司普通报告 | 金山办公（688111.SH）：业绩符合预期，AI 产品拓展顺利——2024 半年报点评            | 2024-08-22 |
| 公司普通报告 | 金山办公（688111.SH）：订阅业务增速亮眼，AI 赋能有望提升产品力——2023 年报点评        | 2024-03-22 |

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 张永嘉

计算机行业分析师, 对外经济贸易大学金融硕士, 2021 年加入东兴证券, 主要覆盖基础软件、数据要素、金融 IT、汽车智能化等板块。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):  
以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):  
以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526