

个人业务 ARPU 回升，WPS AI 加速渗透

核心观点

2025 年上半年，公司实现营业收入 26.57 亿元，同比增长 10.12%；实现归母净利润 7.47 亿元，同比增长 3.57%。其中 WPS 个人业务收入 17.48 亿元，同比增长 8.38%；WPS 365 收入 3.09 亿元，同比增长 62.27%；WPS 软件业务收入 5.42 亿元，同比下滑 2.08%。考虑信创市场关键节点将近，叠加公司全面拥抱 AI 变革，WPS AI 月活用户数快速增长，我们认为公司有望将 AI 产品的月活用户转换为付费用户，带动业绩提升，预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 61.50/73.77/87.05 亿元，同比分别增长 20.09%/19.96%/18.01%，归母净利润为 18.96/22.17/26.59 亿元，同比分别增长 15.23%/16.94%/19.94%，对应 PE 75/64/53 倍，维持“买入”评级。

事件

2025 年上半年，公司实现营业收入 26.57 亿元，同比增长 10.12%；实现归母净利润 7.47 亿元，同比增长 3.57%；实现扣非归母净利润 7.27 亿元，同比增长 5.77%。

简评

营收稳健增长，AI 研发投入下利润增速短期承压。2025 年上半年，公司实现营业收入 26.57 亿元，同比增长 10.12%；实现归母净利润 7.47 亿元，同比增长 3.57%；实现扣非归母净利润 7.27 亿元，同比增长 5.77%。25H1，公司实现毛利率 85.03%，同比提高 0.11pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 18.01%/8.24%/36.07%/-0.16%，同比分别变动 -0.31/-0.82/2.61/0.53pct，其中研发费用达到 9.59 亿元，同比增长 18.70%，主因公司积极拥抱 AI 趋势，研发投入加大，研发人员同比增加 542 人至 3533 人。

金山办公 (688111.SH)

维持

买入

应瑛

yingying@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100010

SFC 编号:BWB917

发布日期：2025 年 09 月 15 日

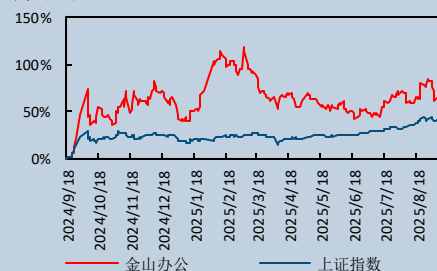
当前股价：306.36 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
4.56/-1.56	9.47/-4.29	66.80/24.59
12 月最高/最低价 (元)		398.08/181.08
总股本 (万股)		46,317.93
流通 A 股 (万股)		46,317.93
总市值 (亿元)		1,419.00
流通市值 (亿元)		1,419.00
近 3 月日均成交量 (万)		536.32
主要股东		
Kingsoft WPS Corporation Limited		51.47%

股价表现



相关研究报告

- 25.03.25 【中信建投计算机】金山办公 (688111):2024 年报点评:机构订阅和信创业务表现亮眼，WPS AI 月活用户近 2000 万
- 24.11.06 【中信建投计算机】金山办公 (688111):2024 年三季报点评: MAU 环比增加，信创业务好于预期
- 24.09.09 【中信建投计算机】金山办公 (688111):2024 年半年报点评: C 端 AI 付费用户数超百万

拓 AI 月活策略下个人业务增速放缓，WPS365 持续高增，G 端 WPS 软件逐步好转：

1) WPS 个人业务：25H1 收入 17.48 亿元，同比增长 8.38%。其中国内收入 16.19 亿元，同比增长 5.86%，付费用户 4179 万，同比提高 9.54%，ARPU 76.33 元，同比下滑 0.65%，但较 24 年增长 2.67%，公司转向扩 AI 月活后付费用户增速略有放缓，但 ARPU 值有所回升；海外收入 1.29 亿元，同比增长 54.57%，付费用户 189 万，半年环比增长 8.62%，ARPU 121.03 元，半年环比增长 14.94%，AI 功能渗透下海外 C 端用户及 ARPU 均快速增长，有望成为公司新引擎。

2) WPS 365：25H1 收入 3.09 亿元，同比增长 62.27%，维持高增速。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，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、江苏银行、华大基因、金龙鱼、蒙牛乳业、视源股份等标杆客户。

3) WPS 软件：25H1 收入 5.42 亿元，同比下滑 2.08%，较 Q1 下滑 21%改善明显。公司积极参与中央及地方政企用户国产办公软件招标，预计下半年信创资金逐步落地将持续好转。

WPSAI 新品发布，下半年 WPSAI 月活提升可期。上半年 WPS AI 月活 2951 万，半年环比增长 49.95%。公司原生 Office 办公智能体“WPS 灵犀”（WPSAI3.0 版本）于 7 月 WAIC 发布，预计下半年灵犀 Canvas、AI PPT、WPS 知识库、灵犀语音助手等系列功能将带动月活以更快速度增长。

投资建议：考虑信创关键节点将近，叠加公司全面拥抱 AI 变革，WPS AI 月活用户数快速增长，我们认为公司有望将 AI 产品的月活用户转换为付费用户，带动业绩提升，预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 61.50/73.77/87.05 亿元，同比分别增长 20.09%/19.96%/18.01%，归母净利润为 18.96/22.17/26.59 亿元，同比分别增长 15.23%/16.94%/19.94%，对应 PE 75/64/53 倍，维持“买入”评级。

表 1: 公司重要财务指标预测

重要财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,555.97	5,120.84	6,149.69	7,376.98	8,705.24
YoY(%)	17.27	12.40	20.09	19.96	18.01
净利润(百万元)	1,317.74	1,645.08	1,895.56	2,216.66	2,658.64
YoY(%)	17.92	24.84	15.23	16.94	19.94
毛利率(%)	85.30	85.14	85.66	85.98	86.14
净利率(%)	28.92	32.13	30.82	30.05	30.54
ROE(%)	13.25	14.49	14.92	15.52	16.43
EPS(摊薄/元)	2.84	3.55	4.09	4.79	5.74
P/E(倍)	107.68	86.26	74.86	64.02	53.37
P/B(倍)	14.26	12.50	11.17	9.93	8.77

资料来源：iFind, 中信建投

风险分析

(1) 公司产品定价不及预期：在 WPS AI 功能和微软 365 Copilot 类似的情况下，金山产品定价存在不及预

期可能；（2）行业竞争加剧：AI 技术存在平权可能，其余企业存在推出类似产品的可能性导致行业竞争加剧；（3）AI 赋能不及预期：AI 模型实施效果不及预期会影响企业经营；（4）机构业务推进情况不及预期：B 端采购预算受政策和自身业务发展双重影响，其中国产化产品采购动力受政策影响较大，受外部环境影响，今年国产化产品推进存在不及预期可能，影响公司机构业务的推进；（5）公司及子公司涉及诉讼风险：公司 23 年 07 月 18 日公告冠群公司对金山办公和子公司数科公司提起诉讼，针对 OFD 文档处理软件在金融行业的独家代理权纠纷，提出禁止金山办公和数科公司在 2025 年 12 月 31 日前向金融、证券、保险、信托行业进行数科 OFD 文档处理软件销售，要求赔偿因侵权给冠群公司造成的损失人民币 1.5 亿元，目前公司在一审判决中已驳回原告的全部诉讼请求，且二审判决结果进一步确认了这一结果，目前案件处于再审阶段。

分析师介绍

应瑛

中信建投证券计算机行业首席分析师，伦敦国王学院硕士，5 年计算机行业研究经验。2021 年加入中信建投，深入覆盖医疗信息化、工业软件、云计算、网络安全等细分领域。

研究助理

李楚涵

lichuhan@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk