

业绩稳中有进，AI 引领智能办公新时代

投资要点

- **事件：**公司发布 2025 年半年度报告，实现收入 26.6 亿元，同比增长 10.1%；实现归母净利润 7.5 亿元，同比增长 3.6%；实现扣非归母净利润 7.3 亿元，同比增长 5.8%。
- **WPS 个人业务用户活跃度持续增长，付费意愿明显增强。**从营收端看，2025H1 公司 WPS 个人业务实现收入 17.5 亿元，同比增长 8.4%，占营收比例为 65.8%，仍然是收入主力。报告期内，公司 WPS 全球月活为 6.5 亿，同比增长 8.6%，其中 PC 月活为 3.1 亿，同比增长 12.3%；移动月活为 3.5 亿，同比增长 5.5%，表明 WPS Office 在不同平台上的用户粘性均有所增强。此外，公司通过 AI 功能迭代以及会员体系优化，推动用户付费转化率的持续提升，2025H1 公司 WPS 国内累计年度付费用户数达 4179 万，同比增长 9.5%。
- **WPS 365 业务增长较快，WPS 软件业务短期承压。**2025H1 公司 WPS 365 实现收入 3.1 亿元，同比大幅增长 62.3%，表现十分亮眼，得益于 WPS 365 平台通过完善文档协作能力、融入 AI 工具，产品竞争力大幅提升，新增中国联通、长江三峡集团等多名标杆客户。公司 WPS 软件产品在流式及版式文档市场的占有率持续保持领先，受到 2025 年新的信创采购流程调整影响，部分订单交付节奏延迟，2025H1 公司 WPS 软件业务实现收入 5.4 亿元，同比下降 2.1%。
- **研发投入不断加码，WPS AI 3.0 版本重磅发布。**公司持续加码研发投入，2025H1 公司研发投入达 9.6 亿元，同比增长 18.7%；研发人员 3533 人，同比增长 18.1%。2025 年 7 月，公司发布 WPS AI 3.0，推出原生 Office 办公智能体“WPS 灵犀”，灵犀集成了 AI 改文档、语音助手、AI PPT、WPS 知识库等创新功能，彰显出公司致力于推动 AI 与办公软件深度融合的战略意图。截至 2025H1，WPS AI 月活跃用户数达 2951 万，较 2024 年底的 1968 万有明显提升，AI 技术的应用带来了显著的用户反馈。伴随 AI 创新成果的落地，以及 AI 办公持续普及更多消费者群体，2025 年下半年 AI 月活有望实现快速增长。
- **盈利预测与投资建议。**考虑到公司为 AI+办公软件龙头，在信创及 AI 背景下，核心业务增长动力强劲。预计 2025-2027 年公司 EPS 分别为 3.91 元、4.55 元、5.30 元，给予 2026 年 82 倍 PE，对应目标价 373.1 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**付费转化率提升不及预期、信创推进不及预期、AI 商业化落地效果不及预期等风险。

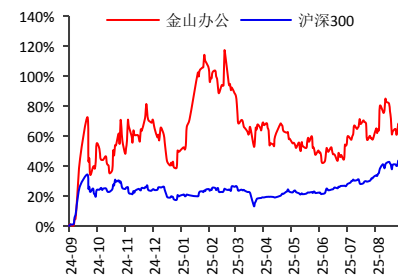
指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	5120.84	6092.83	7042.12	7964.86
增长率	12.40%	18.98%	15.58%	13.10%
归属母公司净利润（百万元）	1645.08	1810.76	2105.55	2454.41
增长率	24.84%	10.07%	16.28%	16.57%
每股收益 EPS（元）	3.55	3.91	4.55	5.30
净资产收益率 ROE	14.47%	14.08%	14.40%	14.74%
PE	86.04	78.17	67.23	57.67
PB	12.21	10.82	9.53	8.36

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：王湘杰
执业证号：S1250521120002
电话：0755-26671517
邮箱：wxj@swsc.com.cn
联系人：刘可心
电话：18981890328
邮箱：liukexin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：Wind

基础数据

总股本(亿股)	4.63
流通 A 股(亿股)	4.63
52 周内股价区间(元)	164.06-407.31
总市值(亿元)	1419.00
总资产(亿元)	164.27
每股净资产(元)	25.12

相关研究

1. 金山办公（688111）：AI 商业化初见成效，关注合同负债表现（2024-08-29）

盈利预测

关键假设：

1) WPS 个人业务：2025 年 7 月，公司推出 WPS 灵犀，融合多项 AI 功能，提升用户交互体验，已开启智能办公新时代。后续伴随 AI 功能的持续升级、应用场景的持续拓宽、以及跨平台的适配性增强，有望强力拉动付费渗透率和 ARPU 值提升，预计 2025-2027 年该业务收入同比分别增长 21%、19%、15%。

2) WPS 365 业务：WPS 365 在央国企市场优势明显，服务众多标杆客户，2025H1 收入增速亮眼。受益于 AI 驱动，WPS 365 升级智能文档库（AI Docs）权益，各核心组件均已配置 AI 助手，产品力大幅提升。后续公司将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，推动收入延续强劲增长，预计 2025-2027 年该业务收入同比分别增长 64%、28%、25%。

3) WPS 软件业务：受 2025 信创采购流程调整影响，2025H1 公司 WPS 软件业务短期收入承压。当前，公司正积极拓展政企招标，参与政企数字平台及 AI 项目建设。与此同时，公司政务版 AI 为多地政府智能化升级注入新动力，下半年信创订单将逐步释放，预计 2025-2027 年该业务收入同比分别为 1%、1%、1%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入如下表：

表 1：分业务收入

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
WPS 个人业务	收入	3283	3964	4699	5383
	增速	23.7%	20.7%	18.5%	14.5%
WPS 365 业务	收入	437	716	917	1146
	增速	149.3%	64.0%	28.0%	25.0%
WPS 软件业务	收入	1268	1281	1295	1305
	增速	-8.6%	1.1%	1.1%	0.8%
其他	收入	132	132	132	132
	增速	-37.2%	0.0%	0.0%	0.0%
合计	收入	5121	6093	7042	7965
	增速	12.4%	19.0%	15.6%	13.1%

数据来源：公司公告，西南证券

预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 60.9 亿元（+19.0%）、70.4 亿元（+15.6%）和 79.6 亿元（+13.1%），归母净利润分别为 18.1 亿元（+10.1%）、21.1 亿元（+16.3%）、24.5 亿元（+16.6%），对应 PE 分别为 78.2 倍、67.2 倍和 57.7 倍。

相对估值

综合考虑业务范围，选取科大讯飞、泛微网络、福昕软件作为可比公司，2026 年可比公司平均 PE 为 68.6 倍，公司为 67.2 倍。考虑到公司作为国内办公软件龙头企业，WPS 个人业务稳健增长以及 WPS 365 业务表现亮眼，结合行业信创和 AI 趋势，核心业务有望持续实现突破，看好公司未来成长性。预计 2025-2027 年公司 EPS 分别为 3.45 元、5.30 元，给予公司 2026 年 82 倍 PE，对应目标价 373.1 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	市值 (原始币种)	股价 (原始币种)	EPS（元）				PE（倍）			
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
002230.SZ	科大讯飞	1189.83	51.47	0.24	0.42	0.60	0.81	212.42	123.67	86.16	63.46
603039.SH	泛微网络	152.27	58.43	0.78	1.01	1.26	1.49	75.03	57.71	46.35	39.19
688095.SH	福昕软件	69.70	76.22	0.29	0.47	1.04	1.62	258.55	162.59	73.15	47.03
平均值								182.00	114.65	68.55	49.89
688111.SH	金山办公	1419.00	306.36	3.55	3.91	4.55	5.30	86.04	78.17	67.23	57.67

数据来源：Wind，西南证券整理（注：采用截至 2025 年 9 月 14 日数据）

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5120.84	6092.83	7042.12	7964.86	净利润	1655.28	1817.53	2110.11	2461.60
营业成本	760.76	853.39	968.95	1068.24	折旧与摊销	72.37	111.41	61.98	61.98
营业税金及附加	49.17	54.10	65.07	72.16	财务费用	-15.81	-2.28	-36.82	-17.84
销售费用	991.33	1127.17	1267.58	1393.85	资产减值损失	-8.02	-7.59	-7.80	-7.69
管理与研发费用	402.66	487.43	549.29	597.36	经营营运资本变动	-2823.10	-137.10	-625.43	-399.24
财务费用	-15.81	-2.28	-36.82	-17.84	其他	3314.85	-294.19	-263.79	-296.19
资产减值损失	-8.02	7.59	7.80	7.69	经营活动现金流净额	2195.57	1487.78	1238.25	1802.61
投资收益	369.93	309.45	299.51	326.30	资本支出	-124.33	-100.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	-18.39	-10.51	-14.45	-12.48	其他	-4149.76	44.73	110.54	540.68
其他经营损益	176.00	176.00	176.00	176.00	投资活动现金流净额	-4274.09	-55.27	60.54	490.68
营业利润	1741.05	1923.05	2232.17	2600.72	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	9.37	0.10	-0.42	3.02	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1750.42	1923.16	2231.75	2603.74	股权融资	263.80	0.65	0.00	0.00
所得税	95.14	105.62	121.64	142.14	支付股利	-406.29	-329.02	-362.15	-421.11
净利润	1655.28	1817.53	2110.11	2461.60	其他	-358.08	-113.29	36.82	17.84
少数股东损益	10.20	6.77	4.57	7.18	筹资活动现金流净额	-500.58	-441.65	-325.34	-403.27
归属母公司股东净利润	1645.08	1810.76	2105.55	2454.41	现金流量净额	-2579.24	990.87	973.45	1890.01
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	897.94	1888.80	2862.26	4752.27	成长能力				
应收和预付款项	593.51	807.86	910.94	1001.02	销售收入增长率	12.40%	18.98%	15.58%	13.10%
存货	0.80	1.52	1.65	1.66	营业利润增长率	24.31%	10.45%	16.07%	16.51%
其他流动资产	4612.45	5127.88	6028.54	6233.95	净利润增长率	25.93%	9.80%	16.10%	16.66%
长期股权投资	1563.01	1563.01	1563.01	1563.01	EBITDA 增长率	29.69%	13.05%	11.08%	17.17%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	431.61	496.42	511.22	526.02	毛利率	85.14%	85.99%	86.24%	86.59%
无形资产和开发支出	264.02	237.24	210.46	183.68	三费率	60.02%	61.46%	60.28%	59.28%
其他非流动资产	7549.55	7500.12	7500.12	7500.12	净利率	32.32%	29.83%	29.96%	30.91%
资产总计	15912.89	17622.83	19588.19	21761.72	ROE	14.47%	14.08%	14.40%	14.74%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	10.40%	10.31%	10.77%	11.31%
应付和预收款项	1007.02	1164.89	1350.11	1460.21	ROIC	15.13%	15.06%	15.01%	14.36%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	35.10%	33.35%	32.05%	33.21%
其他负债	3469.30	3551.86	3584.03	3606.98	营运能力				
负债合计	4476.32	4716.75	4934.14	5067.19	总资产周转率	0.34	0.36	0.38	0.39
股本	462.53	463.18	463.18	463.18	固定资产周转率	28.01	21.83	28.88	38.17
资本公积	5440.79	5440.79	5440.79	5440.79	应收账款周转率	8.83	9.26	8.70	8.84
留存收益	5532.61	7014.35	8757.75	10791.05	存货周转率	592.87	637.00	549.50	583.19
归属母公司股东权益	11355.56	12818.30	14561.69	16595.00	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	116.15%	101.00%	—	—
少数股东权益	81.01	87.79	92.35	99.54	资本结构				
股东权益合计	11436.57	12906.08	14654.04	16694.53	资产负债率	28.13%	26.76%	25.19%	23.28%
负债和股东权益合计	15912.89	17622.83	19588.19	21761.72	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.76	2.11	2.50	2.96
					速动比率	1.76	2.11	2.50	2.96
					股利支付率	24.70%	18.17%	17.20%	17.16%
					每股指标				
					每股收益	3.55	3.91	4.55	5.30
					每股净资产	24.69	27.86	31.64	36.04
					每股经营现金	4.74	3.21	2.67	3.89
					每股股利	0.88	0.71	0.78	0.91
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E					
EBITDA	1797.61	2032.19	2257.33	2644.86					
PE	86.04	78.17	67.23	57.67					
PB	12.21	10.82	9.53	8.36					
PS	27.26	22.91	19.82	17.53					
EV/EBITDA	72.16	63.23	56.42	47.52					
股息率	0.29%	0.24%	0.26%	0.30%					

数据来源: Wind, 西南证券

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投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjy@swsc.com.c
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售岗	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
广深	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	tdl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn