

25Q3 增长提速，订阅业务前景乐观

核心观点

事件：

公司发布 2025 年 3 季报，1-9 月收入 41.8 亿（YoY+15.2%），归母净利润 11.8 亿（YoY+13.3%），扣非归母净利润 11.5 亿（YoY+15.9%）；25Q3 单季来看，收入 15.2 亿（YoY+25.3%），归母净利 4.3 亿（YoY+35.4%），扣非净利 4.2 亿（YoY+39.0%），经营性净现金流 5.4 亿（YoY+19.3%）。

- 公司各业务增速均环比提升，订阅业务加速提升投资者信心。**分业务看，3 季度 WPS 个人业务收入 8.99 亿，增速 11.2%、超过 25H1 的 8.4%，主要是 AI 新产品落地推广及海内外市场精细化运营所带来的 WPS AI 月活、付费用户数及用户价值提升；WPS 365 业务增长 71.6%至 2.0 亿元，增速在 25H1 的 62.3%的基础上进一步提高，源于公司不断加强各类企业客户覆盖；此外，信创招投标与确收加速，使得 WPS 软件业务增长 50.5%至 3.91 亿，与 25H1 下滑 2.1%形成鲜明对比。我们认为，个人与机构业务的成长加速，反映了公司产品力的增强和市场策略的有效性，有助提升投资者对未来业务的信心。
- PC 端月活、合同负债等指标预示未来收入增速乐观。**公司 PC 版月活设备数与付费用户相关度较高，截止 3 季度末，WPS Office PC 版月度活跃设备数 3.16 亿，同比增长 14.1%，高于 25H1 的 12.3%，为后续付费用户增长打下较好基础。此外，公司合同负债以及其他非流动负债是客户预付款项，对未来的收入增速有指引意义。3 季度末，合同负债额增长 17.2%，高于 25H1 时的 15.6%，其他非流动负债增速和上半年基本持平，均增长 48%左右。我们认为，长短期合同负债的较快增加，预示未来收入增速预期乐观。
- 销售、管理、研发费用率由于规模效应有所下降。**25Q3 公司销售、管理、研发费用分别增长 18.8%、28.5%和 18.1%，三项费用合计增长 19.5%，低于收入增速，因此公司三项费率下降 3pct 至 62.4%，体现出较好的规模效应。经营性现金流入 5.4 亿，高于归母净利体量，体现较好的经营质量。我们认为，在公司收入未来增速仍然乐观的情况下，公司费用率有望持续得到较好控制。

盈利预测与投资建议

- 根据最新财报数据，我们调整公司收入与费用预测，预计公司 2025-2027 年归母净利分别为 20.5、26.0、32.2 亿元（原预测为 25-26 年分别为 19.9 亿、24.2 亿），参照可比公司，我们认为目前公司的合理估值水平为 2026 年的 73 倍 PE，对应目标价为 409.53 元，由于公司收入前景改善有助提升投资者信心，因此上调评级至买入。

风险提示

AI 整体落地不及预期风险；海外业务拓展不及预期风险；费用率下降低于预期风险。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,556	5,121	5,927	6,918	8,052
同比增长(%)	17.3%	12.4%	15.7%	16.7%	16.4%
营业利润(百万元)	1,401	1,741	2,187	2,772	3,436
同比增长(%)	17.1%	24.3%	25.6%	26.8%	24.0%
归属母公司净利润(百万元)	1,318	1,645	2,050	2,598	3,223
同比增长(%)	17.9%	24.8%	24.6%	26.7%	24.0%
每股收益（元）	2.84	3.55	4.43	5.61	6.96
毛利率(%)	85.3%	85.1%	87.5%	87.8%	87.9%
净利率(%)	28.9%	32.1%	34.6%	37.6%	40.0%
净资产收益率(%)	14.1%	15.4%	16.7%	18.3%	19.7%
市盈率	118.7	95.1	76.3	60.2	48.5
市净率	15.7	13.8	11.9	10.3	8.9

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入
股价（2025 年 10 月 30 日）	345.04 元
目标价格	409.53 元
52 周最高价/最低价	407.31/244.18 元
总股本/流通 A 股（万股）	46,318/46,318
A 股市值（百万元）	159,815
国家/地区	中国
行业	计算机
报告发布日期	2025 年 10 月 30 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	14.76	9.02	13.27	33.89
相对表现%	12.51	7.53	-0.19	12.8
沪深 300%	2.25	1.49	13.46	21.09



证券分析师	
浦俊懿	执业证书编号：S0860514050004 pujunyi@orientsec.com.cn 021-63326320
陈超	执业证书编号：S0860521050002 chenchao3@orientsec.com.cn 021-63326320
宋鑫宇	执业证书编号：S0860524090002 songxinyu@orientsec.com.cn 021-63326320

相关报告	
WPS AI 商业化持续推进，机构订阅转型带来短期承压	2024-08-22
WPS 365 全新升级，助力企业新质生产力提升	2024-04-12

投资建议

根据最新财报数据，我们调整公司收入与费用预测，预计公司 2025-2027 年归母净利分别为 20.5、26.0、32.2 亿元（原预测为 25-26 年分别为 19.9 亿、24.2 亿），参照可比公司，我们认为目前公司的合理估值水平为 2026 年的 73 倍 PE，对应目标价为 409.53 元，由于公司收入前景改善有助提升投资者信心，因此上调评级至买入。

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)	一致预期利润（亿元）				PE			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
科大讯飞	002230	53.99	0.24	0.39	0.56	0.75	222.82	137.59	96.69	72.31
达梦数据	688692	267.27	3.20	4.35	5.60	7.10	83.64	61.39	47.74	37.63
中望软件	688083	77.30	0.38	0.44	0.68	0.98	204.93	176.56	113.43	78.77
福昕软件	688095	77.36	0.29	0.47	1.04	1.62	262.42	165.02	74.25	47.73
合合信息	688615	185.40	2.86	3.38	4.16	5.12	64.80	54.87	44.61	36.24
平均								121.00	73.00	53.00

数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

AI 整体落地不及预期风险；海外业务拓展不及预期风险；费用率下降低于预期风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,478	898	3,556	4,294	6,357	营业收入	4,556	5,121	5,927	6,918	8,052
应收票据、账款及款项融资	569	510	777	907	1,056	营业成本	670	761	744	843	973
预付账款	22	14	30	35	40	销售费用	967	991	1,082	1,182	1,310
存货	1	1	4	4	5	管理费用	444	403	448	490	527
其他	6,076	4,682	3,651	3,900	4,186	研发费用	1,472	1,696	1,951	2,174	2,413
流动资产合计	10,147	6,105	8,018	9,139	11,643	财务费用	(95)	(16)	(7)	(25)	(51)
长期股权投资	1,094	1,563	1,797	2,067	2,377	资产、信用减值损失	23	24	24	24	24
固定资产	69	297	364	324	360	公允价值变动收益	(3)	(18)	0	0	0
在建工程	248	135	255	381	84	投资净收益	219	370	351	369	387
无形资产	87	79	70	58	118	其他	110	127	150	172	193
其他	2,329	7,734	8,490	9,309	10,209	营业利润	1,401	1,741	2,187	2,772	3,436
非流动资产合计	3,827	9,808	10,976	12,139	13,149	营业外收入	1	4	3	1	2
资产总计	13,974	15,913	18,994	21,278	24,793	营业外支出	12	(5)	7	7	7
短期借款	0	0	598	0	0	利润总额	1,390	1,750	2,183	2,766	3,431
应付票据及应付账款	453	446	446	506	584	所得税	75	95	120	152	189
其他	2,700	3,016	3,316	3,840	4,439	净利润	1,314	1,655	2,063	2,614	3,243
流动负债合计	3,154	3,462	4,361	4,345	5,022	少数股东损益	(3)	10	13	16	20
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1,318	1,645	2,050	2,598	3,223
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	2.84	3.55	4.43	5.61	6.96
其他	801	1,014	1,353	1,653	2,028	主要财务比率					
非流动负债合计	801	1,014	1,353	1,653	2,028		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	3,954	4,476	5,713	5,998	7,050	成长能力					
少数股东权益	71	81	94	110	130	营业收入	17.3%	12.4%	15.7%	16.7%	16.4%
实收资本（或股本）	462	463	463	463	463	营业利润	17.1%	24.3%	25.6%	26.8%	24.0%
资本公积	5,178	5,341	5,556	5,556	5,556	归属于母公司净利润	17.9%	24.8%	24.6%	26.7%	24.0%
留存收益	4,294	5,533	7,167	9,150	11,594	获利能力					
其他	15	20	0	0	0	毛利率	85.3%	85.1%	87.5%	87.8%	87.9%
股东权益合计	10,020	11,437	13,280	15,280	17,743	净利率	28.9%	32.1%	34.6%	37.6%	40.0%
负债和股东权益总计	13,974	15,913	18,994	21,278	24,793	ROE	14.1%	15.4%	16.7%	18.3%	19.7%
现金流量表						ROIC	13.1%	15.1%	16.2%	17.7%	19.3%
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力					
净利润	1,314	1,655	2,063	2,614	3,243	资产负债率	28.3%	28.1%	30.1%	28.2%	28.4%
折旧摊销	78	66	161	222	311	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	(95)	(16)	(7)	(25)	(51)	流动比率	3.22	1.76	1.84	2.10	2.32
投资损失	(219)	(370)	(351)	(369)	(387)	速动比率	3.22	1.76	1.84	2.10	2.32
营运资金变动	(943)	(552)	1,222	437	511	营运能力					
其它	1,922	1,413	(484)	(515)	(523)	应收账款周转率	8.6	9.6	9.3	8.3	8.3
经营活动现金流	2,058	2,196	2,603	2,364	3,104	存货周转率	455.1	636.5	329.0	212.5	214.3
资本支出	(161)	(148)	(342)	(299)	(114)	总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
长期投资	(650)	(469)	(234)	(270)	(310)	每股指标（元）					
其他	(4,399)	(3,657)	221	130	113	每股收益	2.84	3.55	4.43	5.61	6.96
投资活动现金流	(5,210)	(4,274)	(355)	(438)	(311)	每股经营现金流	4.46	4.75	5.62	5.10	6.70
债权融资	(24)	2	4	0	0	每股净资产	21.48	24.52	28.47	32.75	38.03
股权融资	237	164	216	0	0	估值比率					
其他	(597)	(667)	190	(1,188)	(728)	市盈率	118.7	95.1	76.3	60.2	48.5
筹资活动现金流	(385)	(501)	410	(1,188)	(728)	市净率	15.7	13.8	11.9	10.3	8.9
汇率变动影响	(2)	(0)	-0	-0	-0	EV/EBITDA	111.4	86.0	65.8	51.9	41.7
现金净增加额	(3,539)	(2,579)	2,658	737	2,064	EV/EBIT	118.0	89.3	70.7	56.1	45.5

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

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在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。