

金山办公 (688111.SH)

业绩稳健增长，办公 Agent 可期

优于大市

核心观点

25 年收入增速有所回升。公司发布 2025 年报，公司全年实现收入 59.29 亿元 (+15.78%)，归母净利润 18.36 亿元 (+11.63%)，扣非归母净利润 18.03 亿元 (+15.82%)。单 Q4 来看，公司实现收入 17.50 亿元 (+17.16%)，归母净利润 6.58 亿元 (+8.73%)，扣非归母净利润 6.54 亿元 (+15.60%)。

WPS 个人业务稳健增长，海外市场表现亮眼。2025 年 WPS 个人业务收入 36.26 亿元 (+10.42%)，其中国内 33.44 亿元 (+7.87%)，累计年度付费个人用户达到 4615 万 (+10.67%)；海外 WPS 个人业务收入 2.82 亿元 (+53.67%)，累计年度付费个人用户达到 285 万 (+63.39%)。截止 25 年底，WPS Office 全球月活数达 6.78 亿 (+7.29%)，其中 PC 端月活 3.29 亿 (+13.18%)，移动端月活 3.49 亿 (+2.28%)；其中海外总月活 2.45 亿，海外 PC 端月活 4247 万 (+53.78%)。

WPS 365 业务继续保持高增长，WPS 软件业务增长回暖。2025 年 WPS 365 业务收入 7.20 亿元 (+64.93%)，365 业务持续向一体化、智能化、国际化升级迭代，针对垂直行业需求推出行业专属版本；新增多家标杆客户，涵盖世界 500 强品牌企业，市场影响力持续提升。WPS 软件业务收入 14.61 亿元 (+15.24%)，扭转 24 年下滑态势。信创行业 25 年逐步回暖，公司在政务 AI 场景落地成效显著。

WPS AI 智能体重塑办公范式，AI agent 成为未来办公抓手。公司确立"Office AI 重构升级"与"AI Office 原生探索"的双轨战略。截止 25 年底，公司 WPS AI 国内月活用户已超 8013 万，同比增长 307%。WPS AI 服务产生的日均 Token 调用量超过 2000 亿，同比增长超 12 倍。随着以 OpenClaw 为代表的 Agent 技术趋势加速成熟，公司将持续强化智能体任务规划、工具调用与多步操作自动执行等核心能力建设，推动 WPS 365 向具备自主任务执行能力的企业级智能办公平台演进。

风险提示：AI 产业发展不及预期；信创产业进展缓慢；下游 IT 开支收紧。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。根据 25 年年报，下调盈利预测，预计 2026-2028 年归母净利润 22.12/26.21/31.15 亿元（原预测 26-27 年为 23.16/28.41 亿元），同比增速 20/19/19%；当前股价对应 PE=50/42/35x。基于公司海外市场保持了较高增长，以及 AI 重塑办公生态下，公司 Agent 产品可期，打开长期成长空间，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	5,121	5,929	7,058	8,315	9,773
(+/-%)	12.4%	15.8%	19.0%	17.8%	17.5%
净利润(百万元)	1645	1836	2212	2621	3115
(+/-%)	24.8%	11.6%	20.4%	18.5%	18.9%
每股收益(元)	3.56	3.96	4.77	5.66	6.73
EBIT Margin	23.9%	22.3%	26.9%	27.9%	28.8%
净资产收益率 (ROE)	14.5%	14.3%	15.3%	16.0%	16.6%
市盈率 (PE)	67.5	60.5	50.3	42.4	35.7
EV/EBITDA	89.9	83.7	59.8	49.4	41.1
市净率 (PB)	9.78	8.65	7.67	6.77	5.94

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

计算机 · 软件开发

证券分析师：熊莉

021-61761067

xiongli1@guosen.com.cn

S0980519030002

证券分析师：库宏焱

021-60875168

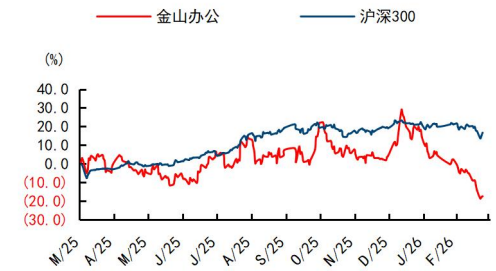
kuhongyao@guosen.com.cn

S0980520010001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	243.11 元
总市值/流通市值	112650/112650 百万元
52 周最高价/最低价	415.00/237.88 元
近 3 个月日均成交额	2316.58 百万元

市场走势



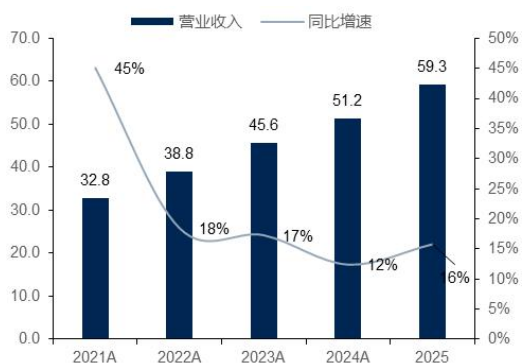
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《金山办公 (688111.SH) - 收入逐季加速，B 端增长显著》——2025-10-28
- 《金山办公 (688111.SH) - 二季度收入加速，AI 能力持续精进》——2025-08-21
- 《金山办公 (688111.SH) - 四季度收入提速，AI 和海外业务打开新成长空间》——2025-03-21
- 《金山办公 (688111.SH) - 个人订阅稳健增长，AI 应用和信创向好》——2024-11-26
- 《金山办公 (688111.SH) - 一季度归母净利润增长超 37%，WPS AI 打开新空间》——2024-04-26

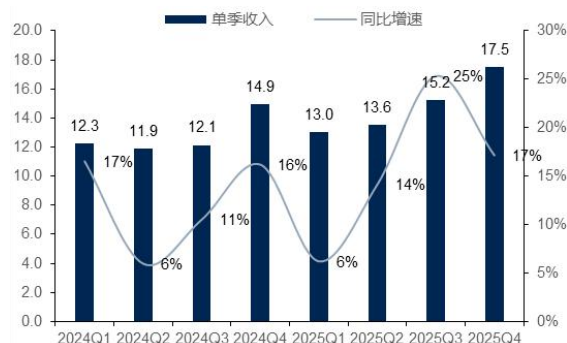
收入利润稳健增长。公司发布 2025 年报，公司全年实现收入 59.29 亿元(+15.78%)，归母净利润 18.36 亿元(+11.63%)，扣非归母净利润 18.03 亿元(+15.82%)。单 Q4 来看，公司实现收入 17.50 亿元(+17.16%)，归母净利润 6.58 亿元(+8.73%)，扣非归母净利润 6.54 亿元(+15.60%)。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

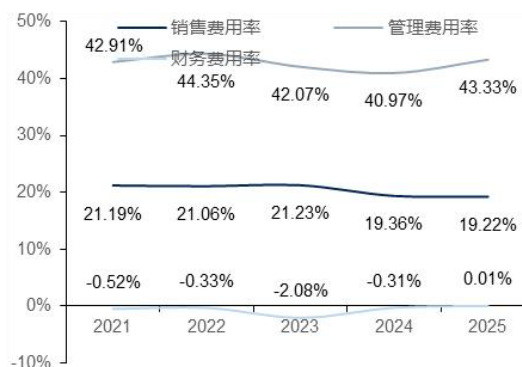
毛利率有所提升，研发投入持续加强。公司毛利率整体保持稳定，25 年达到 85.95%，同比略有提升。公司 25 年累计研发投入达 20.95 亿元，同比增长 23.57%，研发费用率约 35.34%，持续加强 AI 领域投入。25 年公司销售费用率 19.22%，同比略有下降；管理费用率 7.99%，略有提升。

图5: 公司毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

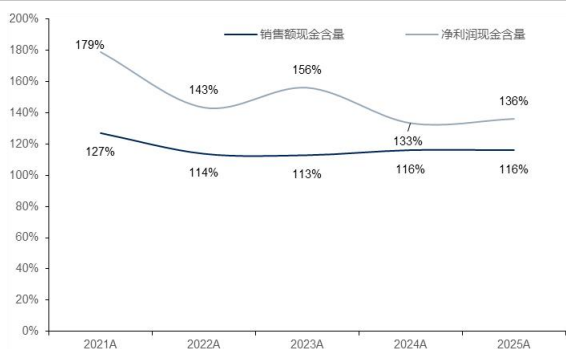
图6: 公司三项费用率变化情况 (管理费用包含研发费用)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司 25 年经营活动产生的现金流量净额 25.02 亿元, 同比增长 13.93%。公司合同负债保持较高增长, 达到 25.99 亿元 (+21.68%); 其他非流动负债为 12.48 亿元 (+32.24%)。公司应收周转天数持续下降。

图7: 公司经营性现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司主要流动资产周转情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 维持“优于大市”评级。根据 25 年年报, 下调盈利预测, 预计 2026-2028 年归母净利润 22.12/26.21/31.15 亿元 (原预测 26-27 年为 23.16/28.41 亿元), 同比增速 20%/19%/19%; 当前股价对应 PE=50/42/35x。基于公司海外市场保持了较高增长, 以及 AI 重塑办公生态下, 公司 Agent 产品可期, 打开长期成长空间, 维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	898	694	1784	3189	4902	营业收入	5121	5929	7058	8315	9773
应收款项	580	722	860	1144	1344	营业成本	761	833	962	1105	1269
存货净额	1	1	1	6	7	营业税金及附加	49	65	77	91	106
其他流动资产	3165	4162	4954	5837	6860	销售费用	991	1140	1341	1580	1857
流动资产合计	6105	11206	13226	15803	18741	管理费用	403	474	518	602	697
固定资产	432	453	471	483	489	研发费用	1696	2095	2258	2619	3030
无形资产及其他	79	73	71	69	67	财务费用	(16)	0	(11)	(24)	(39)
投资性房地产	7734	4716	4716	4716	4716	投资收益	370	465	260	250	250
长期股权投资	1563	1708	1708	1708	1708	资产减值及公允价值变动	(10)	8	(30)	(30)	(30)
资产总计	15913	18156	20191	22779	25721	其他收入	(1551)	(1944)	(2048)	(2394)	(2790)
短期借款及交易性金融负债	96	22	22	22	22	营业利润	1741	1947	2353	2788	3314
应付款项	446	496	577	665	766	营业外净收支	9	6	(1)	(1)	(1)
其他流动负债	2921	3424	3414	3650	3864	利润总额	1750	1953	2352	2787	3313
流动负债合计	3462	3942	4012	4336	4652	所得税费用	95	131	158	187	222
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	10	(15)	(18)	(21)	(25)
其他长期负债	1014	1361	1708	2054	2401	归属于母公司净利润	1645	1836	2212	2621	3115
长期负债合计	1014	1361	1708	2054	2401	现金流量表 (百万元)					
负债合计	4476	5302	5720	6391	7054	净利润	1645	1836	2212	2621	3115
少数股东权益	81	0	(13)	(28)	(47)	资产减值准备	1	13	0	(0)	0
股东权益	11356	12853	14484	16417	18714	折旧摊销	64	68	53	59	65
负债和股东权益总计	15913	18156	20191	22779	25721	公允价值变动损失	10	(8)	30	30	30
关键财务与估值指标						财务费用	(16)	0	(11)	(24)	(39)
每股收益	3.56	3.96	4.77	5.66	6.73	营运资本变动	(5744)	2792	(512)	(502)	(562)
每股红利	0.88	1.04	1.25	1.49	1.77	其它	7	(23)	(13)	(15)	(18)
每股净资产	24.55	27.75	31.27	35.44	40.40	经营活动现金流	(4017)	4678	1770	2193	2630
ROIC	17.29%	17.83%	30%	34%	38%	资本开支	0	(90)	(99)	(99)	(99)
ROE	14.49%	14.29%	15%	16%	17%	其它投资现金流	2264	(4166)	0	0	0
毛利率	85%	86%	86%	87%	87%	投资活动现金流	1795	(4401)	(99)	(99)	(99)
EBIT Margin	24%	22%	27%	28%	29%	权益性融资	(0)	66	0	0	0
EBITDA Margin	25%	23%	28%	29%	29%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	12%	16%	19%	18%	18%	支付股利、利息	(406)	(482)	(581)	(688)	(818)
净利润增长率	25%	12%	20%	19%	19%	其它融资现金流	454	418	0	0	0
资产负债率	29%	29%	28%	28%	27%	融资活动现金流	(359)	(481)	(581)	(688)	(818)
股息率	0.4%	0.4%	0.5%	0.6%	0.7%	现金净变动	(2580)	(204)	1090	1406	1713
P/E	67.5	60.5	50.3	42.4	35.7	货币资金的期初余额	3478	898	694	1784	3189
P/B	9.8	8.6	7.7	6.8	5.9	货币资金的期末余额	898	694	1784	3189	4902
EV/EBITDA	89.9	83.7	59.8	49.4	41.1	企业自由现金流	0	4004	1216	1622	2030
						权益自由现金流	0	4421	1226	1644	2067

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032