

AI 战略成效显著，WPS 365 跨越式增长

投资要点

- **事件：**公司发布 2025 年年度报告，实现收入 59.3 亿元，同比增长 15.8%；实现归母净利润 18.4 亿元，同比增长 11.6%；实现扣非归母净利润 18.0 亿元，同比增长 15.8%。公司持续加大研发投入，全年研发费用达到 21.0 亿元，同比增长 23.6%，研发费用率为 35.3%；研发人员共计 3979 人，同比增长 14.6%。
- **WPS 个人业务用户规模及付费率双重提升，海外表现亮眼。**从营收端看，2025 年公司 WPS 个人业务实现收入 36.3 亿元，同比增长 10.4%；其中，国内个人业务收入 33.4 亿元，增长 7.9%；海外个人业务收入 2.8 亿元，大幅增长 53.7%。从用户规模看，公司 WPS 全球月活为 6.8 亿，同比增长 7.3%，其中 PC 月活为 3.3 亿，同比增长 13.2%；移动月活为 3.5 亿，同比增长 2.3%。国内累计年度付费个人用户数达 4615 万，同比增长 10.7%，用户上传至公有云的云文档数量已突破 2900 亿份，用户粘性显著增强。
- **WPS 机构业务实现大幅增长，软件产品稳健领跑。**2025 年公司 WPS 365 实现收入 7.2 亿元，同比大幅增长 64.9%，表现十分亮眼，通过 AI 全域升级，成功拓展了中国移动、沃尔玛中国、海关总署等多家世界 500 强及党政机关标杆客户。公司 WPS 软件实现收入 14.6 亿元，同比增长 15.2%，在流式及版式文档市场占有率持续保持领先，WPS 政务 AI 已在多地政府智能化升级中有效落地。
- **WPS AI 实行双轨战略，引领智能体办公时代变革。**2025 年公司确立了“Office AI 重构升级”与“AI Office 原生探索”的双轨战略，旨在将办公软件从单纯的功能工具演变为能够自主规划并执行任务的智能体。推出原生 Office 办公智能体“WPS 灵犀”，标志着 AI 能力由工具型应用向协同智能体转变。截至 2025 年底，WPS AI 国内月活跃用户数突破 8013 万，同比大幅增长 307%，AI 服务产生的日均 Token 调用量超过 2000 亿，同比增长超 12 倍，显示出 AI 功能已深度渗透用户日常办公场景。
- **盈利预测与投资建议。**考虑公司为 AI+办公龙头，重点布局 Agent 产品研发，同时加速全球化战略布局，有望延续高增长态势。预计 2026-2028 年公司 EPS 分别为 4.78 元、5.72 元、6.68 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**付费转化率提升不及预期、信创节奏推进不及预期、国内竞争加剧、AI 技术迭代及商业化落地效果不及预期等风险。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	5928.74	7031.83	8241.25	9640.72
增长率	15.78%	18.61%	17.20%	16.98%
归属母公司净利润(百万元)	1836.47	2217.00	2651.47	3094.26
增长率	11.63%	20.72%	19.60%	16.70%
每股收益 EPS(元)	3.96	4.78	5.72	6.68
净资产收益率 ROE	14.17%	15.32%	16.07%	16.40%
PE	60.71	50.31	42.06	36.05
PB	8.68	7.67	6.73	5.89

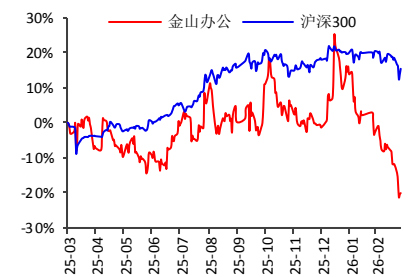
数据来源：Wind，西南证券

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
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)	237.50-415.00
总市值(亿元)	1115.34
总资产(亿元)	181.56
每股净资产(元)	27.75

相关研究

1. 金山办公 (688111)：业绩稳中有进，AI 引领智能办公新时代 (2025-09-16)

盈利预测

关键假设：

1) WPS 个人业务：2025 年公司发布 WPS AI 3.0，核心载体 WPS 灵犀通过演示、表格、文档三大原生智能体深度融入办公全链路。后续伴随 WPS iPad 桌面版上线及鸿蒙版 WPS 在 PC 端市占率持续领先，AI 原生体验将持续拉动付费渗透率及 ARPU 值提升，2025 年该业务收入同比增长 10.4%，预计 2026-2028 年该业务收入同比分别增长 13%、10%、8%。

2) WPS 365 业务：2025 年 WPS 365 业务正式确立“Agent+协作”核心架构，并接入 OpenClaw 能力，实现了复杂任务的自动化执行。受益于 AI 驱动，2025 年该业务收入同比增长 64.9%。后续伴随数字员工在企业办公场景中的规模化应用，公司将加速覆盖民营企业及地方国企，预计 2026-2028 年该业务延续高增长态势，收入同比分别增长 60%、55%、50%。

3) WPS 软件业务：2025 年公司 WPS 软件业务走出行业调整期，收入同比增长 15.2%，在流式及版式文档信创市场的领先地位持续巩固。当前，公司政务版 AI 已有效赋能多地政府智能化升级，且针对公文写作场景的 AI 校对及事实核查功能大幅提升了政务办公效率，后续信创刚需及政务数字化项目仍将支撑软件业务稳步发展，预计 2026-2028 年该业务收入同比分别为 15%、10%、8%。

基于以上假设，我们预测公司 2026-2028 年分业务收入如下表：

表 1：分业务收入

单位：百万元		2025A	2026E	2027E	2028E
WPS 个人业务	收入	3625.5	4078.7	4486.6	4845.5
	增速	10.4%	12.5%	10.0%	8.0%
WPS 365 业务	收入	719.9	1151.8	1785.4	2678.0
	增速	64.9%	60.0%	55.0%	50.0%
WPS 软件业务	收入	1461.1	1680.3	1848.3	1996.2
	增速	15.2%	15.0%	10.0%	8.0%
其他	收入	122.2	121.0	121.0	121.0
	增速	-8.2%	-1.0%	0.0%	0.0%
合计	收入	5928.7	7031.8	8241.2	9640.7
	增速	15.8%	18.6%	17.2%	17.0%

数据来源：公司公告，西南证券

预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 70.3 亿元（+18.6%）、82.4 亿元（+17.2%）和 96.4 亿元（+17.0%），归母净利润分别为 22.2 亿元（+20.7%）、26.5 亿元（+19.6%）、30.9 亿元（+16.7%），对应 PE 分别为 50.3 倍、42.1 倍和 36.1 倍。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	5928.74	7031.83	8241.25	9640.72	净利润	1821.87	2230.00	2666.47	3111.26
营业成本	833.13	935.83	1070.04	1214.95	折旧与摊销	88.92	67.70	70.66	74.52
营业税金及附加	64.54	73.54	87.36	101.74	财务费用	0.49	1.67	0.32	-1.02
销售费用	1139.65	1216.51	1466.94	1687.13	资产减值损失	-20.57	-18.00	-18.00	-20.00
管理与研发费用	2569.09	3058.85	3337.70	3856.29	经营营运资本变动	-573.08	-294.08	-474.43	-475.14
财务费用	0.49	1.67	0.32	-1.02	其他	1183.87	-384.34	-329.91	-306.47
资产减值损失	-20.57	-18.00	-18.00	-20.00	经营活动现金流净额	2501.50	1602.95	1915.11	2383.15
投资收益	465.14	423.00	370.00	350.00	资本支出	-33.48	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	-12.14	-8.00	-10.00	-12.00	其他	-1933.34	-410.60	-588.28	-235.30
其他经营损益	0.00	5.00	5.00	5.00	投资活动现金流净额	-1966.81	-510.60	-688.28	-335.30
营业利润	1946.72	2183.44	2661.88	3144.63	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	6.07	177.00	167.00	157.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1952.79	2360.44	2828.88	3301.63	股权融资	32.87	0.00	0.00	0.00
所得税	130.92	130.43	162.41	190.37	支付股利	-415.99	-523.21	-624.35	-741.15
净利润	1821.87	2230.00	2666.47	3111.26	其他	-352.23	303.92	321.33	352.00
少数股东损益	-14.60	13.00	15.00	17.00	筹资活动现金流净额	-735.36	-219.29	-303.01	-389.15
归属母公司股东净利润	1836.47	2217.00	2651.47	3094.26	现金流量净额	-203.37	873.07	923.81	1658.71
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	694.05	1567.12	2490.93	4149.64	成长能力				
应收和预付款项	743.00	872.63	1022.44	1196.64	销售收入增长率	15.78%	18.61%	17.20%	16.98%
存货	0.52	0.99	1.02	1.17	营业利润增长率	11.81%	12.16%	21.91%	18.14%
其他流动资产	9768.51	9740.21	10312.15	11991.27	净利润增长率	10.06%	22.40%	19.57%	16.68%
长期股权投资	1707.80	1707.80	1707.80	1707.80	EBITDA 增长率	13.27%	10.64%	21.31%	17.76%
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	453.22	516.01	575.84	631.80	毛利率	85.95%	86.69%	87.02%	87.40%
无形资产和开发支出	257.81	231.01	204.21	177.42	三费率	62.56%	60.82%	58.30%	57.49%
其他非流动资产	4530.89	5729.46	7007.35	6832.61	净利率	30.73%	31.71%	32.36%	32.27%
资产总计	18155.80	20365.24	23321.74	26688.36	ROE	14.17%	15.32%	16.07%	16.40%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	10.03%	10.95%	11.43%	11.66%
应付和预收款项	1165.25	1309.43	1499.55	1710.33	ROIC	11.86%	12.48%	13.24%	13.59%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	34.34%	32.04%	33.16%	33.38%
其他负债	4137.11	4500.54	5224.80	6010.53	营运能力				
负债合计	5302.35	5809.97	6724.35	7720.86	总资产周转率	0.35	0.37	0.38	0.39
股本	463.18	463.37	463.37	463.37	固定资产周转率	15.81	15.30	17.05	18.45
资本公积	5473.00	5472.81	5472.81	5472.81	应收账款周转率	9.53	9.36	9.31	9.30
留存收益	6956.31	8650.10	10677.22	13030.34	存货周转率	1000.02	1013.97	913.33	961.57
归属母公司股东权益	12853.45	14542.26	16569.39	18922.50	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	116.13%	—	—	—
少数股东权益	0.00	13.00	28.00	45.00	资本结构				
股东权益合计	12853.45	14555.26	16597.39	18967.50	资产负债率	29.20%	28.53%	28.83%	28.93%
负债和股东权益合计	18155.80	20365.24	23321.74	26688.36	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.84	2.96	2.94	3.24
					速动比率	2.84	2.96	2.94	3.24
					股利支付率	22.65%	23.60%	23.55%	23.95%
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E	每股指标				
EBITDA	2036.13	2252.80	2732.86	3218.14	每股收益	3.96	4.78	5.72	6.68
PE	60.71	50.31	42.06	36.05	每股净资产	27.74	31.38	35.76	40.84
PB	8.68	7.67	6.73	5.89	每股经营现金	5.40	3.46	4.13	5.14
PS	18.81	15.86	13.53	11.57	每股股利	0.90	1.13	1.35	1.60
EV/EBITDA	51.37	45.24	36.68	30.64					
股息率	0.37%	0.47%	0.56%	0.66%					

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

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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

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	手机	邮箱
上海	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyjf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管兼销售岗	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	高欣	广深销售主管兼销售岗	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
