

金山办公（688111.SH）

公司报告 | 首次评级报告



2025年9月10日

基本信息

所属行业	TMT
当前股价	301.4
总市值	1396.02 亿
PE-TTM	83.55
PB-MRQ	12.00

估值结果

价值	937.64 亿
DDM 估值	上行空间 -33%
状态	偏高估
价值	783.56 亿
动态估值	上行空间 -44%
状态	高估

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★★

核心评级结论

公司是办公软件龙头企业，在国内拥有绝对优势的市占率。本地、移动、云、AI 四步走是公司成长到如今的缩影，主要业务为WPS 个人、WPS 365 以及WPS 软件，整体增长稳健。

公司评级表现优秀。C端/B端市场仍有较大增长空间，成长空间良好；公司为国内龙头，办公软件的行业壁垒高，产品盈利能力强，盈利趋势和产业格局表现良好；护城河方面，公司技术能力强，转换成本高，有网络效应，整体护城河强。

基于未来C端业务总体用户增长且付费率逐渐提升至30%以及B端业务逐渐发展到覆盖35%民用市场PC的基本假设下，公司仍有所高估。

我们区别于市场的观点

市场普遍预期，在AI Copilot 等技术加持下，公司产品可迅速提价并获得客户认可。我们认为，现有大模型及相关产品已对公司AI 功能构成竞争，虽然长期提价逻辑仍在，但短期预期过于乐观。市场认为公司WPS 365 等B端产品可在维持高盈利水平的同时实现快速扩张。然而我们认为，公司竞品毛利率区间仅55% - 60%，显著低于公司当前水平，若公司意欲大力发展B端业务，必然要牺牲部分盈利能力以换取更多的市场份额。

风险提示

个人用户增长不及预期风险：个人订阅用户数量若提早达瓶颈，则用户增长以及付费转化或不及预期。
企业市场开拓不及预期风险：AI 产品提价不及预期、市场需求不足或竞品替代风险。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	5
3.2 研发强度	5
3.3 人力资源密集度	5
3.4 人力资源高端度	5
3.5 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	8
6. 公司估值	9
6.1 核心假设及逻辑	9
6.2 动态估值	10
6.3 DDM估值	11
6.4 估值确定性	11

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	6
表1：护城河详解表	8
表2：公司整体业绩预测	10
表3：公司分业务业绩预测	10
表4：公司整体及分业务动态估值	10
表5：公司整体及分业务DDM估值	11

1. 基本信息

金山办公成立于2011年，总部位于北京，是金山软件旗下核心子公司。公司深耕行业35年，自主研发的WPS Office等办公产品已覆盖Windows、macOS、Linux等全平台，服务全球220多个国家和地区超6亿月活设备。作为国内办公软件龙头，金山办公以“技术立业”为本，拥有诸多核心技术自主知识产权，构建起“云+协作+AI”智能办公生态，广泛赋能金融、能源、政企等重点行业。

2. 业务介绍

对于金山办公公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

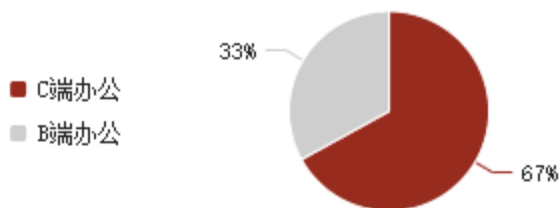
C端办公：

主要包括面向国内及海外个人用户提供的WPS Office产品及服务。目前WPS Office全球月度活跃设备数为6.47亿，其中，WPS Office PC版月度活跃设备数3.01亿，WPS Office移动版月度活跃设备数3.46亿。公司持续致力于重要战略产品WPS AI的迭代升级，推出了面向个人用户的WPS AI办公助手，包括AI写作助手、AI阅读助手、AI数据助手、AI设计助手。我们对该业务的竞争市场界定为国内市场。

B端办公：

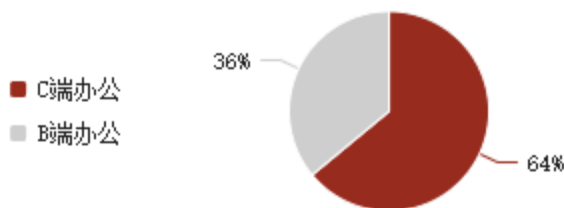
主要包括面向企业客户提供的WPS 365以及WPS软件业务。其中WPS 365产品包含WPS Office、WPS协作及WPS AI企业版，成功打通文档、协作、AI三大能力，实现一站式AI办公。WPS软件则深度聚焦政企客户需求，为客户提供以WPS客户端、文档中台等为代表的软件产品，持续推进正版化软件普及和国产化软件替代。我们对该业务的竞争市场界定为国内市场。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

金山办公采用订阅模式，在少数其他场景采用授权模式。公司客户包括C端客户和B端客户。C端的WPS Office用户可免费，用会员、云存储、模板、AI等增值服务变现，采用订阅制度付费；B端的WPS 365按席位及模块订阅收费，此外公司还深耕政企数字化，通过信创等项目变现。公司产品为软件资产强度较轻，公司软件研发强度较大，订阅模式收费前置，因此有充足的现金流，业务控制力强。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

公司固定资产占比不到2%，且不存在存货等长期经营资产，主要是由于公司核心模式为软件订阅与服务，无需原材料以及大量设备及厂房，边际扩张成本极低。

3.2 研发强度

低 较低 中等 较高 高

公司研发费用率常年约30%，主要为研发人员薪酬。公司在研发项目方面对AI、云与信创适配进行持续投入，技术壁垒高。

3.3 人力资源密集度

低 较低 中等 较高 高

公司员工结构以研发人员为主，研发人员约占六成，薪酬占营收比例约为43%，是公司主要的费用支出方向，人力资源密集度高。

3.4 人力资源高端度

低 较低 中等 较高 高

公司员工以高学历研发人员为主，员工人均薪酬较高平均40万/人以上，研发人员占比达到67%，人力资源高端度高。

3.5 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

公司客户由C端客户和B端客户组成，其中C端客户数量有2.5亿，集中度极低，B端虽政企占比高但单一客户收入占比低，前五大客户占比10%，集中度也较低。

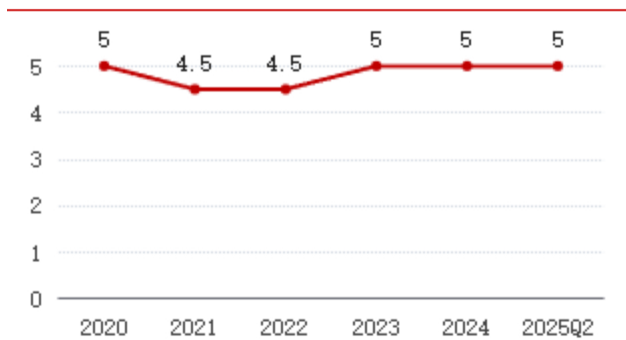
4. 历史经营绩效

公司业绩增长稳健，整体盈利能力优秀，成长能力良好，业务控制力和股东回报表现优秀。

4.1 历史盈利能力

★★★★★

图3：近年公司盈利能力趋势图



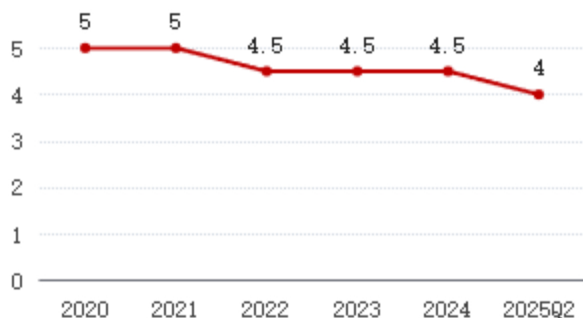
数据来源：公司财报，壹评级

公司软件产品成本较低，且业务扩张的边际成本低，毛利率保持85%以上，净利率维持在30%左右，盈利能力持续处于高位。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



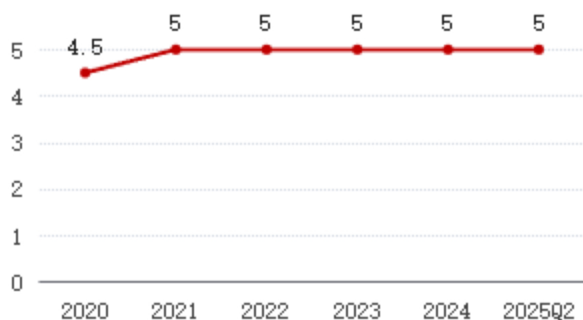
数据来源：公司财报，壹评级

公司业绩成长能力良好，近五年营收复合增速23%，净利润复合增速17%，随着业绩基数不断增大，增长率有一定下降，但整体公司业绩增长仍稳健持续。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★★

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



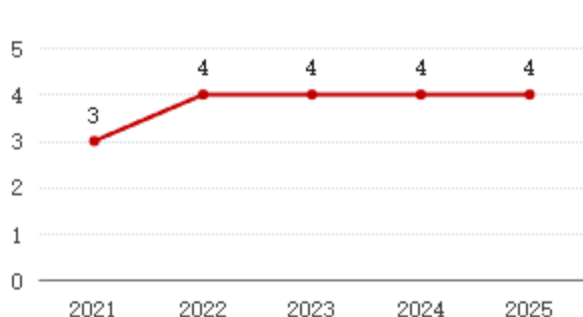
数据来源：公司财报，壹评级

公司主要为订阅制商业模式，即收费前置，经营现金流入高于营收，整体业务控制力和财务健康表现良好。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司账面现金及理财超百亿，有息负债几乎为零。上市六年连续分红六次，累计分红率约20%，回购+分红能力较强。

5. 四维评级

公司业务整体有较大成长空间和强护城河，业务竞争格局稳定。未来在AI加持下，公司产品仍有提价的预期，盈利趋势和产业格局较强。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司办公软件C端用户基数大，当前付费率仍处于较低水平，未来付费率有望提升。B端协同办公业务是公司后续发力方向，企业协同办公的需求提升以及对于友商的替换为未来绩增长提供空间。

C端办公(4星):

公司C端用户付费率有较大提升空间。同时AI功能加持下产品价格也有增长预期，付费用户（率）和客单价均有提升的趋势。国内需求预计未来复合增速在10%~15%，同时公司在积极拓展海外市场，海外市场成长空间也较大。

B端办公(5星):

B端协同办公市场是公司未来的主要发力点。可比龙头微软的B端营收占比明显高于C端，相较于微软，公司B端业务潜在年收入空间百亿以上，空间较大。复合增速预计超过25%。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司产品以标准化软件为主，有较高的毛利率，竞争格局稳定。产品未来在AI的加持下，仍有涨价的可能，盈利趋势较好。

C端办公(4星):

公司C端办公为国内龙头，且未来地位稳固，C端业务产品标准化程度高，毛利率维持在80%以上，资产较轻，业务扩张的边际成本极低。未来AI加持下，产品有涨价的趋势，在成本保持稳定的情况下，预计带动盈利能力的提升，盈利趋势星级较高。

B端办公(3.5星):

B端以WPS 365为主，在行业中规模较小，竞争格局的表现弱于C端业务。但由于B端产品毛利率更高，超过90%，但随着未来客户所需要的产品功能提升，B端产品可能会增加低毛利的产品，拉低盈利能力水平，盈利趋势星级中等偏上。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司产品多数采取订阅制，先收费后确认收入，因此整体上下游议价能力强。办公软件产品有高的技术壁垒以及较高的转换成本壁垒，替代风险较低，产业格局良好。

C端办公 (4.5 星):

C端办公软件行业在公司和友商微软的长期发展下，技术、转换成本以及经验曲线等进入壁垒较高，同时订阅制产品对下游客户强议价，客户分散。在产品形态稳定的情况下，替代品威胁较小。产业格局表现优秀。

B端办公 (3星):

B端协同办公领域整体进入壁垒中等，并且已经有一些成熟的玩家，如互联网企业以及传统协同办公领域企业等。并且由于协同办公产品功能多样，产品与业务结合的程度不一，和邻近横向通用型软件的区隔度不高，可能存在替代品威胁，产业格局表现一般。

5.4 护城河

★★★★★

公司护城河宽度和持续性表现优秀。公司凭借技术优势开发了稳定好用的办公产品，又通过免费的低门槛策略获取大量活跃用户，形成了有效的转换成本护城河，同时由于用户间均使用产品形成了一定的网络效应，且未来这些护城河仍会继续增强。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
C端办公	(5星) 公司C端办公业务经壹评级调整的 ROE 和 ROIC 均超50%，主要来自于办公软件产品的优秀盈利能力。公司龙头地位较为明确，在国内市场和微软为主要玩家，市占率有所交叉（用户两种产品均有使用）几乎覆盖了全部国内市场，此外由于付费模式以订阅为主，业务控制力较强。	(5星) 公司 C 端办公护城河由三项核心要素构成：转换成本优势、网络效应与技术优势。1) 依托免费版及对微软 Office 的兼容性，公司迅速积累并锁定海量活跃用户，用户在使用习惯、功能依赖及文档兼容性方面形成高黏性，从而显著提升转换成本，并同步放大网络效应。该护城河持续性强且有继续提升的态势：一方面，公司仍将坚持免费策略持续获客，进一步扩大网络效应规模；另一方面，通过基于用户高频使用的实时数据迭代功能、优化体验，持续加固用户的迁移壁垒。2) 公司技术实力突出，拥有自主研发的内核，在稳定性与使用体验上明显优于行业主流产品，为上述护城河提供坚实的技术支撑。
B端办公	(5星) 公司B端办公业务经壹评级调整的 ROE 和 ROIC 均超50%，产品标准化为主，盈利能力强，市占率目前较低，预计在5%左右。但目前B端业务整体的业务控制力较强，面对泛政府等话语权较大的客户，公司的上下游净占款也表现良好。	(4星) 公司 B 端办公护城河由政策扶持、技术优势与转换成本三大要素构成。1) 产品已完成信创全栈适配，凭党政军及央国企高准入壁垒获得初始政策护城河。这部分护城河未来有可能减弱，主要由于信创的业务占比逐渐减小，市场化竞争业务占比逐渐提升。2) 在 B 端协同办公赛道，公司以稳定、成熟的办公软件内核切入，持续深耕企业办公场景与文档安全，具备技术优势，并通过不断提升下游模块渗透率，系统性地抬高客户迁移成本。3) 随着B端产品日趋完善，公司将在行业级安全、协同及低代码一体化方案中深度嵌入客户流程，替换成本随之递增，护城河亦随之拓宽。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于未来C端业务总体用户增长且付费率逐渐提升至30%以及B端业务逐渐发展到覆盖35%民用市场PC的基本假设下，公司仍有所高估。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务包括：C端办公以及B端办公，我们分业务进行盈利预测并估值，各业务的预测核心假设及逻辑如下：

C端办公

收入假设：

1) 用户数量：在友商微软产品均收费的情况下，公司产品有免费版，有望带动PC端的月活数量持续增长，付费用户来自于免费用户的转化，驱动力来自于云存储、模板、AI等增值服务的良好体验。我们预计未来公司C端业务的PC用户付费率达到30%，和目前较为成熟的音乐、视频类会员的付费率相近。

2) 产品单价：公司C端办公产品平均价格在过去五年的复合增速在8.6%，在整体功能没有较大变动的情况下实现年涨。我们预计未来公司C端产品在AI功能的加持下，能延续年涨的逻辑，保守预计每年5%左右的增长。

盈利能力假设：我们预计未来公司C端办公业务的整体毛利率表现稳定，虽然随着公司免费用户的增长，整体服务器成本预计上升，但是AI功能的提价预计能补齐相关成本，继续维持高毛利率的表现，稳定在80%左右。

B端办公

收入假设：

1) 用户数量：我们预计公司B端办公业务的客户数量将继续提升，由于B端业务和客户开通的账号数量直接相关。我们预计稳态数量为商用PC（剔除信创授权）中20%的市占率，大约为3000万台，对应市占率在20%左右。

2) 产品单价：我们认为B端协同办公的产品单价仍有提升的空间，主要来自于客户更多功能模块的采购以及已有功能的年涨，预计以短期5年内10%左右增长，中长期5-10年后以5%的增速增长。

盈利能力假设：我们认为公司的毛利率可能短期维持90%以上的高位，中长期有所下滑但仍显著高于友商。当前高毛利率主要由于公司目前业务规模较小，主要聚焦于高毛利的协同办公场景，相关产品标准化程度高，且仍处在拓展客户的阶段。我们认为在客户数量增长进入瓶颈后，B端产品的功能可能向低毛利方向拓展，因此毛利率会有所下降，但由于公司标准化产品占比相对较高，整体毛利率仍会高于友商55%-60%的区间，维持在70%以上。

表2：公司整体业绩预测

金山办公	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	38.8	45.6	51.2	59.1	71.4	88.1	109.4	124.9
归母净利润(亿)	11.2	13.2	16.5	18.5	22.5	29.2	37.2	43.8
归母净利润增速(%)	7.3	17.9	24.8	12.6	21.4	29.9	27.3	18.0
经营性净利润(亿)	8.6	10.6	13.5	15.2	19.6	26.4	34.4	41.2
经营性净利润增速(%)	-4.3	23.4	27.0	12.3	28.9	34.7	30.5	19.6
经营性归母净利润(亿)	8.5	10.7	13.4	15.1	19.4	26.1	34.1	40.8
经营性归母净利润增速(%)	-2.9	25.2	25.9	12.5	28.3	34.7	30.5	19.6

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

C端办公	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	23.6	29.4	32.8	39.6	47.0	55.3	63.9	73.5
收入增速(%)	26.0	24.9	11.5	20.8	18.7	17.6	15.5	15.0
经营性净利润(亿)	4.6	6.1	8.0	10.0	12.8	16.7	20.3	24.9
经营性净利率(%)	19.5	20.9	24.3	25.2	27.2	30.2	31.8	33.8
经营性净利润增速(%)	-3.8	34.0	29.9	25.0	28.4	30.3	21.9	22.2
B端办公	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	15.3	16.1	18.4	19.4	24.4	32.8	45.5	51.4
收入增速(%)	8.5	5.5	14.0	5.7	25.6	34.4	38.9	13.0
经营性净利润(亿)	4.0	4.5	5.5	5.2	6.8	9.7	14.1	16.3
经营性净利率(%)	26.4	27.9	30.1	26.8	27.8	29.5	30.9	31.7
经营性净利润增速(%)	-4.8	11.5	23.0	-5.9	29.9	43.0	45.4	15.9

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
C端办公	12.0%	中高	非常好	强	7.5%	24.2	23.2
B端办公	13.0%	中高	较好	较强	8.5%	16.92	15.7
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
C端办公(亿)	52.9	420.7	473.6	49.0	4.6	15.0	533.0
B端办公(亿)	28.5	192.3	220.8	31.8	2.0	-	250.5
公司整体测算(亿)	81.4	613.0	694.4	80.8	6.6	15.0	783.6

数据来源：壹评级

请务必阅读末页免责声明及评级说明

第10页

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
C端办公(亿)	227.4	377.6	605.0	49.0	4.6	15.0	664.4
B端办公(亿)	107.2	136.2	243.4	31.8	2.0	—	273.2
公司整体测算(亿)	334.7	513.8	848.4	80.8	6.6	15.0	937.6

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性一般。C端用户规模较为稳定，用户规模的披露和增长也较为充分，估值确定性较高。B端业务还处在高成长的阶段，在客户拓展以及具体需求的采购上仍不稳定，同时B端业务的客户和单价的跟踪情况也存在一定波动和不透明，拉低了整体的确定性。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM 估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。