

公司订阅业务持续推进，全力推进 AI 新技术在应用层面落地

证券研究报告

2023 年 04 月 23 日

金山办公（688111.SH）跟踪报告

核心结论

近日，公司发布 2023 年一季报，实现营业收入 10.51 亿元，同比增长 21.11%；实现归母净利润 2.67 亿元，同比增长 6.58%。

公司订阅业务持续推进，全力推进 AI 新技术在应用层面落地。1) 公司实现营业收入 10.51 亿元，同比+21.11%；公司全力推进 AI 新技术在应用层面落地，积极投入相关研发，实现归属于母公司所有者扣除非经常性损益净利润 2.5 亿元，同比+24.37%。2) 订阅业务高速发展，公司不断优化云和协作用户体验，提升用户使用粘性，会员属性持续向长周期转化，带动国内个人办公服务订阅业务稳定增长。个人订阅业务实现收入 5.89 亿元，同比+38.17%；公司数字办公解决方案及服务品质不断升级，持续推进政企端云一体化及协作办公进程，推动国内机构订阅及服务业务保持高速增长。机构订阅业务实现 2.13 亿元，同比+47.28%。

推出国内首个开源协同办公类 ChatGPT 应用 WPS AI 开启内测，功能有望超越国际上目前已有的智能轻办公类应用。目前在办公软件行业中包括海外的 Notion AI、Microsoft 365 Copilot，以及国内的印象笔记发展了较为成熟的 AI+ 办公软件应用测试，4 月 18 日，金山文档正式发布 WPS AI 并开启内测，通过 WPS AI 的媒体内测与 Notion AI、印象笔记等进行对比，WPS AI 有着更为强大的知识分析、内容生成与文本处理等功能，该应用一经发布，便吸引了众多行业人士申请内测。该技术将最先应用于新一代在线内容协作编辑工具“轻文档”，并将陆续嵌入金山办公全线产品。今后还将持续向 AIGC、阅读理解和问答、人机交互三个方向继续深耕。

投资建议：我们预计公司 23-25 年营收分别为 51.67、67.01、85.95 亿元，对应归母净利润分别为 14.78、19.82、27.33 亿元，看好今年信创预期以及公司在 AI 领域的布局，维持“买入”评级。

风险提示：公司业务拓展不及预期；市场竞争加剧风险。

核心数据

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	3,280	3,885	5,167	6,701	8,595
增长率	45.1%	18.4%	33.0%	29.7%	28.2%
归母净利润（百万元）	1,041	1,118	1,478	1,982	2,733
增长率	18.6%	7.3%	32.3%	34.0%	37.9%
每股收益（EPS）	2.26	2.42	3.20	4.30	5.93
市盈率（P/E）	198.5	184.9	139.8	104.3	75.6
市净率（P/B）	26.8	23.7	20.3	17.0	13.9

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

1 | 请务必仔细阅读报告尾部的投资评级说明和声明

公司评级

买入

股票代码

688111.SH

前次评级

买入

评级变动

维持

当前价格

448

近一年股价走势



分析师



邢开允 S0800519070001



13072123839



xingkaiyun@research.xbmail.com.cn



赵宇阳 S0800522090002



19534078860



zhaoyuyang@research.xbmail.com.cn

相关研究

金山办公：订阅制转型稳步推进，授权业务逐步回暖—金山办公（688111.SH）点评报告 2022-10-27

金山办公：订阅业务增长亮眼，行业优势地位不改—金山办公（688111.SH）点评报告 2022-08-31

金山办公：增长符合预期，各项业务继续夯实基础—金山办公（688111.SH）年报点评 2022-03-29

索引

内容目录

一、公司订阅业务持续推进，全力推进 AI 新技术在应用层面落地.....	3
二、推出国内首个开源协同办公类 ChatGPT 应用，功能有望超越国际上目前已有的智能轻办公类应用.....	4
三、风险提示.....	10

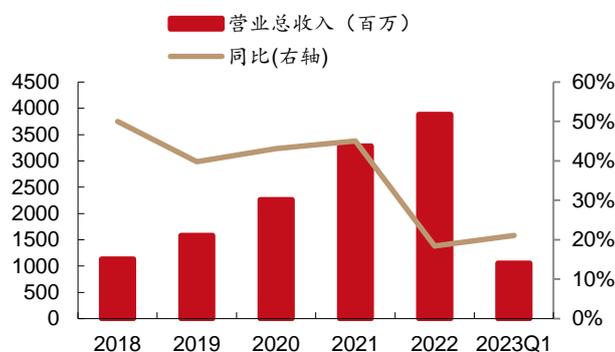
图表目录

图 1：金山办公营业收入表现.....	3
图 2：金山办公归母净利润表现.....	3
图 3：公司各业务收入表现.....	3
图 4：公司各业务占比情况.....	3
图 5：WPS AI 功能界面.....	4
图 6：Notion AI 功能界面图.....	4
图 7：印象笔记功能界面图.....	5
图 8：WPS AI 翻译界面图.....	5
图 9：Notion AI 功能界面图.....	5
图 10：印象笔记功能界面图.....	6
图 11：WPS AI 撰写总结界面图.....	6
图 12：Notion AI 撰写总结界面图.....	6
图 13：印象笔记撰写总结界面图.....	7
图 14：WPS AI 撰写大纲界面图.....	7
图 15：Notion AI 撰写大纲界面图.....	7
图 16：印象笔记撰写大纲界面图.....	7
图 17：WPS AI 撰写待办事项界面图.....	8
图 18：Notion AI 撰写待办事项界面图.....	8
图 19：印象笔记撰写待办事项界面图.....	8
图 20：WPS AI 撰写代码界面图.....	9
图 21：Notion AI 撰写代码界面图.....	9
图 22：印象笔记撰写代码界面图.....	9
图 23：Notion AI 付费界面.....	10

一、公司订阅业务持续推进，全力推进AI新技术在应用层面落地

公司订阅业务持续推进，全力推进 AI 新技术在应用层面落地。1) 公司实现营业收入 10.51 亿元，同比+21.11%；公司全力推进 AI 新技术在应用层面落地，积极投入相关研发，实现归属于母公司所有者扣除非经常性损益净利润 2.5 亿元，同比+24.37%。2) 订阅业务高速发展，公司不断优化云和协作用户体验，提升用户使用粘性，会员属性持续向长周期转化，带动国内个人办公服务订阅业务稳定增长。个人订阅业务实现收入 5.89 亿元，同比+38.17%；公司数字办公解决方案及服务品质不断升级，持续推进政企端云一体化及协作办公进程，推动国内机构订阅及服务业务保持高速增长。机构订阅业务实现 2.13 亿元，同比+47.28%。

图 1：金山办公营业收入表现



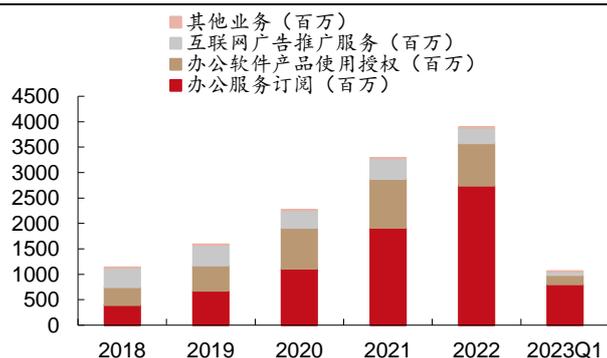
资料来源：wind、西部证券研发中心

图 2：金山办公归母净利润表现



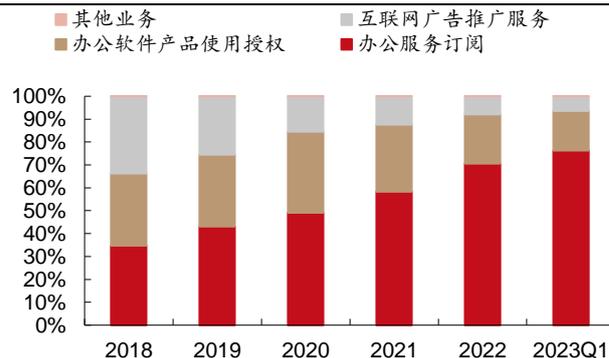
资料来源：wind、西部证券研发中心

图 3：公司各业务收入表现



资料来源：wind、西部证券研发中心

图 4：公司各业务占比情况



资料来源：wind、西部证券研发中心

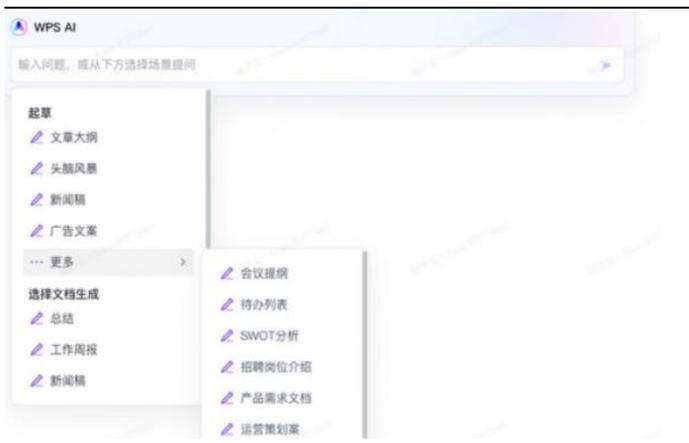
二、推出国内首个开源协同办公类ChatGPT应用，功能有望超越国际上目前已有的智能轻办公类应用

2023年4月18日，金山文档正式发布了具备大语言模型能力的生成式人工智能应用，暂定代号“WPS AI”，是国内首个开源协同办公类 ChatGPT 应用，将最先应用于新一代在线内容协作编辑工具三轻文档，以帮助用户处理工作、生活场景提高内容生产力，目前已开启内测。据介绍，WPS AI 是一个基于大语言模型下的生成式人工智能应用，可以帮助生成文档，支持多轮对话，以及对已有的文档进行处理等。

通过各项对比测试发现，WPS AI 目前已有的各项功能已经超越国际上已有的智能轻办公类应用。目前在办公软件行业中包括海外的 Notion AI、Microsoft 365 Copilot，以及国内的印象笔记、WPS AI 为代表，发展了较为成熟的 AI+办公软件应用测试。为了更好的探索目前 WPS AI 所具备的各项功能优势，我们进行了各项测试对比。由于 WPS AI 与 Microsoft 365 Copilot 目前仍然未开通公测渠道，仅能通过媒体的内测渠道来进行测试。因此，我们通过使用爱范儿&APPSO 与差评君关于 WPS AI 的媒体内测与 Notion AI、印象笔记的公测来进行对比，得到的结论如下：

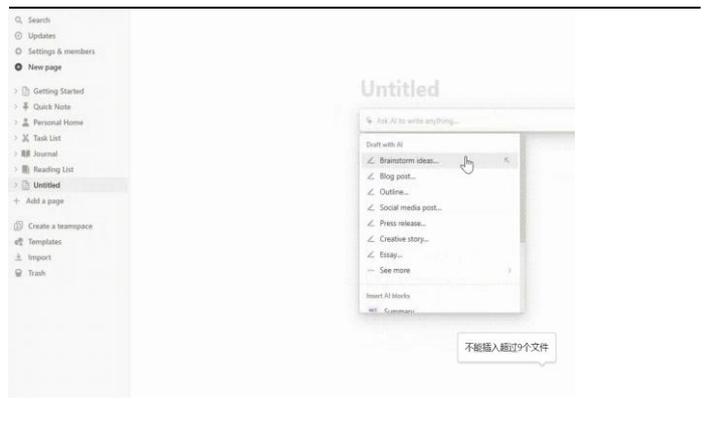
(1) WPS AI 作为一个协同办公类 ChatGPT 应用，与 Notion AI、印象笔记等简单化的智能协同办公应用软件相比具备更多的功能。因此，WPS AI 除了具备智能化的各项办公应用之外，还能够支持多轮对话，除了写文章，可以像使用其他大语言模型一样，与它进行多轮语言互动。通过测试我们可以发现 WPS AI 除了文本方面，还具有像其他大模型一样进行多轮对话的功能。类似于其他大语言模型，他们所具备的一些缺点 WPS AI 也依然会存在，未来也将持续向 AIGC、阅读理解和问答、人机交互三个方向继续深耕。

图 5：WPS AI 功能界面



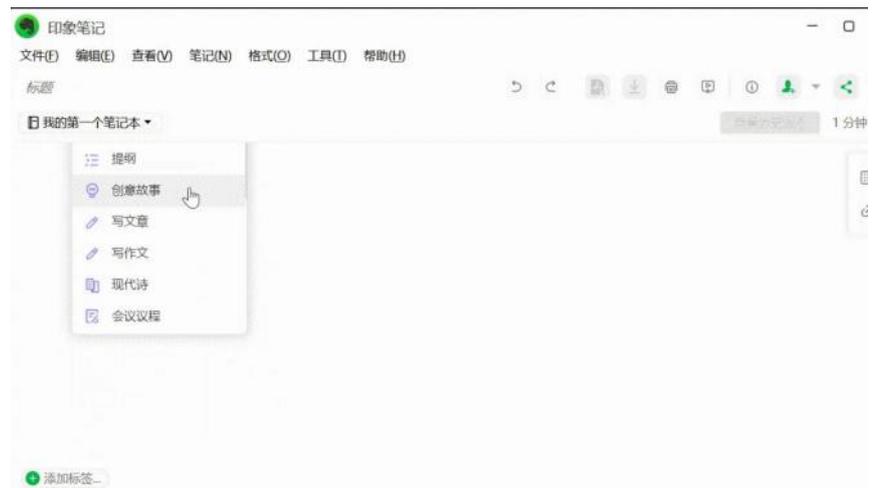
资料来源：WPS AI 媒体内测、西部证券研发中心

图 6：Notion AI 功能界面图



资料来源：Notion 官网、西部证券研发中心

图 7：印象笔记功能界面图



资料来源：印象笔记客户端、西部证券研发中心

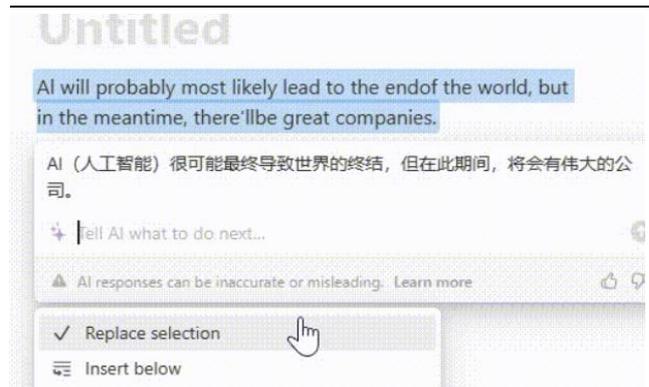
(2) 在功能界面形式上，WPS AI 功能更加多样且更适合国内用户。由于 Notion AI 为海外产品，因此为全英文界面，对中文仍然不算友好，其具备的语言逻辑与思维方式均会带有国外的特色，测试中在对中文待办事项进行扩写时会变成英文的形式。而相比于印象笔记，WPS 拥有着更加多样且细化的文本处理与分析功能。例如，我们通过这三大应用软件进行翻译测试，让它们翻译相同的一句话 “AI will probably most likely lead to the end of the world, but in the meantime, there'll be great companies”，可以发现 WPS AI 给出的翻译语言更加优美，且具备逻辑性，非常符合中国人的语言逻辑思维与风格特色，而相比之下，Notion AI 与印象笔记给出的翻译回答则更加生硬。

图 8：WPS AI 翻译界面图



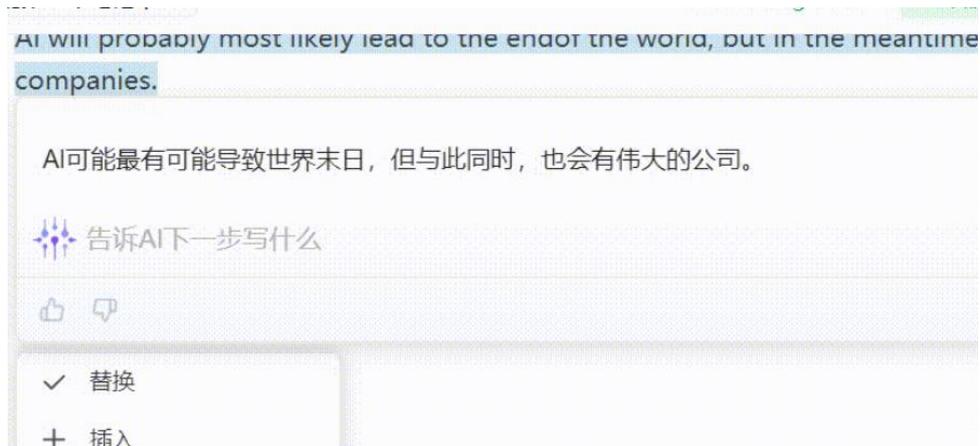
资料来源：WPS AI 媒体内测、西部证券研发中心

图 9：Notion AI 功能界面图



资料来源：Notion 官网、西部证券研发中心

图 10: 印象笔记功能界面图



资料来源: 印象笔记客户端、西部证券研发中心

(3) 在其他各项具体的功能内容测试方面，相比于 Notion AI 和印象笔记，WPS AI 表现出了更为优秀的知识分析、内容生成、文本处理能力。从下面的各项测试中可以看出，WPS AI 所给出的回答更为具体、详细，且具备逻辑性。例如，针对同一段大约三百字左右关于 AI 相关技术的具体介绍进行总结与凝练，WPS AI 给出的总结更加简洁凝练，且具备较高的逻辑性。而 Notion AI 与印象笔记虽然也具备了较好的总结文本能力，但没有 WPS AI 给出的回答简练，但若文章篇幅过大的话，也都可能会出现生成速度缓慢或发生错误等问题。

图 11: WPS AI 撰写总结界面图



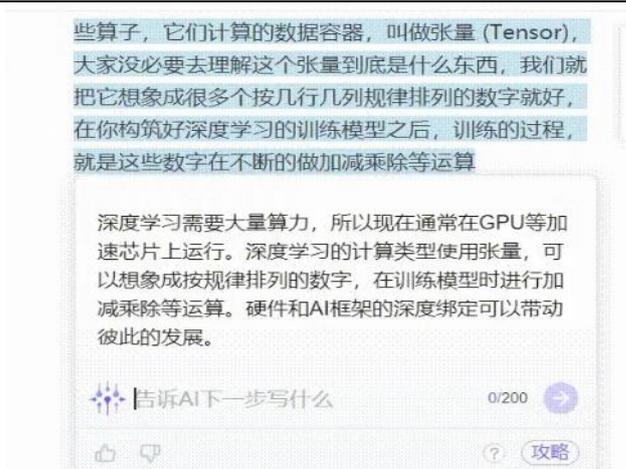
资料来源: WPS AI 媒体内测、西部证券研发中心

图 12: Notion AI 撰写总结界面图



资料来源: Notion 官网、西部证券研发中心

图 13: 印象笔记撰写总结界面图



资料来源: 印象笔记客户端、西部证券研发中心

接下来, 针对于撰写一篇关于产品需求评审会的会议提纲分别进行写作, 可以发现 **WPS AI** 在撰写的会议大纲中, 还能够根据会议设置出具体到每个时间点的会议流程, 而 **Notion AI** 与印象笔记给出的会议纲要则更加简短与空泛。

图 14: WPS AI 撰写大纲界面图



资料来源: WPS AI 媒体内测、西部证券研发中心

图 15: Notion AI 撰写大纲界面图



资料来源: Notion 官网、西部证券研发中心

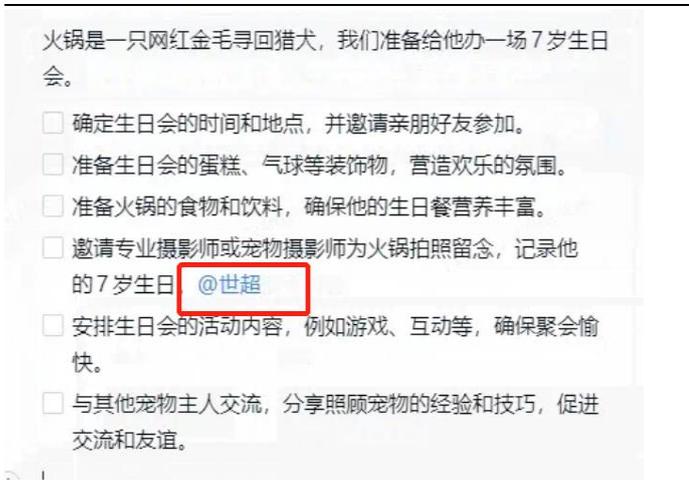
图 16: 印象笔记撰写大纲界面图



资料来源: 印象笔记客户端、西部证券研发中心

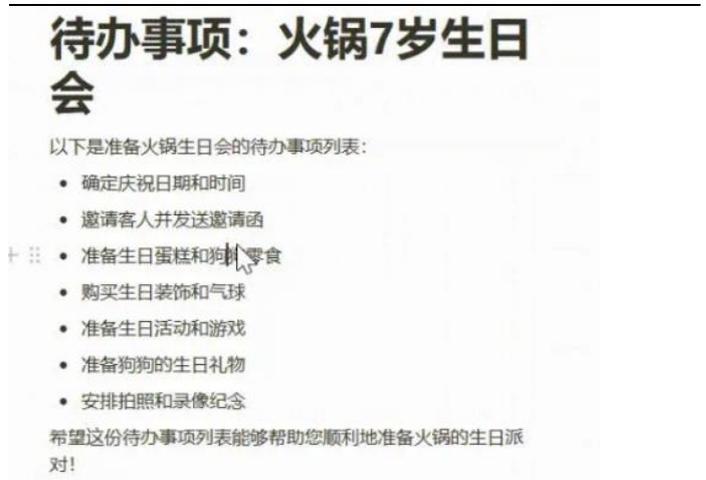
而针对于待办事项，WPS AI、Notion AI 与印象笔记均能较好的写出各种待办事项，但 WPS AI 不仅可以准确详细的列出事件的各项待办事项，还可以根据列出的待办事项进行进一步例如艾特相关人员进行人员安排等操作，而这些则是其他两个应用所不具备的功能。

图 17: WPS AI 撰写待办事项界面图



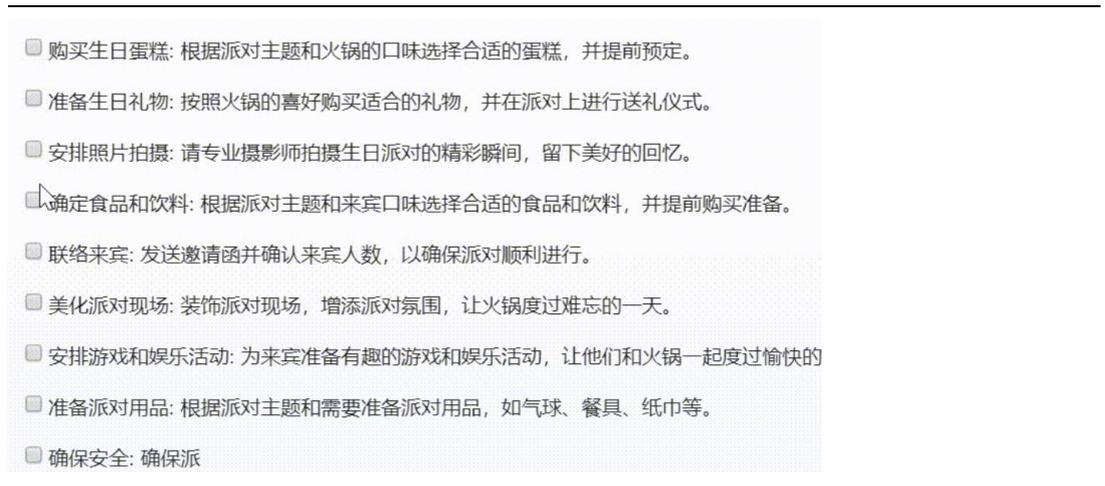
资料来源：WPS AI 媒体内测、西部证券研发中心

图 18: Notion AI 撰写待办事项界面图



资料来源：Notion 官网、西部证券研发中心

图 19: 印象笔记撰写待办事项界面图



资料来源：印象笔记客户端、西部证券研发中心

在写代码方面，分别让它们撰写一个简单的游戏代码。值得关注的是，WPS AI 在给出游戏代码的同时还可以教学，而 Notion AI 作为一个文本助理，还并不具备编写代码的功能；同样，印象笔记则仅仅只给出了代码的撰写。因此，WPS AI 在各方面均表现出了优秀的智能办公能力，有望超越其他现有各类智能办公软件。

图 20: WPS AI 撰写代码界面图



资料来源: WPS AI 媒体内测、西部证券研发中心

图 21: Notion AI 撰写代码界面图



资料来源: Notion 官网、西部证券研发中心

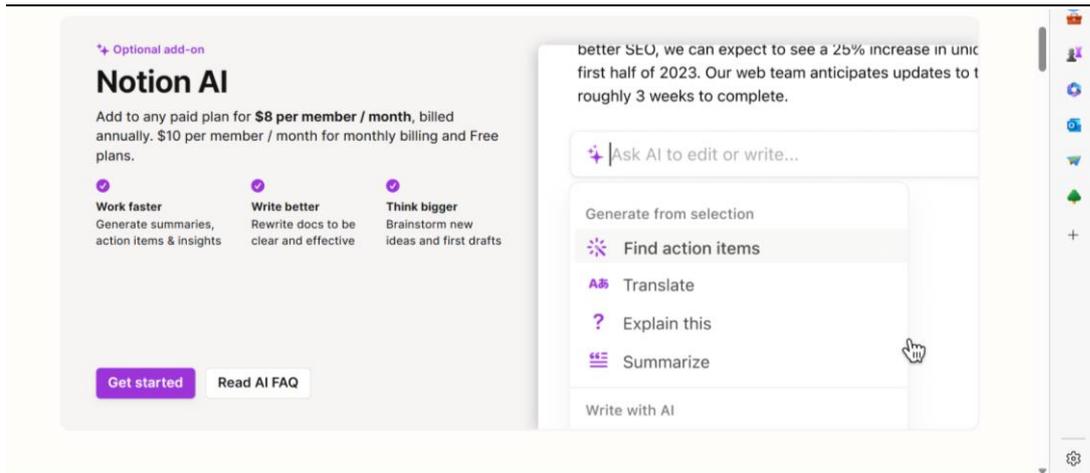
图 22: 印象笔记撰写代码界面图



资料来源: 印象笔记客户端、西部证券研发中心

(4) 价格方面, 我们认为未来很可能通过将 WPS AI 功能融入最高阶的会员中最为核心付费功能之一。虽然目前 WPS AI 由于需要等待合规监管等种种原因, 仍然还在内测过程中, 暂未公开, 但参考金山文档公司之前的会员体系, 以及其他两大应用来说, 印象笔记目前处于免费试用测试阶段, 暂未进行收费; Notion AI 只面向大众提供 20 次的免费响应次数, 后续则需要开通会员才能进行使用, 2022 年, Notion 的用户规模目前已经达到 3000 万, 付费用户达到 400 万, 70% 用户来自美国以外地区。我们预测未来 WPS AI 产品上线达到一定的规模后, 很可能通过将 WPS AI 功能融入最高阶的会员中最为核心付费功能之一进行收费, 仅提供有限次的免费体验次数, 以便于公司更好的营收, 但具体的做法也需等待金山公司进行权威规划。我们也相信, 未来随着产品功能的不断推进与发展, 金山公司能够通过 WPS AI 实现更好的变现。

图 23: Notion AI 付费界面



资料来源: Notion AI 官网、西部证券研发中心

三、风险提示

公司业务拓展不及预期；市场竞争加剧风险。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1,254	7,015	4,478	6,564	9,423	营业收入	3,280	3,885	5,167	6,701	8,595
应收款项	479	557	849	981	1,228	营业成本	429	583	723	871	1,031
存货净额	2	1	3	3	3	营业税金及附加	35	35	51	66	82
其他流动资产	6,959	2,202	7,000	7,300	7,700	销售费用	695	818	1,085	1,340	1,633
流动资产合计	8,694	9,775	12,330	14,848	18,355	管理费用	1,408	1,723	2,207	2,781	3,438
固定资产及在建工程	88	203	202	203	196	财务费用	(17)	(13)	(82)	(79)	(116)
长期股权投资	123	444	444	444	444	其他费用/(-收入)	(391)	(458)	(400)	(404)	(403)
无形资产	118	102	112	114	104	营业利润	1,121	1,197	1,583	2,126	2,929
其他非流动资产	1,402	1,533	1,073	1,334	1,303	营业外净收支	(3)	2	(0)	(0)	0
非流动资产合计	1,732	2,282	1,832	2,095	2,048	利润总额	1,119	1,198	1,583	2,125	2,929
资产总计	10,426	12,058	14,161	16,943	20,403	所得税费用	50	67	81	108	154
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	1,069	1,131	1,502	2,018	2,775
应付款项	2,179	2,641	3,421	4,116	4,788	少数股东损益	28	13	24	36	42
其他流动负债	88	109	84	94	96	归属于母公司净利润	1,041	1,118	1,478	1,982	2,733
流动负债合计	2,268	2,750	3,504	4,210	4,883	财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款及应付债券	47	52	33	44	43	盈利能力					
其他长期负债	331	457	324	371	384	ROE	14.3%	13.6%	15.6%	17.7%	20.2%
长期负债合计	378	509	357	414	427	毛利率	86.9%	85.0%	86.0%	87.0%	88.0%
负债合计	2,645	3,259	3,861	4,625	5,310	营业利润率	34.2%	30.8%	30.6%	31.7%	34.1%
股本	461	461	461	461	461	销售净利率	32.6%	29.1%	29.1%	30.1%	32.3%
股东权益	7,780	8,798	10,300	12,318	15,093	成长能力					
负债和股东权益总计	10,426	12,058	14,161	16,943	20,403	营业收入增长率	45.1%	18.4%	33.0%	29.7%	28.2%
						营业利润增长率	19.9%	6.7%	32.3%	34.3%	37.8%
						归母净利润增长率	18.6%	7.3%	32.3%	34.0%	37.9%
						偿债能力					
						资产负债率	25.4%	27.0%	27.3%	27.3%	26.0%
						流动比	3.83	3.55	3.52	3.53	3.76
						速动比	3.83	3.55	3.52	3.53	3.76
						每股指标与估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
						每股指标					
						EPS	2.26	2.42	3.20	4.30	5.93
						BVPS	16.74	18.91	22.12	26.42	32.34
						估值					
						P/E	198.5	184.9	139.8	104.3	75.6
						P/B	26.8	23.7	20.3	17.0	13.9
						P/S	63.0	53.2	40.0	30.8	24.0

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

西部证券—投资评级说明

行业评级	超配: 行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过市场基准指数 10%以上
	中配: 行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于市场基准指数-10%到 10%之间
	低配: 行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过市场基准指数 10%以上
公司评级	买入: 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
	增持: 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
	中性: 公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
	卖出: 公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

联系地址

联系地址: 上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层

北京市西城区丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 513 室

深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话: 021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。