

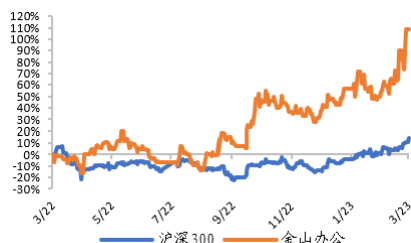
量化测算 AI 给金山办公带来的成长空间

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-03-28

收盘价（元）	401.01
近 12 个月最高/最低（元）	426/155
总股本（百万股）	461.26
流通股本（百万股）	461.26
流通股比例（%）	100
总市值（亿元）	1849.72
流通市值（亿元）	1849.72

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：尹沿技

执业证书号：S0010520020001

电话：021-60958389

邮箱：yinyj@hazq.com

分析师：王奇珏

执业证书号：S0010522060002

邮箱：wangqj@hazq.com

联系人：张旭光

执业证书号：S0010121090040

邮箱：zhangxg@hazq.com

主要观点：

● 百度文心千帆发布，AI 结合办公软件实现 ppt 生成

百度千帆 3 月 27 日发布。现场演示中，文心千帆可实现三分钟完成 ppt、数字人直播带货、订机票和酒店等操作。

收费方面，推理服务调用以 0.012 元/1000 token，按照调用输出总字数付费。

● 文心千帆结合金山办公 WPS，类比微软 Copilot 产品

此前微软发布 Copilot 产品，实现一站式生成 word、ppt、excel 等功能，甚至嵌入 Teams 等协同办公产品，成为办公软件用户智能助手。此次文心千帆发布会演示相关功能，类比微软 Copilot 产品，实现智能化办公。

● 文心千帆定价出炉，量化分析未来落地后对金山办公的影响，有望增厚公司业绩

根据百度定价，推理服务调用以 0.012 元/1000 token，按照调用输出总字数付费。

由此我们计算对金山办公可能带来的业绩正面影响。

- 1) 假设金山维持当前 90% 的毛利率。也即，金山办公自身软件内定价将会达到 0.012 元/1000 token。（1000 token 对应约 750 个英文单词）
- 2) 假设存在普通用户、文字重度用户、图片及文字重度用户。预计打包的 AI 会员定价可能金额在 100 元左右（也即 ARPU 提升 100 元）。
- 3) 维持此前盈利预测的其他假设，如机构订阅、机构授权业务。
- 4) 个人订阅业务方面，预计 2025 年，受到 AI 赋能，付费率有所提升；ARPU 值提升至 200 元。

由此，2025 年仅考虑 AI 对个人订阅的影响，就可能增加约 50 亿左右的收入规模。（注：实际影响程度与规模，仍然需要参考公司未来 AI 产品相关定价）

● 投资建议

考虑当前 AI 相关服务仍然处于内测中，暂不修改当前业绩预期，维持此前盈利预测不变。预计公司 2023 年-2025 年实现归母净利润 16.7 亿元、22.5 亿元、30.2 亿元。对应当前市值的 PE 分别为 111 倍、82 倍及 61 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

1) 信创推进不及预期；2) 费用控制不利；3) 行业竞争加剧；4) 经济下行导致企业端软件支出收缩；5) AI 与办公软件的结合推进不及预期，商业模式无法落地风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3885	5359	7065	9230
收入同比（%）	18.4%	37.9%	31.8%	30.7%
归属母公司净利润	1118	1674	2247	3022
净利润同比（%）	7.3%	49.8%	34.3%	34.5%
毛利率（%）	85.0%	86.6%	87.4%	87.7%
ROE（%）	12.8%	16.1%	17.8%	19.3%
每股收益（元）	2.42	3.63	4.87	6.55
P/E	109.29	110.51	82.31	61.22
P/B	13.98	17.79	14.63	11.81
EV/EBITDA	111.60	114.72	83.35	60.85

资料来源：wind，华安证券研究所

事件：

百度千帆 3 月 27 日发布。现场演示中，文心千帆可实现三分钟完成 ppt、数字人直播带货、订机票和酒店等操作。

收费方面，推理服务调用以 0.012 元/1000 token，按照调用输出总字数付费。

点评：

1) 文心千帆结合金山办公 WPS，类比微软 Copilot 产品

此前微软发布 Copilot 产品，实现一站式生成 word、ppt、excel 等功能，甚至嵌入 Teams 等协同办公产品，成为办公软件用户智能助手。此次文心千帆发布会演示相关功能，类比微软 Copilot 产品，实现智能化办公。

2) 定价出炉，量化分析未来落地后对金山办公的影响，有望增厚公司业绩

根据百度定价，推理服务调用以 0.012 元/1000 token，按照调用输出总字数付费。

由此我们计算对金山办公可能带来的业绩正面影响：

- a) 假设金山维持当前 90% 的毛利率。也即，金山办公自身软件内定价将会达到 0.012 元/1000 token。（1000 token 对应约 750 个英文单词）
- b) 用户使用频率假设：
 - i. 普通用户：每人每月 10 篇千字文章输出需求（如各类周报、日报、总结报告），一年 12 个月对应 120 篇。对应年均 18 元 ARPU 提升。
 - ii. 重度文字用户：以分析师、记者等为例。单篇深度报告字数约万字，年均 10 篇深度报告；同时，年均输出 50 篇 1000 字左右点评报告，年均文字输出需求达到 40 元 ARPU 提升。
 - iii. 重度文字、叠加图片需求：图片产生的 token 数量预计大于文字。对于有画 ppt、报告图文并茂需求的用户，年均 ARPU 提升预计显著大于 40 元。

基于上述假设，我们认为打包的 AI 会员定价可能金额在 100 元左右（也即 ARPU 提升 100 元）。

c) 维持此前盈利预测的其他假设，如机构订阅、机构授权业务。

d) 个人订阅业务假设如下：

- i. 月活数据维持此前 6 亿的假设；
- ii. 付费用户比例有望从原来预计的 6.8% 提升至 8%。（原付费率基本基于当前年度费率 0.5% 的提升速度）；
- iii. ARPU 提升至 200 元/年/账户。（原假设维持了 2022 年的 ARPU 增速，基本隐含了 PC 端会员增速高于手机端会员增速的假设）

由此，2025 年，仅考虑对个人订阅的影响，就可能增加约 50 亿左右的收入规模。（注：实际影响程度与规模，仍然需要参考公司未来 AI 产品相关定价）

图表 1 金山办公盈利预测及 AI 可能对盈利预测产生的影响

收入 (单位: 百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	2025E	备注
个人办公订阅	2050	2715	3540	4586	9600	基于下述假设
月活(亿)	5.73	5.80	5.90	6.00	6.00	整体月活数量由于移动端增长乏力, 整体呈现稳中有增, 但结构而言, PC端增速更快
付费用户 (百万)	29.97	33.64	37.17	40.8	48	
付费用户比例	5.23%	5.80%	6.30%	6.80%	8.00%	WPS copilot促进用户付费率提升
ARPU	68.41	80.72	95.25	112.39	200	如上文提到, 即使增加100元的定价, 对于wps而言, 基本也稳赚不赔
ARPU YOY	18%	18%	18%	18%		
机构订阅	692	981	1390	2141	2141	
机构授权 (信创)	836	1350	1815	2178	2178	
单价	500	500	550	605		
数量 (万套)	167	270	330	360		
互联网广告及推广	306	313	319	325	325	
yoy	2022A	2023E	2024E	2025E		
个人办公订阅	40%	32%	30%	30%		
机构订阅	55%	42%	42%	54%		
机构授权	-13%	62%	34%	20%		
互联网广告及推广	-24%	2%	2%	2%		
总收入	3884.19	5358.87	7064.64	9230.10	14244	在不考虑其他业务的影响下, 总收入可能从92亿元, 提升至142亿元
净利润率	28.77%	31.23%	31.81%	32.74%	32.74%	
预计归母净利润				3022	4663	在净利润率维持的情况下, 净利润由30亿元, 提升至46亿元。

资料来源：华安证券研究所测算

由此来看，AI 赋能办公类软件，一旦能够按照订阅付费，将进一步提升公司业绩。

考虑当前 AI 相关服务仍然处于内测中，暂不修改当前业绩预期，维持此前盈利预测不变。预计公司 2023 年-2025 年实现归母净利润 16.7 亿元、22.5 亿元、30.2 亿元。对应当前市值的 PE 分别为 111 倍、82 倍及 61 倍。维持“买入”评级。

风险提示：

1) 信创推进不及预期；2) 费用控制不利；3) 行业竞争加剧；4) 经济下行导致企业端软件支出收缩；5) AI 与办公软件的结合推进不及预期，商业模式无法落地风险。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	9775	12042	15130	19252	营业收入	3885	5359	7065	9230
现金	7015	8675	11462	14764	营业成本	583	717	891	1137
应收账款	497	823	893	1348	营业税金及附加	35	54	71	92
其他应收款	27	92	65	140	销售费用	818	1125	1484	1938
预付账款	28	29	36	45	管理费用	392	504	657	840
存货	1	-17	-22	-24	财务费用	-13	-105	-130	-172
其他流动资产	2207	2441	2695	2978	资产减值损失	-27	-20	-24	-29
非流动资产	2282	2333	2391	2457	公允价值变动收益	-30	30	33	36
长期投资	444	444	444	444	投资净收益	339	268	353	462
固定资产	82	102	125	154	营业利润	1197	1822	2447	3290
无形资产	102	133	168	205	营业外收入	2	4	4	4
其他非流动资产	1654	1654	1654	1654	营业外支出	1	7	7	7
资产总计	12058	14375	17520	21709	利润总额	1198	1819	2444	3287
流动负债	2750	3351	4189	5276	所得税	67	102	137	185
短期借款	0	0	0	0	净利润	1131	1717	2307	3102
应付账款	306	332	460	551	少数股东损益	13	43	60	80
其他流动负债	2444	3019	3729	4725	归属母公司净利润	1118	1674	2247	3022
非流动负债	509	509	509	509	EBITDA	1031	1538	2083	2799
长期借款	0	0	0	0	EPS（元）	2.42	3.63	4.87	6.55
其他非流动负债	509	509	509	509					
负债合计	3259	3860	4698	5785					
少数股东权益	74	117	177	257					
股本	461	461	461	461					
资本公积	4942	4942	4942	4942					
留存收益	3321	4995	7242	10264					
归属母公司股东权	8724	10398	12645	15667					
负债和股东权益	12058	14375	17520	21709					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	1603	1704	2783	3230	成长能力				
净利润	1131	1717	2307	3102	营业收入	18.4%	37.9%	31.8%	30.7%
折旧摊销	130	60	68	79	营业利润	6.7%	52.2%	34.3%	34.4%
财务费用	10	0	0	0	归属于母公司净利	7.3%	49.8%	34.3%	34.5%
投资损失	-339	-268	-353	-462	获利能力				
营运资金变动	607	183	737	479	毛利率（%）	85.0%	86.6%	87.4%	87.7%
其他经营现金流	587	1546	1593	2654	净利率（%）	28.8%	31.2%	31.8%	32.7%
投资活动现金流	4502	-45	4	72	ROE（%）	12.8%	16.1%	17.8%	19.3%
资本支出	-176	-113	-129	-148	ROIC（%）	9.5%	13.1%	14.7%	16.0%
长期投资	4444	-230	-253	-278	偿债能力				
其他投资现金流	233	298	386	498	资产负债率（%）	27.0%	26.9%	26.8%	26.6%
筹资活动现金流	-354	0	0	0	净负债比率（%）	37.0%	36.7%	36.6%	36.3%
短期借款	0	0	0	0	流动比率	3.55	3.59	3.61	3.65
长期借款	0	0	0	0	速动比率	3.18	3.29	3.37	3.45
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	194	0	0	0	总资产周转率	0.35	0.41	0.44	0.47
其他筹资现金流	-549	0	0	0	应收账款周转率	8.55	8.00	8.00	8.00
现金净增加额	5762	1659	2788	3302	应付账款周转率	2.25	2.25	2.25	2.25

每股指标（元）					估值比率				
每股收益	2.42	3.63	4.87	6.55	P/E	109.29	110.51	82.31	61.22
每股经营现金流薄）	3.48	3.69	6.03	7.00	P/B	13.98	17.79	14.63	11.81
每股净资产	18.92	22.54	27.41	33.97	EV/EBITDA	111.60	114.72	83.35	60.85

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：尹沿技，华安证券研究总监，研究所所长，兼 TMT 行业首席分析师，曾多次获得新财富、水晶球最佳分析师。

分析师：王奇珏，华安计算机团队联席首席，上海财经大学本硕，7 年计算机行研经验，2022 年加入华安证券研究所。

联系人：张旭光，凯斯西储大学金融学硕士，主要覆盖 AI 及行业信息化，2021 年加入华安证券研究所。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。