

2023年3月24日星期五

## 分析师推荐

### 【东兴建材】北新建材（000786）：石膏板为基，轻装蓄力待出发（20230323）

2022年公司实现营业收入199.34亿元，同比下降5.49%；归属于母公司所有者的净利润为31.36亿元，同比下降10.71%，扣非后归母净利润为26.15亿元，同比下降23.39%，实现EPS为1.86元。

点评：

需求低迷和成本挤压下石膏板主业盈利水平依然稳定，定价权优势显现。公司营业收入和净利润的下滑主要是需求低迷和成本挤压所致。其中，公司的石膏板业务是公司“一体两翼”的体，2022年营业收入占比为67.04%，销量同比下滑12.32%；防水材料业务营收占比17.04%，同比下滑18.8%；轻钢龙骨营收占比12.63%，同比下滑8.65%。地产行业景气度下滑较大导致行业需求较差，2022年全国石膏板销量同比下滑12.45%。2022年公司石膏板业务毛利率为34.95%，同比仅下降0.95个百分点，而同期原材料、燃料、人工和其他成本分别同比增长9.11%、27.29%、16.04%和16.17%。毛利率保持稳定的原因是在需求较差的情况下公司石膏板的综合价格依然逆势向上，达到6.39元/平方米，同比提高10.61%，显现出公司较好的定价能力。

流动性资产充裕，应收账款少有利防水业务轻装待出发。2022年2B模式的防水材料企业回款周期长，受地产企业债务危机影响，回款风险加大。公司应收账款主要是防水材料业务带来的，但公司总体应收账款规模不大，2022年总体为19.91亿元，计提信用减值损失为1.07亿元，轻装上阵。同时，2022年公司货币资金和交易性金融资产（结构性存款）为44.95亿元，资产占比高达15.71%，同比提高3.64个百分点。2022年《建筑与市政工程防水通用规范》出台对行业进一步进行规范，叠加防水材料行业景气度低迷，有利于行业集中度提升。公司作为防水材料行业的第三名，有待进一步发展的基础。

石膏板业务继续优化布局，防水和涂料拓展带来业务发展广阔空间。作为石膏板行业龙头海外布局依然在进行，像乌兹别克斯坦和泰国等项目正在推进，国内的产线布局也在进一步优化。防水材料业务公司已推进16个生产基地布局规划，2023年公司计划加速防水业务拓展，同时通过自建和重组的方式进一步推进涂料业务的发展，实现公司“一体两翼”的战略目标，带来公司新的成长。

盈利预测及投资评级：我们预计公司2023-2025年归属于母公司净利润分别为36.79亿元、42.23亿和56.18亿元，对应EPS分别为2.18元、2.50元和3.33元。当前股价对应PE值分别为13倍、11倍和8倍。考虑到公司石膏板业务有较强的行业地位，成为公司为发展基石，同时两翼业务的快速发展具

## A股港股市场

指数名称	收盘价	涨跌%
上证指数	3,265.65	-0.64
深证成指	11,634.22	+0.25
创业板	2,370.38	+0.38
中小板	7,679.07	+0.61
沪深300	4,027.05	-0.30
香港恒生	19,915.68	-0.67
国企指数	6,794.80	-0.61

## A股新股日历（本周网上发行新股）

名称	价格	行业	发行日
日联科技	152.38	机械设备	20230322
中科磁业	41.20	有色	20230323
国泰环保	46.13	环保	20230324
科源制药	44.18	医药生物	20230324
云天励飞	43.92	计算机	20230324
南芯科技	39.99	电子	20230324
华海诚科	35.00	电子	20230324

\*价格单位为元/股

## A股新股日历（日内上市新股）

名称	价格	行业	上市日
无			

\*价格单位为元/股

数据来源：同花顺，东兴证券研究所

备基础，带来公司新的成长，维持公司“强烈推荐”的投资评级。

风险提示：房地产行业景气度低迷持续性超预期。

(分析师：赵军胜 执业编码：S1480512070003 电话：010-66554088)

**【东兴计算机】金山办公（688111）：业绩稳增长，有望持续受益数字办公趋势（20230322）**

事件：2023年3月21日，公司发布2022年年度报告，报告期内公司实现营业收入38.85亿元，同比增长18.44%；实现归母净利润11.18亿元，同比增长7.33%；实现归母扣非净利润9.39亿元，同比增长11.71%。

业绩稳增长，订阅业务夯实增长基础，授权业务凭借下沉市场平稳着陆。分业务来看，公司国内个人办公服务订阅业务收入20.50亿元，同比增长39.91%；国内机构订阅及服务业务收入6.92亿元，同比增长55.06%；国内机构授权业务收入8.36亿元，同比减少13.18%；互联网广告及其他业务收入3.06亿元，同比减少24.45%。全年订阅业务总体收入27.42亿元，同比增长43.45%，收入占比71%，同比提升12个百分点。公司扣非净利润增速低于营业收入增速，主要系公司处于业务拓展期，研发费用及管理费用增加所致，目前数字办公趋势兴起，对技术及产品更新要求较高，公司增加研发及管理费用是为长期发展奠定基础。

1) 个人订阅业务逆势增长，用户粘性凸显。在全球PC及手机出货量疲软的不利影响下，公司主要产品月度活跃设备数仍保持逆势增长：截至2022年12月31日，公司主要产品月度活跃设备数为5.73亿，同比增长5.33%。其中WPS Office PC版月度活跃设备数2.42亿，同比增长10.50%；WPS Office移动版月度活跃设备数3.28亿，同比增长2.18%。截至2022年12月31日，公司累计年度付费个人用户数达到2,997万，同比增加18.12%，付费率提升至5.23%。疫情期间公司业务受益于在线办公趋势大幅增长，截止目前公司用户粘性 & ARPU 仍稳步增加，验证之前我们认为疫情并非仅带来公司业务短期增长，更是培养了用户习惯、打开了公司在线业务的市场空间。

2) 数字办公产品满足不同客户数字办公需求，公司有望持续受益数字办公趋势。报告期内公司数字办公平台（云和协作产品）相关收入同比增长57%，数字办公产品全年新增政企客户3990家，带动国内机构订阅及服务业务高速增长。公司针对政府行业对电子公文规范管理、高效利用、长期保存的需求，推出了电子公文资源库产品，帮助党政机关客户打造电子公文资源库平台；面向头部企业客户，提供模块化的数字办公赋能服务，并针对不同行业客户制定特色解决方案，助力企业实现降本增效；在公有云市场凭借数字办公平台全套产品不同阶梯版本引导客户高频使用云和协作应用，公有云SaaS在期付费企业数同比增长51%，付费企业续约率超70%，金额续费率超100%，带动公有云领域相关收入同比增长超100%。数字经济背景下，数字办公需求有望持续提升，公司作为办公软件龙头，具备技术完全自主研发、行业案例

及经验丰富、客户粘性高等多方面优势，有望在数字办公趋势下持续受益。

3) 布局信创下沉市场平稳着陆，关注用户体验主动收缩互联网广告业务。面对信创市场由党政转向行业的过度阶段，公司密切关注信创领域政策变化及客户需求，提前布局各地下沉市场及行业信创业务；机构客户因正版化需求对公司产品采购持续增加，抵消了信创订单收缩的部分影响，报告期内，国内机构授权业务实现收入约 8.36 亿元，同比下降约 13%。此外，公司始终以用户体验为中心，持续调整互联网广告业务，互联网广告及其他业务实现收入约 3.06 亿元，同比下降约 24%。公司积极应对部分业务下行压力，并主动收缩影响客户体验的互联网广告业务，未来相关风险的影响将减弱。

数字办公为 AI 赋能的重要场景之一，公司深耕 AI 多年有望打开新的业务空间。近期人工智能相关应用广受市场关注，ChatGPT 在文字、图像等方面表现优异，叠加微软发布的 Microsoft 365 Copilot 订阅服务有望大幅提升办公效率，打开了 AI 赋能数字办公场景的发展空间。而金山办公深耕 AI 领域多年，在文字（机器翻译、文章校对、辅助协作等）、图像（OCR 能力等）、语音（语音交互等）领域均有技术积累，未来有望赋能自身产品及数字化平台，为客户提供更加智能化的办公体验，并进一步打开业务发展空间。

公司盈利预测及投资评级：公司订阅业务稳步增长，客户粘性及 ARPU 值不断提升，授权业务及互联网业务平稳着陆。展望未来，数字办公为大势所趋，公司技术、产品、客户资源优势明显，且 AI 技术储备丰富，有望持续受益。我们预计公司 2023-2025 年净利润分别为 15.08、19.52 和 24.22 亿元，对应 EPS 分别为 3.27、4.23 和 5.25 元。当前股价对应 2023-2025 年 PE 值分别为 104、80 和 65 倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：数字办公趋势发展不及预期风险，公司业务拓展不及预期风险，行业竞争加剧风险。

(分析师：刘蒙 执业编码：S1480522090001 电话：010-66554034 研究助理：张永嘉 执业编码：S1480121070050 电话：18701288678)

## 重要公司资讯

- 比亚迪**：3月23日，比亚迪汽车在官方平台宣布即将发布“云辇系统”，比亚迪并未明确说明该系统用途，或为全新底盘技术。（资料来源：同花顺）
- 金龙鱼**：2022年度净利润 30.11 亿元，同比下降 27.12%；拟 10 派 0.77 元。（资料来源：同花顺）
- 杭氧股份**：山东杭氧气体有限公司技改扩建 105000Nm<sup>3</sup>/h 空分供气项目，本次项目总投资预计为 6.18 亿元。（资料来源：同花顺）
- 中信银行**：2022 年净利润 621 亿元，同比增长 11.61%，拟 10 派 3.29 元。（资料来源：同花顺）

5. **西部黄金：**全资子公司哈图公司利用冬季生产设施检修期间，进行全面的隐患排查及整改，冶炼厂生产，采选厂处于停产状态，导致哈图公司2023年一季度黄金产量较上年同期下降16.76%。公司全资子公司伊犁公司目前仍在停产当中，导致2023年一季度黄金产量较上年同期下降100%。公司全资子公司哈密公司为进一步加强哈密金矿金窝子一带金矿资源的整体规划和开发利用，开展地质勘查和矿权整合工作，暂定停产两年，导致2023年一季度黄金产量较上年同期下降100%。同日公告公司2022年度净利润1.76亿元，同比下降52.06%。（资料来源：同花顺）

## 经济要闻

1. **工信部：**1-2月份，电信业务收入累计完成2803亿元，同比增长7.9%。按照上年不变价计算的电信业务总量同比增长17.7%。1-2月份，信息通信行业整体运行平稳。（资料来源：同花顺）
2. **美联储：**宣布加息25个基点，预期2023至2025年底GDP增速预期中值分别为0.4%，1.2%，1.9%；12月预期分别为0.5%，1.6%，1.8%。（资料来源：同花顺）
3. **瑞士央行：**预计2023年瑞士的GDP增长率约为1%。对瑞信采取的措施已经制止了危机。预计2025年第四季度通胀将达到2.1%。对瑞信采取的措施已经制止了危机。失业率应该保持在低水平。瑞士经济在今年剩余时间内可能仍将保持温和增长。瑞士经济在今年剩余时间内可能仍将保持温和增长。（资料来源：同花顺）
4. **央行：**3月23日开展640亿元7天期逆回购操作，中标利率2.0%。当日1090亿元逆回购到期，因此单日净回笼450亿元（资料来源：同花顺）
5. **中办、国办：**印发《关于进一步完善医疗卫生服务体系的意见》，提出到2025年，医疗卫生服务体系进一步健全，资源配置和服务均衡性逐步提高，重大疾病防控、救治和应急处置能力明显增强，中西医发展更加协调，有序就医和诊疗体系建设取得积极成效。（资料来源：同花顺）

## 每日研报

【东兴地产】房地产行业2月月报：稳支柱与防风险并重，行业景气度有所修复（20230324）

景气度水平：

房地产行业景气度有所回升，但整体仍处于低景气度水平。从数据来看，2月份房地产开发景气指数为94.67，前值94.45。

新房销售市场：

从全国销售面积与金额来看，住宅销售回升带动商品房销售企稳。一线城市房价更加稳定，同比微涨，二三线城市房价同比有所下滑。我们认为，经济转暖、防疫调整带来的积压购房需求释放以及需求端政策的鼓励，带动了今年一季度销售的企稳。当前供需两端政策都在确保房地产市场回归平稳发展，政策正在形成合力，销售市场正在走向触底回升。2023年1-2月商品房销售面积同比增速为-0.1%、前值为-27.7%。从分城市能级的70大中城市房价指数来看，2023年2月一线城市、二线城市、三线城市的新建商品住宅价格同比增速分别为1.70%、-0.70%、-3.30%，前值分别为2.10%、-1.10%、-3.80%。

二手房销售市场：

从我们跟踪的9城二手房销售面积来看，二手房销售热度正持续上升。二三线城市房价压力较大，但一线城市价格回暖。从9城二手房销售面积单月值来看，2023年2月我们跟踪的9城二手住宅销售面积同比增速为127.5%、前值为-15.4%。从70大中城市二手房价指数来看，2023年2月一线城市、二线城市、三线城市二手住宅价格同比增速分别为1.00%、-2.90%、-4.40%，前值分别为0.90%、-3.30%、-4.70%。

库存水平：

从新房中期库存水平来看，在新开工疲软与销售降幅有所收窄之下，中期库存水平和去化周期都有所下降。2023年2月底的房屋中期库存水平为7,246.23百万平，前值为7,261.89百万平。2023年2月底的房屋去化周期为59.7个月，前值为65.1个月。从二手房挂牌量来看，二手房挂牌量出现了大幅增长。我们认为，这可能是由于“带押过户”和税收补贴等支持政策提升了市场的活跃度，同时限售的放松和房价持续走低后的回稳也可能刺激了挂牌量的增长。2023年2月全国城市二手房挂牌量指数当月环比增速为58.7%，前值为9.9%。2023年2月全国城市二手房挂牌价指数当月环比增速为0.6%，前值为-0.6%。

新开工与竣工：

从新开工与竣工来看，新开工稍显疲弱但降幅明显收窄，竣工显著改善。我们认为，“保交楼”政策加速落地和去年年底防疫政策优化，带动了竣工面积的改善。随着销售的企稳和改善优质房企资产负债表计划的推进，施工与投资情况有望进一步好转。但土地市场的持续弱势和销售恢复程度的不确定性将会制约新开工和投资的恢复速度。2023年1-2月房屋新开工面积13,567.23万平；同比增速为-9.4%，前值为-44.3%。2023年1-2月房屋竣工面积13,177.78万平；同比增速为8.0%，前值为-6.6%。

开发投资：

从开发投资整体来看，在竣工显著改善和土地购置回暖之下，开发投资降幅也显著收窄。我们认为，“保交楼”推动的复工带来了安装和设备工程投资的回暖。随着销售的企稳和改善优质房企资产负债表计划的推进，土地市场也呈现了一定程度的复苏，这带动了今年一季度开发投资的回稳。但销售恢复程度的不确定性和新开工的疲软也制约了投资的恢复速度。2023年1-2月开发投资金额同比增速为-5.7%、前值为-12.2%。

土地市场：

从土地成交面积来看，大中城市土地成交回暖带动全国土地成交降幅收窄。2023年2月全国住宅建设用地成交面积同比增速为-3.8%，前值为-49.2%；其中，2023年2月35个大中城市住宅建设用地成交面积同比增速为18.3%，前值为-52.8%。

从溢价率来看，住宅用地成交溢价率有所上升。2023年2月全国住宅建设用地成交土地平均溢价率为6.0%，前值为4.3%；其中，2023年2月35个大中城市住宅建设用地成交土地平均溢价率为6.7%，前值为2.7%。

到位资金：

从房企到位资金来看，随着监管层对行业资金面的支持和销售的回暖，到位资金降幅正显著收窄，但整体压力依然较大。2023年1-2月房地产开发企业到位资金同比增速为-15.2%，前值为-28.7%。其中，国内贷款同比增速为-15.0%，前值为-5.5%；自

筹资金同比增速为-18.2%，前值为-34.8%；定金及预收款同比增速为-11.4%，前值为-31.0%；个人按揭贷款同比增速为-15.3%，前值为-29.4%。

居民存贷款：

从住户部门存贷款来看，居民存款意愿继续增强，短期贷款意愿提升，中长期贷款意愿依旧较低，但存贷款的差额水平在收窄。从住户中长期贷款和商品房销售来看，住户部门中长期贷款下滑幅度明显大于销售的下滑幅度。我们认为，可能主要是由于新增房贷和存量房贷的利差过大带来的提前还贷导致的。通过其他低成本资金全款买房的情况增多和房贷数据具有一定的滞后性可能也是原因之一。截至 2023 年 2 月，近 12 个月住户部门中长期贷款、个人按揭贷款到位资金、商品住宅销售额累计增加额环比增速分别为-14.08%、-2.64%、0.41%；前值分别为-5.80%、-3.29%、-3.77%。

投资策略：

支持改善性住房需求与防范化解房企风险将会是 2023 年房地产供需两端支持政策的主要方向。一方面，销售的企稳是解决交付问题和行业信用风险的核心，只有新房市场销售实现了持续性复苏，才能确保房地产市场的平稳。当地产业的企稳对于“促投资、稳增长、保就业”具有重要作用，对稳定经济大盘有重要意义。另一方面，只有确保房地产行业特别是头部优质企业的平稳发展，才能有效防止地产行业发生系统性风险，进而防范银行系统和地方债务两大风险。我们认为，当前供需两端政策都在确保房地产市场回归平稳发展，政策正在形成合力，销售市场正在走向触底回升。

我们推荐具有信用优势的优质央企、国企以及有望获得融资端的大力支持，有效改善资产负债状况的优质民企。我们认为，优质头部房企将持续受益于竞争格局的改善，在需求回暖之时抢占先机，受益的龙头房企有保利发展、越秀地产、金地集团、碧桂园、龙湖集团等。

风险提示：行业政策落地不及预期的风险、盈利能力继续下滑的风险、销售不及预期的风险、资产大幅减值的风险。

(分析师：陈刚 执业编码：S1480521080001 电话：010-66554028)

【东兴宏观】宏观普通报告：美联储期待银行信用收紧缓解通胀（20230323）

美联储加息 25bp，联邦基金利率升至 4.75%~5%。

主要观点：

- 1、加息幅度符合预期，预计后续还有 1 次至 5%~5.25%。若高于 5.25%，衰退风险加大。
- 2、真正的挑战在于基数效应结束后是否有第二轮上涨或是长期处于平台期不再下降，市场不应对降息的时间点过于乐观。
- 3、通胀仍是第一决定因素，SVB 事件至多影响加息速度。
- 3、小银行商业地产占比迅速抬升，存在一定风险，但风险远小于 08 年。
- 5、若无降息预期，美十债下限为 3%~3.15%，正常波动范围为 3.4%~3.9%，上限为 3.9~4.1%。若出现降息预期，下限位于 2.7~2.85%。美股维持长期中性。
- 6、欧洲政策利率与通胀距离较大，加息必要性远高于美国，欧洲央行鹰派态度合理，美元继续维持弱势。

风险提示：海外通胀回落不及预期，海外经济衰退。

(分析师：康明怡 执业编码：S1480519090001 电话：021-25102911)

【东兴策略】双向扩容落地，北向流入转正——北向资金行为跟踪系列四十八（20230322）

上周北向资金整体流入。沪深港通股票标的双向扩容正式落地，扩容推动北向流入增长，但配置盘仍呈净流出态势。3月初沪深交易所分别发布修订版沪、深港通业务实施办法，3/13 实施办法正式落地后，沪深港通标的扩容，其中沪股通、深股通新纳入标的分别为 598、436 只。标的扩容推动北向资金、尤其是交易盘流入扩大，上周配置、交易盘分别流入-51、+202 亿元。若剔除扩容标的，上周配置、交易盘分别流入-65、+138 亿元，配置盘流出较上周（-3 亿元）扩大。扩容标的集中于医药、制造（机械、化工）、科技（电子、电新、计算机）板块，上述行业新增标的占全部新增标的比例超 50%，同样剔除扩容标的后，上周整体流入集中于传媒（23.43 亿元）、有色金属（16.89 亿元）及医药（16.44 亿元）行业，配置盘流入则集中于交通运输（6.17 亿元）、电力及公用事业（5.4 亿元）。

北向整体：多数行业流入。上周有 21 个行业流入，9 个行业流出。其中电力设备及新能源（27.47 亿）、电子（26.65 亿）、医药（25.79 亿）流入较多；银行（-25.08 亿）、非银行金融（-14.59 亿）流出较多。配置盘流出、交易盘流入。上周配置盘流出、交易盘流入，累计净流入分别为-50.77 亿元 201.91 亿元。分行业来看，流入成长板块规模最大，累计净流出共计 103.66 亿，其中配置盘净流入 0.58 亿、交易盘净流入 103.08 亿元。相比较来看，交易盘减配金融板块，累计净流出 16.76 亿元。

行业流向：配置盘上周有 10 个行业流入，20 个行业流出。其中交通运输（6.5 亿）、计算机（6.17 亿）、电力及公用事业（5.51 亿）流入较多；非银行金融（-13.58 亿）、电力设备及新能源（-10.52 亿）流出较多。交易盘上周则有 22 个行业流入，8 个行业流出。其中电力设备及新能源（37.99 亿）、医药（27.51 亿）、电子（24.08 亿）流入较多；银行（-15.76 亿）、家电（-7.84 亿）流出较多。电新流入最多。上周有 21 个行业流入，9 个行业流出。其中电新能源（27.47 亿）、电子（26.65 亿）、医药（25.79 亿）流入较多；银行（-25.08 亿）、非银行金融（-14.59 亿）流出较多。

个股流向：长江电力流入最多，中国平安流出最多。上周北向资金流入排名前三的个股为长江电力（6.93 亿）、中环股份（6.85 亿）、法拉电子（6.29 亿）；流出排名前三的个股为中国平安（-17.94 亿）、宁德时代（-11.55 亿）、贵州茅台（-11.02 亿）。累计统计：以月份为单位，上月累计 14 个行业资金流入，16 个行业资金流出。其中，机械（38.85 亿）流入最多，银行（-37.59 亿）流出最多，未超出预测未来一月行业流入流出情况的阈值。以季度为单位，食品饮料、电新、非银金融、计算机、电子和有色金属等行业流入均超百亿；煤炭行业流出超 25 亿，均超出了我们在《北向资金的阿尔法有多强》所设定的预测未来一季行业流入情况的阈值。

北向跟踪策略：我们在专题报告《探秘北向资金的超额收益来源》构建了基于北向资金持仓 Top50 行业跟踪策略。截至 2023/03/17，北向行业的累计收益率为 24.58%，累计超额收益率为 30.20%，夏普比率为 2.81，最大回撤为 50.60%。基于最新的跟踪情况，北向行业变动未触发调仓阈值 Top50 行业跟踪策略。本周不进行调仓（历史的 20 次调仓及收益情况参见正文）。风险提示：数据统计可能存在误差。

（分析师：林莎 执业编码：S1480521050001 电话：010-66554151 研究助理：孙涤 执业编码：S1480121040003 电话：010-66555181）

#### 【东兴化工】安道麦 A(000553)：业绩稳步增长，看好长期发展（20230322）

安道麦发布 2022 年年报：全年实现营业收入为 373.82 亿元，YoY+20.44%，归母净利润为 6.09 亿元，YoY+287.17%。

销量强劲增长及价格上涨推动全年销售额稳步增长，创历史新高。公司 2022 年销售额达到 55.7 亿美元，刷新历史同期记录，以美元计算同比增长 16%（以人民币计算同比增长 20%，以固定汇率计算同比增长 19%），在 2022 年全球农药产品强劲的需求背景下，公司产品价格同比上涨 16% 以及销量同比增加 4% 带动了全年销售额增长。成本居高导致利润增速下降。由于原材料及原药价格、物流成本等总体成本仍然高于 2020 年之前，公司毛利率小幅下滑 1 个百分点至 28.1%（根据公司调整后金额计算），公司按美元计价的 EBITDA 同比增长 10% 至 7.4 亿美元，经公司调整后的净利润同比下滑 15% 至 1.18 亿美元（调整后的业绩剔除了非经常性、非经营性项目的影响）。

分区域来看，中国地区、北美地区、拉美地区销售增速较高，农产品价格高位助推农药需求强劲。按照美元计价，中国地区销售额全年大幅增长 43%，区域内品牌制剂产品线销售额持续增长，2021 年收购的业务也多有贡献；北美地区销售额增长 12%，自有产能的支撑及产品线扩充较好地促进了全年销售额增长；拉美地区整体销售额增长 25%，巴西地区产品量价齐升。此外，欧洲地区销售额增长 4%，印度、中东及非洲地区销售额增长 3%。

差异化的产品组合策略有助于继续推动业务增长。公司的差异化产品既包括以专利新近过期且商业潜能高的有效成分为基础的产品，也包括具备应用专有制剂技术的产品、含有一种以上的作用机制的产品以及生物农药。为继续壮大差异化产品线，公司在 2022 年继续在全球各地登记并推出多种新产品。2022 年公司在不同国家新上市 18 款差异化产品，有 10 款差异化新产品在不同国家取得登记。我们预计公司通过实施以上产品策略，有望夯实双重竞争优势，一是在原药专利到期后实现市场首发上市，二是利用全球化布局实现成本竞争力，持续推动业务增长。

有望受益先正达集团内部协同。公司作为全球非专利农药龙头企业，是先正达集团旗下的独特成员，我们预期公司未来有望受益先正达集团内部资源的整合及协同。

公司盈利预测及投资评级：公司作为全球非专利农药龙头企业，差异化的产品组合助推业务增长，并受益先正达集团内部协同，我们预期公司未来有望持续增长。基于公司 2022 年年报，我们相应调整公司 2023~2025 年盈利预测。我们预测公司 2023~2025 年净利润分别为 9.21、12.36 和 15.94 亿元，对应 EPS 分别为 0.40、0.53 和 0.68 元，当前股价对应 P/E 值分别为 25、19 和 15 倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：农产品价格大幅下滑；新产品注册登记进展不及预期。

(分析师：刘宇卓 执业编码：S1480516110002 电话：010-66554030)

【东兴传媒】哔哩哔哩-W (9626.HK) 深度：知识分区具有独占性，互动功能强化社区属性，商业化效率持续提升 (20230322) 生活、知识分区成为新崛起 PUGV 头部内容板块。丰富的 PUGV 内容是 B 站社区发展的核心，2022 年四季度，平台月均 UP 主数量达到 380 万人，95% 的视频播放量来自 PUGV 和 Story Mode；2022 年，知识、生活分区涨粉过百万 UP 主数量分别达到 36 位和 35 位，超过游戏、动画、音乐等 ACG 板块。同时平台引进 OGV 内容，为用户提供辅助的高质量内容选择。OGV 内容以动画动漫为核心，向“纪录片、综艺、影视”拓展。

(1) 知识分区具有独占性。从内容独占性角度，B 站在知识分区优势显著。我们整理了 B 站生活区与知识区 2022 年部分代表 UP 主在其他渠道分发内容的表现，可以看到，B 站知识区 UP 主在抖音等其他平台表现一般；生活区 UP 则除了在 B 站表现良好外，在抖音等平台也有不错的表现。

(2) 重点扶持国产动画。2017 年，B 站成立“国创区”，致力于国产原创动画的推广与生态维护。近几年公司推出小宇宙计划、小宇宙新星计划、寻光计划、胶囊计划等扶持计划。经历多年发展，根据平台公布数据，2018 年至今，B 站国创作品实现 300 余个动画授权项目落地；国内能够制作出高质量动画的公司有 120 家左右，而 B 站和其中 90% 都达成了深度合作。

互动功能强化平台社区属性。作为中视频社区平台，B 站在互动方面形成一系列具有平台特色的互动功能。具体来说，B 站的用户在平台浏览 UP 主精心制作的 PUGV 视频内容时，可以通过“弹幕”、“评论”表达自己的想法；对视频内容质量十分认可，可以进一步通过“一键三连”表达对 UP 主的支持（长按点赞键同时完成点赞、投币、收藏）；在观看 UP 主直播时，用户能够选择打赏、加入粉丝团、“上舰长”等特色方式支持 UP 主；同样，给 UP 主投喂后，用户可以获得相应的粉丝勋章，用户发送直播弹幕时会显示，从而突出用户的爱好和支持倾向。我们认为，B 站此类互动功能加强了用户与 UP 主联系，有效提升了平台的社区属性。

Story Mode 满足用户碎片化场景。2021 年，B 站正式推出竖屏视频功能 Story Mode，类似短视频瀑布流模式，与传统横屏观看以及双列信息流分发模式具有明显区别。根据公司 2022 年 Q1 财报披露数据，Story Mode 在平台 VV 量占比已达到 20%，并于 2022Q2 开始呈现持续提升的态势。2022Q4，B 站日均视频播放量达 39 亿次，同比增长 77%，其中 Story Mode 竖屏视频日均播放量同比增长 175%。另一方面，根据新榜对 2022 年从 0 涨粉百万的新人 UP 主的统计，有三分之二的 UP 主都以竖屏短视频为主。我们认为，B 站推出 Story Mode，满足用户碎片化场景的观看需求，有效拉动平台日活用户数。

商业化效率持续提升，新游戏上线有望驱动收入加速增长。2018-2022 年，B 站营业收入由 41.3 亿元增长至 219.0 亿元，年均复合增速 51.7%。公司计划 2023 年在海外上线多款新游戏，在国内发行两款自研游戏产品。随着国内游戏版号发放正常化以及经济景气度修复，国内游戏行业环境得以改善。新游戏的成功发行有望带动 B 站游戏业务收入加速增长。

投资建议：B 站已经积累了大量的优质中长视频内容和优秀创作者。展望未来，公司着重提升平台用户活跃度、加强商业化效率、持续降本增效，努力实现 2024 年社区平台盈利目标。我们预计 2022-2024 年公司 NON-GAAP 净利润分别为 -30.01 亿元，-5.29 亿元和 5.68 亿元。

选取快手、网易云音乐作为可比公司，使用 P/MAU 计算可得，可比公司的单月活用户市值分别为 322 元和 62 元。给予 B 站 250 元的单月活用户市值，对应公司估值为 815 亿元，对应目标价为 205.76 元 (234.56 港元)。首次评级，给予“强烈推荐”评级。

风险提示：(1) 用户规模增长不及预期；(2) 商业化变现不及预期；(3) 内容质量下降造成用户流失；(4) 内容社区市场竞争加剧。

(分析师：石伟晶 执业编码：S1480518080001 电话：021-25102907)

### 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

### 风险提示

---

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526