

2023年3月27日 星期一

## 分析师推荐

### 【东兴银行】常熟银行（601128）：净利润保持高增，资产质量稳健优异（20230324）

事件：3月23日，常熟银行公布2022年年报（此前已公布业绩快报），2022年实现营收、拨备前利润、净利润88.1、53.6、27.4亿，分别同比增长15.1%、20.7%、25.4%。加权平均ROE为13.06%，同比提升1.44pct。点评如下：

收入端：净利息收入放缓、投资收益表现优异，营收增速小幅放缓。

2022年实现营收88.1亿，同比增速较前三季度下降3.5pct至15.1%，预计降幅属于同业中较低水平。收入增速下降主要是由于息差下行，利息净收入增速放缓（76.1亿，同比增13.8%，增速较前三季度下降4.9pct）。非息收入方面：（1）实现手续费净收入1.9亿，同比减少20.9%；主要是由于理财业务、结算业务手续费收入同比减少。（2）其他非息收入10.1亿，同比增38.9%；其中主要贡献来自投资收益（9.8亿，同比增89.5%），反映了公司较强的金融市场投资能力。

支出端：节约费用、放缓拨备计提，支撑净利润增速保持高增。

2022年公司主动管控成本，管理费用同比增7.2%，成本收入比下降2.8pct至38.6%。拨备前利润同比增20.7%。同时，基于稳健的资产质量，信用减值损失计提增速放缓（同比增15.1%，增速环比降低2.9pct）、反哺利润。净利润仍然保持较高增速（同比增25.4%）。

规模：信贷增速环比改善，高扩表态势有望延续。

常熟银行深耕本地市场，充分受益于区域经济高质量发展；同时通过异地分支机构、村镇银行、普惠金融试验区等拓展业务空间，近年来信贷规模保持较快增长。2022年末，常熟银行贷款较年初增18.8%，环比提高3.4pct，四季度信贷投放提速。展望后续，预计随着经济复苏，实体信贷需求有望逐步释放。考虑到常熟银行的区位优势以及普惠金融试验区的稳步推进，公司高扩表态势有望延续，驱动净利息收入的较快增长。

净息差：较1H22收窄21BP，主要是贷款定价下行拖累。

2022年净息差为2.88%，较1H22下降21BP。（1）资产端：降息、信贷供需矛盾下，贷款收益率普遍下行。2022年生息资产收益率较1H22下降13BP，主要是受贷款定价下行拖累，贷款收益率下降23BP至6.09%，其中对公、个人、票据贴现分别下降7BP、30BP、82BP。主要是去年下半年疫情、经济下行背景下，信贷供需矛盾加剧，以及降息影响逐步体现。预计今年随着经济复苏、需求恢复，贷款利率、特别是个贷中经营性贷款利率有望逐步企稳。

（2）负债端：存款定期化趋势下付息率小幅上升，其他负债成本下降，总体

## A股港股市场

指数名称	收盘价	涨跌%
上证指数	3,251.40	-0.44
深证成指	11,647.94	+0.12
创业板	2,398.02	+1.17
中小板	7,688.45	+0.12
沪深300	4,012.48	-0.36
香港恒生	19,561.69	-1.78
国企指数	6,641.89	-2.25

## A股新股日历（本周网上发行新股）

名称	价格	行业	发行日
登康口腔	20.68	化工	20230327
中重科技	17.80	机械	20230327
中电港	11.88	电子	20230328
海森药业	44.48	医药生物	20230328
中信金属	6.58	有色	20230328
常青科技	25.98	化工	20230328

\*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
联合水务	5.86	环保	20230327

\*价格单位为元/股

数据来源：同花顺，东兴证券研究所

负债成本下降。2022 年计息负债付息率较 1H22 下降 4BP，主要贡献来自发债、同业成本下降。而存款成本总体有小幅抬升，付息率较 1H22 提高 3BP；其中，对公定期、对公活期、个人定期、个人活期付息率分别+11BP、+4BP、-1BP、持平。从存款结构上看，日均个人定期存款占比相较 1H22 提高 1.06pct，存款定期化趋势对成本有所拖累。展望来看，预计今年息差仍有收窄压力，但降幅将明显收窄，息差有望在二季度之后看到拐点。

资产质量：不良指标保持优异，拨备安全垫厚实。

2022 年末，常熟银行不良贷款率为 0.81%，同比持平、环比 3Q22 提高 3BP，处在同业最低不良率梯队、资产质量保持优异。不良净生成率 0.59%，持续处在较低水平。关注率为 0.84%，环比下降 3BP，潜在不良压力较小。拨备覆盖率 536.8%，环比 3Q22 下降 5.2pct，远高于行业平均，拨备安全垫厚实，盈利释放可期。常熟银行优异的资产质量是其成熟小微模式和优秀风控能力的体现，预计随着经济复苏、公司资产质量有望保持稳定。在此基础上，拨备覆盖率进一步提升的必要性下降；信用成本有望下行，有助于潜在盈利释放和 ROE 中枢的提升。

投资建议：常熟银行坚持走特色化、差异化的小微发展道路，已形成“IPC 技术+信贷工厂”的小微模式，兼具小微定价优势和成熟风控技术。公司深耕本地市场，同时通过异地分支机构、村镇银行、普惠金额试验区等拓展业务空间，信贷规模有望保持较快增长。小微业务特色鲜明、模式成熟，下沉客群、做小做散，具备较强的贷款议价能力，净息差在可比农商行中处于领先地位。资产质量保持优异，拨备充足，反补利润空间较大。

预计 2023-2025 年净利润增速分别为 22.3%、21.6%、20.7%，对应 BVPS 分别为 9.21、10.70、12.50 元/股。2023 年 3 月 23 日收盘价 7.48 元/股，对应 0.81 倍 2023 年 PB。考虑到公司经营区域优势、小微战略定位优势以及异地扩张潜力带来的高成长属性，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：经济失速下行导致资产质量恶化；监管政策预期外变动等。

(分析师：林瑾璐 执业编码：S1480519070002 电话：021-25102905 分析师：田馨宇 执业编码：S1480521070003 电话：010-66555383)

**【东兴轻工】恩摩尔国际 (06969)：业绩筑底，关注一次性产品放量与中美市场边际改善 (20230324)**

事件：公司公布 2022 年业绩，全年实现收入 121.45 亿元，同比-11.71%；经调整净利润 25.75 亿元，同比-53.69%。其中，下半年实现收入 64.92 亿元，同比-4.56%；经调整净利润 11.90 亿元，同比-51.75%。

2022 年中、美市场收入承压，一次性产品、自有品牌增速亮眼。未来预计一次性产品凭借客户优势和产品力持续放量，自有品牌凭借差异化产品和渠道力延续较快增速，中美市场受益监管加强、产品迭代而企稳回暖，公司收入

端有望回归增长。

国内市场：全年收入 22.46 亿元（-52%），其中下半年 5.48 亿元（-70%）。行业政策变化（监管过渡、口味限制、征收消费税）和非法产品盛行，电子烟产业整体承压，公司亦受较大影响。考虑基数效应，预计 2023 年国内收入同比下降；但随着对非法产品的执法力度增强、部分品牌降价、产品口味迭代，电子烟消费有望逐季环比改善。

美国 B 端：全年收入 37.73 亿元（-23%），H1/H2 分别为 16.13 亿元（-33%）/21.60 亿元（-13%），H2 降幅环比收窄。收入下滑原因包括不合规电子烟挤占市场、产品降价以助力客户发展、特殊用途雾化产品销售不佳。预计未来美国 B 端收入有望回归增长：（1）大客户 BAT 市占率持续提升、NJOY 获烟草巨头奥驰亚收购，其竞争对手 Juul 则未能通过 PMTA；（2）预期监管部门将加强对不合规产品的执法；（3）公司逐步完善特殊用途雾化产品矩阵，强化销售体系。

欧洲及其他地区 B 端：全年收入 46.60 亿元（+53%）。公司一次性电子烟率先在欧洲市场取得成功，2022 年收入 19.31 亿元（+1919%），H1/H2 分别为 3.20/16.11 亿元，实现快速放量。当前电子烟行业消费增长主要来自一次性产品，公司助力大客户积极布局，产品力获市场认可，一次性产品收入有望延续高增。此外公司推出陶瓷芯一次性解决方案 FEELM Max，具备提升产品口数和口感的领先技术，奠定该领域长期竞争力。

自有品牌：全年实现收入 14.66 亿元（+26%），公司推出 LUXE X 等符合消费者需求的差异化产品，搭建海外本地化营销团队、提升渠道下沉能力，自有品牌增长动能有望持续。

产品降价与结构变化压低毛利率，费用率短期增加。（1）2022 年公司毛利率 43.3%（-10.3 pct.），主要由于低毛利率的一次性产品收入占比提升，以及 B 端部分产品降价让利。预计产品结构变化对整体毛利率的影响仍将持续，但不同产品各自毛利率有望受益生产效率提升。（2）2022 年销售/管理/研发费用率达到 3.2%/9.5%/11.3%，同比+1.8/3.2/6.4 pct.，对应一次性和自有品牌产品市场开拓，信息系统、管理体系和人才梯队建设，以及在现有业务和雾化医疗美容领域的研发加码。收入端承压情况下，公司基于长期主义仍加大费用投放；未来随着收入增长，费用率有望回落。

HNB 与医疗产品布局有望推进。在加热不燃烧（HNB）领域，公司已储备多种技术路线，预期可推出性能更强的差异化产品。在雾化医疗领域，公司已完成国内一款呼吸机联用雾化给药装置的研发（并取得生产许可证），以及两款针对哮喘及慢阻肺的药物递送装置的开发。根据弗若斯特沙利文，HNB 市场规模将在 2027 年达到 166 亿美元（约合 1134 亿元），复合增速 18.5%。根据 Verified Market Research，2020 年全球哮喘及慢阻肺吸入式器具及制剂市场规模达 330 亿美元（约合 2254 亿元）。未来公司有望开拓新的增长曲线。

盈利预测与投资评级：预计公司 2023-2025 年经调整净利润为 25.91、31.58、

38.01 亿元人民币，增速分别为 0.6%、21.9%、20.4%，目前股价对应 PE 分别为 22、18、15 倍。维持“推荐”评级。

风险提示：海外监管政策变化，研发转化与产品开发不及预期，消费需求不及预期，市场竞争加剧，大客户自身经营风险

(分析师：刘田田 执业编码：S1480521010001 电话：010-66554038 分析师：常子杰 执业编码：S1480521080005 电话：010-66554040 研究助理：沈逸伦 执业编码：S1480121050014 电话：010-66554044)

## 重要公司资讯

- 华润啤酒**：2022 年全年净利润 43.4 亿元，同比下降 5.3%。（资料来源：同花顺）
- 华盛锂电**：2022 年净利润 2.6 亿元，同比下降 37.97%。（资料来源：同花顺）
- 华为**：在日前华为举行的硬、软件工具誓师大会上，华为轮值董事长徐直军表示，华为芯片设计 EDA 工具团队联合国内 EDA 企业，共同打造了 14nm 以上工艺所需 EDA 工具，基本实现了 14nm 以上 EDA 工具国产化，2023 年将完成对其全面验证。（资料来源：同花顺）
- 中国移动**：中国移动旗下中移物联网今日宣布，中移物联 OneOS 与紫光展锐合作的智能穿戴 W217 项目首批产品近日完成产线生产。中移物联网表示，本项目将 OneOS 物联网操作系统与紫光展锐最新穿戴芯片 W217 进行整合，实现 OTA、位置服务、RTC 等核心功能的集成。（资料来源：同花顺）
- 沪电股份**：2022 年营业收入 83.36 亿元，同比增长 12.36%；净利润 13.6 亿元，同比增长 28.03%。（资料来源：同花顺）

## 经济要闻

- 工信部**：在加快锂电产业发展的同时，还将推动钠电、氢燃料电池、液流电池、超级电容器等新型电池及关键材料产业的高质量发展。同时，在技术创新方面，加快新型电池与太阳能光伏、关键信息技术、重点终端应用融合创新，推动新型电池向高安全、高能量密度、长寿命、低成本的趋势发展。（资料来源：同花顺）
- 美国商务部**：将 14 家中国实体列入出口管制“未经核实”清单。（资料来源：同花顺）
- 市场监管总局**：发布《制止滥用行政权力排除、限制竞争行为规定》《禁止垄断协议规定》《禁止滥用市场支配地位行为规定》《经营者集中审查规定》四部反垄断法配套规章，自 2023 年 4 月 15 日起施行。（资料来源：同花顺）
- 发改委**：国家发改委发布规范高效做好基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)项目申报推荐工作的通知，支持消费基础设施建设。研究支持增强消费能力、改善消费条件、创新消费场景的消费基础设施发行基础设施 REITs。优先支持百货商场、购物中心、农贸市场等城乡商业网点

项目，保障基本民生的社区商业项目发行基础设施 REITs。（资料来源：同花顺）

- 5. 国务院：**国务院常务会议确定今年国务院 10 个方面、103 项重点工作。会议决定，延续和优化实施部分阶段性税费优惠政策，预计每年减负规模达 4800 多亿元。会议审议“三农”重点任务工作方案，要求落实落细粮食生产支持政策，确保全年粮食产量保持在 1.3 万亿斤以上。（资料来源：同花顺）

## 每日研报

【东兴汽车】爱柯迪（600933）：持续追求卓越的公司治理能力，专注于经营所长（20230327）

近日，爱柯迪发布 2022 年报：公司报告期实现营收约 42.65 亿元，同比增长 33.05%，实现归母净利润约 6.49 亿元，同比增长 109.29%。点评如下：

持续追求卓越的公司治理能力：我们于 2021 年 12 月 15 日发布的爱柯迪深度报告之二《爱柯迪（600933）：转型新能源的实力》中，就重点分析了公司在运营效率、高效组织架构以及智能、精益制造上的领先布局。2022 年的优异表现正是公司持续追求卓越运营能力的体现。1) 盈利能力持续提升，综合毛利率提升至 27.8%，高于 2021 年的 26.3%。费用率的持续下行，期间费用率（不含财务费用）为 12.2%，低于 2021 年的 14.6%。2) 主要资产运营效率维持较好的水平，爱柯迪产品类型多样，属于多批次，少批量业务模式。虽然近年来公司处于资产扩张期，主要资产周转率仍维持较好的水平。公司 2022 年固定资产周转率 1.91（前值 1.89），存货周转天数 96.5 天（前值 95.1 天），应收账款周转天数 95.5 天（前值 95.9 天，涵盖应收账款融资）。2023 年公司将持续在管理技术、制造技术、业务运营以及快速反应上追求更高的效率，继续推进管理变革，激发组织活力，这将有效提升公司的竞争力。

稳健的财务运营能力：2022 年期末公司拥有货币资金 25.14 亿元，其他非流动资产中亦包含约 5.06 亿元的一年期以上存单及利息资金。有息负债仍处于低水平。短期借款约为 12.9 亿元，来自中国进出口银行的贷款有 6.5 亿元。2022 年新增应付债券-可转债约 14.5 亿元。公司同时具备较强的经营现金能力，公司 2016 年以来，公司经营净现金流均高于公司扣非归母净利润，2022 年经营净现金流为 6.47 亿元，高于公司扣非归母净利润 6.03 亿元。我们认为，稳健的财务实力将为公司开拓新能源市场保驾护航。

专注于经营所长：公司起家于中小型铝合金压铸件，专注于转向、雨刮系统等领域，凭借长期的耕耘，公司已成为中小件铝合金细分领域的“隐形冠军”。在拓展新能源汽车铝合金件领域，公司重点开发新能源汽车三电系统、车身结构件、热管理系统零部件、智能驾驶系统零部件。墨西哥二期工厂主打 3000T~5000T 压铸机生产的新能源汽车用铝合金产品。

公司盈利预测与估值：电动化为铝压铸行业开拓更多新赛道，上述三种能力（高效公司治理，稳健财务状况和专注精神）是决定公司能否在这场马拉松长跑中胜出的关键。我们看好爱柯迪的中长期发展前景，预计公司 2023-2025 年归母净利润预测分别为 7.88、10.38 和 13.68 亿元，对应 EPS 为 0.89、1.18 和 1.55 元，PE 分别为 24X、18X 和 14X，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：行业需求低迷、新能源汽车发展不及预期，原材料价格上涨超预期、公司新产品开拓不及预期。

（分析师：李金锦 执业编码：S1480521030003 电话：010-66554142）

【东兴传媒】拼多多（PDD.O）2022 年业绩公告点评：收入快速增长，TEMU 进展顺利（20230327）

事件：公司发布 2022 年业绩公告，公司实现营业收入 1305.58 亿元，同比增长 39%；GAAP 归母净利润 315.38 亿元，同比增长 305.97%。

点评：

主营收入快速增长，继续加强品牌化策略。2022 年，公司实现营业收入 1305.58 亿元，同比增长 38.97%。其中：在线市场服务收入 1027.22 亿元，同比增长 41.56%；交易服务收入 276.26 亿元，同比增长 95.37%；商品销售收入 2.09 亿元，同比减少 97.11%。其中 2022 年第四季度，公司实现营业收入 398.20 亿元，同比增长 46.23%。其中：在线市场服务收入 309.65 亿元，同比增长 38.08%；交易服务收入 87.97 亿元，同比增长 86.20%；商品销售收入 0.58 亿元，同比减少 28.74%。可以看到，拼多多作为国内电商三巨头之一，凭借社交电商与低价的差异化定位，国内电商业务持续保持快速增长。根据公司业绩电话会议披露，2022 年拼多多主站手机、美妆、母婴等品类也取得了一定的销量增长。我们预计，2023 年，在整体消费复苏的大背景下，国内主站将继续加强品牌化策略，满足平台用户对品质好货的需求。

受跨境电商平台 TEMU 驱动，2023 年费用端预计将明显增长。2022 年，公司销售费用 543.44 亿元，销售费率 41.62%，同比增长 21.3%，主要用于促销及广告开支；管理费用 39.65 亿元，管理费率 3.04%，同比增长 157.33%，主要源于员工相关费用的

增加；研发费用 103.85 亿元，研发费率 7.95%，同比增长 15.48%，主要源于研发人员数量和服务器成本的增加。我们认为，由于公司当下正重点投入跨境电商平台 TEMU，预计 2023 年销售费用、管理费用、研发费用均预计将明显增长。

TEMU 进展顺利，有望成为海外电商平台重要一极。2022 年 9 月 1 日，拼多多正式在海外上线跨境电商平台 TEMU，主打美国、加拿大市场；2023 年 3 月，TEMU 正式上线澳大利亚、新西兰。下一步，TEMU 将继续向欧洲扩张版图。目前，TEMU 实现对国内制造业品类全覆盖，包括服装、数码、家电、箱包、户外、配饰、玩具、文具等。TEMU 海外进展顺利，低价定位使其在海外 App Store 购物榜、Google Play 购物榜长期位列第一。我们认为，虽然短期公司对 TEMU 加大投入会带动公司费用端快速增长，但从中长期来看，凭借公司在电商平台和供应链方面积累的丰富经验，Temu 有望成为海外电商平台重要一极，将为公司营收和业绩带来巨大增量。

投资建议：持续看好公司主站电商业务与海外 TEMU 业务，预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 241.18 亿元，385.69 亿元和 510.59 亿元，对应现有股价 PE 分别为 29X，18X，14X。给予公司 2024 年 25X PE 估值，对应每股目标价 755.3 元人民币（109.7 美元），维持“推荐”评级。

风险提示：（1）主站 APP 品牌化进展缓慢；（2）多多买菜盈利能力较弱；（3）跨境电商业务进展缓慢。

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

#### 【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，有待进一步发力的基础。

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，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，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 & 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)

【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）

### 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