

2023年5月15日星期一

【东兴计算机】安恒信息（688023）：收入稳中向好，新兴安全拓展顺利（20230512）

收入稳中向好，公司积极进行控费。1) 分业务来看，2022年公司网安基础产品实现营收4.65亿元，同比减少11.95%；网安平台实现营收7.69亿元，同比增长30.81%；网安服务实现营收6.65亿元，同比增长12.93%；第三方硬件产品实现营收0.51亿元，同比减少45.35%；其他实现营收0.21亿元，同比增长59.99%。2023Q1公司实现营收3.36亿元，同比增长43.99%。2022年受宏观因素影响经济整体承压，但公司仍凭借在数据安全、MSS、信创等领域的高速增长，逆势实现了收入的正向增长，并且23Q1收入增势进一步扩大。未来在数字经济大趋势下，信息安全及数据安全等领域仍有较大发展机遇，公司凭借卡位优势有望受益；2) 公司积极控费，未来有望释放利润空间。22年公司销售/管理/研发费用分别同比增长34.20%/15.41%/20.57%，主要系在数据安全、MSS、信创等领域维持高研发及市场拓展投入，是公司业务发展的正常支出，但由于费用整体增速水平高于收入增速，22年公司利润承压，但相较21年增速有所下降，23Q1三费增速分别为

29.01%/20.90%/7.20%，增速进一步下降。公司积极控费，伴随今年收入增速维持高增有望释放利润空间。

新兴业务高速增长，凭借卡位优势有望持续受益。报告期内公司持续在战略新方向进行产品创新及市场拓展，并实现了较高增长。1) 数据安全方面，公司数据安全新产品营收增速超100%，建立了“安恒数盾”品牌，并拿下多个省部级与行业标杆项目；2) 信创安全方面，营收同比增长接近80%，截至报告期末，公司总计已获得300余份网安产品与国产芯片、操作系统、数据库及中间件的兼容性互认证明；3) 密码安全方面，营收同比增长超100%，公司已在省市级不同行业、不同领域已建立了超过20个密码标杆客户，密码产品项目已覆盖全国24+省市，基本实现市场全面覆盖；4) MSS业务方面，公司已形成千万级体量，目前正在教育、医疗、企业和政务市场建立了上百个标杆并针对政府行业推出了政务版本MSS。数字经济安全及国产化替代仍为网安行业的主要驱动力，数字经济时代对信息安全的需求量及种类均有望增加，且信创也逐步向区县下沉及重点行业替代发展，公司凭借卡位优势有望持续受益。

公司盈利预测及投资评级：公司逆势承压仍实现收入正向增长，新兴业务拓展顺利，且公司积极控费，伴随23年收入维持高增有望释放利润空间，我们预计公司2023-2025年净利润分别为0.81、1.37和2.13亿元，对应EPS分别为1.03、1.74和2.70元。当前股价对应2023-2025年PE值分别为182、108和70倍。维持“推荐”评级。

风险提示：行业发展不及预期风险，产品研发及市场拓展不及预期风险，下游客户需求不及预期风险。

(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)

A股港股市场

指数名称	收盘价	涨跌%
上证指数	3,310.74	1.17
深证成指	11,178.62	1.57
创业板	2,299.93	2.11
中小板	7,324.53	1.79
沪深300	3,998.89	1.55
香港恒生	19,627.24	-0.59
国企指数	6,663.55	-0.47

A股新股日历（本周网上发行新股）

名称	价格	行业	发行日
同星科技	31.48	机械设备	20230515
星昊医药	12.30	医药生物	20230516

*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
华原股份	3.93	汽车	20230515

*价格单位为元/股

数据来源：恒生聚源、同花顺、东兴证券研究所

【东兴家电】公牛集团(603195): 22年经营稳健, 新业务开局顺利(20230512)

转换器、墙开业务优势稳固, 品类拓展打开增长空间, 新能源、无主灯两大新业务开局顺利。分业务看, 1)电连接业务营收 70.5 亿元, 同比+4.2%。转换器业务是公司基石业务之一, 优势稳固, 稳健增长。2) 智能电工照明业务营收 68.5 亿元, 同比+23.4%。公司在墙壁开关品类上已有稳固优势, 份额稳步提升。3) 新能源业务: 营收 1.53 亿元, 同比+638%。新能源市场蓬勃发展, 充电枪&桩、储能等产品与公司主品类存在电连接技术上的协同, 是当前重点发力的业务方向。

C 端渠道优势稳固、稳步拓展, B 端渠道迅猛发展。公司已建立覆盖全国超 110 万家终端网点的销售网络, ToC 渠道运营经验丰富。2022 年公司建立 ToC、ToB 两大营销体系, C 端推进线上线下协同互补, B 端渠道公司发力拓展, 充分发挥网点运营优势, 重点突破小 B 渠道。1) ToC 渠道: 线下方面, 传统渠道保持优势, 同时拓展品类, 新兴业务渠道快速开拓。2) B 端渠道: 公司以墙开插座为基础, 无主灯产品为核心, 重点发力装企等小 B 渠道。2022 年公司海外渠道的开拓提升到重要战略高度。22 年自主品牌业务着重开拓东南亚市场, 以转换器、墙开等成熟品类为主。同时公司在欧美市场开展跨境电商业务, 上线充电枪等新能源产品, 未来有望持续通过新能源产品打开欧美市场。

新品推出拉高费用率, 盈利能力有望持续稳中有升。2022 年公司毛利率 38.0%, 同比+1.1pct, 23Q1 毛利率同比+2.7pct, 公司毛利率与铜等大宗材料价格有较强相关性, 公司持续通过套期保值平抑波动, 并推进降本增效提振毛利率。2022 年销售、管理、研发费用率分别+1.2 pct、+0.1 pct、+0.4pct, 无主灯、新能源两条业务线的推出较多导致费用率提升, 未来新品不断上量, 费用率有望逐步回落。整体来看, 公司净利率 22.6%, 同比+0.2pct, 未来随新品放量, 我们看好公司盈利能力稳中有升。

盈利预测与投资评级: 公司两大基石业务转换器、墙开优势稳固, 今年有望稳步复苏; 公司依托渠道布局和电连接技术优势拓展品类, 同时积极布局海外市场, 增长可期。公司过往经营业绩稳定, 战略清晰, 无主灯和新能源两大新业务市场空间巨大, 海外市场亟待发掘, 我们看好公牛集团未来持续稳健增长。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 37.4、43.9、51.1 亿元人民币, EPS 为 6.22、7.30、8.50 元, 目前股价对应 PE 分别为 24.1、20.6、17.7 倍, 我们维持“推荐”评级。

风险提示: 地产销售不及预期; 新业务拓展不及预期; 原材料价格上涨超预期。

(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

- 春秋航空：**4月，公司客运运力投入(按可用座位公里计)同比增长302.71%，环比增长2.07%；旅客周转量(按收入客公里计)同比增长436.02%，环比增长2.66%；客座率为88.73%，同比增长22.07%，环比增长0.51%。(资料来源：同花顺)
- 阿里云：**5月15日，在新加坡举办的2023阿里云国际伙伴大会上，阿里云智能首席商业官蔡英华表示，近年来，阿里云在海外市场增长迅速，市场规模五年增长超20倍。现场，阿里云发布全新国际伙伴政策，大幅向伙伴让利，产品优惠幅度最高至40%，并出台多项激励政策，以促进ISV伙伴的产品销售。(资料来源：同花顺)
- 中京电子：**中京电子近期在接受调研时表示，公司IC载板单体线已向相关客户进行小批量供货；公司新增参股半导体封装核心材料(BT与ABF)业务企业盈骅新材。中京半导体的IC载板工厂项目尚处于土建工程前期阶段。(资料来源：同花顺)
- 瑞可达：**瑞可达在互动平台表示，公司在新能源汽车配套市场形成了丰富的产品线，开发了全系列高压大电流连接器及组件、充换电系列连接器、智能网联系列连接器和CCS、充电桩、充电枪等产品。公司已于近期发布液冷充电枪产品，使公司的充电枪产品更丰富，涵盖了交流枪、直流枪和液冷枪。未来公司将围绕整车厂、充电桩等客户重点进行市场拓展。(资料来源：同花顺)
- 福能东方：**福能东方5月15日公告，日前公司同意佛山福能智造科技有限公司以2024年9月30日前收回1.05亿元为基本条件，通过佛山市公共资源交易中心平台公开招标遴选产业园项目合作方。截至目前，福能智造产业园项目在公开招标程序中未能遴选到合适的合作方，相关招标工作处于暂停状态，为此公司拟终止公开招标遴选产业园项目合作方。综合公司目前产业规划发展需求以及资金情况，公司拟通过协议转让的方式，将所持有福能智造100%股权以2.83亿元的价格转让予广东佛燃科技有限公司，由佛燃科技承接产业园项目的开发工作。(资料来源：同花顺)

经济要闻

- 上交所：**由上海证券交易所主办、工商银行承办的“沪市金融业专题座谈会”将在本周三召开。据悉，此次会议讨论的重要内容是“在服务中国式现代化中促进金融业估值提升和高质量发展”。参会机构包括银行、保险、基金和券商人士。(资料来源：同花顺)
- 科技部：**5月15日，国新办就2023中关村论坛有关情况举行发布会。会上，科技部副部长吴朝晖表示，接下来，科技部将主要在以下三个方面开展工作：一是继续坚持“四个面向”，二是要构建起与高水平科技自立自强相适应的国家创新体系，三是要进一步强化企业作为科技创新的主体地位，通过强化企业主体地位，进一步优化提升国家创新效能。总之，通过推进科技强国的建设支撑中国式现代化加速实现。(资料来源：同花顺)
- 中国人民银行：**北向“互换通”今日正式启动。为了进一步推动中国金融市场高质量发展和高水平开放，满足境外投资者利率风险管理需求，根据中国人民银行的统一部署，在中国外汇交易中心、上海清算所、香港场外结算有限公司的通力协作下，“互换通”业务于5月15日正式启动。初期先行开通“北向互换通”，即香港及其他国家和地区的境外投资者通

过香港与内地基础设施机构在交易、清算、结算等方面互联互通的机制安排，参与内地银行间金融衍生品市场。根据中国人民银行公布的《内地与香港利率互换市场互联互通合作管理暂行办法》，“北向互换通”境外投资者现阶段可在银行间市场开展符合集中清算要求的人民币利率互换，可从风险管理的角度更好地对冲利率风险。（资料来源：同花顺）

4. **国家税务总局：**近日发布的数据显示，今年一季度，全国共有 125.7 万辆新能源汽车享受政策优惠，同比增长 17.5%；免征新能源汽车车辆购置税 212.4 亿元，同比增长 36%。（资料来源：同花顺）
5. **国家移民管理局：**按照国家移民管理局日前发布的《关于进一步调整优化若干出入境管理政策措施的公告》，全国各个口岸从今天零时起全面恢复快捷通关。随着出入境政策进一步的调整优化，出入境证件也可以实现“全国通办”，通关越来越便利，从长期来看，预计通关客流量还将不断攀升。在这里也要提醒广大旅客，出行前请仔细检查本人及同行人的出入境证件是否存在污损、残破等情况，并留意证件及签证、签注的有效期及有效次数。同时七周岁以下或者是一米二以下的旅客还需要走人工通道。（资料来源：同花顺）

每日研报

【东兴电力设备】电力设备与新能源行业：从成本角度看锂电中游市场竞争情况（20230512）

降本能力或成锂电中游厂商核心竞争力。中国动力电池行业因下游新能源汽车需求增长实现了跨越式发展，目前我国的新能源汽车渗透率已经超过 25%，但是，根据一般规律，未来增速有可能放缓。而上游的电池和材料厂商在近几年进行了大规模扩产，2022 年前供不应求的状况将得到极大改善。因此，我们认为动力电池行业即将进入淘汰赛阶段。在行业内，无论是新技术的迭代，还是原路线的升级；无论是性价比的提升，还是大规模扩产的推进；实际上都是降本行为。在供过于求的背景之下，降本能力有望成为锂电中游厂商的核心指标，其中的佼佼者则有望迎来市占率的提升，进一步巩固行业地位。

在锂电中游材料领域，供不应求的局面将迎来大幅度改善，这一过程既伴随着市场出清，也存在竞争格局的进一步优化。我们认为成本控制良好的二线企业有望脱颖而出；降本措施得力的一线企业有望进一步巩固市场地位。

正极：头部公司将进一步巩固自身地位。现有格局之下新入局者难以形成挑战。其次，在现有玩家中，二线厂商唯有实现成功降本才有望在未来挑战湖南裕能和德方纳米等厂商的一线地位。

负极：部分二线厂商跻身一线梯队。负极行业的成本主要来自电费、材料费用、以及人工和制造费用。其中的关键因素包括：设备、电价。其中尚太科技在工艺、设备等方面具备优势，或将脱颖而出。

电解液：龙头企业将继续巩固其行业地位，这一行业降本关键在于一体化。六氟磷酸锂成本占比近半，其技术水准、稳定供应，尤其是自供能力等在很大程度上决定了业内企业的竞争力，而天赐材料作为为数不多的能够自产六氟磷酸锂的国内企业，尽享行业红利。

隔膜：该行业是锂电池产业链中竞争格局最优，盈利能力的最强，成长确定性最高的细分领域。电新行业景气度高企的情况之下，隔膜行业将在扩张之中整体受益，业内龙头企业在产品、设备、客户等方面全方位领先，我们看好头部公司的长期发展前景。

铜箔：铜箔行业降本的关键在于：高端产品占比。原材料层面，各家成本差异不大，其他成本主要为设备折旧、人工和制造费用。一般而言，产品越高端加工难度越大，并且，因为产品越高端，厚度越薄，原料成本反而越低。因此，产品结构或者说高端产品（6 μ m 以下）占比是影响企业利润的主要因素。而高端产品的制造则依赖于设备、经验等因素。嘉元科技在业内具备产品和客户优势，有望继续巩固其一线龙头地位。

投资策略：在动力电池行业中游供求关系改善、下游需求增速放缓的背景之下，我们更关注企业的降本能力。只有充足的利润空间才能让企业在接下来的竞争中乘胜追击。以下标的有望受益：正极：德方纳米；负极：尚太科技；电解液：天赐材料；隔膜：恩捷股份；铜箔：嘉元科技。

风险提示：下游需求不及预期；公司降本措施不及预期。

（分析师：洪一 执业编码：S1480516110001 电话：0755-82832082 研究助理：侯河清 执业编码：S1480122040023 电话：010-66554108 研究助理：吴征洋 执业编码：S1480123010003 电话：010-66554045）

【东兴固收】中长期信心不足显现——2023 年 4 月金融数据点评（20230512）

事件：

2023 年 5 月 11 日，央行发布中国 4 月金融数据：

新增人民币贷款 4.61 万亿元，前值 3.89 万亿元，同比多增 649 亿元；社融规模存量为 359.95 万亿元，同比增加 10%；新增社融规模 1.22 万亿元，前值 5.38 万亿元，同比多增 2729 亿元；2 月 M2 同比增长 12.4%，前值 12.7%，M1 货币供应同比 5.3%，前值 5.1%，M0 货币供应同比 10.7%，前值 11%。

核心观点：

4月份信贷和社融较一季度冲高回落，均不及市场预期。社融存量同比在低基数下和上月持平，居民信贷全面走弱，企业中长期贷款多增是信贷数据唯一亮点。虽然4月是传统的社融季节性低点，因为往往一季度信贷高增会对全年的信贷项目和额度有透支，但本次回落超季节性，经济修复中长期信心不足显现。近期10年期国债利率下行较快，是自4月制造业PMI转入收缩区间使得弱预期得到了验证以及近期存款利率下调的结果，4月份金融数据的公布对此趋势有加强。此前政治局会议有提到，“二季度可能要保持信贷节奏平稳，但全年节奏仍将保持合理增长”、“恢复和扩大需求是当持续回升向好的关键所在”，因此我们认为二季度社融或是全年低点，后续随着政策的推进以及经济恢复的持续，社融增速会趋稳，大致和名义GDP相匹配。

以下是具体的数据分析：

一、企业中长期贷款表现仍亮眼，但居民部门信贷表现转弱

4月新增人民币贷款7188亿元，同比多增649亿元，其中中长期贷款同比多增3174亿元，连续6个月多增，显示信贷结构向好。2月末人民币贷款余额221.56万亿元，同比增长11.6%，增速比上月末高0.3%，比上年同期高0.1%。

(1) 居民部门信贷减少2411亿元，同比多减241亿元，低于去年同期。其中，短期贷款减少1255亿元，同比多增600亿元；中长期贷款减少1156亿元，同比多减843亿元。我们看到居民端短贷和中长贷双弱、均为负，且中长贷是自去年4月以来首次转负，说明3月份地产销售数据和社零的冲高不具持续性，居民预期悲观，需求脉冲式反弹后仍然选择降杠杆。

(2) 企业部门贷款增加6839亿元，同比多增1055亿元。其中，短期贷款减少1099亿元，同比少减849亿元，票据融资增加1280亿元，同比少增3868亿元，中长期贷款增加6669亿元，同比多增4017亿元。企业端中长期贷款已保持了9个月的多增，仍然是信贷数据的亮点，而票据融资则由负转正，结束一季度持续下降的局面。此前回落的高频数据以及4月制造业PMI再度转入收缩区间，指示了景气度的下滑，因此企业短期流动性需求下滑；而中长期贷款仍有韧性，政策影响仍在延续。

二、低基数下社融存量同比较上月持平，不及市场预期，企业部门“以贷代债”持续

4月社会融资规模增量为1.22万亿元，比上年同期多增2873亿元，4月末社会融资规模存量为395.95万亿元，同比增长10%，增速较上月不变。我们看到社融总量不及预期的原因一方面源于信贷的超季节性回落，此外还有企业债券的拖累。4月政府债券净融资4548亿元，同比多增636亿元。直接融资4月增加3836亿元，同比少增982亿元，其中企业债券净融资增加2843亿元，同比少增809亿元，股权融资增加993亿元，同比少增173亿元。4月非标融资减少1145亿元，同比少减2029亿元，其中未贴现的银行承兑汇票减少1347亿元，同比少减1210亿元，信托贷款增加119亿元，同比多增734亿元，委托贷款增加83亿元，同比多增85亿元。非标压降政策退出以及稳增长政策的需求使得其融资环境好转，整体同比少减幅度持续改善，对社融的拖累减小。

三、M2增速回落、M1增速有所回升，资产荒现象有所缓解，居民存款和企业存款均回落

4月末M1同比增长5.3%，较前值增加0.2%，M2余额为280.85万亿元，同比增长12.4%，增速比上月末减少0.3%，比上年同期增加1.9%，M2与M1剪刀差较上个月降低0.5%，或意味着资金空转现象有所缓解。M0增速同比为10.7%。居民存款减少1.2万亿元，同比多减4968亿元；非金融企业存款减少1408亿元，同比多减198亿元；非银行金融机构存款增加2912亿元，同比少增3804亿元；财政存款增加5028亿元，同比多增4618亿元。我们看到除财政存款外，企业、居民及非银存款均回落，说明财政支出有所放缓，居民购买理财、提前还贷或是消费的意愿在提升，企业存款也有像理财回流的迹象。

风险提示：经济恢复大幅不及预期，货币政策超预期

(分析师：贾清琳 执业编码：S1480521070009 电话：010-66554042)

【东兴固收】对于利率水平及降息空间的探讨——宏观利率专题报告（20230512）

核心观点：

政策视角下合适的利率水平：资产回报率和储蓄率水平很大程度上决定了利率和经济增速间的差异。我国的资本回报率偏低而储蓄率偏高，所以我们看到我国的实际利率水平总是低于经济潜在增速。此外我们认为经济体利率市场化进程所处阶段、与海外主要经济体的利差以及银行息差都会在一定程度上影响均衡利率水平。央行认为将实际利率设定为略低于潜在增长率较为合理，可以称之为留有余地的最优策略。

(1) 与投资回报率相匹配的合意利率：当前贷款利率和 10 年期国债利率的合意值分别为 2.34%和 4.81%；(2) 与经济潜在增速相匹配的合意利率：贷款利率和 10 年期国债利率合意区间分别为 3.81%-4.67%、1.69%-2.55%；(3) 与自然利率相匹配的合意利率：10 年期国债收益率运行于 3.3%以下较为合理；贷款利率和 10 年期国债利率名义利率合意区间分别为 4.96%-5.46%、2.66%-3.16%。测算表明，当前我国 10 年期国债利率和贷款利率基本运行在合理区间，但三种方法都指向一个可能的结果：当前 10 年期国债利率水平偏高，贷款利率水平偏低。与我们之前在广谱利率中观察到的结果基本一致。贷款加权平均利率自 2021 年三季度末地产政策放松以来持续下行，从 2021 年三季度的 5%降至 4.14%，而 10 年期国债利率累计下行幅度仅为 15BP。我们认为造成这种差异的原因一方面是由于近一年多以来存款定期化的现象使得商业银行负债端综合成本没有随着部分银行挂牌存款利率的下调而下调，反而略有上升，使得银行配债动力较以往利率下行期显著下降；另一方面是近一年多以来央行结构性货币工具的发力使得贷款终端利率下行速度较快，起到了实质性“降息”的作用。说明信贷直达实体、降低企业融资成本的效果较好。因此 2022 年以来长端国债利率下行较以往的降息周期偏慢了。

我们认为当前最大的风险来自于经济复苏程度不及预期与海外经济下行的共振，经济复苏超预期的概率在下降。因此从经济基本面的角度来看，降息是可能的。我们观察以往的降息周期，在 2014 年-2015 年间，共降息 6 次合计 165BP，当时的降息步长是 25BP；到 2019-2020 年间，降息步长变为了 5BP，共降息 3 次合计 35BP。因此每一轮的降息幅度在 6-7 步长左右。而从去年至今，共降息 2 次，合计 20BP。从这个角度来考虑，年内或许还有 10BP-15BP 的降息空间。在降息的方式以及节奏方面我们认为可能会有更多超预期的情形出现。如果存款利率下行、结构性货币工具的使用或是压缩 LPR 与贷款利率的加点最终实现了贷款利率和国债利率下行，就意味着实现了实质性降息。我们认为调降政策利率和财政发力的时间联动效果会更好，或者也可以为了提振市场预期而进行前瞻性的操作。当然前提是出现了超预期的经济下行和通缩压力，我们认为如果“弱现实”持续兑现的话，二季度和三季度均是可能的政策利率降息窗口。

风险提示：稳增长政策超预期；地产修复超预期

(分析师：贾清琳 执业编码：S1480521070009 电话：010-66554042)

【东兴传媒】分众传媒 (002027.SZ) 2023 年一季报点评：净利润达到去年同期水平，电商客户将带动互联网收入增长 (20230512)

事件：公司发布 2023 一季报，2023Q1 公司实现营收 25.75 亿元，同比减少 12.40%；归母净利润 9.41 亿元，同比增长 1.34%。
点评：

一季度收入小幅下滑，净利润达到去年同期水平。(1) 2023Q1，公司实现营业收入 25.75 亿元，同比减少 12.40%，收入下滑主要源于国内经济和广告市场处于复苏阶段；营业成本 9.83 亿元，毛利率 61.82%，同比下降 1.55 个百分点；(2) 一季度，公司销售费用 4.85 亿元，销售费率 18.82%，同比增加 1.42 个百分点；管理费用 1.26 亿元，管理费率 4.89%，同比下降 1.11 个百分点；研发费用 0.19 亿元，研发费率 0.73%，同比下降 0.12 个百分点；财务费用-0.32 亿元，财务费率-1.22%，去年同期为-0.14 亿元；(3) 一季度，公司归母净利润 9.41 亿元，同比增长 1.34%，业绩回到去年同期水平。展望 2023 年，随着广告市场逐步回暖，公司业绩将稳步恢复和改善。

占据一二线城市优质媒体资源，有序扩张国内外优质资源点位。截至 2023 年 3 月 31 日，(1) 公司电梯电视媒体自营设备约

83.3 万台，覆盖国内 92 个主要城市、香港特别行政区。相比 2022 年底，整体增加 1.5 万个点位，其中一线城市点位 21.0 万个，增加 0.3 万个；二线城市 45.8 万个，增加 0.7 万个；三线及以下城市 5.2 万个，减少 0.1 万个；境外子公司的媒体设备约 11.3 万台，增加 0.6 万个，覆盖韩国、印度尼西亚、泰国、新加坡和马来西亚等国的 70 个主要城市。(2) 公司电梯海报媒体自营设备约 152.5 万个，覆盖国内 70 个主要城市、香港特别行政区以及马来西亚的主要城市；相比 2022 年底，整体减少 0.6 万个点位。展望未来，公司将积极有序的加大境内及境外优质资源点位的拓展力度，进一步优化公司媒体资源覆盖的密度和结构，扩大公司生活圈媒体的领先优势，加强线下品牌集中引爆能力。

日用消费品广告投入稳定，电商客户加大投入将带动互联网收入增长。(1) 2022 年，公司楼宇媒体业务收入 88.75 亿元，分广告主行业，日用消费品 49.40 亿元，占比 52.41%；互联网 10.46 亿元，占比 11.10%；房产家居 7.34 亿元，占比 7.79%；娱乐及休闲 5.94 亿元，占比 6.30%；交通 5.38 亿元，占比 5.70%；商业及服务 4.63 亿元，占比 4.91%；通讯 1.78 亿元，占比 1.89%；杂类 3.94 亿元，占比 4.19%。互联网行业在楼宇媒体收入占比从 2021 年 27.10% 下降至 2022 年的 11.10%，主要源于 2022 年国内电商类广告主及新经济类互联网广告主的广告花费都受到了较大的冲击。(2) 另外，根据公司公告，2023 年第一季度，日用消费品客户表现依然优于整体大盘，与 2022 年同期基本持平；互联网客户下滑比例明显收窄，其中电商类客户实现了正增长。交通类客户在一季度同比实现双位数增长，主要得益于新能源汽车投放的增加。(3) 根据新浪财经新闻，2023 年淘宝天猫 618 是历史上最大投入的一届，预计实现超 600 亿流量曝光。我们认为，阿里巴巴是公司重要互联网电商客户。阿里巴巴加大淘宝天猫 618 流量曝光，将会明显带动公司互联网板块广告收入增长。

投资建议：公司占据“楼宇电梯”核心线下场景，具有强大品牌引爆能力。预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 44.93 亿元，52.59 亿元和 57.48 亿元，对应现有股价 PE 分别为 23X，20X 和 18X，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：互联网复苏不及预期；竞争格局变化风险。

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

【东兴传媒】掌阅科技(603533.SH) 2022 年报点评：数字阅读模式转型，加大人工智能研发投入(20230511)

事件：掌阅科技发布 2022 年年报，公司全年实现营业收入 25.82 亿元，同比增长 24.71%；归母净利润 0.58 亿元，同比下降 61.77%；扣非归母净利润 0.46 亿元，同比下降 69.75%。

点评：

业务成功转型，商业化能力显著提升。2022 年，公司实现营业收入 25.82 亿元(yoy +24.71%)，其中：数字阅读平台收入 22.29 亿元(yoy +43.25%)；版权产品收入 3.15 亿元(yoy -34.69%)，其他产品收入 0.38 亿元(yoy +19.43%)。公司营收实现较快增长主要在于加大战略转型力度，从主要通过终端预装获取流量成功转型为通过互联网市场化获取流量、精细化运营的数字阅读平台；2022 年公司数字阅读平台年平均月活用户数达 1.7 亿人。我们认为，通过“付费+免费”融合发展模式，精细化运营流量，公司平台商业化能力显著提升。

优化渠道成本带动毛利率显著提升，加大营销推广拖累业绩。2022 年，公司营业成本 6.95 亿元，同比减少 29.38%，毛利率提升至 73.10%，同比增加 20.60 pcts，主要源于公司业务结构调整、优化渠道成本。分业务看，公司数字阅读平台免费阅读业务毛利率 74.81%，同比增加 26.39pcts；版权产品业务毛利率 62.05%，同比减少 4.22pcts。费用端，销售费用率 58.78%，同比增加 26.17 pcts；管理费用率 5.93%，研发费用率 8.47%，两者同比小幅增加。三费率增加源于 2022 年公司大力发展免费阅读，加大营销推广力度，推进组织建设和技术基建。公司归母净利润 0.58 亿元，同比减少 61.77%，主要由于投入力度的加大对公司当期业绩有较大影响。我们认为，未来随着平台内容不断丰富，用户线上粘性增强，公司业绩有望修复。

加大人工智能研发投入，致力打造智能阅读平台。2022 年，从 AI 作画领域的 DALL-E2、Stable Diffusion 等 AI 模型，到 ChatGPT 为代表的对话机器人，AIGC 强大的内容生成能力让产业一致认为，AIGC 将塑造数字内容生产与交互新范式。2022 年，公司加大人工智能相关的技术投入，数字阅读平台已经实现了个性化推荐、智能审核和 TTS(Text To Speech, 从文本到语音)等人工智能相关的产品和服务。根据公司 2023 年一季报显示，2023 年公司将加快 AI 大模型在数字阅读垂直领域的调优工作，推动 AIGC 在内容生产、营销推广、产品创新等多方面深化应用；同时以用户为中心，以人工智能技术为支撑，利用公司的数据和场景优势，从领先的数字阅读平台升级至领先的智能阅读平台。

盈利预测与评级：公司数字阅读内容资源储备丰富，通过精细化运营流量，不断提高商业平台价值。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 1.65 亿元，2.18 亿元，2.37 亿元，对应现有股价 PE 分别为 78X，59X，54X，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：（1）用户增长不及预期；（2）数字阅读行业市场竞争加剧；（3）市场推广费用上升导致盈利水平下滑。

（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