

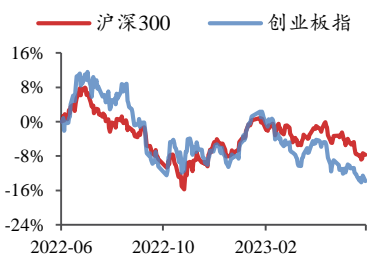
2023年06月06日

开源晨会 0606

市场快报

——晨会纪要

沪深300及创业板指数近1年走势



数据来源：聚源

昨日涨跌幅前五行业

| 行业名称 | 涨跌幅(%) |
|------|--------|
| 传媒 | 2.538 |
| 社会服务 | 1.770 |
| 家用电器 | 1.539 |
| 通信 | 1.236 |
| 纺织服饰 | 1.071 |

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

| 行业名称 | 涨跌幅(%) |
|------|--------|
| 电力设备 | -1.796 |
| 食品饮料 | -1.372 |
| 有色金属 | -1.043 |
| 国防军工 | -0.949 |
| 农林牧渔 | -0.910 |

数据来源：聚源

吴梦迪 (分析师)

wumengdi@kysec.cn

证书编号: S0790521070001

观点精粹

总量视角

【固定收益】经济或呈“L”型复苏——2023年6月十大转债——固收专题-20230605

行业公司

【机械】苹果开发者大会召开在即，关注MR、钛合金等相关设备——行业周报-20230604

【商贸零售】618预售结束，美妆大盘稳健、国货崛起势不可挡——行业周报-20230604

【传媒】积极布局“AI+XR”，密切关注“AI+”产品落地——行业周报-20230604

【海外：ASMPT(00522.HK)】左侧布局封装设备龙头，景气回升驱动估值上行——港股公司首次覆盖报告-20230605

【地产建筑：龙元建设(600491.SH)】三大主业协同发展，新拓BIPV业务未来可期——公司首次覆盖报告-20230605

【地产建筑：万科A(000002.SZ)】单月销售持续增长，投资拿地维持强度——公司信息更新报告-20230605

【计算机：金山办公(688111.SH)】微软拟向Office AI测试客户提价40%，进一步确认公司成长逻辑——公司信息更新报告-20230604

研报摘要

总量研究

【固定收益】经济或呈“L”型复苏——2023年6月十大转债——固收专题-20230605

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 梁吉华（联系人）证书编号：S0790121120045

市场回顾：转债市场震荡偏弱

2023年5月份股指向下调整，尤其是大盘指数调整较多；转债市场延续震荡偏弱态势，市场偏弱的主要原因在于4月份经济数据低于万得一致预期，市场担忧经济复苏的动能不足，开始交易经济环比走弱。

市场展望：经济或呈“L”型复苏

2023年5月数据显示经济环比走弱，正股和转债向下调整，尤其是大盘价值指数下降较多；政策也没有进行强刺激，市场对后续经济复苏存疑，开始交易经济环比走弱。

当前和2016年上半年经济走势类似。2023年一季度经济企稳回升，而到了二季度后经济转弱；2016年一季度同样是经济企稳回升，二季度环比转弱。

经济环比走弱的原因也是相似的。（1）2016年上半年，民间投资增速加速下行；当前民间投资增速也在持续回落；（2）2016年上半年，去库存拖累经济，当前也是在持续释放库存；（3）2016年全年，出口均负向拖累GDP，直到2017年二季度，才开始所谓“全球周期共振”。2023年一季度，净出口对GDP的拉动同样已经变成负值。

监管层对政策的表态是类似的，都没有“强刺激”。

2016年经济运行的节奏是，三季度PMI出现回升，民企出清、民间投资回升，去库存结束，经济走出“L”型走势，市场进入趋势性行情。

当时的经济形势或许也将对2023年后续经济形势和市场起到指示意义。2023年二季度之后，如果能够民企出清、投资回升、企业去库结束，经济或将第二次出现“L”型走势，市场或将企稳回升。

市场从“二十大”之后，是有向好预期的；只是路径上原本期待的是“强刺激+强复苏”，结果预期落空，市场开始交易经济环比走弱；如果经济能够延续复苏，形成“L”型复苏，届时将形成预期差。

转债价格下降溢价率上升，正股表现较弱，分平价来看，中高平价转债估值优化。当前待发行转债较多，6月份或迎来转债发行高峰；公募基金和保险等机构投资者持有转债的规模和持仓占比仍在提升。

2023年6月十大转债：布局风格切换下的低估值

2023年以来，转债市场风格变化是较为明显的。我们可以看到，在经济预期向好的情况下，大盘转债都是跑赢的；5月中旬之后，经济复苏程度不及预期，大盘转债开始走弱。

现在政策主线延续稳增长，扩内需不变，经济延续复苏态势；市场当前已经交易经济环比走弱，继续向下概率较小；后续经济复苏，有望实现预期差。我们推荐内需相关转债，与内需紧密相关的基建链、地产链和大消费有望受益。

择券上，我们建议加大股性转债和新券、次新券的配置力度，关注“中特估”相关转债；市场风格切换较快，在震荡市中寻找部分低估值标的或是最佳策略。

风险提示：稳增长不及预期；疫情复发影响超预期；企业经营变化超预期。

行业公司

【机械】苹果开发者大会召开在即，关注 MR、钛合金等相关设备——行业周报-20230604

孟鹏飞（分析师）证书编号：S0790522060001 | 熊亚威（分析师）证书编号：S0790522080004

苹果全球开发者大会将召开，MR 产品发布在即

苹果官网发布消息称 2023 年全球开发者大会（WWDC）将于当地时间 6 月 5 日至 9 日（北京时间 6 月 6 日至 10 日）召开，内容包括主题演讲和发布 StateoftheUnion、揭晓 Apple 设计大奖等。此外，备受瞩目的 MR 头显 RealityPro 也有望发布。近年来，国内外市场积极推出各类型智能头显产品，并应用于各类场景中，XR 产品技术与应用均实现了突破。中商产业研究院数据显示，2021 年全球 XR 头显出货量达到 1123 万台，同比增长 92.1%，预计 2024 年出货量将达到 2130 万台，复合增长率为 38%。预计此次苹果拟发布的 MR 产品有望带动行业的发展，智能头显行业发展拐点已近。

苹果逐步拓展钛合金在产品中的应用

2022 年 9 月，苹果在秋季发布会上发布 AppleWatchUltra 产品，采用了钛合金材质，考虑到苹果 iPhone15 高端系列 Ultra 命名与 AppleWatch 钛合金系列相同，预计苹果钛合金新工艺有望应用于 iPhone15 中。此外，考虑到亚马逊、XLOONG、RokidAir 厂商都已经在推出的 AR 设备上使用了钛合金，苹果未来发布的头戴式设备也有望逐步使用钛合金。

钛合金工艺加工难度较大，抛磨设备迎来发展机遇

钛合金加工难度大、良率低。由于强度高、导热系数低和化学活性高等特点，钛合金的机械加工难度较大，目前钛合金制品加工大部分采用切削磨削加工技术，需通过金刚石砂带、球形固结磨料磨头、聚晶超硬材料刀具以及不同 CBN 砂轮（钎焊砂轮、电镀砂轮和陶瓷砂轮）等特殊部件进行加工。以手机中框为例，根据艾邦高分子数据，钛合金手机中框整体良率约为 30%-40%，远低于铝合金中框的 80%，因此设备选择上也有相应需求。预计未来钛合金在以苹果为首的消费电子终端大厂持续渗透，将带来可观的抛磨设备增量需求。

受益标的

综合以上分析，建议重点关注抛磨设备、刀具等厂商。受益标的：宇环数控（国内稀缺的高端数控机床研发制造企业，主营产品五轴联动抛光机/数控磨床技术壁垒高）；鼎泰高科（PCB 微型刀具全球领导者，高端数控刀具一体化打开成长空间）；快克智能（国内电子装联设备龙头）；博众精工（国内 3C 自动化设备龙头）；智立方（光学检测设备细分龙头）；科瑞技术（行业领先非标自动化厂商，提前卡位 VR/AR 设备）；赛腾股份（消费电子设备龙头，消费电子与半导体全面发展）；荣旗科技（AI 智能检测龙头，新能源锂电+3C 有望持续增长）；杰普特（专注激光技术，下游进军锂电、光伏、XR 等领域）；华兴源创（硅基 OLED 检测设备核心标的，深度受益于 XR 需求放量）。

风险提示：苹果钛合金技术应用不及预期、XR 行业发展不及预期。

【商贸零售】618 预售结束，美妆大盘稳健、国货崛起势不可挡——行业周报-20230604

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001 | 骆峥（联系人）证书编号：S0790122040015 | 杨柏炜（联系人）证书编号：S0790122040052

618 预售结束，国货美妆崛起势不可挡

本周（5 月 31 日）淘宝天猫 618 大促预售结束，并正式开启第一波开门红活动。整体看，“天猫+抖音”618 美妆预售 GMV 约 116-121 亿元（同比+10.8%~+12.3%）。分平台看，2023 年天猫平台 618 美妆类预售 GMV 约 85.9 亿元（同比+0.03%），整体表现较弱；抖音平台 618 美妆类预售 GMV 约 30-35 亿元（同比+60.3%），表现较好。

分品类看，观察天猫 618 预售护肤/彩妆品类 TOP20 品牌预售数据，我们发现彩妆品类(+39.7%)较护肤品类(3.3%)回暖更明显，且“护肤+彩妆”TOP20 品牌预售 GMV 占天猫 618 美妆预售 GMV 的比例提升 5.2pct，美妆头部品牌“强者恒强”持续验证。分品牌看，天猫 618 预售护肤品类 TOP20 品牌中超高端品牌表现较弱，高端、大众品牌则出现明显分化。国货品牌方面，本次天猫 618 预售 TOP20 护肤/彩妆品牌中，国牌品牌 GMV 占比分别为 22.0%（同比+2.8pct）、30.2%（同比+2.1pct）；具体看，珀莱雅、巨子生物旗下品牌表现突出。从本次 618 美妆预售情况来看，线上美妆大盘稳健复苏，国货美妆品牌持续崛起，我们坚定看好具备强产品力、强品牌力及强运营能力的国货美妆龙头品牌。

行业关键词：重组胶原蛋白、拉富伦、控油精华 2.0、童颜针、DebutBiotech

【重组胶原蛋白】国家药监局发布有关重组胶原蛋白的两大新导则。

【拉富伦】壹芯控股与韩国三养签订“拉富伦”少女针合作协议。

【控油精华 2.0】悦芙媞发布新品“控油精华 2.0”。

【童颜针】康哲药业与西宏医药签订“童颜针”独占协议。

【DebutBiotech】欧莱雅投资合成生物初创公司 DebutBiotech。

板块行情回顾

本周(2023.5.29-2023.6.2, 下同)，商贸零售指数报收 2302.67 点，下跌 0.50%，跑输上证综指(本周上涨 0.55%) 1.05 个百分点，板块表现在 31 个一级行业中位居第 20 位。零售各细分板块中，本周互联网电商板块涨幅最大，2023 年年初至今商业物业经营板块领跑。个股方面，本周华凯易佰(+19.7%)、焦点科技(+18.3%)、盛讯达(+17.1%) 涨幅靠前。

投资建议：关注消费复苏主线下的高景气赛道优质公司

投资主线一（化妆品）：关注具备强产品力、强品牌力及强运营能力的国货美妆龙头，重点推荐珀莱雅等；

投资主线二（医美）：行业具备较强成长性，关注合规龙头企业，重点推荐医美产品龙头爱美客、医美机构龙头朗姿股份；

投资主线三（黄金珠宝）：疫后线下消费复苏，关注黄金珠宝优质品牌以及培育钻石赛道先发卡位品牌，重点推荐潮宏基、老凤祥、周大生和中国黄金等；

投资主线四（跨境电商）：AIGC 等新技术有望带来行业降本增效和生态变革，重点推荐东南亚跨境电商龙头吉宏股份，受益标的华凯易佰等。

风险提示：宏观经济风险，疫情反复，行业竞争加剧等。

【传媒】积极布局“AI+XR”，密切关注“AI+”产品落地——行业周报-20230604

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004 | 田鹏（联系人）证书编号：S0790121100012

苹果 WDC 大会召开在即，Meta 宣布新品 Q3 上线，积极布局“AI+XR”

根据苹果官网，WWDC2023 开发者大会将于太平洋时间 6 月 5 日上午 10 点（北京时间 6 月 6 日凌晨 1 点）举行主题演讲，下午 1 点 30 分举行 PlatformsStateoftheUnion，市场关注的焦点包括 iOS17、macOS14、watchOS10、15 英寸 MacBookAir 及初代 MR 设备的发布。另外，6 月 1 日 Meta 官方宣布新一代 VR 设备 Quest3 将于 2023 年秋季发布，其中 128GB 型号售价为 499.99 美元，MetaCEO 扎克伯格透露 Quest3 采用更纤薄的设计，具有更高的分辨率、更强的性能、突破性的 MetaReality 技术，与 Quest2 相比，Passthrough 中的像素增加了 10 倍，光学外形

缩小了 40%，配备全新设计的 TruTouch 振动手柄具有更流线型和更符合人体工程学的外形，兼容 Quest2 应用商店中的 500 多款 VR 游戏、应用和体验，以及将新增多款 VR/MR 游戏。我们认为，苹果及 Meta 或相继推出 XR 硬件，尤其是苹果的入局有望重新定义 XR 这一全新交互设备的设计标准，并带来类似手机 iOS 应用商店的平台生态，拉动 XR 内容需求，而大语言模型及 AIGC 工具或推动 XR 内容生产大幅降本提效，有助于解决因缺乏内容导致的 XR 硬件难以放量的问题，AI 将推动 XR 应用空间逐步打开；建议继续把握“AI+XR”应用投资机会，包括 XR 游戏、XR 视频、XR 直播、XR 文旅等领域，重点推荐奥飞娱乐、芒果超媒、完美世界，受益标的包括宝通科技、恒信东方、富春股份、恺英网络、风语筑、丝路视觉、东方时尚等。

继续布局“AI+游戏/教育/IP/电商”，密切关注“AI+”产品落地

我们建议继续密切关注 AIGC 应用落地、迭代进展及对相关公司带来的业绩增量，布局“AI+游戏/教育/IP”领域具备流量、内容、数据壁垒的公司。(1) 游戏：密切关注新游戏上线节奏及新老游戏中 AI 带来的玩法创新，近期值得重点关注的游戏包括三七互娱《凡人修仙传》(已于 5 月 24 日上线，七麦数据显示 iOS 游戏畅销榜排名稳定在前 15)、恺英网络《龙行八部之西行记》(6 月 5 日上线)、腾讯《白夜极光》(定档 6 月 13 日)、网易《逆水寒》(定档 6 月 30 日)等；重点推荐姚记科技、腾讯控股、网易-S、吉比特、完美世界、心动公司、创梦天地，受益标的包括三七互娱、星辉娱乐、恺英网络、电魂网络、神州泰岳、巨人网络、宝通科技、盛天网络等。(2) 教育：5 月 29 日世纪天鸿官微宣布 AI 产品“小鸿助教”全线升级，5 月 31 日盛通股份在互动平台表示公司已通过智谱 AI 已开发出内测版本模型“盛通教育学习助手”，教辅出版和教育培训公司的“AI+教育”产品持续落地，后续或带来业绩增量；受益标的包括盛通股份、世纪天鸿、南方传媒、山东出版等。(3) IP：5 月 30 日奥飞娱乐官微宣布与小冰公司签署战略合作协议，双方将共同推动“IP+AI”产业化落地，打造“超级飞侠”、“喜羊羊与灰太狼”等知名动画 IP 主要角色的虚拟数字人及智能玩具，“动画 IP+大语言模型”或推动 AI 亲子陪伴市场空间打开；重点推荐奥飞娱乐，受益标的包括汤姆猫、上海电影、光线传媒等。

风险提示：AIGC 应用进展低于预期，内容行业监管政策变化。

【海外：ASMPT(00522.HK)】左侧布局封装设备龙头，景气回升驱动估值上行——港股公司首次覆盖报告-20230605

吴柳燕（分析师）证书编号：S0790521110001

左侧布局全球封装设备龙头，行业景气回升驱动戴维斯双击

半导体行业仍处于下行周期，公司新增订单承压（指引 2023Q2 新增订单将环比下滑 10% 以上）2023 年业绩承压，待半导体行业景气度回升驱动其 2024-2025 年业绩周期性回升，预计 2023-2025 年归母净利润分别为 15/20/25 亿港元，对应同比增速分别为 -41.1%/31.5%/23.6%。EPS 分别为 3.7/4.9/6.1 港币，当前股价 73.6 港币对应 2023-2025 年 PE 分别为 19.7/15.0/12.1 倍。适合在行业景气下行阶段左侧布局，待半导体行业景气回升驱动业绩估值双升，首次覆盖给予“买入”评级。

封测设备产业链布局完善，并在核心设备保持竞争力

2019 年公司在半导体设备和 SMT 设备市场的市场份额分别为 29%/22%，分别位列第一/第二。我们认为 ASMPT 的龙头地位主要源自：(1) 封测环节链条较长，而公司通过自研和积极并购，目前产品线是同业中完整度最高的；(2) 公司在封测环节的核心设备键合机焊线机中都占据较高的市场份额、在高端 LED 领域率先掌握巨量转移技术从而保持行业领先地位、在 CIS 设备领域公司是唯一能够提供完整产线设备的厂商；(3) 通过核心设备的捆绑销售，有助于其余产品获取市场份额。但公司由于产业链覆盖较长而缺乏在细分领域的高度垄断地位、以及高端产品的领先优势不足，因此其利润率低于同业水平。

周期属性明显，先进封装及汽车/工业占比提升以提升经营韧性

公司半导体业务、SMT 业务 2022 年收入占比为 52%/48%，下游客户包括 IDM、封测厂、foundry、模块/整机组装厂等，其营收取决于封测产能扩张和既有设备替换情况，因此业绩伴随封测相关 capex 投入而呈现周期性。

2022年以来半导体行业景气度下行，封测产能利用率不足、产能扩张放缓，导致ASMPT在内的封测设备厂业绩承压；SMT业务相比半导体业务在周期中相对滞后，部分平滑了整体营收波动。2021年以来公司经营策略聚焦核心业务线、收缩盈利欠佳或不成规模的边缘业务线，2022年先进封装在半导体业务收入占比扩大至38%，汽车/工业应用收入占比扩大至37%，从而提升自身在半导体下行周期的经营韧性。

风险提示：先进封装设备研发推迟、景气复苏不及预期、需求升级不及预期。

【地产建筑：龙元建设(600491.SH)】三大主业协同发展，新拓BIPV业务未来可期——公司首次覆盖报告-20230605

齐东（分析师）证书编号：S0790522010002

三大主业协同发展，新拓BIPV业务未来可期，给予“买入”评级

龙元建设是一家以工程总承包、基础设施领域全生命周期服务、绿色建筑三大主业协同发展的集团公司。公司在建筑总包业务主动优化订单结构，提升市政公建类和国央企开发商比例；PPP业务即将全面收尾，回收稳定现金和利润；绿色建筑领域拟与天合光能合作拓展BIPV业务，与建筑施工业务形成有效协同，培育新的业绩增长点。我们预计公司2023-2025年归母净利润为4.02、8.19和11.63亿元，对应EPS为0.26、0.54、0.76元，当前股价对应PE为19.5、9.6、6.7倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

建筑总包业务主动调结构，订单质量逐步优化

在房地产行业持续低迷的市场环境下，过往公司较为倚重的房建业务出现了较大滑坡。公司积极调整结构，压降住宅类业务比例，提升市政公建类业务比例。2022年，公司建筑总承包板块新承接业务量83.11亿元，业务类型主要集中于公建、市政、厂房、办公楼等项目，占比约90%。同时，在住宅类项目中开发商几乎都为国央企开发商客户，有效控制了应收账款坏账风险。截至2020年末，公司在手订单约为430亿，累计中标项目沿海发达地区（浙江、江苏、福建、广东）订单占比达46.6%，大部分集中在发达地区，受到影响相对较小。随着公司逐年进入运营期的PPP项目越来越多，项目回款金额也在逐年大幅度提升。

绿色建筑前瞻布局，拟与天合光能合作拓展BIPV业务

公司绿色建筑装配式板块初步形成了“以龙元明筑S体系为基础、大地钢构和信安幕墙为助力、与天合能源合资赋能绿色能源建筑产品”的发展模式。公司装配式建筑科技产业园已落子安徽省宣城市，预计达产后可服务长三角地区100万平方的装配式绿色建筑建设，年产值超15亿元。公司已与天合光能签署投资协议，拟以龙元明筑作为双方在BIPV领域的核心合作平台，共同投资开展业务。

风险提示：工程建设进度不及预期、应收账款回收风险。

【地产建筑：万科A(000002.SZ)】单月销售持续增长，投资拿地维持强度——公司信息更新报告-20230605

齐东（分析师）证书编号：S0790522010002

单月销售持续增长，投资拿地维持强度，维持“买入”评级

万科发布2023年5月经营简报，单月销售同比持续提升，投资拿地维持百亿规模。公司开发业务保持稳健，多赛道扩张优势明显，我们认为公司有动力和机会保持现有规模，整体盈利水平将持续修复。我们维持盈利预测，预计2023-2025年公司归母净利润分别为278.0、320.5、342.8亿元，EPS分别为2.33、2.69、2.87元，当前股价对应PE估值分别为6.2、5.4、5.1倍，维持“买入”评级。

单月销售金额同比提升环比微降，累计销售金额降幅收窄

公司5月实现合同销售面积213.1万平方米，合同销售金额329.4亿元，同比分别增长13.7%和7.1%，环比增长3.3%和下降1.6%，销售金额环比连续两个月回落。公司1-5月累计实现合同销售面积1045.1万平方米，合

同销售金额 1677.9 亿元，分别同比增长 6.5% 和下降 0.2%，销售金额累计降幅持续收窄，在克而瑞全口径销售金额榜单中保持第二排名。我们预计在上半年业绩冲刺预期下，公司 6 月或将加快推盘节奏，累计销售金额有望同比转正。

拿地聚焦核心城市，5 月新增 5 宗地块

公司二季度投资动作相较一季度有所增加，5 月单月在上海、成都、西安、东莞和昆山新增 5 宗地块，总土地计容建面 104.1 万方，对应总土地款 146.6 亿元，拿地金额连续三个月超过 140 亿元，拿地金额权益比 58.3%，单月拿地占销售金额比重为 44.5%。1-5 月公司拿地总建面 257.1 万方，对应总土地款 453.8 亿元，拿地金额权益比 61.1%，累计拿地占销售金额比重为 27.0%。

公开市场融资畅通，负债结构优化

公司 5 月公开市场发行 20 亿元中期票据，票面利率 3.10%。截至 2023 年一季度末，公司净负债率 45.5%，长期负债占比进一步提高至 81.5%，“三道红线”持续保持绿档，国际信用评级稳定。同时公司 150 亿元定增的申请文件已于 5 月 19 日获深交所受理。

风险提示：行业恢复不及预期，政策放松不及预期，公司销售恢复不及预期。

【计算机：金山办公(688111.SH)】微软拟向 Office AI 测试客户提价 40%，进一步确认公司成长逻辑——公司信息更新报告-20230604

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 刘道遥（分析师）证书编号：S0790520090001

长期成长路径清晰，维持“买入”评级

我们维持公司 2023-2025 年归母净利润预测为 15.47、21.03、28.52 亿元，对应 EPS 分别为 3.35、4.56、6.18 元/股，当前股价对应 2023-2025 年 PE 为 140.5、103.4、76.2 倍，公司成长前景广阔，发展路径清晰，维持“买入”评级。

微软向部分 Office365 客户提价 40%，以测试 AI 功能

根据海外媒体 The Information 报道，微软向部分 Office365 客户收取 40% 的额外费用以测试 AI 功能。据报道，包括美国银行、沃尔玛、福特和埃森哲等超过 600 个微软大客户在测试其 MicrosoftOffice365 生产力应用程序中的 AI 功能，固定费用为 100,000 美元，覆盖最多 1000 名用户一年。这意味着拥有 1,000 个 license 订阅公司支付的价格比经典版本的至少高出 40%，新版本可以自动执行诸如在 Word 文档中编写文本和创建 PowerPoint 幻灯片等任务。

对标微软 Copilot，公司通过 AI 提升 ARPU 值的成长逻辑进一步确认

中长期来看，大模型将大幅地降低研发门槛，能最终获益的一定是在某个应用领域有良好卡位/竞争壁垒，或者能够基于大模型做出独特应用创新的公司。4 月 18 日，公司宣布即将推出 WPSAI，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，目前 WPSAI 已经逐渐开放内测。我们重申，金山办公已经在办公领域有了较高的技术壁垒和广泛的用户基础，未来在 AIGC 的赋能下，产品智能化程度将逐渐提升，真正提升用户办公效率，从而带动客单价的提升，进一步打开成长空间。

风险提示：AI 产品市场接受度不及预期；市场领域竞争加剧的风险；宏观经济形势影响下游客户的付费能力。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

| | 评级 | 说明 |
|------|------------------|-------------------------|
| 证券评级 | 买入（Buy） | 预计相对强于市场表现 20% 以上； |
| | 增持（outperform） | 预计相对强于市场表现 5%~20%； |
| | 中性（Neutral） | 预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动； |
| | 减持（underperform） | 预计相对弱于市场表现 5% 以下。 |
| 行业评级 | 看好（overweight） | 预计行业超越整体市场表现； |
| | 中性（Neutral） | 预计行业与整体市场表现基本持平； |
| | 看淡（underperform） | 预计行业弱于整体市场表现。 |

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn