东吴证券晨会纪要

2021 年 03 月 25 日

晨会编辑 陈显帆
执业证号：S0600515090001
021-60199769
chenxf@dwzq.com.cn

宏观策略

策略周评：东吴策略·公募发行放缓，风格分化明显——市场温度计

机构行为：最近一周资金分化明显，市场无一致风格选择。外资偏好电力设备、医药、机械等行业，对食品饮料、非银金融、房地产等行业相对谨慎。公募基金抱团减弱，风格分化明显，没有一致的风格选择。

股市流动性：公募基金发行连续两周放缓，最近一周新成立偏股型公募基金 337 亿元，前值 524 亿元。市场情绪有所回暖但仍处低位，A 股市场资金净流入 194 亿元，前值 92 亿元，净流入主要由公募基金发行贡献。

头尾部对比：从绝对股价、净利润同比增速、市盈率角度来看，均为头部跑赢尾部。

情绪与估值：主板和创业板的融资买入额和成交额等情绪指标均有下降；行业间的分化较上周上升。

固收金工

固收点评：洋丰转债：产业链优势显著的磷复肥龙头

农产品价格上涨带动化肥需求回暖。2020 年以来，玉米、水稻、小麦等农产品价格较以前均有不同程度的上涨，有助于激发农户对肥料的需求，此外，主粮价格回暖也促使农民种植意愿提高，对化肥需求和利润水平会有所促进。公司作为磷复肥行业龙头将会显著受益。

产业链一体化优势突出，物流优势越发明显。公司具有年产各类高浓度磷复肥逾 800 万吨的生产能力及 320 万吨低品位磷矿洗选能力。公司对上游原材料进行了布局，为公司构筑了成本领先的竞争优势，且顺应农业现代化发展趋势，产业链向下游延伸至现代农业，产业结构得到进一步完善。

行业

新型烟草：增强监管效能，电子烟拟参照烟草管理

电子烟获名分，条例修改或意在促进行业有序健康发展。细则尚未出台，若参考《民促法实施条例》修订过程，细则落地或需一定周期。传统卷烟专营专卖，全流程监管。电子烟监管的情境分析。投资建议。

推荐个股及其他点评

数据港（603881）：2020 年年报点评：项目利润迎来释放，Q4 业绩延续高增长，全年业绩回暖

由于新基建持续推进，我们将 2021-2022 年的 EPS 从 0.87/1.28 元上调至 0.97/1.43 元，预计 2023 年 EPS 为 1.82 元。当前市值对应 2021-2023 年 PE 为 49/33/26 倍，考虑到云计算仍保持较高景气度，维持“买入”评级。

中国财险（02328）：2020 年报点评：业绩符合市场预期，产险龙头保持稳健

由于行业短期或将面临车险综改所致的保费规模承压及综合成

本率攀升等负面影响，我们下调 2021-2022 年净利润预测 280.3/303.8 亿元至 212.2/220.8 亿元，对应 2021-2022 年 EPS 从 1.26/1.37 元调整至 0.95/0.99 元。但长远来看，车险综改的影响将逐步出清，行业格局得到优化，而中国财险作为行业龙头将深度受益于行业集中度的进一步提升，我们预计 2023 年净利润 234.1 亿元，对应 2023 年 EPS 1.05 元，当前市值对应 2021-2023 年 PE 5.6/5.4/5.1 倍，维持“买入”评级。

友谊时光（06820）：2020 年年报点评：《浮生为卿歌》助力增长，21 年多元女性向产品储备丰富

盈利预测与投资评级：考虑 21 年多款新游上线，前期营销支出较大，我们下调 2021 年 EPS 至 0.29（-0.03）元，预计 2022-2023 年 EPS 为 0.35（持平）/0.40 元，21-23 年对应当前 PE8/7/6 倍，看好公司三大战略实施及公司在女性向手游领域的竞争优势，维持“买入”评级。

金山办公（688111）：2020 年年报点评：付费渗透率稳步提升，业绩高增长有望延续

盈利预测与投资评级：我们将 2021-2022 年的 EPS 从 2.75/4.09 元上调至 2.79/4.13 元，预计 2023 年 EPS 为 5.98 元，对应 PE 分别为 106/72/49 倍。作为国内办公软件龙头，看好今年信创、在线办公加速、订阅服务指标提升（转化率、MAU、消费频次）、云协作等多重因素推动业绩保持高速增长，维持“买入”评级。

宏观策略

策略周评：东吴策略·公募发行放缓，风格分化明显——市场温度计

机构行为：最近一周资金分化明显，市场无一致风格选择。外资偏好电力设备、医药、机械等行业，对食品饮料、非银金融、房地产等行业相对谨慎。公募基金抱团减弱，风格分化明显，没有一致的风格选择。

股市流动性：公募基金发行连续两周放缓，最近一周新成立偏股型公募基金 337 亿元，前值 524 亿元。市场情绪有所回暖但仍处低位，A 股市场资金净流入 194 亿元，前值 92 亿元，净流入主要由公募基金发行贡献。

头尾部对比：从绝对股价、净利润同比增速、市盈率角度来看，均为头部跑赢尾部。

情绪与估值：主板和创业板的融资买入额和成交额等情绪指标均有下降；行业间的分化较上周上升。

风险提示：资金入市规模为大致估算，仅供投资者参考；疫情二次爆发造成企业业绩不及预期；通胀上行超预期。

（证券分析师：姚佩）

固收金工

固收点评：洋丰转债：产业链优势显著的磷复肥龙头

事件

洋丰转债（127031.SZ）于 3 月 25 日开始网上申购：总发行规模为 10 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额将投资于“年产 30 万吨合成氨技改项目”。

当前债底估值为 89.79 元，YTM 为 2.71%。洋丰转债存续期为 6 年，联合评级为 AA/AA，票面面值为 100 元，票面利率第一年至第六年分别为：0.30%、0.50%、1.00%、1.50%、1.80%、2.00%，到期赎回价格为 112 元（含最后一期利息），以 6 年 AA 中债企业债到期收益率 4.6067%（3/23）计算，纯债价值为 89.79 元，纯债对应的 YTM 为 2.71%，有一定的债底保护性。

当前转换平价为 99.8 元，平价溢价率为 0.20%。转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日至转债到期日止，即 2021 年 10 月 8 日至 2027 年 3 月 24 日。初始转股价 20.13 元/股，正股新洋丰 3 月 23 日的收盘价为 20.09 元，对应的转换平价为 99.8 元，平价溢价率为 0.20%。

转债条款中规中矩，总股本和流通盘的稀释率分别为 3.67%和 4.02%。下修条款为“15/30、85%”，有条件赎回条款为“15/30、130%”，有条件回售条款为“30、70%”，条款中规中矩。正股新洋丰总股本约 13.05 亿，按初始转股价 20.13 元计算，转债发行 10 亿对总股本稀释率为 3.67%，对流通盘的稀释率为 4.02%，对总股本和流通盘造成的摊薄压力均较小。

我们预计上市价格在 103.58~115.13 元区间，网上中签率 0.0052%。综合可比标的，考虑到洋丰转债有一定的债底保护性、评级尚可、规模吸引

请务必阅读正文之后的免责声明部分

力一般，我们预计上市首日转股溢价率在 10%左右，对应的上市价格 103.58~115.13 元区间。我们预计股东配售比例 65.79%，预计网上中签率为 0.0052%，建议积极申购。

观点

农产品价格上涨带动化肥需求回暖。2020 年以来，玉米、水稻、小麦等农产品价格较以前均有不同程度的上涨，有助于激发农户对肥料的需求，此外，主粮价格回暖也促使农民种植意愿提高，对化肥需求和利润水平会有所促进。公司作为磷复肥行业龙头将会显著受益。

产业链一体化优势突出，物流优势越发明显。公司具有年产各类高浓度磷复肥逾 800 万吨的生产能力及 320 万吨低品位磷矿洗选能力。公司对上游原材料进行了布局，为公司构筑了成本领先的竞争优势，且顺应农业现代化发展趋势，产业链向下游延伸至现代农业，产业结构得到进一步完善。公司位于农业产区华北平原-长江中下游皮暖的中心位置，水路、铁路、公路四通八达。在当前铁路运力紧张，运价不断上调的背景下，物流优势越发明显。

产品结构逐步优化，向薄弱市场发力。在新产能方面，公司的 30 万吨/年的合成氨技改项目稳步推进，同时新投资的 30 万吨/年的高品质经济作物作用肥料在建，上述产能相继投产后将进一步优化公司的产品机构，并提高公司的产业链一体化，使公司实现上游原材料合成氨的自给，保障公司业绩提升。此外，公司在湖北、东北、河南等重点市场已经建立绝对领先的优势，对于西南、东南等相对薄弱的市场作为重点市场，不断加大资源投入，提升市场占有率。

风险提示：原材料价格大幅波动，下游需求不及预期，新建产能投放进度不及预期。

（证券分析师：李勇）

行业

新型烟草：增强监管效能，电子烟拟参照烟草管理

投资要点

事件：3 月 22 日，工信部和国家烟草专卖局研究起草了《关于修改〈中华人民共和国烟草专卖法实施条例〉的决定（征求意见稿）》，拟在附则中增加一条“电子烟等新型烟草制品参照本条例中关于卷烟的有关规定执行。”公开征求意见将于 4 月 22 日截止。

电子烟获名分，条例修改或意在促进行业有序健康发展：根据说明，本次修改明确电子烟属性为“与传统卷烟在核心成分、产品功能、消费方式等方面具有同质性”，并确定监管主体，亦相当于认可电子烟产品的合理存在。我们认为本次修改的核心目的在于规范、整改电子烟产品质量安全风险、虚假广告等问题，特别是与未成年人保护等相关法律法规衔接，切实保护消费者权益。而“经济利益”或是次要考虑，根据灼识咨询统计，2019 年国内电子雾化烟市场为 15 亿美元，而当年中烟利税超过 1.2 万亿元，因此电子烟体量尚且较小。

细则尚未出台，若参考《民促法实施条例》修订过程，细则落地或需一

请务必阅读正文之后的免责声明部分

定周期：2018 年 4 月教育部发布《民促法实施条例》征求意见稿，同年 8 月司法部对送审稿公开征求意见。经过逾 2 年，于 2020 年 11 月方才列入立法计划。而目前对于电子烟的定义、尼古丁含量、产品标准等尚未有明确规定，因此电子烟监管细则同样可能需要一定周期进行市场调研和探讨。此外，由于征税理论上需修订税法，也将需一定周期落地。

传统卷烟专营专卖，全流程监管：根据现实施条例，国家的烟草专卖品的生产、销售和进出口，均实施垄断经营、统一管理，设生产、批发、零售三类许可，例如生产端，目前仅 19 家中烟子公司拥有相关许可，可细化追踪到每包烟，因此管控非常严格。而我们认为“参照”并非“按照”，考虑到国内电子烟产业在国际的领先地位、出口创汇和大量就业，短期内将电子烟完全纳入中烟体系专营专卖概率较小。

电子烟监管的情境分析。我们认为电子烟监管细则初期将围绕尼古丁源头管控、生产端资质管理、零售端牌照管理等方面，我们假设不同情境：

（1）乐观情境：对零售终端实施牌照管理，参考卷烟零售许可获取难度不高，对门店间距离等方面进行限制，因此单区域门店密集度将下降，但全国覆盖面可能提升。该情境下，中烟可通过终端严管，实现限制青少年接触、非法广告等，并将管控向生产端传导；中小玩家长期面临出清，而悦刻、思摩尔等龙头仍可积极参与，甚至实现集中度进一步提高；

（2）中观情境：叠加对上游尼古丁来源，即烟农废烟叶严格管控，控制电子烟油所用尼古丁的供应，从而实现对电子烟整体规模的控制。该情境下，原料供给被限制，电子烟仍将发展，但增速将被限制；

（3）极端情境：中烟深入到电子烟产业各个环节，实施专营专卖。该情境下，民营企业参与度大大降低，仅能参与价值较小的辅助生产环节；

（4）税收：我们认为所有情境下都将叠加征税，但环节、税率等或有差异，同时法理流程可能较长，因此短期影响较小，但远期将影响利润率。

投资建议：实施条例修改核心在于明确电子烟名分和监管主体，行业影响仍待具体细则出台。逻辑推演下，电子烟产业将结束野蛮生长，虽有政策不确定性，但更可能健康发展，继续关注政策演变。目前，思摩尔业务近 70%来自出口，且技术壁垒显著，政策冲击相对有限，建议关注。同时，HNB 有望随监管推进获得进展，建议关注华宝国际等相关标的。

风险提示：政策监管趋严风险，渠道拓展不及预期

（证券分析师：汤军　研究助理：樊荣）

推荐个股及其他点评

数据港（603881）：2020 年年报点评：项目利润迎来释放，Q4 业绩延续高增长，全年业绩回暖

投资要点

事件：数据港 2020 年实现营业总收入 9.10 亿元，同比+25.20%，实现归母净利润 1.36 亿元，同比+23.58%，实现 EBITDA5.41 亿元，同比+53.82%。其中 2020 年 Q4 实现营业收入 2.58 亿元，同比+51.96%，实现净利润 0.26 亿元，同比+54.13%，全年业绩回暖，符合我们预期。公司拟每 10 股派

请务必阅读正文之后的免责声明部分

发 0.60 元现金红利（含税）。

Q4 业绩延续高增长，经营质量稳定向好：2020 年，公司前期投入的数据中心项目随终端客户上电进度加快，运营收入逐步释放，Q3、Q4 的营业收入分别同比增长 52.91%、51.96%，带动全年业绩稳步向上。2020 年全年毛利率为 39.89%，较 2019 上升 3.43pp。分产品来看，IDC 服务毛利率为 41.11%，较 2019 上升 3.51pp；云销售毛利率上升 5.18pp；IDC 解决方案毛利率下降 23.36pp。综合来看，数据港经营质量稳定向好。

研发投入加大，新交付项目收款待结算：2020 年，公司研发费用为 0.40 亿元，同比增长 49.98%，意在提高数据中心技术应用水平、运维管理能力，并实现绿色化发展。2020 年 Q4 公司三费合计 0.60 亿，较 2019 年 Q4（0.43 亿元）增长 0.17 亿元；2020 年 Q4 费用率为 23.29%，较 2019 年 Q4（22.72%）上升 0.58pp。由于新交付项目收款待结算，2020 年经营活动现金流净额为 1.67 亿，同比下降 12.14%.

继续投入新项目建设，加大京津冀布局规模：受益于“新基建”、5G 的推动，公司业务需求快速提升，继续加大项目投资建设，有望进一步提升市场份额。2020 年。公司新建数据中心项目总投资额约 37.84 元，投资活动现金流净额-16.23 亿，同比增长 36.42%。公司中标中国联通（怀来）大数据创新产业园一期项目，加强了公司在京津冀地区的布局规模。

盈利预测与投资评级：由于新基建持续推进，我们将 2021-2022 年的 EPS 从 0.87/1.28 元上调至 0.97/1.43 元，预计 2023 年 EPS 为 1.82 元。当前市值对应 2021-2023 年 PE 为 49/33/26 倍，考虑到云计算仍保持较高景气度，维持“买入”评级。

风险提示：数据中心建设、结算进度不及预期；疫情影响项目进度。

（证券分析师：侯宾　研究助理：姚久花）

中国财险（02328）：2020 年报点评：业绩符合市场预期，产险龙头保持稳健

事件：公司发布 2020 年年报，实现归母净利润 208.68 亿元，同比-14.1%，对应 EPS0.94 元/股；归母净资产 1875.13 亿元，同比 10.3%，对应 BVPS 为 8.43 元/股；全年总保费收入 4331.87 亿元，与去年持平；综合成本率 98.9%，同比减少 0.3pct；ROE 为 11.6%；整体业绩符合市场预期。

投资要点

综合成本率下行，盈利能力稳步增长：公司 2020 年全年实现归母净利润 208.68 亿元，同比下滑 14.1%。剔除 2019 年手续费税收政策变化的影响后，归母净利润稳健增长 4.1%。具体来看：1）公司主动规避高风险业务，优化业务结构，助推 2020 年承保利润增加 31.5%至 41.77 亿元，对应财险综合成本率降低 0.3pct 至 98.9%，其中赔付率 66.2%，与去年持平，费用率 32.7%，同比下降 0.3pct.，整体优于同业；2）投资资产规模持续增长，总投资收益率略有下滑。2020 年公司总投资资产 5075.25 亿元，同比增长 9.2%，实现总投资收益 231.80 亿元，总投资收益率略微下降 0.1pct.至 4.8%。

疫情冲击下，车险承保利润同比增长 7.4%，彰显业务韧性：1）2020 年面临新冠疫情所致的汽车产销量下降，公司车险保费收入仍同比增长 1.0pct 至 2656.51 亿元，凸显龙头实力。2）公司通过科技理赔、驾安配等

请务必阅读正文之后的免责声明部分

手段实现降本增效，车险承保盈利扩大，综合成本率同比下降 0.2pct 至 96.5%，其中赔付率下降 1.8pct 至 58.0%，随着公司持续改善业务结构与精准定价能力，经营效能得到释放，我们预计成本率将继续下行。

信保业务承压抬升成本率，非车险业务同比减少 1.4%：1）2020 年实现非车险保费 1663.68 亿元，同比减少 1.4%，其中企财险/意健险/责任险/货运险/信保险/农险保费为 142.58/661.87/284.67/38.07/52.83/357.54 亿元，同比分别变动+0.2%/+14.8%/+4.6%/-4.1%/-76.8%/+17.4%。非车险保费占比降低 0.8pct 至 38.5%，主要系公司一方面加强风险管控，主动缩减信用保证险业务及融资性信用保证保险业务规模的监管收紧所致；2）疫情影响下信用违约风险提升，信保业务赔付率明显上升。2020 年公司整体信用保证险赔付率同比大幅上升 46.6pct 至 124.7%。

盈利预测与投资评级：由于行业短期或将面临车险综改所致的保费规模承压及综合成本率攀升等负面影响，我们下调 2021-2022 年净利润预测 280.3/303.8 亿元至 212.2/220.8 亿元，对应 2021-2022 年 EPS 从 1.26/1.37 元调整至 0.95/0.99 元。但长远来看，车险综改的影响将逐步出清，行业格局得到优化，而中国财险作为行业龙头将深度受益于行业集中度的进一步提升，我们预计 2023 年净利润 234.1 亿元，对应 2023 年 EPS1.05 元，当前市值对应 2021-2023 年 PE5.6/5.4/5.1 倍，维持“买入”评级。

风险提示：1）宏观经济低迷造成产险保费增速下滑；2）短期车险费改造成竞争加剧及利润下滑；3）意外灾害事件发生造成行业承保亏损。

（证券分析师：胡翔　证券分析师：朱洁羽）

友谊时光（06820）：2020 年年报点评：《浮生为卿歌》助力增长，21 年多元女性向产品储备丰富

投资要点

事件：2020 年公司实现营收 21.82 亿元，yoy+29.2%，归母净利润 5.04 亿元，yoy+21.2%，业绩符合预期，增长主要源于《浮生为卿歌》产生收益增加。公司宣布拟派发每股普通股 12 港仙股息，股息率约为 4.3%。

点评：《浮生为卿歌》展现公司女性向手游领先研发实力，经典游戏长线运营稳定。2019 年底公司上线自研 3D 开放式古风养成女性向手游《浮生为卿歌》，游戏上线后最高达 iOS 畅销榜第五名，20 年 iOS 畅销榜平均排 20 名，表现超市场预期展现公司“她”手游领先研发实力同时贡献稳定业绩增量。游戏产品表现出色带动公司 20 年注册用户数达 1.31 亿（yoy+21.2%），月 ARPPU 达 715.5 元（yoy+34.6%）。海外市场《浮生为卿歌》已上线韩国，最高达 iOS 畅销榜 15 名，未来将陆续上线日本、北美地区，贡献业绩增量。老游戏方面，公司采用长生命周期运营战略，产品表现稳定，公司《熹妃传》已运营近 6 年，目前运营仍保持稳定更新。新老游戏表现出色，共同推动公司业绩增长。

毛利率小幅提高，《浮生为卿歌》营销推广带动销售费用增加。2020 年公司毛利 14.68 亿元（yoy+33.2%），毛利率为 67.3%（yoy+2.1pct）。销售费用 6.12 亿元（yoy+55.7%），销售费用率 28.1%（yoy+4.8pct），销售费用增长主要由于《浮生为卿歌》上线买量投入加大，20 年上半年公司销售费用率达 36.1%，下半年游戏进入利润回收期，销售费用率下降。研发费用 2.65 亿元（yoy+18.4%），研发费用率（yoy-1pct）。管理费用 0.46 亿元（yoy-25.4%），管理费用减少主要由于 2019 年管理费用包含上市费用。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

围绕多元化、商业化 IP、全球化三大战略深度布局，公司产品线丰富。多元化品类方面，公司立足优势古风品类储备有国风社交手游《凌云诺》、《此生无白》（4 月公测），公司还储备有现代职场手游《杜拉拉升职记》。另外公司已在多地投资研发团队，将获得团队研发游戏产品全球代理权，丰富公司产品矩阵。商业化 IP 方面，公司已形成古风系、现代题材、精灵世界三大 IP，其中古风 IP 方面公司计划围绕浮生大世界打造“浮生五部曲”，继《浮生为卿歌》后第二代产品《代号：FS2》正在研发中，有望扩大 IP 影响力。全球化方面，公司将依靠与 Google 等巨头良好合作关系，贯彻本地化打法，进一步提升海外研运能力。

盈利预测与投资评级：考虑 21 年多款新游上线，前期营销支出较大，我们下调 2021 年 EPS 至 0.29（-0.03）元，预计 2022-2023 年 EPS 为 0.35（持平）/0.40 元，21-23 年对应当前 PE8/7/6 倍，看好公司三大战略实施及公司在女性向手游领域的竞争优势，维持“买入”评级。

风险提示：老游流水下滑，新游接力不及预期，行业监管趋严

（证券分析师：张良卫　研究助理：李赛）

金山办公（688111）：2020 年年报点评：付费渗透率稳步提升，业绩高增长有望延续

事件：公司 2020 年实现营收 22.61 亿元，同比增长 43.14%，归母净利润为 8.78 亿元，同比增长 119.22%，扣非净利润 6.12 亿元，同比增长 94.59%，符合市场预期。

投资要点

订阅和授权业务高增长，订阅业务营收占比近半：分业务看，办公软件授权业务营收 8.03 亿，同比增长 61.90%，营收占比 35.51%，实现大幅增长主要系为政企用户提供优质的云办公、云协作应用服务，推动用户从桌面端及移动端使用向云端和协作应用转化，提升政企用户渗透率。办公服务订阅业务营收 11.09 亿，同比增长 63.18%，营收占比 49.04%（2019 年 43.02%），主要来源于个人客户订阅业务的增长，2020 年个人客户订阅业务同比增长 64.1%。随着移动办公及云协作办公深入改变用户使用习惯，公司积极开辟了多元化售卖渠道，推动个人服务订阅业务收入高速增长。同时企业级“云化”需求增加也推动 WPS+等面向中小客户群体的云办公产品业务发展迅速。互联网广告推广业务营收 3.49 亿，同比减少 13.61%，营收占比 15.44%，主要系为优化用户在云办公、云协作场景下的使用体验，主动缩减了传统互联网广告的投放规模。

云业务指标均实现大幅增长：毛利率方面，整体毛利率 87.71%（+2.12pct），办公软件授权、办公服务订阅、互联网广告推广毛利率分别为 96.07%（-1.40pct）、84.71%（+3.98pct）、78.00%（-1.16pct）。费用率方面，销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 21.35%（-0.48pct）、9.40%（+0.81pct）、31.44%（-6.47pct），管理费用率增长主要系股权激励费用增加。期末合同负债 8.33 亿元，较期初增长 130.82%。经营性现金净流量 15.14 亿元，同比增长 158.57%，持续强化云化逻辑。

MAU 和付费转化率均有明显提高：公司主要产品月度活跃用户数保持稳定增长，截至 2020 年 12 月 31 日，公司主要产品（不含金山文档）月度活跃用户（MAU）已达到 4.74 亿，同比增长 15.33%，环比增长 3.72%。其中 WPSofficePC 版月度活跃用户数 1.85 亿（同比+20.13%）；移动版月

请务必阅读正文之后的免责声明部分

度活跃用户数 2.82 亿（同比+13.71%）；公司其他产品如金山词霸等月度活跃用户数接近 0.1 亿。2020 年度，公司累计年度付费个人会员数达到 1962 万，同比增长 63.23%。付费转化率提升至 4.14%（2019 年底为 2.92%）。同时，2020 年个人及“WPS+”用户通过公有云服务上传云端文件数量已达 898 亿份（2019 年 501 份）。

盈利预测与投资评级：我们将 2021-2022 年的 EPS 从 2.75/4.09 元上调至 2.79/4.13 元，预计 2023 年 EPS 为 5.98 元，对应 PE 分别为 106/72/49 倍。作为国内办公软件龙头，看好今年信创、在线办公加速、订阅服务指标提升（转化率、MAU、消费频次）、云协作等多重因素推动业绩保持高速增长，维持“买入”评级。

风险提示：产品单一风险；付费用户增长不及预期；云化不及预期。

（证券分析师：张良卫　研究助理：王紫敬）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：http://www.dwzq.com.cn