

2023年3月21日星期二

分析师推荐

【东兴传媒】阅文集团（0772.HK）2022年业绩公告点评：国内网文业务基本盘稳定，IP可视化战略持续推进（20230320）

事件：公司发布2022年业绩公告，公司实现营业收入76.26亿元，同比减少12%；Non-IFRS归母净利润13.48亿元，同比增长9.6%。

点评：

主营收入短期承压，版权运营市场空间广阔。2022年，公司实现营业收入76.26亿元，同比减少12%。其中：（1）在线业务收入43.64亿元，同比减少17.8%，其中自有平台产品收入34.83亿元，同比减少9.5%，主要源于公司实施降本增效措施，减少了用户获取的营销开支；腾讯产品渠道收入5.91亿元，同比减少26.9%，主要源于免费阅读广告收入受宏观市场因素影响而下降；第三方平台收入2.9亿元，同比减少55.4%，主要源于公司中止了与一些第三方分销平台的合作。（2）版权运营业务收入31.6亿元，同比减少2.2%，主要源于公司自营网络游戏收入下滑，而影视电影、版权授权、动漫等收入增长稳健。我们认为，主营收入短期承压，主要源于公司在线阅读业务向高质量发展转型，主动压缩成本以及优化业务方向；版权运营在IP可视化战略下，市场空间广阔。

降本增效初见成效，运营效率有望进一步提升。2022年，公司营业成本35.96亿元，毛利率52.8%，同比下降0.3个百分点，毛利率基本保持稳定主要源于在线业务的内容成本和平台分销成本的分成比例稳定。销售费用20.03亿元，同比下降25.9%，主要源于在线业务的推广及广告开支的减少；管理费用12.38亿元，同比下降6.5%，主要源于研发开支及专业服务费的减少；Non-IFRS归母净利润13.48亿元，同比增长9.6%，净利率17.7%，同比提升3.5个百分点。我们认为，随着降本增效策略的持续推进，公司有望进一步优化成本结构并提升运营效率。

国内网文业务基本盘稳定，海外市场成为潜在增长点。截至2022年底，公司自有平台产品及腾讯自营渠道的平均月活用户2.44亿，同比减少1.9%。其中：公司自有平台产品的月活用户数为1.1亿，同比减少5.8%，主要源于用户获取的营销开支的减少；腾讯自营渠道的月活用户数则达到1.34亿，同比增长1.6%，保持稳定。2022年自有平台产品及腾讯产品自营渠道的平均月付费用户数790万人，付费率3.2%，同比下降0.3个百分点；每名付费用户平均每月贡献收入37.8元，同比下降4.8%。另一方面，2022年公司国内在线阅读平台新增约54万名作家及95万本小说；持续加强反盗版体系并在2022年收获明显成效，优质内容数量以及收入增长明显；以及公司海外平台WebNovel发展良好，平台目前提供约2900部中文译文作品和约50万部当地原创作品。我们认为，公司国内网文业务基本盘稳定，并向高质量及多样性发展，海外

A股港股市场

指数名称	收盘价	涨跌%
上证指数	3,255.65	0.64
深证成指	11,427.25	1.6
创业板	2,337.26	1.98
中小板	7,464.89	1.45
沪深300	3,982.38	1.1
香港恒生	19258.76	1.36
国企指数	6549.78	1.24

A股新股日历（本周网上发行新股）

名称	价格	行业	发行日
安达科技	13.00	电力设备	20230313
东和新材	8.68	基础化工	20230315
联合水务	5.86	环保	20230316
科瑞思	63.78	通信	20230317
未来电器	29.99	电力设备	20230317
苏能股份	6.18	煤炭	20230317
海通发展	37.25	交通运输	20230317

*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
百甲科技	4.00	建筑装饰	20230314

*价格单位为元/股

数据来源：同花顺，东兴证券研究所

市场成为潜在增长点。

IP 可视化战略持续推进，商业化价值有望加速释放。在 IP 可视化方面，公司围绕优质 IP 储备，在影视、动画、漫画等领域均取得了明显进展，在报告期内推出了电影《这个杀手不太冷静》、电视剧《人世间》、动画《斗破苍穹缘起》和漫画《大奉打更人》等热门作品。在 IP 商品化方面，公司持续拓展 IP 衍生商品形态，在消费品、潮流玩具等领域取得了初步进展，例如公司授权推出的《斗破苍穹》多款雕像累计 GMV 就超过了 2000 万元，公司自主研发的《诡秘之主》系列盲盒也即将面世。我们认为，公司未来仍将持续推动优质 IP 的全链路开发，加速 IP 可视化进程和衍生商品开发进程，IP 影响力和商业价值将持续提升。

投资建议：阅文集团是国内网络文学市场龙头，拥有强大的创作者阵营和丰富的作品储备，未来公司有望不断强化自身的 IP 全产业链运营能力，加速释放 IP 商业化价值。我们预计 2023-2025 年公司 Non-IFRS 净利润分别为 17.60 亿元，19.95 亿元和 23.08 亿元，对应现有股价 PE 分别为 18X，16X，14X。给予公司 2024 年 25XPE 估值，对应每股目标价 37.8 元人民币（43.1 港元），维持“强烈推荐”评级。

风险提示：（1）免费阅读模式持续冲击导致付费用户数减少；（2）影视行业强监管政策超预期；（3）公司 IP 产业链整合进展低于预期。

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

【东兴交运】中通快递-SW(2057.HK)：单票利润持续提升，市场份额稳健扩张（20230320）

事件：公司发布第四季度财报，公司去年四季度单季实现业务量 65.93 亿件（同比提升 3.9%），市场份额提升 1.5%至 21.6%，单季实现调整后净利润 21.2 亿元，同比增长 21.5%。全年公司实现业务量 243.9 亿件（同比提升 9.4%），市场份额提升 1.5 个百分点至 22.1%，实现调整后净利润 68.1 亿元，同比增长 37.6%。

四季度疫情考验下表现优异，加盟网络稳定的优势得到凸显：公司去年四季度盈利同比提升 21.5%。由于疫情影响，行业件量增速整体低迷，公司件量增速也仅 3.9%，因此大部分利润增量来源于单件盈利的提升。收入方面，公司四季度单件收入 1.45 元，同比提 4.9%；成本方面，公司四季度单件成本下降 0.7%，其中单件运输成本下降 2.5%，主要受益于公司自有车队持续扩容，路线规划的优化以及四季度高速公路货车收费减免 10%的政策；单件分拣成本提升 2.2%，主要是由于疫情下件量不及预期，固定成本通过业务规模增长来摊薄的降本路径受阻。

结果上看，四季度公司单件收入增长且单件成本微降，使得单件盈利从去年同期的 0.28 元提升至 0.32 元；同时公司市场份额同比提升 1.5 个百分点，实现了盈利增长与市场份额增长兼顾。我们认为公司精细化的管理以及稳定的

加盟商网络使得公司能够在疫情这种高度不确定的环境下提供比竞争对手更加稳定的快递服务，客户也愿意为配送的稳定性付出一定的溢价，这构成了中通盈利与份额双增的基础。

预计 23 年公司盈利增长主要依靠业务量提升和降本增效：中通财报中预计 2023 年业务量将实现 287.8-297.5 亿件，同比增长 18%-22%，并希望能提升 1.5% 的市占率。考虑到去年疫情导致较低的基数，以及中通始终高于行业的增长率，我们认为公司制定的增长目标较为合理。

单件收入方面，我们认为去年全年行业都维持了较高的单件收入水平，特别是疫情导致的件量下降和成本增加也一定程度上推高了行业单价，这导致今年单价继续提升的难度较大。预计今年公司单件收入走平或微降。

成本方面，预计今年公司有较大的降本增效空间。公司的加盟网络建设已经较为成熟，资本开支开始收缩，这种情况下，公司可以通过件量提升持续摊薄单件固定成本。虽然去年由于疫情影响导致规模效应的发挥受到限制，但今年则大概率没有这个问题，因此今年公司的成本改善值得关注。

盈利预测与估值建议：我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 81.4、95.5 与 111.2 亿，对应 PE 分别为 19.2、16.4 和 14.1 倍。监管环境及行业竞争格局的改善有助于公司盈利的持续释放，疫情推动客户从重价格向重服务方向改变，也将进一步突出中通网络稳定性方面的优势。公司作为通达系龙头的地位稳固，估值具有较强吸引力，维持“推荐”评级。

风险提示：行业政策出现重大变化、价格战烈度超预期、宏观经济增速下滑。
(分析师：曹奕丰 执业编码：S1480519050005 电话：021-25102904)

重要公司资讯

- 1. 特斯拉：**欧洲汽车制造商协会(ACEA)周二发布的数据显示，特斯拉 2 月在欧盟国家的新车注册量达到 19249 辆，较去年同期的 12860 辆飙升约 50%。特斯拉 2 月份占据了欧盟纯电动汽车市场份额的 19.8%，超过去年同期的 18.5%。在欧盟乘用车市场的份额为 2.4%，高于去年同期的 1.8%。（资料来源：同花顺）
- 2. 天奇股份：**天奇股份公告与中国诚通生态有限公司签署《战略合作框架协议》，双方拟在锂电池回收循环利用领域进行全方位深度合作。双方将围绕设立合资公司共建产能、合作孵化电池银行项目、共建回收生态体系、共享产业资源等多方面开展，合作开展电池梯次利用及电池元素再生业务，共建锂电池服务管理体系，构建电池回收生态。（资料来源：同花顺）
- 3. 上海机场：**据上海机场官微，3 月 26 日，虹桥机场将恢复国际、港澳台航线。东上航、国航、日航、全日空航空、大韩航空、韩亚航空、国泰航空、香港航空、澳门航空、中华航空、长荣航空等 11 家航空公司将进驻虹桥机场 1 号航站楼运营。（资料来源：同花顺）
- 4. 鼎胜新材：**公司及全资子公司杭州五星铝业有限公司、内蒙古联晟新能源材料有限公司与宁德时代新能源科技股份有限公司签订了《战略合作协议》。在 2023 年-2025 年期间，基于鼎胜新材生产较行业水平具有一

定竞争优势，为宁德时代提供最具有竞争力的产品。同时公司供应宁德时代的锂电池铝箔份额不低于其需求的 50%。（资料来源：同花顺）

5. **亿纬锂能**：3月20日，2023年辽宁省一季度重点项目集中开工动员大会暨亿纬锂能储能与动力电池项目开工仪式在沈阳市铁西区举行。全省1816个新项目集中开工，总投资超4700亿元，项目数量、规模、质量均达到历年同期最好水平。。（资料来源：同花顺）

经济要闻

1. **国家能源局**：截至2月底，全国累计发电装机容量约26.0亿千瓦，同比增长8.5%。其中，风电装机容量约3.7亿千瓦，同比增长11.0%；太阳能发电装机容量约4.1亿千瓦，同比增长30.8%。（资料来源：同花顺）
2. **山西**：山西省工信厅发布《山西省信息化和工业化融合发展2023年行动计划》，旨在加快推进信息通信基础设施建设，深化以5G、大数据、工业互联网、人工智能等为代表的新一代信息技术与制造业融合发展，加速推进企业数字化、网络化、智能化发展，为构建现代化产业体系、推进制造业高质量发展提供保障。《行动计划》提出，到2023年年底，山西省将新建5G基站2.5万个，累计建成5G基站9.21万个，提前完成“十四五”5G基站建设任务。（资料来源：同花顺）
3. **上海**：上海海关发布的数据显示，今年前2个月，上海市外贸进出口值创历史同期新高，达到6815.6亿元人民币，较去年同期增长0.7%。其中，进口4159.9亿元，较去年四季度下降4.7%转为增长4.7%；出口2655.7亿元，下降4.9%。新能源优势产业出口旺盛。电动载人汽车、锂电池、太阳能电池出口延续去年四季度以来的增势，分别增长61.1%、194.8%、58.9%，合计拉动出口总体增长5.4个百分点。（资料来源：同花顺）
4. **交通运输部**：交通运输部网站发布2022年水路运输市场发展情况和2023年市场展望指出，2023年沿海集装箱运价将有所回落。预计2023年国际市场对于国内沿海集装箱运输的外溢作用有所降低，部分运力从国际市场回归国内沿海市场，沿海集装箱船舶运力供给总体有所增长，运价将有所回落。（资料来源：同花顺）
5. **中国人民银行**：2023年3月21日，中国人民银行在香港成功发行了50亿元6个月期人民币央行票据，中标利率为2.20%。投标总量约为302亿元，超过发行量的6倍，表明人民币资产对境外投资者有较强吸引力，也反映了全球投资者对中国经济的信心。（资料来源：同花顺）

每日研报

【东兴非银行金融】非银行金融行业跟踪：险企负债端边际改善，建议继续重点关注（20230320）

证券：本周市场日均成交额环比增加 500 亿至 0.88 万亿；两融余额（3.16）持平于 1.59 万亿。周五央行公告将于 3 月 27 日降准 0.25 个百分点，降准后金融机构加权平均存款准备金率约为 7.6%。超预期降准进一步缓解了近期市场流动性偏紧的局面，对证券板块构成直接利好。同时，周五中金所公告将于 3 月 20 日调降沪深 300、上证 50、中证 500、中证 1000 股指期货各合约平今仓交易手续费至成交金额的万分之 2.3（此前为 3.45），调降幅度达 33%。调降股指期货手续费率也能对改善市场流动性起到一定积极作用。此外，根据中证登数据，2 月新增投资者达 167.68 万，环比增长 98.5%，券商分公司、营业部开门红效果显现，市场交易活跃度有望持续回升。我们认为，虽然近日欧美频发的金融机构风险和难以预测的美联储加息节奏增加了全球金融市场的不确定性，但国内监管部门通过一系列政策改善市场流动性，提振投资者信心，政策效果有望逐步显现。

保险：上市险企 2 月保费数据出炉，人身险同比增速较 1 月明显改善，财产险均实现同比双位数增长，1-2 月合计规模已基本熨平年初以来节日因素带来的波动。我们认为，伴随着国内经济的企稳向好，居民消费能力和消费意愿均有望逐步增强，保险需求有望逐步释放。且近期受疫情、资产配置需求、产品竞争格局、政策等因素影响，居民对能满足保障、资产保值增值等多类型需求的保险产品的认可度持续提升，保险产品需求改善趋势有望形成；同时，伴随险企对于产品定位的高度精细化和个性化，保险产品的“消费属性”有望显著增强。而个人养老金、商业养老金业务的相继落地将成为保险产品拼图的有效补充。我们预计，伴随人身险和财产险的协同发力，2023 年险企负债端有望持续复苏，进而使板块估值修复成为中期主题。

板块表现：3 月 13 日至 3 月 17 日 5 个交易日间非银板块整体上涨 0.85%，按申万一级行业分类标准，排名全部行业 7/31；其中证券板块上涨 0.90%，保险板块上涨 0.63%，均赢输沪深 300 指数（-0.21%）。个股方面，券商涨幅前五分别为中国银河（4.63%）、国联证券（3.90%）、东方财富（2.16%）、国泰君安（2.00%）、财达证券（1.91%），保险公司涨跌幅分别为中国太保（3.26%）、中国人保（2.71%）、天茂集团（1.52%）、新华保险（0.54%）、中国平安（0.43%）、中国人寿（-0.86%）。

风险提示：宏观经济下行风险、政策风险、市场风险、流动性风险。

（分析师：刘嘉玮 执业编码：S1480519050001 电话：010-66554043 分析师：高鑫 执业编码：S1480521070005 电话：010-66554130）

【东兴食品饮料】食品饮料行业报告：白酒进入基本面平稳期，市场预期呈现分化（20230320）

随着春节销售旺季结束，白酒销售进入相对平稳的阶段，在需求回暖进一步确认前，市场预期呈现分化。我们认为抛开资金扰动因素，今年一季报以及春糖会将成为市场进一步确认复苏趋势的重要观察时间窗口。而预期的分化，更多的是来自对未来复苏趋势判断的分歧。全年来看，我们看好白酒的整体复苏趋势，特别是次高端和区域酒有较强的业绩弹性。

上周同花顺白酒指数（CI005324）周跌幅-1.54%，整体走势疲弱，主要是前期市场对于经济复苏消费回暖的预期在股价中反应较为充分，随着白酒销售进入淡季，白酒批价走势也较为平稳，行业基本面进入平稳阶段，在业绩尚未完全兑现前，市场预期开始分化，股价有所调整。

抛开资金因素，市场未来方向取决于行业基本面能否进一步超预期，本质是市场对于未来经济复苏下消费表现的判断。从宏观层面看，今年 GDP 增速 5% 的目标显示出国家对于经济求稳的指导意图，但我们认为消费复苏的趋势仍然明确，并未发生景气转变。从行业来看，去年疫情下白酒渠道库存较高，特别是次高端价位带部分酒企库存较为明显，对今年年初业绩有一定的影响，但从全年来看，我们看好白酒的整体复苏趋势。从目前来看，没有明确的复苏趋势逆转的迹象，特别是次高端和区域酒，我们认为下半年会有较强的业绩弹性，继续推荐：贵州茅台、五粮液、古井贡酒。

市场回顾：

本周食品饮料各子行业中，周涨跌幅依次为：肉制品-0.99%，黄酒（长江）-1.21%，乳品-1.47%，其他酒类-1.80%，调味发酵品-2.00%，软饮料-2.06%，白酒-3.13%其他食品-3.29%，啤酒-3.87%。

本周酒类行业公司中，涨幅前五的公司为：华润啤酒 6.47%，山西汾酒 1.94%，百威亚太 1.73%，百润股份 0.84%，中葡股份 0.81%；表现后五的公司为：重庆啤酒-6.06%，老白干酒-6.58%，*ST 西发-6.67%，酒鬼酒-6.79%，ST 通葡-10.70%。

港股市场回顾：

本周港股必需性消费指数 1.24%，其中关键公司涨跌幅为：康师傅控股 9.60%，华润啤酒 6.47%，中国旺旺 4.92%，中国飞鹤 2.45%，百威亚太 1.73%，农夫山泉 0.45%，周黑鸭-0.53%，颐海国际-2.08%。

风险提示：疫情后期消费复苏不及预期，宏观经济复苏不及预期，公司经营不及预期。

(分析师：孟斯硕 执业编码：S1480520070004 电话：010-66554041 分析师：王洁婷 执业编码：S1480520070003 电话：021-225102900)

【东兴纺织服装】东兴证券时尚&轻工周观点：社零数据较好，关注餐饮等出行相关的领域（20230320）

疫情扰动逐渐消退下，1-2 月社零消费回暖，可选消费品改善明显。2023 年 1-2 月社会消费品零售总额同比+3.5%，实现了自 2022 年 10 月份以来的首次正增长，增速环比 2022 年 12 月份上升了 5.3pct.。汽车品类同比-9.4%表现较差，除汽车以外消费品零售额同比+5%，增速更为亮眼。整体来看，疫情影响逐渐消退，居民消费能力和消费信心在逐渐恢复，社零消费有所回暖。分品类看：餐饮消费反弹最大，商品零售中必选消费增速略好于可选消费，但可选消费呈现较大复苏弹性。分品类来看，疫情缓解带来出行需求的增加，拉动餐饮收入同比+9.2%，增速环比 2022 年 12 月份上升了 23.3pct.，呈现出较大弹性，为拉动社零增长的核心动力。商品零售同比+2.9%，其中必选消费的粮油食品类、饮料类和日用品类分别同比+9%、+5.2%和+3.9%，增速分别环比下降了 1.5、0.3 和上升了 13.1pct.，可选消费的化妆品类、金银珠宝类和纺织服装类分别同比+3.8%、5.9%和 5.4%，增速分别环比上升了 23.1、24.3 和 8.1pct.。整体来看，必选消费同比增速略高于可选消费，但可选消费增速环比改善明显，呈现了较大复苏弹性。

近期建议关注复苏明显的出行链相关领域，酒店、餐饮、旅游板块。1-2 月份出行各方面数据恢复明显，包括酒店、餐饮、旅游等出行相关的领域将出现明显复苏。叠加部分行业和公司成长性，收入、业绩有望超过 2019 年甚至较疫情前实现正增长。分领域看：酒店：供给出清集中度加速提升，疫后复苏叠加供需差带动经营反弹。餐饮：疫情期间价格压制、单店受损品牌弹性大，兼具连锁化拓店成长性。旅游（景点、出境游、博彩）：疫后出行复苏，长途游、出境游相关标的弹性更大。

市场回顾

本周纺织服装行业下跌 0.63%，轻工制造下跌 1.70%，商贸零售上涨 0.67%，社会服务下跌 2.98%，美容护理下跌 2.12%，在申万 31 个一级行业中分别排第 16、21、8、30、25 名。指数方面，上证指数上涨 0.63%，深证成指下跌 1.44%。

重点推荐：

锦江酒店、科锐国际、海伦司、珀莱雅、贝泰妮、爱美客、李宁、安踏体育、台华新材、华利集团、金牌厨柜、志邦家居、瑞尔特、喜临门、索菲亚

风险提示：宏观经济下行影响购买力、疫情发展超预期，政策风险

(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 分析师：刘雪晴 执业编码：S1480522090005 电话：010-66554026 分析师：魏宇萌 执业编码：S1480522090004 电话：010-6655446 研究助理：沈逸伦 执业编码：S1480121050014 电话：010-66554044)

【东兴交运】中通快递-SW(2057.HK)：单票利润持续提升，市场份额稳健扩张（20230320）

事件：公司发布第四季度财报，公司去年四季度单季实现业务量 65.93 亿件（同比提升 3.9%），市场份额提升 1.5%至 21.6%，单季实现调整后净利润 21.2 亿元，同比增长 21.5%。全年公司实现业务量 243.9 亿件（同比提升 9.4%），市场份额提升 1.5 个百分点至 22.1%，实现调整后净利润 68.1 亿元，同比增长 37.6%。

四季度疫情考验下表现优异，加盟网络稳定的优势得到凸显：公司去年四季度盈利同比提升 21.5%。由于疫情影响，行业件量增速整体低迷，公司件量增速也仅 3.9%，因此大部分利润增量来源于单件盈利的提升。收入方面，公司四季度单件收入 1.45

元，同比提 4.9%；成本方面，公司四季度单件成本下降 0.7%，其中单件运输成本下降 2.5%，主要受益于公司自有车队持续扩容，路线规划的优化以及四季度高速公路货车收费减免 10% 的政策；单件分拣成本提升 2.2%，主要是由于疫情下件量不及预期，固定成本通过业务规模增长来摊薄的降本路径受阻。

结果上看，四季度公司单件收入增长且单件成本微降，使得单件盈利从去年同期的 0.28 元提升至 0.32 元；同时公司市场份额同比提升 1.5 个百分点，实现了盈利增长与市场份额增长兼顾。我们认为公司精细化的管理以及稳定的加盟商网络使得公司能够在疫情这种高度不确定的环境下提供比竞争对手更加稳定的快递服务，客户也愿意为配送的稳定性付出一定的溢价，这构成了中通盈利与份额双增的基础。

预计 23 年公司盈利增长主要依靠业务量提升和降本增效：中通财报中预计 2023 年业务量将实现 287.8-297.5 亿件，同比增长 18%-22%，并希望能提升 1.5% 的市占率。考虑到去年疫情导致较低的基数，以及中通始终高于行业的增长率，我们认为公司制定的增长目标较为合理。

单件收入方面，我们认为去年全年行业都维持了较高的单件收入水平，特别是疫情导致的件量下降和成本增加也一定程度上推高了行业单价，这导致今年单价继续提升的难度较大。预计今年公司单件收入走平或微降。

成本方面，预计今年公司有较大的降本增效空间。公司的加盟网络建设已经较为成熟，资本开支开始收缩，这种情况下，公司可以通过件量提升持续摊薄单件固定成本。虽然去年由于疫情影响导致规模效应的发挥受到限制，但今年则大概率没有这个问题，因此今年公司的成本改善值得关注。

盈利预测与估值建议：我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 81.4、95.5 与 111.2 亿，对应 PE 分别为 19.2、16.4 和 14.1 倍。监管环境及行业竞争格局的改善有助于公司盈利的持续释放，疫情推动客户从重价格向重服务方向改变，也将进一步突出中通网络稳定性方面的优势。公司作为通达系龙头的地位稳固，估值具有较强吸引力，维持“推荐”评级。

风险提示：行业政策出现重大变化、价格战烈度超预期、宏观经济增速下滑。

(分析师：曹奕丰 执业编码：S1480519050005 电话：021-25102904)

【东兴商社】上海家化（600315）：疫情扰动下 22 年业绩承压，23 年改善可期（20230320）

事件：上海家化发布 2022 年度业绩快报，公司实现营业总收入 71.06 亿元，同比下降 7.06%，实现归母净利润 4.72 亿元，同比下降 27.29%。Q4 实现营收 17.52 亿元，同比下降 3.49%，归母净利润 1.6 亿元，同比下降 30.6%。

疫情封控影响公司业绩表现，产品结构调整叠加疫情下刚性支出拉低了毛利率水平，利润端表现弱于收入端。2022 年疫情反复影响美妆消费需求的释放，社零化妆品销售额同比-4.5%。公司总部、工厂和仓库等均位于上海疫区，受疫情封控的影响相对较大。叠加自 2021 年以来的特渠业务调整和超级主播合作伙伴停播的影响，公司全年收入表现较弱，增速略低于行业平均水平。在消费需求减弱以及行业竞争加剧的背景下，品牌毛利率提升难度加大，高毛利率的护肤品类占比下降也从结构上拉低了毛利率水平，同时叠加厂房、设备等固定折旧成本和刚性支出等因素影响，公司毛利率水平或承压，相关费用率也维持在相对高位，公司整体净利率水平略有下降。

2022 年不断夯实基础厚积薄发，2023 年业绩改善可期。公司 2022 年在品牌创新、渠道进阶和数字化等多领域不断优化。研发端对八大创新基础研究平台和开放式研发合作持续推动；品牌发展上持续推进高端化、年轻化、专业化，其中佰草集成功实现产品线清理和品牌定位的重新塑造，六神推动年轻化、高端化和全季化并初见成效；渠道方面，线上渠道持续以精细化运营推动多平台布局，特殊渠道不断推进零售化，线下渠道的智慧零售持续转型等。公司不断夯实基础，销售表现已呈现边际改善。核心品牌佰草集、玉泽 2022 年淘系 GMV 分别同比-38%和-54%，表现较弱；品牌 2023 年 2 月淘系 GMV 分别同比+63%和-36%，呈现出较大改善。我们认为，随着疫情影响逐渐消退，在 2022 年低基数的背景下，公司 2023 年有望实现较好的复苏。

召开 2023 年战略发布会，明确未来发展思路，指引公司长期发展。2023 年 3 月 17 日公司召开战略发布会，公司 2023 年将围绕 123 方针，积极推动“品牌创心”策略，围绕专业化、高端化和体验化三大方面驱动品牌价值提升。专业化主要体现在品牌、赛道和产品的专业化；高端化主要体现在定位、产品、消费人群和包装的专业化；同时从三大维度持续改善消费者体验。公司自 2020 年起执行“123 经营方针”，并不断推进战略升级，使其更贴近市场且与时俱进，有望指引公司中长期发展。

盈利预测：公司短期受疫情扰动较大，业绩表现承压。但随着疫情影响消退，新品推出和营销推广步伐将提速，2023 年生产经营将恢复至正常水平，利润端有望得到显著改善。长期看好公司在新战略指引下业务持续向好，产品力和品牌力不断增强。预计公司 22-24 年归母净利润为 4.7、7.2 和 9 亿元，同比下降 27%、增长 52% 和 24%，EPS 为 0.7、1.06 和 1.32 元。对应 22-24 年 PE 为 42、27 和 22 倍。维持“推荐”评级。

风险提示：行业新规和政策变化，市场竞争加剧风险。

(分析师：刘田田 执业编码：S1480521010001 电话：010-66554038 分析师：魏宇萌 执业编码：S1480522090004 电话：010-66555446 分析师：刘雪晴 执业编码：S1480522090005 电话：010-66554026)

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