

2023年3月22日星期三

分析师推荐

【东兴传媒】哔哩哔哩-W (9626.HK) 深度：知识分区具有独占性，互动功能强化社区属性，商业化效率持续提升 (20230322)

生活、知识分区成为新崛起 PUGV 头部内容板块。丰富的 PUGV 内容是 B 站社区发展的核心，2022 年四季度，平台月均 UP 主数量达到 380 万人，95% 的视频播放量来自 PUGV 和 Story Mode；2022 年，知识、生活分区涨粉过百万 UP 主数量分别达到 36 位和 35 位，超过游戏、动画、音乐等 ACG 板块。同时平台引进 OGV 内容，为用户提供辅助的高质量内容选择。OGV 内容以动画动漫为核心，向“纪录片、综艺、影视”拓展。

(1) 知识分区具有独占性。从内容独占性角度，B 站在知识分区优势显著。我们整理了 B 站生活区与知识区 2022 年部分代表 UP 主在其他渠道分发内容的表现，可以看到，B 站知识区 UP 主在抖音等其他平台表现一般；生活区 UP 主则除了在 B 站表现良好外，在抖音等平台也有不错的表现。

(2) 重点扶持国产动画。2017 年，B 站成立“国创区”，致力于国产原创动画的推广与生态维护。近几年公司推出小宇宙计划、小宇宙新星计划、寻光计划、胶囊计划等扶持计划。经历多年发展，根据平台公布数据，2018 年至今，B 站国创作品实现 300 余个动画授权项目落地；国内能够制作出高质量动画的公司有 120 家左右，而 B 站和其中 90% 都达成了深度合作。

互动功能强化平台社区属性。作为中视频社区平台，B 站在互动方面形成一系列具有平台特色的互动功能。具体来说，B 站的用户在平台浏览 UP 主精心制作的 PUGV 视频内容时，可以通过“弹幕”、“评论”表达自己的想法；对视频内容质量十分认可，可以进一步通过“一键三连”表达对 UP 主的支持（长按点赞键同时完成点赞、投币、收藏）；在观看 UP 主直播时，用户能够选择打赏、加入粉丝团、“上舰长”等特色方式支持 UP 主；同样，给 UP 主投喂后，用户可以获得相应的粉丝勋章，用户发送直播弹幕时会显示，从而突出用户的爱好和支持倾向。我们认为，B 站此类互动功能加强了用户与 UP 主联系，有效提升了平台的社区属性。

Story Mode 满足用户碎片化场景。2021 年，B 站正式推出竖屏视频功能 Story Mode，类似短视频瀑布流模式，与传统横屏观看以及双列信息流分发模式具有明显区别。根据公司 2022 年 Q1 财报披露数据，Story Mode 在平台 VV 量占比已达到 20%，并于 2022Q2 开始呈现持续提升的态势。2022Q4，B 站日均视频播放量达 39 亿次，同比增长 77%，其中 Story Mode 竖屏视频日均播放量同比增长 175%。另一方面，根据新榜对 2022 年从 0 涨粉百万的新人 UP 主的统计，有三分之二的 UP 主都以竖屏短视频为主。我们认为，B 站推出 Story Mode，满足用户碎片化场景的观看需求，有效拉动平台日活用户数。

商业化效率持续提升，新游戏上线有望驱动收入加速增长。2018-2022 年，B

A 股港股市场

| 指数名称 | 收盘价 | 涨跌% |
|--------|-----------|------|
| 上证指数 | 3,265.75 | 0.31 |
| 深证成指 | 11,496.93 | 0.61 |
| 创业板 | 2,341.92 | 0.20 |
| 中小板 | 12,212.71 | 0.83 |
| 沪深 300 | 3,999.44 | 0.43 |
| 香港恒生 | 19,584.12 | 1.69 |
| 国企指数 | 6,637.73 | 1.34 |

A 股新股日历 (本周网上发行新股)

| 名称 | 价格 | 行业 | 发行日 |
|------|-------|------|----------|
| 一诺威 | 10.81 | 基础化工 | 20230320 |
| 花溪科技 | 6.60 | 机械设备 | 20230321 |
| 日联科技 | 152.3 | 机械设备 | 20230322 |
| 中科磁业 | 41.20 | 有色金属 | 20230323 |
| 国泰环保 | - | 环保 | 20230324 |
| 科源制药 | - | 医药生物 | 20230324 |
| 云天励飞 | - | 计算机 | 20230324 |
| 南芯科技 | - | 电子 | 20230324 |
| 华海诚科 | - | 电子 | 20230324 |

*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 |
|----|----|----|-----|
|----|----|----|-----|

*价格单位为元/股

数据来源：同花顺，东兴证券研究所

站营业收入由 41.3 亿元增长至 219.0 亿元，年均复合增速 51.7%。公司计划 2023 年在海外上线多款新游戏，在国内发行两款自研游戏产品。随着国内游戏版号发放正常化以及经济景气度修复，国内游戏行业环境得以改善。新游戏的成功发行有望带动 B 站游戏业务收入加速增长。

投资建议：B 站已经积累了大量的优质中长视频内容和优秀创作者。展望未来，公司着重提升平台用户活跃度、加强商业化效率、持续降本增效，努力实现 2024 年社区平台盈利目标。我们预计 2022-2024 年公司 NON-GAAP 净利润分别为 -30.01 亿元，-5.29 亿元和 5.68 亿元。

选取快手、网易云音乐作为可比公司，使用 P/MAU 计算可得，可比公司的单月活用户市值分别为 322 元和 62 元。给予 B 站 250 元的单月活用户市值，对应公司估值为 815 亿元，对应目标价为 205.76 元（234.56 港元）。首次评级，给予“强烈推荐”评级。

风险提示：（1）用户规模增长不及预期；（2）商业化变现不及预期；（3）内容质量下降造成用户流失；（4）内容社区市场竞争加剧。

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

【东兴银行】政策持续发力，看好银行配置价值(20230321)

市场行情：经济预期存分歧、资产荒环境抑制银行估值提升。近期市场对经济预期存在分歧，对于供给发力效果的持续性存疑，以及年初以来银行面临资产荒环境，市场对于信贷投放利率进一步下行或冲击息差而产生担忧。年初以来板块行情整体表现不佳。目前估值仍处于历史底部，行业 PB 仅为 0.51 倍（3 月 10 日）；主动基金持仓比例也处在近五年的 5-10% 分位数水平。

我们的观点：

A. 短期供给发力。随着稳增长政策持续发力，地产销售和消费逐步复苏，有效信贷需求有望持续提升。我们预计 2023 年信贷市场有望沿着“总量—结构—价格”的路径逐步改善，目前仍处在总量改善的阶段。预计后续贷款利率下行放缓，银行息差、营收增速在二季度以后见到拐点。

B. 中长期规范政策落地。金融管理机构改革有助于统筹防范和化解金融风险，监管规范性文件出台有利于压实银行资产质量和优化资产结构，改善板块资产质量隐忧带来的长期估值折价状况。结合短期和中长期角度，我们认为板块存在配置机会，有望迎来基本面回稳和估值修复的戴维斯双击行情。

C. 重点推荐：①成长性持续凸显、盈利释放弹性大的江浙区域优质中小银行：宁波银行、常熟银行、江苏银行、杭州银行。②受益于地产风险缓释、消费复苏的零售特色股份行：招商银行、平安银行。③行业资本充足、各项流动性指标优秀，海外银行流动性风险事件有望催化国内银行价值重估，利好稳健经营的低估值国有银行。

风险提示：①经济风险：经济复苏、实体需求恢复不及预期，导致国内商业

银行扩表速度、净息差水平、资产质量受冲击，银行业基本面修复可能不及预期。②政策风险：货币政策、金融监管政策的预期外转向，可能会对银行经营产生影响。③市场风险：国内外金融形势、市场利率超预期剧变，引发商业银行利率风险、汇率风险。④流动性风险：国内外经济金融环境超预期恶化、市场恐慌情绪传导，影响银行负债端稳定性，引发银行体系流动性风险事件。

(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)

重要公司资讯

- 1. 明阳智能：**明阳集团官微发布消息，3月18日，明阳智能研制的长度为75.7米可回收的热固性树脂叶片在包头下线。该叶片为全球首支搭载可回收环氧拉挤板材及可回收夹芯材料的大型叶片，实现了95%以上的叶片材料再回收。（资料来源：同花顺）
- 2. 天邑股份：**与中国电信签订采购框架协议，公司收到与中国电信集团有限公司、中国电信股份有限公司签订返回的《中国电信宽带融合终端(双频版)集中采购项目(2022年度)遴选(第一次)设备及相关服务采购框架协议-四川天邑》。（资料来源：同花顺）
- 3. 台积电：**英伟达 CEO 黄仁勋 21 日透露，经与台积电、ASML 及新思科技四方的合作，经历四年开发，英伟达完成全新的 AI 加速技术 Culitho，这是一个用于运算式微影函式库，将可缩短先进制程芯片的光罩时程、拉升良率并大幅减低晶圆制作的能耗。黄仁勋并预告台积电将把这套 AI 系统，在今年 6 月导入 2 纳米试产，用于提升 2 纳米制程良率，并缩短量产时程。（资料来源：同花顺）
- 4. 长安汽车：**长安汽车 3 月 22 日在互动平台表示，2025 年前，将实现东盟基地建成投产，产品辐射澳新、南非等市场；全面建设欧洲总部，突破欧盟市场；全力打造国际化品牌。。（资料来源：同花顺）
- 5. 蔚来：**蔚来首席财务官奉玮表示，“非常有信心”实现今年电动汽车销量翻番至 25 万辆的目标。这将通过新车型、扩大公司充电和换电网络，以及解锁自动驾驶技术来实现。（资料来源：同花顺）

经济要闻

- 1. 国家发改委：**2023 年，国家发展改革委将推动重点领域立法。加快推动《粮食安全保障法》出台，推动《国家发展规划法》《能源法》《招标投标法(修订)》《人民防空法(修订)》《生态保护补偿条例》等在途立法取得突破性进展，推动其他立法项目前期研究，积极争取更多立法项目列入十四届全国人大常委会立法规划。（资料来源：同花顺）
- 2. 山西：**央视新闻消息，今年以来山西省继续推进煤炭增产保供工作，前 2 个月山西规模以上原煤产量达 21497 万吨，同比增长 10.4%。（资料来源：同花顺）
- 3. 中国有色金属工业协会：**协会官方微信公众号 3 月 22 日消息，本周硅料价格延续缓跌下行走势，国内单晶复投料成交均价为 21.82 万元/吨，周

环比降幅为 2.63%；单晶致密料成交均价为 21.62 万元/吨，周环比降幅为 2.66%。硅业分会预计，短期内影响硅料价格走势的关键因素则主要集中在下游的备货节奏和硅料常态库存的调整幅度，综合考虑，短期内硅料价格维持缓跌走势的可能性较高。（资料来源：同花顺）

4. **农业农村部：** 据农业农村部监测，3 月 22 日“农产品批发价格 200 指数”为 131.84，比昨天下降 0.03 个点，“菜篮子”产品批发价格指数为 134.26，比昨天上升 0.02 个点。（资料来源：同花顺）
5. **北京商务部：** 北京市商务局发布关于支持二手车扩大流通和经销发展的通知。根据《北京市商务局等 11 部门印发〈关于加快二手车流通促进汽车消费升级的若干措施〉的通知》要求，为扩大大市汽车消费，对本市二手车扩大流通和经销发展业务给予支持。（资料来源：同花顺）

每日研报

【东兴农林牧渔】农林牧渔行业报告：把握生猪产能去化，关注种业振兴（20230321）

报告摘要：

生猪养殖：本周生猪价格为 15.32 元/千克，较上周下跌 3.65%；猪肉价格为 20.68 元/千克，较上周下跌 1.76%；仔猪价格 37.55 元/千克，较上周上涨 0.67%；二元母猪价格为 2676.39 元/头，较上周上涨 0.11%。本周生猪及猪肉价格维持下跌走势，终端消费仍较为清淡，供给端出栏较为积极，整体市场呈现供大于求走势。市场炒作猪病预期与产能去化，我们认为非瘟疫情在冬春季节存在反复趋势，但实际去化幅度仍可控制，多年防病经验下，19 年减产“昨日重现”的可能性较低。从行业周期的角度来看，产能经过震荡，2 月重现去化趋势，自繁自养仍处于行业性亏损状态，产能去化有望持续，猪周期变化边际向好，叠加板块估值调整到位，行业具备较强的配置价值。建议关注周期磨底阶段管理优异与产能扩张的相关企业，重点推荐牧原股份、天康生物等。

种植种业：3 月 19 日，2023 年中国天津种业振兴大会、第十九届全国种子双交会在天津开幕，大会以“兴种稳粮保安全、固本强基促振兴”为主题，全面宣传种业振兴成效举措，交流种业科技创新进展，解读种业管理政策措施。中央一号文件明确提出全面实施生物育种重大项目，加快玉米大豆生物育种产业化步伐。USDA 报告下调全球小麦和大豆库存比，粮食安全的战略地位持续强调，转基因商业化进程有望持续加速推进，2023 年大概率将成为转基因种子元年，转基因种子的商用有望带来种业的规模提升和格局改善，具备技术储备优势和种质资源优势的企业有望受益，建议关注大北农、隆平高科，其他相关标的登海种业。

市场回顾：

本周（0313-0317）申万农林牧渔各子行业中，周涨跌幅依次为：养殖业 2.15%、种植业 1.14%、饲料-1.53%、农产品加工-2.23%、渔业-3.38%、动物保健-3.70%。本周（0313-0317）申万农林牧渔行业公司中，表现前五的公司为：万辰生物 22.65%、新五丰 17.17%、丰乐种业 12.53%、播恩集团 11.42%、华绿生物 7.27%；表现后五的公司为：科前生物-3.78%、雪榕生物-3.83%、西王食品-4.11%、中牧股份-4.18%、中水渔业-4.36%。

重点推荐：

【重点推荐】牧原股份、海大集团、普莱柯、科前生物、生物股份

【建议关注】中宠股份、佩蒂股份、天康生物、隆平高科、大北农

风险提示：畜禽价格波动风险，极端天气影响，动物疫病影响等。

（分析师：程诗月 执业编码：S1480519050006 电话：010-66555458）

【东兴策略】恐慌情绪消化，成长表现持续——A 股市场估值跟踪四十五（20230321）

本报告拟从全球重要指数估值和 A 股指数风险溢价、行业估值的变化来审视当前市场估值情况。

全球主要股指中港股涨幅最大，其中恒生科技（5.22%）涨幅最大，恒生中国（2.63%）涨幅居前；A 股中仅上证指数（0.63%）小幅上涨，创业板指（-3.24%）降幅最大；海外股中仅纳斯达克指数（4.41%）、标普 500（1.43%）上涨，德国 DAX（-4.28%）、英国富时 100（-5.33%）跌幅较大。估值来看，全球主要指数估值分化。A 股中，创业板指（PE(TTM)：-3.82%/PB：-3.29%）估值降幅最大，中证 500（PE(TTM)：-0.95%/PB：-0.39%）小幅下降，其余指数估值均上升；海外股来看，仅英国富时 100（PE(TTM)：-7.49%/PB：-7.76%）估值下行，纳斯达克指数（PE(TTM)：5.10%/PB：4.78%）升幅最大；港股估值均上升，恒生中国（PE(TTM)：4.15%/PB：2.16%）升幅最大。银行破产风险未扩散。3/10 硅谷银行破产导致当日标普 500、纳斯达克分别下跌 1.54%、1.47%，上周（3/13-3/17）在多家银行清算影响下，美股 GICS 银行板块大幅下跌 9.30%，但全球主要指数均收涨，银行业风险并未扩散至整体市场。

估值分位数来看，恒生中国、标普 500 股指估值高于历史中位数。其中恒生科技最接近历史最高值（低 42.82%），估值较上周上涨，日经 225 最接近历史最低值（高 20.10%）；PB 来看，仅海外股中纳斯达克指数、标普 500 超过中位数，港股、A 股均低于中位数。A 股估值分位数来看，A 股中创业板指（-23.94%）降幅最大，中证 500（-4.95%）沪深 300（11.45%），上证

50 (15.88%) 升幅居前；主要指数涨幅分化。2023 年初至今主要指数涨跌幅呈现分化。创业板指年初以来增速转负，涨跌幅较上周下跌 3.27%，涨跌幅变化最大，其中 223.07% 来自于估值收缩，收缩程度较上周扩大 421.23%，估值贡献边际变化最大。上周主要指数估值变化贡献均超 80%。

本周大类行业估值来看。科技 (PE(TTM):4.49% ; PB: 4.27%) 升幅最大，资源能源 (PE(TTM) : 2.68% ; PB: 2.66%) 升幅居前，制造设备 (PE(TTM) : -3.43% ; PB: -3.29%) 降幅最大。中信行业来看，14 个行业上升，16 个行业下降。房地产 (9.62%) 涨幅最大，商贸零售 (7.36%)、国防军工 (7.22%)、交通运输 (6.72%) 涨幅居前；汽车 (-5.20%) 跌幅最大。科技板块整体上行，其中通信 (9.62%) 升幅最大，计算机 (7.22%) 升幅居前；金融地产板块整体上行，非银 (5.24%) 升幅最大、银行 (2.49%)、综合金融 (2.05%) 升幅居前；消费板块分化，其中消费者服务 (0.77%)、商贸零售 (0.75%)、家电 (0.39%) 小幅上行，汽车 (-4.55%) 下跌幅度较大。

7 个中信行业 PE(TTM) 超过中位数，23 个中信行业 PB 超过中位数。PE 来看，当前值排名前三的行业是消费者服务、国防、军工；PB 来看，当前值排名前三的行业是餐饮、消费者服务和计算机，排名后三的行业是钢铁、房地产和银行。

本周 A 股主要指数风险溢价分化。其中上证 180 (-0.26%) 持续跌幅最大，上证 50 (-0.16%) 跌幅居前，创业板指 (0.09%) 及深证 100 (0.09%) 升幅最大。

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)

【东兴非银行金融】中国平安 (601318)：深蹲起跳，渠道改革成效望加速显现——中国平安 2022 年业绩点评 (20230321) 中国平安披露 2022 年年报，报告期内实现营业收入 11105.68 亿元，同比减少 5.9%；归母净利润 837.74 亿元，同比减少 17.6%。归母营运利润 1483.65 亿元，同比增长 0.2%；其中寿险与健康险归母营运利润 1112.35 亿元，同比增长 16.0%；新业务价值 288.20 亿元，同比减少 24.0%。报告期末集团内含价值 14237.63 亿元，较上年末增长 2.0%。

权益市场剧烈波动叠加涉房业务风险暴露，投资端压力成为报告期内利润下滑的核心因素。2022 年受国内疫情频发，俄乌冲突，美欧央行快速加息等因素影响，内地和香港资本市场波动加剧，房地产风险集中暴露。虽然各类支持性政策使风险得到一定释放，公司的总投资收益率 (2.5%) 仍降至多年低点，大幅压低利润增速。相较之下，银行业务仍延续稳健快速的增长势头，盈利能力和资产质量均稳中有升，在保险主业和投资业务承压时成为集团业务的“稳定器”。

寿险渠道改革“开花结果”，2023 年负债端趋势向好。公司自 2019 年底开启持续三年的渠道深度改革，虽然意料之外的疫情影响使进度略偏缓慢，但经过几个阶段的尝试，当前队伍结构和产能较改革初期明显改善。其中，队伍结构从传统的金字塔型向更为稳健的哑铃型转变，各层级代理人流失率不同程度下降，新人培养效率持续提升。从产能趋势看，在集团各业务板块协同推进下，代理人创收机会增加，个人收入也显著改善，形成产出、收入和高留存率的正循环。代理人中的绩优队伍实现收入、产能连续两年双位数增长；中坚的潜力队伍产能和收入在 2022 年扭转下滑趋势，实现高速增长；新人队伍中着力培养的“优+”队伍占比快速提升，较 2021 年上升 14 个百分点，产能和收入是普材的 3-4 倍。在公司多元渠道改革中，社区网格化渠道的贡献不可小觑，当前社区网格专员均由优才队伍构成，有效降低了“孤儿单”的数量，助力扭转 13、25 个月继续率持续下滑的趋势。此外，2022 年以来公司代理人规模下滑趋缓，并已于 2023 年初基本企稳。伴随国内疫情影响的逐步消退，代理人展业有序恢复，配合代理人队伍的“量质双升”，2023 年公司负债端的表现值得期待。

北大医疗资源是公司“综合金融+医疗健康”双轮驱动战略的有力补充。近年来公司根据社会发展趋势和自身资源禀赋调整战略规划，当前已将大健康产业置于高优先级。公司收购方正集团所谋求的正是成熟优质的北大医疗资源，高水平“医院+人才”是公司发展医疗健康战略的重要抓手。在拥有平安好医生和北大医疗两大平台后，公司已有能力整合市场上最好的医疗健康服务。而康养服务和衍生的各类保险产品，能通过更具个性化的服务更好获客、黏客，提升产品的件均保费、继续率、家庭加保率，使产能得到进一步释放。

投资建议：

通过三年渠道改革，公司代理人队伍素质和产能得到有效提升，核心代理人队伍不断壮大，代理人结构更为优化，有望在国内同业和友邦等外资机构的竞争中处于有利地位。同时，依托平安银行优质客户资源和集团内高效协同，公司有望在银保

这一高速增长赛道中占据优势地位，构建负债端第二增长极。此外，在金融科技高效赋能和康养产业链的政策支持下，配合对北大医疗集团的收购，公司的大健康平台发展已较为完备，公司核心优势有望得到长期充分发挥。虽然新进资源整合需要一定时间，但整合后有望实现“1+1>2”的效果。整体上看，我们仍看好公司作为国内保险龙头，在行业马太效应下的长期投资价值。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1051.99 亿元、1283.69 亿元、1405.91 亿元，维持“推荐”评级。当前公司股价仅 0.53x23EVPS，处于低估区域，具备较强的中长期投资价值，建议重点关注。

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)

【东兴化工】扬农化工(600486)：业绩增长较好，看好长期成长 (20230321)

扬农化工发布 2022 年年报：全年实现营业收入为 158.11 亿元，YoY+33.52%，归母净利润为 17.94 亿元，YoY+46.82%，对应 EPS 为 5.79 元。

全年业绩增长较好。从收入端来看，公司原药产品量价齐升，营收同比增长 35.13%至 94.90 亿元，随着优嘉四期第一阶段产能释放，公司全年原药产量超过 9 万吨，同比增长 9.46%，原药产品全年销售均价约 10.86 万元/吨，同比增长 33.24%。；制剂业务营收下滑 14.97%至 16.96 亿元；贸易业务营收同比增长 62.47%至 43.67 亿元。从利润率端来看，公司综合毛利率同比增加 2.62 个百分点至 25.68%，其中，原药业务毛利率增加 5.35 个百分点至 31.53%，制剂业务毛利率增加 9.45 个百分点至 47.06%，，贸易业务毛利率增加 0.26 个百分点至 5.91%。

新产能有序落地，有望继续贡献业绩增量。根据公司年报，公司优嘉四期二阶段项目已完成装置安装，具备试生产条件；北方基地项目实现重大突破，已完成项目选址和土地摘牌，注册成立辽宁优创公司，一期产品清单通过审批，编制了项目可研报告；此外，优士青山技改等多个项目同步在按计划推进。我们认为后续在建产能的陆续投放，有望继续为公司贡献业绩增量。

受益先正达集团内部协同。先正达集团是公司的控股股东，随着产业链协同的深化，我们认为公司与先正达集团的内部协同将更加紧密，除原药生产外，我们认为未来公司还有望受益先正达集团内部农化产业协同带来的发展红利。

公司凭借农药原药品类扩张及工程化制造能力发展成为国内农药原药制造龙头企业，近年来逐步向产业链上下游延伸，发展出了研产销一体化的综合性运营模式。除具备传统优势的原药生产环节外，公司在上游原药研发、以及下游制剂销售环节也正在逐步积蓄实力，叠加先正达集团内部资源整合带来的契机，我们预期公司未来有望持续稳定增长。

公司盈利预测及投资评级：作为国内农药龙头，公司在建项目有序推进，同时受益先正达集团内部资源协同，我们预期公司有望持续稳定增长。基于公司 2022 年年报，我们相应调整公司 2023~2025 年盈利预测。我们预测公司 2023~2025 年净利润分别为 19.93、21.99 和 24.36 亿元，对应 EPS 分别为 6.43、7.10 和 7.86 元，当前股价对应 P/E 值分别为 16、15 和 13 倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：产品价格大幅下滑；新产能投放不及预期；“先正达集团”资产内部整合不及预期；市场竞争加剧。

(分析师：刘宇卓 执业编码：S1480516110002 电话：010-66554030)

【东兴轻工制造】金牌厨柜 (603180)：全年营收稳健，利润短期承压未来修复可期 (20230321)

事件：公司发布 2022 年业绩快报。2022 年预计营业收入约 35.52 亿元，同比+3.0%；归母净利润 2.75 亿元，同比-18.5%；扣非归母 2.04 亿元，同比-22.5%。其中 Q4 营业收入约 10.64 亿元，同比-13.4%；归母净利润 1.11 亿元，同比-38.4%；扣非归母 1.08 亿元，同比-31.8%。

Q4 收入有所承压，全年看保持稳健，品类扩张+渠道拓展继续推进。22 年四季度公司收入有所下滑，我们推测主要因为公司销售受到疫情防控及放开的影响较大，厨柜销售有所下滑，而保持增长的衣柜等新业务收入占比仍低。以 2022 全年视角来看，公司收入端仍实现 3%的增速，保持稳健。2022 年公司积极推进品类的扩张与渠道的拓展。品类方面，衣柜、木门品类继续覆盖空白市场，厨柜、衣柜、木门前三季度分别净开 52、141、133 家门店；此外公司开始尝试拓展更多品类，整装馆、卫浴阳台、玛尼厨电前三季度分别净开 36、18、69 家门店。新门店的店效提升以及新品类的继续开拓有望带来收入弹性。区域拓展方面，公司积极覆盖空白市场；同时公司积极通过在重点地区建立平台分公司/办事处，进行分商圈招商，加密门店布

局。我们看好继续保持较快的开店节奏。大宗业务方面，公司具备高客户认可度，同时积累众多代理商资源，且未受地产信用风险影响，我们看好公司在大宗业务上持续稳步增长。

盈利能力承压，随收入释放弹性可期。2022 年行业盈利能力普遍承压，原材料价格上行以及收入压力下费用率的提高是主要原因。另外，公司新培育了卫浴阳台、厨电、家品等业务，前期有较大的费用投入；营销渠道端新设了平台分公司/办事处，人员有所增加，人力成本提高，因此在公司盈利能力短期承压明显。随未来收入恢复，以及平台分公司/办事处对渠道拓展推动效果的显现，费用投入将有所摊薄，公司利润端弹性可期。此外，公司衣柜、木门毛利率对比龙头提升空间较大，未来随规模效应显现，毛利率有望继续提升。

展望 2023 年，公司业绩向好可期。随着疫情影响消退，家具消费场景恢复。地产端二手房销售持续火热，新房销售也逐步恢复，预计对全年家居需求均有提振。同时疫情防控影响装修进度，放开后家具需求的回补有望在上半年助力公司业绩端大幅向好。我们看好家居回暖大环境下，公司全年销售的向好。盈利方面，新老业务收入端恢复下，利润率有望提升，我们看好公司 2023 年业绩端实现较好的弹性。

盈利预测与投资评级：公司以橱柜业务为基础，持续拓展衣柜木门品类，并尝试拓展卫浴、电器等品类，打开增长空间。零售渠道管理逐步精细化，大宗渠道优势显著。我们看好公司能通过品类拓展实现收入较快增长。预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 2.75、4.22、5.11 亿元人民币，EPS 为 1.77、2.72、3.30 元，目前股价对应 PE 分别为 21.10、13.74、11.33 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：原材料价格上涨超预期，地产销售不及预期。

(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)

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