

2023 年 3 月 28 日 星期二

分析师推荐

【东兴计算机】广联达（002410）：业绩符合预期，“九三”规划重视一体化能力（20230327）

事件：2023 年 3 月 25 日，公司发布 2022 年年度报告，报告期内公司实现营业收入 65.91 亿元，同比增长 17.29%；实现营业利润 10.96 亿元，同比增长 44.53%；实现归母净利润 9.67 亿元，同比增长 46.26%。分业务来看，2022 年数字造价业务实现营业收入 47.73 亿元，同比增长 25.16%；数字施工业务实现营收 13.26 亿元，同比增长 9.99%；数字设计业务实现营收 1.20 亿元，同比减少 7.91%；海外业务实现营收 1.53 亿元，同比减少 0.09%；其他业务实现营收 1.80 亿元，同比减少 30.54%。

业绩符合预期，造价业务全面转云，数字施工业务有望触底回升。公司是数字建筑平台服务商，积极把握建筑行业业务转型及数字化趋势，为客户提供数字建筑全生命周期解决方案。

1) 数字造价业务云转型顺利，客户粘性较高，报告期内签署云合同 39.01 亿元，同比增长 25.84%，报告期末相关云合同负债 26.75 亿元，较年初增长 30.69%，截至 2022 年底，数字造价业务全面完成云转型，全国所有地区计价、计量全系列产品采用订阅模式，云转型率超过 90%，2022 年当年续费率 80%，报告期内确认云收入 32.75 亿元，同比增长 27.89%，未来有望维持平稳增速。

2) 数字施工业务全年仍实现正增长，2023 年有望企稳回升。由于去年四季度各地陆续迎来感染高峰，公司数字施工业务的实施交付和验收等工作受到影响，导致数字施工业务增速有所放缓。但 2022 年公司仍实现新增 2.1 万个项目数、新增 1600 个客户数的业务拓展，并在产品端、解决方案侧、PaaS 平台打造等方面持续发力，标杆项目也逐步落地，未来伴随项目开工及客户数字化建设开展，公司数字施工业务有望实现突破。

3) 销售费用持续下降，净利率稳步提升。公司销售费用率降至 25.64%，是公司净利率提升的主要原因。销售费用率的持续下降主要得益于造价业务全面云转型及客户粘性较高维持较高续费率，未来伴随公司各项业务协同效用显现，公司费率有望进一步下降。

“九三”期间聚焦三大战略。公司“八三”规划顺利收官，面对疫情冲击依然交出了不错的答卷。“九三”（2023-2025 年）期间，公司二次创业进入冲刺期，“九三”规划提出要聚焦一体化成型、设计软件引领、PaaS 平台规模化三大重点方向，从产品经营转向客户经营，提供从设计到施工的一体化解决方案，让公司从工具软件蜕变为行业整体方案提供商。未来数字化是建筑行业降本增效的重要方式，公司作为建筑信息服务商龙头，积累了深厚的技术、产品及客户优势，并且在不同阶段作出符合市场需求的战略规划，未来有望

A 股港股市场

指数名称	收盘价	涨跌%
上证指数	3,245.38	-0.19
深证成指	11,564.45	-0.72
创业板	2,369.17	-1.20
中小板	7,621.10	-0.88
沪深 300	3,999.51	-0.32
香港恒生	19,784.65	+1.11
国企指数	6,729.76	+1.22

A 股新股日历（本周网上发行新股）

名称	价格	行业	发行日
登康口腔	20.68	化工	20230327
中重科技	17.80	机械	20230327
中电港	11.88	电子	20230328
海森药业	44.48	医药生物	20230328
中信金属	6.58	有色	20230328
常青科技	25.98	化工	20230328
陕西能源	9.60	电力	20230329
南矿集团	15.38	机械	20230329
江盐集团	10.36	化工	20230329
柏诚股份	11.66	建筑	20230329

*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
科瑞思	63.78	电子	20230328

*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

把握行业发展机遇，实现稳定增长。

公司盈利预测及投资评级：公司造价业务云转型顺利，未来有望平稳增长，疫情影响减弱，施工业务有望企稳回升，且公司“九三”规划进一步重视一体化解决方案服务，未来各项业务协同效应有望显现，看好公司在建筑行业数字化趋势下的发展机遇，我们预计公司 2023-2025 年净利润分别为 12.54、16.14 和 19.95 亿元，对应 EPS 分别为 1.05、1.35 和 1.67 元。当前股价对应 2023-2025 年 PE 值分别为 68、53 和 43 倍。维持“推荐”评级。

风险提示：建筑行业景气度下滑风险，公司业务拓展不及预期风险，行业竞争加剧风险。

(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)

【东兴传媒】腾讯控股（0700.HK）2022 年业绩公告点评：收入平稳，加大投资向人工智能转变（20230327）

事件：腾讯发布 2022 年全年及四季度业绩公告，2022Q4 公司实现营业收入 1449.5 亿元（yoy +1%），Non-IFRS 归母净利润为 297.1 亿元（yoy +19%）；2022 年公司实现营业收入 5545.5 亿元（yoy -1%），Non-IFRS 归母净利润为 1156.5 亿元（yoy -7%）。

点评：

2022 年公司收入平稳，国内游戏及网络广告 2023 年有望迎来向上拐点。2022 年，公司实现收入 5545.5 亿元，同比减少 1%，其中：

增值服务收入 2875.7 亿元，同比减少 1%，其中国内游戏收入 1239 亿元，同比下降 4%；海外游戏收入 468 亿元，同比增长 3%；社交网络收入 1169 亿元，同比减少 0.4%；国内游戏收入下滑主要因未成年人保护措施实施以及较少新游戏发布，《王者荣耀》《和平精英》等游戏收入下滑；海外游戏《PUBG MOBILE》收入下滑，《VALORANT》表现持续强劲，《胜利女神：妮姬》及《夜族崛起》的成功推出带来增量收入；社交网络业务收入稳定，视频号直播服务及音乐付费会员服务收入增长，音乐直播及游戏直播的收入减少；

网络广告 827 亿元，同比减少 7%，其中社交网络广告收入 740 亿元，同比下降 4%；媒体广告收入 107 亿元，同比减少 20%；广告业务受宏观经济影响，上半年收入下降，年末则有所恢复。其中视频号信息流广告需求强劲，小程序广告迅速增长，以及移动广告联盟复苏；

金融科技及企业服务收入 1771 亿元，同比增长 3%。其中金融科技服务收入增长主要是由于支付金额增加，企业服务收入同比下降，由于公司主动缩减亏损项目；

展望 2023 年，我们预计，随着国内游戏版号正常化发放，公司国内游戏业务收入有望迎来向上拐点；在国内宏观经济复苏以及视频号信息流广告驱动下，

网络广告业务将实现较快增长；海外游戏、数字内容、金融支付、腾讯云企业服务将保持稳定发展。

受毛利率与管理费率拖累，2022 年净利润率有所下降。2022 年，公司整体毛利率 43.1%，同比下降 0.8 个百分点，其中增值服务毛利率 50.6%，同比下降 1.9 个百分点，网络广告毛利率 42.3%，同比下降 3.5 个百分点，金融科技及企业服务毛利率 33.0%，同比提升 0.2 个百分点；销售费用 292.3 亿元，销售费用率 5.3%，同比下降 1.9 个百分点；管理费用 1067.0 亿元，管理费用率 19.2%，同比提升 3.2 个百分点；Non-IFRS 归母净利润 1156.5 亿元，同比下降 6.6%，净利润率 20.9%，同比下降 1.2 个百分点。2022 年公司毛利率下降主要受增值服务业务以及网络广告业务毛利率下降影响，企业服务业务通过缩减亏损项目实现毛利率提升；销售费率下降主要源于在互联网行业低迷景气度下，公司严格实行降本增效措施；管理费用率上升主要受公司收购的附属公司及海外子公司影响。2023 年，通过组织优化以及降本增效，以及互联网业务复苏，公司净利润率有望显著提升。

微信保持超级平台领先优势，加大投资向人工智能转变。2022 年底，微信及 WeChat 合计月活跃用户数 13.13 亿，同比增长 3.5%。2022 年，在聊天和非聊天场景增长的推动下，微信总使用时长持续增长。在非聊天场景中，朋友圈使用时长同比大致稳定，小程序和视频号使用时长分别为去年同期的两倍和三倍，均超过朋友圈使用时长；小程序成为中国领先的交易平台之一，交易额达数万亿元。我们认为，微信在国内保持超级平台领先优势。2022 年底，美国科技公司 OpenAI 上线人工智能对话聊天机器人 ChatGPT 并大获成功，2 个月全球注册用户数超过 1 亿，成为 AI 技术创新突破口，并引发全球科技公司迅速投入布局 AI 大模型。腾讯作为国内科技龙头企业，同样正加大投资人工智能和云基础设施，以拥抱基础模型发展趋势。参考微软将 ChatGPT 嵌入到 Microsoft 365 等办公软件，我们认为，展望未来数年，腾讯聊天机器人技术和产品一旦研发成功及成熟，并接入旗下微信和 QQ 产品之中，将成为公司社交、通讯和游戏等业务新兴分发模式，驱动公司向人工智能转变。

盈利预测与评级：随着国内宏观经济复苏、公司组织优化以及降本增效，我们预计 2023-2025 年公司营业收入 6243 亿元，6823 亿元和 7444 亿元；Non-IFRS 归母净利润分别为 1744 亿元，1849 亿元和 1974 亿元，EPS 分别为 17.99 元，19.08 元以及 20.36 元，对应现有股价 PE 分别为 18X，17X 和 16X，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：（1）AI 技术进步不及预期；（2）视频号商业化进展缓慢；（3）广告复苏不及预期；（4）重点新游戏产品上线表现不佳。

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

重要公司资讯

1. **天士力**：2022 年扣非净利同比增 18.57% 拟 10 派 3.3 元。（资料来源：同花顺）

2. **海螺水泥**：2022 年净利润 156.6 亿元，同比下降 52.92%，每股派发现金红利 1.48 元。（资料来源：同花顺）
3. **同仁堂**：2022 年公司实现营业收入 153.72 亿元，同比增长 5.27%；净利润 14.26 亿元，同比增长 16.17%；基本每股收益 1.04 元。公司拟每 10 股派发红利 3.2 元(含税)。（资料来源：同花顺）
4. **民生银行**：2022 年度净利润 352.69 亿元，同比增加 2.58%，拟 10 派 2.14 元。（资料来源：同花顺）
5. **广汽集团**：控股子公司广汽埃安 AH8 项目由与华为联合开发变更为自主开发，本次变更后华为将继续以重要供应商身份参与公司自主品牌车型的开发及合作。（资料来源：同花顺）

经济要闻

1. **工信部**：1—2 月份，我国软件业务收入 14461 亿元，同比增长 11%；软件业利润总额 1769 亿元，同比增长 12.2%。（资料来源：同花顺）
2. **文旅部**：文化和旅游部发布《关于推动在线旅游市场高质量发展的意见》。其中提出，推进银行等金融机构与在线旅游平台经营者合作，综合考虑在线旅游平台的数字管控能力以及平台内小微经营者的经营和信用等情况，为平台内小微经营者提供综合授信、业务贷款、装备赊销、信用贷款、融资租赁和保理等产业链金融服务；加强旅游消费类金融产品创新，为旅游者提供便利的产品分期付款、小额消费信贷、先游后付等消费金融服务，加大旅游消费金融产品的宣传和合规教育，激发在线旅游平台的金融支撑能力和消费拉动能力。（资料来源：同花顺）
3. **国家统计局**：1—2 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 8872.1 亿元，同比下降 22.9%。（资料来源：同花顺）
4. **财政部、税务总局**：发布关于小微企业和个体工商户所得税优惠政策公告，对小型微利企业年应纳税所得额不超过 100 万元的部分，减按 25% 计入应纳税所得额，按 20% 的税率缴纳企业所得税。对个体工商户年应纳税所得额不超过 100 万元的部分，在现行优惠政策基础上，减半征收个人所得税。（资料来源：同花顺）
5. **财政部、税务总局**：发布《关于继续实施物流企业大宗商品仓储设施用地城镇土地使用税优惠政策的公告》，自 2023 年 1 月 1 日起至 2027 年 12 月 31 日止，对物流企业自有(包括自用和出租)或承租的大宗商品仓储设施用地，减按所属土地等级适用税额标准的 50% 计征城镇土地使用税。（资料来源：同花顺）

每日研报

【东兴零售】豫园股份（600655）：黄金珠宝板块逆势增长，其他板块短期承压疫后复苏可期（20230327）

事件：豫园股份发布 2022 年财报，公司实现营业收入 501.18 亿元，同比 -3.57%；归母净利润 38.26 亿元，同比+1.52%，扣非归母净利润 1.62 亿元，同比-94.22%。其中 Q4 实现营业收入 166.89 亿元，同比-11.38%，归母净利润 29.23 亿元，同比+41.86%，扣非归母净利润-1.98 亿元，同比-112.7%。

产品力提升和渠道铺建共同拉动黄金主业逆势增长。2022 年公司黄金珠宝板块实现营收 330.7 亿元，同比+20.5%，远好于社零金银珠宝品类-1.1%的行业总体表现。产品端，古韵金目前已升级至 5.0 版本，全年销售额约 50 亿，同比增长约 40%，上半年新推出的老庙有鹊婚嫁系列全年销售破 2.4 亿，产品力持续得到市场认可；渠道端，“老庙”和“亚一”共净增门店 606 家达到 4565 家，在疫情下仍保持较快的展店步伐，叠加原有门店逐步爬坡，共同拉动板块逆势增长。板块毛利率 8.24%，同比下降 0.45pct.，基本保持稳定。2023 年在地缘政治危机不断的背景下黄金价格有望维持坚挺，黄金的投资价值仍在，疫后婚庆补偿性需求释放，叠加线下消费场景的恢复，黄金珠宝行业具有较大复苏空间。公司预计仍维持较快的展店节奏，板块有望充分受益于行业复苏实现较快增长。

部分消费赛道整体受疫情冲击较大，疫后复苏可期。餐饮方面，截至 22 年末共经营直营门店 207 家，但核心布局的上海、深圳、北京等均均为疫情严重区域，板块全年营收同比-10.85%至 2.35 亿元；化妆品、医药健康和时尚表业营收分别同比-18.1%、-28.3%和-28.04%，全年表现均较弱。酒业方面，公司持股的舍得酒业和金徽酒 2022 年分别实现 16.85 和 2.8 亿元归母净利润，同比+35.31%和-13.7%，疫情扰动下两家公司业绩表现有所分化。公司消费多产业布局运营持续推进，部分板块短期受疫情扰动较大，但板块整体毛利率较稳定。各子赛道空间广，在疫情缓解消费复苏背景下均有较大恢复空间。

地产业务较弱拖累了业绩表现，非经常性损益增加弥补亏损。地产板块全年实现营收 91.2 亿元，同比-45.21%，毛利率同比-4.15pct.至 23.4%，拉低整体毛利率 3.4pct.至 16%，拖累了公司整体业绩表现，公司全年扣非归母净利润同比-94.2%。考虑到同业竞争问题，公司于 2022 年 9 月出售了金徽酒 13%的股权，带来非经常性损益的增加，由此带来净利润的较好表现。当前供需两端政策都在确保房地产市场回归平稳发展，不利因素迎来改善，预计地产销售市场有望触底回升，相关财务表现有望好转，叠加疫后销售回暖带来费用率的下降，2023 年扣非净利率有较大改善预期。

消费赛道扩容叠加运营能力共同拉动产业增长。公司长期致力于“全球一流家庭快乐消费产业集团”的打造，目前已实现多赛道多领域布局，公司的运营能力也得到持续验证。2022 年新会员达到 720 万，同比增加 40%，会员销售占比提升至 64%。公司全面提高会员运营和服务能力，打造围绕家庭客户的 C2M 生态系统效果逐步显现。未来消费板块有望在清晰的战略指引下实现长期发展，多业态布局打造新业务增长点。

盈利预测：黄金珠宝主业韧性较强，部分消费子赛道在疫情冲击下短期业绩承压，但疫后复苏空间大。长期看好公司珠宝主业依靠“内生新品系列打造+外延并购整合”的持续发展，以及多元业态布局打造的业务增长亮点。预计公司 23-25 年归母净利润分别为 40、43.3、46.6 亿元，EPS 为 1.03、1.11、1.2 元，对应 PE 为 8、7、7 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：金价波动，新业务拓展不及预期。

（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：010-66554446 分析师：刘雪晴 执业编码：S1480522090005 电话：010-66554026）

【东兴策略】内外政策明朗推动估值回升——A 股市场估值跟踪四十六（20230327）

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。

本周要点：内外部政策环境明朗推动估值回升。国外来看，3/22 美联储加息 25BP 落地，关于下阶段政策由之前偏鹰表述变为“一些额外的政策紧缩可能是适当的”，鸽派信号平抑前期银行业风险导致的恐慌情绪，美债收益率下行；国内来看，3/17 降准表明央行及监管部门提振经济的态度，推动经济修复预期回升。美债下行+央行降准双重利好下估值整体回升，尤其是受利率水平影响较大的科技、大金融板块升幅居前。

全球主要股指中，港股领涨。恒生科技（6.16%）涨幅最大，恒生中国（2.71%）涨幅居前；A股来看，创业板指（3.34%）回升，涨幅最大，中证500（2.05%）涨幅居前；海外股来看，纳斯达克指数（1.66%）涨幅最大，其余股指小幅上涨。估值来看，全球主要指数估值上升。A股中，创业板指（PE(TTM): 3.61%/PB: 3.04%）、中证500（PE(TTM): 1.74%/PB: 1.50%）估值回升，且升幅居前；海外股中英国富时100（PE(TTM): 3.77%/PB: 3.69%）升幅最大，纳斯达克指数（PE(TTM): 2.15%/PB: 1.77%）升幅居前；港股中恒生指数（PE(TTM): 1.58%/PB: 1.60%）升幅最大。估值分位数来看，万得全A、恒生中国等4个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43.15%），日经225最接近历史最低值（高24.48%）；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（33.33%）估值回升，上升幅度最大；海外股中英国富时100（15.19%）升幅最大，纳斯达克指数（11.95%）升幅居前；港股中恒生中国（9.18%）升幅最大。2023年初至今主要指数涨跌幅均上升。创业板指涨跌幅较上周扩大3.27%，涨跌幅变化最大，估值扩张程度较上周缩小408.04%；上证50涨跌幅较上周上涨0.94%，其中412.51%来自估值扩张贡献，估值贡献边际变化最大。除创业板指外，上周主要指数估值变化贡献均超80%。

本周大类行业中，科技、设备制造等四个行业估值上升，交通运输、工业服务等四个行业估值下降。科技（PE(TTM): 2.00%: PB: 2.27%）升幅最大，设备制造（PE(TTM): 1.32%: PB: 1.45%）升幅居前，交通运输（PE(TTM): -1.76%: PB: -2.14%）降幅最大。中信行业来看，科技、地产、金融板块估值升幅较大。科技板块上行幅度较大，其中计算机（8.17%）、电子（5.78%）升幅居前；房地产、消费向好，地产板块中房地产（3.66%）、建材（4.72%）估值回升，消费板块中食品饮料（2.09%）、消费者服务（2.04%）估值升幅较大。

8个中信行业PE(TTM)超过中位数，22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，排名后三的行业是交通、煤炭和银行；PB来看，当前值排名前三的行业是食品饮料、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整体下跌。其中深证100（-0.16%）跌幅最大，深证成指（-0.15%）跌幅居前，上证180（0.08%）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）

【东兴轻工】安踏体育（2020.HK）：多品牌矩阵助增长，2023信心更足（20230327）

事件：安踏集团发布2022年全年业绩，2022年集团实现营业收入536.51亿元，同比+8.8%，股东应占溢利（不包含合营公司影响）75.62亿元，同比-3.1%，股东应占溢利（包含合营公司影响）75.90亿元，同比-1.7%。其中22H2营业收入276.86亿元，同比+4.41%，股东应占溢利（不包含合营公司影响）37.96亿元，同比+5.01%，股东应占溢利（包含合营公司影响）40.02亿元，同比+3.14%。

公司坚持“单聚焦、多品牌、全球化”发展战略，多品牌矩阵助力公司在运动户外行业份额持续增长。2022年在疫情扰动消费，社零持平、服装鞋帽类下降6.6%的情况下，安踏公司整体收入增长表现较好，符合预期，尤其新增长曲线表现强劲。分品牌看：1）安踏品牌2022年营收+15.5%达277亿。安踏品牌借助冬奥营销成功，确立了“专业为本、品牌向上”发展战略，品牌核心科技产品占比提升。渠道模式方面安踏继续推动DTC转型，22年DTC占比进一步提升到50%，品牌未来持续加强DTC的综合营运能力。安踏品牌未来仍然展望18-25%之间的流水增长目标。2）FILA品牌2022年收入基本持平至215亿，销售增长偏弱，但跑赢主要国际竞品。Fila品牌贯彻三个顶级策略“顶级品牌、顶级商品、顶级渠道”，库存方面，经过2022年下半年降库存及2023年年初的动销超预期，FILA的库存做到了基本可控（截至年末FILA的库存总量同比下滑双位数），为今年高质量增长打下基础。长远来看，Fila品牌3-5年仍展望400-500亿的收入规模。3）迪桑特和可隆等其他品牌2022年收入合计+26.1%至44.1亿，新品牌的成长引擎作用明显，Descente和Kolon分别定位为专业运动和户外生活的品牌。Descente滑雪心智打造颇有成效，专业滑雪服增长超60%，渠道效率持续提升，平均店效达到120+万。Kolon品牌经过过去的3年渠道调整，大量店铺扭亏为盈，效益明显提升。渠道方面：疫情下各品牌新形象升级和渠道突破继续推进。截至22年底安踏大

货 6924 家店, 安踏儿童 2679 家店, 店面数略有增加, 店效方面大货保持 25 万店效, 儿童增长至 16 万店效。FILA 店面数 1984 家, 略有下降, 主要系 2022 年关停低效门店, 经过调整 Filafila 店面数在今年也有望重回增长。电商方面, 电商业务销售收入提升 31%, 占比提升至 34.3%, 公司在新渠道的布局承销明显。综上, 公司各个品牌看, 安踏主品牌韧性较强, Filafila 品牌调整结束, 新品牌增速快, 呈现出良好的增长接力状态, 尤其是 Filafila 目前的发展态势与其他品牌共同保证了公司未来增长的确切性。

盈利能力方面, 22 年毛利率拖累整体利润率, 23 年将有所恢复。2022 年安踏牌 GPM 增长 1.4pct., 主要由于 DTC 提升, FILA 品牌 GPM 下降 4.11.4pct., 主要是零售折扣的加深及清理过季库存。最终集团的 GPM 和 OPM 同比都有下降 1.4pct.。费用率方面 2022 年 A&P 为 10.3% (-2.1pct.), 主要是 2021 年有北京冬奥和东京奥运费用支出较多, 2022 年和 2023 年有所回落, R&D 费用 2.4% (+0.1 pct.), 为保持各品牌运动专业性公司在研发方面持续投入。展望 2023 年, 公司在疫情后消费复苏的大背景下, 各品牌动销展望积极, 有望带动零售折扣、库存水平等改善, 最终推动经营利润率的回升。

亚玛芬改善明显, 全球化战略进一步推进。合营公司 2022 年首次实现盈利, 贡献水母公司利润 2800 万元, 收入端实现 20% 的良好增长。亚玛芬自加入安踏集团后就制定了 5 个 10 亿的明确战略目标, 三年疫情中目标努力得到了推进, 并有望在 24 年得以完全大成。利润方面, 亚玛芬制定了高管的中长期激励方案, 利润朝着良性方向发展, 22 年受到特殊因素影响 (激励费用、商誉减值) 利润未有大幅恢复, 2023 年利润展望更为乐观。

盈利预测与投资评级: 安踏现阶段呈现出多品牌接力发展的特点, 多品牌合集将助力集团在运动户外行业份额持续增长, 2023 年在消费环境改善的大环境下看好公司的收入提速和利润率恢复。预计 2023-2025 年归母净利润分别为 94.16、110.86、134.45 亿元人民币, 增速分别为 24.06%、17.73%、21.28%, 目前股价对应 PE 分别为 28.28、24.02、19.81 倍, 维持“强烈推荐”评级。风险提示: 疫情超预期, 终端消费持续低迷, 运动品牌竞争进一步加剧。

(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)

【东兴食饮】食品饮料行业报告: 原奶价格跌破 4 元, 下行趋势仍延续 (20230327)

农业农村部 17 日发布的主产区生鲜乳价格为 3.99 元, 这是在 21 年 8 月中旬原奶价格见顶后, 首次价格跌破 4 元。我们判断次轮原奶周期将会持续, 奶价下行趋势或延续。从成本角度来看, 乳企全年成本向下的趋势不改变。

根据农业农村部发布的数据, 本轮奶价于 21 年 8 月中旬见顶, 价格最高达到 4.38 元, 后价格逐渐回落。今年以来原奶价格仍不断下行, 从 4.11 元持续下跌。本轮原奶价格的下降, 主要与近几年上游牧场规模扩张有关。以呼和浩特为例, 2020 年前行业经历了几年的出清, 2019 年至 2020 年呼和浩特市奶牛存栏量较低, 但随着行业整顿出清的完成, 原奶价格回升, 刺激下游新建规模化牧场, 随着牧场整体规模化的提升, 2020 年起呼和浩特市奶牛存栏量快速回升, 2019 年至 2022 年, 呼和浩特市奶牛存栏量三年复合增速 10% 左右。

从这一轮产能扩张的路径来看, 主要是头部乳企通过合作牧场或者直接投资的方式向上游延伸, 乳企与上游的绑定更加紧密。这对下游乳企来说, 供给的稳定性和确定性将会增加。但由此带来的牧场集中度提升, 或带来小型社会化牧场的出清。

我们预计今年原奶价格会在下降通道内, 下半年随着需求的回升或有反弹。从成本角度来看, 乳企全年成本向下的趋势不改变。我们看好乳制品企业龙头企业的持续发展能力和业绩稳定性, 继续推荐伊利股份。

市场回顾:

本周食品饮料各子行业中, 周涨跌幅依次为: 啤酒 4.34%, 白酒 2.95%, 黄酒 (长江) 2.62%, 其他酒类 1.74%, 软饮料 1.54%, 调味发酵品 1.12%, 其他食品 0.24%, 肉制品 0.13%, 乳品 -0.15%。

本周酒类行业公司中, 涨幅前五的公司为: 惠泉啤酒 10.28%, 舍得酒业 9.02%, 老白干酒 7.98%, 珠江啤酒 7.68%, 燕京啤酒 6.82%; 表现后五的公司为: 伊力特 -0.19%, 口子窖 -0.90%, *ST 皇台 -1.33%, 重庆啤酒 -2.41%, 百润股份 -3.59%。

港股市场回顾:

本周港股必需性消费指数 2.92 %, 其中关键公司涨跌幅为: 中国飞鹤 2.73%, 华润啤酒 1.94%, 颐海国际 1.89%, 百威亚太 1.06%, 农夫山泉 0.90%, 中国旺旺 0.00%, 康师傅控股 -1.11%, 周黑鸭 -1.59%。

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)

【东兴非银】非银行金融行业跟踪：周日均成交额时隔七月再过万亿，重点关注证券板块估值修复机会（20230327）

证券：本周市场日均成交额环比增加 1200 亿至 1.00 万亿，上次周日均成交过万亿是 7 个月之前，成交回暖有望成为行业估值修复的直接催化剂；两融余额（3.25）回升至 1.60 万亿上方。监管层继续发力完善和发展多层次资本市场体系，支持多样化融资模式。周五证监会发布《关于进一步推进 REITs 常态化发行相关工作的通知》，通过完善优化注册机制、流程、标准和相关制度，推进 REITs 常态化发行工作，投行相关业务收入有望在更短周期内更为平滑。同时，证监会就《期货公司监督管理办法（征求意见稿）》公开征求意见，银保监会发布《关于规范信托公司信托业务分类的通知》，规范完善金融体系中各类机构经营，有助于资本市场行稳致远。我们认为，虽然近期美欧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完善金融体系运行，改善资本市场流动性，提振投资者信心，政策效果有望逐步显现。

保险：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 20 日至 3 月 24 日 5 个交易日非银板块整体上涨 0.41%，按申万一级行业分类标准，排名全部行业 18/31；其中证券板块上涨 0.86%，保险板块下跌 0.41%，均跑输沪深 300 指数（1.72%）。个股方面，券商涨幅前五分别为中国银河（4.23%）、国盛金控（3.56%）、红塔证券（3.51%）、方正证券（3.07%）、哈投股份（2.99%），保险公司涨跌幅分别为中国人保（0.38%）、中国平安（0.00%）、新华保险（-0.80%）、天茂集团（-0.90%）、中国人寿（-1.86%）、中国太保（-2.41%）。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)

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法律责任。

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