

2023年3月30日星期四

## 分析师推荐

**【东兴食饮】涪陵榨菜（002507）：22年利润率改善明显，静待23年收入端提振（20230328）**

事件：公司2022年实现营业收入25.48亿元，同比+1.18%，归母净利润8.99亿元，同比+21.14%，扣非归母净利润8.18亿元，同比+17.76%；2022Q4单季，公司实现营业收入5.02亿元，同比-10.81%，归母净利润2.02亿元，同比-15.11%，扣非归母净利润1.80亿元，同比-13.55%。

产品多元化初现成效。2022年，公司榨菜、萝卜、泡菜销售额分别为21.75/0.82/2.41亿元，分别同比增长-2.31%/19.33%/51.43%。公司提出了以“榨菜升级做透，萝卜多元做大，延伸开发零食，尝试进入酱类”这一矩阵发展思路，开辟轻盐健康新赛道，并推出了新品调味菜、酸萝卜鱼调料、翠小菜休闲零食等产品。2021年11月公司基于以青菜头为主的原材料价格上涨压力，提高了主要产品的出厂价，对2022年全年榨菜动销造成一定影响，加上四季度疫情防控，工厂停产、物流不畅等影响，22年榨菜销量同比下滑12.61%，不过萝卜和泡菜的销量分别同比增长30.43%/25.24%。单价方面，榨菜、萝卜和泡菜单价分别同比+11.78%/-8.51%/20.91%。榨菜价格的提升基本弥补量的下滑，全年销售额略有回落。泡菜量价齐升收入大幅增长。泡菜发展空间大于榨菜，目前泡菜销售额占比仅9.46%，推测未来占比将进一步提升，推动公司整体增长。

去年毛利率明显改善，今年下半年略有压力。22年公司整体毛利率53.1%，同比提升0.77pct，榨菜、萝卜、泡菜毛利率分别为56.95%/31.87%/31.66%，分别同比+2.15%/-17.18%/5.39pct。公司主要原材料青菜头及榨菜半成品2022年度价格分别较2021年下降约42%和18%，其中青菜头原料价格约800元/吨左右。今年青菜头收购价格较22年略有提升，收购指导价900元/吨。但22年上半年公司用的青菜头是21年收购的高成本青菜头，23年上半年用的是22年收购的青菜头，因此我们推算23年上半年尤其是Q1公司毛利率将同比明显改善，下半年毛利率同比承压。此外，由于泡菜等新品毛利率较低，随着新品占比的提升，公司整体毛利率水平将受到影响。

提升费用投放效率以及渠道管理水平。22年公司加大了地面宣传推广，减少品牌的空中宣传，销售费用率大幅降低4.52pct至14.36%，带动净利润率提升5.81pct至35.27%。我们预计地面推广效果将更加直接高效，而此前的宣传效果也将逐步释放，销售费用率有望维持平稳。在渠道建设上，公司计划23年促进渠道深度下沉、品类集中上量。公司设立四大销售战区、将作战指挥权前移，成立餐饮销售事业部、搭建餐饮销售体系，公司有望通过提升管理水平带动业绩增长。

公司盈利预测及投资评级：长期来看，公司榨菜产品存在持续升级潜力，轻

## A股港股市场

指数名称	收盘价	涨跌%
上证指数	3,261.25	+0.65
深证成指	11,651.83	+0.62
创业板	2,383.04	+0.50
中小板	7,712.84	+0.69
沪深300	4,038.53	+0.81
香港恒生	20,290.91	+0.49
国企指数	6,911.62	+0.48

## 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
无			

\*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

盐榨菜有望提高榨菜行业空间，稳定榨菜品类增长。在此基础上，公司开拓新品，随着新品的逐步放量公司有望打开第二增长曲线。我们预计公司2023-2025年净利润分别为9.70、10.70和11.49亿元，对应EPS分别为1.09、1.21和1.29元。当前股价对应2023-2025年PE值分别为23、21和19倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：疫情导致生产、运输和公司产品铺货受到影响，需求不及预期；能源、包装成本上涨超预期。

**(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)**

### 【东兴交运】宁沪高速：疫情影响下业绩受损，今年有望明显回暖(20230328)

事件：2022年公司实现通行费收入73.2亿元（同比下滑11.4%），实现归母净利润37.2亿元（同比下滑13.0%）。疫情对公司产生了较大影响，是公司去年业绩下滑的主因。

疫情影响导致业绩承压，新路通车后财务费用提升较大：公司22年Q1-Q4通行费收入分别为18.2、15.1、22.0及17.9亿元，Q1、Q2及Q4收入较低主要是受疫情影响；四季度货车通行费减免10%也对公司业绩造成一定影响。

公司20-21年新通车常宜高速、宜长高速及五峰山大桥三条路产，由于路产通车后财务费用资本化停止，公司财务费用有较明显提升。22年公司财务费用10.94亿元，同比增长39%。

新通车路产运营稳定，今年有望大幅减亏：常宜高速、宜长高速及五峰山大桥22年毛利率分别10.64%、14.68%和48.12%。常宜与宜长高速22年分别亏损0.83和0.63亿元，较21年的亏损1.01和1.12亿元都实现减亏；五峰山大桥22年亏损1.67亿元，对比21年半年（21年6月末通车）亏损1.27亿元也实现减亏。考虑到去年处于疫情影响下而今年疫情消退，预计今年三条新路的减亏会更加明显。

投资收益同比增长超6亿：公司22年投资收益18.7亿，较21年的12.0亿大幅提升，主要系：1.沿江公司发行基础设施REITs，获得高额一次性收益；2.参股的紫金信托等金融公司投资收益提升；3.其他权益投资工具收益增长。

新能源业务持续推进，收购公司业绩大幅增长：公司通过收购云杉清能切入新能源发电业务。22年电力销售收入6.5亿元，同比增长约39.81%，主要系子公司如东H5海上风电项目于2021年Q4全容量并网投运。2022年云杉清能实现净利润2.22亿元，同比增长54.3%，表现出较高的成长性和稳定的收益预期。

盈利预测与投资建议：随着疫情的消退，我们预计公司今年通行费收入较去年会有较明显的增长。并带来盈利的回升。我们预计公司23-25年的净利润分别为43.0、45.4和47.8亿，对应EPS分别为0.85、0.90和0.95元，对应

现有股价 PE 分别为 9.83X、9.30X 和 8.84X。

风险提示：新建路产车流量不及预期、收费政策变化等

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

## 重要公司资讯

- 碧桂园**：2022 年全年营收 413.7 亿元人民币，同比增长 43%；全年净利润 19.4 亿元人民币，同比减少 52%；全年核心净利润 50.2 亿元，同比增长 9%。（资料来源：同花顺）
- 泡泡玛特**：2022 年营收 46.2 亿元，海外业务同比增 147.1%。（资料来源：同花顺）
- 凯盛新材**：2022 年度净利润同比增加 21.28%。（资料来源：同花顺）
- 银河电子**：2022 年度净利润同比增加 1263.97%。（资料来源：同花顺）
- 华润置地**：2022 年全年核心盈利 270.0 亿元人民币，预估 274 亿元人民币；营收 2070.6 亿元人民币，预估 2227.5 亿元人民币；每股末期股息 1.219 元人民币。（资料来源：同花顺）

## 经济要闻

- 国务院国资委**：今年前两个月，中央企业累计完成投资(不含房地产)超 3500 亿元，同比增长 5.6%。2023 年中央企业在建、拟建重点固定资产投资项 900 余项，1 至 2 月份完成投资超 1500 亿元。（资料来源：同花顺）
- 中国贸促会**：目前全国出国经贸展览呈现恢复性增长态势，大多数出展项目招展情况好于预期。今年以来，中贸促会已完成首批出国举办经济贸易展览会项目申请 519 项，近日还将启动今年第二批出展项目立项申请审核。（资料来源：同花顺）
- 中国物流与采购联合会**：1-2 月份，我国社会物流总额 53.5 万亿元，按可比价格计算，同比增长 2.9%。从增速来看，1-2 月增速虽低于上年同期水平，但与上年 12 月份相比加快 1.4 个百分点。显示当前物流运行整体企稳回升，物流需求规模逐步扩大，社会物流总额增速在上年四季度基础上有所回升。但物流需求仍处在恢复阶段，增速仍低于同期水平，结构性分化较为明显。（资料来源：同花顺）
- 财联社**：欧盟周四就 2030 年扩大可再生能源使用的雄伟目标达成一项政治协议，这是欧盟应对气候变化和放弃俄罗斯化石燃料计划的关键一步。欧洲议会成员马库斯·皮珀在推特上发文称，欧盟国家和欧洲议会一致同意，到 2030 年，欧盟 27 个成员国将有 42.5% 的能源来自风能和太阳能等可再生能源。（资料来源：同花顺）
- 工信部**：1—2 月份，规模以上电子信息制造业增加值同比下降 2.6%，增速分别比同期工业、高技术制造业低 5 个和 3.1 个百分点。1—2 月份，主要产品中，手机产量 2.04 亿台，同比下降 4.8%，其中智能手机产量 1.34 亿台，同比下降 14.1%；微型计算机设备产量 0.46 亿台，同比下降 21.9%；集成电路产量 443.0 亿块，同比下降 17%。（资料来源：同花顺）

## 每日研报

【东兴时尚&轻工】东兴证券时尚&轻工周观点：线下消费稳健复苏，继续关注出行产业链（20230328）

观点综述：

近期出行各方面数据持续恢复，包括酒店、餐饮、旅游等出行相关的领域出现复苏明显。叠加部分行业和公司成长性，重点公司的收入、业绩有望超过 2019 年甚至较疫情前实现正增长，本周继续重点推荐出行产业链。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。根据 STR，2022 年国内酒店 RevPAR 月均恢复率约为 2019 年的 6 成，头部连锁酒店集团品牌经营表现优于行业平均水平。2023 年以来境内酒店整体 RevPAR 较 2019 年已实现正增长，复苏趋势显著。中长期来看，中高端结构性机会仍存，中高端酒店市场空间广、集中度仍有提升空间，另一方面，疫情后行业供给端持续出清，市场集中度加速提升。标的方面，重点关注门店规模领先、品牌矩阵完善、经营效率高的头部酒店集团，如锦江酒店、首旅酒店、华住集团，兼具复苏弹性和集中度提升红利。

餐饮：疫情期间价格被压制、单店受损严重的品牌复苏弹性大，兼具连锁化拓店成长性。横向对比出行产业链，餐饮从消费场景看疫情期间韧性更强，但 23 年仍有反弹空间。2023 年 1-2 月，我国社零餐饮收入较 2019 年 1-2 月增长 16%，限额以上餐饮收入较 2019 年 1-2 月增长 32%，疫后餐饮市场快速反弹，且连锁餐饮复苏更强劲。选股思路上，短期看，疫后复苏将是主要催化，疫情期间价格压制明显、单店受损严重、拓店进程受阻的品牌，疫后弹性更强。中期看，疫情影响消退后，行业将回归开店逻辑，关注各餐饮企业现有门店距离赛道天花板之间的剩余空间。建议关注单店模型优秀、标准化复制性强的小酒馆海伦司，以及单店盈利有望边际改善的高端茶饮奈雪的茶。

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。国内旅游方面，全国出游人数有较大恢复空间：2022 年全国旅游人次和旅游收入仅有 2019 年的 4 成左右。中国旅游研究院预测，2023 年国内旅游人次及旅游收入将恢复至 2019 年的 7 成以上%。出境游方面，疫情三年国际航班量和国际航班订座量骤降，订座量仅有疫情前的 3%-4% 水平。2023 年 1 月份订座量已恢复到 2019 年的约 12% 水平。中国旅游研究院预计 2023 年全年入出境游客人数有望超 9000 万人次，同比翻一番，恢复至疫前的 31.5%。投资思路上，国内景区建议关注符合休闲度假趋势的休闲一体化景点；出境游建议关注率先复苏的澳门博彩业，以及受益旅游线上化率提升的 OTA 龙头。

市场回顾

本周纺织服装行业上涨 0.68%，轻工制造上涨 1.87%，商贸零售上涨 2.49%，社会服务上涨 1.87%，美容护理上涨 0.30%，在申万 31 个一级行业中分别排第 17、12、7、11、20 名。指数方面，上证指数上涨 0.46%，深证成指上涨 3.16%。

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、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：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 研究助理：沈逸伦 执业编码：S1480121050014 电话：010-66554044)

【东兴策略】配置盘流入转正，外资情绪好转——北向资金行为跟踪系列四十九（20230328）

周观点：

本周要点：配置盘转正，外资情绪好转。虽然 3 月中旬北向整体转为净流入，但 3/6-3/17 期间配置盘净流出约 50 亿元，3/20-3/24 一周才转为净流入约 78 亿元。配置盘转正主要受降准政策提振，3/17 配置盘仍净流出 22 亿元，3/20 单日即转为大幅净流入 42 亿元。配置盘偏好转向科技成长板块。3/6-3/17 期间配置盘主要流入交运、公用事业、建筑等周期板块，成长板块中仅流入计算机行业规模较大；上周（3/20-3/24）配置盘对电新、电子共计流入 43 亿元，占配置盘流入规模超 50%。

上周北向资金净流入，配置盘流入转正。上周的五个交易日北向资金实现整体净流入，一周累计流入 105.18 亿元。截至

2023/03/24, 北向资金本月累计净流入 234.86 亿元。

北向整体：多数行业流入。上周有 17 个行业流入，13 个行业流出。其中电子（82.38 亿）、电力设备及新能源（33.24 亿）、医药（32.22 亿）流入较多；通信（-27.31 亿）、煤炭（-15.62 亿）流出较多。配置盘、交易盘净流入。上周配置盘、交易盘净流入，累计净流入分别为 77.65 亿元 27.54 亿元。分行业来看，流入成长板块规模最大，累计净流入共计 81.98 亿，其中配置盘净流入 35.17 亿、交易盘净流入 46.81 亿元。相比较来看，交易盘减配周期板块，累计净流出 17.43 亿元。

行业流向：配置盘上周有 15 个行业流入，15 个行业流出。其中电子（28.84 亿）、食品饮料（21.19 亿）、医药（19.66 亿）流入较多；通信（-8.84 亿）、煤炭（-6.38 亿）流出较多。交易盘上周则有 13 个行业流入，17 个行业流出。其中电子（53.54 亿）、电力设备及新能源（19.51 亿）、医药（12.57 亿）流入较多；通信（-18.47 亿）、电力及公用事业（-12.75 亿）流出较多。电子流入最多。上周北向整体有 17 个行业流入，13 个行业流出。其中电子（82.38 亿）、电力设备及新能源（33.24 亿）、医药（32.22 亿）流入较多；通信（-27.31 亿）、煤炭（-15.62 亿）流出较多。

个股流向：京东方 A 流入最多，同花顺流出最多。上周北向资金流入排名前三的个股为京东方 A（14.36 亿）、宁德时代（13.74 亿）、贵州茅台（10.63 亿）；流出排名前三的个股为同花顺（-13.28 亿）、中国神华（-9.22 亿）、工业富联（-8.39 亿）。

累计统计：以月份为单位，上月累计 17 个行业资金流入，13 个行业资金流出。其中，电子净流入超 60 亿，超出了我们在《北向资金的阿尔法有多强》所设定的预测未来一月行业流入情况的阈值。以季度为单位，电新、食品饮料、电子、非银金融、计算机和有色金属等行业流入均超百亿；煤炭行业流出超 25 亿，均超出了我们在《北向资金的阿尔法有多强》所设定的预测未来一季行业流入情况的阈值。

北向跟踪策略：我们在专题报告《探秘北向资金的超额收益来源》构建了基于北向资金持仓 Top50 行业跟踪策略。截至 2023/03/24，北向行业的累计收益率为 26.84%，累计超额收益率为 30.84%，夏普比率为 2.88，最大回撤为 46.05%。基于最新的跟踪情况，北向行业变动未触发调仓阈值 Top50 行业跟踪策略。本周不进行调仓（历史的 20 次调仓及收益情况参见正文）。

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）

### 【东兴建材】海螺水泥（600585）：水泥龙头蓄力待势（20230328）

报告摘要：

2022 年公司实现营业收入 1320.22 亿元，同比下降 21.40%；归属于母公司所有者的净利润为 156.61 亿元，同比下降 52.92%，扣非后归母净利润为 150.36 亿元，同比下降 52.08%，实现 EPS 为 2.96 元。

点评：

盈利水平回落至 10 多年历史低点附近，低成本优势助力市场份额开始回升。2022 年水泥行业需求大幅下滑，全国水泥产量同比下滑 10.8%，为五十年来首次出现两位数下降。而海螺水泥自产水泥销量为 2.83 亿吨，同比下降仅 6.91%。行业中的一些企业陷入亏损，有些水泥企业产线停滞，甚至变卖设备退出市场。公司 2022 年综合毛利率下降至 28.21%，同比下降 15.37 个百分点，其中第四季度毛利率和净利润率仅为 13.88% 和 7.24%，对应吨净利仅为 20 元左右，回落至 2015 年的历史低点水平附近。在行业需求低迷的情况下，公司市场份额在 2022 年为 13.36%，较 2021 年提升 0.5 个百分点，得益于公司市场份额保持的战略有关，公司低成本优势保证降价后依然盈利，助力市场份额提升战略的落地。随着行业环境低迷的持续，有助于公司市场份额的持续提升。

运输、原材料和智能化等多方发力降本蓄力。公司在营销上继续推进水路上岸通道建设，降低运输成本，提升市场控制力。同时收购矿山使用权，降低原材料成本，2022 年矿山开采权购置 128.58 亿元。加快数字化和智能工厂建设，进一步提升成本优势，深挖公司的护城河，为提升核心竞争力继续蓄力。

低成本护城河提升公司估值水平和业绩弹性。随着地产行业政策的起效，地产对于水泥需求的拖累正在显现拐点。2023 年地产从销售、新开工、施工和竣工等同比下滑程度均收窄，地产行业的长期健康发展可期。低迷行业环境和低成本优势有助于公司市场份额的持续提升，持续的降本举措提升公司资产质量，改善估值水平。同时，一旦水泥需求改善带来公司更大的业

绩弹性。

盈利预测及投资评级：我们预计公司 2023-2025 年归属于母公司净利润分别为 166.02 亿元、192.29 亿和 243.67 亿元，对应 EPS 分别为 3.13 元、3.63 元和 4.60 元。当前股价对应 PE 值分别为 9 倍、8 倍和 6 倍。考虑到公司低成本优势下继续的降本增效，提升资产质量带来的估值改善，以及市场份额提升带来的更大业绩弹性空间，维持公司“强烈推荐”的投资评级。

风险提示：房地产行业景气度低迷持续性超预期和基建发力力度不及预期。

(分析师：赵军胜 执业编码：S1480512070003 电话：010-66554088)

#### 【东兴时尚&轻工】家联科技：2022 完美收官，可降解制品未来发展可期（20230329）

事件：2022 年公司营业收入 19.76 亿元，同比+60.1%；归母净利润 1.79 亿元，同比+151.7%；扣非归母 1.55 亿元，同比+200.2%。其中 Q4 营业收入 3.96 亿元，同比+20.5%；归母净利润 0.35 亿元，同比+55.1%；扣非归母 0.26 亿元，同比+189.5%。

塑料制品增速略回落未来预计稳健发展，可降解制品增速提升，未来空间广阔。分产品，公司 2022 年塑料制品收入达 16.58 亿元（同比+55.39%），生物全降解制品收入 1.4 亿元（同比+52.38%），纸制品及其他收入 1.78 亿元（同比+135.85%）。内外销看，2022 年公司外销收入 15.25 亿元（同比+75.30%），内销 4.51 亿元（同比+23.78%）。公司各个产品的内外销占比差异较大，导致下半年与上半年节奏有较大差异：公司塑料制品以出口为主，生物降解制品、纸制品以内销为主；内外销看，公司上半年外销收入增速 101.76%，下半年回落至 52.64%，上半年内销增速 4.16%，下半年提升至 42.52%。塑料制品方面，下半年由于海外渠道库存上升，订单增速有所回落，但塑料制品本身低值易耗特点库存期较短，高库存预计在 1~2 个季度消化完成，后续订单将恢复正常。长期看，由于消费习惯原因，塑料制品在美国有较为稳固的市场，公司凭借塑料制品产品和渠道深耕能力，未来仍能取得一定增长。生物降解塑料、植物纤维制品长远来看部分替代塑料是大势所趋。国内环保政策在 2023 年有望加速，公司与国内头部餐饮、零售品牌的合作逐渐进入兑付期，后续内销业务的增速将保持在较高位置；国外，欧洲市场对植物纤维制品接受度高，2022 年各主要国家立法完成后，后续市场需求可期。家联科技在生物降解塑料和植物纤维方面的产能布局和技术储备具备明显的先发优势，预计后续随着海外客户恢复正常和国内客户需求扩大，各产品订单都将有较好增长。

毛利率恢复明显，后续提升仍有空间，汇兑收益增厚短期业绩。公司 2022 年毛利率 22.24%，同比+4.22pct，毛利率有明显的恢复但较上市前仍有提升空间，恢复的主要原因是塑料制品原材料价格回落、公司生产效率的提升。2022 年公司费用率合计为 12.04%（同比-0.93pct.），费用率的降低主要是财务费用方面有汇兑收益（22 年汇兑收益 2681 万元，21 年汇兑损失 40 万元），剔除掉汇率因素公司整体费用率稳健。综合来看，公司的毛利率随着塑料制品原材料价格进一步回落以及新产品放量规模效应的释放，仍有较大提升空间；未来随着市场扩容、产能释放，公司的运营效率、管理效率优势体现的更为明显，净利润有望继续升级。

公司技术储备具备明显优势，未来产能扩张步伐积极，尽享降解材料发展红利。公司 IPO 项目生物降解材料制品 1.6 万吨、高端塑料制品生产线产能 2.4 万吨，预计在 23-24 年逐步投产；2022 年新购地块年产 12 万吨生物降解材料及制品、家居用品项目的新增产能。植物纤维方面，公司收购甘蔗纤维制品厂商家得宝，2022 年对其进行技改，产能快速爬坡，效益明显提升；在收购商家得宝基础上，公司快速获取在植物纤维制品方面的技术，并在机器设备及制备技术方面建立后发优势，公司另规划建设 10 万吨甘蔗渣可降解环保材料制品项目，预计 23-24 年投产。公司在生物降解降解塑料改性技术及植物纤维制备技术方面优势明显，结合目前产能储备和未来规划，公司将有望充分抢占降解材料市场份额。

盈利预测与投资评级：我们看好公司在普通塑料制品份额提升，以及在降解材料方面技术和产能的前瞻性布局，共同保障公司业绩有持续稳健增长。预计公司 2023-2025 年实现营收 23.56、28.67、35.19 亿元，归母净利润为 2.19、2.64、3.16 亿元，对应的 PE 分别为 18.25、15.14、12.65 倍，维持公司“推荐”评级。

风险提示：原材料价格大幅波动，技术路径发生重大变化公司未跟随，终端需求疲软。

(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)

【东兴时尚&轻工】华住集团-S (01179)：坚持精益增长，看好疫后复苏 (20230329)

事件：公司 2022 年实现收入 139 亿元，同比增长 8.4%；归母净亏损 18 亿元，上年为亏损 4.7 亿；经调整净亏损 2.4 亿，上年为盈利 4.4 亿。其中 Q4 实现收入 37 亿元，同比增长 10.7%；归母净亏损 1.24 亿元，上年为亏损 4.6 亿；经调整净亏损 0.5 亿，上年为盈利 2 亿。

22 年境内仍受疫情影响，看好 23 年经营复苏。境内看，疫情反复下，22 年公司境内实现收入 106.6 亿/-5.3%，同比小幅下滑，支出刚性下，经调整净亏损 0.9 亿，同比转亏；其中 Q4 实现收入 27.6 亿元/-0.7%，优于下降 1%~5% 的指引，经调整净亏损 1.5 亿，亏损环比走扩。2022 年公司境内整体 RevPAR（每间可销售房收入）恢复到 2019 年的 79%，受疫情反复及放开初期影响，恢复率较 2021 年下降 8.8pct，但横向比较，华住恢复率仍显著优于酒店业整体恢复率（2022 年行业恢复率约 6 成），彰显头部连锁品牌经营稳健性。单季度看，境内 Q4 恢复至 2019 年的 83%，受疫情影响恢复率环比-6.3pct。2023 年以来防疫放开叠加春节假期影响，公司经营快速反弹，1-2 月境内 RevPAR 分别恢复至 2019 年同期的 96%/140%，看好 23 年经营持续复苏带动收入、业绩反弹。疫情期间华住凭借门店质量、品牌认可度和强运营能力，经营恢复率行业领先，23 年随着防疫放开，国内商旅和出游需求持续恢复，看好公司作为酒店龙头实现高业绩弹性。

境外持续复苏，未来有望释放利润空间。公司全年境外实现收入 32 亿元/+108.5%，经调整净亏损 1.5 亿，经营复苏下同比大幅减亏；其中 Q4 实现收入 9.49 亿元/+65.9%，经调整净利润 1 亿，受经营成本上升影响净利同比-48%，但环比大幅改善。22 年 DH 酒店保持复苏趋势，全年 RevPAR 同比增长 96%，恢复至 2019 年的 93%。23 年随着境外疫情恢复、DH 酒店扩张，以及公司将提升利润率作为 DH 酒店未来主要经营任务，未来境外业务有望进一步释放利润。

坚持精益增长战略，拓店保持稳健。截至 2022 年底公司境内门店 8411 家，全年新开 1244 家，关店 539 家，净开店 705 家，较 2021 年减少 332 家，主要因疫情影响拓店进度及关闭低效老店。2023 年公司计划开业 1400 家，关店 600-650 家，净开业 750-800 家，较 22 年增加 45-50 家，2544 家储备门店提供有力保障。公司坚持精益增长战略，持续提升酒店质量，低质量软品牌及汉庭 1.0 占比持续下降；进一步夯实汉庭、全季、你好、桔子等主力品牌；持续发展中高端品牌，截至 22 年底中高端在营/储备门店 523/287 家，迎合消费升级趋势，巩固品牌力，并将带动 ADR 和 RevPAR 提升。

投资建议：华住作为酒店行业龙头，具有较强的品牌、流量、技术优势，公司坚持精益增长，保持品牌长期竞争优势。后疫情时代连锁酒店集团保持拓店市占率加速提升，出行恢复下，看好供需差带动龙头酒店经营反弹。结合公司业绩指引，我们预计 2023-2025 年公司将实现营业收入 198、216、232 亿元，归母净利 25、34、44 亿元，EPS 为 0.8、1.1、1.4 元，对应 PE 分别为 47、34、26 倍。维持“推荐”评级。

风险提示：疫情反复，新店扩张不及预期，酒店安全事件，加盟管理风险。

(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