

2023年4月13日 星期四

【东兴轻工制造】晨鸣纸业(000488): 22年业绩承压, 关注销量回升与盈利能力改善(20230412)

事件: 公司发布 2022 年业绩, 全年实现收入 320.04 亿元, 同比-3.08%; 归母净利润 1.89 亿元, 同比-90.84%; 扣非归母净利润-3.61 亿元, 同比-120.73%。其中 Q4 实现收入 66.48 亿元, 同比-8.40%; 归母净利润-0.51 亿元, 同比亏损收窄(去年同期-1.17 亿元); 扣非归母净利润-5.17 亿元, 同比亏损扩大(去年同期-2.11 亿元)。

22 年业绩受弱需求与高成本影响, 预期 23 年迎来销量与吨利回升。公司主要业务机制纸(收入占比 89%) 全年销量 515 万吨, 同比-5.50%, 主要系国内需求疲软影响; 吨毛利 767 元/吨, 同比-38.30%, 主要系吨纸成本上涨(+17%), 部分产品虽然提价但幅度有限(整体均价+4%)。2023 年预计销量将随国内需求修复而回升, 成本回落的同时纸价相对坚挺, 吨纸毛利迎来改善。

成本端: (1) 原材料方面, 公司木浆自给率约 80%, 阔叶浆基本自产, 针叶浆仍需采购。2022 年阔叶木片涨价(进口均价+27%) 推升自制木浆成本, 同时针叶浆市场价同比+12%。2023 年海外需求偏弱, 阔叶木片 2 月进口均价较去年 12 月回调 6%, 年初至今针叶浆价回调 20%。展望全年, 木片价格有望进一步调整, 针叶浆价预计持续承压, 公司吨纸原料成本逐步回落。(2) 能源化工方面, 2022 年动力煤、烧碱等价格高企(同比+26%、+54%), 2023 年初以来均出现回调; 展望全年, 公司吨纸能源化工成本有望同比下降。

价格端: 主要产品中, 双胶纸/铜版纸/白卡纸 2022 年市场价同比分别+1%/-5%/-20%。双胶纸、铜版纸价格 2023 年预期保持坚挺, 吨毛利同比回升。其中双胶纸需求偏刚性, 旺季提价能力相对较强; 铜版纸行业产能稳定、集中度高, 需求改善下纸价有望提振。白卡纸行业前期释放与预计投产产能较多, 仍对纸价与吨毛利构成一定压力, 改善程度取决于下游需求修复强度。

财务费用控制良好, 信用减值损失同比减少。2022 年公司管理/研发/财务费用率分别为 2.35%/4.03%/6.71%, 同比分别-0.51/-0.37/-0.52 个百分点。公司控制负债规模、优化负债结构, 财务费用同比减少 2.41 亿元, 预计 2023 年仍将严控财务费用。此外公司持续压缩融资租赁规模, 坏账损失同比减少 1.83 亿元。

加强海外布局, 强化采购成本控制, 龙头地位稳固。2022 年公司加速“出海”, 把握海外纸企能源成本高企、供应缩减的机遇, 外销收入同比+97.39%至 81.44 亿元, 未来计划进一步优化海外布局。同时公司计划加强原料渠道建设, 对内深入国产替代挖掘成本潜力, 对外与澳洲、泰国、越南等优质供货商合作确保优质原料稳定供应。公司在建和规划项目包括年产 18 万吨特种纸、年产 30 万吨针叶化学浆、黄冈二期项目(年产 150 万吨纸+52 万吨纸浆), 具备优化产品结构、增强成本优势、扩张经营规模的基础。公司作为高度浆纸一体

A 股港股市场

指数名称	收盘价	涨跌%
上证指数	3,318.36	-0.27
深证成指	11,739.84	-1.21
创业板	2,405.76	-0.97
中小板	7,741.0	-1.56
沪深 300	4,068.98	-0.69
香港恒生	20,309.86	-0.86
国企指数	6,866.5	-1.21

A 股新股日历(本周网上发行新股)

名称	价格	行业	发行日
中船特气	36.15	电子	20230411
晶升股份	32.52	电子	20230411
中裕科技	12.33	建筑材料	20230411
美利信	32.34	通信	20230412
民士达	6.55	纺织服饰	20230412
荣旗科技	71.88	机械设备	20230413

*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

化、产能规模领先的造纸企业，具备规模效应与成本优势，长期龙头地位稳固。

盈利预测与投资评级：预计公司 2023-2025 年归母净利润为 12.33、21.04、24.87 亿元人民币，增速分别为 296%、70%、18%，目前股价对应 PE 分别为 13、7、6 倍。维持“推荐”评级。

风险提示：经济回暖不及预期，行业竞争加剧，原材料供应端扰动。

(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)

【东兴银行】银行业：社融超预期，居民信贷需求加速修复——3 月社融金融数据点评（20230412）

事件：4 月 11 日，央行发布一季度社融金融数据。3 月末，社融存量同比增 10%（增速环比上升 0.1pct）。3 月社融新增 5.38 万亿，较上年同期多增 7235 亿。3 月末，M2 同比增 12.7%，环比下降 0.2pct；M1 同比增 5.1%，环比下降 0.7pct。

3 月社融同比多增，信贷、未贴现银票贡献主要增量。3 月社融新增 5.38 万亿，同比多增 7235 亿；社融存量增速为 10%，环比提升 0.1pct。从分项看：（1）人民币贷款同比多增，贡献主要增量；反映实体需求持续恢复。新增 3.95 万亿，同比多增 7211 亿。3 月实体经济延续复苏，企业及居民信贷需求进一步回暖；信贷供给保持强势。（2）未贴现银票同比多增。表外融资新增 1919 亿，同比多增 1784 亿；其中未贴现银票新增 1790 亿元，同比多增 1503 亿。（3）政府债同比少增。政府债券净融资 6022 亿，同比少增 1052 亿。（4）企业债券融资同比少增。企业债券净融资 3350 亿，同比少增 400 亿。

信贷增量持续改善、结构优化，居民端需求显著修复。随着政策持续发力、经济稳步复苏，实体信贷需求逐步恢复，3 月信贷增量延续改善，同时结构有所优化，企业中长期贷款占比下降，居民端新增信贷占比上升。

① 居民端：信贷需求加速修复。3 月居民贷款新增 1.24 万亿，为 2022 年以来单月最高增量，同比多增 4908 亿；居民贷款增量占比达 32%，较前两个月提高 25pct，显示 3 月居民需求加速修复。其中，中长期、短期分别新增 6348 亿、6094 亿，同比多增 2613 亿、2246 亿；增量占比分别为 16.3%、15.7%。反映地产销售逐渐回暖，消费逐步复苏，居民信贷需求回升。展望后续，我们认为消费复苏在中长期角度具有较强确定性，有望持续推动信用卡、消费贷等居民短贷需求恢复；而本轮地产销售回暖的可持续性需进一步观察，如果政策持续发力、经济继续向好、居民收入预期改善，预计居民购房意愿将进一步修复，带动居民中长期贷款增长。

② 企业端：中长期贷款延续高景气。3 月企业贷款新增 2.7 万亿，同比多增 2200 亿。其中，中长期贷款、短期贷款分别新增 20700 亿、10815 亿，分别

同比多增 7252 亿、2726 亿；票据融资减少 4687 亿，同比少增 7874 亿。企业中长期贷款延续较高景气度，主要来自基建类项目驱动。我们预计基建类项目资金到位有望带动实体融资需求提升。

总体上，我们预计 2023 年信贷将沿着“总量-结构-价格”的路径逐步改善，目前总量持续改善、结构有所优化。预计伴随着政策刺激、经济复苏、消费回暖、信心恢复，实体需求有望实质性回暖，信贷投放利率下行或近拐点。

M2 保持较高增速，居民存款同比多增。3 月 M2 同比增 12.7%，环比下降 0.2pct；M1 同比增 5.1%，环比下降 0.7pct。3 月人民币存款新增 5.71 万亿，同比多增 1.22 万亿。从分项看，居民存款新增 2.9 万亿，同比多增 2051 亿；企业存款新增 2.6 万亿，同比少增 456 亿；财政存款减少 8412 亿，同比基本持平；非银金融机构存款新增 3050 亿，同比多增 9370 亿，主要是去年同期资本市场波动的低基数影响。

投资建议：随着政策持续发力、经济稳步复苏，实体信贷需求逐步恢复，3 月信贷数据呈现“增量+结构”均改善的态势。展望后续，企业经营活跃度和居民信心有望逐步改善，预计信贷总量将保持平稳较快增长、信贷结构逐步改善。同时，信贷供需矛盾有望逐渐缓和，预计贷款利率下行放缓，银行息差、营收增速或在二季度左右见到拐点，板块估值有望进一步修复。当前板块估值仍处历史低位，估值修复空间较大。重点关注：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：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。

(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. 特斯拉：**特斯拉香港宣布 4 月 15 日降价，Model 3 高性能版最多降 14%。
(资料来源：同花顺)
- 2. 台积电：**计划在德国建厂，合资对象或为汽车零部件供应商博世(Bosch)。据悉，台积电下个扩产地点为德国的德累斯顿，可能会沿用其与日本索尼的合作模式。(资料来源：同花顺)
- 3. 英威腾：**业绩快报显示，公司 2022 年度实现营业总收入 40.97 亿元，同比增长 36.16%；营业利润实现 2.54 亿元，同比增长 53.43%；净利润 2.75 亿元，同比增长 50.81%；扣非净利润实现 2.55 亿元，同比增长 90.62%。
(资料来源：同花顺)
- 4. 中国石化：**卡塔尔能源公司将向中国石化转让北部气田扩能项目 1.25% 的股份，该项目是目前全球规模最大的液化天然气 (LNG) 项目。(资料

来源：同花顺)

5. **高测股份**：拟投资 50 亿元在四川省宜宾高新技术产业园区投资建设 50GW 光伏大硅片项目。(资料来源：同花顺)

经济要闻

1. **国家能源局**：国家能源局印发的《2023 年能源工作指导意见》提出，全年风电、光伏装机增加 1.6 亿千瓦左右；力争未来 5 年非化石能源消费比重年均增长 1 个百分点，到 2035 年新增电量 80% 来自非化石能源发电。
(资料来源：同花顺)
2. **商务部**：自 4 月 12 日起就台湾地区对大陆贸易限制措施进行贸易壁垒调查。(资料来源：同花顺)
3. **美国**：3 月 CPI 同比增长 5%，略低于市场预期的 5.1%，前值为 6%。(资料来源：同花顺)
4. **国资委**：推动中央企业深化与河北省务实合作携手推进雄安新区建设。
(资料来源：同花顺)
5. **央视新闻**：我国人造太阳创造新的世界纪录。正在运行的世界首个全超导托卡马克 EAST 装置获重大成果，实现了高功率稳定的 403 秒稳态长脉冲高约束模等离子体运行。(资料来源：同花顺)

每日研报

【东兴传媒】传媒互联网行业周报：抖音宣布与腾讯视频合作，京东将在今年发布新一代产业大模型（20230411）

周观点：

本周（2023.4.3-2023.4.7），传媒（申万）指数上涨 3.57%，恒生科技指数下跌 1.54%。本周我们选取国内 9 家头部互联网上市公司作为统计样本，从市值、营收、毛利率、经营利润、经营利润率等指标总结互联网板块发展情况。

（1）截止 2023 年 3 月底，互联网板块总市值 8.07 万亿元，相比 2021 年 3 月底，市值减少 6.53 万亿元；相比 2022 年 3 月底，市值增加 0.48 万亿元。

（2）2022Q4，国内互联网板块实现营收 8810 亿元，同比增长 6.5%；营业成本 5885 亿元，对应毛利率 33.2%，同比增加 1.3 个百分点；经营利润 1688 亿元，对应利润率 19.2%，同比增加 5.0 个百分点。

我们认为，当下互联网行业正处于移动互联网成熟阶段向元宇宙、AI 等新纪元发展过程中。预计 2023 年，互联网板块营收仍将保持低速增长；由于经济复苏、降本增效持续性，2023 年，互联网板块经营利润以及利润率将进一步提升。

走势概览：

本周（2023.4.3-2023.4.7），传媒（申万）指数上涨 3.57%，上证指数上涨 1.67%，创业板指数上涨 1.98%，中概股指数下跌 1.17%，恒生科技指数下跌 1.54%，恒生指数下跌 0.34%，纳斯达克综指下跌 1.10%；

本周（2023.4.3-2023.4.7），涨跌幅排名前三的申万一级行业依次为通信（+7.94%）、电子（+6.69%）、计算机（+5.55%）。

重点标的周度行情：

本周（2023.4.3-2023.4.7），涨跌幅排名前三的 A 股传媒重点标的依次为每日互动（+23.24%）、吉比特（+22.22%）、完美世界（+14.92%）；

本周（2023.4.3-2023.4.7），涨跌幅排名前三的海外互联网重点标的依次为心动公司（+3.53%）、网易（+1.59%）、云音乐（+0.98%）。

行业新闻及公司重要公告：

- （1）抖音宣布与腾讯视频达成合作，双方将围绕长短视频联动推广、短视频二次创作等方面展开探索；
- （2）腾讯获杭州首批高级辅助驾驶地图许可；
- （3）京东集团副总裁何晓冬表示，京东将在今年发布新一代产业大模型；
- （4）三七互娱：关于回购公司股份的进展公告；
- （5）华策影视：公布 2022 年度业绩快报；
- （6）掌阅科技：公布股东集中竞价减持股份计划公告；
- （7）芒果超媒：关于持股 5%以上股东减持计划的预披露公告；
- （8）腾讯控股：公布 2022 年报；
- （9）完美世界：公布 2022 年年度报告。

风险提示：监管政策变化，国内经济下行，行业发展不及预期等。

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

【东兴农林牧渔】农林牧渔行业报告：3 月生猪产能去化继续，持续关注生猪养殖板块（20230411）

报告摘要：

生猪养殖：本周生猪价格为 14.56 元/千克，较上周下跌 2.08%；猪肉价格为 19.85 元/千克，较上周下跌 1.54%；仔猪价格 37.14 元/千克，较上周下跌 0.21%；二元母猪价格为 2676.64 元/头，较上周下跌 0.10%。本周猪价持续维持弱势运行，需求端无明显增长，供给端虽有部分挺价情绪但不改价格弱势局面，生猪销售均价维持在 14.5 元/公斤左右。自繁自养亏损幅度加大，养殖户现金流受到挑战。动物疫病风险仍存，南方梅雨季将至，对于防疫松懈及能力不足的养殖户仍有较大挑战。

2 月产能去化趋势已确立，3 月产能去化趋势预期持续，据 Mysteel 钢联农产品 3 月份监测数据显示能繁母猪数量环比继续下

跌 0.28%。我们认为在亏损+疫病背景下，后市行业去化有望加速，并有望在下半年叠加旺季消费复苏，逐步传导到猪价端。猪周期站在边际向好的拐点，步入左侧布局区间。本周板块表现较为强势，我们认为此时正处于猪周期左侧布局的起步阶段，板块行情具备较强的持续性，后市产能去化逻辑将持续验证，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。

市场回顾：

本周（0403-0407）申万农林牧渔各子行业中，周涨跌幅依次为：养殖业 2.89%、农产品加工 1.00%、饲料 0.26%、动物保健 0.14%、种植业-0.69%、渔业-1.66%。

本周（0403-0407）申万农林牧渔行业公司中，表现前五的公司为：新五丰 19.27%、南宁糖业 15.17%、巨星农牧 13.25%、天康生物 11.00%、众兴菌业 10.75%；表现后五的公司为：海大集团-2.30%、登海种业-2.30%、永顺生物-2.31%、国联水产-2.39%、大湖股份-2.57%。

行业资讯与重点公司公告：

1、牧原股份：2023年3月份生猪销售简报

2023年3月份，公司销售生猪500.1万头（其中商品猪474.5万头，仔猪23.9万头，种猪1.6万头），销售收入87.49亿元。其中向全资子公司牧原肉食品有限公司及其子公司合计销售生猪85.0万头。2023年3月份，公司商品猪价格相比2023年1-2月略有上升，商品猪销售均价15.00元/公斤，比2023年1-2月份上升3.52%。

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】配置盘继续加仓周期、消费——北向资金行为跟踪系列五十一（20230411）

本周要点：上周2个交易日内北向资金整体流出，但主要受交易盘影响，配置盘近两周流入持平，配置盘角度看北向并未出现大幅流出。结构来看，上周配置盘继续流入与宏观经济相关性较大的周期、消费板块，主要包括食品饮料（9.81亿）、汽车（3.98亿）、机械（3.25亿），此外配置盘抄底电新行业，大幅流入12.84亿。

上周北向资金整体净流出。上周三至周五北向休市，节前的2个交易日北向资金整体净流出，一周累计流入-20.53亿元。截至2023/04/04，北向资金本月累计净流入-20.53亿元。

北向整体：多数行业流出。上周有11个行业流入，19个行业流出。其中电力设备及新能源（14.96亿）、农林牧渔（10.14亿）、非银行金融（9.66亿）流入较多；电子（-24.34亿）、传媒（-12.71亿）流出较多。配置盘、交易盘流出。上周配置盘、交易盘均为净流出，累计净流入分别为-1.88亿元-18.65亿元。分行业来看，流出科技板块规模最大，累计净流入共计-25.35亿，其中配置盘净流入4.21亿、交易盘净流入-29.56亿元。

行业流向：配置盘上周有9个行业流入，21个行业流出。其中电力设备及新能源（12.84亿）、食品饮料（9.81亿）、汽车（3.98亿）流入较多；医药（-4.56亿）、计算机（-4.49亿）流出较多。交易盘上周有15个行业流入，15个行业流出。其中非银行金融（12.05亿）、农林牧渔（10.28亿）、交通运输（6.68亿）流入较多；电子（-23.82亿）、传媒（-11.93亿）流出较多。电子流出最多。上周北向整体有11个行业流入，19个行业流出。其中电力设备及新能源（14.96亿）、农林牧渔（10.14亿）、非银行金融（9.66亿）流入较多；电子（-24.34亿）、传媒（-12.71亿）流出较多。

个股流向：东方财富流入最多，中国平安流出最多。上周北向资金流入排名前三的个股为东方财富（11.12亿）、牧原股份（5.63亿）、阳光电源（4.54亿）；流出排名前三的个股为中国平安（-7.74亿）、招商银行（-7.43亿）、中国中免（-6.3亿）。

累计统计：以月份为单位，上月累计18个行业资金流入，12个行业资金流出。其中，电子、医药和电新行业净流入超60亿；以季度为单位，电新、食品饮料、电子、非银金融、机械和计算机等行业流入均超百亿；房地产和煤炭行业流出超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度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

2023/04/07, 北向行业的累计收益率为 29.25%, 累计超额收益率为 30.95%, 夏普比率为 2.91, 最大回撤为 41.21%。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)

【东兴电子】概伦电子(688206): 业绩符合预期, 致力于 EDA 全流程解决方案(20230412)

事件: 2023 年 4 月 7 日, 公司发布 2022 年年度报告, 报告期内公司实现营业收入 27,854.97 万元, 同比增长 43.68%; 实现归母净利润 4,488.61 万元, 同比增长 56.92%; 实现扣非归母净利润 3,207.55 万元, 同比增加 38.34%。

业绩符合预期, 各项业务拓展顺利。分业务来看, 公司 EDA 工具授权业务实现收入 18,254.95 万元, 同比增长 30.38%, 其中来自境内收入同比增长 42.68%; 半导体器件特性测试系统实现收入 6,158.62 万元, 同比增长 34.75%, 其中来自境内的收入同比增长 96.99%; 一站式工程服务解决方案业务实现收入 3,290.29 万元, 同比增长 410.44%, 其中来自境内的收入同比增长 240.61%, 各项业务稳步拓展。净利润方面, 公司归母净利润同比增长 56.92%, 高于营收增速, 主要系获得上市补贴/奖励等政府补助较多, 但可以看到公司扣非归母净利润同比增长 38.34%, 仍保持较高增长, 略低于营收增速的原因是销售及研发费用投入较多, 系公司业务拓展期正常支出。

1) 境内业务占比高增, 首次超过境外收入占比。报告期内公司来自境内的主营业务收入为 15,445.75 万元, 同比增长 68.77%, 占公司主营业务收入的比例从 2021 年的 47.63% 提升至 2022 年的 55.75%, 首次超过来自境外的收入。公司抓住国内 EDA 行业发展契机, 主动扩大来自境内的收入。之前我们在深度报告中提到, EDA 行业海外份额占比超过 80%, 国产化率仍较低, 但 EDA 为半导体设计关键软件, 重要性不言而喻, 未来国产替代为大势所趋, 公司作为国产 EDA 领军企业, 未来有望凭借产品优势持续受益国产替代趋势。

2) 客户数量和单客户收入双增长, 直销占比不断提升。2022 年公司实现客户数量和单客户收入双增长, 客户数量达到 126 户, 同比增长 12.50%; 单客户收入达到 219.87 万元, 同比提高 28.15%。同时, 公司直销模式实现营业收入 24,644.61 万元, 同比增长 47.24%, 直销业务占比持续提升。公司在一些客户资源多、市场需求大、业务基础较好的区域采取直销模式, 配置本地化销售和技术支持团队, 可以更好地服务客户、响应客户需求。公司客户拓展基本顺利, 无论是客户数量、单客户收入还是直销占比均实现提升。公司相应销售费用也有所增长, 22 年同比增长 34.46%, 不过这为业务拓展期正常支出, 且直销渠道占比增加有利于与客户保持长期合作关系。

3) 公司持续进行研发投入, 致力于打造 EDA 全流程解决方案。2022 年公司研发投入总额为 13,985.21 万元, 同比增长 76.01%, 研发投入占比增长至 50.21%。公司正处于突破关键环节核心 EDA 工具的时期, 以缩小与国际领先 EDA 公司的差距, 且 EDA 行业技术壁垒较高, 一旦形成技术产品优势, 未来有望保持较高的市场份额, 因此公司进行研发投入也是为长期发展夯实基础。2022 年公司正式发布承载 EDA 全流程平台产品 NanoDesigner, 标志着公司以 DTCO 理念打造应用驱动的 EDA 全流程的战略取得阶段性成果; 此外公司计划于 2023 年推出面向可制造性设计 (DFM) 的 EDA 工具, 逐步建立针对工艺开发和制造类 EDA 全流程解决方案。伴随公司 EDA 全流程解决方案的推出, 公司产品力将进一步提升, 未来有望持续受益国产替代。

公司盈利预测及投资评级: 公司各项业务拓展顺利, 境内业务占比、客户数量和单客户收入、直销占比等不断提升, 且公司持续进行研发投入, 致力于打造 EDA 全流程解决方案, 未来有望持续受益国产化趋势, 我们预计公司 2023-2025 年净利润分别为 0.48、0.66 和 0.89 亿元, 对应 EPS 分别为 0.11、0.15 和 0.21 元。当前股价对应 2023-2025 年 PE 值分别为 319、234 和 172 倍。维持“推荐”评级。

风险提示: 产品研发不及预期风险、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)

【东兴轻工制造】索菲亚(002572): 大家居战略持续演绎, 未来业绩弹性可期(20230412)

事件: 索菲亚发布 2022 年年度报告。2022 年公司营收 112.2 亿元, 同比+7.8%; 归母净利润 10.6 亿元, 扣非归母 9.4 亿元, 还原 21 年恒大减值后分别同比+6.3%, +2.9%。其中 Q4 营收 32.9 亿元, 同比+4.0%; 归母净利润 2.6 亿元, 扣非归母 1.9 亿元,

还原 21 年恒大减值后分别同比+70.9%，+55.0%。

四大品牌体系梳理清晰，大家居战略推动客单价提升。2022 年四大品牌均开始以独立事业部运作，定位明晰。其中索菲亚定位中高端市场；米兰纳成立于 2021 年，定位互联网轻时尚品牌，价格低于索菲亚品牌；司米和华鹤定位高精人群，价格定位高于索菲亚品牌，司米 2022 年基本完成与索菲亚品牌的切割，开始独立发展。公司推进大家居战略，各品牌均在增加品类。品类的拓展以及新品牌米兰纳的高速开拓助力公司收入逆势增长，未来空间依然广阔。分品牌看，1) 索菲亚：2022 年推出橱柜、门窗产品，品类布局更加完善。整家套餐进一步推进品类协同销售，工厂端平均客单价同比增长 28%至 18498 元。门店净增长 99 家至 2829 家。2022 年疫情影响较大，其中省会城市平均开业时间仅 9 个月，收入占比由 33%下降至 24%，对索菲亚品牌短期有所冲击。整体来看，索菲亚品牌 2022 年收入 95.1 亿元，品牌零售业务增长稳健，未来店效恢复及品类拓展带来弹性。2) 米兰纳：收入 3.2 亿元，同比+242.6%，增势迅猛。2022 年米兰纳门店 338 家，净开 126 家，预计仍将保持高速拓店态势。品牌持续拓品类，平均客单价同比提升 17%至 13023 元，目前仍以衣柜为主，未来拓展空间大。品类与门店同步拓展下，收入持续高增长可期。3) 司米：2022 年原有的部分经销商转入索菲亚品牌内，基本完成与索菲亚品牌的切割，当前经销商重叠率较低，未来将在体系外招商。收入 10.4 亿元，依然承压。少量门店实现多品类销售，橱柜产品平均客单价 12197 元，而全屋产品平均客单价 32067 元，成长空间大。司米预计今年仍承压，明年起随切割影响消除及品类拓展落地，重回高增可期。4) 华鹤：品牌从木门向墙柜类产品拓展，稳步推进；门店净增 54 家至 319 家，同时全品类门店数量提高至 148 家。收入 1.69 亿元，同比增 14.1%。多品牌、全品类的大家居体系已梳理清晰，而今年消费环境已转好，品类以及品牌的拓展未来将助推公司零售业务持续增长。

从品类视角看，衣柜为核心的整家产品逆势增长，多品类共振可期。衣柜及配件、橱柜及配件、木门分别实现收入 91.8、12.7、4.34 亿元，同比+11.0%、-10.4%、-5.3%。衣柜及配件品类包含衣柜及配套家具产品，客单价的提升及米兰纳品牌的高速成长是品类逆势增长的原因。公司 2022 年成立家具家居事业部，赋能各品牌提升客单价，预计公司平均客单价仍将持续提升。随着各品牌均发力橱柜及木门业务，两品类有望快速增长。

从渠道视角看，零售渠道稳步增长，整装渠道处高速拓展期。收入分渠道看，1) 零售渠道：收入 95.0 亿元，同比+9.2%。各品牌品类的拓展以及米兰纳品牌的快速增长，助力零售业务逆势增长。2) 整装渠道：收入约 5 亿元，同比+115.1%，持续高速拓展。公司仍在模式优化阶段，2022 年仅覆盖 93 个城市及区域，未来空白市场覆盖空间大，预计持续保持高增速。3) 大宗渠道：收入 15.3 亿元，同比-4.9%。公司强化风险控制，重点拓展国企及优质私企，2022 年优质客户收入占比已达 55%。保交楼政策对 2022 年大宗业务有提振，使得业务收入在高基数下实现微降。公司推动大宗业务稳健发展，预计未来业务收入稳中有降。大宗收入占比 13.6%，毛利占比 7.0%，对公司整体业绩影响有限。

毛利率受原材料+新品推出短期压制，费用率有望降低，利润率弹性可期。公司毛利率 32.99%，同比-0.2pct，尽两年毛利率处于低位。低毛利配套品占比提升是主因，同时原材料价格上涨压制毛利率。原材料价格自去年下半年起已有回落。近两年公司发力大家居，推出新品较多，公司加大利润考核，减少低销量新品，同时配套品规模提升也将提振毛利率。负面影响均有改善，毛利率自 22Q3 起已有改善，预计毛利率今年同比提升，长期将维稳。销售费用率、管理费用率、研发费用率分别+0.2、-0.3、+0.4pct，整体费用率稍有承压，主要因费用投放在年初确定，而收入因消费环境承压。今年消费环境恢复，费用率降低可期。长期来看，客单价提升有望使费用率持续下降。2022 年全年计提资产减值准备 1.6 亿元，包括应收减值、存货减值等，推测主要因部分地产客户风险暴露及低销量新品被优化而产生，均为短期影响。总体来看，2022 年净利率 9.5%，还原减值后 10.9%，同比约+1pct（还原 21 及 22 年减值准备）。我们认为今年利润弹性可期，未来随整家产品规模提升，盈利能力将稳步提升。

投资建议：索菲亚营销网络根基强，多品牌、全品类的大家居体系已逐步梳理清晰，大家居布局行业领先，品类、渠道及品牌的拓展将推动公司持续提升份额，实现长期成长。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 13.5、16.0、18.8 亿元人民币，增速分别为 27.0%、18.1%、18.0%，目前股价对应 PE 分别为 13.6、11.6、9.9 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：地产销售回暖不及预期，原材料价格大幅波动。

(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