

2023年4月21日 星期五

【东兴化工】万润股份（002643）：看好多业务驱动成长（20230421）

万润股份发布 2022 年年报及 2023 年 1 季报：公司 2022 年全年实现营业收入为 50.80 亿元，YoY+16.56%，归母净利润为 7.21 亿元，YoY+15.10%；2023 年 1 季度实现营业收入为 10.33 亿元，YoY-24.66%，归母净利润为 1.77 亿元，YoY-24.15%。

主要业务板块实现良好增长。2022 年，公司功能性材料板块实现营业收入 29.99 亿元，同比增长 9.09%，毛利率小幅提升 0.80 个百分点至 42.92%，板块内的环保材料、电子信息材料、新能源材料均有亮点；生命科学与医药产品板块实现营业收入 20.35 亿元，同比增长 29.42%，毛利率提升 8.62 个百分点至 35.12%，境外子公司 MP 公司抗原快速检测试剂盒销售较好。

资产减值短期拖累利润增速。2022 年，由于原材料价格大幅波动等因素影响，公司对存货计提减值准备，使得 2022 年资产减值损失共计提 1.63 亿元，同比 2021 年增加约 1 亿元，拖累利润增速。

多业务驱动成长。公司是以研发创新驱动的平台型企业，已实现了从单类材料的领先企业到多类材料领先企业的发展。目前公司拥有四大业务领域，包括功能性材料（其中包括三大业务领域：环保材料、电子信息材料、新能源材料）、生命科学与医药产业。

环保材料：公司是全球汽车尾气催化剂市场龙头企业庄信万丰的核心供应商之一，目前沸石材料产能近万吨，在行业内处于领先地位。随着国六排放标准的推行，我们预计未来公司用沸石材料销量有望增加。此外，在非车用沸石领域，公司也在积极进行产品布局，相关产品已实现中试销售，300 吨新领域沸石分子筛的产能建设正在积极推进中。

电子信息材料：公司核心产品包括液晶材料和 OLED 材料，并积极布局聚酰亚胺材料、半导体制造材料等领域，进一步丰富产品线。公司 OLED 材料有望持续放量，九目化学的相关产能已投入使用、三月科技已有自主知识产权的 OLED 成品材料通过下游厂商验证并实现供应。

新能源材料：公司积极布局三个方向的发展，包括新能源电池用电解液添加剂、钙钛矿太阳能电池材料、氢燃料电池材料，目前前两个领域均有产品实现供应。

生命科学与医药产品：公司目前大医药业务包括医药中间体、原料药、成药制剂、生命科学、体外诊断等多个领域，目前公司原料药和医药中间体方面业务均持续发展，“药业制剂二车间项目”已于 2022 年底竣工，预计未来有望贡献增量。

公司盈利预测及投资评级：公司依托在化学合成领域的科技创新与技术积累及延伸，通过持续的研发和技术创新，目前公司在液晶材料、OLED 材料、

A 股港股市场

指数名称	收盘价	涨跌%
上证指数	3,301.26	-1.95
深证成指	11,450.43	-2.28
创业板	2,341.19	-1.91
中小板	7,496.01	-2.65
沪深 300	4,032.57	-1.96
香港恒生	20,075.73	-1.57
国企指数	6,764.19	-1.9

A 股新股日历（本周网上发行新股）

名称	价格	行业	发行日
华原股份	3.93	汽车	20230417
晶合集成	19.86	电子	20230420
三博脑科	29.60	医药生物	20230421
经纬股份	37.70	电力设备	20230421
海达尔	10.25	机械设备	20230421

*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
颀中科技	12.10	电子	20230420

*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

沸石材料等多个领域已取得了业内领先地位，这些核心业务发展较为稳定，并有较好的发展前景。未来，公司将继续做大做强现有优势产品，并积极布局更多新材料领域（如 PI 材料、光刻胶材料及其他功能性材料），从而实现长远发展。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 8.39、10.02 和 11.80 亿元，对应 EPS 分别为 0.90、1.08 和 1.27 元，当前股价对应 P/E 值分别为 20、16 和 14 倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：客户订单下滑，市场开拓进度不及预期，产能建设进度不及预期。

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

【东兴食品饮料】贵州茅台（600519）：一季度业绩实现开门红，高质量发展延续（20230419）

事件：公司发布 2023 年第一季度主要经营数据公告，23Q1 公司实现营业总收入 391.6 亿元左右，同比增长 18% 左右；实现归母净利润 205.2 亿元左右，同比增长 19% 左右。业绩表现超市场预期。

非标产品放量，对业绩贡献明显。22 年全年茅台酒销量 3.79 万吨，同比增长 4.52%，吨价同比提升 10.38%。茅台酒吨价提升主要是因为直营占比提升继续提升，非标产品持续放量，以及非标产品打款方式改变所致。2023Q1 非标产品继续放量，新推出 24 节气酒，同时增加免茅、精品等非标产品投放量，预计吨价会进一步提升。

直营占比持续提升，“i 茅台”收入贡献明显。2022 年公司实现直销收入 493.79 亿元，同比+105%，销量 1.12 万吨，同比+95%。其中“i 茅台”线上收入快速增长，实现收入 118.8 亿元，占公司营收比重达到 9.6%。据媒体报道，截至 3 月 30 日，“i 茅台”注册用户累计超过 3792 万人，累计销售额近 210 亿元。粗略推算，2023Q1“i 茅台”销售额超过 90 亿元，对收入贡献明显。

一季度业绩“开门红”，公司增长动能不减。公司在年报中披露 23 年的经营目标为：1、营业总收入同比增长 15% 左右；2、完成基本建设投 71.09 亿元。从一季度经营情况完成来看，公司经营稳健增长动能不减，全年完成任务目标可期。公司 6,400 吨系列酒基酒设计产能在 2022 年 11 月投产，实际产能将在 2023 年释放，将会对系列酒长期发展带来支撑。

投资建议：随着公司进一步优化渠道结构，茅台酒和系列酒的产品结构持续升级，公司业绩呈现较高确定性。长期来看，茅台强大的品牌力支撑价格持续上涨，随着茅台产能逐步扩产，有望进一步增加在茅台在高端酒市场的市场份额。我们预计 2023 年公司实现销售收入 1467 亿元，同比增长 15%，归母净利润 733.5 亿元，同比增长 17%，对应每股收益 58.39 元，当前股价对应估值 30 倍，参考历史估值水平给与目标估值 35 倍，目标价 2043 元，维持“强

烈推荐”评级。

风险提示：宏观经济复苏不及预期，高端酒消费疲弱，公司管理不及预期等。

(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)

重要公司资讯

- 宁德时代：**公司披露一季报，一季度营收 890.38 亿元，同比增长 82.91%；净利润 98.22 亿元，同比增长 557.97%；基本每股收益 4.0332 元，同比增加 526.37%。(资料来源：同花顺)
- 科大讯飞：**公司一季度实现营业收入 28.88 亿元，同比下降 17.64%；净利润亏损 5789.53 万元，上年同期净利润 1.11 亿元。公司表示，虽然一季度业绩下滑，但基于在国产替代和业务开拓上的进展，预计从二季度开始将会实现收入和毛利正向增长，并有信心实现全年高质量增长的目标。(资料来源：同花顺)
- 天齐锂业：**公司控股子公司终止购买澳大利亚 Essential Metals Limited(简称“ESS”)股权事宜。由于此次交易未获 ESS 股东大会审议通过，在此前提下，协议双方均无需因交易终止承担赔偿责任，因此交易终止不会对公司财务状况及经营成果产生重大不利影响。(资料来源：同花顺)
- 融创中国：**公司在港交所发布公告称，其本金总额为 90.48 亿美元(超 600 亿人民币)的境外债务重组方案，截至公告日期，占现有债务超过 75% 的持有人已递交加入重组支持协议的函件。在市场人士看来，该公告的发布意味着，融创中国境外债务重组已实质性完成。(资料来源：同花顺)
- 宝丰能源：**拟定增募资不超过 100 亿元，用于全资子公司内蒙宝丰投资建设 260 万吨/年煤制烯烃和配套 40 万吨/年植入绿氢耦合制烯烃项目(一期)。同时披露一季报，一季度净利润 11.85 亿元，同比下降 32.13%。(资料来源：同花顺)

经济要闻

- 商务部：**今年一季度，全国实际使用外资 4084.5 亿元，同比增长 4.9%；新设外商投资企业超过 1 万家，同比增长 25.5%。对外非金融类直接投资 2159.7 亿元，同比增长 26.3%。对外承包工程新签合同额 2954.7 亿元，同比下降 1.8%。(资料来源：同花顺)
- 工信部：**一季度规模以上工业增加值同比增长 3%，扭转了去年 10 月份以来持续下行态势。高技术制造业固定资产投资同比增长 15.2%，新能源汽车、太阳能电池等新兴产品产量分别增长 22.5%、53.2%。相关负责人强调，下一步将重点促进内需加快恢复，推进工业和信息化领域“十四五”规划重大工程项目；加快技术产业创新，推动 6G、光通信、量子通信等关键核心技术加速突破，加大人工智能、区块链、数字孪生等前沿技术研发力度。(资料来源：同花顺)
- 中国人民银行：**央行货币政策司长邹澜表示，人民银行银保监会建立的新发放首套房贷利率政策动态调整机制近效果持续显现，实现了因城施策原则下首套房贷利率政策的双向动态灵活调整，也就是说可以“既管冷又管热”，既支持房地产市场面临较大困难的城市，用足用好政策工具箱，又要求房价出现趋势性上涨苗头的城市，及时退出支持政策，恢复执行全国统一的首套房贷利率下限。(资料来源：同花顺)

4. **中国人民银行：**中国 4 月贷款市场报价利率(LPR)出炉，1 年期品种报 3.65%，5 年期以上品种报 4.3%，均与上期持平，为连续八个月按兵不动。（资料来源：同花顺）
5. **中汽协：**2023 年 3 月，伴随我国经济持续回升，基建项目陆续开工，加之海外出口延续良好表现，商用车市场已显现回暖迹象。2023 年 3 月，商用车产销均完成 43.4 万辆，环比分别增长 37.1%和 34.2%，同比分别增长 20.4%和 17.4%。（资料来源：同花顺）

每日研报

【东兴轻工制造】环保包装：替塑空间广阔，关注纸浆模塑与可降解塑料制品龙头（20230419）

全球各地限塑政策驱动环保包装推广，餐饮具替塑一马当先。(1) 国内：根据《进一步加强塑料污染治理的意见》，国内分步推进对于不可降解一次性餐具、塑料袋等的使用限制。2023 年疫情影响消退，我们认为限塑令监管执法有望加强和巩固，确保 2025 年限塑目标实现。(2) 海外：各国限塑政策陆续落地，欧盟、加拿大限塑力度较大，美国、澳大利亚等发达国家分州市逐步推动限塑。(3) 企业层面：全球大型企业受 ESG 理念推动，纷纷采取行动应对塑料污染，包括推动环保包装应用。国内美团、饿了么等外卖平台企业亦致力于替塑餐饮具的推广。

替塑餐饮具渗透率仍有限，行业规模快速增长。(1) 出口规模：2022 年塑料制餐具和厨房用品出口规模近 200 万吨（可降解塑料制品估计数量极低），是纸浆模塑+纸制餐具的 2.32 倍，替代空间仍然较大。(2) 国内市场：2020 年国内外外卖餐盒中塑料材质占比 80%，我们估算 2022 年国内塑料外卖餐盒用量已经超过 100 万吨，纸浆模塑+纸制餐盒共 20 万吨左右。(3) 行业增速：纸浆模塑、纸制餐具出货量三年复合增速（+18%、+15%）高于塑料餐具（+9%），国内外市场快速增长（三年复合增速+22%）带动外卖餐盒用量增加，限塑令后替塑餐饮具增速预计更高；行业头部企业相关业务增长更为显著。

基于性能+成本+降解条件，看好纸浆模塑发展与国内可降解塑料应用。环保包装材料选择的影响因素，我们认为主要包括性能、成本、降解条件。符合降解条件政策要求的前提下，材料性能满足包装需求时，通常选择成本更低材料。(1) 降解条件：纸浆模塑、纸制品主体部分可自然降解，可降解塑料（包括纸制品淋膜部分）需要工业堆肥降解，在部分市场存在政策限制；(2) 性能：可降解塑料经过改性、共混，性能可以接近传统塑料；纸浆模塑适用于制作强度较好、形态立体的产品；纸制品产品形态与强度相对受限。(3) 成本：纸制品、纸浆模塑价格低廉，替塑成本较低，可降解塑料制品成本高昂，市场接受度受限。综合来看，我们相对更看好纸浆模塑，其降解条件宽松，性能适用于替塑较快的餐饮具领域，且成本易于接受。可降解塑料制品在国内部分应用场景性能具备优势（例如茶饮吸管和部分高温重油菜品餐盒），目前国内未对其降解条件做出限制，因此将受益于国内限塑监管推进。纸制品优点在于成本较低，纸杯、纸袋等产品将在性能允许的应用场景中得到发展。环保包装产业链梳理：

？纸浆模塑：原料布局意义重大，利润率差异较大，优秀企业将脱颖而出。纸浆模塑主要原料是蔗渣浆和竹浆，上游源头为甘蔗种植与制糖、竹子种植行业。甘蔗与竹浆资源区位优势明显，国内西南地区为集中产地；蔗渣浆产出受制于上游甘蔗制糖产量，竹浆多数被用于造纸。供给制约使得企业在上游环节的战略布局具有重要意义。纸浆模塑餐具当前行业集中度低，企业之间由于自动化水平、规模效应、运营水平等参差不齐，盈利能力差异巨大。我们认为随着头部企业扩产、其他包装领域企业进入，行业将迎来洗牌，中小企业面临淘汰。

？可降解塑料制品：原料成本有望降低，龙头凭借改性技术率先占领市场。可降解塑料产业链条较长，上游涉及多种化工产品的多个步骤合成。前期由于部分原料存在技术壁垒和产能瓶颈，可降解塑料成本较高，上游集中度高且议价能力强；随着技术壁垒突破、关键原料产能扩增、众多化工企业进入市场，可降解塑料价格有望下降，有利于下游制品应用推广。传统塑料制品企业积极布局可降解塑料制品赛道，头部企业在可降解塑料行业的市占率高于在传统塑料制品行业的市占率，主要受益于在改性技术方面的先发优势。

？纸制品：上游议价能力强于下游，关注可降解塑料淋膜纸制品龙头。纸制品行业竞争格局分散，上游为制浆、造纸行业，集中度与议价能力相对更强。淋膜纸制品由于涉及可降解塑料，具备改性技术积累的企业有望率先开拓市场。

重点公司：(1) 家联科技：可降解塑料制品+纸浆模塑双重布局，可降解塑料制品领域积极扩产，收购纸浆模塑头部企业并布局原料优势区位，有望充分受益国内外替塑机遇。(2) 裕同科技：重点发展环保纸塑产品，销售快速增长。深耕消费电子包装，多元包装发展顺利，盈利能力趋势性提升。(3) 众鑫股份：国内最大纸浆模塑餐饮具企业，专注纸浆模塑产品，盈利能力领先行业，上市扩张打开成长空间。

风险提示：宏观经济波动，原材料成本波动，替塑政策变化，环保包装技术进步缓慢。

(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

【东兴房地产】房地产统计局1-3月数据点评：销售额同比转正，竣工大幅回升（20230419）

销售：在需求端政策持续向好之下，销售额同比转增。2023年1-3月商品房累计销售面积29,946万平，同比-1.80%；商品房累计销售金额30,545亿元，同比4.10%。其中，3月单月商品房销售面积同比-3.46%，前值-3.63%；销售额同比-6.34%，前值-0.07%；销售均价单月同比10.15%，前值3.70%。在政策支持，经济转暖和积压购房需求释放之下，一季度销售规模有所修复。从销售面积和销售金额来看，销售额的恢复更多的是销售均价上行带来的，我们认为，非一线的高能级城市出台需求端的鼓励政策较为积极主动，同时需求的释放空间也远大于低能级城市，这类城市的销售回暖带动了销售均价和销售金额的提升。

开发投资：新开工依旧疲弱，但竣工大幅度改善。2023年1-3月累计新开工面积24,121万平，同比-19.16%；累计竣工19,422万平，同比14.70%；累计开发投资25,974亿元，同比-5.80%。其中，3月单月新开工面积同比-29.03%，前值-9.35%；竣工面积同比32.02%，前值8.02%；开发投资同比-7.24%，前值-5.73%。我们认为，随着“保交楼”资金的落地，销售的企稳和改善优质房企资产负债表计划的推进，竣工情况的改善有望持续。但土地市场的持续弱势和销售恢复程度的不确定性将会持续制约新开工和投资的恢复速度。

到位资金：随着监管层对行业资金面的支持和销售的回暖，到位资金单月同比转正，资金面持续改善。2023年1-3月房地产开发累计到位资金34,708亿元，同比-9.00%。其中，3月单月到位资金同比2.78%，前值-15.16%；国内贷款单月同比6.03%，前值-15.01%；自筹资金单月同比-17.43%，前值-18.25%；定金及预收款单月同比13.54%，前值-11.40%；个人按揭贷款单月同比19.94%，前值-15.25%。1月10日，央行、银保监会联合召开主要银行信贷工作座谈会，提出有效防范化解优质头部房企风险，实施改善优质房企资产负债表计划。随着供给端政策的不断落地，房企融资情况正持续得到改善。

投资建议：防范化解房企风险与支持改善性住房需求是近一段时间以来房地产供需两端支持政策的主要方向。我们认为，当前供需两端政策都在确保房地产市场回归平稳发展，政策正在形成合力，销售市场正走向触底回升。我们推荐具有信用优势的优质央企、国企以及有望受益于融资端的支持，有效改善资产负债状况的优质民企。优质头部房企将受益于融资政策的支持进一步优化资产结构，有望抓住行业出清与竞争格局改善的机会在需求回暖之时抢占先机，保利发展、越秀地产、金地集团、碧桂园、龙湖集团等龙头房企将有望受益。

风险提示：行业政策落地不及预期的风险、盈利能力继续下滑的风险、销售不及预期的风险、资产大幅减值的风险。

(分析师：陈刚 执业编码：S1480521080001 电话：010-66554028)

【东兴策略】北向流入，增配周期——北向资金行为跟踪系列五十二（20230419）

本周要点：上周北向整体净流入，周二至周四北向整体流出，周五在美元走弱、出口数据超预期背景下，当日北向配置、交易盘单日大幅流入28.41亿、27.38亿元。经济数据提振下，交易、配置盘共同增配周期板块，主要流入有色金属（26.15亿）、基础化工（11.69亿）和钢铁（8.46亿）。另外，配置、交易盘对于计算机行业分歧极大，上周配置盘流入-24.68亿元，交易盘流入23.23亿元。

上周北向资金整体净流入。周二至周五4个交易日北向资金实现整体净流入，一周累计流入52.4亿元。截至2023/04/14，北向资金本月累计净流入31.87亿元。

北向整体：多数行业流入。上周有16个行业流入，14个行业流出。其中有色金属（26.15亿）、电力及公用事业（13.62亿）、电力设备及新能源（13.44亿）流入较多；非银行金融（-13.06亿）、通信（-8.88亿）流出较多。配置盘、交易盘流入。上周配置盘、交易盘均为净流入，累计净流入分别为4.33亿元48.07亿元。分行业来看，流入周期板块规模最大，累计净流入共计56.95亿，其中配置盘净流入23.96亿、交易盘净流入32.99亿元。相比较来看，交易盘更青睐成长板块，累计净流入25.91亿元。

行业流向：配置盘上周有18个行业流入，12个行业流出。其中机械（8.55亿）、医药（8.17亿）、有色金属（6.35亿）流入较多；计算机（-24.68亿）、非银行金融（-12.11亿）流出较多。交易盘上周有15个行业流入，15个行业流出。其中计算机

(23.23 亿)、有色金属 (19.8 亿)、电力及公用事业 (11.85 亿) 流入较多; 通信 (-13.36 亿)、食品饮料 (-8.88 亿) 流出较多。有色金属流入最多。上周北向整体有 16 个行业流入, 14 个行业流出。其中有色金属 (26.15 亿)、电力及公用事业 (13.62 亿)、电力设备及新能源 (13.44 亿) 流入较多; 非银行金融 (-13.06 亿)、通信 (-8.88 亿) 流出较多。

个股流向: 中远海控流入最多, 贵州茅台流出最多。上周北向资金流入排名前三的个股为中远海控 (5.88 亿)、金山办公 (5.75 亿)、拓普集团 (5.36 亿); 流出排名前三的个股为贵州茅台 (-10.52 亿)、中国平安 (-9.2 亿)、药明康德 (-8.87 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、电新和医药行业净流入超 60 亿; 以季度为单位, 电新、电子、食品饮料和机械等行业流入均超百亿; 房地产、通信、家电和煤炭行业流出超 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月度/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 2023/04/14, 北向行业的累计收益率为 28.06%, 累计超额收益率为 30.51%, 夏普比率为 2.88, 最大回撤为 43.59%。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 分析师: 孙涤 执业编码: S1480523040001 电话: 010-66555181)

【东兴基础化工】国瓷材料(300285): 业绩短期承压, 长期成长性持续 (20230420)

国瓷材料发布 2022 年年报: 全年实现营业收入为 31.67 亿元, YoY+0.16%, 归母净利润为 4.97 亿元, YoY-37.49%。

终端需求不振, 2022 年主要业务板块承压, 综合盈利能力有所下滑。①电子材料板块: 公司主要产品 MLCC 介质粉体受到市场需求不振和行业周期下行等因素影响, 公司开工率和出货量出现下滑, 公司电子材料板块整体收入同比下滑 36.83%至 5.16 亿元, 毛利率同比下滑 14.74 个百分点至 38.08%。②催化材料板块: 受到原材料价格上涨和芯片供应等多重负面因素的影响, 2022 年行业对国六产品的需求尚未完全爆发, 公司催化材料板块整体收入同比下滑 1.69%至 4.10 亿元, 毛利率同比下滑 6.08 个百分点至 40.87%。③生物医疗材料板块: 受到外部环境的影响, 公司氧化锆瓷块业务在国内市场出现下滑, 公司通过国际化布局 and 海外市场开拓, 部分缓解了国内市场的销售压力, 公司生物医疗材料板块整体收入同比增长 8.50%, 毛利率下滑 4.31 个百分点至 58.02%。

明确发展战略, 新的一年公司盈利能力有望修复。随着社会秩序和经济发展重新进入正常节奏, 2023 年公司计划持续打造战略平台, 积极发展催化材料, 大力布局生物医疗材料、精密陶瓷的研发生产, 提升重点产品在国内市场的国产替代水平和市场占有率, 推动产能利用率和盈利水平的全面修复。

布局新方向、新技术, 拓展成长空间。随着公司近几年的持续发展, 新产品种类逐渐丰富, 产品收入和销售额渐成规模, 公司产品在原有的电子材料板块、催化材料板块、生物医疗材料板块、其他材料板块 (建筑陶瓷) 四大业务板块的基础上, 新增新能源材料板块、精密陶瓷板块, 产品应用领域进一步拓宽, 为公司持续成长贡献新的增长点。

公司盈利预测及投资评级: 国瓷材料目前已成长为陶瓷材料行业的平台型公司, 以最初研发 MLCC 介质材料的关键技术为核心, 不断的进行技术积累和创新, 延伸新的工艺和产品, 形成了内在联系紧密、协同性高、逻辑性强的四大业务板块 (电子材料、催化材料、生物医疗材料、其他材料), 并以此为踏板向新的业务方向和产业门类不断拓展, 产品的市场容量和行业天花板逐渐打开, 市场竞争力不断增强。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 6.94、8.53 和 10.55 亿元, 对应 EPS 分别为 0.69、0.85 和 1.05 元, 当前股价对应 P/E 值分别为 41、33 和 27 倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示: 原料价格大幅波动; 新产品推广不及预期; 下游需求不及预期。

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

【东兴家电】瑞尔特 (002790): 智能马桶业务快速发展, 自主品牌开拓顺利 (20230419)

事件: 公司发布 2022 年度报告。公司全年营业收入 19.6 亿元, 同比+4.9%; 归母净利润 2.1 亿元, 同比+51.4%; 扣非归母 1.9

亿元，同比+68.5%。其中 Q4 营业收入 5.7 亿元，同比+2.6%；归母净利润 0.57 亿元，同比+103.8%；扣非归母 0.49 亿元，同比+145.9%，业绩端高速增长。

智能马桶业务快速发展，自主品牌发展迅猛。公司智能马桶及盖板业务实现收入 10.1 亿元，同比+17.7%，收入占比已超过 50%，业务的快速发展助力公司在 2022 年内需压力下实现逆势增长。分业务类型，智能马桶的 ODM 与自主品牌业务均有较快发展，其中自主品牌发展迅猛。自主品牌线上 2022 年收入 1.15 亿元，同比+564%；线下也在快速拓展，经销商数量快速增加。自主品牌收入占比提升拉动智能马桶业务？毛利率同比+4.6pct 至 23.6%，此外原材料价格回落对毛利率提升也有所贡献。智能马桶 ODM 业务利用过往积累的客户资源进行拓展，海外市场 2022 年初步打开。根据奥维云网数据，2022 年智能马桶线上零售规模 62 亿元，同比上涨 23%，行业保持高景气度。公司深耕马桶产业链 20 余年，前瞻性布局智能马桶业务，把握住了近年行业高速发展的红利，在整机制造和品牌建设上占据了先机，并且积极做产能储备。国内智能马桶渗透率依然在 10% 以内，对比日韩 60% 以上的渗透率提升空间大，行业有望保持快速发展势头，公司智能马桶业务持续高增可期。

传统水件业务受地产影响承压，龙头地位稳固。水箱及配件、同层排水系统产品分别实现收入 7.2、1.8 亿元，同比-7.5%、+2.7%。水箱及配件主要为冲水组件，行业格局稳固，公司多年来保持国内份额第一，全球第三，龙头地位稳固。水箱及配件业务 2022 年受国内地产压力影响有所下滑，今年随地产回暖增长可期。水件毛利率同比+2.3pct，主要受益原材料价格回落。同层排水系统产品主要市场为国外，国内渗透率提升提供一定增量，业务平稳发展。整体来看，冲水组件及同层排水等传统业务今年回暖可期，未来预计平稳发展。

毛利率提升逻辑持续兑现。公司 2022 年毛利率 24.8%，同比+2.1pct（其中 Q4 毛利率同比+2.6pct），各品类毛利率均有提升，原材料价格回落以及自主品牌占比提高是主要原因。目前原材料价格保持低位，自主品牌高速发展，叠加智能马桶产能利用率提高，毛利率继续提升可期。全年公司销售、管理、研发费用率分别+1.2、-0.5、+0.4pct，自主品牌的推广使得整体费用率上升。此外人民币贬值下汇兑损益增长，推动财务费用率同比-2.8pct。综合来看，全年净利率 10.8%，同比+3.3pct，若剔除汇兑损益影响，同比+1.1pct，利润率向好。自主品牌的持续拓展，有望推动公司盈利能力持续提升。

盈利预测与投资评级：公司是国内最大的冲水组件生产商，前瞻性地布局智能马桶，把握住了行业的高速发展机遇，建立了先发优势。公司自有品牌开拓顺利，发展迅猛，打开未来增长空间。智能马桶渗透率持续提升，空间广阔，我们看好瑞尔特能充分享受行业的快速发展，自有品牌占比提高拉动整体净利率提升。我们预计公司 2022-2024 年实现营收 23.9、27.9、32.2 亿元，归母净利润为 2.4、3.0、3.5 亿元，目前股价对应 PE 分别为 15.7、12.7、10.9 倍，维持“推荐”评级。

(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