

2023年4月27日 星期四

【东兴化工】昊华科技(600378)：核心业务稳步增长，产品体系不断丰富 (20230427)

昊华科技发布 2022 年年报：全年实现营业收入 90.68 亿元，YoY+22.13%，归母净利润 11.65 亿元，YoY+30.67%，扣非归母净利润 9.64 亿元 MyoY+9.00%，主要由于 2022 年非流动资产处置损益 2.58 亿元。

核心业务稳步增长。公司主要业务板块包括高端制造化工材料、高端氟材料、电子化学品、工程技术服务等。其中，高端制造化工材料方面，2022 年板块收入同比增长 9.65% 至 32.38 亿元，毛利率增加 0.74 个百分点至 35.18%；高端氟材料方面，2022 年收入同比增长 7.78% 至 20.25 亿元，毛利率下滑 6.71 个百分点至 21.67%；电子化学品方面，2022 年收入同比大幅增长 36.05% 至 7.06 亿元，毛利率增加 5.72 个百分点至 27.19%，三氟化氮新增产能释放；工程技术服务方面，2022 年收入同比增长 56.99% 至 16.10 亿元，毛利率减少 3.66 个百分点至 18.22%。

持续加大研发投入，新产品投放及创效明显。公司 2022 年科技投入进一步加大，全年研发经费投入 7.26 亿元，同比增长 17.2%。新产品投放及创效明显，新产品销售收入实现 20.87 亿元，同比增长 17.4%，销售利润同比增长 23.3%。

重点项目按计划有序推进，产品体系不断丰富。公司 4600 吨特种含氟气体、2500 吨聚偏氟乙烯树脂等项目已建成投产，2.6 万吨高性能有机氟材料、10 万条/年高性能民用航空轮胎项目有序推进。上述项目的陆续推进及释放，有助于丰富公司产品体系，完善公司在高端氟材料、电子特气等高端产品领域的布局。

公司盈利预测及投资评级：公司是中国中化旗下的新材料科技型平台企业，由中国昊华下属 12 家国家级科研院所改制而成，通过对主营业务的梳理，形成了高端氟材料、电子气体、高端制造化工材料及碳减排四大业务。新项目的有序建设助推公司不断丰富产品布局。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 13.09、14.89 和 16.83 亿元，对应 EPS 分别为 1.44、1.63 和 1.85 元，当前股价对应 P/E 值分别为 28、24 和 21 倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：产品价格下滑；行业新增产能投放过快；下游需求增速不及预期。

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

【东兴电力设备】日月股份 (603218)：技改+扩产稳步推进，业绩拐点已至 (20230426)

财务要点：公司披露 2022 年年报，实现收入 48.65 亿元，同比增长 3.25%；实现归属上市公司股东净利润 3.44 亿元，同比减少-48.40%。2023Q1 实现收

A 股港股市场

指数名称	收盘价	涨跌%
上证指数	3,285.88	0.67
深证成指	11,217.0	0.28
创业板	2,307.27	0.58
中小板	7,355.03	0.26
沪深 300	3,988.42	0.74
香港恒生	19,757.27	0.71
国企指数	6,654.4	0.8

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

入 10.73 亿，同比增长 9.32%，归母净利 1.31 亿，同比增长 120.83%。

成本增加致 22 年公司业绩下滑，23Q1 盈利能力大幅修复，拐点已至。22 年公司铸件销量为 44.93 万吨，较去年 44.44 万吨略增，使得营收仅小幅增长。22 年公司归母净利大幅下滑，一方面是有由于下游整机企业的降本压力铸件产品售价承压、而原材料价格上涨后维持高位的影响，另一方面是，新项目储备人力资源、项目投产后固定资产折旧增加和人工成本均出现一定幅度增加，使得产品成本上升。23 年 Q1 公司盈利能力已有大幅修复，公司业绩拐点已至，随着公司 22 年推动的技改，焦改电的实施以及树脂消耗的技改完成，都将促进单位生产成本的降低，为今年的业绩改善助力。

技改+扩产，构建成本与规模护城河。22 年公司铸件销售 44.93 万吨，是风电铸件的绝对龙头。截止 22 年底，公司具备 48 万吨铸造产能和 22 万吨精加工能力，铸造和精加工扩产项目均稳步推进中，预计今年宁波和甘肃项目投产后，年底公司铸造产能将超 70 万吨。铸件行业是典型的规模行业，通过规模化经营降低经营成本、提升产品成材率，构建了公司的相对成本优势。

布局合金钢与核废料储运罐，产品线逐渐丰富。公司一直致力于球墨铸铁领域的运用和技术研究，一方面致力于做大做强风电铸件和塑料机械铸件主要两个大系列产品，一方面进一步将此技术延伸到核电所需核反应棒废料储存转运领域，为企业谋求新的增长点。据公司公告披露，公司已成功研发了低合金钢、铬钼钢等特殊材料铸钢产品，实现了合金钢产品小批量出货，核废料储存罐已进入第三个试验品阶段。公司产品线逐步丰富，利润点增加可期。

盈利预测：预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 8.24/11.22/12.70 亿元，EPS 分别为 0.80/1.09/1.23 元，对应 2023.4.25 收盘价 20.43 元，PE 分别为 26/19/17。维持公司“强烈推荐”评级。

风险提示：行业竞争加剧；产品价格或原材料价格或大幅波动。

(分析师：洪一 执业编码：S1480516110001 电话：0755-82832082 研究助理：吴征洋 执业编码：S1480123010003 电话：010-66554045 研究助理：侯河清 执业编码：S1480122040023 电话：010-66554108)

重要公司资讯

- 中国平安：**第一季度，集团实现归属于母公司股东的营运利润 413.85 亿元；归属于母公司股东的净利润 383.52 亿元，同比增长 48.9%；年化营运 ROE 达 18.8%。（资料来源：同花顺）
- 天合光能：**一季度净利润 17.68 亿元，同比增长 225.43%，今年一季度，公司光伏组件累计出货超过 140GW，其中 210 组件出货量超 65GW，位居全球第一位。（资料来源：同花顺）
- 东航物流：**中国东航集团正在筹划将东航产投持有的本公司 40.5% 股份（64296 万股）无偿划转至中国东航集团。（资料来源：同花顺）
- 山西汾酒：**一季度净利润 48.19 亿元，同比增长 29.89%，主要系本期销售收入增加所致；2022 年净利润 80.96 亿元，同比增长 52.36%（同花顺 7x24 快讯）（资料来源：同花顺）
- 招商银行：**一季度营业净收入 906.25 亿元，同比下降 1.49%；其中净利息收入 554.09 亿元，同比增长 1.74%，非利息净收入 352.16 亿元，同比下降 6.18%；归属于该股东的净利润 388.39 亿元，同比增长 7.82%。（资料来源：同花顺）

经济要闻

- 财政部：**1-3 月，国有企业营业总收入 197630.6 亿元，同比增长 6.4%；国有企业利润总额 11247.1 亿元，同比增长 12.4%；国有企业应交税费 15934.0 亿元，同比增长 2.3%。（资料来源：同花顺）
- 交通部：**今年“五一”假期从 4 月 29 日开始至 5 月 3 日结束，共计 5 天。七座以下(含七座)小型客车通行收费公路继续施行免收通行费政策。预计全国高速公路日均流量将达 5330 万~5430 万辆，假期首日(4 月 29 日)流量可能突破历史峰值。（资料来源：同花顺）
- 国家能源局：**2023 年一季度，全国可再生能源新增装机 4740 万千瓦，同比增长 86.5%，占新增装机的 80.3%。（资料来源：同花顺）
- 光伏制造：**中国光伏行业协会发布 3 月全国光伏制造行业运行简况。分环节看，2023 年 3 月，全国组件产量环比增长 14.5%，同比增长 76.4%，其中单晶组件产量占比约 99.4%；逆变器产量环比增长 30.7%，同比增长 95.8%。（资料来源：同花顺）
- 网约车：**交通运输部办公厅等五部门发布切实做好网约车聚合平台规范管理有关工作的通知，要督促网约车聚合平台及合作网约车平台公司落实明码标价等要求，不得以不正当价格行为扰乱市场秩序。（资料来源：同花顺）

每日研报

【东兴房地产】房地产行业3月月报：行业景气度继续小幅回升，竣工大幅度改善（20230426）

景气度水平：

房地产行业景气度继续小幅回升，但整体仍处于低景气度水平。从数据来看，3月份房地产开发景气指数为94.71，前值94.66。

新房销售市场：

从全国销售面积与金额来看，3月份的住宅销售金额回暖带动商品房销售企稳。一线城市房价更加稳定，3月份同比微涨。二三线城市房价同比有所下滑，但二线城市房价环比增速最高。我们认为，在政策支持，经济转暖和积压购房需求释放之下，带动一季度销售规模有所修复。拆分结构来看，销售均价较高的东部地区销售面积同比显著回升。当前政策正在形成合力，销售市场正在走向触底回升。2023年3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%。从分城市能级的70大中城市房价指数来看，2023年3月一线城市、二线城市、三线城市的新建商品住宅价格同比增速分别为1.70%、-0.20%、-2.70%，前值分别为1.70%、-0.70%、-3.30%；环比增速分别为0.30%、0.60%、0.30%，前值分别为0.20%、0.40%、0.30%。

二手房销售市场：

从我们跟踪的8城二手房销售面积来看，3月份二手房销售热度仍在延续。70大中城市中二三线城市房价压力较大，但整体实现了环比上涨。从8城二手房销售面积单月值来看，2023年3月我们跟踪的8城二手住宅销售面积同比增速为93.7%、前值为131.6%。从70大中城市二手房价指数来看，2023年3月一线城市、二线城市、三线城市的二手住宅价格同比增速分别为1.10%、-2.40%、-3.90%，前值分别为1.00%、-2.90%、-4.40%；环比增速分别为0.50%、0.30%、0.20%，前值分别为0.70%、0.10%、0.00%。

库存水平：

从新房中期库存水平来看，新开工疲软与销售回暖之下，中期库存水平和去化周期都有所下降。2023年3月底的房屋中期库存水平为7,203.65百万平，前值为7,246.24百万平。2023年3月底的房屋去化周期为55.5个月，前值为59.7个月。从二手房挂牌量来看，3月份二手房挂牌量环比增幅大幅收窄。我们认为，随着二手房成交量的持续回暖与经济的企稳回升，急于卖房换取现金的业主和担心房价下跌急于抛售的业主可能有所减少。2023年3月全国城市二手房挂牌量指数当月环比增速为4.3%，前值为58.7%。2023年3月全国城市二手房挂牌价指数当月环比增速为0.0%，前值为0.6%。

新开工与竣工：

从新开工与竣工来看，新开工依旧疲弱，但竣工大幅度改善。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。2023年3月房屋新开工面积同比-29.03%，前值-9.35%；竣工面积同比32.02%，前值8.02%。

开发投资：

从开发投资整体来看，建筑工程和土地购置降幅收窄但设备购置降幅扩大，导致3月份开发投资降幅有所扩大。我们认为，“保交楼”推动的复工竣工带来了建筑工程投资的回暖。随着销售的企稳和改善优质房企资产负债表计划的推进，土地市场也呈现了一定程度的复苏。但销售恢复程度的不确定性和新开工的疲软也制约了投资的恢复速度。2023年3月开发投资金额同比增速为-7.2%、前值为-5.7%。

土地市场：

从土地成交面积来看，3月全国土地成交降幅较上月大幅扩大，1-3月累计同比降幅依然较大。2023年3月全国住宅建设用地成交面积同比增速为-26.1%，前值为-1.5%；其中，2023年3月35个大中城市住宅建设用地成交面积同比增速为-0.5%，前值为18.3%。

从溢价率来看，住宅用地和商办用地成交溢价率均有所上升。2023年3月全国住宅建设用地成交土地平均溢价率为7.0%，前值为5.9%；其中，2023年3月35个大中城市住宅建设用地成交土地平均溢价率为6.8%，前值为6.7%。

到位资金：

从房企到位资金来看，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3月房地产开发企业到位资金同比增速为2.8%，前值为-15.2%。其中，国内贷款同比增速为6.0%，前值为-15.0%；自筹资金同比增速为-17.4%，前值为-18.2%；定金及预收款同比增速为13.5%，前值为-11.4%；个人按揭贷款同比增速为19.9%，前值为-15.3%。

居民存贷款：

从住户部门存贷款来看，居民存款意愿继续增强，但短期和中期贷款意愿也都有所提升。3月存贷款的差额水平较2月明显扩大，但12个月累计存贷款的差额水平有所收窄。从住户中长期贷款和商品房销售来看，住户部门中长期贷款下滑幅度明显大于销售的下滑幅度。我们认为，可能主要是由于新增房贷和存量房贷的利差过大带来的提前还贷导致的。通过其他低成本资金全款买房的情况增多和房贷数据具有一定的滞后性可能也是原因之一。截至2023年3月，近12个月住户部门中长期贷款、个人按揭贷款到位资金、商品住宅销售额累计增加额环比增速分别为-11.06%、1.93%、0.93%；前值分别为-14.08%、-2.64%、0.41%。

投资策略：

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】内外预期一致，成长内部切换——2023Q1基金季报解读（20230425）

2023Q1公募基金整体流出，其中发行共计468亿份，赎回共计740亿份。我们认为基金发行增速还将继续上升，2023Q1主动偏股型基金同比增速为-49.5%，增速较22Q4环比上行26.8个百分点，年初至4月中旬基金超额收益率（基金收益率中位数-A股收益率中位数）上升近5个百分点至0.60%，预计下阶段发行份额将继续回升。

“抱团”有所缓解。偏股型基金重仓股市值占全部A股比例为3.65%，较22Q4下行0.24个百分点；持仓市值TOP100重仓股中位数为全部重仓股市值的78.11倍，环比下行10.66个百分点。年初以来市场风格迅速轮动，市场主线不明晰背景下抱团放缓。

行业来看，Q3基金持仓特点有：一、盈利预期主导市场偏好；二、成长内部配置切换，电新换至TMT；三、内外资对于成长、消费存在共识

第一，盈利预期稳定行业得到增配。超配比例环比抬升幅度前十行业中，食品饮料、通信、医药、家电盈利预期较年初变化分别为 0.52%、-0.68%、-1.15%、-0.95%、年初以来各行业盈利预期向下，超配比例抬升幅度较大行业主要是盈利预期较为稳定行业。

第二，切换主要存在于科技板块内部。以第一大重仓行业划分主动偏股型基金类型，统计近期受关注的科技行业持仓占比变化，加仓计算机行业的主要是重仓电新的偏股型基金，重仓电新、消费、周期基金中计算机持仓占比变化分别为+0.80%、+0.12%、+0.26%，行业配置切换主要存在于成长板块内部。

第三，内外资共同增配成长、消费。2023Q1，北向资金主要流入消费、科技板块，其中食品饮料大幅流入 266 亿元，电新、计算机、电子分别流入 306、121、272 亿元。公募基金超配环比抬升幅度最大的也是消费中食品饮料、科技板块中的计算机、通信。节奏来看，外资于年初至 2 月中旬流入上述行业，计算机行业加速上涨始于 3 月上旬，预计外资先于内资流入。

注释：数据截至 2023 年 4 月 23 日。

风险提示：统计样本存在局限性，统计方法存在误差，宏观经济超预期波动。

(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)

【东兴策略】配置盘流入放大——北向资金行为跟踪系列五十三（20230425）

本周要点：4 月以来配置盘持续小幅净流出，上周流入转正、且流入规模达到 35 亿元，北向资金情绪向好。配置盘继续增配周期板块，4 月配置盘主要流入周期，上周配置盘延续此特点，主要流入有色金属（15.46 亿）、煤炭（11.28 亿）、机械（9.64 亿）。此外，配置、交易盘电新行业分歧加大，上周配置盘流出电新行业规模为 48.24 亿元，交易盘则流入 67.68 亿元。

上周北向资金整体净流入。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 12.32 亿元。截至 2023/04/21，北向资金本月累计净流入 44.19 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。其中电力设备及新能源（19.44 亿）、交通运输（18.52 亿）、煤炭（15.27 亿）流入较多；电子（-29.81 亿）、计算机（-26.59 亿）流出较多。配置盘流入、交易盘流出。上周配置盘流入、交易盘流出，累计净流入分别为 34.67 亿元、-22.35 亿元。分行业来看，流入周期板块规模最大，累计净流入共计 46.3 亿，其中配置盘净流入 49.19 亿、交易盘净流入-2.9 亿元。相比较来看，交易盘更青睐消费板块，累计净流入 8.87 亿元。

行业流向：配置盘上周有 19 个行业流入，11 个行业流出。其中有色金属（15.46 亿）、煤炭（11.28 亿）、计算机（10.49 亿）流入较多；电力设备及新能源（-48.24 亿）、电子（-6.28 亿）流出较多。交易盘上周有 15 个行业流入，15 个行业流出。其中电力设备及新能源（67.68 亿）、交通运输（10.99 亿）、石油石化（6.02 亿）流入较多；计算机（-37.08 亿）、电子（-23.53 亿）流出较多。电新流入最多。上周北向整体有 16 个行业流入，14 个行业流出。其中电力设备及新能源（19.44 亿）、交通运输（18.52 亿）、煤炭（15.27 亿）流入较多；电子（-29.81 亿）、计算机（-26.59 亿）流出较多。

个股流向：中远海控流入最多，东方财富流出最多。上周北向资金流入排名前三的个股为中远海控（13.71 亿）、宁德时代（11.9 亿）、汇川技术（10.98 亿）；流出排名前三的个股为东方财富（-15.46 亿）、隆基股份（-9.63 亿）、通威股份（-9.52 亿）。

累计统计：以月份为单位，上月累计 16 个行业资金流入，14 个行业资金流出。其中，电新和汽车行业净流入超 40 亿，未超出我们在《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、机械和电子等行业流入均超百亿；房地产、银行、煤炭家电和通信行业流出超 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 2023/04/21，北向行业的累计收益率为 25.88%，累计超额收益率为 29.75%，夏普比率为 2.82，最大回撤为 47.98%。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)

【东兴化工】扬农化工(600486): 看好新项目驱动成长(20230427)

扬农化工发布 2023 年 1 季报:2023 年第 1 季度实现营业收入为 45.00 亿元, YoY-14.57%, 归母净利润为 7.54 亿元, YoY-16.59%。农药产品价格下跌, 导致业绩同比下滑。分板块看, 2023 年第 1 季度, 公司原药业务营收同比下滑 9.89%至 28.72 亿元, 其销量同比小幅下滑 1.71%至 2.80 万吨, 平均价格同比下滑 8.32%至 10.27 万元/吨; 公司制剂业务营收同比增长 5.81%至 9.94 亿元, 其销量同比增长 12.52%至 1.90 万吨, 平均价格同比下滑 5.96%至 5.22 万元/吨。我们预计随着农药春耕需求旺季的来临, 公司主要产品的价格有望逐步企稳。

新项目驱动成长。公司近期公告了子公司辽宁优创的重大项目投资规划, 拟新建 4500 吨杀虫剂、8050 吨除草剂和 3100 吨杀菌剂, 以及 7000 吨农药中间体等, 主要农药品种包括咪草烟、啮菌噁唑、功夫菊酯、氟唑菌酰胺、莎稗磷、四氯虫酰胺, 项目总投资 42.38 亿元, 建设期 2.5 年。新的基地建设将进一步均衡公司生产基地的布局, 降低对单一区域生产基地的依赖, 为未来发展争取更大的空间。此外, 其他多个工程、技改项目正按计划推进。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。

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。我们维持对公司 2023~2025 年的盈利预测, 即 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 15、13 和 12 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】欧派家居(603833): 经营韧性彰显, 大家居战略效果显著(20230426)

事件: 公司发布 2022 年度报告。2022 年公司营业收入 224.8 亿元, 同比+10.0%; 归母净利润 26.9 亿元, 同比+0.9%。其中 Q4 营业收入 62.1 亿元, 同比+2.8%; 归母净利润 7.0 亿元, 同比+26.4%。

多维度扩张助力零售业务逆势增长, 大宗业务保持稳健。收入分业务看, 1) 零售业务全年收入 182.9 亿元, 同比+12.4%; 其中 Q4 收入 48.8 亿元, 同比+1.6%。公司零售业务展现出较强的韧性, 依托品类、渠道、品牌三个维度的扩张, 在行业压力下全年保持增长: ①品类扩张: 公司持续推进大家居战略, 以套系化销售推动多品类协同增长。以衣柜为核心的整家产品不断打磨, 目前定制体系已迭代到 2.0, 通过六大空间定制、空间净醛等措施强化服务和产品力, 并提高客单价水平。同时, 公司整合厨卫营销, 推动木门向木墙柜一体升级, 各产品线的品类扩张均在不断推进。②渠道拓展: 整装/零售两种大家居业务模式持续开拓, 公司全品类供应能力提供支撑, 同时大家居业务也拉动新品类快速提升规模。整装渠道处于增长快车道, 我们推测全年收入同比增速在 40%以上, 其中铂尼思品牌已独立运作, 打开发展空间; 零售大家居不断探索, 截至 22 年底已有 102 家门店。此外, 公司持续开拓拎包、新零售、线上云店等新渠道。③品牌矩阵拓宽: 定位年轻的欧铂丽品牌继续保持较高增速, 门店净开 65 家至 1089 家; 高端定制品牌 mi form 正式推出, 未来将覆盖更多消费人群。2) 大宗业务全年收入 35.0 亿元, 同比-5.0%; 其中 Q4 收入 10.6 亿元, 同比+2.4%。大宗业务方面公司积极推动多品类导入, 并拓宽业务场景如学校、医院等, 在行业压力下收入保持稳健。公司通过代理商模式和客户筛选严控风险, 信用风险低。公司积累了强大的渠道运营能力以及优秀的经销商资源, 整装零售大家居模式引领行业渠道布局领先, 同时品类矩阵丰富全面。我们看好公司渠道与品类相互促进, 持续实现优于行业的表现。

大家居战略持续推进, 整家产品成为公司增长主要引擎。收入分品类看, 1) 衣柜及配套家具业务全年收入 121.4 亿元, 同比+19.3%。2) 橱柜业务收入 71.7 亿元, 同比-4.7%。3) 卫浴、木门业务收入 10.4、13.5 亿元, 同比+4.6%、+8.9%。以衣

柜为核心的整家产品已是公司业绩增长的主要引擎，持续领跑行业。衣柜门店数基本稳定，净增加 9 至 2210 家，增长主要来自家具单品配套率的提升、产品竞争力提升叠加渠道拓展带动整体规模提升。橱柜方面，渠道布局多管齐下：推进门店新开新装，推动经销商与装企合作，推进集成厨房模式开店 170 家。合计门店净增加 20 至 2479 家。橱柜业务在地产下行压力下基本实现微降，维持冠军地位。木门门店新增 35 至 1056 家，向木墙柜体系升级提高产品竞争力，同时木门持续导入整装与大宗渠道，在行业压力下保持增长。卫浴门店新增 11 至 816 家，当前初步完成了整装与大宗渠道的开拓，未来随厨卫融合推进，有望实现增长。公司持续推进大家居战略，立足橱柜、衣柜等品类基本盘，通过协同销售带动其他品类发展，打开未来发展空间。

盈利能力短期承压，回升可期。公司 2022 年毛利率 31.29%，同比持平，其中 Q4 同比+1.51pct。原材料价格 22 上半年保持高位，公司毛利率承压；下半年原材料价格回落，同时公司 8 月份进行了提价，使得毛利率回升，推动全年毛利率持平。公司销售、管理、研发费用率分别+0.7、+0.4、0.6pct，费用率整体承压，主要因收入受疫情影响未达公司预期，而费用投放在年初制定。公司历史上展现出较强的费用管控能力，费用率有望随疫情影响减弱而降低。2022 全年净利率 12.0%，同比-1.1pct，费用率是压力主要来源。近两年公司毛利率处于历史较低水平，原材料价格低位下毛利率有提升空间；同时费用率在收入端复苏后降低确定性高，因此公司今年利润率回升可期。长期来看，大家居战略有望持续降低费用率水平，公司盈利能力有望稳中有升。

盈利预测与投资评级：公司在经营上积极进取，同时积累了行业领先的渠道运营经验和经销商资源。我们看好公司持续通过拓品类、拓渠道、拓品牌，多维度推动自身不断成长。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 32.17、37.74、44.43 亿元人民币，EPS 为 5.28、6.20、7.29 元，目前股价对应 PE 分别为 21.70、18.50、15.71 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：地产复苏不及预期；家居消费不及预期；原材料价格上涨超预期。

(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