

2023年5月4日星期四

分析师推荐

【东兴非银行金融】中信证券（600030）：投行业务延续突出表现，有效平抑业绩波动——中信证券 2022 年年报业绩点评（20230428）

中信证券披露 2022 年年报，报告期内实现营业收入 651.09 亿元，同比减少 14.92%；归母净利润 213.17 亿元，同比减少 7.72%。EPS1.42 元/股，同比减少 15.98%；ROE 8.67%，同比下降 3.40 个百分点。

报告期内权益市场波动剧烈，公司经营面临诸多挑战，投行业绩成为一抹亮色。受国内疫情频发、俄乌冲突和美欧等主要央行持续快速加息等持续性和突发性因素影响，2022 年国内资本市场整体表现低迷，权益市场剧烈波动，对证券行业经营造成较大负面影响。作为行业头部券商，公司经营情况亦遭受诸多压力。从全年业绩表现看，除投行外的各大业务条线收入均较 2021 年均不同程度下滑，其中，经纪业务净收入 111.68 亿元，同比减少 20.01%；资管业务净收入 109.40 亿元，同比减少 6.51%；自营业务净收入 183.10 亿元，同比减少 22.33%。相较之下，投行业务延续较强的非周期属性，成为公司的业绩亮点，报告期内投行业务净收入 86.54 亿元，同比增长 6.1%。此外，受益于前期对融资类业务风险充分计提，报告期内信用减值损失大额转回（6.98 亿），成为业绩的重要“稳定器”。我们预计，随着疫情影响缓解，宏观经济逐步复苏和全面注册制的落地，2023 年经纪、投行、自营、资管、信用等核心业务板块净收入均将较 2022 年有所增长。

投行业务强者恒强，助力公司把握全面注册制发展机遇。借助直接融资发展东风和全面注册制加速推进的契机，投行业务继续成为公司最为稳健的业绩增长点。股权承销和债券承销等核心业务规模长期排名行业首位。在全面注册制框架下，投行、直投等业务条线逐步实现高效联动，券商得以全产业链、全流程参与上市公司发展壮大，投行业务正在成为券商的“流量入口”，预计随着宏观经济企稳和疫情缓和，叠加香港及海外投行业务复苏，公司投行业务无论从自身规模还是同其他业务条线的协同上均有望继续取得突破。随着全球业务联动的加强，以一带一路经济带、粤港澳及东南亚区域为基石的投行国际化版图有望继续扩充，也将带动中信证券投资、金石投资等投行“上下游”业务收入加速增长。

财富管理和资产管理业务仍是抵御市场波动，优化资源配置，筑牢客户基本盘的核心所在。经济增速下行叠加居民可支配收入增速下滑，对财富管理类产品需求呈现短期回落态势。报告期内公、私募基金业绩较为低迷且分化巨大，为新发基金和存量基金规模及管理费收入增长带来极大挑战，进而影响券商涉及金融产品销售、基金投顾等财富管理业务收入。但公司依托平台优势，发挥财富管理业务线和华夏基金的高效协同，并通过以中信证券资管、中信期货资管、金石投资为主的资产管理体系，助力大财富管理业务全面发展。同时，公司通过行业领先的股权衍生品和 QDII、FICC 业务线，为财富

A 股港股市场

指数名称	收盘价	涨跌%
上证指数	3,350.46	0.82
深证成指	11,273.87	-0.57
创业板	2,297.67	-1.16
中小板	7,402.98	-0.47
沪深 300	4,030.25	0.03
香港恒生	19,969.40	+1.37
国企指数	6,727.42	+2.10

A 股新股日历（本周网上发行新股）

名称	价格	行业	发行日
慧智微	20.92	电子	20230504
航天南湖	21.17	国防军工	20230504
华纬科技	28.84	机械设备	20230505
德尔玛	14.81	家用电器	20230505
蜂助手	23.80	计算机	20230505
晟楠科技	8.40	国防军工	20230505

*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

管理条线提供更丰富的金融产品来源，亦可更大程度对冲市场风险，在降低净值波动的同时提升收益率水平，进而提升财富管理客户对公司管理能力和品牌的认同感，提升客户粘性。

投资建议：

当前证券行业业务同质化仍较高，在马太效应持续增强的背景下，仅龙头的护城河有望持续存在并加深，资源集聚效应更为显著，进而有机会获得更高的估值溢价。作为行业的绝对龙头，中信证券不仅业务上无明显短板，综合实力业内突出，而且业务结构具有一定特色和异质化，抗周期属性初步显现。公司配股完成后，资本实力得到有效补充，业务结构有望持续优化，进一步提升盈利能力和综合竞争力，我们坚定看好公司的长期发展前景和构建“券业航母”的未来。预计公司2023-2025年归母净利润分别为256.85亿元、326.48亿元和384.52亿元，维持“推荐”评级。

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)

【东兴交运】皖通高速：疫后复苏与路产贯通带动业绩增长，静待资产收购落地（20230428）

事件：公司2022年实现通行费收入36.76亿元，同比下降4.04%，归母净利润14.4亿元，同比下降4.57%。22年净利润下降主要系疫情影响及四季度货车收入减免。23年一季度公司实现营收11.45亿元，同比增长18.51%，归母净利润4.59亿元，同比增长13.15%。公司近期拟收购六武高速，并承诺收购完成后将分红比例提高至70%。

2022年业绩展现出较强韧性：在去年疫情影响与去年四季度货车收费减免的双重不利条件下，公司盈利依旧保持在相对较高的水平。其中合宁高速收入仅微降0.2%，顶住了疫情压力，滁河大桥全线通车为合宁高速带来了一定的贯通效应；高界高速收入逆势增长3.8%，主要系平行国道维修。宣广、广祠高速去年受上游芜合高速改扩建施工和重要桥梁维护等因素影响，收入下降近20%。芜合高速改扩建于去年年末完成，预计今年宣广高速收入情况将有明显修复。

一季度收入增长明显，宁宣杭高速受益于强贯通效应：一季度公司路产增收明显，合宁高速、高界高速收入分别同比提升18.2%和7.0%。宁宣杭高速方面，江苏段于去年9月通车，浙江段于去年年末通车，结束了宁宣杭高速断头路的历史，对公司盈利提升有巨大帮助。一季度宁宣杭高速收入同比提升146%。但目前宁宣杭高速刚刚全线贯通，车流量相较于周边路产还有明显差距，其流量还有很大的提升空间。受益于疫后复苏以及宁宣杭的高增长，公

司一季度通行费收入提升 13.7%，实现开门红。

收购六武高速估值合理，有望进一步增厚业绩：公司拟通过发行股份（占 85%）及支付现金（占 15%）方式，向大股东安徽交控收购六武高速 100% 股权。六武高速交易对价预计不超过 40 亿元，A 股发行价格为 7.19 元/股；为保障中小股东利益，公司将 2023-2025 年分红比例承诺从 60% 提高至 70%。

六武高速收费里程 92.7 公里，剩余收费年限 16.7 年。收购路段净资产约 25 亿元，且基本剥离了债务（22 年项目总负债不到 1000 万元）。21 与 22 年净利润分别为 2.5 与 2.1 亿，由于 22 年受疫情影响较大，实际上 21 年盈利参考意义较强。21 年六武高速净利润率约 45%，是较为优质的资产。

以 40 亿收购对价上限计算，资产对应 PE 上限为 16 倍。确实高于公司目前估值（PE-TTM 约 10 倍），投资者普遍对此较为关注。我们综合考虑后认为收购价格合理。

一方面，高速公路估值除了看盈利，还需要考虑收费年限，如果不考虑改扩建完成的合宁高速（年限审批还在进行中），六武高速的收费年限较公司大部分路产更长，仅不及岳武高速和宁宣杭高速。

另一方面，由于采用平均折旧而非车流量折旧，六武高速在运营前中期的折旧占比较高，会一定程度上压低前中期的盈利水平，但后期盈利弹性会高于采用车流量折旧的路产（因为折旧固定，不会随车流量增长而增长）。因此如果要以目前的盈利水平作为估值基准，那么就同时需要考虑路产后续较强的盈利成长性。

最后，从获取成本角度考虑，40 亿上限的收购价格对应 93 公里路产的 16.7 年收费权，单公里成本不超过 0.43 亿元。六武高速位于连通合肥与武汉的最近路线上，地理位置优越，后续车流量还有较大提升潜力。相较于目前动辄近亿元的高速公路单公里建设成本，六武高速作为已经稳定盈利的优质资产，其定价实际上较为公允。

盈利预测及投资评级：我们预计公司 2023-2025 年净利润分别为 18.1、20.0 和 21.7 亿元，对应 EPS 分别为 1.09、1.20 和 1.31 元。公司近两年受益于路产贯通效应，具有较强的业绩弹性。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：合宁高速年限延长的不确定性；收购路产收入低于预期；宏观经济不景气等。

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

重要公司资讯

- 华为：**2023 年第一季度经营业绩实现销售收入 1321 亿人民币，同比增长 0.8%，净利润率 2.3%。华为称，整体经营结果符合预期，公司继续在研发上加大投入，以保持面向未来的持续创新能力，为客户、伙伴、社会创造价值，实现有质量的发展。（资料来源：同花顺）
- 中国海油：**2023 年一季度营收 977.11 亿元，同比增长 7.50%；归母净利润 321.13 亿元，同比下降 6.38%；基本每股收益 0.68 元。（资料来源：同花顺）
- 中微公司：**一季度净利润 2.75 亿元，同比增长 134.98%；本期刻蚀设备收入为 8.14 亿元，较上年同期增长约 13.94%，毛利率达到 47.29%；本期 MOCVD 设备收入 1.67 亿元，较上年同期增长约 300.48%，毛利率达到 40.09%。（资料来源：同花顺）
- 东航物流：**一季度实现营业收入 45.75 亿元，同比下降 30.80%；归属于上市公司股东的净利润 7.61 亿元，同比下降 44.60%；基本每股收益 0.48 元。（资料来源：同花顺）
- 国海证券：**公司一季度营业收入 9.89 亿元，同比增长 49.12%；归母净利润 2.26 亿元，同比增长 333.19%；基本每股收益 0.04 元。（资料来源：同花顺）

经济要闻

- 文化和旅游部：**“五一”假期，文化和旅游行业复苏势头强劲，全国假日市场平稳有序。经文化和旅游部数据中心测算，全国国内旅游出游合计 2.74 亿人次，同比增长 70.83%，按可比口径恢复至 2019 年同期的 119.09%；实现国内旅游收入 1480.56 亿元，同比增长 128.90%，按可比口径恢复至 2019 年同期的 100.66%。（资料来源：同花顺）
- 交通运输部：**4 月 29 日至 5 月 3 日(劳动节假期期间)，全国铁路、公路、水路、民航预计发送旅客总量 27019 万人次，日均发送 5403.8 万人次，比 2019 年同期日均下降 19.3%，比 2022 年同期日均增长 162.9%。（资料来源：同花顺）
- 国家统计局：**4 月份，制造业采购经理指数(PMI)为 49.2%，比上月下降 2.7 个百分点，低于临界点，制造业景气水平回落。（资料来源：同花顺）
- 商务部：**与上海市正签署新一轮部市合作协议。双方将在加快自贸试验区建设、办好中国国际进口博览会、推进服务贸易和数字贸易创新发展、提升上海国际贸易中心能级、培育建设国际消费中心城市等方面深度合作，推动商务高质量发展。（资料来源：同花顺）
- 经济参考报：**截至 5 月 3 日，已披露一季报的 5155 家 A 股上市公司一季度合计实现营业收入超 17 万亿元，同比增长 3.8%；合计实现归母净利润近 1.5 万亿元，同比增长 1.42%。具体上市公司来看，2834 家一季度实现营业收入正增长，203 家同比增速超 100%；2751 家归母净利润正增长，1241 家同比增长率逾 50%。（资料来源：同花顺）

每日研报

【东兴房地产】房地产行业3月公司月报：央国企销售与拿地增速整体占优，高能级市场复苏力度更强（20230428）

行业销售：

市场销售金额同比转正，主流房企复苏力度强于市场。从行业整体销售情况来看，3月份的商品房销售金额实现同比转正，2023年3月商品房销售金额同比增速为6.3%、前值为-0.1%。百强房企和我们跟踪的40家主流房企的销售金额单月同比增速都大幅领先于全国水平，且主流房企的销售均价增速也大幅领先全国水平。2023年3月百强房企销售金额同比增速为28.7%、前值为-12.5%。从我们跟踪房企（40家）的销售金额来看，2023年3月跟踪房企销售金额同比增速为23.7%、前值为-6.5%。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。主流房企的销售领先于市场水平，且销售结构上更加向高能级城市倾斜，整体销售实现了量价齐升。

房企销售：

高均价房企销售复苏强劲，央国企销售明显领先。从我们跟踪的40家主流房企销售情况来看，销售均价更高的房企销售增速大幅领先于低均价房企，央国企销售增速大幅领先于非央国企。从销售金额单月值来看，2023年3月高均价组（13家）商品房销售金额同比增速为73.1%、前值为74.9%；低均价组（13家）商品房累计销售金额同比增速为-25.9%、前值为-27.0%；央国企组（10家）商品房销售金额同比增速为77.0%、前值为96.8%；非央国企组（30家）商品房销售金额同比增速为-5.2%、前值为-11.2%。我们认为，当前市场销售复苏的动力主要来自于销售均价较高的高能级地区，布局于高能级区域的央国企正在抢占高能级区域的销售份额。过去布局低能级区域的房企和民企，如今也需要更多的依靠高能级区域的销售。从我们跟踪的房企（40家）销售金额、销售面积与销售均价的同比增速来看，保利置业、越秀地产和华发股份的销售情况最好，3家房企3月份销售金额的累计同比增速和单月同比增速都是最高的，销售均价也都处在较高水平。

行业土地成交：

主流房企拿地信心有所恢复，新增土地偏向于向高能级区域。从行业整体土地成交来看，全国商住用地土地成交水平还处在低位，但大中城市土地成交有所回暖且同比增速优于全国平均水平。2023年1-3月全国商住用地累计成交土地出让金同比增速为-20.0%、前值为-20.4%；其中，35个大中城市同比增速为-17.1%、前值为-19.4%。我们跟踪的38家主流房企的拿地金额降幅大幅收窄，拿地力度也有所提升，说明主流房企对土地市场的信心有所恢复。2023年1-3月跟踪房企（38家）累计新增土地价值同比增速为-26.0%、前值为-45.0%，跟踪房企的整体拿地力度为7.1%，前值为6.3%。从拿地均价来看，主流房企拿地均价大幅提升，说明主流房企普遍倾向于在高级区域拿地。2023年1-3月跟踪房企累计新增土地均价同比增速为31.9%、前值为3.7%。

房企土地成交：

高销售均价的央国企拿地力度更大，拿地均价显著提升。从我们跟踪的38家主流房企拿地情况来看，销售均价更高的房企拿地积极性高于低均价房企，拿地均价的增速也更高。2023年1-3月高均价组（13家）累计新增土地价值同比增速为-22.1%、前值为-41.7%；低均价组（13家）累计新增土地价值同比增速为-58.7%、前值为-40.6%；高均价组（13家）累计新增土地均价同比增速为40.3%、前值为10.0%；低均价组（13家）累计新增土地均价同比增速为-11.0%、前值为28.1%。央国企拿地大幅领先于非央国企，不仅拿地均价远远高于非央国企，拿地均价的增速也大幅高于非央国企。2023年1-3月央国企组（10家）累计新增土地价值同比增速为-10.0%、前值为-2.9%；非央国企组（28家）累计新增土地价值同比增速为-43.2%、前值为-72.6%；央国企组（10家）累计新增土地均价同比增速为57.7%、前值为26.3%；非央国企组（28家）累计新增土地均价同比增速为2.7%、前值为-35.3%。我们认为，当前市场销售复苏的动力主要来自于销售均价较高的高能级地区，央国企凭借信用优势，在当前的销售市场和土地市场都获得了较为明显的领先。布局高能级区域的房企，在土地市场上也更加积极，拿地力度明显强于低均价

房企。从我们跟踪的房企(38家)拿地情况来看,绿城中国、滨江集团和建发股份年内拿地金额最高,拿地力度最大。

行业内债及外债融资:

地方国有企业内债发行规模领先,行业外债余额持续下降。从境内债券融资情况来看,3月底内债存量规模同比小幅增长6.7%,地方国有企业内债发行额同比增速大幅领先,发行额占比接近8成。2023年1-3月央企房企的境内债券累计发行额的同比增速为-5.9%、前值为-6.3%;地方国有房企的境内债券累计发行额的同比增速为23.3%、前值为24.2%;非央企房企的境内债券累计发行额的同比增速为-18.0%、前值为-50.2%。从境外债券融资情况来看,外债余额持续下降。从债券到期情况来看,5月份债务到期压力较4月份大幅减小。从我们跟踪的房企(38家)境内信用债和境外地产债存量来看,存量债务规模最大的三家房企为碧桂园、华润置地和中海地产,5月份债务到期规模最大的三家房企为富力地产、万科和正荣地产。

境内债务成本低于境外,央企融资优势最明显。从房企境内存量信用债和境外存量债券的利率水平来看,境内信用债的发债利率明显低于境外债券,央国企和混合所有制房企的发债利率明显低于民企,其中央企的融资成本最低。

市场行情:

本月A股地产板块表现弱于大盘、H股地产板块表现弱于大盘。本月(4.1-4.26)A股地产指数(申万房地产)涨幅-3.70%(上月-7.61%),A股大盘(中证A股)涨幅-3.14%(上月-0.83%);H股地产指数(克而瑞内房股领先指数)涨幅-6.35%(上月-4.52%),H股物业指数(恒生物业服务及管理指数)涨幅-5.18%(上月-2.76%),H股大盘(恒生指数)涨幅-3.15%(上月3.10%)。近三个月A股涨幅前3的房企为华发股份、招商蛇口和建发股份,港股为保利置业、越秀地产和金辉集团

估值水平:

截至4月26日收盘,A股PB最高的3家房企为华发股份、滨江集团和招商蛇口,H股PB最高的3家房企为华润置地、龙湖集团和越秀地产。从跟踪房企(38家)来看,截至4月26日收盘,A股PB(MRQ)最高的3家房企为华发股份、滨江集团和招商蛇口,PB(MRQ)分别为1.34、1.32和1.25。H股PB(MRQ)最高的3家房企为华润置地、龙湖集团和越秀地产,PB(MRQ)分别为0.95、0.85和0.63。A股PE(TTM)最高的3家房企为招商蛇口、新城控股和绿地控股,PE(TTM)分别为25.51、24.11和19.91。H股PE(TTM)最高的3家房企为中骏集团、宝龙地产和中国金茂,PE(TTM)分别为97.61、10.98和8.80。

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)

【东兴宏观】宏观普通报告:美国一季度GDP不及预期,但消费强劲(20230428)

美国一季度实际GDP环比1.1%,预期2%,前值2.6%;同比1.6%,前值0.9%。

主要观点:

- 1、一季度GDP质量较高:服务消费替代效应结束得到印证,耐用品商品消费增长明显;住宅跌幅缩窄,设备投资下滑,科技投资稳健。
- 2、美国上半年陷入衰退概率不大,住宅市场尚未彻底降温,劳动力市场紧绷有所缓和但整体仍旧强劲,预计二季度继续低速

增长，市场不应对降息的时间点过于乐观。

3、今年美十债极限下限看到 2.7~2.85%，若无降息预期则在 3%~3.15%，正常波动范围降至 3.1%~3.65%，上限降至 3.8%~3.95%。
(分析师：康明怡 执业编码：S1480519090001 电话：021-25102911)

【东兴电力设备】禾迈股份(688032)：微逆出货快速增长，储能新品推出静待放量(20230428)

财务要点：公司披露 2022 年年报，实现收入 15.37 亿元，同比增长 93.23%；实现归母净利润 5.33 亿元，同比增长 163.98%。2023Q1 实现收入 5.80 亿，同比增长 153.48%，归母净利 1.76 亿，同比增长 102.08%。

微逆出货快速增长，全年业绩符合预期。公司收入快速增长得益于核心产品微型逆变器销量快速增长，22 年全年销售 116.41 万台，同比增长 187.86%，欧洲/北美/拉美/国内/其他市场出货占比分别为 46%/26%/19%/7%/2%。年报净利润增速远快于营收增速，主要是由于得益于期间费用的下降，22 年期间费用率 8.25%，同比减少 8.98bp，其中受益利息收入增加，财务费用率下降 9.88bp。22 年毛利率 44.98%，较去年提升 2.23bp。

2023Q1 营收增 153.48%，主要是出货 56 万台，环比增长 30%，尽管有库存和安装压力的影响，但海外需求向好趋势不改。Q1 净利润增速不及营收增速，主要是由于期间费用增长所致，23Q1 期间费用率 16.56%，同比增加 9.19bp，销售、研发费用增长的同时利息收入有所减少，毛利率、净利率分别为 46.41%、30.17%，较 22 年 Q1 分别减少 1.79bp、7.94bp。预计随着欧洲小型光伏系统普及，今年微逆一拖二需求仍将旺盛，全年微逆出货有望实现 250+万台，实现翻番以上增长。

推出组件级快速断路器和储能相关新产品，多元化补全业务板块。公司定位为组件级电力电子领域综合型厂商，目前微型逆变器贡献了主要营收，公司着力于多元化，研发具有渠道协同效应的光伏组件级电力电子领域新产品，补全业务板块。储能方面，22 年 12 月，公司公告拟在丽水市莲都区范围内投资建设储能系统集成智能制造基地项目，项目计划固定资产投资 14.5 亿元，欧美市场对储能产品需求旺盛，公司已推出适用于欧洲市场的储能产品并已完成欧洲市场主要国家的产品认证，同时公司计划于 2023 年年中开始在美国市场推广储能产品，随着美国市场的产品认证完成，储能将迎来增长爆发点。关断器方面，公司也将于今年开始推进海外各国的验证，下半年有望实现批量出货。新产品的推出进一步完善公司的产品链，有望增强公司品牌影响力，从而提升公司在组件级电力电子领域的综合竞争力。

深耕技术，产品优势突出。公司核心竞争力突出，第一、公司深耕技术，具有微逆全系列产品的生产能力，产品功率密度业内领先。第二，海外企业产品迭代较慢，Enphase 公司的微型逆变器以一拖一为主，而公司通过主打集成度更高的一拖四、一拖二产品，在相同功率下实现了较 Enphase 公司更低的生产成本。公司是国内出货量最大的微逆生产企业，凭借两大核心竞争力，有望加速微逆出海替代进程。

盈利预测：预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 11.83/22.72/34.31 亿元，EPS 分别为 21.13/40.57/61.28 元，对应 2023.4.27 收盘价 620.73 元，PE 分别为 32/17/11。维持公司“推荐”评级。

风险提示：下游需求或不及预期；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：侯河清 执业编码：S1480122040023 电话：010-66554108 研究助理：吴征洋 执业编码：S1480123010003 电话：010-66554045)

【东兴轻工制造】志邦家居(603801)：空白市场持续拓展，品类规模优势助力利润率提升(20230428)

事件：公司发布 2022 年报与 2023 一季报。2022 年公司营业收入 53.9 亿元，同比+4.6%；归母净利润 5.4 亿元，同比+6.2%；扣非 5.0 亿元，同比+8.2%。其中 Q4 营业收入 18.7 亿元，同比+2.3%；归母净利润 2.2 亿元，同比 8.0%；扣非 2.0 亿元，同比+17.9%。2023 年 Q1 营业收入 8.1 亿元，同比+6.2%；归母净利润 0.5 亿元，同比+0.5%；扣非 0.4 亿元，同比+8.7%。公司在 2022 全年以及 23Q1 均实现业绩稳定的增长。

分品类看，衣柜、木门快速覆盖空白市场，大家居布局持续推进。2022 全年厨柜、衣柜、木门分别实现营收 27.4 亿元、21.0 亿元、2.3 亿元，同比-6.7%、+19.5%、+34.2%；2023Q1 收入同比分别为-12.8%、+6.8%、79.5%。橱柜业务持续推进渠道下沉，门店数量保持扩张，截至 23Q1 末达 1731 家，较 22 年初净增 40 家，但橱柜受到线下消费不畅影响及大宗业务承压，收入呈现出下滑。衣柜对空白市场保持较高拓店速度，23Q1 达到 1741 家，相比 21 年末净开 122 家。公司持续推进整家战略，带

动客单价提升,有效拉动衣柜业务增长。随着衣柜规模效应的持续体现,2022年毛利率增加4.1pct,23Q1依然同比+1.6pct。木门在高速拓店阶段,截至23Q1已达到780家门店,对比21年末接近翻倍,推动收入高增。公司在23Q1门店数量达到4287家,相比与21年末净开535家,疫情的影响不改公司扩张逻辑,未来弹性可期。净增门店中多数为品类融合门店,并且公司不断强化产品套系化设计能力,从设计到渠道全方位推进多品类协同销售,未来有望不断带动客单价提升,持续为公司贡献业绩增量。

分渠道看,零售业务持续开拓,大宗业务保持稳健。2022年直营业务收入4.0亿元,同比+23.0%;经销业务收入29.0亿元,同比+2.5%;大宗业务全年收入16.6亿元,同比+0.4%,2023Q1基本延续了22年以来的变化趋势。直营业务受益广州直营分公司的落地,实现较高的增速。公司仅在合肥总部和广州市场为直营,广州直营公司有望逐步为公司打开华南市场。经销业务实现微增,优于行业,得益于衣柜、木门的拓店以及整装渠道开拓。整装渠道收入增速20%。公司去年开始大力推进整装渠道,推出了超级邦体系强化与装企的合作,有望推动整装业务持续高增。从区域角度看,华东地区占经销业务收入42%,22年同比增速4.4%,保持韧性;公司推动华东外区域的扩张,各区域均有小幅增长。大宗业务22年下半年以来受益于保交楼,全年实现持平,23Q1大宗也稳步增长。公司持续优化客户结构控风险,开拓公寓等新业务,未来大宗有望稳健发展。此外,公司22年开始大力拓展海外渠道,目前收入达1.1亿元,同比+87%。公司在业务扩张上积极进取,在行业压力下保持渠道的拓展,为公司今年成长打下基础。展望未来,空白市场覆盖以及整装渠道的开拓,将持续为公司带来成长性。

衣柜毛利率提振公司净利率逆势上升。公司2022年毛利率37.7%,同比+1.5pct;23Q1毛利率36.9%,同比+1.8pct。其中衣柜规模效应的显现,有效对冲22年原材料价格压力,推动公司整体毛利率逆势提升。今年至今原材料价格保持低位,23Q1毛利率已有所提升,我们看好全年毛利率的向好。2022年销售、管理、研发费用率分别+0.8、+0.5、-0.3pct,费用率整体呈现压力,主要因为疫情影响下收入有所不及预期,同时公司也积极投入营销费用推进多品类销售。综合来看,2022年净利率10.0%,同比+0.15pct,实现逆势上升。23Q1仍受疫情影响利润率有一定承压,展望全年在复苏态势下,费用率与毛利率均有望向好,我们看好公司利润率的上升。

盈利预测与投资评级:志邦家居在行业压力下保持了收入利润的双增长,展现出较强的业绩稳定性。公司管理团队年轻化,经营积极进取,同时持续投入中台建设,稳步推进大家居布局,我们看好公司在未来持续强化竞争力,凭借渠道与品类的扩张提升行业份额。预计公司2023-2025年归母净利润分别为6.5、7.9、9.4亿元人民币,EPS为2.1、2.5、3.0元,目前股价对应PE分别为16.0、13.2、11.2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)

【东兴轻工制造】裕同科技(002831):盈利能力趋势向好,短期需求承压不改长期增长前景(20230428)

事件:公司发布2022年及2023年Q1业绩。2022年公司实现收入163.62亿元,同比+9.49%;归母净利润14.88亿元,同比+45.46%;其中Q4单季收入43.25亿元,同比-11.52%;归母净利润4.69亿元,同比+31.92%。2023年Q1公司实现收入29.12亿元,同比-14.37%;归母净利润1.81亿元,同比-18.49%。

2022年下半年以来下游景气度转弱,拖累收入增速。(1)电子产品包装:全年收入110.10亿元(+17%),其中Q4收入29.50亿元(+0.3%)。公司凭借成本、品质、环保等优势提升市占率,前三季度增长良好,Q4受下游行业出货承压加剧的影响,增速明显回落。(2)烟酒包装:全年收入20.70亿元(-6%),其中Q4收入5.70亿元(-11%)。疫情导致客户产销不畅,公司下半年销售承压。(3)环保包装:全年收入11.17亿元(+62%),其中Q4收入2.67亿元(+15%)。全球限塑推动行业发展,公司积极布局实现销售高增;由于消费电子客户占比较高,Q4增速有所回落。(4)其他行业:全年收入21.65亿元(-18%),其中Q4收入5.38亿元(-45%),收入下滑或由于部分领域包装需求承压(如教育类客户),以及疫情影响所致。

收购深圳仁禾与华宝利协同发展,业绩承诺目标顺利达成。公司2022年先后收购智能电子产品软材制造商深圳仁禾、声学产品制造商深圳华宝利各60%股权。深圳仁禾、华宝利全年收入4.42亿、2.39亿元,净利润1.13亿、0.35亿元,均达业绩承诺目标(净利润0.67亿、0.35亿元),贡献归母净利润0.50亿(自购买日计算)、0.21亿元。公司作为消费电子包装龙头,

可为两家公司导入客户资源，共同为客户提供一体化产品服务，增强客户粘性。

静待需求转暖，多元包装领域竞争优势奠定增长前景。2023年Q1，公司电子产品包装、烟酒包装收入估计仍同比承压，主要由于下游行业仍处去库存阶段。随着国内消费修复、行业去库存推进，公司订单有望在后续季度陆续改善。公司在多个包装细分领域建立竞争优势，多元包装布局保证中长期增长：（1）消费电子包装领域，公司打造智能工厂降本增效，全球化生产布局顺应客户发展趋势；（2）烟酒包装领域，公司发挥自动化制造优势，未来有望复制智能工厂模式，在行业格局变革中占据更高份额；（3）环保包装领域，全球限塑推动需求增长，公司在服务工业客户上具备客户资源优势，亦成功开拓航空餐饮、连锁商超等国际餐饮类客户。

毛利率提升亮眼，趋势有望延续。2022年公司毛利率23.75%（+2.21pct.），2023年Q1为23.72%（+2.91pct.），主要受益于：

（1）原材料价格同比下降，瓦楞纸/白板纸/白卡纸价2022年同比-5%/-5%/-20%，2023年Q1同比-15%/-7%/-17%，考虑需求复苏节奏，全年包装纸价上涨空间或有限；（2）智能工厂落地和推广，2022年公司已有许昌、合肥、武汉智能工厂投入运营，并逐步开启苏州、成都、湖南智能工厂建设，奠定毛利率趋势性提升的基础。

费用率短期上行，预计随未来收入回暖而回落。2022年公司期间费用率13.38%（-0.84pct.），2023年Q1为16.95%（+4.09%），财务费用率受汇兑损益影响，2022年同比下降，2023年Q1同比上升；销售与管研费用率2022年前三季度同比优化下降，2022Q4以来由于收入端承压而同比上升，后续有望随销售提振而回落。

盈利预测与投资评级：预计公司2023-2025年归母净利润为16.42、20.42、24.73亿元人民币，增速分别为10%、24%、21%，目前股价对应PE分别为14、12、10倍。维持“推荐”评级。

风险提示：需求复苏弱于预期，智能工厂推进不及预期，人民币汇率大幅升值，疫情波动影响。

（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】招商银行（600036）：零售客群稳健增长，资产质量环比向好（20230428）

事件：4月26日，招商银行公布2023年一季度报，实现营收、拨备前利润、净利润906.4、648.4、388.4亿，分别同比-1.5%、-3.4%、+7.8%。年化加权平均ROE为18.43%，同比减少0.81pct。点评如下：

息差、非息拖累营收同比下降，信用成本下降反哺利润。收入端：1Q23招商银行实现营业收入906.4亿，同比下降5.6pct；主要受息差、非息拖累。①规模保持较快增长、净息差环比继续收窄，净利息收入增速较22年有所下滑（554.1亿，同比增1.7%、增速环比下降5.3pct）。②非息收入方面：实现手续费净收入250.8亿，同比下降12.6%；其中，财富管理手续费收入91.1亿，同比下降13.25%，主要由于当前客户风险偏好仍较低，投资情绪恢复尚需时间。但零售客户基础持续夯实，实现高基数下的稳健增长。3月末零售客户达1.87亿户，零售AUM12.54万亿元，同比分别增长6.25%和10.55%。其中，金葵花及以上客户数、AUM同比分别增长11.17%和10.08%，私行客户数和AUM同比分别增长10.71%和11.01%。实现其他非息收入101.5亿，同比增14.9%。支出端：信用成本降低、反哺利润，1Q23信用减值损失同比下降23.7%，净利润同比增7.8%，较22年下降7.3pct，基本符合预期。

贷款规模实现较快扩张，存款定期化趋势延续。招商银行一季度保持较快信贷投放，3月末贷款余额同比增10.0%，较年初增4.7%。1Q23新增贷款2845亿，同比多增964亿；对公、个人、票据分别贡献增量的62.3%、26.6%、11.1%，较去年同期分别+16.7pct、6.6pct、-23.2pct，反映一季度信贷需求恢复情况较好。3月末存款余额同比增16.3%。从存款结构来看，仍存在定期化趋势，1Q23活期存款日均余额占比为60.1%，同比下降3.31pct。展望2023年，在经济恢复、消费复苏的背景下，预计零售信贷需求逐步恢复，有望带动信贷总量、结构、收益逐步改善。

贷款重定价+负债成本上升，1Q23净息差环比收窄。招商银行1Q23净息差为2.29%，环比4Q22下降8BP，符合预期。资产端：生息资产收益率环比下降2BP，其中贷款收益率下降5BP。主要源于贷款重定价及新发放贷款收益率下行。负债端：计息负债付息率环比上升6BP，其中存款付息率上升4BP，主要由于存款定期化趋势，以及外币存款成本上升。展望2023年，我们预计全年息差仍有收窄压力。单季度来看，预计息差收窄压力最大阶段已过去。后续随着经济复苏、需求恢复，贷款利率下行幅度有望趋缓、筑底；零售贷款投放将逐步发力，资产结构优化、收益率有望逐步企稳。近期利率自律机制新增存款利率市

场化定价考核，叠加存款结构优化、美联储加息逐渐见顶，负债成本有望逐步下行。判断净息差或在二季度之后迎来环比企稳。

资产质量总体稳健向好，零售资产质量转好、对公房地产持续承压。3月末招商银行不良贷款率 0.95%，较上年末下降 1BP。对公不良率 1.25%，与上年末持平；其中，对公房地产不良贷款较上年末增 19.4 亿，不良率上升 56BP 至 4.55%；预计全年地产领域不良压力小于去年，年内有望基本出清。零售不良率 0.89%，较上年末下降 1BP，资产质量稳中向好。从不良生成情况来看，1Q23 年化不良净生成率为 1.09%，同比下降 7BP，较 22 年下降 6BPpct，不良生成率有所回落。从前瞻性指标来看，关注率较上年末下降 9BP 至 1.12%；逾期率较上年末下降 6BP 至 1.23%，潜在不良压力可控。3 月末拨备覆盖率为 448.32%，较上年末下降 2.47pct，保持较强风险抵补能力。

投资建议：随着经济及消费复苏，零售贷款、财富管理需求回暖，招行零售优势有望凸显，催化基本面与估值修复。预计 2023-2025 年净利润增速分别为 10.9%、12.9%、13.5%，对应 BVPS 分别为 38.8、45.6、53.4 元/股。2023 年 4 月 27 日收盘价 32.6 元/股，对应 0.84 倍 2023 年 PB。我们看好招行领先业务模式、运营模式、组织模式，大财富管理价值循环链有望持续发力，巩固公司市场竞争力，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：经济复苏、实体需求恢复不及预期，货币政策、金融监管政策预期外转向，对银行经营环境造成影响，银行扩表速度、净息差水平、资产质量受冲击。

(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)

【东兴电子元器件】维信诺 (002387)：短期业绩承压，中高端手机份额将显著提升 (20230428)

事件：

2023 年 4 月 27 日，维信诺发布 2023 年一季度报：2023 年一季度公司实现营业收入为 7.69 亿元，同比下降 48.38%；归母净利润为 -7.77 亿元，同比下降 32.11%。

点评：

受终端客户新品发布进度影响，公司 2023Q1 短期业绩承压。公司 2023 年一季度实现营业收入 7.69 亿元，同比下降 48.38%，主要是消费电子市场还未完全恢复，中低端智能手机 OLED 产品出货价格出现剧烈波动。同时，受终端客户新品发布进度影响，OLED 产品销售有所减少。公司 1Q23 销售毛利率为 -24.51%，单位产品分摊的固定成本较高，同时，产品售价下降，毛利率同比有所降低。资产减值损失为 2.76 亿元，同比变动 -73.54%，受 OLED 产品毛利率下降，存货减值有所增加。

公司积极调整产品结构，预计后续市占率将显著提升。公司与荣耀、小米、OPPO、vivo、努比亚、华米、摩托罗拉等国际领先的智能手机、智能穿戴头部品牌客户保持密切合作。公司将进一步拓展进入头部客户手机供应链，加大品牌客户的中高端产品份额，突破中尺寸新应用产品领域，产品结构实现进一步优化调整。根据 CINNO Research 数据，2022 年公司出货量同比增长 20.8%，市场份额 6.8%，同比上升 1.8 个百分点，位居全球第四，国内第二，其中 2022Q2 出货量位居全球第三，市场份额 6.8%。随着后续客户中高端机型上市，预计后续公司出货量、市场份额将显著提升。

公司拟资产注入合肥维信诺，扩充优质产能。2022 年底，公司启动重大资产重组，拟向合屏公司、芯屏基金、兴融公司发行股份及支付现金购买其所持有的合肥维信诺 40.91% 股权，同时募集配套资金。交易完成后，维信诺将持有合肥维信诺 59.09% 股权，合肥维信诺将成为上市公司控股子公司。公司通过本次重组收购合肥维信诺控制权扩充产能，将有利于扩充柔性/折叠屏、HybridTFT 方案、智能图像像素化技术等高端技术储备，高端产品供货能力进一步增强，与公司现有产品形成互补，有利于下一步向中尺寸发展，更好满足品牌客户的需求。

公司盈利预测及投资评级：公司是手机 OLED 领军企业，受益于高端产品渗透与国产化进程，公司业绩迎来释放期。预计 2023-2025 年公司 EPS 分别为 -0.85 元，-0.24 元和 0.06 元，当前公司处于产能扩张期，维持“推荐”评级。

风险提示：(1) 客户导入不及预期；(2) 扩产进度不达预期；(3) OLED 产品渗透不及预期。

(分析师：刘航 执业编码：S1480522060001 电话：021-25102913 研究助理：祁岩 执业编码：S1480121090016 电话：010-66554018)

【东兴建材】伟星新材（002372）：同心圆业务稳定成长可期（20230428）

伟星新材发布 2023 年 1 季度报告：2023 年 1 季度公司实现营业收入 8.96 亿元，同比下降 10.87%；归属于母公司所有者的净利润为 1.74 亿元，同比增长 48.19%，扣非后归母净利润为 1.71 亿元，同比增长 51.56%，实现 EPS 为 0.11 元。

点评：

2023 年 1 季度公司营业收入同比下降主要和下游需求依然同比依然没有太大的改善有关。虽然 1 季度原材料价格回落，改善毛利率水平，同比提高 0.62 个百分点，但在收入的影响下公司毛利同比依然下降 9.34%。依赖于投资子公司宁波东鹏合立股权投资合伙企业（有限合伙）投资项目公允价值的变动，录得收益 6988 万元，增厚 EPS 为 0.04 元，使得 1 季度扣非后归属母公司股东的净利润同比高增 51.56%。

阶段性需求低迷不影响公司稳定成长。PPR 管材为公司拳头核心产品，以防水材料和净水为同心圆的发展方向。2023 年 1 季度公司的上海、天津等工业园建设继续推进，在建工程较 2022 年末增加 51.51%；其他非流动资产较期末增加 183.50%，主要是上海伟星咖乐新材料科技有限公司预付土地款，公司防水材料布局继续推进。在行业需求的低迷的情况下公司依然保持自己的拓展和成长，继续保持稳定增长的态势。同时，公司负债率水平较低 2023 年 1 季度仅为 19.30%，较去年末下降 2.15 个百分点，而货币资金依然充裕为 29.08 亿元，资产占比高达 41.63%，成为公司稳健发展和成长的坚实基础。

品牌、渠道和产品力保证公司稳定成长。公司成立 20 多年打造出自己的知名品牌力，构建了自己全国范围的广覆盖、扁平化和完善成熟的销售渠道体系，并通过不断地加强品控和智能化制造打造出强的产品力。这些将保证公司长期成长的确切性，保证以 PPR 为核心，防水和净水为半径的同心圆业务稳定成长。

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 16.14 亿元、19.68 亿元和 23.85 亿元，对应 EPS 分别为 1.01、1.24 元和 1.50 元。当前股价对应 PE 值分别为 22 倍、18 倍和 15 倍。看好公司在品牌、渠道和产品力优势下具备稳定成长的确切性，维持公司“强烈推荐”的投资评级。

风险提示：房地产行业景气度改善低于预期。

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

【东兴银行】邮储银行（601658）：中收增长亮眼，资产质量稳健（20230428）

事件：4 月 27 日，邮储银行公布 2023 年一季报，实现营收、拨备前利润、净利润 881.6、381.1、262.8 亿，分别同比增+3.5%、-5.6%、+5.2%。年化加权平均 ROE 为 14.37%，同比下降 0.45pct。点评如下：

营收、净利润增速环比收窄符合预期，财富管理加速转型、中收增长亮眼。

收入端：1Q23 邮储银行实现营收 881.6 亿，同比增 3.5%；较 2022 年下降 1.6pct。① 净利息收入 694 亿，同比增 1%、增速下滑 0.6pct。主要受 Q1 净息差收窄拖累，规模仍保持较快增长。② 非息收入增长亮眼：1Q23 实现手续费净收入 115.9 亿，同比增 27.5%；中收占营收比重较 22 年上升 4.65pct 至 13.14%。实现其他非息收入 71.8 亿，同比下降 2.6%；其中，公允价值变动净损益同比增加 15 亿，投资收益同比减少 7.3 亿。

支出端：① 1Q23 管理费用同比增 11.8%，成本收入比同比上升 4.1pct 至 55.9%。费用对拨备前利润增速有所拖累（PPOP 同比下降 5.6%，较 22 年下降 4.4pct）。② 信用成本降低、反哺利润，1Q23 信用减值损失同比下降 25.7%，净利润同比增 5.2%（较 22 年下降 6.7pct）。

存贷款保持较快增长，净息差环比收窄。

截止 3 月末，邮储银行贷款同比增 12%，较年初增 5.7%。1Q23 新增贷款 4125 亿，同比多增 578 亿；对公、个人、票据分别贡献增量的 67.5%、40.3%、-7.8%，较去年同期分别+8.2pct、1.0pct、-9.2pct，一季度信贷需求恢复情况较好。3 月末信贷占比生息资产较年初上升 0.81pct 至 51.9%。3 月末存款余额同比增 11.1%，存款占比计息负债为 96.6%，较年初下降 0.16pct。

展望 2023 年，在经济恢复、消费复苏的背景下，预计零售信贷需求有望逐步恢复，带动信贷总量、结构逐步改善。

1Q23 净息差为 2.09%，较 22 年下降 11BP；预计主要影响为按揭贷款重定价。展望 2023 年，预计全年净息差仍有收窄压力，但降幅有望收窄。单季度来看，后续随着经济复苏、需求恢复，贷款结构将进一步优化，收益率有望逐步企稳；并且存款逐步

重定价，预计二季度之后息差降幅趋缓、有望看到拐点。

不良、关注率环比下降，资产质量保持平稳。

3月末不良贷款率为0.82%，较上年末下降2BP；关注贷款率0.55%，较上年末下降1BP；逾期率0.95%，与上年末持平；各类存量资产质量指标稳健向好。从不良生成情况来看，1Q23年化不良生成率为0.76%，保持较低水平。3月末拨备覆盖率为381.1%，较年初下降4.4pct。展望2023年，随着疫情影响消退、经济及消费复苏、房地产风险平稳化解，预计信用卡不良生成情况有望逐步改善，房地产风险暴露情况好于2022年，整体资产质量预计保持平稳。

投资建议：零售特色鲜明，具备较高成长性。邮储银行依托“自营+代理”运营模式，布局近四万个营业网点，数量领先、深度下沉，奠定了扎实的客户基础和负债优势。资产端具备发展潜力，公司450亿元定增落地，资本补足有望支撑贷款保持快速增长；且结构优化空间较大，有望通过结构调整稳定资产端收益率和净息差水平。财富管理战略深入推进，叠加较强的客户基础，有望带动中收快速增长。同时，资产质量扎实，风险抵补能力较强。

我们预计2023-2025年归母净利润同比增长12.4%、11.9%、11.8%，对应BVPS分别为8.12、8.92、9.82元/股。2023年4月27日收盘价5.5元/股，对应0.68倍23年PB。看好公司零售业务增长潜力、以及体制机制市场化改革带来的ROE提升空间，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：经济复苏、实体需求恢复不及预期，货币政策、金融监管政策预期外转向，对银行经营环境造成影响，银行扩表速度、净息差水平、资产质量受冲击。

(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)

【东兴食品饮料】海天味业(603288)：艰难已克，整装待发(20230428)

事件：营业收入256.10亿元，同比增长2.42%；归母净利润61.98亿元，同比减少7.09%；扣非归母净利润59.66亿元，同比-7.22%。2022年Q4，公司营业收入65.15亿元，同比-7.05%；归母净利润15.31亿元，同比-22.03%；扣非归母净利润14.69亿元，同比-20.57%。2023年Q1公司营收69.81亿元，同比-3.17%；归母净利润17.16亿元，同比-6.2%；扣非归母净利润16.41%，同比-8.38%。

2022年是公司内忧外患的一年，公司自上市以来首次净利润下降，23Q1环比改善。公司B端渠道和C端渠道销售额占比大致相当，因此疫情对餐饮业的影响直接波及到公司B端销售，在此期间，公司重点打造C端渠道，但四季度亦受到商标事件影响，公司全年利润同比回落。23年一季度公司收入增速略有下滑主要是因为春节错位和去年一季度基数较高，环比Q4，公司23年Q1有所回暖。

多元化策略逐渐成效，其他品类贡献收入增长。分产品来看，22年全年酱油收入138.61亿元，同比-2.3%，调味酱/蚝油/其他收入分别为25.84/44.17/29.32亿元，分别同比-3.07%/-2.54%/32.61%。公司酱油、调味酱和蚝油收入有所回落，但其他产品（主要包括醋、料酒等）产品收入同比加速，弥补了公司主流产品的下滑，公司多产品策略逐现成效。量价来看，公司产品销量下降较多，酱油/蚝油/调味酱销量分别同比-5.93%/-8.68%/-8.04%，而得益于21年底的提价和产品结构改善以及C端占比增加，公司产品吨价有所提升，酱油/蚝油/调味酱吨价分别提升3.85%/6.73%/5.4%，预计随着23年餐饮消费回暖以及渠道信心逐渐恢复，公司主流产品销售亦将明显改善。

成本改善，业绩有望逐季好转。22年全年公司毛利率同比下降2.98pct，至35.68%，主要是原材料及包材采购成本上升所致。此外，人工成本及制造费用有所上涨。其中，蚝油制造费用、直接人工同比增长较大，主要是蚝油新增基地投产所致。主要原材料大豆价格自去年下半年开始回落，目前处于下行趋势，今年巴西大豆产量达到创纪录水平，为我国大豆供给提供保障，推测原材料成本整体继续下行。根据酱油6个月的酿造周期推算，公司大豆成本于今年初左右开始回落，今年公司业绩有望逐季好转。23年Q1公司毛利率36.93%，同比-1.24pct，环比+2.88pct，成本的下降Q1毛利率已有所体现。

公司盈利预测及投资评级：2023年，公司计划营业收入目标为281.7亿元，同比+10%，归母净利目标为68.2亿元，同比+10.04%。我们认为，毛利率及终端需求均在逐步恢复，下半年业绩弹性有望逐步释放。长期来看，公司具备渠道、产品、品牌力等多项优势，老品基础扎实，大单品持续增长，新品有望放量，判断公司业绩长期能够维持较佳增速。预计公司2023-2025年归

母净利润分别为 69.66/79.91/88.44 亿元, 分别同比增长 12.35%/14.72%/10.67%; 2022-2024 年 EPS 分别为 1.50、1.72、1.91; 对应 PE 分别为 46/40/36 倍, 维持“推荐”评级。

风险提示: 疫情影响餐饮端需求、运输受阻; 食品安全风险; 原材料波动风险。

(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)

【东兴机械】耐科装备 (688419): 收入承压净利高增, 半导体设备业务有望触底反弹 (20230428)

事件: 公司发布 2023 年一季报, 1Q23 实现营业收入 4216 万元, 同比下降 17.71%, 实现归母净利润 1332 万元, 同比增长 72.10%。收入端暂时承压, 产品结构变化助净利高增。Q1 实现营收 4216 万元, 同比-17.71%, 主要系全球终端市场需求疲软, 半导体行业处于下行周期所致。期间公司销售毛利率 41.04%, 环比+0.31pct, 同比+10.89pct, 实现归母净利润 1332 万元, 同比+72.10%, 扣非净利润 959 万元, 同比+51.64%, 主要系报告期内公司销售产品结构变化所致。销售费用率 7.04%, 环比+0.97pct, 同比+1.36pct; 管理费用率 6.88%, 环比-0.85pct, 同比+2.74pct; 研发费用率 3.68%, 环比 0.94pct, 同比-3.09pct。主要系报告期内研发阶段性支出较上年同期减少所致。

在研项目瞄准 IC 封测卡脖子环节。封装设备技术和加工制造能力是封装行业发展的关键。全球封装设备呈现寡头垄断格局, TOWA、YAMADA、ASM Pacific、BESI、DISCO 等公司占据了绝大部分的封装设备市场, 行业高度集中。公司围绕主导产品技术提升和新品开发展开, 正在对压塑成型的晶圆级、板级封装装备进行研制, 以期实现进口替代。展望全年半导体设备业务有望触底反弹。当前头部封测厂稼动率已处于历史最低水平。随着全球经济回暖, AI、数据中心、5G、新能源汽车等新兴行业的需求发展将带动下游封测厂资本开支回暖, 公司半导体设备业务有望触底反弹。此外, 公司将逐步探索并拓展中国台湾及国外半导体封装装备市场, 最终成为全球有影响力的半导体封装装备企业。

公司盈利预测及投资评级: 我们预计公司 2023-2025 年净利润分别为 0.74、1.05 和 1.30 亿元, 对应 EPS 分别为 0.91、1.28 和 1.58 元。当前股价对应 2023-2025 年 PE 值分别为 46、33 和 27 倍。看好公司半导体封装设备业务进入快速成长期, 维持“推荐”评级。

风险提示: 技术开发与创新风险, 市场竞争加剧风险, 宏观环境风险。

(分析师: 刘航 执业编码: S1480522060001 电话: 021-25102913 研究助理: 祁岩 执业编码: S1480121090016 电话: 010-66554018)

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