

2023年5月5日星期五

## 分析师推荐

### 【东兴食品饮料】白酒行业：如何理解当前资产定价（20230505）

在经历了2018年-2021年的增长之后，市场对于白酒行业的成长性判断发生很大的变化，认为白酒行业未来几年会进入到低速增长的区间。所以21年之后，白酒板块进入业绩增，但是估值不涨的环境中。从趋势来看，现阶段估值天花板的打破需要白酒行业市场需求的整体复苏去验证行业成长空间被打开，即今年白酒行业估值的突破需要行业需求整体的回暖，以及白酒消费价格带的整体提升。

对于全年宏观经济展望，我们有这样几个判断：1是消费是滞后于经济复苏的，在经济复苏周期中，消费是复苏中期表现明显的行业。经济复苏从12月份（疫情政策调整）开始，预期消费会落后经济复苏6-9个月，所以今年下半年会是消费复苏重要观察窗口。2是对今年需求持续复苏的判断不变，当前需求复苏从个人消费需求开始，随着宏观经济的向好，商务活动会更加活跃，白酒的需求将会得到支撑。3是美国利率下行，对国内核心资产定价有帮助。

而从行业角度来看，1必须要承认今年是白酒小年，今年春节较早（2023年1月21日）以及明年春节较晚（2024年2月10日），注定23年销售整体有向前后挤压的结果。2是今年需要消化渠道库存，2022年受疫情影响，实际动销情况弱于酒企销售数据，渠道库存较高，会导致一部分库存在2023年上半年进行消化。同时一些酱酒在22年崩盘，导致次高端价位带酱酒库存也需要在23年进行消化。所以库存对行业反弹高度有影响。

投资观点：在宏观和行业的这几个判断之下，我们认为现阶段市场对宏观经济和需求复苏还未走出博弈阶段，需要结合渠道库存和批价表现进一步确认行业的复苏。但是从全年角度来看，判断今年白酒行业的股价将呈前低后高的趋势，上半年主要去消化不利的因素（库存高、需求弱），下半年经济的回暖会带动需求整体复苏，同时利率环境对估值有支撑，有望实现双击。

风险提示：宏观经济复苏不及预期，白酒需求回暖不及预期，主流酒企批价回升不及预期等。

（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）

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

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，

## A股港股市场

指数名称	收盘价	涨跌%
上证指数	3,334.5	-0.48
深证成指	11,180.87	-0.82
创业板	2,267.63	-1.31
中小板	7,330.14	-0.98
沪深300	4,016.88	-0.33
香港恒生	19,948.73	1.27
国企指数	6,718.8	1.96

## 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	汽车	20230505
德尔玛	14.81	家用电器	20230505
蜂助手	23.80	通信	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

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 and 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定性，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定性，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)

## 重要公司资讯

- 恒大地产：**所有存续公司债券将继续停牌。为保证公平信息披露，保护广大投资者的利益，经公司申请，所有恒大地产存续公司债券自 2022 年 3 月 21 日开市起停牌。目前，恒大地产仍在各方努力下共同化解债务风险，依法维护债权人合法权益，所有恒大地产存续公司债券将继续停牌。  
(资料来源：同花顺)
- 保时捷：**计划下半年在大多数市场上调价格 但不会在中国提价。保时捷首席财务官 Lutz Meschke 当地时间周三表示，该公司将于 2023 年下半年计划在大多数市场提高保时捷最新款车型的售价。Meschke 在与记者和分析师举行的电话会议上说，继第一财季收入跳涨和利润率稳定之后，保时捷计划将跑车平均售价提高到 4% 至 8%。保时捷的发言人表示，该公司不会在中国市场上调价格，“我们将一直密切关注利润率、需求和竞争环境，以保持我们的定价能力”。(资料来源：同花顺)
- 诺基亚：**继续成本结构改革，计划在芬兰最多裁员超 200 人。诺基亚 5 月 3 日发布声明，宣布继续在 2021 年宣布的在芬兰成本结构改革及业务重组措施。根据声明，诺基亚开始与在芬兰的员工谈判，可能会导致最多裁员 208 人。诺基亚在芬兰埃斯波、奥卢和坦佩雷有约 7000 名员工。  
(资料来源：同花顺)

- 4. TCL 中环：**隆基之后，TCL 中环宣布全线降价，硅片价格暴跌 8.79%！继硅片龙头隆基降价后，5 月 5 日，TCL 中环进行价格公示，产品价格全面调整，标志这硅片双龙头全面打响硅片降价战役。其中 P 型产品 218.2、210、182 价格分别为 8.21 元、7.60 元、5.84 元相较 4 月 6 日 8.69 元、8.05 元、6.40 元，分别下降 5.52%、5.59%、8.75%。N 型产品中，130 $\mu$ m 的 210、182 分别为 7.74 元、5.95 元，相较 4 月 6 日 8.20 元、6.52 元，分别下降 5.61%、8.74%。110 $\mu$ m 210、182 价格分别 7.43 元、5.71 元，相较 4 月 6 日 7.87 元、6.26 元，分别下降 5.59%、8.79%。（资料来源：华尔街见闻）
- 5. 科大讯飞：**在总部自建有业界一流的数据中心，目前已建成 4 城 7 中心深度学习计算平台，为大模型训练平台建设奠定了很好的硬件基石，在工程技术方面实现了百亿参数大模型推理效率的近千倍加速，为未来更大更多认知智能大模型技术经济实惠规模化应用提供了可能。此外，公司的训练、推理在国产平台上的方案已跑通成型，未来讯飞认知大模型相关的算力建设会继续围绕自主可控人工智能算力平台展开建设，避免在发展中被卡脖子，能够一步一个脚印稳步往前走。（资料来源：自华尔街见闻）

## 经济要闻

- 1. 美联储：**美联储如期加息 25 个基点 5.00%-5.25% 区间。美联储主席鲍威尔：地区性银行发挥非常重要的作用。我不希望大型银行进行大规模收购。摩根大通收购第一信托银行的结果是好的。对加息的支持(因素)非常强烈。在今天的会议上，有一些政策制定者谈到暂停加息，但并不是在这次会议上实施。感觉我们离终点越来越接近，也许可以暂停加息了。（资料来源：同花顺）
- 2. 旅游行业：**半数旅游类上市公司一季度扭亏为盈 行业基本面回暖仍将持续。经历谷底的旅游业在 2023 年迎来转机。继元旦春节的出游小高峰后，五一假期热门旅游城市和景区已经人流如潮，业内人士预估今年的旅游业上市公司业绩增长可期。星图金融研究院研究员维佑表示，政策环境为旅游业一季度打开了增量空间，而今年“五一”假期多项数据可喜，产业链上市公司业绩景气度有望进一步提升。（资料来源：华尔街见闻）
- 3. 世界黄金协会：**一季度全球黄金需求同比下降 13%，降至 1,081 吨。世界黄金协会 5 月 5 日发布的 2023 年一季度《全球黄金需求趋势报告》显示，一季度全球黄金需求（不包括场外交易）同比下降 13%，降至 1,081 吨。但由于场外交易投资复苏（这与期货市场投资者净头寸的变动趋势一致）抵消了部分领域的疲软表现，因此包含场外交易在内的黄金总需求同比增加 1%，达到 1,174 吨。一季度，全球央行的购金需求大幅增长。多国央行仍然热衷于购买黄金，令全球官方黄金储备增加 228 吨。（资料来源：华尔街见闻）
- 4. 交通运输部：**4 月城市轨道交通客运量同比增长 95.8%。交通运输部发布 2023 年 4 月城市轨道交通运营数据速报。4 月，31 个省（自治区、直辖市）和新疆生产建设兵团共有 54 个城市开通运营城市轨道交通线路 292 条，运营里程 9652.6 公里，实际开行列车 311 万列次，完成客运量 25.3 亿人次，进站量 15.2 亿人次。4 月份，客运量环比减少 0.1 亿人次、降低 0.5%，同比增加 12.4 亿人次、增长 95.8%，较 2019 年月均客运量增加 5.4 亿人次、增长 27.3%。4 月份客运强度平均水平为 0.552 万人次每公里日，较 2019 年全年客运强度平均水平增长 1.2%。本月无新增运营线路和区段。（资料来源：华尔街见闻）
- 5. 工信部：**推动数字化转型 培育壮大消费新业态、新场景、新模式。消费

品工业“三品”战略推进大会在重庆召开。工信部副部长王江平出席大会开幕式并致辞。王江平指出，下一步，要推动数字化转型，培育壮大消费新业态、新场景、新模式。加快实施《数字化助力消费品工业“三品”行动方案》，充分发挥海量消费数据规模和丰富应用场景优势，利用现代信息技术增强消费体验，以消费升级引领产业升级，提高中国消费品知名度和美誉度。（资料来源：澎湃）

## 每日研报

### 【东兴非银行金融】证券行业：市场波动加剧，基金销售承压——2023Q1 公募基金保有规模数据点评（20230504）

**事件：**基金业协会披露截至 2023 年一季度的基金销售机构公募基金保有规模前 100 家“股票+混合公募基金保有规模”和“非货币市场基金保有规模”数据。

受市场波动影响，权益+混合基金销售仍较为低迷。截至 2023 年一季度末，TOP100 基金销售机构非货币基金保有规模为 8.25 万亿，同比增长 4.58%，环比增长 2.96%；股票+混合基金保有规模为 5.65 万亿，同比下降 1.93%，环比增长 2.52%。参考规模变化和市场行情，可见 2022 年权益市场低迷走势和年末债券市场波动对市场信心的影响有一定的持续性，新发基金低迷对基金销售机构保有规模的影响也偏负面。我们认为，随着近期权益市场的波动加剧，二季度新发基金规模仍存在一定不确定性，2023H 保有规模或将与 2023Q1 基本持平。

头部机构修复能力更强，中小机构竞争激烈。前 20 家机构的排名座次较 2022 年四季度无显著变化，招商银行、蚂蚁基金和天天基金继续位列三甲，非货基保有规模分别为 0.79 万亿、1.25 万亿和 0.61 万亿，规模绝对值和占比均较 2022Q4 有一定提升，规模环比增速分别为 4.88%、7.89%、4.09%。排名位居其后的多数机构规模增长势头未能和 2023 年一季度资本市场的修复行情充分匹配。除排名第 8 位的农行股混规模较 2022Q4 大幅增长（63.6%）外，4-7 位四家银行的股混/非货规模均较 2022Q4 有所下降。

证券公司持续发力基金代销业务，增速领先。本季度上榜银行、券商和第三方机构数量分别为 26 家、51 家和 23 家，从保有规模看，TOP100 中银行、券商和第三方机构权益基金保有规模分别为 2.94 万亿、1.29 万亿和 1.56 万亿，分别同比变动-9.44%、13.09%、2.88%，环比变动 1.86%、2.26%、4.00%。尽管 Top100 基金销售机构保有规模整体增速较低，但券商持续发挥在 ETF 领域和基金公司的协同优势，业务发力具备持续性和稳定性，规模增速保持领先。

银行和互联网平台仍具渠道优势，但券商有望成为后起之秀，实现弯道超车。从当前竞争格局看，招商银行等零售实力突出的大型银行、蚂蚁基金、天天基金等头部互联网机构仍独占鳌头，但在投资者对 ETF 的偏好上行的背景下券商机会有望显现，仍有较大的增长空间。我们认为，在当前趋势下，银行和互联网平台中期内仍将占据基金销售主力，但随着业务资源的持续投入和渠道建设成果的逐步兑现，控、参股基金公司的头部券商、综合实力较强的财富管理券商市占率仍有望不断扩大。

**投资建议：**随着近期权益市场的波动加剧，新发基金规模仍存在一定不确定性，但预计权益市场的高波动性或持续推高 ETF 基金的购买热度，为券商带来更多业务机会。整体上看，伴随居民大类资产配置中公募基金占比的持续提升和券商在大财富管理领域的不断发力，券商和基金公司的协同也将不断加强，ETF、券结业务等领域前景广阔。从中长期看，财富管理转型和以此为突破口的全业务链协同发展仍是券商业务的核心突破点和增长点。

**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)

### 【东兴策略】科技板块估值分化——A股市场估值跟踪五十一（20230504）

本报告拟从全球重要指数估值和 A 股指数风险溢价、行业估值的变化来审视当前市场估值情况。

**本周要点：**本周极致化的交易结构有所改善，前期涨幅较大的科技板块出现分化，仅传媒大幅上涨，电子、计算机、通信均大幅下跌，消费板块、部分资源品涨幅居前。目前政治局会议仍强调“我国经济运行好转主要是恢复性的，内生动力还不强”，政策紧缩风险未至；五一数据来看，4/29-5/1 发送旅客总量达到 2019 年同期 103%水平，“弱复苏”有望持续。

本周全球主要股指中，港股下跌，海外股、A 股分化。港股中恒生科技(-1.72%)跌幅最大，恒生中国(-0.92%)、恒生指数(-0.990%)跌幅居前。海外股中纳斯达克指数(1.28%)涨幅最大，日经 225(1.02%)、标普 500(0.87%)涨幅居前。A 股中上证 50(0.89%)涨幅最大，创业板指(-0.70%)跌幅最大。估值来看，中证 500 (PE(TTM): 4.38%/PB: -1.20%) 升幅最大，恒生科技 (PE(TTM): -2.70%/PB: -2.70%) 降幅最大。估值分位数来看，港股大幅下降。港股中恒生中国(-5.8 个百分点) 降幅最大，恒生科技 (-5.0 个百分点)、恒生指数(-4.2 个百分点)降幅居前。海外股中的纳斯达克指数(+2.6 个百分点)升幅最大，标普 500(+1.5 个百分点)、日经 225(+0.7 个百分点)升幅居前。

A 股估值分位数来看，中证 500(+4.1 个百分点) 升幅最大，上证 50(+2.0 个百分点)升幅居前。2023 年初至今主要指数涨跌幅收窄。上证 50 累计涨幅较上周上涨 0.89 个百分点，涨跌幅变化最大。创业板指涨幅较上周缩小 0.7 个百分点，估值贡献边际变化最大。上周主要指数估值变化贡献普遍较大，均超 80%。

本周大类行业中资源、工业服务和金融地产等 6 个行业估值上升，原材料、科技 2 个行业估值下降。资源能源(PE(TTM):3.18%: PB: 3.09%) 升幅最大，工业服务(PE(TTM): 2.49% : PB: 2.75%)、金融地产(PE(TTM): 2.03% : PB: 2.10%) 升幅居前；科技(PE(TTM): -2.36% : PB: -2.56%)降幅最大。中信行业来中制造板块幅度抬升较大。建材(13.23%)、交运(12.31%)、化工(9.37%)、公用事业(5.16%)等与基本面相关性较大行业估值抬升幅度较大；消费板块升幅居前，商贸零售(7.30%)、消费者服务(2.62%)、纺织服装(1.98%)估值抬升。科技板块中仅传媒(17.17%)估值大幅上升，计算机(-5.91%)、电新(-7.65%)等估值大幅下降。

7 个中信行业 PE(TTM)超过中位数，4 个中信行业 PB 超过中位数。PE 来看，当前值排名前三的行业是消费者服务、计算机、国防军工，排名后三的行业是银行、煤炭和石油石化；PB 来看，当前值排名前三的行业是餐饮、消费者服务和计算机，排名后三的行业是钢铁、房地产和银行。

本周 A 股主要指数风险溢价来看，大盘风格风险溢价上行。其中上证指数(0.24%)上行幅度最大，深证 100(0.06%)、沪深 300(0.15%)升幅居前，创业蓝筹(-0.14%)降幅最大，中证 500(-0.11%)风险溢价降幅居前。

**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：孙涛 执业编码：S1480523040001 电话：010-66555181)

**【东兴基础化工】华峰化学(002064)：业绩短期承压，产能扩张持续推进 (20230504)**

华峰化学发布 2022 年年报及 2023 年 1 季报：公司 2022 年全年实现营业收入为 258.84 亿元，YoY-8.75%，归母净利润为 28.44 亿元，YoY-64.17%；2023 年 1 季度实现营业收入为 61.92 亿元，YoY-15.10%，归母净利润为 6.31 亿元，YoY-53.65%。

从收入端看，公司主要产品价格大幅下滑，导致公司整体收入下滑。①化学纤维板块（主要产品为氨纶）：2022 年收入下滑 29.45%至 96.50 亿元，其中销量同比增长 14.25%，产品价格大幅下滑，主因氨纶下游需求较弱，行业库存升高，氨纶价格 2022 年大幅下跌。②化工新材料板块（主要产品为聚氨酯原液）：2022 年收入下滑 3.48%至 60.73 亿元，其中销量下滑 2.62%，价格也同比有所下降。③基础化工产品板块（主要产品为己二酸等）：2022 年收入增长 10.89%至 83.26 亿元，其中销量增长 5.17%，价格同比有所下降。目前公司主要产品氨纶、己二酸市场价格已有所企稳。

从利润端看，由于主要产品价格下跌以及原材料价格波动，综合毛利率下滑，拖累净利润增速。2022 年公司综合毛利率同比下滑 20.77 个百分点至 17.93%；2023 年 1 季度公司综合毛利率同比下滑 11.04 个百分点至 18.07%，但环比有所改善，2023 年 1 季度综合毛利率较 2022 年 4 季度环比提升 5.94 个百分点。

产能持续扩张，强化规模优势。公司氨纶产品为全国第一、全球前列，聚氨酯原液、己二酸的产销量均居全球第一，具备非常明显的规模优势。同时，公司位于重庆涪陵的生产基地在能源成本、人工成本、运输成本等方面具有明显的成本优势。目前，公司拥有氨纶产能 22.5 万吨、己二酸产能 95.5 万吨、聚氨酯原液 47 万吨。公司在建 30 万吨差别化氨纶扩建项目，其中 10 万吨已于近期投产试运行；此外，公司另有在建的 40 万吨己二酸项目、5 万吨聚氨酯原液项目。目前公司各项在建项目正在顺利推进，预计建成后公司三个主要产品的产能均为全球前列，进一步提升规模优势。

**公司盈利预测及投资评级：**公司是氨纶、己二酸和聚氨酯原液的龙头企业，规模、技术、成本优势明显，未来将继续深耕行业，强化规模优势。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 31.78、37.18 和 43.24 亿元，对应 EPS 分别为 0.64、0.75 和 0.87 元，当前股价对应 P/E 值分别为 11、10 和 8 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；行业需求下滑。

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

**【东兴交通运输】东航物流（601156）：运价下行但盈利展现较强韧性，综合物流占比持续提升（20230504）**

**事件：**公司2022年实现营收234.70亿元，同比增长5.59%，归母净利润36.37亿元，同比增长0.27%。23年一季度公司实现营收45.71亿元，同比下降30.8%，归母净利润7.61亿元，同比下降44.6%。

**22年利润增长放缓及一季度利润下降主要系即期空运运价下滑：**受海外通胀水平高企、地缘政治冲突等因素影响，海外需求转弱，空运即期运价去年下半年开始显著回落。公司基于市场预判做好长约签署工作以应对市场波动，但运价大幅下滑的影响无法被完全对冲。

受即期运价回落的影响，今年一季度公司航空速运业务营收同比下滑38.5%，毛利率从39.5%降至30.1%。虽然毛利率同比明显下降，但相较于疫情前15%不到的毛利率，目前航空速运的毛利率水平依旧不低，公司盈利展现出较强的韧性。但由于长约持续时间有限，随着去年长约的结束，运价下降的负面影响在后几个季度可能会有更明显的体现。

**地面服务业务毛利率恢复正常水平：**一季度公司地面服务业务毛利率30.8%，较去年同期的43.7%有所下降。但实际上，去年一季度同样是地面服务业务的盈利高峰，受后续疫情的影响，22年全年地面服务业务毛利率降至18.5%。由于地面综合服务板块固定成本占比较高，即使业务量不饱和，成本也较为刚性，导致22年2-4季度盈利明显不及一季度。今年一季度随着疫情影响消退，地面服务业务毛利率回归正常水平。

**综合物流服务业务占比持续提升：**公司充分发挥航空运输及地面货站操作等资源优势，在疫情期间供应链出现紊乱情况下，凭借稳定、安全、快速交付的优势拓展综合物流服务业务，直客开发效果显著。21年业务占公司收入比重31%，22年提升至33%，今年一季度提升至35%。同时，业务毛利率也较为稳健，去年与今年一季度综合物流业务毛利率分别为18.1%和17.0%，毛利率基本不受空运运价影响。在空运运价下滑的背景下，综合物流业务的发展有助于公司稳定利润以及提升客户粘性。

**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28.1、29.7和32.5亿元，对应EPS分别为1.77、1.87和2.05元。当前股价对应2023-2025年PE值分别为8.2、7.8和7.1倍。

短期来看，受运价下跌影响，公司23年业绩下滑是较为确定的事件，但从股价看，该预期反映已经较为充分。长期来看，公司通过前几年的经营积累了充裕的现金流，可以有序的扩充机队规模，提升公司竞争能力；且得益于国家政策层面的支持，航空货运在时刻分配、枢纽机场建设、多式联运等方面有望获得更多资源倾斜，全货机的运营效率有望得到提升，带来运输时效性的提升和单位成本的下降。因此我们看好公司未来的发展。预计在度过近期的运价下滑阶段后，公司的盈利会步入一段平稳上升期。

我们维持公司“推荐”评级。

**风险提示：**运价下跌幅度超预期、行业政策落地不及预期、油价大幅波动、宏观经济下行、安全风险。

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



**【东兴轻工制造】金牌厨柜（603180）：营收端稳健，逆势扩张今年弹性可期（20230504）**

**事件：**公司发布 2022 年报及 2023 一季报。2022 年营业收入 35.5 亿元，同比+3.1%；归母净利润 2.8 亿元，同比-18.0%，扣非 1.9 亿元，同比-27.2%。其中 Q4 营业收入 10.6 亿元，同比-13.3%；归母净利润 1.1 亿元，同比-37.5%；扣非 0.95 亿元，同比-39.6%。23Q1 营业收入 5.7 亿元，同比+1.1%；归母净利润 3275 万元，同比+8.2%；扣非 1303 万元，同比-2.9%。收入增速保持稳健，利润有所承压，23Q1 已有改善。

**收入端稳健，衣柜木门高速发展。2022 全年收入稳健，其中 Q4 有所下滑，主要因为受疫情影响大，2023Q1 恢复增长。分品类看：**2022 年厨柜、衣柜、木门分别实现收入 23.6 亿元、9.6 亿元、1.5 亿元，同比-4.7%、+20.1%、+77.3%，2023Q1 基本延续了变化趋势。厨柜业务受地产下行影响大，收入有所下滑。衣柜、木门保持较高增速，主要因为快速开店以及导入大宗业务。从渠道看：截至 2023Q1，厨柜、衣柜、木门分别有 1812、1101、577 家门店，较 2021 年末增加 92、182、189 家店。厨柜在推进渠道下沉以及加密，而衣柜木门则在快速覆盖空白市场，预计能延续高拓店速度。此外，公司在 22 年加快了新业务的孵化，整装馆、卫浴阳台、厨电业务均开始高速拓店，截至 2023Q1 已分别有 112、91、128 家门店。公司近年开展了一系列优化措施，赋能终端与强化管理，包括 1) 建设平台分公司/办事处，通过机构下沉去推进品类融合以及终端的门店加密，今年有望开始展现效用。2) 细化对经销商的管理，逐步建设如末位淘汰、活动跟进等制度。3) 加强对经销商的赋能，包括接单系统打造、配送产品到家等。公司 2022 年逆势拓店，有望成就今年弹性；未来渠道与品类的扩张，将持续为公司带来成长动力。

**分业务看，零售受益渠道拓展维稳，大宗韧性强劲。1) 零售：**2022 年直营收入 1.3 亿元，同比-34%；经销 18.3 亿元，同比-2.4%。零售业务中厨柜占比较高，受其拖累整体有所下滑。公司近年来推动直营转经销，从而加强终端能动性，直营下滑幅度较大。随着衣柜木门收入占比的提升，未来零售端增长有望加速。2) 大宗：收入 12.8 亿元，同比+11.8%，2023Q1 仍实现+5%。在同行普遍承压的背景下实现增长，印证了公司大宗业务强大的竞争力。今年地产竣工数据优秀，大宗有望持续增长。同时大宗业务毛利率也有逐步改善。3) 境外：收入 2.3 亿元，同比+43.2%。公司凭成本优势，通过工程渠道拓展美国和澳洲市场，实现持续增长，目前项目订单依然充足。同时公司开始依托泰国工厂布局东南亚零售市场，打开增长空间。

**盈利能力承压，随收入释放弹性可期。2022 年公司毛利率 29.5%，同比-1.0pct，2023Q1 同比-0.8pct，毛利率下滑主要因为收入结构变化：**低毛利率的大宗业务收入占比上升。随零售业务复苏，叠加原材料价格维持低位，毛利率回升可期。2022 年销售、管理、研发费用率同比+0.4、+0.1、0.5pct，费用率整体抬升，主要因素是收入端受环境影响不及预期。此外公司在 22 年推出卫浴、厨电等诸多品类，投放费用大，产品上量将降低费用率。综合看，公司 22 年全年利润率 7.8%，同比-2pct，承压明显；23Q1 同比+0.4pct，已实现维稳。公司当前订单储备充足，今年收入端复苏，将推动盈利能力回升。

**盈利预测与投资评级：**公司在上年压力下逆势拓店，今年有望实现业绩高弹性。公司以橱柜业务为基础，持续拓展衣柜木门品类，并尝试拓展卫浴、电器等品类，打开增长空间。零售渠道管理逐步精细化，大宗渠道优势显著。我们看好公司能通过品类拓展实现收入较快增长。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 4.0、4.9、5.9 亿元人民币，EPS 为 2.6、3.2、3.8 元，目前股价对应 PE 分别为 13.8、11.4、9.4 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