

2023年5月12日 星期五

【东兴电力设备】电力设备与新能源行业：从成本角度看锂电中游市场竞争情况（20230512）

降本能力或成锂电中游厂商核心竞争力。中国动力电池行业因下游新能源汽车需求增长实现了跨越式发展，目前我国的新能源汽车渗透率已经超过 25%，但是，根据一般规律，未来增速有可能放缓。而上游的电池和材料厂商在近几年进行了大规模扩产，2022 年前供不应求的状况将得到极大改善。因此，我们认为动力电池行业即将进入淘汰赛阶段。在行业内，无论是新技术的迭代，还是原路线的升级；无论是性价比的提升，还是大规模扩产的推进；实际上都是降本行为。在供过于求的背景之下，降本能力有望成为锂电中游厂商的核心指标，其中的佼佼者则有望迎来市占率的提升，进一步巩固行业地位。

在锂电中游材料领域，供不应求的局面将迎来大幅度改善，这一过程既伴随着市场出清，也存在竞争格局的进一步优化。我们认为成本控制良好的二线企业有望脱颖而出；降本措施得力的一线企业有望进一步巩固市场地位。

正极：头部公司将进一步巩固自身地位。现有格局之下新入局者难以形成挑战。其次，在现有玩家中，二线厂商唯有实现成功降本才有望在未来挑战湖南裕能和德方纳米等厂商的一线地位。

负极：部分二线厂商跻身一线梯队。负极行业的成本主要来自电费、材料费用、以及人工和制造费用。其中的关键因素包括：设备、电价。其中尚太科技在工艺、设备等方面具备优势，或将脱颖而出。

电解液：龙头企业将继续巩固其行业地位，这一行业降本关键在于一体化。六氟磷酸锂成本占比近半，其技术水准、稳定供应，尤其是自供能力等在很大程度上决定了业内企业的竞争力，而天赐材料作为为数不多的能够自产六氟磷酸锂的国内企业，尽享行业红利。

隔膜：该行业是锂电池产业链中竞争格局最优，盈利能力的最强，成长确定性最高的细分领域。电新行业景气度高企的情况之下，隔膜行业将在扩张之中整体受益，业内龙头企业在产品、设备、客户等方面全方位领先，我们看好头部公司的长期发展前景。

铜箔：铜箔行业降本的关键在于：高端产品占比。原材料层面，各家成本差异不大，其他成本主要为设备折旧、人工和制造费用。一般而言，产品越高端加工难度越大，并且，因为产品越高端，厚度越薄，原料成本反而越低。

因此，产品结构或者说高端产品（6 μm 以下）占比是影响企业利润的主要因素。而高端产品的制造则依赖于设备、经验等因素。嘉元科技在业内具备产品和客户优势，有望继续巩固其一线龙头地位。

投资策略：在动力电池行业中游供求关系改善、下游需求增速放缓的背景之下，我们更关注企业的降本能力。只有充足的利润空间才能让企业在接下来的竞争中乘胜追击。以下标的有望受益：正极：德方纳米；负极：尚太科技；电解液：天赐材料；隔膜：恩捷股份；铜箔：嘉元科技。

风险提示：下游需求不及预期；公司降本措施不及预期。

A 股港股市场

指数名称	收盘价	涨跌%
上证指数	3,272.36	-1.12
深证成指	11,005.64	-1.23
创业板	2,252.38	-1.06
中小板	7,195.54	-1.41
沪深 300	3,937.76	-1.33
香港恒生	19,743.79	-0.09
国企指数	6,695.11	0.18

A 股新股日历（本周网上发行新股）

名称	价格	行业	发行日
世纪恒通	26.35	通信	20230508
长青科技	18.88	机械设备	20230510
中科飞测	23.60	电子	20230510
安杰思	125.8	医药生物	20230510
三联锻造	27.93	汽车	20230511
朗坤环境	25.25	环保	20230511
美芯晟	75.00	电子	20230511
航天软件	12.68	计算机	20230511
宁新新材	14.68	基础化工	20230511
亚华电子	32.60	计算机	20230512
英特科技	43.99	机械设备	20230512
美邦科技	10.74	机械设备	20230512

*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
曼恩斯特	76.80	电力设备	20230512
巨能股份	5.50	机械设备	20230512

*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

(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)

【东兴宏观】宏观普通报告: 美国 6 月通胀同比可降至 4% (20230511)

美国 4 月 CPI 环比 0.4%, 预期 0.4%, 前值 0.1%; 同比 4.9%, 预期 5%, 前值 5%。

核心 CPI 环比 0.4%, 预期 0.4%, 前值 0.4%; 同比 5.5%, 预期 5.5%, 前值 5.6%。

主要观点:

- 1、预计基数效应可持续到 6 月, 同比可降至 3.5~4%, 年末 CPI 同比或在 5% 附近。
- 2、考察降息是否合适的时间段为 4 季度, 降息最早为四季度末, 若年末 CPI 同比低于 5%, 则小幅降息概率较高。
- 3、6 月可以暂停加息, 维持加息至 5.25% 以上衰退风险加大的观点。
- 4、美十债下限为 3%~3.15%, 正常波动范围为 3.1%~3.65%, 上限为 3.8~3.95%; 若出现降息预期, 下限位于 2.7~2.85%。
- 5、美股方面, 鉴于两党分歧日益加大, 在债务上限解决之前保持谨慎。解决后, 下一季度财报之前没有明显的风险点, 纳斯达克优于标普 500 等其他指数。长期仍保持中性。

风险提示: 海外通胀超预期, 海外经济衰退。

(分析师: 康明怡 执业编码: S1480519090001 电话: 021-25102911)

重要公司资讯

1. **特斯拉:** 日前, 特斯拉汽车(北京)有限公司、特斯拉(上海)有限公司根据《缺陷汽车产品召回管理条例》和《缺陷汽车产品召回管理条例实施办法》的要求, 向国家市场监督管理总局备案了召回计划。自 2023 年 5 月 29 日起, 召回生产日期在 2019 年 1 月 12 日至 2023 年 4 月 24 日期间的部分进口 Model S、Model X、Model 3 及国产 Model 3、Model Y 汽车, 共计 1104622 辆。(资料来源: 同花顺)
2. **中芯国际:** 中芯国际发布 2023Q1 财报。2023 年第一季的销售收入为 1,462.3 百万美元, 2022 年第四季为 1,621.3 百万美元, 2022 年第一季为 1,841.9 百万美元。2023 年第一季毛利为 304.7 百万美元, 2022 年第四季为 518.7 百万美元, 2022 年第一季为 750.3 百万美元。2023 年第一季毛利率为 20.8%, 2022 年第四季为 32.0%, 2022 年第一季为 40.7%。(资料来源: 同花顺)
3. **京东:** 京东 CFO 许冉将接替徐雷, 出任京东 CEO。据了解, 许冉于 2018 年 7 月加入京东, 任职财务副总裁, 并于 2020 年 1 月晋升为高级副总裁, 自 2020 年 6 月起担任京东首席财务官。(资料来源: 同花顺)
4. **中国太保:** 1-4 月, 公司子公司中国太平洋人寿保险股份有限公司累计原

保险业务收入为人民币 1,083.43 亿元，同比下降 2.9%，公司子公司中国太平洋财产保险股份有限公司累计原保险业务收入为人民币 715.43 亿元，同比增长 16.0%（资料来源：同花顺）

- 东微半导体：**东微半导体在投资者关系活动记录表中称，公司第三代高压超级结 MOSFET 已实现了大规模出货。公司持续拓展基于第三代高压超级结 MOSFET 技术平台的产品规格，单晶圆产出芯片颗数提高，同时产品性能得到进一步提升。公司第四代高压超级结 MOSFET 实现批量出货，同时，公司第五代超级结 MOSFET 技术研发进展顺利，已经进入批量验证阶段。（资料来源：同花顺）

经济要闻

- 央行：**初步统计，2023 年 4 月社会融资规模增量为 1.22 万亿元，比上年同期多 2729 亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 4431 亿元，同比多增 729 亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币减少 319 亿元，同比少减 441 亿元；委托贷款增加 83 亿元，同比多增 85 亿元；信托贷款增加 119 亿元，同比多增 734 亿元；未贴现的银行承兑汇票减少 1347 亿元，同比少减 1210 亿元；企业债券净融资 2843 亿元，同比少 809 亿元；政府债券净融资 4548 亿元，同比多 636 亿元；非金融企业境内股票融资 993 亿元，同比少 173 亿元。（资料来源：同花顺）
- 央行：**4 月末，广义货币(M2)余额 280.85 万亿元，同比增长 12.4%，增速比上月末低 0.3 个百分点，比上年同期高 1.9 个百分点。狭义货币(M1)余额 66.98 万亿元，同比增长 5.3%，增速比上月末和上年同期均高 0.2 个百分点。流通中货币(M0)余额 10.59 万亿元，同比增长 10.7%。当月净投放现金 313 亿元。（资料来源：同花顺）
- 国家统计局：**2023 年 4 月份，全国居民消费价格同比上涨 0.1%。其中，城市上涨 0.2%，农村上涨 0.1%；食品价格上涨 0.4%，非食品价格上涨 0.1%；消费品价格下降 0.4%，服务价格上涨 1.0%。1—4 月平均，全国居民消费价格比上年同期上涨 1.0%。（资料来源：同花顺）
- 国务院常务会议：**部署加快建设充电基础设施。会议指出，农村新能源汽车市场空间广阔，加快推进充电基础设施建设，不仅有利于促进新能源汽车购买使用、释放农村消费潜力，而且有利于发展乡村旅游等新业态，为乡村振兴增添新动力。会议强调，要聚焦制约新能源汽车下乡的突出瓶颈，适度超前建设充电基础设施，创新充电基础设施建设、运营、维护模式，确保“有人建、有人管、能持续”。要引导企业下沉销售网络，鼓励高职院校面向农村培养维保技术人员，满足不断增长的新能源汽车维修保养需求。要进一步优化支持新能源汽车购买使用的政策，鼓励企业丰富新能源汽车供应，同时加强安全监管，促进农村新能源汽车市场健康发展。（资料来源：同花顺）
- 香港特区政府：**香港特区政府发布《2023 年第一季度经济报告》和 2023 年第一季度的本地生产总值修订数字。在访港旅游业和本地需求强劲复苏带动下，香港经济在第一季明显改善。实质本地生产总值回复按年增长 2.7%，在上一季则收缩 4.1%。经季节性调整后按季比较，实质本地生产总值急升 5.3%。（资料来源：同花顺）

每日研报**【东兴纺织服装】纺织服装：22年及23Q1总结与展望，服装呈改善，纺织待复苏（20230511）**

纺织服装2022年业绩普遍承压，纺织好于服装。服装家纺板块（SW）2022年收入1546亿元，同比-7%，利润42亿元，同比-60%，其中Q4单季度收入同比-19%、利润为亏损扩大340%（21Q4亏损4.3亿，22Q4亏损19亿），四季度因为疫情集中爆发板块利润压力大。纺织制造板块（SW）2022年收入约1219亿元，同比+3%，利润87亿元，同比-13%，利润状况明显好于服装家纺板块，主要系纺织端在2022年全年口径上出口较为景气。其中Q4单季度收入同比-17%、净利润-54%，剔除掉华孚时尚（因为棉花套期保值+存货减值最终录得大额亏损）后收入-12%、净利润-33%，四季度的压力陡然增大，主要系出库景气度大幅下滑带来的。2022年在疫情、地缘冲突及西方经济体加息等综合背景下，国内和海外需求压力都较大，整体上纺织略好于服装。

23Q1服装家纺复苏趋势较好，纺织端整体仍低迷。服装家纺板块2023Q1收入336亿、净利润33亿，分别同比-2%、+43%，环比修复明显。在疫情过后，重点公司都体现出逐月改善趋势明显，后续逐季度改善也将继续演绎。纺织制造板块，2023Q1收入254亿、净利润14亿，分别同比-5%、-22%，较四季度略有好转，但仍处于低迷期，主要系下游去库仍在进行，预计二季度会有环比改善。

重点关注的子板块里：中高端男装（比音勒芬、报喜鸟）在2022年业绩仍取得较好增长，并在23Q1景气度继续提升。高端女装（地素时尚、歌力思等）在22年受损严重，23年一季度反弹明显，预计全年维度上亦会体现出较好的经营杠杆效应。鞋类和成衣制造商（华利集团、盛泰集团）在22年表现较好，但是因为其订单与下游品牌商相关性最强，在23Q1品牌去库阶段业绩也有明显回落。印染、辅料、化纤重点企业（航民股份、伟星股份、台华新材），2022年前高后低明显，23Q1环比四季度回暖明显。

港股运动鞋服，品牌、制造、零售商表现不尽相同。首先，运动鞋服景气度仍存，在品牌层面较为明显。1）运动国产品牌22年保持增长，份额提升明显，利润端略有压力。安踏体育、李宁、特步国际、361度在2022年收入增速分别为9%、14%、29%、17%，增速也继续领先于国际品牌。但是利润方面，22年运动品牌在折扣拖累下利润率呈现压力，四家公司22年利润增速分别为-2%、1%、1%、24%。23年，从四家公司公布零售流水情况较好，且折扣、库存等情况亦有恢复，后续乐观。2）运动制造商，22年是恢复和创新高之年。申洲、裕元均较21年有较大恢复，丰泰、华利22年业绩都明显超过疫情前水平，各公司在2022年均取得较好业绩。但进入到23Q1，各家都表现出压力。从逐月数据看，裕元集团和丰泰企业都呈现出自22Q4以后景气度下行，在23Q1处在负增长区间，主要系下游品牌客户仍在去库存阶段。3）零售商方面，滔搏和宝胜23年以来都呈现复苏，但业绩近年来有分化，滔搏在零售管理方面的优势较为明显。

投资建议：

服装方面，2023年复苏主线将贯穿全年，建议关注经营杠杆效应下，业绩弹性较好的公司。重点关注格局较好的中高端男装和复苏弹性较好的高端女装。其次，长期推荐行业持续景气的运动鞋服行业，重点公司为安踏体育、李宁。纺织方面，2023年重点关注下游去库节奏，工厂端订单拐点有望出现在下半年。建议关注品控、效率方面表现优秀鞋服制造商，华利集团、申洲国际等，同时关注服装辅料、新化纤材料企业的业绩回暖。

风险提示：宏观经济波动，原材料成本波动，海外地缘政治事件等影响海外需求。

（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）

【东兴固收】中长期信心不足显现——2023年4月金融数据点评（20230512）

事件：

2023年5月11日，央行发布中国4月金融数据：

新增人民币贷款4.61万亿元，前值3.89万亿元，同比多增649亿元；社融规模存量为359.95万亿元，同比增加10%；新

增社融规模 1.22 万亿元，前值 5.38 万亿元，同比多增 2729 亿元；2 月 M2 同比增长 12.4%，前值 12.7%，M1 货币供应同比 5.3%，前值 5.1%，M0 货币供应同比 10.7%，前值 11%。

核心观点：

4 月份信贷和社融较一季度冲高回落，均不及市场预期。社融存量同比在低基数下和上月持平，居民信贷全面走弱，企业中长期贷款多增是信贷数据唯一亮点。虽然 4 月是传统的社融季节性低点，因为往往一季度信贷高增会对全年的信贷项目和额度有透支，但本次回落超季节性，经济修复中长期信心不足显现。近期 10 年期国债利率下行较快，是自 4 月制造业 PMI 转入收缩区间使得弱预期得到了验证以及近期存款利率下调的结果，4 月份金融数据的公布对此趋势有加强。此前政治局会议有提到，“二季度可能要保持信贷节奏平稳，但全年节奏仍将保持合理增长”、“恢复和扩大需求是当持续回升向好的关键所在”，因此我们认为二季度社融或是全年低点，后续随着政策的推进以及经济恢复的持续，社融增速会趋稳，大致和名义 GDP 相匹配。

以下是具体的数据分析：

一、企业中长期贷款表现仍亮眼，但居民部门信贷表现转弱

4 月新增人民币贷款 7188 亿元，同比多增 649 亿元，其中中长期贷款同比多增 3174 亿元，连续 6 个月多增，显示信贷结构向好。2 月末人民币贷款余额 221.56 万亿元，同比增长 11.6%，增速比上月末高 0.3%，比上年同期高 0.1%。

(1) 居民部门信贷减少 2411 亿元，同比多减 241 亿元，低于去年同期。其中，短期贷款减少 1255 亿元，同比多增 600 亿元；中长期贷款减少 1156 亿元，同比多减 843 亿元。我们看到居民端短贷和中长贷双弱、均为负，且中长贷是自去年 4 月以来首次转负，说明 3 月份地产销售数据和社零的冲高不具持续性，居民预期悲观，需求脉冲式反弹后仍然选择降杠杆。

(2) 企业部门贷款增加 6839 亿元，同比多增 1055 亿元。其中，短期贷款减少 1099 亿元，同比少减 849 亿元，票据融资增加 1280 亿元，同比少增 3868 亿元，中长期贷款增加 6669 亿元，同比多增 4017 亿元。企业端中长期贷款已保持了 9 个月的多增，仍然是信贷数据的亮点，而票据融资则由负转正，结束一季度持续下降的局面。此前回落的高频数据以及 4 月制造业 PMI 再度转入收缩区间，指示了景气度的下滑，因此企业短期流动性需求下滑；而中长期贷款仍有韧性，政策影响仍在延续。

二、低基数下社融存量同比较上月持平，不及市场预期，企业部门“以贷代债”持续

4 月社会融资规模增量为 1.22 万亿元，比上年同期多增 2873 亿元，4 月末社会融资规模存量为 395.95 万亿元，同比增长 10%，增速较上月不变。我们看到社融总量不及预期的原因一方面源于信贷的超季节性回落，此外还有企业债券的拖累。4 月政府债券净融资 4548 亿元，同比多增 636 亿元。直接融资 4 月增加 3836 亿元，同比少增 982 亿元，其中企业债券净融资增加 2843 亿元，同比少增 809 亿元，股权融资增加 993 亿元，同比少增 173 亿元。4 月非标融资减少 1145 亿元，同比少减 2029 亿元，其中未贴现的银行承兑汇票减少 1347 亿元，同比少减 1210 亿元，信托贷款增加 119 亿元，同比多增 734 亿元，委托贷款增加 83 亿元，同比多增 85 亿元。非标压降政策退出以及稳增长政策的需求使得其融资环境好转，整体同比少减幅度持续改善，对社融的拖累减小。

三、M2 增速回落、M1 增速有所回升，资产荒现象有所缓解，居民存款和企业存款均回落

4 月末 M1 同比增长 5.3%，较前值增加 0.2%，M2 余额为 280.85 万亿元，同比增长 12.4%，增速比上月末减少 0.3%，比上年同期增加 1.9%，M2 与 M1 剪刀差较上个月降低 0.5%，或意味着资金空转现象有所缓解。M0 增速同比为 10.7%。居民存款减少 1.2 万亿元，同比多减 4968 亿元；非金融企业存款减少 1408 亿元，同比多减 198 亿元；非银行金融机构存款增加 2912 亿元，同比少增 3804 亿元；财政存款增加 5028 亿元，同比多增 4618 亿元。我们看到除财政存款外，企业、居民及非银存款均回落，说明财政支出有所放缓，居民购买理财、提前还贷或是消费的意愿在提升，企业存款也有像理财回流的迹象。

风险提示：经济恢复大幅不及预期，货币政策超预期

(分析师：贾清琳 执业编码：S1480521070009 电话：010-66554042)

【东兴传媒】掌阅科技(603533.SH)2022 年报点评:数字阅读模式转型,加大人工智能研发投入(20230511)

事件：掌阅科技发布 2022 年年报，公司全年实现营业收入 25.82 亿元，同比增长 24.71%；归母净利润 0.58 亿元，同比下降 61.77%；扣非归母净利润 0.46 亿元，同比下降 69.75%。

点评：

业务成功转型，商业化能力显著提升。2022 年，公司实现营业收入 25.82 亿元 (yoy +24.71%)，其中：数字阅读平台收入 22.29 亿元 (yoy +43.25%)；版权产品收入 3.15 亿元 (yoy -34.69%)，其他产品收入 0.38 亿元 (yoy +19.43%)。公司营收实现较快增长主要在于加大战略转型力度，从主要通过终端预装获取流量成功转型为通过互联网市场化获取流量、精细化运营的数字阅读平台；2022 年公司数字阅读平台年平均月活用户数达 1.7 亿人。我们认为，通过“付费+免费”融合发展模式，精细化运营流量，公司平台商业化能力显著提升。

优化渠道成本带动毛利率显著提升，加大营销推广拖累业绩。2022 年，公司营业成本 6.95 亿元，同比减少 29.38%，毛利率提升至 73.10%，同比增加 20.60 pcts，主要源于公司业务结构调整、优化渠道成本。分业务看，公司数字阅读平台免费阅读业务毛利率 74.81%，同比增加 26.39pcts；版权产品业务毛利率 62.05%，同比减少 4.22pcts。费用端，销售费用率 58.78%，同比增加 26.17 pcts；管理费用率 5.93%，研发费用率 8.47%，两者同比小幅增加。三费率增加源于 2022 年公司大力发展免费阅读，加大营销推广力度，推进组织建设和技术基建。公司归母净利润 0.58 亿元，同比减少 61.77%，主要由于投入力度的加大对公司当期业绩有较大影响。我们认为，未来随着平台内容不断丰富，用户线上粘性增强，公司业绩有望修复。加大人工智能研发投入，致力打造智能阅读平台。2022 年，从 AI 作画领域的 DALL-E2、Stable Diffusion 等 AI 模型，到 ChatGPT 为代表的对话机器人，AIGC 强大的内容生成能力让产业一致认为，AIGC 将塑造数字内容生产与交互新范式。2022 年，公司加大人工智能相关的技术投入，数字阅读平台已经实现了个性化推荐、智能审核和 TTS(Text To Speech, 从文本到语音)等人工智能相关的产品和服务。根据公司 2023 年一季报显示，2023 年公司将加快 AI 大模型在数字阅读垂直领域的调优工作，推动 AIGC 在内容生产、营销推广、产品创新等多方面深化应用；同时以用户为中心，以人工智能技术为支撑，利用公司的数据和场景优势，从领先的数字阅读平台升级至领先的智能阅读平台。

盈利预测与评级：公司数字阅读内容资源储备丰富，通过精细化运营流量，不断提高商业平台价值。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 1.65 亿元，2.18 亿元，2.37 亿元，对应现有股价 PE 分别为 78X，59X，54X，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：(1) 用户增长不及预期；(2) 数字阅读行业市场竞争加剧；(3) 市场推广费用上升导致盈利水平下滑。

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

【东兴轻工制造】欧派家居 (603833)：23Q1 业绩短期承压，复苏动能充足 (20230511)

事件：公司发布 2023 年一季报。2023Q1 公司营业收入 35.7 亿元，同比-13.9%；归母净利润 1.5 亿元，同比-39.8%；扣非归母净利润 1.5 亿元，同比-44.4%。

业务在防疫放开冲击下承压，整家战略保持推进。一季度收入分业务看，直营+经销合计业务收入 28.5 亿元，同比-15.0%；大宗业务收入 5.9 亿元，同比-13.0%。一季度零售业务收入主要为工厂端 12 月-2 月订单的交付，受防疫放开的冲击影响较大。整装业务仍在逆势开拓，大家居战略持续推进。大宗业务交付同样受到环境冲击，非房项目的拓展有望助力全年保持平稳。收入分品类看，橱柜、衣柜及配套、卫浴、木门分别实现收入 10.9、19.8、1.8、2.1 亿元，同比-18.0%、-14.8%、+10.5%、-4.9%。衣柜及配套表现优于橱柜，主要因整家战略推进、客单值提升，整家产品进一步得到消费者认可。卫浴和木门仍在开店扩张中，表现稳健。其中卫浴品类逆势增长，我们推测是厨卫连带营销效果的显现。整体来看，一季度各项业务均在防疫放开的短期冲击下承压，逆境中公司大家居战略仍在快速推进，依然保持龙头优势。

订单充足未来可期，组织架构持续优化。春节后以来消费端改善明显，3 月家居卖场销售额同比+20%。公司报表体现出终端的改善：1) 合同负债 17 亿元，环比增加 9 亿元，同比+25%，反映出公司充足的订单储备；2) 经营活动现金流净额 7.4 亿元，上市以来首次在一季度为正，我们推测主要因经销商回款增加及产品定金的增加。此外，公司积极推动组织架构优化，从组织层面推进大家居战略，有望助力公司业务持续开拓。

盈利能力受经营杠杆效应影响，短期承压。23Q1 盈利能力分拆来看，毛利率同比-1.0pct，销售费用率同比+0.6pct，管理

费用率同比+1.6pct，各项均有承压，其中折旧摊销费用及管理费投放较为刚性，导致毛利率和管理费用率承压较重。公司净利润率同比-1.9pct，未来随收入端回暖，将有所改善。目前原材料价格仍然保持低位，且公司今年对业务部门的考核增加了利润率的比重。因此展望全年，利润率提升可期。

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。一季度业绩承压，但订单充足且大家居战略仍在继续推进。我们看好公司持续通过拓品类、拓渠道、拓品牌，多维度持续推动自身不断成长。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 31.20、36.80、43.35 亿元人民币，EPS 为 5.12、6.04、7.12 元，目前股价对应 PE 分别为 20.67、17.53、14.88 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)

【东兴农林牧渔】牧原股份（002714）：出栏稳健增长，成本优势明显（20230511）

事件：公司公布 2022 年年报和 2023 年一季报。公司 2022 年实现营收 1248.26 亿元，yoy58.23%，归母净利润 132.66 亿元，yoy92.16%。公司 2023 年 Q1 实现营收 241.98 亿元，yoy32.39%，归母净利润-11.98 亿元，yoy76.87%。

公司发展稳健，出栏稳步扩张。2022 年公司合计销售生猪 6120.1 万头，同比增长 52%，其中商品猪 5,529.6 万头，仔猪 555.8 万头，种猪 34.6 万头。23Q1 实现生猪销售 1384.5 万头，其中商品猪 1377.6 万头，仔猪 41.8 万头，种猪 5.1 万头。公司出栏规模稳健提升，行业市占率持续提升，2023 年预计实现生猪出栏 6500-7100 万头，出栏量有望在高基数上维持稳健增长。

综合管理持续提升，不断夯实成本优势。2022 年公司养殖指标持续优化，全程存活率由年初的不足 80%增长至现阶段的 86%左右，PSY 由年初的 25 增长至现阶段的 28 左右。公司通过生猪健康管理、疫病净化等方面的改善，在饲料原材料价格大幅上涨的背景下，全年养殖成本持续下降，商品猪养殖成本由年初的 16 元/kg 以上下降至 22Q4 的 15.5 元/kg，年平均成本 15.7 元/kg，持续维持行业领先水平。2023 年，公司将持续推广优秀场管理经验，减少生产成绩方差，带动公司整体生产效率的提升，养殖完全成本有望进一步优化。

持续布局屠宰产能，产业链匹配度持续提升。2022 年公司屠宰生猪 736.2 万头，销售鲜、冻品等猪肉产品 75.7 万吨。目前公司已建成投产 10 家屠宰场，投产产能 2900 万头，22 年产能利用率较低，造成屠宰板块全年亏损 8 亿元。随着产能利用率的提升和销售渠道的拓展，23Q1 公司日屠宰量已经达到 3.5 万头，全年有望实现 1000-1500 万头屠宰量，屠宰板块有望扭亏。屠宰板块的产能和利用率提升能够更好的与公司的养殖业务协同，更好应对周期波动影响。

公司盈利预测及投资评级：我们看好公司成本优势持续夯实和出栏持续增长，公司屠宰业务布局落地也将带来更强的抗风险能力和额外的业绩增量。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 174.90、315.82、291.49 亿元，对应 EPS 分别为 3.29、5.77 和 5.33 元，对应 PE 值分别为 14.18、8.07 和 8.75 倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：动物疫病风险，生猪价格波动风险，公司产能扩张不及预期。

(分析师：程诗月 执业编码：S1480519050006 电话：010-66555458)

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