

2023年8月28日星期一

## 分析师推荐

【东兴银行】宁波银行（002142：息差管控能力较强，资产质量保持优异-20230825（20230828）

事件：8月24日，宁波银行公布2023年半年报，1H23实现营收、拨备前利润、归母净利润321.4亿、206.8亿、129.5亿，分别同比+9.3%、+7.8%、+14.9%；年化加权平均ROE为16.15%，同比上升0.11pct；6月末，拨备覆盖率488.96%、不良率0.76%。点评如下：

公司以量补价经营，营收与利润维持平稳增长。（1）上半年看，宁波银行营收同比增长9.3%，实现平稳增长，主要得益于规模保持较快增长，息差稳中略降，量价摆布平衡。上半年非息收入同比-1.2%，中收与其他投资收益对营收有所拖累。此外，上半年拨备反哺盈利力度不大也是盈利增速较为平稳的重要因素。（2）季度环比看，Q2净利息收入增速环比回升，主要是去年Q2低基数影响。单季度净息差有一定下行，公司延续以量补价的经营策略，维持了业绩平稳增长。

规模维持较快增长，零售信贷投放力度加大。6月末，生息资产约2.56万亿，较年初增9.2%，与近三年（10%以上）比较，增速略偏低。其中信贷较年初增11.7%，我们认为，规模增速放缓主要受当前企业和居民融资需求较低速影响。对公与个贷投放来看，上半年对公一般贷款/票据贴现/个贷分别增10.5%/15.1%/12.7%。个贷仍保持较快增长，与公司持续加大消费信贷投放力度，主动增加按揭贷款投放有关，6月末按揭贷款占个贷比重提升至18.4%。向前看，我们预计伴随经济逐步回暖，融资需求修复，公司有望继续保持较快规模扩张。

上半年净息差1.93%，较上年下行9BP，下行幅度不大。息差下行，主要是资产端对公与个贷利率下行；叠加存款定期化趋势下，负债端定期存款占比提升，6月末定期存款占63.8%，较去年提升5pct。上半年对公/个贷收益率维4.39%/6.53%，较上年下行5/39BP，其中个贷收益率下行主要与公司主动调整结构有关（个贷中按揭贷款占比提升、对公票据贴现占比提升）。整体来看，宁波银行净息差下行幅度不算太大，得益于较强的资产端定价能力，资产收益率维持相对稳定。考虑到后续存款定价下调带动负债成本逐步改善，公司净息差有望企稳回升。

不良率与不良生成率均平稳，资产质量保持优异。6月末，不良率0.76%，环比持平；关注贷款率0.55%，环比微升1BP。上半年核销不良贷款35.5亿，加回核销不良生成率0.87%，维持低位。静态和动态来看，公司资产质量均保持优异，得益于公司持续审慎的风险管控能力。上半年资产减值损失计提65.8亿，计提力度不大，亦反映公司对自身资产质量较有信心。

投资建议：宁波银行深耕长三角地区，能充分受益于区域经济发展。公司体制机制较优，市场化程度高。前瞻的量价摆布能力，稳固的多元收入结构以及持续审慎的风控能力，均经历了周期考验。我们看好公司持续高成长性。大零售及轻资本战略稳步推进，多元利润中心进一步巩固之下，预计2023-2025年利润增速分别为15.5%、17.5%、19.0%，对应BVPS分别为

## A股港股市场

指数名称	收盘价	涨跌%
上证指数	3,098.64	1.13
深证成指	10,233.15	1.01
创业板	2,060.04	0.96
中小板	6,564.87	1.24
沪深300	3,752.62	1.17
香港恒生	18130.74	0.97
国企指数	6246.22	1.15

## A股新股日历（本周网上发行新股）

名称	价格	行业	发行日
威尔高	28.88	电子	20230828
中巨芯	5.18	电子	20230828
福赛科技	36.60	汽车	20230829
热威股份	-	家用电器	20230830

\*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
----	----	----	-----

\*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

26.55/30.56/35.32 元/股。2023 年 8 月 25 日收盘价 26.85 元/股，对应仅 1.0 倍 23 年 PB，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，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)

【东兴石油石化】中国海油（600938）：上半年业绩符合预期，风险勘探力度加大支撑公司产量（20230828）

公司 2023 上半年业绩符合预期。中国海油发布公司半年度报告，公司实现营业收入 1920.6 亿元，同比去年下降 5.1%，主要受到油气销量和贸易量上升以及国际市场油价下降的影响；归属于上市公司股东的净利润为 637.6 亿元，同比下降 11.3%，而同期 Brent 原油现货价下降 33.7%，公司业绩虽受原油价格的影响有所下降，但远小于原油价格下降程度。公司为积极回报股东，董事会已决定派发 2023 年中期股息每股 0.59 港元（含税）。

上半年油气净产量再创历史同期新高。2023 年 1-6 月，公司油气净产量达 331.8 百万桶油当量，同比上升 8.9%。从不同区域来看：由于垦利 6-1 和陆丰 15-1 等油田产量上升，上半年在国内的油气净产量为 231.2 百万桶油当量，同比上升 6.6%；与此同时海外油气净产量为 100.7 百万桶油当量，同比上升 14.4%，主要得益于圭亚那 Liza 二期和巴西 Buzios 油田的产量贡献。从产品类别来看：公司石油液体和天然气产量占比分别为 78%和 22%。石油产量同比增长 8.3%，主要得益于垦利 6-1 等新油田的投产；天然气产量同比上升 10.9%，主要原因是东南亚 3M 气田产量贡献及中国陆上非常规天然气产量增长。

桶油主要成本实现下降，成本竞争优势持续巩固。2023 年上半年，公司桶油主要成本 28.17 美元，同比下降 7.1%。其中，桶油作业费为 7.16 美元/桶油当量，较去年同期 7.77 美元/桶油当量下降 8%；桶油折旧、折耗和摊销（不含油田拆除费）为 14.14 美元/桶油当量，比去年同期的 14.52 美元/桶油当量下降 3%；桶油拆除费为 0.96 美元/桶油当量，和上年同期的 0.95 美元/桶油当量基本持平；桶油销售及管理费用为 2.19 美元/桶油当量，比去年同期的 2.29 美元/桶油当量减少 4%。

加强风险勘探力度，为后半年产量持续增长提供支撑。2023 年上半年，中国海域获 5 个新发现，成功评价 14 个含油气构造。其中，新发现番禺 10-6 和开平 18-1 探明地质储量均超 2,000 万吨，展现了珠江口盆地中深层领域勘探潜力；成功评价秦皇岛 27-3 大中型含油气构造，探明地质储量超 5,000 万吨，拓展渤海浅层规模岩性油藏勘探领域。在海外，圭亚那 Stabroek 区块中深层勘探获积极进展，再获 1 个新发现 Lancetfish, Fangtooth-1DST 测试证实 6,000 米储层具备良好产能。上半年，公司计划年内投产的新项目中，巴西 Buzios5 项目已按期投产，渤中 19-6 凝析气田 I 期等 7 个新项目正在安装，其他新项目建设稳步推进。

公司盈利预测及投资评级：我们预测，公司 2023-2025 年收入为

4010.34/4059.47/4248.56 亿元，归母净利润为 1238.39/1327.16/1402.87 亿元，每股 EPS 分别为 2.60/2.79/2.95 元。维持“推荐”评级。

风险提示：（1）国际政治经济因素变动风险；（2）原油及天然气价格波动产生的风险；（3）汇率波动及外汇管制的风险；（4）油气价格前瞻性判断与实际出现偏离的风险。

（分析师：曹奕丰 执业编码：S1480519050005 电话：021-25102904 研究助理：莫文娟 执业编码：S1480122080006 电话：010-66555574）

## 重要公司资讯

1. **比亚迪电子**：拟以 158 亿元收购捷普附属公司 100% 股权。（资料来源：同花顺）
2. **永悦科技**：签订 3 亿元无人机销售合同。（资料来源：同花顺）
3. **小鹏汽车**：拟最高 58.35 亿港元收购滴滴智能汽车开发业务资产，向滴滴发行对价股份。（资料来源：同花顺）
4. **中国恒大**：复牌。中国恒大在港交所公告，上半年集团净亏损合计人民币 392.5 亿元；收入为 1281.8 亿元，毛利 98 亿元；负债总额 23882 亿元。（资料来源：同花顺）
5. **鸿博股份**：上半年净亏损 3167.89 万元，同比亏损幅度收窄。（资料来源：同花顺）

## 经济要闻

1. **财政部、税务总局**：财政部、税务总局发布关于延续实施全年一次性奖金个人所得税政策的公告，居民个人取得全年一次性奖金，符合《国家税务总局关于调整个人取得全年一次性奖金等计算征收个人所得税方法问题的通知》（国税发〔2005〕9号）规定的，不并入当年综合所得，以全年一次性奖金收入除以 12 个月得到的数额，按照本公告所附按月换算后的综合所得税率表，确定适用税率和速算扣除数，单独计算纳税。计算公式为：应纳税额=全年一次性奖金收入×适用税率-速算扣除数。居民个人取得全年一次性奖金，也可以选择并入当年综合所得计算纳税。本公告执行至 2027 年 12 月 31 日。（资料来源：同花顺）
2. **中国互联网络信息中心**：中国互联网络信息中心(CNNIC)发布的第 52 次《中国互联网络发展状况统计报告》显示，截至 2023 年 6 月，我国网民规模达 10.79 亿人，较 2022 年 12 月增长 1109 万人，互联网普及率达 76.4%。（资料来源：同花顺）
3. **央行**：央行今日进行 3320 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率为 1.8%，因今日有 340 亿元逆回购到期，当日实现净投放 2980 亿元。（资料来源：同花顺）
4. **新华社**：学前教育法草案 8 月 28 日提请十四届全国人大常委会第五次会议初次审议。草案明确，发展学前教育坚持政府主导，以政府举办为主，大力发展普惠性学前教育资源，引导和规范社会力量参与；幼儿园应当根据学前儿童身心发展规律和年龄特点，科学实施保育和教育活动，不得教授小学阶段的课程内容、采用小学化的教育方式；幼

儿园应当把保护学前儿童安全放在首位，落实安全责任制相关规定；国家为家庭经济困难的适龄儿童等接受普惠性学前教育提供资助。（资料来源：同花顺）

5. **证监会：**证监会统筹一二级市场平衡 优化 IPO、再融资监管安排。一、根据近期市场情况，阶段性收紧 IPO 节奏，促进投融资两端的动态平衡。二、对于金融行业上市公司或者其他行业大市值上市公司的大额再融资，实施预沟通机制，关注融资必要性和发行时机。三、突出扶优限劣，对于存在破发、破净、经营业绩持续亏损、财务性投资比例偏高等情形的上市公司再融资，适当限制其融资间隔、融资规模。四、引导上市公司合理确定再融资规模，严格执行融资间隔期要求。审核中将前次募集资金是否基本使用完毕，前次募集资金项目是否达到预期效益等予以重点关注。五、严格要求上市公司募集资金应当投向主营业务，严限多元化投资。六、房地产上市公司再融资不受破发、破净和亏损限制。（资料来源：同花顺）

## 每日研报

【东兴农林牧渔】牧原股份（002714）：公司经营稳健，成本优势持续夯实（20230825）

事件：公司公布 2023 年半年报，公司 2023H1 年实现营收 518.69 亿元，yoy17.17%，归母净利润-27.79 亿元，yoy58.42%，实现大幅减亏。

公司发展稳健，猪价低迷影响业绩表现。2023 年上半年公司合计销售生猪 3026.5 万头，其中商品猪 2907.7 万头，同比-3.24%，其中仔猪 109 万头，种猪 9.7 万头。截止 6 月末，公司能繁母猪存栏为 303.2 万头，产能稳步提升。公司 23H1 商品猪销售均价在 14-15 元/公斤之间，相比去年同期猪价表现略好，但仍低于公司养殖完全成本，粗略估计公司头均亏损在 90 元/头左右。近期行业生猪销售均价上涨至 17 元/公斤以上，预计下半年销售均价将好于上半年，公司盈利情况有望在下半年改善。出栏量方面，公司有望在高基数上维持稳健增长，全年预计实现生猪出栏 6500-7100 万头。

管理优势持续强化，完全成本持续下行。公司养殖完全成本持续下行，截止 23 年 7 月份，公司养殖完全成本约 14.3 元/公斤，相比 22 年底下降 1.2 元/公斤（其中生产成绩提升贡献 0.7 元，原料下行贡献 0.5 元）。生产指标方面，公司断奶仔猪成本下降是 300 元/头，全程成活率 87%，PSY28 以上。公司各区域养殖指标离散度逐步缩小，随着公司管理优势持续强化，完全成本有望进一步下降，23 年底有望下降至 14 元/公斤以内。

屠宰规模持续增长，产业链匹配度持续提升。屠宰方面，公司 23 年上半年共屠宰生猪 552.2 万头，完成鲜、冻品猪肉销售 59.33 万吨，实现营业收入 86.74 亿元，同比增长 45.88%。公司屠宰量和产能利用率逐步提升，月度屠宰量提升至 100 万头左右，7 月产能利用率提升 50%左右。目前公司已建成投产 10 家屠宰场，全年有望实现 1000-1500 万头屠宰量。随着产能利用率的提升和公司销售配套能力的持续提升，屠宰板块与上游养殖的匹配度将持续提升，未来有望扭亏。

公司盈利预测及投资评级：我们看好公司产业链持续完备，成本优势持续夯实和出栏稳健成长。今年上半年生猪养殖持续亏损，全年均价处于周期较低位置，随着后市产能收缩并传导，24-25 年生猪均价有望逐步上行。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 69.26、226.96、332.37 亿元，对应 EPS 分别为 1.30、4.15 和 6.07 元，对应 PE 值分别为 30.88、9.69 和 6.61 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）

【东兴银行】常熟银行（601128）：息差韧性较强，净利润保持高增-20230825（20230825）

事件：8 月 24 日，常熟银行公布 2023 年半年报，上半年实现营收、拨备前利润、净利润 49.14、28.71、14.5 亿，分别同比增长 12.4%、8.2%、20.8%。加权平均 ROE 为 12.4%，同比上升 0.68pct。我们点评如下：

营收增速下滑符合预期，拨备反哺净利润保持较高增速。1H23 常熟银行营收同比增 12.4%，增速环比 Q1 下降 0.9pct；净利润同比增 20.8%，环比提升 0.2pct。主要由于规模增速略有放缓、息差微幅下降，净利息收入增速有所降低；但在优异资产质量支撑下，信用成本降低，支撑净利润保持高增长。

从单季度来看，2Q23 营收同比增 11.5%，增速环比下降 1.8pct。其中，净利息收入同比增 12.1%，增速环比下降 5.6pct。非息净收入同比增 7.6%，增速环比上升 23.4pct；主要贡献来自投资收益改善，Q2 实现投资收益 3.2 亿，同比增 70.4%。支出端来看，2Q23 管理费用同比增 18%，对拨备前利润增速有所拖累（同比+7.2%，增速环比下降 2pct）。信用减值损失同比下降 7.5%，净利润同比增 21.1%，增速环比上升 0.5pct。

信贷投放总量与去年基本持平，以经营贷为代表的零售贷款投放好于对公。6 月末，常熟银行贷款同比+15.9%（增速较 3 月末放缓 2.3pct）。二季度贷款新增 101 亿，同比少增 20 亿；各项贷款来看，个贷、对公、票据分别贡献增量的 71.0%、24.3%、4.6%，零售贷款投放好于去年同期。上半年累计新增贷款 212 亿，同比少增 12 亿；其中，个贷占比 53.5%，高于去年同期 5.3pct，对公占比 42.0%。个贷中主要是经营贷新增较多，上半年新增 103.3 亿，同比多增 41 亿；消费贷新增 18.5 亿，住房抵押及信用卡减少 3.2、4.8 亿。判断新投放零售贷款占比加大，对资产端收益率有一定稳定作用。

存款保持稳健增长，个人定期存款占比上升。常熟银行存款保持较快增长，6月末存款余额同比+16.8%。上半年新增存款288亿，同比多增41亿。从存款日均余额结构来看，个人存款呈定期化趋势。1H23个人定期存款日均余额占比为59.0%，较1H22、2022年分别上升了5.2、4.1pct。反映在当前悲观市场预期下，个人储蓄需求仍然较高，个人存款呈定期化趋势。

净息差高位微降符合预期，存款成本有所下降。1H23净息差为3%，环比1Q23下降2BP，符合预期，仍保持在行业较高水平。资产端：生息资产收益率为5.18%，与22年持平。其中，受市场形势影响，对公、票据收益率下降5BP、33BP；而得益于高收益经营贷的较快投放，个贷收益率上升7BP至7.16%，对资产端收益率起到较好稳定作用。负债端：计息负债付息率为2.32%，较22年上升2BP。其中，存款付息率下降3BP至2.28%，主要得益于存款挂牌利率下调带来的个人存款成本下降。个人定期存款、活期存款付息率分别下降18BP、5BP至3.06%、0.18%，对公定期、活期存款付息率分别上升2BP、24BP至2.85%、0.60%。考虑到①常熟地区经济需求相对较好，且公司不断扩大普惠金融服务覆盖面，坚持做小做散，具备较强议价能力，贷款收益率在可比农商行中有望保持领先地位。②负债端伴随存款定价下调，成本改善逐步显现，预计下半年公司净息差企稳，保持行业较高水平。

资产质量保持优异，拨备安全垫厚实。6月末，常熟银行不良贷款率为0.75%，环比持平；存量资产质量保持优异。测算单季度不良净生成率0.56%，处在较低水平。关注率为0.83%，环比上升1BP；逾期贷款率1.02%，较年初下降4BP，潜在不良压力较小。拨备覆盖率550.4%，环比上升3.1pct，远高于行业平均，拨备安全垫厚实，盈利释放可期。常熟银行优异的资产质量是其成熟小微模式和优秀风控能力的体现，预计公司资产质量有望保持稳健优异。在此基础上，拨备覆盖率进一步提升的必要性下降；信用成本有望下行，有助于潜在盈利释放和ROE中枢的提升。

投资建议：常熟银行坚持走特色化、差异化的普惠金融发展道路，已形成“IPC技术+信贷工厂”的小微业务模式，兼具定价优势和风控优势。公司深耕常熟本地市场，同时通过异地分支机构、村镇银行、普惠金融试验区等持续拓宽经营空间，信贷规模保持较快增长。常熟银行小微服务特色鲜明、模式成熟，下沉客群、做小做散，具备较强的议价能力，贷款收益率、净息差在可比农商行中处于领先地位。资产质量保持优异，拨备充足，反补利润空间较大。看好公司区位优势、小微定位优势以及异地扩张带来的长期高成长性。

预计2023-2025年净利润增速分别为22.8%、20.1%、19.7%，对应BVPS分别为9.21、10.70、12.47元/股。2023年8月24日收盘价7.15元/股，对应0.78倍2023年PB，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，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】天味食品(603317)：定制餐调稳健增长，C端有待继续修复(20230825)

事件：公司2023年H1实现营业收入14.26亿元，同比+17.42%，归母净利润2.08亿元，同比+25.09%；扣非归母净利润1.78亿元，同比+21.76%。其中，Q2实现营收6.59亿元，同比+12.71%；归母净利润0.80亿元，扣非归母净利润0.59亿元，同比增长22.04%。今年5月公司收购四川食萃食品有限公司55%的股权，剔除并购的收入0.33亿元，公司Q2单季营收同比增长7.16%。

中式菜品调料稳健增长。分品类看，上半年火锅调料/中式菜品调料收入分别为5.46/7.95亿元，分别同比+13.83%/20.92%。疫情过后居民外出就餐增多，对火锅调料的需求有所减弱，今年上半年火锅调料增速一般。中式菜品调料表现较好，Q1/Q2分别同比增长20.34%/21.57%。

定制餐调及电商获得较高增速。分渠道来看，上半年经销商/定制餐调/电商销售收入分别为11.04/1.39/1.43亿元，分别同比+10.54%/28.08%/110.98%，其中Q2经销商/定制餐调/电商销售收入分别同比+0.73%/44.20%/124.89%。定制餐调增速较高主要是因为疫情后线下餐饮连锁恢复较好，大B恢复程度优于小B；电商收入增速较高主要是因为公司并购食萃。食萃食品是线上中小B渠道复合调味品的头部企业，公司对食萃的并购能够较好补齐公司中小B客户的线上渠道，并购后公司将具备服务包括从单店到大型连锁餐饮在内的所有B端客户的能力。长期来看，餐饮连锁率的提升以及餐饮业标准化、工业化的推进有利于定制餐调业务的发展。

毛利率受渠道结构影响降低，但费用投放效率有望提升。公司上半年毛利率 36.23%，同比+0.97pct，Q2 毛利率 31.13%，同比-3.38pct，主要是因为公司二季度定制餐调占比提升，该渠道毛利率较低，此外 Q2 外部需求减弱，公司促销力度加大。上半年销售费用率/管理费用率分别为 13.26%/6.99%，分别同比-2.16/+2.46pct，其中 Q2 销售费用率/管理费用率分别同比-6.6/+2.49pct。销售费用率下降主要是因为公司将销售费用的投放方式从前端向经销商投放改为在向终端销售的过程中逐步投放，我们认为这样有利于费用投放效率的提升。管理费用率增加主要是系报告期内股份支付费用增加，人工成本和咨询服务费用增加。公司目前拥有 2 座行业领先的智慧工厂，分别于 2022 年 5 月和 2023 年 6 月陆续投产，我们认为，新工厂的投产将有效降低人员成本，提升产能及产品质量。

公司盈利预测及投资评级：公司下半年基数较高，今年 C 端需求不足，整体压力较大。但从长期来看，新渠道的开拓将带动公司线上 B 端收入的增长；销售费用的精准投放带来费用率提升的同时有望拉动实际动销的增长。预计公司 2023-2025 年净利润分别为 4.09、5.31 和 6.60 亿元，对应 EPS 分别为 0.38、0.50 和 0.62 元。当前股价对应 2023-2025 年 PE 值分别为 33、26 和 21 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：行业竞争格局恶化；食品安全事故；原材料价格波动。

(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)

【东兴轻工】思摩尔国际 (06969)：海外收入稳健增长，内销触底静待修复 (20230825)

事件：公司公布 2023 年中期业绩，上半年实现收入 51.23 亿元，同比-9.4%；实现经调整净利 7.58 亿元，同比-47.2%。

海外收入稳健增长，动能有望持续；内销收入大幅下滑，触底后静待修复。分业务和地区来看：

美国 B 端：收入 20.60 亿元，同比+27.7%。(1) 换弹式电子烟：收入在低基数下实现较快增速。大客户 BAT 在换弹式产品中的市占率继续提升，稳居第一；公司凭借生产智能化、成本结构优化，与其保持紧密合作。同时 FDA 加强对不合规口味一次性产品的执法，公司及其客户受益。展望未来，公司主要客户 BAT 竞争优势明显、NJOY 获烟草龙头收购，市占率仍有望提升；考虑到不合规产品猖獗，换弹式产品增速更需关注 FDA 执法情况。(2) 特殊用途雾化产品：收入同比下滑，主要受客户铺货节奏及库存因素影响；公司通过建立海外本地仓、设立海外子公司提升交付效率，有望推动销售企稳回暖。

欧洲及其他海外地区 B 端：收入 23.52 亿元，同比+32.0%，增长主要由一次性电子烟驱动。公司顺应市场趋势，2022 上半年推出一类产品；2023 上半年实现收入 15.00 亿元，同比+369%。公司针对该品类推出陶瓷芯技术平台 FEELM Max，合规地提升口数、口感，获得下游认可并开始规模出货；推出 TOPOWER 电芯技术，提升口感一致性、减少用户充电焦虑；推行模组化、标准化生产，降本增效。随着产品力和制造优势的建立，公司一次性产品销售有望保持快速增长。

国内 B 端：收入 0.62 亿元，同比-96.3%。受到口味限制政策、加征消费税、非法电子烟流通的影响，公司产品需求承压。随着消费者逐渐适应不断迭代的国标产品、监管部门持续有力执法，销售有望触底回升；公司内销 Q1/Q2 收入 0.16/0.47 亿元，季度环比略回升，复苏仍需时间。

海外 C 端：收入 6.49 亿元，同比+15.8%。产品方面，公司在原有爆品系列上迭代推新，占据更多市场份额，最新产品已于展会亮相。营销方面，公司进一步加大营销推广和市场开拓力度，加强海外团队和终端渠道建设。综合来看增长动能有望延续。产品结构变化影响整体毛利率，费用率小幅增加。(1) 2023 上半年公司整体毛利率为 36.2%，同比-11.6pct.，主要由于高毛利的国内收入占比下降、低毛利的一次性产品收入占比提升。未来预计产品结构演变仍将对整体毛利率有所影响，分产品各自毛利率则有望受益生产提效和规模效应。(2) 上半年销售/管理/研发费用率分别为 4.1%/9.1%/12.0%，同比+0.9/-1.3/+1.3pct.。公司推进海外营销与渠道建设，基于长期主义加强对雾化医疗领域的研发，相关费用率有所提高；前期信息系统、管理体系建设带来管理效率提升，管理费用率同比下降。未来随着收入增长，费用率整体有望回落。

盈利预测与投资评级：公司在电子烟产品研发、制造领域具备较强竞争优势，随着适应市场的新品放量，各国加强监管优化市场环境，以及规模效应的体现，公司业绩经过短期调整后有望重拾增长。公司在加热不燃烧和雾化医疗领域保持研发投入，长期有望开拓新的增长曲线。预计公司 2023-2025 年经调整净利为 17.78、21.56、27.69 亿元人民币，增速分别为-29.2%、21.3%、28.4%，目前股价对应 PE 分别为 24、20、16 倍。维持“推荐”评级。

风险提示：海外监管趋势变化，消费需求不及预期，市场竞争加剧，研发转化与产品开发不及预期，大客户自身经营风险  
(分析师：常子杰 执业编码：S1480521080005 电话：010-66554040 分析师：沈逸伦 执业编码：S1480523060001 电话：010-66554044)

【东兴建材】东鹏控股（003012）：精益运营和产品赋能有成效，业绩进入释放期（20230825）

2023年上半年公司实现营业收入36.28亿元，同比增长15.84%；归属于母公司所有者的净利润为3.84亿元，同比增长224.86%，扣非后归母净利润为3.48亿元，同比增长315.05%，实现EPS为0.65元。

点评：

需求下滑期零售渠道深耕保证营业收入稳定增长。2023年上半年营业收入增长较好，主要是有釉瓷砖营业收入增长的带动，有釉瓷砖上半年营业收入为29.70亿元，同比增长24.13%。而卫浴产品、无釉瓷砖、卫生陶瓷和其他产品营业收入分别为1.65亿元（同比增长0.38%）、1.38亿元（同比下降30.91%）、2.50亿元（同比下降5.22%）和1.05亿元（同比下降5.82%）。公司加大零售渠道的拓展，线下和线上全领域深耕，在行业需求下滑的情况下保持了营业收入的稳定增长。

产品结构优化、精益运营和数字化降本减费等推动业绩高增。公司依靠技术和研发优势，拓展新品。公司单价较高的中大规格高产值产品比例提升明显，2023年上半年由年初的25%提升至29%。公司在生产上积极推进智能化，降低生产成本，叠加原材料价格下降。2023年上半年毛利率同比提高4.24个百分点，达到32.03%，其中瓷砖和洁具毛利率分别为33.46%和23.85%，同比提高5.00和2.49个百分点。通过控费提效的精益化运营，公司销售费用率、管理费用率同比下降3.11和2.71个百分点，在毛利率提升和期间费用率下降的双重作用下，公司2023年上半年净利润大幅增长，超出市场预期。

数字化赋能生产和渠道，运营精益化提升。公司作为瓷砖行业的龙头企业之一，有着51年的行业品牌经营历史，在广东、江西、湖南、山西、山东和重庆等有生产基地，打造了一线城市直营，零售为主的广覆盖渠道，形成了全国布局的生产基地和完善的渠道模式。公司在生产端致力于打造智能生产线，打造国际四级标准智能制造工厂，推动公司生产成本的下降。在供应链端利用数字化打造更高效的共享仓、中心仓和基地仓之间的协同力，实现供应的快速响应，降低库存积压。从而降低运输和运营等成本，实现运营的更精益化，特别是公司全国布局的模式，使得公司的数字化赋能效果更为显著。

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8.25亿、10.01亿和11.76亿元，对应EPS分别为0.70元、0.85元和1.00元。当前股价对应PE值分别为15.4倍、12.7倍和10.8倍。考虑公司品牌、渠道和供应链等综合优势明显，数字化赋能成效显著，维持公司“强烈推荐”的投资评级。

风险提示：房地产行业景气度低迷持续性超预期。

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



## 免责声明

以上内容均来源于东兴证券研究报告的观点。

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。