



九月金股汇

2023 年 8 月 30 日

东兴研究 | 金股报告

分析师	刘田田 电话: 010-66554038 邮箱: liutt@dxzq.net.cn 执业证书编号: S1480521010001
	曹奕丰 电话: 021-25102904 邮箱: caoyf_yjs@dxzq.net.cn 执业证书编号: S1480519050005
	赵军胜 电话: 010-66554088 邮箱: zhaojs@dxzq.net.cn 执业证书编号: S1480512070003
	张天丰 电话: 021-25102914 邮箱: zhang_tf@dxzq.net.cn 执业证书编号: S1480520100001
	孟斯硕 电话: 010-66554041 邮箱: mengssh@dxzq.net.cn 执业证书编号: S1480520070004
	林瑾璐 电话: 021-25102905 邮箱: linjl@dxzq.net.cn 执业证书编号: S1480519070002

摘要:

以下汇总东兴证券行业组 9 月推荐标的及简要推荐理由:

- 索菲亚 (002572): 大家居战略持续演绎, 未来业绩弹性可期。
- 圆通速递 (600233): 顺应行业发展趋势, 数字化转型大有可为。
- 伟星新材 (002372): 探寻稳定高盈利和成长的秘密。
- 金诚信 (603979): 矿山资源业务助推公司进入成长新阶段。
- 贵州茅台 (600519): 业绩稳定增长, 龙头稳健性凸显。
- 宁波银行 (002142): 净息差环比走阔, 资产质量保持优异。

风险提示: 行业景气度不达预期, 宏观经济超预期波动, 政策变化超预期。

目 录

1. 九月金股汇总.....	3
2. 九月金股推荐理由.....	3
2.1 索菲亚（002572）：大家居战略持续演绎，未来业绩弹性可期.....	3
2.2 圆通速递（600233）：顺应行业发展趋势，数字化转型大有可为.....	4
2.3 伟星新材（002372）：探寻稳定高盈利和成长的秘密.....	6
2.4 金诚信（603979）：矿山资源业务助推公司进入成长新阶段.....	6
2.5 贵州茅台（600519）：业绩稳定增长，龙头稳健性凸显.....	8
2.6 宁波银行（002142）：净息差环比走阔，资产质量保持优异.....	8
3. 风险提示.....	10
分析师简介.....	11

表格目录

表 1：9 月金股汇总	3
-------------------	---

1. 九月金股汇总

以下汇总东兴证券行业组 9 月推荐标的：

表 1：9 月金股汇总

序号	代码	简称	行业	总市值(亿元)	23PE	24PE	25PE	23EPS	24EPS	25EPS	联系人	股价
1	002572	索菲亚	轻工制造	167.2	12.0	10.2	8.7	1.53	1.79	2.11	刘田田	18.33
2	600233	圆通速递	交通运输	504.6	12.1	10.9	9.7	1.21	1.35	1.51	曹奕丰	14.66
3	002372	伟星新材	建材	321.1	20.0	16.3	13.4	1.01	1.24	1.51	赵军胜	20.17
4	603979	金诚信	有色金属	217.0	22.7	12.3	9.1	1.59	2.94	3.95	张天丰	36.04
5	600519	贵州茅台	食品饮料	23,000.0	31.7	27.3	23.9	58.39	67.8	77.44	孟斯硕	1,851.33
6	002142	宁波银行	银行	1,788.9	6.5	5.4	4.5	4.18	5.00	5.96	林瑾璐	27.09

资料来源：同花顺 iFinD，东兴证券研究所

注：所有公司 PE 以 2023 年 8 月 29 日收盘价计算。

2. 九月金股推荐理由

2.1 索菲亚（002572）：大家居战略持续演绎，未来业绩弹性可期

四大品牌体系梳理清晰，大家居战略推动客单价提升。2022 年四大品牌均开始以独立事业部运作，定位明晰。其中索菲亚定位中高端市场；米兰纳成立于 2021 年，定位互联网轻时尚品牌，价格低于索菲亚品牌；司米和华鹤定位高精人群，价格定位高于索菲亚品牌，司米 2022 年基本完成与索菲亚品牌的切割，开始独立发展。公司推进大家居战略，各品牌均在增加品类。品类的拓展以及新品牌米兰纳的高速开拓助力公司收入逆势增长，未来空间依然广阔。**分品牌看**，1) **索菲亚**：2022 年推出橱柜、门窗产品，品类布局更加完善。整家套餐进一步推进品类协同销售，工厂端平均客单价同比增长 28%至 18498 元。门店净增长 99 家至 2829 家。2022 年省会城市平均开业时间仅 9 个月，收入占比由 33%下降至 24%，对索菲亚品牌短期有所冲击。整体来看，索菲亚品牌 2022 年收入 95.1 亿元，品牌零售业务增长稳健，未来店效恢复及品类拓展带来弹性。2) **米兰纳**：收入 3.2 亿元，同比+242.6%，增势迅猛。2022 年米兰纳门店 338 家，净开 126 家，预计仍将保持高速拓店态势。品牌持续拓品类，平均客单价同比提升 17%至 13023 元，目前仍以衣柜为主，未来拓展空间大。品类与门店同步拓展下，收入持续高增长可期。3) **司米**：2022 年原有的部分经销商转入索菲亚品牌内，基本完成与索菲亚品牌的切割，当前经销商重叠率较低，未来将在体系外招商。收入 10.4 亿元，依然承压。少量门店实现多品类销售，橱柜产品平均客单价 12197 元，而全屋产品平均客单价 32067 元，成长空间大。司米预计今年仍承压，明年起随切割影响消除及品类拓展落地，重回高增可期。4) **华鹤**：品牌从木门向墙柜类产品拓展，稳步推进；门店净增 54 家至 319 家，同时全品类门店数量提高至 148 家。收入 1.69 亿元，同比增 14.1%。多品牌、全品类的大家居体系已梳理清晰，而今年消费环境已转好，品类以及品牌的拓展未来将助推公司零售业务持续增长。

从品类视角看，衣柜为核心的整家产品逆势增长，多品类共振可期。衣柜及配件、橱柜及配件、木门分别实现收入 91.8、12.7、4.34 亿元，同比+11.0%、-10.4%、-5.3%。衣柜及配件品类包含衣柜及配套家具产品，客单价的提升及米兰纳品牌的高速成长是品类逆势增长的原因。公司 2022 年成立家具家品事业部，赋

能各品牌提升客单价，预计公司平均客单价仍将持续提升。随着各品牌均发力橱柜及木门业务，两品类有望快速增长。

从渠道视角看，零售渠道稳步增长，整装渠道处高速拓展期。收入分渠道看，1) 零售渠道：收入 95.0 亿元，同比+9.2%。各品牌品类的拓展以及米兰纳品牌的快速增长，助力零售业务逆势增长。2) 整装渠道：收入约 5 亿元，同比+115.1%，持续高速拓展。公司仍在模式优化阶段，2022 年仅覆盖 93 个城市及区域，未来空白市场覆盖空间大，预计持续保持高增速。3) 大宗渠道：收入 15.3 亿元，同比-4.9%。公司强化风险控制，重点拓展国企及优质私企，2022 年优质客户收入占比已达 55%。保交楼政策对 2022 年大宗业务有提振，使得业务收入在高基数下实现微降。公司推动大宗业务稳健发展，预计未来业务收入稳中有降。大宗收入占比 13.6%，毛利占比 7.0%，对公司整体业绩影响有限。

毛利率受原材料+新品推出短期压制，费用率有望降低，利润率弹性可期。公司毛利率 32.99%，同比-0.2pct，近两年毛利率处于低位。低毛利配套品占比提升是主因，同时原材料价格上涨压制毛利率。原材料价格自去年下半年起已有回落。近两年公司发力大家居，推出新品较多，公司加大利润考核，减少低销量新品，同时配套品规模提升也将提振毛利率。负面影响均有改善，毛利率自 22Q3 起已有改善，预计毛利率今年同比提升，长期将维稳。销售费用率、管理费用率、研发费用率分别+0.2、-0.3、+0.4pct，整体费用率稍有承压，主要因费用投放在年初确定，而收入因消费环境承压。今年消费环境恢复，费用率降低可期。长期来看，客单价提升有望使费用率持续下降。2022 全年计提资产减值准备 1.6 亿元，包括应收减值、存货减值等，推测主要因部分地产客户风险暴露及低销量新品被优化而产生，均为短期影响。总体来看，2022 年净利率 9.5%，还原减值后 10.9%，同比约+1pct（还原 21 及 22 年减值准备）。我们认为今年利润弹性可期，未来随整家产品规模提升，盈利能力将稳步提升。

投资建议：索菲亚营销网络根基强，多品牌、全品类的大家居体系已逐步梳理清晰，大家居布局行业领先，品类、渠道及品牌的拓展将推动公司持续提升份额，实现长期成长。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 13.5、16.0、18.8 亿元人民币，增速分别为 27.0%、18.1%、18.0%，目前股价对应 PE 分别为 13.6、11.6、9.9 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：地产销售回暖不及预期，原材料价格大幅波动。

详情参见：《索菲亚（002572）：大家居战略持续演绎，未来业绩弹性可期》，刘田田，2023 年 4 月 12 日。

2.2 圆通速递（600233）：顺应行业发展趋势，数字化转型大有可为

圆通速递是国内领先的集快递物流、科技、航空、金融、商贸等为一体的综合性国际供应链集成商。公司以加盟制为主要经营模式，采用枢纽转运中心自营化和末端加盟网络扁平化的运营模式，搭建了完善的与合作伙伴和谐共生的快递业务平台。

2022 年随着行业走出价格战阴影，圆通盈利能力快速恢复，归母净利润创新高。此外，可以观察到 2022 年公司盈利提升的幅度明显超越其他快递公司。我们认为公司推动的面向加盟商的数字化转型顺应了行业发展的大趋势，是公司业绩提升幅度高于可比公司的主要内在因素。

行业展望：由价格竞争为主转为多元化竞争，服务质量决定产品溢价

经过多年的竞争，快递行业的产品层次逐渐清晰。电商件领域通达系本身足够便宜，继续降价的空间逐渐缩小，客户对于服务质量的要求则在持续提升，这意味着依靠价格工具来获取增量客户的经营策略面临边际收益递减，依靠优质的服务获取产品溢价的经营策略边际收益递增。

随着行业逐步从增量市场向存量市场转变，真正决定企业盈利能力的是定价的话语权。为此，企业需要提升服务品质，通过深度介入客户的供应链体系加强客户粘性。而将数字化转型从总部全面推向加盟商，就是圆通在面临行业转折时的竞争策略。

公司变革：数字化转型领跑者，打造“非直营的直营体系”

公司在 2020 年年报中提出深化全面数字化转型，打造“非直营的直营体系”，并将其作为公司未来几年的核心目标。由于公司直营中转体系的数字化程度已经较高，转型的主要目标在于加盟商体系的数字化改造。

数字化改造的推进离不开加盟商对总部的信任。全面数字化意味着加盟商需要将大量客户与业务信息录入总部信息系统。而这些信息是加盟商的立身之本。如果总部与加盟商无法建立良好的互信，数字化转型就会卡在获取数据这一初始环节上。因此，数字化转型并不完全是技术问题，而更多是信任问题或者利益分配问题。

具体到执行层面，圆通通过“网点管家”和“客户管家”两大系统工具对行业目前的痛点进行了针对性的优化：

流程优化方面，管家软件将大量原本需要人工完成的流程类工作转为线上自动处理，使用者只需要在重要的节点环节提供具体信息或做出判断指示，这样不但显著降低了软件使用者的负担，也大大压缩了退款、理赔等复杂业务的全流程处理时间。

降本增效方面，管家系统能够帮助加盟商在短时间内完成较精准的成本估算，为加盟商业务报价提供依据，从源头上避免亏损业务。此外，采用网点管家后，加盟商账单制作效率显著提升，客户回款周期明显压缩，加盟商资金周转压力得以缓解。

长期来看，加盟商的数字化转型可以帮助快递企业实现经营层面的正向循环，其本质是总部和加盟商通过数字化这一桥梁打通信息渠道，加固双边互信，减少加盟体系内部消耗，从而实现共赢。这也是“非直营的直营体系”想要达到的效果。

加盟制快递的竞争已经从总部层面的竞争下沉到加盟商层面的竞争。加盟商强则公司强，为加盟商赋能，帮助加盟商和末端网点创造更多的价值是新一轮行业竞争的主线。与几年前行业普遍展开的自动化转型不同的是，加盟商全面数字化转型具有较为明显的先发优势，转型带来的服务质量优化明显提升了客户粘性，对优质客户的留存起到至关重要的作用。目前圆通在为加盟商赋能方面走在行业前列，这是我们对公司进行推荐的主要原因。

盈利预测及投资评级：我们预计公司 2023-2025 年净利润分别为 41.6、46.6 和 52.1 亿元，对应 EPS 分别为 1.21、1.35 和 1.51 元。当前股价对应 2023-2025 年 PE 值分别为 13.0、11.6 和 10.4 倍。首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示：宏观经济不景气、行业竞争加剧、人力成本超预期上涨等。

详情参见：《圆通速递（600233）：顺应行业发展趋势，数字化转型大有可为》，曹奕丰，2023年8月9日。

2.3 伟星新材（002372）：探寻稳定高盈利和成长的秘密

伟星新材以塑料管为主要产品，包含 PPR 管、PE 管和 PVC 管以及防水净水产品，其中 PPR 管是营业和毛利占比最大的拳头产品。多年以来公司形成了全覆盖的销售网络和品牌影响力。作为传统的塑管公司盈利水平不但比其他塑管上市公司高很多，并且在 5500 多支 A 股上市公司中排名前列，处在 100 多位。

多年稳定的优秀产品品质和服务打造出强产品力。PPR 管是性价比的室内供水管，难以被其他管材替代。装修管材成本在总装修成本中占比较低，但是一旦出现问题会带来很高的损失和维修成本。公司依靠从原材料到生产，再到服务的严格管控，保证产品多年稳定的高品质，独创的星管家服务保障管材最终的使用效果，成为让客户放心产品，打造出公司的强产品力。

多年积累的口碑打造出公司的品牌力。有高品质产品和服务做基础支撑，公司从 2002 年就开始品牌建设，通过各种媒体、标志性工程、形象代言和企业荣誉的获得等打造出“VASEN 伟星”的知名品牌。伟星品牌的产品能够保证高品质和高质量，特别是像 PPR 管等多年使用的隐蔽工程产品，品牌影响更大，公司多年积累出的品牌力形成公司隐性的护城河。

扁平化、全覆盖的完善销售网络形成渠道力。公司多年来不断完善管理体系形成自己扁平化和全覆盖的销售网络，提升了市场竞争力。经销网络回款及时保证了公司现金的充裕，公司成为“现金牛”，保证稳定的现金高分红率。同时应对外部变化拓展直销模式，完善整体销售网络。公司销售人员占比逐年提升，超出东方雨虹和其他塑管上市公司，销售人员人均创收逐年提升。

渠道协同和品牌力保证同心圆业务稳定成长。在渠道和品牌力的加持下，公司 PPR 管产品毛利率保持在 50% 以上，高出上市公司同类产品较多。营收和毛利年复合增速也高于塑管上市公司同类产品。同时，公司积极发展防水和净水业务，获得高速的协同发展，2016 年到 2022 年营收和毛利年复合增长率超过 52%，带来新发展空间，保证公司同心圆业务稳定持续的成长。

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 16.12、19.81 和 24.02 亿元，对应 EPS 分别为 1.01、1.24 和 1.51 元。当前股价对应 2023-2025 年 PE 值分别为 20、16 和 13 倍。看好公司以产品力为基础，以扁平全覆盖渠道为支撑，在多年积累的品牌力推动下，公司成长性确定，发展空间更广，维持公司“强烈推荐”评级。

风险提示：下游需求改善程度和速度低于预期。

详情参见：《伟星新材（002372）：探寻稳定高盈利和成长的秘密》，赵军胜，2023 年 5 月 29 日。

2.4 金诚信（603979）：矿山资源业务助推公司进入成长新阶段

金诚信 2023 上半年实现营业收入 32.79 元，同比增长 32.3%；实现归母净利润 4.02 亿元，同比增长 36.4%；基本每股收益+34%至 0.67 元，其中公司 23Q2 营收及净利分别环比增长 22.16%及 17.3%至 18.03 亿元及 2.17 亿元。矿山开发服务业务稳定增长及矿山资源业务销量放大推动公司进入强成长阶段。

矿山开发服务业务已进入强增长阶段。公司矿山开发服务业务呈现持续的强增长特征，从增速角度观察，2016-2022 年间公司采供矿量 CAGR 达到 17.81%，掘进总量 CAGR 达到 3.16%。从完成角度观察，今年上半年已完成工作目标，23H1 实现采供矿量 1874.41 万吨（+9.2%），掘进总量 211.52 万立方米（+34.9%），分别达到全年计划完成率的 44.9%及 49.3%。此外，公司海外矿服业务延续稳健增长，23H1 实现营收+19.7%至 18.44 亿元，占矿服营收板块业务比重增至 61.6%。这一方面反映出公司海外市场成长性的持续显现，另一方面考虑到海外业务相对较高的利润情况，暗示公司利润率有优化空间。从实际的矿服合同签署角度观察，公司矿服业务新签合同在上半年稳定增长，同期新签及续签合同金额+30.3%至 43 亿元（相当于 22 年总额的 76.8%）。其中公司首次进入西非市场并承接了赤峰黄金 Wassa 地下金矿开采工程，首次在国内市场承接贵州磷矿井巷工程，整体显示公司在矿采选服务领域具有的强成长性。

矿山资源开发业务已实现有效的业绩推动。矿山资源开发业务开始对公司现金流形成有效贡献。上半年公司刚果（金）Dikulushi 矿山项目产出铜精矿含铜约 3200 吨，银金属量 7.51 吨，有效实现 1.68 亿元销售收入（Q2 铜产出有明显提速）。我们预计 2023 全年该项目在生产系统完善后有望实现年产约 8000 吨矿产铜，至 2024 年将达到年产 1 万吨铜的运营能力。此外，公司刚果（金）Lonshi 项目井下采出矿工作已进入产能爬坡阶段，铜厂已完成所有设备的单机试车，预计至 2024 年将形成有效的现金流贡献（当前 100%权益，当前权益铜金属 87 万吨@2.82%，达产后年产约 4 万吨铜，找矿潜力较大）。另一方面，公司在 23 年 5 月完成艾芬豪旗下 CMH 的 50%权益交割，公司将拥有 SanMatias 铜金银矿 50%的权益并且享有该项目从设计至建设的优先报价权（原矿石量 1.02 亿吨，品位@铜 0.41%，金 0.26g/t，银 2.3g/t）。除境外矿山，公司境内贵州两岔河项目南采矿区已按计划实现投产目标（年产 30 万吨），北采矿区亦完成进场施工条件（年产 50 万吨，计划建设期 3 年）。从矿山资源项目成长性观察，我们仍然预计 2023 年 Dikulushi 项目及贵州磷矿项目将产生实际的矿产品收入（0.8 万吨矿产铜+15 万吨磷矿）；至 2025 年公司或将形成近 5 万吨铜+80 万吨的 P205 生产能力，这将极大优化公司业绩弹性的释放。此外，考虑到公司 23H1 的铜、金及银储分别增长至 127 万吨、21 吨及 367 吨，预计公司海外矿山项目仍有较大找矿潜力，不排除后续公司矿山项目会有更大的矿权价值弹性释放。

公司财务指标稳定，财务费用占比大幅下降。公司收入规模增长及矿产品销售增加推动经营活动产生的现金流量净额增长 582.98%，公司投资活动现金流量净额增长 63.79%主因 Lonshi 铜矿建设支出增加、两岔河矿段磷矿基建支出增加及收购 CMH 权益所致。此外，尽管公司报告期内各项费用出现不同程度增长，但销售费用率降至 0.431%，管理费用率降至 5.34%，财务费用率降至 0.35%，整体反映出矿山资源业务的成长开始推动公司规模效应显现。

多项核心竞争力构筑公司成长优势。公司坚持科技创新驱动具有业内成熟且领先的矿采矿服技术优势；公司具备矿山工程建设、运营管理、设计开发及矿山设备制造的一体化优势；具有超千米深部资源等深井工程综合开发服务优势（竣工竖井最深达 1526 米，斜坡道最长达 8008 米）；矿山采选服务业具有 20 年的高认可度品牌影响力等。

公司成长性将受益于：矿业资本开支仍处强景气周期（行业强成长性），公司主营矿服项目的持续稳定扩张及海外市场市占率的持续攀升（提升公司成长性），公司自身矿山项目的逐步释放（提升公司业绩及估值弹性）。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入分别为 71.42 亿元、102.77 亿元、129.88 亿元；归母净利润分别为 9.54 亿元、17.69 亿元和 23.74 亿元；EPS 分别为 1.59 元、2.94 元和 3.95 元，对应 PE 分别为 21.38、11.53 和 8.59，维持“推荐”评级。

风险提示：全球矿山资本开支计划不及预期；项目国政治风险；客户集中度偏高风险；应收账款风险；公司矿端项目产出不及预期。

详情参见：《金诚信（603979）：矿山资源业务助推公司进入成长新阶段》，张天丰，2023年8月18日。

2.5 贵州茅台（600519）：业绩稳定增长，龙头稳健性凸显

贵州茅台 2023H1 实现营收 695.76 亿元，同比增长 20.76%，归母净利润 359.8 亿元，同比增长 20.76%。2023Q2 实现营收 308.20 亿元，同比增长 21.72%；实现归母净利润 151.86 亿元，同比增长 21.01%，略高于前期业绩预告。

产品协同发力，直营比例再提升。2023 二季度末，公司合同负债 73.34 亿元，同比下降 24.1%，判断与公司直营比例进一步提升有关。2023Q2 茅台酒实现营业收入 255.57 亿元，同比+21.09%；系列酒实现营业收入 50.60 亿元，同比+21.32%。茅台酒增幅环比提升，判断主要是 Q2 公司加大非标茅台酒投放力度带动茅台酒营收进一步增长。2023Q2 直销渠道实现营业收入 136.13 亿元，同比增长 35.29%，直营占比进一步提升至 44%。其中 2023H1 “i 茅台”注册人数突破 4200 万，平台上半年实现销售 93.38 亿元，对直营渠道销售起到直接推动作用。

毛利略降，费用比稳健。从毛利率来看，茅台 2023Q2 毛利率为 90.80%，同比-1.07%，主要是因为系列酒快速增长。2023Q2 销售费用率为 3.26%，较去年同期（3.72%）下降 0.46PCTS，管理费用率为 5.75%，较去年同期（5.71%）下行 0.04PCTS，财务费用率为-1.43%，较去年同期（-1.27%）下降，三项费用比稳健。

公司盈利预测及投资评级：在今年消费偏弱的经济环境中，公司通过发力非标产品、增加直营比例、赋能系列酒引领增长，2023Q2 仍保持了稳定高速增长，显示出龙头业绩强稳定性。我们维持判断 2023 年公司实现销售收入增长 15%，归母净利润增长 17%，对应 EPS58.39 元，对应估值 32 倍。考虑到公司在中长期仍具有持续稳定增长的趋势和能力，参考历史估值水平给与目标估值 35 倍，目标价 2043 元，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：宏观经济下行，消费复苏不及预期，高端白酒需求下行、部分改革措施不及预期等。

详情参见：《贵州茅台（600519）：业绩稳定增长，龙头稳健性凸显》，孟斯硕，2023年8月7日。

2.6 宁波银行（002142）：净息差环比走阔，资产质量保持优异

净利息收入增速回升，非息拖累营收增速小幅放缓；拨备反哺净利润保持较高增速。2022 年宁波银行实现营收 578.79 亿，同比增速较前三季度下降 5.5pct 至 9.7%；其中，受益于净息差企稳上行，利息净收入增速环比提升；收入端主要拖累项为非息收入。同时，信用成本降低、反哺利润，净利润同比增 18.1%，较前三季度下降 2.1pct。具体拆解来看：

利息净收入：同比增 14.8%，增速环比上升 3.4%。主要得益于信贷规模保持较快增长（同比+21.2%），净息差环比企稳回升（环比+3BP 至 2.02%）。

非息净收入：同比增 1.4%（增速环比下滑 20.4pct）。（1）财富管理拖累中收下降：全年实现手续费净

收入 74.66 亿，同比下降 9.6%；主要是受资本市场影响，财富管理中收下滑，代理类业务手续费收入同比下降 10.24%。（2）债市波动，其他非息收入同比下降：全年实现其他非息收入 128.92 亿，同比增 9.1%。其中，受资本市场债市波动影响，投资收益同比下降 9.82%，为主要拖累项。

拨备：2022 年公司减少信用减值损失计提、反哺利润，同比少计提 19.5 亿，同比下降 15.7%（主要是减少了金融投资、同业资产、表外业务拨备计提）；净利润增速同比增 18.1%，环比下降 2.1pct。

贷款保持较快增长，存款增长亮眼、定期占比有所提升。截止 2022 年末，宁波银行贷款同比增 21.2%，增速较三季度末略微放缓 1.1pct，但扩表速度仍为同业较高水平。贷款单季环比增 2.55%，其中对公、零售、票据贴现分别环比增 4.90%、4.73%、-19.19%。结构上看，年末贷款占比生息资产较年初提高 0.95pct 至 44.6%；对公、个贷、票据占比分别+0.21pct、-1.21pct、+1pct。年末存款同比增 23.2%，增速环比提升 3.7pct；结构上看，存款呈现定期化趋势，年末定期存款占比 58.9%，同比上升 4.17pct。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。

净息差延续环比回升态势。2022 年净息差为 2.02%，环比+3BP（连续两个季度上行，较上半年+6BP）。拆分来看，主要贡献来自负债成本下降。（1）资产端收益率降幅小于同业。22 年生息资产收益率 4.25%，较上半年下降 1BP；其中，贷款、对公贷款、个人贷款分别下降 4BP、1BP、5BP，总体来看贷款收益率降幅小于可比同业。预计主要得益于宁波银行贷款久期较短，LPR 下行的重定价影响被较早消化。（2）存款成本下降带动负债端付息率下降。22 年计息负债付息率 2.05%，较上半年下降 5BP；得益于存款自律机制红利释放，以及存款成本主动管控，存款付息率下降 3BP（其中个人定期存款付息率下降 67BP）。展望 2023 年，贷款定价或将延续下行趋势，净息差收窄压力依然存在，预计公司将主要通过优化资产结构、管控存款成本来维持净息差稳定，净息差收窄压力或小于同业。

资产质量更加优异，拨备保持较高水平。22 年末不良贷款率为 0.75%，环比下降 2BP；其中，对公、个贷不良率较年中分别-8BP、+6BP，资产质量保持平稳。从不良生成情况来看，不良净生成率 0.79%，同比下降 13BP。年末逾期贷款占比 0.81%，较年中上升 5BP；逾期 90 天以上贷款/不良 67.8%，较年中下降 5.7pct，认定标准进一步趋严。年末拨备覆盖率 504.9%，环比下降 15.3pct，拨备保持较高水平。展望 2023 年，经济及消费复苏，个贷不良生成情况有望逐步改善，预计全年资产质量保持平稳。

投资建议：宁波银行深耕长三角地区，受益于区域经济发展；体制机制较优，市场化程度高。公司具备前瞻性的量价平衡摆布能力，稳固的多元收入结构，以及持续审慎的风控水平，长期看好公司的高成长属性。预计随着经济和消费的复苏，公司有望受益于零售信贷需求恢复带来的信贷结构改善以及区域优势下较为旺盛的信贷需求，净息差收窄压力或好于同业；同时，资本市场回暖可期，有望带动财富管理相关中收恢复性增长。我们预计 2023-2025 年净利润增速分别为 19.7%、19.7%、19.1%，对应 BVPS 分别为 26.7、30.9、35.9 元/股。2023 年 4 月 5 日收盘价 27.2 元/股，对应 1.02 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，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。

详情参见：《宁波银行（002142）：净息差环比走阔，资产质量保持优异》，林瑾璐，2023 年 4 月 6 日。

3. 风险提示

行业景气度不达预期，宏观经济超预期波动，政策推进不及预期。

分析师简介

刘田田

对外经济贸易大学金融硕士，2019年1月加入东兴证券研究所，现任大消费组组长、纺织服装轻工行业首席分析师。2年买方经验，覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维。

曹奕丰

复旦大学数学与应用数学学士，金融数学硕士，7年投资研究经验，2015-2018年就职于广发证券发展研究中心，2019年加盟东兴证券研究所，专注于交通运输行业研究。现兼任东兴证券能源与材料组组长。

赵军胜

中央财经大学硕士，首席分析师，2011年加盟东兴证券，从事建材、建筑等行业研究。金融界慧眼识券商行业最佳分析师2014和2015年第4和第3名。东方财富中国最佳分析师2015年、2016年和2017年上半年建材第3名、建材第1名和建材第3名和建筑装饰第1名。卖方分析师水晶球奖2016和2017年公募基金榜连续入围。2018年今日投资“天眼”唯一3年五星级分析师，2014、2016、2017和2018年获最佳分析师，选股第3和第1名、盈利预测最准确分析师等。2019年“金翼奖”第1名。2020年WIND金牌分析师第3名；东方新财富行业最佳分析师第3名。

张天丰

金属与金属新材料行业首席分析师。英国布里斯托大学金融与投资学硕士。具有十年以上金融衍生品研究、投资及团队管理经验。曾担任东兴资产管理计划投资经理（CTA），东兴期货投资咨询部总经理。曾获得中国金融期货交易所（中金所）期权联合研究课题二等奖，中金所期权联合研究课题三等奖；曾获得中金所期权产品大赛文本类银奖及多媒体类铜奖；曾获得大连商品期货交易所豆粕期权做市商大赛三等奖，中金所股指期货做市商大赛入围奖。曾为安泰科、中国金属通报、经济参考报特约撰稿人，上海期货交易所注册期权讲师，中国金融期货交易所注册期权讲师，Wind金牌分析师。

孟斯硕

首席分析师，工商管理硕士，曾任职太平洋证券、民生证券等，6年食品饮料行业研究经验，2020年6月加入东兴证券。

林瑾璐

英国剑桥大学金融与经济学硕士。多年银行业投研经验，历任国金证券、海通证券、天风证券银行业分析师。2019年7月加入东兴证券研究所，担任金融地产组组长。

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

