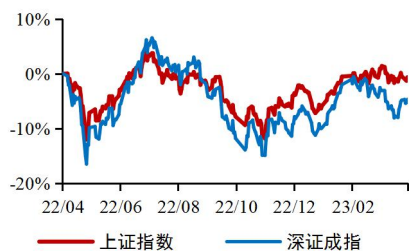


信义山证 汇通天下

研究早观点

2023 年 3 月 31 日 星期五

市场走势



资料来源：最闻

国内市场主要指数

指数	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,261.25	0.65
深证成指	11,651.83	0.62
沪深 300	4,038.53	0.81
中小板指	7,712.84	0.69
创业板指	2,383.04	0.50
科创 50	1,065.69	0.33

主要海外市场指数

指数	收盘	涨跌幅%
道琼斯	32,859.03	0.43
纳斯达克综合	12,013.47	0.73
标普 500	4,050.83	0.57
巴黎 CAC40	7,263.37	1.06
德国法兰克福 DAX	15,522.40	1.26
日经 225	27,782.93	-0.36
恒生指数	20,309.13	0.58

资料来源：最闻

【今日要点】

【公司评论】首旅酒店(600258.SH)：首旅酒店（600258.SH）2022 年报点评-疫情不减拓店步伐，看好年内出行市场需求释放提振业绩

【山证医药】新天药业（002873）2022 年年报点评-品牌计划推及全国，新品跟进储备未来动力

【山证金融&衍生品】新华保险年报点评-资负两承压，内含价值下降

【山证金融&衍生品】邮储银行年报点评-业绩稳健增长，定增落地助力规模继续扩张

【山证非银】国泰君安 2022 年年报点评-零售经纪保持领先，股衍规模持续增长

【山证农业】巨星农牧 2022 年报点评-2022 年生猪出栏量大幅增长

【山证机械】一拖股份（601038.SH）2022 年报点评-增速快于行业，长期市占率有望继续提升

【山证金融&衍生品】中国人寿年报点评-投资收益拖累业绩，银保趸交维稳新单

【公司评论】广州酒家(603043.SH)：广州酒家（603043.SH）2022 年报点评-疫情拖累餐饮板块，23 年双节重合静候月饼销量释放

【宏观策略】A 股探底回升，家电、消费板块拉升



【今日要点】

【公司评论】首旅酒店(600258.SH)：首旅酒店（600258.SH）2022 年报点评-疫情不减拓店步伐，看好年内出行市场需求释放提振业绩

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

- 事件描述
- 公司发布 2022 年财报，期内实现营收 50.89 亿元（-17.29%），归母业绩亏损 5.82 亿元（21 年同期盈利 0.55 亿元），扣非归母业绩亏损 6.73 亿元（21 年同期盈利 0.1 亿元），EPS-0.52 元。受限于 22Q4 疫情管控政策趋严、出行环境变化所致单 Q4 实现营收 12.52 亿元（-12.3%），归母业绩亏损 2.51 亿元（21Q4 亏损 0.69 亿元），扣非归母业绩亏损 2.77 亿元（21Q4 亏损 0.82 亿元）。全年仅 Q3 实现归母净利润 0.52 亿元，其余季度均表现亏损。
- 事件点评
- 年内疫情反复拖累酒店业务表现亏损。酒店业务营收 49.03 亿元（-15.93%），亏损 7.18 亿元（较上年同期减少 6.18 亿元），其中酒店运营模式收入占比 71.07%、管理模式占比 25.27%（+1.33pct）；景区运营收入 1.86 亿元（-42.03%），亏损 954 万元（较上年同期减少 1.15 亿元）。经济型酒店以“如家”系为核心持续改造升级。年内公司升级改造资本性支出 3.78 亿元，主要用于升级如家商旅、如家酒店、如家 NEO3.0 等经济型酒店，目前如家品牌店占比提升至 49.47%（+6.77pct）。年内公司会员数达 1.38 亿（+3.76%），通过自有渠道入住间夜数占比为 76.18%。
- 公司新开店步伐未受疫情影响有所放缓，期内新开门店 879 家（Q1/Q2/Q3/Q4 分别新开 190/152/279/258 家）。新开店类型方面，公司继续优先发展中高端酒店战略，年内中高端酒店 200 家，占新开门店 22.75%；目前公司中高端酒店数占比提升至 25.36%，房间数占比提升至 35.3%，中高端酒店产品贡献收入提升至 53.02%（-6.14pct）。新开店模式方面，特许加盟方式新开店 850 家，占比 96.7%；目前特许加盟门店比例提升至 88.68%，酒店管理收入占比 26.23%。储备店方面，公司期末储备门店数上升至 2085 家，为 23 年商旅需求恢复提供坚持供给保障。
- 经济型酒店韧性较强，平均房价较 19 年同比下滑幅度在 9%左右。22Q4 首旅如家全部酒店 RevPAR95 元（-11.6%）较 19 年同期-37%、ADR182 元（-2%）较 19 年同期-6.5%、OCC52.3%（-5.7pct）较 2019 年同期-25.3pct。其中经济型酒店 22Q4RevPAR85 元（-11%）、ADR151 元（-2.7%）、OCC56.4%（-5.3pct）；中高端酒店 22Q4RevPAR123 元（-14.1%）、ADR236 元（-6.1%）、OCC52%（-4.8pct）。
- 22 全年首旅如家全部酒店 RevPAR97 元（-17.9%）较 19 年同期-38.6%、ADR183 元（-4.6%）较 19 年同期-8.6%、OCC53.1%（-8.6pct）较 19 年同期-25.9pct。其中经济型酒店 22 全年 RevPAR86 元

(-17.5%)、ADR152 元 (-5.3%)、OCC56.8% (-8.5pct)；中高端酒店 22 全年 RevPAR129 元 (-18.7%)、ADR241 元 (-8.9%)、OCC53.5% (-6.5pct)。

- 公司年内毛利率 15.68% (-10.47pct)，净利率-13.26% (-13.42pct)，由于公司酒店管理业务收入占比较小、该业务毛利率较高、叠加公司重点发展酒店管理业务，业绩整体呈现出收入变动小、利润变动大的特征。整体费用率 27.23% (+2.04pct)，其中销售费用率 4.8% (-0.44pct) 系年内中介订单大幅减致销售佣金减少、广告投入减少、出租率下降致会员卡费用摊销下降；管理费用率 13.55% (+2.09pct) 系新增办公室租赁等资产致折旧摊销费用上升；研发费用率 1.18% (+0.26pct) 系打造智慧酒店、增加数字化中台系统等投入；财务费用 4.52 亿元 (-13.42%) 系租赁负债下降对应利息费用减少。经营活动现金流净额 14.92 亿元 (-35.35%)。
- 投资建议
- 从 1-3 月出行恢复情况来看，商旅出行+休闲度假+务工人员跨区域流动走强，中高端商务休闲市场+下沉市场需求加速释放。预计年内出行场景持续修复、公司加快布局下沉市场，看好后续业绩修复带动经营回暖。预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.8\1.01\1.57，对应公司 3 月 30 日收盘价 23.91 元，2023-2025 年 PE 分别为 29.8\23.6\15.2 倍，维持“增持-B”评级。
- 风险提示
- 公司经营成本上升风险；景区客流下降风险；新开店不及预期风险。

【山证医药】新天药业（002873）2022 年年报点评-品牌计划推及全国，新品跟进储备未来动力

魏贇 weiyun@sxzq.com

【投资要点】

- 事件描述
- 公司发布 2022 年年报，实现收入 10.88 亿元，同比增长 12.15%；实现归母净利润 1.16 亿元，同比增长 15.40%；实现扣非后归母净利润 1.06 亿元，同比增长 12.71%；实现 EPS 0.50 元。
- 事件点评
- 全年受疫情及药材成本上升等因素影响导致利润增速回落，品牌计划今年将推及全国。2022 第四季度实现收入 2.18 亿元，同比下降 2.73%；实现归母净利润 0.11 亿元，同比下降 3.92%；实现扣非归母净利润 415.61 万元，同比下降 45.75%。公司在 2022 年初开启了品牌计划，在四个省份九大城市重点试点，带动 OTC 销售单店产出提升，拉动 OTC 渠道销售占比从 30%左右提升至 34%左右。目前公司处方药产品覆盖 12800 余家县（区）级以上医院，其中三级医院 1700 余家，与国内 1500 余家医疗商业单位建立了长期稳定的业务关系；OTC 产品覆盖 800 余家药品连锁公司、10 万余家门店，与国内近 500 家药品连锁公司总部建立了长期稳定的业务关系。23 年品牌计划将逐步推广到全国区域，进一

步提升 OTC 渠道销售占比。未来在保持整体销售增长的前提下，OTC 销售占比计划提升至 50%左右。

- **主导品种增长稳定，小品种提供新的增长点。**2022 年公司妇科产品收入 7.69 亿元，同比增长 11.95%，毛利率 76.78%。泌尿系统产品收入 2.22 亿元，同比增长 9.95%，毛利率 84.71%。清热解毒类收入 8016.44 万元，同比增长 17.09%，毛利率 64.59%。此外，公司现有小规模在产产品中，调经活血胶囊、欣力康胶囊、龙掌口含液、当归益血口服液、消瘀降脂胶囊等均为独家品种，经培育后有望成为公司新的业绩增长点。
- **新药+配方颗粒+经典名方跟进，为未来储备动能。**龙岑盆腔舒颗粒、苦莪洁阴凝胶、术愈通颗粒 3 个中药新药产品已完成三期临床试验，进入申报资料整理阶段，将陆续报产。公司还拥有中药配方颗粒省标品种 445 个，完成国标备案 179 个，8 首经典名方产品的研发也已初见成效。研发上已经形成“二三四”格局：研发布局于上海、贵阳两地，分别建立了上海海天医药、上海硕方医药、贵阳新天药业三大研发基地，系统地构建了中药创新药研发中心、中药配方颗粒研发中心、古代经典名方研发中心、上市后临床医学研究中心等四大研发模块。
- **投资建议**
- **公司销售上拓展 OTC 渠道，控费增效，加大品牌投入，同时启动二线品种的销售推广，研发上已经形成“中药创新药+中药配方颗粒和在研经典名方+投资小分子化药创新药”的产品格局。**预计公司 2023~2025 年 EPS 分别为 0.63\0.75\0.90，以 3 月 30 日收盘价 13.27 元计算，PE 分别 21.7\18.1\15.2 倍，给予“买入-B”评级。
- **风险提示**
- **行业政策风险：**医保控费、中药集采降价等；**产品研发及上市进度慢于预期的风险；**药品质量风险；**中药材涨价等。**

【山证金融&衍生品】新华保险年报点评-资产负债承压，内含价值下降

崔晓雁 cuixiaoyan@sxzq.com

【投资要点】

- **事件：**公司发布 2022 年年报，全年已赚保费 1609 亿元、同比-0.3%，投资收益 517.46 亿元、同比-13.6%，归母净利润 98.22 亿元、同比-34.3%。集团 EV 2556 亿元、同比-1.3%，寿险及健康险 NBV 24.23 亿元、同比-59.5%，NBVM 5.5%、同比-7.4pct。
- **个险渠道未见明显改善。**个险渠道长险新单 106.72 亿元、同比-30.9%，年末代理人 19.7 万人、同比-49.4%，月人均综合产能 3273 元、同比+18.8%，增速小于同业。个险 NBV 23.39 亿元、同比-59.5%，NBVM18.7%、同比-12.6pct。银保渠道保费稳健但价值下降，银保长险新单 280.46 亿元、同比+11.3%，银保 NBV 3.46 亿元、同比-30.4%，NBVM 1.2%、同比-0.7pct。从新单产品结构更能清晰说明新业务价值率的大幅下

降，分红险、健康险、传统险的长险新单分别为 203.35 亿元、40.18 亿元、144.52 亿元，同比分别+11.4%、-52.2%、+1.0%，价值率较高的健康险占比明显下降。

- **投资收益明显下降。**净、总投资收益率分别为 4.60%、4.30%，同比分别+30BP、-160BP。年末投资资产总额 1.20 万亿元、同比+11.1%，其中债权、股权、定存、现金及等价物等主要投资资产占比分别为 50.0%、23.2%、18.9%、1.5%，同比分别-3.3pct、-0.6pct、+3.3pct、+0.1pct。
- **投资建议：**公司 2022 年业绩受投资收益明显拖累。在投资收益率逐步回升的假设下，我们将 2023-25 年盈利预测分别上调 6.1%、1.8%、6.5%，上调后的增速为+19.34%、+16.06%、+11.78%。公司 2023E P/EV 0.33x，处于历史低位。考虑到公司负债端较弱、资产端贝塔属性较强，维持“中性-B”。
- **风险提示：**资本市场波动加剧、长端利率下行、代理人持续流失等。

【山证金融&衍生品】邮储银行年报点评-业绩稳健增长，定增落地助力规模继续扩张

崔晓雁 cuixiaoyan@sxzq.com

【投资要点】

- **事件：**公司发布 2022 年年报，营收 3349.56 亿元、同比+5.1%，PPOP 1267.11 亿元、同比-1.1%，归母净利润 852.24 亿元、同比+11.9%。加权平均 ROE 11.89%、同比+0.03pct。
- **规模稳健扩张，息差略显承压。**全年利息净收入 2735.93 亿元、同比+1.5%，生息资产规模 12.45 万亿元、同比+8.8%，其中贷款 6.90 万亿元、同比+12.5%，零售/对公/贴现分别同比+10.9%、+16.2%、+7.5%。净息差 2.20%、同比-16BP。450 亿元定增落地，有力支持规模扩张。按年末数据测算，本次定增可使公司核心一级/一级/资本充足率均提升 62BP 至 9.98%、11.90%、14.44%。2017 年以来邮储银行的贷款总额年均增速 14.71%（vs 其他大行 10%左右）、RWA 年均增速 10.35%（vs 其他大行 7%左右），规模扩张速度较快。
- **非息收入亮眼。**非息收入 613.63 亿元、同比+24.3%、占比 18.3%。其中手续费及佣金收入 284.34 亿元、同比+29.2%，主要由代理、理财业务手续费增长带动。投资收益 261.55 亿元、同比-3%。信用减值损失 353.47 亿元、同比-24.2%，为利润增长做出较大贡献。成本收入比 61.14%、同比+2.40pct，一是由于邮政网点吸收个人存款增加导致储蓄代理费用同比+14.7%，二是由于公司加大信息化建设导致折旧及摊销费用同比+25.0%。
- **资产质量良好，风险抵补能力强。**不良贷款率 0.84%、同比+2B。拨备覆盖率 385.51%、同比-33.1pct，仍高于其他国有大行。
- **投资建议：**公司净利润相当于我们此前预测值的 98%，符合预期。考虑到公司资本实力增强，我们上调公司资产规模增速，并基于此将 2023-25 年盈利预测上调 1.9%、5.2%、3.8%，上调后增速为+17.96%、+15.57%、+13.16%。公司当前股价对应 2023E P/B 0.60x，处上市以来低位，维持“买入-A”。

- 风险提示：资产扩张不及预期，净息差下滑，资产质量恶化等。

【山证非银】国泰君安 2022 年年报点评-零售经纪保持领先，股衍规模持续增长

孙田田 0351-8686900 suntiantian@sxzq.com

【投资要点】

- 事件描述：
- 公司发布 2022 年年报，报告期内实现营业收入 354.71 亿元，同比-17.16%，实现归母净利润 115.07 亿元，同比-23.35%。加权平均 ROE7.88%，同比下降 3.17pct。
- 投资要点：
- 强化零售客群经营，着力打造科技平台。2022 年公司财富管理业务继续保持行业领先：1）代买净收入市场份额 5.48%，保持行业第 1，股基交易市占率 4.20%，小幅下降 0.03pct，两融余额 871.39 亿元，市场份额 5.66%，与上年末基本持平；2）数字科技能力不断提升，期末君弘 APP 用户 3,901 万户、同比增长 2.9%，平均月活用户排名行业第 2；3）产品销售竞争力稳步提升，股混类公募基金保有量由去年同期的 29 名（全市场）提升到 26 名，规模提升 24%至 499 亿元。
- 投行深化事业部改革，IPO 承销份额提升。2022 年公司投行业务全年实现收入 43.11 亿元，同比增长 6.13%。主承销金额 8,683.88 亿元，同比下降 7.9%，保持行业第 5 位，其中股权主承销额 715.66 亿元，排名行业第 5，IPO 主承销金额 295.26 亿元，市场份额 5.65%，提升 0.60pct。债券主承销金额 7,968.22 亿元，同比下降 5.2%，排名行业第 5 位。
- 投资向客需转型，衍生品业务规模持续增长。权益类场外衍生品累计新增名义本金 4,679.82 亿元，增长 20.3%，跨境业务累计新增名义本金 2,436.40 亿元，增长 63.7%。FICC 业务不断丰富盈利模式，保持稳健盈利，债券通综合排名行业第 3 位，利率互换累计成交名义本金 1.79 万亿元，排名行业第 1 位，信用衍生品业务规模新增 178.45 亿元，增长 241%，排名行业第 1 位。
- 资管规模实现增长，完善基金业务布局。2022 年公司实现资管业务收入 16.48 亿元，同比下降 8%。其中，资管规模 4,333.65 亿元，增长 12.8%，其中集合类产品增长 44.8%至 1,546.32 亿元，公募规模 444.14 亿元，增长 84.2%。公司 2022 年 11 月完成对华安基金股权的受让，持股比例增加至 51%，华安基金成为公司控股子公司，2022 年华安基金实现净利润 10.31 亿元，增长 2%。
- 盈利预测、估值分析和投资建议：公司财富管理业务行业龙头稳固，投行、资管、自营业务转型不断深化，各项业务稳步优化。预计公司 2023 年-2025 年分别实现归母净利润 142.75 亿元、159.07 亿元和 166.67 亿元，增长 24.05%、11.43%和 4.78%；PB 分别为 0.77/0.74/0.70，给予“增持-A”评级。
- 风险提示：金融市场大幅波动，业务推进不及预期，公司出现较大风险事件。

【山证农业】巨星农牧 2022 年报点评-2022 年生猪出栏量大幅增长

陈振志 chenzhenzhi@sxzq.com

【投资要点】

- **公司披露 2022 年年报。**公司 2022 年实现营业收入 3967.94 百万元，同比增长 33.02%，归属净利润 158.09 百万元，同比下滑 38.96%，EPS 为 0.31 元，加权平均 ROE 为 4.49%，同比下滑 4.24 个百分点。其中，2022 年 Q4 实现营业收入 1452.02 百万元，同比增长 61.56%，归属净利润 254.89 百万元，Q4 单季度归属净利润同比和环比均明显回升。公司 2022 年利润分配预案：每 10 股分配现金红利 0.32 元（含税）。
- **公司 2022 年生猪出栏量 153.01 万头，同比 2021 年的 87.1 万头大幅增长 75.67%，生猪产品实现营业收入 2990.41 百万元，同比增长 66.86%，毛利率 18.08%，同比减少 8.13 个百分点。**2022 年下半年，随着生猪价格回升，国内自繁自养和外购仔猪养殖的单头盈利水平分别从上半年的-329 元/头和-78 元/头大幅回升至下半年的 616 元/头和 661 元/头。受益于国内生猪价格的回升，公司生猪养殖业务盈利水平在 Q3 和 Q4 得到明显改善。
- **公司 2022 年饲料生产量 64.63 万吨，对外销售量 11.78 万吨，实现营业收入 551.74 百万元，同比分别增长 29.21%、1.03%、6.28%，饲料毛利率 8.23%，同比增加 0.31 个百分点。**
- **投资建议**
- **我们预计公司 2023-2025 年归母公司净利润 4.15/16.85/17.07 亿元，对应 EPS 为 0.82/3.33/3.37 元，目前股价对应 2023/2024 年 PE 为 33/8 倍，维持“增持-B”评级。。**
- **风险提示：**畜禽疫情风险，自然灾害风险，原料涨价风险，运输不畅风险。

【山证机械】一拖股份（601038.SH）2022 年报点评-增速快于行业，长期市占率有望继续提升

王志杰 wangzhijie@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- **公司披露 2022 年年报。**2022 年，公司实现营业收入 125.6 亿元，同比+34.6%；实现归母净利润 6.8 亿元，同比+55.4%；扣非后归母净利润 7.7 亿元，同比+130.2%。其中，22Q4 实现营业收入 22.4 亿元，同比+103.3%；实现归母净利润-1.1 亿元，同比减亏 1.2 亿元。
- **事件点评**
- **大中拖销量增速快于行业，海外销售持续增长。**从收入构成来看，公司农业机械、动力机械分别创收 116.5 亿元、25.8 亿元，同比+37.6%、+13.1%，其中分部抵消 17.7 亿元。从产品销量来看，据中国

农机工业协会，2022 年，行业骨干企业大中拖销量 37.5 万台，同比+17.2%；公司大中拖销量 8.8 万台，创历史新高，同比+27.6%，同时，公司海外销量持续增长，出口数量同比+37.8%。此外，公司柴油机实现销售 15.1 万台，其中外部市场配套销量同比增长 8.3%，进一步获得外部用户认可。

- **毛利率小幅下滑 0.5pct，经营净现金流大幅增长。**（1）2022 年，公司毛利率/净利率分别为 15.7%/5.2%，同比-0.5pct/+0.4%pct，毛利率下滑主要是原材料价格高位波动叠加能源价格大幅增长所致。（2）期间费用率：公司强化费用管控，四项期间费用率均有下滑，合计 8.8%，同比-2.3pct。（3）公司资产减值和信用减值损失合计 1.3 亿元/同比减少 6.9 亿元，投资收益 0.1 亿元/同比减少 6.3 亿元，主要是因为上年同期法国公司、收获机械公司进行清算，公司计提长期股权投资减值损失以及前期超额亏损进行回转。（4）经营现金流：公司经营活动现金流净额为 36.0 亿元，同比+518.6%，一方面产品销售增长，另一方面是一拖财务公司与国机财务公司重组、资金收回。
- **中央“一号文件”强调要强化农业科技和装备支撑，农机进入高质量发展阶段。**“一号文件”指出要加快先进农机研发推广，完善农机购置与应用补贴，在此背景下，农机高质量发展将加速推进。此外，长期来看，国四标准升级有利于行业落后产能出清，促进提效升级，龙头企业市占率有望继续提升。
- **投资建议**
- **预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 8.4/11.1/14.3 亿元，同比分别增长 23.4%/32.0%/28.8%，对应 EPS 分别为 0.75/0.99/1.27 元，对应 3 月 29 日收盘价 11.26 元，PE 分别为 15.1/11.4/8.9 倍。维持“增持-B”的投资评级。**
- **风险提示：**非道路国四切换导致市场需求变化风险；行业政策调整的风险；原材料及能源价格波动的风险。

【山证金融&衍生品】中国人寿年报点评-投资收益拖累业绩，银保趸交维稳新单

崔晓雁 cuixiaoyan@sxzq.com

【投资要点】

- **事件：**公司发布 2022 年年报，全年已赚保费 6078 亿元、同比-0.6%，投资收益 2090 亿元、同比-11.7%，归母净利润 320.82 亿元、同比-36.8%。集团 EV 1.23 万亿元、同比+2.3%，寿险及健康险 NBV 360.04 亿元、同比-19.6%，其中个险渠道 NBV 333.33 亿元、同比-22.4%、占比 92.6%，个险渠道 NBVM 33.0%、同比-9.2pct。
- **代理人产能明显提升。**个险年化新单 1010 亿元、同比-0.7%，年末代理人规模 66.8 万人、同比-18.5%，人均产能 9155 元/人/月、同比+46.3%。个险业务结构有所优化。十年期及以上期交新单 418.12 亿元、同比+0.3%，占期交新单比重 51.28%、占比提升 0.73pct。银保大力发展趸交业务。银保新单 268.21 亿元、同比+66.4%，趸交新单占比从去年的 0.1%升至 44.5%。

- **投资收益明显下降。**受市场利率下行影响，全年净投资收益率 4.00%、同比-38BP。受权益市场下跌影响，全年总投资收益率 3.94%、同比-104BP。综合投资收益率 1.92%、同比-295BP。年末投资资产 5.06 万亿元、同比+7.4%，其中债券、定存、债权、股基等主要投资资产占比分别为 48.54%、9.59%、8.98%、11.34%，同比分别+0.34pct、-1.64pct、-0.43pct、+2.59pct。
- **投资建议：**公司 2022 年业绩受投资收益拖累明显。在投资收益率逐步回升的假设下，我们将公司 2023-25 年盈利预测分别上调 4.4%、4.7%、1.2%，调整后的归母净利润增速分别为+38.77%、+16.30%、+14.92%。公司当前股价对应 2023E P/EV 0.71x，略低于近 5 年以来估值 50%分位。考虑到公司人力稳固程度优于同业、资产端弹性较足，维持“买入-B”评级。
- **风险提示：**资本市场波动加剧，长端利率下行，代理人流失超预期等。

【公司评论】广州酒家(603043.SH)：广州酒家（603043.SH）2022 年报点评-疫情拖累餐饮板块，23 年双节重合静候月饼销量释放

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- **公司发布 2022 年财报，期内实现营收 41.12 亿元（+5.72%），归母净利润 5.2 亿元（-6.68%）、扣非归母净利润 4.76 亿元（-9.43%），EPS0.91 元。Q4 实现营收 7.73 亿元（-11.46%），归母净利润 0.37 亿元（-67.02%）、扣非归母业绩亏损 646 万元（21Q4 盈利 0.94 亿元），Q4 业绩大幅下滑主要系 11-12 月疫情冲击线下餐饮门店经营所致。**
- **事件点评**
- **期内食品制造业务产能显著提升。**月饼收入 15.18 亿元（-0.13%），毛利率 54.18%（-2.28pct）；速冻食品收入 10.57 亿元（+24.75%），毛利率 36.56%（+0.38pct）；餐饮收入 7.62 亿元（+5.14%），毛利率 1.92%（-7.49pct）。产销方面，食品加工业务库存全面优化。速冻条线提产显著，产量、销量同比增加 10.8%、17.2%，产销比 100.35%，库存同比减少 3.9%；月饼系列产销比 97.79%，库存同比减少 9.9%。销售地区方面，境外销量快速爬坡。广东省内收入 31.4 亿元（+7.81%），毛利率 33.67%（-1.94pct），期内经销商减少 7 家；省外收入 8.85 亿元（-0.9%），毛利率 40.67%（-2.12pct），期内经销商增加 29 家；境外收入 0.47 亿元（+18.12%），经销商增加 7 家，毛利率 28.97%（-0.84pct）。销售渠道方面，经销渠道贡献稳定营收，实现收入 22.98 亿元（+6.67%），毛利率 42.83%（-0.44pct）；直销收入 17.74 亿元（+4.92%），毛利率 25.18%（-5.45pct）。
- **产能协同效应保障产品供应。**目前公司广州、茂名、梅州、湘潭四大生产基地协同配合，梅州基地一期投产推动速冻产能释放、广州基地新增一条速冻生产线、湘潭基地速冻食品生产车间建设推进，持

续布局速冻业务长线发展。

- **餐饮业务跨区域拓店成效显著。**目前公司共有餐饮直营门店 36 家，其中广州酒家 22 家、星樾城 3 家、陶陶居 11 家，授权第三方经营陶陶居门店 23 家。期内公司新增 7 家餐饮门店，广东省内新增 5 家（广州酒家新开 2 家、陶陶居新开 1 家、星樾城新开 1 家）；省外加速开拓华中市场，新开长沙广州酒家、成都陶陶居。公司成立上海餐厅管理公司，以上海为据点推进华东地区餐饮、食品加工业务发展。
- **年内受疫情不间断冲击影响，盈利水平稍有下滑。**毛利率 35.63% (-2.19pct)、净利率 12.96% (-1.57pct)。整体费用率 18.81% (+0.35pct)，其中销售费用率 10.74% (+1.41pct)、管理费用率 9.24% (-0.5pct)、研发费用率 2.04% (+0.05pct)、财务费用率 -1.17% (-0.56pct)。经营活动现金流量净额 8.33 亿元 (+14.21%)。
- **投资建议**
- **我们持续看好公司“餐饮+食品”双主业协同发展。**23 年消费环境改善，餐饮业务作为线下高频、刚需消费有望实现快速反弹。公司速冻业务持续扩产，湘潭二期生产基地有望投产支持速冻业务长期稳定发展。23 年又逢中秋+国庆双节重合，假期延长推动团聚、走亲访友增加，带动具有送礼社交属性月饼礼盒销量增加。预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 1.22\1.74\1.97 元，对应公司 3 月 29 日收盘价 29.18 元，2023-2025 年 PE 分别为 24\16.7\14.8 倍，维持“增持-B”评级。
- **风险提示**
- 食品原材料价格上涨风险；大股东减持风险；线下消费不及预期风险。

【宏观策略】A 股探底回升，家电、消费板块拉升

李孔逸 likongyi@sxzq.com

- **走势回顾：**
- **三大指数小幅高开，开盘震荡下行，盘中反弹，尾盘拉升收涨。**截止收盘，沪指报 3261.25 点，涨 0.65%；深成指报 11651.83 点，涨 0.62%；创指报 2383.04 点，涨 0.50%。行业指数涨跌不一，家电(+3.46%)、煤炭(+3.01%)和消费者服务(+1.96%)领涨；通信(-2.97%)、计算机(-1.86%)、传媒(-1.51%)领跌；总体来看，两市个股跌多于涨，超 3000 只个股下跌，超 1900 只个股上涨，成交额回落至 9448 亿元。
- **市场焦点：**
- **A 股人气持续，消费概念复苏，通信、AI 概念回调。**板块方面，受中国汽车流通协会会长发声延长“国六 A”车型销售期的相关政策即将出台消息影响，汽车板块高开，开盘探底反弹，震荡走高；新能源板块盘中异动拉升；通信、计算机、传媒板块全天震荡走低；家电、煤炭、消费者服务板块尾盘拉升。从涨停板的情况看，全市场涨停个股（非 ST）回升至 19 家，连板家数 3 家，热点持续性较低，赚钱效应偏低。

- **我们认为，A 股短期震荡，中长期走强的预期不变。**美联储联合财政部，正与各国央行协同努力化解海外流动性风险。同时，国外流动性风险也促使资金回流中国，人民币汇率回升，央行降准继续释放国内流动性。中国与巴西敲定本币贸易，推动人民币走强与 A 股资产升值。中长期看，两会后 2023 宏观政策导向务实平稳，在扩大内需总方针指引下，各部委拼经济政策逐步揭露，国家机构改革，加大了科技创新，大数据和央企改革等领域的关注度。鉴于当前 A 股整体估值仍偏低，在当前区间有较强支撑，未完全反应市场较强预期。随着国内经济逐步企稳回暖，前 3 月地产销量与售价数据均回暖，土拍回暖，外贸数据平稳，财政政策导向积极，均有望带动市场预期的进一步增强。国外银行流动性问题遏制了美联储激进加息的预期和政策空间，有望逐渐在年中提前达到利率拐点，减缓紧缩，国内流动性和企业盈利均有望逐步好转。A 股在全球流动性风险下显露韧性，市场正在震荡修复中，各板块机会相对均衡，更看好具有中长期强成长逻辑、下游需求刚性、短期季节性强提振的标的，配置中我们建议紧扣基本面修复弹性较大的行业（医药医疗、高端制造、通信和养殖等）+经济结构转型主线，继续延续高景气逻辑的赛道（军工、AIGC 概念和新能源等）有望持续收获较优表现。
- **风险提示：全球经济衰退风险，美联储加息超预期，疫情持续超预期**

值周研究员：

李召麒 执业登记编码：S0760521050001 电话：010-83496307 邮箱：lizhaoqi@sxzq.com
平海庆 执业登记编码：S0760511010003 电话：010-83496341 邮箱：pinghaiqing@sxzq.com

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336

