

信义山证 汇通天下

研究早观点

2022 年 10 月 19 日 星期三

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	3,080.96	-0.13
深证成指	11,187.70	0.23
沪深 300	3,838.27	-0.21
中小板指	7,559.85	0.13
创业板指	2,446.93	0.49
科创 50	960.00	-0.33

主要海外市场指数

指数	收盘	涨跌幅%
道琼斯	30,523.80	1.12
纳斯达克	10,772.40	0.90
德国 DAX	12,765.61	0.92
日经 225	27,156.14	1.42
恒生指数	16,914.58	1.82

资料来源：最闻

【今日要点】

- 【宏观策略】山证热点-震荡蓄势
- 【行业评论】农林牧渔：农业行业动态和观点-继续重点推荐圣农发展、海大集团
- 【山证零售】珀莱雅（603605.SH）三季度经营数据点评-Q3 业绩预增超预期，大单品策略持续驱动增长
- 【山证煤炭】山西焦煤（000983.SZ）公告点评：经营业绩持续高增，资产注入落地可期
- 【山证新股】谱尼测试（300887.SZ）：规模化优势凸显，新兴业务领域布局加快
- 【公司评论】安踏体育(02020.HK)：安踏体育公司快报-22Q3 各品牌流水环比改善，十一期间流水保持正增长



【今日要点】

【宏观策略】山证热点-震荡蓄势

李孔逸 likongyi@sxzq.com

【投资要点】

- 走势回顾:
- 三大指数小幅高开后震荡盘整，午后小幅回落，沪指翻绿，创业板指涨幅明显收窄但仍收获六连阳，截止收盘，沪指报 3080.96 点，跌 0.13%，深成指报 11187.70 点，涨 0.23%，创业板指报 2446.93 点，涨 0.49%。行业指数涨多跌少，医药（+2.05%）、汽车（+0.86%）和电新（+0.84%）等领涨，房地产（-0.90%）、计算机（-0.72%）和综合金融（-0.71%）领跌。总体来看，个股跌多涨少，两市近 2200 股收红。市场情绪稍稍回落，成交维持在近 8000 亿元的水平。
- 市场焦点：热点持续强势表现。板块方面，医药相关板块股再度强势，储能等赛道板块保持活跃，此外，物流、电新、酒店及餐饮等板块集体上行；培育钻石、托育服务、油气开采及服务板块表现相对低迷。从涨停板的情况看，全市场涨停个股保持平稳，约 70 家左右，连板家数 19 家，医药、信创和新能源等近期热点持续强势表现。
- 我们认为，7 月以来的中期调整已经结束，市场情绪回暖，流动性好转，国内经济四季度有望企稳回暖，预期改善，有望迎来阶段性行情。国内地产市场结构性转型的趋势不变，供需差收缩之下有望带来预期的边际好转。出口在全球经济增速放缓的大环境中，下行的趋势难以扭转，但将视角由外需转向海外供给后则无须过于悲观，替代性机会以及内需的恢复能够在一定程度上进行弥补。综合而言，我们认为 A 股整体估值已经进入显著低估区间，前期的下跌带有明显的非理性，目前来看，本轮调整大概率已经结束，国内经济可能将在四季度开始呈现企稳回暖迹象，并带动市场预期的修复。以 1 年期维度看，流动性和企业盈利均有望逐步好转，经过 Q3 悲观预期的集中宣泄，随着四季度国内经济基本面验证回暖迹象，A 股的布局窗口正在开启，结构转型中有望延续高景气逻辑的赛道（新能源、军工和信创等）+基本面修复弹性较大的行业（鸡、猪、造船和部分医药等）有望持续收获较优表现。
- 风险提示：全球经济衰退，美联储紧缩加码，疫情扩散风险。

【行业评论】农林牧渔：农业行业动态和观点-继续重点推荐圣农发展、海大集团

陈振志 chenzhenzhi@sxzq.com

【投资要点】

- 在需求旺季和二次育肥等多因素的驱动下，国内生猪价格从节前的 24.24 元/公斤上涨至节后一周的

26.07 元/公斤。进入节后第二周，国内生猪价格保持高位震荡，生猪行业自繁自养、外购仔猪育肥的单头盈利分别为 893 元/头和 876 元/头。我们重申前期的观点，10 月为 3 季报的披露期，畜禽养殖板块经历过前期的回调后，在 3 季度业绩环比明显改善的驱动下，或存在阶段性机会。

- **继续重点推荐圣农发展：**（1）白羽肉鸡行业正处于周期底部，对于业绩和估值处于历史底部区域的圣农发展，在行业供需格局趋于改善、股份回购、股东增持等多重因素驱动下，或有望继续迎来估值修复行情。（2）目前产业资本在生猪行业的博弈程度和拥挤程度要明显高于肉鸡行业，生猪养殖股投资逻辑的演绎容易受到二次育肥和母猪补栏的干扰。相较于生猪行业，肉鸡行业产能去化的曲折程度可能要轻于生猪行业，投资逻辑演绎的阻力可能要小于生猪行业。
- **继续重点推荐海大集团：**（1）从季度业绩同比趋势来看，2022 年 Q3、Q4 同比业绩基数压力大幅释放，后续有望呈现逐季改善的趋势，且年度业绩也有望进入回升周期，前 3 季度业绩预告同比增速已经由负转正；（2）今年以来上游原料价格上涨对饲料行业带来了压力，使得中小企业加速退出，公司竞争环境进一步优化；（3）生猪价格的回升利好公司畜禽料和生猪养殖业务基本面的改善；（4）公司实控人拟全额认购增发，彰显对公司未来发展信心。
- **生猪养殖股投资框架：**猪价与能繁母猪的 4 象限模型。我们认为生猪养殖股的运行方向主要取决于“猪价运行方向”和“能繁母猪存栏量运行方向”这两个因素的合力方向。沿着“猪价运行方向”和“能繁母猪存栏量运行方向”这两个维度可以分为 4 个象限。在猪价周期的运行过程中，这 4 个象限出现轮动，并通过各个象限里的逻辑演绎，影响着生猪养殖股的运行方向。在猪价和能繁母猪存栏量的 4 个组合象限中，生猪养殖股上涨的驱动力从强到弱依次是：象限 4 > 象限 3 ≥ 象限 1 > 象限 2。根据我们的 4 象限模型，预计目前到年底阶段更多是围绕“象限 1”的逻辑演绎，优质个股或仍有相对收益，建议关注温氏股份、唐人神、东瑞股份、新希望、神农集团等经营相对稳健的生猪养殖股。
- **风险提示：**养殖疫情风险、原材料涨价风险、自然灾害风险等。

【山证零售】珀莱雅（603605.SH）三季度经营数据点评-Q3 业绩预增超预期，大单品策略持续驱动增长

谷茜 0351-8686775 guqian@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- 公司发布 2022 年三季度主要经营数据，初步核算，2022 年 1-9 月，公司实现营业总收入为 38.76~39.76 亿元，同比+28.67%~31.99%；实现归母净利润 4.77~4.97 亿元，同比+30.92%~36.41%。其中 Q3 实现营业总收入为 12.5~13.5 亿元，同比+14.20%~23.34%；实现归母净利润 1.8 亿元到 2.0 亿元，同比+30.25%~44.72%。
- **事件点评**

- **营收稳健增长，Q3 业绩超预期。**前三季度公司营收同比增长在 28.7%到 32.0%的区间内，单 Q3 同比增长在 14.2%到 23.3%的区间内，依托大单品策略，公司主品牌持续发力引领增长，核心系列产品矩阵打造效果较好，品牌力进一步增强；业绩方面，前三季度归母净利润同比增长在 30.9%到 36.4%的区间内，单 Q3 同比增长在 30.3%到 44.7%的区间内，业绩增长超预期。前三季度整体净利率水平达到 12.0%~12.5%，同比+0.5~1pct；单 Q3 净利率 14.4%~14.8%，同比+1.8~2.2pct。推测增量主要来自于公司发力抖音渠道和子品牌彩棠带来的销售增长。
- **线上整体增长，发力抖音增速较快。**分平台看，Datayes Pro 数据显示（下同），公司单 Q3 在天猫淘宝、京东、拼多多和抖音四大平台的合计 GMV13.6 亿元/+13.5%，其中淘系 7.5 亿元/+1.3%，抖音 3.8 亿元/+44.3%，两大平台合计占比约 83%。天猫仍是公司主要线上销售平台，公司持续夯实大单品矩阵策略，深化会员运营，客单价不断提升；抖音后来居上，体量和增速均表现亮眼，公司在抖音平台强化品牌自播，年内新设账号抖音 2 店，成功实现大单品转型，客单价和复购率不断增强。
- **珀莱雅整体销售增长，彩棠抖音增速较快。**分品牌看，从淘系抖音两大平台合计 GMV 口径看，单 Q3 主品牌珀莱雅双平台合计 GMV8.9 亿元/+4%，其中抖音 GMV3.0 亿元/+22.6%，贡献增量，而淘系 5.9 亿元/-3.5%，虽然体量较大但增速下降。主品牌珀莱雅持续深化大单品策略，不断升级推新和拓展品类，H1 大单品占比提升至 35%，9 月上新源力精华 2.0 带动淘系销售增速转正；单 Q3 子品牌彩棠双平台合计 GMV1.5 亿元/+45.5%，其中抖音 GMV5,306.4 万元/+563.3%，体量虽小但增速较快，淘系 1.0 亿元/+2.9%，销售过亿、小幅增长。彩棠延续珀莱雅护肤基因，持续深耕专业化妆师彩妆品牌形象，8 月上新卸妆膏拉动淘系销售增速转正，主推单品高光、遮瑕等持续抢占类目份额。
- **投资建议**
- **公司以线上渠道为主，夯实大单品策略，持续打造、优化核心大单品矩阵建设。**通过强化自主研发能力和洞察消费者需求的市场敏锐度，主要品牌销售规模、溢价能力和复购率不断提升。我们看好公司持续深化以“研发、产品、内容、运营”为主线的精细化运营管理体系，预计 2022-2024 年 EPS 分别为 2.6/3.3/4.2 元，对应公司 10 月 17 日收盘价 175.4 元，2022-2024 年 PE 分别为 67.5X/53.2X/42.3X，维持“买入-A”评级。
- **风险提示**
- 行业内品牌竞争激烈；营销投放竞争加剧；新品培育孵化不达预期；疫情反复对正常经营和供应链带来不确定性影响。

【山证煤炭】山西焦煤（000983.SZ）公告点评：经营业绩持续高增，资产注入落地可期

杨立宏 yanglihong@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 公司发布 2022 年三季报：报告期内公司实现营业收入 411.79 亿元，同比增长 38.68%；实现归母净利润 82.96 亿元，同比增长 161.37%；扣非后归母净利润 82.79 亿元，同比增长 163.09%；基本每股收益 2.03 元/股，加权平均净资产收益率 32.75%，同比增加 10.51 个百分点。三季报单季营业收入 134.66 亿元，同比增长 28.67%；归母净利润 26.03 亿元，同比增长 111.58%；扣非后归母净利润 26.06%，同比增长 114.72%。

➤ 事件点评

- 受益于焦煤价格大涨，经营业绩表现优异。2022 年焦煤价格同比大幅上涨，截止 10 月 11 日新华山西焦煤价格长协指数收报 1768 元/吨，与上季度持平，但高于去年同期 17.24%；2022 年至今均值 1702.50 元/吨，比去年均值增长 38.71%。公司主营炼焦煤生产销售，业绩受焦煤价格影响明显。同时，随着近两年公司现金流持续向好，公司负债表修复，资产负债率下降 6.37 个百分点，利息支出同比下降 23.90%。
- Q3 业绩增速下滑预计不影响 Q4 业绩。公司 Q3 营收增速 28.67%，归母净利润增速 26.03%，环比 Q2 有所下滑，由于同期 Q3 新华山西焦煤价格长协指数环比 Q2 没有下跌，反而上涨 1.32%，预计主要受 Q2 期间疫情超预期反复和夏天暴雨道路运输受限导致公司炼焦煤产、销量下滑影响。当前国际煤价相比国内的价差仍居高位，国际焦煤价格近期持续上涨，预计四季度国内炼焦煤价格仍将高位，同时国内稳经济实施，下游需求有望反弹，公司 Q4 业绩可期。
- 华晋焦煤资产注入落地在望，集团资产证券化空间仍大。公司注入华晋焦煤事项仍在稳步推进，10 月 18 日公司发布相关交易报告的修订稿，预计该事项落地在望。根据山西焦煤集团债券募集说明书，集团存量煤炭产能合计 2.07 亿吨，不考虑山西煤炭进出口集团所属产能，仍有约 1.28 亿吨产能同时，未来资产注入空间仍大。另外，根据山西省国资委信息，2022 年是山西国企改革收官之年，之前影响山西省属国企的障碍有望得到解决，公司获得集团资产注入支持的可能性将上升。
- 投资建议
- 预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 2.42\2.51\2.55 元，对应公司 10 月 17 日收盘价 13.42 元，2022-2024 年 PE 分别为 5.5\5.4\5.3 倍，首次覆盖，给予“增持-A”投资评级。
- 风险提示
- 宏观经济增速不及预期风险；煤炭价格超预期下行风险；安生产生风险；集团资产注入不及预期风险等。

【山证新股】谱尼测试（300887.SZ）：规模化优势凸显，新兴业务领域布局加快

叶中正 yezhongzheng@sxzq.com

【投资要点】

- 公司在检验检测领域具有规模化优势，2022H1 营业收入高速增长
- 公司是一家综合性的第三方检验检测认证技术服务集团，拥有 30 多个大型实验基地及 150 多个专业实验室，具备 CMA、CNAS、食品复检机构、CATL、CCC、DILAC、医疗机构执业许可证、医疗器械生产许可证等资质，得到生态环境部等多个国家部委认可及授权，检测报告获 100 多个国家和地区的公认。2022H1 公司实现营业收入 16.84 亿元，同比增长 127.97%；实现归母净利润 0.91 亿元，同比增长 243.94%；实现扣非归母净利润 0.78 亿元，同比增长 580.50%；基本每股收益为 0.35 元，同比增长 85.89%。公司业绩实现增长的主要原因是：①公司各事业部订单承接和实验室交付能力增强，总体业务收入快速增长；②武汉与上海实验基地投入运营，检测产能得到有效扩充；③公司加强精细化管理，提升人均产值，盈利能力进一步增强。
- “内生与并购”双轮驱动助力公司检测能力持续提升
- ①内生：公司拥有成熟的技术水平和较强的研发实力，具备较强的综合检测能力，基于此公司持续增设实验室，不断巩固竞争优势。②并购：公司先后并购武汉汽车车身附件研究所、河南际超安全科技测试服务等多家公司，持续提升汽车检验、职业卫生、医学检验、放射卫生、医疗器械检验、军工检测、医疗计量、电子电气等领域的检验检测能力。得益于“内生与并购”双轮驱动策略，公司现已拥有 30 多个大型实验基地、150 多个专业实验室以及较为完备的检验检测资质。
- 销售网络拓展及项目经验积累持续强化公司品牌效应
- ①公司现已构建拥有北京、上海、苏州、武汉 4 大区域总部，由 30 多个大型实验基地及近 100 家全资子公司、分公司组成的遍布全国的销售网络，能够为客户提供大批量、跨地域的检测服务。②依托丰富的项目经验，公司建立了良好的口碑，客户覆盖生态环境部、农业农村部等国家部委，蒙牛、中石油、宝洁公司、玛氏食品等知名企业以及特斯拉、奔驰、大众、比亚迪等知名主机厂。
- 产能逐步释放有利于公司加快布局新兴领域
- 目前，公司的产能逐步释放：在上海地区建设的华东运营总部以及在武汉建设的研发检测基地和华中运营总部已逐步投产；郑州谱尼测试技术有限公司新建实验大楼今年年底也将投入使用；青岛、西安实验基地有望于 2023 年投产使用。基于产能扩张，公司持续布局生物医药 CRO/CDMO、汽车、化妆品、碳中和等新兴领域。
- 盈利预测、估值分析和投资建议：预计公司 2022~2024 年营业收入分别为 32.76、39.51、45.96 亿元，增速分别为 63.3%、20.6%、16.3%，净利润分别为 3.02、3.96、5.28 亿元，增速分别为 36.9%、31.4%、

33.2%，对应 EPS 分别为 1.05、1.38、1.84 元，以 10 月 17 日收盘价 38.18 元计算，对应 PE 分别为 36.3X、27.6X、20.8X。考虑到 1) 检验检测行业集约化水平逐步提升利好公司发展；2) 公司持续提升检验检测能力，不断完善销售网络，品牌影响力及社会公信力持续提升；3) 公司的募投项目稳步推进，新兴领域的布局有望加快；4) 若疫情得到有效控制，汽车等领域的检测需求有望迎来恢复性增长；我们看好公司未来的发展，对公司首次覆盖，给予公司“买入-A”的评级。

- 风险提示：品牌和公信力受到不利影响的风险；市场竞争加剧的风险；产业政策、行业资质认证标准、市场准入规则、行业标准变动的风险；核酸检测业务持续大量开展具有较大不确定性的风险。

【公司评论】安踏体育(02020.HK)：安踏体育公司快报-22Q3 各品牌流水环比改善，十一期间流水保持正增长

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

- 事件描述
- 公司发布 2022 年第三季度经营数据。22Q3，安踏品牌、FILA 品牌、所有其它品牌零售流水同比增长中单位数、10%-20%低段、40%-45%。
-
- 事件点评
- 安踏品牌儿童表现优于大货，备货 Q4 销售旺季致库销比略增。22Q3，安踏品牌零售流水同比增长中单位数，较上一季度下滑中单位数明显改善，较 22H1 增长中单位数持平。其中安踏大货增长中单位数，安踏儿童增长高单位数，安踏电商增长高单位数。由于公司积极备货国庆黄金周及双 11 电商大促，22Q3 安踏品牌库销比略高于 5 倍，但品牌折扣保持良好，其中安踏大货折扣同比持平，儿童折扣同比改善 2-3pct。
-
- FILA 品牌受益线上渠道高增，整体流水表现稳健。22Q3，FILA 品牌零售流水同比增长 10%-20%低段，较上一季度下滑高单位数、22H1 下滑低单位数均有显著改善。其中，儿童增长双位数，潮牌增长 20%+，大货增长单位数。9 月开始，深圳、成都等高线城市疫情再次有所反复，FILA 品牌线下门店经营受到负面影响，公司积极抓住小红书、抖音直播等线上新兴渠道，并加强天猫渠道低碳产品推广，使得线上渠道在 22Q3 同比增长 65%。FILA 品牌 22Q3 库销比为 7-8 倍，零售折扣由于线上渠道高增，略高于去年同期，为 7-75 折，正价门店折扣维持 85-86 折水平。
-
- 所有其他品牌流水高增，可隆体育表现亮眼。22Q3，迪桑特、可隆体育所有其它品牌零售流水同比增

长 40%-45%，较上一季度增长 20%-25%、22H1 增长 30%-35%有所提速。其中，迪桑特同比增长超过 35%，可隆体育作为融合潮流设计和功能的高端品质户外生活方式品牌，公司不断强化其产品创新、整合市场营销及零售形象升级，提升消费者体验，受益于露营、徒步等户外运动兴起，22Q3 可隆体育流水同比增长超过 55%，线上线下流水均实现 50%以上增长，目前可隆店效达到约 50 万元/月。

➤ 投资建议

- 公司整体流水在 7-8 月预计增长双位数，9 月至今受到疫情再次反复影响，经营压力有所加大，但公司积极把握线上渠道应对线下客流下滑，叠加国庆假期后段全国普遍降温，公司十一假期零售流水实现正增长。我们维持盈利预测，预计公司 2022-2024 年每股收益分别为 2.99、3.76 和 4.73 元，对应公司 22、23 年 PE 约 25、20 倍，维持“买入-A”建议。



➤ 风险提示

- 国内疫情反复；存货消化不及预期；电商渠道增长放缓；国际运动品牌零售折扣加深。

值周研究员：

程俊杰 执业登记编码：S0760519110005 邮箱：chengjunjie@sxzq.com
冀泳洁 电话：0351-8686985 邮箱：jiyongjie@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

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴世纪金融广场 3 号楼 802 室

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

