

万联晨会

2023年03月31日 星期五

概览

核心观点

周四A股三大指数早盘震荡下探，午后探底回升。截至收盘，上证综指涨0.65%，收报3261.25点，深证成指涨0.62%，创业板指涨0.50%。沪深两市全天成交额继续缩量至9447亿元，全天两市超3000只个股下跌，北向资金全天继续大幅净买入48.07亿元。板块方面，大消费板块集体走强，旅游、酒店、餐饮板块涨幅居前，半导体、芯片概念活跃，ChatGPT概念、通信、传媒板块跌幅居前。整体来看，A股延续结构性行情，成交量未见明显改善，科技主线仍为当前市场主要交易方向，即将到来的一季报行情或将加剧板块间调整分化。

3月30日，财政部公布2023年1-2月全国国有及国有控股企业经济运行情况，其中国有企业利润总额6505.6亿元，同比增长9.9%。财政部表示，全国国有及国有控股企业效益企稳回升，实现良好开局。行业方面，建议关注：1) 扩大内需战略与中国特色估值体系重塑双重利好下，“一带一路”、“数字经济”等板块内低估值国企仍有价值重塑空间。2) 疫后消费稳健复苏，可重点关注业绩修复具有弹性且业绩兑现确定性较高板块，如酒店、餐饮等。

研报精选

策略：A股延续震荡，板块表现分化

广州酒家(603043)：受Q4业绩拖累全年增收不增利，速冻业务表现亮眼

贝泰妮(300957)：疫情影响下保持较快增长，推股权激励计划彰显信心

华润三九(000999)：CHC业务快速增长，处方药业务未来有望迎来恢复性增长

国内市场表现

指数名称	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%
科创50	1,065.69	0.33%
创业板指	2,383.04	0.50%
上证50	2,664.21	1.06%
上证180	8,493.30	0.83%
上证基金	6,693.77	0.46%
国债指数	199.88	0.01%

国际市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
道琼斯	32859.03	0.43%
S&P500	4050.83	0.57%
纳斯达克	12013.47	0.73%
日经225	27782.93	-0.36%
恒生指数	20309.13	0.58%
美元指数	102.17	-0.48%

主持人：宫慧菁

Email: gonghj@wlzq.com.cn

核心观点

周四A股三大指数早盘震荡下探，午后探底回升。截至收盘，上证综指涨0.65%，收报3261.25点，深证成指涨0.62%，创业板指涨0.50%。沪深两市全天成交额继续缩量至9447亿元，全天两市超3000只个股下跌，北向资金全天继续大幅净买入48.07亿元。板块方面，大消费板块集体走强，旅游、酒店、餐饮板块涨幅居前，半导体、芯片概念活跃，ChatGPT概念、通信、传媒板块跌幅居前。整体来看，A股延续结构性行情，成交量未见明显改善，科技主线仍为当前市场主要交易方向，即将到来的一季报行情或将加剧板块间调整分化。

3月30日，财政部公布2023年1-2月全国国有及国有控股企业经济运行情况，其中国有企业利润总额6505.6亿元，同比增长9.9%。财政部表示，全国国有及国有控股企业效益企稳回升，实现良好开局。行业方面，建议关注：1) 扩大内需战略与中国特色估值体系重塑双重利好下，“一带一路”、“数字经济”等板块内低估值国企仍有价值重塑空间。2) 疫后消费稳健复苏，可重点关注业绩修复具有弹性且业绩兑现确定性较高板块，如酒店、餐饮等。

分析师 于天旭 执业证书编号 S0270522110001

研报精选

A股延续震荡，板块表现分化

——2023年3月策略月报

投资要点：

A股震荡调整，成长板块走强：截至3月27日收盘，上证综指收报3,251.40点，较2月末下跌0.86%。分结构看，本月除科创50上涨6.77%外，其余A股主要股指均下跌，其中大盘蓝筹指数上证50、沪深300跌幅较大。

工业企业利润大幅回落：2023年1-2月规模以上工业企业利润总额累计同比-22.90%，较2022年12月降幅扩大18.90个百分点。拆分来看，营业收入、利润率同步走弱均对工业企业利润表现造成拖累，总需求不足、企业业绩承压对工业生产的掣肘仍然存在。

宏观流动性宽松态势不改，有利于提振权益市场情绪：3月初银行间利率高位回落，其后再度小幅回升。月中央行MLF投放维持净增加，为连续第四个月超额续作。此外，央行宣布全面降准0.25个百分点，缓解银行体系资金压力意图明显。宏观流动性实质上维持相对宽松格局，有利于提振权益市场情绪。

市场流动性压力缓解，投资者热情有所回升：本月新成立偏股型基金份额发行数量回升，产业资本净减持规模有所缩小、北向资金流入大幅增加，总体来看本月A股市场流动性较宽松，叠加本月限售股解禁金额回落，流动性压力有所缓解。本月市场交易情绪上涨，仅中证500平均换手率小幅下跌，其余A股主要指数平均换手率均实现稳步回升。行业间交投热度分化明显。其中在ChatGPT概念火热助推下，成长赛道中计算机、通信、信息技术、算力等板块风险偏好明显回升，带动相关公司股价连续上涨。同时，中国特色估值体系重塑下，央企、国企领域备受关注，市场热情升温。前期受益于“稳增长”主线的建筑建材、房地产、钢铁等板块涨势关注度有所回落。

大势研判及行业配置建议：总体看，在市场预期回暖、经济加速修复、企业经营压力逐步缓释、市场流动性无忧等利好下，市场风险偏好与交投情绪有望回暖，成长板块与高景气赛道或最为受益。行业配置方面，建议关注：1) 扩大内需战略与中国特色估

值体系重塑双重利好下，关注电力、轨交、装备领域大型央企、国企；2）成长风格中抓住自主可控、科技创新、数字经济等主题积极布局。

风险因素：海外经济陷入衰退；国内经济复苏力度较弱；政策成效未如预期。

分析师 于天旭 执业证书编号 S0270522110001

受 Q4 业绩拖累全年增收不增利，速冻业务表现亮眼

——广州酒家（603043）点评报告

报告关键要素：

2023 年 3 月 29 日晚，公司发布 2022 年年度报告、经营数据、利润分配预案、参与投资设立产业基金的公告。

投资要点：

受四季度业绩拖累，公司全年增收不增利。公司 2022 年度实现营业收入 41.12 亿元（YoY+5.71%），归母净利润 5.20 亿元（YoY-6.81%），扣非归母净利润 4.77 亿元（YoY-9.32%）；其中，四季度由于经济整体下行公司业绩表现不佳，单季实现营收 7.72 亿元（YoY-11.62%），归母净利润 0.50 亿元（YoY-56.04%），扣非归母净利润 0.18 亿元（YoY-80.84%）。此外，公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 4.00 元（含税）。

餐饮业务逆势增长，速冻业务表现亮眼。月饼业务：2022 年月饼业务实现收入 15.19 亿元（YoY-0.13%），去年中秋档期提前，月饼产销量均有约 4% 的同比跌幅，但仍是公司支柱产品。餐饮业务：2022 年实现收入 7.62 亿元（YoY+5.14%），年内新增 7 家餐饮门店，其中广东省外完成湖南长沙“广州酒家”和四川成都“陶陶居”门店的开业，落实公司餐饮业务跨区域发展重要布局，助力公司加快开拓华中市场。速冻业务：2022 年实现收入 10.58 亿元（YoY+24.75%），销量同比大幅增长 17.2%。22 年公司速冻产品产能快速爬坡，广州基地新增一条速冻生产线，梅州基地一期加快推动速冻产能爬坡工作，湘潭基地速冻食品生产车间建设中，全年生产量同比增长 10.8%，带动速冻食品业务成为公司第二增长点，速冻产品营收已超过月饼营收的三分之二。预计 23 年速冻产能仍有提升空间，为速冻业务长远提升提前布局。

省内仍是公司基本盘，省外经销网络加快铺开。公司 22 年直销/经销收入分别为 17.75 亿元（+4.92%）/22.99 亿元（+6.67%），线上销售收入占比 22.65%，占比较 21 年提升 1.54pcts。截止 22 年末共有经销商 1040 家，其中省内/境内省外/境外分别有经销商 593/424/23 家，其中 22 年新增经销商 29 家，主要为广东省外和境外增加，其中省内减少 7 家，境外增加 7 家，省外增加 29 家。公司全年省内实现营收 31.40 亿元（YoY+7.81%），占比进一步提升至 77.09%；境内广东省外实现营收 8.85 亿元（YoY-0.9%），占比 21.74%，同比下降 1.49pcts。

毛利率下降，期间费用控制有效：2022 年毛利率为 35.14%，同比下降 2.08pcts，主要因为月饼、餐饮业务毛利率下降所致，其中月饼/餐饮毛利率为 54.18%/1.92%，分别下降 2.28/7.49pcts，分拆营业成本可知，月饼毛利率下降主要因为原材料成本增加所致，餐饮毛利率下降主要因为合同履行成本增加所致。公司费用控制有效，全年期间费用率 20.85%，同比略增 0.4pcts。细分来看，销售/管理/研发/财务费用率分别为 10.74%/9.24%/2.04%/-1.17%，同比+1.41/-0.50/+0.05/-0.56pcts。综合来看，公司净利率为 12.65%，同比减少 1.68pcts。

拟参与设立产业基金，拓展餐饮和食品产业链投资。公司拟与广州产投私募、广州国资并购基金、广州老字号基金签署协议，共同出资设立基金合伙企业，该基金将通过股权投资的方式投资全国连锁餐饮、休闲食品、食材供应链、速冻、团餐等细分产业赛道项目。该基金规模为 10 亿元人民币，公司作为有限合伙人参与投资设立基金，认缴出资额 4.5 亿元人民币，占基金规模的 45% 份额。本次与广州产投及相关方合作，将有助于整合广州酒家作为中华老字号的资源优势和产投私募等合作方资本运作的优势，以

“资本+产业”有机结合的方式助力广州酒家对外收购，支持广州酒家围绕产业链对外部优质资源、企业进行战略性投资，为公司“餐饮强品牌、食品创规模”的战略达成提供更有力的支持，为公司持续快速发展提供强有力的支持。

盈利预测与投资建议：预计公司 2023-2025 年归母净利润为 7.23/8.44/9.75 亿元（更新前为 2023-2024 年为 7.55/8.56 亿元）同比增长 39%/17%/15%，对应 EPS 为 1.27/1.49/1.71 元/股，3 月 30 日股价对应 PE 为 23/20/17 倍。随着消费复苏，食品和餐饮行业整体需求持续回暖，公司的收入规模和盈利能力有望重新回到正增长轨道。公司继续推动“餐饮+食品”双主业高质量的协同发展，并有望进一步延伸产业链，同时各生产基地持续技改挖潜提升产能，降本增效严控成本，深耕市场优化渠道助力销售业绩保持增长。维持“买入”评级。

风险因素：宏观经济下行风险、食品安全风险、原材料上涨风险、产能释放与销量增长不匹配风险

分析师 陈雯 执业证书编号 S0270519060001

分析师 李滢 执业证书编号 S0270522030002

疫情影响下保持较快增长，推股权激励计划彰显信心

——贝泰妮（300957）2022 年年报点评

报告关键要素：

2023 年 3 月 29 日，公司发布 2022 年年报。2022 年，公司实现营收 50.14 亿元（同比+24.65%），归母净利润 10.51 亿元（同比+21.82%），拟每 10 股派发现金红利 8.00 元（含税）。

投资要点：

全年业绩保持较快增长，Q4 受疫情影响增速放缓。2022 年，公司实现营收 50.14 亿元（同比+24.65%），归母净利润 10.51 亿元（同比+21.82%），扣非归母净利润 9.51 亿元（同比+17.00%），全年业绩保持快速增长。其中，Q4 实现营收/归母净利润同比+10.93%/+5.17%，受 Q4 疫情封控及放开后第一波疫情影响，增速相较前三季度放缓。

分渠道：线上抖音、京东平台表现亮眼，2023 年重点发力线下渠道。1) 线上：2022 年，公司线上渠道实现收入 40.28 亿元，同比+22.06%，收入占比下滑 1.71 个 pct 至 80.33%。其中，线上自建平台收入同比+11.45%（营收占比 10.01%），阿里系平台收入同比+13.34%（营收占比 41.09%），实现稳健增长，抖音同比+86.23%，京东同比+36.25%。2) 线下：2022 年，公司线下渠道实现收入 9.70 亿元，同比+37.04%，收入占比提升至 19.35%。其中，线下自营实现收入 1184.60 万元，同比大幅增长 628.2%，公司在线下净增直营店 73 家。2023 年，公司将重点发力线下渠道，包括 OTC 连锁药房、医院、免税等渠道，稳步探索线下直营店模式。

分产品：护肤品维持快速增长，医疗器械与彩妆占比有所下滑。1) 护肤品：2022 年，公司护肤品收入 45.57 亿元（同比+25.58%），营收占比微升至 90.89%，毛利率 74.81%（同比-0.56 个 pct）；2) 医疗器械：公司生产经营的医疗器械主要包括透明质酸修护生物膜、透明质酸修护贴敷料等，主要应用于微创术后受损皮肤的保护和护理。在我国轻医美市场快速发展的背景下，术后皮肤修复和护理市场大有可为。2022 年，公司医疗器械实现收入 3.87 亿元（同比+18.91%），占比下滑 0.37 个 pct 至 7.73%；3) 彩妆：2022 年，公司彩妆收入 5314.59 万元（同比+0.14%），占比从 2021 年的 1.32% 下滑至 1.06%。

分品牌：主品牌薇诺娜深耕敏感肌领域，新增子品牌扩大皮肤大健康版图。1) 主品牌：主品牌薇诺娜深耕敏感肌护肤领域，在 2022 年天猫“双 11”荣登美妆类目销售额排名第 6，是唯一连续 5 年“双 11”上榜天猫美容护肤类目 TOP10 的国货品牌。2) 子品牌：公司打造多个子品牌，与主品牌协同发展。其中，薇诺娜 baby 主打婴幼儿敏

感肌护理，荣登 2022 年度天猫“双 11”婴童护肤行业排名 TOP4；beautyanswers 聚焦医美修复、高端抗衰，卡位潜力较大的轻医美市场；公司还内部孵化了国货首个高端专业抗老科技品牌“瑗科缙（AOXMED）”，2022 年已正式上线 AOXMED 品牌官网，并入驻线下专业机构进行销售。另外，公司通过顶级医研结合+AI 人工智能深度学习自主研发专业祛痘品牌“贝芙汀（Beforeteen）”，计划在 2023 年推出。

毛利率、净利率略有下滑，研发费用率大幅提升。2022 年，公司毛利率为 75.21%（同比-0.80 个 pct），净利率为 20.95%（同比-0.53 个 pct）。销售/管理/研发/财务费用率分别为 40.84%/6.84%/5.08%/-0.29%（分别同比-0.95/+0.74/+2.27/-0.04 个 pct）。其中，研发费用率提升幅度较大，主因公司注重研发，报告期内加大研发投入，依托云南特色植物实验室开展多维度深层次研发项目，研发实力不断升级。此外，云南昆明高新区新中央工厂将于 2023 年建成投产，未来有助于提升自有产能，减少委托加工并进一步优化产业链管理。

推股权激励计划，彰显未来发展信心。公司发布 2023 年限制性股票激励计划（草案），拟授予限制性股票数量 635.40 万股，占总股本 1.50%，首次授予价格为 62.10 元/股，激励对象包括董事、高级管理人员、核心管理人员及核心技术（业务）人员共计 298 人，业绩目标为，以 2022 年为基数，2023-2024 年营收和归母净利润的增长率不低于 28%/61.28%/100%（即同比分别增长 28%/26%/24%，CAGR 为 25%）。本次股权激励计划的推出有助于公司吸引和留住优秀人才，充分调动人员积极性，助力公司长远发展。

盈利预测与投资建议：基于 2022 年业绩以及股权激励业绩目标，我们调整此前的盈利预测并新增 2025 年预测，预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 3.19/4.02/5.03 元/股（调整前 2023-2024 年 EPS 分别为 3.81/5.06 元/股），对应 2023 年 3 月 29 日收盘价的 PE 分别为 38/30/24 倍，维持“买入”评级。

风险因素：产品拓展不及预期风险、行业竞争加剧风险。

分析师 陈雯 执业证书编号 S0270519060001

分析师 李滢 执业证书编号 S0270522030002

CHC 业务快速增长，处方药业务未来有望迎来恢复性增长 ——华润三九（000999）点评报告

报告关键要素：

2023 年 3 月 28 日，公司发布 2022 年年报。2022 年公司实现营业收入 180.79 亿元（较上年同期（调整后）同比增长 16.31%）、归属于上市公司股东的净利润 24.49 亿元（较上年同期（调整后）同比增长 19.16%）、归属于上市公司股东的扣非净利润 22.19 亿元（同比增长 19.75%）；经营活动现金流量净额 30.06 亿元（较上年同期（调整后）同比增长 59.52%）。

投资要点：

CHC 业务快速增长，核心产品保持稳健增长。2022 年 CHC 健康消费品业务实现营业收入 113.84 亿元，同比增长 22.73%。感冒止咳类产品虽然上半年受到限售政策的影响，但通过线上销售投入等实现销售稳定，另外，三四季度政策影响弱化，所以核心产品 999 感冒灵、999 强力枇杷露、999 抗病毒口服液全年增长快速；皮肤领域，皮炎平系列化包装设计升级以及数字化平台曝光度提升，999 皮炎平红色、绿色装实现快速增长；胃药领域，围绕“三九胃泰”，通过新媒体扩大产品覆盖；儿科领域，品牌力提升和线上布局推动产品销售增长；大健康业务重点布局线上业务，线上实现快速增长；慢病康复领域虽然受到集采影响，但整体可控。

处方药业务受配方颗粒业务等影响增速放缓。2022 年处方药业务实现营业收入 59.76 亿元，同比增长 7.19%。处方药业务增速放缓主要是因为配方颗粒业务国标切换及省标推进速度的影响首次出现负增长、医院患者数量下降、部分地区学术活动推广难

度增加。公司在配方颗粒业务方面通过加速推动标准备案和切换、巩固和拓展市场等提高核心竞争力，作为配方颗粒国六家试点企业之一，未来有望持续受益行业扩容。同时，公司饮片业务 2022 年也实现快速增长，贡献国药业务收入。

外延和内生助力公司发展，品牌和创新双轮驱动。公司 2022 年完成昆药股份 28% 股份的重大资产收购，二者在三七产业发展和品牌打造上相互赋能。在新品研发方面，公司围绕抗肿瘤、骨科、皮肤、呼吸、抗感染等战略领域进行产品布局，同时在中成药传承创新、品牌建设、数字化建设等方面提高自身内生性竞争力，提高产品渗透率。

毛利率受处方药业务拖累，优化销售费用使用，净利润率提升。公司医药行业 2022 年毛利率为 55.38%（同比减少 5.56%），主要受处方药影响较大。公司 CHC 业务和处方药业务 2022 年毛利率分别为 56.71%（同比减少 2.63%）和 52.83%（同比较少 10.77%）。CHC 业务毛利率下降主要因为感冒灵以外的较低毛利感冒药品种销售提升以及原材料成本上涨导致，长期看 CHC 业务毛利率有望维持稳定；处方药毛利率下降主要是因为配方颗粒成本上涨以及低毛利业务中药饮片业务占比提高所致。2022 年公司销售费用率由 2021 年的 32.78% 下滑至 28.08%，主要是公司提高产品竞争力，优化销售费用使用，净利润率从 2021 年的 13.58% 提升至 2022 年的 13.81%。

盈利预测与投资建议：公司是 OTC 龙头企业，品牌和创新双轮驱动，根据公司业绩报告，调整盈利预测，预计 2023/2024/2025 年收入为 206.77 亿元/238.04 亿元/275.62 亿元，对应归母净利润 28.83 亿元/34.79 亿元/39.68 亿元，对应 EPS 为 2.92 元/股，3.52 元/股，4.01 元/股，对应 PE 为 18.89/15.66/13.73（对应 2023 年 3 月 29 日收盘价 55.11 元）。基于公司的品牌优势、终端渠道网络扩张以及未来中药配方颗粒业务有望迎来恢复性增长，维持“买入”评级。

风险因素：集采降价超预期风险、创新研发不达预期风险、并购整合风险、上游原材料价格波动风险

分析师 黄婧婧 执业证书编号 S0270522030001

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告由万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本晨会纪要仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本晨会纪要是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本晨会纪要所载资料、意见及推测不一致的研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本晨会纪要中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本晨会纪要所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本晨会纪要中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本晨会纪要中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本晨会纪要主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为万联证券股份有限公司研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经我方许可而引用、刊发或转载本报告的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心

广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场