

万联晨会

2023年04月04日 星期二

概览

核心观点

周一A股三大指数单边上行,创业板指领涨。截至收盘,沪指涨0.72%,深成指涨1.39%,创业板指涨1.70%,北证50跌0.19%,两市全天成交额12530亿元,较上个交易日放量近3000亿元,创年内新高,北向资金全天净买入5.78亿元。从盘面来看,人工智能方向持续走高,CPO、游戏、ChatGPT等概念板块领涨;半导体产业链集体走强,芯片、设备材料等方向涨幅居前。下跌方面,医药生物、食品饮料、汽车等行业板块领跌。昨日央行开展20亿元7天期逆回购操作,中标利率2.0%。当日2550亿元逆回购到期,单日净回笼2530亿元。近期,中国发展高层论坛2023年年会、博鳌亚洲论坛2023年年会相继举办。在两个重量级论坛上,中国均释放了持续扩大市场开放、加大吸引外资力度的积极信号。日前,由商务部举办的“投资中国年”招商引资系列活动拉开序幕,通过在全国范围内组织贯穿全年的投资促进活动,为外商在中国投资创造更好的条件。行业配置方面:1)财报披露期可适当布局大消费、TMT板块内绩优价值股;2)服务需求复苏具有弹性,建议关注酒店、餐饮、美容护理等消费者服务领域。

研报精选

宏观:经济延续回温,分项有所分化

贵州茅台(600519):业绩再创新高,产品、渠道结构升级优化

吉比特(603444):头部产品稳健运营,储备新游亟待上线

保利发展(600048):顺势而为,长期向好

国内市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,296.40	0.72%
深证成指	11,889.42	1.39%
沪深300	4,090.57	0.98%
科创50	1,126.49	4.16%
创业板指	2,440.21	1.70%
上证50	2,665.72	0.14%
上证180	8,572.96	0.70%
上证基金	6,792.00	1.02%
国债指数	199.78	-0.08%

国际市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
道琼斯	33,601.15	0.98%
S&P500	4,124.51	0.37%
纳斯达克	12,189.45	-0.27%
日经225	28,188.15	0.52%
恒生指数	20,409.18	0.04%
美元指数	102.03	-0.46%

主持人: 刘馨阳

Email: liuxy1@wlzq.com.cn

核心观点

周一 A 股三大指数单边上行，创业板指领涨。截至收盘，沪指涨 0.72%，深成指涨 1.39%，创业板指涨 1.70%，北证 50 跌 0.19%，两市全天成交额 12530 亿元，较上个交易日放量近 3000 亿元，创年内新高，北向资金全天净买入 5.78 亿元。从盘面来看，人工智能方向持续走高，CPO、游戏、ChatGPT 等概念板块领涨；半导体产业链集体走强，芯片、设备材料等方向涨幅居前。下跌方面，医药生物、食品饮料、汽车等行业板块领跌。昨日央行开展 20 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率 2.0%。当日 2550 亿元逆回购到期，单日净回笼 2530 亿元。近期，中国发展高层论坛 2023 年年会、博鳌亚洲论坛 2023 年年会相继举办。在两个重量级论坛上，中国均释放了持续扩大市场开放、加大吸引外资力度的积极信号。日前，由商务部举办的“投资中国年”招商引资系列活动拉开序幕，通过在全国范围内组织贯穿全年的投资促进活动，为外商在中国投资创造更好的条件。行业配置方面：1) 财报披露期可适当布局大消费、TMT 板块内绩优价值股；2) 服务需求复苏具有弹性，建议关注酒店、餐饮、美容护理等消费者服务领域。

分析师 于天旭 执业证书编号 S0270522110001

研报精选

经济延续回温，分项有所分化

——3 月 PMI 数据点评

事件：3 月中采制造业 PMI 51.9%，较上月下跌 0.7 个百分点，非制造业 PMI 58.2%，较上月上行 1.9 个百分点。

制造业 PMI 保持高景气，但超季节性下行。3 月制造业 PMI 环比下跌，仍位于荣枯线以上，仍处扩张态势。2 月经济快速超季节性抬升，经济高斜率修复下，3 月 PMI 在高基数下边际回落，但也表明经济修复速度可能在逐步减缓，部分结构性指标的回落也带来一定影响。

产需指标均边际下行，出口指数再度回落。生产指数环比转为下跌 2.1 个百分点至 54.6%，需求端来看，新订单、新出口订单指数环比由 54.1%、52.4% 下跌至 53.6%、50.4%，需求整体保持在荣枯线上方。海外近期金融系统风险显现，未来经济仍存在一定压力，德国、英国制造业 PMI 在荣枯线下方继续下探，美国 3 月 PMI 处置边际上行，但仍处于荣枯线以下，未来出口或形成一定拖累。

企业产销价格水平回落，出厂价格降至荣枯线以下。原油价格持续回落，相关产业链企业成本有所下降。厂家对原料端上涨承担的压力持续下行，出厂价格跌幅小于原材料价格跌幅，原材料和出厂价价差延续收窄态势。

原材料、产成品库存去化，企业采购意愿仍强。我国产需持续修复，企业库存逐步去化，产成品累库仍高于原材料。企业原材料采购和交货时间依然活跃，供货商配送时间由 52% 回落为 50.8%，采购量分项持平于上月的 53.5%，保持在近几年的高点，一方面是生产和需求回暖带动，另一方面，原材料采购、进口量持续增加。

中型企业生产、新订单指数放缓最为显著，大型企业压力相对最小。中型企业 PMI 下行幅度最大，大型企业的新订单和进口指数环比保持上涨，大型企业和小型企业的采购量均小幅上行。经济修复的背景下，企业经营预期逐步转好。

建筑业 PMI 高位上行，服务业延续修复。非制造业 PMI 达到近几年高点，建筑业 3 月复工复产成效继续显现，业务活动预期指数仍处高位。3 月消费场景逐步恢复，各地促消费政策措施效果显现，居民商务、旅游出行意愿加强，服务业表现持续回暖。

制造业就业修复放缓，服务业用工仍处荣枯线以下。中型企业用工边际回落，小型企业用工保持增长，建筑业就业也明显放缓。

风险因素：新一轮疫情超预期出现，政策落地进程不及预期，海外经济衰退压力加剧。

分析师 于天旭 执业证书编号 S0270522110001

业绩再创新高，产品、渠道结构升级优化

——贵州茅台（600519）点评报告

报告关键要素：

3月30日，公司发布2022年年度报告。报告期内，公司实现营业收入1,275.54亿元（YoY+16.53%），实现归母净利润627.16亿元（YoY+19.55%），扣非归母净利润627.92亿元（YoY+19.42%）。其中，Q4实现营业收入369.40亿元（YoY+17.09%），实现归母净利润183.17亿元（YoY+20.55%）。2022年利润分配方案为每10股派发现金红利259.11元（含税）。

投资要点：

系列酒收入增长发力，吨价提升为主要动力。从结构来看，22年茅台酒与系列酒收入占比为87.12%和12.88%，系列酒收入占比较去年同期提升了1个pcts。从增速来看，22年/22Q4茅台酒收入分别为1,078.34亿元/334.34亿元，同比增长15.37%/17.42%，22年/22Q4系列酒收入分别为159.39亿元/33.98亿元，同比增长26.55%/11.23%，系列酒22年收入增速超过茅台酒，但Q4茅台酒收入增速反超系列酒，判断主要与茅台1935年度销售目标达成后公司主动调整产品结构有关。拆分量价来看，22年茅台酒销量/吨价分别同比增长4.52%/10.38%，系列酒销量/吨价分别同比增长0.32%/26.14%，均实现量价齐升，其中吨价提升是收入提升的主要动力，尤其是系列酒吨价提升显著，判断主要是茅台1935，以及精品、珍品、生肖酒、100ml飞天茅台等产品贡献。

直销收入翻倍，“i茅台”表现亮眼。22年公司直销/批发代理收入分别为493.79/743.94亿元，直销收入同比大幅增长105.49%，占比39.89%

（YoY+17.23pcts），毛利率为96.20%，同比增加0.08pcts，直销收入占比显著提升，实现增长翻倍的亮眼成绩。其中，官方营销数字APP“i茅台”虽然22年才上线，但截止到22年末，注册用户数已超3000万户，22年实现销售收入113.83亿元，占公司直销收入的23.05%，线上自营渠道的拓展预计未来将继续成为直营收入的重要增量贡献点。

公司毛利率和净利率整体上升，销售和研发费用略有增长。22年公司毛利率增长至91.87%（YoY+0.33pcts），其中茅台酒/系列酒毛利率分别为94.19%/77.22%

（YoY+0.16pcts/YoY+3.53pcts），净利率增长至52.68%（YoY+0.21pcts）。销售/管理/研发/财务费用率分别同比增长0.09/-0.65/0.05/-0.24个pcts，期间费用控制得当。销售费用增加主要由于报告期内酱香系列酒广告及市场拓展费增加，研发费用增加主要由于报告期内研发项目增加。

坚持稳重求进总基调，23年锚定营收增速15%。公司确定23年的经营目标：一是营业总收入较上年度增长15%左右；二是基本建设投资71.09亿元。公司经营稳健，加上23年为经济发展和消费复苏之年，我们判断公司能顺利完成预定目标。

盈利预测与投资建议：公司2022年业绩亮眼，超额完成全年目标，持续推动产品和渠道创新，产品吨价和直销渠道收入占比均明显提升，增强了公司的盈利能力，彰显公司强大的实力，极深的护城河是公司增长确定性的强大支撑。公司23年营收指引目标为同比增长15%左右，我们判断公司能顺利完成预定目标，根据最新数据更新盈利预测，预计公司2023-2025年归母净利润为728.50/838.20/972.22亿元（更新前为2023-

2024 年归母净利润为 715.79/826.24 亿元)，同比增长 16%/15%/16%，对应 EPS 为 57.99/66.72/77.39 元/股，3 月 31 日股价对应 PE 为 31/27/23 倍，维持“增持”评级。

风险因素：宏观经济下行风险，直销推进不及预期风险，疫情反复风险，食品安全风险。

分析师 陈雯 执业证书编号 S0270519060001

分析师 李滢 执业证书编号 S0270522030002

头部产品稳健运营，储备新游亟待上线

——吉比特（603444）点评报告

报告关键要素：

公司 2022 年全年实现营业收入 51.68 亿元（YoY+11.88%），归母净利润 14.61 亿元（YoY-0.52%），扣非后归母净利润 14.68 亿元（YoY+19.79%），经营活动产生的现金流量净额 17.52 亿元（YoY-27.54%）。拟每 10 股派发现金红利 30 元（含税）。

投资要点：

头部游戏《问道》系列稳健运营，境外市场《一念逍遥》贡献大幅营收增量。公司 2022 年境内、境外游戏业务均表现突出，境内游戏：公司《问道》系列游戏上线多年，稳健运营，贡献稳定收入增量，原因在于端游、手游结合玩家诉求对核心玩法多次进行调优，拉动收入增长，手游报告期类内在 AppStore 游戏畅销榜平均排名第 21 名，最高至第 6 名，同时《一念逍遥（大陆版）》维持版本高频更新，与《凡人修仙传》等多项火热 IP 联动；《奥比岛：梦想国度》新游上线，承载童年情怀，营收增量可观。境外游戏：公司移植国内成熟上线产品，运用“小步快跑”研发策略，适当对标海外市场需求进行修改升级，已初步打开境外市场，实现营业收入 2.59 亿元，同比增长 87.23%，其中《一念逍遥（港澳台版）》营收同比大幅增加，同时上线韩国、东南亚等地区，表现不俗，获评广东省游戏产业协会游戏金钻榜“最佳出海游戏”。

版号发放常态化，公司储备充足。目前公司公布储备的主要产品种类丰富，共计 15 款，其中 6 款为自研，9 款为代理，共有 7 款获得版号，分别是《超喵星计划》、《新庄园时代》、《这个地下城有点怪》、《超进化物语 2》、《黎明精英》、《封神幻想世界》、《皮卡堂之梦想起源》。在自研产品中家族题材放置养成类游戏《M66（代号）》备受关注，已提交版号申请，计划 2023 年境外上线。

收入摊销递延减少，《摩尔庄园》利润有所释放。截止 2022 年年底，公司尚未摊销的充值及道具余额共 5.56 亿元，较上年末减少 1.70 亿元，主要原因在于：1.《摩尔庄园》第三季度调整永久性道具摊销周期，调整后永久性道具递延余额减少，财务利润有所释放；2. 部分游戏流水有所下降，收入递延余额相应减少。这将导致 2023 年收入摊销的利润释放空间缩减，但公司主要产品运营情况良好，新游储备丰富，看好后续运营，缺口将被填补。

盈利预测与投资建议：根据公司的业绩报告及业务布局，调整盈利预测，预计 2023-2025 年实现营业收入为 59.46/66.95/74.21 亿元，归母净利润分别为 16.92/19.74/23.32 亿元，对应 3 月 31 日收盘价，EPS 为 23.54/27.47/32.45 元，对应 PE 为 20.25X/17.36X/14.69X，维持“增持”评级。

风险因素：市场竞争加剧、产品上线推迟或表现不及预期、老游流水下降、监管政策趋严、版号落地不及预期、出海业务风险加剧、市场风险偏好波动。

分析师 夏清莹 执业证书编号 S0270520050001

顺势而为，长期向好

——保利发展（600048）点评报告

报告关键要素:

公司顺应行业发展趋势，聚焦“中心城市+城市群”，保持稳健的财务水平，坚持不动产投资开发的高质量发展，并积极发展不动产产业链业务，巩固各板块龙头地位，在行业企稳修复期，公司有望实现进一步突破。

事件: 3月31日，公司披露了2022年年度报告，公司实现营业总收入2811.08亿元，同比下降1.37%；公司实现净利润270.11亿元，同比下降27.37%；归母净利润183.47亿元，同比下降33.01%。

点评:

收入端保持稳健，利润端受行业因素影响承压：公司建立多维度竣工、交付风险防范机制，2022年公司竣工面积3974.9万平，基本完成年初计划目标（达到年初目标值的94%）。但受前期低利润项目结转占比提升影响，公司毛利率以及投资收益下降，导致净利润明显下降，其中毛利率同比下降4.79pct至22.01%，投资收益下降32.36%至42.01亿元。

公司销售表现持续优于大市，市场份额稳中有升：公司聚焦核心城市，区域深耕效果显现，2022年公司实现销售签约面积2747.95万平方米，同比下降17.55%，实现销售签约金额4573.01亿元，同比下降14.51%，销售签约金额同比降幅分别优于行业、百强房企12.19、27.79个百分点，市场排名升至行业第二，市场占有率为3.4%，连续7年提升。

2023年地售比有望实现稳中有升：2022年公司新拓展项目总地价为1613亿元，同比下降13%，拓展容积率面积1054万平方米，公司坚持聚焦“核心城市+城市群”，38城拓展金额占比98%，持续提升。2022年新增拿地金额/销售金额为35.6%，较2021年下降2.4pct，投资态度维持审慎积极。截至期末公司可售容积率面积2.14亿平方米，土地储备充足。

公司财务结构健康，融资成本持续下降：2022年末，公司“三道红线”维持绿档，有息负债规模为3813亿元，一年内到期的债务占有息负债比重为21%，综合融资成本约3.92%，较去年末下降54个基点。

盈利预测与投资建议：我们调整23/24年归母净利润至208/242亿元，维持“买入”评级。

风险因素：房地产行业政策超预期收紧、销售超预期下滑、结算收入不及预期等。

分析师 潘云娇 执业证书编号 S0270522020001

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