

万联晨会

2023年05月05日 星期五

概览

核心观点

周四A股两市走势分化，上证指数收涨0.82%，深证成指收跌0.57%，创业板指下跌1.16%，市场成交额为11734亿元，北上资金净流出14.39亿元。传媒行业继续大幅领跑，游戏、影视板块表现强势，受到版本号常态化和AI技术变革带动，有助于游戏公司业绩释放和降本增效，五一票房高涨拉动影视行业上涨；综合金融、银行涨幅靠前，大金融板块一季报整体超预期，估值处于低位，驱动板块上行。消费者服务、家电、电子行业领跌，光模块、半导体设备、航空运输等概念指数跌幅靠前。

美联储在5月FOMC议息会议上，上调基准利率25个bp至5.0%-5.25%，并删除了继续加息的指引。美国三大股指集体收跌，VIX恐慌指数攀升，市场风险偏好有所下降，黄金上涨。美国当前通胀处于回落周期，但粘性明显，经济下行趋势逐步显现，当前海外金融体系脆弱性仍高，金融环境收缩将给实体经济带来一定影响，市场预期美国6月将停止加息。行业方面可以关注：1) 业绩表现较好，且估值仍具一定性价比的金融、医药等细分方向。2) 中国特色估值体系构建背景下，国企改革推进，可以关注中字头、国企相关企业。

研报精选

政策保持延续性，预计维持宽松

文旅消费复苏正当时，公司业绩蓄力反弹

逆势扩张升级文旅产品，疫后复苏弹性可期

资产质量保持稳健

23Q1收入高速增长，黄金产品销售延续高景气

收入快速增长，黄金类产品延续高景气度

全产业链布局氢能赛道，Q1增速略微放缓

23Q1业绩恢复亮眼增长，渠道转型升级持续推进

23Q1业绩承压，期待终端市场全面恢复

国内市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,350.46	0.82%
深证成指	11,273.87	-0.57%
沪深300	4,030.25	0.03%
科创50	1,064.20	-2.18%
创业板指	2,297.67	-1.16%
上证50	2,692.69	0.56%
上证180	8,678.04	0.54%
上证基金	6,662.27	-0.20%
国债指数	200.90	0.07%

国际市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
道琼斯	33,127.74	-0.86%
S&P500	4,061.22	-0.72%
纳斯达克	11,966.40	-0.49%
日经225	29,157.95	-
恒生指数	19,948.73	1.27%
美元指数	101.43	0.16%

主持人：于天旭

Email: yutx@wlzq.com.cn

核心观点

周四 A 股两市走势分化，上证指数收涨 0.82%，深证成指收跌 0.57%，创业板指下跌 1.16%，市场成交额为 11734 亿元，北上资金净流出 14.39 亿元。传媒行业继续大幅领跑，游戏、影视板块表现强势，受到版号常态化和 AI 技术变革带动，有助于游戏公司业绩释放和降本增效，五一票房高涨拉动影视行业上涨；综合金融、银行涨幅靠前，大金融板块一季报整体超预期，估值处于低位，驱动板块上行。消费者服务、家电、电子行业领跌，光模块、半导体设备、航空运输等概念指数跌幅靠前。

美联储在 5 月 FOMC 议息会议上，上调基准利率 25 个 bp 至 5.0%-5.25%，并删除了继续加息的指引。美国三大股指集体收跌，VIX 恐慌指数攀升，市场风险偏好有所下降，黄金上涨。美国当前通胀处于回落周期，但粘性明显，经济下行趋势逐步显现，当前海外金融体系脆弱性仍高，金融环境收缩将给实体经济带来一定影响，市场预期美国 6 月将停止加息。行业方面可以关注：1) 业绩表现较好，且估值仍具一定性价比的金融、医药等细分方向。2) 中国特色估值体系构建背景下，国企改革推进，可以关注中字头、国企相关企业。

分析师 于天旭 执业证书编号 S0270522110001

研报精选

政策保持延续性，预计维持宽松

——房地产行业快评报告

行业核心观点：

房地产行业是我国国民经济支柱产业，在疫情管控放松的背景下，宏观经济的修复仍离不开地产的企稳，预计政策面仍以宽松为主。地产在经历了一年半快速下行期后，供给已降至接近中长期均衡水平，继续下降的空间有限，政策不断叠加下有望驱动行业走出困境。建议关注（1）均好型头部房企以及深耕高能级城市的区域类房企；（2）融资政策放松下具有资源整合或风险化解能力的房企；（3）优质的头部物业管理公司。

投资要点：

事件：4 月 28 日，中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作。会议提及“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，支持刚性和改善性住房需求，做好保交楼、保民生、保稳定工作，促进房地产市场平稳健康发展，推动建立房地产业发展新模式。在超大特大城市积极稳步推进城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设。规划建设保障性住房。”

点评：

政策基调整体保持延续性和一贯性，预计房地产行业整体政策维持宽松状态：会议再次提及“房住不炒”、“因城施策”、“支持刚性和改善性住房需求”、“房地产业发展新模式”等，与此前的政策保持一致性，尽管一季度房地产市场有所回暖，但是主要是恢复性好转，整体内生动力仍较弱，预计短期整体政策维持宽松。

防风险、稳市场的政策方向不变：将房地产的相关表述放在“要有效防范化解重点领域风险”之后，并再次强调“做好保交楼、保民生、保稳定工作”，预计后续持续推进保交楼、化解行业风险仍是政策重点方向，这也有助于恢复购房者信心，稳定房地产市场。

城中村改造等城市更新工作的推进有望助力房地产行业改善：政治局会议首次提及“在超大特大城市积极稳步推进城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设”。根据第七次人口普查数据，我国目前有 21 个超大特大城市，这些城市的城中村改造需求大，且较为迫切，后续有望在政策的推动下加快推进，同时也有助于房地产投资的改善。

风险因素：消费者信心修复不及预期、政策放松力度不及预期、房价超预期下跌、房企盈利能力大幅下降等。

分析师 潘云娇 执业证书编号 S0270522020001

文旅消费复苏正当时，公司业绩蓄力反弹 ——宋城演艺（300144）点评报告

报告关键要素：

2023 年 4 月 28 日，公司发布 2023 年一季报。

投资要点：

疫情影响逐步淡化，公司业绩蓄力反弹：2023Q1，公司实现营收 2.34 亿元（同比+174.82%），归母净利润 0.60 亿元（同比+256.29%），经营活动产生的现金流净额 1.66 亿元（同比+688.14%），主要系公司各景区开园所致。

线下场景顺利开放，盈利能力大幅回升。2023Q1，公司毛利率为 51.02% 同比提升 8.80 个 pcts，净利率为 24.91% 同比提升 78.89 个 pcts，盈利能力大幅改善。销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.38%/11.61%/1.60%/1.09%，分别同比-2.01/-102.59/-6.03/-8.73 个 pcts。

文旅消费复苏火热，一季度迎来开门红。春节黄金周期间旗下景区演出场次较 2022 年同期增长 70%，可比口径下恢复至 2019 年的 85%，游客接待量达到 2022 年的近 3 倍，可比口径下恢复至 2019 年的近 90%。一季度公司旗下景区陆续恢复营业，改版升级后的《西安千古情》开演即登顶西安景点收藏 TOP1，并引发新华社、央广网等主流媒体关注。杭州宋城开启“我回大宋”春季主题活动，主打国风汉服，流量快速破亿成功出圈，荣登杭州景点热销 TOP1。

盈利预测与投资建议：公司是中国演艺行业的龙头企业，防疫政策优化公司园区客流迅速回暖。疫情期间公司积极进行产品创新和舞台升级，提升游客体验，同时，公司完成宋城·三峡千古情签约，佛山项目也将于 2023 年推出，新项目增长空间可期。考虑到旅游行业的快速回暖，我们调整公司盈利预测，预计公司 2023-2025 年的归母净利润为 8.83/13.48/16.79 亿元（调整前为 2023-2024 年归母净利润为 3.02/5.87 亿元），每股收益分别为 0.34/0.52/0.64 元/股，对应 2023 年 5 月 4 日收盘价的 PE 分别为 41/27/21 倍，维持“增持”评级。

风险因素：疫情反复风险、宏观经济波动风险、新项目经营不及预期风险。

分析师 陈雯 执业证书编号 S0270519060001

分析师 李滢 执业证书编号 S0270522030002

逆势扩张升级文旅产品，疫后复苏弹性可期 ——宋城演艺（300144）点评报告

报告关键要素：

2023年4月28日，公司发布2022年年报。2022年，公司实现营收4.58亿元（同比-61.36%），归母净利润965.80万元（同比-96.94%）。

投资要点：

1 需求收缩和供给冲击，困境中展现公司经营韧性。2022年公司实现营收4.58亿元（同比-61.36%），归母净利润965.80万元（同比-96.94%），扣非归母净利润-0.37亿元（同比-113.71%）。四季度单季实现营收0.70亿元（同比-58.84%），归母净利润-0.66亿元（同比+43.69%），扣非归母净利润-0.63亿元（同比-38.09%）。此外，公司拟向全体股东每10股派发现金红利0.50元（含税）。

1 疫情频发扰动线下出游，2022年公司盈利能力承压。2022年公司毛利率为50.14%，同比降低0.94个pcts，净利率为-3.78%，同比降低29.32个pcts，盈利能力大幅回落。销售/管理/研发/财务费用率分别为4.87%/85.60%/4.06%/-5.94%，分别同比-0.72/+63.98/+0.58/-5.86个pcts，管理费用率大增主要系公司将闭园期间的营业成本列入管理费用所致。

逆势扩张文旅产品供给，打开利润增长空间。尽管2022年文旅消费面临整体收缩的困境，但公司产品供应方面持续发力，其中杭州宋城新推出了本地游、周边游及面向年轻群体的夜游产品，打开收客新局面。三亚和丽江千古情景区利用季节性旺季加大宣传推广和市场开拓，实现游客量和营收大幅增长，三亚千古情景区还入选了第二批“国家级夜间文化和旅游消费集聚区”。公司还签约了宋城·三峡千古情，有望进一步巩固并提升公司的行业地位和品牌知名度。

精益求精，推动演出内容升级。公司一方面全新编创了《WA! 海洋》、《颜色》等新剧目，另一方面用文化与科技融合的力量搭建现实与虚拟融合的文旅场景，沙暴、线阵等技术的运用极大增强了《西安千古情》的舞台呈现和观演体验。同时，公司还对《上海千古情》的剧目结构、音乐、舞美、服化道效等进行进一步打磨，并在空间布局、剧院硬件配置、路线动向等方面进行全新优化，提升游览舒适性。此外，佛山项目建设已经完成，正在加紧剧目排练，将于2023年强势推出。

盈利预测与投资建议：公司是中国演艺行业的龙头企业，防疫政策优化公司园区客流迅速回暖。疫情期间公司积极进行产品创新和舞台升级，提升游客体验，同时，公司完成宋城·三峡千古情签约，佛山项目也将于2023年推出，新项目增长空间可期。考虑到旅游行业的快速回暖，我们调整公司盈利预测，预计公司2023-2025年的归母净利润为8.83/13.48/16.79亿元（调整前为2023-2024年归母净利润为3.02/5.87亿元），每股收益分别为0.34/0.52/0.64元/股，对应2023年5月4日收盘价的PE分别为41/27/21倍，维持“增持”评级。

风险因素：疫情反复风险、宏观经济波动风险、新项目经营不及预期风险。

分析师 陈雯 执业证书编号 S0270519060001

分析师 李滢 执业证书编号 S0270522030002

资产质量保持稳健

——宁波银行（002142）点评报告

报告关键要素：

宁波银行发布2023年一季度业绩报告。

投资要点：

2023 年一季度营收同比增长 8.45%，归母净利润同比增长 15.35%；总资产和贷款总额较年初分别增长 6.75%和 4.86%。规模扩张和拨备少提是业绩增长的主要推动因素。收入端，利息净收入同比增长 7.99%，手续费净收入同比增长 2.87%。

受资产端定价下行因素影响，净息差收窄：贷款端定价的下行，拉低了整体生息资产收益率，净息差也相应收窄至 2%。展望 2023 年，公司预计受 LPR 重定价及市场利率变化的影响，预计资产端定价仍将处于下行通道，公司净利息收益率预计持续承压。

存款延续高增态势：生息资产端，贷款占生息资产的比重环比略有下行，其中，企业贷款相对较快的增速，推动其占比环比上行。付息负债端，2023 年一季度各项存款较年初增长 22.26%，由于一季度存款的高速增长，使得存款占付息负债的比重环比明显上升。

资产质量保持稳健：2023 年一季度末不良率 0.76%，环比回升 1BP，关注率 0.54%，环比下行 4BP，整体资产质量保持稳健。拨备覆盖率 501.47%，环比下降 3.43%。不良生成有所上升，从拨备覆盖率的角度看，仍相对较高，整体拨备充足。

盈利预测与投资建议：2023 年一季度，公司坚持以客户为中心，借助“专业+科技”两翼体系，不断推动银行商业模式、展业模式和管理模式的升级，持续积累差异化比较优势。我们维持 2023/24 年 EPS 预测 4.06 元和 4.74 元。按照宁波银行 A 股 4 月 28 日收盘价 27.38 元，对应 2023 年和 2024 年 PB 分别为 1.02 倍和 0.88 倍，维持增持评级。

风险因素：银行业整体受宏观经济、货币政策以及监管政策的影响较大，经济以及相关政策的变动，都将对银行的经营产生重要影响。包括净息差的变动、资产质量预期等。

分析师 郭懿 执业证书编号 S0270518040001

23Q1 收入高速增长，黄金产品销售延续高景气 ——周大生（002867）2023 年一季报点评

报告关键要素：

2023 年 4 月 28 日晚间，公司发布 2023 年一季报。

投资要点：

23Q1 收入与利润实现高速增长。2023Q1，公司实现营收 41.22 亿元（同比+49.65%），实现归母净利润 3.65 亿元（同比+26.06%），收入与利润同比高速增长，主要原因是 Q1 外部经营环境趋稳向好，黄金首饰消费热度上升，电商业务及加盟黄金销售保持快速增长。

期间费用率控制良好。2023Q1，公司整体毛利率为 17.91%，同比-2.26 个 pct，净利率为 8.84%，同比-1.65 个 pct。销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.51%/0.54%/0.09%/0.01%，分别同比-1.20/-0.26/-0.03/+0.12 个 pct。

1 素金产品销售持续高景气，线上和加盟业务高速增长。（1）分产品：2023Q1，公司镶嵌类产品实现营业收入 2.21 亿元（同比+12.22%）；素金类产品实现营收 35.01 亿元（同比+56.3%）。（2）分渠道：2023Q1，公司线上业务实现营收 5.21 亿元（同比+85.72%）；自营线下业务实现营收 4.89 亿元（同比+36.28%）；加盟业务实现营收 30.72 亿元（同比 48.91%）。截至 2023 年一季度末，周大生品牌终端门店数为 4637 家（较 2022 年末净增加 21 家），其中自营门店 269 家，加盟店 4368 家。

1 盈利预测与投资建议：公司作为国内黄金珠宝领先企业，近年来积极升级产品和门店形象提升品牌力，利用省代平台激发渠道发展活力的同时快速抢占市场份额。预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 1.25/1.49/1.75 元/股，对应 2023 年 4 月 28 日收盘价的 PE 分别为 14/11/10 倍，维持“买入”评级。

风险因素：疫情反复风险、渠道拓展不达预期风险、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

收入快速增长，黄金类产品延续高景气度 ——周大生（002867）2022 年年报点评

报告关键要素：

2023 年 4 月 28 日晚间，公司发布 2022 年年报。2022 年，公司实现营收 111.18 亿元（同比+21.44%），归母净利润 10.91 亿元（同比-10.94%），拟每 10 股派发现金红利 6 元（含税）。

投资要点：

122 年收入维持快速增长，归母净利润同比有所下滑。2022 年，公司实现营收 111.18 亿元（同比+21.44%），归母净利润 10.91 亿元（同比-10.94%），扣非归母净利润 10.25 亿元（同比-14.06%）。其中，Q4 由于受疫情影响，营收/归母净利润分别同比-18.66%/-26.88%。

黄金产品消费高景气，镶嵌类产品收入下滑。2022 年，公司坚持以“黄金为主力产品、钻石为核心产品”的产品定位，并配套销售 K 金、铂金、翡翠、珍珠、彩宝产品。黄金产品方面，公司从“情感表达、时尚装扮、文创 IP”三大产品研发方向，打造了“欢乐童年、浪漫花期、幸福花嫁、吉祥人生、美丽人生、璀璨人生”六大黄金产品线。此外，公司也加快了 IP 合作，重磅推出了与国家级文化 IP《国家宝藏》的联名系列。2022 年，公司素金首饰产品实现营收 84.68 亿元（同比+52.16%），收入占比大幅提升至 76.17%，毛利率下滑 2.42 个 pct 至 8.18%。随黄金消费市场高景气度的延续，素金首饰产品销售有望保持快速增长。镶嵌首饰方面，公司聚焦“幸福婚恋+时尚魅力”两大产品研发方向，打造了丰富的系列产品，并加大了 IP 联名合作开发，与国家宝藏、梵高等 IP 进行联名，满足消费者差异化需求。2022 年，由于外部经营环境变化影响，以及加盟商补货需求被抑制，公司镶嵌类产品实现营收 13.00 亿元（同比-41.69%），收入占比下降至 11.69%，毛利率同比+1.71 个 pct 至 31.45%。

1 加盟业务收入显著提升，持续发力拓展线上渠道。线下渠道方面，2022 年度，线下自营业务收入 10.69 亿元（同比-15.13%），销售下滑主要由于部分自营线下门店受外部环境经营停滞所致。线下加盟业务收入 82.96 亿元（同比+27.20%），主要系黄金类产品收入增幅较大所致，其中，黄金类产品销售收入/数量分别同比+74.4%/52.1%。截止 2022 年末，周大生品牌终端门店数量 4616 家（净增加 114 家），其中加盟门店 4367 家（净增加 103 家），自营门店 249 家（净增加 11 家）。线上渠道方面，2022 年，公司加大电商业务发展力度，布局图文电商、直播电商、社交电商三大模块。公司 2022 年度自营线上（电商）业务收入 15.46 亿元（同比+34.65%），毛利率为 24.30%（同比-4.14 个 pct）。在 2022 年“双十一”活动期间，公司线上全渠道成交额 9.4 亿，荣登天猫珠宝行业 Top1、视频号珠宝类目 Top1。

1 受产品收入结构变动影响，毛利率和净利率下降。盈利水平方面，2022 年，公司毛利率为 20.78%，同比-6.53 个 pct，主要由于产品收入结构变动所致，净利率为 9.78%（同比-3.57 个 pct）。费用率方面，销售/管理/研发/财务费用率分别为 6.73%/0.84%/0.11%/-0.12%（分别同比-0.88/-0.22/-0.04/+0.11 个 pct）。

1 盈利预测与投资建议：基于 2022 年业绩及公司业务发展，我们调整此前的盈利预测，预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 1.25/1.49/1.75 元/股，对应 2023 年 4 月 28 日收盘价的 PE 分别为 14/11/10 倍，维持“买入”评级。

风险因素：经济下行风险、渠道拓展不及预期风险、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

全产业链布局氢能赛道，Q1 增速略微放缓 ——美锦能源（000723）点评报告

报告关键要素：

公司发布 22 年年报及 23 年一季报。22 年公司实现营业收入 246.00 亿元，同比增长 15.18%；实现归母净利润 22.09 亿元，同比下滑 13.05%；实现扣非归母净利润 22.46 亿元，同比下滑 22.05%。2023 年一季度，公司营业收入为 53.38 亿元，同比下滑 13.65%；归母净利润为 4.02 亿元，同比下滑 40.52%；扣非归母净利润为 3.89 亿元，同比下滑 42.16%。

投资要点：

量减价增营收增加，成本上升导致毛利率下滑：2022 年公司焦炭产量为 536.3 万吨，同比下滑 4.58%；销量为 543.3 万吨，同比下滑 5.54%。2022 年，我国煤炭市场受到多重上行/下行超预期的扰动因素，主要受到俄乌地缘冲突以及国际能源危机的影响，直接导致了我国煤炭价格的高位运行，量减价增综合导致公司营收增加。2022 年公司焦化产品毛利率为 21.26%，同比下降 8.99%。按炼焦煤和焦炭市场均价计算，炼焦煤/焦炭年初价格涨幅为 17.63%/5.56%，炼焦煤价格涨幅大于焦炭价格的涨幅，使得公司成本上升幅度大于产品价格上升幅度，毛利率下降。

受价格下降影响，23 年 Q1 盈利增速放缓：据公司一季报显示，由于主营产品焦炭的市场价格下降幅度大于原材料采购价格的下降幅度，公司盈利出现较大幅度的下滑。按炼焦煤和焦炭市场均价计算，与 2023 年年初价格相比，2023 年一季度炼焦煤下滑 5.12%至 2151 元/吨，焦炭市场均价下滑 3.69%至 2507 元/吨，产品价格下降幅度更大。23 年第一季度公司毛利率为 10.98%，同比下滑 5.02%。

发挥产业协同效应，完善氢能产业链布局：炼焦过程中释放的大量的焦炉煤气中含有 55%左右的氢气，为提升产品附加值，公司在氢能产业链上下游广泛投资布局。目前，公司已完成氢能较为完整的产业链布局，上游搭建氢气“制-储-运-加-用”产业链；中游搭建从膜电极-燃料电池电堆及系统-整车制造的核心装备产业链；下游全力推进七大区域发展战略。公司氢能业务的主要产品为氢燃料电池商用车，报告期内公司合计生产销售商用车 741 台，同比增长 23.29%，其中氢燃料电池汽车 637 台，同比增长 43.03%。在氢燃料电池商用车细分领域市占率位居前列。青岛美锦氢能科技园项目预计于 2023 年中将投入生产，规划产能 5 千台，未来产能有望提升。

盈利预测与投资建议：考虑到成本逐步上升对 23 年盈利能力的影响，我们下调了 2023 年盈利预测，预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 246.08/256.09/278.31 亿元，净利润分别为 22.38/24.85/27.91 亿元，对应 EPS 分别为 0.52/0.57/0.65 元/股，公司长期基本面依然向好，本次评级维持“增持”评级。

风险因素：宏观经济周期波动及下游行业产能过剩、产业政策变化、市场竞争加剧、原材料及委外加工价格变动、产品升级和新兴技术路线替代等。

分析师 黄星 执业证书编号 S0270522070002

23Q1 业绩恢复亮眼增长，渠道转型升级持续推进 ——潮宏基（002345）22 年报及 23 年一季报点评

报告关键要素：

2023 年 4 月 28 日晚间，公司发布 2022 年年报和 2023 年一季报。

投资要点：

商誉减值准备计提影响 22 年净利润，23Q1 业绩恢复亮眼增长。2022 年，公司实现营收 44.17 亿元（同比-4.73%），归母净利润 1.99 亿元（同比-43.22%），其中，FION 计提商誉减值准备 8066.35 万元，若剔除商誉减值准备的影响，则公司 2022 年归母净利润为 2.80 亿元（同比-20.21%）。2023Q1，公司实现营收 15.24 亿元（同比+21.59%），归母净利润 1.24 亿元（同比+30.11%），业绩恢复亮眼增长。

23Q1 净利率小幅提升，期间费用率下降。2022 年，公司毛利率同比-3.21 个 pct 至 30.18%，销售/管理/研发/财务费用率分别为 17.52%/2.06%/1.35%/0.67%，同比分别-0.89/+0.00/-0.05/-0.08 个 pct，净利率同比-3.03 个 pct 至 4.64%，盈利水平有所下滑。2023Q1，公司毛利率同比-3.24 个 pct 至 28.03%，得益于销售和管理费用率的下降，净利率同比+0.52 个 pct 至 8.34%。

传统黄金首饰收入增长，皮具毛利率持续提升，切入培育钻石市场。（1）黄金珠宝方面，公司深耕黄金时尚化改造，强化国潮风格，推出“花丝风雨桥”“心之锁向”“浮光掠影”等系列新品，提升品牌产品力。2022 年，公司时尚珠宝首饰收入 24.82 亿元（同比-10.60%），占比为 56.18%，毛利率同比-2.82 个 pct 至 35.27%。传统黄金首饰收入 14.45 亿元（同比+12.56%），占比为 32.71%，毛利率同比-0.91 个 pct 至 9.23%。

（2）皮具方面，2022 年，皮具收入 3.24 亿元（同比-27.16%），占比为 7.34%，毛利率同比+3.32 个 pct 至 63.55%，期内，FION 计提商誉减值准备 8066.35 万元。（3）培育钻石方面，公司持续聚焦培育钻石赛道，2022 年出资 1100 万元与力量钻石等合作方共同设立生而闪耀科技（深圳）有限公司，创建、培育钻石珠宝首饰品牌；同时旗下品牌 VENTI 切入培育钻石市场，与海内外设计师开发培育钻原创系列。

22 年加盟店净增 126 家，数字化赋能终端精准运营。（1）线下：2022 年，公司迅速调整核心加盟政策，借助新老代理商资源人脉，加速渗透市场。2022 年，“CHJ 潮宏基”珠宝净增加盟店 126 家，并升级门店数字管理系统，精准营运，保障渠道补货需求。（2）线上：2022 年，公司实现网络销售收入 10.66 亿元（同比-0.09%），收入占比提升至 24.12%。

1 盈利预测与投资建议：公司自 2019 年进行渠道改革，放开加盟政策，未来随着门店数量的提升与单店收入的提高，公司业绩有望从此前的“产品驱动”转变为“产品+渠道双轮驱动”。另外，公司近年来布局高毛利的培育钻石赛道，未来有望增厚公司收入和利润。根据公司业务发展情况及 2022 年业绩，我们预计，公司 2023-2025 年的 EPS 分别为 0.42/0.51/0.62 元/股，对应 2023 年 4 月 28 日股价的 PE 分别为 18/15/12 倍，维持“买入”评级。

1 风险因素：经济下行风险、行业竞争加剧风险、品牌品类拓展不达预期风险、原材料价格变动风险、渠道拓展不达预期风险。

分析师 陈雯 执业证书编号 S0270519060001

分析师 李滢 执业证书编号 S0270522030002

23Q1 业绩承压，期待终端市场全面恢复 ——华熙生物（688363）2023 年一季报点评

报告关键要素：

2023 年 4 月 28 日晚间，公司发布 2023 年一季报。

投资要点：

2023Q1 业绩承压，收入和归母净利润同比小幅增长。2023Q1，公司实现营收 13.05 亿元（同比+4.01%），实现归母净利润 2.00 亿元（同比+0.37%），扣非归母净利润 1.51 亿元（同比-17.44%）。

毛利率和净利率略有所下滑，销售费用率提升。盈利能力方面，2023Q1，公司整体毛利率为 73.78%，同比-3.35 个 pct，净利率为 15.40%，同比-0.35 个 pct。费用率方面，2023Q1，公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 46.39%/6.59%/6.37%/-0.46%，分

别同比+1.27/+0.34/-0.12/-0.21 个 pct。未来随着数字化转型降本增效，组织能力的提升，公司的费用率水平有望下降。

稳步推进“四轮驱动”业务布局。原料业务：2023 年将重点关注新业务领域和海外市场的拓展。产能方面，东营佛思特工厂无菌 HA 生产线预计将实现生产。医疗终端业务：医美业务方面，预计医美终端业务将逐步恢复，产品规划和布局进一步完善。医药业务方面，2023 年公司将继续深耕骨科、眼科市场，预计医药业务维持稳定增长。功能性护肤品业务：品牌继续差异化定位，做大品牌内容中台，数字化运营全面赋能，提升大单品运营效率。功能性食品业务：水肌泉提升运营效率，加强抖音自播建设；黑零进一步丰富产品矩阵；休想角落升级产品配方，提升复购率。

盈利预测与投资建议：公司是全球知名的透明质酸全产业链平台企业，2023 年旗下四大业务终端市场有望实现全面恢复。预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 2.62/3.36/4.22 元/股，对应 4 月 28 日收盘价的 PE 分别为 38/30/24 倍，维持“买入”评级。

风险因素：经济下行风险、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

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登记为证券分析师，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