

万联晨会

2023年06月30日 星期五

概览

核心观点

【市场回顾】

周四 A 股三大股指震荡调整，上证指数收跌 0.22，报 3182.38 点；深证成指收跌 0.10%，报 10915.50 点；创业板指收跌 0.09%，报 2180.66 点。A 股两市全天成交额 8648.99 亿元人民币，北向资金净卖出 76.06 亿元人民币，其中，沪股通净卖出 46.41 亿元人民币，深股通净卖出 29.65 亿元人民币；南向资金净卖出 35.89 亿港元。A 股两市个股多数上涨，近 3200 上涨。申万行业方面，通信、传媒、机械设备行业领涨，交通运输、房地产领跌；概念板块方面，减速器、机器视觉概念指数涨幅居前，煤炭概念、白酒概念指数跌幅居前。港股方面，恒生指数收跌 1.24%，恒生科技指数收跌 1.71%；海外方面，美国三大股指多数收涨，道指收涨 0.8%，报 34122.42 点，标普 500 指数收涨 0.45%，报 4396.44 点，纳指平收，报 13591.33 点。欧洲股市和亚太股市涨跌互现。

【重要新闻】

6月29日，国务院总理李强主持召开国务院常务会议，审议通过《关于促进家居消费的若干措施》。家居产业涵盖家用电器、家具、五金制品、照明电器等行业。会议指出，家居消费涉及领域多、上下游链条长、规模体量大，采取针对性措施加以提振，有利于带动居民消费增长和经济恢复。国务院常务会议指出，要打好政策组合拳，促进家居消费的政策要与老旧小区改造、住宅适老化改造、便民生活圈建设、完善废旧物资回收网络等政策衔接配合、协同发力，形成促消费的合力。要提高供给质量和水平，鼓励企业提供更多个性化、定制化家居商品，进一步增强居民消费意愿，助力生活品质改善。

国务院日前印发《关于在有条件的自由贸易试验区和自由贸易港试点对接国际高标准推进制度型开放的若干措施》（以下简称《若干措施》）。为更好服务加快构建新发展格局，着力推动高质量发展，在有条件的自由贸易试验区和自由贸易港聚焦若干重点领域试点对接国际高标准经贸规则，统筹开放和安全，构建与高水平制度型开放相衔接的制度体系和监管模式，现提出如下措施：1、推动货物贸易创新发展；2、推进服务贸易自由便利；3、是便利商务人员临时入境；4、促进数字贸易健康发展；5、加大优化营商环境力度；6、健全完善风险防控制度。适用范围为：上海、广东、天津、福建、北京自由贸易试验区和海南自由贸易港（除标注适用于特定试点地区的措施外）。

国内市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,182.38	-0.22%
深证成指	10,915.50	-0.10%
沪深 300	3,821.84	-0.49%
科创 50	1,001.46	-0.67%
创业板指	2,180.06	-0.09%
上证 50	2,490.90	-0.79%
上证 180	8,088.05	-0.56%
上证基金	6,473.07	-0.32%
国债指数	202.58	0.01%

国际市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
道琼斯	34,122.42	0.80%
S&P500	4,396.44	0.45%
纳斯达克	13,591.33	0.00%
日经 225	33,234.14	0.12%
恒生指数	18,934.36	-1.24%
美元指数	103.34	0.42%

主持人：夏清莹

Email: xiaqyl@wlzq.com.cn

研报精选

行业景气度观察之中游行业

磨砺以须，待时而动

5月86款版号常态化发放，新游稳定发挥

中国化妆品多个细分市场蓬勃发展，上美股份凭借多品牌、多渠道发力

核心观点

【市场回顾】

周四 A 股三大股指震荡调整，上证指数收跌 0.22，报 3182.38 点；深证成指收跌 0.10%，报 10915.50 点；创业板指收跌 0.09%，报 2180.66 点。A 股两市全天成交额 8648.99 亿元人民币，北向资金净卖出 76.06 亿元人民币，其中，沪股通净卖出 46.41 亿元人民币，深股通净卖出 29.65 亿元人民币；南向资金净卖出 35.89 亿港元。A 股两市个股多数上涨，近 3200 上涨。申万行业方面，通信、传媒、机械设备行业领涨，交通运输、房地产领跌；概念板块方面，减速器、机器视觉概念指数涨幅居前，煤炭概念、白酒概念指数跌幅居前。港股方面，恒生指数收跌 1.24%，恒生科技指数收跌 1.71%；海外方面，美国三大股指多数收涨，道指收涨 0.8%，报 34122.42 点，标普 500 指数收涨 0.45%，报 4396.44 点，纳指平收，报 13591.33 点。欧洲股市和亚太股市涨跌互现。

【重要新闻】

6 月 29 日，国务院总理李强主持召开国务院常务会议，审议通过《关于促进家居消费的若干措施》。家居产业涵盖家用电器、家具、五金制品、照明电器等行业。会议指出，家居消费涉及领域多、上下游链条长、规模体量大，采取针对性措施加以提振，有利于带动居民消费增长和经济恢复。国务院常务会议指出，要打好政策组合拳，促进家居消费的政策要与老旧小区改造、住宅适老化改造、便民生活圈建设、完善废旧物资回收网络等政策衔接配合、协同发力，形成促消费的合力。要提高供给质量和水平，鼓励企业提供更多个性化、定制化家居商品，进一步增强居民消费意愿，助力生活品质改善。

国务院日前印发《关于在有条件的自由贸易试验区和自由贸易港试点对接国际高标准推进制度型开放的若干措施》（以下简称《若干措施》）。为更好服务加快构建新发展格局，着力推动高质量发展，在有条件的自由贸易试验区和自由贸易港聚焦若干重点领域试点对接国际高标准经贸规则，统筹开放和安全，构建与高水平制度型开放相衔接的制度体系和监管模式，现提出如下措施：1、推动货物贸易创新发展；2、推进服务贸易自由便利；3、是便利商务人员临时入境；4、促进数字贸易健康发展；5、加大优化营商环境力度；6、健全完善风险防控制度。适用范围为：上海、广东、天津、福建、北京自由贸易试验区和海南自由贸易港（除标注适用于特定试点地区的措施外）。

分析师 夏清莹 执业证书编号 S0270520050001

研报精选

行业景气度观察之中游行业

——策略跟踪报告

投资要点：

中游行业指数止跌回升：截至 6 月 16 日，中游行业指数集体止跌回升，其中机械设备行业指数涨幅最大，当月上涨 4.48%。

轻工制造：纸浆方面，6 月初外盘针叶浆/阔叶浆价格总体较为稳定，在 6 月 16 日当周小幅下降；白卡纸与瓦楞纸价格走势不一，3 月以来白卡纸价格逐月小幅下调。瓦楞纸价格在 4-5 月小幅上涨之后持续回落，6 月 16 日当周瓦楞纸价格下跌 2.17%。家居建材景气度修复势头良好。5 月全国建材家具景气指数较 2023 年一季度均值大幅提高 17.80%；4 月建材家具卖场销售额大幅翘尾，环比下降 15.3%。

交通运输：散运方面，2023 年二季度波罗的海干散货指数 BDI 均值相比 2023 年一季度均值提高 38.99%。集运方面，6 月 16 日当周 SCFI 指数周环比下跌 4.65%。整体而

言，散运需求复苏，集运价格有所回落，景气表现分化。随着国内需求复苏，物流快递加速回暖。4月快递业务量当月同比增长36.4%，物流需求明显回升。今年5月中国物流景气指数LPI业务总量月环比小幅下跌4.28%。客运量大幅回升。5月国内民航客运量当月同比增长314.40%，连续三个月实现三位数增长；5月公路客运量当月同比上涨46.67%；5月铁路客运量当月同比增长253.94%。

电力设备：4月光伏装机量同比大幅增加，多晶硅价格下跌。装机量方面，4月光伏装机量同比大增186.20%；原材料价格方面，截至6月16日，多晶硅价格当周环比下跌11.39%，连续四个月下跌。装机量方面，4月风电装机量为1420万千瓦，同比增长48.23%；原材料价格方面，螺纹钢6月16日当周价格环比上涨1.67%，成本端有所承压。

机械设备：截至6月16日，从已披露数据看，5月部分专用设备销量及挖掘机开工小时数均小幅下滑，机械设备行业景气度走低。5月挖掘机开工小时当月同比下降1.70%，装载机、重型载货车销量分别同比下降6.47%、6.86%。机械设备行业景气度回落。

风险因素：数据统计偏差；行业分类不准确；所选指标不能完全反映行业景气情况；景气指标与现实情况存在差异。

分析师 于天旭 执业证书编号 S0270522110001

磨砺以须，待时而动

——宏观投资策略报告

年初部分积压需求释放，消费修复斜率陡峭，随后生产端也快速修复。但进入二季度，经济增速出现放缓态势，整体复苏进程不及预期。央行在6月开启降息，助力稳经济。居民缩表，房企资金链偏紧传导至投资端，本轮复苏弹性和持续性不及以往复苏周期。

地产投资持续承压，政策预期推动自下而上的宽松。上半年房地产新开工、施工跌幅较深，竣工增速修复。居民风险偏好降低，地产销售明显分化，高能级城市销量为主要支撑，三四线城市销量低迷，房企资金来源偏紧。LPR调降给市场带来一定利好，未来保交房政策将保持发力，因城施策仍是政策重要方向，下半年地产投资拖累作用预期较上半年边际减弱。

预期基建调节转为常态化政策，成为稳经济的重要压舱石。基建上半年增速延续高位，电力投资拉动作用较强。未来财政支出仍将助力基建，经济稳增长、高质量发展，高科技产业发展有待突破的背景下，基建政策和投向资金预期保持“细水长流”的状态，大幅资金投放到基建的可能性降低，基建投资长期预期保持相对偏稳定。

制造业短期承压，去库、需求偏弱压力仍存。内、外需偏弱，企业处于去库存周期，叠加高基数作用影响，上半年制造业投资承压放缓。民间固投增速转负。随着美联储紧缩政策的结束，海外需求有望在磨底后逐步回升，有助于推动我国制造业需求回温，但这一进程仍需时间来消化，预期高技术产业增速将持续领跑。

出口进入回落通道，进口相对疲弱，整体仍有支撑。海外加息周期，外需走弱，叠加地缘政治问题带动下，我国对外出口的国家、产品结构均在逐步调整。从当前美国经济数据来看，仍有可能实现“软着陆”，人民币汇率贬值较多，给出口带来一定支撑。但我国出口动能依然受限。在高基数作用下仍处于回落通道。

消费增速边际放缓，居民信心、就业有待修复。我国消费复苏路径与海外消费修复有明显差异，疫后居民、企业资产负债表受损。当前年轻劳动力就业依然承压，叠加对未来收入担忧下，居民消费信心不足，在低利率和宽松的信贷加杠杆的动能缺位，居民储蓄下降速度缓慢。消费信心改善仍需政策驱动，新能源汽车消费鼓励措施仍将持续，推动绿色智能家电下乡和以旧换新，“因城施策”下促进地方房地产销售。

CPI 预期维持低位温和状态，PPI 筑底反弹，但上行幅度受限。与居民生活有关的非食品分项价格难以大幅上涨，核心 CPI 持续处于低位，居民消费情绪偏谨慎，加杠杆乏力。在厄尔尼诺现象影响下，食品项或出现阶段性的价格波动。内外需偏弱，大宗商品涨幅受到一定约束，原油价格在地缘政治影响下，或持续低位，随高基数作用减弱，PPI 或逐步回升，但反弹幅度和速度预期偏缓。

货币政策保持“宽货币、宽信用”，后续有望出台更多政策组合拳。继央行螺旋式降息后，未来仍有可能推出针对性强的结构性政策工具，疏通信贷落地渠道，定向支持高新技术企业、保交楼、房企纾困等方向。流动性预期保持宽松，三季度央行仍有降准的空间，缓解银行压力。金融强监管为长期方向，提升金融市场防风险能力。

财政配合发力，注重经济高质量发展。经济弱修复背景下，对于企业减税降费的政策仍将延续，财政政策仍将持续托举基建，并将侧重于新基建和产业政策，政策预期将更加关注汽车消费、绿色产业、科创产业等的定向投放。地方政府土地出让金收入承压，中央财政仍有加杠杆空间。年内特别国债发行概率较小，当前政策工具箱依然丰富。

海外紧缩周期步入尾声，需求放缓压力持续。美国通胀压力逐步缓解，但结构性问题依然突出。美联储压降通胀诉求仍强，年内仍有加息可能。区域性中小银行在高利率下依然承压，财政成本压力持续，但对金融体系冲击整体可控。预期美联储将在 2024 年开启降息。欧洲经济、通胀压力持续，日本宽松政策下经济保持稳步增长。

大类资产：1) A 股预期维持结构性上涨，我国全年弱复苏的方向依然不变，企业有望缓步走出盈利下行周期。央行流动性保持宽松，预期小盘成长依然占优，科技相关赛道有望表现较好。2) 利率仍有下探空间，可保持长久期利率债持仓，短端、存单仍具性价比。信用债配置力量仍强，短久期可适当下沉资质，可关注腰部及以上区域城投。3) 大宗商品：黄金关注美联储政策调整节点。政策助力基建、地产投资，钢材需求有望边际回暖。工业品价格随着欧美加息、去库进程进入尾声，有望迎来阶段性反弹。4) 人民币汇率短期依然承压，中长期有望逐步回归。

经济全面复苏尚需时间，当前我国经济依然面临一定挑战。地产端政策的放松，有望缓解地产投资下行压力。随着我国经济缓慢修复，由去库存逐步进入补库阶段，并且随着时间推移，伴随美国进入补库存共振的周期，有望迎来经济的下一轮驱动。但需求偏弱，企业去库或需要更长时间。整体而言，经济较去年整体将上一个台阶，但经济依然面临失业率、居民收入不足、银行息差压力增加、地方政府化债等风险和挑战。

风险因素：居民消费意愿和信心疲弱，地产销售持续低迷；后续政策推进和落地不及预期；欧美发达经济体衰退幅度超出市场预期。

分析师 于天旭 执业证书编号 S0270522110001

5 月 86 款版号常态化发放，新游稳定发挥 ——传媒行业月报

投资要点：

新游情况：5 月份共 3 款新重点手游上线、2 款新重点手游公测。新游以角色扮演类型为主，主要来自中小游戏厂商。3 款上线的重点新游分别是心动网络发行的《画中世界》（5 月 26 日上线）、雷霆游戏发行的《住宅梦物语》（5 月 26 日上线）、雷霆游戏发行的《这个地下城有点怪》（5 月 30 日上线）；2 款公测的重点新游分别是心动网络发行的《火炬之光：无限》（5 月 10 日公测）、风际游戏发行的《行界》（5 月 19 日公测）。从上线后至 6 月 15 日平均收入及下载量表现来看，《这个地下城有点怪》与《火炬之光：无限》表现突出，两者亮点均较为明显。

游戏运营情况：1) 《这个地下城有点怪》创新探索生存+冒险双玩法，与社交内容深度耦合程度低。游戏内置了可以组队联盟的社交玩法，还建立了较大的构筑空间，玩

家可无限叠加各种随机技能，游戏策略乐趣与新鲜感得到显著提升。截止 6 月 15 日，《这个地下城有点怪》的评分为 4.6 分，该游戏在玩法探索上仍处于初步阶段，较难与社交内容进行深度耦合，同时存在玩家游戏内配合体验不佳、公会成员互动相对有限等不足。2)《火炬之光：无限》主要提升游戏构筑内容深度，暗黑类游戏特性较强，新鲜内容供给有限。游戏延续了《火炬之光》世界观背景，继承独特的美漫画风和技能机制，强调自由养成 BD、刷怪打宝以及持续性赛季等玩法内容。《火炬之光：无限》IOS 手机端游戏收入总计 2,195,091 美元，单日最高收入达 189,292 美元。该游戏目前存在缺乏角色职业转变系统，存在 8 小时剧情重复度高、NPC 辨识度低、社交体验几乎为零等劣势。

版本号发放情况：5 月版本号发放数量稳定，版本号发放处于常态化。86 款国产游戏版本号以移动游戏类型为主。自 2022 年 12 月起，游戏版本号每月的发放数量均超过 80 款，处于较高水平，市场预期良好。虽然版本号发放情况稳定，但我们认为版本号审批标准仍会保持严格的趋势不变，游戏市场仍将朝着优质化、精品化方向发展。

投资建议：版本号恢复常态化发放，助力游戏市场复苏。版本号恢复常态化发放给市场带来了较强的信心，利好整体板块的估值修复，游戏行业景气度持续回暖。自 2022 年 4 月版本号恢复发放以来，新游上线的数量和质量也有望增强，建议关注版本号储备丰富、研发能力较强、产品优质的头部公司。

风险因素：监管政策趋严、版本号落地不及预期、新游延期上线及表现不及预期、新游流水不及预期、出海业务风险加剧、商誉减值风险。

分析师 夏清莹 执业证书编号 S0270520050001

中国化妆品多个细分市场蓬勃发展，上美股份凭借多品牌、多渠道发力 ——化妆品行业深度报告

行业核心观点：

中国化妆品行业前景广阔，护肤、母婴、洗护多个赛道蓬勃发展。2021 年，中国化妆品行业规模全球第二，增速领先全球。随着中国经济稳步增长，中国人均化妆品支出有望更上一个台阶。目前，中国化妆品市场国货市占率接近 50%，国潮的助推以及不断强大的研发实力将进一步助力国货快速成长，扩大市场份额。凭借优秀的成长能力和巨大的潜力，多个国货美妆品牌被市场资金看好，相关公司如巨子生物、上美股份纷纷赴港上市。2022 年 12 月，上美股份于港交所成功 IPO，此番顺利上市为公司继续发展多品牌战略注入新能量。中长期来看，美妆消费年轻化、“她经济”崛起以及人均化妆品消费额的提升将共同助力行业规模稳步扩大。维持化妆品行业“强于大市”的投资评级，看好多品牌、多渠道、强研发、产品力优秀的化妆品龙头公司。

投资要点：

行业分析：中国化妆品市场规模庞大，增长迅猛，国货品牌未来可期。2021 年，中国化妆品市场规模达到 9468 亿元，较 2015 年的 4801 亿元增长 97.2%，复合年增长率达到 12.0%，而同期全球化妆品市场的复合年增长率仅为 2.2%。目前，中国人均化妆品支出远低于发达国家，随着中国的经济稳定发展，人民生活水平改善，消费习惯转变，未来中国人均化妆品支出有望追平发达国家水平。竞争格局方面，国货与国际品牌平分秋色，国货品牌成长迅速。2015 年国货品牌市占率为 43%，至 2021 年国货品牌市占率已提升到 47%。凭借年轻世代的喜爱以及自身实力的提高，预计国货化妆品公司将会进一步抢占市场份额。

案例分析：上美股份布局三大潜力赛道，多品牌发力。上美股份是一家专注于护肤品、母婴和洗护产品的化妆品公司。公司前身 2002 年，20 多年来，深耕化妆品研发、制造和销售，坚持实施多品牌战略。目前，公司推出了多个护肤品品牌：韩束、一叶子、红色小象、安敏优等，覆盖了大众市场、中端和高端市场。公司股权集中度较

高，首席执行官为公司实控人。公司成长快速，2019-2021年，公司营收从28.7亿元快速增长至36.2亿元，CAGR达到12%；归母净利润从0.62亿元增长至3.4亿元，CAGR达到133%。2022年，受疫情影响，公司营业收入/归母净利润分别同比-26%/-57%。

竞争要素：多品牌战略拉动公司增长，营销配合渠道覆盖全域。**①品牌&产品：**多个品牌形成完整的矩阵，覆盖护肤、母婴、洗护三大潜力赛道。三大主要品牌创收能力喜人，2022年韩束/一叶子/红色小象分别实现收入12.67/5.30/6.55亿元。2022年，韩束旗下TIRACLEPRO和蓝酮肽紧致精华霜分别获得由CICIAWARD颁布的“科技创新原料奖”和“科技创新产品奖”；红蛮腰系列获得“抖音面部护理套装年度金榜TOP1”。在研品牌志在高端市场，有望提升公司毛利率。**②渠道&营销：**线上营销多点发力，营销方式囊括大媒介投放、全域内容种草以及直播推广等。线下触点超过4000个，有效扩大品牌影响力。**③研发：**研发团队核心成员在化妆品相关领域的平均研发经验超过30年；科研人员背景多元，覆盖生物、化学、药学及化学工程等领域。研发投入逐年增加，领先同业。目前公司已获约200项专利，自主研发成分已应用于超过500个产品。**④生产：**凭借位于日本冈山和中国上海的两大厂房，公司大部分产品为自产；优秀的管理能力实现生产线利用率领先行业平均水平。位于日本的冈山工厂助力公司紧贴日本生产技术的发展及质量控制标准，为公司进军中国以外的亚洲市场奠定了基础。

财务比较：**①规模及成长性方面，**上海家化收入规模领先，华熙生物、贝泰妮成长性强，相比之下，上美股份规模快速提高，2019-2021年归母净利润CAGR达133%，营收CAGR达12%，2022年受疫情影响，上美股份营业收入/归母净利润分别同比-26%/-57%；**②盈利能力方面，**华熙生物、贝泰妮盈利能力强，上美股份盈利水平一般但趋势向好，毛利率稳步上升，2019-2022年，毛利率从60.9%提升至63.5%，净利率从2.1%提升至5.1%。**③资本结构和偿债能力方面，**贝泰妮、丸美股份资产负债率较低，速动比率较同行更高。

风险因素：宏观经济下行风险、竞争加剧风险、品牌品类拓展不达预期风险。

分析师 陈雯 执业证书编号 S0270519060001

分析师 李滢 执业证书编号 S0270522030002

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