



# 万联晨会

2023 年 07 月 20 日 星期四

## 概览

### 核心观点

**【市场回顾】**  
周三 A 股三大股指涨跌互现，上证指数收涨 0.03%，报 3198.84 点；深证成指收跌 0.37%，报 10932.65 点；创业板指收跌 1.06%，报 2177.25 点。A 股两市全天成交额 7023.11 亿元人民币，北向资金净卖出 49.32 亿元人民币，其中，沪股通净卖出 39.60 亿元人民币，深股通净卖出 9.72 亿元人民币；南向资金净买入 164.78 亿港元。A 股两市个股多数下跌，下跌个股数为 2682 只。申万行业方面，建筑建材、房地产、轻工制造领涨，电力设备、电子、国防军工领跌；概念板块方面，ERP 概念、空间计算、黄金概念指数涨幅居前，胎压监测、3D 打印、高压快充概念指数跌幅居前。港股方面，恒生指数收跌 0.33%，恒生科技指数收跌 0.35%；海外方面，美国三大股指全线收涨，道指收涨 0.31%，报 35061.21 点，标普 500 指数收涨 0.24%，报 4565.72 点，纳指收涨 0.03%，报 14358.02 点。欧洲主要股指涨跌不一、亚太主要股指全线收涨。

**【重要新闻】**  
【《中共中央、国务院关于促进民营经济发展壮大的意见》重磅发布，对民营经济定位作出重要表述，首次提出“生力军”】意见指出，民营经济是推动中国式现代化的生力军，是高质量发展的重要基础。要加大对民营经济政策支持力度，完善融资支持政策制度，支持符合条件的民营企业上市融资和再融资。依法规范和引导民营资本健康发展。健全规范和引导民营资本健康发展的法律制度，为资本设立“红绿灯”，完善资本行为制度规则，集中推出一批“绿灯”投资案例。

**【财政部明确，新能源汽车车辆购置税减免政策延长 4 年至 2027 年 12 月 31 日】**其中，对在 2024-2025 年购置的新能源汽车免征车辆购置税，每辆汽车免税额不超过 3 万元；对在 2026-2027 年购置的新能源汽车减半征收车辆购置税，每辆汽车减税额不超过 1.5 万元。

### 研报精选

经济结构压力仍存，关注政策推进  
6 月黄金珠宝线上整体表现较优，部分内资品牌表现突出  
“片仔癀、安宫牛黄丸、化妆品”矩阵，推动公司高质量稳健发展

#### 国内市场表现

| 指数名称   | 收盘        | 涨跌幅%   |
|--------|-----------|--------|
| 上证指数   | 3,198.84  | 0.03%  |
| 深证成指   | 10,932.65 | -0.37% |
| 沪深 300 | 3,850.87  | -0.11% |
| 科创 50  | 975.11    | -0.50% |
| 创业板指   | 2,177.25  | -1.06% |
| 上证 50  | 2,517.11  | 0.22%  |
| 上证 180 | 8,157.40  | 0.06%  |
| 上证基金   | 6,534.42  | -0.07% |
| 国债指数   | 203.22    | 0.01%  |

#### 国际市场表现

| 指数名称   | 收盘        | 涨跌幅%   |
|--------|-----------|--------|
| 道琼斯    | 35061.21  | 0.31%  |
| S&P500 | 4565.72   | 0.24%  |
| 纳斯达克   | 14358.02  | 0.03%  |
| 日经 225 | 32896.03  | 1.24%  |
| 恒生指数   | 18,952.31 | -0.33% |
| 美元指数   | 100.28    | 0.34%  |

主持人： 陈雯  
Email: chenwen@wlzq.com.cn

## 核心观点

### 【市场回顾】

周三 A 股三大股指涨跌互现，上证指数收涨 0.03%，报 3198.84 点；深证成指收跌 0.37%，报 10932.65 点；创业板指收跌 1.06%，报 2177.25 点。A 股两市全天成交额 7023.11 亿元人民币，北向资金净卖出 49.32 亿元人民币，其中，沪股通净卖出 39.60 亿元人民币，深股通净卖出 9.72 亿元人民币；南向资金净买入 164.78 亿港元。A 股两市个股多数下跌，下跌个股数为 2682 只。申万行业方面，建筑建材、房地产、轻工制造领涨，电力设备、电子、国防军工领跌；概念板块方面，ERP 概念、空间计算、黄金概念指数涨幅居前，胎压监测、3D 打印、高压快充概念指数跌幅居前。港股方面，恒生指数收跌 0.33%，恒生科技指数收跌 0.35%；海外方面，美国三大股指全线收涨，道指收涨 0.31%，报 35061.21 点，标普 500 指数收涨 0.24%，报 4565.72 点，纳指收涨 0.03%，报 14358.02 点。欧洲主要股指涨跌不一、亚太主要股指全线收涨。

### 【重要新闻】

【《中共中央、国务院关于促进民营经济发展壮大的意见》重磅发布，对民营经济定位作出重要表述，首次提出“生力军”】意见指出，民营经济是推动中国式现代化的生力军，是高质量发展的重要基础。要加大对民营经济政策支持力度，完善融资支持政策制度，支持符合条件的民营企业上市融资和再融资。依法规范和引导民营资本健康发展。健全规范和引导民营资本健康发展的法律制度，为资本设立“红绿灯”，完善资本行为制度规则，集中推出一批“绿灯”投资案例。

【财政部明确，新能源汽车车辆购置税减免政策延长 4 年至 2027 年 12 月 31 日】其中，对在 2024-2025 年购置的新能源汽车免征车辆购置税，每辆汽车免税额不超过 3 万元；对在 2026-2027 年购置的新能源汽车减半征收车辆购置税，每辆汽车减税额不超过 1.5 万元。

分析师 陈雯 执业证书编号 S0270519060001

## 研报精选

### 经济结构压力仍存，关注政策推进

#### ——6 月经济数据点评

事件：2023Q2，GDP 不变价同比 6.3%，环比 0.8%，上半年累计同比 5.5%。工业增加值当月同比上行 0.9 个 pct 至 4.4%，固投累计同比由 4% 回落为 3.8%，其中制造业、基建、房地产投资分别由 6%、10.07%、-7% 变动为 6%、10.71%、-7.9%，社零当月同比由 12.7% 回落为 3.1%。

GDP 二季度同比增长 6.3%，第二、三产业同比抬升。二季度 GDP 同比上行，国内经济内需不足问题逐步显现，生产在内需偏弱背景下受到一定约束，企业仍处于去库存周期，出口进入回落通道，给制造业带来一定拖累。房地产投资的拖累作用持续，也给二、三产业增速带来一定干扰。

工业生产稳步恢复，服务业形成支撑。采矿业同比增速上行，但原煤、天然气等能源产量增速放缓。制造业增速上涨，上游原材料的有色、黑色冶炼、非金属矿、化工等加工业大多反弹，下游制造业表现分化，汽车制造在高基数作用下增速回落。中游设备制造业韧性持续。服务业生产指数在基数走高的影响下，增速逐步回落，但服务业生产带来的支撑作用仍强。

投资整体小幅回落，地产投资为主要拖累，新开工、施工面积持续下滑，销售走弱。地产销售增速继续回落，销售“价”的跌幅相对“量”更大，商品房库存有所累积，LPR 利率下调短期效果尚未显现。房企资金来源持续收紧，开工、施工、拿地持续放缓，仅竣工在“保交房”政策下保持高位。“金融 16 条”政策延期，政策再提用好“第二只箭”，对房企政策仍在放松。

基建投资“压舱石”作用持续，制造业投资增速持平。政策助力稳增长，基建的支撑作用在三季度仍将延续。分项来看，交通运输、仓储和邮政业增速上行，电力投资建设的拉动作用逐步放缓。民间固定资产投资增速继续下探，民企、中小型企业依然承压。高技术产业增速放缓，依然领跑制造业整体。

消费在基数作用下增速回落，可选消费整体下行。餐饮收入在基数走高下增速高位回落，居民汽车消费、石油及其制品类、化妆品、金银珠宝类可选消费增速放缓。食品饮料类必选消费增速上行。地产下游的家电、建材类增速上行，地产竣工带来一定拉动。居民可支配收入累积同比由一季度的 5.1% 上行为 6.5%，上行速度快于 GDP 增速，居民持续依然处于高位，居民消费意愿尚未修复，防御性储蓄仍强。年轻劳动力失业率继续上行，就业的结构性问题持续，服务业修复放缓，带来的岗位增量有限，年轻人口就业短期或持续承压。

风险因素：海外经济衰退幅度超预期，居民消费、购房意愿持续低迷，政策推进和落地不及预期。

分析师 于天旭 执业证书编号 S0270522110001

## 6 月黄金珠宝线上整体表现较优，部分内资品牌表现突出 ——6 月珠宝电商数据跟踪

行业核心观点：

2023 年 6 月，黄金珠宝线上平台表现较优。6 月黄金珠宝淘系平台成交额为 64.46 亿元，同比+19%，同比涨幅扩大；京东平台同比+30%，同比由负转正；苏宁平台同比-89%，跌幅扩大。行业整体表现优于上月。重点品牌淘系平台数据：部分内资品牌表现杰出。菜百、周大生、明牌珠宝、中国黄金、潮宏基、老庙成交额同比增速排名居前，分别同比+88%/+72%/+72%/+65%/+30%/+30%，其中，周大生、明牌珠宝、潮宏基、菜百同比涨幅较上月扩大。港资品牌方面，周生生、周大福、谢瑞麟同比有所下滑，六福珠宝同比+47%。随着“悦己”消费、送礼、投资等多场景渗透率的提升，黄金珠宝行业规模稳步扩大，维持行业“强于大市”投资评级，看好积极抢占渠道、升级品牌、开发新品的黄金珠宝龙头企业。

投资要点：

行业数据：6 月黄金珠宝线上数据表现较优。2023 年 6 月，淘系/京东平台成交额分别为 64.46/27.05 亿元，同比分别+19%/+30%，淘系同比涨幅扩大，京东同比由负转正，苏宁平台成交额为 56.10 万元，同比-89%，跌幅扩大，黄金珠宝行业整体表现较优。

重点品牌淘系平台销售情况：部分内资品牌表现突出。①内资品牌：菜百、周大生、明牌珠宝、中国黄金、潮宏基、老庙成交额同比增速排名居前，分别同比+88%/+72%/+72%/+65%/+30%/+30%，其中，菜百、周大生、明牌珠宝、潮宏基同比涨幅较上月扩大；周六福、DR、IDO、老凤祥等 GMV 同比有所下降，分别-29%/-62%/-92%/-100%。②港资品牌：六福珠宝销售额同比增速亮眼，同比+47%。周生生、周大福旗下周大福、周大福旗下 SOINLOVE、谢瑞麟、周大福旗下 MONOLOGUE 的 GMV 同比有所下降，分别同比-4%/-8%/-32%/-32%/-43%。③外资品牌：蒂芙尼销售额同比均下降，分别同比-39%/-96%。

风险因素：萝卜投资统计有误及统计不全风险（若与公司官方披露的数据有出入，请以公司官方口径为准）、疫情复燃风险、市场竞争加剧风险。

分析师 陈雯 执业证书编号 S0270519060001

分析师 李滢 执业证书编号 S0270522030002

## “片仔癀、安宫牛黄丸、化妆品”矩阵，推动公司高质量稳健发展 ——片仔癀（600436）首次覆盖

报告关键要素：

在多核驱动战略下，公司有望形成以“片仔癀+安宫牛黄丸+化妆品”为主的战略矩阵。未来公司将持续巩固和深化片仔癀核心地位，聚力打造片仔癀牌安宫牛黄丸新增长极，推动片仔癀化妆品产业再升级，实现公司稳健增长。

投资要点：

片仔癀锭剂&胶囊剂稳健增长可期

1) 原材料端，公司天然牛黄和天然麝香供给充足，我们通过对公司天然麝香获取来源拆分以及对公司每年购买天然牛黄趋势测算，认为上游原料资源至少可以支撑到2027年；

2) 渠道端，我们对片仔癀锭剂&胶囊剂销售渠道按照国药堂&天猫京东线上直营大药房、经销商、体验馆等拆分，分析出国药堂收入占比随着2015后新增体验馆模式逐步下降，体验馆收入占比随着2021年新增线上直营大药房逐步下降。线上直营大药房毛利高于体验馆和经销渠道，未来随着公司线上直营渠道投入加大，收入占比提升，片仔癀毛利率将逐步提高；

3) 价格端，公司2007年以来提价11次，我们测算出2016年到2022年全渠道均价（不含税）复合年增速为5.27%，销量复合年增速为18.03%。均价5.27%复合年增速不影响销量两位数复合增长，说明公司手握提价权，长期看消费者对价格敏感度低。由于最近一次提价幅度较大，我们认为中短期内公司再次提价概率不大；

4) 需求端，根据我们模型，片仔癀目前渗透率远低于2%。所以从渗透率角度看，随着公司在片仔癀二次开发上的投入，以及高净值人群数量的提升，大众健康意识提高，片仔癀需求端有较大成长空间。

片仔癀牌安宫牛黄丸有望成为公司新的增长引擎

1) 潜在消费人群持续增长，公司产品渗透率低。安宫牛黄丸应用于心脑血管领域，老龄化趋势意味着安宫牛黄丸需求天花板高。目前行业呈现同仁堂一家独大的竞争格局，片仔癀牌安宫牛黄丸上市时间较晚，自2020年9月上市以来市场份额持续增长，实体药店端市场份额从2020年0.45%提升至2023年一季度的1.21%（若加上体验馆、国药堂等渠道，市场份额更高），超过了多个其他经营安宫牛黄丸多年的品牌；

2) 具有原材料优势，公司是市场上生产双天然安宫牛黄丸的6家企业之一，上游原材料天然麝香和天然牛黄均为稀缺性名贵药材，是安宫牛黄丸最大的生产壁垒；

3) 公司安宫牛黄丸包含两种最具成长性的品规。数据说明单天然和双天然安宫牛黄丸具有相似的成长性，公司产品有望在各自不同消费群体中实现渗透率的提升；

4) 品牌、渠道和新老产品联动作用。公司老产品片仔癀消费人群和片仔癀牌安宫牛黄丸有重叠部分，尤其是双天然品规，都是对应高净值人群，消费者联动有望推动公司安宫牛黄丸快速放量；公司片仔癀体验馆也有利于提升片仔癀牌安宫牛黄丸的品牌价值。

化妆品业务整合梳理后业绩增速有望扭负为正。2022 年化妆品公司的管理层做了调整，整个化妆品的终端做了价格体系梳理，有望随着核心产品片仔癀一同提价。公司化妆品产品线比较多，片仔癀和皇后品牌双轮驱动，未来将借助公司的营销平台、研发平台、采购平台及品牌建设推广等优势，进一步强化在化妆品领域的核心竞争力，实现业绩增长。

盈利预测与投资建议：公司核心产品片仔癀具备稀缺性，新产品安宫牛黄丸和业务梳理后的化妆品业务有望成为公司新的增长驱动力。预计 2023/2024/2025 年收入为 109.41 亿元/124.22 亿元/148.09 亿元，对应归母净利润 34.01 亿元/37.90 亿元/45.03 亿元，对应 EPS5.64 元/股、6.28 元/股、7.46 元/股，对应 PE 为 50.74/45.53/38.32（对应 2023 年 7 月 18 日收盘价 286 元），首次覆盖给予“买入”评级。

风险因素：利好政策不达预期风险、原材料供给不足风险、研发不达预期风险

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