

万联晨会

2024 年 04 月 02 日 星期二

概览

核心观点

【市场回顾】

周一 A 股三大指数集体收涨，截止收盘，沪指收涨 1.19%，深成指收涨 2.62%，创业板指收涨 2.97%。沪深两市成交额 9990.74 亿元，北向资金净流出 0 亿元。申万行业方面，传媒、汽车、电力设备领涨，煤炭、公用事业、石油石化领跌；概念板块方面，染料、金属镍、钴领涨，铜缆高速连接、供销社、AI PC 领跌。海外方面，美国三大指数涨跌不一，道指收跌 0.6%，标普 500 收跌 0.2%，纳指收涨 0.11%。

【重要新闻】

【3 月财新中国制造业 PMI 为 51.1 连续 5 个月位于扩张区间】4 月 1 日公布的 3 月财新中国制造业采购经理指数（PMI）为 51.1，略高于 2 月份 0.2 个百分点，已连续 5 个月位于扩张区间，创 2023 年 3 月份来新高，显示制造业生产经营活动加速向好。从分项数据来看，3 月份供需同步扩张且速度加快。3 月份制造业生产指数、新订单指数延续了 2 月份的上升趋势，前者为最近 10 个月来最高。外需持续改善，新出口订单指数连续 3 个月在扩张区间上行，且创 2023 年 3 月份来新高。

【央行：2024 年 3 月人民银行对金融机构开展常备借贷便利操作共 34.2 亿元】据央行数据，2024 年 3 月，人民银行对金融机构开展常备借贷便利操作共 34.2 亿元，其中隔夜期 16.7 亿元，7 天期 17.5 亿元。期末常备借贷便利余额为 34 亿元。常备借贷便利利率发挥了利率走廊上限的作用，有利于维护货币市场利率平稳运行。隔夜、7 天、1 个月常备借贷便利利率分别为 2.65%、2.80%、3.15%。

研报精选

外需边际回暖，高端制造景气度走高

宫崎骏回归电影领跑清明档，票房呈强复苏态势

3 月游戏版号维持高位，大热网文 IP 同名游戏过审

抢抓机遇积极拓店，餐饮、月饼基本盘稳固

规模稳步扩张 资产质量保持稳健

国内市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,077.38	1.19%
深证成指	9,647.07	2.62%
沪深 300	3,595.65	1.64%
科创 50	775.53	1.68%
创业板指	1,872.12	2.97%
上证 50	2,441.57	1.10%
上证 180	7,817.13	1.15%
上证基金	6,028.06	1.33%
国债指数	210.05	-0.02%

国际市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
道琼斯	39,566.85	-0.60%
S&P500	5,243.77	-0.20%
纳斯达克	16,396.83	0.11%
日经 225	39,803.09	-1.40%
恒生指数	16,541.42	-
美元指数	105.02	0.51%

主持人： 叶柏良

Email: yebli@wlzq.com.cn

核心观点

【市场回顾】

周一 A 股三大指数集体收涨，截止收盘，沪指收涨 1.19%，深成指收涨 2.62%，创业板指收涨 2.97%。沪深两市成交额 9990.74 亿元，北向资金净流出 0 亿元。申万行业方面，传媒、汽车、电力设备领涨，煤炭、公用事业、石油石化领跌；概念板块方面，染料、金属镍、钴领涨，铜缆高速连接、供销社、AI PC 领跌。海外方面，美国三大指数涨跌不一，道指收跌 0.6%，标普 500 收跌 0.2%，纳指收涨 0.11%。

【重要新闻】

【3 月财新中国制造业 PMI 为 51.1 连续 5 个月位于扩张区间】4 月 1 日公布的 3 月财新中国制造业采购经理指数（PMI）为 51.1，略高于 2 月份 0.2 个百分点，已连续 5 个月位于扩张区间，创 2023 年 3 月份来新高，显示制造业生产经营活动加速向好。从分项数据来看，3 月份供需同步扩张且速度加快。3 月份制造业生产指数、新订单指数延续了 2 月份的上升趋势，前者为最近 10 个月来最高。外需持续改善，新出口订单指数连续 3 个月在扩张区间上行，且创 2023 年 3 月份来新高。

【央行：2024 年 3 月人民银行对金融机构开展常备借贷便利操作共 34.2 亿元】据央行数据，2024 年 3 月，人民银行对金融机构开展常备借贷便利操作共 34.2 亿元，其中隔夜 16.7 亿元，7 天期 17.5 亿元。期末常备借贷便利余额为 34 亿元。常备借贷便利利率发挥了利率走廊上限的作用，有利于维护货币市场利率平稳运行。隔夜、7 天、1 个月常备借贷便利利率分别为 2.65%、2.80%、3.15%。

分析师 叶柏良 执业证书编号 S0270524010002

研报精选

外需边际回暖，高端制造景气度走高

——3 月 PMI 数据点评

事件：3 月中采制造业 PMI 为 50.8%，较上月上行 1.7 个百分点，非制造业 PMI 53%，较上月上行 1.6 个百分点。

制造业 PMI 重回荣枯线上方，季节效应、节后复工复产带来拉动。自 2023 年 9 月以来制造业重回荣枯线上方。3 月对比历年环比上行幅度较大，经济处于稳步修复的状态。

供需两端回暖，外需逐步修复，需求端拉动较强。分项来看，生产指数重回景气区间，春节后务工人员返岗，复工复产提速。下游高端制造行业景气度较高，上游煤炭、黑色金属加工景气度偏低。新订单、新出口订单、进口指数均上行，需求端回升幅度较大。美国制造业 PMI 继续上行，经济表现具有较强韧性，日本也环比上行，德国继续下探，法国也有所下行，英国制造业 PMI 上升，欧元区国家相对承压。

原材料价格上、出厂价格下，企业仍处去库磨底阶段。原材料-出厂价格指数再度走阔，企业成本端再度承压。产成品、原材料库存小幅累积，从价格表现来看，企业去库意愿依然不强。春节扰动过后，企业原材料采购和交货时间明显提速。

高端装备制造业 PMI 快速上行，设备更新政策效果正逐步显现，小型企业订单指数显著回暖。EPMI 指数大幅拉升，新质生产力表现亮眼。推动新一轮设备更新的政策正陆续出台，效果逐步显现。小型企业的新出口订单、新订单和在手订单指数均上行超过 8 个百分点，其次为中型企业，但价格来看，小型企业依然是成本负担相对较大的一方。

服务业 PMI 节后保持上行，建筑业 PMI 反弹，但钢材等表现依然偏弱。企业生产相关的服务业景气度较高，春节期间大幅上行的餐饮在 3 月降至临界点以下，房地产指数也低于临界点。建筑业业务活动预期指数上行，但地方化债的背景下，地方基建项目投资偏谨慎，地产销售偏弱，给行业带来一定影响。

节后 PMI 回暖好于季节性，政策效果逐步显现。3 月制造业 PMI 环比回升幅度较大，产需均有所好转。当前部分行业依然处于去库存阶段，新一轮设备更新和消费品以旧换新政策有望改善需求不足的问题，带动更多行业产能出清。高端制造业本月表现亮眼，海外需求回暖也给制造业带来一定拉动。美联储、欧央行未来开启降息后，有望支撑海外需求，提振海外的补库进程。地产产业链好转依然需要时间消化，财政资金陆续到位将给基建带来支撑。

风险因素：海外政策变动节奏和幅度超预期，居民消费、购房持续疲弱，我国政策出台和落地不及预期。

分析师 于天旭 执业证书编号 S0270522110001

宫崎骏回归电影领跑清明档，票房呈强复苏态势 ——传媒行业跟踪报告

行业核心观点：

2024 年清明档共上映 4 部重点影片，包括《你想活出怎样的人生》、《草木人间》、《大“反”派》、《黄雀在后！》。

投资要点：

整体票房：内容供给量质齐升，清明档展现强势复苏态势。作为春节档之后的第一个黄金档期，清明档在上半年内地影市中起到了承上启下的作用，总票房自 2018 年的 6.87 亿元上升至 2021 年的 8.22 亿元，档期票房占全年票房比例从 1.13% 波动上升至 1.75%。近两年清明档缺乏头部影片支持，电影上线数量也较少，表现有所下降，票房下落至 2023 年的 1.98 亿元，占全年票房比例仅 0.37%。2024 年院线电影市场全线回暖，日常票房表现同比回升较为显著，今年清明档整体影片供给相较过去几年明显更充足，题材更丰富，类型更多样，与在节前上映的海外热门影片《哥斯拉大战金刚 2》、春节档撤映《我们一起摇太阳》等共同推高 2024 年清明档票房大盘。

内部结构：《你想活出怎样的人生》领跑清明档，口碑、影片质量成就最终票房。4 部影片类型多元，涵盖动画、喜剧、剧情、悬疑等，我们预测 2024 年春节档期票房前三名分别是《你想活出怎样的人生》、《大“反”派》、《黄雀在后！》，预测总票房将达到 7.29 亿元。从单个影片分析来看，《你想活出怎样的人生》是宫崎骏的“告别之作”，讲述了少年牧真人在母亲葬身火海后陷入悲伤，难以融入新环境，在一次意外中跟随一只苍鹭进入了奇幻的“亡灵世界”，开始了一场不可思议的冒险。此外，该电影获得第 96 届奥斯卡最佳动画长片奖，这也是宫崎骏继 2003 年的《千与千寻》之后再度获此奖项，为该电影提前锁定了不少热度，再配合宫崎骏极高的票房影响力，以及该片已经受到海外市场票房验证，最终票房将会较为可观，预计票房为 4.6 亿元。

投资建议：清明档有望实现强劲复苏。元旦档及春节档的超预期表现给 2024 年的电影市场创造良好开局，在影视制作效率恢复、观影热情复苏、宏观经济回暖等多重有利因素下，电影市场展现强劲生命力。今年清明档整体影片供给相较过去几年明显更充足，题材更丰富，类型更多样，档期票房有望实现强劲复苏。建议关注优质影片核心制作方、出品方及影视院线相关头部公司。

风险因素：电影口碑、质量不及预期；影片延期风险；电影声誉相关风险。

分析师 夏清莹 执业证书编号 S0270520050001

分析师 李中港 执业证书编号 S0270524020001

3月游戏版号维持高位，大热网文IP同名游戏过审 ——传媒行业快评报告

行业事件：

2024年3月29日国家新闻出版署公告3月份游戏版号，共计107款游戏通过审批，环比减少4款，但维持高数量常态化发放节奏，包含有102款移动端、3款同时获客户端和移动端版号、1款同时获得客户端和游戏机端版号以及1款获得游戏机端版号。包括星臻科技（快手）《诡秘之主》（移动、客户端版号）、西山居《解限机》（客户端、游戏机版号）、三七互娱《时光大爆炸》、巨人网络《无主王座》、吉比特《异界原点传说：史莱姆不哭》、竞技世界《军棋大作战》、哲信信息（汤姆猫）《汤姆猫闯乐园》《汤姆猫跑酷2》等，仍以移动端游戏为主。

投资要点：

3月份版号数量维持高位，中小平台着重发力。此次版号中腾讯、网易未获版号，中小公司获得版号较多，类型也广泛覆盖棋类游戏、休闲、射击、模拟经营等，其中网文大热IP《诡秘之主》同名游戏及西山居机甲动作射击游戏《解限机》受到市场关注。

大热网文IP《诡秘之主》同名游戏过审，有望给游戏市场注入强劲动力。该作改编自阅文旗下白金小说《诡秘之主》，是基于UE5引擎研发的大型RPG，由快手旗下自研游戏厂牌“弹指宇宙”开发，目前TapTap评分为8.1分。原小说主打克苏鲁与西方魔幻元素，拿下过第四届橙瓜网络文学奖年度十大作品及最具潜力十大游戏IP等诸多奖项，并永久入藏国家图书馆，完结至今近4年仍霸占起点完结榜单第一，日畅销榜前二十，可见其IP旺盛的生命力。在保证游戏质量及玩法创新的前提下，凭借原作IP的火爆人气，有望给游戏市场注入强劲动力，看好游戏上线后表现。

PVP机甲射击《解限机》，主打客户端及主机端市场。该作是由西山居研发的近未来科幻机甲主题的PVP射击游戏。游戏以其独特的机甲设计、立体空间战斗和高度自由的战术策略，为玩家提供了一个充满激情和挑战的虚拟战场，主打的沉浸式“开高达”以及快节奏对战，叠加客户端及主机端带来的更高上限画质，游戏表现未来可期。

投资建议：版号数量维持高位，利好游戏板块。国产游戏版号数量稳步高位发放，游戏行业稳定性得到增强，行业公司产品储备持续释放，头部及中小型公司纷纷开始发力，行业关注重点游戏纷纷过审，游戏板块估值有望持续修复。建议关注版号储备丰富、研发能力较强、产品优质的头部公司。

风险因素：政策监管风险、版号核发节奏不及预期、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

分析师 李中港 执业证书编号 S0270524020001

抢抓机遇积极拓店，餐饮、月饼基本盘稳固 ——广州酒家（603043）点评报告

报告关键要素：

3月29日，公司发布2023年年报。报告显示，2023年公司实现营业收入49.01亿元（YoY+19.17%），实现归母净利润5.50亿元（YoY+5.21%），实现扣非归母净利润5.06亿元（YoY+5.62%）。其中，Q4单季实现营业收入10.25亿元，实现归母净利润0.59亿元，实现扣非归母净利润0.32亿元。此外，公司拟向全体股东每10股派发现金红利4.80元（含税）。

投资要点：

餐饮业务恢复良好，月饼销售稳健增长。按产品分类，2023 年公司月饼产品/餐饮/速冻食品/其他产品分别实现营收 16.69/12.63/10.61/8.04 亿元，同比 +9.88%/+65.66%/+0.33%/+18.78%。餐饮业务较三季度进一步恢复，受 2022 年低基数及 2023 年消费形势好转的影响同比增速亮眼。月饼产品营收增长稳健，“餐饮+食品”双主业格局稳固。

直销渠道增长优于经销，积极布局省外。从渠道端来看，2023 年公司食品制造业务直销/经销渠道收入分别为 11.18/24.16 亿元，同比+12.56%/6.9%，直销渠道营收增速高于经销渠道。从地区分布来看，2023 年公司食品制造业务广东省内/境内广东省外/境外营收分别为 25.02/9.83/0.49 亿元，同比+7.45%/+12.10%/+2.31%，公司积极开拓省外市场，铺货覆盖华东、华中、北京、海南等地区，2023 年境内广东省外经销商及代理商净增 49 家（广东省内经销商及代理商净减少 19 家），推动省外营业收入增长。

抢抓机遇开拓市场，稳健推进餐饮业务布局。公司抓住 2023 年餐饮消费市场触底反弹的良好机遇，积极对外开拓餐饮门店，截至目前旗下共新增 14 家餐饮门店，包括 4 家广州酒家餐饮门店及 10 家陶陶居餐饮门店，同时收购 5 家授权餐饮门店，新增门店覆盖北京、上海、广州、深圳、成都、厦门等一线和新一线城市。

产品结构调整，利润端表现不及预期。2023 年公司毛利率为 35.62%，与 2022 年毛利率基本持平；销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 10.32%/9.50%/1.78%/-0.39%，同比-0.42pct/+0.26pct/-0.26pct/+0.79pct，期间费用率整体小幅上升；净利率同比下滑 1.06pct 至 11.90%。由于公司营收增长主要来源于低毛利率的餐饮业务，利润端表现不及预期，仍有较大改善空间。

盈利预测与投资建议：公司持续推动“餐饮+食品”双主业高质量协同发展，深耕市场优化渠道助力销售业绩保持增长。公司抢抓机遇开拓餐饮门店，积极推进餐饮业务布局。考虑到短期内低毛利率的餐饮业务扩张将影响利润端表现，我们略微下调盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润为 6.48/7.67/8.95 亿元（更新前 2024-2025 年归母净利润为 7.44/8.47 亿元），同比增长 17.77%/18.33%/16.72%，对应 EPS 为 1.14/1.35/1.57 元/股，3 月 29 日股价对应 PE 为 15.32/12.94/11.09 倍。公司目前估值已处低位，餐饮业务盈利空间释放后长期增长空间广阔，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 叶柏良 执业证书编号 S0270524010002

规模稳步扩张 资产质量保持稳健 ——农业银行（601288）点评报告

报告关键要素：

农业银行发布 2023 年度业绩报告。

投资要点：

归母净利润同比增长 3.91%：2023 年，实现营收 6,948.29 亿元，同比增长 0.03%，实现归母净利润 2,693.56 亿元，同比增长 3.91%。其中，规模的较高增长、拨备计提力度的下行和有效税率的下行是业绩增长的正向贡献因素。

资产负债保持稳步扩张：2023 年总资产同比增速为 17.5%，其中，贷款规模同比增长 14.5%。投资类资产同比增长 17.7%，主要是增持了大规模政府债。总负债同比增长 18.3%，其中存款同比增长 15.0%。

净息差环比下行：公司 2023 年净息差 1.60%，环比下行 2bp。从资负两端看，资产端，2023 年生息资产收益率为 3.41%，较 2023H1 回落 2bp，其中贷款收益率回落 8bp。负债端，2023 年计息负债成本率 1.96%，较 2023H1 回升 2bp。

资产质量整体保持稳健：2023 年末不良率 1.33%，较 2023Q3 末下行 2bp，关注率 1.42%，较 2023Q2 末下行 2bp，逾期率 1.08%，较 2023Q2 末有所回升。2023 年不良生成率保持低位；拨备覆盖率 303.87%，拨备保持相对高位。其中，零售贷款不良率有所上升，主要是农户贷款不良率上行；对公贷款不良率回落。

盈利预测与投资建议：2024 年，农业银行将稳住资产质量、稳住净息差、稳住中间业务服务价值贡献作为重点工作。综合考虑市场环境以及未来三农业务的拓展情况，我们下调了 2024/2025 年的盈利预测，并引入 2026 年盈利预测数据，2024-2026 年的归母净利润分别为 2732 亿元，2760 亿元和 2853 亿元（调整前 2024-2025 年的归母净利润为 2836 亿元和 3000 亿元）。按照农业银行 A 股 3 月 28 日收盘价计算，对应 2024 年和 2025 年的 PB 估值为 0.57 倍和 0.53 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

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