

4 月金股组合

股票代码	股票名称
600529.SH	山东药玻
002409.SZ	雅克科技
301155.SZ	海力风电
300129.SZ	泰胜风能
600809.SH	山西汾酒
1696.HK	复锐医疗科技
300144.SZ	宋城演艺
300884.SZ	狄耐克

市场指数

指数名称	收盘价	涨跌%
上证综指	3312.56	0.49
深证成指	11859.48	(0.25)
沪深 300	4103.11	0.31
中小 100	7851.75	(0.46)
创业板指	2421.65	(0.76)

行业表现 (申万一级)

指数名称	涨跌%	指数名称	涨跌%
建筑装饰	3.34	电力设备	(2.31)
农林牧渔	1.45	综合	(1.94)
通信	1.09	商贸零售	(1.80)
计算机	0.84	汽车	(1.71)
医药生物	0.78	基础化工	(1.55)

资料来源: 万得, 中银证券

 中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

产品组

 证券分析师: 王军
(8621)20328310
jun.wang_sh@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号: S1300511070001

中银晨会聚焦-20230406

■ 重点关注

【宏观经济】硅谷银行冲击的实体余波*徐高。硅谷银行倒闭带来的金融冲击虽然正在平息,事件在实体经济中造成的余波却才刚刚展开。以硅谷银行倒闭为标志,美国此轮货币紧缩将进入第二个阶段,从金融市场的流动性紧缩逐步转向实体经济的融资紧缩。

【宏观经济】2022 年对外经济部门体检报告*管涛 刘立品。2022 年,在国内疫情多点散发、美联储激进紧缩和俄乌冲突风险外溢等一系列内外部因素的超预期冲击下,人民币汇率经历了 1994 年初汇率并轨以来最快、最深幅度的调整。在此背景下,我国国际收支延续经常项目顺差,资本项目逆差的自主平衡格局,外汇储备名减实增,民间货币错配持续改善,经受了比上轮美联储货币政策正常化操作更为严峻的考验。

【宏观经济】如果美股调整, A 股能否独善其身?*管涛。当前市场最大争论是美联储紧缩会否引发美国经济衰退和金融危机,进而导致美股大幅下挫。虽然市场尚未达成共识,但是本文尝试“超前”分析美股调整对 A 股的传导机制及影响。

【宏观经济】一季度央行调查问卷点评*孙德基 朱启兵。一季度调查问卷反映出居民风险偏好整体回升。二季度需持续关注复苏持续性与居民消费意愿。开年以来,1-2 月金融数据连续超预期,且结构上企业中长贷投放占主导,3 月 PMI 也显示制造业产、需均处于扩张区间,预计二季度经济复苏势头不减。结合 3 月央行超额续作 MLF 同时降准来看,后续货币政策环境仍将呵护实体流动性。同时也需进一步关注居民储蓄意愿向消费意愿的转化,汽车行业刺激政策托底和短期地产景气度回升有望带动居民消费意愿回升。

【金融工程】公募基金市场月度跟踪*郭策。2023 年 3 月各主要宽基指数表现分化,其中沪深 300 指数跌幅为 0.46%,中证 500 指数跌幅 0.28%,科创 50 指数上涨 9.19%,股票及偏股型基金单月平均收益略微收跌。

【美容护理】透明质酸行业深度*郝帅 丁凡。下游美护及健康需求增长,中游厂商扩张产能积极扩产,叠加政策利好,透明质酸市场具有广阔市场空间。头部厂商积极布局透明质酸产业链,形成差异化竞争格局,未来蓬勃发展可期。

【电力设备】容百科技*李可伦。公司发布 2022 年度年报,全年实现盈利 13.53 亿元,同比增长 48.54%;公司出货量显著增长,锰铁锂、钠离子电池正极等新材料逐步放量,竞争力持续提升;维持增持评级。

【电力设备】德方纳米*李可伦。公司发布 2022 年年报,全年盈利 23.80 亿元,同比增长 188%符合预期;公司正极材料量价齐升,产能建设稳步推进,产品布局不断完善;维持增持评级。

【美容护理】华熙生物*郝帅 丁凡。公司于 3 月 30 日公布 2022 年年报,2022 年全年收入 63.59 亿元,同增 28.53%,归母净利润 9.71 亿元,同增 24.11%,保持稳健增长。公司有望依托全产业链布局,持续扩宽产品矩阵,功效性护肤品优势显著,维持买入评级。

重点关注

【宏观经济】硅谷银行冲击的实体余波

徐高

硅谷银行倒闭带来的金融冲击虽然正在平息，事件在实体经济中造成的余波却才刚刚展开。以硅谷银行倒闭为标志，美国此轮货币紧缩将进入第二个阶段，从金融市场的流动性紧缩逐步转向实体经济的融资紧缩。

2022年，随着美联储的加息缩表，美国金融市场出现了明显的流动性紧缩现象，各类金融资产价格都处在反常状态。金融市场的流动性紧缩终究要向实体经济传导。硅谷银行倒闭无疑会加速这一传导过程。在实体经济融资紧缩的过程中，美国房地产市场的风险值得关注。

随着硅谷银行倒闭令实体经济融资紧缩加剧，美国经济景气预计还会进一步下滑，美国长期利率应该会逐步下行。美国经济景气的下滑将给我国出口带来压力，而美国长期利率走低则会带动美元走弱，从而减轻人民币的贬值压力。当硅谷银行倒闭在美国实体经济掀起余波的时候，我国更需要通过刺激国内需求来站稳脚跟。

【宏观经济】2022年对外经济部门体检报告—无惧美联储激进紧缩，中国国际收支彰显十足韧性

管涛 刘立品

2022年，在国内疫情多点散发、美联储激进紧缩和俄乌冲突风险外溢等一系列内外部因素的超预期冲击下，人民币汇率经历了1994年初汇率并轨以来最快、最深幅度的调整。在此背景下，我国国际收支延续经常项目顺差，资本项目逆差的自主平衡格局，外汇储备名减实增，民间货币错配持续改善，经受了比上轮美联储货币政策正常化操作更为严峻的考验。

2022年，我国经常项目顺差为仅次于2008年的历史第二高，占名义GDP比重仍位于合理区间。经常项目顺差增加主要由于货物贸易顺差扩大、服务贸易逆差缩窄。货物贸易顺差创历史新高，2022年出口正增长主要由价格因素支撑。四季度外需对经济增长转为负贡献，着力扩内需仍是稳增长关键。

2022年，资本项目逆差为历史第三高，直接投资顺差大幅减少，短期资本净流出增加。在以货物贸易为主的经常项目顺差扩大的情况下，2022年人民币汇率快速回撤，主要反映了资本外流尤其是外资减持人民币资产的影响。证券投资差额由顺转逆，其他投资差额由逆转顺，内资回流有效对冲了外资净流出。

2022年，基础国际收支顺差下降但仍超过短期资本净流出，非交易因素是外汇储备余额下降的主要原因。基础国际收支顺差下降，短期资本净流出增加，这表明2022年人民币汇率调整既有基本面的原因，也有市场情绪驱动的影响。

全年，交易引起的黄金储备和外汇储备资产增加，外汇储备名减实增，负估值效应贡献了外储余额降幅的180%。

截至2022年末，我国对外金融净资产增加，民间部门货币错配持续改善，对外金融韧性增强。2022年末，我国民间部门对外净负债7752亿美元，与名义GDP之比为4.5%，分别较2015年二季度末累计减少15980亿美元、回落17.3个百分点。这是2022年人民币汇率经历大开大合、宽幅震荡的过程中，外汇市场保持平稳运行的重要微观基础。

截至2022年末，我国直接投资和负债资产占比上升，储备资产占比延续下降趋势。随着海外疫后开放，涉外主体陆续恢复境外直接投资，同时由于海外加息利率升高，境内主体增加海外债券资产配置。受人民币汇率调整和外资减持人民币资产共同影响，外资持有境内证券资产占比下降。近期欧美银行业动荡持续，警惕后续金融风险进一步发酵和蔓延，威胁我国海外资产安全。

截至2022年末，受汇率调整和外资减持人民币债券影响，外债余额下降，短期外债占外储余额下降。从负债部门看，银行部门外债规模降幅最大，对应境外机构连续减持政策性银行债和同业存单。从币种结构看，本币外债占比微降，外币外债占比微升。从期限结构看，短期外债占比上升。短期外债占外储余额比重降至42.8%，我国外债风险总体可控，仍需防范海外高利率环境持续下可能诱发的个体偿债风险。

风险提示：地缘政治局势发展超预期，海外货币紧缩及金融风险超预期，国内经济复苏不及预期。

【宏观经济】如果美股调整，A股能否独善其身？

管涛

当前市场最大争论是美联储紧缩会否引发美国经济衰退和金融危机，进而导致美股大幅下挫。虽然市场尚未达成共识，但是本文尝试“超前”分析美股调整对A股的传导机制及影响。

简单相关性分析显示，大多数时期，A股与美股在市场波动较低时相对独立。但是，当市场遭遇重大冲击和VIX（美股恐慌指数）飙升时，两者相关性显著上升。具体表现为美股大跌后A股跟跌。此外，由于中国香港的特殊地位和固定汇率机制，港股与美股和A股的相关性均较高，交叉计算后的相关性要显著大于A股与美股单独计算结果。

美股调整可能通过资本流动（资产配置再平衡）、货币政策、经济基本面和恐慌情绪四种渠道影响A股。随着外资持续流入，外资在A股市场的影响力已经不容忽视。当外资大幅放缓流入或者流出时，内资“迷信”外资掌握更多信息。在美元主导的国际货币体系下，美联储紧缩引发全球金融收缩，A股尚未成功在中国央行逆势宽松下独树一帜，尤其是在中国深度融入金融经贸全球化的今天。尤为关键的是，恐慌情绪易于传染。在高度不确定性的环境下，避险是本能行为，不仅发生在A股，也发生在欧洲和日本等主要股票市场。当单月VIX大涨50%或者陆股通净流出时，A股基本上会收跌。但是，VIX是经济金融危机的“副产品”，高度不可预测。

2023年美股下跌分两种情形，一是阶段性技术调整，呈现“N”型走势。关键是底部出现时点。参考2020年政策底、经济底和市场底经验，美股不确定性越早落地，A股越有机会凭借国内经济复苏领先优势走出独立行情。二是美股陷入“熊市”危机，连续两年明显收跌。美股历史上出现四次连续两年以上收跌，无一不是撞上了严重的经济事件。概率虽低，但是A股遇上后难言独立行情。2023年海外不确定性依然较大，市场参与者保持适度谨慎和灵活性，做好预案。

风险提示：美联储紧缩超预期；地缘政治风险。

【宏观经济】一季度央行调查问卷点评—居民风险偏好整体回升

孙德基 朱启兵

一季度调查问卷反映出居民风险偏好整体回升。二季度需持续关注复苏持续性与居民消费意愿。开年以来，1-2月金融数据连续超预期，且结构上企业中长贷投放占主导，3月PMI也显示制造业产、需均处于扩张区间，预计二季度经济复苏势头不减。结合3月央行超额续作MLF同时降准来看，后续货币政策环境仍将呵护实体流动性。同时也需进一步关注居民储蓄意愿向消费意愿的转化，汽车行业刺激政策托底和短期地产景气度回升有望带动居民消费意愿回升。

一季度经济热度指数回暖，贷款需求大幅上升。央行一季度调查问卷显示，宏观经济热度指数回升，银行家宏观经济热度指数反弹快于企业家指数；企业经营景气指数走高，盈利指数走低，资金周转指数和销货款回笼指数上升，出口订单指数上升，国内订单指数下降；银行业盈利指数大幅回升，贷款需求指数达到近十年来最高水平，但货币政策感受指数呈现回落；居民收入感受回暖，就业感受指数回升，储蓄意愿下降，消费意愿小幅回升，投资风险偏好上升，旅游消费倾向大幅上升，对物价上涨预期下降，但对于房价预期上涨比例触底回升。整体来看，一季度宏观经济呈现复苏趋势，居民收入信心回暖、风险偏好上升，但就业形势仍需警惕。

一季度央行调查问卷显示宏观经济热度指数快速反弹。从回升幅度来看，宏观经济热度指数回升斜率整体强于2020年下半年。从分类看，银行家宏观经济热度指数回升幅度大于企业家宏观经济热度指数，与以往规律相符，流动性传导至实体经济后转化为实际投资和消费需要一定时间。值得注意的是，下季度银行家宏观经济热度预期指数为50.9%，上升至近十年高位。

一季度企业经营状况有所好转，确定了经济复苏向好的趋势，其中企业经营景气指数和资金状况好转是复苏趋势持续向好的重要基础。结合3月PMI数据，尽管原材料购进价格指数与出厂价格指数共同回落，短期利润空间有所收窄，但随着基建投资的持续发力，下游需求有望拉动行业利润回升。

贷款需求指数与货币政策感受指数出现分歧。从贷款需求指数和货币政策感受指数可以看出，一季度贷款需求整体快速上行，结合金融数据来看，1-2月信贷数据连续超预期也说明银行贷款投放力度加大，货币政策宽松拉动实体经济融资效果超过往年水平。但货币政策感受指数小幅下降，主要体现在央行中长期流动性投放较迟，在信贷投放加大银行超储快速消耗的同时更多以短期流动性填补流动性缺口，导致资金面波动加剧。但就3月末降准落地来看，央行呵护资金面的态度依旧明确，随着信贷投放趋稳，流动性宽松仍将持续。

从一季度调查问卷来看，居民部门对于房价上涨的预期触底回升，对于金融资产的投资风险偏好也有所回暖。消费方面，居民消费预期回升，主要体现在旅游消费方面，大额商品、社交文娱等方面的消费支出意愿小幅上升，医疗保健及保险消费倾向下降。物价方面，食品价格和服务价格季节性走弱，居民对未来物价预期指数回落，往后看大宗消费恢复的情况仍是关注的重心。

风险提示：经济下行压力加大；流动性超预期收紧；地产复苏不及预期。

【金融工程】公募基金市场月度跟踪—市场震荡分化，基金重仓股表现较为低迷

郭策

2023年3月各主要宽基指数表现分化，其中沪深300指数跌幅为0.46%，中证500指数跌幅0.28%，科创50指数上涨9.19%，股票及偏股型基金单月平均收益略微收跌。

截至2023年3月末，公募基金存量规模26.03万亿元，环比增速为0.67%。分类型看，股票型和混合型基金规模环比分别实现0.60%和0.77%的增长，债券型基金规模环比增长1.39%，货币型基金规模环比保持不变，QDII和FOF基金规模环比增速分别为0.70%和1.59%，REITs型基金规模环比增长13.45%。存量结构看，货币基金占比最大，规模为10.45万亿元，占比40.16%；股票、混合、债券型基金规模分别为2.28、4.84和7.83万亿元，占比分别为8.76%、18.61%和30.07%。

业绩表现：2023年3月wind主要基金指数窄幅震荡。其中股票指数型、普通股票型和偏股混合型分别取得0.04%、-0.98%和-1.47%的收益率；债券基金指数方面，混合债券型一级指数取得0.54%收益率，混合债券型二级指数取得0.1%收益率，偏债混合型基金取得-0.03%收益率。

估值角度：公募基金重仓股估值及分位数较2月有所下降，沪深300估值水平处于低位。具体来看，万得金仓100指数2023年3月31日的PE_TTM为16.4，处于近5年56.8%分位，上个月估值分位数为61.4%，万得金仓200指数2023年3月31日的PE_TTM为14.6，处于近5年60.9%分位，上个月估值分位数为66.0%。沪深300指数2023年3月31日的PE_TTM为12.1，处于近5年38.8%分位。

新成立基金：2月新发行基金61只，包括24只股票型基金、20只混合型基金、8只债券型基金、2只QDII基金、2只REITs基金和5只FOF基金，募集总规模383.61亿元。新成立产品中债券型基金募集规模最大，募集规模199.39亿元，占新成立基金总规模的51.97%，其次混合型基金募集107.38亿元，股票型基金募集58.83亿元，分别占募集规模27.99%和15.53%。

风险提示：量化模型失效风险；市场投资风格转变及系统性风险对于基金收益的影响；基金经理及投研团队的稳定性对基金收益的影响；主题投资类基金业绩受相关主题走势较大，业绩波动不可避免；历史业绩不代表未来，投资需谨慎。

【美容护理】透明质酸行业深度—医美渗透率提升，产品丰富迭代驱动需求高增

郝帅 丁凡

下游美护及健康需求增长，中游厂商扩张产能积极扩产，叠加政策利好，透明质酸市场具有广阔市场空间。头部厂商积极布局透明质酸产业链，形成差异化竞争格局，未来蓬勃发展可期。

透明质酸技术成熟，在多领域快速渗透。透明质酸又名玻尿酸，在人体细胞间质、眼玻璃体、关节滑液中发挥着保水、润滑、促进细胞修复功能，可分为医疗级、日化级、食品级三个等级。分产业链看，上游为原料端供应，分为微生物发酵法和动物提取法，目前上游技术已经较为成熟，能够实现快速量产；中游制备医疗、日化和食品三大级别的透明质酸原料，厂商集中度高、盈利能力强；下游分为医疗、美容护理和食品等应用领域，在多个领域实现快速渗透。

医美+医疗+化妆品需求增长，上、中游厂商积极扩产，政策加以引导，三方面因素利好行业增长。下游方面，2021年我国医疗/医美/化妆品市场规模分别为9630/2274/4553亿元，2016~2021年5年复合增速分别达21.08%/22.01%/6.04%，下游需求拉动透明质酸产品增长。上、中游方面，头部厂商积极扩产带动透明质酸原料市场扩容，据弗若斯特沙利文预测，原料市场2026年将达1285吨，2016~2021年5年复合增速12.29%。政策端，政府政策监管趋于完善，医美注射领域收紧，引导透明质酸终端市场规范发展。

医美注射、医用敷料、功效性护肤品等领域渗透率提升，未来高增可期。透明质酸具有优良的保水性、润滑性等理化性质，被广泛运用于医疗美容、医用辅料、化妆品和食品等领域。1) 医疗美容：得益于高普适性和安全性，透明质酸目前是主流软组织填充材料。据我们测算，未来随着消费人群扩大和渗透率提升，2025年透明质酸注射市场规模预计达到466亿元，2021-2025年复合增速达21.05%。2) 医用敷料：随医美项目下沉和轻医美需求稳步增高，术后需求的刚需有望推动价格较低且适配性高的透明质酸医用敷料快速增长。3) 功效性护肤品：透明质酸是功效性护肤品的核心成分之一，消费观念的转变推动透明质酸的渗透率快速提升。4) 美妆：透明质酸的保水性能强大，在彩妆中添加透明质酸成分可以有效解决敏感肌人群的问题，未来潜力较大。5) 食品和医疗：需求推动透明质酸在医疗方面发展，保健意识和新政策出台推动透明质酸食品增长，望成为透明质酸新增长点。

投资建议：头部厂商把握风口，布局玻尿酸全产业链，高毛利和高收入增速驱动发展，在细分领域表现突出，重点推荐华熙生物：功效性护肤品差异化布局优势突出，推出次抛精华概念，打造八款大单品推动品牌破圈；建议关注昊海生科：积极进军医美领域，陆续推出三代玻尿酸注射产品，同时依托医学基因打造人工晶状体生产全产业链，居眼科龙头地位；建议关注鲁商发展：强势转型生物医疗领域，玻尿酸产能占据全球第二，实行“4+N”品牌战略，布局差异化品牌矩阵，未来收入有望高增。

主要风险：新品拓展不及预期；行业竞争加剧；政策风险；产品安全风险。

【电力设备】容百科技一年报业绩符合预期，海外客户有望放量

李可伦

公司发布 2022 年度年报，全年实现盈利 13.53 亿元，同比增长 48.54%；公司出货量显著增长，锰铁锂、钠离子电池正极等新材料逐步放量，竞争力持续提升；维持增持评级。

支撑评级的要点

2022 年实现盈利同比增长 48.54%，符合预期：公司发布 2022 年年报，全年实现盈利 13.53 亿元，同比增长 48.42%；扣非盈利 13.17 亿元，同比增长 62.92%。根据公司年报测算，2022Q4 公司实现盈利 4.35 亿元，同比增长 20.09%；扣非盈利 4.06 亿元，同比增长 19.59%。公司此前发布业绩预告，预计 2022 年实现盈利 13.2-14.0 亿元；公司业绩符合市场预期。

高镍三元材料出货量大幅增长，海外客户逐步放量：公司高镍三元正极产品销量大幅提升，2022 年合计销量近 9 万吨，同比增长 70.13%。分地区来看，国内实现营收 265.31 亿元，同增 175.95%，实现毛利率 8.51%，同比减少 6.91 个百分点；国外实现营收 8.48 亿元，同比大幅增长 641.50%，实现毛利率 10.75%，同比增加 4.05 个百分点。此外，公司已建成 25 万吨/年的正极产能，其中公司在韩国忠州基地已建成 2 万吨/年高镍正极材料产能，已完成日韩欧美主流客户的审核验证。未来随着欧美新能源汽车渗透率提升，公司海外出货有望增长。

积极布局锰铁锂、钠电等新材料：公司积极布局新型正极材料技术，在锰铁锂方面，公司现有产能 6200 吨/年，是唯一实现磷酸锰铁锂大规模量产的企业；在钠电材料方面，公司全面布局了层状氧化物、普鲁士蓝/白及聚阴离子三个技术方向，现有钠电正极材料产能约 1.5 万吨/年，2022 年公司钠电正极材料累计销售几十吨级，综合开发能力与量产进度处于行业领先水平。

估值

结合公司公告与行业情况，我们将公司 2023-2025 年预测每股收益调整至 4.03/5.32/6.62 元（原预测 2023-2025 年摊薄每股收益为 4.66/6.05/-元），对应市盈率 17.2/13.0/10.5 倍；维持增持评级。

评级面临的主要风险

产业链需求不达预期；原材料价格出现不利波动；疫情影响超预期；新能源汽车产业政策不达预期；新能源汽车产品力不达预期。

【电力设备】德方纳米—磷酸铁锂量价齐升，新材料放量在即

李可伦

公司发布 2022 年年报，全年盈利 23.80 亿元，同比增长 188%符合预期；公司正极材料量价齐升，产能建设稳步推进，产品布局不断完善；维持增持评级。

支撑评级的要点

2022 年盈利同比增长 188%，符合预期：公司发布 2022 年报，全年实现营收 225.57 亿元，同比增长 355.30%；盈利 23.80 亿元，同比增长 188.36%；扣非盈利 23.19 亿元，同比增长 191.70%。根据公司年报测算，2022Q4 公司实现营收 81.41 亿元，同比增长 209.74%；盈利 5.53 亿元，同比下滑 3.81%；扣非盈利 5.42 亿元，同比下滑 1.41%。公司此前发布业绩预告，预计 2022 年盈利 23.6-25.5 亿元，同比增长 194.78%-218.51%；扣非盈利 23.0-24.9 亿元，同比增长 198.67%-223.34%。公司业绩符合预期。

磷酸铁锂量价齐升，产能建设稳步推进：2022 年公司磷酸铁锂正极材料销量 17.23 万吨，同比增长 88.88%；实现营收 225.37 亿元，同比增长 357.82%；毛利率同比下滑 8.37 个百分点至 20.07%。德方亿纬项目于 2022Q2 投产，曲靖德方年产 11 万吨磷酸锰铁锂正极材料项目于 2022 年 9 月底进入试生产阶段，以上两个项目达产后公司磷酸盐系正极材料产能达到 37.5 万吨/年，宜宾德方时代年产 8 万吨磷酸铁锂项目公司正抓紧建设。公司采用液相法工艺生产的磷酸铁锂产品粒径均一可控，一致性好，具有突出的循环寿命优势，在市场竞争中处于领先地位，我们预计 2023 年公司正极材料销量有望达到 30 万吨，同比增长 74.11%。

磷酸锰铁锂和补锂剂产业化进程加快：公司“涅甲界面改性技术”等核心技术有效解决了磷酸锰铁锂导电性与倍率性能差的难题，使新材料产业化进程加快，年产 11 万吨新型磷酸盐系正极材料项目已于 2022 年 9 月进入调试阶段。公司补锂剂产品性价比突出，曲靖德方创界年产 2 万吨补锂剂项目一期已于 2023 年 2 月底投产，公司新增补锂剂产能 5,000 吨/年。公司新产品先发优势明显，有望形成差异化竞争优势。

估值

在当前股本下，考虑到行业竞争加剧以及原材料价格波动，我们将公司 2023-2025 年预测每股收益调整至 12.42/16.47/21.46 元（原预测为 15.92/20.56/-元），对应市盈率 14.9/11.2/8.6 倍；维持增持评级。

评级面临的主要风险

价格竞争超预期；行业产能扩张超预期；新能源汽车需求不达预期；政策不达预期；磷酸铁锂渗透率不达预期；新冠疫情影响超预期。

【美容护理】华熙生物—功效护肤领域高增，全年稳健增长

郝帅 丁凡

公司于 3 月 30 日公布 2022 年年报，2022 年全年收入 63.59 亿元，同增 28.53%，归母净利润 9.71 亿元，同增 24.11%，保持稳健增长。公司有望依托全产业链布局，持续扩宽产品矩阵，功效性护肤品优势显著，维持买入评级。

支撑评级的要点

功效性护肤领域高增，原料业务稳健，拉动全年营收稳定较好增长。2022 年公司继续稳步推进“四轮驱动”业务布局，收入整体同增 28.53%至 63.59 亿元，实现较高速增长；实现归母净利润 9.71 亿元，同增 24.11%。功能性护肤品业务方面，公司实现收入 46.07 亿元，同增 38.80%，其中润百颜品牌持续增强产品科技含量，大单品原液消费者认可度不断提升，收入稳健增长 12.64%至 13.85 亿元。BM 肌活糙米精华水大单品打造卓有成效，拉动全年收入快速增长 106.40%至 8.98 亿元。夸迪/米蓓尔持续巩固抗衰老和敏感肌的专业定位，收入分别同比增长 39.73%/44.06%至 13.68/6.05 亿元，维持亮眼增速。原料业务方面，公司依托特有的提取技术和前瞻性产能布局，实现收入 9.80 亿元，同比稳步增长 8.31%。2022 年 Q4 在零售环境波动的情况下公司收入同增 5.34%至 20.39 亿元，表现较为稳健；归母净利润同比增长 29.27%至 2.93 亿元。

2022 年外部环境致盈利能力波动，销售费用率下降，整体经营稳定。外部环境致毛利率下降 1.08pct 至 76.99%，销售费用率下降 1.29pct 至 47.95%，管理/研发费用率分别上升 0.05pct/0.36pct 至 6.18%/6.10%。原料业务以及护肤品产品积极备货致 2022 年末存货周转天数增加 33 天至 230 天，经营性现金流量同比下降 50.22%至 6.35 亿元，但公司整体经营情况稳定，长期发展向好。

多业务板块持续拓圈，未来收入可期。公司基于玻尿酸龙头优势，始终重视研发以构筑核心竞争力，四大品牌成功打造多款优秀护肤单品。未来公司将继续坚持差异化产品布局与大单品策略，润百颜专研玻尿酸护肤，BM 肌活/夸迪/米蓓尔拓展水乳面膜等新大单品，并通过研发和营销的组合打法将进一步拓展产品矩阵和应用场景，新老品牌迭代增长可期。

估值

考虑到零售环境复苏有一定过程，下调盈利预测，预计 2023 至 2025 年 EPS 为 2.60/3.21/3.90 元，同比增长 28.6%/23.8%/21.4%；PE 分别为 43/35/29 倍，维持买入评级。

评级面临的主要风险

产品安全风险；新品研发上市风险；政策风险；竞争加剧风险。

中银证券研究部

首席经济学家

徐高 S1300519050002 gao.xu@bocichina.com

全球首席经济学家

管涛 S1300520100001 tao.guan@bocichina.com

宏观研究团队

朱启兵 S1300516090001 qibing.zhu@bocichina.com

张晓娇 S1300514010002 xiaojiao.zhang@bocichina.com

刘立品 S1300521080001 lipin.liu@bocichina.com

付万丛 S1300522030001 wancong.fu@bocichina.com

陈琦 S1300521110003 qi.chen@bocichina.com

孙德基 S1300522030002 deji.sun@bocichina.com

周亚齐 S1300522090002 yaqi.zhou@bocichina.com

固收研究团队

肖成哲 S1300520060005 chengzhe.xiao@bocichina.com

张鹏 S1300520090001 peng.zhang_bj@bocichina.com

邹坤 S1300521070004 kun.zou@bocichina.com

策略研究团队

王君 S1300519060003 jun.wang@bocichina.com

徐沛东 S1300518020001 peidong.xu@bocichina.com

郭晓希 S1300521110001 xiaoxi.guo@bocichina.com

徐亚 S1300521070003 ya.xu@bocichina.com

高天然 S1300522100001 tianran.gao@bocichina.com

金融工程

郭策 S1300522080002 ce.guo@bocichina.com

李腾 S1300522080001 tengli@bocichina.com

陈亮 S1300122090029 liang.chen@bocichina.com

银行研究团队

林媛媛 S1300521060001 yuanyuan.lin@bocichina.com

丁黄石 S1300122030036 huangshi.ding@bocichina.com

非银金融研究团队

林媛媛 S1300521060001 yuanyuan.lin@bocichina.com

张天愉 S1300521100002 tianyu.zhang@bocichina.com

建筑建材研究团队

陈浩武 S1300520090006 haowu.chen@bocichina.com

林祁桢 S1300121080012 qizhen.lin@bocichina.com

杨逸菲 S1300122030023 yifei.yang@bocichina.com

汽车研究团队

朱朋 S1300517060001 peng.zhu@bocichina.com

传媒研究团队

卢翌 S1300522010001 yi1.lu@bocichina.com

电新研究团队

李可伦 S1300518070001 kelun.li@bocichina.com

武佳雄 S1300121070028 jiaxiong.wu@bocichina.com

许怡然 S1300122030006 yiran.xu@bocichina.com

李扬 S1300121080041 yang.li@bocichina.com

李天帅 S1300122080057 tianshuai.li@bocichina.com

机械研究团队

陶波 S1300520060002 bo.tao@bocichina.com

叶善庭 S1300121040025 shanting.ye@bocichina.com

化工研究团队

余嫒嫒 S1300517050002 yuanyuan.yu@bocichina.com

徐中良 S1300122050006 zhongliang.xu@bocichina.com

医药研究团队

邓周宇 S1300517050001 zhouyu.deng@bocichina.com

食品饮料研究团队

汤玮亮 S1300517040002 weiliang.tang@bocichina.com

邓天娇 S1300519080002 tianjiao.deng@bocichina.com

家电研究团队

郝帅 S1300521030002 shuai.hao@bocichina.com

社会服务团队

李小民 S1300522090001 xiaomin.li@bocichina.com

宋环翔 S1300122070014 huanxiang.song@bocichina.com

纺织服装团队

郝帅 S1300521030002 shuai.hao@bocichina.com

丁凡 S1300521090001 fan.ding@bocichina.com

杨雨钦 S1300121080061 yuqin.yang@bocichina.com

计算机研究团队

杨思睿 S1300518090001 sirui.yang@bocichina.com

王晓莲 S1300121080038 xiaolian.wang@bocichina.com

刘桐彤 S1300122030039 tongtong.liu@bocichina.com

电子研究团队

苏凌遥 S1300522080003 lingyao.su@bocichina.com

通信研究团队

庄宇 S1300520060004 yu.zhuang@bocichina.com

吕然 S1300521050001 ran.lv@bocichina.com

交通运输

王靖添 S1300522030004 jingtian.wang@bocichina.com

刘国强 S1300122070018 guoqiang.liu_01@bocichina.com

地产研究团队

夏亦丰 S1300521070005 yifeng.xia@bocichina.com

许佳璐 S1300521110002 jialu.xu@bocichina.com

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；

增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司(统称“中银国际集团”)的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人(包括其关联方)都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话：(8621) 68604866
传真：(8621) 58883554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话：(852) 39886333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：108008521065
中国电信 21 省市客户请拨打：108001521065
新加坡客户请拨打：8008523392
传真：(852) 21479513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话：(852) 39886333
传真：(852) 21479513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编：100032
电话：(8610) 83262000
传真：(8610) 83262291

中银国际（英国）有限公司

2/F, 1Lothbury
London EC2R7DB
United Kingdom
电话：(4420) 36518888
传真：(4420) 36518877

中银国际（美国）有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7BryantPark 15 楼
NY10018
电话：(1) 2122590888
传真：(1) 2122590889

中银国际（新加坡）有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼 (049908)
电话：(65) 66926829/65345587
传真：(65) 65343996/65323371