

行业观点

● 总量

理性看待 2 月金融数据

1、贷款在一如既往地减速，这仍然和沉痾难起的地产有关，其中，销售端的居民中长贷破记录地出现了当月净下降，支出端的企业长贷也远远低于季节性应有的水准，这两块贷款增长速度各自往下掉了 1% 左右。

2、财政依然是支撑信用周期的力量，政府债券增长速度继续加速至 16.3%，但另一方面，城投债出现了一些减速，这应该和城投债政策还在不断收紧有关；

3、这个月的融资周期结构与前几个月是大体一致的，之所以此次数据引起市场的普遍悲观，是因为社融自这个月开始减速：

1) 除了地产之外，未贴现票据在这个月净下降了 4228 亿元，且拖累社融额外下降 0.12%，这和票据利率在 2 月一度趋近于零是一致的；

2) 当然，票据的下降可能是短时的，毕竟票据融资在 2 月面临着基数压力是这一轮周期之中最高的，此外，出口若存在韧性，则对未贴现票据融资至少存在着短期支撑。

4、沉重数据背后的一个亮点是：市场力量出现了一些恢复，尤其是中上游制造业（电气设备、钢铁、有色、化工）出现了一些扩张的开启迹象，这些行业的扩张在推动企业债券发行继续加速。

5、但这些正面影响的力量大概率是不足的：

1) 按照政府工作报告的目标，政府债券及类债券本身不应有太大的空间，至少其加速不会延展到整个周期，而是在今年年内应该就会出现下降的拐点；

2) 如果财政和地产的力量都低于预期的话，那中上游的扩张必将空间有限，2010-2011 年如此，这次则更将如此。

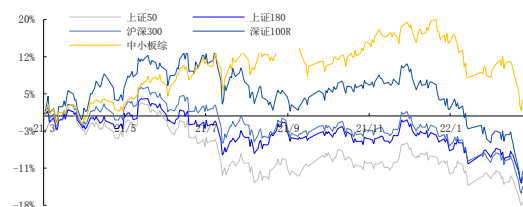
6、关键的痛点还是地产，按高频数据看，地产销售在 3 月同比下降近 50%，这意味着地产资本开支的启动还早。

7、正负双方的力量已经倾斜，这导致融资周期可能会重新回到下降状态，我们在短时看到宽松政策（降准、降息）出台是非常有可能的，但其效果的确需要仔细评估。

主要市场指数

指数	收盘点位	涨跌幅		
		1 日	5 日	本年
沪深 300	4306.52	0.32	-4.22	-12.83
上证综指	3309.75	0.41	-4.00	-9.07
深证成指	12447.37	0.62	-4.40	-16.22
中小板综	12574.10	0.41	-4.31	-13.47
国债指数	182.96	-0.04	0.08	3.21
基金指数	7009.96	0.11	-2.39	9.10
香港恒生	0.00	-100.00	-100.00	0.00
H 股指数	0.00	-100.00	-100.00	0.00
红筹股	0.00	-100.00	-100.00	0.00
日经 225	0.00	-100.00	-100.00	0.00
道琼斯	0.00	-100.00	-100.00	0.00
标普 500	0.00	-100.00	-100.00	0.00
纳斯达克	0.00	-100.00	-100.00	0.00

主要市场走势图



资料来源：Wind

A 股市场涨幅前五

股票	收盘价	涨跌幅%		
	RMB	1 日	5 日	本年
赛伦生物	55.30	67.42	0.00	0.00
C 青木	79.00	25.20	0.00	0.00
益客食品	24.28	20.02	7.29	-31.84
雄帝科技	32.80	20.01	13.77	83.86
兰卫医学	38.38	20.01	26.75	10.51

A 股市场跌幅前五

股票	收盘价	涨跌幅%		
	RMB	1 日	5 日	本年
C 恒威	48.42	-13.64	0.00	-18.18
嘉寓股份	4.28	-11.93	13.83	15.68
贵绳股份	14.65	-10.01	5.78	47.98
吉翔股份	21.05	-10.00	-1.17	218.46
鞍重股份	18.28	-10.00	-10.65	-8.42

联系人：房倩倩（执业证书：S0020520040001）

8、在此前，股债所 price-in 的信息略有不一致，而这期数据的出台意味着股票市场所隐含的偏乐观的预期在落空，这也能解释为何近期股票市场出现了偏大幅度的回调。

9、但这也不意味着，债券市场会出现空间偏大的机会，毕竟当前的收益率曲线已经就实际环境来说明显偏低，在没有进一步证据之前，债券市场的矛盾也不是非常凸显。

分析师：杨为敦（执业证书：S0020521060001）

● 化妆品

国元证券公司研究-华熙生物（688363）2021 年报点评：功能性护肤品业务带动收入高增，原料业务颇具亮点

事件：

公司发布 2021 年年度报告。

点评：

*营收高增长，现金流情况向好

2021 年度公司实现营业收入 49.48 亿元，同比增长 87.93%；实现归属于上市公司股东净利润 7.82 亿元同比增长 21.13%；经营活动产生的现金流量净额 12.76 亿元，较 2020 年大幅增长 80.97%，现金流情况持续向好。2021 公司毛利率为 78.07%较 2020 年下滑 3.34Pct.，销售费用率上升 7.48Pct.，主要源于功能性护肤品业务占比提升，公司增加相应品牌及效果广告费用投入所致。公司净利润率下滑 8.82Pct. 至 15.67%。

*原料业务颇具亮点，功能性化妆品业务实现三位数高增长

分业务来看，公司原料业务实现营业收入 9.05 亿，同比增长 28.62%，其中非 HA 的其他原料业务实现收入 1.54 亿，同比增长 120.33%，多个产品收入超千万，生物活性物平台公司格局进一步。医疗终端业务，实现收入 7.00 亿元，同比增长 21.54%，其中，皮肤类医疗产品实现收入 5.04 亿元，增长 15.88%。2021 年是公司医美业务战略升级元年，差异化单品“御龄双子针”累计销售超 25 万只，2022 年公司医美业务将进一步深化改革；骨科注射液产品实现收入 1.23 亿元+ 37.08%，获得九省两区集采中标；功能性护肤品业务实现收入 33.20 亿元，同比增长 146.57%，增长提速。依托于差异化的技术路线和品牌定位，四大化妆品品牌齐头并进，全面进入规模化阶段。其中，“玻尿酸核心品牌”润百颜收入过 10 亿达到 12.29 亿，同比+117.42%。“冻龄抗初老”品牌夸迪+150.19%至 9.79 亿。“专为敏感肌肤研制”米蓓尔+111.12%至 4.20 亿，“活性成分管控大师”BM 肌活+286.21%至 4.35 亿。

*投资建议与盈利预测

公司以透明质酸为核心，多种生物活性物为辅逐渐成为国内领先的生物活性物全产业链平台公司，并以生物活性物原料、医药终端、功能性护肤品、功能性食品四大板块共同驱动业务发展。我们预计公司 2022-2024 年实现 EPS2.16/2.82/3.60，PE53/41/32 倍，维持“买入”评级

*风险提示

品牌孵化不及预期，行业竞争加剧，政策监管风险

分析师：李典（执业证书：S0020516080001）

● 金工

【国元金工】ETF 跟踪数据库

报告要点：

？ ETF 近年受资金热捧，发行节奏加速

ETF，即交易型开放式指数基金，是一种在证券交易所上市交易的基金，大多为被动指数基金。2004 年末，中国内地的第一只 ETF 华夏上证 50 成功发行，开创了指数化投资的先河。近三年，ETF 的发行进度持续火热，从 2018 年底的 177 只提升至目前的 679 只，其中仅 2021 年便发行 303 只，发行节奏陡然加速。非货币 ETF 的规模也从 2018 年底的 3729 亿增长至目前的 10962 亿，年化增长率达到 41%。

根据国元金工的 ETF 分类，全市场 ETF 追踪的股票指数以行业主题和宽基为主，规模分别高达 5194 亿和 4470 亿，占有非货币 ETF 的 47%和 41%。所有二级分类中，大盘类和中小盘类 ETF 的规模最大，分别是 2621 亿和 1849 亿。目前非货币 ETF 中规模最大的三级分类为沪深 300 类、非银类和中证 500 类 ETF，总规模分别为 1287 亿、830 亿和 749 亿。

2018 年受贸易战影响股市低迷，以保险为代表的长期资金入市配置宽基指数，宽基 ETF 呈现出指数越跌，份额越涨的现象。2019 年后，一方面结构性行情下，各类行业主题 ETF 不断涌现；另一方面 ETF 承接了分级基金退出后的市场需求，产品规模快速攀升。目前的趋势是各行业产业链细分 ETF 不断涌现，沪港通行业 ETF 将标的拓展至港股。

？ 国元金工 ETF 跟踪数据库简介

数据库系列第一份产品为基金利润表收益分解，ETF 跟踪数据库是国元金工团队数据库系列的第二份产品，以 Excel 形式展现，提供可视化界面。数据库收录全市场所有非货币 ETF，数据可自动更新。输入观察日期后，通过内置的 Wind-Excel 接口，数据库可自动更新全部非货币 ETF 的规模、区间涨幅、规模份额变化、机构持有人占比、实时折溢价等数据，我们为每只 ETF 贴上三级分类标签。鉴于 ETF 日度更新份额和净值，借此我们可以观察不同主题 ETF 的资金流向，把握市场情绪变化。

数据库试用请联系国元证券研究所对口销售。

？ 风险提示

本报告基于公开数据整理，不代表投资建议。基金分类基于内部模型，在未来市场环境变化时不排除模型失效的风险，本文仅供投资者参考。

分析师：朱定豪（执业证书：S0020521120002）

● 轻工

国元证券行业研究-大消费行业双周报-造纸行业的出口弹性分析

报告要点:

? 市场行情回顾

2022年2月28日至3月11日,上证综指下跌4.10%,深证成指下跌7.20%,创业板指下跌6.67%,申万轻工制造/纺织服装/商业贸易/食品饮料指数分别下跌4.48%/4.63%/6.41%/3.98%,申万轻工制造/纺织服装/商业贸易/食品饮料指数相较于沪深300指数分别+1.35%/+1.21%/-0.57%/+1.85pct,在28个申万一级行业指数中分别排名11/14/20/8。

? 周专题:海外需求提振下或利好造纸企业出口

造纸属于基础原材料工业行业,与国民经济及社会发展紧密相关,具有规模效益强、周期性显著等特征。我国为全球纸及纸板生产和消费大国,从往年数据看,纸及纸板在进出口贸易中占比最高。2020年疫情爆发给全球经济带来巨大挑战,国内经济受到冲击叠加国内外物流不畅致使造纸行业整体承压,进入2021年,中国疫情态势有所缓和,造纸行业景气度逐步回升,造纸行业营收与利润总额稳健增长。我们认为,2021H1纸企业绩增长主要原因由内需提振,未来随着海外疫情逐步企稳后,海外产品订单需求或将回弹,国内纸企出口的替代性需求或将有所抬升。

海外疫情或已经历拐点,美国、英国及欧洲每天新增确诊新冠病例均开始趋向高位回落态势叠加新冠疫苗接种普及率逐步提升,疫情负面影响程度进一步弱化,展望未来,随着疫苗逐步铺开,全球经济将摆脱疫情泥潭,海外生产与消费端恢复或将提振中国造纸行业的出口需求弹性。我们以疫情前2019年作为预测基数,将出口量增速及出口量占比恢复至2019年水平幅度划分为五档,分别为80%、90%、100%、110%、120%,测算出在不同假设情景下纸与纸板生产量规模,在中性假设下,基于出口量增速恢复至疫情前100%及出口量占比恢复至疫情前100%的情况下,2022年纸与纸板生产量规模达到11949万吨。

整体而言,一方面,中国凭借有效的防疫举措先于海外控制疫情,因此国内需求端恢复进度先于海外,2021年造纸行业绩增长主要来自于国内纸企凭借完善稳定供应链承接内需,另一方面,随着海外历经疫情拐点后逐步企稳,出口端增长迅速生产端与需求端处于持续改善状态,海外产品订单需求将迅速回弹,国内纸企出口的替代性需求或将得以提振,我们认为,海外业务占比较大叠加具有规模优势、资金技术实力及林木资源的造纸企业或将具有较大业绩弹性空间,竞争优势凸显。

? 风险提示

宏观经济增长不及预期风险;新冠疫情影响;企业经营状况低于预期风险;原料价格上升风险;汇率波动风险;竞争格局加剧。

分析师:徐偲(执业证书:S002052105003),联系人:余倩莹

国元证券行业研究-电子烟行业点评报告-《电子烟管理办法》发布,行业迎来规范化发展

事件:

2022年3月11日,国家烟草专卖局发布了《电子烟管理办法》,预计与2022年5月1日起施行;此版本较2021年11月发布的《电子烟管理办法(征求意见稿)》内容上有所改变。

? 核心内容:产、销及进出口贸易政策进一步落实

生产门槛增加，原料纳入购销计划：1) 电子烟、雾化物、电子烟用烟碱等生产企业设立需取得烟草专卖生产许可证并报经国务院烟草专卖行政主管部门审查同意后方可立项。2) 上述企业首次公开发行股票并上市应当报经国务院烟草专卖行政主管部门审查同意。3) 由烟草专卖行政主管部门下达烟叶、复烤烟叶、烟丝等烟草专卖品的购销计划。

销售管理趋向一体化：1) 电子烟批发商/零售商需在满足相关要求的前提下分别取得烟草专卖批发/零售许可证方可从事对应销售业务。2) 建立了全国统一的电子烟交易管理平台，从生产到销售的各环节须在电子烟交易管理平台中进行。3) 禁止销售除烟草口味外的调味电子烟和可自行添加雾化物的电子烟。

进出口产品需先行提报：进口电子烟产品、雾化物和电子烟用烟碱等应先向国务院烟草专卖行提报需求，符合规定后需通过电子烟交易管理平台才能销售给电子烟批发企业、电子烟产品生产企业和电子烟品牌持有企业。

？ 点评：行业门槛变高，政策落地迎来规范化管理

行业门槛变高利好现存合规行业：生产企业设计所需生产许可证需满足的资金、技术设备、产业政策等方面的要求提升了行业进入门槛，而此次《管理办法》新增电子烟生产企业上市需经烟草专卖行审查同意环节提高了上市门槛；预计会对行业现存合规企业形成利好。

统一管理保障行业平稳发展：烟草专卖品有统一的购销计划代表整体行业纳入了计划管理，代表发展速度可控；设立全国统一交易管理平台则代表了生产到批发零售到流通等环节可控。统一的管理代表着行业逐步走向正轨，有利于其稳步发展。

税收法规仍待观望：2021 年 11 月发布的《征求意见稿》中有关税收的条例（电子烟税收征缴按照国家税收法律法规执行）在本次《管理办法》中进行了删减。目前中国税收法律暂无电子烟品类，相应法律法规出台仍待观望。

口味受限，市场或短期下滑，长期企稳。除《管理办法》对口味做出限制以外，与其同时公布的《电子烟》国家标准（二次征求意见稿）较初版内容变化为许可添加剂种类从 122 种降至 101 种，减少品类主要为调味类添加剂以防对未成年人产生诱导性。参考美国 FDA 发布口味禁令后市场短期下滑后企稳回升，我国市场或也将经历短期阵痛。

投资建议

建议关注：中烟香港、中国波顿、劲嘉股份、集友股份、顺灏股份、东风股份、思摩尔国际、盈趣科技。

风险提示

新冠疫情影响；企业经营状况影响；政策变动风险。

分析师：徐偲（执业证书：S002052105003），联系人：余倩莹

重点报告

国元证券公司研究-快手（1024.HK）首次覆盖报告：降本增效，用户破圈，商业化释放潜力

分析师：李典（执业证书：S0020516080001），联系人：路璐，陈俊璇

报告要点：

*短视频流量红利未见顶，时长和粘性持续提升，两强格局稳定

短视频行业月活用户站稳 9 亿大关，随着平台内容由娱乐转向综合类资讯，同时增加包括电商、本地生活等新业态，用户规模、时长及粘性有望进一步上升。市场由头条系和快手系形成双寡头竞争，集中度持续提高。

*抖快底层基因造就不同产品调性，规模扩张下二者逐步融合，快手将补强内容、优化生态

快手更具社区属性，用户互动性强，产品形态以双列为主，叠加精选页试验单列，分发规则强调去中心化，将 70% 流量普惠长尾视频，用户画像比抖音更下沉、偏北方。而抖音媒体属性强，以单列为主，采取中心化分发模式，对精品内容不断赋予流量曝光。面对抖音的快速起量，快手的用户增长策略由早期的“佛系”转“狼性”，买量+品牌广告同时发力，快手主站上沉，与抖音的重合度提高至 50%+，极速版则成为南下、拉新的重要手段。产品内容上，快手从创作者多元化、内容丰富化、边界延展化三方面补强内容生态。出海方面，2021 年，快手加大海外市场投放，不断巩固南美洲、东南亚的核心市场，2021 年 6 月海外 MAU 超 1.8 亿，增长迅速。

*商业化进程加速，在线营销和电商为新增长引擎

快手直播打赏业务步入成熟阶段，在线营销、电商业务增长快速：（1）直播打赏呈付费率高，ARPU 值低的特点，现阶段快手专注内容的精细化运营和形式创新，以及引入公会加强运营，内容社区粘性和活跃度有望持续提升；（2）在线营销服务上，快手于 2019 年起加速广告变现，磁力引擎产品矩阵不断完善升级，公私域流量融合、单列改版提高变现效率，同时用户规模和调性提升使得品牌广告增长迅速；（3）电商业务上，快手基于主播与用户的强信任关系，打造以“私域+内容”为核心的“信任电商”，扶持中腰部主播，引入品牌，完善小店通和好物联盟等投放、选品工具，加强闭环建设，GMV 仍处于高速增长阶段，同时货币化率也有望进一步提升。

*投资建议与盈利预测

公司 21 年下半年以来积极调整组织架构，优化费用投放，降本增效成果逐渐显现。同时用户保持良好增长，整体商业化潜力较大。预计公司 2021/2022/2023 年营业收入分别为 798.88/984.36/1205.93 亿元，同比增速分别为 35.92%/23.21%/22.51%。根据分部估值法，给予快手 2021 年整体 PS 为 3.04 倍，给予快手目标市值 2988.10 亿人民币，对应 3700.76 亿港币市值，目标价 86.87 港元。首次覆盖给予“买入”评级。

*风险提示

用户增长不及预期，政策监管风险，新业务孵化不及预期。

重要新闻

- 据经济参考报，围绕加快新兴技术推动工业绿色低碳发展，相关部门正聚焦钢铁、有色金属、石化化工、建材等工业领域重点行业，研究编制“工业互联网+双碳”实施方案，推动工业互联网、大数据、5G 等新一代信息技术赋能绿色制造。
- 市场监管总局：去年查处垄断案件 176 件，罚没金额 235.86 亿元。

- 广碳所发布报告建议尽快重启国家核证自愿减排体系，规范各类抵消产品的使用准入，探索全国统一碳普惠体系建设，研究推动区域碳抵消产品的互通互认。应尽快启动碳排放因子建设，助力建立统一的碳中和数据核算体系是当务之急。。

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国境内(香港、澳门、台湾除外)发布, 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客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188