

万联晨会

2023年03月28日 星期二

概览

核心观点

周一 A 股三大指数走势全天分化，涨跌不一。截至收盘，上证综指跌 0.44%，收报 3251.40 点，深证成指涨 0.12%，创业板指涨 1.17%。沪深两市全天成交额 11400 亿元，连续第三个交易日突破万亿元。全天两市超 3000 只个股下跌，北向资金全天净卖出 6.94 亿元。板块方面，ChatGPT 概念板块继续活跃，午后走强，CRO 概念、医疗服务等医药相关板块领涨，银行、房地产等周期板块走弱，跌幅居前。整体来看，海外金融风险得到一定程度缓释，A 股仍以结构性行情为主，当前 TMT 板块成交占比已升至历史高位，警惕未来可能出现的波动。国家统计局 3 月 27 日披露，1—2 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 8872.1 亿元，同比下降 22.9%。制造业实现利润总额下降 32.6%；在 41 个工业大类行业中，汽车制造业下降 41.7%，计算机、通信和其他电子设备制造业下降 77.1%。行业方面，建议关注：1) 科技成长仍为中期主线，可精选布局 TMT 板块内低位成长股。2) 央企国企估值体系重塑下，关注“一带一路”、“数字经济”等受益于政策支持板块内盈利能力稳定的大型央、国企上市公司。

研报精选

美容护理：胶原新生，千亿赛道未来可期

常熟银行：业绩保持高增

招商银行：大财富管理业务韧性较强

国内市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,251.40	-0.44%
深证成指	11,647.94	0.12%
沪深 300	4,012.48	-0.36%
科创 50	1,057.49	-0.33%
创业板指	2,398.02	1.17%
上证 50	2,639.62	-0.51%
上证 180	8,436.89	-0.55%
上证基金	6,666.50	-0.25%
国债指数	199.82	-0.03%

国际市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
道琼斯	32432.08	0.60%
S&P500	3977.53	0.16%
纳斯达克	11768.84	-0.47%
日经 225	27476.87	0.33%
恒生指数	19567.69	-1.75%
美元指数	102.86	-0.25%

主持人： 宫慧菁

Email: gonghj@wlzq.com.cn

核心观点

周一 A 股三大指数走势全天分化，涨跌不一。截至收盘，上证综指跌 0.44%，收报 3251.40 点，深证成指涨 0.12%，创业板指涨 1.17%。沪深两市全天成交额 11400 亿元，连续第三个交易日突破万亿元。全天两市超 3000 只个股下跌，北向资金全天净卖出 6.94 亿元。板块方面，ChatGPT 概念板块继续活跃，午后走强，CRO 概念、医疗服务等医药相关板块领涨，银行、房地产等周期板块走弱，跌幅居前。整体来看，海外金融风险得到一定程度缓释，A 股仍以结构性行情为主，当前 TMT 板块成交占比已升至历史高位，警惕未来可能出现的波动。

国家统计局 3 月 27 日披露，1—2 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 8872.1 亿元，同比下降 22.9%。制造业实现利润总额下降 32.6%；在 41 个工业大类行业中，汽车制造业下降 41.7%，计算机、通信和其他电子设备制造业下降 77.1%。行业方面，建议关注：1) 科技成长仍为中期主线，可精选布局 TMT 板块内低位成长股。2) 央国企估值体系重塑下，关注“一带一路”、“数字经济”等受益于政策支持板块内盈利能力稳定的大型央、国企上市公司。

分析师 于天旭 执业证书编号 S0270522110001

研报精选

胶原新生，千亿赛道未来可期

——美容护理行业深度报告

行业核心观点：

我国胶原蛋白市场快速发展，2021 年中国胶原蛋白市场规模为 287 亿元，预计 2027 年胶原蛋白市场规模将达到 1738 亿元，2021-2027 年 CAGR 为 35.01%。胶原蛋白产业链已发展较为成熟且分工明确，上中下游配合有序、协调发展。与玻尿酸相比，胶原蛋白可提供更广泛的性能，根本优势在于皮肤修护和抗衰老的功效。目前，胶原蛋白尚处于蓝海市场，核心应用市场处于起步阶段，进入壁垒较高。胶原蛋白在医美注射、医用敷料、功能性护肤品和功能性食品等应用细分市场逐步扩大，相关产品供给充分。受益于胶原蛋白技术的突破，未来基于胶原蛋白产品的市场渗透率预计将进一步提高，看好胶原蛋白行业的发展，建议关注产品管线丰富、注重研发投入、具备技术和品牌优势的胶原蛋白领域龙头公司。

投资要点：

重组胶原蛋白是未来发展趋势，具有广阔的发展前景。根据制备方式的不同，胶原蛋白可分为重组胶原蛋白和动物源性胶原蛋白。2021 年重组胶原蛋白/动物源性胶原蛋白市场规模分别为 108 亿/179 亿，预计 2027 年重组胶原蛋白/动物源性胶原蛋白市场规模分别为 1083 亿/655 亿，2021-2027 年 CAGR 分别为 46.85%/24.14%。目前动物源性胶原蛋白市场规模大于重组胶原蛋白市场规模，但预计重组胶原蛋白市场规模将反超动物源性胶原蛋白。与动物源性胶原蛋白相比，重组胶原蛋白具有明显的优势，是一种更安全、更适合美丽与健康产品的材料。重组胶原蛋白现阶段面临量产与技术问题。但随着未来技术的不断发展，重组胶原蛋白有望打破规模的限制。

胶原蛋白的下游应用场景主要为医学领域、美容护肤领域和食品领域等，其中医学领域应用占比接近一半。医学领域已涉及创面敷料、止血材料、注射填充材料及药物载体等多种应用；美容护肤领域包含胶原蛋白面膜、眼霜和护肤霜等；食品领域中的主要应用有人造胶原肠衣和胶原蛋白功能性食品。从技术路径来看，目前医用敷料和功效性

护肤品主要使用的是重组胶原蛋白，生物医用材料和注射填充材料主要使用的是动物源胶原蛋白。

中国胶原蛋白市场快速发展，产业链完善且分工明确。2021年中国胶原蛋白市场规模为287亿元，预计2027年胶原蛋白市场规模为1738亿元，2021-2027年CAGR为35.01%。胶原蛋白产业链已发展较为成熟且分工明确，产业链上游由制备胶原蛋白所需的原料供应商组成，市场较为分散；中游由生产胶原蛋白原料的厂商组成；下游应用范围广泛，覆盖医疗健康、美容护肤、食品等领域。目前国内胶原蛋白领域上市公司主要包括巨子生物、创尔生物、锦波生物、丸美股份、华熙生物、江苏吴中等。

与玻尿酸相比，胶原蛋白的根本优势在于其皮肤修护和抗衰老的功效，目前胶原蛋白处于蓝海市场，进入壁垒高。胶原蛋白可提供更广泛的性能，例如修复受损肌肤屏障、紧致和抗皱，因此具备皮肤修护、抗衰老、美白和保湿等更广泛的用途。目前，胶原蛋白领域内的批文数量还相对较少，竞争还未到白热化。且受技术、成本及监管限制，胶原蛋白的进入壁垒高于玻尿酸。胶原蛋白开发早于玻尿酸，但受制于胶原蛋白的制备成本较高，且存在一定免疫反应，在应用端的发展速度及规模不及玻尿酸，但未来随着胶原蛋白基因重组技术的成熟，胶原蛋白在各领域的市场规模将保持较高增速。

胶原蛋白在各应用细分市场不断扩容，产品日益丰富，发展前景可期。其中，胶原蛋白在功能性护肤品中的市场规模最大且增速最高，医用敷料次之，胶原蛋白在医美注射中的市场规模及增速低于前两者。1) 医美注射：2021年医美注射领域中胶原蛋白的市场规模为37亿，预计2027年市场规模将达到137亿，2021-2027年CAGR为24.38%。胶原蛋白医美注射领域主要公司有双美生物、长春博泰、锦波生物和荷兰汉福，目前仅有这四家公司获得注射批文。2) 医用敷料：2021年医用敷料中重组胶原蛋白的市场规模为48亿，预计2027年市场规模将达到256亿，2021-2027年CAGR为32.18%。胶原蛋白医用敷料领域主要公司有创尔生物、巨子生物等。3) 功能性护肤品：2021年功能性护肤品领域中胶原蛋白的市场规模为62亿，预计2027年市场规模将达到775亿，2021-2027年CAGR为52.34%。胶原蛋白功能性护肤品领域主要公司有敷尔佳、创尔生物、巨子生物、锦波生物和雅诗兰黛等，市场较为分散。4) 功能性食品：受益于国民经济水平提高、人口老龄化加剧和健康意识的增强，功能性食品在我国迅速发展。胶原蛋白功能性食品领域主要公司有汤臣倍健、安利纽崔莱、Swisse、同仁堂、麦吉丽和哈药集团等，市场参与者较多。

投资建议：随着未来胶原蛋白医用需求不断增加，皮肤护理、功能性护肤行业不断深化以及功能性食品行业中胶原蛋白食品渗透率的提升，叠加行业技术支持推动胶原蛋白发展，拓宽胶原蛋白应用场景，行业内的各细分领域公司都有望受益，建议关注产品管线丰富、注重研发投入、具备技术和品牌优势的胶原蛋白领域龙头公司。

风险因素：技术进步不及预期风险、消费者需求变动风险、监管政策趋严风险、行业竞争加剧风险、医疗事故风险

分析师 陈雯 执业证书编号 S0270519060001

分析师 李滢 执业证书编号 S0270522030002

业绩保持高增

——常熟银行（601128）点评报告

报告关键要素：

2023年3月24日，常熟银行发布2022年年度业绩报告。

投资要点：

2022年营收同比增长15%，归母净利润同比增长13.8%。成本收入比38.58%，继续优化。公司公布的2023年经营计划，营收增速10%左右，归母净利润增速20%左右。

净息差小幅下行，展望未来息差收窄或优于同业：2022年净息差3.02%，同比下滑4BP，主要与阶段性减息政策因素有关。公司净息差表现好于我们此前的预期。从贷款结构看，由于中长期贷款占比相对较低，重定价的压力相对较小，息差收窄的幅度或优于同业。

2022年贷款总额同比增长18.82%，同比少增4.4亿元：企业贷款同比增长18.98%，同比多增22.2亿元；个人贷款同比增长16.78%，同比少增75.8亿元。其中，个人经营贷和住房按揭分别同比少增69.4亿元和37.5亿元。

资产质量保持稳定，较高拨备为业绩增长形成较好支撑：2022年不良率0.81%，环比略有上升，同比持平。拨备覆盖率达到536.77%，维持高位，风险抵补能力较强。

盈利预测与投资建议：2022年受疫情因素影响，个人贷款增长放缓，预计2023年需求有望逐步修复。根据最新公布的业绩数据，我们调整了2023年和2024年的盈利预测，小幅上调EPS至1.18元和1.4元。按照常熟银行A股3月23日收盘价7.48元，对应2023年和2024年PB分别为0.85倍、0.75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

大财富管理业务韧性较强

——招商银行（600036）点评报告

报告关键要素：

2023年3月25日，招商银行发布2022年年度业绩报告。

投资要点：

2022年归母净利润同比增速15.1%：2022年营收和归母净利润同比分别增长4.1%和15.1%。其中，净利息收入和手续费净收入同比变动7%和-0.2%。规模扩张和拨备为业绩增长的主要正向因素。

2022年资产端收益率下滑拉低净息差：2022年净息差2.4%，同比下滑8BP。资产端，定价角度看重定价以及融资需求不足是影响贷款收益率下行的主要因素，而市场利率低位运行，拉低了整体投资端收益率；结构方面，受消费下滑因素的影响，信用卡贷款和个人住房贷款增长有所放缓。负债端，企业结算类低成本资金增长放缓，而居民端存款定期化趋势上升，导致存款成本明显上升。2023年仍面临存量贷款重定价压力。

净手续费收入同比略有下滑：财富管理手续费收入同比下降14.3%，其中代理保险和代销理财业务收入分别同比增长51.26%和5.61%，而代理基金和代理信托计划业务收入分别同比下降46.4%和47.2%。此外，资产管理手续费、托管业务、卡业务、结算和清算业务均实现了不同幅度的增长，其中资产管理业务手续费收入同比增长14.8%。

资产质量整体保持稳健：2022年末不良率为0.95%，环比上行1BP。其中，零售贷款的不良率上升8BP，主要是信用卡贷款和个人住房贷款不良率上升。关注率为1.21%，同比上升37BP。

盈利预测与投资建议：2022年大财富管理业务手续费收入受资本市场下行因素的影响出现波动。与此同时，招商银行零售AUM突破12万亿元，客群达1.84亿户，长期看，招行全面推广的“TREE资产配置服务体系”，有望进一步巩固财富管理业务的领先优势。根据最新业绩公告，调高2023/24年EPS预测至6.07元/6.91元，按照招商银行A股3月24日收盘价34.43元，对应2023年0.94倍PB，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注册为证券分析师，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