

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2023-06-08

宏观策略

2023年06月08日

宏观点评 20230607: 出口这根“最后的稻草”折了吗?

5月-7.5%的出口增速给经济亮了“红灯”，但是让我们离政策的“绿灯”越来越近。2023年出口有着重要经济作用和政策含义。

晨会编辑 张良卫

执业证书: S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

固收金工

固收周报 20230605: 如何看待 2023 年 6 月的流动性情况?

2023年6月流动性是否存在压力? 根据美国4月CPI以及PPI数据, 美债未来方向预计如何波动?

固收深度报告 20230605: 转债行业图谱系列(八)——地产链之家居行业可转债梳理(下)

后市展望: 欧22转债和松霖转债表现或占优。

固收周报 20230605: 反脆弱: “行业-正股-转债”弹性分析之智尚、鲁泰、台21转债

本周(5月29日-6月2日)权益市场整体上涨, 多指数收涨; 中证转债指数上涨0.48%。

固收点评 20230603: 绿色债券周度数据跟踪(20230529-20230602)

本周(20230529-20230602)银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券10只, 合计发行规模约67.00亿元, 较上周减少-73.26亿元。发行年限均为3年及以下中短期; 发行人性质为中央国有企业和地方国有企业; 主体评级以AAA、AA+和AA级为主。发行人地域为北京市、天津市、江苏省、云南省、新疆维吾尔自治区和境外。发行债券种类为商业银行普通债、中期票据、券商专项资产管理、定向工具、公司债和超短期融资券。

固收点评 20230603: 二级资本债周度数据跟踪(20230529-20230602)

本周(20230529-20230602)银行间市场及交易所市场无新发二级资本债。截至2023年6月2日, 二级资本债存量余额达37,216亿元, 较上周(20230526)增加195亿元。

行业

电子行业深度报告: 技术创新系列深度-Vision Pro 正式发布, 硬件趋势及应用拓展引领产业

苹果如期发布首款MR头显Apple Vision Pro, 硬件层面规格拉满。M2计算+R1传感双芯片, 搭载单眼4k分辨率硅基OLED+3p pancake显示方案以呈现最佳视觉体验, 同时通过12摄像头+5传感器+6麦克风、沉浸式声学系统、双向透视、虹膜识别、瞳距调节等, 使Vision Pro仅依赖于语音、视觉、手感等实现高效实时交互。Vision Pro聚焦游戏、工作、交流, 在工业、医疗、设计等多领域有望成为增强生产力的工具, 划时代产品的面世也意味着正式进入空间计算时代。体验及应用定位大超预期, 持续探索技术边界及应用场景拓展。我们认为在硬件配置符合预期的基础上, 外观、交互、显示等体验, 以及改变沟通、娱乐、工作等场

景的三维应用定位均大超预期！正如我们一直强调的，第一代 MR 的意义在于探索技术边界以及应用场景的拓展，未来在空间计算时代下，结合 AI 技术对建模、交互、处理等各环节的降本增效，有望持续构建完善的产业生态、不断创造新领域的新需求，推动 VR/AR/MR 产业蓬勃发展。
东吴金融&金工 财富管理月报（2023/05）：新发基金份额持续下降，市场赎回情绪较强

私募基金：4 月存续规模平稳增长，新备案规模大幅提升，基金管理人数量略有上升。截至 2023 年 4 月末，存续私募基金 153539 只，存续基金规模环比增加 2.05% 至 20.75 万亿元，较上月增加 4167 亿元。新备案规模 697 亿元，较三月大幅上升，新备案私募基金数量 3705 只，较三月大幅上升。风险提示：模型所有统计结果均基于历史数据，未来市场可能发生重大变化。

保险 II 行业深度报告：定价利率下调后新型产品能否扛起销售大旗——来自海外经验与本土环境的综合分析

我们认为无需过度担心 3Q23 新单数据压力。即便预定利率下降（从 3.5% 到 3.0%），对追求保本长期稳定收益的客户影响不大。产品储备方面，公司预计会推出分红险等利益共享新产品，同时考验队伍的销售能力，优质头部公司有望受益。值得注意的是，相比 2021 年初重疾险炒停后长期健康险销售持续低迷不同的是，当前储蓄型业务外部销售环境是持续且明显改善的，或者说即使没有炒停，储蓄型业务表现本来就不差。年初以来队伍质态持续改善，支撑 2H23 业务复苏动能。炒停本身不能带来业绩的持续改善，但能从供给侧提升队伍的收入和展业信心。一方面，疫情三年以来队伍和客户面对面沟通减少，预定利率下调预期下产品有涨价压力，客户咨询购买意愿提升。另一方面，队伍收入企稳有助于提升代理人信心，新增入口有望打开，迎来队伍管理正循环。《保险销售行为管理办法（征求意见稿）》实施在即，推动产品和销售队伍分级匹配、专业度提升，加强销售前端后端监管要求，提高产品销售服务质量。区分销售能力资质，实行差别授权，明确所属各等级保险销售人员可以销售的保险产品，着力打造高质量的新型产品销售队伍。

保险 II 行业深度报告：若医保数据共享放开对保险公司有何影响？

近期人民币汇率持续破 7、高频中观数据显示企业盈利仍处于低位、市场对昆明城投债务风险关注抬头等因素交织影响，是拖累板块估值回调的重要原因。不过，我们认为考虑板块估值性价比重新显现，叠加二季度相对明确的基本面拐点确立，当下我们建议投资者务必重视回调带来的布局机会。我们认为保险板块本轮上涨，短期靠中特估催化，中期看负债端拐点验证，长期需要宏观经济持续修复加持。板块推荐：中国太保、新华保险、中国平安和中国人寿。

中期策略报告：高油价高景气，配置顺周期+估值修复

原油及炼化行业深度

推荐个股及其他点评

盘龙药业（002864）：国内秦药龙头，基药及院内制剂催化业绩加速

投资要点 投资逻辑：1) 骨伤科类慢病的领导品牌，看好盘龙七片放量空间，2023 年开通下沉市场加速放量，基药目录调整有望带来弹性；2) 一体两翼全产业链布局，得天独厚的中药材资源优势造就特色“秦药”，定增募投项目补充骨科产品矩阵，中药配方颗粒带来新增长动力。 盘

龙药业精耕骨科领域，核心产品盘龙七片有望加速放量。盘龙药业专注于骨科中成药领域的产品开发，主导产品盘龙七片覆盖骨科多个关键用药类别，在同类中成药竞争中位居前列，是治疗风寒湿热、风湿骨伤疾病的推荐用药，已覆盖 4000 余家医院和 31 个省市，2022 年销售额 4.29 亿。不考虑基药目录弹性，公司挖掘下沉县域市场，院内院外同时发力，有望逐步成长为过十亿的大单品。盘龙七片曾为中药保护品种，产品资质突出，被列入 6 指南、2 教材、2 共识、1 个路径，有较大可能纳入基药目录。盘龙七片贡献公司近一半收入，基药目录调整有望为盘龙七片的增长带来更大的弹性空间，尤其是院内放量有望明显加快，有望成长为 20 亿大品种。此外，骨松宝片和盘龙七片形成新老产品梯度，两年增速较快。公司布局高端外用凝胶透皮给药平台，在骨科市场布局逐渐深入和拓宽。全产业链布局，内生+外延打开长期增长空间。公司纵向架构涵盖中药全产业链，基于当地药材优势，公司拟投资进行配方颗粒研发及产业化。一方面，公司作为当地龙头中成药企业，中药配方颗粒备案有望稳步推进；另一方面，公司院内营销网络完备，竞争企业在陕西等级医院（尤其是二级以下医院）并未形成绝对优势，配方颗粒未来有望带来新的增长极，我们预计 2025 年配方颗粒有望贡献 4000-8000 万的收入，后续有望进入加速放量阶段。此外，院内制剂业务拓展顺利，有望同公司原有的院内销售渠道形成协同，我们预计 2025 年有望贡献 2-3 亿元收入，成为公司业务新增长点。此外，公司计划合并骨科同类项，一方面增厚公司收入和利润，另一方面完善骨科产品的品类布局，打造中华骨伤领导品牌，提供骨科全方位解决方案。盈利预测与投资评级：我们预计 2023-2025 年公司归母净利润为 1.34/1.75/2.29 亿元，对应当前市值的 PE 为 32X/24X/19X，考虑到公司 2023-2025 年核心产品弹性大，骨科产品矩阵逐步丰富，盈利能力良好，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：医药行业政策不确定性风险，产品研发注册不及预期风险，市场竞争加剧风险等。

宏观策略

宏观点评 20230607: 出口这根“最后的稻草”折了吗?

5月-7.5%的出口增速给经济亮了“红灯”，但是让我们离政策的“绿灯”越来越近。2023年出口有着重要经济作用和政策含义。4月政治局会议明确指出当前经济最大的问题是“内生动力不足”，而今年经济的关键点就在于内生增长真正企稳回升前，出口能否体现出足够的韧性。因此，出口也会是今年影响政策态度的重要因素，如果出口出现超预期下滑，政策出手经济的可能性会大大上升。对于5月偏弱的出口，我们觉得主要可以从两个层面去寻找机会：一是总量上的政策信号；二是结构上的行业机会。PMI < 50 + 出口同比增速 < -5% ≈ 政策窗口期到来。如图1，从历史经验上看，一旦PMI连续跌破50，且出口同比增速降至-5%以下，政策往往会出手应对，货币政策和地产政策都可能出现松动。例如2022年第四季度，PMI和出口双双走弱，疫情政策优化、“金融支持地产16条”和央行降准接踵而来。高基数不是问题，逆季节性下跌可能更加值得注意。5月出口同比增速超预期大幅下滑，去年同期的高基数是重要因素——2022年5月全国稳定经济大盘会议后，各省市将保供给、稳外贸作为重要任务。不过，2022年第四季度出口同样面临高基数的问题，但是这并未成为政策犹豫的理由。可能更重要的是出口的逆季节性走弱，如图2所示，一般而言，第二季度出口金额会逐步增长，但2023年4、5月单月出口金额却逐步下行，类似的情况在2022年第四季度出现过。总量之外，出口整体偏弱的背景更能检验哪些结构性的机会更加具有韧性，具体来看：国别方面，“一带一路”国家相较更稳定，俄罗斯和中东等地区的空间更大。尽管5月出口降温，但是如图3所示，这并未扭转我国出口中一带一路国家份额上升、美欧日份额下降的趋势。尤其值得关注的是整体出口同比增速录得-7.5%的情况之下，中国对俄的出口增速却取得了114.3%的好成绩。“一带一路”基本盘也存在分化，相较而言俄罗斯和中东的弹性更大。我们从“一带一路”国家的角度（主要挑选东盟、俄罗斯和中东三个地区），引入“进口占比”和“进口增速”的维度：一方面，产品进口中“中国占比”相较“欧美日韩占比”偏低，可能一定程度上反映出未来上涨的潜力；另一方面，近年来产品进口增速的加快则意味着相对竞争力有所加强。从这两个维度看，如果以进口中中国占比和欧美日韩占比之差为横轴，以对中国进口增速之差为纵轴，则处于第二象限（占比有差距而且在加速）的产品和行业是更有空间的。参考图5至7，从整体来看，俄罗斯和中东的相对空间比东盟更大（但是从绝对规模上看东盟还是最大的）；商品方面，汽车出口持续亮眼，但电子、半导体的拖累有些超预期。汽车出口金额较4月降温但仍翻倍增长，新能源车在西欧、东盟与俄罗斯市场的开拓前景持续乐观。但机电产品出口金额同比转负，集成电路、手机以及高新技术产品同比跌幅扩大；纺服、玩具等劳动密集型产品同样转负，外部环境恶化+外需萎缩对出口的冲击力有些超预期。我们继续使用上述“占比-增速”的框架，从大类商品类别上看，除去农产品和成品油，基础有机化学品是三个地区（东盟、俄罗斯和中东）共有的进口“洼地”，其次是占我国出口权重最大的机电产品，不过截至2021年中东地区进口我国机电的整体增速偏慢，随着2023年我国和中东关系愈发密切，对该地区的机电出口有望加速；除此之外，参考东盟的情形，我国对俄罗斯和中东的陶瓷、塑料制品出口仍有不小的空间。机电产品中，关注汽车及零部件，机械设备等。细

分机电产品中，三个地区（即东盟、俄罗斯和中东）对中国进口占比较低的汽车、汽车零配件、通用基础设施、机械基础件增速也有明显上升，此外值得注意的是我国造船业在全球的竞争力也不断上升（2022年我国造船完工量、新接订单量和手持订单量均为世界第一）。凭借全球汽车新能源和智能化转型、新能源车渗透率提高的东风，汽车及其零部件的出口尤其值得期待，这一点在5月出口数据中已有体现。风险提示：东盟、俄罗斯及其他新兴经济体经济增长不及预期，对外需拉动不足。疫情二次冲击风险对出口造成拖累。欧美经济韧性超预期，对于中国出口的拖累不足。

（证券分析师：陶川 证券分析师：邵翔）

固收金工

固收周报 20230605：如何看待 2023 年 6 月的流动性情况？

观点 2023 年 6 月流动性是否存在压力：从实体经济角度而言，超额准备金是真正意义上的“高能货币”。 Δ 超额准备金= Δ 基础货币- Δ 货币发行- Δ 法定存款准备金= Δ 外汇占款+ Δ 对其他存款性公司债权- Δ 财政存款- Δ M0- Δ 法定存款准备金。影响超储率的因素有五个：外汇占款、对其他存款性公司债权（主要关注央行公开市场操作）、财政存款、货币发行和法定存款准备金变动。下文将从五因素模型着手，对 2023 年 6 月流动性情况进行预测。（1）2023 年 6 月外汇占款环比增加约 30 亿元，对流动性略有正面影响。（2）5 月资金面维持宽松，DR001 月度均值为 1.3552%，DR007 月度均值为 1.8537%，均处于政策利率之下，因此央行在 5 月 24 日至 5 月 31 日期间仅净投放 770 亿元。（3）2023 年 6 月财政存款净减少 3400 亿元左右。（4）2023 年 6 月 M0 环比减少 40 亿元左右。（5）2023 年 6 月法定存款准备金约增加 4000 亿元。考虑财政存款、现金走款和银行缴准因素后，2023 年 6 月存在约 1700 亿元的流动性缺口，可通过公开市场投放充分补充。4 月和 5 月 PMI 连续两个月位于荣枯线之下，年初以来的“弱复苏”交易逻辑受到挑战，为保证经济平稳增长，流动性有望保持宽松，不排除提前降息的可能性，且从工业企业利润数据观察发现“主动去库存”的萧条期延长，在此背景下利率存在大幅下行的可能性。美国 5 月非农就业远超市场预期，美债收益率未来预计如何波动：近 10 个工作日内，美债收益率出现冲高回落的大幅波动，10Y 美债收益率最高达到 3.83%，最低达到 3.61%，震荡幅度达到 14BP，目前为 3.69%；对利率更为敏感的 2Y 美债收益率最高达到 4.54%，最低达到 4.26%，震荡幅度达到 28BP，目前为 4.5%。我们认为这其中主要有两股力量推动：（1）债务上限危机造成恐慌，推动收益率上升；协议达成后收益率快速下降。（2）通胀韧性持续，市场加息预期推动美债收益率上浮。向前看，我们认为 10Y 美债收益率或将维持在 3.2%-3.6% 区间内窄幅震荡，主要原因包括但不限于：（1）通胀韧性持续，重新抬头上升概率或较小。虽然 5 月非农就业人数远超预期，但 5 月失业率出乎市场意料并未小幅下行，而是从 4 月的 3.5% 回升至 3.7%，创七个月新高及三年来最大月环比升幅；5 月工资增长也有所放缓，环比增长 0.3%，符合预期，同比增长 4.3%，低于预期值 4.4%。这其中主要的原因系失业率的就业数据是以家庭口径进行统计，而非农就业是以企业口径进行统计。本次家庭调查减少了 31 万个就业岗位，与企业调查趋势相反。从失业率分项来看，本次失业率上升较大的是 18-19 岁以及 20-24 岁的年轻人，分别从 9.4%、5.4% 上升至 10.6%、6.3%。因此我们认为，非农就业火热与失业率上升或相互抵消，就业市场通

过工资推动通胀重新上升的可能性较小，但目前通胀水平仍高于目标水平。(2) 美国银行业危机仍未结束，美联储为维稳，暂停加息的概率或更大。上周 317 亿美元流入货币市场基金，使其创下 5.42 万亿美元的历史新高，这也是该市场连续第 6 周实现资金流入。自 SVB 银行倒闭引发市场恐慌开始以来——货币市场基金的资金流入总额已经达到 6000 亿美元。此外，美联储的资产负债表上周突然收缩了 500 亿美元，几乎回到了救助 SVB 银行之前的水平。美联储的银行定期融资计划(Bank Term Funding Program, BTFP)资金增加了 17 亿美元，达到了 936 亿美元的历史新高。一系列数据表明，恐慌情绪远未结束，美国银行业风暴仍在继续。目前美国的利率已到达限制性水平，为避免银行业发生后果最严重的系统性金融风险，美联储暂停加息的概率或更大。风险提示：变种病毒超预期传播、宏观经济增速不及预期、全球“再通胀”超预期、地缘风险超预期。

(证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭 研究助理：徐津晶 研究助理：徐沐阳)

固收深度报告 20230605：转债行业图谱系列（八）—地产链之家居行业可转债梳理（下）

观点 蒙娜转债—静待溢价率调整的偏债标的：截至 2023 年 6 月 2 日，蒙娜转债的转股溢价率为 83.41%，纯债溢价率为 16.41%，为“偏债型”标的。展望 2023 年，公司存在三大亮点：(1) 行业需求恢复、竞争格局优化利好公司发展。(2) 经销端增速较快，预计公司将继续加强对经销商的支持力度，推动销售结构持续优化。(3) 降本增效措施效果初显，盈利能力改善可期。蒙娜转债交投热情偏弱，溢价率居高，但转债价格较低，因此进攻弹性偏弱但回撤空间有限，配置风险较小，可持有以博正股回暖。帝欧转债—配置风险较小的负纯债溢价率标的：截至 2023 年 6 月 2 日，帝欧转债的转股溢价率为 69.90%，纯债溢价率为 -4.96%，为“偏债型”标的。展望 2023 年，公司已开始重视 C 端发展，叠加表现较好的经销业务，有望助力公司整体业绩增长。帝欧转债“高转股溢价率”使其进攻性不足，但“负纯债溢价率”意味着作为附带期权价值的转债，转债价格甚至低于其作为纯债的价值，配置风险较小，适合安全投资派长期持有，耐心等待有利的黑天鹅机会。松霖转债—积极培育第二、第三增长曲线的平衡标的：截至 2023 年 6 月 2 日，松霖转债的转股溢价率为 28.81%，纯债溢价率为 22.23%，为“平衡型”标的。展望 2023 年，公司存在三大亮点：(1) 传统优势厨卫健康品类持续升级。(2) 美容健康产品加速发力，新兴智能健康品类持续培育。(3) 持续探索自营品牌业务“松霖·家”，未来形成规模放量后盈利有望改善。松霖转债作为“平衡型”转债，向上弹性较好的同时不乏债底保护，“进可攻，退可守”优势凸显，叠加公司基本面支撑较好，且 2023 年三四季度海外需求有望回升，因此具备较好的投资价值。欧 22 转债—“零售+整装”双轮驱动的龙头标的：截至 2023 年 6 月 2 日，欧 22 转债的转股溢价率为 51.45%，纯债溢价率为 24.05%，为“偏债型”标的。展望 2023 年，公司存在三大亮点：(1) 大家居战略持续推进，整家业务成为增长主要引擎。(2) 双品牌驱动+深化装企合作，推动整装业务高速增长。(3) 零售业务稳健增长。公司作为行业龙头，拥有行业领先的渠道运营体系和销售体系，看好公司零售大家居和整装大家居双轮驱动。Q1 公司业绩承压，但在手订单充足，正股存在向上弹性，转债价格有望跟随上升，且当前转债价格位于上市以来的最低点，性价比较好，具备较好的投资价值。后市展望：欧 22 转债和松霖转债表现或占优。(1) 从属性来看，松霖转债和欧 22 转债“进可攻，退可守”优势凸显；

蒙娜转股溢价率过高，即使其正股价格抬升，也难以带来转债价格的相应提升，性价比不高；帝欧转债由于其负纯债溢价率，适合安全投资派持有。(2) 条款博弈方面，各转债短期内暂无强赎风险，条款博弈主要围绕下修展开。我们认为各标的下修风险均有限，但需注意帝欧转债发行人或因财务压力下修促赎。(3) 正股景气度方面，欧 22 转债>松霖转债。一方面，面对 2022 年地产行业下行、终端需求承压、原材料波动等不利因素，欧派家居和松霖科技均实现营收逆势增长。另一方面，两家公司业务逻辑清晰，发展前景广阔。(4) 从机构持仓占比来看，帝欧转债>蒙娜转债≈松霖转债>欧 22 转债，与转债上市先后顺序近似。从持仓环比变化来看，2023Q1 机构对欧 22 转债和松霖转债新增关注较多。风险提示：强赎风险，正股波动风险，转股溢价率主动压缩风险。

(证券分析师：李勇 研究助理：徐沐阳)

固收周报 20230605：反脆弱：“行业-正股-转债”弹性分析之智尚、鲁泰、台 21 转债

“行业-正股-转债”弹性分析之智尚、鲁泰、台 21 转债：总结来说，由于各标的正股会放大行业的涨跌幅，而转债会缩小正股的涨跌幅，因此在择券时更应重视转债的正股侧；进一步分析“行业-正股”侧弹性系数的影响因素，正股的盈利增速应作为重要的标准。本周（5月29日-6月2日）权益市场整体上涨，多指数收涨。两市日均成交额较上周放量约 1357.04 亿元至 9467.41 亿元，周度环比回升 16.73%，北上资金全周净流入 50.21 亿元。行业方面，本周（5月29日-6月2日）31 申万一级行业中 16 个行业收涨，其中 9 个行业涨幅超 2%；传媒、计算机、通信、有色金属、房地产涨幅居前，分别上涨 9.67%、6.39%、6.26%、3.42%、2.65%；煤炭、医药生物、电力设备、美容护理、农林牧渔跌幅居前，跌幅分别达-2.84%、-2.07%、-1.71%、-1.40%、-1.38%。本周（5月29日-6月2日）中证转债指数上涨 0.48%，29 个申万一级行业中 25 个行业收涨，其中行业涨幅超过 2% 的行业共 2 个。传媒、计算机、电子、机械设备、国防军工涨幅居前，分别上涨 4.73%、4.39%、1.99%、1.74%、1.68%；电力设备、交通运输、农林牧渔、医药生物居前，分别下跌-0.68%、-0.43%、-0.22%、-0.03%。本周转债市场日均成交额大幅放量 49.21 亿元，环比变化 10.92%；成交额前十位转债分别为新致转债、新港转债、声迅转债、游族转债、智尚转债、景 23 转债、惠城转债、光力转债、小康转债、中矿转债；周度前十转债成交额均值达 85.57 亿元，成交额首位达 176.44 亿元。从转债个券周度涨跌幅角度来看，约 72.56% 的个券上涨，约 51.89% 的个券涨幅在 0-1% 区间，20.68% 的个券涨幅超 2%。股债市场情绪对比：本周（5月29日-6月2日）转债市场周度加权平均涨跌幅、中位数为负、正股市场周度加权平均涨跌幅、中位数为正。从成交额来看，本周转债市场成交额环比上升 10.92%，并位于 2022 年以来 21.40% 的分位数水平；对应正股市场成交额环比增加 9.44%，位于 2022 年以来 22.80% 的分位数水平；正股、转债成交额均大幅放量，相对于转债，正股成交额所处分位数水平更高。从股债涨跌数量占比来看，本周约 27.63% 的转债收涨，约 51.10% 的正股收涨；约 33.99% 的转债涨跌幅高于正股；相对于转债，正股个券能够实现的收益更高。综上所述，本周正股市场的交易情绪更优。核心观点：当前可转债市场处于“资金面缺位+局部信用风险积聚”的状态。三月以来，数字经济、AI、半导体、泛科技、中特估板块不断轮动。转债市场既穿越了因数字经济标的相继赎回而交易萎靡的下行期，又逢中特估行情抬升交易热情。持续火热逾两月的万兴转债停止交易后，叠加正股交易“寒气”

传递，上周转债市场热度暂行告落。板块轮动不断加快、市场对信用违约边际定价的调整背景下，后市资金流向何处？我们回归政策面和业绩逻辑，锚向“新”海外出口、“一带一路”和估值低位板块。同时，我们需要关注市场对信用风险的关注，高评级底仓类品种未必迎来溢价抬升，但市场对低资质、低评级标的的警惕情绪或致相关标的溢价端面临“下杀”风险。5月金债组合推荐：长久转债、北港转债、南航转债、漱玉转债、申昊转债、起帆转债、智尚转债、小熊转债、交建转债、应急转债 新债推荐：冠盛转债、天23转债、睿创转债、精锻转债、精测转2 题材转债推荐：晶瑞转2、立昂转债、赛轮转债、永22转债、风语转债、华兴转债、莱克转债、精测转2、奥飞转债、花园转债、博杰转债 风险提示：（1）流动性收紧；（2）权益市场大幅调整；（3）地缘政治危机影响。（4）行业政策调控超预期。

（证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭）

固收点评 20230603：绿色债券周度数据跟踪（20230529-20230602）

观点 一级市场发行情况：本周（20230529-20230602）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券10只，合计发行规模约67.00亿元，较上周减少-73.26亿元。发行年限均为3年及以下中短期；发行人性质为中央国有企业和地方国有企业；主体评级以AAA、AA+和AA级为主。发行人地域为北京市、天津市、江苏省、云南省、新疆维吾尔自治区和境外。发行债券种类为商业银行普通债、中期票据、券商专项资产管理、定向工具、公司债和超短期融资券。二级市场成交情况：本周（20230529-20230602）绿色债券周成交额合计464亿元，较上周减少78亿元。分债券种类来看，成交量前三为非金公司信用债、金融机构债和利率债，分别为193亿元、162亿元和65亿元。分发行期限来看，3Y以下绿色债券成交量最高，占比约81.19%，市场热度持续。分发行主体行业来看，成交量前三的行业为金融、公用事业和交通运输，分别为213亿元、120亿元和21亿元。分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、福建省和湖北省，分别为185亿元、57亿元和51亿元。估值偏离%前三十位个券情况：本周（20230529-20230602）绿色债券周成交均价估值偏离幅度不大，折价成交幅度高于溢价成交，折价成交比例低于溢价成交。折价个券方面，折价率前三的个券为G三峡EB2(-1.43%)、G三峡EB1(-1.42%)和G20柳控2(-0.42%)，其余折价率均在-0.3%以内，主体行业以公用事业和金融为主，中债隐含评级以AAA-评级为主，地域分布以湖北省和北京市居多。溢价个券方面，溢价率前三的个券为20宜春创投绿色债(1.46%)、G19青州(0.41%)和23光大绿环GN001(0.28%)，其余溢价率均在0.27%以内。主体行业以金融和公用事业为主，中债隐含评级以AAA-评级为主，地域分布以北京市和上海市居多。风险提示：Choice信息更新延迟；数据披露不全。

（证券分析师：李勇 研究助理：徐津晶）

固收点评 20230603：二级资本债周度数据跟踪（20230529-20230602）

观点 一级市场发行与存量情况：本周（20230529-20230602）银行间市场及交易所市场无新发二级资本债。截至2023年6月2日，二级资本债存量余额达37,216亿元，较上周（20230526）增加195亿元。二级市场成交情况：本周（20230529-20230602）二级资本债周成交量合计约1605亿元，较上周增加335亿元，成交量前三个券分别为23浙商银行二级资本债01（265.93亿元）、21邮储银行二级01（50.20亿元）和23农行二级资本债01A（44.23亿元）。分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、浙江省和上海市，分别约为960

亿元、315 亿元和 118 亿元。从到期收益率角度来看，截至 6 月 2 日，5Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：-0.19 BP、-1.89 BP、1.11 BP；7Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：-2.00 BP、-1.70 BP、1.30 BP；10Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：-3.52 BP、-3.52 BP、-0.52 BP。估值偏离%前三十位个券情况：本周（20230529-20230602）二级资本债周成交均价估值偏离幅度整体不大，溢价成交比例高于折价成交，溢价成交幅度低于折价成交。折价个券方面，折价率前二的个券为 23 天津银行二级资本债 01（-1.40%）和 20 东营银行二级 01（-0.81%），其余折价率均在 -0.7% 以内。中债隐含评级以 AAA- 评级为主，地域分布以北京市、上海市和天津市居多。溢价个券方面，溢价率前二的个券为 22 威海商行二级资本债 01（0.64%）和 22 西安银行二级 01（0.52%），其余溢价率均在 0.5% 以内。中债隐含评级以 AAA- 评级为主，地域分布以北京市、上海市和广东省居多。风险提示：Choice、Wind 信息更新延迟；数据披露不全。

（证券分析师：李勇 研究助理：徐津晶）

行业

电子行业深度报告：技术创新系列深度-Vision Pro 正式发布，硬件趋势及应用拓展引领产业

投资要点 苹果如期发布首款 MR 头显 Apple Vision Pro，硬件层面规格拉满。M2 计算+R1 传感双芯片，搭载单眼 4k 分辨率硅基 OLED+3p pancake 显示方案以呈现最佳视觉体验，同时通过 12 摄像头+5 传感器+6 麦克风、沉浸式声学系统、双向透视、虹膜识别、瞳距调节等，使 Vision Pro 仅依赖于语音、视觉、手感等实现高效实时交互。Vision Pro 聚焦游戏、工作、交流，在工业、医疗、设计等多领域有望成为增强生产力的工具，划时代产品的面世也意味着正式进入空间计算时代。体验及应用定位大超预期，持续探索技术边界及应用场景拓展。我们认为在硬件配置符合预期的基础上，外观、交互、显示等体验，以及改变沟通、娱乐、工作等场景的三维应用定位均大超预期！正如我们一直强调的，第一代 MR 的意义在于探索技术边界以及应用场景的拓展，未来在空间计算时代下，结合 AI 技术对建模、交互、处理等各环节的降本增效，有望持续构建完善的产业生态、不断创造新领域的新需求，推动 VR/AR/MR 产业蓬勃发展。Vision Pro 各环节采用顶级配置，核心硬件定义产业风向标：苹果自研 R1+M2 芯片使得 MR 头显集中搭载 Pancake 镜片、MicroOLED 显示以及高效交互等多项顶级技术之后的综合体验。MR 上游主要为设备零部件，芯片价值量占比 35-40% 居于首位，光学部件 Pancake 减少模组厚度，实现头显轻薄化，MicroOLED 实现技术升级，性能显著提升，成为未来 MR/VR 主流方案。MR 产业链中游为终端设备品牌方以及终端设备代工厂商，品牌厂商长期把持市场份额。下游应用场景不断拓展，催化设备迭代更新。投资建议：Vision Pro 产品的发布令市场对 VR/MR/AR 产业的关注度持续上升，同时我们对整个产业生态的发展前景持积极乐观的态度。整体来看，从硬件角度 MR 产业链投资思路大概分为两个维度——1) 品牌直接供应商维度，建议关注长盈精密（结构件）、东山精密（FPC）、高伟电子（摄像模组）、兆威机电（瞳距调节模块）、立讯精密（结构件/集成）、歌尔股份（结构件）、领益智造（功能件）、赛腾股份（检测设备）等，业绩弹性主要源自于紧密配合大客户 MR

眼镜迭代并期待下一代产品性价比持续提升（降成本、生态完善）带来出货量的显著增长；2）核心技术供应商维度，Pancake 光学方案、MicroOLED 显示成为产业确定性技术趋势，相关供应链核心公司长期受益，建议关注三利谱（Pancake 贴合）、斯迪克（Pancake 贴合、OCA 光学胶）、京东方 A（显示）、清越科技（MicroOLED 模组）、华兴源创（MicroOLED 检测）等。从内容生态角度：1）游戏领域：推荐巨人网络、恺英网络、宝通科技、吉比特、三七互娱、完美世界、盛天网络、姚记科技等，建议关注神州泰岳、电魂网络等。2）文旅领域：推荐风语筑，建议关注凡拓数创、锋尚文化等；3）影视领域：推荐光线传媒、华策影视等；4）有元宇宙布局：推荐蓝色光标、遥望科技，建议关注捷成股份、天娱数科等。风险提示：Vision Pro 产品出货时间不及预期；下游需求不及预期；产业链成熟度不及预期。

（证券分析师：张良卫 证券分析师：马天翼 证券分析师：金晶 研究助理：晋晨曦）

东吴金融&金工 财富管理月报（2023/05）：新发基金份额持续下降，市场赎回情绪较强

投资要点 2023 年 5 月以来市场整体表现不佳，宽基指数普遍出现下跌。2023 年 5 月，国内权益宽基指数均发生下跌：上证 50 下跌 6.89%、沪深 300 下跌 5.72%、创业板指下跌 5.65%、深证成指下跌 4.80%、上证指数下跌 3.57%、万得全 A 下跌 3.31%、科创 50 下跌 3.12%、中证 500 下跌 3.10%、中证 1000 下跌 2.40%。债券市场整体表现一般：中证国债指数上涨 0.76%，中证信用债指数上涨 0.51%，中证转债指数下跌 1.56%。行业方面，大部分行业呈现下跌趋势。CPI 同比涨幅下降，PPI 同比进一步下跌。制造业 PMI 也呈现下降趋势。各类型基金整体情况欠佳，仅债券型基金回报平均值为正。2023 年 5 月，普通股票型基金中 13.32% 获得正收益，回报平均值为-3.72%；偏股混合型基金中 8.77% 获得正收益，回报平均值为-3.99%；被动指数型基金中 6.25% 获得正收益，回报平均值为-4.25%；债券型基金中 86.89% 获得正收益，回报平均值为 0.30%。2023 年 5 月，股票型 ETF 基金资金净流入 689 亿元，现存总规模 10,690 亿元。股票型 ETF 主要按照宽基 ETF、行业与主题 ETF、风格 ETF 分类分析。宽基 ETF 方面，净流入 420 亿元，规模达到 5,365 亿元；行业与主题 ETF 方面，净流入 252.96 亿元，规模维持在 5,271 亿元；风格 ETF 方面，净流入 15.78 亿元，规模达到 53.23 亿元。境内新成立基金数量有所上增长，新发行基金数量略有下降。本月境内新成立基金数量有所上升，本月境内新成立基金数量共计 108 只，其中包括偏股混合型基金 29 只、被动指数型基金 20 只、混合型 FOF 基金 17 只、中长期纯债型基金 11 只、国际(QDII)股票型基金 5 只、偏债混合型基金 5 只、被动指数型债券基金 4 只、混合债券型二级基金 4 只、普通股票型基金 4 只、短期纯债型基金 3 只、增强指数型基金 3 只、混合债券型一级基金 1 只、平衡混合型基金 1 只、国际(QDII)混合型基金 1 只。本月境内新发行基金数量略有下降，本月境内新发行基金数量共计 43 只，分别是偏股混合型基金 14 只、被动指数型基金 13 只、中长期纯债型基金 4 只、被动指数型债券基金 3 只、国际(QDII)股票型基金 3 只、混合债券型二级基金 2 只、混合型 FOF 基金 1 只、混合债券型一级基金 1 只、短期纯债型基金 1 只、国际(QDII)混合型基金 1 只。公募基金申赎比：5 月公募基金市场申赎情绪较强。截至 2023 年 5 月 26 日，5 月全部基金净申购为 7 天，净赎回为 10 天，净赎回天数超过净申购天数，表现为净赎回。公募基金：5 月全部基金保有量及份额上升。2023 年 5 月全部基金保有量及份额上升。截至 2023 年 5 月末，国内市场

公募基金保有量合计为 26.5 万亿元，环比+0.18%。权益基金保有量略有上升，为 7.19 万亿元，环比上升 0.31%，非货币基金保有量较 4 月略有上升，为 15.55 万亿元，环比下降 0.30%。全部公募基金份额略为 24.4 万亿份，环比上升 0.43%，其中债券型基金份额为 7.12 万亿份，环比上升 0.26%。封闭式基金份额为 694 亿份，环比不变，趋于稳定。私募基金：4 月存续规模平稳增长，新备案规模大幅提升，基金管理人数量略有上升。截至 2023 年 4 月末，存续私募基金 153539 只，存续基金规模环比增加 2.05% 至 20.75 万亿元，较上月增加 4167 亿元。新备案规模 697 亿元，较三月大幅上升，新备案私募基金数量 3705 只，较三月大幅上升。风险提示：模型所有统计结果均基于历史数据，未来市场可能发生重大变化。

(证券分析师：胡翔 证券分析师：高子剑 证券分析师：朱洁羽 证券分析师：林依源)

保险 II 行业深度报告：定价利率下调后新型产品能否扛起销售大旗——来自海外经验与本土环境的综合分析

投资要点 寿险预定利率下调成为寿险业内和资本市场共同热议的话题。我们预计，新型产品贡献占比有望提升，相对复杂的产品形态和利益演示信息要求，对渠道、客户和公司提出了更高的要求。本文就定价利率下调后新型产品能否扛起销售大旗，结合海外经验与本土环境进行深入分析。所谓新型产品，是相对于传统型产品而言，指分红保险、万能保险、投资连结保险。传统险收益确定。分红险提供保底收益，给予保守定价假设，分红险费率高于传统险，高出部分可视为投保人对产品经营成果的“看涨期权”。万能险的保险金额可灵活调整，具备保障投资双重属性，作为舶来品，透明的费率计算方法和灵活的缴费方式成为大资管行业下保险与同业竞争重要产品。投连险的投资账户透明灵活，提供更高收益可能，类似公募基金承担账户净值波动。探求海外保险发展可行路径。1) 次贷危机的爆发和利率中枢的下行，催生指数型万能寿险成为美国保险市场的中流砥柱。跟踪指数、投资有保底、收益有上限的指数型万能寿险逐渐成为美国寿险产品主流形态。2) 英国投连险与国家养老体系结合，撑起了英国养老体系第二支柱与第三支柱，2021 年贡献了 75% 的新增保费，其中企业养老金账户和私人养老金账户占据了主导地位，是国民养老收入最重要的来源之一。3) 2023 年 2 月，香港保监局更新了 GN16 指引加强对分红实现率的披露要求（新增披露分红实现率和过往派息率），结合 2023 年初原银保监会《一年期以上人身保险产品信息披露规则》，政策出台引导国内分红险产品规范化、透明化。4) 为解决“利差损”危机，日本寿险行业在降低预定利率、压缩经营成本、优化产品结构等方面进行了被动调整。负利率时代，日本变额寿险快速发展，新增保单保费收入占比由 2016 年的 2.04% 提升到 2021 年的 12.3%。它山之石可以攻玉，我们认为“高浮动收益，低保证收益”的产品设计思路或新型产品的发展方向。我们认为无需过度担心 3Q23 新单数据压力。即便预定利率下降（从 3.5% 到 3.0%），对追求保本长期稳定收益的客户影响不大。产品储备方面，公司预计会推出分红险等利益共享新产品，同时考验队伍的销售能力，优质头部公司有望受益。值得注意的是，相比 2021 年初重疾险炒停后长期健康险销售持续低迷不同的是，当前储蓄型业务外部销售环境是持续且明显改善的，或者说即使没有炒停，储蓄型业务表现本来就不差。年初以来队伍质态持续改善，支撑 2H23 业务复苏动能。炒停本身不能带来业绩的持续改善，但能从供给侧提升队伍的收入和展业信心。一方面，疫情三年以来队伍和客户面对面沟通减少，预定利率下调预期下产品有涨价压

力，客户咨询购买意愿提升。另一方面，队伍收入企稳有助于提升代理人信心，新增入口有望打开，迎来队伍管理正循环。《保险销售行为管理办法（征求意见稿）》实施在即，推动产品和销售队伍分级匹配、专业度提升，加强销售前端后端监管要求，提高产品销售服务质量。区分销售能力资质，实行差别授权，明确所属各等级保险销售人员可以销售的保险产品，着力打造高质量的新型产品销售队伍。投资建议：我们认为保险板块本轮上涨，短期靠中特估催化，中期看负债端拐点验证，长期需要宏观经济持续修复加持。板块推荐：中国太保、新华保险、中国平安和中国人寿。风险提示：预定利率下降使得产品吸引力下降销售难度增加，宏观经济复苏低于预期，寿险业转型持续低于预期

（证券分析师：胡翔 证券分析师：葛玉翔 证券分析师：朱洁羽）

保险Ⅱ行业深度报告：若医保数据共享放开对保险公司有何影响？

投资要点 顶层设计框架落地，数据赋能为商业保险提供广阔发展前景。随着“数据二十条”颁布、国家数据局组建、各地积极探索数据要素放开，我国数据要素市场化建设持续推进。鉴于全国统一的医保数据量大、更新快、价值大，医保数据要素具备率先流通、应用潜力。当前在促进商保发展方面，医保部门具体体现在“三个着力”上：着力推动信息共享、着力支持经办协同、着力提升基金效能。医保数据共享放开打破医疗信息“信息孤岛”，赋能保险业发展。医保数据共享放开加速推进商业保险公司融入医保体系链，医保数据共享放开有望赋能业务从产品开发、精算定价、承保核保、核赔风控和医疗支持全链条价值提升。若医保数据共享放开，有望在产品开发与精算定价环节提升精细化水平，赋能保险产品持续进化升级，精算定价能力实现提升。商业保险公司理赔环节高质量数据获取更加便利，有效降低商业保险与医保之间由于数据口径差异导致数据治理及加工流程成本，有效简化投保、理赔流程，降低保险机构调查成本，提升保险公司理赔效率，实现商业医疗保险的即时结算；同时，进一步强化商业保险公司在医保体系中的风险管控力度，加大与监管机构协同力度，利用公司自身风控技术为基金风险管控提供便利，充分发挥自身联系客户和健康服务机构作用提升客户医疗专业支持，加强保障全过程风险管理。医保数据共享放开对于具体险种影响分析。1) 大病保险：医疗数据共享放开提升商业保险公司数据获取效率，充分发挥其数据收集和分析能力，更好发挥保险公司经办及控费专业优势，加强商业化控制减损，优化大病保险承办效果，扩大商保经办程度。2) 长期医疗保险：医保数据共享放开克服医疗通胀问题，满足了长期医疗险数据需求，双向对接实现了动态定价、个性化定价，有效抑制逆向选择及道德风险，实现长期医疗保险产品定价与实际风险趋同。3) 惠民保产品：推动产品设计流程科学化和市场化，在续保条款、浮动费率、投保范围上实现更符合商业保险承保设定，并在精细定价基础上提升盈利性，打破“医保局主导，政府指导”、“居民普惠受益”与“保险公司盈利”之间“不可能三角”，助力惠民保可持续发展。受益标的推荐：中国平安、中国人保。中国平安深耕保险和医疗行业运营管理经验，创新推出中国版“管理式医疗模式”，构建了涵盖“用户-服务商-支付方”的全方位医疗健康生态圈，将差异化的医疗健康服务与作为支付方的金融业务无缝结合，为个人及团体客户提供“省心、省时、又省钱”的一站式医疗健康服务，医保数据放开共享将全面推进平安全方位医疗健康生态圈建设，并促进与金融主业有效互动。中国人保旗下人保健康锚定建设中国最好健康险公司的目标，突

出“保障健康风险、提供健康服务”两大功能，提出“构建以客户为中心，以健康服务为载体，以优质资源为依托”，打造健康保障服务生态闭环，从而铸就“产品公司”、“科技公司”、“平台公司”三大核心竞争力。投资建议：近期人民币汇率持续破 7、高频中观数据显示企业盈利仍处于低位、市场对昆明城投债务风险关注抬头等因素交织影响，是拖累板块估值回调的重要原因。不过，我们认为考虑板块估值性价比重新显现，叠加二季度相对明确的基本面拐点确立，当下我们建议投资者务必重视回调带来的布局机会。我们认为保险板块本轮上涨，短期靠中特估催化，中期看负债端拐点验证，长期需要宏观经济持续修复加持。板块推荐：中国太保、新华保险、中国平安和中国人寿。风险提示：数据要素政策推进不及预期，医保数据要素应用落地进度不及预期；保险公司融入医疗保障体系链实际成效低于预期

（证券分析师：胡翔 证券分析师：葛玉翔 证券分析师：朱洁羽）

中期策略报告：高油价高景气，配置顺周期+估值修复

n 紧平衡趋势不改，看好油价高位运行。1) 供给端：紧张。能源结构转型背景下，国际石油公司依旧保持谨慎的生产节奏，资本开支有限。分国别来看，美国原油增产进入瓶颈期，钻机与压裂数据连续下滑，同时 SPR 释放进入尾声，下半年将转向补库；OPEC+减产力度加大，托底油价意愿强烈，预计 5 月起将带来超过 140 万桶/天的供应减量；俄罗斯短期出口面临瓶颈，中长期看随着资本开支不足，产能已进入下降期。2) 需求端：增长。短期看，中国经济修复引领全球，海内外出行景气延续，炼厂开工率维持高位。中长期看，原油需求达峰尚需时日，未来 3-5 年仍将维持增长。3) 综合来看，原油供应收紧而需求维持增长，供需缺口放大，油价中枢有望重新抬升。更进一步地，我们认为即便 2023 年真的发生衰退，但由于沙特主导的 OPEC+ 减产控价、非 OPEC 无法大规模增产、以及美联储为了托底经济采取停止加息甚至降息措施，油价也不具备大幅暴跌的基础。n 业绩+估值筑底，炼化开启复苏周期。国内稳增长政策持续加码，投资和消费迎来双线复苏，炼化产品价格差先于企业估值修复。具体上看：1) 成品油：国内疫后复苏推进，成品油分项需求均有提升，而海外出行维持稳健，成品油盈利整体改善。2) 芳烃：双碳背景下炼厂扩张受限，预计从 2024 年起 PX 投产压力将大幅缓解，行业开工率和盈利中枢有望逐步上移。3) 烯烃：乙烯生产包括油煤气三种路线，原材料价格是竞争力关键，随着美国乙烷价格趋势性回落，高油价背景下，轻烃路线有望长期享受超额收益。4) 聚酯：短期内行业仍面临海外去库存的压力，但随着服装换季需求的启动，下半年出口需求有望边际企稳，叠加国内纺服零售好转，行业有望迎来盈利拐点。n 投资建议：高油价高景气，配置顺周期+估值修复。1) 油价维持高位运行+一带一路合作深化+央企价值重估，建议关注上游油气开采板块的投资机会，重点推荐中国石油、中国石化、中国海油、海油工程、中海油服；2) 稳增长政策驱动+业绩环比改善+估值历史底部，建议关注下游炼化、化纤板块的投资机会，重点推荐卫星化学、荣盛石化、恒力石化、东方盛虹、桐昆股份、恒逸石化、新凤鸣。n 风险提示：宏观经济衰退、OPEC+减产计划变动、地缘博弈演化、项目投产进度推迟、产能统计偏差

（证券分析师：陈淑娴 证券分析师：陈李 证券分析师：郭晶晶）

推荐个股及其他点评

盘龙药业 (002864): 国内秦药龙头, 基药及院内制剂催化业绩加速

投资要点 投资逻辑: 1) 骨伤科类慢病的领导品牌, 看好盘龙七片放量空间, 2023 年开通下沉市场加速放量, 基药目录调整有望带来弹性; 2) 一体两翼全产业链布局, 得天独厚的中药材资源优势造就特色“秦药”, 定增募投项目补充骨科产品矩阵, 中药配方颗粒带来新增长动力。盘龙药业精耕骨科领域, 核心产品盘龙七片有望加速放量。盘龙药业专注于骨科中成药领域的产品开发, 主导产品盘龙七片覆盖骨科多个关键用药类别, 在同类中成药竞争中位居前列, 是治疗风寒湿热、风湿骨伤疾病的推荐用药, 已覆盖 4000 余家医院和 31 个省市, 2022 年销售额 4.29 亿。不考虑基药目录弹性, 公司挖掘下沉县域市场, 院内院外同时发力, 有望逐步成长为过十亿的大单品。盘龙七片曾为中药保护品种, 产品资质突出, 被列入 6 指南、2 教材、2 共识、1 个路径, 有较大可能纳入基药目录。盘龙七片贡献公司近一半收入, 基药目录调整有望为盘龙七片的增长带来更大的弹性空间, 尤其是院内放量有望明显加快, 有望成长为 20 亿大品种。此外, 骨松宝片和盘龙七片形成新老产品梯度, 两年增速较快。公司布局高端外用凝胶透皮给药平台, 在骨科市场布局逐渐深入和拓宽。全产业链布局, 内生+外延打开长期增长空间。公司纵向架构涵盖中药全产业链, 基于当地药材优势, 公司拟投资进行配方颗粒研发及产业化。一方面, 公司作为当地龙头中成药企业, 中药配方颗粒备案有望稳步推进; 另一方面, 公司院内营销网络完备, 竞争企业在陕西等级医院 (尤其是二级以下医院) 并未形成绝对优势, 配方颗粒未来有望带来新的增长极, 我们预计 2025 年配方颗粒有望贡献 4000-8000 万的收入, 后续有望进入加速放量阶段。此外, 院内制剂业务拓展顺利, 有望同公司原有的院内销售渠道形成协同, 我们预计 2025 年有望贡献 2-3 亿元收入, 成为公司业务新增长点。此外, 公司计划合并骨科同类项, 一方面增厚公司收入和利润, 另一方面完善骨科产品的品类布局, 打造中华骨伤领导品牌, 提供骨科全方位解决方案。盈利预测与投资评级: 我们预计 2023-2025 年公司归母净利润为 1.34/1.75/2.29 亿元, 对应当前市值的 PE 为 32X/24X/19X, 考虑到公司 2023-2025 年核心产品弹性大, 骨科产品矩阵逐步丰富, 盈利能力良好, 首次覆盖, 给予“买入”评级。风险提示: 医药行业政策不确定性风险, 产品研发注册不及预期风险, 市场竞争加剧风险等。

(证券分析师: 朱国广)

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>