

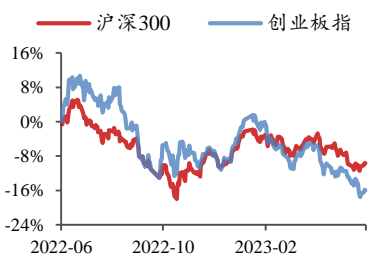
2023年06月15日

开源晨会 0615

市场快报

——晨会纪要

沪深300及创业板指数近1年走势



数据来源：聚源

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
美容护理	2.462
食品饮料	1.922
通信	1.763
商贸零售	1.284
传媒	1.176

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
银行	-1.535
公用事业	-1.048
电力设备	-1.017
房地产	-0.839
非银金融	-0.760

数据来源：聚源

吴梦迪 (分析师)

wumengdi@kysec.cn

证书编号: S0790521070001

观点精粹

总量视角

【宏观经济】降息只是开始，增量政策可期——宏观经济点评-20230614

【宏观经济】通胀继续下行或增强联储6月暂停加息意愿——美国5月CPI点评——宏观经济点评-20230614

【策略】5月社融：防御当下，然“黎明”依然可期——投资策略点评-20230613

【固定收益】关注结构亮点，等待政策东风——2023年5月金融数据点评-20230614

行业公司

【银行】政策有望落地稳预期，银行估值修复可持续——行业点评报告-20230614

【轻工：瑞尔特(002790.SZ)】冲水组件制造龙头，卡位智能坐便器赛道乘风再起航——公司首次覆盖报告-20230614

【海外：小鹏汽车-W(09868.HK)】G6新车周期驱动2023H2边际改善确定性更高——港股公司信息更新报告-20230614

【医药：九典制药(300705.SZ)】快速成长的特色制剂企业——公司深度报告-20230614

研报摘要

总量研究

【宏观经济】降息只是开始，增量政策可期——宏观经济点评-20230614

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002

降息背景和目的：经济偏弱，破局在即

本次下调政策利率的背景：（1）经济基本面走弱，货币宽松助力稳增长。5月PMI分项全面下滑，供需回落、内需收缩幅度大于外需。经济的弱现实提高逆周期调节必要性。我们测算在悲观假设下，若2023年中央无稳增长政策，全年GDP增速约为4.5%-5%，达成经济增速目标仍有不确定性。同时，制约货币宽松的因素边际缓和。（2）近一个月银行间资金利率低于政策利率。4月以来，央行公开市场操作货币净投放量减少，但5月资金利率DR007中枢持续低于短期政策利率。此时下调政策利率是为引导贷款利率下调、银行加大信贷投放，使流动性有效传导至实体经济。综合来看，本次降息的目的主要是提振市场信心，助力宽信用，后续MLF和LPR利率有望跟随下调，从而带动投资、消费改善，推动经济企稳。

降息的效果和影响：提振经济，短期利好股债

经济方面，若后续MLF和LPR跟随下调，对于居民的影响体现在按揭贷款的增长和购房需求的提升，但对地产销售若要起到实质性作用，仍需其他地产政策配合。降息对企业的影响体现在推动企业贷款成本降低，提升融资需求。

资本市场方面，历史回顾显示，降息后创业板在3个月内大多上涨，且涨幅较为显著；考虑后续可能的下调MLF利率，我们观察债券收益率短期随MLF利率下降，但长期趋势需关注基本面的改善情况。

5月金融数据：总体偏弱

信贷方面，5月新增人民币信贷1.36万亿元，同比少增5300亿元。结构上看，居民贷款同比小幅多增，企业贷款少增，主因表内票据融资下滑。企业中长贷维持年初以来的韧性，同比多增2147亿元，企业短贷同比少增2292亿元。票据融资的大幅少增主要是基数过高和监管新规导致。社融方面，5月新增社融1.56万亿元，同比少增1.28万亿，社融存量增速降至9.5%。社融的主要拖累项是人民币贷款、政府债券和企业债券。2023年专项债提前批规模（2.19万亿）显著高于2022年的1.46万亿，5月接近提前批使用发行的尾声，节奏上的错位导致本次政府债券同比的大幅少增。企业债券减少2175亿元，同比少增2541亿元。M1、M2同比均下降，社融-M2剪刀差继续上行至-2.1%。

对后续的判断：降息只是开始，增量政策可期

降息只是开始，增量政策可期。降政策利率体现了在经济复苏出现波折后，决策层对稳增长的重视程度提升。我们认为6-7月逐渐会看到政策变化，密切关注6月国常会和7月底政治局会议，可能的发力方向有：降息（预计MLF10BP、LPR10-15BP）、降准；地方存量债务化解、城投化险的实质性举措；与基建相关的政策性金融工具、特别国债等；地产政策方面，在房住不炒大基调下，一线城市房地产实质性放松较难，但其余高能级城市需求侧仍有望进一步松动。房企融资端松绑政策有望加强落实；产业政策方面，继续支持“卡脖子”、高质量发展相关领域；消费方面，多措并举促进消费，例如汽车家电、地方消费券、其他政策等。

风险提示：政策执行力度不及预期，经济超预期下行。

【宏观经济】通胀继续下行或增强联储6月暂停加息意愿——美国5月CPI点评——宏观经济点评-20230614

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 潘纬楨（联系人）证书编号：S0790122110044

事件：美国公布5月最新通胀数据。其中CPI同比上升4.0%，环比上升0.1%，略低于市场预期；核心CPI同比上升5.3%，略高于市场预期，环比上升0.4%，符合市场预期。

美国通胀同比继续下行，核心通胀黏性仍较足

1.高基数下，通胀同比水平再度下行。美国5月CPI同比上升4.0%、环比上升0.1%，核心CPI同比上涨5.3%，较4月下降0.2个百分点，环比上升0.4%，同4月份持平。总的来看，在2022年往期的高基数背景下，短期内核心通胀高于整体通胀的态势或将延续，且通胀还会较快下行。但由于劳动力市场尚有韧性，在高基数消失后，通胀水平可能会阶段性提升，通胀下行的进程或仍存波折，且离美联储的通胀目标尚有距离，美联储抗通胀还未结束。

2.能源通胀加速下行，核心通胀环比保持韧性。具体而言，5月能源项同比下降11.7%，同比增速跌幅较4月份扩大6.6个百分点；环比下降3.6%，环比增速较4月份下降4.2个百分点；食品方面，5月份食品项同比上升6.7%，较4月份下降1.0个百分点，连续9个月下降；核心CPI方面，5月核心CPI同比上升5.3%，环比上升0.4%。同比增速较4月略有下降，环比增速较4月持平。总的来看，5月核心CPI同比与环比增速走势略有分化，可能与2022年同期基数提升有关。核心商品和核心服务通胀环比增速保持平稳，或主因5月份二手车、医疗服务环比增速与4月份持平有关，并最终带动整体核心通胀环比增速保持0.4%相对高位，体现出较强的黏性。

3.通胀水平短期内或将继续下行，但核心通胀黏性或仍较强。5月的通胀数据显示美国通胀水平同比增速再次下降，且降幅略超市场预期。环比数据来看，当前美国核心通胀的黏性相对比较。从美联储鲍威尔关注的超级核心服务通胀（去掉住房的核心服务）来看，5月份同比、环比增速分别较4月份下降0.49、上升0.13个百分点至4.62%、0.24%，走势出现分化。往后看，我们认为在高基数的带动下，整体通胀水平会再下台阶。同时在住房通胀下行的带动下，整体核心通胀将会持续下行，后续的关注或将聚焦于核心通胀的下降斜率。考虑到当前劳动力市场依旧偏强，在高基数消失后，后续核心通胀的下行斜率隐忧尚存，通胀水平出现反复的可能性并不低。

通胀继续下行或进一步支持美联储6月暂停加息

矛盾的就业数据，叠加通胀数据的继续下行，或将加大美联储内部的分歧，6月份跳过并暂停加息或为其最优选择。从5月份的就业与通胀数据来看，就业市场和通胀水平均显现出韧性下行的姿态，高基数消失后，通胀水平出现反弹的风险不低。

对美联储而言，其当前货币政策的重点仍是控通胀。但另一方面来看，目前已经加息至5%-5.25%水平，整体的利率水平已经比较高，实际政策利率已经转正，继续加息的动力已经逐渐减弱。仅从5月份的就业和通胀数据来看，美联储内部对后续货币政策的分歧或也将加大，6月份进一步加息的动力并不足，大概率暂停加息，以便对经济有更多的观察。再往后，若6月份的就业和通胀数据出现超预期上行，则7月份加息或将成为政策可选项之一，不过条件或较严格。数据发布后，CME利率期货显示6月份不加息的概率为93.1%，已较前期有较大幅度上升。

风险提示：国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。

【策略】5月社融：防御当下，然“黎明”依然可期——投资策略点评-20230613

张弛（分析师）证书编号：S0790522020002 | 吴慧敏（分析师）证书编号：S0790522110001

2023年5月社融、新增人民币贷款规模分别1.56万亿/1.36万亿，均低于市场一致预期1.99万亿/1.45万亿；5月社融存量增速为9.5%，增速环比4月回落0.5pct。

国内经济复苏程度依然较弱，企业实际生产、扩张需求偏低

虽然，企业中长期信贷扩张速度维持较高水平。2023年5月新增企业中长期信贷7698亿元，同比多增2147亿元，累计同比70.2%，已经连续5个月处于65%以上，表面企业具备潜在生产、扩张的意愿；然而，M1增速仅有4.7%，叠加1~4月工业用电回升力度依然偏弱，意味着企业实际生产、扩张需求依然偏低，或主要受到高库存

及弱需求掣肘。从微观角度来看，目前我国经济尚处于主动去库的尾声，PPI 处于负值扩张区间，导致企业实际利率成本攀升，回报率下降，从而影响到微观生产者的积极性，并通过向宏观传导，短期内对国内经济复苏增强形成掣肘。我们早在《短期人民币仍有贬值压力，6月偏谨慎》中提出：降息预期增强及关注6月窗口。事实上，6月13日央行宣布7天逆回购利率下降10BP，未来仍有望下调MLF及LPR利率，一定程度加快企业盈利能力修复。

国内经济仍处于复苏通道之中，无需过于悲观

一方面，企业短融累计同比继续回落，反应企业现金流趋于改善。2023年5月短融累计同比-47.2%，增速环比回落13.1pct，意味着企业现金流趋势性改善，往往可以作为企业未来盈利修复的先行指标。另一方面，居民短期贷款在消费抑制释放之后依然保持正增长，且存款增速进一步放缓，或反应内需仍在缓慢修复。2023年5月居民新增短贷1988亿元，同比多增148亿元；存款累计同比17.6%，增速环比4月回落4.7pct。我们判断后续政策发力焦点或仍将围绕“薪资与就业”，从根本上促使居民敢于消费、愿意消费。此外，居民中长期信贷出现企稳迹象，将有利于地产销售逐步筑底。2023年5月居民中长期贷款累计同比-12.8%，增速环比4月回升7.4pct，自3月以来居民中长期贷款累计降幅已明显收窄至“低双位数”水平。一旦该指标企稳回升，预计房地产销售面积将大概率筑底，并有望走出趋势性改善。

A股市场短期仍有调整压力，但下行空间已较为有限

我们对于A股市场及配置观点如下：一是中美利差“倒挂”或将继续扩大，人民币汇率短期仍有贬值压力，或对A股表现形成掣肘；二是国内经济仍处于复苏通道之中，复苏程度实质性提升只是时间问题，预计市场进一步调整空间较为有限，“反转行情”有望出现在2023H2；三是建议不宜追高，待进一步调整后再右侧“进攻”；四是维持“拥抱成长”观点，短期难以出现风格切换，建议配置盈利确定性与性价比，可以关注我们的“底部反转”三类策略。

风险提示：消费能力回升弱于预期、库存去化慢于预期、M1及工业用电修复持续弱于预期。

【固定收益】关注结构亮点，等待政策东风——2023年5月金融数据点评-20230614

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 张维凡（联系人）证书编号：S0790122030054

5月金融数据中的五个重点信息

第一，社融延续走弱，受高基数影响少增。与PMI、CPI等其他宏观数据类似，5月社融数据同比亦录得少增，在2022年5月高基数基础上少增12815亿。几乎各主要分项均同比少增，社融口径人民币信贷和政府债券融资是主要拖累项。5月社融口径人民币贷款投放规模回落，同比少增6030亿；政府债融资5571亿，受2022年政府债发行节奏前置影响，同比少增5011亿，目前第二批专项债项目已开始申报，后续或许会因为稳增长压力而加快发行节奏；企业债券融资规模大幅下降，与城投债近期净融资负增，企业融资需求较弱有关。

第二，5月信贷总量同比少增，但结构有亮点。5月新增信贷1.36万亿，同比少增5300亿。首先，2022年5月受疫情压力缓解，复工复产以及稳增长政策发力影响，信贷存在显著的高基数效应；其次，在供给端，央行在Q1货政报告中要求后续信贷总量适度，大行在一季度信贷冲量后，普遍信贷供给积极性一般；另一方面，居民和企业部门融资情绪仍然有待提振。因此，多因素导致5月信贷同比少增。但企业中长贷依然保持韧性、居民部门融资情绪小幅转好是亮点。

第三，企业部门信贷同比大幅少增，主要受短贷和票据融资拖累，长贷依然维持正增。5月企业中长期贷款同比多增2147亿元，创下近5年同期最高值。短期贷款同比减少2292亿元，票据融资同比减少6709亿元，这可能主要是因为央行要求信贷投放“总量适度，结构平稳”，银行冲量减少所致。

第四，居民部门融资情绪小幅回升。居民部门融资情绪有所回升。其中，短贷同比增加148亿，居民加杠杆消费意愿从低位有所回升；长贷在低基数上同比多增637亿，5月二手房、新房成交面积继续回落，地产热度持

续下降，据百年建筑网统计数据，1114个保交楼项目已交付比例为34%，目前进度差强人意。近期部分城市地产政策在边际上有所发力，LPR大概率也将与MLF同步调降，地产利率有望进一步下调，后续居民融资情绪有望继续好转。我们此前提出，居民风险偏好正在逐渐转好，目前看该趋势并未转向。

第五，M1与M2均有所回落。5月M2录得同比11.6%，较5月高位回落0.8个百分点，主要因为企业债、政府债融资缩量、信贷规模较小，引致派生较少、2022年留底退税导致M2高基数等原因。5月M1录得同比4.7%，环比继续下滑0.6个百分点，指向居民和企业依然以预防性需求为主，资金活化程度有待提高。

稳增长“组合拳”落地可期，后续社融有望回升

此次社融总量转弱属于“预期内的不及预期”，但结构上有超预期的亮点。我们对后续社融保持乐观：首先，2022年二季度由于专项债发行前置影响，社融总量存在高基数效应，高基数将在三季度得到缓解；其次，6月13日降息打出了本轮稳增长政策的“第一拳”，6月LPR或也将随之调降，可以进一步降低实体部门的融资成本，提振企业和居民部门的融资偏好，为地产进一步托底，随着后续稳增长政策组合落地可期，社融总量或将改善，社融增速也有望筑底回升。

静待政策“组合拳”东风

近期宏观和微观数据全线回落，债市博弈的焦点已从基本面转向博弈稳增长策。6月13日下调OMO利率是本轮稳增长的起点，发改委等四部委于同日强调，推动贷款利率稳中有降，持续发挥LPR改革效能和存款利率市场化调整机制的重要作用，推动经营主体融资成本稳重有降。预计6月MLF和LPR利率也将同步调降。但我们认为后续很难形成持续降息预期，一方面，降息是稳增长“组合拳”的开始，而非宽货币的开始，后续很可能会有财政、信用等政策释出，这些对经济有利，而对债市不利；另一方面，人民币汇率最近依然面临较大压力，在6月13日央行宣布降息后，汇率快速走贬近300基点，后续美联储加息仍有不确定性，因此，这将掣肘货币政策进一步宽松空间。后续稳增长组合拳有望在财政、信用、地产等领域发力，可能对债市不利。

降息只是政策“组合拳”的开始，在政策的托底下，居民的风险偏好有望加速扭转，企业去库存接近拐点，经济可能会迎来“L型”拐点。

风险提示：政策变化超预期、疫情扩散超预期。

行业公司

【银行】政策有望落地稳增长预期，银行估值修复可持续——行业点评报告-20230614

刘呈祥（分析师）证书编号：S0790523060002

社融存量增速环比下降至9.5%，信贷派生存款疲弱

6月13日，央行公布2023年5月金融数据。5月末，M1、M2同比增速分别为4.7%（环比-0.6pct）、11.6%（环比-0.8pct），M2-M1剪刀差环比下降0.2pct。5月社融增量为1.56万亿元，存量增速为9.5%，环比下降0.5pct。5月存款同比少增1.58万亿元，受存款利率下降和按揭早偿率提升影响，住户存款同比少增2029亿元；信贷疲弱存款派生能力下降，企业存款同比少增1.24万亿元。

社融：预期内走弱，人民币贷款、政府债券和企业债券三重拖累

5月社融新增1.56万亿元，同比少增1.28万亿元。社融总量预期内走弱，人民币贷款、政府债券和企业债券为主要拖累项。（1）政策驱动力减弱背景下，人民币贷款（社融口径）同比少增6030亿元，拖累社融表现。（2）表外三项：2022年同期低基数下，信托贷款单月新增303亿元，同比多增922亿元；未贴现银行承兑汇票同比大幅少增，主要是源于2022年票据冲量到期后冲量动能减弱。（3）政府债券同比大幅少增5011亿元，主要源于2022年5-6月政府债发行高峰形成的高基数效应，财政对社融支撑逐渐退位。（4）直接融资：企业债券单月负增2175

亿元，或受5月地产债和城投债展期、评级下调等因素影响，发行难度有所抬升。

信贷：对公实体融资需求弱，居民信用边际修复但仍处历年低位

5月新增贷款1.36万亿元，同比少增5300亿元，环比多增6412亿元。具体来看：(1)对公端：实体短期融资不振，中长贷延续高增，票据融资供需双弱。5月对公短贷同比少增2292亿元，或源于企业自有资金相对充裕，短期资金需求可通过自有资金满足；对公中长贷延续同比多增态势，存量增速环比持续抬升至18.23%，为公贷增量核心支撑；表外票据供给减少叠加银行票据冲量意愿降低，票据融资同比大幅少增6709亿元，为公贷主要拖累项。(2)居民端：信用边际修复，但较往年仍弱。环比4月来看，5月居民贷总量和结构均有所改善，短贷同比多增148亿元，反映消费需求处于弱复苏进程中；居民中长贷小幅回暖，同比多增637亿元，但仍远弱于往年同期，不足2019-2021年同期的40%。

投资建议：政策有望落地提振经济，银行估值修复行情可持续

5月社融较弱，后续有望跟进政策提振经济，MLF、LPR或下调，但有存款降息对冲，且主要影响2024Q1贷款重定价，我们预计2023年息差企稳。后续若政策加码将改善经济预期，继续提振银行板块估值，银行估值修复行情可持续。(1)高股息策略依然占优，受益标的主要有工商银行、农业银行、邮储银行、中信银行等。(2)基本面逻辑重回视野：①重视优质股份行的修复机会，地产风险持续出清、零售金融复苏带来的业绩转好，受益标的有招商银行、平安银行；②关注成长性强、区域优势大的城农商行，受益标的有江苏银行、宁波银行、苏州银行、常熟银行等。

风险提示：宏观经济增速下行，政策落地不及预期，银行转型不及预期等。

【轻工：瑞尔特(002790.SZ)】冲水组件制造龙头，卡位智能坐便器赛道乘风再起航——公司首次覆盖报告-20230614

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 周嘉乐（分析师）证书编号：S0790522030002

冲水组件龙头，卡位智能坐便器赛道再起航，首次覆盖给予“买入”评级

公司为全球市占率排名前三的冲水组件公司，长期为部分海内外中高端卫浴品牌、著名家电品牌及境内互联网企业提供产品配套服务。2022&2023Q1公司收入分别为19.6/4.0亿元，同比+4.9%/-2.8%；归母净利润2.11/0.40亿元，同增51.4%/8.7%。我们认为，以智能坐便器为代表的卫浴空间智能产品市场广阔，公司自主品牌稳步孵化叠加在研发、产能端的投入持续加强，未来成长动力充足。预计2023-2025年归母净利润为2.47/3.04/3.69亿元，对应EPS为0.59/0.73/0.88元，当前股价对应PE为15.2/12.4/10.2倍，首次覆盖给予“买入”评级。

行业：国产品牌迎来黄金发展期，渗透率提升及多因素驱动下市场潜力十足

国内企业智能坐便器企业迎来发展黄金时期，人才、技术、资金等逐步向头部企业集中，国内产品向中高端市场渗透，逐步与进口产品直接竞争。市场规模方面，2022年我国智能坐便器零售额达62亿元，同增23.0%。同时智能坐便器市场发展空间广阔，纵向看我国低线城市和乡镇市场仍留有较大可拓展空间；横向看2021年我国智能坐便器市场渗透率仅为4%，与成熟国家市场有较大差距。市场驱动因素方面，中国老龄化趋势增强叠加城镇化率推进及存量房翻新带来较大需求弹性，多因素驱动消费需求释放，助力行业景气度上行，长期发展逻辑通顺。

公司亮点：以研发及技术优势成功发力智能坐便器赛道，自主品牌稳步孵化

公司已在卫浴系统形成较强竞争力，智能卫浴产品是卫浴冲水系统设计的智能化发展表现形式，公司凭借深厚的专利技术积累及生产制造优势成功切入智能坐便器赛道，推出“E-shion 冲刷系统”、下沉式水箱等产品解决方案多维度解决行业痛点。自主品牌建设方面，公司主打推出功能丰富及性价比凸显产品，与头部品牌形成差异化竞争。同时线上渠道成功搭建，2022年营业收入为1.16亿，同增564.25%，线下渠道通过经销商及工程渠道稳步推进，承接疫后消费场景恢复和智能坐便器精装修配套率提升的东风，预计贡献稳定增量。

未来展望：智能产品布局持续深化，产能扩充新增发展动力

研发：公司研发体系完善，且以智能坐便器产品功能开发及产品质量管控为核心的研发投入持续加大，2022年公司研发费用达8293.20万元，同增15.96%。产能：公司于2020年调整募投资金使用计划，计划投入2.6亿扩充智能卫浴产品产能，新产能将于2023年开始根据市场消化能力逐步释放。我们预计，产能扩充将进一步扩大公司智能卫浴产品产能水平，同时降低人工成本，筑高公司生产制造优势，为瑞尔特扩大智能产品市场份额与自有品牌的进一步发展提供保障。

风险提示：行业竞争加剧、下游消费需求恢复及公司新品推广不及预期。

【海外：小鹏汽车-W(09868.HK)】G6 新车周期驱动 2023H2 边际改善确定性更高——港股公司信息更新报告-20230614

吴柳燕（分析师）证书编号：S0790521110001 | 李秉宸（联系人）证书编号：S0790122090026

G6 新车周期驱动 2023H2 边际改善确定性更高，维持“增持”评级

基于 G6 定价及预售情况符合此前预期，我们维持 2023-2025 年销量在 14/25/32 万辆，对应营收预测分别为 324/577/704 亿元，同比增速 21%/78%/22%。考虑到公司目前促销活动尚无大规模调整，整体 ASP 保持稳定，我们分别维持 2023-2025 年 Non-GAAP 净利润预测在 -77/-43/-16 亿元左右，对应调整后 EPS 为 -4.5/-2.5/-0.9 元。当前股价 39.8 港币分别对应 2023-2025 年 1.9/1.1/0.9 倍 PS。短期来看，基于 G6 新车产品周期、P7i 产能爬坡，2023 年下半年销量及盈利边际改善趋势确定性更高，后续重点跟踪 G6 供应链产能爬坡情况；中长期销量反转关键仍在 2024 年，管理层优化期满一年，重点关注王凤英主导的 20 万以下走量车型推出、扶摇技术平台降本情况、XNGP 进展，维持“增持”评级。

G6 订单符合此前预期，伴随产能爬坡，2023 年销量有望达到 40000 台水平

公司于 6 月 9 日发布 G6 并开启预售，定位为中型纯电 SUV，为小鹏“扶摇”架构首款车型，预计价格在 22.5-30 万之间，将在 6 月 29 日上市，于 7 月实现规模交付，预计将标配 800V 快充（10 分钟补充 300 公里续航）、英伟达 Orin 芯片。需求端，G6 发布 72 小时后，整体意向金已突破 25000 单，考虑到前期采取意向金预售模式，最终转化的实际订单可能相对偏低，基本符合我们此前预期，重点观察后续试驾驾车陆续到店后带动第二波订单高峰；供给端，我们预计公司产能逐步爬坡，2023 年全年 G6 交付有望达到 40000 台水平。

管理层优化明确产品定位路线，XNGP 稳步推进以强化智能化标签

公司管理架构于 2023 年开始大规模调整，CEO 何小鹏直接管理组织、设计及产品团队，王凤英主管产品及营销，内部产品定位路线更加清晰，确立智能化及性价比为核心卖点，聚焦 30 万以下市场，预计将于 2025 年形成 10 款车型矩阵。公司明确智能化品牌标签以突出差异化优势，于 2023 年 4 月推送 XNGP 第一阶段功能，在上海、深圳、广州开放城市 NGP，同时在全国所有无高清图城市开放直行红绿灯识别起停、跨线绕行障碍能力；预计在 6 月推出基于 XNGP 架构的高速 NGP2.0，算法上向无图化逐步倾斜；预计 Q3 末陆续开放不依赖高精地图的 XNGP 功能，并在 2023 年底实现 XNGP 大规模量产落地。

风险提示：产品推出不如预期、产能及供应链风险、行业竞争加剧。

【医药：九典制药(300705.SZ)】快速成长的特色制剂企业——公司深度报告-20230614

蔡明子（分析师）证书编号：S0790520070001 | 吴明华（联系人）证书编号：S0790122020010

九典制药：快速成长的凝胶贴膏特色制剂企业

九典制药是一家集药品研发、生产、销售于一体的上市医药企业，2001 年注册成立，2017 年创业板上市。九典制药主营业务及主要产品包括药品制剂、原料药及药用辅料、CXO 业务等。随着洛索洛芬钠凝胶贴膏的快速放量，公司制剂业务收入占比逐步提高，中长期来看以洛索洛芬钠凝胶贴膏和近期获批上市的酮洛芬贴膏为代表的

透皮给药制剂将驱动公司业绩快速增长。考虑到酮洛芬凝胶贴膏前期推广费用较大，我们下调 2023 年的归母净利润预测为 3.53 亿元（原值为 3.82 亿元）；新增 2024-2025 年公司归母净利润为 4.60/5.84 亿元，2023-2025 年的 EPS 为 1.02/1.34/1.69 元，当前股价对应 PE 分别为 26.7/20.4/16.1 倍，考虑到公司贴膏/贴剂产品管线丰富，后续众多产品有望逐步落地，维持“买入”评级。

非甾体抗炎药物透皮给药凝胶贴膏发展潜力大，公司有望成为业内领军企业

凝胶贴膏属于透皮给药剂型，与传统橡胶膏、软膏、黑药膏相比具有无残留、透气性好、皮肤刺激性小、无渗漏不污染衣物等优点。目前已获批上市的透皮贴剂适应症主要集中在精神神经、抗炎镇痛等领域。2018-2021 年，外用非甾体抗炎镇痛的用药占比从 8.1% 上升至 9.4%，2022 年上半年，外用非甾体抗炎镇痛的同比增长为 20.4%。除洛索洛芬钠凝胶贴膏外，2023 年 3 月 21 日，公司外用镇痛新星酮洛芬凝胶贴膏重磅上市，有望成为镇痛新星。

原料药及药用辅料增长迅速，多个制剂陆续获批，有望借助集采快速放量

原料药方面，公司持续在已有品种的质量、成本、市占率等优势，积极拓展新品种磷酸奥司他韦、帕拉米韦、泮托拉唑钠、铝碳酸镁、西甲硅油等市场，药用辅料方面，公司积极调整产品结构，减少低毛利药用辅料的销售，重点钻研高技术难度辅料。

风险提示：竞品上市速度超预期，行业竞争加剧，酮洛芬凝胶贴膏产品拓展市场不及预期，在研产品临床进度不及预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn