

## 东吴证券晨会纪要

### 东吴证券晨会纪要 2024-05-24

#### 宏观策略

2024 年 05 月 24 日

##### 宏观点评 20240521：4 月财政：加力仍在继续

公共财政收入与支出又“背道而驰”了。在 4 月公共财政收入同比增速再续负值（-3.7%）的情况下，公共财政支出增速却取得了 6.1%，表明财政支出力度依旧“在线”。而财政支出增速赶超收入的现象，已持续 8 个月之久。目前财政持续“加力”的背后，不仅讲述了基建投资增速下探、基建支出“上线”的故事，还讲述了“新质生产力”发展亟需提速、科技支出也需加大的故事。风险提示：政策定力超预期；出口超预期萎缩；信贷投放量不及预期。

晨会编辑 袁理

执业证书：S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

#### 固收金工

##### 固收深度报告 20240523：“江苏模式”存量房“以旧换新”：城投板块的新机遇？

“江苏模式”存量房“以旧换新”政策影响及利好：1）助力保障房构建；2）助力存量商品房去库存；3）助力城投平台二级市场表现改善。未来存量房处理措施的逐步落地及地产相关政策的持续催化或助力市场预期修复，有望进一步撬动商品房需求，为积极效仿“江苏模式”参与存量房“以旧换新”的城投主体打开收益增长空间，故建议持续关注“江苏模式”实施情况，左侧布局已经或即将开展“以旧换新”活动的城投主体，重点关注具备以下特点的主体：a）市本级平台或区县级核心平台且实控人为国资委；b）以土地开发为主营业务，深度参与房产销售与改造，为区域内主要负责提供保障性住房的主体；c）盈利能力、偿债能力、现金流状况及资产流动性整体良好，且未使用授信余额充足。风险提示：城投政策超预期收紧；数据统计偏差；信用风险发酵超预期。

#### 行业

##### 风光储 4-5 月月报：主链价格继续下探，逆变器排产明显好转

投资建议：推荐：储能和海外需求旺盛最受益的逆变器（阳光电源、德业股份、禾迈股份、锦浪科技、盛弘股份、固德威、科士达、昱能科技，关注通润装备），格局稳定、头部优势明显的辅材龙头（福莱特、福斯特、中信博、聚和材料、帝科股份、宇邦新材），具备成本优势和海外渠道优势的一体化组件（晶科能源、阿特斯、晶澳科技、天合光能、隆基绿能、通威股份）以及电池硅片龙头（钧达股份、爱旭股份、TCL 中环等），深远海价值量提升、龙头强者恒强的海缆（东方电缆、亨通光电，关注起帆电缆），双海需求旺盛、导管架占比跃升带来结构优化的塔架（天顺风能、泰胜风能、大金重工、海力风电）。风险提示：竞争加剧、政策超预期变化、电网消纳问题限制、可再生能源装机不及预期、原材料供应不足等。

保险Ⅱ行业点评报告：上市险企 4 月保费数据点评：个险新单面临高基数增长压力，银保降幅有望逐步收窄

投资建议：个险新单面临高基数增长压力，银保降幅有望逐步收窄。地产掣肘打开，利率底部明确，继续首推中国太保。当前板块估值大于业绩影响，长端利率是胜负手核心。1Q24 季报超预期和 2H24 若保险新“国十条”落地，将对当前保险板块，尤其是寿险股估值催化较大。继续推荐充分受益于资产端预期底部反转的纯寿险标的。保险板块首推中国太保，其次推荐中国平安。风险提示：1) 长端利率持续下行；2) 经济复苏不及预期

**汽车行业点评报告：汽车行研札记 04 期：东南亚之行看汽车全球化**

总结汽车全球化：前途光明，任重道远；厚积薄发，行稳致远。

**光伏设备行业点评报告：白银价格持续上涨，看好降银新技术 OBB&HJT 产业化加速**

投资建议：重点推荐 OBB 串焊机龙头奥特维、HJT 龙头迈为股份。风险提示：下游扩产不及预期，技术推广不及预期。

## 推荐个股及其他点评

**北汽蓝谷（600733）：华为智选品牌享界放量可期，内生+合作全面发展**

盈利预测与投资评级：我们预测公司 2024~2026 年营收为 30,776/69,088/85,397 百万元，归母净利润预测为-4287/-2316/795 百万元，对应 PS 为 1.2/1.0/0.5 倍(2024 年 5 月 112 日)。选取港股上市的国内头部新势力车企理想汽车/蔚来/小鹏汽车及华为智选公司赛力斯/江淮作为公司的可比公司，对应 2024~2026 年 PS 均值为 0.9/0.6/0.5 倍。考虑公司新品牌享界首款车型发布在即，同时极狐出海战略明确。我们认为公司应该享受更高估值，首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：乘用车价格战超预期；终端需求恢复低于预期；智能化技术创新低于预期；全球经济复苏力度低于预期等。

**三星医疗（601567）：配用电设备老牌龙头，扬帆出海再创辉煌**

国内电表龙头企业，配用电&医疗双主业发展。公司主营智能配用电整体解决方案，拓展充电桩、光伏逆变器等新能源产品，通过收购宁波明州医院向医疗服务转型，目前已收购及自建十余家康复医院，形成配用电业务及医疗业务双主业共同发展。2021-2023 年公司受益于海外市场需求高增，收入恢复快速增长，CAGR 达 28%，归母净利润 CAGR 达 66%，营收利润同步进入快车道。海外市场披荆斩棘，用电为基，配电为径。1) 根据 IEA 数据，全球电网资本开支稳定于 3000 亿美元左右，中/美/欧/其他四分天下。目前，电网已经成为新能源并网最大瓶颈，欧洲、沙特等地陆续出台政策推动电网建设但海外电网建设周期长，电力设备产能严重不足。2) 公司用电业务率先出海，已基本实现全球布局，依托海外 5 大制造基地及 6 个销售中心，辐射欧/东南亚/北美/南美等 70 多个国家和地区，与瑞典 vattenfall、欧洲 e.on 集团等海外电力公司达成深度合作推进与兰吉尔、霍尼韦尔等电力设备公司建立长期合作。3) 公司在海外智能配电领域复用渠道优势，已在中东、亚太市场实现销售，并于 24 年 4 月中标希腊电力局项目，突破欧洲市场，逐步实现由用电到用电+配电的产品线拓展，打开成长天花板。国内配用电基本盘稳固，网外乘新能源东风快速生长。1) 用电业务：我国电能表正处于新一轮置换周期的上行阶段，21 年起新标准下电表单价提升 30%+。国内市场竞争激烈格局分散，龙头企业格局稳定，前五家 17-23 年市占率维持 4%-7%。公司自 1989 年涉足仪表行业，30 年来保持行业领先，国南网招标市占率稳居前五。

2) 配电业务: 公司是国内配网变压器龙头, 23 年国南网招标金额均列第一。公司网外业务聚焦新能源领域, 与五大六小发电集团深度合作, 为配电业务开拓第二曲线。 康复医疗千亿市场, 依托连锁扩张模式行稳致远。根据 iResearch 数据, 2025 年中国康复医疗服务市场规模将达 2686 亿元, 22-25 年 CAGR 达 39%, 自 2010 年起相关政策持续出台推动康复医疗发展。公司医疗服务依托于奥克斯医疗集团, 立足华东市场, 加快进军华中市场、继续开拓华南、西南市场。公司实行连锁扩张策略, 形成“体外培育—赢利点—收购—扩建”模式, 2023 年已形成 42 家医疗机构、超 12000 张床位的民营医院集群版图。

**创业黑马 (300688): 加速中小企业成长, AI 赋能有望拓展企业服务空间**  
创业黑马积极跟进 AI 浪潮, 加速中小企业 AI 化进程; 同时, 公司积极收缩原有毛利较低业务, 业绩有望迎来拐点。我们预计 2024-2026 年公司归母净利润为 0.6/0.9/1.3 亿元, 对应当前股价 PE 为 79/50/33 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

**金山软件 (03888.HK): 2024Q1 业绩报点评:《尘白禁区》驱动游戏指引上修, 积极关注 AI 商业化进展**

盈利预测与投资评级: 考虑到《尘白禁区》的超预期流水表现, 我们略上调盈利预测, 预计 2024-2026 年 EPS 分别为 0.86/0.97/1.19 元 (此前为 0.84/0.96/1.19 元), 对应当前股价 PE 分别为 28/24/20 倍。我们看好公司游戏业务持续稳健增长, 办公业务及 AI 的长期增长空间, 维持“买入”评级。 风险提示: 新游不及预期, 行业监管, 办公业务进展不及预期风险

**九典制药 (300705): 经皮给药新型制剂领先, 产品矩阵助力增长**

投资逻辑: 公司领跑外用贴膏领域, 大品种洛索洛芬钠凝胶贴膏持续放量、酮洛芬凝胶贴膏获批且进入医保, 椒七麝凝胶贴膏等即将上市; 在研管线丰富, 保障后续增长。公司半自营销模式改革, 院外市场快速增长、空间打开, 净利率有望持续提升, 推动业绩高增长。 盈利预测与投资评级: 预计 2024-2026 年公司营业总收入分别为 31.04/38.44/45.07 亿元, 公司归母净利润分别为 5.12/6.93/8.65 亿元, 增速为 39%/35%/25%, 对应当前市值的估值分别为 24/18/14 倍。公司在贴膏产品领域先发优势显著, 在研管线丰富, 长期将持续受益于老龄化需求增长, 有望成长为细分龙头。首次覆盖, 给予“买入”评级。 风险提示: 市场竞争加剧, 研发进度或不及预期, 集采降价幅度超预期的风险。

**杰瑞股份 (002353): 中东客户拓展顺利获大单, 设备出海低估值高确定优质标的**

风险提示: 国际油价波动; 国内油气资本开支不及预期; 国际关系摩擦。

## 宏观策略

### 宏观点评 20240521：4 月财政：加力仍在继续

公共财政收入与支出又“背道而驰”了。在 4 月公共财政收入同比增速再续负值(-3.7%)的情况下,公共财政支出同比增速却录得了 6.1%、表明财政支出力度依旧“在线”。而财政支出增速赶超收入的现象,已持续 8 个月之久。目前财政持续“加力”的背后,不仅讲述了基建投资同比增速下探、基建支出“上线”的故事,还讲述了“新质生产力”发展亟需提速、科技支出也需加大的故事。透过 4 月新鲜出炉的财政数据,我们恰巧也能感受到当前政策加力方向的一些“蛛丝马迹”,具体来看:

一般公共预算收入:高基数下“难超当年”。4 月一般公共预算收入同比增速为-3.7%,但从绝对规模来看 4 月一般公共预算收入处于历史同期较高位置。财政部解释一般公共预算收入同比增速为负是因为“去年同期中小微企业缓税入库抬高基数、去年年中出台的减税政策翘尾减收等特殊因素”导致的。经我们计算,剔除财政部所说的这些特殊因素,4 月一般公共预算收入的同比增速应为 1.4%,成功被“扭正”。不同税收收入中,谁为拉动项、谁又为拖累项?比起“春节效应”仍未完全褪去的 3 月,4 月的数据更能测量当前宏观经济的“温度”。透过 4 月的财政数据,我们也可以看出当前经济处于“冷暖两重天”的状态,不过与外贸相关的税种均在发生明显好转,这说明了接下来外贸形势有望对经济形成有力支撑。从增值税(4 月同比增速-9.6%)、个人所得税(从 3 月 75.0%的同比增速降至 4 月的-18.8%)、企业所得税(从 3 月 7.3%的同比增速降至 4 月的 0.7%)、地产相关税(4 月同比增速-0.4%)、证券交易印花税(4 月同比增速-60.8%)的“降温”可以看出,目前居民和企业信心并未完全企稳、地产的完全复苏并未到来。而从消费税(从 3 月-3.2%的同比增速升至 4 月的 2.1%)、进口环节增值税和消费税(从 3 月-5.4%的同比增速升至 4 月的 12.5%)、外贸企业出口退税(从 3 月 12.6%的同比增速升至 4 月的 14.4%)、关税(从 3 月-13.2%的同比增速升至 4 月的 5.4%)的“升温”可以看出,目前消费表现并不弱、外贸形势也在发生明显的好转。

一般公共预算支出:“加力”力度不减。在财政收入端表现略微逊色的情况下,财政支出端的发力仍在继续。4 月一般公共预算支出同比增速为 6.1%(3 月为-2.9%),已完成全年计划的 31.3%,这一进度比起前四年 30.5%的平均进度要快很多。透过财政支出细项数据来看,4 月基建支出、民生支出、科技环保支出等均在清一色提速,这也意味着 4 月财政支出几乎往所有领域都“火力全开”了。不过,我们依旧可以从数据中发现当前政策加力方向的一些“蛛丝马迹”——比如 4 月同比增速“遥遥领先”的科技支出,恰逢与当前“新质生产力”的政策主旨相吻合;再如基建支出增速从 3 月的-4.6%升至 4 月的 8.8%,这又与基建投资同比增速不断下探、“稳基建”重要性凸显的现状相对应。

政府性基金收入:土地出让收入的“低温”传导至政府性基金收入。4 月政府性基金收入同比增速录得-18.2%(3 月为-15.9%),其“主成分”土地出让收入同比增速为-21.2%(3 月为-18.7%)。这与前文所说的地产相关税“降温”、距离土地市场的完全好转尚有距离相对应。不过由于 2024 年财政预算案中将政府性基金收入目标规模调低,一季度政府性基金收入进度略快于上两年,完成全年计划的 19.1%(2022-2023 年平均为 18.2%)。

政府性基金支出:来自于收入端“降温”、以及新增专项债发行偏慢的影响甚大。4 月政府性基金支出同比增速为-35.9%(3 月为-23.2%),降幅扩大的背后除了来自于收

入端转弱的影响，还有来自于今年以来地方新增专项债发行进度偏缓的影响。结合地方政府二季度的发债计划来看，二季度地方债发行进度并未出现加速，因此我们预计二季度政府性基金支出大概率将延续负增态势。风险提示：政策定力超预期；出口超预期萎缩；信贷投放量不及预期。

（证券分析师：陶川 证券分析师：邵翔）

## 固收金工

### 固收深度报告 20240523：“江苏模式”存量房“以旧换新”：城投板块的新机遇？

观点 “江苏模式”政策复盘及优势：1) 2023 年以来地方政府采用中介优先推介模式及税费和利率优惠政策助推存量房去库存，而江苏省部分区域率先从供给端入手，推出收购型“以旧换新”模式，即“江苏模式”。2) “江苏模式”的实施关键在于由政府指定的地方国资平台向购房者收购旧房并改造为保障性住房，购房者则于购入新房时补缴差价，旧房款抵换部分新房款。凭借地方国资平台介入这一举措，不仅有助于促进房产成交，还可助力完成保障性住房供应目标，提升政府资金使用效率，更对实施“以旧换新”的城投平台自身的库存去化、现金流改善及资本市场融资能力提升均大有裨益。因此，推荐投资者关注全国已开始试点或有意向实施“江苏模式”的区域，包括地市级和区县级范围，并重点布局此类区域内已开启“以旧换新”活动或未来有能力开启该活动的城投平台。3) “江苏模式”的优势在于城投平台作为收购主体不仅因地方上的配套资金支持而在资金来源方面更具优势，还可以扩大保障性住房的供给数量和范围，增加国企平台收益来源。此外，由于新旧房均由国资平台开发回收，故一方面可降低时间成本、减少交易成本，另一方面由国资平台兜底或有助于提升后期新房交付保障度，增强购房者参与置换的信心。4) 城投主体对存量房的收购资金来源主要为央行引导商业银行提供的银行贷款、支持“三大工程”项目的PSL和投向补充保租房的地方专项债，同时由城投主体自有资金和后续租金收益、出售回款补充。“江苏模式”政策执行主体共性分析：聚焦太仓城发、太仓城建、启东城投、郑州城发、南京安居，从平台属性、主营业务、财务表现及银行授信总结来看，当前参与“以旧换新”的城投主体基本具备以下共同点：1) 实控人均为地方政府国资委办公室或国资委。2) 核心业务均聚焦于土地开发及相关领域，并深度参与保租房与安置房的规划建设，土地开发及保租房或安置房业务占比基本可达 50%以上，且涉足房地产销售。3) 均拥有相对良好的盈利能力、偿债能力、现金流状况及资产流动性。

“江苏模式”政策影响及利好：1) 助力保障房构建：城投平台收购的二手房经过适配改造后，能够迅速转变为满足不同群体需求的保障性住房，从而在不增加新建住房负担的前提下高效扩大住房保障覆盖面。2) 助力存量商品房去库存：太仓市第二轮“以旧换新”已开始落实置换，表明该活动受到购房者热切支持，因此有利于城投平台尽快通过出售、出租等方式加快库存去化，加快回款。3) 助力城投平台二级市场表现改善：政策推出后，太仓、启东、南京三地的指定执行城投平台债券收益率明显下行，成交量显著提升，三地城投利差亦持续收窄。各项数据不仅反映市场对城投平台信用资质的正面评价，也是“江苏模式”政策利好效果的直接体现，主要源于市场重新评估信用风险后信心提振，叠加税收减免和融资支持等政策优惠进一步为平台

提供财务优势，引发投资者对相关区域的城投债配置需求抬升，表明“江苏模式”通过助力相关平台优化财务状况、增强资产流动性，降低平台违约风险、强化区域信用资质，从而提升相关区域及其平台在债券二级市场中的关注度。4) 未来存量房处理措施的逐步落地及地产相关政策的持续催化或助力市场预期修复，有望进一步撬动商品房需求，为积极效仿“江苏模式”参与存量房“以旧换新”的城投主体打开收益增长空间，故建议持续关注“江苏模式”实施情况，左侧布局已经或即将开展“以旧换新”活动的城投主体，重点关注具备以下特点的主体：a) 市本级平台或区县级核心平台且实控人为国资委；b) 以土地开发为主营业务，深度参与房产销售与改造，为区域内主要负责提供保障性住房的主体；c) 盈利能力、偿债能力、现金流状况及资产流动性整体良好，且未使用授信余额充足。风险提示：城投政策超预期收紧；数据统计偏差；信用风险发酵超预期。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶)

## 行业

### 风光储 4-5 月月报：主链价格继续下探，逆变器排产明显好转

u 国内 1-3 月装机同增 35.89%，全年需求旺盛。国内 1-3 月新增装机 45.74GW，同增 35.89%；国家能源局：绿证仅能交易 1 次，有效期 2 年，过期核销；央行：支持清洁能源等发行 REITs，实现更低成本融资；安徽 19 条新政支持先进光伏和新型储能产业集群高质量发展；24 年第四批可再生能源发电补贴项目清单发布，集中式发电核准/备案容量为 3582.5MW。需求端，组件中标累计规模 105.3GW，同比增长 74.9%；4 月中标价格持续波动，为 0.876 元/W，月环比降低 1.29%，双玻占比 89%，N 型占比 100%。u 海外需求持续旺盛，组件出口数据亮眼。美企正式申请对东南亚光伏电池发起反倾销、反补贴调查；日本公布 24-25 年住宅、工业太阳能 FiT 补贴标准；马来西亚发布住宅光伏补贴计划；澳大利亚将延长屋顶太阳能折扣计划；印度发布住宅屋顶太阳能补贴指导方针草案。出口端，24 年 1-3 月组件出口 47.88GW，同比+25%，3 月出口 30.19 亿美元，环同比+18.5%/-38.3%，欧洲、荷兰、德国、澳大利亚、波兰、南非、美国出口高增。开年 1-3 月组件出口需求旺盛，预计海外装机全年有望高增。u 上游累库价格继续下探，下游盈利修复、逆变器及大辅材表现亮眼。光伏需求旺盛，5 月组件排产持平；3 月硅料产量 18.6 万吨，N 型料均价 45.3 元/kg，N 型料开始累库，价格非理性下跌，但降幅略有下降；库存维持高位，N 型渗透疲软，硅片价格持续探底，最新 N 型 182 硅片均价 1.40 元/片，各厂家定价策略不同导致执行价格分化，部分厂家计划减产；需求高增下电池排产高增，N 型需求持续旺盛盈利修复；国内集中式项目推进缓慢+海外需求波动，组件排产 5-6 月环比持平，价格略有下降；下游玻璃价格维持稳定，预计 6 月小幅回落，受上游影响小幅累库；粒子厂商检修影响供给，粒子和胶膜价格维持稳定。u 并网排产显著提升、Q2 拐点已现，户储环比数据逐渐好转。24 年 4 月国内大储招标/中标容量为 7.1/3.5GWh，同比-7%/-13%，环比+4%/-51%；24 年 1-4 月累计招标/中标容量为 27.7/23.2GWh，同增 49%/32%。24Q1 国内新增新型储能装机 3.9GW/10.8GWh。我们预计 24/25/26 年国内储能装机 70/92/111GWh，24 年同增 45%，23-26 年 CAGR 达 30%+。24 年 3 月美国大储新增装机 1.045GW，同环比 +290%/+2812%；24 年 3 月美国大储储备量 31.0GW，环减 2.1%。24

年4月德国储能新增装机307MWh, 同环比-26%/+10%; 其中户用储能装机新增267MWh, 同环比-26%/0%。政策端持续推进新型储能规范并网, 优化调度运用, 各省项目规划与投资稳步推进。u 海风项目端景气接力, 陆风招标持续向好。4月已有从审批转向项目推进加速迹象, 帆石二风机招标, 帆石一升压站及无功补偿站招标。24年至今已开工共3.9GW左右。截至24年5月10日, 海风累计招标3.4GW, 开/中标2.2GW; 陆风累计招标32.2GW, 开/中标21.4GW, 陆风需求保持稳定。后续持续关注: 1) 青洲五七+帆石一二新进展; 2) 江苏新一轮海风竞配; 3) 深远海管理相关办法。u 投资建议: 推荐: 储能和海外需求旺盛最受益的逆变器(阳光电源、德业股份、禾迈股份、锦浪科技、盛弘股份、固德威、科士达、昱能科技, 关注通润装备), 格局稳定、头部优势明显的辅材龙头(福莱特、福斯特、中信博、聚和材料、帝科股份、宇邦新材), 具备成本优势和海外渠道优势的一体化组件(晶科能源、阿特斯、晶澳科技、天合光能、隆基绿能、通威股份)以及电池硅片龙头(钧达股份、爱旭股份、TCL中环等), 深远海价值量提升、龙头强者恒强的海缆(东方电缆、亨通光电, 关注起帆电缆), 双海需求旺盛、导管架占比跃升带来结构优化的塔架(天顺风能、泰胜风能、大金重工、海力风电)。u 风险提示: 竞争加剧、政策超预期变化、电网消纳问题限制、可再生能源装机不及预期、原材料供应不足等。

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 郭亚男  
研究助理: 余慧勇 研究助理: 徐毓嵘)

### 保险Ⅱ行业点评报告: 上市险企4月保费数据点评: 个险新单面临高基数增长压力, 银保降幅有望逐步收窄

投资要点 事件: 上市险企披露2024年4月保费数据, 累计原保费同比增速及对应收入排序如下: 阳光保险(9%至548亿元)、中国人寿(4%至3712亿元)、中国平安(2%至3304亿元)、中国人保(1%至3001亿元)、中国太保(1%至1817亿元)和新华保险(-12%至672亿元)。寿险: 银保渠道负贡献收窄, 4月人身保费增速改善, 个险步入高基数区间。2024年4月, 寿险当月原保费增速排序如下: 阳光人寿(14%)、太保寿险(12%)、中国人寿(12%)、人保寿险及健康(10%)、平安寿险及健康险(6%)和新华保险(-12%)。人保寿险4月当月期交首年保费同比下降16.6%, 但趸交业务同比大幅上升41.3%。近期金监总局发布的取消银保渠道的一对三限制, 利好中小寿险公司与银行签约, 银保渠道新单降幅有望收窄, 但竞争同样面临激烈考验。开年以来个险渠道虽然面临同期业务高基数压力, 但是新单表现在同期竞品理财表现低迷的背景下, 彰显韧性。4月单月除新华外, 上市险企寿险保费均实现同比增长, 新华公告系聚焦价值成长、结构优化, 努力推进高质量发展, 尤其在个险渠道核心业务、绩优人力及人均产能等方面实现良好的发展态势。新华推出荣耀鑫享终身寿险、颐享短住体验康养一体险等产品, 可搭配万能型保险产品实现增金添利、灵活规划。客观来看, 由于2Q23因“炒停”新单和价值基数较高, 预计2Q24新单和价值同比增速会略有波动, 但不改全年寿险业务疫后持续复苏的格局, 关注个险“报行合一”落地情况。我们预计1H24上市险企NBV同比增速排序分别为: 太保(20%)、新华(15%)、国寿(12%)和平安(10%)。财险: 老三家太保产险保费增速持续领跑。2024年4月, 老三家财险当月原保费同比增速排序如下: 太保财险(5%)、平安财险(4%)、人保财险(-1%)。4M24人保财险车险和非车保费累计同比增速分别为2.3%和3.3%, 非车业务占比同比降低2.7个百分点至56.7%。4月人保财险车险保费单月同比增速提高(2024年年初至4月的单月同比增

速分别为 2.9%、-1.3%和 3.1%、3.5%)，4 月新车销量回升，累计同比增速为 10.2%，人保财险 4 月单月农险(-12.2%)、信用保证险(-25.3%)和责任险(-1.2%)拖累当月保险出现负增长。4 月 29 座城市客运量月同比上升 6.3%，指向疫后出行率恢复对出险率的抬升同比趋缓。根据应急管理部数据，4 月份，我国自然灾害以洪涝、风雹、干旱和地质灾害为主，低温雨雪冰冻、地震、沙尘暴、森林火灾和生物灾害等也有不同程度发生，直接经济损失 148.1 亿元，同比明显增加。投资建议：个险新单面临高基数增长压力，银保降幅有望逐步收窄。地产掣肘打开，利率底部明确，继续首推中国太保。当前板块估值大于业绩影响，长端利率是胜负手核心。1Q24 季报超预期和 2H24 若保险新“国十条”落地，将对当前保险板块，尤其是寿险股估值催化较大。继续推荐充分受益于资产端预期底部反转的纯寿险标的。保险板块首推中国太保，其次推荐中国平安。风险提示：1) 长端利率持续下行；2) 经济复苏不及预期

(证券分析师：胡翔 证券分析师：葛玉翔 研究助理：罗宇康)

**汽车行业点评报告：汽车行研札记 04 期：东南亚之行看汽车全球化**

**投资要点** 2023 年我们明确了【汽车全球化】是未来 5-10 年两大主线之一。2023 年 6 月我们发布深度报告《中国汽车出海研究框架：厚积薄发，行稳致远》，站在海外车企历史复盘视角下初步建立了对汽车全球化的研究框架。2024 年我们通过更多海外一线实地考察来反馈纠正这个框架，此次东南亚（泰国-马来西亚）是海外第一站，现将我们对汽车全球化的一些新认知总结如下：汽车全球化研究框架应该如何建立？路径依赖是人性弱点。过去一年我们知道的是不能站在中国国内视角线性外推汽车的全球化，应该站在全球视角向下俯瞰中国汽车的全球化。但“知易行难”，如何落地发现困难重重。这次东南亚汽车之行，让我们对这个问题有了更进一步反思：任何一个全新框架的认知，都必须经历“深入浅出”过程，走弯路是必修课，不能操之过急，一个一个耐心研究清楚，勿盲人摸象过早去下结论。如果我们对全球主要国家都没有一一详细分析过，又如何站在全球视角向下俯瞰中国汽车呢？建立框架是自下而上和自上而下的研究相互交叉验证的过程，而且我们必须承认汽车全球化框架对知识面广度和深度都要求极高。中国汽车出海为何不能抱团？2023 年我们发布汽车出海 1.0 版本研究框架中对日本美国德国韩国汽车出海做了历史复盘总结的规律：任何一个国家汽车出海若想实现成功，必然要自上而下（国家-企业-员工）齐心协力。这次东南亚汽车之行印象最深刻点是：感觉国外和国内区别不大，讨论的焦点依然是自主车企为何内卷，为啥不能像日系车企抱团。而这个问题似乎陷入了“囚徒困境”，身在其中的每一个角色的行为似乎都能逻辑自洽但作为整体却找不到解决问题答案。日系车企曾经为何能抱团出海，我们在复盘总结时看到的是：日本汽车行业国内在政府协助下快速完成了整合形成了【丰田+日产+本田】为核心 7 家车企组成商会抱团出海。中国市场已经非常大，对于中国车企要等国内整合好再抱团出海也不现实。东南亚之行也让我们认知到：主流中国车企在海外模式差异≈国内模式差异。也即，虽然表现形式不一样，内在都是一样规律，每个车企目前打法基本是将【过去国内成功的经验复制到海外】，这或是企业的路径依赖。过去 20 年中国汽车行业发展，我们思考问题起点都是【中国视角】，关心都是国内怎么样，缺乏【全球视角】，对世界需要什么讨论不够多。汽车全球化到底是“谁融入谁”？过去一年汽车全球化研究我们发现车企/零部件各家模式有差异，但无非是两种底层逻辑：1) 世界融入我们。

这类更多强调我们的技术优势-效率优势-产品优势，内生式方法出海为主。2) 我们融入世界。这类更多是强调尊重不同国家文化差异-强调资源整合重要性，外延式出海为主。我们认为：1) 两种底层逻辑都能自洽，都有价值，只是大方光彩的时间点或有差异。2) 两种底层逻辑殊途同归，前期看到的是两者差异，后期两者会互相学习。3) 这两种模式都得经历资产负债表扩张再到利润表收获，“踩坑”或是大概率事件。东南亚之行我们观察到：泰国/马来西亚他们对中美关系态度，对汽车产业定位，对新能源汽车政策都是很大差异，我们需要更多考虑：他们要什么？我们能提供什么？中国汽车全球化到哪个阶段了？我们复盘日本汽车出海历史分为了六个阶段：出海破冰期，本地化前期，本地化后期，出海收获前期，出海收获后期，出海衰退期。如果类比日本，中国汽车出海我们或处于：破冰期进入本地化前期阶段。破冰期典型特征：我们技术和产品已经具备优势，通过贸易方式出海盈利非常好但销量天花板不高。本地化前期典型特征：贸易摩擦频繁，本地化建厂成为关键词。标志性是：供应链是否愿意跟着自主品牌出海建厂。【能不能有规模效应】则又是汽车供应链最看重问题。东南亚之行我们看到：泰国/马来西亚单一国家甚至东盟 10 国的市场容量对供应链吸引力不足够强，而每个车企又都想带着自己供应链出去建厂。日本汽车全球化用了 50-60 年，我们汽车全球化速度会更快但也需坚持长期主义，接下来 3-5 年是车企-供应链本土化的关键时期，车企全球化研发平台打造时期，需要耐心和静心。总结汽车全球化：前途光明，任重道远；厚积薄发，行稳致远。风险提示：贸易摩擦加剧风险；全球经济发展不及预期风险等。

(证券分析师：黄细里)

### 光伏设备行业点评报告：白银价格持续上涨，看好降银新技术 0BB&HJT 产业化加速

投资要点 供需关系&避险情绪等多重因素影响，白银价格快速上涨：受地缘政治紧张增加的避险情绪、美联储降息预期及光伏组件排产增加带来的供需紧张等因素影响，白银价格近期快速攀升，2024 年初价格约为 6000 元/KG，截至 2024 年 5 月 20 日已经突破 8200 元/KG。世界白银协会数据显示，2023 年全球白银需求总量为 35551 吨，2023 年全球白银缺口为 4400 吨左右；2024 年在矿产银产量复苏的带动下，全球白银总供应量预计约 31700 余吨，白银总需求预计约 36700 余吨，供需缺口约 5000 吨左右。从需求结构来看，白银需求主要分为工业制造、珠宝首饰银器、实物投资三部分，其中工业用银是最大的白银需求构成，占总需求的比重超过 50%，工业用银主要分为银浆、镀银、银合金、银触点等，涉及领域包括光伏、新能源汽车、电力、半导体等，其中光伏用银占比最高约 30%，近年来光伏行业快速发展，组件年出货量由 2020 年的不到 100GW 提升至 2023 年的 500GW+，尤其是 N 型 TOPCon、HJT 技术银耗量明显提升&出货占比快速增加，使得白银供求趋于紧张。白银价格持续上涨，利好降银新技术 0BB&HJT 产业化：我们考虑了白银价格从 6000 元/KG 上升至 12000 元/KG 时，对不同浆料的售价影响，关键变量为银含量与加工费，a. 银含量：高温银浆、低温银浆银含量均为 90%，50%银包铜银含量为 50%，30%银包铜银含量为 30%；b. 加工费：高温银浆为 600 元/KG，低温银浆为 900 元/KG，50%银包铜为 1200 元/KG，30%银包铜为 1500 元/KG。(1) 0BB：我们测算得到白银价格每上涨 1000 元，0BB 可多节约 2-4 厘/W。从不同技术路线来看，HJT 在 20BB 下的浆料耗量约 10mg/W，应用 0BB 后可降低至 6-7mg/W，节省 3-4mg/W，综合考虑纯银浆料或银包铜浆料，我们测算得到若白银价格由 6000 元/KG 涨

价至 12000 元/KG,0BB 成本节约可由 0.01-0.02 元/W 放大至 0.02-0.04 元/W。(2) HJT: 我们测算得到白银价格每上涨 1000 元, HJT 通过应用 0BB+30%银包铜技术, 可多节约 7-8 厘/W。与 TOPCon 技术不同, HJT 的低温优势使其能够使用银包铜浆料, 而 TOPCon 只能应用纯银浆料。目前 HJT 的 50%银包铜已基本实现产业化, 2024 年 30%银包铜有望导入批量量产, 我们测算得到若白银价格由 6000 元/KG 涨价至 12000 元/KG, HJT 通过应用 0BB+30%银包铜, 成本节约可由 0.04 元/W 放大至 0.09 元/W。HJT 产业化临近, 降本增效加速进行: 成本端, HJT 非硅成本中 0BB+银包铜的应用已使得 HJT 具备浆料优势, 目前设备投资额约为 3-4 亿元/GW, 与 TOPCon 的 1.5-1.7 亿元/GW 相比比较高, 我们认为未来随着设备零部件国产化+迈为推出 1GW 大产能设备, 有望进一步降低成本; 效率端, 华晟最新量产效率已达 26%, 210 组件功率约为 710-720W, 我们认为 2024 年随着新技术的导入, 有望达到 740W。我们认为技术创新是开启光伏行业新一轮周期的核心驱动力, HJT 作为新技术有望迎来大规模产业化。复盘光伏行业的每一轮周期, 核心驱动力都是技术迭代——技术成熟后盈利能力好, 驱动行业进入大规模扩产阶段, 随着产能集中落地, 行业出现产能过剩&盈利能力下降, 行业进入产能出清阶段, 倒逼新技术的突破, 实现降本增效, 打开新一轮周期。随着 TOPCon 竞争日益加剧, 盈利逐步恶化、产能加剧出清, 行业亟需新一轮技术周期, HJT 有望迎来规模扩产。投资建议: 重点推荐 0BB 串焊机龙头奥特维、HJT 龙头迈为股份。风险提示: 下游扩产不及预期, 技术推广不及预期。

(证券分析师: 周尔双 研究助理: 李文意)

## 推荐个股及其他点评

### 北汽蓝谷 (600733): 华为智选品牌享界放量可期, 内生+合作全面发展

**投资要点** 历史回顾: 极狐+BEIJING 双品牌协同发展。北汽蓝谷为国内首个股份制新能源汽车公司。2009 年北京新能源汽车股份有限公司成立, 2018 年公司更名“北汽蓝谷”并正式上市。1) 极狐: ARCFox 于 2019 年在日内瓦车展进行全球首次品牌发布, 定位追求极致性能与创新设计的智能新能源汽车品牌。目前极狐在售车型 5 款, 涵盖 MPV/SUV/轿车三种能源类型, 主要覆盖价格带 10-25 万元的纯电车型。2) BEIJING 品牌以 TOB 需求为主, 目前在售车型包括 EU5/EU7/北京 EU5 PLUS, 销量历经疫情初期断崖下降现已逐步恢复正常。未来看点: 内生+合作并进实现全面发展。1) 携手华为智选打造高端品牌享界。中国 30 万元以上豪华车市场自 2018 年起保持正增长, 2023 年市场销量规模 298 万辆(零售口径, 含进口), 同时新能源渗透率低于市场整体, 豪华新能源轿车市场供给待丰富。北汽是与华为合作最早的车企之一, HI+智选多方位开展战略合作。2024 年北汽蓝谷+华为智选合作的首款车型享界 S9 正式亮相。与竞品相比, 我们认为 S9 的优势体现在: ①电动智能化优势。S9 作为智选模型下第二款轿车车型, 智驾方面将搭载华为自主研发的智能驾驶辅助系统, 座舱方面预计将根据鸿蒙 4.0 多人多设备协同思路打通硬件, 结合多屏组合实现体验升级。②品牌认同较高。高净值人群对车型品牌力/品牌认同感要求极高, 享界作为华为智选模式下合作品牌, 可充分受益于华为在 C 端市场积累的口碑和影响力。考虑 S9 电动智能化优势&华为智选品牌加成&豪华新能源轿车市场供给相对不足, 我们认为 S9 爆款可期。2) 海

外业务实现从无到有的突破。2023 年，极狐与西班牙知名汽车经销商 3B95,S.L 公司成功签署了首批 200 辆极狐汽车的订单，稳步推进与欧洲、中东、南亚和拉美等海外市场的合作。产品准备方面，极狐汽车的主销车型阿尔法 T 和阿尔法 S 均已完成了欧洲标准认证，新款产品的海外认证工作也在稳步推进中。盈利预测与投资评级：我们预测公司 2024~2026 年营收为 30,776/69,088/85,397 百万元，归母净利润预测为-4287/-2316 /795 百万元，对应 PS 为 1.2/0.6/0.4 倍(2024 年 5 月 22 日)。选取港股上市的国内头部新势力车企理想汽车/蔚来/小鹏汽车及华为智选公司赛力斯/江淮作为公司的可比公司，对应 2024~2026 年 PS 均值为 0.9/0.7/0.6 倍。考虑公司新品牌享界首款车型发布在即，同时极狐出海战略明确。我们认为公司应该享受更高估值，首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：乘用车价格战超预期；终端需求恢复低于预期；智能化技术创新低于预期；全球经济复苏力度低于预期等。

(证券分析师：黄细里 研究助理：孟璐)

### 三星医疗（601567）：配用电设备老牌龙头，扬帆出海再创辉煌

**投资要点** 老牌配用电龙头，海外市场厚积薄发。公司是国内老牌的配用电设备龙头，多年来深耕网内市场，2013 年布局海外市场，以智能电表产品先后打入中东、欧洲、非洲、拉美等区域市场，深化本土化战略，海外收入迎来高速增长。23 年配用电业务国内/海外分别实现收入 64.8/19.6 亿元，同比+25%/20%，公司网内配电设备份额领先，复用海外电表客户渠道优势实现中东、欧洲市场配电业务 0-1 的突破，内部管理增效+产品持续降本+优质市场提份额，23 年综合毛利率显著提升同比+6.12pct，未来配用电板块盈利能力有望保持稳中有增。康复医疗业务着眼未来，聚焦康复连锁，形成配用电业务及医疗业务双轮驱动，我们预计公司 23-26 年收入/归母净利润 CAGR 分别为 +24%/+23%。海外用电一马当先，配电业务乘势破局。1) 海外用电方面，公司立足本土化战略，先后建立巴西、印尼、波兰工厂，布局德国和墨西哥工厂。用电业务已覆盖欧洲 15 国市场，并在巴西、印尼等发展中国家开拓 AMI 系统解决方案业务，受益于发达国家第二代智能电表升级替换需求+发展中国家智能电表渗透率提升，我们预计海外用电业务收入 23-26 年有望实现 CAGR 超 30%；2) 海外配电方面，公司率先在沙特实现小型环网柜的市场突破，欧洲配电市场布局多年，通过复用电表客户渠道快速切入配电市场，24 年 4 月首次中标希腊电力公司配电变压器项目，后续有望实现欧洲多个国家 0-1 的突破，高壁垒+低渗透率+认证周期久+客户重质不重价，我们预计公司海外配电业务收入 23-26 年有望实现 CAGR 在+50~100%的高增长。国内配用电基本盘稳固，积极拓展新能源大客户增量市场。1) 国内用电方面，公司是国内智能电表龙头企业，21-23 年市场份额维持在前五的水平。国内智能电表十年替换周期到来，我们预计公司 23-26 年国内用电业务收入有望实现 CAGR 为+5~10%；2) 国内配电方面，公司是国内配电变压器龙头，23 年电网招标金额均列第一，内部持续降本大幅提高产品毛利率，24 年配网投资增速企稳回升拉动网内配电稳健增长，网外新能源市场份额持续提升，参与五大六小发电集团升压产品集采，我们预计公司 23-26 年国内配电业务有望实现收入 CAGR 为+25~30%。康复医疗千亿市场，连锁扩张模式行稳致远。公司医疗服务依托于奥克斯医疗集团，立足华东市场，加快进军华中市场、继续开拓华南、西南市场。公司实行连锁扩张策略，形成“体外培育—赢利点—收购—扩建”模式，我们预计公司 23-26 年康复医疗业务有望实现收入 CAGR 为+25~30%。盈利预测与投资评级：公司是国内配用电设备龙头，海外市场高景气贡献业绩高增弹性。我们预计公

司 24-26 年归母净利润分别为 23.7/28.7/35.8 亿元，同比 +25%/+21%/+25%，对应 PE 分别为 20/16/13 倍。考虑到公司深耕欧洲高端市场，配电业务在欧洲实现 0-1 打开远期成长空间，给予 2024 年 30 倍 PE，目标价 50.4 元，维持“买入”评级。风险提示：海外市场拓展不及预期、海外政策的风险、竞争加剧。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：朱国广

证券分析师：谢哲栋 证券分析师：冉胜男 研究助理：许钧赫)

### 创业黑马 (300688): 加速中小企业成长, AI 赋能有望拓展企业服务空间

**投资要点** 赋能中小企业成长, 产业资源丰富。创业黑马主要为中小企业提供服务, 主营业务包括培训业务、企业服务及 AIGC 服务。自 2008 年成立以来, 公司以中小企业创始人培训为起点, 积累中小企业资源, 并基于此拓展企服业务。当前, 公司已积累了超过 15 万家中小企业客户以及众多投资机构、科研院校、产业龙头等有关合作机构, 与全国 30 余座城市开展合作。主动收缩低毛利项目, 业绩将迎来拐点。2023 年, 公司实现营业收入 2.7 亿元, 同比下降 21.9%。公司主动收缩毛利较低的财税业务, 盈利迎来拐点, 23 年归母净利润实现 966.4 万元, 同比扭亏为盈。公司培训业务和企服业务稳步增长, 并持续推进 AI 化升级; 截至 24Q1, 公司签约订单达 2.3 亿元, 同比增长 10% 以上, 发展态势良好。中小企业数量庞大, AI 助力下企服空间有望拓展。基于我国规模庞大的中小企业主体, 企业服务具备较大市场。在 AI 产业发展下, 培训及企业服务市场迎来新机遇: 1) 企业培训市场方面, 根据腾讯洞察, 2023 年企业培训市场达 9000 亿元。在 AI 模型能力及应用持续推进的过程中, AI 人才需求应运而生; 仅以 AI 技术培训来看, 以传统 IT 培训市场为参考, 2022 年该市场规模约为 680 亿元, AI 技术培训潜在空间有望达千亿级。2) 科创服务方面, 垂类模型可助力材料自动撰写, 缩短科技项目申报时间, 提高效率; 科创服务机构产能有望得到显著提升。以 AI 为切入点, G 端拓客+B/C 端增厚服务, 业绩增量可期。2024 年 1 月, 公司自研的 To B 科创大模型和 To G 政企大模型获得华为云、昇腾等技术认证, 有望带来业绩增量: 1) G 端: 通过集成服务于华为赋能云, 以及为中小企业数字化转型试点城市提供服务平台建设运营与全套数字化服务, 助力中小企业数字化转型工作; 基于服务平台, 公司中小企业客户覆盖有望得到拓展。2) B 端: 通过科创垂直行业大模型黑马天启, 公司深度服务同行企业及中小企业, 提升科创服务效率及产能, 公司市占率有望得到提升; 此外, 公司将基于中小企业需求提供垂类模型+服务业务, 增厚企服服务。3) C 端: 基于原有培训业务, 公司升级培训资源, 开拓 AI 培训新方向, 将贡献增量。盈利预测与投资评级: 创业黑马积极跟进 AI 浪潮, 加速中小企业 AI 化进程; 同时, 公司积极收缩原有毛利较低业务, 业绩有望迎来拐点。我们预计 2024-2026 年公司归母净利润为 0.6/0.9/1.3 亿元, 对应当前股价 PE 为 79/50/33 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。风险提示: AI 发展不及预期, 客户拓展不及预期, 市场竞争风险

(证券分析师：张良卫 研究助理：晋晨曦)

### 金山软件 (03888.HK): 2024Q1 业绩报点评: 《尘白禁区》驱动游戏指引上修, 积极关注 AI 商业化进展

**投资要点** 事件: 2024Q1 公司实现营业收入为 21.37 亿元, yoy+8.45%, qoq-7.50%, 归母净利润为 2.85 亿元, yoy+47.95%, qoq+38.52%, 业绩基本符合我们此前预期。费用优化叠加联营减亏, 利润端稳步释放。2024Q1 公司实现归母净利润 2.85 亿元,

yoy+47.95%, qoq+38.52%, 同环比增长显著, 我们认为主要系: 1) 游戏推广开支减少, 2024Q1 销售费用同/环比下降 25.59%、30.73%至 2.61 亿元, 销售费用率为 12.23% (yoy-5.59pct, qoq-4.10pct); 2) 联营企业亏幅持续收窄, 2024Q1 公司分占联营公司亏损为 1.69 亿元, 2023Q1 及 2023Q4 分别为 2.31、2.86 亿元, 我们看好公司经营持续提效, 联营企业亏幅有望进一步缩窄, 利润有望持续释放。 游戏业务:《尘白禁区》流水回升, 新游储备充沛, 营收指引上修。2024Q1 公司网络游戏及其他收入为 9.12 亿元 (yoy-0.78%, qoq-11.02%), 营收占比为 42.66%, 环比下滑主要系老游流水自然回落, 部分被《尘白禁区》流水回升所抵消。2024Q1 公司二次元射击游戏《尘白禁区》日活与流水显著回升, 且 24Q2 流水延续回升趋势, 实现了公司在二次元赛道的突破, 同时流水的强劲回升驱动公司上修 2024 年游戏营收同比增速指引至 10%左右。此外, 公司核心 IP 手游《剑网 3 无界》将于 2024 年 6 月上线, 将实现《剑网 3》全平台打通, 期待用户新增及老用户回流表现, 科幻机甲游戏《解限机》也已于 2024 年 3 月获得版号, 持续关注其测试优化及上线进展, 期待新游相继上线驱动营收稳步增长。 办公业务: 持续优化用户体验, 看好 AI 提升客单价及付费率。2024Q1 公司办公软件及服务收入为 12.25 亿元 (yoy+16.52%, qoq-4.69%), 营收占比为 57.34%。同比增长主要系个人办公订阅业务、机构订阅业务及机构授权业务增长, 部分被广告业务减少所抵消。AI 方面, 公司于 2024 年 4 月发布面向企业和组织的新质生产力平台 WPS365, 包括 WPS Office、WPS AI 企业版及 WPS 写作, 打通文档、AI 和协作三大能力, 且 WPS AI 已开启付费灰度测试, 我们看好 WPS365 的推出将推进机构订阅模式转型, 以及提升 C 端用户黏性及付费转化, 进而驱动机构订阅及个人订阅业务增长。 盈利预测与投资评级: 考虑到《尘白禁区》的超预期流水表现, 我们略上调盈利预测, 预计 2024-2026 年 EPS 分别为 0.86/0.97/1.19 元 (此前为 0.84/0.96/1.19 元), 对应当前股价 PE 分别为 28/24/20 倍。我们看好公司游戏业务持续稳健增长, 办公业务及 AI 的长期增长空间, 维持“买入”评级。 风险提示: 新游不及预期, 行业监管, 办公业务进展不及预期风险

(证券分析师: 张良卫 证券分析师: 周良玖  
研究助理: 陈欣)

### 九典制药 (300705): 经皮给药新型制剂领先, 产品矩阵助力增长

投资要点 投资逻辑: 公司领跑外用贴膏领域, 大品种洛索洛芬钠凝胶贴膏持续放量、酮洛芬凝胶贴膏获批且进入医保, 椒七麝凝胶贴膏等即将上市; 在研管线丰富, 保障后续增长。公司半自营销售模式改革, 院外市场快速增长、空间打开, 净利率有望持续提升, 推动业绩高增长。 洛索洛芬钠凝胶贴膏有望打造 30 亿级大品种, 酮洛芬凝胶贴膏上市补位增长。公司核心产品洛索洛芬钠凝胶贴膏 2017 年上市, 2018 年销售额仅 0.24 亿元, 2023 年已经达 15.5 亿元, 销售量同比增长 31%, 2024Q1 保持高增长。洛索洛芬钠凝胶贴膏是国内首仿, 化药凝胶贴膏上市审批门槛提高, 我们预计产品短中期的竞争格局尚好, 联盟集采有望以价换量, 医院覆盖率与产品市占率将继续提高。酮洛芬凝胶贴膏于 2023 年 2 月获批上市, 12 月纳入医保, 目前尚无竞品上市, 有望与洛索洛芬钠凝胶贴膏形成价格差异与协同销售, 再造 10 亿+品种。 在研管线丰富, 保障后续增长。至 2023 年报, 公司拥有 2 个凝胶贴膏类药品注册证书, 在研外用制剂产品超 15 个, 其中申报生产 7 个。公司已成功完成 83 个原料药品种开发, 目前在研品种达 15 个以上。公司在局部经皮给药领域布局多个镇痛类产品, 根据临床

项目进展情况，我们预计利多卡因贴膏、利丙双卡因乳膏有望于 2024 年获批，椒七麝凝胶贴膏、吲哚美辛凝胶贴膏、氟比洛芬凝胶贴膏有望于 2025 年获批，此外 2-3 个贴剂产品有望 2025 年/2026 年获批，改良型新药的贴膏剂和其他剂型有望于 2026 年/2027 年获批。公司自 2024 年进入产品上市收获期，丰富的在研管线保障公司后续增长。半自营模式试点，院外市场打开，销售费用率有望持续降低。公司自酮洛芬凝胶贴膏产品上市后试点半自营模式，通过建立自己的商务团队和集中发货的方式，预计可节省费用，提高运营效率。考虑不同终端板块的销售策略、定价体系和产品布局，洛索洛芬钠凝胶贴膏在 2023 年开始拓展 OTC 渠道，力争通过覆盖百强连锁药店和地区连锁龙头药店，形成完善的产品梯队，打造“久悦”贴膏品牌，提升品牌价值。参考中药贴膏企业羚锐制药的院外市场占比，公司院外市场发展潜力大。同时，随着半自营销售模式改革、院外市场占比提升、产品陆续进入联采集采等，公司整体销售费用率有望持续降低，盈利水平有望提升。盈利预测与投资评级：预计 2024-2026 年公司营业总收入分别为 31.04/38.44/45.07 亿元，公司归母净利润分别为 5.12/6.93/8.65 亿元，增速为 39%/35%/25%，对应当前市值的估值分别为 24/18/14 倍。公司在贴膏产品领域先发优势显著，在研管线丰富，长期将持续受益于老龄化需求增长，有望成长为细分龙头。首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：市场竞争加剧，研发进度或不及预期，集采降价幅度超预期的风险。

（证券分析师：朱国广 证券分析师：冉胜男）

#### **杰瑞股份（002353）：中东客户拓展顺利获大单，设备出海低估值高确定优质标的**

**投资要点** 事件：杰瑞集团与伊拉克中部石油公司（Midland Oil Company of Iraq，以下简称“MdOC”）初步签署开发生产合同，双方将在获得伊拉克及中国相关部门审批后签署正式协议，共同开发曼苏里亚天然气田。中东客户再落子，综合实力不断获海外客户认可曼苏里亚天然气田开发是基于伊拉克政府加大天然气投资、实现能源自给自足的战略下实施的重大油气田开发项目。此次合作是“一带一路”框架下，中国民营企业发挥技术优势，积极参与全球能源开发的里程碑式跨越。同时，本次合作的落地实施将进一步提升杰瑞在中东地区的品牌影响力，为公司持续拓展海外业务提供助力。中东市场是杰瑞海外业务关键市场，合作共赢持久发展 2023 年中国进口原油共计 5.64 亿吨，其中来自 OPEC 成员国原油共计 2.59 亿吨，占中国总进口比例 46.0%，中国占 OPEC 总出口的 25%左右，双方都是对方最重要的战略合作伙伴。与此同时，中国油服装备也在中东屡次斩获订单。自 2021 年获得科威特 KOC 3 亿元美金大订单以来，杰瑞在中东布局逐渐完善服务团队和客户拓展。此次伊拉克订单再次说明杰瑞为代表的中国装备和 EPC 服务的整体实力。我们预计，2023 年杰瑞在中东的收入（设备和服务合计）大约 15 亿元左右，份额不足当地市占率的 1%。我们预计 2024 年中东的收入有望增长 40%左右。2023 年装备业务毛利率继续维持 40%+，装备业务收入占比 37%，装备出海正当时 2023 年杰瑞收入占比当中装备占比 37%，油气服务占比 40%，其中装备由于长期毛利率维持 40%+，对净利润贡献最大。当前公司的压裂设备不断获得海外客户认可，包括北美和中东和中亚等三大核心区域。随着装备出海&EPC 服务出海的订单不断兑现，公司的整体毛利率和净利率会持续提高。盈利预测与投资评级：公司是机械板块出海标的的中估值低&成长性确定的优质标的，我们继续维持公司 2024-2026 年归母净利润 27/33/37 亿元，当前市值对应估值为

12/10/9 倍，维持“买入”评级 风险提示：国际油价波动；国内油气  
资本开支不及预期；国际关系摩擦。

（证券分析师：周尔双）

## 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），北交所基准指数为北证 50 指数），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>