

晨会纪要

数据日期: 2024-05-21	上证综指	深证成指	沪深300指数	中小板综指	创业板综指	科创50
收盘指数(点)	3157.96	9681.65	3676.16	10134.80	2354.38	748.23
涨跌幅度(%)	-0.41	-0.70	-0.40	-0.76	-0.86	-0.70
成交额(亿元)	3465.84	4526.61	1965.75	1494.02	1868.46	437.57

晨会主题

【常规内容】

宏观与策略

宏观快评: 2024年4月财政数据快评-收入下行, 支出回暖, 财政政策力度指数有所回升

行业与公司

农业行业专题: 白羽肉鸡行业投资框架 2024年版

海外市场专题: 美元债双周报(24年第21周)-经济数据降温带动美债利率回落, 中资高收益债表现占优

医药行业专题: 医疗器械行业 2023年&2024年一季报总结——23年业绩整体承压, 24年业绩逐季度加速可期

医药生物周报(24年第20周): 生物安全法案议程持续推进, 密切关注后续进展

证券行业 2024年5月投资策略: 宽信用提升非银板块弹性

家电行业周报(24年第20周): 地产政策有望提振家电估值, 4月空调产销增长超20%

轻工制造行业周报(24年第20周): 地产迎诸多利好政策, 关注家居龙头的估值修复

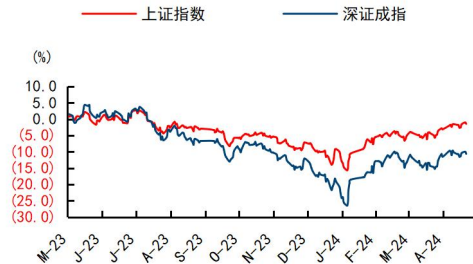
拱东医疗(605369.SH) 财报点评: 2023年业绩短期承压, 国际化步伐加速

腾讯音乐(TME.N) 海外公司财报点评: 订阅用户提升顺利, 公司派发现金股息

金融工程

金融工程日报: 市场普遍回调, 红利风格逆市走强

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

主要市场指数 05月22日

	收盘指数	涨跌幅%
道琼斯	33597.92	0
纳斯达克	10961.46	-0.48
S&P500	3801.78	-0.44
法国CAC40	6000.24	-0.72
德国DAX	14261.19	-0.57
日经225	27574.43	-0.4
恒生	19220.62	-2.11

基金指数 05月22日

	收盘指数	涨跌幅%
债券基金指数	3154.72	0.04
股票基金指数	9645.01	0.52
混合基金指数	8761.18	0.44

汇率 05月22日

	收盘指数/价	涨跌幅%
欧元兑美元	1.08	-0.02
美元兑人民币	7.23	0.0
美元兑港币	7.8	0.08
美元兑日元	156.17	-0.05

非流通股解禁 05月22日

名称	解禁数量(万股)	流通股增加%	解禁日期
三孚新科	4295.20	100.00	2024-05-22
奥精医疗	2807.41	100.00	2024-05-21
依依股份	3492.89	100.00	2024-05-20
南侨食品	35649.97	98.85	2024-05-20
康拓医疗	3182.24	100.00	2024-05-20
电气风电	80000.00	100.00	2024-05-20
创益通	4914.00	100.00	2024-05-20
诺泰生物	6680.98	100.00	2024-05-20

【常规内容】

宏观与策略

◆ 宏观快评:2024 年 4 月财政数据快评-收入下行, 支出回暖, 财政政策力度指数有所回升

一般公共预算收入下行, 支出回暖。4 月一般公共预算收入同比-3.8%, 较 3 月跌幅扩大。4 月收入完成预算的 9.0%, 为 2019 年至今次低水平。收入端税收降幅收窄, 非税收入下滑。4 月税收收入当月同比-4.9%, 高于前值-7.7%; 非税收入当月同比 5.8%, 低于 3 月的 10.1%。主要税种表现相对偏弱: 个人所得税同比-18.8%较前值(75%)大幅下降; 企业所得税 0.7%较前值回落; 增值税-9.6%拖累税收 3.3 个百分点; 消费税 2.1%有所回暖。其它税种中, 进口环节增值税和消费税同比 12.0%对税收拉动最大; 房产税(16.8%)、土地使用税(11.6%)和耕地占用税(8.5%)维持较高增速, 土地增值税跌幅扩大至-25.7%。

一般公共预算支出 4 月同比 6.1%, 较前值(-2.9%)显著回升。3 月支出进度 6.9%, 高于过去两年。结构上, 基建类支出增速较民生类更高, 各分项全面改善。民生类支出同比 3.1%, 其中教育支出 4.9%, 社保就业支出 4.5%, 卫生健康支出-3.7%, 文体娱乐支出 6.9%。基建相关支出增速 9.5%, 其中交通运输支出 3.1%, 城乡社区事务支出 8.5%, 农林水事务支出 11.8%, 环保支出 16.6%。债务付息支出同比 11.2%边际抬升。

政府性基金预算收支降幅扩大。4 月政府性基金收入同比-18.2%, 土地出让收入(-21.2%)拖累程度加深。支出同比-35.9%, 一方面土地出让收入相关支出拖累严重(-19.3%), 另一方面 4 月专项债发行仍然较慢。目前超长期特别国债已经开启发行, 5 月发行两只共 800 亿。预计随着特别国债持续发行和专项债发行进度加快, 后续政府性基金预算支出端将有所改善。

总体来看, 4 月财政政策力度指数边际回升。4 月广义支出增速-5.3%, 略高于 3 月的-7.8%。支出进度 5.9%, 为 2019 年以来最低值。广义财政收入同比则降幅扩大, 录得-6.0%。后续随着房地产政策的效果显现和政府融资提速, 广义财政支出增速有望回暖。

证券分析师: 董德志 (S0980513100001)

联系人: 王奕群

行业与公司

◆ 农业行业专题:白羽肉鸡行业投资框架 2024 年版

关键结论

(1) 行业属性: 国内白鸡产业养殖端已较成熟但仍存在海外引种依赖, 海外禽流感等突发事件对供给侧的扰动仍在。同时, 在鸡肉消费尚未超过猪肉消费前, 国内猪价表现也会为白鸡中短期行情的斜率提供重要催化, 历史上爆发力最强的行情往往来自“猪鸡共振”。(2) 行业变化: 国内人均鸡肉消费水平仍偏低, 而长期看白鸡具备成本及营养优势, 未来白鸡消费存在扩容空间。同时随养殖环节成熟, 白鸡产业盈利中心或趋势下移, 未来有望孕育大型品牌鸡肉食品企业。

选股思路

(1) 周期角度: 行业景气上行时, 种苗端企业的业绩和股价弹性明显大于屠宰加工端企业。(2) 成长角度: 国内白鸡消费存在扩容空间且产业盈利中心趋势下移, 长期看好基于高效率养殖的品牌化经营企业。

股价驱动因素

一是海外禽流感等突发事件扰动供给; 二是国内生猪行情上行带动白鸡需求。

相关标的

(1) 种苗：益生股份、民和股份；(2) 养殖及屠宰加工：圣农发展、禾丰股份、仙坛股份、益客食品、春雪食品。

风险因素

不可控动物疫情引发的潜在风险；行情不及预期的风险；食品安全风险等。

证券分析师： 鲁家瑞（S0980520110002）、李瑞楠（S0980523030001）

联系人： 江海航

◆ 海外市场专题：美元债双周报（24 年第 21 周）-经济数据降温带动美债利率回落，中资高收益债表现占优

美国 4 月 CPI 与零售数据双双放缓。美国 4 月 CPI 同比上升 3.4%，与市场预期持平，低于前值 3.5%；CPI 环比上升 0.3%，低于预期和前值 0.4%。核心 CPI 同比上升 3.6%，持平市场预估的 3.6%，且低于前值 3.8%；核心 CPI 环比上升 0.3%，持平市场预估的 0.3%，且低于前值 0.4%。从分项贡献来看，能源价格依然是通胀上升的主要压力，而核心商品中交通设备价格的走弱是通胀低于市场预期的主要原因，与就业市场和房租相关度较高的核心服务同比增长 5.3% 尽管较前值边际放缓，但在就业市场具有韧性、房租回落速度较慢的宏观背景下仍然处于相对高位。

零售数据方面，4 月零售数据同比增长 3%，低于前值 3.8%，环比增长 0%，低于市场预期的 0.4% 和前值 0.6%，环比增长停滞，表明消费者支出减少，消费结构上零售业尤其日用品、杂货和无店铺零售业表现不佳。同时，高利率环境下的汽车和房地产消费低迷，这些因素共同预示着美国经济增速可能放缓，通胀压力有望减轻，但波动较大的能源分项以及价格黏性较高的房租和保险的上涨可能对去通胀进程构成挑战。

美联储官员表态偏鹰，关注 5 月 FOMC 会议纪要。近两周多位地方联储官员（包括克利夫兰联储行长梅斯特、纽约联储行长威廉姆斯、里士满联储行长巴尔金等）在公开场合表示需要等待更多通胀放缓的证据来获得降息所需的信心，美联储需维持限制性货币政策立场。本周四（5 月 23 日）公布的 5 月货币政策会议纪要，将为美联储下一步可能采取的行动提供新的线索。从利率期货市场隐含的降息预期来看，市场预计首次降息时间仍在 9 月，年内降息次数维持在 1.8 次左右。

长端美债收益率延续回落，二级市场回暖，中资高收益债表现占优。近两周中长端美债利率延续高位回落态势，3/5/10/20/30 年期美债利率分别下行 3bp、4bp、8bp、9bp、10bp，1/2 年期利率则分别小幅反弹 2bp，2 年期美债利率仍在 4.8% 左右波动，10Y-2Y 倒挂幅度走阔至 41bp 左右，收益率曲线倒挂程度加深。回报方面，美国国债和企业债二级市场价格普遍上涨，中资美元债在美债利率回落和国内地产政策预期向好的双重利好下上涨幅度较大，其中高收益债上涨 1.4%，投资级上涨 0.5%。

投资建议：长债利率进一步回落需等待更多经济放缓的证据，三季度或高位区间波动，中短久期美债利率下行空间较大。近期美国通胀以及零售、就业、制造业、地产数据均有所降温，10 年美债利率快速回落至 4.4% 左右。展望三季度，美国大选年较大的财政赤字压力对长端利率下限构成支撑，预计三季度将在 4.1%-4.5% 的高位区间波动。中短期限美债在利率曲线陡峭化趋势带动下继续下行的可能性依然较高，美联储年内降息 1-2 次的可能性较高，而 2 年期利率目前仅定价了未来两年内不到 2 次的降息，当前位置具备较高配置价值。重要事件与数据方面，未来两周建议重点关注美联储 5 月 FOMC 会议纪要与 4 月美国 PCE 数据。

风险提示：美国经济和货币、财政政策的不确定性，发行人的信用风险，房地产行业复苏的不确定性，国际政治局势的不确定性。

证券分析师： 王学恒（S0980514030002）、徐祯霆（S0980522060001）

◆ 医药行业专题：医疗器械行业 2023 年&2024 年一季报总结——23 年业绩整体承压，24 年业绩逐季度加速可期

2023 年医疗器械板块整体业绩承压，2024 年一季度呈现复苏趋势。2023 年医疗器械板块（118 家样本标的）收入 2322 亿元（-26.9%），归母净利润 375 亿元（-53.7%），主要受新冠检测基数以及行业监

管整顿的影响。如果剔除 15 家新冠检测收入占比大的标的，2023 年器械板块收入 2134 亿元（+1.2%），归母净利润 357 亿元（-2.7%），收入端基本持平，利润端略有下滑。2024 年一季度剔除新冠检测相关标的后板块收入 533 亿元（+1.3%），归母净利润 101 亿元（+2.5%），收入及归母净利润同比均略有增长。预计随着新冠影响渐消、行业整顿影响减弱、集采提质扩面以及国际化加速推进，器械板块有望呈现逐季复苏趋势。

2023 年眼科、康复器械等板块业绩领涨。从 2023 年器械板块的细分领域看，归母净利润实现同比增长的分别为医院工程（+284%）、眼科（+34%）、康复器械（+33%）、家用器械（+33%）、内镜（+30%）、生命信息支持（+19%）、医学影像（+19%）等。2024Q1 归母净利润实现同比较好增长的分别为低值耗材（+67%）、眼科（+18%）、IVD（剔除新冠+16%）、生命信息支持（+11%）等细分板块。从 2024 年 Q1 器械板块的细分领域看，收入及归母净利润环比去年 Q4 实现加速的有：低值耗材、IVD（剔除新冠检测）、生命信息支持、心血管、肾科、骨科、家用器械。建议关注下半年反腐影响减弱叠加设备更新政策带来的医疗设备采购需求释放，以及低值耗材、IVD 等领域新冠影响出清后的业绩改善趋势。

投资建议：1）集采影响出清，医疗机构手术逐步复苏，设备更新政策带动采购需求释放：建议关注骨科板块爱康医疗、春立医疗、威高骨科、大博医疗；眼科耗材爱博医疗；手术动力设备及耗材西山科技；设备及 IVD 板块迈瑞医疗、联影医疗、澳华内镜、开立医疗、翔宇医疗、新产业、安图生物、艾德生物、亚辉龙、普门科技；2）去库存影响逐渐出清，有望迎来底部反转：低值耗材板块去库存已近尾声，客户结构及产品结构差异导致去库存节奏有所不同，推荐振德医疗、拱东医疗；3）切入海外大厂上游供应链，新产品放量及新领域拓展增厚业绩：关注美好医疗、海泰新光、祥生医疗的大客户去库存结束及新产品放量带来的投资机会。

风险提示：新产品研发失败风险、竞争加剧风险、政策风险、汇率波动风险。

证券分析师： 张佳博（S0980523050001）、张超（S0980522080001）

联系人： 凌琰

◆ 医药生物周报（24 年第 20 周）：生物安全法案议程持续推进，密切关注后续进展

美国拟对七行业提高关税，《生物安全法案》议程持续推进。5 月 14 日，美国白宫发表声明称，拜登政府拟提高对中国 180 亿美元商品的进口关税，此次加征关税指向包括个人防护装备等医疗产品。5 月 15 日，美国众议院监督与问责委员会对新版《生物安全法案》召开听证会并高票通过。

国信医药观点：

1）对于白宫发表声明拟提高对中国关税事件：从之前加征关税的过程来看，过程中通常涉及多重博弈，大客户会对美国政府进行游说，后续不排除存在变动的可能性。

2）对于美国众议院监督与问责委员会通过《法案》草案事件：一方面，修订后的《生物安全法案》在美国众议院监督与问责委员会通过投票并不意味着最终立法，后续仍有修改或终止的可能性；另一方面，《法案》中美国要求医药公司在 2032 年之前结束与《法案》所涉公司的合作，意味着相关企业在美业务将获得 8 年缓冲期。

3）企业有望通过全球化的产能布局来降低国际贸易的潜在风险：在代表性的低值耗材及 CXO 企业中，海外收入占比较高的企业依次是：采纳股份、英科医疗、蓝帆医疗、康龙化成、药明康德、凯莱英、九洲药业、博腾股份，上述企业 2023 年海外营业收入占比均超过 70%。本土企业已经或正在通过积极布局海外产能的方式来降低国际贸易风险可能造成的影响。

5 月医药投资策略：展望 24 年 Q2 业绩趋势，由于 23 年 Q2 国内常规诊疗和刚性需求持续恢复，大部分院内诊疗相关公司环比 23Q1 实现较好增长，我们预计 24Q2 同比 23Q2 实现行业整顿后的弱复苏。由于 2023 年 7 月开始的医疗行业整顿影响，2024 年大部分公司业绩增速将呈现前低后高趋势，且行业整顿影响在逐季度减弱。因此，我们认为 24 年 Q2 是布局医药板块的最佳时间点。

风险提示：研发失败风险；商业化不及预期风险；地缘政治风险；政策超预期风险。

证券分析师： 彭思宇（S0980521060003）、张佳博（S0980523050001）

◆ 证券行业 2024 年 5 月投资策略：宽信用提升非银板块弹性

无风险收益下降，宽信用预期提振，有利于提升非银板块弹性。“手工补息”整改有利于压降社会无风险收益水平。监管机构加强对“手工补息”行为的审查和管理，目的是为了防止银行通过这种方式隐性增加负债成本。通过严查和规范此类行为，促使银行遵守市场规则和利率自律机制，避免无序竞争，有助于整个银行业的负债成本控制在一个合理范围内。随着相关工作推进，这可以引导银行负债端成本、乃至货币基金、短久期银行理财收益，整体有助于社会无风险收益下行。房地产政策调整促进宽信用预期。近期中央和地方推出的一系列房地产新政，主要为了实现保供给、促需求和稳房价的政策目标。房地产新政是对 4 月底政治局会议“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施”要求的贯彻落实，标志着新一轮房地产去库存的开启。对权益市场而言，“低无风险利率+宽信用”提升顺周期板块吸引力，有助于金融板块修复，券商板块将体现较高弹性。

市场交易活跃，两融规模提升，预计 5 月较 4 月券商业绩基本面环比上行。4 月份业绩触底：经纪业务方面，4 月 A 股日均成交金额为 9162.81 亿元，环比下跌 9.78%，同比下跌 19.59%。（2）投行业务方面，4 月 IPO 数量为 5 家，募集资金规模为 27 亿元，环比下跌 54.15%；4 月再融资规模为 234.484 亿元，同比下跌 75.85%；4 月企业债和公司债承销规模为 4020 亿元，环比下跌 13.22%。（3）自营业务方面，上证综指上涨 2.71%，沪深 300 指数上涨 1.89%，创业板指数上涨 2.21%，中证全债指数上涨 0.14%。（4）从反映市场风险偏好和活跃度的两融余额看，至 4 月 30 日，沪深北两融余额为 15120.59 亿元，环比下跌 1.68%。

投资建议：我们对行业维持“超配”评级。建议关注资本实力雄厚、机构业务发力的优质券商，推荐与股东协同加大，业务协同预期强的华泰证券、兴业证券，底部存在反转预期的东方证券。

风险提示：经济复苏不及预期；市场竞争加剧；创新推进不及预期等。

证券分析师： 孔祥（S0980523060004）

◆ 家电行业周报（24 年第 20 周）：地产政策有望提振家电估值，4 月空调产销增长超 20%

本周研究跟踪与投资思考：近期地产政策密集出台，有望为地产产生积极的托底效果，同时有望提振家电中长期增长预期，有助于家电估值修复。4 月家电出口额同比增长 18%，空调产销量同比增长超 20%，延续较快增长。

地产政策频出，有望提振家电估值。5 月 17 日在国务院政策例行吹风会上，央行表示将设立 3000 亿元保障性住房再贷款，并降低最低首付比例、取消个人住房贷款利率政策下限、下调住房公积金贷款利率。地产政策的密集出台，有望提振市场信心，为地产市场产生积极的托底效果，也有望提振家电中长期的增长预期，有助于厨电及白电等家电板块的估值提升。

4 月家电出口额同比增长 18%，冰箱出口延续较快增长。根据海关总署发布的数据，4 月我国家电出口额达到 632 亿元，同比增长 17.8%。在 3 月家电出口增速有所回落后，4 月家电出口增速重回 15% 以上较高增长。1-4 月我国家电出口额累计同比增长 16.4%，保持较高出口景气度。分品类看，冰箱 4 月出口额增长 23.7%，持续保持 20% 以上增长；洗衣机出口额增长 12.6%，空调出口额同比增长 10.8%，电视机出口额增长 29.1%，吸尘器出口增长 9.3%。

4 月家电社零表现稳健，同比增长 5%。据统计局数据，4 月我国社会消费品零售总额为 35699 亿元，同比增长 2.3%，前 4 月累计增长 4.1%；家电和音像器材类限额以上零售额 641 亿元，同比增长 4.5%，前 4 月累计增长 5.5%。今年以来家电社零保持稳健增长，增速好于社零大盘。

4 月空调产销增长超 20%，内外销备货需求旺盛。产业在线数据显示，4 月我国空调总销量 2194 万台，同比增长 22.5%；空调生产 2200 万台，同比增长 21.6%，4 月末空调企业端库存同比降低 9.5%。其中空调内销 1210 万台，同比增长 14.2%；外销 984 万台，同比增长 34.6%。3-4 月一直是空调厂家为旺季提前预热出货的关键节点，4 月内外销市场延续季节性备货节奏，空调产销延续较高增长。

重点数据跟踪：市场表现：本周家电周相对收益-2.68%。原材料：LME3 个月铜、铝价格分别周度环比+4.2%、+1.8%至 10480/2597.5 美元/吨；本周冷轧价格周环比+0.9%至 4310 元/吨。集运指数：美西/美东/欧洲线周环比分别+9.07%/+8.73%/+5.85%。海外天然气价格：周环比+13.2%；资金流向：美的/格力/海尔陆

股通持股比例周环比变化-0.19%/+0.13%/+0.21%。

核心投资组合建议：白电推荐美的集团、海尔智家、TCL 智家、格力电器、海信家电；厨电推荐老板电器、火星人、亿田智能；小家电推荐石头科技、科沃斯、光峰科技、小熊电器、德昌股份、倍轻松、新宝股份。

风险提示：市场竞争加剧；需求不及预期；原材料价格大幅上涨。

证券分析师：陈伟奇（S0980520110004）、王兆康（S0980520120004）、邹会阳（S0980523020001）

联系人：李晶

◆ 轻工制造行业周报（24 年第 20 周）：地产迎诸多利好政策，关注家居龙头的估值修复

本周研究跟踪与投资思考：近期提振地产政策相继发布，以去库存为基调，一揽子去库存方案形成政策组合拳，楼市迎来多重利好，预计短期有望提振市场信心、带动地产链的估值修复，中长期看随着购房需求释放，提振家居需求，行业增长中枢或有上修预期，建议关注处于估值底部的家居板块。

近期地产迎诸多利好政策，提振预期。5 月 17 日，央行等部门发布下调购房首付比例与公积金贷款利率、取消房贷利率下限、拟设立 3000 亿保障性住房再贷款等地产政策组合拳。时隔 10 年地产去库再次启动，下调后的首套与二套房的房贷首付比例与多地公积金贷款利率等均为历史新低，同时以国企收储消化库存，楼市有望迎来底部复苏。参考上一轮（2014-2016 年）一揽子地产政策带来的去库效果：在 2015/3/30 下调房贷首付比例后住宅销售累计增速即刻底部回升，2015/6 棚改货币化政策发布后，住宅竣工与新开工累计增速均自 9-10 月扭转下行趋势、迎来反弹，政策效果可谓立竿见影。再回看当下，本轮同样是供需两端宽松政策频出，也都涉及下调房贷首付、放松公积金政策等，但从政策力度与去库发力点、所处地产周期以及宏观环境等方面来看已然有所不同，政策落地的效果或有差异，而从政策激活市场到楼市走出底部的历史路径依然有望复刻。

关注低估值、稳健增长的家居龙头。地产下行三年以来，家居龙头通过变革转型、多渠道全品类拓展与降本增效等多措并举，抵抗了地产与原材料扰动的压力，实现稳健增长。近期地产政策的密集出台，预计短期有望提振市场情绪、带来地产链的估值修复；中长期看，虽然家居行业地产红利消退、进入存量房市场的基本面未改变，同时地产政策组合拳落地的效果有待观望，但政策拉动下行业增长中枢或依然有上修预期，且龙头凭借深化内功加速整合、格局优化。建议关注目前处于估值底部的家居龙头欧派家居（15.2x）、索菲亚（15.7x）、志邦家居（14.0x）以及顾家家居（15.5x）。

重点数据跟踪：市场回顾：上周轻工板块+2.76%，周相对收益+2.44%。家居板块：4 月家具类零售额同比+1.2%，3 月建材家居卖场销售额同比-7.4%；上周 TDI 国内现货价上涨 150 元/吨，纯 MDI 下跌 300 元/吨，软泡聚醚市场价下跌 25 元/吨。浆价纸价：上周外盘针、阔叶浆报价持平；内盘针/阔叶浆分别上涨 200 元/吨、持平；上周内盘溶解浆价格持平，废纸现货价下跌 4 元/吨；上周双胶纸、白卡纸市场价均持平，箱板纸、瓦楞纸价格均持平。地产数据：4 月我国商品房住宅新开工/竣工/销售面积分别同比-13.7%/-13.4%/-17.1%，降幅有所收窄，4 月 30 大中城市商品房成交面积同比-38.9%，二手房成交面积同比-1.1%。出口数据：4 月我国家具及其零件、纸浆及纸制品累计出口额增速分别为+8.7%/-3.6%。

投资建议：随着地产利好及促消费政策加码，看好家居龙头经营与估值修复，重点关注欧派家居/索菲亚/顾家家居/公牛集团/瑞尔特；关注造纸的盈利弹性，重点推荐太阳纸业，推荐大包装战略持续推进的纸包装龙头裕同科技；建议关注补库逻辑与跨境出海驱动的轻工出口链板块，重点推荐家具家居垂类跨境出海龙头致欧科技，海外仓业务带动二次增长的乐歌股份。

风险提示：消费复苏不及预期；地产销售竣工不及预期；行业竞争格局恶化。

证券分析师：陈伟奇（S0980520110004）、王兆康（S0980520120004）、邹会阳（S0980523020001）

联系人：李晶

◆ 拱东医疗(605369.SH) 财报点评:2023 年业绩短期承压，国际化步伐加速

2023 年全年业绩短期承压，毛利率有所下滑。2023 年全年公司实现营收 9.75 亿元（-33.61%），归母净利润 1.09 亿元（-66.53%），扣非归母净利润 1.08 亿元（-66.59%）。其中，四季度单季度营收 2.62

亿元(-9.21%)，单季度归母净利润0.21亿元(+18.67%)，单季度扣非归母净利润0.26亿元(+61.63%)。全年销售毛利率32.65%(-6.85pp)，销售净利率11.19%(-11.01pp)。受去库存、2022年同期疫情受益产品高基数及新建厂房折摊增加等因素影响，2023年表现业绩出现明显下滑。

2024年一季度环比、同比明显改善。2024年一季度公司实现营收2.72亿元(同比+20.22%，环比+3.63%)，实现归母净利润0.45亿元(同比+56.02%，环比+116.08%)，实现扣非归母净利润0.43亿元(同比+85.73%，环比+67.73%)，同、环比均有明显改善。

海外收入增速喜人，国际化步伐加速。2023年1月，公司以自有资金4,500万美元对美国全资子公司Gd Medical进行增资，通过业务合并的方式吸收合并原TPI业务及资产公司，并且充分利用收购原TPI业务及资产的契机，发挥协同效应，与并购标的进行渠道、客户共享，增强公司在境外的区域竞争优势。2023年全年公司国外业务收入5.31亿元，同比增长21.56%；国内业务收入4.25亿元，同比下降58.46%。

管理体系完善，产品质量稳定可靠。公司始终秉承高质量、高效率、同发展、共繁荣的原则，严格按照国内外法规、标准要求建立了完善的质量管理体系，并在研发、生产、检验、销售等各环节实施严格的质量控制。截至2023年底，公司已通过德国TUV认证公司的ISO13485质量管理体系认证，取得29项国内医疗器械II类、III类注册或I类备案，且部分产品已通过美国FDA510(k)产品许可、欧盟CE认证。完善的质量管理体系和制度确保公司产品在大批量生产的过程中质量稳定可靠，为公司产品进入更多国际市场提供了坚实保障。

风险提示：原料价格波动；海外拓展不及预期；竞争加剧；地缘政治风险。

投资建议：海外收入增速喜人，国际化步伐加速，维持“增持”。预计2024-2026年归母净利润2.50/3.03/3.52亿元，同比增速129.3%/21.1%/16.0%，当前股价对应PE=21.7/17.9/15.4x。随着公司国际化布局的不断成熟，境外市场拓展能力持续增强，公司有望恢复稳健增长态势。

证券分析师：彭思宇(S0980521060003)、张佳博(S0980523050001)

◆ 腾讯音乐(TME.N) 海外公司财报点评: 订阅用户提升顺利，公司派发现金股息

收入同比下跌3.4%，在线音乐业务增长强劲。24Q1，公司实现总收入67.7亿元，同比-3.4%，环比-1.8%，在线音乐收入占比达74%。毛利率同比上升7.9pct，经调整利润率同比上升5.9pct。2024Q1，公司毛利率40.9%，同比+7.9pct，环比+2.6pct。毛利率上升明显主要系：1) 音乐订阅收入和广告收入增长；2) 音乐版权成本的投资回报率提升；3) 优化直播收入分成策略。我们预计公司毛利率仍有优化空间，预计24年毛利率可达42%以上。在成本端持续优化下，24Q1公司经调整净利润18.1亿元，同比+23.9%。经调整利润率26.8%，同比+5.9pct，环比+2.4pct。

公司上调订阅用户数增长预期。在线音乐业务：2024Q1，在线音乐收入50.1亿元，同比+43%。1) 其中，订阅业务收入36亿元，同比+39%，环比+6%，付费用户数继续提升，ARPPU轻微下降：在线音乐付费用户为1.14亿人，同比+20.2%；付费率达19.6%，同比+3.7pct。根据业绩会，公司有信心2024年总净增订阅数将超过之前的预测，净增量总数将超过2022年，但略低于2023年。从节奏上来看，由于基数效应，未来几个季度净增订阅数会回归到更加正常和可持续的水平。2) 其他在线音乐业务(广告、转授权、数字专辑等)收入13.9亿元，同比+54%。

预计社交娱乐业务收入维持在季度17亿左右水平。2024Q1，社交娱乐与其他收入17.6亿元，同比-50%，环比-6%。社交娱乐业务受到公司主动生态整治影响，用户ARPPU同比下降55%。

投资建议：公司派发现金股息，维持“买入”评级

公司龙头地位稳固，决定公司订阅业务发展顺利，当前付费渗透率提升在良好趋势中。此外，公司现金充沛，截至2024年3月，公司现金、现金等价物、定期存款和短期投资等账面现金规模341.8亿元。公司首次派发年度现金股息12.1亿美元。

考虑到公司成本端控制优秀，上调盈利预期，预计24-26年经调整净利润75/86/93亿元(调整幅度+7%/+9%/+6%)。考虑到公司在线音乐业务稳健增长，利润端健康发展，给予24年27-28xPE，对应7.1-7.3xPS，上调目标价至16.3-16.9美元(上调幅度28-35%)，维持“买入”评级。

风险提示：政策风险；成本增加的风险；直播、饭圈的监管风险等。

证券分析师： 张伦可（S0980521120004）、陈淑媛（S0980524030003）

金融工程

◆ 金融工程日报:市场普遍回调, 红利风格逆市走强

市场表现：今日（20240521）大部分指数处于下跌状态，规模指数中上证 50 指数表现较好，板块指数中上证综指表现较好，风格指数中沪深 300 价值指数表现较好。煤炭、银行、房地产、农林牧渔、交通运输行业表现较好，有色金属、综合、国防军工、综合金融、基础化工行业表现较差。Mini LED、BC 电池、快递、南京市国资、新能源整车等概念表现较好，黄金精选、钨矿、黄金珠宝、航空发动机、铅锌矿等概念表现较差。

市场情绪：今日收盘时有 34 只股票涨停，有 48 只股票跌停。昨日涨停股票今日收盘收益为 0.38%，昨日跌停股票今日收盘收益为-3.38%。今日封板率 62%，较前日下降 1%，连板率 22%，较前日提升 0%。

市场资金流向：截至 20240520 两融余额为 15369 亿元，其中融资余额 14974 亿元，融券余额 395 亿元。两融余额占流通市值比重为 2.2%，两融交易占市场成交额比重为 9.0%。20240521 北向合计净流出 19.7 亿元。

折溢价：20240520 当日 ETF 溢价较多的是银行 ETF 优选，ETF 折价较多的是科创成长 ETF。近半年以来大宗交易日均成交金额达到 17 亿元，20240520 当日大宗交易成交金额为 10 亿元，近半年以来平均折价率 3.52%，当日折价率为 3.83%。近一年以来上证 50 股指期货主力合约年化升水率中位数为 2.13%，近一年以来沪深 300 股指期货主力合约年化升水率中位数为 1.54%，近一年以来中证 500 股指期货主力合约年化贴水率中位数为-3.43%，近一年以来中证 1000 股指期货主力合约年化贴水率中位数为-6.83%，当日上证 50 股指期货主力合约年化贴水率为 2.80%，处于近一年来 27%分位点，当日沪深 300 股指期货主力合约年化贴水率为 4.32%，处于近一年来 29%分位点；当日中证 500 股指期货主力合约年化贴水率为 7.95%，处于近一年来 22%分位点；当日中证 1000 股指期货主力合约年化贴水率为 12.30%，处于近一年来 30%分位点。

机构关注与龙虎榜：近一周内调研机构较多的股票是雅克科技、斯菱股份、健友股份、杰华特、中科飞测、同仁堂、洽洽食品、沃尔核材等，雅克科技被 75 家机构调研。20240521 披露龙虎榜数据中，机构专用席位净流入较多的股票是长白山、五方光电、美新科技、万顺新材、雷曼光电、晓程科技、保利联合、瑞和股份、凯撒文化等，机构专用席位净流出较多的股票是高新发展、沃格光电、齐峰新材、北方铜业、英力股份、大胜达、百川股份、思泉新材、中通客车、瑞迪智驱、惠威科技等。陆股通净流入较多的股票是北方铜业、雷科防务、沃格光电、百川股份、保利联合、我爱我家、凯撒文化等，陆股通净流出较多的股票是高新发展、北化股份、万顺新材、汇绿生态、中通客车、皇氏集团等。

风险提示：市场环境变动风险；本报告基于历史客观数据统计，不构成投资建议。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）

联系人： 胡志超

【市场数据】

商品期货

商品	收盘价	涨跌幅	商品	收盘价	涨跌幅
黄金	572.56	0.00	ICE 布伦特原油	83.71	-0.32
白银	8299.00	5.39	铜	86790.00	0.39
铝	21060.00	0.21	铅	18900.00	0.23
豆一	4663.00	0.04	锌	24575.00	1.97
豆粕	3507.00	0.60	镍	157790.00	1.09
玉米	2450.00	-0.20	锡	277740.00	-0.91
螺纹钢	3566.00	0.28	SR407	6369.00	0.47

本月国内重要信息披露

公布日期	项目	本期数据	上期数据	上年同期数据	发布主体
2024/04/30	04 月 PPI (%)	-3.1	-3.5	-4.7	PPI
2024/04/30	04 月 CPI (%)	100.1	99.0	100.3	国家统计局
2024/04/30	04 月狭义货币 (M1) 同比 (%)	-0.01	0.01	0.05	中国人民银行
2024/04/30	04 月狭义货币 (M2) 同比 (%)	0.07	0.08	0.12	中国人民银行
2024/04/30	04 月新增人民币贷款 (亿元)	3349.0	32920.0	4431.0	中国人民银行
2024/04/30	04 月贸易顺差总额 (亿美元)	72351.69	58599.7	86967.02	国家商务部
2024/04/30	04 月固定资产投资累计同比 (%)	0.04	0.01	0.04	国家统计局
2024/04/30	04 月工业增加值 (%)	0.06	0.04	0.05	国家信息中心
2024/04/30	04 月社会消费品零售总额_同比 (%)	0.04	0.04	0.04	国家统计局

近期非流通股解禁明细

代码	简称	本次解禁数量 (万股)	流通股股本 (万股)	流通股增加%	上市日期
688359.SH	三孚新科	4295.20	9218.00	100.00	2024-05-22
688613.SH	奥精医疗	2807.41	13333.33	100.00	2024-05-21
000032.SZ	深桑达 A	49319.54	113694.92	99.63	2024-05-20
300161.SZ	华中数控	2593.13	19393.63	84.48	2024-05-20
300758.SZ	七彩化学	8394.19	39754.58	86.78	2024-05-20
000576.SZ	甘化科工	157.18	42798.44	9.55	2024-05-20
600733.SH	北汽蓝谷	30825.09	419841.79	77.61	2024-05-20
000959.SZ	首钢股份	49395.83	645313.72	68.01	2024-05-20
688076.SH	诺泰生物	6680.98	21318.38	100.00	2024-05-20
300991.SZ	创益通	4914.00	9000.00	100.00	2024-05-20
688660.SH	电气风电	80000.00	133333.34	100.00	2024-05-20
688314.SH	康拓医疗	3182.24	5802.79	100.00	2024-05-20
605339.SH	南侨食品	35649.97	42352.94	98.85	2024-05-20
001206.SZ	依依股份	3492.89	9433.35	100.00	2024-05-20
688575.SH	亚辉龙	21458.83	40500.00	100.00	2024-05-17
688217.SH	睿昂基因	1835.14	5557.70	100.00	2024-05-16
600488.SH	天药股份	267.00	109722.66	46.11	2024-05-15

600882.SH	妙可蓝多	240.00	51621.01	100.00	2024-05-14
688655.SH	迅捷兴	6282.13	13339.00	100.00	2024-05-13
000701.SZ	厦门信达	12034.53	52695.68	91.00	2024-05-13
688565.SH	力源科技	3733.00	10695.00	100.00	2024-05-13
001205.SZ	盛航股份	3630.60	12026.66	100.00	2024-05-13
688355.SH	明志科技	8477.27	12307.76	100.00	2024-05-13
688097.SH	博众精工	34920.00	40100.00	99.56	2024-05-13
300988.SZ	津荣天宇	4263.52	7388.00	100.00	2024-05-13
605196.SH	华通线缆	18295.10	50682.20	100.00	2024-05-13
688685.SH	迈信林	5525.00	11186.66	100.00	2024-05-13
605488.SH	福莱新材	9000.00	12000.00	100.00	2024-05-13
300990.SZ	同飞股份	3900.00	5200.00	100.00	2024-05-13
001203.SZ	大中矿业	95799.89	150800.00	100.00	2024-05-10
300987.SZ	川网传媒	6000.00	13268.73	98.89	2024-05-10
601611.SH	中国核建	848.15	264199.09	56.25	2024-05-08
300989.SZ	蕾奥规划	2170.68	3670.68	48.23	2024-05-07
600906.SH	财达证券	193254.56	324500.00	100.00	2024-05-07
605305.SH	中际联合	3300.00	11000.00	100.00	2024-05-06
605080.SH	浙江自然	6750.00	10112.36	100.00	2024-05-06
688113.SH	联测科技	2261.70	6370.00	100.00	2024-05-06
600826.SH	兰生股份	11527.86	53592.08	100.00	2024-05-03
605300.SH	佳禾食品	34243.40	40001.00	100.00	2024-04-30
605180.SH	华生科技	7125.00	10000.00	100.00	2024-04-30

全球证券市场统计

股票市场指数

简称	最新收盘价	1日 涨跌幅(%)	1周 涨跌幅(%)	1个月 涨跌幅(%)	3个月 涨跌幅(%)	12个月 涨跌幅(%)	30天 波动率(%)
道琼斯工业平均指数	39872.98	0.166357	40.85	40.85	40.85	40.85	33.37
德国 DAX 指数	18726.76	-0.224839	47.02	5.57	9.39	15.06	37.03
法 CAC40 指数	8141.46	-0.665083	-1.02	1.48	4.21	8.66	44.66
恒生指数	19220.62	-2.116497	0.77	18.46	16.46	-1.18	85.31
沪深 300 指数	3676.16	-0.401000	0.52	3.79	6.34	-6.80	71.49
美国 SP500 指数	5321.41	0.250182	1.42	7.13	6.81	26.94	37.29
纳斯达克综合指数	16832.63	0.224771	1.94	10.14	8.03	32.98	37.00
日经 225 指数	38946.93	-0.314182	1.54	5.06	1.78	26.41	不适用

沪深港通资金流入流出 Top10

A 股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流入资金 (RMB, 万元)	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流出资金 (RMB, 万元)
1	300750.SZ	宁德时代	201.5600	-0.9290	80938.91	601899.SH	紫金矿业	18.6500	-4.2116	56944.42
2	601899.SH	紫金矿业	18.6500	-4.2116	71636.89	601138.SH	工业富联	25.7200	-1.9069	43178.12
3	600519.SH	贵州茅台	1705.0000	-0.2341	54865.26	601919.SH	中远海控	14.2600	-0.9722	40125.26
4	603993.SH	洛阳铝业	8.4200	-5.8166	50346.21	000333.SZ	美的集团	66.5500	-0.0300	38260.41
5	600900.SH	长江电力	26.1000	0.4232	47344.77	000338.SZ	潍柴动力	16.8000	1.3269	32209.22
6	000651.SZ	格力电器	41.8000	-0.1910	44346.87	000651.SZ	格力电器	41.8000	-0.1910	30398.14
7	601888.SH	中国中免	77.4100	-1.0355	43231.50	600519.SH	贵州茅台	1705.0000	-0.2341	29988.76

8	000001.SZ	平安银行	11.5500	1.4938	38126.07	600887.SH	伊利股份	29.1600	2.1008	28029.43
9	601600.SH	中国铝业	8.0700	-0.8600	36645.60	000002.SZ	万科A	9.1900	0.1089	27872.89
10	601318.SH	中国平安	45.4000	-0.1320	34959.76	300308.SZ	中际旭创	177.4300	0.3223	26900.92

港股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流入资金 (HKD, 万元)	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流出资金 (HKD, 万元)
1	3690.HK	美团-W	121.4000	-0.02096774	31690.77	0700.HK	腾讯控股	383.6000	-0.02886076	392847.33
2	2202.HK	万科企业	6.7500	-0.01171303	36482.68	2800.HK	盈富基金	无数据	无数据	185819.12
3	0941.HK	中国移动	73.8000	0E-8	41070.02	0883.HK	中国海洋石油	19.2200	-0.02238047	139530.43
4	0939.HK	建设银行	5.8700	-0.00508475	48700.05	3690.HK	美团-W	121.4000	-0.02096774	136541.70
5	1810.HK	小米集团-W	19.3000	-0.02917505	61464.88	1810.HK	小米集团-W	19.3000	-0.02917505	113474.44
6	1468.HK	京基金融国际	0.2060	0.08421053	73805.06	2015.HK	理想汽车-W	80.6500	-0.19269269	103438.34
7	3988.HK	中国银行	3.9600	0.01020408	123566.64	1468.HK	京基金融国际	0.2060	0.08421053	66412.04
8	0883.HK	中国海洋石油	19.2200	-0.02238047	134872.23	1024.HK	快手-W	56.9000	-0.03803888	34656.44
9	2015.HK	理想汽车-W	80.6500	-0.19269269	171370.72	0388.HK	香港交易所	285.2000	-0.03583502	34262.42
10	0700.HK	腾讯控股	383.6000	-0.02886076	309645.99	2202.HK	万科企业	6.7500	-0.01171303	32351.47

免责声明

分析师声明

作者保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032