

医药生物

报告日期：2023年05月13日

医改新变化，DRG/集采联动

——医药生物周跟踪 20230513

投资要点

□ 本周思考：首次 DRG 与带量采购联动，会带来哪些趋势性影响？

【事件】2023年5月10日，北京市医疗保障局发布《关于我市第一批 DRG 付费和带量采购政策联动采购方案征求意见的通知》，针对电生理、运动医学、神经介入等板块，首次将 DRG 与带量采购联动。

【思考】首次 DRG 与带量采购联动，影响或将双向强化

①价：我们认为 DRG 与带量采购联动，耗材降幅或更趋合理。DRG 限制费用极高病例与费用极低病例，单个病例在合理付费范围内波动，而且会逐年进行调整至合理水平，若耗材一次性降价过多，医院无法享受厂商较好服务，还会面临下一年 DRG 付费的调整。我们认为，在联动下，医院会更倾向于一个相对合理的价格，并留出部分创新器械的使用空间。同时，DRG 既兼顾了全国统一，又保留了地方的差异，我们认为，若 DRG 与带量采购联动全国推行，部分耗材带量采购放至省份，厂商或会有更强的议价能力，并根据各区域产品采购的类型不同形成差异化的定价。同样，反观本次 DRG 与耗材联动，电生理分类更加细化、降幅也更为合理。相对创新的产品如“磁定位压力感应治疗双弯导管-12 孔(不含 12 孔)以上”入门降幅仅 8% (获得 60% 的需求量)，达标降幅 13% (获得 90% 的需求量)；而竞品相对较多的产品，降幅在 30%-70% (最高有效申报价接近福建省最高有效申报价)。整体看来，降幅相对温和。我们认为，DRG 与带量采购联动，或将在耗材中标品类与价格界定上，呈现相辅相成、更加合理的趋势。

②量：强化标内份额，也留出创新产品空间。从填报总量上来看，《通知》要求“医疗机构结合临床使用状况、医疗技术进步等因素，从有意愿参加 DRG 联动采购的企业中选择产品，并填报每个产品未来一年的采购需求量，填报总量不得低于 2021 年实际采购量的 90%。”我们认为，首年 DRG 价位不做调整，而集采耗材价位下降，医疗机构为保障结余，或鼓励医疗机构强化标内耗材的使用。同时，对于 DRG 定价与医院等级也有一定相关性，对头部医院来讲，首年 DRG 价位不做调整，留出了标外创新器械的使用空间。

③企业：平台型企业/突破式创新的企业或有更好生存空间。我们认为，若 DRG 与带量采购联动推行，不同省份医保情况、DRG 支付、医院等级分布等均有自己的特异性，对耗材的选择或也不尽相同，产品种类完善、高中低端产品布局齐全，并有持续快速创新迭代能力的企业或将更具竞争优势，同时，DRG 与带量采购联动也为高难度手术、突破式创新留出空间，创新能力较强的企业或有更好的放量窗口期。

投资建议：我们认为完善的产品布局与持续的创新迭代能力是带量采购中企业的立足之本，推荐平台型企业/突破式创新的企业，推荐微创医疗、迈瑞医疗、微创脑科学、微电生理、心脉医疗、南微医学等，关注先健科技、归创通桥等。

风险提示：新品商业化不及预期；集采降幅不及预期；政策落地不及预期；市场竞争格局恶化等。

□ 行情复盘：除中药饮片外，均有较大回调

涨跌幅：本周医药板块跌幅 2.3%，跑输沪深 300 指数 0.3 个百分点，在所有行业中涨幅排名倒数第 10。2023 年以来中信医药指数累计跌幅 1.4%，跑输沪深 300

行业评级：看好(维持)

分析师：孙建
执业证书号：S1230520080006
02180105933
sunjian@stocke.com.cn

研究助理：司清蕊
siqingrui@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《内镜板块，上行周期》
2023.05.11
- 2 《资源品中药提价驱动再现》
2023.05.08
- 3 《鼎泰大额获融，安斯泰来扩眼科》 2023.05.08

指数 3.1 个百分点，在所有行业中排名倒数第 12。成交额：医药行业本周成交额为 3154 亿元，占全部 A 股总成交额比例为 6.1%，较前一周环比下降 1.8%，低于 2018 年以来的中枢水平（8.2%）。估值：截至 2023 年 5 月 13 日，医药板块整体估值（历史 TTM，整体法，剔除负值）为 28.1 倍，环比上升 1.99。医药行业相对沪深 300 的估值溢价率为 125%，环比下降 2.3pct，低于四年来中枢水平（174.0%）。沪港通&深港通持股：截至 2023 年 5 月 12 日，陆港通医药行业投资 1899 亿元，医药持股占陆港通总资金的 9.9%，医药北上资金环比下降 35 亿元。细分板块中，除中药（+9 亿元）环比流入外，其他板块均环比流出，其中医疗服务（-16 亿）、医疗器械（-14 亿）、化学制药（-14 亿）环比净流出较多。

细分板块分析：根据 Wind 中信医药分类看，本周医药子行业表现较为分化，除中药饮片（+4.4%）涨幅较大外，其他板块均有所下跌，其中化学制剂（-3.3%）、医药流通（-3.2%）、生物医药（-2.8%）、中成药（-2.4%）均有较大跌幅。根据浙商医药重点公司分类板块来看，本周各板块均有较大回调，其中科研服务（-4.4%）、API 及制剂出口（-4.3%）、医药商业（-4.1%）跌幅较大。具体看，科研服务板块泰坦科技（-14.3%）、皓元医药（-8.2%）；API 及制剂出口板块博瑞医药（-8.1%）、富祥药业（-6.2%）；医药商业板块国药股份（-7.2%）、老百姓（-6.4%）有较大跌幅；另外医疗器械板块微创机器人（-12.4%）、贝瑞基因（-11.4%）；CXO 板块普蕊斯（-11.8%）等也均有较大跌幅。根据 Wind 中信医药分类看，本周医药子行业表现较为分化，其中医药流通（+4.3%）、中成药（+2.5%）和化学制剂（+2.2%）涨幅较为明显。医疗服务（-3.7%）和生物医药（-1.0%）下调相对较多。

整体来看，医药估值和持仓仍处于历史低点，投资者在底部震荡中待医药板块催化，我们认为在医改持续深化的背景下，医疗服务价格改革、医保支付中对创新的持续鼓励（创新药、创新器械），2023 年度医药策略周期论角度，中药、疫后主线、配套产业链、创新药械处于疫情后复苏、政策周期消化、企业经营周期过渡的多周期共振阶段，可能成为未来投资主线。我们推荐预期底部、经营周期弹性体现的中药、先进制造产业链、创新产业链以及医疗硬科技方向。

□ 2023 年医药年度策略：拥抱新周期

疫情后复苏、政策周期消化、企业经营周期过渡，把握 2023 年医药新周期主线。

推荐方向：中药、创新药械及配套产业链（CXO/原料药）、疫后主线（防疫产品/药店/医疗服务/疫苗）等；

逻辑支撑：①疫情周期：防控措施持续优化带来诊疗量恢复；②政策周期：控费政策持续优化带来合理量价预期；③产品周期：创新药械产品持续迭代满足未及需求的量。

2023 年行业边际变化：后疫情、集采时代“量”的修复。疫情防控持续优化，新冠疫苗、新冠特效药、贴息等医疗新基建放量；卫健委、医保局等配套中医药传承创新的政策持续推进，联盟集采促进放量；仿制药集采、脊柱等高耗集采、续标政策规则延续科学、合理化；

中药：近期部分中药公司如东阿阿胶、康恩贝、同仁堂、天士力、健民集团、济川药业、康缘药业、葵花药业、华润三九等相继披露 2022 年年报或 2023Q1 经营情况，持续验证我们前期提出的中药新复苏逻辑，历史负债率低点、营运效率提升奠定了业绩可持续增长的重要基础。推荐：康恩贝、康缘药业、济川药业、羚锐制药、桂林三金，建议关注九芝堂、以岭药业、东阿阿胶等。

配套产业链：药明康德、凯莱英、泰格医药、百诚医药、九洲药业、康龙化成、诺唯赞、键凯科技、健友股份等。

创新药械：迈瑞医疗、澳华内镜、海泰新光、心脉医疗、奕瑞科技、复星医药、贝达药业、科济药业、君实生物等。

□ 风险提示

行业政策变动；疫情结束不及预期；研发进展不及预期。

表1: 盈利预测与估值

代码	重点公司	现价	EPS		PE		评级
		2023/5/13	2023E	2024E	2023E	2024E	
CXO							
603259.SH	药明康德	66.2	3.24	4.00	20	17	买入
300347.SZ	泰格医药	89.2	2.84	3.58	31	25	买入
002821.SZ	凯莱英	129.3	6.39	5.80	20	22	买入
300759.SZ	康龙化成	46.0	1.85	2.40	25	19	买入
300363.SZ	博腾股份	32.3	1.25	1.13	26	29	买入
603456.SH	九洲药业	31.1	1.46	1.92	21	16	买入
603127.SH	昭衍新药	47.1	2.15	2.51	22	19	买入
1521.HK	方达控股	2.18	0.01	0.02	13	11	买入
300725.SZ	药石科技	53.2	2.08	2.86	26	19	买入
688202.SH	美迪西	138.0	6.14	8.63	22	16	增持
688238.SH	和元生物	16.3	0.09	0.14	181	116	增持
301096.SZ	百诚医药	61.6	2.56	3.62	24	17	增持
原料药及仿制药							
000739.SZ	普洛药业	19.4	1.06	1.26	25	19	买入
300630.SZ	普利制药	19.2	1.12	1.34	17	14	增持
300702.SZ	天宇股份	26.1	0.45	0.90	58	29	增持
688513.SH	苑东生物	55.3	2.21	2.82	25	20	增持
002332.SZ	仙琚制药	14.8	0.72	0.90	20	16	买入
603229.SH	奥翔药业	22.4	0.70	0.91	32	25	增持
688166.SH	博瑞医药	21.1	0.75	0.91	28	23	增持
603520.SH	司太立	16.7	2.67	3.36	6	5	增持
688076.SH	诺泰生物	29.4	0.78	0.96	50	38	增持
605116.SH	奥锐特	24.9	0.67	0.82	48	39	增持
002099.SZ	海翔药业	7.7	0.25	0.33	38	28	增持
605507.SH	国邦医药	22.6	2.06	2.56	11	9	增持
002422.SZ	科伦药业	30.6	1.22	1.33	25	23	增持
000915.SZ	华特达因	36.6	2.97	3.69	12	10	增持
000963.SZ	华东医药	40.3	1.67	2.01	24	20	买入
000739.SZ	普洛药业	19.4	1.06	1.26	25	19	买入
制药上游							
688105.SH	诺唯赞	33.9	2.29	2.64	16	15	增持
688690.SH	纳微科技	42.0	1.04	1.46	57	40	增持
688179.SH	阿拉丁	32.0	0.92	1.22	35	26	增持
688133.SH	泰坦科技	108.2	2.70	3.86	40	28	增持
688356.SH	键凯科技	118.4	4.05	5.07	29	23	买入
605369.SH	拱东医疗	57.8	4.56	5.86	16	13	增持
300171.SZ	东富龙	23.2	1.98	2.56	18	14	增持
2155.HK	森松国际	8.2	0.72	0.89	11	9	买入
300358.SZ	楚天科技	15.1	1.41	1.62	11	9	增持
300813.SZ	泰林生物	27.3	1.21	1.64	37	29	买入
688139.SH	海尔生物	66.8	2.51	3.38	35	27	增持
688046.SH	药康生物	20.6	0.61	0.88	47	34	增持
688073.SH	毕得医药	115.4	3.04	4.11	38	28	增持

688137.SH	近岸蛋白	56.3	2.28	2.99	30	25	增持
创新药							
600196.SH	复星医药	31.0	2.04	2.39	14	12	买入
2171.HK	科济药业	11.7	-1.42	-1.65	-	-	增持
300558.SZ	贝达药业	65.2	0.98	1.56	67	42	买入
688180.SH	君实生物	51.3	-0.15	1.88	-	27	买入
2096.HK	先声药业	8.5	0.56	0.77	15	11	买入
医疗器械							
300760.SZ	迈瑞医疗	306.8	9.67	11.78	38	31	买入
300639.SZ	凯普生物	14.1	4.38	4.74	3	3	买入
688289.SH	圣湘生物	18.1	3.08	2.96	6	6	增持
603108.SH	润达医疗	12.3	0.94	1.17	18	13	买入
688575.SH	亚辉龙	16.4	0.91	1.00	8	7	增持
688029.SH	南微医学	89.8	2.47	3.33	36	27	增持
688301.SH	奕瑞科技	265.9	8.32	11.07	32	24	增持
002690.SZ	美亚光电	23.8	0.94	1.15	25	21	买入
688677.SH	海泰新光	92.0	2.69	3.73	34	25	增持
0853.HK	微创医疗	15.7	-0.14	-0.10	-	-	增持
2252.HK	微创机器人	20.1	-0.78	-0.46	-	-	增持
688351.SH	微电生理	19.3	0.03	0.09	-	-	增持
688016.SH	心脉医疗	166.1	6.19	7.68	27	22	增持
688580.SH	伟思医疗	69.6	2.36	3.18	29	22	增持
688626.SH	翔宇医疗	43.7	1.32	1.75	33	25	增持
688212.SH	澳华内镜	64.2	0.68	0.98	94	66	增持
688315.SH	诺禾致源	32.8	0.66	0.86	50	38	增持
002223.SZ	鱼跃医疗	32.5	1.88	2.20	17	15	增持
2172.HK	微创脑科学	12.9	0.24	0.32	54	40	增持
疫苗							
688185.SH	康希诺	93.5	0.94	1.94	99	48	增持
603392.SH	万泰生物	98.3	7.89	9.59	12	10	增持
300122.SZ	智飞生物	73.6	5.72	6.51	13	11	增持
300601.SZ	康泰生物	30.0	2.38	3.03	13	10	增持
300841.SZ	康华生物	83.5	9.07	11.80	9	7	增持
医药商业及新基建							
603883.SH	老百姓	33.4	1.75	2.18	19	15	增持
603939.SH	益丰药房	50.8	2.11	2.65	24	19	增持
603233.SH	大参林	33.4	1.43	1.82	23	18	增持
605186.SH	健麾信息	42.5	1.60	1.93	27	22	增持
医疗服务、中药							
600566.SH	济川药业	31.4	2.71	3.20	12	10	增持
600557.SH	康缘药业	28.2	0.98	1.25	29	23	增持
600285.SH	羚锐制药	16.2	0.98	1.16	17	14	增持
600572.SH	康恩贝	6.6	0.25	0.31	26	21	增持
002275.SZ	桂林三金	18.8	0.83	1.05	23	18	增持

资料来源: Wind, 浙商证券研究所;

注: 除方达控股、微创医疗股价为 HKD 外其余为 RMB, 除方达控股、微创医疗 EPS 单位为美元外, 其余为人民币。

正文目录

1 本周思考：首次 DRG 与带量采购联动，或将双向强化	8
1.1 DRG 发展历程：DRG 三年规划有序推进.....	8
1.2 DRG 与带量采购联动影响：或双向强化.....	9
1.2.1 价：DRG 与带量采购联动，价格降幅或将更加合理。	9
1.2.2 量：强化标内份额，也留出创新产品空间。	11
1.2.3 企业：产品完善或有突破式创新的企业或能更好生存	11
2 行情复盘：除中药饮片，均有所下调	12
2.1 医药行业行情：略有下调，跑输行业	13
2.2 医药子行业：除中药饮片外，均有所下跌.....	15
2.3 陆港通&港股通：医药持股占比下降	16
2.4 限售解禁&股权质押情况追踪	18
3 风险提示	19

图表目录

图 1: DRG 分组思路.....	9
图 2: DRG 付费标准测算流程.....	9
图 3: 本周医药板块（中信分类）和沪深 300 走势.....	13
图 4: 2023 年以来医药板块（中信分类）和沪深 300 走势.....	13
图 5: 本周各大行业涨跌幅（上：本周涨幅；下：年涨幅）.....	14
图 6: 2015 年以来医药行业成交额及其占 A 股市场总成交额比例.....	14
图 7: 2010 年以来医药行业估值及估值溢价率变化情况.....	15
图 8: 本周医药子板块涨跌幅（中信）.....	16
图 9: 本周医药子板块涨跌幅（浙商医药）.....	16
图 10: 2010 年以来医药子行业估值变化情况.....	16
图 11: 2017-2023.5.12 医药北上金额及占总北上资金比例.....	17
图 12: 2017-2023.5.12 医药股北上资金布局子行业.....	17
图 13: 2023.5.5-5.12 陆港通医药持股市值变动前后 5 名(亿元).....	17
图 14: 2023.5.12 陆港通医药股持股市值前 10 名(亿元).....	17
图 15: 2023.5.5-5.12 港股通医药股持股市值变动前后 5 名(亿元).....	17
图 16: 2023.5.12 港股通医药股持股市值前 10 名(亿元).....	17
图 17: 2023.5.12 陆港通医药股持股占比前 10 名(亿元).....	18
图 18: 2023.5.12 港股通医药股持股占比前 10 名(亿元).....	18
表 1: 盈利预测与估值.....	4
表 2: DRG 发展历程梳理.....	8
表 3: 产品谈判降幅及获量比例.....	10
表 4: 2023 年 5 月 8 日至 2023 年 6 月 9 日医药公司解禁限售股情况.....	18
表 5: 本周医药公司前三大股东股票质押比例变动.....	19

1 本周思考：首次 DRG 与带量采购联动，或将双向强化

2023 年 5 月 10 日，北京市医疗保障局发布《关于我市第一批 DRG 付费和带量采购政策联动采购方案征求意见的通知》（下文简称《通知》），针对电生理、运动医学、神经介入等板块，首次将 DRG 与带量采购联动。我们认为，DRG 与带量采购联动，或将形成双向强化。

1.1 DRG 发展历程：DRG 三年规划有序推进

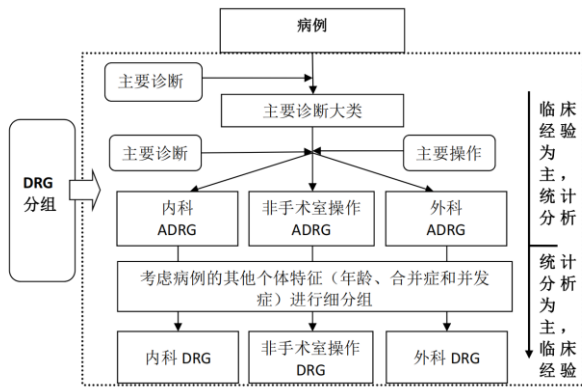
DRG 三年规划有序推进，至 2025 年底实现病种、医保基金全覆盖。 DRG 支付即按疾病诊断相关分组支付，即根据年龄、疾病诊断、合并症、并发症、治疗方式、病症严重程度及转归和资源消耗等因素，将患者分入若干诊断组进行管理的体系。保险机构不再根据病人在院的实际费用进行支付，而是按照病例所进入的 DRG 组的付费标准进行支付。以期减少药耗的过度使用、有效控制医疗费用的不合理增长。我国 DRG 国家试点 2019 年正式启动（30 个试点城市），2021 年 11 月，国家医保局《关于印发按疾病诊断相关分组（DRG）付费医疗保障经办管理规程（试行）的通知》，要求 2024 年底，全国所有统筹地区全部开展 DRG/DIP 付费方式改革工作；到 2025 年底，DRG/DIP 支付方式覆盖所有符合条件的开展住院服务的医疗机构，基本实现病种、医保基金全覆盖。

表2：DRG 发展历程梳理

时间	事件	事件意义/主要内容
2019 年 5 月	国家医保局召开疾病诊断相关分组（DRG）付费国家试点工作启动视频会议，公布 30 个试点城市名单。	要求试点工作按照“顶层设计、模拟运行、实际付费”分三年有序推进，DRG 国家试点正式启动
2019 年 10 月	国家医保局发布《关于印发疾病诊断相关分组（DRG）付费国家试点技术规范 and 分组方案的通知》国家医保局发布《关于印发 DRG/DIP 支付方式改革三年行动计划的通知》	对 DRG 分组的各项内容进行了规范；公布 DRG 付费工作的统一标准（CHS-DRG），包括了 26 个主要诊断大类，376 个核心 DRG，其中 167 个外科手术操作 ADRG 组、22 个非手术操作 ADRG 组和 187 个内科诊断 ADRG 组。
2019 年 12 月	国家医保局发布成立 DRG 支付全国协调工作组和 DRG 支付技术指导小组。	
2020 年 6 月	国家医保局发布《关于印发医疗保障疾病诊断相关分组（CHS-DRG）细分组方案（1.0 版）的通知》	DRG 付费的基本单元，共 618 组
2021 年 4 月	国家医保局发布《关于印发按疾病诊断相关分组（DRG）付费医疗保障经办管理规程（试行）的通知》	明确医疗保障经办机构规程
2021 年 11 月		从 2022 到 2024 年，全面完成 DRG/DIP 付费方式改革任务。到 2024 年底，全国所有统筹地区全部开展 DRG/DIP 付费方式改革工作；到 2025 年底，DRG/DIP 支付方式覆盖所有符合条件的开展住院服务的医疗机构，基本实现病种、医保基金全覆盖。
2021 年 12 月	30 个 DRG 试点城市相继进入实际支付阶段，首届中国 CHS-DRG/DIP 支付大会在京召开。	
2022 年 4 月	国家医保局发布《关于做好支付方式管理子系统 DRG/DIP 功能模块使用衔接工作的通知》	依托全国统一的医保信息平台开发了 DRG/DIP 功能模块基础版，要求 2022 年 11 月底前，实现 DRG/DIP 功能模块在全国落地应用。
2023 年 3 月	国家医保局发布《2022 年医疗保障事业发展统计快报》	2022 年，206 个统筹地区实现 DRG/DIP 支付方式改革实际付费。实际付费地区中，按 DRG/DIP 付费的定点医疗机构达到 52%，病种覆盖范围达到 78%，按 DRG/DIP 付费的医保基金支出占统筹地区内医保基金住院支出比例达到 77%。

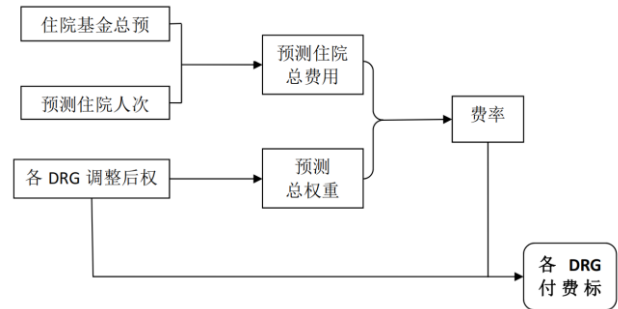
资料来源：国家医保局官网，浙商证券研究所

图1: DRG 分组思路



资料来源: 国家医保局, 浙商证券研究所

图2: DRG 付费标准测算流程



资料来源: 国家医保局, 浙商证券研究所

1.2 DRG 与带量采购联动影响: 或双向强化

2023 年 5 月 10 日, 北京市医疗保障局针对电生理、运动医学、神经介入等板块, 首次将 DRG 与带量采购联动。拆分 DRG 与带量采购间的关系, 我们认为, 二者或将相辅相成、形成双向强化。

1.2.1 价: DRG 与带量采购联动, 价格降幅或将更加合理。

首先我们先来简述下 DRG 的付费的几个相关特点:

- (1) **付费拆分:** DRG 付费作业成本法将住院费用按“医疗”“护理”“医技”“药耗(药品耗材)”“管理”分为 5 类, 以期形成更合理的服务费用, 减少不合理的药耗使用, 降低药耗占比。
- (2) **付费上限与下限:** 住院总费用高于 DRG 支付标准规定倍数的(一般规定三级医院超过 3 倍, 二级医院超过 2 倍, 各地可自行规定), 定义为费用极高病例, 可按照按项目付费方式进行结算。但超高结算人次不得超出当期本院出院人次 5%; 住院总费用低于 DRG 支付标准规定倍数的(一般规定为 30%, 各地可自行规定), 定义为费用极低病例, 同样按项目付费方式结算。即超高结算人次过多, 则超出部分按照 DRG 计算, 医院亏损; 超低病例过多, 医院同样无法享有结余。
- (3) **首年不降支付标准:**《通知》指出, 首年不因产品降价而降低病组支付标准, 并根据产品是否参与 DRG 联动采购、谈判降幅和任务量完成等情况, 通过不同 DRG 结余比例奖励政策, 与医疗机构共享结余。

问题思考:

- (1) **DRG 与耗材带量采购联动, 医疗机构会不会为了更多结余一味压低耗材价格或者更倾向使用低价产品?**

我们认为 DRG 与带量采购联动, 耗材降幅或更趋合理。原因分析如下: 如上文付费上限与下限所述, 单个病例在合理付费范围内波动, 而且会逐年进行调整至合理水平, 若耗材一次性降价过多, 医院无法享受厂商良好服务, 还会面临下一年 DRG 付费的调整。我们认为, 在联动下, 医院会更倾向于一个相对合理的价格, 并留出部分创新器械的使用空间。同时, DRG 既兼顾了全国统一, 又保留了地方的差异, 我们认为, 若 DRG 与带量采购联动全国推行, 部分耗材带量采购放至省份, 厂商或会有更强的议价能力, 并根据各

区域产品采购的类型不同形成差异化的定价。同样，反观本次 DRG 与耗材联动，电生理分类更加细化、降幅也更为合理。相对创新的产品如“磁定位压力感应治疗双弯导管-12 孔(不含 12 孔)以上”入门降幅仅 8% (获得 60% 的需求量)，达标降幅 13% (获得 90% 的需求量)；而竞品相对较多的产品，降幅在 30%-70% (最高有效申报价接近福建省最高有效申报价)。整体看来，降幅相对温和。我们认为，DRG 与带量采购联动，或将在耗材中标品类与价格界定上，呈现相辅相成、更加合理的趋势。

表3： 产品谈判降幅及获量比例

耗材类别	谈判分组	最高有效报 价(元)	27 省集采最高 有效申报价(元)	入门降幅	达标降幅	入门获得需 求量比例	达标获得需 求量比例	不带量 降幅
	磁定位环形诊断导管-固定直径	17617		30%	50%	60%	90%	-
	磁定位环形诊断导管-可变直径	30475	18000	30%	40%	60%	90%	-
	磁定位压力感应治疗单弯导管-12 孔(不含 12 孔)以上	32505		10%	20%	60%	90%	-
	磁定位压力感应治疗单弯导管-12 孔及以下	25434		30%	40%	60%	90%	-
	磁定位压力感应治疗双弯导管-12 孔及以下	25434	28000	15%	25%	60%	90%	-
	磁定位压力感应治疗双弯导管-12 孔(不含 12 孔)以上	32505		8%	13%	60%	90%	-
	磁定位异/星形诊断导管-不等间距电极	26112		15%	25%	60%	90%	-
	磁定位异/星形诊断导管-等间距电极	28000	25000	10%	12%	60%	90%	-
	电定位环形诊断导管-固定直径	9700		45%	55%	60%	90%	-
	电定位环形诊断导管-可调直径	12740	11000	15%	18%	60%	90%	-
	电定位环形诊断导管-冷冻配套	18693	23000	50%	75%	60%	90%	-
	电生理导管鞘(房间隔穿刺鞘)-固定弯	1743	1600	40%	60%	60%	90%	-
	电生理导管鞘(房间隔穿刺鞘)-可调弯	10114	9500	40%	50%	60%	90%	-
	房间隔穿刺针	3896	3400	45%	60%	60%	90%	-
电生理	非压力感应治疗导管-磁定位-非冷盐水	18762	15000	50%	60%	60%	90%	-
	非压力感应治疗导管-磁定位-冷盐水-12 孔(不含 12 孔)以下-单弯	21054		40%	50%	60%	90%	-
	非压力感应治疗导管-磁定位-冷盐水-12 孔(不含 12 孔)以下-双弯	23558		18%	45%	60%	90%	-
	非压力感应治疗导管-磁定位-冷盐水-12 孔(不含 12 孔)以上-单弯	21054	20000	9%	50%	60%	90%	-
	非压力感应治疗导管-磁定位-冷盐水-12 孔(不含 12 孔)以上-双弯	21054		35%	45%	60%	90%	-
	非压力感应治疗导管-电定位-非冷盐水-双弯	11300		20%	60%	60%	90%	-
	非压力感应治疗导管-电定位-非冷盐水-单弯	7950	9000	30%	40%	60%	90%	-
	非压力感应治疗导管-电定位-冷盐水-渗透	23851		55%	65%	60%	90%	-
	非压力感应治疗导管-电定位-冷盐水-直流	12200	18000	20%	30%	60%	90%	-
	冷冻导管鞘	8687	8000	30%	50%	60%	90%	-
	冷冻治疗导管	16200		20%	30%	60%	90%	-
	冷冻治疗导管-球囊	37123	28000	30%	40%	60%	90%	-
	灌注管路	770	800	35%	45%	60%	90%	-
	三维标测导航体表电极片-电定位	9246		50%	70%	60%	90%	-
	三维标测导航体表电极片-磁定位	9246	8000	30%	40%	60%	90%	-

	三维标测导航体表电极片-磁电定位	9246		20%	30%	60%	90%	-
	线形标测诊断导管-10极及以上标测-固定弯	4005	3500	45%	55%	60%	90%	-
	线形标测诊断导管-10极及以上标测-可调弯-电定位	5781		45%	55%	60%	90%	-
	线形标测诊断导管-10极及以上标测-可调弯-磁定位	5781	5300	30%	40%	60%	90%	-
	线形标测诊断导管-10极及以上标测-可调弯-双向可调	13000	/	50%	60%	60%	90%	-
	线形标测诊断导管-2极标测-固定弯	1088	1100	35%	45%	60%	90%	-
	线形标测诊断导管-4-10极(不含10极)标测-固定弯	2740	2400	45%	55%	60%	90%	-
	线形标测诊断导管-4-10极(不含10极)标测-可调弯	4200	4200	40%	50%	60%	90%	-
	心内超声导管-8F-二维	29000		30%	50%	60%	90%	-
	心内超声导管-8F-三维	29000		15%	25%	60%	90%	-
	心内超声导管-10F	19000	19000	15%	25%	60%	90%	-
	心内超声导管-9F-二维	29000		30%	50%	60%	90%	-
	电定位压力感应治疗导管	29760	28000	50%	60%	60%	90%	-
	钛合金	6767	/	40%	50%	60%	90%	-
运动医学	聚醚醚酮(PEEK)	7938	/	40%	50%	60%	90%	-
	复合材料	9119	/	40%	50%	60%	90%	-
	裸支架	40871	/	25%	35%	60%	90%	-
神经介入	裸支架-基础组	24090	/	20%	30%	60%	90%	-
	覆膜支架	118500	/	—				20%
	血流导向密网支架	155835	/	15%	30%	60%	90%	-

资料来源：北京市医疗保障局，福建省医疗保障局，浙商证券研究所

(2) DRG 与带量采购联动执行一年后，耗材会不会进一步降价？

我们认为，更多或为合理的动态调整。《通知》支出，本次联动采购周期1年，采购周期内若同类产品纳入国家组织集中带量采购，按要求执行国家带量采购结果，如有其他省级（省际联盟）同类产品集中带量中选结果产生，则就低联动执行（福建省牵头的电生理27省集采，采购周期2年）。我们认为，在经过一年的供货后，创新产品种类、供货结构或也将有所调整，从而形成 DRG 与带量采购联动下产品类型与价格的合理动态调整。

1.2.2 量：强化标内份额，也留出创新产品空间。

强化标内份额，也留出创新产品空间。从填报总量上来看，《通知》要求“医疗机构结合临床使用状况、医疗技术进步等因素，从有意愿参加 DRG 联动采购的企业中选择产品，并填报每个产品未来一年的采购需求量，填报总量不得低于 2021 年实际采购量的 90%。”我们认为，首年 DRG 价位不做调整，而集采耗材价位下降，医疗机构为保障结余，或鼓励医疗机构强化标内耗材的使用。同时，对于 DRG 定价与医院等级也有一定相关性，对头部医院来讲，首年 DRG 价位不做调整，留出了标外创新器械的使用空间。

1.2.3 企业：产品完善或有突破式创新的企业或能更好生存

平台型企业/突破式创新的企业或有更好生存空间。我们认为，若 DRG 与带量采购联动推行，不同省份医保情况、DRG 支付、医院等级分布等均有自己的特异性，对耗材的选择或也不尽相同，产品种类完善、高中低端产品布局齐全，并有持续快速创新迭代能力的企业

或将更具竞争优势，同时，DRG 与带量采购联动也为高难度手术、突破式创新留出空间，创新能力较强的企业或有更好的放量窗口期。

综上，我们认为 DRG 与带量采购联动，或将增加标内份额强化带量采购结果，同时价位降幅更加合理化，促进 DRG 更好落地，而无论是 DRG 还是带量采购控费中，平台型企业/突破式创新的企业都或有更好生存空间。

投资建议：我们认为完善的产品布局与持续的创新迭代能力是带量采购中企业的立足之本，推荐平台型企业/突破式创新的企业，推荐微创医疗、迈瑞医疗、微创脑科学、微电生理、心脉医疗、南微医学等，关注先健科技、归创通桥等。

风险提示：新品商业化不及预期；集采降幅不及预期；政策落地不及预期；市场竞争格局恶化等。

2 行情复盘：除中药饮片，均有所下调

涨跌幅：本周医药板块跌幅 2.3%，跑输沪深 300 指数 0.3 个百分点，在所有行业中涨幅排名倒数第 10。2023 年以来中信医药指数累计跌幅 1.4%，跑输沪深 300 指数 3.1 个百分点，在所有行业中排名倒数第 12。**成交额：**医药行业本周成交额为 3154 亿元，占全部 A 股总成交额比例为 6.1%，较前一周环比下降 1.8%，低于 2018 年以来的中枢水平（8.2%）。**估值：**截至 2023 年 5 月 13 日，医药板块整体估值（历史 TTM，整体法，剔除负值）为 28.1 倍，环比上升 1.99。医药行业相对沪深 300 的估值溢价率为 125%，环比下降 2.3pct，低于四年以来中枢水平（174.0%）。**沪港通&深港通持股：**截至 2023 年 5 月 12 日，陆港通医药行业投资 1899 亿元，医药持股占陆港通总资金的 9.9%，医药北上资金环比下降 35 亿元。细分板块中，除中药（+9 亿元）环比流入外，其他板块均环比流出，其中医疗服务（-16 亿）、医疗器械（-14 亿）、化学制药（-14 亿）环比净流出较多。

细分板块涨跌幅分析：根据 Wind 中信医药分类看，本周医药子行业表现较为分化，除中药饮片（+4.4%）涨幅较大外，其他板块均有所下跌，其中化学制剂（-3.3%）、医药流通（-3.2%）、生物医药（-2.8%）、中成药（-2.4%）均有较大跌幅。

根据浙商医药重点公司分类板块来看，本周各板块均有较大回调，其中科研服务（-4.4%）、API 及制剂出口（-4.3%）、医药商业（-4.1%）跌幅较大。具体看，科研服务板块泰坦科技（-14.3%）、皓元医药（-8.2%）；API 及制剂出口板块博瑞医药（-8.1%）、富祥药业（-6.2%）；医药商业板块国药股份（-7.2%）、老百姓（-6.4%）有较大跌幅；另外医疗器械板块微创机器人（-12.4%）、贝瑞基因（-11.4%）；CXO 板块普蕊斯（-11.8%）等也均有较大跌幅。

整体来看，医药估值和持仓仍处于历史低点，投资者在底部震荡中待医药板块催化，我们认为在医改持续深化的背景下，医疗服务价格改革、医保支付中对创新的持续鼓励（创新药、创新器械），2023 年度医药策略周期论角度，中药、疫后主线、配套产业链、创新药械处于疫情后复苏、政策周期消化、企业经营周期过渡的多周期共振阶段，可能成为未来投资主线。我们推荐预期底部、经营周期弹性体现的中药、先进制造产业链、创新产业链以及医疗硬科技方向。

2023 年医药年度策略：拥抱新周期

疫情后复苏、政策周期消化、企业经营周期过渡，把握 2023 年医药新周期主线。

推荐方向：中药、创新药械及配套产业链（CXO/原料药）、疫后主线（防疫产品/药店/医疗服务/疫苗）等；

逻辑支撑: ①**疫情周期:** 防控措施持续优化带来诊疗量恢复; ②**政策周期:** 控费政策持续优化带来合理量价预期; ③**产品周期:** 创新药械产品持续迭代满足未及需求的量。

2023 年行业边际变化: 后集采时代“量”的修复。疫情防控持续优化, 新冠疫苗、新冠特效药、贴息等医疗新基建放量; 卫健委、医保局等配套中医药传承创新的政策持续推进, 联盟集采促进放量; 仿制药集采、脊柱等高耗集采、续标政策规则延续科学、合理化;

中药: 近期部分中药公司如东阿阿胶、康恩贝、同仁堂、天士力、健民集团、济川药业、康缘药业、葵花药业、华润三九等相继披露 2022 年年报或 2023Q1 经营情况, 持续验证我们前期提出的中药新复苏逻辑, 历史负债率低点、营运效率提升奠定了业绩可持续增长的重要基础。推荐: 康恩贝、康缘药业、济川药业、羚锐制药、桂林三金, 建议关注九芝堂、以岭药业、东阿阿胶等。

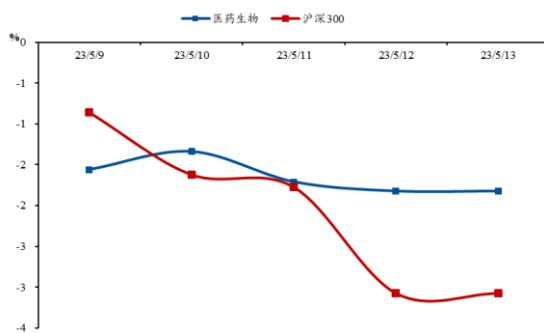
配套产业链: 药明康德、凯莱英、泰格医药、百诚医药、九洲药业、康龙化成、诺唯赞、键凯科技、健友股份等。

创新药械: 迈瑞医疗、澳华内镜、海泰新光、心脉医疗、奕瑞科技、复星医药、贝达药业、科济药业、君实生物等。

2.1 医药行业行情: 略有下调, 跑输行业

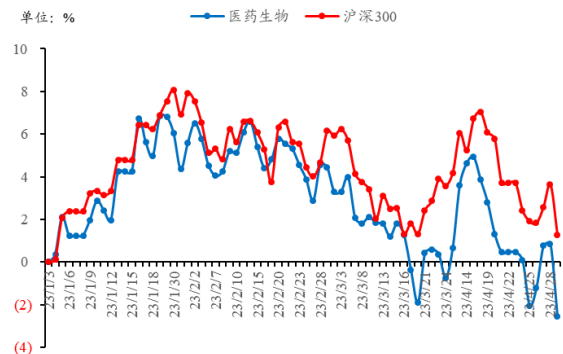
本周医药板块跌幅 2.3%, 跑输沪深 300 指数 0.3 个百分点, 在所有行业中涨幅排名倒数第 10。2023 年以来中信医药指数累计跌幅 1.4%, 跑输沪深 300 指数 3.1 个百分点, 在所有行业中排名倒数第 12。

图3: 本周医药板块(中信分类)和沪深300走势



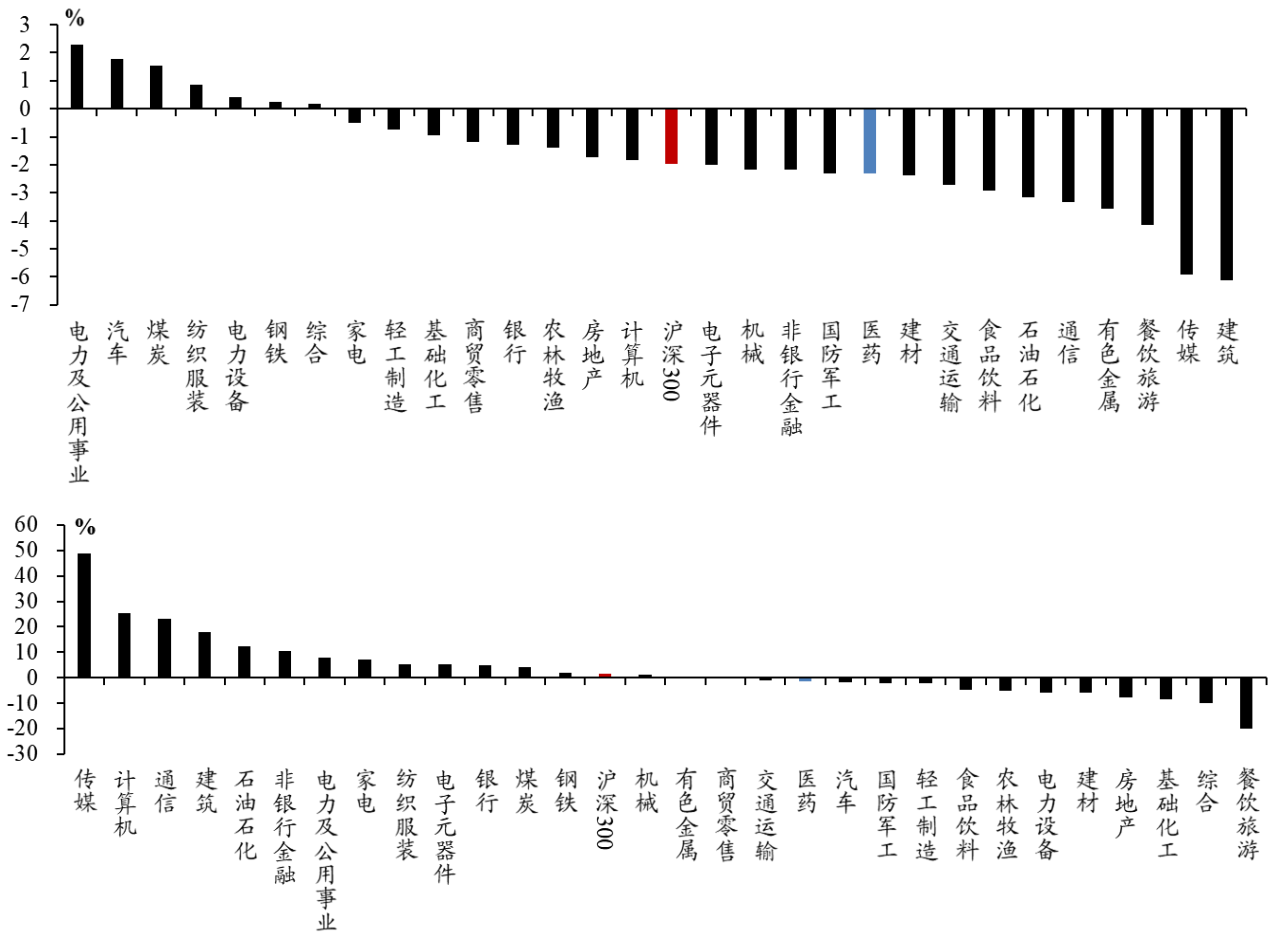
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图4: 2023 年以来医药板块(中信分类)和沪深300走势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

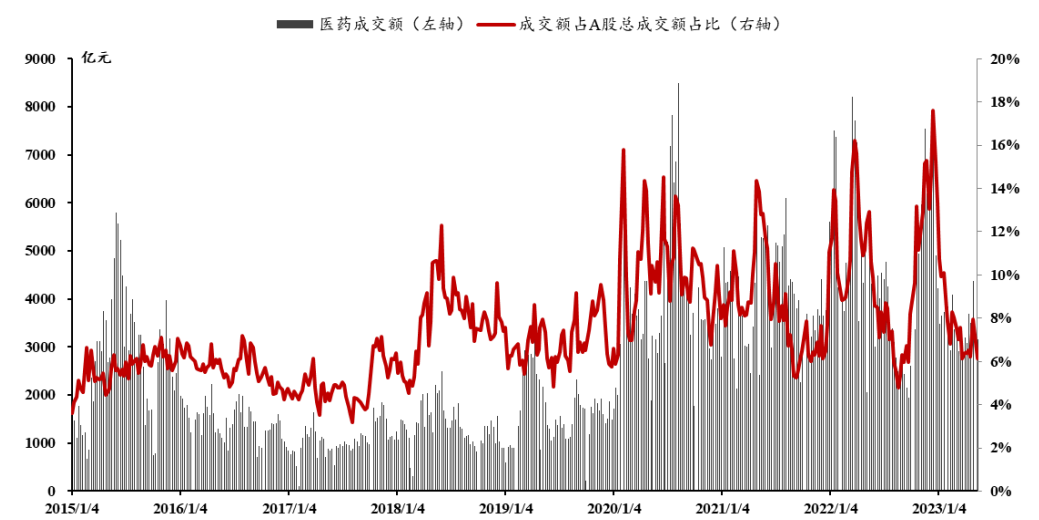
图5： 本周各大行业涨跌幅（上：本周涨幅；下：年涨幅）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

成交额环比下降。医药行业本周成交额为 3154 亿元，占全部 A 股总成交额比例为 6.1%，较前一周环比下降 1.8%，低于 2018 年以来的中枢水平（8.2%）。

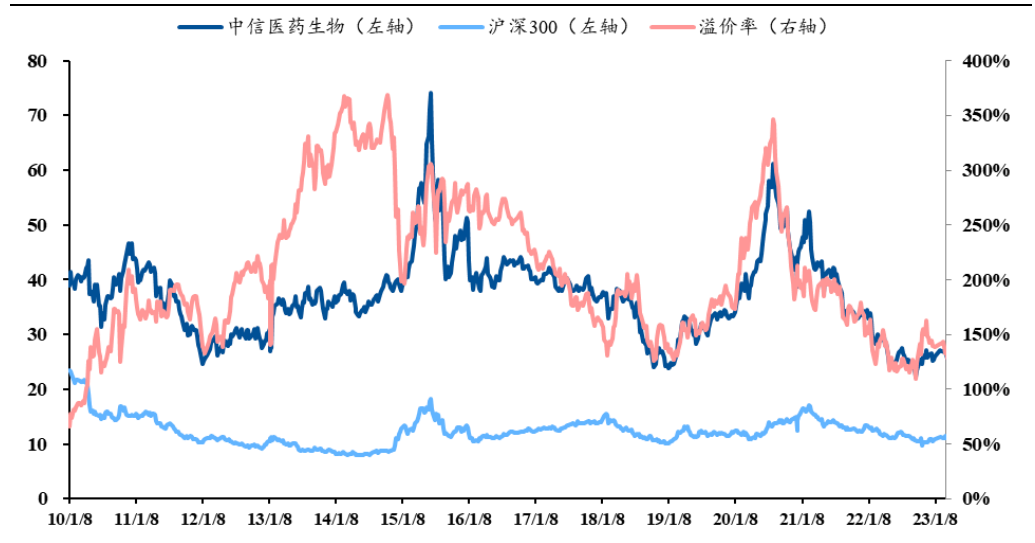
图6： 2015 年以来医药行业成交额及其占 A 股市场总成交额比例



资料来源：Wind，浙商证券研究所

截至 2023 年 5 月 13 日，医药板块整体估值（历史 TTM，整体法，剔除负值）为 28.1 倍，环比上升 1.99。医药行业相对沪深 300 的估值溢价率为 125%，环比下降 2.3pct，低于四年来中枢水平（174.0%）。

图7： 2010 年以来医药行业估值及估值溢价率变化情况



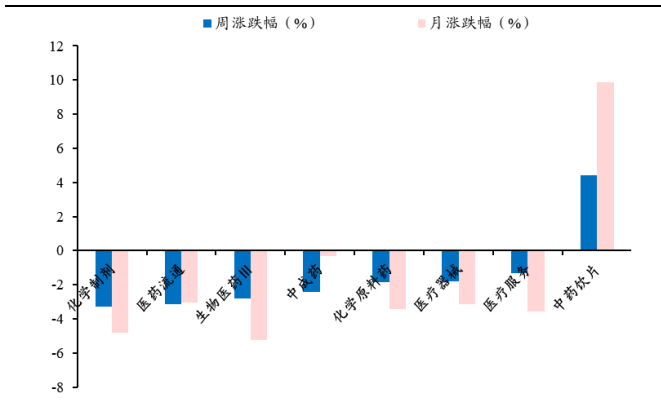
资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.2 医药子行业：除中药饮片外，均有所下跌

根据 Wind 中信医药分类看，本周医药子行业表现较为分化，除中药饮片（+4.4%）涨幅较大外，其他板块均有所下跌，其中化学制剂（-3.3%）、医药流通（-3.2%）、生物医药（-2.8%）、中成药（-2.4%）均有较大跌幅。

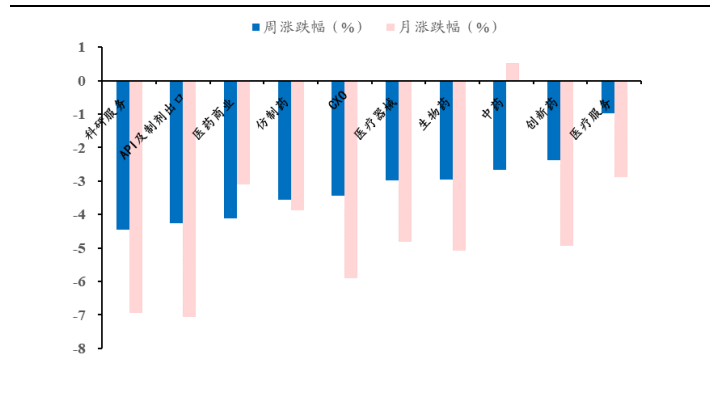
根据浙商医药重点公司分类板块来看，本周各板块均有较大回调，其中科研服务（-4.4%）、API 及制剂出口（-4.3%）、医药商业（-4.1%）跌幅较大。具体看，科研服务板块泰坦科技（-14.3%）、皓元医药（-8.2%）；API 及制剂出口板块博瑞医药（-8.1%）、富祥药业（-6.2%）；医药商业板块国药股份（-7.2%）、老百姓（-6.4%）有较大跌幅；另外医疗器械板块微创机器人（-12.4%）、贝瑞基因（-11.4%）；CXO 板块普蕊斯（-11.8%）等也均有较大跌幅。整体来看，医药估值和持仓仍处于历史低点，投资者在底部震荡中待医药板块催化，我们认为在医改持续深化的背景下，医疗服务价格改革、医保支付中对创新的持续鼓励（创新药、创新器械），2023 年度医药策略周期论角度，中药、疫后主线、配套产业链、创新药械处于疫情后复苏、政策周期消化、企业经营周期过渡的多周期共振阶段，可能成为未来投资主线。我们推荐预期底部、经营周期弹性体现的中药、先进制造产业链、创新产业链以及医疗硬科技方向。

图8: 本周医药子板块涨跌幅(中信)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

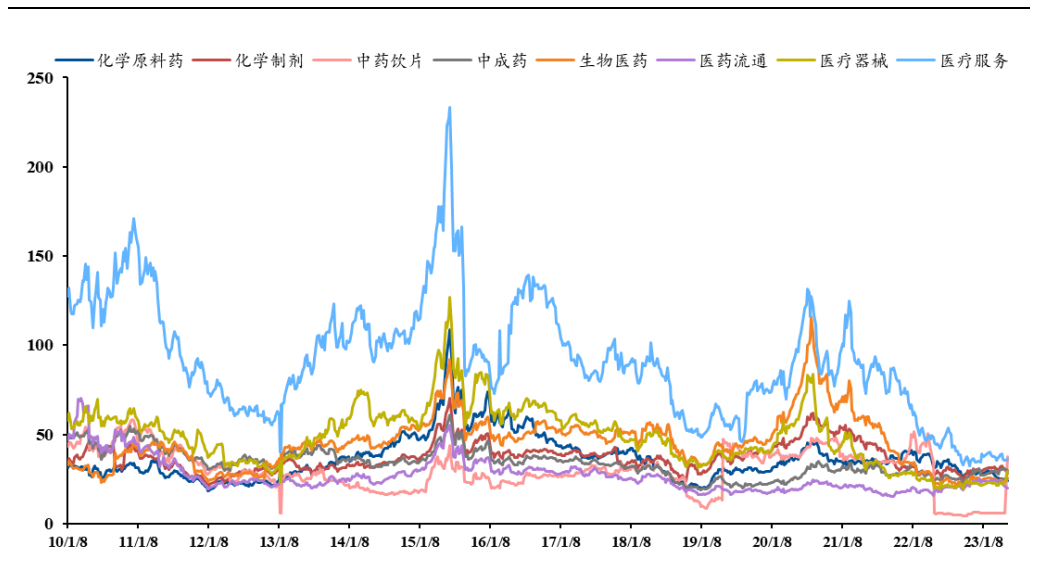
图9: 本周医药子板块涨跌幅(浙商医药)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所 (以上为浙商医药重点公司汇总)

估值: 据 Wind 中信医药分类, 本周医药子板块中药饮片 (+31.8) 估值提升较多, 主要为 ST 康美由盈转亏, 剔除负值不再纳入统计。其他医疗器械 (+5.58)、生物医药 (+1.67) 和医疗服务 (+0.29) PE 估值环比有所提升, 其他版块均环比下降, 其中化学制剂 (-1.78)、医药流通 (-1.04) 下降相对较多。截至 2023 年 5 月 13 日, 估值排名前三的板块为中药饮片、医疗服务和中成药, 市盈率分别为 37.5 倍、35.9 倍、30.0 倍。

图10: 2010 年以来医药子行业估值变化情况

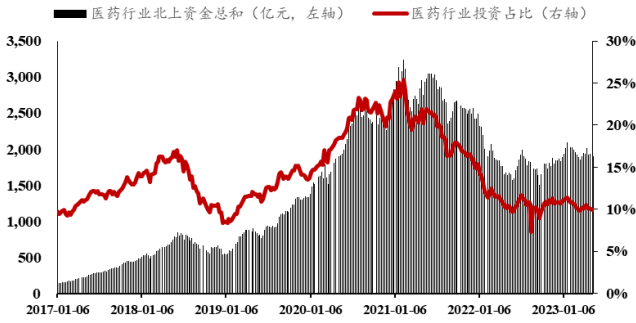


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2.3 陆港通&港股通: 医药持股占比下降

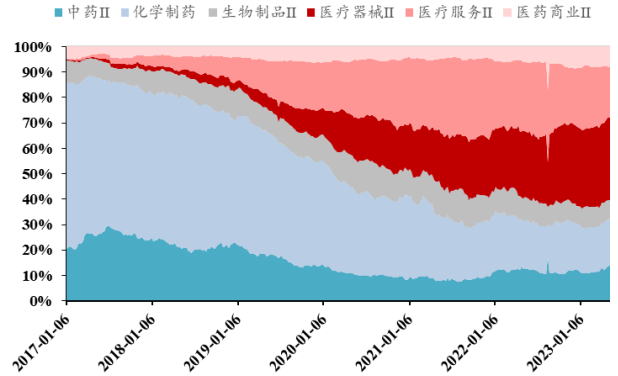
截至 2023 年 5 月 12 日, 陆港通医药行业投资 1899 亿元, 医药持股占陆港通总资金的 9.9%, 医药北上资金环比下降 35 亿元。细分板块中, 除中药 (+9 亿元) 环比流入外, 其他板块均环比流出, 其中医疗服务 (-16 亿)、医疗器械 (-14 亿)、化学制药 (-14 亿) 环比净流出较多。

图11: 2017-2023.5.12 医药北上金额及占总北上资金比例



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

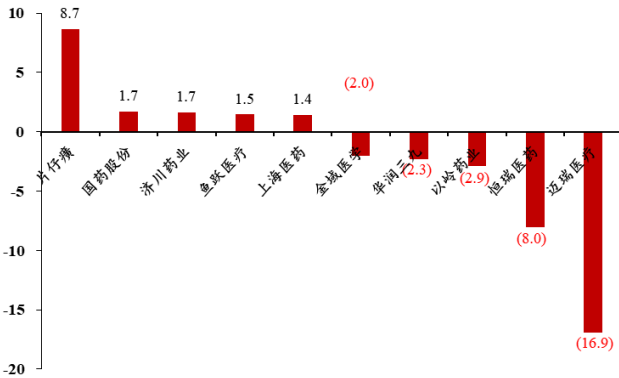
图12: 2017-2023.5.12 医药股北上资金布局子行业



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

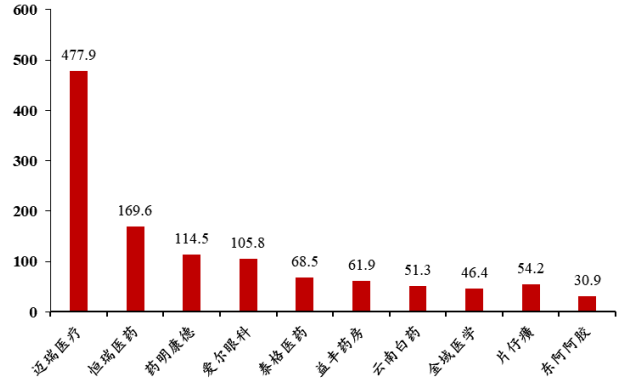
具体持仓标的上, 2023年5月5日至5月12日陆港通医药标的市值增长前5名分别为片仔癀、国药股份、济川药业、鱼跃医疗、上海医药, 市值变动后5名分别为迈瑞医疗、恒瑞医药、以岭药业、华润三九、金域医学。港股通医药标的市值增长前5名分别为联邦制药、同仁堂国药、白云山、山东新华制药股份、神威药业, 市值变动后5名分别为金斯瑞生物科技、药明生物、微创医疗、中国中药、阿里健康。

图13: 2023.5.5-5.12 陆港通医药持股市值变动前后5名(亿元)



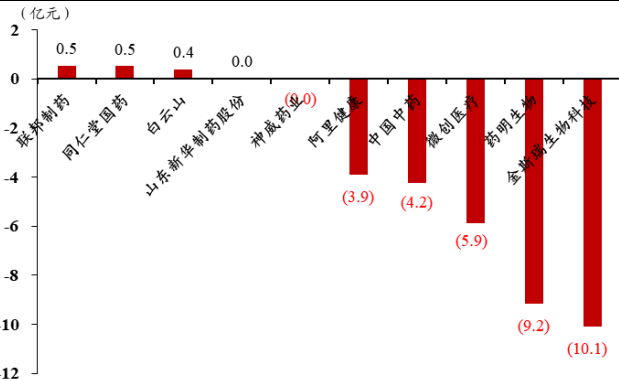
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图14: 2023.5.12 陆港通医药股持股市值前10名(亿元)



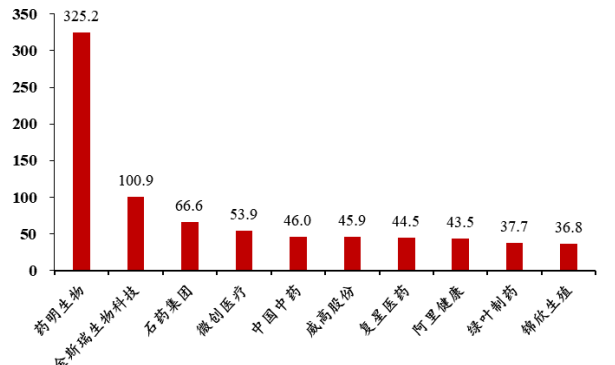
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图15: 2023.5.5-5.12 港股通医药股持股市值变动前后5名(亿元)



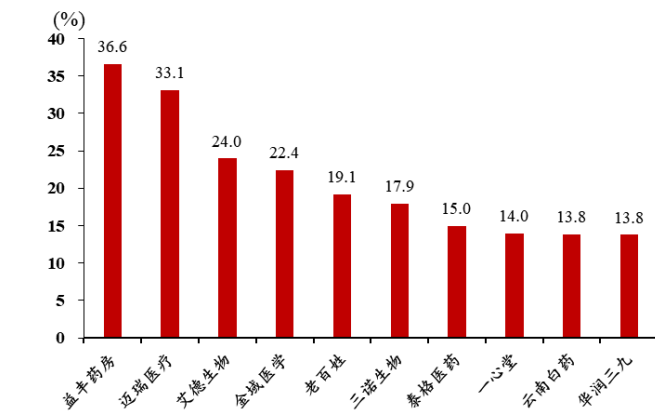
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图16: 2023.5.12 港股通医药股持股市值前10名(亿元)



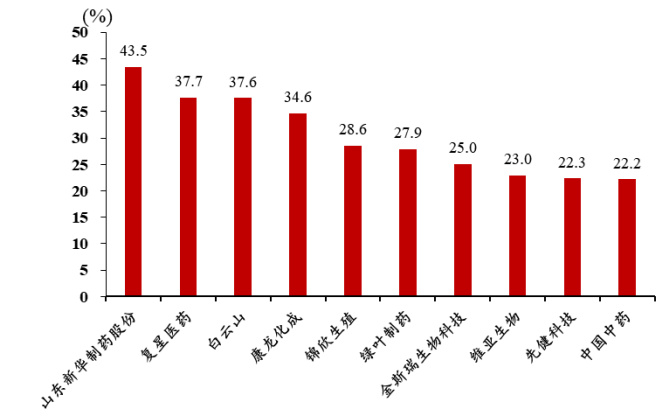
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图17: 2023.5.12 陆股通医药股持股占比前10名(亿元)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图18: 2023.5.12 港股通医药股持股占比前10名(亿元)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2.4 限售解禁&股权质押情况追踪

近一个月来限售股解禁及股权质押情况变化: 关注基本面因素外可能影响股价流动性和交易配置的因素。2023年5月8日至2023年6月9日, 共有39家医药上市公司发生或即将发生限售股解禁, 其中新产业、吉贝尔、普蕊斯等公司涉及解禁股份占总股本比例较高。在股权质押方面, 贝达药业、北陆药业等公司第一大股东股权质押比例下降较多。

表4: 2023年5月8日至2023年6月9日医药公司解禁限售股情况

代码	简称	解禁日期	解禁数量 (万股)	解禁股本占总股本比例 (%)	解禁市值(万元)	解禁收益率 (%)
603259.SH	药明康德	2023-05-08	13.13	0.00	889.35	
301267.SZ	华夏眼科	2023-05-08	366.37	0.65	28,005.10	50.24
000756.SZ	新华制药	2023-05-09	24.09	0.04	537.69	
688202.SH	美迪西	2023-05-09	1,898.61	21.82	260,356.24	
002693.SZ	双成药业	2023-05-10	50.40	0.12	311.47	
688520.SH	神州细胞-U	2023-05-10	793.09	1.78	48,616.37	26.84
300633.SZ	开立医疗	2023-05-10	279.10	0.65	14,298.50	
688366.SH	昊海生科	2023-05-11	59.29	0.34	5,466.89	
301230.SZ	泓博医药	2023-05-11	89.69	1.17	5,292.43	47.53
300832.SZ	新产业	2023-05-12	49,493.02	62.96	2,629,069.43	
300622.SZ	博士眼镜	2023-05-12	7.50	0.04	182.33	
600216.SH	浙江医药	2023-05-12	333.73	0.35	3,861.20	
688321.SH	微芯生物	2023-05-12	16.61	0.04	374.20	
300759.SZ	康龙化成	2023-05-15	159.95	0.13	7,359.35	
600488.SH	津药药业	2023-05-15	223.80	0.20	1,342.80	
301277.SZ	新天地	2023-05-16	258.18	1.29	5,254.05	-24.63
603439.SH	贵州三力	2023-05-17	101.60	0.25	1,697.74	
301257.SZ	普蕊斯	2023-05-17	2,079.91	34.11	143,555.32	
605369.SH	拱东医疗	2023-05-17	1.05	0.01	60.73	
688505.SH	复旦张江	2023-05-17	757.21	0.73	7,011.76	
688575.SH	亚辉龙	2023-05-17	287.00	0.51	4,715.41	11.01
688217.SH	睿昂基因	2023-05-17	69.50	1.25	2,834.91	121.44
688566.SH	吉贝尔	2023-05-18	10,620.62	56.81	295,359.44	

688314.SH	康拓医疗	2023-05-18	101.57	1.25	3,576.28	103.06
600200.SH	江苏吴中	2023-05-18	129.36	0.18	992.19	
688076.SH	诺泰生物	2023-05-22	256.90	1.21	7,545.28	88.63
688613.SH	奥精医疗	2023-05-22	166.67	1.25	4,021.67	46.87
600529.SH	山东药玻	2023-05-24	6,864.64	10.34	161,662.19	-13.39
600976.SH	健民集团	2023-05-24	53.12	0.35	3,588.26	
688276.SH	百克生物	2023-05-26	616.84	1.49	41,464.29	
688166.SH	博瑞医药	2023-05-29	1,246.50	2.95	26,263.68	15.90
301290.SZ	东星医疗	2023-05-30	127.78	1.28	4,045.37	-28.19
870199.BJ	倍益康	2023-06-01	316.40	4.65	4,711.20	-53.18
688180.SH	君实生物-U	2023-06-02	7,000.00	7.10	358,890.00	-4.97
688117.SH	圣诺生物	2023-06-05	100.00	1.25	3,138.00	75.31
430300.BJ	辰光医疗	2023-06-07	300.00	3.49	1,827.00	1.50
688319.SH	欧林生物	2023-06-08	202.65	0.50	3,963.83	97.98
688131.SH	皓元医药	2023-06-08	104.16	0.97	10,829.52	59.98
833230.BJ	欧康医药	2023-06-09	320.23	4.23	2,962.15	-27.73

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表5: 本周医药公司前三大股东股票质押比例变动

公司简称	第一大股东质押比例变化	第二大股东质押比例变化	第三大股东质押比例变化
贝达药业	-4.2	0.0	0.0
北陆药业	-5.8	0.0	0.0
海特生物	0.0	15.7	0.0
欧普康视	0.0	1.9	0.0
东阳光	0.0	0.9	0.0
海思科	0.0	-3.4	0.0
吉药控股	0.0	-100.0	-99.9
九州通	0.0	0.0	-21.3

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

3 风险提示

行业政策变动; 疫情结束不及预期; 研发进展不及预期。

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>