医药生物

报告日期：2022 年 12 月 11 日

复盘流感季，看投资机会

——医药行业周报 20221211

投资要点

行业评级：看好(维持)

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

分析师：毛雅婷
执业证书号：S1230522090002
maoyating@stocke.com.cn

相关报告

1 《医药月度回暖，赛赋医药获融 ——投融资周报 20221206》 2022.12.06

2 《拥抱新周期，关注疫情后复苏主线——医药行业周报 20221203》 2022.12.04

3 《新冠疫苗更新报告：持续迭代，强化“第一道防线”》 2022.12.04

❑ **本周思考：复盘流感季，看投资机会**

事件：近期新冠预防、检测、治疗等防疫政策持续优化：12 月 5 日多家新冠疫苗被纳入紧急使用（三叶草生物、神州细胞、万泰生物、威斯克生物等）；12 月 7 日，联防联控机制发布《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》，12 月 8 日发布了《关于印发新冠病毒抗原检测应用方案的通知》、《新冠病毒感染者居家治疗指南》等，进一步完善了抗原检测的适用场景、居家治疗的用药建议等。12 月 11 日国家中医药管理局发布新冠病毒感染者居家中医药干预指引，针对不同的症状提出了针对性的中药自我诊疗方案。

观点：根据《新型冠状病毒阳性感染者居家康复实用手册（第一版）》，建议常备用药包括布洛芬、对乙酰氨基酚、清肺排毒颗粒等，我们认为从用药看自我诊疗方案与流感用药具有一定的相似性。根据 WHO 和中国国家流感中心数据，2017-2022 年 12 月间，中国在 2017Q4 至 2018Q1、2020Q1 期间流感感染率相对较高，我们复盘了流感诊疗相关的中成药、化药、上游原料药及疫苗公司的收入增速、利润率和二级市场超额收益率表现，我们认为中成药及原料药收入增长韧性更好，化药弹性更大，中成药是新冠防疫优化下二级市场表现最好的子板块。具体看：

① 收入增速：年度增速看，疫苗公司的收入增速弹性更高，其次为西药公司，我们认为可能和这两类公司收入结构较单一有关；2020 年新冠疫情明显影响了下游用药需求，2021-2022 年中成药和原料药公司收入增长韧性更好。季度增速看，2018Q1 中成药及原料药公司收入增速明显加速，但 2020H1 中成药收入增速明显下降，我们认为主要受到防疫政策影响，2021H1 销售有所恢复，23 个季度收入增速平均数为 7.2%，整体增速较为平稳。

② 净利润率：在不同的流感患病率周期中，中成药及原料药的净利润率相对较稳定（前者近 6 年的平均数为 13.5%，后者为 7.5%）。

③ 二级市场表现：历史表现看，西药相对申万医药指数的超额收益率弹性及波动性最大，上游原料药短期超额收益较明显，此轮新冠疫情防控政策优化以来，中成药超额收益最显著。

投资建议：防疫政策优化叠加流感高发季，我们建议更重视自我诊疗方案下的用药需求变化和医疗基础设施建设，中成药、西药、原料药的增量需求可能提振各公司的短期收入和利润增速。从疫后主线&需求修复看，推荐济川药业、康缘药业、大参林、老百姓、益丰药房，关注医疗服务板块以及择期手术类药械板块；防疫产业链看，建议关注诺唯赞等抗原原料公司，及智飞生物、万泰生物、康希诺等公司新冠疫苗的接种表现。

❑ **表现复盘：成交回升，器械+消费板块领跑**

涨跌幅：本周医药板块上涨 1.3%，跑输沪深 300 指数 2.0 个百分点，在所有行业中排名中游；截至 2022 年 12 月 9 日，医药板块 2022 年累计跌幅 17.4%，在所有行业中排名倒数第 8。成交额：医药行业本周成交额为 7131 亿元，占全部 A 股总成交额比例为 14.6%，较上周环比提升 1.6pct，高于 2018 年以来的中枢水平（8.3%）。估值：医药板块整体估值（历史 TTM，整体法，剔除负值）为 26.4 倍，环比上升 0.2。医药行业相对沪深 300 的估值溢价率为 142%，较上周环比下降 4.8pct，低于四年来中枢水平（174.0%）。沪港通&深港通持股：本周陆港通医药行业投资 1849 亿元，医药持股占陆港通总资金的 10.8%，医药北上资金环比增加 7 亿元。细分板块中，所有板块均实现净流入，其中净流入前三板块分别为医疗服务和中药。

细分板块涨跌幅分析：据 Wind 中信医药分类看，本周医药中药饮片有所下跌（-3.3%），中成药（+4.2%）、化学原料药（+3.1%）、医疗服务（+1.8%）涨幅较明显。

根据浙商医药重点公司分类板块来看，本周科研服务下跌 1.3%、API 及制剂出口下跌 0.2%，其他大部分子版块有所上涨，其中医疗器械（+2.3%）、医疗服务（+2.1%）、中药（+1.7%）涨幅较明显。具体公司看，微创医疗（+11.8%）、微创机器人（+11.1%）、微创生理（+11.0%）、亚辉龙（+10.2%）带动医疗器械板块上涨，以岭药业（+20.8%）、片仔癀（+5.1%）带动中药板块上涨，我们认为可能和全国防疫政策优化下市场对中药自我诊疗的关注有关，我们建议关注新冠治疗需求下部分中药的销售弹性，我们认为部分公司的运营效率提升驱动业绩或超预期，看好中药创新药、国企改革、配方颗粒等细分领域；推荐济川 药业、康缘药业，关注羚锐制药、以岭药业、红日药业、同仁堂、东阿阿胶、太极集团、华润三九等。

❑ 2023 年医药年度策略：拥抱新周期

疫情复苏、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：疫后主线（防疫产品/药店/医疗服务/疫苗）、创新药械及配套产业链（CXO/原料药）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、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；

疫后主线：济川药业、康缘药业、大参林、老百姓、益丰药房、智飞生物、康希诺，关注眼科等医疗服务；

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
		12 月 9 日	2021A	2022E	2023E	TTM	2022E	2023E	
				CXO					
603259.SH	药明康德	80.0	1.72	3.07	3.29	27	26	24	买入
300347.SZ	泰格医药	91.5	3.29	3.07	3.78	30	30	24	买入
002821.SZ	凯莱英	136.1	2.89	8.47	7.68	16	16	17	买入
300759.SZ	康龙化成	64.4	1.39	1.33	2.02	48	46	30	买入
300363.SZ	博腾股份	41.8	0.96	3.52	2.48	13	12	17	买入
603456.SH	九洲药业	39.1	0.76	1.08	1.49	36	36	26	买入
603127.SH	昭衍新药	59.5	1.04	1.75	2.15	34	34	27	买入
1521.HK	方达控股	2.40	0.01	0.02	0.03	28	23	14	买入
300725.SZ	药石科技	77.8	1.20	1.77	2.61	53	44	30	买入
688202.SH	美迪西	210.2	3.24	5.50	8.59	48	38	24	增持
688238.SH	和元生物	21.3	0.11	0.16	0.21	178	133	101	增持
301096.SZ	百诚医药	70.3	1.03	1.85	2.77	40	38	25	增持
				原料药及仿制药					
603707.SH	健友股份	17.3	0.66	0.96	1.18	25	22	17	买入
000739.SZ	普洛药业	21.5	0.81	0.81	1.01	30	27	21	买入
300630.SZ	普利制药	26.9	0.95	1.32	1.71	24	20	16	增持
300702.SZ	天宇股份	23.4	0.59	0.18	0.45	218	130	52	增持
688513.SH	苑东生物	56.0	1.94	2.19	2.45	28	26	23	增持
002332.SZ	仙琚制药	11.2	0.62	0.71	0.77	16	16	14	增持
603229.SH	奥翔药业	25.8	0.36	0.56	0.70	49	46	37	增持
688166.SH	博瑞医药	22.1	0.58	0.65	0.75	35	34	29	增持
603520.SH	司太立	19.2	0.94	2.02	2.67	53	9	7	增持
688076.SH	诺泰生物	23.5	0.54	0.64	0.78	53	40	30	增持
605116.SH	奥锐特	27.1	0.42	0.55	0.67	50	52	42	增持
002099.SZ	海翔药业	6.9	0.06	0.19	0.25	49	34	25	增持
605507.SH	国邦医药	28.2	1.26	1.67	2.06	17	17	14	增持
				制药上游					
688105.SH	诺唯赞	71.1	1.70	2.17	2.29	32	33	31	增持
688690.SH	纳微科技	58.7	0.47	0.74	1.04	83	79	56	增持
688179.SH	阿拉丁	39.0	0.63	0.78	1.08	58	50	36	增持
688133.SH	泰坦科技	135.6	1.71	2.36	3.67	74	57	37	增持
688356.SH	键凯科技	164.6	2.92	3.69	4.81	50	45	34	增持
605369.SH	拱东医疗	112.9	2.76	3.56	4.56	35	32	25	增持
300171.SZ	东富龙	23.7	1.30	1.59	1.98	17	15	12	增持
2155.HK	森松国际	8.7	0.35	0.50	0.64	15	17	14	增持
300358.SZ	楚天科技	16.3	0.98	1.21	1.41	15	13	12	增持
300813.SZ	泰林生物	70.3	0.76	1.08	1.48	85	65	48	买入
688139.SH	海尔生物	64.3	2.66	1.87	2.61	34	34	25	增持
688046.SH	药康生物	25.1	0.30	0.44	0.61	61	57	41	增持
688137.SH	近岸蛋白	88.9	2.12	1.87	2.28	56	48	39	增持
				创新药					
600196.SH	复星医药	37.0	1.77	1.68	2.22	27	17	15	买入

2171.HK	科济药业	16.0	(8.29)	(1.43)	(1.88)	-	-	-	增持
300558.SZ	贝达药业	50.0	0.92	0.39	1.13	150	128.2	44.2	买入
医疗器械									
300760.SZ	迈瑞医疗	311.4	6.58	8.07	9.77	40	38	32	买入
300639.SZ	凯普生物	18.6	1.94	3.83	4.38	5	5	4	买入
688289.SH	圣湘生物	24.5	3.81	3.48	3.08	7	7	8	增持
603108.SH	润达医疗	11.8	0.66	0.68	0.94	19	17	13	买入
688575.SH	亚辉龙	28.0	0.36	2.64	2.90	17	13	12	增持
688029.SH	南微医学	93.8	1.73	1.81	2.48	58	52	38	增持
688301.SH	奕瑞科技	429.9	6.66	9.75	12.79	47	44	34	增持
688677.SH	海泰新光	111.2	1.35	2.08	2.80	58	53	40	增持
0853.HK	微创医疗	21.4	(0.15)	(0.17)	(0.11)	-	-	-	增持
2252.HK	微创机器人	35.5	(0.61)	(0.86)	(0.79)	-	-	-	增持
688351.SH	微电生理	25.1	(0.03)	0.02	0.03	-	-	-	增持
688016.SH	心脉医疗	203.6	4.39	5.65	7.40	40	36	28	增持
688580.SH	伟思医疗	56.9	2.59	1.86	2.84	29	31	20	增持
688626.SH	翔宇医疗	32.2	1.26	1.03	1.32	31	31	24	增持
688212.SH	澳华内镜	63.5	0.43	0.44	0.65	189	144	98	增持
688315.SH	诺禾致源	29.9	0.56	0.48	0.65	57	62	46	增持
疫苗									
688185.SH	康希诺	191.7	7.74	(1.01)	0.94	447	-	140	增持
603392.SH	万泰生物	144.5	2.23	6.37	7.89	27	23	18	增持
300122.SZ	智飞生物	86.8	6.38	4.42	4.77	19	20	18	增持
300601.SZ	康泰生物	34.8	1.13	1.93	2.38	91	29	23	增持
300841.SZ	康华生物	93.0	6.16	6.25	9.07	17	15	10	增持
医药商业及新基建									
603883.SH	老百姓	44.2	1.14	1.33	1.61	35	33	27	增持
603939.SH	益丰药房	66.9	1.23	1.54	1.93	48	44	35	增持
603233.SH	大参林	43.9	0.83	1.13	1.46	46	39	30	增持
605186.SH	健麾信息	37.5	0.86	1.25	1.71	41	30	22	增持
医疗服务、中药									
600566.SH	济川药业	30.7	1.86	2.35	2.75	14	13	11	增持
600557.SH	康缘药业	22.9	0.54	0.67	0.83	34	33	26	增持

资料来源：Wind，以上 2022-2023 年 PE 和 EPS 均为浙商证券研究所预测，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：复盘流感季，看投资机会 7
2 行情复盘：成交回升，器械+消费板块领跑 10
3 本周行情回顾 12
3.1 医药行业行情：成交量持续回升 12
3.2 医药子行业：震荡波动下，中药表现相对较好 13
3.3 陆港通&港股通：北上持续回暖，医药消费关注度最高 14
3.4 限售解禁&股权质押情况追踪 16
4 风险提示 17

图表目录

图 1: 中国流感阳性样本情况 7
图 2: 2017-2022Q3 流感用药及疫苗公司收入 yoy 中位数 8
图 3: 2017-2022Q3 流感用药及疫苗公司净利润率中位数 8
图 4: 2017 年至今流感用药及疫苗指数累计超额涨幅 8
图 5: 2017-2022Q3 流感用药及上游原料公司单季度收入增速 8
图 6: 新冠病毒感染者居家治疗常用药参考表 8
图 7: 部分感冒用药销售情况及竞争格局梳理 9
图 8: 本周医药板块（中信分类）和沪深 300 走势 12
图 9: 2022 年以来医药板块（中信分类）和沪深 300 走势 12
图 10: 本周各大行业涨跌幅（上：本周涨幅；下：2022 年至今涨幅） 12
图 11: 2015 年以来医药行业成交额及其占 A 股市场总成交额比例 13
图 12: 2010 年以来医药行业估值及估值溢价率变化情况 13
图 13: 本周医药子板块涨跌幅（中信） 14
图 14: 本周医药子板块涨跌幅（浙商医药） 14
图 15: 2010 年以来医药子行业估值变化情况 14
图 16: 2017-2022.12.9 医药北上金额及占总北上资金比例 15
图 17: 2017-2022.12.9 医药股北上资金布局子行业 15
图 18: 2022.12.5-12.9 陆港通医药持股市值变动前后 5 名 15
图 19: 2022.12.5-12.9 陆港通医药股持股市值前 10 名 15
图 20: 2022.12.5-12.9 港股通医药股持股市值变动前后 5 名 15
图 21: 2022.12.5-12.9 港股通医药股持股市值前 10 名 15
图 22: 2022.12.5-12.9 陆港通医药股持股占比前 10 名 16
图 23: 2022.12.5-12.9 港股通医药股持股占比前 10 名 16

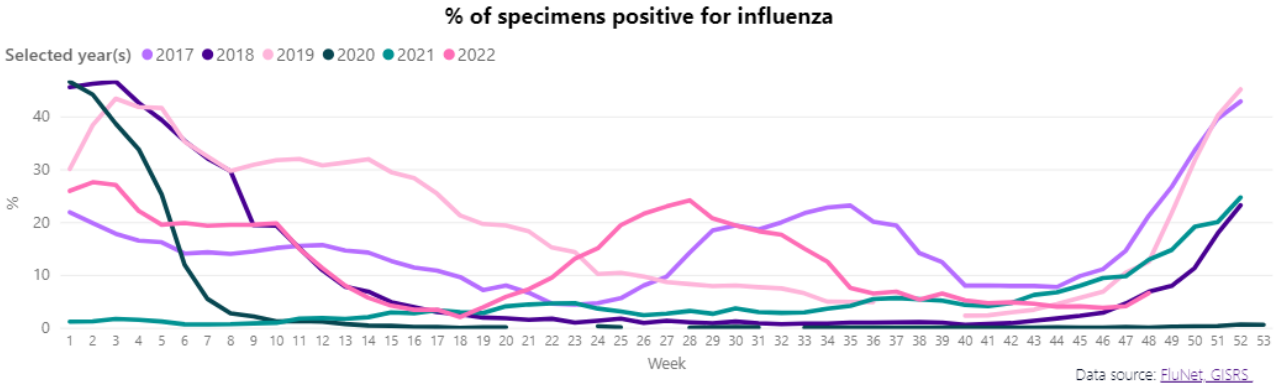
表 1: 盈利预测与估值 3
表 2: 2022 年 11 月 28 日至 2022 年 12 月 23 日医药公司解禁限售股情况 16
表 3: 本周医药公司前三大股东股票质押比例变动 17

1 本周思考：复盘流感季，看投资机会

事件：近期新冠预防、检测、治疗等防疫政策持续优化：12 月 5 日多家新冠疫苗被纳入紧急使用（三叶草生物、神州细胞、万泰生物、威斯克生物等）；12 月 7 日，联防联控机制发布《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》，12 月 8 日发布了《关于印发新冠病毒抗原检测应用方案的通知》、《新冠病毒感染者居家治疗指南》等，进一步完善了抗原检测的适用场景、居家治疗的用药建议等。12 月 11 日国家中医药管理局发布新冠病毒感染者居家中医药干预指引，针对不同的症状提出了针对性的中药自我诊疗方案。

观点：我们认为，奥密克戎变异株具有传播力强、对下呼吸道的侵犯减弱等特点，防疫政策优化叠加冬春季流感高发期，我们建议关注自我诊疗方案下的用药需求变化和医疗基础设施建设。根据《新型冠状病毒阳性感染者居家康复实用手册（第一版）》，建议常备用药包括布洛芬、对乙酰氨基酚、清肺排毒颗粒等，我们认为从用药看自我诊疗方案与流感用药具有一定的相似性。根据 WHO 和中国国家流感中心数据，2017-2022 年 12 月间，中国在 2017Q4 至 2018Q1、2020Q1 期间流感感染率相对较高，我们复盘了流感诊疗相关的中成药、化药、上游原料药及疫苗公司的收入增速、利润率和二级市场超额收益率表现，具体看：

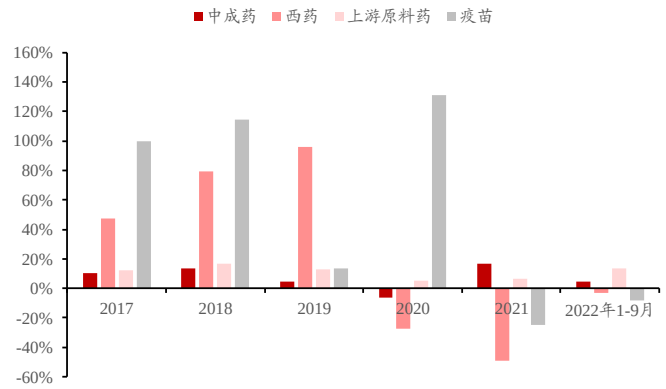
图1： 中国流感阳性样本情况



资料来源：WHO，FluNet，商证券研究所

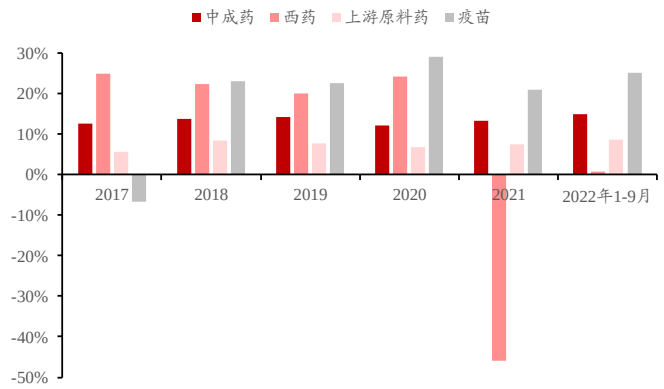
历史复盘：中成药及原料药收入增长韧性更好，化药弹性更大，中成药是新冠防疫优化下二级市场表现最好的子板块。①收入增速看，年度增速看，疫苗公司的收入增速弹性更高，其次为西药公司，我们认为可能和这两类公司收入结构较单一（疫苗及东阳光药的主要收入直接受到流感需求影响，而中成药及原料药公司收入构成更分散）；2020 年新冠疫情明显影响了下游用药需求，2021-2022 年中成药和原料药公司收入增长韧性更好。季度增速看，2018Q1 中成药及原料药公司收入增速明显加速，但 2020H1 中成药收入增速明显下降，我们认为主要受到防疫政策影响，2021H1 销售有所恢复，23 个季度收入增速平均数为 7.2%，整体增速较为平稳。②净利润率看，在不同的流感患病率周期中，中成药及原料药的净利润率相对较稳定（前者近 6 年的平均数为 13.5%，后者为 7.5%）。③二级市场表现看，我们计算了各个子版块相对申万医药指数的超额收益率，历史表现看，西药相对收益率弹性及波动性最大，上游原料药短期超额收益较明显，此轮新冠疫情防控政策优化以来，中成药超额收益最显著。

图2： 2017-2022Q3 流感用药及疫苗公司收入 yoy 中位数



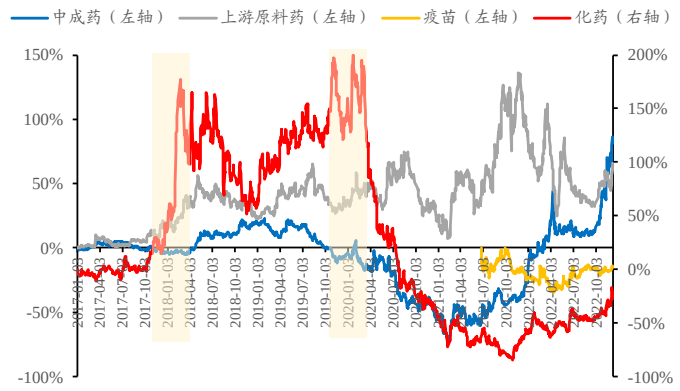
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图3： 2017-2022Q3 流感用药及疫苗公司净利润率中位数



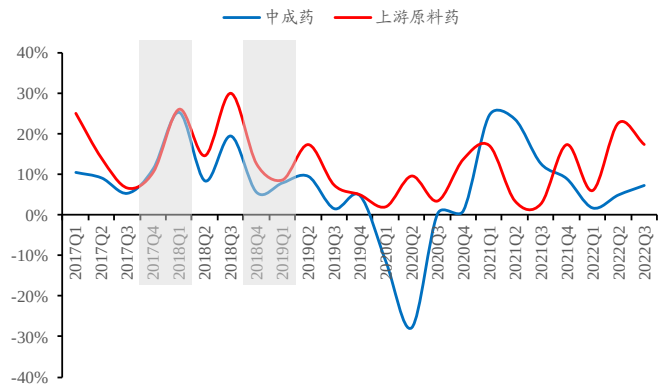
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图4： 2017 年至今流感用药及疫苗指数累计超额涨幅



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图5： 2017-2022Q3 流感用药及上游原料公司单季度收入增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

投资建议：防疫政策优化叠加流感高发季，我们建议更重视自我诊疗方案下的用药需求变化和医疗基础设施建设，中成药、西药、原料药的增量需求可能提振各公司的短期收入和利润增速。从**疫后主线&需求修复看，**推荐济川药业、康缘药业、大参林、老百姓、益丰药房，关注医疗服务板块以及择期手术类药械板块；**防疫产业链**看，建议关注诺唯赞等抗原原料公司，及智飞生物、万泰生物、康希诺等公司新冠疫苗的接种表现。

风险提示：变异株反复流行风险、政策执行不及预期风险、应收账款回款风险等。

图6： 新冠病毒感染者居家治疗常用药参考表

症状	常用药物	适用人群及用法、用量
发热	对乙酰氨基酚、布洛芬、阿司匹林、金花清感颗粒、连花清瘟颗粒/胶囊、宣肺败毒颗粒、清肺排毒颗粒、疏风解毒胶囊等	须按药品说明书服用或咨询医生
咽干咽痛	地喹氯铵、六神丸、清咽滴丸、疏风解毒胶囊等	
咳嗽咳痰	溴己新、氨溴索、愈创甘油醚、乙酰半胱氨基酸等	
干咳无痰	福尔可定、右美沙芬等	
流鼻涕	氯苯那敏、氯雷他定、西替利嗪等	
鼻塞	塞洛唑啉滴鼻剂等	
恶心/呕吐	桂利嗪、藿香正气水/胶囊等	

资料来源：联防联控机制，浙商证券研究所

图7： 部分感冒用药销售情况及竞争格局梳理

西药篇（金额为百万元）

药品适应症	子类	药品名称/成分	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年前三	2022前三季度份额第一名	占比	2022前三季度份额第二名	占比	2022前三季度份额第三名	占比
抗病毒药	抑制病毒穿入细胞	盐酸金刚烷胺片	1	2	2	2	1	江苏鹏鹞药业	49%	东北制药集团	27%	上海衡山药业	24%
	有效对抗耐奥司他韦的流感病毒	帕拉米韦氯化钠注射液	18	145	89	57	78	广州南新制药	100%	/	/	/	/
	抑制RNA聚合酶	盐酸吗啉胍片	/	/	0	0	0	广东南国药业	71%	临汾宝珠制药	29%	/	/
	抑制 RNA 和 DNA 病毒复制	利巴韦林注射液	1	2	1	1	1	湖北科伦药业	25%	重庆迪康长江制药	19%	西安利君制药	9%
	抑制成熟的流感病毒脱离宿主细胞	磷酸奥司他韦颗粒	277	593	172	128	241	东阳光	100%	/	/	/	/
		磷酸奥司他韦胶囊	196	447	270	55	174	宜昌东阳光长江药业	60%	上海罗氏制药	33%	博瑞制药(苏州)	4%
解热镇痛药	水杨酸类	阿司匹林肠溶片	257	325	313	329	246	Bayer HealthCare AG	96%	BAYER S.P.A.	1%	沈阳奥吉娜药业	1%
	苯氨类	对乙酰氨基酚口服液	2	2	1	1	2	湖北唯森制药	44%	湖南正清制药集团	35%	中美上海施贵宝制药	5%
		对乙酰氨基酚片	5	1	1	0	0	四川省通园制药集团	31%	成都市海通药业	20%	河北冀衡药业	12%
		吲哚美辛肠溶片	0	0	0	0	0	江苏亚邦爱普森药业	54%	上海新黄河制药	22%	云鹏医药集团	15%
	丙酸类	布洛芬混悬液	34	84	43	64	63	上海强生制药	47%	湖北唯森制药	38%	扬州市三药制药	4%
		布洛芬缓释胶囊	14	15	14	8	8	中美天津史克制药	28%	珠海润都制药	24%	南京易亨制药	22%
		布洛芬片	1	1	1	1	2	山东新华制药	48%	青岛黄海制药	27%	石药集团欧意药业	19%
		布洛芬颗粒	0	1	1	0	0	石药集团欧意药业	65%	黑龙江诺捷制药	19%	哈药集团世一堂制药厂	8%
		萘普生片	0	0	0	1	0	成都锦华药业	80%	南京白敬宇制药	17%	山西汾河制药	3%
		萘普生胶囊	0	0	0	0	0	合肥久联制药	100%	/	/	/	/
镇咳药	第一代抗组胺药物	复方甲氧那明胶囊	133	157	102	119	95	第一三共制药(上海)	87%	上海上药信谊药厂	4%		
		酚麻美敏片	12	20	13	16	14	强生	100%	/	/	/	/
		美敏伪麻溶液	13	14	6	9	8	惠氏制药	93%	天大药业(珠海)	7%	/	/
		美敏伪麻口服溶液	2	2	1	2	1	雅柏药业(中国)	88%	天大药业(珠海)	11%	四川升和药业	2%
		酚麻美敏胶囊	0	1	0	0	1	信谊百路达	98%	/	/	/	/
	中枢性镇咳药	氨酚双氢可待因片	14	43	43	50	39	威海路坦制药	42%	陕西九州制药	38%	香港澳美制药厂	14%
		磷酸可待因片	2	2	2	3	2	青海制药	62%	国药	38%	/	/
		氢溴酸右美沙芬片	0	1	0	0	0	广东华南药业集团	84%	石家庄以岭药业	9%	广州白云山光华制药	6%
		复方磷酸可待因口服液	3	3	1	1	0	香港澳美制药	100%	/	/	/	/
	外周性镇咳药	那可丁	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/
	兼性镇咳药	枸橼酸喷托维林片	0	0	0	0	1	内蒙古通辽制药	74%	仁和堂药业	13%	北京海王中新药业	7%
		磷酸苯丙哌林片	0	0	0	/	/	/	/	/	/	/	/
祛痰药	刺激性、恶心性祛痰药	右美沙芬愈创甘油醚糖浆	13	24	9	12	7	史达德药业	94%	泰华药业	6%	/	/
	稀释浓痰、降低痰液黏度	吸入用乙酰半胱氨酸溶液	119	357	483	662	456	ZAMBON GROUP S.P.A.	56%	海南斯达制药	30%	湖南华纳大药厂	7%
		乙酰半胱氨酸注射液	396	450	495	488	260	杭州民生药业	83%	山西国润制药	11%	瑞阳制药	5%
		注射用盐酸溴己新	177	205	148	163	97	广州一品红制药	33%	晋城海斯制药	18%	海南葫芦娃药业集团	18%
		羧甲司坦口服液	22	41	36	82	69	北京诚济制药	92%	广东众生药业	5%	广州白云山医药集团	2%
		乙酰半胱氨酸片	36	65	61	78	66	海南赞邦	100%	/	/	/	/
		盐酸溴己新注射液	3	26	12	31	53	石家庄四药	56%	四川美大康佳乐药业	20%	山东圣鲁制药	7%
		盐酸氨溴索注射液	551	639	438	194	52	Boehringer Ingelheim	37%	成都倍特药业	9%	山东华鲁制药	7%
		乙酰半胱氨酸泡腾片	42	59	46	50	41	康恩贝	85%	zambon	15%	/	/
		乙酰半胱氨酸颗粒	15	32	23	33	24	广东百澳药业	71%	海南赞邦制药	29%	ZAMBON GROUP S.P.A.	0%
		盐酸氨溴索口服液	11	30	16	19	15	江苏恒瑞医药	34%	黑龙江中桂制药	14%	江苏汉晨药业	9%
		盐酸溴己新片	2	2	1	2	5	上海衡山药业	61%	万邦德制药集团	35%	立业制药	3%
		注射用盐酸氨溴索	281	271	168	56	5	常州四药制药	65%	山东裕欣药业	15%	海南卫康制药(潜山)	6%
		羧甲司坦片	3	4	3	4	4	河北天成药业	71%	广东逸舒制药	8%	特一药业集团	6%
		盐酸氨溴索葡萄糖注射液	15	31	16	7	3	石家庄四药	75%	黑龙江中桂	25%	/	/
		羧甲司坦颗粒	0	4	2	3	1	万全万特制药	100%	/	/	/	/

中药篇（金额为百万元）

药品名称		2018年	2019年	2020年	2021年	2022年前三	份额第一名	占比	份额第二名	占比	份额第三名	占比
多家销售	**苏合香丸**	/	**0**	**9**	**52**	**95**	雷允上药业	99%	北京同仁堂制药厂	0%	山东宏济堂制药	0%
	强力枇杷露	50	54	38	49	44	哈尔滨市康隆药业	89%	杭州胡庆余堂药业	10%	浙江一新制药	1%
	安宫牛黄丸	**23**	**30**	**33**	**43**	**36**	杭州胡庆余堂药业	53%	长春人民药业	20%	山东宏济堂制药	12%
	双黄连口服液	19	28	26	33	18	河南太龙药业	83%	河南福森药业	6%	黑龙江瑞格制药	4%
	小儿肺热咳喘颗粒	5	6	6	16	14	海南葫芦娃药业集团	86%	四川光大制药	13%	黑龙江葵花药业	1%
	小儿柴桂退热颗粒	31	32	14	18	13	葵花药业	75%	贵州百灵	25%	/	/
	银黄口服液	/	0	2	8	13	广州一品红制药	47%	陕西白鹿制药	26%	广西百色桂西制药	11%
	清开灵颗粒	20	24	15	14	12	哈尔滨一洲制药	79%	广州白云山明兴制药	21%		
	感冒清热颗粒	21	10	7	9	10	北京同仁堂	90%	华润三九(枣庄)药业	2%	爱民药业集团	2%
	小儿宝泰康颗粒	5	6	4	7	8	健民集团	82%	云南白药	18%	/	/
	抗病毒口服液	23	19	11	10	8	广州市香雪制药	90%	河南同源制药	4%	江苏聚荣制药集团	2%
	藿香正气软胶囊	**4**	**6**	**6**	**6**	**6**	达仁堂	74%	河北神威	26%	/	/
	正柴胡饮颗粒	8	8	7	8	5	精华制药集团	100%	中国中医科学院制药厂	0%	/	/
	板蓝根颗粒	7	5	5	3	2	北京同仁堂科技	24%	广州白云山和记黄埔中药	23%	广州市香雪制药	10%
	小柴胡颗粒	6	2	2	2	2	北京汉典制药	38%	北京九龙制药	21%	重庆希尔安药业	19%
	藿香正气水	**1**	**1**	**1**	**1**	**1**	爱民药业集团	32%	北京同仁堂制药厂	13%	云南白药集团	11%
	清开灵胶囊	7	4	2	1	1	广州白云山明兴制药	87%	哈尔滨一洲制药	13%		
	蒲地蓝消炎片	4	3	2	1	1	重庆陪都药业	91%	天长亿帆制药	7%	武汉双龙药业	1%
	维C银翘片	2	2	1	1	1	国药集团德众(佛山)药业	51%	广东康奇力药业	12%	贵州百灵企业集团制药	9%
	小儿热速清糖浆	0	0	0	1	0	河南金鸿堂	55%	珍宝岛药业	45%	/	/
	感冒灵颗粒	3	0	0	0	0	一力制药	65%	广西两面针亿康药业	27%	天长亿帆制药	5%
	藿香正气丸	**1**	**1**	**0**	**0**	**0**	仲景宛西制药	55%	东莞市亚洲制药	21%	南京同仁堂药业	13%
	清开灵口服液	2	1	0	0	0	广州白云山明兴制药	52%	山西太行药业	48%		
	九味羌活颗粒	0	0	0	0	0	九寨沟天然药业	86%	重庆希尔安药业	8%	成都永康制药	6%
	夏桑菊颗粒	0	0	0	0	0	广州白云山星群药业	72%	四川德元药业集团	20%	四川依科制药	8%
	风热感冒颗粒	0	0	0	0	0	华润三九	65%	怀化正好制药	35%	/	/
	九味羌活丸	0	0	0	0	0	西安天一秦昆制药	86%	太极集团	14%	/	/
	风寒感冒颗粒	0	0	0	0	0	怀化正好制药	91%	云南白药集团云健制药	5%	广东恒诚制药	4%
仅一家销售	小儿豉翘清热颗粒	304	385	217	341	260	同仁堂	100%				
	血必净注射液	578	337	171	198	164	红日制药	100%				
	连花清瘟颗粒	**58**	**77**	**118**	**129**	**143**	以岭药业	100%				
	痰热清注射液	421	274	160	171	117	上海凯宝	100%				
	开喉剑喷雾剂	89	97	54	89	69	贵州三力	100%				
	金振口服液	56	73	41	79	55	康缘药业	100%				
	疏风解毒胶囊	**49**	**48**	**33**	**37**	**35**	安徽济人药业	100%				
	金花清感颗粒	**14**	**37**	**37**	**38**	**32**	聚协昌药业	100%				
	四季抗病毒合剂	13	20	18	31	18	海天制药	100%				
	急支糖浆	2	4	5	12	15	太极集团	100%				
	橘红痰咳液	26	29	16	17	10	广东化州中药	100%				
	清咽滴丸	23	23	13	15	10	达仁堂	100%				
	连花清瘟胶囊	**11**	**10**	**17**	**10**	**4**	以岭药业	100%				
	小儿宣肺止咳颗粒	4	5	3	8	3	陕西白鹿制药	100%				
	开喉剑喷雾剂（儿童型）	6	2	1	2	1	贵州三力	100%				
	西瓜霜含片	0	0	0	0	0	桂林三金	100%				
	复方感冒灵颗粒	0	0	0	0	0	华润三九	100%				
	西瓜霜润喉片	0	0	0	0	0	桂林三金	100%				
	复方草珊瑚含片	0	0	0	0	0	江中药业	100%				
	柴胡滴丸	0	0	0	0	0	天士力	100%				
	藿香正气片	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	同仁堂	100%				
	伤风停胶囊	/	/	/	/	/	云南白药	100%				
	止咳宝片	/	/	/	/	/	特一药业	100%				
	宣肺败毒颗粒	/	/	/	/	/	步长制药	100%				
	丁桂儿脐贴	0	0	0	0	/	亚宝药业	100%				

《新型冠状病毒肺炎诊疗方案（试行第九版）》用药推荐：
医学观察期： 藿香正气系列；金花清感颗粒；连花清瘟胶囊/颗粒；疏风解毒胶囊/颗粒。
轻症： 金花清感颗粒；连花清瘟胶囊/颗粒。
普通型： 宣肺败毒颗粒；金花清感颗粒；连花清瘟胶囊/颗粒
重型： 化湿败毒颗粒。
危重型： 苏合香丸；安宫牛黄丸

《流行性感冒诊疗方案（2020年版）》用药推荐：
风热犯卫： 金花清感颗粒；连花清瘟胶囊/颗粒；清开灵；疏风解毒胶囊；银翘解毒系列
风寒束表： 九味羌活丸/颗粒；正柴胡饮颗粒，感冒清热颗粒/胶囊
表寒里热： 金花清感颗粒；连花清瘟胶囊/颗粒
热毒袭肺： 金花清感颗粒；连花清瘟胶囊/颗粒；疏风解毒胶囊；银黄口服液系列
重症： 宣白承气汤；安宫牛黄丸；参附汤等
抗病毒： 奥司他韦；扎那米韦；帕拉米韦；阿比多尔；金刚烷胺等

资料来源：《新型冠状病毒肺炎诊疗方案（试行第九版）》，《流行性感冒诊疗方案（2020 年版）》，《感冒用药指南》，Wind 医药库，浙商证券研究所

注：以上内容仅为公开信息的不完整梳理，可能存在一些遗漏，不代表用药建议，不代表投资建议，梳理结果仅供参考；数据均为 Wind 样本医院销售额数据，未放大，考虑到部分用药 OTC 占比较高，我们认为图 7 的数据可能低估了部分药企的销售情况。

上文复盘分析涉及的样本主要为流感和抗生素相关的标的，主要包括：中成药：葵花药业、以岭药业、济川药业、益佰制药、白云山、华润三九、一品红、同仁堂、上海凯宝、康缘药业、贵州三力、江中药业、桂林三金、特一药业、步长制药、亚宝药业等。上游原料药：新华制药、亨迪药业、华北制药、鲁抗医药、国邦医药、东亚药业、普洛药业、科伦药业、金城医药、联邦制药等；西药：南新制药、东阳光药等；疫苗：华兰疫苗、金迪克、百克生物等。

2 行情复盘：成交回升，器械+消费板块领跑

涨跌幅：本周医药板块上涨 1.3%，跑输沪深 300 指数 2.0 个百分点，在所有行业中排名中游；截至 2022 年 12 月 9 日，医药板块 2022 年累计跌幅 17.4%，在所有行业中排名倒数第 8；成交额：医药行业本周成交额为 7131 亿元，占全部 A 股总成交额比例为 14.6%，较上周环比提升 1.6pct，高于 2018 年以来的中枢水平（8.3%）。估值：医药板块整体估值（历史 TTM，整体法，剔除负值）为 26.4 倍，环比上升 0.2。医药行业相对沪深 300 的估值溢价率为 142%，较上周环比下降 4.8pct，低于四年来中枢水平（174.0%）。沪港通&深港通持股：本周陆港通医药行业投资 1849 亿元，医药持股占陆港通总资金的 10.8%，医药北上资金环比增加 7 亿元。细分板块中，所有板块均实现净流入，其中净流入前三板块分别为医疗服务和中药。

细分板块涨跌幅分析：据 Wind 中信医药分类看，本周医药中药饮片有所下跌（-3.3%），中成药（+4.2%）、化学原料药（+3.1%）、医疗服务（+1.8%）涨幅较明显。

根据浙商医药重点公司分类板块来看，本周科研服务下跌 1.3%、API 及制剂出口下跌 0.2%，其他大部分子版块有所上涨，其中医疗器械（+2.3%）、医疗服务（+2.1%）、中药（+1.7%）涨幅较明显。具体公司看，微创医疗（+11.8%）、微创机器人（+11.1%）、微创生理（+11.0%）、亚辉龙（+10.2%）带动医疗器械板块上涨，以岭药业（+20.8%）、片仔癀（+5.1%）带动中药板块上涨，我们认为可能和全国防疫政策优化下市场对中药自我诊疗的关注有关，我们建议关注新冠治疗需求下部分中药的销售弹性，我们认为部分公司的运营效率提升驱动业绩或超预期，看好中药创新药、国企改革、配方颗粒等细分领域；推荐济川 药业、康缘药业，关注羚锐制药、以岭药业、红日药业、同仁堂、东阿阿胶、太极集团、华润三九等。

2023 年医药年度策略：拥抱新周期

疫情复苏、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：疫后主线（防疫产品/药店/医疗服务/疫苗）、创新药械及配套产业链（CXO/原料药）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、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；

疫后主线：济川药业、康缘药业、大参林、老百姓、益丰药房、智飞生物、康希诺，关注眼科等医疗服务；

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；

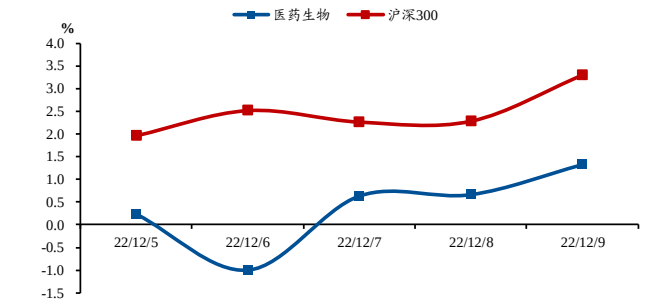
创新药械：迈瑞医疗、澳华内镜、海泰新光、心脉医疗、奕瑞科技、复星医药、贝达药业、科济药业等。

3 本周行情回顾

3.1 医药行业行情：成交量持续回升

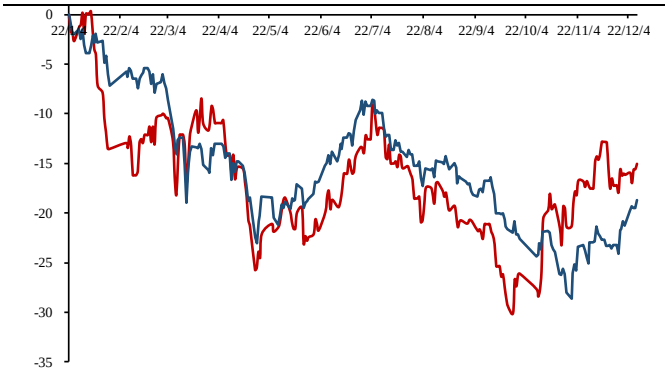
本周医药板块上涨 1.3%，跑输沪深 300 指数 2.0 个百分点，在所有行业中排名中游；截至 2022 年 12 月 9 日，医药板块 2022 年累计跌幅 17.4%，在所有行业中排名倒数第 8。

图8： 本周医药板块（中信分类）和沪深 300 走势



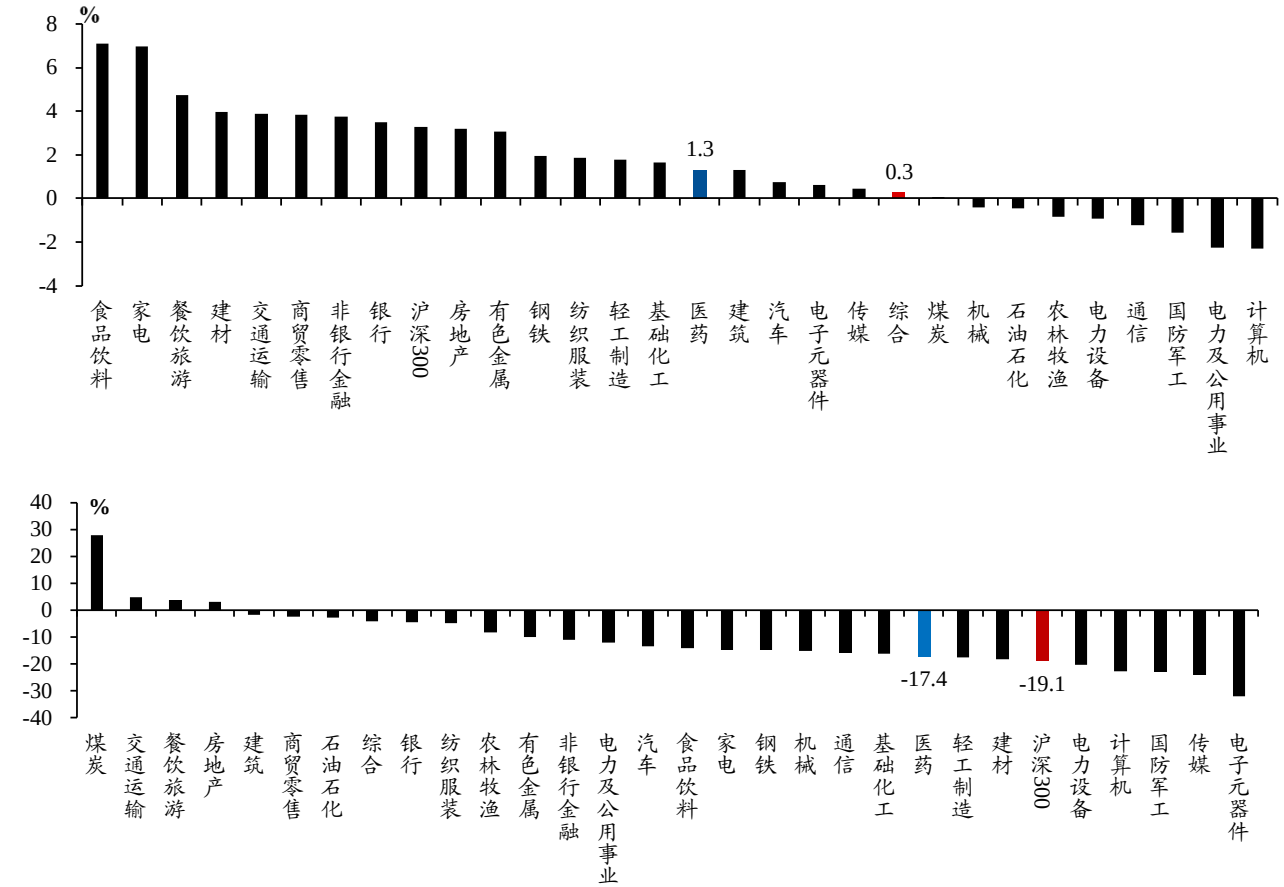
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图9： 2022 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

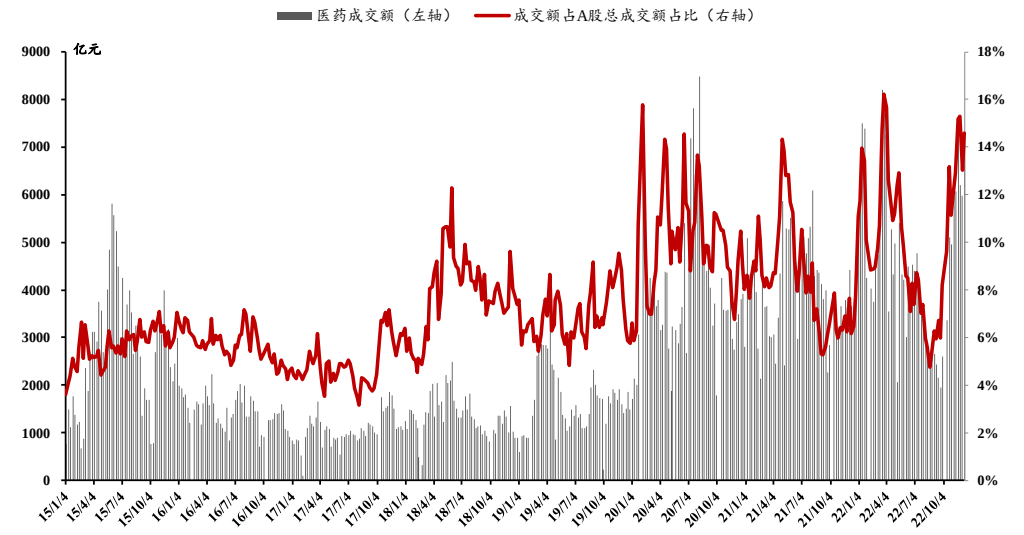
图10： 本周各大行业涨跌幅（上：本周涨幅；下：2022 年至今涨幅）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

成交额环比下降。成交额上看，医药行业本周成交额为 7131 亿元，占全部 A 股总成交额比例为 14.6%，较上周环比提升 1.6pct，高于 2018 年以来的中枢水平（8.3%）。

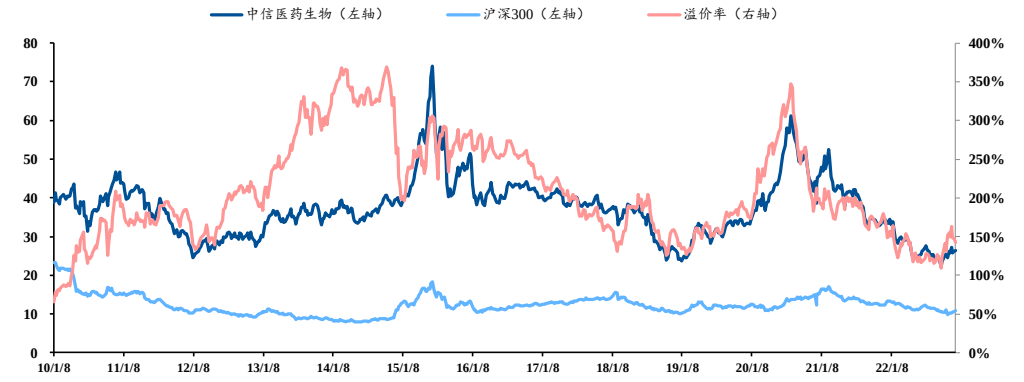
图11： 2015 年以来医药行业成交额及其占 A 股市场总成交额比例



资料来源：Wind，浙商证券研究所

估值小幅上升。截至 2022 年 12 月 9 日，医药板块整体估值（历史 TTM，整体法，剔除负值）为 26.4 倍，环比上升 0.2。医药行业相对沪深 300 的估值溢价率为 142%，较上周环比下降 4.8pct，低于四年来中枢水平（174.0%）。

图12： 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

3.2 医药子行业：震荡波动下，中药表现相对较好

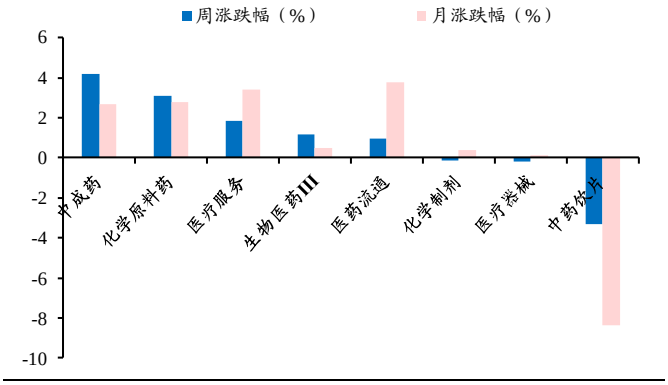
据 Wind 中信医药分类看，本周医药中药饮片有所下跌（-3.3%），中成药（+4.2%）、化学原料药（+3.1%）、医疗服务（+1.8%）涨幅更明显。

根据浙商医药重点公司分类板块来看，本周科研服务下跌 1.3%、API 及制剂出口下跌 0.2%，其他大部分子版块有所上涨，其中医疗器械（+2.3%）、医疗服务（+2.1%）、中药（+1.7%）涨幅较明显。具体公司看，微创医疗（+11.8%）、微创机器人（+11.1%）、微创生理（+11.0%）、亚辉龙（+10.2%）带动医疗器械板块上涨，以岭药业（+20.8%）、片仔癀（+5.1%）带动中药板块上涨，我们认为可能和全国防疫政策优化下市场对中药自我诊疗的关注有关，我们建议关注新冠治疗需求下部分中药的销售弹性，我们认为部分公司的运营效率提升驱动业绩或超

预期，看好中药创新药、国企改革、配方颗粒等细分领域；推荐济川 药业、康缘药业，关注羚锐制药、以岭药业、红日药业、同仁堂、东阿阿胶、太极集团、华润三九等。

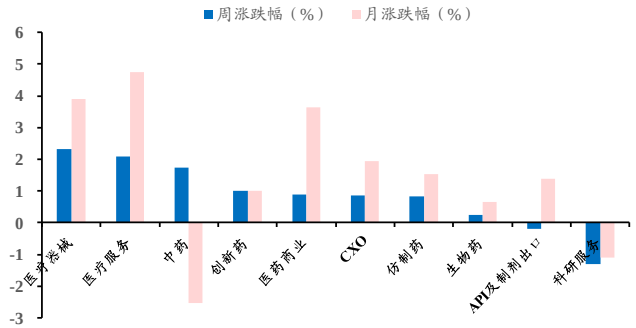
整体来看，医药估值和持仓仍处于创历史低点，投资者在底部震荡中待医药板块催化，我们认为在医改持续深化的背景下，医疗服务价格改革、医保支付中对创新的持续鼓励（创新药、创新器械），以 2023 年度医药策略周期论角度，疫后主线、配套产业链、创新药械处于疫情复苏、政策周期消化、企业经营周期过渡的多周期共振阶段，可能成为未来投资主线。

图13： 本周医药子板块涨跌幅（中信）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

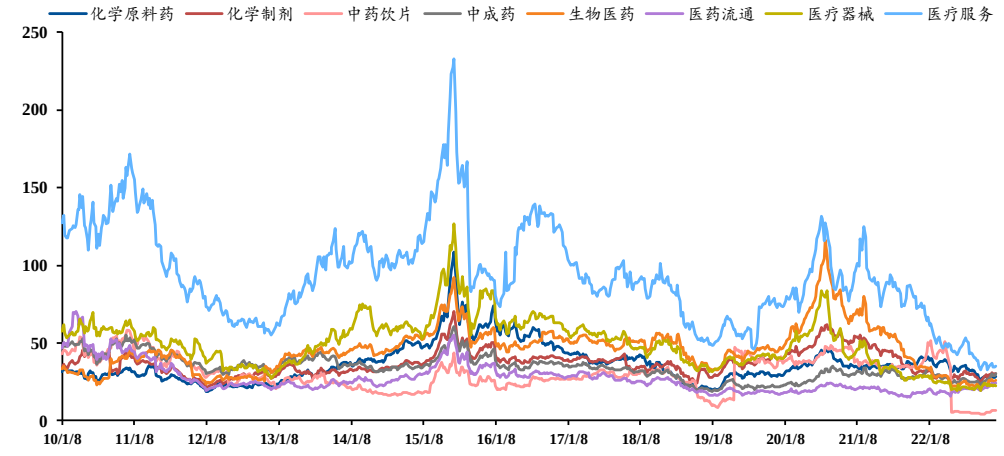
图14： 本周医药子板块涨跌幅（浙商医药）



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，本周医药各子板块中中成药（+1.2）、化学原料药（+1.0）估值有所提升，医疗器械（-0.4）和中药饮片（-0.2）估值有所下降；截至 2022 年 12 月 9 日，估值排名前三的板块分别为医疗服务、中成药和化学制剂，市盈率分别为 35 倍、30 倍、30 倍。

图15： 2010 年以来医药子行业估值变化情况

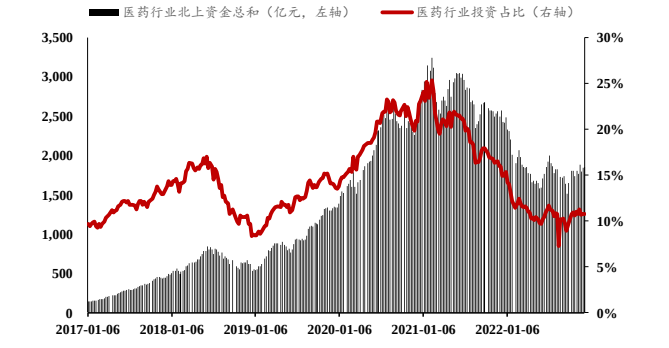


资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.3 陆港通&港股通：北上持续回暖，医药消费关注度最高

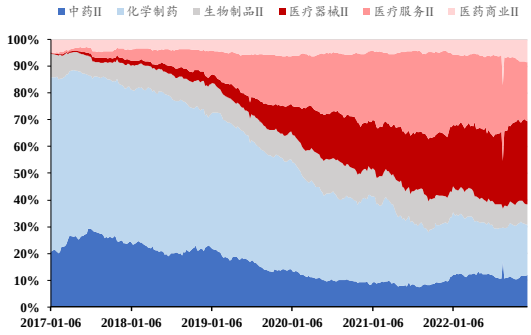
截至 2022 年 12 月 9 日，陆港通医药行业投资 1849 亿元，医药持股占陆港通总资金的 10.8%，医药北上资金环比增加 7 亿元。细分板块中，所有板块均实现净流入，其中净流入前三板块分别为医疗服务和中药。我们认为，陆港通资金流向反映的是包括海外投资者在内的机构对医药各子板块的不同景气度预期，我们建议更着眼于国内医药先进制造的底层逻辑，关注估值性价比、国际竞争力的领域和个股。

图16： 2017-2022.12.9 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

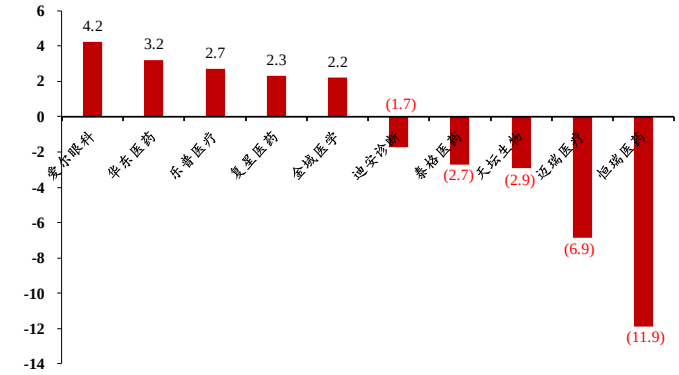
图17： 2017-2022.12.9 医药股北上资金布局子行业



资料来源：Wind，浙商证券研究所

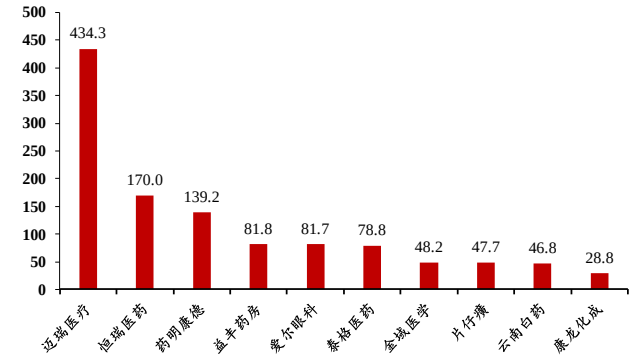
具体持仓标的上，2022 年 12 月 5 日至 12 月 9 日陆港通医药标的市值增长前 5 名分别为爱尔眼科、华东医药、乐普医疗、复星医药、金域医学，市值下降前 5 名分别为恒瑞医药、迈瑞医疗、天坛生物、泰格医药、迪安诊断。港股通医药标的市值增长前 5 名分别为金斯瑞生物科技、阿里健康、平安好医生、锦欣生殖、药明生物。

图18： 2022.12.5-12.9 陆港通医药持股市值变动前后 5 名



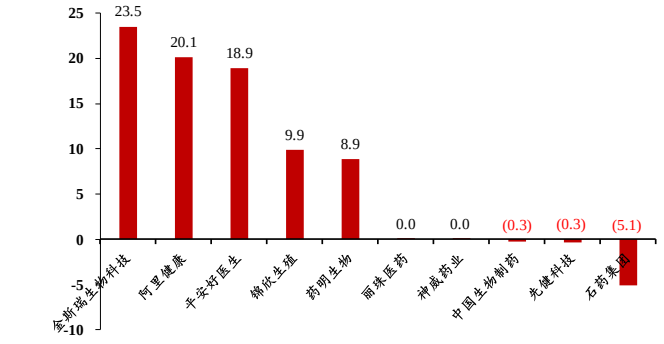
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图19： 2022.12.5-12.9 陆港通医药股持股市值前 10 名



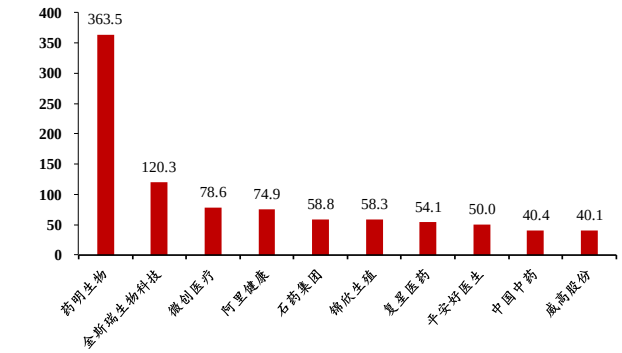
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图20： 2022.12.5-12.9 港股通医药股持股市值变动前后 5 名



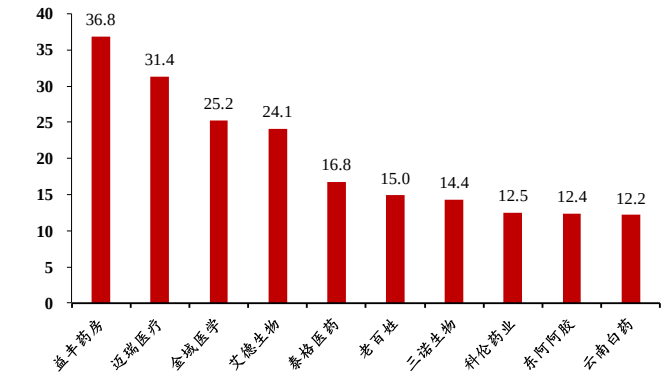
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图21： 2022.12.5-12.9 港股通医药股持股市值前 10 名



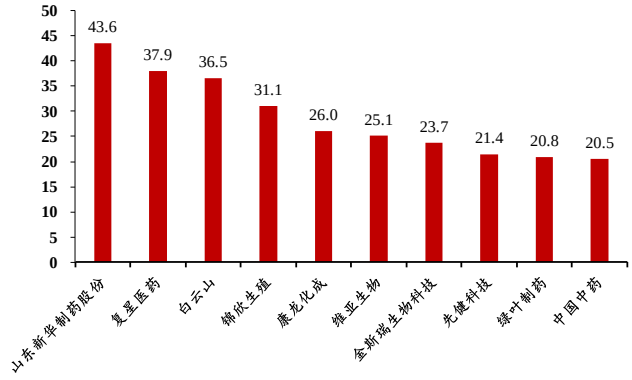
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图22： 2022.12.5-12.9 陆港通医药股持股占比前 10 名



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图23： 2022.12.5-12.9 港股通医药股持股占比前 10 名



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.4 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。2022 年 11 月 28 日至 2022 年 12 月 23 日，共有 20 家医药上市公司发生或即将发生限售股解禁，其中祥生医疗、佰仁医疗和硕世生物等公司涉及解禁股份占流通股本比例较高。在股权质押方面，国际医学、山东药玻等公司第一大股东股权质押比例有所上升，方盛制药等公司第一大股东股权质押比例有所下降。

表2： 2022 年 11 月 28 日至 2022 年 12 月 23 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)	解禁股本占流通 A 股比例（%）	解禁市值(万元)	解禁收益率(%)
002826.SZ	易明医药	2022-11-30	47	0.2	575	
301290.SZ	东星医疗	2022-11-30	2,263	22.6	120,219	20.5
300677.SZ	英科医疗	2022-12-01	425	0.6	10,105	
603127.SH	昭衍新药	2022-12-02	20	0.0	1,168	
688578.SH	艾力斯-U	2022-12-02	270	0.6	5,616	-8.5
688399.SH	硕世生物	2022-12-05	2,415	41.2	243,867	
300244.SZ	迪安诊断	2022-12-05	298	0.5	7,680	
688310.SH	迈得医疗	2022-12-05	4,577	54.6	132,321	
688358.SH	祥生医疗	2022-12-06	8,400	74.9	309,540	
688336.SH	三生国健	2022-12-07	57	0.1	828	
301111.SZ	粤万年青	2022-12-07	3,014	18.8	74,653	
301126.SZ	达嘉维康	2022-12-07	5,674	27.5	102,137	
688198.SH	佰仁医疗	2022-12-09	10,080	74.3	1,460,189	
301111.SZ	粤万年青	2022-12-12	221	1.4	5,473	136.0
688202.SH	美迪西	2022-12-12	10	0.1	2,110	
300452.SZ	山河药辅	2022-12-13	44	0.2	717	
688136.SH	科兴制药	2022-12-14	199	1.0	5,210	17.4
688235.SH	百济神州-U	2022-12-15	2,991	2.2	378,506	-34.3
300595.SZ	欧普康视	2022-12-20	4,259	4.8	141,500	-5.9
301096.SZ	百诚医药	2022-12-20	4,266	39.4	299,741	-11.7

资料来源：Wind，浙商证券研究所

表3： 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
国际医学	4.9	0.0	-65.0
山东药玻	3.7	0.0	0.0
普利制药	0.0	69.9	0.0
东阳光	0.0	-7.3	0.0
瑞康医药	0.0	19.7	0.0
开立医疗	-0.6	0.0	0.0
方盛制药	-4.0	0.0	0.0

资料来源：Wind，浙商证券研究所

4 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