

医药

2023 年年度策略

领先大市-A(维持)

新常态下，花开次第

2023 年 1 月 3 日

行业研究/行业年度策略

医药板块近一年市场表现



资料来源：最闻

首选股票		评级
600557.SH	康缘药业	买入-A
002873.SZ	新天药业	买入-B
301166.SZ	优宁维	买入-A
600329.SH	达仁堂	买入-B
688212.SH	澳华内镜	增持-B

相关报告：

【山证医药】收入和利润增速整体下滑，疫情扰动加大分化-【山证医药】医药行业 2022 年中报总结 2022.9.15

【山证医药】估值底部，-估值底部，市场胶着，关注业绩 2022.6.13

分析师：

魏贇

执业登记编码：S0760522030005

邮箱：weiyun@sxzq.com

投资要点：

➢ **2022 年医药板块处于调整状态。**年初至今医药板块指数下跌 19.5%，沪深 300 指数下跌 21.3%，医药板块跌幅小于沪深 300 指数 1.8 个百分点。子板块医药零售、流通、医疗服务全年分别上涨 12.8%、下跌 3.4%和下跌 11.2%，为收益前三子板块。CXO 和生物制品、原料药板块全年分别下跌 34.3%、28.4%、21.5%，为表现最弱子板块。申万医药指数整体估值（TTM）为 23.4 倍，相对沪深 300 溢价率为 106.8%，位居历史十年分位数的 4.7%，历史十年医药板块绝对估值的中位数为 38.0，均值为 38.3，医药板块的估值、估值溢价率、历史十年分位数均处在比较低的水平。从子板块的估值水平和历史十年分位数来看，医疗服务、医疗器械、生物制品的估值水平最低。全年涨幅居前的个股中，与疫情防控、新冠治疗药物相关个股包括新华制药、众生药业、中国医药、以岭药业、海辰药业等。

➢ **医药制造业 1-10 月收入 and 利润负增长，医疗机构诊疗活动有待恢复。**2022 年 1-10 月医药制造业实现营业收入 23247.0 亿，同比下降 2.1%，相较于 2019 年 1-10 月累计营收总额增长 18.2%，三年营收 CAGR 5.7%。2012 年至 2019 年，医药制造业营业收入 CAGR 为 11.9%，近三年医药制造业收入增速显著下降。同期医药制造业实现利润总额 3496.3 亿，相较于去年同期下降 29.3%，相较于 2019 年 1-10 月累计利润总额增长 34.6%，三年利润 CAGR 为 10.4%。2012 年至 2019 年，医药制造业利润 CAGR 为 21.7%，近三年医药制造业利润增速显著下降。从医疗机构就诊情况来看，今年上半年医疗机构总的就诊人次（按月）与去年同期基本持平，但从病床使用情况来看，2022 年低于 2021 年，并且明显低于疫情前。从医疗机构诊疗人次（累计值）看，2022 年 H1 累计值与 2019 年同期相比减少了 24.18%，从出院数据看，2022 年 H1 累计值与 2019 年同期累计值相比减少了 4.8%，疫情仍然对医院总的诊疗活动产生了影响。

➢ **新常态下，花开次第。**2022 年，医药板块主要的扰动因素在于疫情的波动、外部市场环境、国际冲突、能源危机等因素的变化，对企业个体的冲击也比较明显。估值上，医药板块整体已经进入历史十年的底部水平。但产业向上的确定性并没有发生改变，供、需、支付三方的政策具备延续性，部分措施趋向纠偏从而更加合理化。供，主要表现在集采对仿制药尾部企业的淘汰已经充分体现，创新药在 2022 年经历了一波去伪存真、大浪淘沙。需，主要是深度老龄化带来求医用药刚需，部分因疫情延后的需求最终会释放以及消费医疗的持续升级，行业巨大的总量增长并没有停滞，结构性的变化和



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



改善并没有倒退。支付上，主要是医保支付方式改革逐步深入，医保的总收入仍在增长。2023年，防控持续优化，疫情趋向尾声，我们终将恢复疫后常态的生活。既往不复追，我们建议更多地从下往上，在新环境下的优质赛道中寻找确定性个股。我们认为医药板块的复苏与增长将次第花开，每一个子板块都蕴藏机会。从微观来说，确定性就是机会，从中观上来说，我们建议关注诊疗复苏（包括严肃医疗和消费医疗在内）、投融资边际恢复下创新的估值修复及自主可控环境下的上游支持体系、国产替代下的医疗器械、设备、耗材类龙头等。

➤ **重点公司关注：**新天药业、澳华内镜、优宁维、康缘药业、达仁堂等。

风险提示：集采等政策的变化和产品降价超预期；疫情反复影响到公司正常运营的风险；汇率波动的风险；贸易冲突；需求恢复不及预期；研发竞争加剧的风险等。

目录

1. 医药板块行情回顾.....	7
1.1 年初至今医药指数下跌 18.2%.....	7
1.2 医药板块估值处于历史低位水平.....	7
1.3 涨幅居前个股与疫情防控关联度高.....	8
2. 政策推动，产业持续跃迁升级.....	9
2.1 医药制造业数据：1~10 月收入 and 利润负增长.....	9
2.2 医保 DRG/DIP 付费试点城市全部进入实际付费阶段.....	11
2.3 防控优化，多措并举应对.....	13
2.3.1 多款疫苗被纳入紧急使用.....	14
2.3.2 ICU 建设加速.....	14
2.3.3 新基建加快推进 专项贷与贴息政策提供资金支持.....	16
2.4 医疗机构诊疗活动有待恢复.....	17
2.5 集采：从价格发现走向产业升级.....	18
3. 投资策略：新常态下，花开次第.....	21
3.1 既往不复追，看好疫后新常态下的医药板块行情.....	21
3.2 中药:药材价格快速上涨，中药创新药快速发展.....	21
3.3 创新回归本源.....	24
3.4 生命科学上游的国产替代正在进行中.....	25
3.5 医疗器械：新基建下需求的增长及国产替代机遇.....	28
3.6 医药零售：正迎来恢复.....	30
4. 重点个股概况.....	30
4.1 新天药业（002873）：三年倍增为目标的中药创新药公司.....	30
4.2 澳华内镜（688212）：AQ-300 上市，国产软镜龙头三级医院突破在即.....	31
4.3 优宁维（301166）：国内生命科学综合服务一站式平台领域的“先行者”.....	32
4.4 康缘药业（600557）：产品储备丰富，营销改革初见成效.....	32

4.5 达仁堂（600329）：调架构、降成本，推动三核九翼战略落地..... 33

5. 风险因素..... 34

图表目录

图 1：年初至今医药板块涨跌幅..... 7

图 2：年初至今医药子板块涨跌幅..... 7

图 3：近十年医药板块估值、估值溢价率和历史十年分位数水平..... 8

图 4：2022 年初至今涨幅 top15..... 9

图 5：2022 年初至今跌幅 top15..... 9

图 6：医药制造业近十年收入和增长情况..... 9

图 7：医药制造业近十年利润和增长情况..... 9

图 8：医药制造业近十年期间费用率情况..... 10

图 9：医药制造业累计亏损企业数量和亏损金额（万元，家）..... 11

图 10：2022 年 1-10 月累计出口交货值情况..... 11

图 11：医保基金收支情况..... 12

图 12：职工医保基金收支情况..... 13

图 13：医保基金当期收支结余情况..... 13

图 14：医保基金年末滚存结余情况..... 13

图 15：住院病人手术人次（万人次）..... 17

图 16：医疗机构出院人数及同比变化..... 17

图 17：近 5 年医疗机构总诊疗人次累计值和同比变化..... 18

图 18：近 5 年医疗机构总诊疗人次（按月）和病床使用率..... 18

图 19：过评+原研、非过评用药量市场占比..... 19



图 20: 集采品种行业集中度变化.....	19
图 21: 历次集采平均降幅.....	20
图 22: 2010 年以来成都中药材价格指数走势.....	22
图 23: 近两年成都中药材价格指数走势.....	22
图 24: 全球生命科学实验耗材市场.....	27
图 25: 我国生命科学实验耗材市场.....	27
图 26: 全球及中国细胞培养基市场的历史及预测.....	27
图 27: 全球及中国一次性耗材市场的历史及预测.....	27
图 28: 全球及中国生物反应器市场的历史及预测.....	28
图 29: 全球及中国层析市场的历史及预测.....	28
图 30: 全球及中国过滤器市场的历史及预测.....	28
图 31: 中国实验室纯水系统市场规模.....	28
图 32: 四大连锁日均平效（元/平米）.....	30
图 33: 四大连锁门店数量及增速.....	30
表 1: 医药子板块估值、估值溢价率和估值历史十年分位数.....	8
表 2: 国内获批/被纳入紧急使用的新冠疫苗.....	14
表 3: 各级医院疫情保障医疗能力建设中 ICU 要求.....	15
表 4: 综合 ICU 设备配置参考标准（每 10 床）.....	16
表 5: 支架集采价格变化（个，元）.....	19
表 6: 2022 年有关中医、药的政策（部分）.....	23
表 7: 2021~2022 年获批中药新药.....	23
表 8: 中成药集采概况.....	24



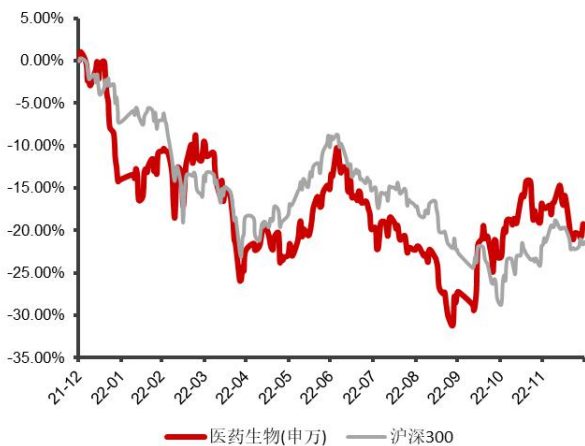
表 9: 部分上市公司创新药项目概况.....	25
表 10: 上游细分领域国产化率、市场参与者及技术难点.....	26
表 11: 重点股票业绩预测.....	34

1. 医药板块行情回顾

1.1 年初至今医药指数下跌 18.2%

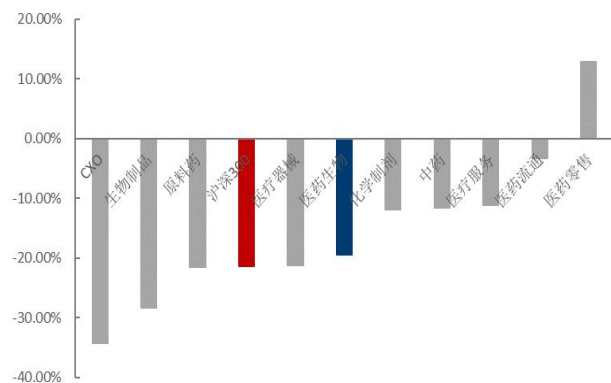
年初至今医药板块指数下跌 19.5%，沪深 300 指数下跌 21.3%，医药板块跌幅小于沪深 300 指数 1.8 个百分点。从各子板块情况来看，医药零售、流通、医疗服务全年分别上涨 12.8%、下跌 3.4%和下跌 11.2%，为收益前三子板块。CXO 和生物制品、原料药板块全年分别下跌 34.3%、28.4%、21.5%，为表现最弱子板块。

图 1：年初至今医药板块涨跌幅



资料来源：Wind，山西证券研究所，数据截至 20221230

图 2：年初至今医药子板块涨跌幅



资料来源：Wind，山西证券研究所，数据截至 20221230

1.2 医药板块估值处于历史低位水平

截至 12 月 30 日，申万医药指数整体估值（TTM）为 23.4 倍，相对沪深 300 溢价为 106.8%，位居历史十年分位数的 4.7%，历史十年医药板块绝对估值的中位数为 38.0，均值为 38.3，医药板块的估值、估值溢价率、历史十年分位数均处在比较低的水平。

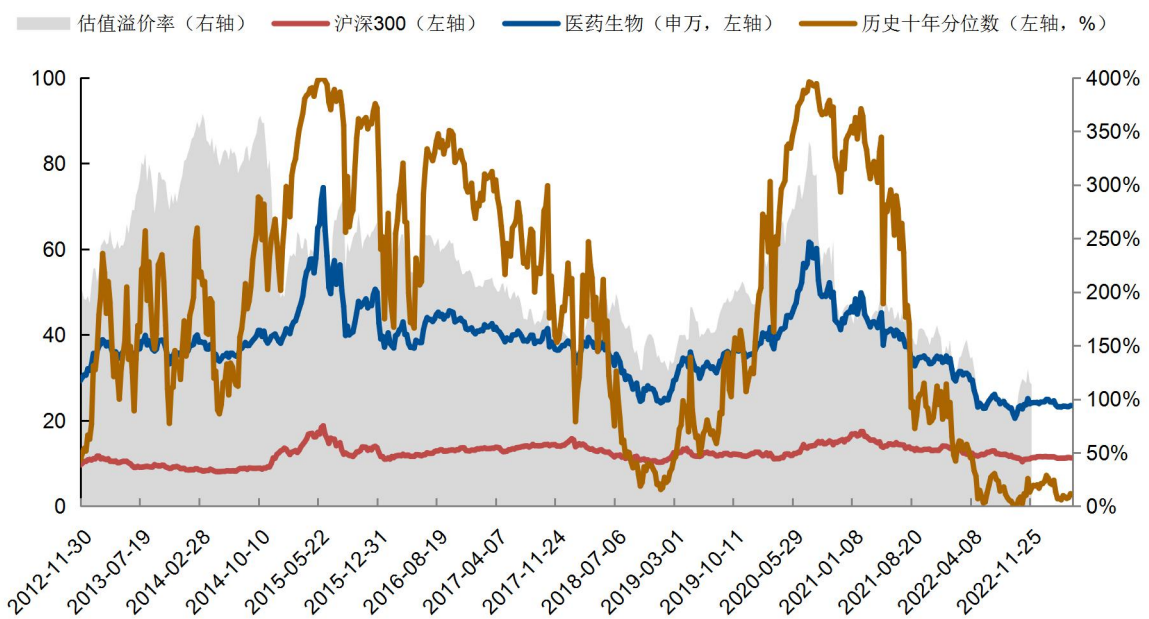
从子板块的估值水平和历史十年分位数来看，医疗服务、医疗器械、生物制品的估值水平最低。医疗器械、医疗服务、生物制品的历史十年估值水平分位数在历史极低水平，主要与疫情相关的检测、耗材、ICL 等业务带来较高的利润水平，以及 CXO 板块新增订单带来的利润高增长有关。

表 1：医药子板块估值、估值溢价率和估值历史十年分位数

代码	名称	市盈率 (TTM)	相对沪深 300 溢价率	估值历史十年分位数
000300.SH	沪深 300	11.3	-	27.5
851512.SI	化学制剂	34.8	207.2%	26.9
851511.SI	原料药	25.6	126.6%	9.6
801152.SI	生物制品	27.7	144.8%	7.6
801153.SI	医疗器械	13.4	18.7%	3.5
801154.SI	医药商业	20.7	83.0%	43.9
801155.SI	中药 II	21.7	91.6%	14.8
801156.SI	医疗服务	31.7	180.0%	0.2
801150.SI	医药生物	23.4	106.8%	4.7

资料来源：Wind，山西证券研究所，数据截至 20221230，*中药饮片受 ST 康美影响较大，暂不做评价

图 3：近十年医药板块估值、估值溢价率和历史十年分位数水平

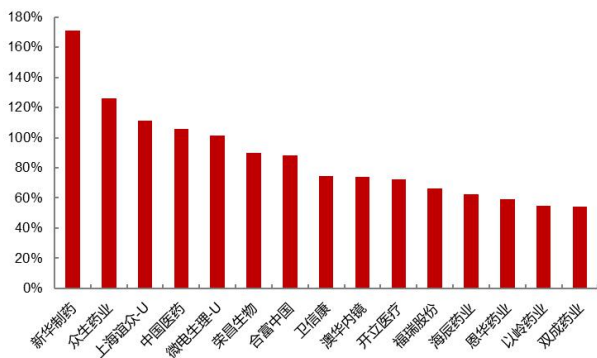


资料来源：Wind，山西证券研究所，数据截至 20221230

1.3 涨幅居前个股与疫情防控关联度高

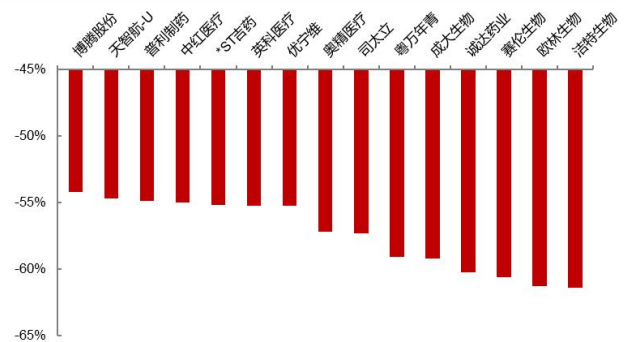
年初至 12 月 30 日，涨幅 top15 个股与疫情防控关联度高。其中新华制药、众生药业、上海谊众-U 涨幅前三，分别达到 171.1%、126.0%、111.5%，分别涉及新冠治疗小分子药物委托制造、新冠小分子药物在研和创新药，中国医药、海辰药业、以岭药业也涉及新冠概念。

图 4：2022 年初至今涨幅 top15



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 5：2022 年初至今跌幅 top15



资料来源：Wind，山西证券研究所

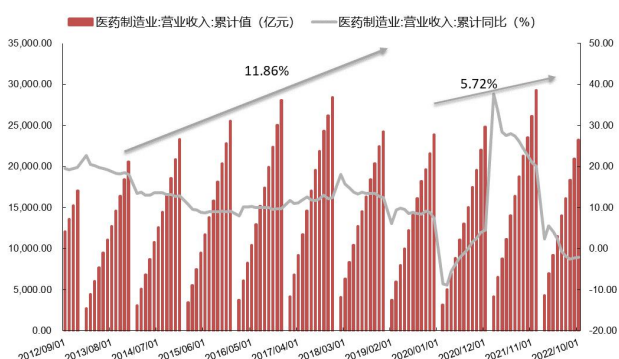
2. 政策推动，产业持续跃迁升级

2.1 医药制造业数据：1~10 月收入 and 利润负增长

根据国家统计局数据，2022 年 1-10 月医药制造业规模以上工业企业实现营业收入 23247.0 亿，同比下降 2.1%，相比较于 2019 年 1-10 月累计营收总额增长 18.2%，三年营收 CAGR 5.7%。2012 年至 2019 年，医药制造业营业收入 CAGR 为 11.9%，近三年医药制造业收入增速显著下降。

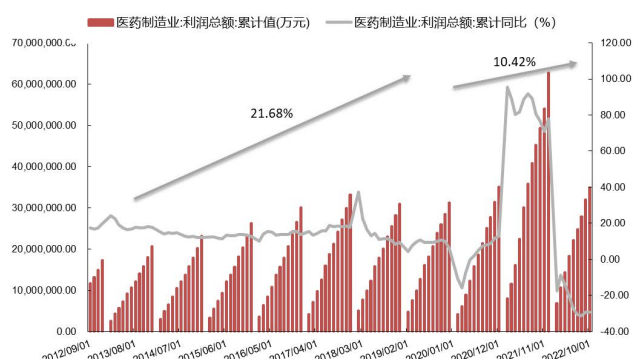
2022 年 1-10 月，医药制造业实现利润总额 3496.3 亿，相较于去年同期下降 29.3%，相较于 2019 年 1-10 月累计利润总额增长 34.6%，三年利润 CAGR 为 10.4%。2012 年至 2019 年，医药制造业利润 CAGR 为 21.7%，近三年医药制造业利润增速显著下降。

图 6：医药制造业近十年收入和增长情况



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 7：医药制造业近十年利润和增长情况

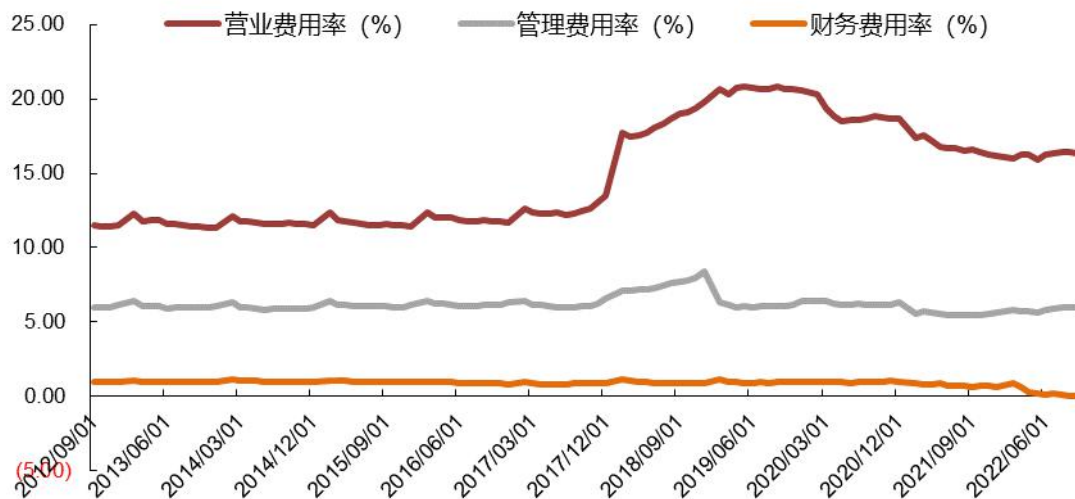


资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

2022 年 1-10 月医药制造业净利率 15.0%，同比下降 5.9pp，但仍高于 17~19 年的常态水平（10%-13% 左右），我们认为是受抗原检测、新增大量海外订单的 CXO 等子行业高利润水平带动有关。1-10 月医药制

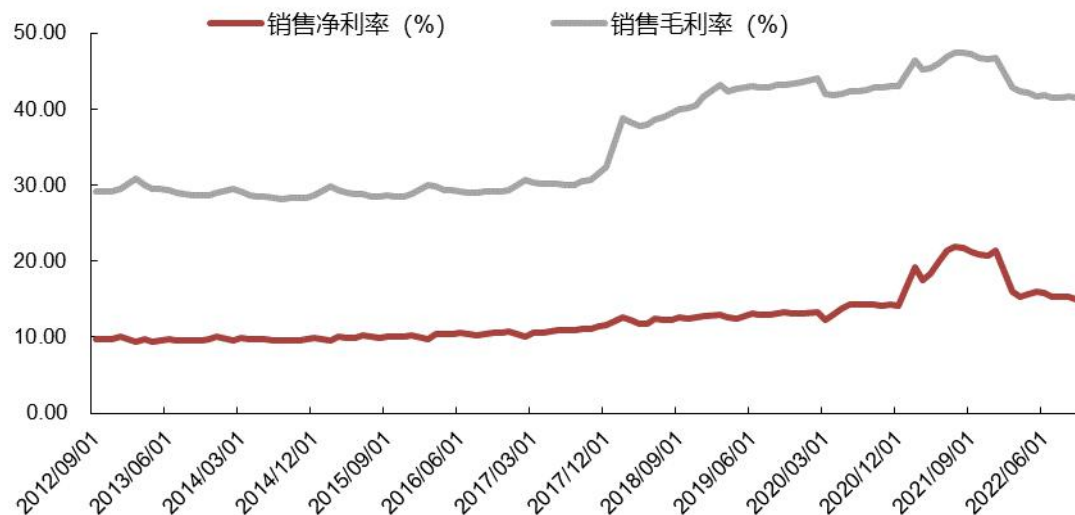
制造业管理费用率 6.0%，同比上涨 0.5pp，营业费用率 16.3%，下降 0.1pp，财务费用率-0.01%，同比下降 0.7pp，行业整体财务费用率首现负值，可能与优质企业账面现金充裕、汇兑损益、政府减负及医药优惠信贷投放等多重因素有关。

图 8：医药制造业近十年期间费用率情况



资料来源：Wind，山西证券研究所

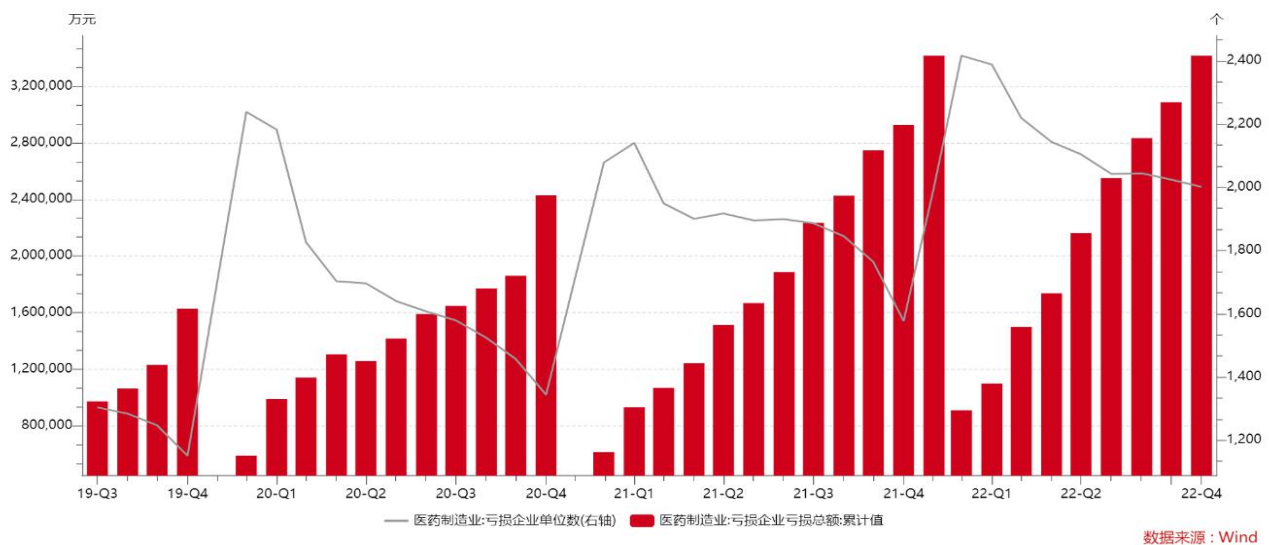
医药制造业近十年净利率、毛利率情况



资料来源：Wind，山西证券研究所

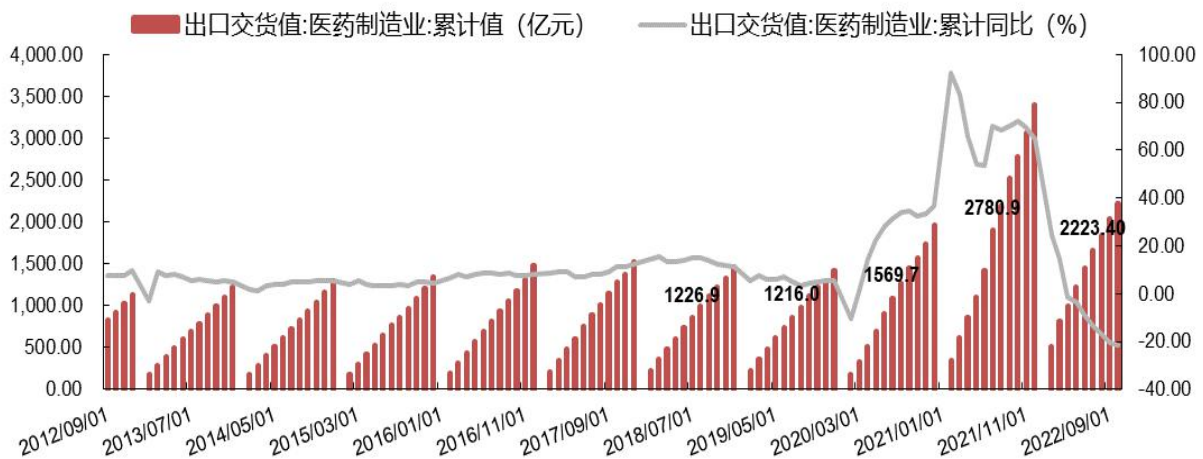
1-10 月医药制造业累计出口交货值 2223.4 亿，接近于常态年份同期出口交货值的翻倍，但相较于去年增速为负且逐月降低。医药制造业亏损企业数量为 2001 家，累计亏损金额为 341.6 亿，为历年同期亏损数量和金额的最高值。

图 9：医药制造业累计亏损企业数量和亏损金额（万元，家）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 10：2022 年 1-10 月累计出口交货值情况



资料来源：Wind，山西证券研究所

2.2 医保 DRG/DIP 付费试点城市全部进入实际付费阶段

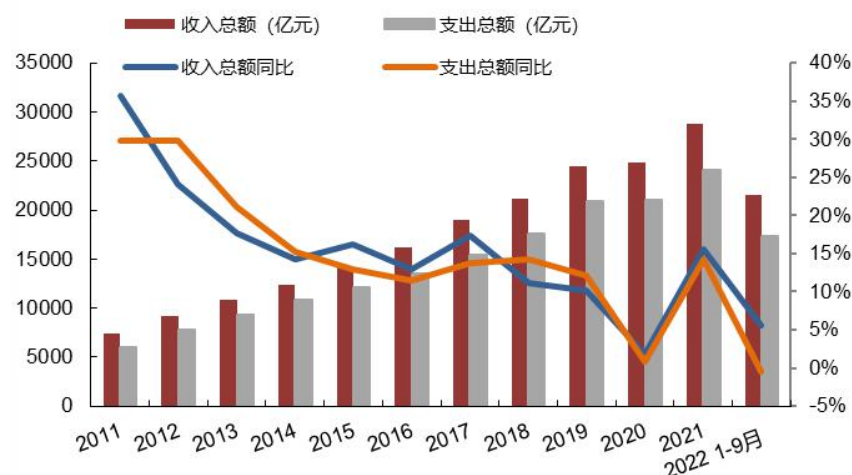
今年 1~9 月，全国医保基金（含生育保险，下同）总收入 21491.2 亿，同比增长 5.5%；总支出 17285.9 亿，同比下降 0.5%，主要是去年同期支付新冠疫苗及接种费用，本期相关支出大幅减少。1~9 月当期收支结余率 19.6%，高于 2011~2021 年当期收支结余率均值 15.9%。年度数据看，2021 年全国医保基金总收入 28727.6 亿，同比增长 15.6%；总支出 24043.1 亿，同比增长 14.3%；基金当期结存 4684.48 亿，当期结余率（当期结余/总收入）16.3%，高于既往十年平均结余率 15.9%；累计结存 36156.3 亿，同比增加 14.8%。

从结构看，2021年职工医保收入19003.1亿，同比增长20.8%（2020年职工基本医疗保险实施阶段性减征政策，基数较低）。基金支出14746.7亿，同比增长14.6%。当年收支结余率22.4%，高于常态年份2011~2019年平均收支结余率19.4%。从2011~2021年，共11年的平均收支结余率为19.6%，两者相差0.2个百分点，可以视作19.5%左右为职工医保当期收支结余的标准比率。居民医保2021年收入9724.5亿，支出9296.4亿，分别同比增长6.7%、13.9%。2021年，城乡居民医保基金当期结存428.1亿，当期收支结余率为4.4%，累计结存6716.6亿。由于2018年进行了城镇居民医保和新农合的两保合一，从当期收支结余数据看，两保合一的首年2019年为4.5%，2020年疫情下城乡居民就医人次减少8.4%，使当期结余率达10.4%，数据可参考性不强。我们暂时认为，4.4%~4.5%为城乡居民医保当期收支结余率的标准比率。

2021年参保人数13.6亿人，近3年基本持平。参保结构上，职工医保参保人数继续上升，居民医保参保人数持续下降。截至2021年底，全国30个按疾病诊断相关分组（DRG）付费国家试点城市和71个区域点数法总额预算和按病种分值（DIP）付费试点城市全部进入实际付费阶段。

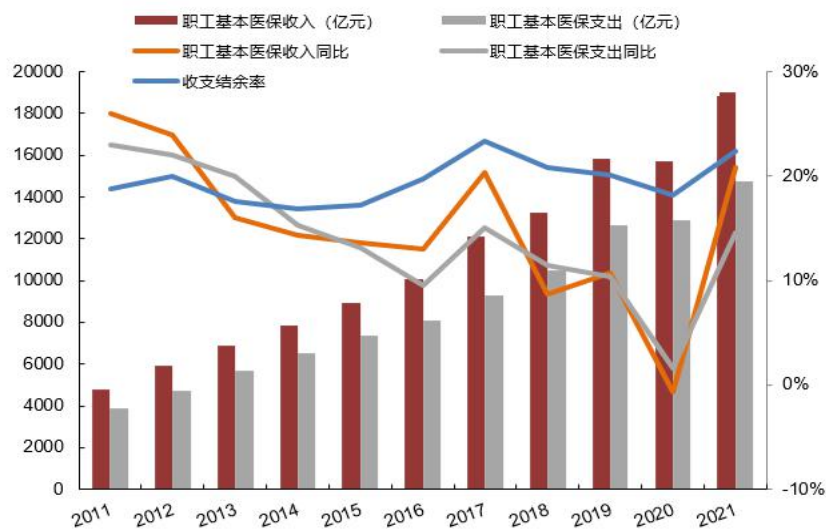
从未来趋势看，参保人数基本饱和，人数增长拉动效应消退，未来基金收入增长更多依靠单人缴费金额（包括个人缴费、企业缴费和国家补贴）的提升。其次是调整参保结构，推动参保总量从数量扩张向结构优化转变，例如鼓励灵活就业人员参加职工医保，职工医保企业缴费部分全部进入统筹账户，以此来实现最大程度的统筹，同时个人账户家庭内共济已经开始实施，有助于提高资金使用效率。在以收定支的原则下，收入增长有限，需求不断扩张，可以预期未来将长期紧支出，医保会持续注重支出结构的优化和效率的提升，主要途径是支付方式的持续优化、集采的常态化、扩大化等。未来收支结余率总体可能有所下降，主要是个人账户共济后支出的增加，以及企业缴费全部进入统筹账户后使用效率会有所提升。

图 11：医保基金收支情况



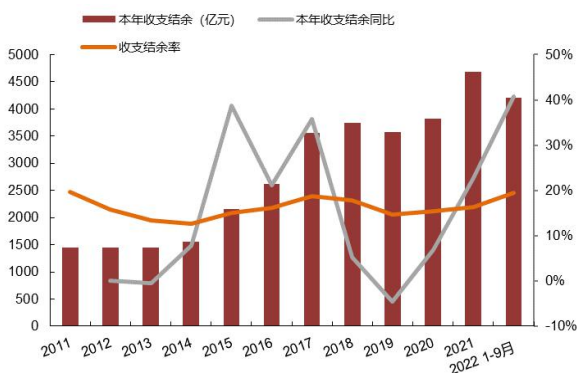
资料来源：国家医保局，山西证券研究所

图 12：职工医保基金收支情况



资料来源：国家医保局，山西证券研究所

图 13：医保基金当期收支结余情况



资料来源：国家医保局，山西证券研究所

图 14：医保基金年末滚存结余情况



资料来源：国家医保局，山西证券研究所

2.3 防控优化，多措并举应对

疫情以来，国家一共发布了 9 版《新型冠状病毒防控指南》。其中，第 9 版于今年 6 月 28 日发布，在风险人员的隔离管理期限方式、风险区域划定标准、疫情监测要求等方面，结合当前流行毒株特点，进行了更新。

今年 11 月 10 日，中央政治局常务委员会会议研究部署了进一步优化防控工作的二十条措施。《新二十条》强调坚持科学精准防控，大力推进疫苗、药物研发，提高疫苗、药物有效性和针对性，强调必要的防疫举措不能放松。12 月 7 日，国务院联防联控机制发布《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通

知》，“新十条”主要内容包括：科学精准划分风险区域；进一步优化核酸检测；优化调整隔离方式；落实高风险区“快封快解”，保障群众基本购药需求；加快推进老年人新冠病毒疫苗接种，加强重点人群健康情况摸底及分类管理；强化涉疫安全保障；进一步优化学校疫情防控工作。

为了应对可能的流行，结合当前奥密克戎流行株的特点，国家多举措并举，包括增加紧急使用疫苗、高风险人群接种第二剂次加强针、ICU 扩容等，把高危人群的保护和救治放在最重要的位置。

2.3.1 多款疫苗被纳入紧急使用

近期多款疫苗被纳入紧急使用，包括北京万泰的鼻喷流感病毒载体疫苗、神州细胞的重组二价（阿尔法/贝塔变异株）S 三聚体蛋白疫苗、三叶草生物的 SCB-2019（CpG1018/铝佐剂）疫苗、威斯克生物/四川大学重组新冠疫苗（Sf9 细胞）威克欣和丽珠集团重组新冠病毒融合蛋白（CHO 细胞）疫苗。

表 2：国内获批/被纳入紧急使用的新冠疫苗

	品种	厂家	获批/EUL 时间
1	灭活疫苗（Vero 细胞）	中国生物	2020 年 12 月 30 日
2	灭活疫苗（Vero 细胞）	科兴中维	2021 年 2 月 5 日
3	重组新冠病毒疫苗（CHO 细胞）	智飞生物	2022 年 1 月 11 日
4	重组新冠病毒疫苗（5 型腺病毒载体）	康希诺	2021 年 2 月 25 日
5	吸入用重组新冠病毒疫苗（5 型腺病毒载体）	康希诺	2022 年 9 月 5 日
6	重组新冠病毒融合蛋白（CHO 细胞）疫苗	丽珠生物	2022 年 9 月 3 日
7	重组新冠病毒 2 价（Alpha/Beta 变异株）S 三聚体蛋白疫苗	神州细胞	2022 年 12 月 4 日
8	鼻喷流感病毒载体新冠病毒疫苗	万泰生物	2022 年 12 月 5 日
9	重组新冠病毒蛋白亚单位疫苗（CHO 细胞）（CpG 1018/铝佐剂）	三叶草	2022 年 12 月 5 日
10	重组新冠病毒疫苗（sf9 细胞）	威斯克	2022 年 12 月 5 日

资料来源：Insight，山西证券研究所

2.3.2 ICU 建设加速

医疗保障能力建设上，基层地区以县域医共体为载体，提升县级医院重症救治能力，发挥乡镇卫生院和村卫生室健康监测作用。县域医共体牵头的县级医院要在 12 月底实现重症医疗资源建设和准备目标。

根据卫健委发布的《依托县域医共体提升农村地区新冠肺炎医疗保障能力工作方案》，县级医院是三级医院的，应当加快完成综合 ICU 监护单元建设和升级改造，确保用于感染新冠病毒的各类重症患者治疗的综合 ICU 床位数量不少于本院实际开放床位总数的 4%，且各重症监护单元可随时使用。同时，立即启动除综合 ICU 外其他专科重症监护床位扩容改造工作，参照综合 ICU 标准，对其供电、供氧系统进行改造，配备呼吸机、监护仪等满足综合重症救治需要的监护与治疗设备，确保需要时随时可投入重症患者医疗救治。

县级医院是二级医院的，应当独立设置重症医学科，按照综合 ICU 标准建设和改造重症监护单元，确保各重症监护单元随时可使用。

县域医共体牵头的县级医院应当以综合 ICU 和其他专科 ICU 床位总数为基数，1 张 ICU 床位配备 1 名医生和 2.5-3 名护士，每班次 8-12 小时。在常规配置医护人员的基础上，增加 20-30% 医护人员做为后备力量。对专科 ICU、内科、儿科、急诊科医务人员进行综合 ICU 专业技术培训，建立由重症医学专业医护人员和其他专科经培训医护人员组成的混合编组工作模式。

卫健委要求，三级医院综合 ICU 要达到床位总数的 4%，各个专科 ICU，要按照综合 ICU 的标准来进行扩容改造和建设。再按照床位总数 4% 的比例改造可转换 ICU 床位，保证综合 ICU 和可转换 ICU 能够达到医院床位总数的 8%。另外，还有专科 ICU 床位作为重要补充。除了综合 ICU 的医护外，其他专科 ICU 的医务人员，重点是内科、急诊科、儿科等相关专业医务人员，要进行综合 ICU 知识技能方面的训练和培训。按照现在床医比和床护比，再额外扩充 20% 到 30% 的医疗力量作为重症力量的补充。所有这些扩容和改造工作，要求务必在 12 月底之前完成。此外，新冠定点医院 ICU 病床要达到总床位数 10% 的比例。

根据卫生统计年鉴，截至 2021 年底，国内三级、二级医院分别有 3,275 和 10,848 家，床位数分别为 323 万张和 274 万张；据不完全统计，国内目前新冠定点医院约 1700 家，其中三级医院约 750 家、二级医院约 950 家。根据国务院联防联控机制的介绍，目前全国 ICU 床位总数 13.81 万张，其中三级医院 10.65 万张、二级医院 3.16 万张。据此数据，不考虑可转换床位和二级医院，只考虑三级（包括三级定点）医院，目前 ICU 床位的需求数量为： $[(3275-750)*4\%+750*10\%]*323/3275=17.36$ 万张。三级医院 ICU 床位数缺口约在 7 万张。三级医院单张 ICU 床位相关设备配置每床一般在 50~100 万，按中位 75 万/床计算，ICU 建设所需资金约为 500 亿。

表 3：各级医院疫情保障医疗能力建设中 ICU 要求

等级	综合 ICU 要求	拓展要求
县域医共体牵头医院（二级）	应当独立设置重症医学科，按照综合 ICU 标准建设和改造重症监护单元，确保各重症监护单元随时可使用。	以综合 ICU 和专科 ICU 床位总数为基数，1 张 ICU 床位配备 1 名医生和 2.5-3 名护士，每班次 8-12 小时。增加 20-30% 医护人员做为后备力量。
县域医共体牵头医院（三级）	综合 ICU 床位数量不少于实际开放床位总数的 4%，立即启动专科 ICU 床位扩容改造工作，参照综合 ICU 标准配备呼吸机、监护仪等监护与治疗设备	对专科 ICU、内科、儿科、急诊科医务人员进行综合 ICU 专业技术培训，建立由重症医学专业医护人员和其他专科经培训医护人员组成的混合编组工作模式。
三级医院	综合 ICU 达到床位总数的 4%，专科 ICU 按综合 ICU 标准。按照床位总数 4% 的比例改造可转换 ICU 床位，专科 ICU 床位作补充。	按照现有床医/护比，再额外扩充 20% 到 30% 的医疗力量作为补充。改造务必在 12 月底之前完成

资料来源：卫健委，山西证券研究所

表 4：综合 ICU 设备配置参考标准（每 10 床）

设备类型	序号	设备名称	单位	数量
基础设备	1	吊塔或设备带	套	10
	2	输液泵	只	10
	3	床旁监护仪	套	10
	4	加压袋	只	10
	5	注射器泵	只	20
	6	血气机	套	1
	7	心电图机	套	1
	8	彩超	台	1
	9	简易呼吸球囊	只	10
	10	雾化器	套	2
	11	排痰机	台	2
	12	压力表	套	2
	13	电动吸引器	套	2
	14	医用降温毯	台	2
	15	升温仪	台	2
呼吸治疗设备	16	高流量湿化氧疗系统	套	5
	17	无创呼吸机	台	2
	18	有创呼吸机	台	2
	19	ECMO（三级甲等医院）	套	1
	20	支气管镜	套	1
	21	一次性气管镜	台	3
其他治疗设备	22	主动脉内球囊反搏泵（三级甲等医院）	套	1
	23	全自动连续血滤系统	套	2
	24	抗血栓压力治疗仪	套	2
	25	康复训练车	台	2
监测设备	26	PICCO	套	1
抢救设备	27	急救推车（药柜）	套	4
	28	除颤监护仪	套	1
转运设备	29	转运呼吸机	台	1
	30	转运监护仪	台	2
	31	脉氧夹	台	5
消毒设备	32	清洗消毒装置	套	1

资料来源：卫健委，山西证券研究所

2.3.3 新基建加快推进 专项贷与贴息政策提供资金支持

在医疗新基建方面，卫健委明确提出推动省市优质医疗资源向县域下沉，提出《县医院综合能力提升

方案（2021-2025年）》，即“千县工程”，到2025年全国至1000家县医院达到三级医院医疗服务水平，发挥县域医疗中心作用。目前“千县工程”涉及的县级医院名单已经公布。

资金方面，9月国常会确定了专项贷款与财政贴息配套支持部分领域设备更新改造计划，涉及1.7万亿贷款总额，对高校、职业院校和实训基地、医院、地下综合管廊、新型基础设施、产业数字化转型和中小微企业、个体工商户等设备购置和更新改造新增贷款，实施阶段性鼓励政策，中央财政贴息2.5个百分点。卫健委明确项目即报即批，包括公立和非公立医院在内，每家医院贷款金额不低于2000万，主要用于诊疗、临床检验、重症、康复、科研转化等各类医疗设备的配置。

同月，中国人民银行宣布设立设备更新改造专项再贷款，额度2000亿以上，利率1.75%，期限1年，可展期2次，每次展期期限1年。

2.4 医疗机构诊疗活动有待恢复

从医疗机构就诊情况来看，今年上半年医疗机构总的就诊人次（按月）与去年同期基本持平，但从病床使用情况来看，2022年好于2020年，但低于2021年，并且明显低于疫情前。

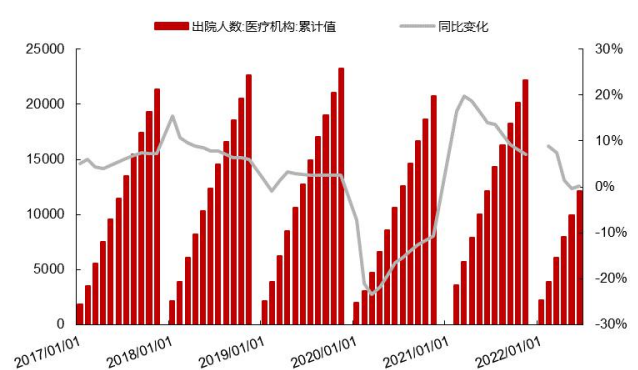
医疗机构的诊疗活动并没有恢复如常。从手术人次数来看，2021年恢复良好，与医疗机构出院和就诊人次变化趋势比较符合。从医疗机构诊疗人次看，2022年前6个月累计值与2019年同期相比减少了24.18%，从出院数据看，2022年6月份累计值与2019年同期累计值相比减少了4.8%，疫情仍然对医院总的诊疗活动产生了影响，手术需求相对刚性，影响偏小。

图 15：住院病人手术人次（万人次）



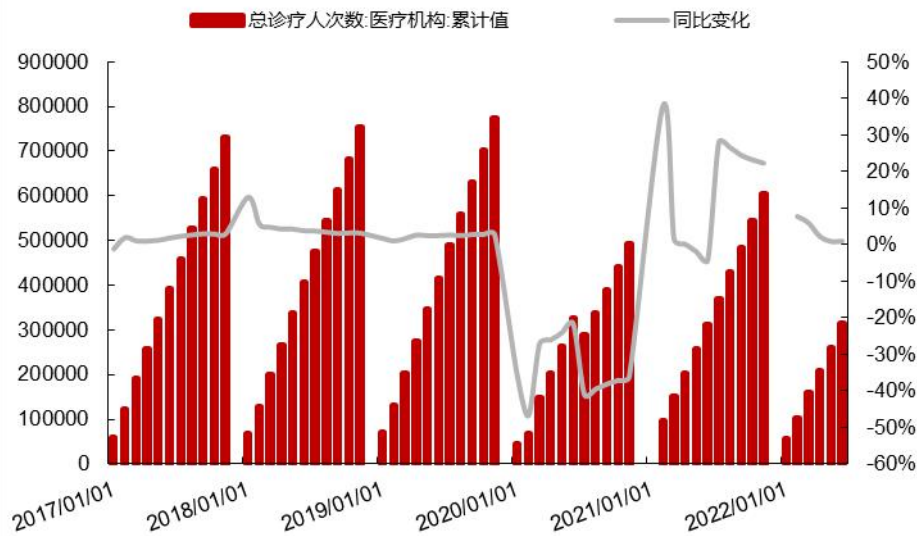
资料来源：Wind，中国医药卫生统计年鉴，山西证券研究所

图 16：医疗机构出院人数及同比变化



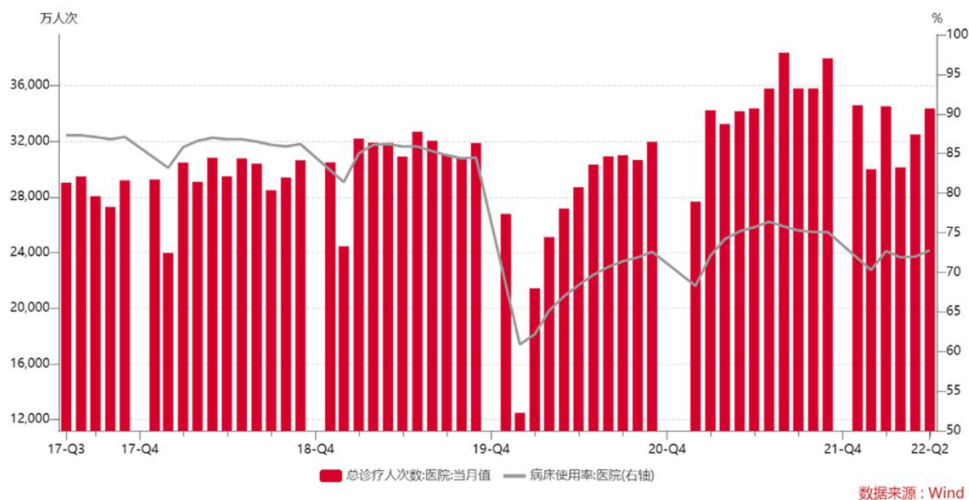
资料来源：Wind，中国医药卫生统计年鉴，山西证券研究所

图 17：近 5 年医疗机构总诊疗人次累计值和同比变化



资料来源：Wind，中国医药卫生统计年鉴，山西证券研究所

图 18：近 5 年医疗机构总诊疗人次（按月）和病床使用率



资料来源：Wind，中国医药卫生统计年鉴，山西证券研究所

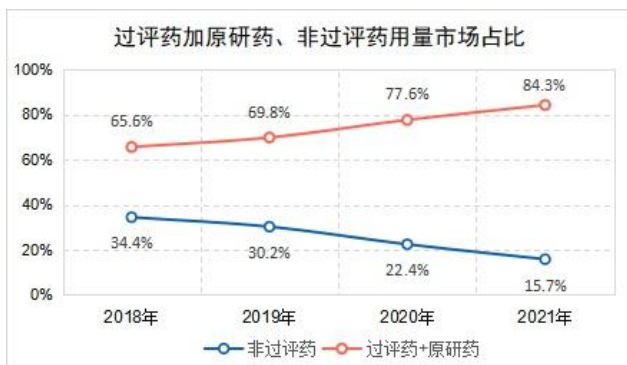
2.5 集采：从价格发现走向产业升级

今年年初的全国医疗保障工作会议指出，力争年内国家和省级集采药品总数达到 350 个以上，目前已经进行了 7 批集采，共采购 294 个品种，涉及金额占公立医疗机构年采购金额的 35%。

根据《中国医疗保险》的一份定量分析显示，过评仿制药加上专利过期原研药的市场份额从 2018 年的 65.6% 增长到 2021 年的 84.3%，其中过评药从 33% 增长到 53.7%，原研药从 32.6% 降低到 30.5%，集采引导

优质药品成为市场主流。集采品种质量层次提升。高值耗材上，占据原市场超 30% 的不锈钢支架全部被合金支架替代；陶对聚膝关节普通聚乙烯垫片全部被高交联垫片替代。集采药品市场集中度明显优化，CR8 从 2018 年的 36.5% 上升至 2021 年的 48.4%，CR4 从 23.9% 提升至 32.2%，表明集采药品行业从充分竞争型格局开始进入寡占型格局，形成了仿制药行业规模发展效应。非过评产品用量占比逐年下降，从 2018 年的 34.4% 降至 2021 年的 15.7%。

图 19：过评+原研、非过评用药量市场占比



资料来源：《中国医疗保险》20220921，山西证券研究所

图 20：集采品种行业集中度变化



资料来源：《中国医疗保险》20220921，山西证券研究所

集采大幅降价的现象正逐渐缓和。今年 11 月冠脉支架集采续标拟中选结果公示，有 10 家企业的 14 款产品拟中选。2020 年集采的价格最低是蓝帆医疗 469 元/个，最高是万瑞飞鸿 798 元/个，本次只要价格低于最高申报价 798 元/个即可中标，并且增加了伴随服务费 50 元/个，有 4 个产品都参考最高申报价 798 元/个 +50 元/个伴随服务，总计 848 元，续标价格较于 2020 年中标价普遍有所提升。

表 5：支架集采价格变化（个，元）

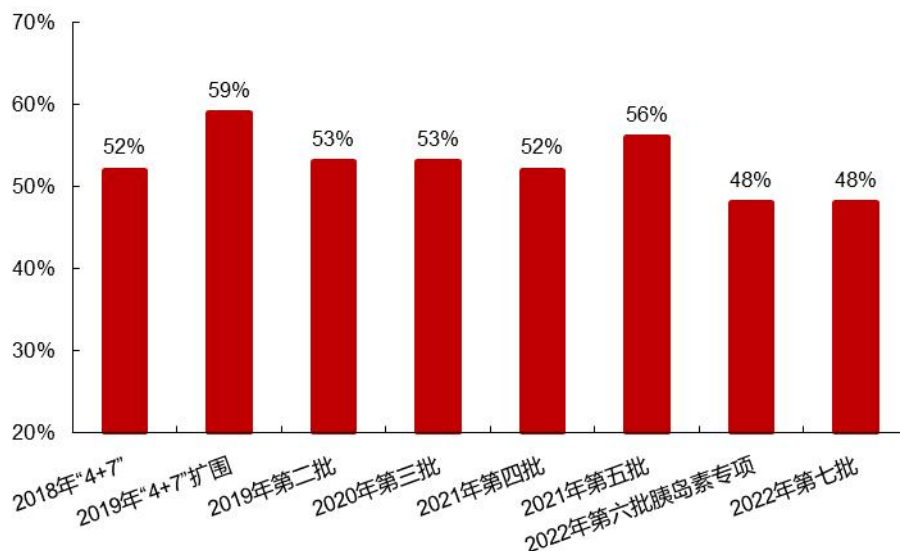
分组	企业	产品	2020 年 中标价	首年意向采 购量	2022 年续标价 (含伴随价)	首年意向 采购量	涨幅
A	微创	冠脉雷帕霉素洗脱钴基合金支架系统	590	247960	730	513543	23.7%
A	赛诺	药物洗脱支架系统	-	-	779	7941	-
A	威高	药物支架系统	755	53441	795	74841	5.3%
A	泰尔茂	药物洗脱冠脉支架系统	549	41865	796	75956	45.0%
A	微创	冠脉雷帕霉素洗脱钴基合金支架系统	750	12176	800	67668	6.7%
A	美敦力	药物洗脱冠脉支架系统	648	51667	806	250141	24.4%
B	蓝帆	药物涂层支架系统（雷帕霉素）	469	100690	824	273914	75.7%
B	赛诺	药物洗脱支架系统	-	-	839	28638	-
B	蓝帆	钴铬合金生物可降解涂层雷帕霉	-	-	845	4284	-

分组	企业	产品	2020 年 中标价	首年意向采 购量	2022 年续标价 (含伴随价)	首年意向 采购量	涨幅
		素洗脱冠脉支架系统					
B	波科	铂铬合金依维莫司洗脱冠状动脉支架系统	776	59842	846 (伴随价为 48 元)	275931	9.0%
-	波科	依维莫司洗脱冠状动脉支架系统	776	32251	-	-	-
C	乐普	钴基合金雷帕霉素洗脱支架系统	645	120560	848	215374	31.5%
C	万瑞飞鸿	冠状动脉钴铬合金可降解涂层雷帕霉素药物洗脱支架系统	798	9774	848	40789	6.3%
C	雅培	铂铬合金依维莫司洗脱冠脉支架系统	-	-	848	20421	-
C	微创	冠脉雷帕霉素洗脱钴基合金支架系统	-	-	848	595	-

资料来源：国家联采办，山西证券研究所

在药品集采上，截至今年已进行了七批，降价幅度趋于缓和，平均降幅由“4+7”扩围时的 59%下降到了第六批和第七批的 48%。另一方面，非医保支付范围项目也可能纳入集采，例如自费项目种植牙、硬性角膜塑形镜等，但在医疗服务相关价格上，医保持比较温和的态度，采用技、耗分离模式。今年在医保局联合卫健委等部门进行的口腔种植医疗服务收费和耗材价格专项治理中，将三级公立医院种植牙医疗服务部分的指导价格确定为 4500 元，并允许符合标准的医院适度上浮价格。

图 21：历次集采平均降幅



资料来源：国家医保局，山西证券研究所

总之，经过多轮探索，集采趋于常态化、机制趋于稳态化、规则不断优化、范围不断延伸，平均降幅趋于稳定，促使企业在研发、品种、产能、供应链上合理规划，集采的负面影响正在逐渐出清，估值下限

逐步确立，头部企业应对集采的两条路径包括：1) 自我调适：通过规模化、精细化管理、成本控制、工艺升级和产业链延伸等途径，实现低成本竞争优势；2) 反身升级：开发升级换代新品种，规避价格竞争。殊途同归，最终使其在集采时代进入规模化、高质量的新的发展阶段。

3. 投资策略：新常态下，花开次第

3.1 既往不复追，看好疫后新常态下的医药板块行情

在不确定变成常态的 2022 年，医药板块持续调整，仅在部分子行业和部分阶段有结构性行情，个股上看，机会更多体现在估值性价比上。2022 年医药板块主要的扰动因素在于疫情的波动、外部市场环境、国际冲突、能源危机等因素的变化，对企业个体的冲击也比较明显。估值上，医药板块整体已经进入历史十年的底部水平。

2022 年，产业向上的确定性并没有发生改变，供、需、支付三方的政策具备延续性，部分措施趋向纠偏从而更加合理化。供，主要表现在集采对仿制药尾部企业的淘汰已经充分体现，创新药在 2022 年经历了一波去伪存真、大浪淘沙，CDE 出台多个《技术指导原则》或者《研发指导原则》，使得审批规则更加完善，也使创新质量更高。包括恒瑞、百奥泰等企业主动停止部分临床试验，更证实创新研发生态变得更优。需，主要是深度老龄化带来求医用药刚需，部分因疫情延后的需求最终会释放以及消费医疗的持续升级，行业巨大的总量增长并没有停滞，结构性的变化和改善并没有倒退。支付上，主要是医保支付方式改革逐步深入，不合理的支付限制会逐步解除，对临床治疗性品种和医疗服务的支持会持续，医保的总收入仍在增长。

2023 年，防控持续优化，疫情趋向尾声，风险逐步化解，我们终将恢复疫后常态的生活，但并不是重复疫情前。既往不追，我们建议更多地从下往上，在新环境下的优质赛道中寻找确定性个股。一季度甚至上半年，我们可能都还会在疫后新常态中寻找平衡，防控优化后重症的达峰、峰值持续、新变异毒株可能引起的局部或阶段性流行，或在短期产生干扰，医院诊疗资源可能阶段性紧张，但疫后正常医疗秩序最终会恢复，诊疗活动的疫后复苏将是确定性事件。

2023 年，我们认为医药板块的复苏与增长将次第花开，每一个子板块都蕴藏机会。从微观来说，确定性就是机会，从中观上来说，我们建议关注诊疗复苏（包括严肃医疗和消费医疗在内）、投融资边际恢复下创新的估值修复及自主可控环境下的上游支持体系、国产替代下的医疗器械、设备、耗材类龙头等。

3.2 中药:药材价格快速上涨，中药创新药快速发展

2010 年以来，中药材价格总体呈现上涨趋势，尤其是最近两年，中药材通胀行情、自然灾害以及疫情

导致的突发需求拉动，带动了价格指数的快速上涨。去年年初，成都中药材价格指数为 177，去年底价格指数 207，涨幅 16.9%。当前价格指数为 233，年内涨幅 12.6%。

图 22：2010 年以来成都中药材价格指数走势

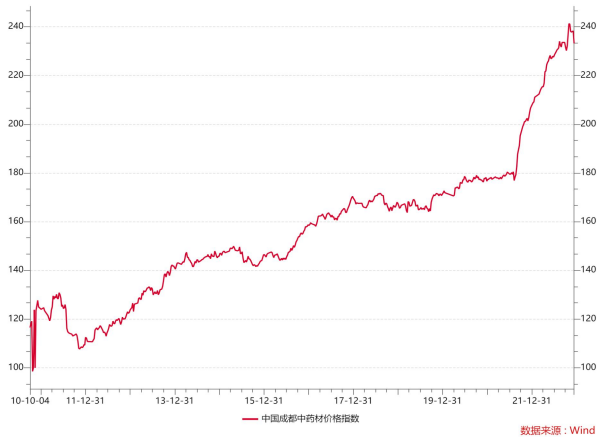
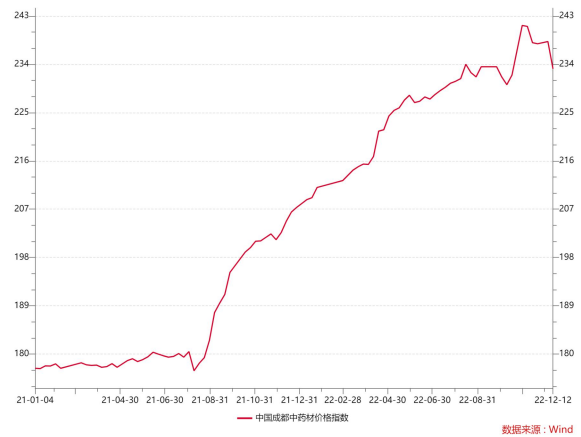


图 23：近两年成都中药材价格指数走势



资料来源：Wind，山西证券研究所

资料来源：Wind，山西证券研究所

今年 10 月底，中药饮片联采征求意见稿发布，以山东牵头，联合 15 个省市区的饮片联采，以“保质、提级、稳供”为目标，共涵盖 21 个品种的 42 个品规，包括黄芪、党参片、金银花、当归、麸炒白术、红花、烫水蛭、麦冬、黄连片、太子参、白芍、甘草片、地龙、川芎、丹参、黄芩片、山药、蒲公英、牡丹皮、桔梗。不同品种的首年约定采购量已经公布。

饮片联盟采购拟中选品种需要通过综合评审、竞价报价两个环节确定。综合评审包括考量是否自有中药材种植基地，是否与种植基地签订供货协议，是否拥有饮片生产、药材追溯、饮片销售全过程追溯体系，医疗机构的需求情况，与同评审组最低报价的差距，质量控制，供应保障，道地药材，GAP 基地等因素。根据有效申报企业的顺位，确定入围竞价报价环节的企业名单。最多入围企业数根据同评审组有效申报企业数确定，当符合条件的企业数量在 22 家及以上之后，企业入围概率只有 30%，最多为 50 家。从目前药材价格趋势来看，稳定供应的意义更重要，联采也更注重企业真实的“质量保障和成本控制能力”。

中药材价格的上涨，对于中成药企业的成本带来了较大的压力。以 OTC 渠道为主的中成药，陆续对主打品种进行提价，例如同仁堂自 2021 年 12 月 1 日起将安宫牛黄丸价格由 780 元/盒上调至 860 元/盒；太极集团对藿香正气口服液出厂价平均上调 12%，健民集团也对龙牡壮骨颗粒分规格进行了提价。OTC 中成药，品牌效应是关键核心竞争力之一。

在医院渠道为主或者中成药处方药领域，中药创新药从去年开始进入快速发展通道。一方面，国家对中成药仍然延续比较温和的政策态势。此外，中药创新药的开发持续火热，医保对中药也偏爱有加。

表 6：2022 年有关中医、药的政策（部分）

时间	发布部门	文件名	内容
2022 年 4 月	国务院	《“十四五”中医药发展规划》	到 2025 年，中医药健康服务能力明显增强，中医药高质量发展政策和体系进一步完善，中医药振兴发展取得积极成效，在健康中国建设中的独特优势得到充分发挥
2022 年 4 月	NMPA	《基于人用经验的中药复方制剂新药临床研发指导原则（试行）》、《基于“三结合”注册审评证据体系下的沟通交流指导原则（试行）》	“三结合”审评证据体系进一步明确
2022 年 9 月	卫健委联合多部委	《关于开展健康中国行动中医药健康促进专项活动的通知》	到 2025 年，三级和二级妇幼保健院开展中医药专科服务的比例达 90%、70%，65 岁以上老年人中医药健康管理率达到 75%
2022 年 10 月	国务院	二十大报告	促进中医药传承创新发展
2022 年 10 月	国家中医药管理局	《“十四五”中医药人才发展规划》	预期 2025 年医疗机构中医药人员总数大于 100 万人，每千人口中医类别医师数 0.62 人，每万人口中医类别全科医师 0.79 人，二级以上公立中医院中医类别执业医师比例 60%

资料来源：卫健委，NMPA，国家中医药管理局，山西证券研究所

在中药创新药获批上，2021 年包括抗疫“三药三方”在内获批 12 个，以 1.1 类新药为主。今年获批 3 个，包括 1.2 类创新药淫羊藿素软胶囊、广金钱草总黄酮胶囊和 3.2 类散寒化湿颗粒。

表 7：2021~2022 年获批中药新药

名称	企业	获批时间	分类	主治
化湿败毒颗粒	广东一方制药	2021/3/2	3.2	湿毒侵肺所致的疫病
宣肺败毒颗粒	山东步长制药	2021/3/2	3.2	湿毒郁肺所致的疫病
清肺排毒颗粒	漳州片仔癀药业	2021/3/2	3.2	受寒湿疫毒所致的疫病
益肾养心安神片	石家庄以岭药业	2021/9/1	1.1	失眠症
益气通窍丸	天圣制药集团	2021/9/13	1.1	季节性过敏性鼻炎
银翘清热片	江苏康缘药业	2021/11/10	1.1	外感风热型普通感冒
坤心（怡）宁颗粒	天士力医药集团	2021/11/29	1.1	妇女更年期潮热汗出、心烦失眠
芪蛭益肾胶囊	山东凤凰制药	2021/11/29	1	糖尿病肾病
玄七健骨片	湖南方盛制药	2021/11/29	1	膝骨关节炎(筋脉瘀滞证)
虎贞清风胶囊	一力制药	2021/12/16	1.1	轻中度急性痛风性关节炎属湿热蕴结证
解郁除烦胶囊	石家庄以岭药业	2021/12/16	1.1	轻中度抑郁症属气郁痰阻、郁火内扰证
七蕊胃舒胶囊	健民集团	2021/12/31	1.1	轻中度慢性非萎缩性胃炎伴糜烂属湿热瘀阻证
淫羊藿素软胶囊	北京坤诺基医药科技	2022/1/10	1.2	用于不适合或患者拒绝接受标准治疗，且既往未接受过全身系统性治疗的、不可切除的肝细胞癌，患者外周血复合标志物满足以下检测指标的至少两项：AFP≥400 ng/mL；TNF-α<2.5 pg/mL；IFN-γ ≥7.0 pg/mL

名称	企业	获批时间	分类	主治
广金钱草总黄酮胶囊	武汉人福	2022/9/15	1.2	输尿管结石中医辨证属湿热蕴结证
散寒化湿颗粒	康缘药业	2022/10/9	3.2	寒湿郁肺所致疫病

资料来源：NMPA，山西证券研究所

中成药集采上，受制于不断上涨的药材成本，中成药集采的降幅相对较为温和。目前备受关注的湖北牵头 30 省联盟中成药集采尚未有结果，预期独家品种（非独家剂型）的降幅或在 20%~30%之间。

表 8：中成药集采概况

时间	联盟	结果
2021 年 9 月	湖北医保局牵头，联合河北、山西、内蒙古、辽宁、福建、江西、河南、湖南、海南、重庆、四川、贵州、西藏、陕西、甘肃、宁夏、新疆和新疆生产建设兵团等 19 省、市、自治区	157 家企业、182 个产品参与，97 家企业、111 个产品中选，中选率 62%，平均降幅 42.27%，最大降幅 82.63%，6 款独家剂型平均降幅 47.06%
2022 年 4 月	广东、山西、河南、海南、宁夏和青海等 6 省联盟	53 个品种，275 家企业参与，174 家企业、361 个产品中选，中选率 63%，平均降幅 56.14%，最大降幅 99.11%，其中包括 22 个独家品种平均降幅为 17.67%
2022 年 7 月	北京	122 家企业、241 个产品中标，平均降幅 35.75%，最大降幅 82.63%，独家品种降幅 8.26%
2022 年 8 月	山东	15 个品种，有 66 家企业，158 个产品中选，中选率 43%，平均降幅 44.31%，最高降幅 87.97%，独家剂型平均降幅 39.00%
2022 年 9 月	湖北牵头，30 省联盟	共纳入 16 个品种 42 个药品

资料来源：各地医保局，广东省药品交易中心，山西证券研究所

受疫情因素推动，除了“三药三方”之外，各地发布的疫情防控用药指南中包含大量中成药制剂，包括藿香正气水/液、清咽滴丸、六神丸、荆防颗粒、蓝芩口服液、热炎宁合剂、金振口服液等，推动了中成药的应用和发展。

中药创新药，特别是与疫情防控相关品种，在今年受到的关注度较高。从产业发展的角度，尽管从获批创新药数量上看，今年少于去年，但从研发费用投入、立项数量等指标来看，中药创新药仍然处在行业升级初期，中药研发正在崛起。我们认为，中药的产业政策优化已经落地，在良好的产业环境下，中药行业的新一轮升级已然启幕。我们建议关注康缘药业、新天药业、达仁堂等。

此外，OTC 中药仍然以品牌为主要驱动力，中药材处于通胀大环境下，整体向上的通道没有变化，结构上可能从疫情相关品种逐步过渡到免疫力恢复、补益类品种上。

3.3 创新回归本源

创新在 2022 年遭遇估值回归，整体偏弱。一方面是资金现象使然，风险资产价格下行，另外国内创新药的短期困境，特别是靶点拥挤和同质化，导致局部竞争格局恶化，并进而产生项目停滞、出清等现象。

然而，尾部项目出清本身就是创新发展的必然结果，在创新经历估值高企、遇冷、回归“更好地满足临床需求”初心之后，我们认为 2023 年的创新将迎来新的阶段。

一方面商业化环境更好，另一方面技术进步不止。前者主要体现在医保层面，7 月北京医保局发布《关于印发 CHS-DRG 付费新药新技术除外支付管理办法的通知（试行）》，提出满足相关条件的创新性药、械、诊疗项目可通过申报获得除外支付。广东佛山、江苏无锡等地陆续对医保谈判药品费用单独计算，不受 DRG 支付改革的限制。同时，医保谈判的续约规则也呈现边际利好，今年医保局将新增适应证纳入简易续约考虑范围，按照简易续约程序，降幅最多可能为 25%。去年百济神州 PD-1 替雷利珠单抗新增适应症谈判后，降价幅度达到 34%。再次医保目录常态化调整中，本土创新药有多款入选，医保正是创新药商业化放量的有效途径之一，创新药的简易续约原则明确，有利于稳定长期预期。其中，恒瑞医药的品种包括羟乙磺酸达尔西利片、辅氨酸恒格列净片、瑞维鲁胺片等，康方生物的国内首个获批上市的双抗卡度尼利单抗，荣昌生物的首个国产 ADC 产品维迪西妥单抗，罗欣药业的替戈拉生片等。

另一方面，CDE 陆续发布多部临床研发指导原则，引导企业调整研发管线，聚焦更优项目，一些创新药陆续进入关键进展期，例如康方生物的 PD-1/VEGF 双抗药物 AK112、恒瑞医药的 SHRA1811 等。

表 9：部分上市公司创新药项目概况

上市公司	药物品种	适应症
恒瑞医药	SHR8028	基于无水递送系统技术的 0.1%环孢素制剂，用于干眼病
	SHR0302	JAK1 抑制剂，类风湿性关节炎、溃疡性结肠炎、特应性皮炎
	SHRA1811	HER2 ADC，用于 HER2 阳性乳腺癌
	SHR1314	IL-17A 单抗，用于成人活动性中重度 Graves 眼病、强直性脊柱炎等
康方生物	AK104	PD-1/CTLA-4 双抗，宫颈癌、胃癌的一线治疗
海思科	HSK21542	作用于 KAPPA 受体的镇痛类药物
先声药业	SIM0417	3CL 蛋白酶抑制剂用于轻中度新冠感染
	曲拉西利	CDK4/6 三阴性乳腺癌、结直肠癌
康诺亚	CM310	IL-4R 抗体治疗中重度特应性皮炎、慢性鼻窦炎、哮喘
康宁杰瑞	KN046	PD-L1/CTLA-4 双抗，食管鳞状细胞癌、肝癌、非小细胞肺癌、胸腺癌、三阴乳腺癌、胰腺癌等
	KN026	HER2/HER2 双抗，HER2 阳性乳腺癌、胃癌/胃食管结合部癌

资料来源：医药魔方，上市公司公告，山西证券研究所

3.4 生命科学上游的国产替代正在进行中

生命科学创新的上游主要包括仪器、试剂、耗材等支持体系，生命科学试剂主要包括免疫学试剂（如抗体、抗体相关试剂）、分子生物学试剂（如基因编辑调控试剂、基因测序试剂）、细胞生物学试剂（如细胞培养、各类细胞系）、生化试剂（如小分子化合物、荧光染料和各种缓冲液）等。

根据优宁维招股书信息，Meticulous Market Research Pvt. Ltd.发布的《Research Antibodies And Reagents Market - Global Opportunity Analysis And Industry Forecast (2018-2023)》报告，预计到2023年全球科研抗体及试剂（生命科学试剂）市场将达到132.8亿美元，2018年~2023年的CAGR达到6.5%。国家科技基础条件平台中心资助项目“高校院所实验试剂需求分析与管理研究”（2016DDG1ZZ16）通过调研发现，我国科研试剂支出约占科研机构R&D经费支出的20%-25%。根据国家统计局数据，2018年科研机构R&D经费支出占全国R&D经费支出约为23%，假设该比例未发生变化，2019年全国R&D经费支出为21,737.0亿元，则我国2019年科研机构研发经费支出约5,000亿元，科研试剂市场规模约为1,000~1,250亿元。考虑到其余R&D经费支出占比77%的企业对科研试剂的巨大需求，国内科研试剂市场规模将远超千亿元规模。

在仪器耗材领域，根据Markets and Markets发布的《Laboratory Equipment Services Market by Type、Contract、Equipment、Service Provider (OEM) and End User-Global Forecast to 2024》报告，全球科研仪器市场容量预计将从2019年的95亿美元增长至2024年的177亿美元，CAGR达13.4%，其中亚太区份额占比持续提升。根据《生命科学实验耗材市场及关键制造技术的现状、挑战与对策》，2018年我国一次性科学耗材的市场容量为231.26亿元人民币，预测未来年增长率为20%。生命科学上游的产品，例如培养基、耗材、反应器等，国内市场的预测增速均在20%以上，但国产市占率在20%~35%不等，国产替代空间巨大。

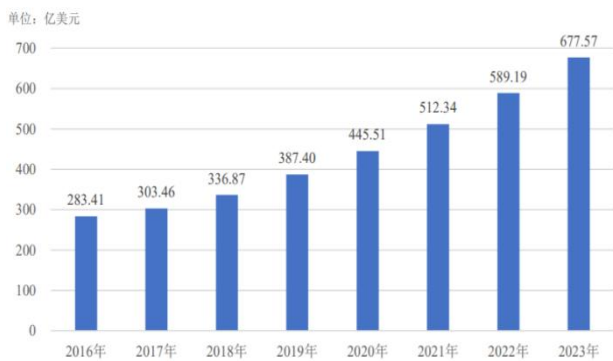
表 10：上游细分领域国产化率、市场参与者及技术难点

细分领域	国产市占率 (2021年)	市场参与者	壁垒
培养基	33.7%	赛默飞、Merck、思拓凡、奥思康、多宁生物、奥浦迈等	1、开发及优化配方的效率；2、干粉细胞培养基的大规模生产；3、稳定性及质量控制
一次性产品	32.5%	赛默飞、Merck、思拓凡、多宁生物、乐纯生物等	1、薄膜及管材等关键原材料的安全与供应成本的控制，其中多层共挤薄膜的研发及制造对一次性产品市场尤为重要；2、多层共挤薄膜的关键技术壁垒包括：加工，各层厚度的控制及统一，薄膜分解风险随着层数的增加亦更高；原材料；溶出析出控制
生物反应器	27.7%	赛默飞、Merck、思拓凡、多宁生物、乐纯生物、赛科斯等	1、控制系统涉及反应过程中的精确控制（如温度、pH值、转速等参数），目前仅有少数企业掌握核心专利；2、跨学科应用。生物反应器是涉及生物、化学、物料、电子、机械及多个其他专业领域交叉应用的产品，对搅拌器、传感器、反应袋/罐等部件的生产工艺要求严谨；3、严格监管；4、客户黏性较强
层析市场	24.7%	填料：思拓凡、Daisogel、纳微科技等；色谱柱：赛默飞、思拓凡、默克、Bio-Rad等	层析过程可通过层析柱及层析填料实现。层析填料的分离性能及质量直接影响分离纯化的结果。整体层析性能由填料结构及材料决定，其生产复杂程度高，生产工艺要求严格
过滤器	20.4%	Sartorius、Merck等	1、复杂的生物学相互作用。吸附技术与分离技术在过滤中需要密切配合；2、孔径需要精确控制在纳米级；3、分子设计。过滤器支撑材料的分子设计及最佳固定方法的研究是过滤技术的核心

细分领域	国产市占率 (2021年)	市场参与者	壁垒
实验室纯水	19.6%	-	-

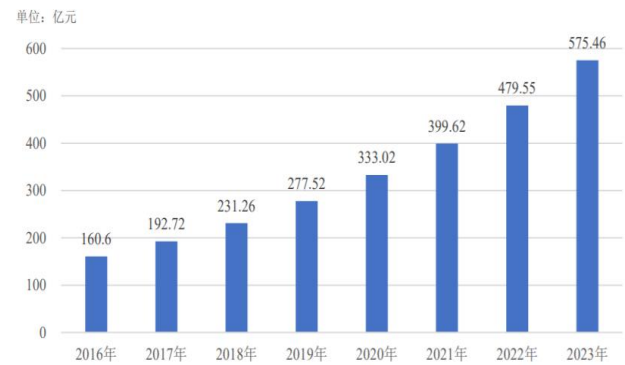
资料来源：多宁生物招股书，山西证券研究所

图 24：全球生命科学实验耗材市场



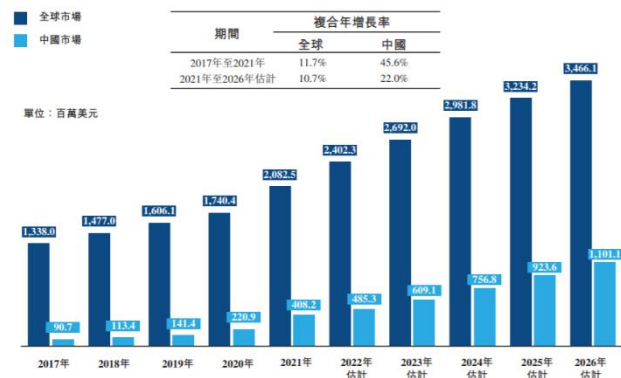
资料来源：《生命科学实验耗材市场及关键制造技术的现状、挑战与对策》，中国医疗器械信息 201904，优宁维招股书，山西证券研究所

图 25：我国生命科学实验耗材市场



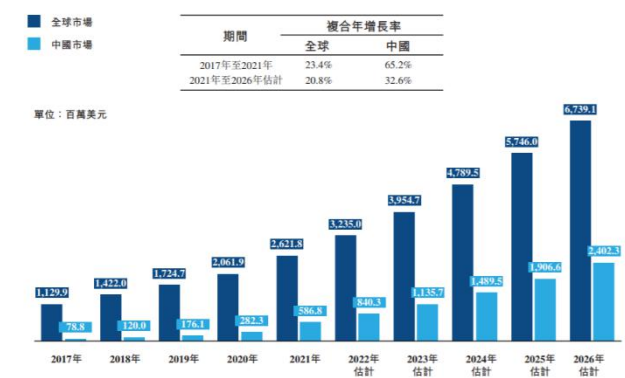
资料来源：《生命科学实验耗材市场及关键制造技术的现状、挑战与对策》，中国医疗器械信息 201904，优宁维招股书，山西证券研究所

图 26：全球及中国细胞培养基市场的历史及预测



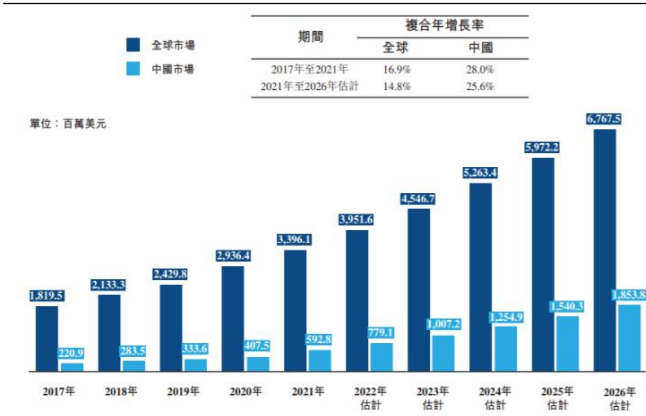
资料来源：弗若斯特沙利文，多宁生物招股书，山西证券研究所

图 27：全球及中国一次性耗材市场的历史及预测



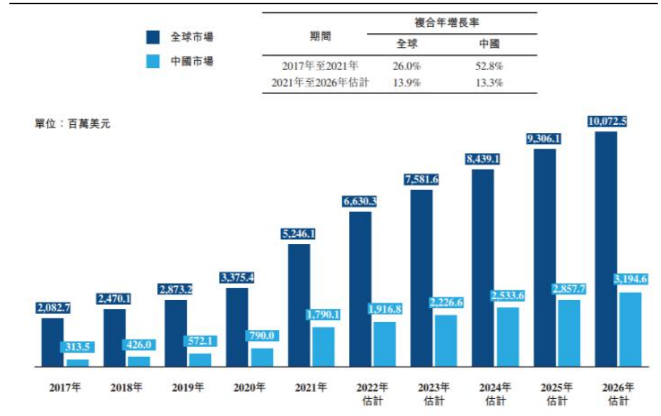
资料来源：弗若斯特沙利文，多宁生物招股书，山西证券研究所

图 28：全球及中国生物反应器市场的历史及预测



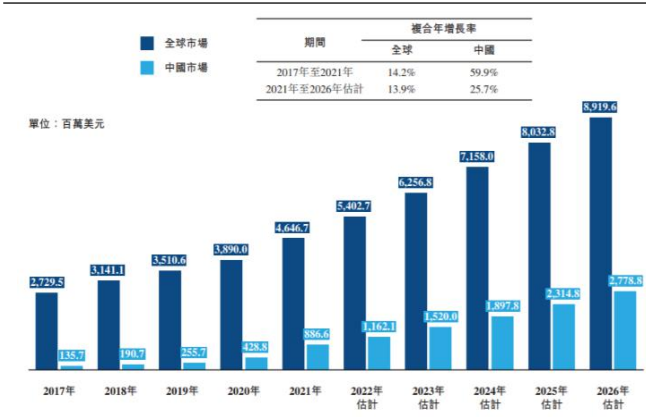
资料来源：弗若斯特沙利文，多宁生物招股书，山西证券研究所

图 29：全球及中国层析市场的历史及预测



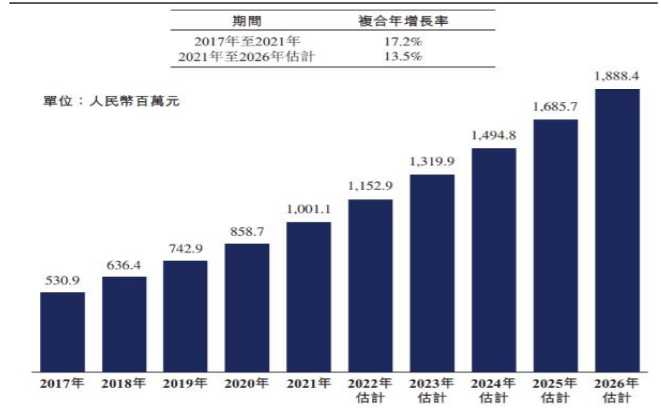
资料来源：弗若斯特沙利文，多宁生物招股书，山西证券研究所

图 30：全球及中国过滤器市场的历史及预测



资料来源：弗若斯特沙利文，多宁生物招股书，山西证券研究所

图 31：中国实验室纯水系统市场规模



资料来源：弗若斯特沙利文，多宁生物招股书，山西证券研究所

从供应端来看，由于疫情的原因，上游产业链海外供应紧张、物流延迟，给国产企业带来进口替代的机遇，国产产品质量逐步改善为下游客户提供了更多选择的空间。国内研发投入的持续增长，也是国内生命科学上游产业链快速发展的基础。政策层面的支持一直存在。从需求端看，国内企业从集采成本压力、供应链稳定性的考量上，也具备了使用国产产品的动力。质量不断提升、品类持续丰富、产品持续迭代的生命科学上游供应链龙头会迎来长期发展的机会。我们建议关注优宁维等。

3.5 医疗器械：新基建下需求的增长及国产替代机遇

如前所述，ICU 建设加快，医疗新基建加快推进，专项贷与贴息政策提供资金支持，千县工程和国家/

区域医疗中心建设整体抬升了医疗、诊疗水平，并因此产生巨大的医疗设备、器械、耗材的需求。与此同时，国内医疗器械行业的国产替代正在加速推进。国内医疗器械龙头的技术积淀已经使部分产品性能达到甚至超越进口水平，具备性价比优势。

政策对国产医疗设备的创新支持和国产替代的支持一如既往。《十四五规划》中明确提出，要加强高端科研仪器设备的研发制造，《十四医疗装备产业发展规划》提出到 2025 年，医疗装备产业基础高级化、产业链现代化水平明显提升，主流医疗装备基本实现有效供给，高端医疗装备产品性能和质量水平明显提升，初步形成对公共卫生和医疗健康需求的全面支撑能力。到 2035 年，医疗装备的研发、制造、应用提升至世界先进水平。《十四医疗装备产业发展规划》设置了 5 个分目标：一是全产业链优化升级。二是技术水平不断提升。体外膜肺氧合机（ECMO）、腔镜手术机器人、7T 人体全身磁共振成像系统、质子重离子一体治疗系统等一批高端产品实现应用。三是企业活力显著增强。医疗装备龙头企业的生态主导力和核心竞争力大幅提升；四是产业生态逐步完善。医学+工业、医院+工厂、医生+工程师等多维度医工协同创新模式初步建立，新业态全面创新发展。五是品牌影响力明显提升。在全球产业分工和价值链中的地位大幅提高，6-8 家企业跻身全球医疗器械行业 50 强。在《中国科学技术进步法》中明确提出，在政府采购中，科技创新产品及服务应当优先采购国产产品。

以内镜为例，中国软镜市场进口替代空间广阔。目前中国内镜，特别是软镜领域，奥林巴斯、富士胶片、宾得医疗三家日本企业市场占有率合计超过 85%。国内企业中，开立医疗和澳华内镜的市占率靠前，均约 5%左右。国内软镜技术持续突破，传感器方面，国产厂家采用 CMOS，实现了对 CCD 的弯道超车，图像处理技术上，澳华内镜推出了自主研发光学染色的 CBI 分光染色技术，开立医疗推出了光电复合染色成像 VIST 技术。

同样在电生理领域，跨国厂商占据垄断地位。根据弗若斯特沙利文的数据，2020 年国产电生理医疗器械市场份额仅为 9.6%，进口厂商具备明显优势。强生占据主导地位，2020 年心脏电生理销售额达约 30.30 亿元，市场占比为 58.8%，排名第一；其次是雅培和美敦力，分别占比 21.4%和 6.7%，三者合计市场份额超过 85%。三维心脏电生理标测系统是快速性心律失常治疗领域的革命性技术之一，代表了心脏电生理医疗器械的最高技术水平。近几年惠泰医疗和微电生理的新一代的三维电生理设备与耗材推出，国产产品正在迎头赶上。

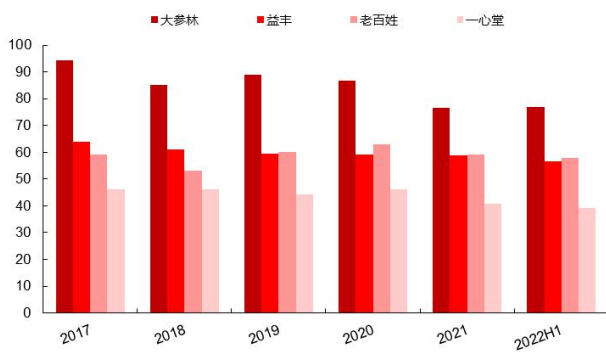
在医疗新基建上，医院新建、改扩建项目将对监护仪、呼吸机、除颤仪等生命信息与支持领域产生巨大的增量需求，此外，对监护、影像以及疫后诊疗恢复带来的对常规 IVD 业务需求，也将有助于迈瑞医疗、联影医疗等国内医学影像以及医疗综合性器械龙头的发展。

3.6 医药零售：正迎来恢复

由于疫情期间进店人数的减少、感冒等四类药的限售等因素，医药零售的客流量和客单价均受到影响。从各大连锁门店日均平效可以看到，2020~2022H1 日均平效整体有所下降。疫后时期，四类药销售放开、抗原口罩等防疫物资成为药店的引流品种和增长点，客流将逐步回升，单店效益有望回升，新开门店达到盈亏平衡的时间也将缩短。

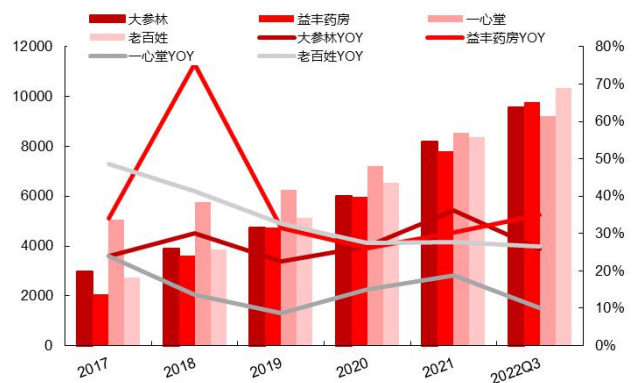
与此同时，连锁龙头一直保持较快的拓店速度，包括加盟、并购、自建等。疫情激发的 O2O 业务上，我们认为 O2O 延伸了门店的可及半径，使得门店竞争力得到强化，门店背后连锁的选品能力、商品结构、供应链水平等综合实力更加凸显，有利于龙头低位的巩固。可以预期，2023 年，在平效恢复、盈亏平衡时点提前、门店持续扩张等诸多因素叠加之下，医药零售板块将有显著的恢复。

图 32：四大连锁日均平效（元/平米）



资料来源：Wind，上市公司公告，山西证券研究所

图 33：四大连锁门店数量及增速



资料来源：Wind，上市公司公告，山西证券研究所

4. 重点个股概况

4.1 新天药业（002873）：三年倍增为目标的中药创新药公司

公司坚持中药创新药的研究，已上市产品坤泰胶囊、宁泌泰胶囊等以及即将上市的术愈通颗粒等产品，如果现在进行研发，按照新的分类标准，均属于 1 类中药新药。

销售上拓展 OTC 渠道，控费增效，加大品牌投入，同时启动二线品种的销售推广。目前 OTC 销售占比已经超过 30%，预计年底在品牌计划的推动下，有望达到 35%。公司计划在保持整体销售增长的前提下，将 OTC 销售占比提升至 50% 左右。

研发上新品种即将报产，已经形成“中药创新药+中药配方颗粒和在研经典名方+投资小分子化药创新

药”的产品格局。公司拥有龙岑盆腔舒颗粒、苦莪洁阴凝胶、术愈通颗粒 3 个中药新药产品且已完成临床三期试验，今年底将陆续报产按照“生产一代、储备一代、开发一代”的研发要求，持续进行中药新药、中药配方颗粒和经典名方等产品研发储备。

公司还拥有中药配方颗粒省标品种 445 个，完成国标备案 170 多个，后续中药配方颗粒国标品种备案工作正在按计划持续展开，位于贵阳生产基地的年设计产能 5.7 亿袋的中药配方颗粒产线也将于 2023 年 6 月建成投运。

预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.8、1.0、1.4 元，给予“买入-B”评级。

风险提示：行业政策风险：医保控费、中药集采降价等；产品研发及上市进度慢于预期的风险；药品质量风险；中药材涨价；疫情影响到公司生产销售的风险等。

4.2 澳华内镜（688212）：AQ-300 上市，国产软镜龙头三级医院突破在即

公司是国产软镜龙头，专注软镜研发和生产接近 30 年。研发上公司采取跟随+创新的策略，不断升级产品。公司目前已掌握高清图像处理、镜体设计与集成、安全隔离等方面多项核心技术。技术上储备上，在内窥镜图像处理技术领域积累了低延时 4K 图像处理、3D 成像、AI 诊疗、高光谱成像等技术，在内窥镜镜体设计与集成技术领域积累了双焦和放大、磁场定位等技术。

公司注重研发，产品快速迭代。AQ-200 是公司在 2018 年推出的新一代全高清光通内镜系统，采用激光传输技术和无线供电技术，实现了设备间的电气隔离并显著提高了临床操作的安全性和便捷性，该系列搭配 1080P 成像模组和 CBI Plus®分光染色技术，成像更加锐利清晰，消化道早期病变的临床发现能力也显著提升。与国内外竞品相比，AQ-200 在画质清晰度、胃镜和肠镜弯曲角、供电方式等指标上已处于行业先进水平，在信号传输方式（主机和镜体间）、胃镜视场角等指标处于行业领先水平，该产品在总体性能参数上已与行业主要品牌的技术水平没有实质性差别。升级产品 AQ-200 L 已经于 2022 年 5 月正式获批上市，AQ-200 L 使用 LED 光源，采用的 CBI 分光染色技术有 3 种特殊光。

最新产品 AQ-300 已于 2022 年 11 月初正式发布，可达到 4K 画质输出、可配套多款新内镜、可选 4 种分光染色模式、具备多 LED 光源等优势，将为医生提供更为完整的内镜解决方案。该产品对标奥林巴斯 EVISX1，主要目标是三级医院，将改变公司目前客户以二级医院为主的现状。

国内软镜市场还有比较大的提升空间，根据前瞻产业研究院数据，2021 年我国软镜市场规模 62.9 亿元，奥林巴斯以中标总额 21.8 亿元占据 54% 的市场份额，富士以中标总额 6.9 亿元占据 17% 的市场份额，排名第二，宾得豪雅市场份额在 7% 左右。当前政策对于国产替代支持力度加大，国产替代空间广阔。加上国内人均内镜诊疗开展率低，软镜市场空间还有较大提升潜力。

预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 4.5、6.8、10.1 亿元，净利润分别为 0.3、0.7、1.4 亿元，对应 EPS 分别为 0.2、0.5、1.0 元，维持“增持-B”评级。

风险提示：市场占有率、产品丰富度等与国际知名企业存在较大差距的风险；产能相对不足风险；行业政策变化及产品认证风险；疫情反复风险；技术创新和研发失败的风险。

4.3 优宁维（301166）：国内生命科学综合服务一站式平台领域的“先行者”

公司是国内生命科学综合服务一站式平台领域的“先行者”，主要开展生命科学试剂、相关仪器及耗材、综合技术服务三大类业务。

公司提供全面的产品和配套服务，不断深化“抗体专家”品牌形象，形成了第三方品牌为主、自有品牌为辅的供应体系：①在第三方品牌供应方面，公司整合了 Agilent、BD 等 50 多家行业知名品牌抗体产品，提供超过 582 万种生命科学试剂产品 SKU，并提供单/多因子检测、流式检测等配套服务，已成为国内抗体品种及规格最全面的供应商之一。②在自主品牌供应方面，公司依托南京优爱、杭州斯达特、爱必信和乐备实四大平台持续加大研发投入、发展自主品牌，随着公司自主品牌生产基地的逐步建成投产，预计公司自主生产所占份额将显著提升。

公司搭建了高效、便捷的一站式服务平台。我国生命科学服务行业的一个重要特点是产业链参与者相对分散：①上游生产商较多并且单一生产商只能提供有限产品；②下游客户以科研用户为主，数量庞大且分散；③产业链中游存在大量规模较小的贸易商。公司建立起一站式服务平台，采用智能供应链模式，打通线上和线下的营销渠道，提供丰富的专业化服务及技术支持服务，有效满足客户的多元化需求。

公司的客户资源优质广泛，包括 92 所 985、211 大学、454 所科研院所、498 所三甲医院、透景生命和康龙化成在内的 50 多家国内外上市公司。公司的供应商资源优质稳定。得益于此，公司的规模效应优势逐步显现，上下游议价能力或将不断增强，生命科学综合服务一站式平台仍有较大的发展空间。

我们预测公司 2022~2024 年营业收入分别为 12.7、17.0、22.3 亿元，净利润分别为 1.2、1.6、2.1 亿，对应 EPS 分别为 1.3、1.8、2.4 元，给予公司“买入-A”的评级。

风险提示：行业竞争加剧导致客户流失、市场份额和品牌知名度下降等风险；贸易摩擦及汇率波动风险；疫情反复干扰公司供应链及下游客户销售的风险。

4.4 康缘药业（600557）：产品储备丰富，营销改革初见成效

公司是国家中药现代化示范企业，研发实力强，产品储备丰富，独家品种众多。公司主要产品线聚焦病毒感染性疾病、妇科疾病、心脑血管疾病、骨伤科疾病等中医优势领域，拥有中药独家品种 43 个，医保

内独家品种 23 个，47 个品种进入国家基药目录，其中独家品种为 6 个。公司全面开发七大基药品种及重点品种，坚持打造战略大品种。同时把握基药政策红利，重点推动基层医疗终端上量及品种覆盖，实现基层规模的显著提升。

销售方面，公司推动完善主管制，建立动态择优的主管体系。主管制改革打破原有的按产品区分的事业部制，由主管组建销售队伍针对性负责医院所有品种的销售工作，一方面可以将销售费用倾斜到一线，同时有助于精细化管理及二线品种和非注射品种的上量。从目前销售情况来看，主管制成效初显。

公司股权激励目标为 2022-2024 年收入增速不低于 22%、20%、18%，或者利润增速不低于 24%、22%、20%，且非注射剂收入增速不低于 22%、23%、22%，其中非注射剂收入增速为压力项。此外，2022-2025 年预计分别摊销费用为 1539.2 万元、2286.8 万元、1099.4 万元、351.8 万元，从前三季度情况来看，公司业绩超越股权激励目标。

预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.7、0.9、1.1 元，我们认为，公司产品储备丰富，主管制销售改革成效初显，单 Q3 业绩增速为年内最高，显示销售短板已逐步回补加强，我们看好公司未来一段时间的发展，给予“买入-A”评级。

风险提示：重点品种集采降价的风险，疫情反复影响终端销售的风险，主管制营销模式变革不及预期的风险，产品研发失败的风险等。

4.5 达仁堂（600329）：调架构、降成本，推动三核九翼战略落地

公司为中药老字号，品牌底蕴深厚。国企改革之后，公司明确战略定位：做中国最有价值的绿色中药企业，将依托“1+5”战略的建设开展完成。“五大”战略包括：绿色中药做大做强、做好“达仁堂”精品中药饮片规划和建设、打造达仁堂大药房精品国药药店的建设和连锁布局、打造达仁堂医院体系、布局大健康。“一”是指品牌建设，以达仁堂品牌资源引领发展。公司的目标是，2022 年稳定基础结构，2023 年开始十四五期间每年工业板块收入增长目标不低于 18%（2023 年以 2021 年为基础）。

公司全力推动“三核九翼”整体战略规划的落地实施，第一核心脑血管线，速效救心丸分渠道、分规格双团队运营。第二核以京万红软膏为主，强化创面修复，布局功能性护肤赛道。第三核以达仁堂品牌打造精品国药和大健康产品平台。在此基础上，推动以清咽滴丸为代表的呼吸类产品、以胃肠安丸为代表的消化类产品、以痹祺胶囊为代表的风湿骨痛类产品、以癃清片为代表的泌尿类产品、以乌鸡白凤片为代表的妇儿类产品、以紫龙金片为代表的肿瘤类产品等公司其他产品线突破发展，推动“九翼”板块有利延伸，并对公司工业销售起到更强有力的支撑作用。

公司进行组织架构调整，按照产销分离、集约化、平台化运营思路，优化工业营销组织构架，突出营

销平台专业品类定位，构建快速响应的营销体系。

公司控股股东混改落地，2022年是开篇之年。公司中药品牌、品种、老字号资源丰富，已经制定了十四五规划，以三核九翼、五大战略、叠加品牌建设，在营销变革、经营改善、激励到位的前提下，我们认为公司未来的收入和利润增速将恢复增长。预计公司2022~2024年归母净利润分别为9.0亿元、11.4亿元、14.6亿元，EPS分别为1.2、1.5、1.9元，给予“买入-B”评级。

风险提示：疫情反复影响公司正常的生产、经营、物流等；上游药材价格上涨；集采导致产品降价；管理和营销优化效果不及预期；核心品种提价及销售不及预期等。

表 11：重点股票业绩预测

代码	简称	营业收入（百万元）			归母净利润（百万元）			EPS（元）			PE			评级
		2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
002873	新天药业	970	1210	1567	101	131	172	0.6	0.8	1.0	24.1	18.3	13.9	买入 B
688212	澳华内镜	347	451	682	57	31	69	0.4	0.2	0.5	163.7	284.7	125.9	增持 B
600557	康缘药业	3649	4425	5354	321	413	518	0.6	0.7	0.9	31.3	26.4	21.1	买入 A
301166	优宁维	1110	1273	1699	109	116	155	1.3	1.3	1.8	35.2	34.1	25.5	买入 A
600329	达仁堂	6,908	7,449	8,398	769	895	1,136	1.0	1.2	1.5	29.1	25.1	19.8	买入 B

资料来源：Wind，山西证券研究所，股价取2022年12月30日收盘价

5. 风险因素

风险因素包括但不限于：

集采等政策的变化和产品降价超预期：集采持续进行，不排除降价超预期以及集采落标导致业绩不及预期；

疫情反复影响到公司正常运营的风险：如果病毒变异等因素导致疫情加剧，可能对国内现有的防控措施造成压力，有可能短期或局部调整防控措施，也有可能对上市公司的生产、销售、物流等产生不利影响；

汇率波动的风险：汇率波动可能影响上市公司海外业务的开展和利润；

贸易冲突：贸易冲突可能影响上市公司订单获取、导致上市公司遭遇海外罚单等意外事件，从而影响业绩；

需求恢复不及预期：受疫情和支付能力等因素的影响，消费医疗和严肃医疗的恢复不及预期；

研发竞争加剧的风险：新药研发的成本持续上升、同靶点或同适应症先发者获得较大的竞争优势导致同类项目失败、竞争加剧、效率下降等。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴
世纪金融广场 3 号楼 802 室

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业
园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

