



医药生物

优于大市（维持）

证券分析师

陈铁林

资格编号：S0120521080001

邮箱：chentl@tebon.com.cn

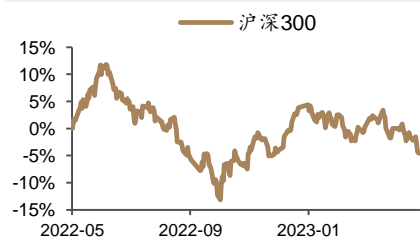
刘闯

资格编号：S0120522100005

邮箱：liuchuang@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



相关研究

- 1.《MNC 大药企 2023 年重要研发看点预告系列一》，2023.5.26
- 2.《昊海生科 (688366.SH)：短看疫后修复，长看“医美+医药”双轮发展》，2023.5.22
- 3.《太极集团 (600129.SH)：业绩持续靓丽，经营数据+明确目标彰显信心》，2023.5.21
- 4.《恒瑞医药 (600276.SH)：王者归来，拥抱全面创新新周期》，2023.5.21
- 5.《医药行业周报：继续中药+中特估，关注幽门螺杆菌检测和疫苗》，2023.5.21

医药行业周报：估值和情绪底显现，中西并举并关注 Q2 业绩

投资要点：

- **行情回顾：**2023 年 6 月 5 日-6 月 9 日，申万医药生物板块指数下跌 2.6%，跑输沪深 300 指数 2.0%，医药板块在申万行业分类中排名第 27；2023 年初至今申万医药生物板块指数下跌 4.1%，跑输沪深 300 指数 3.2%，在申万行业分类中排名第 19 位。本周涨幅前五的个股为*ST 辅仁 (26.56%)、润达医疗 (23.97%)、九芝堂 (17.60%)、卫光生物 (13.78%)、圣诺生物 (12.55%)。
- **估值、持仓均到底部，板块基本面有望反转，看好医药后市：**1) **复盘：**医药板块在经历 2019-2020 年大牛市后，从 2021 年中开始开始走弱，但不同于 2018 年主要是由医保集采控费政策带来的影响，我们认为这一轮下跌，是多方面因素导致：1) 部分企业在经历 2020 年疫情催化业绩高增之后，2021 年随着抗疫物资需求退去或价格持续下滑，业绩出现负增长（如 IVD、疫苗、科研上游、部分 CXO 等）；2) 疫情持续冲击性下，20-22 年期间，部分消费以及院内非刚需属性企业下游需求萎靡，业绩增长不及预期；3) 地方医保集采持续扩容，部分消费类产品纳入集采超预期（如生长激素、种植牙等）；4) 国际经济景气周期及流动性预期，导致 2021 年后医药投融资放缓，同时叠加地缘政治不确定因素增加，以 CXO 为代表的医药重仓赛道估值持续承压。但就细分行业来看，以中药、创新药、中特估为代表的细分赛道，受益政策端鼓励或板块性研发进展，从 2022 年超额收益显著，我们认为医药板块不缺结构性行情。2) **从估值来看，**近期医药估值已经到达历史底部位置，相对全 A 估值溢价率也处于 10 年来历史最低水平；此外，非医药基金对医药板块重仓也达到历史较低水平。3) **从基本面来看，**医保基金收入和支出已显著超过 GDP 的增速持续稳健增长，医保基金结余再创新高；医疗支出占 GDP 的比重持续提升；医药企业研发支出占营收比例持续提升；4) **展望 2023 年：**a) 从需求端来看，院内诊疗端复苏强劲，院外消费端复苏势头显著；b) 从政策端来看，相关政策预期逐渐明朗，尤其在中药端持续鼓励，相关板块行情有望持续或改善修复；c) 从工业端来看，疫情对部分企业扰动基本在 2022 年消除，2023 年业绩将回归正常性增长，估值也有望回归合理。
- **投资策略及配置思路：**上周医药明显跑输大盘，整体医药情绪仍然低落，成交量占比约 6%，仅周五 CXO 等带领下有所超跌反弹。表现较好的主要为 AI 和司美格鲁肽产业链等主题相关个股；进入 6 月我们认为需要对医药乐观起来，主要系：1) 医药已充分调整，CXO 及大多医药细分板块估值相对较低，表现最强的中药亦有所调整；2) 6 月为 Q2 尾声，市场或提前关注业绩，23 年为院内复苏大年，在 22Q2 低基数基础上，预计院内药械表现良好，可关注 Q2 业绩相关个股。当前仍维持中短期的判断：坚持“中西结合”+“中特估-国企改革”+“自下而上挖个股，特别是 Q2 业绩好的”的投资策略。站在全年角度，我们仍持乐观态度，医药有望戴维斯双击，将迎结构化行情，有业绩和政策两大支持：业绩上-国内进入后疫情时代，就诊和消费复苏明确，2023 年医药业绩向好；估值上-医保政策释放积极信号，政策关注点正从医保控费逐步转向国家对医疗的投入力度加大；我们认为医药行情持续性强，医药消费、科技和制造将依次崛起，具体细分看好如下：
- **一、医药消费崛起：疫后复苏为 23 年关键词，从产品到服务均将恢复，从 23Q2 开始业绩有望超预期：**1) **中药：**民族瑰宝，国家鼓励传承与创新，23 年业绩有望超预期，看好中药企业国企改革和品牌传承，以及配方颗粒和中药新药的创新方向，关注：太极集团、昆药集团、康缘药业、方盛制药、桂林三金、同仁堂、健民集团、红日药业、华润三九和中国中药等；2) **疫苗：**看好小孩苗复苏和成人苗放量，关注：智飞生物、万泰生物、康泰生物、百克生物和欧林生物等；3) **消费药械：**关注：长春高新、华东医药、泰恩康、一品红、我武生物、九典制药、鱼跃医疗、麦

澜德和美好医疗等；4) 零售药店：一心堂和健之佳等；5) 医疗服务及临床 CRO：医院诊疗活动恢复正常，关注：爱尔眼科、普瑞眼科、锦欣生殖、泰格医药、诺思格、普蕊斯、通策医疗、三星医疗、国际医学和何氏眼科等；

- **二、医药科技崛起：创新为永恒主线，关注宏观流动性改善，大品种 23 年或将进入放量期，创新药械及产业链将依次崛起：**1) 创新药：恒瑞医药、百济神州、康方生物、康诺亚、再鼎医药、海思科、海创药业、君实生物、荣昌生物等；2) 创新药产业链：海内外二级市场回暖有望带动一级投融资复苏，CXO 关注：药明康德、药明生物、和元生物、百诚医药和阳光诺和等；3) 创新器械：建议关注有望即将进入兑现阶段的创新品种，三诺生物、佰仁医疗、正海生物、迈普医学等。
- **三、医药制造崛起：医保集采和 DRG/DIP 三年行动计划以及国家战略要求的底层逻辑均为进口替代，同时设备板块还受益新基建和贴息贷款：**1) 医疗设备：重点关注替代空间大的影像设备和内窥镜等，关注：联影医疗、开立医疗、海泰新光、澳华内镜和迈瑞医疗等；2) 体外诊断：政策缓和，看好免疫诊断，关注：普门科技、迪瑞医疗、迈瑞医疗、安图生物、新产业和浩欧博等；3) 高值耗材：替代空间大的电生理、骨科和吻合器等，关注微电生理、惠泰医疗、威高骨科、三友医疗、春立医疗、戴维医疗、天臣医疗、康拓医疗等；4) 生命科学和药械制造上游：产业链自主可控下的进口替代，关注：华大智造、多宁生物、东富龙、楚天科技、奥浦迈、纳微科技、康为世纪和近岸蛋白、迈得医疗等；
- **本周投资组合：**西藏药业、圣诺生物、康弘药业、重药控股、中红医疗、恒瑞医药；
- **六月投资组合：**西藏药业、长春高新、康弘药业、双鹭药业、桂林三金、重药控股；
- **风险提示：**行业需求不及预期；上市公司业绩不及预期；市场竞争加剧风险。

内容目录

1. 板块观点及投资策略	5
1.1. 近期行业观点：中西结合+国企改革+Q2 业绩+挖个股为四大关键词	5
1.2. 上周投资组合收益率	6
1.3. 细分板块观点	6
2. 估值、持仓均到底部，板块基本面确定性反转，看好医药后市	10
3. 医药行业事件梳理	13
3.1. 行业事件	13
3.2. 个股事件	13
4. 医药板块一周行情回顾及热点跟踪（2023.6.5-6.9）	15
4.1. A 股医药板块本周行情	15
4.2. A 股下周医药板块新股事件及已上市新股行情跟踪：	18
4.3. 港股医药本周行情	19
5. 风险提示	21

图表目录

图 1: 2010-2023.6 生物医药行情走势.....	10
图 2: 2010-2023.6 生物医药市盈率及溢价率情况	10
图 3: 2015 年以来国内医药持仓情况	10
图 1: 2000 以来医保收入及支出情况	11
图 2: 2000 以来医保累计结余情况.....	11
图 1: 2010 年以来国内总诊疗人次及门诊费用情况	11
图 2: 2010 以来卫生支出及占 GDP 情况	11
图 1: 2017 年以来医药制造业和工业营收累计增速情况	12
图 2: 2000 年以来医药制造业和工业利润总额累计增速情况.....	12
图 9: 2011 年来部分医药企业合计研发支出及占营收比例情况	12
图 9: 本周申万医药板块与沪深 300 指数行情.....	15
图 10: 2023 年初至今申万医药板块与沪深 300 行情.....	15
图 11: 本周申万行业分类指数涨跌幅排名.....	15
图 12: 本周申万医药子板块涨跌幅情况	16
图 13: 申万各板块估值情况 (2023 年 6 月 9 日, 整体 TTM 法)	16
图 14: 申万医药子板块估值情况 (2023 年 6 月 9 日, 整体 TTM 法)	16
图 15: 近 20 个交易日申万医药板块成交额情况 (亿元, %)	17
图 16: 本周恒生医疗保健指数与恒生指数行情	19
图 17: 2023 年初至今恒生医疗保健指数与恒生指数行情	19
表 1: 上周组合收益率.....	6
表 10: 申万医药板块涨跌幅 Top10 (2023.5.29-2023.6.2)	17
表 11: 沪 (深) 股通本周持仓金额增持前十 (2023.6.5-2023.6.9)	17
表 12: 沪 (深) 股通本周持仓金额减持前十 (2023.6.5-2023.6.9)	18
表 13: 本周大宗交易成交额前十 (2023.6.5-2023.6.9)	18
表 14: 近半年 A 股医药板块新股情况.....	18
表 15: 恒生医疗保健涨跌幅 Top10 (2023.6.5-2023.6.9)	20

1. 板块观点及投资策略

1.1. 近期行业观点：中西结合+国企改革+Q2 业绩+挖个股为四大关键词

2023 年 6 月 5 日- 6 月 9 日，申万医药生物板块指数下跌 2.6%，跑输沪深 300 指数 2.0%，医药板块在申万行业分类中排名第 27；2023 年初至今申万医药生物板块指数下跌 4.1%，跑输沪深 300 指数 3.2%，在申万行业分类中排名第 19 位。本周涨幅前五的个股为*ST 辅仁（26.56%）、润达医疗（23.97%）、九芝堂（17.60%）、卫光生物（13.78%）、圣诺生物（12.55%）。

上周医药明显跑输大盘，整体医药情绪仍然低落，成交量占比约 6%，仅周五 CXO 等带领下有所超跌反弹。表现较好的主要为 AI 和司美格鲁肽产业链等主题相关个股；进入 6 月我们认为需要对医药乐观起来，主要系：1) 医药已充分调整，CXO 及大多医药细分板块估值相对较低，表现最强的中药亦有所调整；2) 6 月为 Q2 尾声，市场或提前关注业绩，23 年为院内复苏大年，在 22Q2 低基数基础上，预计院内药械表现良好，可关注 Q2 业绩相关个股。当前仍维持中短期的判断：坚持“中西结合”+“中特估-国企改革”+“自下而上挖个股，特别是 Q2 业绩好的”的投资策略。站在全年角度，我们仍持乐观态度，医药有望戴维斯双击，将迎结构化行情，有业绩和政策两大支持：业绩上-国内进入后疫情时代，就诊和消费复苏明确，2023 年医药业绩向好；估值上-医保政策释放积极信号，政策关注点正从医保控费逐步转向国家对医疗的投入力度加大；我们认为医药行情持续性强，医药消费、科技和制造将依次崛起，具体细分看好如下：

一、医药消费崛起：疫后复苏为 23 年关键词，从产品到服务均将恢复，从 23Q2 开始业绩有望超预期：1) 中药：民族瑰宝，国家鼓励传承与创新，23 年业绩有望超预期，看好中药企业国企改革和品牌传承，以及配方颗粒和中药新药的创新方向，关注：太极集团、昆药集团、康缘药业、方盛制药、桂林三金、同仁堂、健民集团、红日药业、华润三九和中国中药等；**2) 疫苗：**看好小孩苗复苏和成人苗放量，关注：智飞生物、万泰生物、康泰生物、百克生物和欧林生物等；**3) 消费药械：**关注：长春高新、华东医药、泰恩康、一品红、我武生物、九典制药、鱼跃医疗、美好医疗和麦澜德等；**4) 零售药店：**一心堂、健之佳、漱玉平民、大参林、老百姓和益丰药房；**5) 医疗服务及临床 CRO：**医院诊疗活动恢复正常，关注：爱尔眼科、普瑞眼科、锦欣生殖、泰格医药、诺思格、普蕊斯、通策医疗、三星医疗、国际医学和何氏眼科等；

二、医药科技崛起：创新为永恒主线，关注宏观流动性改善，大品种 23 年或将进入放量期，创新药械及产业链将依次崛起：1) 创新药：恒瑞医药、百济神州、信达生物、荣昌生物、康方生物、再鼎医药、海思科和海创药业等；**2) 创新药产业链：**海内外二级市场回暖有望带动一级投融资复苏，CXO 关注：药明康德、药明生物、和元生物、百诚医药和阳光诺和等；**3) 创新器械：**建议关注有望即将进入兑现阶段的创新品种，三诺生物、佰仁医疗、正海生物、迈普医学等。

三、医药制造崛起：医保集采和 DRG/DIP 三年行动计划以及国家战略要求的底层逻辑均为进口替代，同时设备板块还受益新基建和贴息贷款：1) 医疗设备：重点关注替代空间大的影像设备和内窥镜等，关注：联影医疗、开立医疗、海泰新光、澳华内镜和迈瑞医疗等；**2) 体外诊断：**政策缓和，看好免疫诊断，关注：普门科技、迪瑞医疗、迈瑞医疗、安图生物、新产业及浩欧博等；**3) 高值耗材：**替

代空间大的电生理、骨科和吻合器等，关注微创电生理、惠泰医疗、威高骨科、三友医疗、春立医疗、戴维医疗、天臣医疗和康拓医疗等；**4) 生命科学和药械制造上游**：产业链自主可控下的进口替代，关注：华大智造、多宁生物、东富龙、楚天科技、奥浦迈、纳微科技、康为世纪、近岸蛋白和麦澜德等；

本周投资组合：

西藏药业、圣诺生物、康弘药业、重药控股、中红医疗、恒瑞医药；

六月投资组合：

西藏药业、长春高新、康弘药业、双鹭药业、桂林三金、重药控股。

1.2. 上周投资组合收益率

上周周度重点组合：算数平均后跑赢医药指数 1.6 个点，跑输大盘指数 0.4 个点。

上周月度重点组合：算术平均后跑赢医药指数 1.6 个点，跑输大盘指数 0.4 个点。

表 1：上周组合收益率

分类	代码	公司	最新收盘价（元）	最新市值（亿元）	上周涨跌幅（%）
周度组合	600211.SH	西藏药业	53.21	131.9	-4.9
	300406.SZ	九强生物	22.82	134.4	0.1
	002773.SZ	康弘药业	19.62	180.4	-4.5
	000950.SZ	重药控股	7.73	134.8	7.8
	300981.SZ	中红医疗	16.03	62.5	-4.9
	603882.SH	金域医学	73.20	342.1	0.3
算数平均涨跌幅					-1.0
月度组合	600211.SH	西藏药业	53.21	131.9	-4.9
	000661.SZ	长春高新	137.04	554.5	-14.8
	002773.SZ	康弘药业	19.62	180.4	-4.5
	002038.SZ	双鹭药业	10.15	104.3	10.0
	002275.SZ	桂林三金	18.56	109.1	0.3
	000950.SZ	重药控股	7.73	134.8	7.8
算数平均涨跌幅					-1.0
	801150.SI	生物医药（申万）			-2.6
周度组合相对医药指数收益率					1.6
月度组合相对医药指数收益率					1.6
	000300.SH	沪深 300			-0.7
周度组合相对大盘收益率					-0.4
月度组合相对大盘收益率					-0.4

资料来源：Wind，德邦研究所

1.3. 细分板块观点

【中药】

中医药为国家战略性重点支持行业，随着中医药利好政策落地，景气行情有望贯穿 2023 全年。我们认为：中医药将持续受政策利好催化，各部门特别是医保

局也单独发文从支付端支持，对中药的支持将陆续体现在公司收入和利润增速上。重点关注中药创新、品牌 OTC、国企改革等方向相关标的：太极集团、康缘药业、昆药集团、桂林三金、同仁堂、华润三九、天士力、以岭药业和贵州三力等。

【医疗器械】

1) 医疗设备：受益于国内医疗新基建、国产替代大趋势及高端制造出口，优质国产医疗设备企业迎来黄金发展机遇，建议关注“三大龙头”迈瑞医疗、联影医疗、华大智造，关注高壁垒+高成长细分龙头开立医疗、澳华内镜、海泰新光，关注经营反转的开立医疗、理邦仪器、新华医疗等；

2) 消费医疗：国内渗透率显著低于发达国家，随着国内消费能力逐步提升及国产替代产品力提升，国产相关企业具有较大发展潜力，建议关注爱博医疗、欧普康视、鱼跃医疗；

3) IVD：随着带量采购方案更加趋于科学化、温和化，投资关注重心从价格降幅回归至市场空间、格局及核心竞争力，化学发光板块依旧高增长、国产替代加速，建议关注普门科技、安图生物、新产业、迪瑞医疗；

4) 创新器械：随着大部分高值耗材集采落地及国产企业的研发能力提升，创新耗材正加速崛起，建议关注即将进入兑现阶段的品种，如三诺生物、佰仁医疗、正海生物、迈普医学等；

5) 在普耗和高分子耗材：中国企业具有较大制造优势可承接全球产业转移，海外客户持续渗透，同时受益于下游受益集采及国产替代，随着产品升级、渠道扩张等，国内相关企业显著受益，建议关注康德莱、拱东医疗和振德医疗等。

【CXO】

中国 CXO 企业受益于国内创新药研发浪潮、工程师红利和产能转移等积极因素，正快速成长，目前中国 CXO 企业在全球供应链体系中已占据重要战略地位，海外局势变动不改 CXO 大趋势。同时随着新技术的发展，也将驱动行业维持快速增长态势。2021-2022 年受到国内外政策+短期投融资等因素扰动，CXO 行业估值已经调整至历史低位，配置性价比较高，重点关注：1) 业绩确定性强的 CDMO 企业：包括药明康德、凯莱英和博腾股份等；2) 景气度高涨、业绩确定性强的仿制药 CXO：阳光诺和、百诚医药；3) 临床 CRO：受益于医院活动恢复，看好 23 年业绩高增长：泰格医药，普蕊斯和诺思格；4) 布局细胞基因治疗的 CDMO 企业：包括药明康德、博腾股份、金斯瑞生物科技、和元生物等。

【创新药】

整个行业处于泡沫消化后分化重启的周期低点，从短中长期维度看，都是值得重点布局的板块。

1) 宏观层面，美联储加息有望于上半年见顶，港股流动性和创新药投融资或将回暖。

2) 政策层面，边际缓和且创新高标准要求下格局有望优化：医保续约规则发

布，对创新药续约降幅较为温和，22 年医保后，将不再是行业的核心变量；临床价值为导向，对创新的要求提高，监管审批规则日趋完善；

3) 格局层面：创新药经历两年的资本寒冬，格局有望进一步出清，头部 biotech 突围成功，有望持续进化，小型 biotech 更聚焦于核心资产进行布局收缩。在商业化层面头部 biotech 逐步搭建团队验证商业化能力，更多小型 biotech 选择合作方式进行商业化。我们认为头部 biotech 有望随着产品管线的丰富与商业化团队的成熟，持续进化成长为 biopharma，行业格局将进一步分化。

4) 国内企业国际化有望加快，2023 年来，出海交易频发，国内创新药企业更加关注临床未满足需求，国际大会越来越多中国声音，国内海外授权合作明显增多，国内药物的创新实力得到认可。

【疫苗】

疫苗行业长期逻辑依然向好，体现在：1) 行业是为数不多政策免疫细分领域；2) 经历了 2022 年疫情及封控影响，常规核心疫苗品种在 2023 年有望得到显著恢复，如智飞生物、万泰生物、康泰生物等，我们看好疫苗板块 2023 年表现业绩增速有望亮眼；3) 新冠疫情影响下，国内疫苗企业实力不断壮大，出海步伐也得到加快，国内未来或将出现数家可参与国际竞争的疫苗企业；4) 疫苗公司经历近 2 年的调整，目前估值已经处于很有性价比的位置，我们认为疫苗板块依旧将是 2023 年战略性布局方向。建议关注：智飞生物、康泰生物、万泰生物、百克生物和欧林生物等。

【科研服务】

科研服务行业处于高景气：1) 国家战略层面预计会加大对科研的投入，受益于中国科研实力水平提升，也带动了上游科研试剂行业市场规模快速增长。2) 外资品牌占据国内市场主流，国产替代正在进行，近年来随着国内厂商研发投入持续加大，部分产品质量性能显著提高，替代进口条件已经具备，性价比和技术服务优势明显，国产科研试剂替代进口有望加速，此外在某些细分领域也能看到出海趋势明显。3) 行业投融资方面，我们认为流动性问题或只是短期的，创新研发的趋势是长期的，我们看好上游需求端有望在 23 年下半年复苏。

【生物制药上游】

1) 行业层面：2017-2020 年，中国贡献了全球 77% 的新增发酵产能，成为全球最重要的市场，跨国企业在中国投入的人力物力为国内培养了人才，同时经过几年的发展，国产品牌已经实现了产品的从无到有；

2) 新冠疫情催化行业发展：a) 疫情下的供应链紧张情况，使得国内产品在客户中的曝光度提升，成功进入供应链；b) 新冠疫苗大规模产能建设，国内设备及耗材实现了疫苗层面的国产替代；

3) 国产替代的全面进程已经开启。在层析系统、一次性袋子、填料等少数设备及耗材领域，国产产品已经开启了替代进程，在更多领域，国内企业产品性能不断突破。国内企业积极布局，长远来看，有望打造平台型企业；

4) 景气度扰动下，企业间的新增订单出现分化。建议关注：受景气度扰动较

小，新增订单情况符合预期的楚天科技，下游景气度高，订单增长较快的森松国际，具备底层技术实力，具备国产替代能力的纳微科技、奥浦迈。

【医疗服务】

1) 政策悲观预期解除：种植牙集采政策对医疗服务端定价合理，较前期部分试点地区有较大提升，政策悲观预期解除。

2) 疫情后复苏明确：受到疫情影响，医院限流及停诊，对医疗服务业绩影响较大，是疫情后复苏明确的板块。

3) 长期逻辑顺畅：龙头企业扩张逻辑顺畅，管理层能力已经多次验证，规模效应下，利润率提升逻辑稳健，企业长期发展逻辑顺畅。

建议关注：锦欣生殖、爱尔眼科、普瑞眼科、通策医疗、海吉亚医疗、国际医学、固生堂等。

【药店】

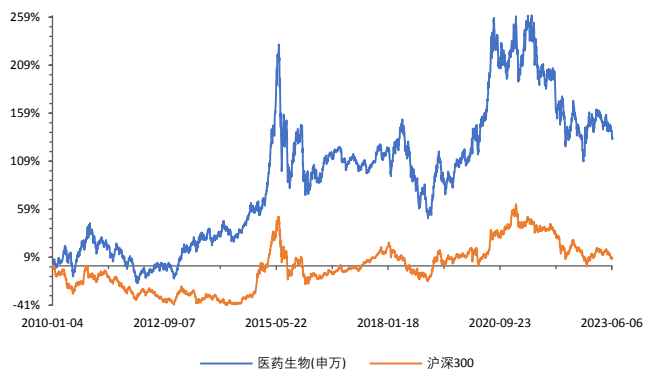
1) 互联网售药监管规范化，线上线下的监管更加一体化，对线下药店的客流量是正面影响。2) 四大类药品的下架或者限售情况有所好转，对药店是正向影响。3) 低基数效应下，同店增长数据趋势向好。近期，国家医疗保障局办公室公布《关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》，处方外流有望加速，建议关注：一心堂、健之佳、益丰药房、大参林、老百姓等。

2. 估值、持仓均到底部，板块基本面有望反转，看好医药后市

从医药走势来看，在经历 2019-2020 年大牛市后，2021 年中开始医药指数开始走弱，但不同于 2018 年主要是由医保集采控费政策带来的行业利润结构性调整，我们认为这一轮下跌，主要是多方面因素：1) 部分企业在经历 2020 年疫情催化业绩高增之后，2021 年随着抗疫物资需求逐步退去或价格持续下滑，业绩出现负增长（如 IVD、疫苗、科研上游、部分 CXO 等）；2) 疫情持续冲击性下，20-22 年期间，部分消费以及院内非刚需属性企业需求萎靡，业绩增长不及预期；3) 地方医保集采持续扩容，部分消费类产品纳入集采超预期（如生长激素、种植牙等）；4) 国际经济景气周期及流动性预期，导致 2021 年后医药投融资放缓，同时叠加地缘政治不确定因素增加，以 CXO 为代表的医药重仓赛道估值持续承压。但就细分行业来看，以中药、创新药、中特估为代表的细分赛道，受益政策端鼓励或板块性研发进展，从 2022 年超额收益显著，我们认为医药板块不缺结构性行情。

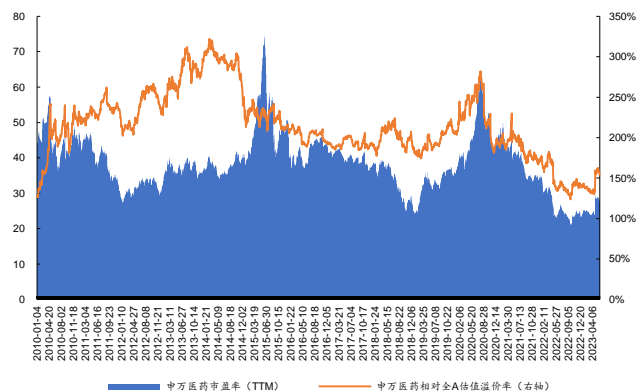
从估值来看，近期医药估值已经到达历史底部位置，相对全 A 估值溢价率也处于 10 年来历史最低水平。展望 2023 年：1) 从需求端来看，院内诊疗端复苏强劲，院外消费端复苏势头显著；2) 从政策端来看，相关政策预期逐渐明朗，尤其在中药端持续鼓励，相关板块行情有望持续或改善修复；3) 从工业端来看，疫情对部分企业扰动基本在 2022 年消除，2023 年业绩将回归正常性增长，估值也有望回归合理。

图 1：2010-2023.6 生物医药行情走势



资料来源：Wind，德邦研究所

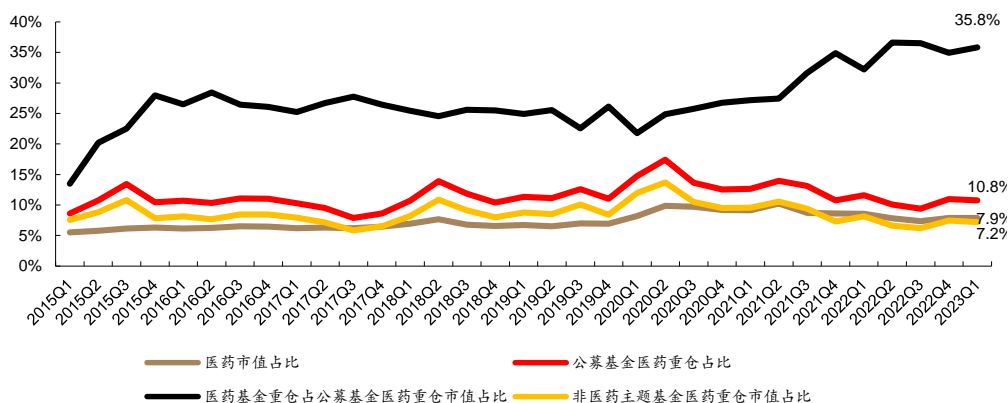
图 2：2010-2023.6 生物医药市盈率及溢价率情况



资料来源：Wind，德邦研究所

从医药相关持仓来看，2020 年之后，非医药主题基金对医药公司的重仓占比持续下行，截止 2023Q1 重仓比例约为 7.2%，也达到了近几年历史底部水平，其近几年历史最高比例在 2020Q3 达到 13.7%，非医药基金对医药的持仓还有较高提升空间。

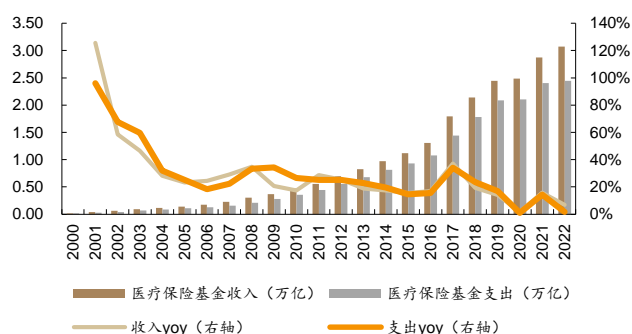
图 3：2015 年以来国内医药持仓情况



资料来源：Wind，德邦研究所

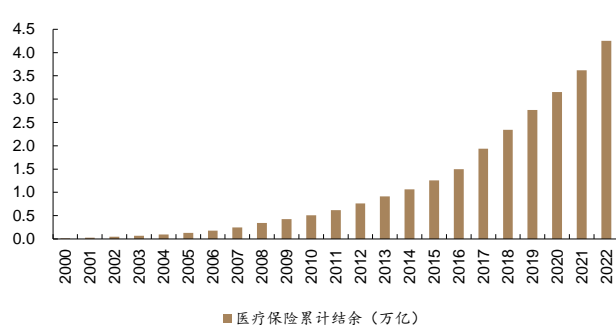
从医保端情况来看，虽然医保控费是未来主旋律，但可以看出近 20 多年来医保收入和支出每年持续增长，2022 年中国医保基金收入为 3.07 万亿元，同比增长 6.8%，显著高于 GDP 增速（3.0%）。此外，截止 2022 年，中国医保基金结余再创新高，达到 4.25 万亿元，医疗总支付端持续稳定增长。

图 4：2000 以来医保收入及支出情况



资料来源：Wind，国家医疗保障局，德邦研究所

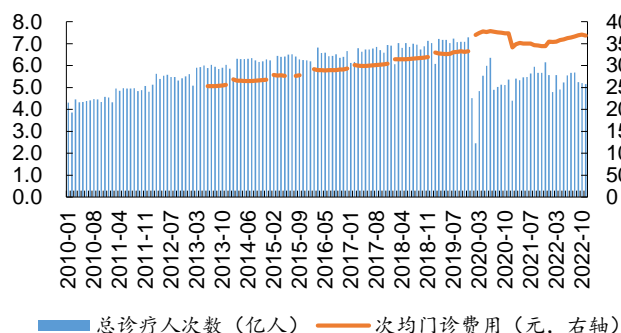
图 5：2000 以来医保累计结余情况



资料来源：Wind，国家医疗保障局，德邦研究所

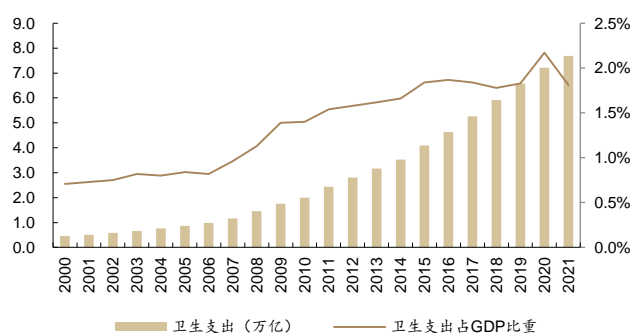
从诊疗复苏情况来看，2020 年疫情后国内诊疗量大幅下滑，我们认为 2023 年随着疫情防控优化，诊疗量将显著恢复到疫情正常水平，带动院内医疗需求快速复苏。此外，从卫生支出情况来看，2021 年卫生支出达到 7.7 万亿元，占当年 GDP 的比例为 1.8%。

图 6：2010 年以来国内总诊疗人次及门诊费用情况



资料来源：Wind，德邦研究所

图 7：2010 年以来卫生支出及占 GDP 情况

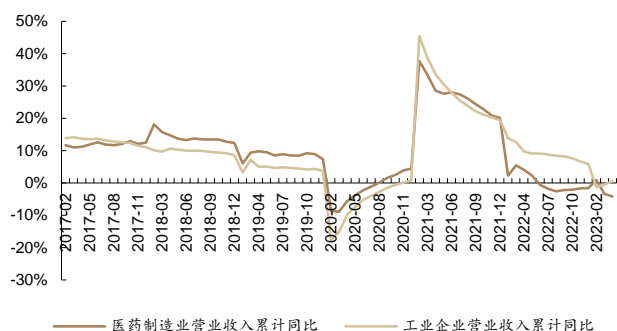


资料来源：Wind，德邦研究所

对比医药制造业和整体工业，营收端增速来看，由于 2020 年受疫情影响，整

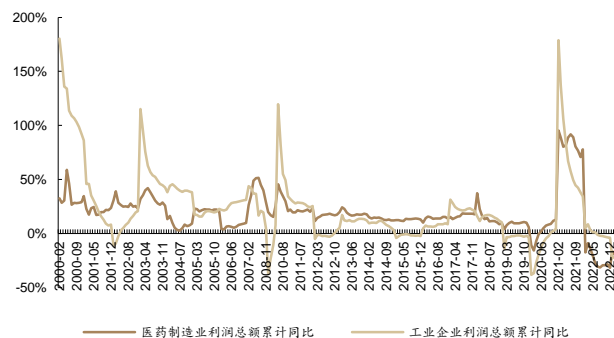
体工业端出现大幅下滑，导致 2021 和 2022 年医药制造业增速慢于工业端，2021 年之前大部分时间医药制造业整体营收增速均快于整体工业端；利润总额端来看，2010 年之后较长一段时间内，医药制造业增速也要快于整个工业端。

图 8：2017 年以来医药制造业和工业营收累计增速情况



资料来源：Wind，德邦研究所

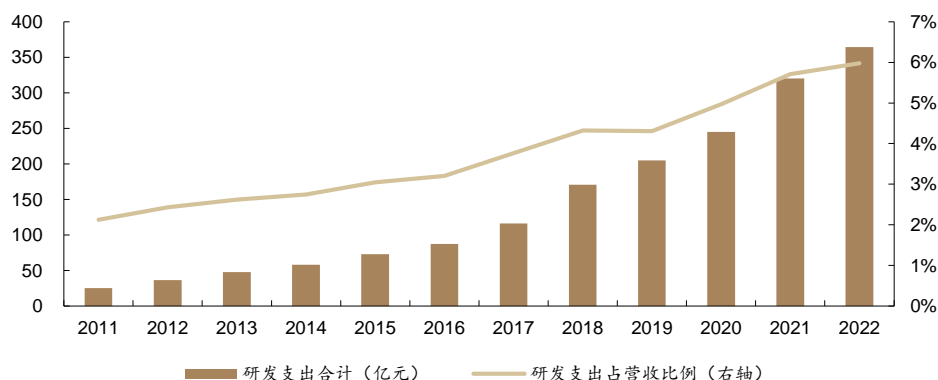
图 9：2000 年以来医药制造业和工业利润总额累计增速情况



资料来源：Wind，德邦研究所

从研发支出来看，我们剔除百济神州、迈瑞医疗等近几年刚上市的医药企业之后，选取研发投入前 20 的企业，其合计研发支出占营收的比例在不断提高，占比从 2011 年的 2.1% 提升到 2022 年的 6.0%，医药研发投入持续加大。

图 10：2011 年来部分医药企业合计研发支出及占营收比例情况



资料来源：Wind，德邦研究所，选取样本为：恒瑞医药、复星医药、上海医药、科伦药业、健康元、健康元、长春高新、丽珠集团、乐普医疗、华海药业、华东医药、人福医药、智飞生物、达安基因、白云山、沃森生物、天士力、贝达药业、海思科、信立泰、以岭药业、新和成。

注：复星医药为德邦证券关联方。此图选取 2022 年研发投入前 20 的企业，不存在对个股倾向性的投资建议。

3. 医药行业事件梳理

3.1. 行业事件

1. 药审中心：多款潜在重磅药申报临床

6月7日，药审中心发布101条药物受理信息，涉及70余款药物。据药智数据显示，70余款药物中，15款药物的临床申请和20款仿制药的上市申请获得了受理，多款进口药物的新药/新适应症上市申请获得了受理。涉及企业有正大天晴、绿叶制药、康缘药业、武田制药、默沙东等。

2. GSK 免疫疗法组合获优先审评治疗晚期癌症

近日，GSK 宣布美国 FDA 已经接收了其开发的 PD-1 抗体 Jemperi (dostarlimab) 的补充生物制品许可申请 (sBLA)。该申请是关于使用 dostarlimab 与化疗联合治疗 DNA 错配修复缺陷 (dMMR) 和高微卫星不稳定性 (MSI-H) 的原发性晚期或复发性子宫内膜癌的成年患者。如果得到批准，该联合疗法可能会成为数十年来原发性晚期或复发性子宫内膜癌患者一线治疗的首个有意义的进展。

这一审评在 FDA 肿瘤学卓越中心的 Orbis 项目下进行，FDA 已授予其优先审评资格，PDUFA 日期被设定为 2023 年 9 月 23 日。近期，dostarlimab 还被 FDA 授予了针对该潜在新适应症的突破性疗法认定。

3. 威斯克生物/川大华西研发的威克欣 3 价 XBB 疫苗获国家批准紧急使用

6月8日，经国家相关部门批准威斯克生物/川大华西研发的重组三价新冠病毒 (XBB.1.5+BA.5+Delta 变异株) 三聚体蛋白疫苗 (Sf9 细胞) -- 威克欣®3 价 XBB 疫苗纳入紧急使用，这是全球首个获批紧急使用的针对 XBB 等变异株的新冠疫苗，标志着中国新冠疫苗的研发创新已走在世界前沿。

4. 阿斯利康 ADAURA III 期临床研究结果公布

6月6日，美国临床肿瘤学会 (ASCO) 年会全体会议中，阿斯利康 ADAURA III 期临床研究结果公布。ADAURA III 期临床研究所取得的阳性结果表明：在接受手术完全切除的早期 (IB, II, IIIA) 表皮生长因子受体突变 (EGFRm) 的非小细胞肺癌患者中，与对照组安慰剂相比，阿斯利康泰瑞沙 (通用名：奥希替尼) 在术后辅助治疗中取得了总生存期 (OS) 显著的统计学差异和临床意义的改善。

3.2. 个股事件

1. 泽璟制药：ZGGS15 双特异性抗体获得 FDA 临床试验许可

6月8日，泽璟制药宣布，其在研产品注射用 ZGGS15 (LAG-3/TIGIT) 双特异性抗体临床试验申请获得美国食品药品监督管理局 (FDA) 批准，用于治疗晚期实体瘤。根据公开信息查询，ZGGS15 是全球首个获批并即将进入临床试验的抗 LAG-3/TIGIT 双特异性抗体。此前泽璟制药曾宣布注射用 ZGGS15 用于治疗晚期实体瘤的临床试验获得国家药监局 (NMPA) 批准。注射用 ZGGS15 实现在中国和美国同步获批临床试验，泽璟制药将积极推进该产品的临床研究。

2. 贝达药业：国家药监局批准伏罗尼布片上市

6月8日，国家药品监督管理局批准贝达药业申报的1类创新药伏罗尼布片（商品名：伏美纳）上市。该药品与依维莫司联合，用于既往接受过酪氨酸激酶抑制剂治疗失败的晚期肾细胞癌患者。伏罗尼布为多靶点受体酪氨酸激酶抑制剂，对VEGFR2、KIT、PDGFR、FLT3和RET均有较强的抑制作用，主要通过抑制新生血管形成发挥抗肿瘤作用。该药品的上市为晚期肾细胞癌患者提供了新的治疗选择。

3. 恩华药业：收到盐酸(R)氯胺酮注射液的药物临床试验批准通知书

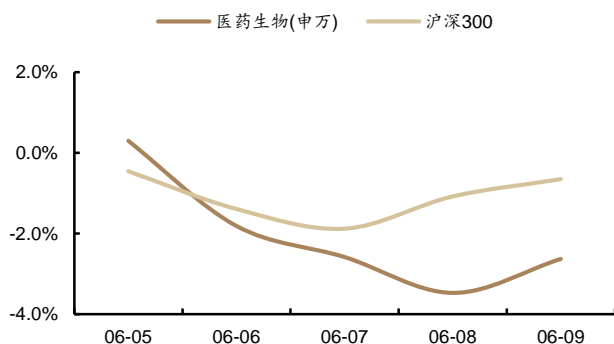
6月5日，恩华药业发布公告宣布，收到国家药品监督管理局核准签发的2类化学药品盐酸(R)氯胺酮注射液的《药物临床试验批准通知书》，并将于近期开展临床试验。盐酸(R)氯胺酮可拮抗NMDA受体、增强兴奋性突触传递及突触可塑性，起到快速抗抑郁作用。临床前试验结果表明，盐酸(R)氯胺酮对多个抑郁症模型有效，且均可快速起效。盐酸(R)氯胺酮预期具有比盐酸(S)氯胺酮更轻的精神症状和成瘾潜力。

4. 医药板块一周行情回顾及热点跟踪（2023.6.5-6.9）

4.1. A 股医药板块本周行情

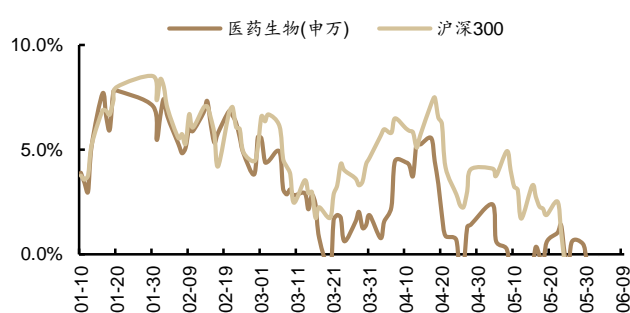
医药板块表现：本周（2023 年 6 月 5 日-6 月 9 日）申万医药生物板块指数下跌 2.6%，跑输沪深 300 指数 2.0%，医药板块在申万行业分类中排名第 27；2023 年初至今申万医药生物板块指数下跌 4.1%，跑输沪深 300 指数 3.2%，在申万行业分类中排名第 19 位。

图 11：本周申万医药板块与沪深 300 指数行情



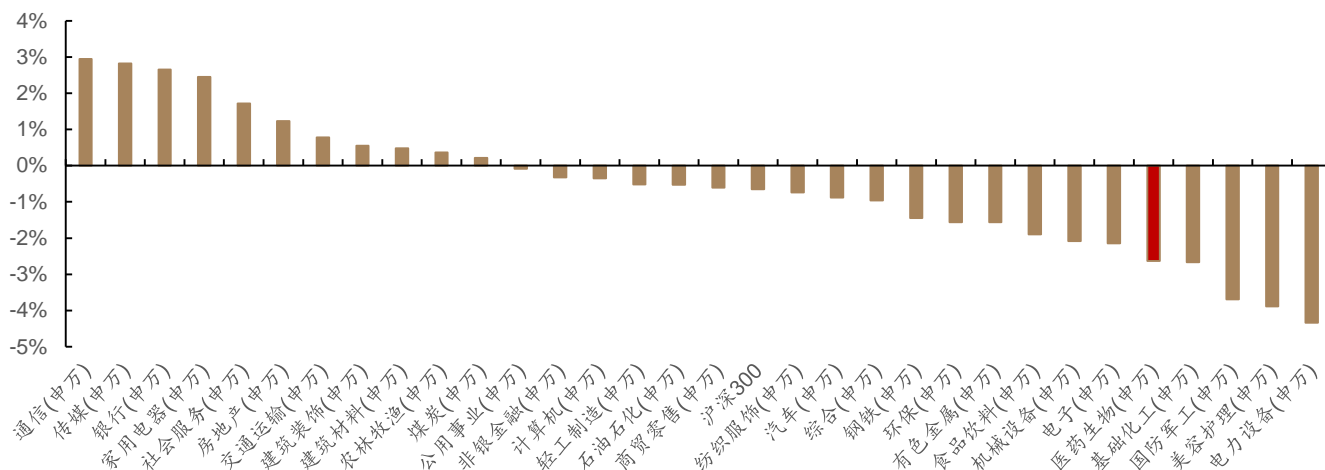
资料来源：wind，德邦研究所

图 12：2023 年初至今申万医药板块与沪深 300 行情



资料来源：wind，德邦研究所

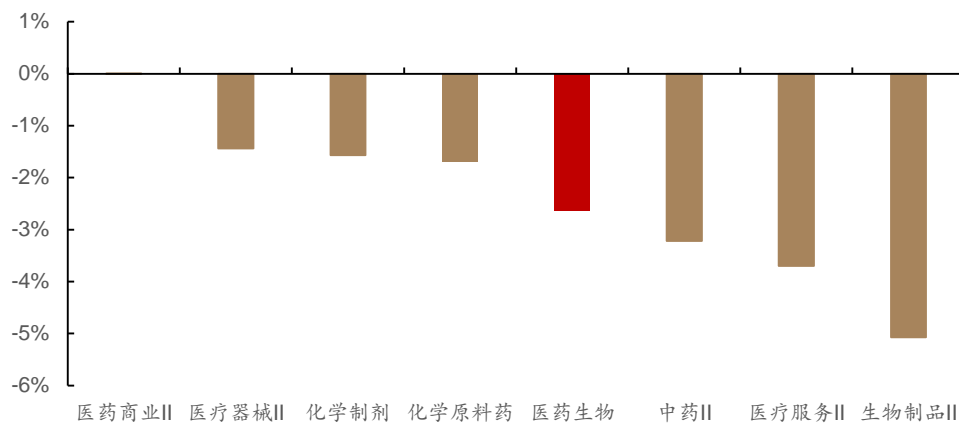
图 13：本周申万行业分类指数涨跌幅排名



资料来源：wind，德邦研究所

医药子板块（申万）表现：医疗服务 II -3.7%、医药商业 II 0%、医药生物-2.6%、生物制品 II -5.1%、中药 II -3.2%、医疗器械 II -1.4%、化学原料药-1.7% 化学制剂-1.6%。

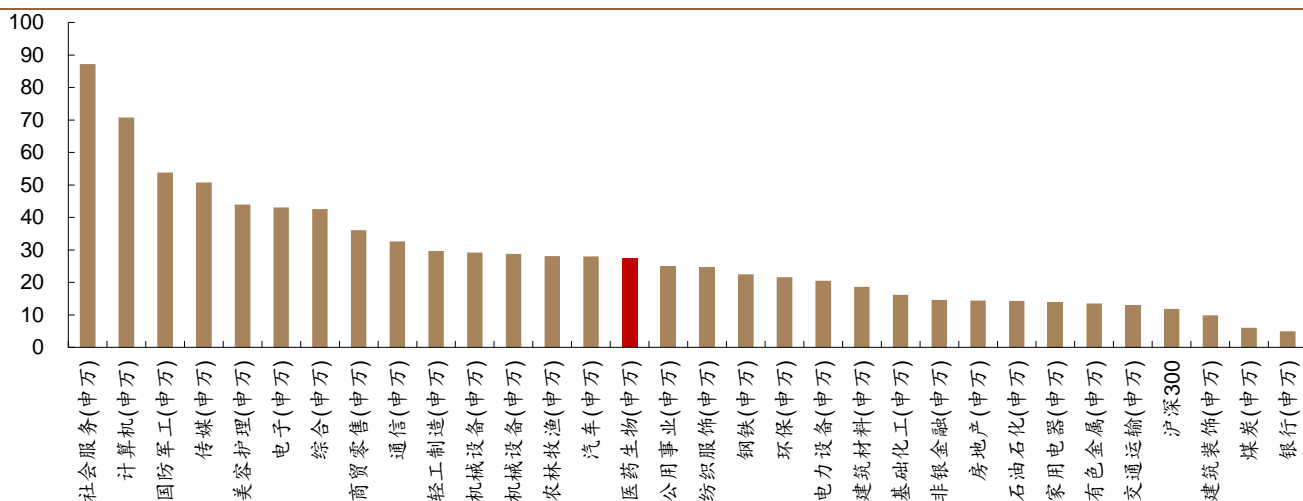
图 14：本周申万医药子板块涨跌幅情况



资料来源：wind，德邦研究所

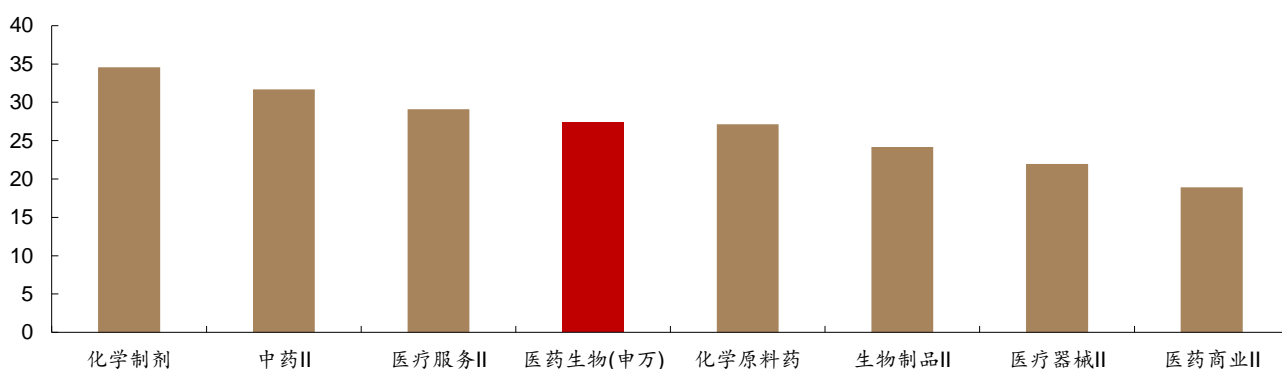
医药行业估值情况：截至 2023 年 6 月 9 日，申万医药板块整体估值为 27.4，较上周下降 0.8，较 2023 年初上升 3.7，在当前申万一级分类中排第 15。

图 15：申万各板块估值情况（2023 年 6 月 9 日，整体 TTM 法）



资料来源：wind，德邦研究所

图 16：申万医药子板块估值情况（2023 年 6 月 9 日，整体 TTM 法）

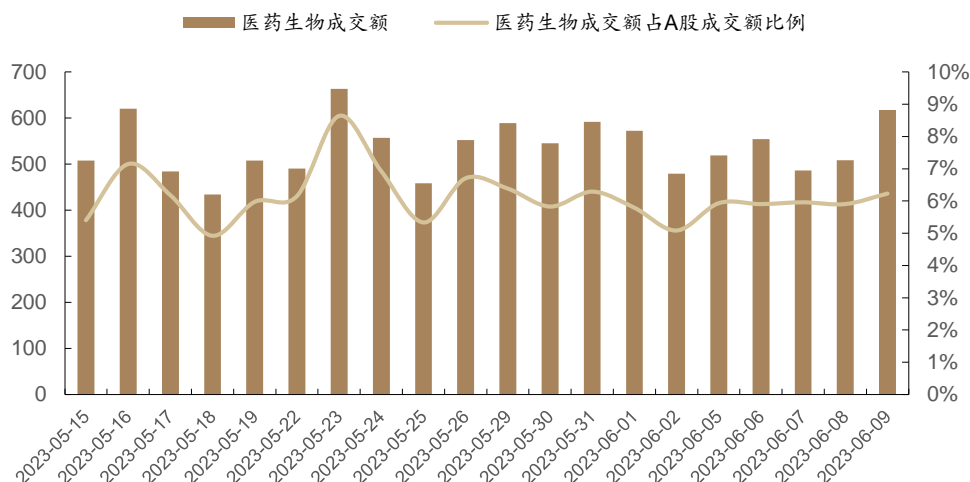


资料来源：wind，德邦研究所

医药行业成交额情况：本周申万医药板块合计成交额为 2686.3 亿元，占 A 股

整体成交额的 6.0%，医药板块成交额较上个交易周期（5.29-6.2）下降 3.3%。2023 年初至今申万医药板块合计成交额为 60890.9 亿元，占 A 股整体成交额的 6.4%。

图 17：近 20 个交易日申万医药板块成交额情况（亿元，%）



资料来源：wind，德邦研究所

本周个股情况：本周统计申万医药板块共 416 支个股，其中 84 支上涨，327 支下跌，5 支持平，本周涨幅前五的个股为*ST 辅仁（26.56%）、润达医疗（23.97%）、九芝堂（17.60%）、卫光生物（13.78%）、圣诺生物（12.55%）。

表 2：申万医药板块涨跌幅 Top10（2023.5.29-2023.6.2）

排序	代码	名称	市值（亿元）	涨幅 top10	排序	代码	名称	市值（亿元）	跌幅 top10
1	600781.SH	*ST 辅仁	5.1	26.56%	1	002118.SZ	紫鑫药业	5.8	-22.4%
2	603108.SH	润达医疗	85.1	23.97%	2	002793.SZ	罗欣药业	54.5	-19.2%
3	000989.SZ	九芝堂	126.6	17.60%	3	688677.SH	海泰新光	67.1	-14.9%
4	002880.SZ	卫光生物	86.5	13.78%	4	000661.SZ	长春高新	554.5	-14.8%
5	688117.SH	圣诺生物	33.9	12.55%	5	688176.SH	亚虹医药-U	64.7	-14.7%
6	600833.SH	第一医药	32.7	11.81%	6	603590.SH	康辰药业	52.9	-13.2%
7	688076.SH	诺泰生物	79.1	10.12%	7	300347.SZ	泰格医药	592.7	-12.6%
8	002038.SZ	双鹭药业	104.3	9.97%	8	688139.SH	海尔生物	162.3	-12.5%
9	688488.SH	艾迪药业	58.8	8.02%	9	688177.SH	百奥泰	106.0	-12.5%
10	000950.SZ	重药控股	134.8	7.81%	10	300529.SZ	健帆生物	200.0	-11.5%

资料来源：wind，德邦研究所

本周个股沪港通增减持情况：本周沪（深）股通资金合计净买入 8.0 亿元。从沪（深）股通买入金额情况来看，排名前五分别为益丰药房、药明康德、爱尔眼科、恒瑞医药、智飞生物。减持前五分别为万泰生物、康龙化成、凯莱英、云南白药、泰格医药。

表 3：沪（深）股通本周持仓金额增持前十（2023.6.5-2023.6.9）

证券代码	公司名称	总市值(亿元)	沪（深）股通持股占比		沪（深）股通持股占流通 A 股比例		沪深港股通区间净买入额（亿元）
			期末	变动	期末	变动	
603939.SH	益丰药房	351.6	17.08%	0.08%	17.08%	0.08%	7.3
603259.SH	药明康德	1974.3	7.12%	0.34%	7.12%	0.34%	5.8
300015.SZ	爱尔眼科	1845.2	5.23%	0.20%	6.33%	0.24%	4.0

600276.SH	恒瑞医药	2920.9	5.73%	0.09%	5.73%	0.09%	2.6
300122.SZ	智飞生物	1066.2	2.06%	0.16%	3.48%	0.20%	2.1
300760.SZ	迈瑞医疗	3661.6	13.13%	0.06%	13.14%	0.06%	1.9
000999.SZ	华润三九	609.7	4.77%	0.40%	4.83%	0.40%	1.8
002422.SZ	科伦药业	443.1	6.55%	0.31%	8.21%	0.38%	1.5
300142.SZ	沃森生物	436.6	3.58%	0.40%	3.68%	0.41%	1.4
300896.SZ	爱美客	922.8	3.82%	0.17%	9.42%	0.42%	1.3

资料来源: Wind, 德邦研究所

表 4: 沪(深)股通本周持仓金额减持前十(2023.6.5-2023.6.9)

证券代码	公司名称	总市值(亿元)	沪(深)股通持股占比		沪(深)股通持股占流通A股比例		沪深港股通区间净买入额(亿元)
			期末	变动	期末	变动	
603392.SH	万泰生物	842.7	1.15%	-0.53%	1.15%	-0.53%	-3.4
300759.SZ	康龙化成	505.6	2.71%	-0.24%	2.84%	-0.25%	-2.1
002821.SZ	凯莱英	486.3	4.25%	-0.37%	4.45%	-0.39%	-1.8
000538.SZ	云南白药	944.3	4.56%	-0.16%	4.86%	-0.18%	-1.8
300347.SZ	泰格医药	592.7	10.28%	-0.33%	13.52%	-0.44%	-1.5
002030.SZ	达安基因	173.6	3.18%	-0.68%	3.19%	-0.68%	-1.4
601607.SH	上海医药	777.6	4.08%	-0.26%	4.08%	-0.26%	-1.2
688363.SH	华熙生物	428.5	3.07%	-0.64%	3.07%	-0.64%	-1.1
603108.SH	润达医疗	85.1	1.27%	-1.30%	1.27%	-1.30%	-1.1
300206.SZ	理邦仪器	84.1	9.66%	-1.05%	16.51%	-1.80%	-1.1

资料来源: Wind, 德邦研究所

本周医药生物行业中共有 30 家公司发生大宗交易,成交总金额为 21.8 亿元。大宗交易成交前五名为万泰生物、九州通、惠泰医疗、百济神州-U、罗欣药业。

表 5: 本周大宗交易成交额前十(2023.6.5-2023.6.9)

证券代码	公司名称	区间成交额(亿元)	市值(亿元)
603392.SH	万泰生物	4.67	842.7
600998.SH	九州通	4.62	293.3
688617.SH	惠泰医疗	2.12	237.3
688235.SH	百济神州-U	1.49	1621.5
002793.SZ	罗欣药业	1.28	54.5
600436.SH	片仔癀	1.26	1720.4
688180.SH	君实生物-U	1.19	373.9
688202.SH	美迪西	0.56	109.6
300497.SZ	富祥药业	0.49	73.9
300841.SZ	康华生物	0.43	99.0

资料来源: wind, 德邦研究所

4.2. A 股下周医药板块新股事件及已上市新股行情跟踪:

西山科技于 6 月 6 日在上交所科创板成功挂牌上市。

智翔金泰已于 6 月 8 日发行首次公开发行股票并在科创板上市公告,并将于 6 月 13 日披露首次公开发行股票网上中签结果。

科笛-B 将于 6 月 12 日上市。

表 6: 近半年 A 股医药板块新股情况

证券代码	公司	上市日期	最新市值 (亿元)	最新 PE (TTM)	上市首日涨跌幅	上市至今涨跌幅
688581.SH	安杰思	2023-05-19	68.3	45.0	-1%	-5%
301293.SZ	三博脑科	2023-05-05	152.4	207.5	77%	83%
001367.SZ	海森药业	2023-04-10	31.3	28.9	68%	-39%
301281.SZ	科源制药	2023-04-04	28.2	29.4	-38%	-33%
301246.SZ	宏源药业	2023-03-20	127.9	39.6	-16%	-24%
301408.SZ	华人健康	2023-03-01	69.5	39.8	56%	-31%
688506.SH	百利天恒-U	2023-01-06	315.7	-78.2	30%	146%
301301.SZ	川宁生物	2022-12-27	209.6	43.1	99%	-6%
688410.SH	山外山	2022-12-26	75.7	60.0	-19%	100%
301277.SZ	新天地	2022-11-16	40.2	27.7	-3%	-50%
301267.SZ	华夏眼科	2022-11-07	411.4	74.8	38%	5%
301230.SZ	泓博医药	2022-11-01	44.7	62.0	28%	13%
301367.SZ	怡和嘉业	2022-11-01	115.1	23.8	140%	-38%
688426.SH	康为世纪	2022-10-25	32.9	26.5	-11%	-19%
301363.SZ	美好医疗	2022-10-12	177.4	40.0	21%	18%
688073.SH	毕得医药	2022-10-11	65.9	41.8	-46%	8%
688137.SH	近岸蛋白	2022-09-29	37.9	61.5	-29%	-28%
301331.SZ	恩威医药	2022-09-21	27.4	36.4	41%	-11%
688428.SH	诺诚健华-U	2022-09-21	131.7	-27.1	-15%	29%
688114.SH	华大智造	2022-09-09	368.4	24.0	15%	-11%
688293.SH	奥浦迈	2022-09-02	56.1	53.8	12%	-62%
688351.SH	微电生理-U	2022-08-31	92.9	-1,500.8	-20%	50%
688247.SH	宣泰医药	2022-08-25	58.7	73.0	45%	-5%
688271.SH	联影医疗	2022-08-22	1,127.4	67.1	65%	-25%
688273.SH	麦澜德	2022-08-11	40.2	30.1	6%	-9%
688373.SH	盟科药业-U	2022-08-05	57.8	-25.6	33%	-19%
301333.SZ	诺思格	2022-08-02	55.2	47.8	14%	2%
688253.SH	英诺特	2022-07-28	32.9	18.5	26%	-27%
688382.SH	益方生物-U	2022-07-25	82.6	-17.1	-16%	-6%
301234.SZ	五洲医疗	2022-07-05	19.6	27.6	76%	-39%
301239.SZ	普瑞眼科	2022-07-05	183.5	126.0	57%	133%
601089.SH	福元医药	2022-06-30	83.5	17.9	41%	-17%
301257.SZ	普蕊斯	2022-05-17	37.5	42.7	59%	-18%

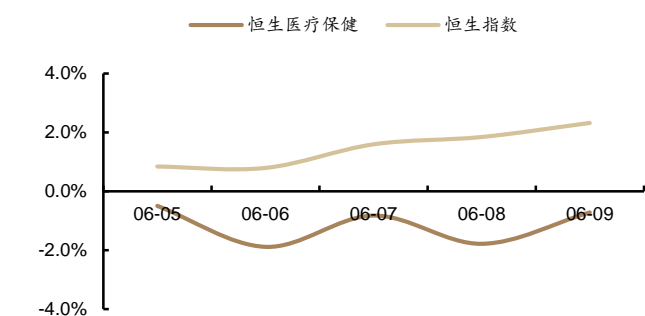
资料来源：Wind，德邦研究所

4.3. 港股医药本周行情

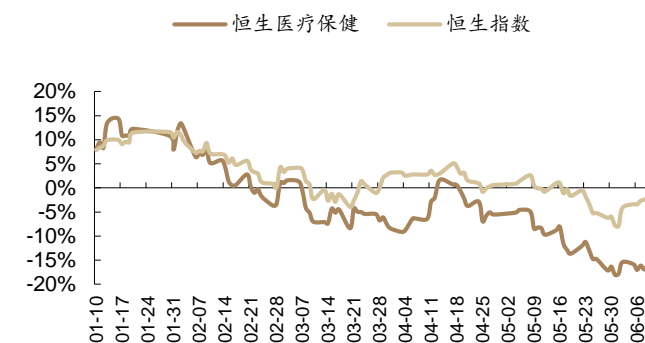
港股医药行情：本周（2023 年 6 月 5 日 - 6 月 9 日）恒生医疗保健指数下降 0.7%，跑输恒生指数 3.0%；**2023 年初至今**恒生医疗保健指数下降 16.0%，较恒生指数跑输 14.0%。

图 18：本周恒生医疗保健指数与恒生指数行情

图 19：2023 年初至今恒生医疗保健指数与恒生指数行情



资料来源：wind，德邦研究所



资料来源：wind，德邦研究所

港股个股行情看，本周恒生医疗保健的 210 支个股中，86 支上涨，98 支下跌，26 支持平，本周涨幅前五的个股为正大企业国际（36.2%）、兆科眼科-B（32.9%）、医汇集团（31.7%）、维亚生物（20.3%）、吉林长龙药业（19%）。

表 7：恒生医疗保健涨跌幅 Top10（2023.6.5-2023.6.9）

排序	代码	名称	市值（亿元）	涨幅 top10	排序	代码	名称	市值（亿元）	跌幅 top10
1	3839.HK	正大企业国际	4.5	36.2%	1	0718.HK	太和控股	1.7	-28.3%
2	6622.HK	兆科眼科-B	18.4	32.9%	2	1312.HK	华控康泰	2.2	-18.8%
3	8161.HK	医汇集团	0.2	31.7%	3	9688.HK	再鼎医药-B	229.6	-14.9%
4	1873.HK	维亚生物	36.8	20.3%	4	6660.HK	艾美疫苗	528.0	-14.8%
5	8049.HK	吉林长龙药业	7.9	19.0%	5	3347.HK	泰格医药	653.0	-14.7%
6	0503.HK	朗生医药	6.2	17.7%	6	2500.HK	启明医疗-B	29.7	-12.4%
7	2251.HK	鹰瞳科技-B	11.4	15.1%	7	0911.HK	前海健康	0.8	-11.3%
8	1726.HK	HKE HOLDINGS	17.3	14.6%	8	0348.HK	中国智能健康	0.8	-11.0%
9	3600.HK	现代牙科	27.1	12.7%	9	6639.HK	瑞尔集团	44.3	-11.0%
10	2185.HK	百心安-B	12.9	10.9%	10	8158.HK	中国再生医学	2.3	-10.9%

资料来源：Wind，德邦研究所

5. 风险提示

- 1、行业需求不及预期：医药产业链的需求依赖从研发到生产各环节的投入，创新药/疫苗等研发过程中，存在研发失败、进度不及预期、上市后放量不及预期、价格下降等诸多风险，任何一个环节的失败或进度落后均对产业链相关环节的需求产生波动，可能存在需求不及预期的情况。
- 2、上市公司业绩不及预期：实体经济的经营受到经济环境、政策环境、公司管理层经营能力、需求波动等各方面因素的影响，上市公司业绩可能出现不及预期的情况。
- 3、市场竞争加剧风险：我国生物医药产业链经过多年的发展，在各方面均实现了一定程度的国产替代，国内企业的竞争力逐步增强，同时也可能在某一些领域，存在竞争加剧的风险。

信息披露

分析师与研究助理简介

陈铁林 德邦证券研究所副所长，医药首席分析师。研究方向：国内医药行业发展趋势和覆盖热点子行业。曾任职于康泰生物、西南证券、国海证券。所在团队获得医药生物行业卖方分析师 2019 年新财富第四名，2018 年新财富第五名、水晶球第二名，2017 年新财富第四名，2016 年新财富第五名，2015 年水晶球第一名。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。