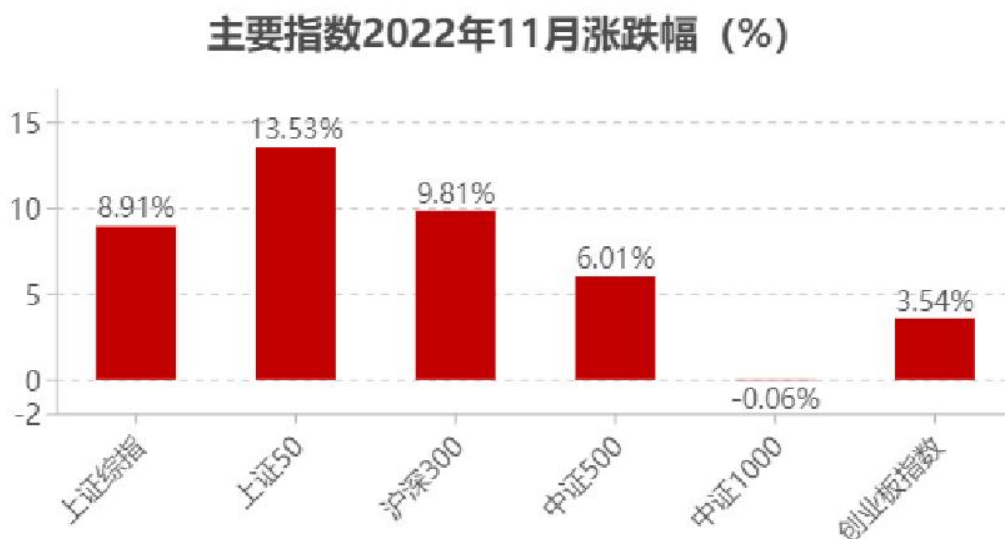


一、11月市场表现

经历了9月和10月连续下跌走势，11月上旬A股迎来了一波反弹，上证综指和创业板指上半月涨幅均超7%；进入下旬，市场走势出现分化，上证综指维持震荡向上走势，深成指和创业板指弱势下行；从整月表现来看，截止11月30日，三大指数当月均收涨。结构上来看，11月大盘股风格表现更好，沪深300指数涨9.81%，中证500指数涨6.01%，中证1000指数跌0.06%；11月价值风格相对占优，上证综指相对于创业板指的超额收益震荡上升，上证50指数涨13.53%。

图1：2022年11月A股主要指数涨跌幅



数据来源：大智慧

图2：2022年11月上证综指相对于创业板指走势

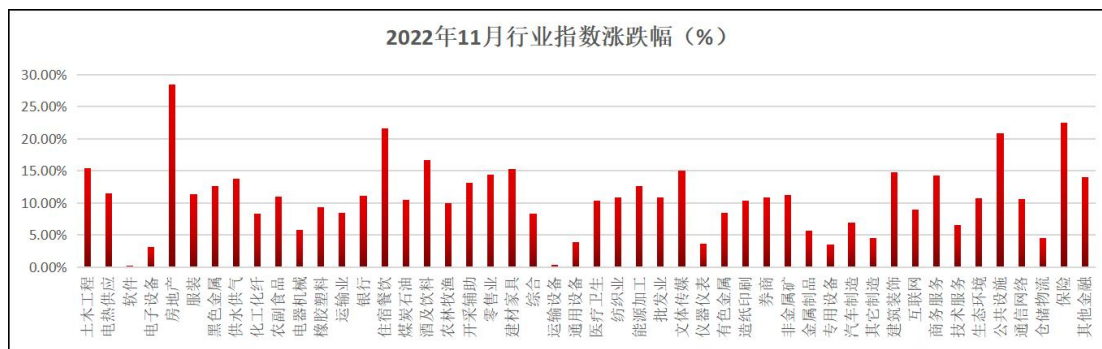


数据来源：大智慧

二、11月行业板块表现

据统计，48个大智慧一级行业板块指数11月份均收涨。具体来看，11月份房地产和保险行业指数涨幅靠前，房地产行业涨28.44%，保险行业涨幅为22.51%，住宿餐饮与公共设施行业均上涨超20%。“新半军”相关行业走势相对偏弱，10月涨幅最多的软件行业在11月仅仅收涨0.06%，是涨幅最少的行业。

图3：2022年11月行业板块指数涨跌幅



数据来源：大智慧

11月房地产利好政策频发，包括对于居民合理购房及企业融资需求的政策支持力度加大，政策工具箱充分发挥稳定市场的积极作用，有利提振居民与企业信心：

1) 11月8日，在央行的支持和指导下，交易商协会继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具（“第二支箭”），支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资。11月10日，交易商协会受理龙湖集团200亿元储架式注册发行；而除龙湖集团外，还有包括新城控股在内的多家民营房企也在沟通对接发债注册意向，交易商协会、中债增进公司正在积极推进受理评议工作。

2) 11月11日，杭州发布《关于调整杭州市个人住房按揭贷款政策的紧急通知》，《通知》中对杭州首套住房的贷款部分认定条件、二套首付比例以及首套房、二套房贷款利率进行了优化调整。机构认为《通知》实质性降低居民购房成本，利于进一步推动合理刚性购房需求的释放；此外地方层面需求端宽松预期向高能级城市传导的信号更为强烈。

3) 11月23日国有大行与优质房企签订合作协议。其中，①交行为万科、美的置业分别提供1000亿、200亿意向性授信；②中行为万科提供1000亿意向性授信；③工行为龙湖、碧桂园提供数百亿意向性授信；④农行与万科、龙湖、华润、中海、金地共5家房企签署银企战略合作协议。

4) 11月23日扩容首批民营房企落地。中债增信公司出具对龙湖集团、美的置业、金辉集团三家民营房企发债信用增进函，拟首批分别支持三家企业发行20亿元、15亿元、12亿元中期票据。

5) 11月24日银保监会相关负责人表示，1-10月，银行业投放房地产开发贷款2.64万

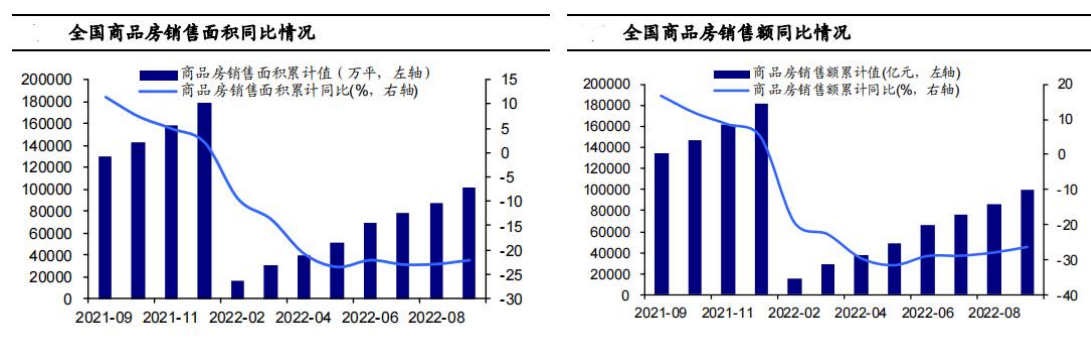
亿元，发放按揭贷款 4.84 万亿元，为稳定房地产市场提供了有力的金融支持。

6) 11 月 28 日，证监会宣布在股权融资方面调整优化 5 项措施支持房地产市场平稳健康发展，被业内解读为射出支持房企融资“第三支箭”。

另外从销售数据来看，机构认为楼市销售有望缓慢筑底，但房企或将呈现出清、修复、增长并存的局面。

1-3Q2022，全国商品房销售面积为 10.1 万亿平，同比增速小幅为-22.2%。1-3Q2022，全国商品房累计销售额为 9.94 万亿元，同比负增长有所收窄，为-26.3%。

图 4：全国商品房销售面积和销售额同比情况



数据来源：机构研究

机构表示：1) 行业销售端，未来十年我国商品住宅需求虽然中枢见顶，但仍然具有支撑，按 1-9 月增速测算，2022 年全年商品住宅销售面积预计达到 12 万亿平左右，或已在需求中枢附近。2) **出清：** 负债驱动型的非国企目前出险比例较高，合同负债/有息负债在 1.6 以下的房企未出险比例仅约 12.5%。3) **修复：** 优质民企信用资质有望逐步修复，受益于稳楼市、担保发债等政策，投资者对于优质民营房企信心有所恢复，债券价格开始企稳回升；4) **增长：** 稳健型民企、积极型国央企 10 月份销售额已经实现单月正增长。

重磅政策的持续落地，配合基本面回暖带来的困境反转，这或许就是 11 月份地产股表现强势的主要原因。另外，除了房地产，**11 月涨势靓丽的还有保险板块，月涨幅超 20%**。众所周知，保险股作为大盘蓝筹，一方面是主要的资金配置板块，另一方面保险资金也有一定的权益配置敞口，尤其在四季度市场风格往往容易向价值股倾斜。

从业绩来看，A 股五大上市险企三季报业绩表现分化较大，寿险公司和财险公司业绩呈现“冰火两重天”。负债端，各家险企前三季度保费收入均实现同比正增长，部分险企保费增长较快，促进业绩边际改善。投资端，各大险企阶段性承压。多家险企在业绩报告中提及，报告期内资本市场波动对公司投资收益产生了较大影响，并在不同程度上拖累了净利润表现。不过，与半年报归母净利润增速相比，部分已实现边际改善。

图 5：主要上市险企 2022 三季报关键指标汇总

主要上市险企 2022 三季度关键指标汇总

(亿元)	中国人寿		中国平安		中国太保		新华保险		中国财险	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速	金额	增速	金额	增速
集团整体表现										
归母净利润	311	-35.8%	765	-6.3%	203	-10.6%	52	-56.6%	259	29.8%
归母营运利润			1,233	3.8%						
人身险业务										
总保费收入	5,541	0.1%	3,822	-2.5%	1,897	4.4%	1,378	0.9%		
新单保费收入	1,713	6.3%	1,000	-12.9%	534	30.9%	388	-2.9%		
期交保费收入	914	-0.2%			171	-24.9%	157	-14.6%		
NBV		-15.4%	258	-26.6%	75	-37.8%				
代理人规模(万人)	72.0	-3.5%	48.8	-6.0%	25.2	-10.3%				
财产险业务										
总保费收入			2,220	11.4%	1,339	12.5%			3,810	10.2%
车险保费收入			1,457	7.5%	717	7.8%			1,960	7.1%
非车险保费收入			763	19.5%	622	18.5%			1,850	13.6%
非车险占比			65.6%	-2.3pp	53.6%	-2.3pp			48.6%	1.5pp
综合成本率			97.9%	0.6pp	97.8%	-1.9pp			96.5%	-2.4pp
综合赔付率					70.2%	-0.6pp			72.2%	-1.6pp
综合费用率					27.6%	-1.3pp			24.3%	-0.8pp
投资业务										
总投资收益率	4.03%	-1.2pp	2.7%	-1pp	4.1%	-1.2pp	3.7%	-2.7pp	4.67%	-0.93pp
净投资收益率	4.12%	-0.3pp	4.2%	0pp	4.1%	-0.2pp				

数据来源：机构研究

从板块自身看，保险板块当下估值位于历史低位，负债端转型持续深化，负债端数据位于低位位置，机构表示，2023 年 NBV 增速有望同比转正，边际改善可期。

图 6：重点公司估值和财务分析表

重点公司估值和财务分析表														
股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		PEV/PB(x)		ROE	
			收盘价	报告日期			2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
中国平安	601318.SH	CNY	42.16	20221026	买入	65.80	6.38	7.94	6.61	5.31	0.51	0.48	12.15%	12.94%
新华保险	601336.SH	CNY	26.70	20221030	买入	36.45	4.20	6.16	6.36	4.33	0.29	0.27	11.84%	16.86%
中国太保	601601.SH	CNY	22.95	20221029	买入	27.66	2.88	3.83	7.97	5.99	0.41	0.39	11.94%	14.64%
中国人寿	601628.SH	CNY	32.10	20221028	买入	39.64	1.62	2.53	19.81	12.69	0.69	0.62	8.57%	11.64%
中国人保	601319.SH	CNY	4.95	20220309	买入	6.16	0.68	0.8	7.28	6.19	0.91	0.82	12.52%	13.24%
中国平安	02318.HK	HKD	42.45	20221026	买入	60.30	6.38	7.94	0.47	4.87	0.47	0.44	12.15%	12.94%
新华保险	01336.HK	HKD	16.10	20221030	买入	29.45	4.20	6.16	3.49	2.38	0.16	0.15	11.84%	16.86%
中国太保	02601.HK	HKD	16.66	20221029	买入	22.41	2.88	3.83	5.27	3.96	0.27	0.26	11.94%	14.64%
中国人寿	02628.HK	HKD	10.52	20221028	买入	25.44	1.62	2.53	5.91	3.78	0.21	0.19	8.57%	11.64%
友邦保险	01299.HK	HKD	76.10	20221102	买入	95.89	0.57	0.83	17.07	11.72	1.44	1.30	10.43%	10.42%
中国财险	02328.HK	HKD	7.30	20221028	买入	9.99	1.29	1.50	5.15	4.43	0.72	0.67	14.10%	15.20%
中国人保	01339.HK	HKD	2.40	20220309	买入	3.32	0.68	0.80	3.21	2.73	0.40	0.36	12.52%	13.24%

数据来源：机构研究

政策层面，11 月 17 日，银保监会发布《人身保险产品信息披露管理办法》，要求披露产品费率表和现金价值表，进一步提升产品的透明度，利好行业稳健经营。**机构认为：**

负债端方面，一是寿险方面有望迎来拐点，期待四季度开门红预售的情况，目前居民储蓄意

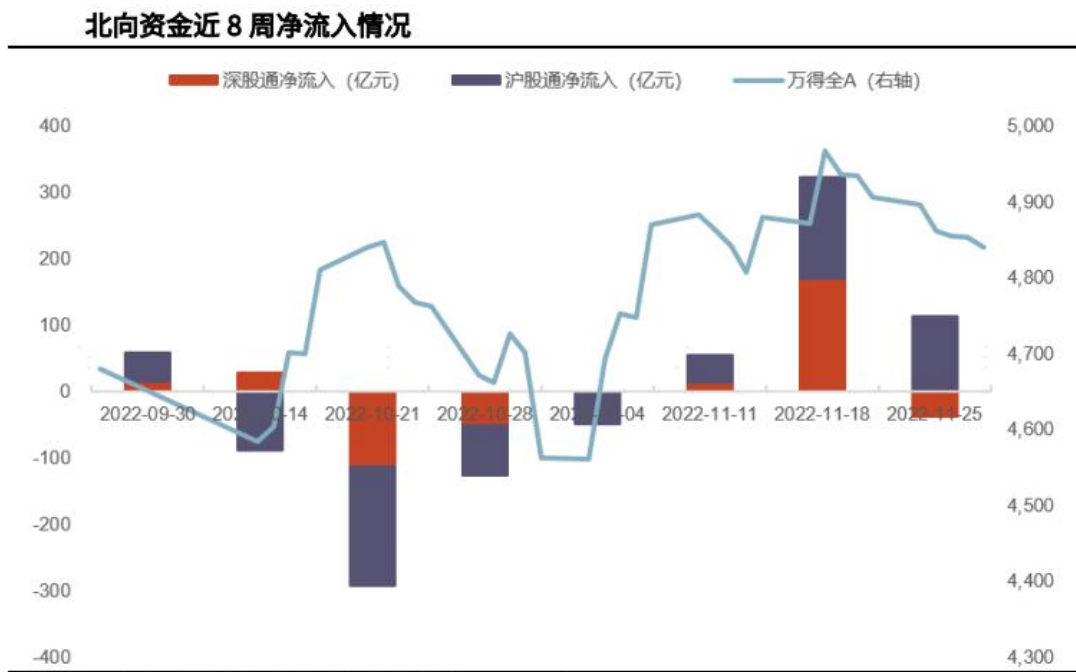
愿较高的背景下，而其他理财类产品收益率下降及净值化趋势等因素推动保险产品相对竞争力的提升，储蓄类产品销售持续超出市场预期；国务院进一步优化新冠肺炎防控措施，有利于保险代理人的展业，也是对寿险负债端改善的另一助力；最后从供给侧来看，随着代理人同比下滑规模的收敛，而代理人人均产能的大幅度提升，有望弥补代理人规模的下滑，需求侧和供给侧均有望推动寿险负债端改善。

二是财险方面，机构维持全年财产险行业保费两位数增长预期，新车销量的回暖持续推动车险保费增速向上，且考虑大灾的预期减弱有望推动财险行业赔付率下降，全年有望实现戴维斯双击。

三、11月市场资金情况

北向资金方面，在经历10月份大幅流出后，11月有所回流，当月资金净流入461.65亿。分行业来看，11月沪股通主要流入食品饮料、银行、非银金融，流出电气设备；深股通主要流入医药生物、家用电器，流出电气设备、化工；北向资金总量方面流入较大的是食品饮料、医药生物，流出较大的行业是电气设备。

图7：北向资金近8周净流入情况（截止2022年11月25日）



数据来源：机构研究

债券市场方面，本月债市出现了大幅波动，机构分析认为，调整的原因主要有三：

第一，跨月以来，央行公开市场连续净回笼，资金面边际收敛，货币市场利率上行，引导利率中枢整体上移，这从同业存单利率的快速上行也可以看出。

第二，房地产融资支持政策加码，叠加疫情防控政策优化，改善市场对于未来经济基本面的悲观预期。

第三，央行三季度货币政策执行报告关注通胀风险，且 11 月降准置换到期 MLF 的预期落空。

图 8：中债企债到期收益率及波动情况

	6 个月	1 年	3 年	5 年	10 年
AAA (%)	2.4801	2.5967	2.9456	3.1879	3.5057
波动 (BP)	(14.27)	(13.61)	(11.25)	(5.75)	0.70
AA+ (%)	2.6099	2.8080	3.1881	3.4546	3.8052
波动 (BP)	(13.27)	(6.60)	(1.25)	2.25	2.70
AA (%)	2.7699	2.9680	3.4481	3.8346	4.2452
波动 (BP)	(4.27)	(5.60)	(0.25)	(5.75)	(2.30)
A (%)	9.8099	10.0080	10.4881	10.8746	11.2852
波动 (BP)	(2.27)	(3.60)	1.75	(3.75)	(0.30)

数据来源：机构研究

机构表示，目前债市调整对 A 股的影响主要是由于固收+产品赎回导致的短期资金面扰动，但测算结果显示规模相对有限，且央行的及时呵护有利于打破这一循环机制。**中长期而言**，若未来经济基本面改善带动利率进一步上行，在货币政策转向之前，基本面改善对 A 股形成正面支撑。

货币政策方面，11 月 23 日，国常会提出适时适度运用降准等货币政策工具，保持流动性合理充裕。两天后，央行宣布全面降准，响应效率较高。此次降准为全面降准，除已执行 5% 存款准备金率的部分法人金融机构外，对其他金融机构普遍下调存款准备金率 0.25 个百分点，此次降准共计释放长期资金约 5000 亿元。

机构认为，此次降准从几个方面起到提振市场作用。首先，在疫情反复的冲击下，10 月多项经济指标出现边际回落，当前全国多地疫情形势严峻，11 月经济增长仍然存有较大压力。央行此时实施降准有助于巩固经济回稳向上基础。

其次，自 11 月初以来，债市出现连续大幅下跌，导致银行理财和债券基金遭遇大幅赎回。银行理财、公募债基等机构因为赎回压力加大从而被动抛售债券，导致债券进一步下跌，形成负向循环。央行此次实施降准有助于从流动性层面维稳债市。

四、12 月市场展望

11 月在房地产纾困政策逐步落地、国常会部署央行降准工作、个人养老金制度启动等消息的刺激下，房地产、银行、保险等板块表现出色。但因市场目前仍以存量资金为主，当大市值的蓝筹板块启动时，资金难免分流，前期活跃的新能源等相关板块出现了震荡回调。对于接下来 A 股的走势情况，机构纷纷发表了观点：

机构认为，当前 A 股配置价值依然凸显，随着经济预期逐步企稳，长期配置资金将会为市场带来新的活力。从市场节奏来看，随着年末中央经济工作会议为明年的经济修复定下基调，叠加货币财政政策进一步发力，市场预期有望进一步修复，“春季行情”依然值得期待。

机构表示，从经济层面来看，今年以来定期报告中制造业企业多反馈其生产、货品交付和下

游建筑业正常施工受到阻碍，而消费类企业则反馈各类消费场景缺失、需求疲软的境况。反映到宏观数据上，常态化动态清零措施会导致经济增长不出现大落，但是也制约了经济增长出现大起，只能寻求经济的边际改善或弱化。

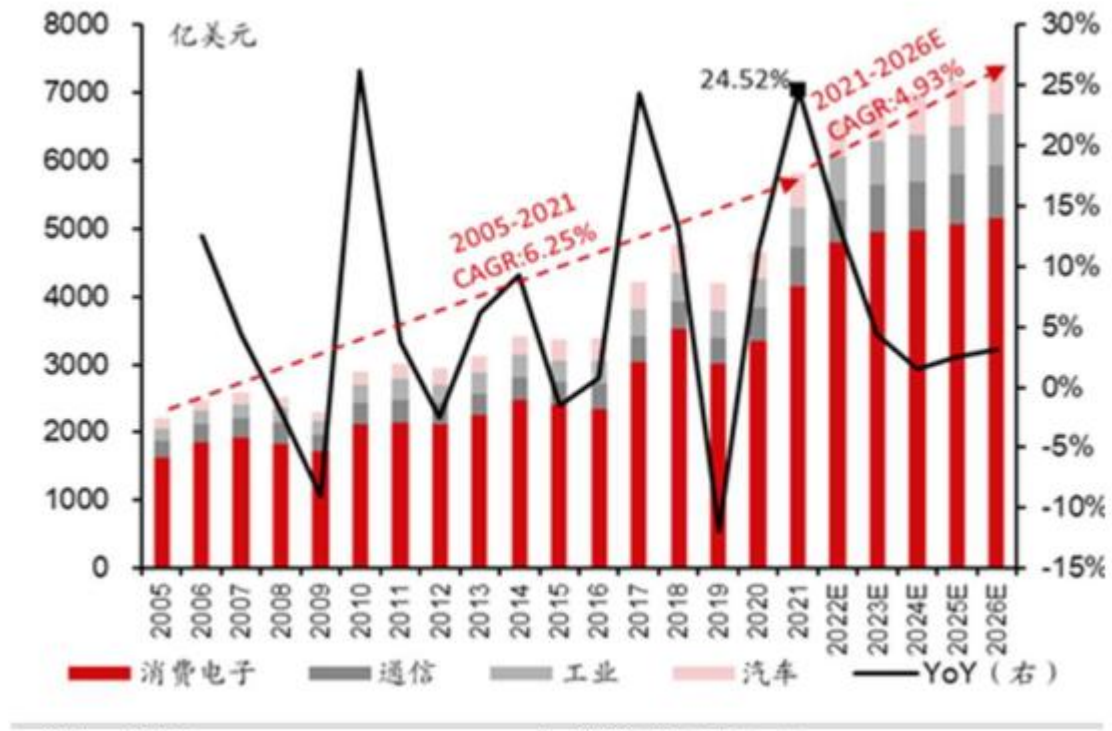
从债券方面来看，短期之内股债市场仍面临经济复苏预期反复变化以及国内外货币政策错位的影响，或延续底部波动态势。债市利率走高、债基赎回压力传导至转债市场，导致转债估值短时间内迅速压缩的情况也有可能再次发生。

从股票市场来看，当前宏观基本面正处于逐步修复和巩固阶段，经济大省等重点地区经济正在加快回稳发展，机构认为，随着疫情防控政策及房地产提振政策等不断优化，市场环境有望进一步改善。但短期内，市场修复与增量资金短缺的矛盾依旧存在，震荡修复下板块轮动和热点交替的可能性较大，需关注基金发行动态和市场资金流向。机构建议配置方向上，一是确定性高、景气度高的医药、TMT、军工和电子等板块；二是防疫政策优化调整，需求具有高弹性的食品饮料、社会服务、医美化妆品等板块；三是具有“盈利能力强+高分红+低估值+主题催化”等多重驱动的央企上市公司。

（一）半导体

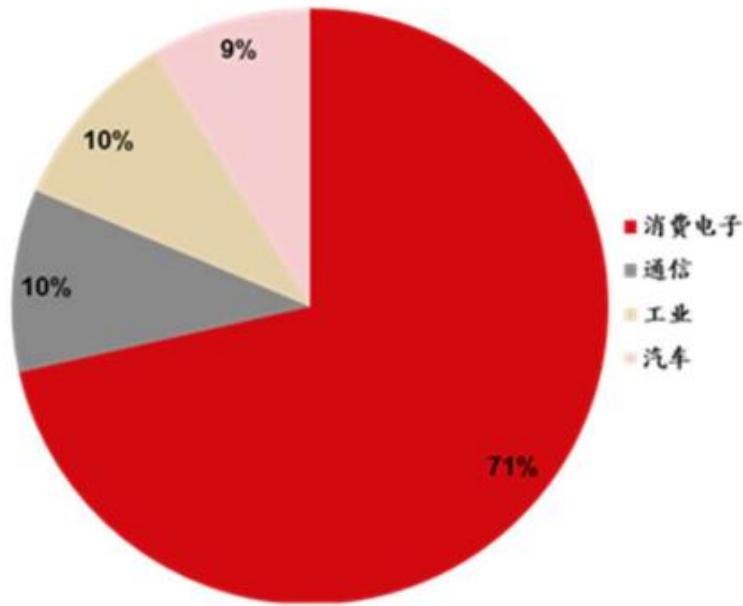
2022 年半导体产业景气下行，去库存加速。根据 ICInsight 的预估，全球半导体行业有望在 2023 年一季度触底。机构表示：随着消费类终端需求的复苏，行业有望重新回到景气上行周期。同时芯片国产替代进入深水区，高壁垒芯片是未来 3-5 年的国产替代蓝海市场，高性能模拟芯片 FPGA 芯片、汽车芯片等领域依然以进口为主，存在广阔的国产替代空间。

图 9：全球半导体细分下游销售额&预测



数据来源：机构研究

图 10： 2021 年全球半导体销售额下游拆分



数据来源：机构研究

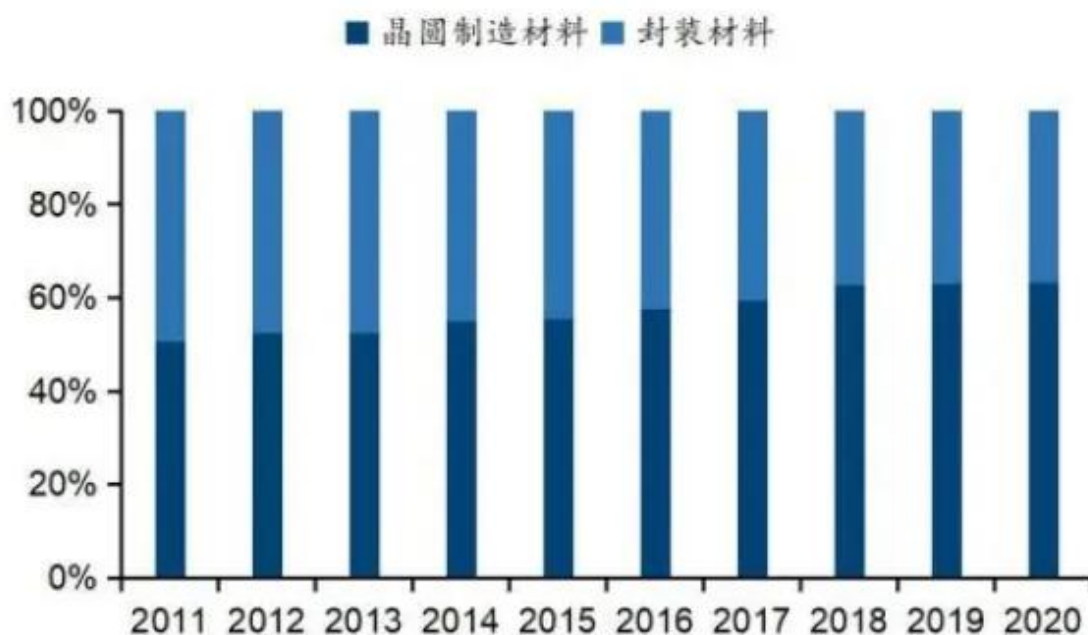
机构预测 2023 年半导体整体将先抑后扬弱复苏，2024 年需求有望迎来全面修复。在半导体细分当中：材料是半导体制造的基石。据 SEMI 数据，2021 年全球半导体材料市场规模为 643 亿美元，同比增长 15.86%。细分产品中，晶圆制造材料和封装材料市场规模分别为 404 亿美元和 239 亿美元，占比分别为 63%和 37%。2021 年中国半导体材料市场规模约 119 亿美元，占全球市场 18%，相较 2020 年 97.63 亿元增长 21.9%，是全球增速最快的地区。

图 11： 半导体材料细分



数据来源：机构研究

图 12：全球半导体材料分市场规模变化



数据来源：机构研究

1、数据显示中国集成电路市场保持高增速，国内半导体材料的市场空间广阔。

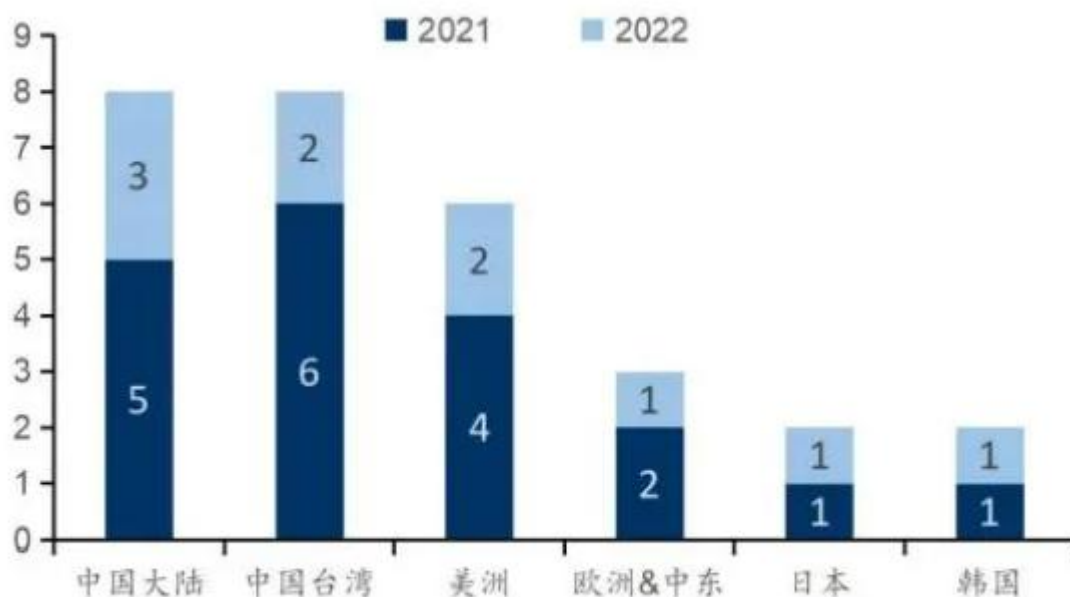
根据中国半导体行业协会发布的统计数据显示，2021 年中国集成电路产业销售额为 10458.3 亿元，同比增长 18.2%。其中，设计业销售额为 4519 亿元，同比增长 19.6%；制造业销售额为 3176.3 亿元，同比增长 24.1%；封装测试业销售额 2763 亿元，同比增长 10.1%。

制程提升增加工艺难度和加工步骤数，对上游材料需求提升。IC insights 在 2020 年的《Mc clean》报告指出，在过去的 50 年中，DRAM、闪存、微处理器和图形处理器增长趋势仍依照摩尔定律，即每隔 18-24 个月，芯片上集成的晶体管数目就会增加一倍，随着制程和集成度的提升，工艺难度和加工步骤数相应增加，对上游材料的需求和性能要求也相应提高。

2、制程发展及晶圆厂扩产刺激材料需求，催化国产替代

晶圆厂扩产推动材料需求上升，中国是全球新建晶圆厂数量最多的国家。SEMI 预计，2020 年至 2024 年间将有众多晶圆厂上线，包括 25 座 8 英寸晶圆厂和 60 座 12 英寸晶圆厂，其中中国是新增数量最多的国家，中国国内新增 14 座 8 英寸和 15 座 12 英寸，中国台湾新增 2 座 8 英寸和 15 座 12 英寸，在新建 8 英寸晶圆厂方面，中国国内的数量远远超过其他国家/地区。2021、2022 年中国国内新建数量分别为 5 座和 3 座，2024 年中国国内的 12 英寸晶圆厂市场份额上升至 20%，相较于 2015 年增长 12%，产能达到 150 万片/月。晶圆厂的扩产将刺激上游半导体材料行业的市场需求。

图 13：2021、2022 新建晶圆厂数量



数据来源：机构研究

3、中国集成电路仍以进口为主，国产替代空间巨大

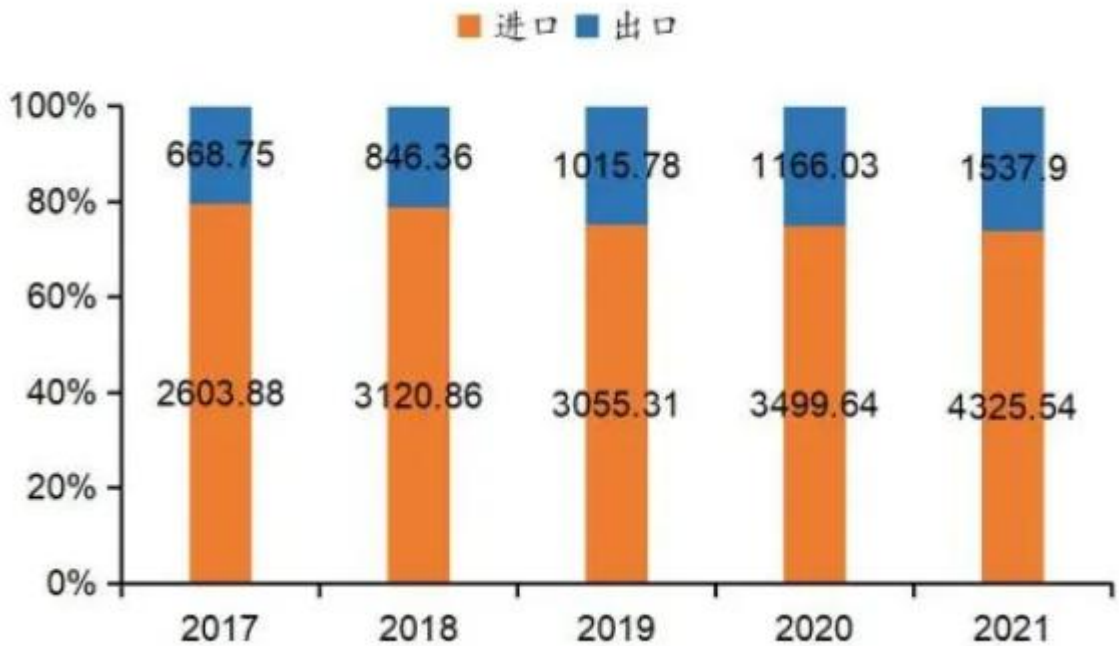
根据 IC insights 预计，2022 年全球新投产 10 座 12 英寸晶圆厂，将带来全球晶圆产能 8.7% 的增幅，高于 21 年的 8.5%，并预计 2022 年全球晶圆厂的产能利用率仍将超过 90%，预计为 93%。

根据 Knometa Research 数据，2021 年全球的晶圆产能达到了 2143 万片/月（按 8 寸晶圆当量），其中中国国内月产能为 350 万片，仅占全球产能的 16%。中国国内的产能份额在过去两年中每年增加 1pct，自 2011 年以来累计增加 7pct，预计到 2024 年中国在全球 IC 晶圆产能中的份额将达到近 19%。

根据 SEMI 数据，2021 年，中国台湾地区仍拥有全球半导体材料最大的市场。但中国国内市场增速最快，2021 年增长 21.90% 至 119 亿美元，占全球市场的 18.56%。

根据中国海关总署数据，2021 年中国进口的芯片总量为 6354.8 亿个，同比增长了 16.9%；进口金额突破到了近 4326 亿美元，同比增长 23.6%，均创下历史新高。2017-2021 年，我国集成电路进口数量约为出口数量 2 倍，进口金额约为出口金额 4 倍，总体仍高度依赖进口。国产替代空间巨大。

图 14：中国集成电路进出口金额对比



数据来源：机构研究

4、机构看好芯片板块结构性亮点：设备板块，受益国内逆周期资本开支和国产替代。

半导体设备国产化率低，产品力提升+环境支持下国产替代加速。从国产化率看，CVD 设备、CMP 设备约 10%，刻蚀设备、清洗设备约 20%，光刻设备、涂胶显影设备为 0。大部分细分赛道都涌现出了产品力较强的公司，FAB 厂也愿意给予国产设备测试机会，从招标情况看，设备国产化率不断提升。受益于国内晶圆厂逆周期资本开支和国产替代浪潮，设备厂 2023 年景气度将维持高位。

5、结构性亮点二：功率板块，受益新能源高景气度。

新能源汽车、光伏维持高景气度。根据 Marklines，2021 年全球新能源车销量同比增长 111%，渗透率提升至 12.3%，根据高频数据跟踪情况，尽管受高锂价和疫情扰动影响，2022 年 1-4 月份全球新能源车销量仍同比增长 77%，景气度维持在高水平区间。根据 BNEF 统计，全球 2021 年光伏装机量为 182GW，同比增长 25.52%，预计 2022 年光伏装机量将进一步提升 31.75%至 240GW，需求旺盛。

6、结构性亮点三：借力国产替代东风，国内半导体材料加速进阶。

分材料来看：半导体市场推动硅片市场增长，硅片需求向大尺寸迁移。2021 年全球硅片市场 126 亿美元，中国市场 16.6 亿美元，2015-2021 年 CAGR 值为 27%，保持高速增长。

掩膜版趋向大尺寸和高精度，半导体用光掩膜增长迅猛，美日韩处领先地位。2021 年全球掩膜版市场 49 亿美元，国内掩膜版 1.95 亿美元，近三年 CAGR 值 16.32%。

电子特气国内市场增长迅速，高端产品仍需突破。2021 年全球电子特气市场规模约 45.4 亿美元，中国市场约 196 亿元，预计 2025 年达到 316 亿元，近 5 年 CAGR 值 14.2%。

光刻胶需求趋向高端化，技术壁垒较高，国内半导体用光刻胶渗透率低。2021 年全球光刻胶市场规模约为 92 亿美元，中国光刻胶市场规模约为 93.3 亿元，近 5 年 CAGR 值 10.9%，保持稳定增长。细分市场高端光刻胶需求较高，覆盖 250nm-7nm 绝大部分制程的 KrF 和 ArFi 分别占比 34.7%和 38.2%。

湿电子化学品 2025 年国内总需求量超 70%，超净高纯试剂是突破重心。2021 年全球湿电子化学品需求量 458.3 万吨，中国需求量 213.5 万吨，预计 2025 年将达到 396.6 万吨，总需求量超过 70%。

此外，机构表示从十四五规划和二十大报告等中长期政策取向来看，半导体、基础零部件、航空航天、工业母机等高端制造板块仍是高质量发展要求下、产业结构转型的主要方向。

（二）计算机

我国 IT 产业发展迅速，技术创新能力大幅提升，产业整体上呈现出由大向强转变的趋势。2021 年我国软件业务收入达 94994 亿元，10 年年均复合增速达 19.3%，GDP 占比达 8.3%。据机构统计，2022 年 1-10 月，我国软件业务收入 84214 亿，同比增长 10%，高于 GDP 增速。

图 15：国内软件业务收入



数据来源：工信部

机构认为，信创产业将是下一阶段计算机板块主要驱动力。自俄乌冲突爆发以来，欧美相关科技公司，包括台积电、英特尔、微软、谷歌、苹果、Salesforce、Adobe 等，陆续宣布停止向俄罗斯支持各项产品及服务，涉及从芯片制造到基础硬软件、上层应用等众多领域。

图 16：俄乌冲突发生后，西方科技公司停止向俄罗斯提供服务或支持

公司	表态
IBM	暂停对俄罗斯的技术销售
万事达卡	暂停俄罗斯金融机构使用其支付系统
Visa	暂停俄罗斯金融机构使用其支付系统
甲骨文	暂停所有在俄罗斯业务
SAP	停止对俄罗斯的所有销售并关闭云业务
微软	停止在俄罗斯所有产品和服务新的销售活动
Adobe	停止在俄罗斯和白俄罗斯销售所有新产品和服务
Salesforce	退出其在俄罗斯的客户关系
JCB	暂停在俄罗斯的信用卡支付交易业务
PayPal	暂停俄罗斯境内所有服务，包含转账工具 Xoom 停止运作
Meta	暂停俄罗斯广告
台积电	台积电表示公司会全力执行新的“出口”管制。该公司还称自己有严格的合规化流程，能确保公司会严格落实对俄罗斯的制裁措施。
英特尔	英特尔宣布暂停在俄罗斯的所有业务，并称已经采取措施保证业务可持续，以尽量减少对全球业务的干扰。

数据来源：机构研究

机构表示，目前阶段中国的自主可控更具必要性和紧迫性。相应行业重点科技公司将获得更大的市场空间，迎来快速增长期。

信创产业链庞大，软硬件国产替代规模可达千亿。整个信创板块可以分为三类公司：

第一类是基础软硬件产品型公司，如金山办公（办公软件）、中国软件（操作系统）、海光信息（CPU）、景嘉微（GPU）、东方通（中间件）、中科曙光（硬件及系统集成）、太极股份（数据库）等；

第二类是通用管理软件企业，如用友网络（ERP）、致远互联（OA）等；

第三类是行业管理软件和业务软件厂商，如远光软件（电力 IT 信创）、南天信息（金融 IT 信创）、宇信科技（金融 IT 信创）、华大九天（EDA 软件）、中望软件（工业设计软件）等。

机构认为，当前阶段信创产品的成熟度及软件生态正快速提升，产品逐步从可用迈入好用的阶段，适配的场景迅速丰富。以往只适配于桌面办公领域，现在电子政务以及金融、能源等重点行业全面铺开信创产品替代，其市场空间大幅扩大，总市场规模接近 8000 亿。

图 17：信创产业“2+8”发展体系



数据来源：机构研究

图 18：党政及关键行业信创市场规模预测

价格预测									
产品		单价 (元)		备注					
国产 PC		6,000.00		参照电商平台价格					
国产服务器		70,079.00		参照运营商国产服务器集采价格					
国产 PC 操作系统		580.00		参照电商平台价格					
国产服务器操作系统		9,000.00		参照电商平台价格					
市场规模预测									
领域	人数 (万人)	PC		服务器		PC 操作系统		服务器操作系统	
		数量 (万台)	市场规模 (亿元)	数量 (万台)	市场规模 (亿元)	数量 (万台)	市场规模 (亿元)	数量 (万台)	市场规模 (亿元)
党政	3,730.00	2,611.00	1,566.60	261.10	1,829.76	2,611.00	151.44	261.10	234.99
金融	448.41	313.89	188.33	31.39	219.97	313.89	18.21	31.39	28.25
电信	97.40	68.18	40.91	6.82	47.78	68.18	3.95	6.82	6.14
电力	191.83	134.28	80.57	13.43	94.10	134.28	7.79	13.43	12.09
石油	212.93	149.05	89.43	14.91	104.45	149.05	8.64	14.91	13.41
交通	637.53	446.27	267.76	44.63	312.74	446.27	25.88	44.63	40.16
航空航天	31.32	21.92	13.15	2.19	15.36	21.92	1.27	2.19	1.97
教育	1,721.94	1,205.35	723.21	120.54	844.70	1,205.35	69.91	120.54	108.48
医疗	787.70	551.39	330.83	55.14	386.41	551.39	31.98	55.14	49.63
合计 (亿元)									
PC		3,300.80							
服务器		3,855.28							
PC 操作系统		319.08							
服务器操作系统		495.12							
合计		7,970.28							

数据来源：机构研究

回顾过去 3 年信创公司的行情演绎：信创板块自 2019 年集体出现行情后，因业绩兑现度较差，订单、政策透明度较低等因素先于计算机板块开始调整，整体调整时间已超过两年，调整幅度大，部分标的甚至已较高点跌去近 80%；

图 19：信创公司历史表现及原因分析

时间区间	信创核心产品指数	计算机(中信)指数	上证综指	超额收益(pct)	超额收益核心原因
20190101-20190401	143.93%	55.05%	27.12%	88.88	党政信创发展逻辑初步建立
20190809-20190909	70.99%	26.69%	9.01%	44.30	党政电子公文信创规模和节奏的市场一致预期建立
20200629-20200709	42.18%	21.95%	16.51%	20.23	招投标即将推进
20200709-20210510	-47.92%	-27.65%	-0.66%	(20.27)	杀价现象出现、对信创持续性的担忧
20210510-20210804	49.52%	16.61%	1.44%	32.91	核心信创厂商年报及一季报亮眼、金融信创逻辑建立
20220118-20220426	-50.75%	-36.36%	-19.14%	(14.39)	核心信创厂商年报及一季报不及预期、党政信创持续性担忧
20220426-20220508	20.29%	8.85%	3.99%	11.44	超跌反弹、对信创长期发展逻辑初步建立(规模和节奏的一致预期尚未建立)

数据来源：机构研究

2022年10月美国出口管制新规后，信创产业再次成为市场关注，中国软件、金山办公等龙头公司涨幅超过80%。机构认为是市场看到信创产业景气周期拉长，信创替换的执行力（应替尽替）和信创替换的速度，都更加确定。

近期来看，11月信创板块调整幅度较大，机构认为主要因台账预期发生变化。原本市场预期11月底央国企集中申报台账，因涉及替换PC数量众多，大部分央国企单位申报节点预计延后至12月底，可能会影响部分信创上市公司收入确认的节奏。机构认为，信创大周期来临，长期趋势波动向上，逢回调则是布局良机。

（三）中医药

发展中医药已上升为国家战略，近期出台的政策也在积极推动中医药产业高质量发展。2022年9月CDE发布《中药新药临床试验用药品的制备研究技术指导原则（征求意见稿）》，旨在为中药新药临床试验用药品的制备、质量控制等相关研究提供技术指导，以保证临床试验药品质量，满足临床试验需求，9月27日，CDE发布《人用经验的中药复方制剂新药技术指导原则（征求意见稿）》，有利于加速人用经验的中药复方制剂新药的研发；11月11日，国家药监局再次发布《中药注册管理专门规定（征求意见稿）》，此次新的《征求意见稿》共有87条细则，内容较《补充规定》增加了数倍。

图 20：多项鼓励中医药产业发展的中药政策文件陆续出台

时间	出台部门	重要文件	具体内容
2016.2	国务院	《中医药发展战略规划纲要（2016-2030年）》	发展中医药正式上升为国家战略，明确了我国中医药发展方向和工作重点。
2016.12	十二届全国人大常委会	《中华人民共和国中医药法》	首部中医药法，针对中医药自身的特点，改革完善了中医师、诊所和中药等管理制度。2017年7月1日正式实施。
2019.10	国务院	《关于促进中医药传承创新发展的意见》	改革完善中药注册管理。加强中药质量安全监管，用5年左右时间，逐步实现中药重点品种来源可查、去向可追、责任可究。
2020.12	国家药监局	《关于促进中药传承创新发展的实施意见》	促进中药守正创新、健全符合中药特点的审评审批体系、强化中药质量安全监管、注重多方协调联动、推进中药监管体系和监管能力现代化。
2021.2	国务院	《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》	从人才、产业、资金等7个方面提出28条举措。
2021.12	国家医保局、国家中医药管理局	《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》	将符合条件的中医药机构纳入医保定点，加强中医药服务价格管理，将适宜的中药和中医医疗服务项目纳入医保支付范围，完善适合中医药特点的支付政策，强化医保基金监管。
2022.3	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。

资料来源：机构研究

在医保控费、重点监控辅助用药、限输令、新药审批从严等政策影响下，2018-2020年中成药产量整体下降，从2017年384万吨下滑至2020年的245万吨。2020年版《中国药

典》全面提升药品质量标准和安全有效性。低质量中药材基地和落后的中药饮片和制剂厂家面临淘汰。

图 21：医保控费和药品质量安全管控加速中成药产能出清



数据来源：机构研究

机构表示，异常天气增多和新版药典执行加速供给收缩，在政策鼓励需求扩容下，本轮中药材涨价周期有望延长至 2023 年下半年。

图 22：中药材价格指数（综合 200）平均 3-4 年一个运行周期



数据来源：机构研究

品牌中成药企业以成本质量控制和终端溢价能力，提升行业集中度和自身毛利率。根据国家统计局数据，中成药产量、中成药生产企业数自 2018 年开始出现明显下降，以规模以上企业营业收入为统计口径，测算中药行业集中度在 2018 年后显著提升，CR5、CR10 在 2021 年分别达到 9.9%和 13.7%。

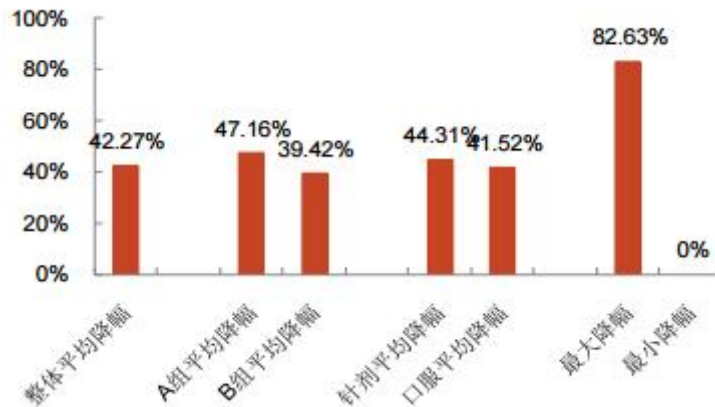
图 23：规模以上中药企集中度在 2018 年后显著提升



数据来源：机构研究

机构分析认为，院内中成药将量增价跌、结构调整，深化医改持续落地。已落地中成药集采降价较温和，院内非独家大品种面临控费压力。此外，随着医保支持中医药和基药 986 政策加速落地，医疗机构中药使用量有望提升。

图 24：湖北 19 省联盟中成药集采整体结果



数据来源：机构研究

机构表示：前期医保控费和药品质量安全标准提升已推动中成药市场产能出清，龙头企业优势凸显，行业集中度进一步提升。当前院内中成药市场将面临新一轮结构调整（中成药集采扩面+注射剂一致性评价+基药目录 986 政策加强执行），判断以院内市场为主阵地的成熟大品种将面临控费压力。在医保支持政策和医疗机构强化基药配备使用的形势下，中成药、中药饮片（含中药配方颗粒）、院内制剂和中医诊疗技术项目将整体迎来市场扩容，院内市场分化，中药 OTC 企业传承发展，进一步强化品种和品牌优势。

机构认为：长期来看，在人口老龄化、疾病谱变迁以及国家层面政策扶持、力推国际化等发展背景下，中医药行业未来成长空间巨大。判断中医药行业在医保和政策支持下有望持续受益，传统中药企业传承发展，中药配方颗粒行业全面拥抱新国标和市场扩容，中药创新药加速获批纳入医保，静待业绩兑现和价值重估。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。

本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对投资标的涨跌或市场走势的确定性判断。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。

投资者在使用研究报告时，应注意甄别、慎重、正确使用研究报告，独立进行投资决策，防止被误导。