

## 医药生物

2021年06月20日

## 持续看好康复行业和创新药产业链

——行业周报

投资评级：看好（维持）

蔡明子（分析师）

苑建（分析师）

王斌（分析师）

caimingzi@kysec.cn

yuanjian@kysec.cn

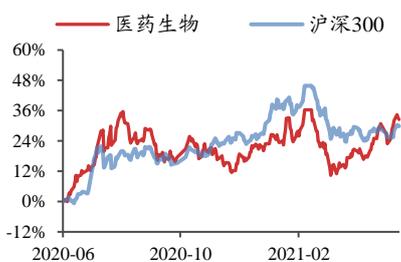
wangbin@kysec.cn

证书编号：S0790520070001

证书编号：S0790520070009

证书编号：S0790520070005

### 行业走势图



数据来源：贝格数据

### 相关研究报告

《行业周报-处方流转平台逐步落地，院外市场加速发展》-2021.5.30

《精选价值成长-医药行业 2021 年中期投资策略》-2021.5.11

《药店行业深度报告-短期因素影响 Q1 增速，仍看好药店龙头全年和中长期增长韧性》-2021.5.5

### ● 一周观点：政策全方位支持，持续利好康复行业、医疗服务；关注药店板块

本周国家卫健委和国家医保局发布政策，对康复行业、医疗服务构成重大利好。康复医疗及相关产业链：政策全面推动三级康复医疗体系建设，从机构、床位、人才全方位补充康复医疗供给缺口，提升康复医疗服务水平，鼓励民营康复医院连锁化，行业集中度有望提升。医疗服务板块：政策推行特需及民营医疗服务市场调节价机制，民营医疗机构有望享受特需及自费项目增量；鼓励非公立医疗机构参与药品、医用耗材集中采购，降低成本端，释放利润空间；商业健康保险有望迎来政策利好，将是未来保费收入的重要增量。

2020H1 疫情产品高基数等因素影响，药店 2021H1 的老店及同店增速有所放缓，2020H2 新开门店有望在 2021H2 贡献利润，2021H2 药店业绩有望企稳回升；零售药店龙头凭借其高密度布局、专业药师服务、统筹资质、丰富品类等仍具备较高客户黏性；2021Q1 益丰、大参林、一心堂、老百姓分别净增加门店 288/431/332/735 家，扩张皆显著提速，预计药店集中度近几年有望加速提升，药店龙头市占率持续提高。

### ● ADC 药物又一重磅交易，建议关注 ADC 药物产业链投资机会

6 月 18 日，卫材和百时美施贵宝联合宣布，双方达成全球性合作协议，共同开发和推广靶向叶酸受体  $\alpha$  的抗体偶联药物 MORAb-202，协议金额总计高达 31 亿美元，包括 6.5 亿美元预付款和 24.5 亿美元里程碑付款。近 3 年来，多家海外大药企通过合作和并购的形式，下重金布局 ADC 药物，研发热情高涨，国内方面，ADC 药物研发也取得了较大进展。随着 ADC 药物逐渐引起产业和资本的持续投入，我们提示关注具有 ADC 产业链的投资机会。具有独特平台技术的荣昌生物、恒瑞医药、科伦药业有望受益；皓元医药、凯莱英、药明康德等 ADC 药物创新产业链上的 CDMO 公司有望受益。

### ● 本周医药生物指数下跌 2.8%，弱于整体市场表现，仅中药子板块上涨

本周上证综指下跌 1.8%，报 3525.1 点；生物医药指数下跌 2.8%，表现弱于上证 1 个 pct，弱于中小板 1.91 个 pct，弱于创业板 1 个 pct。在医药生物细分板块中，仅中药板块上涨 0.19%，其余子板块均不同程度下跌。其中，医疗器械板块下跌 0.40%，化学制药板块下跌 0.71%，医疗服务板块下跌 1.45%，医药商业板块下跌 2.97%，生物制品板块下跌 2.98%。医药生物估值为 39.78 倍，全部 A 股估值为 14.18 倍，对全部 A 股溢价率为 180.62%，低于历史均值 11.24 个 pct（2011 年初至今）。

● **推荐及受益标的：**康泰生物、东诚药业、人福医药、国际医学、翔宇医疗、锦欣生殖、爱帝宫；**受益标的：**普洛药业、三星医疗等

● **风险提示：**康复医疗体系建设周期不及预期、汇率波动、政策风险等。

## 目 录

1、一周观点：政策全方位支持康复医疗，康复产业链板块全面受益.....	3
2、一周观点：ADC 药物又一重磅交易落地，建议关注 ADC 产业链投资机会.....	4
3、本周医药生物指数下跌 2.8%，弱于市场整体表现.....	5
3.1、医药生物板块行情：本周医药生物指数同比下跌 2.8%，表现弱于上证 1 个 pct.....	5
3.2、子板块行情：本周医药生物子板块整体表现较弱，仅中药板块上涨 0.19%.....	6
3.3、医药市盈率行情：医药生物估值 39.78 倍，对全 A 股溢价率为 180.62%.....	6
4、受益标的.....	7
4.1、推荐标的及受益标的：.....	7
4.2、月度受益标的组合.....	7
5、风险提示.....	8

## 图表目录

图 1：MORAb-2 的毒素为多重作用机制的艾日布林.....	4
图 2：本周生物医药指数下跌 2.8%，表现弱于上证 1 个 pct.....	6
图 3：本周医药生物整体表现较弱.....	6
图 4：医药生物估值 39.78 倍，对全 A 股溢价率为 180.62%.....	7
表 1：近 3 年海外药企在 ADC 药物领域下重金进行合作并购.....	5
表 2：月度受益标的组合.....	7

## 1、一周观点：政策全方位支持康复医疗，康复产业链板块全面受益

### 政策动态：

6月16日，国家卫生健康委员会发布《关于加快推进康复医疗工作发展的意见》以及《关于加快推进康复医疗工作发展的意见》政策解读，对康复医疗及相关产业链构成重大利好。

### 点评：

#### (1) 全面推动三级康复医疗体系建设，强调提高基层医疗机构康复诊疗能力

原文：“按照分级诊疗工作和医疗卫生服务体系规划要求，结合本地区康复医疗需求等，健全完善覆盖全人群和全生命周期的康复医疗服务体系。支持有条件的基层医疗机构开设康复医疗门诊。借助城市医疗集团、县域医共体、专科联盟、远程医疗等多种形式，建立不同医疗机构之间定位明确、分工协作、上下联动的康复医疗服务网络。”

提高基层医疗机构康复能力有利完善三级康复医疗体系的建设，促使基层医疗机构能够承接上级医院的康复患者。三级康复医疗服务体系的完善不仅通过覆盖全生命周期的服务项目扩大对单人康复需求的供给，还通过覆盖全人群扩大对拥有康复需求人数的供给，由此全面提升康复医疗服务供给量，且借助多种形式建立定位明确的康复医疗服务网络有助于提升康复诊疗效率及质量。

#### (2) 全方位补充康复医疗供给缺口，提升康复医疗服务水平，支持和引导社会力量办医

##### 第一，增加供给端数量：机构、床位、人才

原文：“增加机构和床位：推动医疗资源丰富地区的部分一级、二级医院转型为康复医院；支持和引导社会力量举办规模化、连锁化的康复医疗中心；每个省会城市、常住人口超过300万的地级市至少设置1所二级及以上康复医院；常住人口超过30万的县至少有1所县级公立医院设置康复医学科；常住人口30万以下的县至少有1所县级公立医院设置康复医学科门诊；增加人才供给：加强教育培养增加人才储备；强化岗位培训提高康复医疗服务能力；加强应急的康复队伍储备。”

《意见》提出力争到2022年，每10万人口康复医师达到6人、康复治疗师达到10人。据《卫生健康统计年鉴》数据，2019年我国康复执业医师+执业（助理）医师5万人，前瞻产业研究院数据显示，2019年我国康复治疗师6万人，由此可得2019年我国每10万人口康复医师为3.6人，缺口3.4万人；每10万人口康复治疗师4.3人，缺口8万人。假定以《北京市医疗卫生服务体系规划（2016—2020年）》中的人均康复床位目标（即每千人0.5张）估算2030年全国康复床位总目标为70万张，2019年我国康复科床位为27万张，缺口将达43万张。我国当前康复医疗资源供不应求，供给缺口大，政策加码将助力供给补足。

##### 第二，提升供给端质量：提升康复医疗服务水平

原文：“重点加强三级综合医院康复医学科、三级中医医院康复科和三级康复医院的康复早期介入、多学科合作、疑难危重症患者康复医疗服务能力。通过医联体、

对口支援、远程培训等方式，发挥优质康复医疗资源辐射和带动作用，提高康复医疗中心和社区卫生服务中心、乡镇卫生院等基层医疗机构康复医疗服务能力和水平。”

通过明确三级医院、二级及基层医院服务定位，能够针对性地、更有效地提升各级医院尤其是基层医院的康复医疗服务能力和水平。

### 第三，鼓励民营康复医院连锁化，行业集中度有望提升

原文：“支持和引导社会力量举办规模化、连锁化的康复医疗中心，增加辖区内提供康复医疗服务的医疗机构数量。公立三级医院要承担辖区内康复医疗学科建设、人才培养、技术支持、研究成果推广等任务，发挥帮扶和带动作用，鼓励社会力量举办的三级医院积极参与。”

由于康复医疗服务行业对大型设备、高学历人才的依赖程度不高，进入门槛较低，且盈亏平衡周期较短，盈利能力处于较高水平，民营康复医院适宜规模化、连锁化的发展道路。

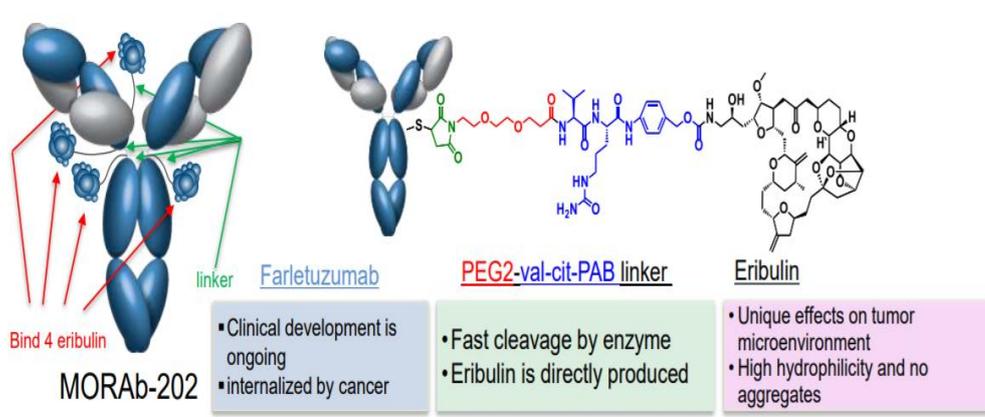
## 2、一周观点： ADC 药物又一重磅交易落地，建议关注 ADC

### 产业链投资机会

6月18日，卫材和百时美施贵宝联合宣布，双方达成全球性合作协议，共同开发和推广靶向叶酸受体 $\alpha$  (FR $\alpha$ )的抗体偶联药物 MORAb-202，协议金额总计高达31亿美元，包括6.5亿美元预付款和24.5亿美元里程碑付款。

在结构上，MORAb-2 包含卫材自主研发的靶向 FR $\alpha$ 的全人源单克隆抗体 farletuzumab、自主开发的抗癌药物艾日布林以及可被酶降解的 linker 三个核心部分。其中，艾日布林具有多重新颖的作用机制，它可以直接与微管蛋白结合抑制有丝分裂，通过抑制微管生长，抑制癌细胞生长而发挥治疗作用。艾日布林用于治疗转移性乳腺癌作用显著，适应症广泛，是一个极具应用价值的药物，于2010年11月在美国获FDA批准上市，用于转移性乳腺癌的治疗，目前已在全球超70个国家获批，据公开数据显示2017年艾立布林销售额为399亿日元。

图1: MORAb-2的毒素为多重作用机制的艾日布林



资料来源：卫材官网

近3年来，多家海外大药企通过合作和并购的形式，下重金布局ADC药物，研

发热情高涨。国内方面，ADC 药物研发也取得了较大进展，6 月 9 日国家药品监督管理局附条件批准荣昌生物注射用维迪西妥单抗(商品名:爱地希)上市，用于至少接受过 2 种系统化疗的 HER2 过表达局部晚期或转移性胃癌(包括胃食管结合部腺癌)患者的治疗。维迪西妥单抗也是第一个在中国提交新药上市申请的自主研发的 ADC 药物。

随着 ADC 药物逐渐引起产业和资本的持续投入，我们提示关注具有 ADC 产业链的投资机会。具有独特平台技术的荣昌生物、恒瑞医药、科伦药业有望受益；皓元医药、凯莱英、药明康德等 ADC 药物创新产业链上的 CDMO 公司有望受益。

**表1: 近 3 年海外药企在 ADC 药物领域下重金进行合作并购**

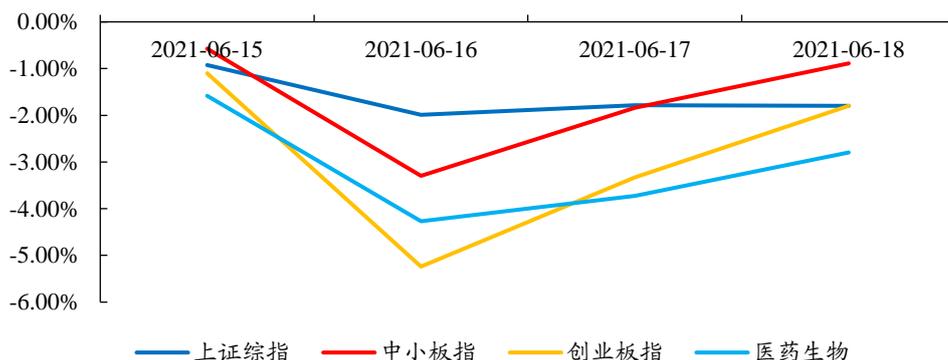
时间	项目	靶点	原研公司	合作企业	交易额
2019.3	Enhertu(DS-8201)	HER2	第一三共	阿斯利康	首付款 13.5 亿美元+里程碑金额达 55.5 亿美元，总计金额高达 69 亿美元
2020.7	DS-1062	TROP2	第一三共	阿斯利康	首付款 10 亿美元+10 亿美元注册上市里程碑付款+40 亿美元销售相关里程碑款，总计金额高达 60 亿美元
2020.9	ladiratuzumab vedotin	LIV-1	Seattle Genetics	默沙东	6 亿美元首付款+10 亿美元股权投资+26 亿美元里程碑付款，总计金额达 42 亿美元
2020.9	Trodelyv	Trop-2	Immunomedics	吉利德	总计金额 210 亿美元收购 Immunomedics
2020.11	VLS-101	ROR1	VelosBio	默沙东	以 27.5 亿美元的现金收购 VelosBio 的所有已发行股份
2020.12	NBE-002	ROR1	NBE-Therapeutics	勃林格殷格翰	以 11.8 亿欧元收购 NBE-Therapeutics 的全部股份
2021.6	MORAb-202	FR $\alpha$	卫材	百时美施贵宝	6.5 亿美元预付款+24.5 亿美元里程碑付款，总计 31 亿美元

资料来源: 各公司官网、开源证券研究所

### 3、本周医药生物指数下跌 2.8%，弱于市场整体表现

#### 3.1、医药生物板块行情: 本周医药生物指数同比下跌 2.8%，表现弱于上证 1 个 pct

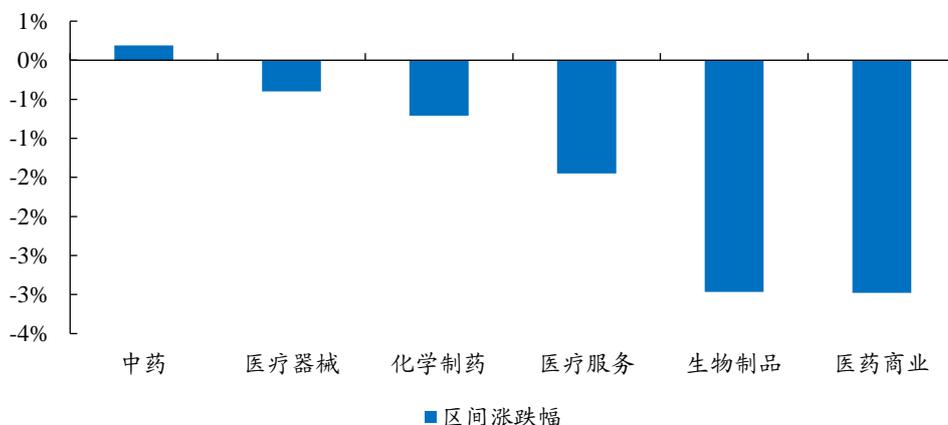
本周上证综指下跌 1.8%，报 3525.1 点，中小板下跌 0.89%，报 9413.11 点，创业板下跌 1.8%，报 3239.23 点。医药生物同比下跌 2.8%，报 12629.78 点，表现弱于上证 1 个 pct，弱于中小板 1.91 个 pct，弱于创业板 1 个 pct。

**图2: 本周生物医药指数下跌 2.8%，表现弱于上证 1 个 pct**


数据来源: Wind、开源证券研究所

### 3.2、子板块行情: 本周医药生物子板块整体表现较弱, 仅中药板块上涨 0.19%

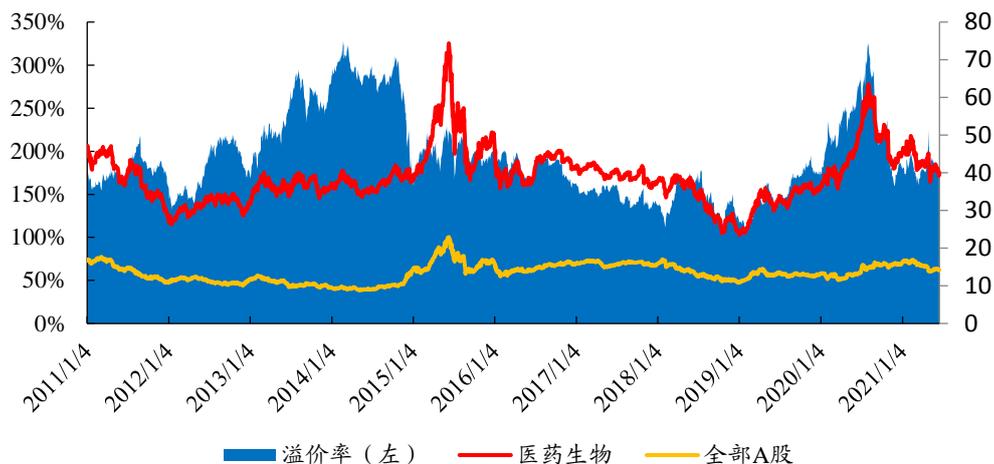
本周医药生物子板块整体表现较弱, 仅中药板块上涨 0.19%, 其余子板块均不同程度下跌。其中, 医疗器械板块下跌 0.40%, 化学制药板块下跌 0.71%, 医疗服务板块下跌 1.45%, 医药商业板块下跌 2.97%, 生物制品板块下跌 2.98%。

**图3: 本周医药生物整体表现较弱**


数据来源: Wind、开源证券研究所

### 3.3、医药市盈率行情: 医药生物估值 39.78 倍, 对全 A 股溢价率为 180.62%

医药生物估值为 39.78 倍, 全部 A 股估值为 14.18 倍, 对全部 A 股溢价率为 180.62%, 低于历史均值 11.24 个 pct(2011 年初至今)。各子行业分板块具体表现为: 化学制药 41.67 倍, 中药 32.76 倍, 生物制品 49.73 倍, 医药商业 16.89 倍, 医疗器械 25.75 倍, 医疗服务 96.92 倍。

**图4: 医药生物估值 39.78 倍, 对全 A 股溢价率为 180.62%**


数据来源: Wind、开源证券研究所

## 4、受益标的

### 4.1、推荐标的及受益标的:

鉴于康复产业链板块全面受益, 相关康复养老服务及器械板块推荐及受益标的为:

服务板块受益标的: 三星医疗、华邦健康、大湖股份;

器械板块推荐标的: 翔宇医疗(龙一); 器械板块受益标的: 伟思医疗、普门科技、诚益通。

创新药产业链有望受益标的: 皓元医药、凯莱英、药明康德、博腾股份、药石科技、康龙化成等。

疫苗板块受益标的: 康泰生物、智飞生物、万泰生物、欧林生物等。

特色原料药板块估值与成长性较为匹配, 我们认为 3 季度有望迎来业绩拐点。受益标的包括: (1) 打入国际大客户供应链, 凭借 EHS 体系的建设、质量体系、技术能力、项目管理能力等方面的优势积累, 向 CDMO 转型初具规模的公司, 包括普洛药业、九洲药业和美诺华等; (2) 有新产能逐步释放, 产能弹性大的公司, 财务指标体现为“在建工程/固定资产原值”较大, 包括富祥药业、美诺华、同和药业等; (3) 制剂借助集采有望迎来快速放量的公司包括美诺华(普瑞巴林、培垛普利 2021 年 2 月集采中标)、北陆药业(碘造影剂市占率低, 有望借助集采提升市场份额)。

### 4.2、月度受益标的组合

**表2: 月度受益标的组合**

代码	名称	核心逻辑	业绩驱动力	归母净利润(亿元)			
				2020	2021E	2022E	2023E
300601.SZ	康泰生物	研发管线兑现元年, 新冠疫苗有望显著增厚业绩。灭活新冠获批应急使用, 有望显著贡献。	灭活新冠应急使用, 2021 年下半年	6.79	11.83	19.53	27.06

代码	名称	核心逻辑	业绩驱动力	归母净利润（亿元）			
				2020	2021E	2022E	2023E
		献业绩弹性（国内单支净利润 10-15 元计算，2021 年按照 1 亿剂次测算，10-15 亿净利润，2021 年底或 2022 年初有望实现出海。腺病毒新冠疫苗国内已申报临床。13 价肺炎 2021 年三季度获批；二倍体狂苗已滚动申报，预期 22 年获批。研发收获季，发展新阶段，中期看疫苗业务有望做到 60 亿以上净利润。	年有望贡献数十亿级别净利润；四联苗 21 年量价齐升；13 价肺炎、二倍体等新品上市				
600079.SH	人福医药	麻药龙一，步入高质量发展阶段，公司全体上下思想高度统一，工作方向十分明确，归核化坚决。预期未来三年复合增速 30%，2021-2023 年 PE32/25/20 倍。	麻药放量、归核化降低资产负债率、国际化超预期	11.49	15.49	19.6	24.4
000516.SZ	国际医学	医院板块业绩提升空间大，中心医院门诊、住院病人快速增加，目前已入住超 1800 床，收入端环比持续提升，利润端呈现持续减亏趋势。核心在于医生、设备、平台优势带来的获客能力提升。	高新医院和中心医院的门诊及住院人次的提升、单床产出的提升	0.45	0.6	4.09	5.75
688626.SH	翔宇医疗	公司为康复医疗器械细分赛道领军企业，产品、服务的能力，全面覆盖市场需求，拥有较大发展潜能，凭借产品齐全、一体化解决方案，充分享受医院建设康复中心红利，拿订单能力强，未来 3 年利润增速有望保持 30% 以上。	订单驱动，做整体的康复解决方案的客户数从 2018 年的 10+ 家到 2020 年 40 家左右，2021 预计会过 100 家	1.96	2.58	3.31	4.26
0286.HK	爱帝宫	爱帝宫在服务态度、服务能力、课程专业度、后期服务、前期咨询方面优势明显，品牌溢价使得公司客单价和入住率高于竞争对手；预计公司将更多地通过新的超轻资产模式快速发展月子服务市场，实现对高端及普通月子服务的全面覆盖。	聚焦月子服务业务，超轻资产新模式大幅降低开店周期，持续加大月子服务业务布局。	-381	135	280	219

资料来源：Wind、开源证券研究所

## 5、风险提示

康复医疗体系建设周期不及预期，销售低预期、汇率波动、政策风险等。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn