

医药生物

2021年07月25日

建议积极关注估值合理、基本面有拐点的标的

——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

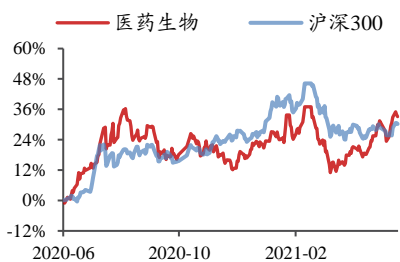
wangbin@kysec.cn

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

《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

《行业深度报告-特色原料药：前景广阔的成长性行业，产业升级大幕开启》-2021.3.30

● 一周观点：政策全面利好医疗服务板块，扩大需求，服务龙头受益

7月20日，中共中央 国务院《关于优化生育政策促进人口长期均衡发展的决定》正式公布，对医疗服务板块构成全面重大利好，扩大眼科、口腔、产妇产后新生儿筛查，及辅助生殖、月子服务、高端妇产等服务需求，加强行业监管，完善三胎配套政策，服务龙头充分受益。

看好药店板块：国家市场监督管理总局印发政策加强线上药品价格监管，我们预计未来对于线上渠道药品零售的监管将逐步形成体系，促进行业公平竞争，零售药店龙头企业凭借其统一化，标准化，规范化的经营管理，有望加速公司扩张战略，进一步提升行业集中度，零售药房龙头收益。

● 一周观点：持续看好特色原料药板块投资机会

目前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。中长期来看受益标的包括：（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）制剂产品梯队丰富，借助集采有望进入放量期的公司，如美诺华（普瑞巴林、培垛普利 2021 年 2 月集采中标，后续仍储备有多个产品）、普洛药业、金城医药（头孢注射剂集采中标、烟碱项目有望贡献业绩增量）。

● 本周医药生物指数下跌 2.42%，细分子领域均下跌

本周上证综指上涨 0.31%，报 3550.40，中小板上涨 0.88%，报 9798.56，创业板上涨 1.08%，报 3438.20。医药生物下跌 2.42%，报 12421.49，表现弱于上证 2.73 个 pct，弱于中小板 3.3 个 pct，弱于创业板 3.5 个 pct。本周化学制药板块下跌 0.95%；中药板块下跌 1.65%；生物制品板块下跌 1.99%；医药商业板块下跌 2.45%；医疗器械板块下跌 2.85%；医疗服务板块跌幅最大，下跌 3.88%。全部 A 股估值为 14.45 倍，医药生物估值为 38.92 倍，对全 A 股溢价率为 169.34%，低于历史均值 24.93 个 pct。各子行业分板块具体表现为：化学制药 39.10 倍，中药 34.40 倍，生物制品 51.50 倍，医药商业 15.60 倍，医疗器械 46.60 倍，医疗服务 96.20 倍。

● 推荐及受益标的

我们继续拥抱赛道价值高、有较深护城河、商业模式被证明成功的标的，低估值可遇不可求，应拉长时间维度去衡量公司成长性：

推荐标的：国际医学、爱帝宫、信邦制药、锦欣生殖、翔宇医疗、老百姓、康泰生物、人福医药

受益标的：盈康生命、三星医疗、羚锐制药、益丰药房、大参林、一心堂、健之佳

● 风险提示：行业黑天鹅事件、政策端变化、国内疫情反弹

目 录

| | |
|--|----|
| 1、一周观点：扩大眼科、口腔、产妇新生儿筛查，及辅助生殖、月子服务、高端妇产等服务需求，加强行业监管，完善三胎配套政策，服务龙头充分受益 | 3 |
| 2、看好估值合理、基本面向好标的未来成长性 | 4 |
| 3、本周医药生物指数下跌 2.42%，细分子领域均下跌。 | 8 |
| 3.1、医药生物板块行情：本周医药生物指数同比下跌 2.42%，弱于上证 2.73% | 8 |
| 3.2、子板块行情：本周医药生物子板块均下跌，医疗服务跌幅最大 | 8 |
| 3.3、医药市盈率行情：医药生物估值 38.92 倍，对全 A 股溢价率为 169.34% | 9 |
| 4、本月深度报告：普洛药业、九州通深度报告、植发行业深度报告 | 9 |
| 4.1、普洛药业深度报告：API+制剂一体化布局，CDMO 业务快速成长 | 9 |
| 4.2、九州通深度：数字化转型+院外广布局，有望走出第二增长曲线 | 10 |
| 4.3、植发行业深度报告：需求因“秃”而衍生，价值由“生”而彰显 | 11 |
| 5、风险提示 | 12 |

图表目录

| | |
|--|---|
| 图 1：本周医药生物指数同比下跌 2.42%，弱于上证 2.73% | 8 |
| 图 2：本周医药生物子板块均下跌，医疗服务跌幅最大 | 9 |
| 图 3：医药生物估值 38.92 倍，对全 A 股溢价率为 169.34% | 9 |
| 表 1：沪深股医疗服务板块 2021-2023 年 PE 分别为 102.2 倍、78.8 倍、60.8 倍 | 4 |
| 表 2：港股医疗服务板块 2021-2023 年 PE 分别为 150.8 倍、120.3 倍、82.9 倍 | 5 |
| 表 3：沪深股医药商业板块 2021-2023 年 PE 分别为 15.2 倍、12.9 倍、10.7 倍 | 5 |
| 表 4：沪深股医药商业板块 2021-2023 年 PE 分别为 8.6 倍、7.6 倍、6.5 倍 | 6 |
| 表 5：沪深股中药板块 2021-2023 年 PE 分别为 31.9 倍、27.3 倍、26.3 倍 | 6 |
| 表 6：港股中药板块 2021-2023 年 PE 分别为 12.0 倍、10.3 倍、10.2 倍 | 7 |

1、一周观点: 扩大眼科、口腔、产妇新生儿筛查, 及辅助生殖、月子服务、高端妇产等服务需求, 加强行业监管, 完善三胎配套政策, 服务龙头充分受益

7月20日, 中共中央 国务院《关于优化生育政策促进人口长期均衡发展的决定》正式公布, 对医疗服务板块构成全面重大利好。

原文: 加强对儿童青少年近视、营养不均衡、龋齿等风险因素和疾病的筛查、诊断、干预。做好儿童基本医疗保障工作。

点评: 随着儿童青少年近视率快速提升(教育部于2020年8月的新闻发布会上发布调研结果: 2020年中相较2019年底的半年内, 学生近视率增加了11.7%, 其中小学生近视率增加15.2%), 国家对儿童青少年近视的问题愈加重视, 由此产生了更大的眼科诊疗需求, 利好眼科龙头企业——爱尔眼科。爱尔眼科目前已经建立以眼科医院为龙头, 眼科门诊为主体, 爱眼e站为触角的同城网络诊疗体系, 实现对患者的广泛覆盖、深入触达。

加强儿童龋齿等疾病的筛查、诊断有利于扩大儿童口腔诊疗需求, 利好口腔行业龙头——通策医疗。儿童口腔筛查能够有效防止牙周病, 国内对于儿童口腔筛查、诊疗的意识在不断提升, 且儿童口腔诊疗服务贯穿儿童成长期, 历时长、客户黏性好, 能够为口腔诊疗机构提供稳定业绩贡献, 通策医疗儿童口腔业务随着整体业务量扩大稳定占比20%左右。通策医疗作为口腔医疗服务行业龙头, 医师资源优质, 且开展预防、补牙、恒牙治疗、早矫等多样化服务, 承接增量需求, 进一步扩大业务规模。

原文: 推进孕前优生健康检查, 加强产前筛查和诊断, 推动围孕期、产前产后一体化管理服务和多学科协作。扩大新生儿疾病筛查病种范围, 促进早筛早诊早治。

点评: 加强产前筛查、新生儿疾病筛查有利保障孕产妇健康、降低新生儿出生缺陷, 利好涉及产前筛查、新生儿筛查、辅助生殖基因检测业务的企业——华大基因、贝康医疗。华大基因作为产前筛查行业龙头企业, 实现了对孕前、孕中到新生儿的全生命周期覆盖, 提供全方位、全周期的解决方案。贝康医疗作为中国辅助生殖基因检测解决方案的创新平台, 研发出首个也是唯一已获国家药监局批准的三代试管婴儿基因检测试剂盒——PGT-A 试剂盒。在产前、新生儿筛查诊断需求扩大下, 相关诊断企业将迎来更大发展空间。

原文: 规范人类辅助生殖技术应用。强化规划引领, 严格技术审批, 建设供需平衡、布局合理的人类辅助生殖技术服务体系。加强人类辅助生殖技术服务监管, 严格规范相关技术应用。开展孕育能力提升专项攻关, 规范不孕不育诊治服务。

点评: 辅助生殖成功率是技术的主要体现, 严格技术审批对各辅助生殖中心成功率提出了一定要求, 而成功率的关键影响因素之一为医生以及胚胎师的经验与技术, 由于辅助生殖行业领头机构获医能力更强, 其成功率也较行业平均水平更高, 在国家严格技术审批的要求下拥有更大发展优势。以辅助生殖龙头企业锦欣生殖为例, 其旗下机构皆拥有丰富优质医生资源, 成功率均高于当地平均水平, 根据锦欣生殖

2020 年年报，2020 年成都地区、深圳地区成功率分别提升至 55%、53.7%。

此外，“开展孕育能力提升专项攻关”对提升辅助生殖中心诊疗疑难患者的能力提出了期望，辅助生殖龙头企业基于其更大患者基数，能够获取更多疑难患者并提升诊疗能力，锦欣生殖自 2014 年开展失败和疑难患者管理，并定期进行内部学习交流，由此持续提升疑难患者诊疗能力。

民营辅助医疗机构能够满足多元化、差异化生育需求，还能够实现相关产业链延伸。例如，锦欣生殖开展 VIP 业务，根据患者的诊断及身体状况量身定制治疗计划，提升患者服务体验，2019 年至 2020 年，成都西因集团的 VIP 服务渗透率自 5.8% 上升至 10.8%；在服务延伸方面，锦欣生殖推进保胎门诊、夜诊，将服务范围扩展至备孕与保胎。由此，辅助生殖中心通过开展多元化经营、服务链延伸能够为患者提供全方位、全周期服务，突破接待能力天花板。

原文：加强综合监管。各类机构开展婴幼儿照护服务必须符合国家和地方相关标准和规范，并对婴幼儿安全和健康负主体责任。

点评：加强对婴幼儿照护服务的监管对月子服务龙头企业——爱帝宫形成利好。从业务开展模式来看，爱帝宫采用直营店模式，垂直管理力度大，而加盟店模式则存在着管理力度较小、服务标准不统一的风险，婴幼儿照护服务具备医疗属性，对服务专业度、服务质量要求较高，由此直营店模式医疗安全性更高。同时，爱帝宫自身建立了 9 大月子照护服务体系，涉及 1300 多项标准化操作要点，保障其照护服务高质量开展。由此，爱帝宫基于其直营式业务模式、标准化服务体系更符合国家对照护服务机构的发展要求，具备更大竞争力。

推荐及受益标的：鉴于医疗服务板块全面受益，相关医疗服务行业推荐及受益标的为：眼科行业受益标的：爱尔眼科；口腔行业受益标的：通策医疗；辅助生殖推荐标的：锦欣生殖、麦迪科技；月子服务行业推荐标的：爱帝宫；医疗服务综合医院推荐标的：国际医学；产前筛查行业受益标的：华大基因、贝康医疗、贝瑞基因；高端妇产服务行业受益标的：瑞慈医疗、和美医疗。

2、看好估值合理、基本面向好标的未来成长性

1. 沪深股医疗服务板块 2021-2023 年 PE 分别为 102.2 倍、78.8 倍、60.8 倍

表1: 沪深股医疗服务板块 2021-2023 年 PE 分别为 102.2 倍、78.8 倍、60.8 倍

| 证券代码 | 证券简称 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|---------------|--------------|-------------|-------------|
| | 医疗服务平均 | 102.2 | 78.8 | 60.8 |
| 603108.SH | 润达医疗 | 15.2 | 11.8 | 9.3 |
| 002044.SZ | 美年健康 | 40.5 | 32.4 | 24.9 |
| 300149.SZ | 睿智医药 | 42.2 | 34.9 | |
| 603882.SH | 金城医学 | 43.2 | 45.4 | 39.3 |
| 300143.SZ | 盈康生命 | 64.0 | 46.4 | 34.8 |
| 688076.SH | 诺泰生物 | 68.1 | 47.4 | 33.1 |
| 688621.SH | 阳光诺和 | 65.5 | 48.2 | 34.2 |
| 300347.SZ | 泰格医药 | 74.2 | 61.6 | 51.1 |
| 688315.SH | 诺禾致源 | 100.7 | 70.9 | 51.0 |

| 证券代码 | 证券简称 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|------|-------|-------|-------|
| 688202.SH | 美迪西 | 123.0 | 76.1 | 49.3 |
| 000516.SZ | 国际医学 | 535.0 | 78.1 | 55.6 |
| 300759.SZ | 康龙化成 | 111.0 | 82.1 | 61.4 |
| 603127.SH | 昭衍新药 | 112.5 | 86.4 | 66.2 |
| 603259.SH | 药明康德 | 114.9 | 86.9 | 65.3 |
| 688222.SH | 成都先导 | 152.9 | 86.9 | 65.0 |
| 300015.SZ | 爱尔眼科 | 150.3 | 114.4 | 87.9 |
| 600763.SH | 通策医疗 | 165.9 | 124.5 | 94.6 |

数据来源：Wind、开源证券研究所；注：除美年健康、国际医学，其余公司 PE 预测参考 Wind 一致预期；收盘价日期 2021 年 7 月 23 日

2. 港股医疗服务板块 2021-2023 年 PE 分别为 150.8 倍、120.3 倍、82.9 倍

表2: 港股医疗服务板块 2021-2023 年 PE 分别为 150.8 倍、120.3 倍、82.9 倍

| 证券代码 | 证券简称 | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------|---------------|--------------|--------------|-------------|
| | 医疗服务平均 | 150.8 | 120.3 | 82.9 |
| 1833.HK | 平安好医生 | -60.4 | -74.4 | -117.1 |
| 1515.HK | 华润医疗 | 23.1 | 19.8 | 18.3 |
| 0286.HK | 爱帝宫 | 39.5 | 21.2 | 24.9 |
| 3347.HK | 泰格医药 | 76.8 | 63.8 | 53.0 |
| 3759.HK | 康龙化成 | 98.1 | 72.6 | 54.3 |
| 1951.HK | 锦欣生殖 | 110.2 | 75.3 | 59.1 |
| 2359.HK | 药明康德 | 129.2 | 97.7 | 73.4 |
| 6078.HK | 海吉亚医疗 | 132.1 | 101.3 | 77.5 |
| 0241.HK | 阿里健康 | 285.1 | 163.0 | 155.0 |
| 6618.HK | 京东健康 | 378.7 | 217.9 | 136.6 |

数据来源：Wind、开源证券研究所；注：除爱帝宫、锦欣生殖、海吉亚医疗，其余公司 PE 预测参考 Wind 一致预期；收盘价日期 2021 年 7 月 23 日

3. 沪深股医药商业板块 2021-2023 年 PE 分别为 15.2 倍、12.9 倍、10.7 倍

表3: 沪深股医药商业板块 2021-2023 年 PE 分别为 15.2 倍、12.9 倍、10.7 倍

| 证券代码 | 证券简称 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|---------------|-------------|-------------|-------------|
| | 医药商业平均 | 15.2 | 12.9 | 10.7 |
| 200028.SZ | 一致 B | 5.1 | 4.4 | 3.8 |
| 603368.SH | 柳药股份 | 8.5 | 7.1 | 6.0 |
| 600998.SH | 九州通 | 8.5 | 7.3 | 6.2 |
| 000028.SZ | 国药一致 | 9.7 | 8.5 | 7.3 |
| 601607.SH | 上海医药 | 10.1 | 9.1 | 7.8 |
| 002758.SZ | 浙农股份 | 11.4 | 9.9 | |
| 600511.SH | 国药股份 | 13.9 | 12.1 | 10.4 |
| 605266.SH | 健之佳 | 18.2 | 15.2 | 12.6 |
| 002727.SZ | 一心堂 | 18.3 | 14.9 | 12.2 |
| 603233.SH | 大参林 | 24.7 | 19.3 | 15.2 |
| 603883.SH | 老百姓 | 25.3 | 20.4 | 16.1 |

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

| 证券代码 | 证券简称 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|------|-------|-------|-------|
| 301017.SZ | 漱玉平民 | 33.9 | 27.4 | 21.8 |
| 603939.SH | 益丰药房 | 35.6 | 27.4 | 21.5 |
| 301015.SZ | 百洋医药 | 36.8 | 28.5 | 23.2 |

数据来源: Wind、开源证券研究所; 注: 除九州通、老百姓, 其余公司 PE 预测参考 Wind 一致预期; 收盘价日期 2021 年 7 月 23 日

4. 港股医药商业板块 2021-2023 年 PE 分别为 8.6 倍、7.6 倍、6.5 倍

表4: 沪深股医药商业板块 2021-2023 年 PE 分别为 8.6 倍、7.6 倍、6.5 倍

| 证券代码 | 证券简称 | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------|---------------|------------|------------|------------|
| | 医药商业平均 | 8.6 | 7.6 | 6.5 |
| 2607.HK | 上海医药 | 7.4 | 6.3 | 5.5 |
| 1099.HK | 国药控股 | 7.0 | 6.3 | 5.4 |

数据来源: Wind、开源证券研究所; 注: 收盘价日期 2021 年 7 月 23 日

5. 沪深股中药板块 2021-2023 年 PE 分别为 31.9 倍、27.3 倍、26.3 倍

表5: 沪深股中药板块 2021-2023 年 PE 分别为 31.9 倍、27.3 倍、26.3 倍

| 证券代码 | 证券简称 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | 中药平均 | 31.9 | 27.3 | 26.3 |
| 600422.SH | 昆药集团 | 13.1 | 11.3 | 9.5 |
| 000999.SZ | 华润三九 | 13.2 | 11.7 | 10.7 |
| 600332.SH | 白云山 | 14.2 | 12.2 | |
| 600750.SH | 江中药业 | 14.2 | 12.3 | 11.4 |
| 600285.SH | 羚锐制药 | 16.5 | 14.3 | 12.4 |
| 002603.SZ | 以岭药业 | 12.8 | 10.7 | 9.1 |
| 600535.SH | 天士力 | 19.7 | 17.8 | 16.3 |
| 002317.SZ | 众生药业 | 18.5 | 17.5 | |
| 000650.SZ | 仁和药业 | 20.3 | 17.7 | 15.4 |
| 600329.SH | 中新药业 | 25.2 | 20.7 | 17.0 |
| 000538.SZ | 云南白药 | 23.2 | 21.1 | 19.2 |
| 000423.SZ | 东阿阿胶 | 35.9 | 21.2 | 15.7 |
| 600976.SH | 健民集团 | 28.2 | 21.2 | 16.5 |
| 300181.SZ | 佐力药业 | 36.4 | 24.2 | 17.4 |
| 603896.SH | 寿仙谷 | 32.3 | 26.4 | 21.4 |
| 600211.SH | 西藏药业 | 29.9 | 27.0 | 24.1 |
| 002287.SZ | 奇正藏药 | 31.7 | 27.9 | 24.2 |
| 600085.SH | 同仁堂 | 43.4 | 39.0 | 35.9 |
| 002390.SZ | 信邦制药 | 64.5 | 51.4 | 41.3 |
| 600436.SH | 片仔癀 | 121.4 | 98.4 | 80.8 |

数据来源: Wind、开源证券研究所; 注: 除以岭药业、天士力、信邦制药, 其余公司 PE 预测参考 Wind 一致预期; 收盘价日期 2021 年 7 月 23 日

6. 港股中药板块 2021-2023 年 PE 分别为 12.0 倍、10.3 倍、10.2 倍

表6: 港股中药板块 2021-2023 年 PE 分别为 12.0 倍、10.3 倍、10.2 倍

| 证券代码 | 证券简称 | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | 中药平均 | 12.0 | 10.3 | 10.2 |
| 1681.HK | 康臣药业 | 5.9 | 5.0 | |
| 0874.HK | 白云山 | 8.4 | 7.2 | |
| 0570.HK | 中国中药 | 10.8 | 9.2 | 7.5 |
| 1666.HK | 同仁堂科技 | 12.8 | 11.7 | |
| 3613.HK | 同仁堂国药 | 16.5 | 14.7 | 13.2 |

数据来源: Wind、开源证券研究所; 注: 收盘价日期 2021 年 7 月 23 日

我们继续拥抱赛道价值高、有较深护城河、商业模式被证明成功的标的, 低估值可遇不可求, 应拉长时间维度去衡量公司成长性, 相关标的:

国际医学: 从历史看, 下半年是医疗服务旺季, 因此预计公司业绩在 2021Q3 有望迎来加速爬坡, 维持中心医院年底住满 2500 床、高新医院 1500 床、商洛医院 600 床的预期不变。长期看, 公司核心竞争力依然强劲: 医院平台价值凸显, 拟与泰格医药在临床医学人才培养、医院学科实力提升、医药临床研究项目合作、产业链资源整合及行业创新项目投资等领域展开深度合作, 有助于增强公司的核心竞争力和可持续发展能力。

盈康生命: 公司采用“1+N+n”发展规划, 体内外在川渝、长三角、京津冀、西北、珠三角 5 个地区自上而下逐步布局中心旗舰医院、卫星医院、放疗中心, 目前已经在“1”与“N”皆有布局, 能够快速提升学术科研能力及增加医生资源, 未来再进行“n”的基层下沉更为容易。

三星医疗: 公司加大医疗服务业务发展, 拟定增收购 3 家康复医院, 扩大业务布局, 且目前旗下医院入住率高, 重症康复差异化明显, 需求旺盛; 上市公司医院运营经验丰富, 床位和单产有较大提升空间。

爱帝宫: 公司治理、基本面改善明显, 张伟权先生辞任, 朱昱霏女士任唯一董事会主席, 负责月子服务业务, 认购股份后持股比例上升至 5.8%, 若完成股权激励目标, 持股比例将提升至超过 10%; 公司持续剥离非主营业务, 聚焦月子服务; 大力发展轻资产模式加速开店, 有望迎来快速成长。

信邦制药: 医院精细化管理能力在提升, 采购成本、药耗占比下降, 床位周转提速; 公司短中长期战略目标和战术都很清晰, 成长确定性强。

锦欣生殖: 公司管理层医疗背景深厚, 具备可复制管理输出能力, 内生持续扩大产能、提升成功率, 外延继武汉锦欣开业后持续布局, 且公司不断推进创新业务布局, 开展 VIP 业务、男科、产科等进行产业链延伸, 长期成长空间大。

翔宇医疗: 公司产品线齐全, 具备提供康复解决方案的能力, 充分受益于医疗机构建设和升级康复中心带来的增量, 康复医院增量空间大, 康复医院药占比较低, 利润率较综合医院更高, 且医院倾向于用设备进行治疗, 节省人力成本, 吸引设备投入; 研发方面, 公司建立多个研发中心, 与知名高校及其附属医院、科研院所合作, 构建完善高效的研发体系, 研发实力雄厚; 渠道方面, 公司构建了国内庞大的销售和售后服务网络, 利于新产品快速进入终端市场, 带来规模效应。此外, 公司新建研究、销售中心, 积极布局研发, 有望持续推出重磅产品; 打造康复医疗设备工业互联网平台, 通过平台建设, 整合产业链上下游资源, 科技赋能康养一体化, 成长空间大。

羚锐制药：2021年7月12日公司发布股权激励授予公告，激励覆盖面广，解锁条件高（以2020年净利润为基数，2021-2023年净利润增速分别不低于20%/44%/65.6%），有望增强企业凝聚力，激发员工积极性，带来业绩提升。

康泰生物：公司新冠灭活疫苗作为潜在同类最佳品种，步入产能快速爬坡期，2021年下半年及2022年有望显著贡献业绩弹性。疫情拖累13价肺炎疫苗获批进度不改大品种密集获批逻辑，整体管线临床进度稳步推进，销售能力持续提升，看好公司长期发展潜力。

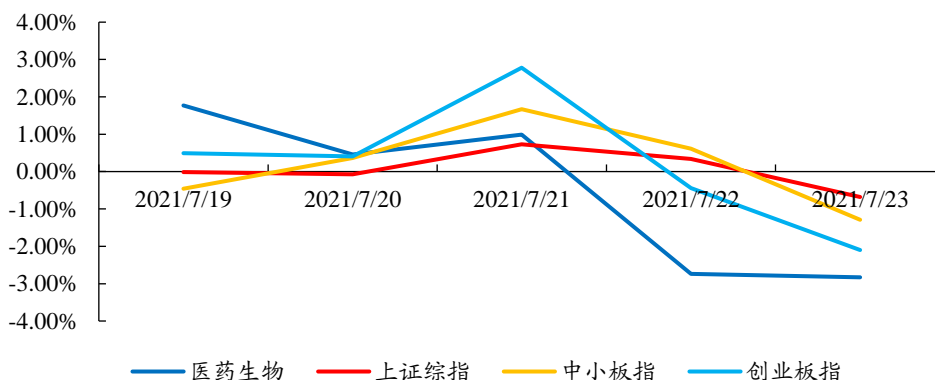
人福医药：2021年7月12日公司发布股权激励授予公告，业绩考核目标2021-2023年扣非净利润同比增速不低于30%、25%、26%。我们认为公司上下利益深度绑定（宜昌人福管理层换股+大股东增发+管理层激励），激发中长期发展动力。看好公司政策免疫属性及高景气细分赛道龙头的稀缺性。

3、本周医药生物指数下跌 2.42%，细分子领域均下跌。

3.1、医药生物板块行情：本周医药生物指数同比下跌 2.42%，弱于上证 2.73%

本周上证综指上涨 0.31%，报 3550.40，中小板上漲 0.88%，报 9798.56，创业板上涨 1.08%，报 3438.20。医药生物下跌 2.42%，报 12421.49，表现弱于上证 2.73 个 pct，弱于中小板 3.3 个 pct，弱于创业板 3.5 个 pct。

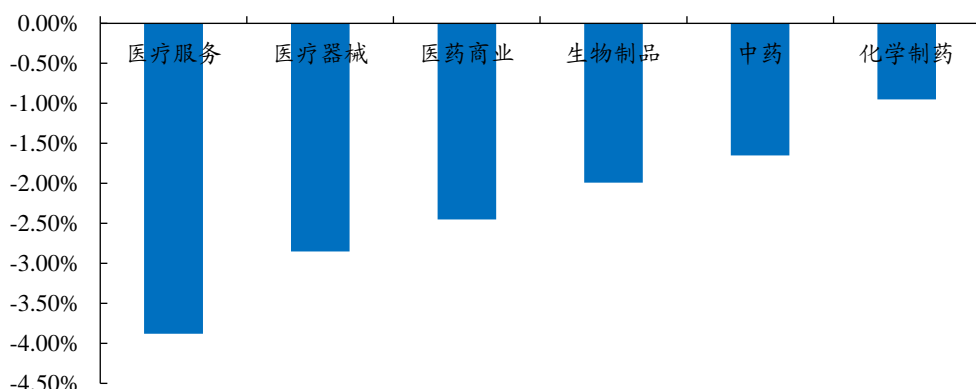
图1：本周医药生物指数同比下跌 2.42%，弱于上证 2.73%



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均下跌，医疗服务跌幅最大

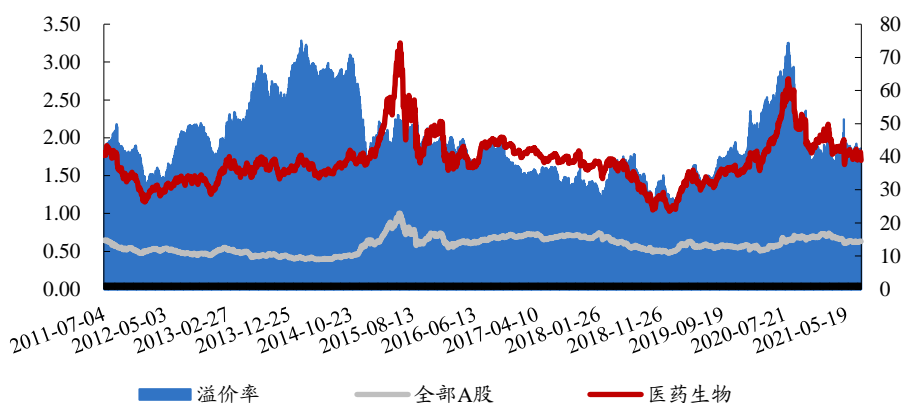
本周化学制药板块下跌 0.95%；中药板块下跌 1.65%；生物制品板块下跌 1.99%；医药商业板块下跌 2.45%；医疗器械板块下跌 2.85%；医疗服务板块跌幅最大，下跌 3.88%。

图2: 本周医药生物子板块均下跌, 医疗服务跌幅最大


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 38.92 倍, 对全 A 股溢价率为 169.34%

全部 A 股估值为 14.45 倍, 医药生物估值为 38.92 倍, 对全 A 股溢价率为 169.34%, 低于历史均值 24.93 个 pct(2011 年初至今)。各子行业分板块具体表现为: 化学制药 39.10 倍, 中药 34.40 倍, 生物制品 51.50 倍, 医药商业 15.60 倍, 医疗器械 46.60 倍, 医疗服务 96.20 倍。

图3: 医药生物估值 38.92 倍, 对全 A 股溢价率为 169.34%


数据来源: Wind、开源证券研究所

4、本月深度报告: 普洛药业、九州通深度报告、植发行业深度报告

4.1、普洛药业深度报告: API+制剂一体化布局, CDMO 业务快速成长

(1) 原料药、CDMO 和制剂三大板块协同发展

普洛药业坚定执行“做精原料、做强 CDMO、做优制剂”的发展战略, 三大板块协同发展, 近年来公司经营效率不断提升, 业绩进入快速增长期。公司 CDMO 业务快速成长, API+制剂一体化布局在仿制药集采中优势明显。我们预计 2021-2023 年收入分别为 91.66/106.26/122.02 亿元,

同比增长 16.3%/15.9%/14.8%，归母净利润为 10.67/13.76/17.40 亿元，同比增长 30.7%/28.9%/26.5%，当前股价对应 PE 分别为 29.4/22.8/18.0 倍。

(2) CDMO 业务厚积薄发，有望进入快速增长期

公司与多家国际知名医药巨头和兽药龙头建立了长期合作关系，具有较好的客户认可度和信任度。公司在原料药领域深耕多年，具备“化学合成+生物发酵”双轮驱动的技术能力，在 CDMO 临床后期和商业化阶段的生产工艺、质量控制具有较大优势。目前公司各类、各阶段 CDMO 项目数量均呈现出快速增长态势，研发人员数量持续增加，承接临床前期项目能力将大大提升，产能扩充也在同步进行，我们认为公司 CDMO 业务成长动力充足。

(3) 原料药和中间体业务稳健增长，集采常态化下制剂业务迎来发展良机

原料药行业竞争格局持续优化，壁垒不断增强，目前公司多个品种市场份额领先，预计仍能保持较好的盈利能力，对应的下游制剂仍具有一定成长性，且近年来也有多个新品种陆续完成登记，有望提供新的业绩增量，预计原料药和中间体业务稳健增长。受到疫情和乌苯美司胶囊退出医保的影响，2020 年制剂业务收入出现下滑但结构出现积极变化，左乙拉西坦片于 2019 年 9 月集采中标后销售额快速提升。此外左氧氟沙星片也已经于 2021 年 2 月在集采中标，后续还有注射用头孢他啶、注射用头孢唑辛钠和盐酸金刚片等多个潜在市场空间较大的品种申报/通过一致性评价以及获批上市，在集采常态化背景下有望迎来放量良机。

4.2、九州通深度：数字化转型+院外广布局，有望走出第二增长曲线

(1) 院外市场发展空间大，“互联网+”以及提升综合服务能力成为必然趋势

据我们测算，随着院内药占比每年下降 1%，预计 2023 年将有 1726 亿元药品流入院外市场。院外市场持续扩容，流通龙头凭借仓网布局广、渠道覆盖全、配送范围广有望提升市场份额。在技术、市场和政策的驱动下，“互联网+”、信息化成为医药流通行业的确定发展趋势；同时，提升综合服务能力是药品流通企业突破纯销业务天花板的必然途径，高效运营是医药流通企业的核心竞争力。

(2) 过往积累优势赋能公司平台化、数字化、互联网化转型，提升整体运营效率

公司 2016-2020 年归母净利润 CAGR35.85%，盈利能力、营运能力稳步提升，现金流状况逐年好转。与此同时，公司过往优势赋能战略转型：全渠道布局终端覆盖范围广、全品类采购满足客户多需求，拥有全国最大医药线上 B2B 自营电商平台；强大的物流网络和高效的拆零技术保障公司高水平的供应链服务能力；3 大中台、财务共享平台、ERP 系统实现内部高效运作，助力业务灵活快速开展。

(3) 新生代管理层拥有丰富管理与实战经验，助力打造九州通大健康平台

新一届董事会成员拥有丰富的业务经验和管理经验，承接公司管理与文化体系但更具创造力；未来公司重点发展：院外市场分销端，大力推进总代总销业务，向“配送+推广”综合服务商转型，提升盈利能力；零售

端，拓展“万店联盟”计划，促进数字零售业务发展，提升终端市场占有率；工业端，以全产业链为基础，做强中药“九信”品牌，打造中药全产业链互联网平台；医疗健康及技术服务端，打造汇集C端消费者的社交、交易、医疗健康服务的大健康服务平台。

4.3、植发行业深度报告：需求因“秃”而衍生，价值由“生”而彰显

(1) 植发行业：发展初期渗透率低，需求、技术、产业链延伸助推行业快速扩容

我国植发行业处于初级发展阶段，2020年中国植发医疗服务市场规模为134亿元，其中民营占比约85%，规模较小但增速快，预计2020-2023年CAGR为25.36%。随着脱发年轻化带动需求增长、技术迭代更新提升治疗效果、政策驱动行业规范化等因素，预计植发行业将逐渐向透明化、个性化发展，并形成从植发到一站式综合毛发管理的产业链延伸，未来植发医疗服务行业成长空间广阔。

(2) 行业准入门槛偏低、复制性强，竞争大；机构收入爬坡快，盈亏平衡周期短

由于植发行业技术、医生、设备壁垒不高，集中度分散，标准化未建立，行业主要玩家均处于快速扩张阶段，高营销投入仍然是植发机构扩大业务、获客的主要手段，预计销售费用率在短期仍会保持较高水平。长期看龙头连锁机构将凭借累积客户优势降低获客成本，单店模型将得到优化；但新进入者和小单体竞争对手面临高获客成本，竞争力较弱，市场份额易被大连锁机构抢占，因此预计植发行业集中度将不断提升，领头植发连锁机构规模持续扩大。

植发连锁单店模型：(1) 收入爬坡快：根据雍禾植发招股书，新建院部单店年收入为600-900万元，1-2年院部1700-2600万元，2-3年院部2600-3000万元，大于3年的成熟院部5000万元以上（同店增速维持18%以上）。**(2) 盈亏平衡周期短：**单个门店开业筹建期约8个月，3个月首次录得月度净利润，14个月整体盈亏平衡。

(3) 单店收入提升：与医疗专业人员数量正相关，执业医师是进行植发服务的核心力量，优享类服务能有效提升平均客单价并提升品牌影响力。**(4) 盈利能力有较大提升空间：**平均毛利率超过70%，因销售费用率高达50%（预计门店端至少20%）导致净利率10%，有较大改善空间。

(3) 盈利能力有较大提升空间：当前获客成本高，未来龙头机构费用率有望下降

雍禾植发是国内规模最大的提供一站式毛发医疗服务的医疗集团。**管理团队方面**，公司拥有资深的核心管理团队，以保障公司扩张快速且有序推进，中信产业基金作为强大的股东赋能公司长远发展；**专业团队方面**，公司医护人员资源丰富，拥有丰富的行业经验，医师流失率低，有望促进门店快速扩张；**门店复制性方面**，公司通过实现服务标准化，依托丰富的连锁经验开店速度快，盈亏平衡周期较短，门店复制性强；**门店扩张方面**，公司积极拓展门店覆盖范围，在部分地区具备先发优势，有望通过品牌影响力辐射周边城市，进一步拓展门店布局；**服务项目方面**，公司提供一站式、多样化、多层次的服务项目，广泛覆盖市场需求，形成差异化竞争，拓展养固服务项目，为公司带来新的利润增长点。

受益标的：

考虑目前以雍禾医疗为代表的植发服务机构仍在拟上市/未上市阶段，受益标的主要为脱发药品板块：三生制药、振东制药、开拓药业。

5、风险提示

行业黑天鹅事件、政策端变化、国内疫情反弹。

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