

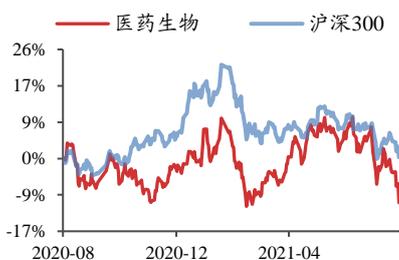
## 医药生物

2021年08月22日

投资评级：看好（维持）

——行业周报

### 行业走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《行业周报-坚定看好国内创新药产业链高景气》-2021.8.15

《行业点评报告-零售药店：估值与业绩增速均处于低位，重视拐点机会》-2021.8.10

《行业周报-政策明确继续鼓励社会办医，疫情反复继续关注防疫板块》-2021.8.8

## 安徽省尝试检测试剂集中带量采购，建议关注 IVD 产业链投资机会

蔡明子（分析师）

caimingzi@kysec.cn

证书编号：S0790520070001

王斌（分析师）

wangbin@kysec.cn

证书编号：S0790520070005

### ● 一周观点：安徽省尝试检测试剂集中带量采购，建议关注 IVD 产业链投资机会

8月19日，安徽省医药集采中心发布临床检测试剂集中带量采购公告，遴选临床用量大、采购金额高的5类试剂，具体降幅和中标品种待定。

对产业链影响：（1）IVD生产企业：降价是负面影响，同时渠道利润较多，有一定缓冲；量方面受益进口替代。（2）第三方实验室：总体影响小。医院成本端的试剂降价可能导致医院对检验收费降低，若收费降低幅度大于试剂降价幅度，医院出于利润减少考虑，可能加速检验外包；外包价格可能因为成本端的试剂价格也有所下降。（3）IVD上游耗材 CDMO：影响小。其客户是 IVD 生产企业，价格取决于 IVD 上游耗材的供需关系，IVD 企业本身毛利率较高，耗材成本占 IVD 产品价格的比重小。

### ● 零售药店：已披露中报药房业绩改善明显，看好全年稳健增长

（1）我们看好零售药店业绩增长稳定性。老百姓、一心堂相继发布 2021 年中报业绩，Q2 业绩增长明显提速。我们看好零售药店业绩增长的稳定性，各大药房新开自建门店及并购门店有望持续贡献利润，且各大药房积极承接处方外流，大力布局线上零售，发展毛利率较高的业务有望保障业绩的持续增长。（2）行业集中度有望加速提升，药店龙头市占率有望持续提高，上市药房通过与上游工业企业建立合作能够持续丰富品类，中小药店由于缺乏上游工业企业资源，品种相对缺乏，医保目录药品品种供应链无法保证，生存空间进一步被压缩，行业集中度有望进一步提升。（3）头部药房具备承接处方外流优势，药事服务能力是提升药房核心竞争力的重要切入点，处方流转平台根据电子医保卡定位用户的登记地址推荐就近门店，药房通过提供专业化的慢病咨询、管理服务，能够提高客户黏性，长期来看有望实现医院客流在社区店的沉积，进一步提升竞争力。

### ● 推荐及受益标的

我们坚定看好创新药产业链的高景气，推荐为全球生物医药行业提供全方位、一体化的新药研发和生产服务龙头公司以及具有特色的全流程服务药品研发的技术平台公司；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：**昌红科技、康泰生物、国际医学、爱帝宫、盈康生命、信邦制药、锦欣生殖、翔宇医疗、老百姓、药石科技、皓元医药、羚锐制药（以上排名不分先后）。

**受益标的：**金域医学、达安基因、迪安诊断、三星医疗、益丰药房、大参林、一心堂、健之佳、药明康德、康龙化成、凯莱英、泰格医药、博腾股份、昭衍新药、美迪西（以上排名不分先后）。

● **风险提示：**行业黑天鹅事件、疫情恶化影响生产运营。

## 目 录

1、一周观点：安徽省临床检验试剂尝试集中带量采购，降价幅度与中标情况待定	3
2、一周观点：零售药店已披露中报药房业绩改善明显，看好全年稳健增长	5
3、一周观点：国内创新药出海项目涌现，创新药外包服务产业链持续受益	6
4、看好估值合理、基本面向好标的未来成长性	10
5、本周医药生物指数下跌 7.28%，细分子版块皆下跌	14
5.1、医药生物板块行情：本周医药生物指数同比下跌 7.28%，弱于上证 4.75pct	14
5.2、子板块行情：医药子版块整体下挫，医药商业跌幅最小，医疗服务跌幅最大	14
5.3、医药市盈率行情：医药生物估值 34.28 倍，对全 A 股溢价率为 148.02%	15
6、覆盖标的半年报业绩周度汇总	15
6.1、普洛药业：业绩超市场预期，CDMO 业务快速增长	15
6.2、老百姓：Q2 业绩加速增长超预期，星火模式持续推进	16
7、本月深度报告	17
7.1、盈康生命深度报告：肿瘤+康复全国连锁格局初现，借力海尔未来可期	17
7.2、羚锐制药深度报告：行稳致远中成药贴膏剂龙头	18
7.3、皓元医药深度报告：立足研发和品牌，一体化赋能新药开发	18
7.4、药石科技深度报告：征战外包服务蓝海的分子砌块设计与合成专家	19
7.5、益丰药房深度报告：精益求精、拥抱创新，长期成长价值彰显	19
8、风险提示	20

## 图表目录

图 1：免疫诊断是 IVD 市场主要构成	4
图 2：国内 IVD 市场国产替代空间较大	4
图 3：IVD 产业链市场空间较大	5
图 4：近五年医药外包公司的国内业务复合增速较高	8
图 5：本周医药生物指数同比下跌 7.28%，弱于上证 4.75pct	14
图 6：医药商业增幅最大，化药、中药延续增长态势	15
图 7：医药生物估值 34.28 倍，对全 A 股溢价率为 148.02%	15
表 1：安徽省临床检测试剂集采涉及 5 类 23 个品种	3
表 2：此次带量采购仍在谈判中，降价幅度与中标情况待定	3
表 3：此次带量采购对不参加谈判或谈判不成功的产品进行重点监测	4
表 4：国内创新药公司对外授权创新药项目药物类型多样	7
表 5：创新药公司与医药外包公司进行了全面深入的合作	9
表 6：沪深股医疗服务板块 2021-2023 年 PE 分别为 107.5/62.0/45.8 倍，2021-2023 年 PEG 分别为 3.3/1.6/1.4 倍	10
表 7：港股医疗服务板块 2021-2023 年 PE 分别为 102.2/65.0/49.3 倍，2021-2023 年 PEG 分别为 1.3/1.4/2.1 倍	10
表 8：沪深股医药商业板块 2021-2023 年 PE 分别为 18.9/15.3/12.4 倍，2021-2023 年 PEG 分别为 1.0/0.7/0.6 倍	11
表 9：港股医药商业板块 2021-2023 年 PE 分别为 6.8/5.9/5.1 倍，2021-2023 年 PEG 分别为 0.5/0.4/0.3 倍	11
表 10：沪深股中药板块 2021-2023 年 PE 分别为 28.4/22.4/18.1 倍，2021-2023 年 PEG 分别为 1.2/1.2/1.1 倍	11
表 11：港股中药板块 2021-2023 年 PE 分别为 10.0/8.8/9.2 倍，2021-2023 年 PEG 分别为 0.8/0.7/0.7 倍	12

## 1、一周观点：安徽省临床检验试剂尝试集中带量采购，降价幅度与中标情况待定

8月19日，安徽省医药集采中心发布临床检测试剂集中带量采购公告，遴选临床用量较大、采购金额较高、临床使用较成熟、市场竞争较充分的5类试剂，具体为肿瘤相关抗原测定、感染性疾病实验检测、心肌疾病实验诊断、激素测定、PCT检测5类23个产品。协议采购量为上年度平台采购量的80%，中标企业保证存量使用。企业接受入围价即获得谈判资格，经2轮谈判后议定中标价，未纳入谈判议价范围的同类产品（与谈判成功产品属同一目录）进行联动降价。

**表1：安徽省临床检测试剂集采涉及5类23个品种**

产品类别	相关产品数量	具体产品名称
肿瘤相关抗原测定	10	癌胚抗原(CEA)测定(化学发光法)、甲胎蛋白(AFP)测定(化学发光法)、鳞状细胞癌相关抗原(SCC)测定(化学发光法)、总前列腺特异性抗原(TPSA)测定(化学发光法)、游离前列腺特异性抗原(FPSA)测定(化学发光法)、复合前列腺特异性抗原(CPSA)测定、糖链抗原CA72-4测定(化学发光法)、糖链抗原CA19-9测定(化学发光法)、糖链抗原CA15-3测定(化学发光法)、糖链抗原CA125测定(化学发光法)
感染性疾病实验检测	5	乙型肝炎病毒表面抗原(HBsAg)测定(化学发光法)、乙型肝炎病毒表面抗体(抗HBs)测定(化学发光法)、乙型肝炎病毒e抗原(HBeAg)测定(化学发光法)、乙型肝炎病毒e抗体(Anti-HBe)测定(化学发光法)、乙型肝炎病毒核心抗体(Anti-HBc)测定(化学发光法)
心肌疾病实验诊断	2	B型钠尿肽(BNP)测定、N端-B型钠尿肽前体(NT-ProBNP)测定
激素测定	5	血清三碘甲状腺原氨酸(T3)测定(化学发光法)、血清甲状腺素(T4)测定(化学发光法)、血清促甲状腺激素(TSH)测定(化学发光法)、血清游离甲状腺素(FT4)测定(化学发光法)、血清游离三碘甲状腺原氨酸(FT3)测定(化学发光法)
降钙素原(PCT)检测(定量检测)	1	降钙素原(PCT)检测(定量检测)

资料来源：安徽省医药集中采购平台、开源证券研究所

**表2：此次带量采购仍在谈判中，降价幅度与中标情况待定**

具体流程	谈判要求
议定入围价	专家参考全省公立医疗机构实际采购价的中位数价、平均价、最低价等价格,论证议定带量采购谈判议价产品的谈判入围价
企业确认入围价	在2021年8月20日至8月23日17:30对专家议定的产品入围价进行确认操作 感染性疾病实验检测、激素测定类别,谈判企业 <b>五项产品均须</b> 接受每一个产品入围价方可进入该类别谈判。若不接受产品入围价,将不接受该产品或类别谈判
谈判议价	采用带量谈判议价模式,接受入围价的企业与专家组进行 <b>两轮</b> 谈判议价,谈判成功形成带量采购谈判价 带量采购谈判价即为企业的实际供货价,应包括税费、配送费等在内的所有费用 <b>相关配套服务内容、质量、标准不得低于集中带量采购前</b>
谈判规则	肿瘤相关抗原测定、心肌疾病实验诊断、降钙素原(PCT)检测:按注册证产品进行谈判 感染性疾病实验检测、激素测定类别:谈判企业须 <b>五项产品</b> 齐全,并接受每一个产品入围价,与专家按照类别注册证产品进行谈判,同企业该类别五个项目产品 <b>同时</b> 谈判成功或失败

**具体流程**

**谈判要求**

按**最小计价单位**（每人份或每测试单位等）与专家进行谈判，谈判成功后，按最小计价单位和包装规格计算形成带量采购谈判价

资料来源：安徽省医药集中采购平台、开源证券研究所

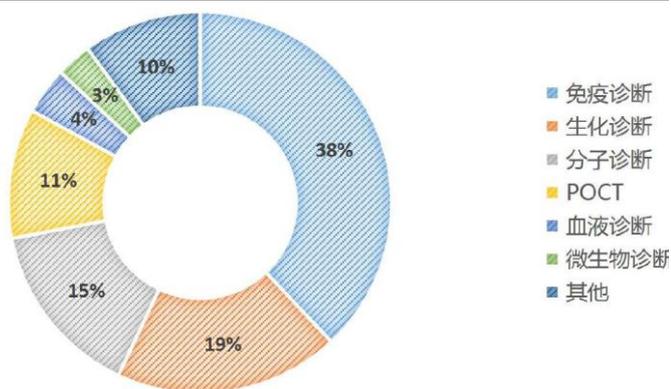
**表3: 此次带量采购对不参加谈判或谈判不成功的产品进行重点监测**

要求	相关内容
采购周期	2年
协议采购量	公立医疗机构以谈判成功产品省药采平台上年度采购量的 <b>80%</b> 作为协议采购量 由 <b>省属、市公立医疗机构医药采购联合体</b> 牵头单位签订带量购销合同，确保 <b>一年内完成</b> 年采购任务量 <b>超出</b> 协议采购量的部分，谈判成功企业 <b>仍需按带量采购谈判价进行供应</b> ，直至采购周期届满
确保质量供应	生产企业可自行配送，也可委托配送，并建立应急储备、库存和停产报告制度
目录管理	谈判成功产品以产品入围价作为产品限价，纳入集中交易目录管理 省药采平台对 <b>谈判成功产品设立单独采购交易模块，并进行标注标识</b> 对于已列入谈判议价范围的产品，如企业不参加谈判议价或谈判不成功，原在集中交易目录内的，纳入备案交易目录，并进行 <b>重点监测</b>
联动降价	对未纳入谈判议价范围的同类产品（与谈判成功产品属同一目录），按照一定规则进行 <b>联动降价</b> ，具体规则由省医保局另行制定

资料来源：安徽省医药集中采购平台、开源证券研究所

体外诊断是指在人体之外通过对人体的样本（如血液、体液、组织等）进行检测而获取临床诊断信息的产品和服务，是临床医学诊断、治疗及预防等医疗决策的基础，目前体外诊断结果对临床医疗决策的影响超过 70%，是临床医生决定后续治疗方案的科学依据，具体包括生化诊断、免疫诊断、分子诊断、POCT 等类型。其中免疫诊断是当前市场的主要组成部分，2019 年占比近 40%。

**图1: 免疫诊断是 IVD 市场主要构成**



资料来源：《2019 年医疗器械蓝皮书》

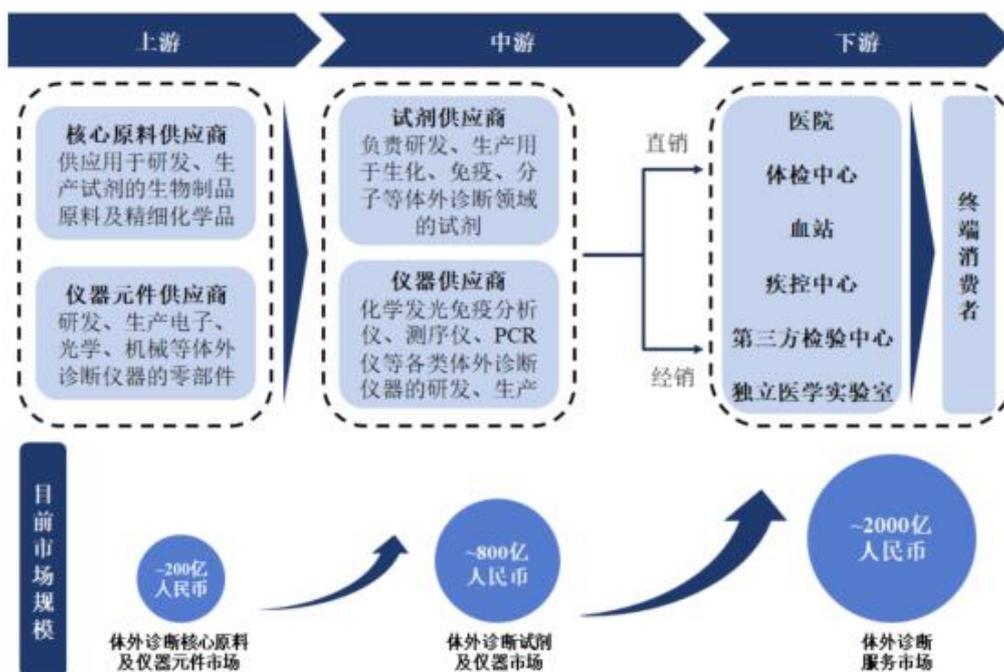
**图2: 国内 IVD 市场国产替代空间较大**

市场	进口品牌	国产品牌
生化诊断	罗氏、雅培、丹纳赫、西门子	迈瑞、科华、迪瑞、九强
免疫诊断	罗氏、雅培、丹纳赫、西门子	新产业、安图、迈克、科美
分子诊断	罗氏、雅培、BD、诺华、Illumina	达安基因、凯普生物、华大基因
POCT	Alere、罗氏、雅培、拜耳	万孚生物、基蛋生物、明德生物

资料来源：《2019 年医疗器械蓝皮书》

从整个产业链规模分布看，我国 2019 年体外诊断上游核心原料及仪器元件的市场规模在 200 亿元左右，中游体外诊断仪器及试剂的市场规模约 800 亿，而下游面向终端用户的体外诊断服务市场规模达到近 2,000 亿。

图3: IVD 产业链市场空间较大



资料来源：菲鹏生物招股说明书

**对产业链的影响:**

- (1) IVD 生产企业: 降价是负面影响, 同时渠道利润较多, 有一定缓冲; 量方面受益进口替代。
- (2) 第三方实验室: 总体影响小。医院成本端的试剂降价可能导致医院对检验收费降低, 若收费降低幅度大于试剂降价幅度, 医院出于利润减少考虑, 可能加速检验外包; 外包价格可能因为成本端的试剂价格也有所下降。
- (3) IVD 上游耗材 CDMO: 影响小。其客户是 IVD 生产企业, 价格取决于 IVD 上游耗材的供需关系, 且其价值占 IVD 产品价格的比重小。

**投资建议:** 看好 IVD 耗材 CDMO 作为检测行业卖水人, 有望受益于试剂集采带动业务放量; 以及 ICL 在特检领域的深入布局提升终端覆盖能力。受益标的: 昌红科技、金城医学、迪安诊断、达安基因、康圣环球等。

**2、一周观点: 零售药店已披露中报药房业绩改善明显, 看好全年稳健增长**

(1) 看好零售药店业绩增长稳定性。老百姓、一心堂相继发布 2021 年中报, 老百姓 2021H1 实现营收 74.61 亿元 (+11.58%); 归母净利润 4.06 亿元 (+20.79%, 租赁准则追溯后+24.69%); 扣非净利润 3.63 亿元 (+18.38%, 租赁准则追溯后+22.58%); 一心堂 2021H1 实现营收 67.02 亿元 (+11.16%), 归母净利润 5.24 亿元 (+25.82%), 扣非净利润 5.12 亿元(+28.15%), 两家药房 Q2 业绩增长均明显提速,

原因一是 Q2 疫情物资占比降低，二是两家药房大力发展特色业务，如老百姓自有品牌占比以及统采占比提升，一心堂中药业务占比提升贡献业绩。我们看好零售药店业绩增长的稳定性，各大药房新开自建门店及并购门店有望持续贡献利润，且各大药房积极承接处方外流，大力布局线上零售，发展毛利率较高的业务有望保障业绩的持续增长。

**(2) 行业集中度有望加速提升，药店龙头市占率有望持续提高。**上市药房通过与上游工业企业建立合作能够持续丰富品类，中小药店由于缺乏上游工业企业资源，品种相对缺乏，医保目录药品品种供应链无法承接，生存空间进一步被压缩，行业集中度有望进一步提升。根据中国药店，单体药店继 2019 年出现零增长后，2020 年首次出现负增长，我们预计药店集中度近几年有望加速提升。此外 2019 年起国家陆续出台执业药师监管、税务监管、社保缴纳等规范，进一步加强行业监管；在集采背景下，上市药房在集采品种以及药品价格上优势更加明显，与中小药店的差距拉大，中小连锁及单体药店经营面临更大的经营压力，行业并购估值持续下降，药店龙头受益，行业集中度提升仍然是中长期药店成长的核心逻辑。

**(3) 头部药房具备承接处方外流优势，药事服务能力是提升药房核心竞争力的重要切入点。**在政策方面，国家通过“双通道”政策将定点零售药店纳入医保药品的供应保障范围，并实行与医疗机构统一的支付政策。零售药店纳入统筹的范围，促进院外市场加速发展。从药店端来看，在处方外流的大背景下，头部药房早已布局院边店、建设 DTP 药房、建设特慢病统筹医保资质门店等抢占市场先机，目前已初具规模，承接处方外流的能力更强。此外，近年来头部药房不断加强公司信息化能力，积极进行数字化转型，对于电子流转平台的接入具备更成熟的技术环境，能够更快的实现处方流转平台接入。药事服务能力是提升药房竞争力的重要切入点，处方流转平台根据电子医保卡定位用户的登记地址推荐就近门店，药房通过提供专业化的慢病咨询、管理服务，能够提高客户黏性，长期来看有望实现医院客流在社区店的沉积，进一步提升竞争力。

**(4) 零售药店有望通过互联网扩大服务半径，进一步提升竞争力。**互联网为药店提供了业务发展的新视角，有助于药店的数字化转型，将互联网经营模式与自身业务结合，开展互联网医疗、医药电商（B2C）、线上到线下（O2O）、新零售等新业务模式，扩大服务半径，不断提升综合竞争力。各大零售药店积极探索互联网医疗、医药电商（B2C）、线上到线下（O2O）、新零售等新业务模式，为公司提供活力以及业绩增量。

### 3、一周观点：国内创新药出海项目涌现，创新药外包服务产业链持续受益

#### (1) 创新药出海项目涌现，各类技术创新药百花齐放

2021 年 8 月 8 日，荣昌生物与 ADC 治疗药物的全球领导者和开拓者—Seagen 达成一项全球独家许可协议，以开发和商业化一种新型靶向 HER2 的 ADC—维迪西妥单抗。根据协议条款，荣昌生物将获得 2 亿美元首付款和最高可达 24 亿美元的里程碑付款，总金额高达 26 亿美元。同时，荣昌生物将有权获得维迪西妥单抗在 Seagen 区域净销售额从高个位数到百分之十几的梯度销售提成。

通过对国内创新药企业对外授权项目的梳理，我们发现近年来国内创新药公司逐步从引进来（license in）到走出去（license out），对外授权项目上在近两年更是快速涌现。在药物类型上，包含了小分子、单克隆抗体、双特异性抗体、细胞疗法、疫苗以及 ADC 药物等，各类技术创新药百花齐放。

国内创新药的快速发展无疑是全面受益于我国在新药审批评审制度改革、带量采购、药品上市许可持有人（MAH）制度实施、港交所允许未盈利的生物科技公司上市、科创板开板等多重利好。

**表4: 国内创新药公司对外授权创新药项目药物类型多样**

时间	交易项目	药物类型	原研企业	获授权企业
2011	沃利替尼	小分子	和记黄埔	阿斯利康
2013	BGB-283	小分子	百济神州	默克雪兰诺
2013	吠喹替尼	小分子	和记黄埔	Eli Lilly & Co
2013	BGB-290	小分子	百济神州	默克雪兰诺
2015	信迪利单抗	单克隆抗体	信达生物	Eli Lilly & Co
2015	AK-107	单克隆抗体	康方生物	默沙东
2016	TLR7 激动剂	小分子	正大天晴	强生
2016	IDO 激动剂	小分子	复旦大学	HUYA
2017	临床前肺癌候选药物	小分子	成都先导	英国癌症中心
2017	西达本胺	小分子	微芯生物	HUYA
2017	替雷西珠单抗	单克隆抗体	百济神州	新基
2017	肿瘤免疫单抗	单克隆抗体	科伦博泰	Piers
2017	赛帕利单抗	单克隆抗体	誉衡药业	Arcus BioSciences
2017	LCAR-B38M	细胞疗法	南京传奇	杨森
2018	SHR-0302	小分子	恒瑞医药	Arcutis
2018	SHR-1459/SHR-1266	小分子	恒瑞医药	TG Therapeutics
2020	Vorolanib (VEGFR 抑制剂)	小分子	贝达药业	EyePoint
2020	卡瑞利珠单抗	单克隆抗体	恒瑞医药	CrystalGenomics
2020	SARS-CoV-2 中和抗体	单克隆抗体	君实生物	Eli Lilly & Co
2020	JAB-3068 和 JAB-3312(SHP2 抑制剂)	小分子	北京加科思	AbbVie Inc
2020	阿美替尼(EGFR 抑制剂)	小分子	江苏豪森	EQRx
2020	新型轮状病毒重组蛋白疫苗	疫苗	万泰生物	赛诺菲
2020	TT-01025	小分子	药捷安康	LG Chem Ltd
2020	dorzagliatin	小分子	华领医药	拜耳
2020	Lemzoparlimab	单克隆抗体	天境生物	AbbVie Inc
2020	马来酸吡咯替尼片	小分子	恒瑞医药	HLB Life Science
2020	CS1001 (抗 PD-L1 单抗)、CS1003 (抗 PD-1 单抗)	单克隆抗体	基石药业	EQRx
2020	FCN-338	小分子	复创医药	Eli Lilly & Co
2020	SHR-1701	双特异性抗体	恒瑞医药	韩国东亚
2020	HLX-35(EGFR/4-1BB 双抗)	双特异性抗体	复宏汉霖	Binacea Pharma Inc
2020	靶向蛋白降解的新化学实体	小分子	万春医药	Eli Lilly & Co
2021	替雷西珠单抗	单克隆抗体	百济神州	诺华

时间	交易项目	药物类型	原研企业	获授权企业
2021	特瑞普利单抗	单克隆抗体	君实生物	Coherus BioScience
2021	TD101	小分子	中国生物制药	Graviton Bioscience Corporation
2021	RET 激酶抑制剂项目 (A400)	小分子	科伦药业	Ellipses pharma LTD
2021	重组新型冠状病毒融合蛋白疫苗	疫苗	丽珠药业	Searle
2021	PRG1801	细胞疗法	普瑞金生物	印度瑞迪博士实验室
2021	Galectin-9、CXCR、CCR8	单克隆抗体	高诚生物	FibroGen
2021	伏美替尼	小分子	艾力斯	ArriVent
2021	奥布替尼	小分子	诺诚健华	Biogen
2021	维迪西妥单抗	ADC 药物	荣昌生物	Seagen

资料来源：各公司官网、开源证券研究所

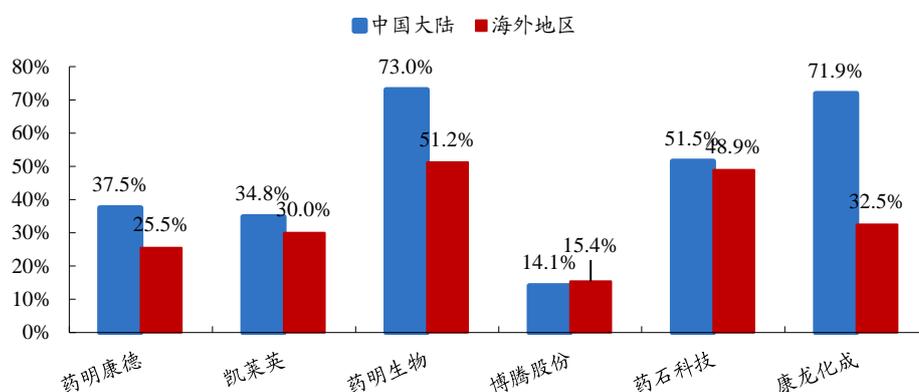
## (2) 创新药企业与医药外包公司深度合作，行业高景气刚刚开始

从国家政策到资本市场对生物医药创新公司给予了多维度的支持，新兴创新药公司如雨后春笋般出现，也带动了创新药产业链的快速发展。新药研发是一个多学科、多领域合作的复杂工程，中小型制药公司没有时间或足够资本自行建设其研发项目所需的实验室和生产设施，对研发和生产的外包服务需求强烈，进一步带动创新药产业链持续高景气。

我们也看到，诺诚健华、亚盛医药、荣昌生物、贝达药业等代表性的创新药公司与合全药业、药石科技、皓元医药以及凯莱英等外包服务公司分别建立了不同程度的合作，合作内容涵盖了药物发现、关键中间体的制备、原料药研发和委托生产以及制剂的研发生产等全流程业务。

我们认为，国内创新药企业与医药外包公司的深度合作奠定了外包公司国内业务快速增长的基础。从时间上，国内创新药企业也是最近几年开始快速“走出去”，交易规模也是越来越大，表明中国创新药自主研发能力快速增强，国产创新药正加速进入全球药品市场，行业高景气才刚刚开始。更深层次上看，创新药项目不断向海外授权，那么伴随着创新药企业成长的国内医药外包公司也会成为全球医药制造的深度参与者。

图4：近五年医药外包公司的国内业务复合增速较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

**表5: 创新药公司与医药外包公司进行了全面深入的合作**

创新药企	合作的外包公司	合作内容
诺诚健华	合全药业	合全药业将成为诺诚健华首选 CDMO 合作伙伴, 为诺诚健华在研及后续管线产品 (包括小分子药物、多肽、寡核苷酸、复杂化学偶联药物等) 提供原料药研发及委托生产服务, 包括但不限于原料药的工艺开发、生产、分析, 以及支持准备等。
亚盛医药	合全药业	合全药业将成为亚盛医药在合作研究开发生产 (CDMO) 领域的首选合作伙伴, 为亚盛医药在研及后续管线项目提供原料药及制剂产品的工艺开发、生产, 新药申报支持以及后期上市药品生产等一站式 CMC 服务, 加快其创新药物的开发。
和记黄埔	凯莱英	在和记黄埔获批上市的索凡替尼等多个项目中, 作为战略合作伙伴, 凯莱英提供了从临床到商业化服务, 支持新药成功获批上市。针对后续项目, 凯莱英还将定制化提供从原料药到临床试验的一站式服务。
葆元医药	合全药业	合全药业将成为葆元医药在 CDMO (合作研究开发生产) 领域的重要战略合作伙伴, 提供从原料药到制剂的一体化 CMC (化学、生产和控制) 工艺研究及生产高质量的服务, 加速其引进的优质项目从临床试验到商业化生产的进程
丹诺医药	博腾股份	围绕原料药及制剂的研发及供应开展长期合作, 共同探索建立“原料药+制剂”一体化的服务新模式。
贝达药业	凯莱英	凯莱英先后为贝达药业三个 1 类新药提供了全面服务, 其中包括合作完成第三代 EGFR 抑制剂 BPI D-0316 的 API 药学研究。
荣昌生物	皓元医药	为维迪西妥单抗提供 linker 以及毒素中间体定制合成。
亚盛医药	药石科技	根据协议, 双方将针对现有服务项目及更多研发管线项目持续推进并逐步扩展各方面 CDMO 合作。

资料来源: 各公司官网、开源证券研究所

### (3) 推荐及受益标的

我们坚定看好创新药产业链的高景气, 推荐为全球生物医药行业提供全方位、一体化的新药研发和生产服务龙头公司以及具有特色的全流程服务药品研发的技术平台公司。**推荐标的:** 药石科技、皓元医药; **受益标的:** 药明康德、康龙化成、凯莱英、泰格医药、博腾股份、昭衍新药、美迪西等 (以上排名不分先后)。

#### 4、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 107.5/62.0/45.8 倍, 2021-2023 年 PEG 分别为 3.3/1.6/1.4 倍。

**表6: 沪深股医疗服务板块 2021-2023 年 PE 分别为 107.5/62.0/45.8 倍, 2021-2023 年 PEG 分别为 3.3/1.6/1.4 倍**

证券代码	证券简称	PE			PEG		
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
<b>沪深医疗服务平均</b>		<b>107.5</b>	<b>62.0</b>	<b>45.8</b>	<b>3.3</b>	<b>1.6</b>	<b>1.4</b>
000516.SZ	国际医学	408.1	59.9	42.6	12.6	0.1	1.0
688222.SH	成都先导	69.4	38.3	28.4	2.7	0.5	0.8
688202.SH	美迪西	36.1	28.8	22.2	0.8	1.2	0.7
600763.SH	通策医疗	139.6	77.8	53.5	8.7	1.0	1.2
603127.SH	昭衍新药	151.4	91.3	59.5	1.5	1.4	1.1
300015.SZ	爱尔眼科	117.8	88.2	67.2	2.4	2.6	2.1
688315.SH	诺禾致源	111.5	85.4	65.3	2.8	2.8	2.1
300759.SZ	康龙化成	107.4	81.7	62.8	2.9	2.6	2.1
603259.SH	药明康德	137.7	101.1	71.9	0.4	2.8	1.8
300347.SZ	泰格医药	97.0	71.7	53.7	4.0	2.0	1.6
688076.SH	诺泰生物	84.2	63.8	48.6	1.8	2.0	1.5
688621.SH	阳光诺和	60.8	50.3	41.6	5.3	2.4	2.0
300143.SZ	盈康生命	68.4	47.6	33.2	1.6	1.1	0.8
603882.SH	金域医学	85.4	62.2	43.5	2.4	1.7	1.0
002044.SZ	美年健康	30.9	33.4	29.6	2.3	(4.5)	2.3
603108.SH	润达医疗	13.6	10.6	8.6	0.5	0.4	0.4

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 除美年健康、国际医学、盈康生命, 其余公司 PE 预测参考 Wind 一致预期; 收盘价日期 2021 年 8 月 20 日

(2) 港股医疗服务板块 2021-2023 年 PE 分别为 102.2/65.0/49.3 倍, 2021-2023 年 PEG 分别为 1.3/1.4/2.1 倍。

**表7: 港股医疗服务板块 2021-2023 年 PE 分别为 102.2/65.0/49.3 倍, 2021-2023 年 PEG 分别为 1.3/1.4/2.1 倍**

证券代码	证券简称	PE			PEG		
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
<b>港股医疗服务平均</b>		<b>102.2</b>	<b>65.0</b>	<b>49.3</b>	<b>1.3</b>	<b>1.4</b>	<b>2.1</b>
0241.HK	阿里健康	37.4	24.8	19.5	0.3	0.5	0.7
1515.HK	华润医疗	87.3	66.9	51.2	0.7	2.2	1.7
1833.HK	平安好医生	72.3	49.4	38.8	1.9	1.1	1.4
1951.HK	锦欣生殖	207.5	119.4	74.9	2.0	1.6	1.3
2359.HK	药明康德	211.8	118.7	102.4	2.8	1.5	6.4
6078.HK	海吉亚医疗	82.9	61.3	45.5	1.8	1.7	1.3
6618.HK	京东健康	16.5	14.1	13.0	0.4	0.8	1.6
0286.HK	爱帝宫	(36.5)	(40.9)	(57.6)	0.4	(3.8)	(2.0)

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 8 月 20 日

(3) 沪深股医药商业板块 2021-2023 年 PE 分别为 18.9/15.3/12.4 倍, 2021-2023 年 PEG 分别为 1.0/0.7/0.6 倍。

**表8: 沪深股医药商业板块 2021-2023 年 PE 分别为 18.9/15.3/12.4 倍, 2021-2023 年 PEG 分别为 1.0/0.7/0.6 倍**

证券代码	证券简称	PE			PEG		
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
	<b>沪深医药商业平均</b>	<b>18.9</b>	<b>15.3</b>	<b>12.4</b>	<b>1.0</b>	<b>0.7</b>	<b>0.6</b>
000028.SZ	国药一致	25.6	20.7	16.3	1.0	0.9	0.6
002727.SZ	一心堂	8.7	7.4	6.3	3.9	0.4	0.4
200028.SZ	一致 B	33.0	25.6	20.8	0.6	0.9	0.9
301015.SZ	百洋医药	39.1	30.0	23.5	1.3	1.0	0.9
301017.SZ	漱玉平民	28.0	21.9	17.2	1.0	0.8	0.6
600511.SH	国药股份	28.4	23.0	18.3	1.2	1.0	0.7
600998.SH	九州通	19.5	15.8	12.9	0.8	0.7	0.6
601607.SH	上海医药	18.2	15.2	12.6	0.9	0.8	0.6
603233.SH	大参林	13.8	12.0	10.3	0.7	0.8	0.6
603368.SH	柳药股份	7.4	6.3	5.3	0.5	0.3	0.3
603883.SH	老百姓	9.8	8.8	7.6	0.5	0.7	0.5
603939.SH	益丰药房	9.2	8.1	7.0	0.7	0.6	0.4
605266.SH	健之佳	4.8	4.2	3.6	0.3	0.3	0.2

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 8 月 20 日

(4) 港股医药商业板块 2021-2023 年 PE 分别为 6.8/5.9/5.1 倍, 2021-2023 年 PEG 分别为 0.5/0.4/0.3 倍。

**表9: 港股医药商业板块 2021-2023 年 PE 分别为 6.8/5.9/5.1 倍, 2021-2023 年 PEG 分别为 0.5/0.4/0.3 倍**

证券代码	证券简称	PE			PEG		
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
	<b>港股医药商业平均</b>	<b>6.8</b>	<b>5.9</b>	<b>5.1</b>	<b>0.5</b>	<b>0.4</b>	<b>0.3</b>
1099.HK	国药控股	6.8	6.0	5.2	0.53	0.48	0.32
2607.HK	上海医药	6.8	5.9	5.1	0.38	0.35	0.35

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 收盘价日期 2021 年 8 月 20 日, 公司盈利预测和估值数据来自 Wind 一致预期

(5) 沪深股中药板块 2021-2023 年 PE 分别为 28.4/22.4/18.1 倍, 2021-2023 年 PEG 分别为 1.2/1.2/1.1 倍。

**表10: 沪深股中药板块 2021-2023 年 PE 分别为 28.4/22.4/18.1 倍, 2021-2023 年 PEG 分别为 1.2/1.2/1.1 倍**

证券代码	证券简称	PE			PEG		
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
	<b>沪深中药平均</b>	<b>28.4</b>	<b>22.4</b>	<b>18.1</b>	<b>1.2</b>	<b>1.2</b>	<b>1.1</b>
002390.SZ	信邦制药	64.7	51.6	41.5	1.1	2.0	1.7
002603.SZ	以岭药业	17.6	14.7	12.5	0.5	0.7	0.7

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	PE			PEG		
600285.SH	羚锐制药	14.7	12.2	10.0	0.9	0.6	0.4
600535.SH	天士力	18.0	16.3	14.9	(2.4)	1.6	1.5
000423.SZ	东阿阿胶	32.1	18.9	14.0	0.0	0.3	0.4
000538.SZ	云南白药	19.8	18.0	16.3	5.0	1.8	1.6
000650.SZ	仁和药业	16.7	13.5	10.9	0.6	0.6	0.5
000999.SZ	华润三九	12.9	11.5	10.4	1.0	0.9	1.1
002287.SZ	奇正藏药	29.9	26.3	22.9	1.8	1.9	1.5
002317.SZ	众生药业	16.6	13.3	9.3	0.1	0.5	0.2
300181.SZ	佐力药业	30.8	20.4	14.7	0.5	0.4	0.4
600085.SH	同仁堂	37.7	33.9	31.2	2.8	3.0	3.5
600129.SH	太极集团	38.3	16.8	12.1	0.2	0.1	0.3
600211.SH	西藏药业	28.1	25.4	22.7	1.7	2.4	1.9
600329.SH	中新药业	27.2	22.3	18.4	1.1	1.0	0.9
600332.SH	白云山	13.5	11.5	0.0	0.6	0.7	0.0
600422.SH	昆药集团	11.9	10.2	8.6	0.5	0.6	0.5
600436.SH	片仔癀	101.1	81.9	67.2	4.2	3.5	3.1
600750.SH	江中药业	12.7	11.0	10.2	0.7	0.7	1.3
600976.SH	健民集团	24.8	18.6	14.5	0.3	0.6	0.5
603567.SH	珍宝岛	23.2	18.0	14.1	0.7	0.6	0.5
603896.SH	寿仙谷	32.3	26.4	21.4	1.2	1.2	0.9

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、羚锐制药，其余公司 PE 预测参考 Wind 一致预期；收盘价日期 2021 年 8 月 20 日

(6) 港股中药板块 2021-2023 年 PE 分别为 10.0/8.8/9.2 倍，2021-2023 年 PEG 分别为 0.8/0.7/0.7 倍。

**表11: 港股中药板块 2021-2023 年 PE 分别为 10.0/8.8/9.2 倍，2021-2023 年 PEG 分别为 0.8/0.7/0.7 倍**

证券代码	证券简称	PE			PEG		
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
	<b>港股中药平均</b>	<b>10.0</b>	<b>8.8</b>	<b>9.2</b>	<b>0.8</b>	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>
0570.HK	中国中药	8.7	7.4	6.0	0.74	0.41	0.26
0874.HK	白云山	7.8	6.7		0.33	0.39	
1666.HK	同仁堂科技	12.4	11.3		1.17	1.20	
1681.HK	康臣药业	5.4	4.6		0.42	0.28	
3613.HK	同仁堂国药	15.5	13.8	12.4	1.27	1.14	1.13

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：收盘价日期 2021 年 8 月 20 日，公司盈利预测和估值数据来自 Wind 一致预期

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：

**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。

**爱尔眼科：**从行业看，国家近视防控战略推动、高端术士及高端晶体应用增加、消费升级、眼保健意识提升等因素长期驱动量价齐升；公司围绕眼科生态圈的各项经营业务规模的内生增长与外延并购双轮驱动，持续提升运营管理能力，完善平台化的医教研体系，促进了市场占有率持续提高。

**通策医疗：**公司各总院在区域具影响力，定位百年老店，稳扎稳打，围绕总院，将打造多个区域“总院+分院”。利用杭口平海院区、城西、宁口巩固省内优势，持续新开分院进一步打开省内空间。长期看，公司通过多渠道降低人才+资金+技术+品牌壁垒，未来成长能力强，业绩确定性高，空间大。

**海吉亚医疗：**公司是肿瘤医疗服务领军企业，优质医生资源及高端放疗设备形成导流，建立较好口碑，提升患者数量，单床产出亦持续提升；集中及标准化的管理体系带来规模效应提升。公司持续扩大医院布局：山东聊城、山东德州、江苏苏州、江苏无锡以及福建龙岩新建 5 家在建医院，床位规模 800-1000 张，有望陆续于 2021-2023 年开业，

**三星医疗：**公司主营业务主要由两大板块构成：智能配用电相关设备板块（行业龙头）、医疗服务板块（最具增长潜力）；目前公司拥有 6 家医院，聚焦康复医疗，布局医学研一体化，为公司医院进行人才储备；此外，还有 3 家体检医院。2020 年医疗板块收入 14 亿元，营收占比 20%。2020 年公司新开医院加速，未来将会继续保持较高的开院速度，带来业绩增量，未来成长空间大。

**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；大力发展超轻资产模式加速开店，自 4 月 10 日侨城店开业，7 月 29 日公告拟于深圳市南山区新建月子中心（94 间房），预计于 21 年 9 月正式开业。按照公司 5 年新规划，20-25 年房间数量 CAGR 50%，在深圳之外的城市实现目标城市 20% 的市占率。

**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。

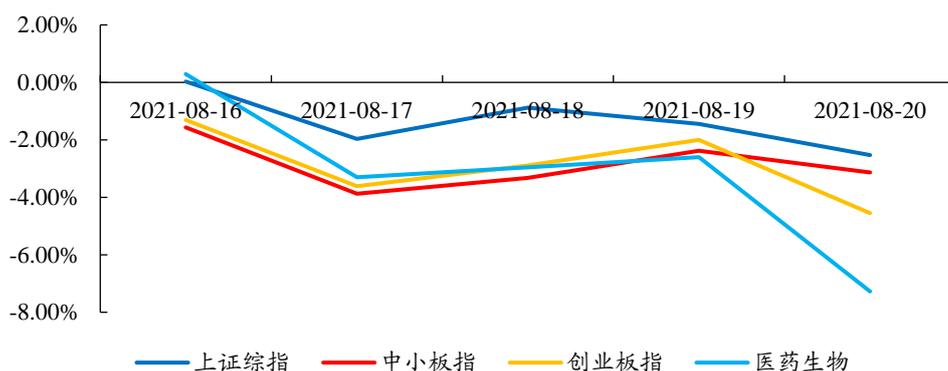
**羚锐制药：**2021年7月12日公司发布股权激励授予公告，激励覆盖面广，解锁条件高（以2020年净利润为基数，2021-2023年净利润增速分别不低于20%/44%/65.6%），有望增强企业凝聚力，激发员工积极性，带来业绩提升。

## 5、本周医药生物指数下跌 7.28%，细分子版块皆下跌

### 5.1、医药生物板块行情：本周医药生物指数同比下跌 7.28%，弱于上证 4.75pct

本周上证综指下跌 2.53%，报 3427.33，中小板下跌 3.13%，报 9352.26，创业板下跌 4.55%，报 3192.9。医药生物同比下跌 7.28%，报 10956.01，表现弱于上证 4.75 个 pct，弱于中小板 4.14 个 pct，弱于创业板 2.73 个 pct。

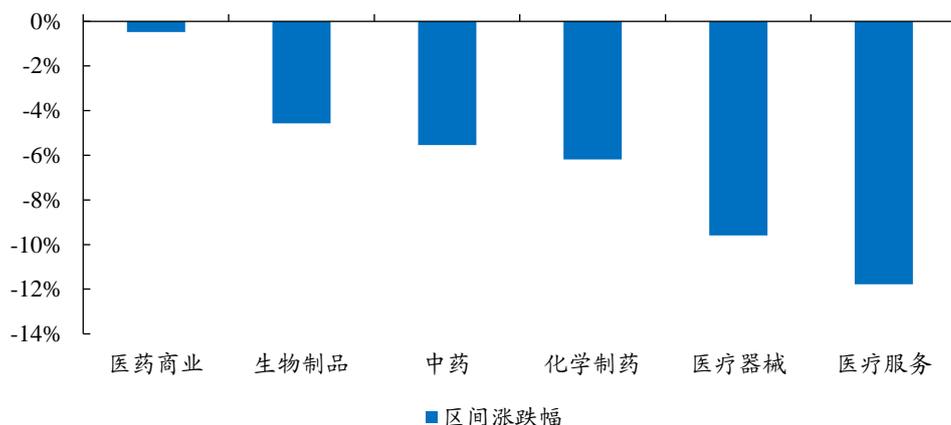
图5：本周医药生物指数同比下跌 7.28%，弱于上证 4.75pct



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 5.2、子板块行情：医药子版块整体下挫，医药商业跌幅最小，医疗服务跌幅最大

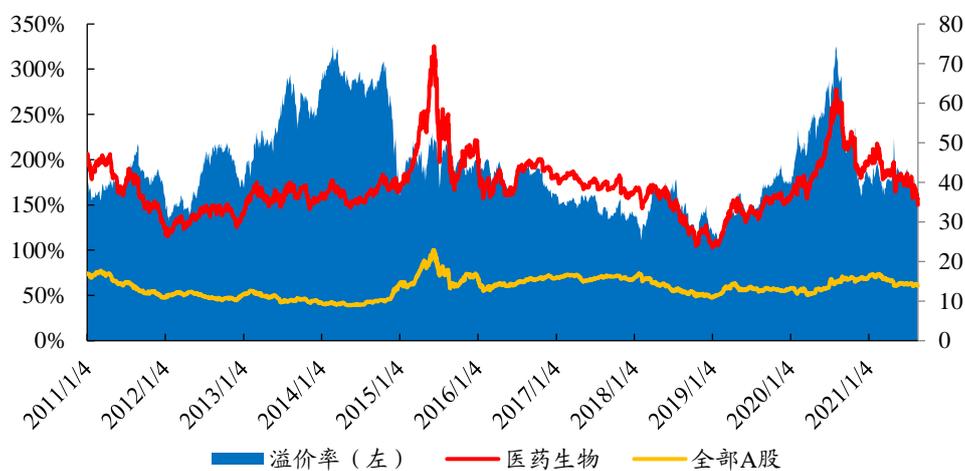
本周医药商业板块跌幅最小，下跌 0.48%；生物制品板块下跌 4.57%，中药板块下跌 5.54%，化学制药板块下跌 6.19%，医疗器械板块下跌 9.59%；医疗服务板块下跌幅度最大，下跌 11.77%。

**图6: 医药商业增幅最大, 化药、中药延续增长态势**


数据来源: Wind、开源证券研究所

### 5.3、医药市盈率行情: 医药生物估值 34.28 倍, 对全 A 股溢价率为 148.02%

全部 A 股估值为 13.82 倍, 医药生物估值为 34.28 倍, 对全部 A 股溢价率为 148.02%, 低于历史均值 44.71 个 pct(2011 年初至今)。各子行业分板块具体表现为: 化学制药 36.7 倍, 中药 30.7 倍, 生物制品 46 倍, 医药商业 15.6 倍, 医疗器械 20.5 倍, 医疗服务 77.2 倍。

**图7: 医药生物估值 34.28 倍, 对全 A 股溢价率为 148.02%**


数据来源: Wind、开源证券研究所

## 6、覆盖标的半年报业绩周度汇总

### 6.1、普洛药业: 业绩超市场预期, CDMO 业务快速增长

#### (1) 半年报业绩超预期

公司发布 2021 年半年报, 实现营业收入 42.77 亿元 (+7.15%), 归母净利润 5.53 亿元 (+28.86%), 扣非后归母净利润 5.03 亿元(+25.43%)。其中 2021 年 2 季度归母

净利润为 3.36 亿元 (+22.39%)，在 2020 年同期高基数之上仍然实现较高的同比增速，超市场预期。公司 CDMO 业务快速增长，“原料药+制剂”一体化优势不断体现，我们维持原盈利预测，预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 10.67 亿元、13.76 亿元和 17.40 亿元，EPS 分别为 0.91 元、1.17 元和 1.48 元，当前股价对应 PE 为 33.6 倍/26.1 倍/20.6 倍，维持“买入”评级。

### (2) CDMO 收入快速增长，项目数量再创新高

2021 年上半年公司 CDMO 实现收入 7.21 亿元 (+30.65%)，毛利率为 43.32%，较 2020 年同期增加 2.55 个百分点。目前 API 项目处于商业化供应的达到 8 个，验证阶段的达到 9 个，研发阶段的达到 22 个，各项目数同比显著增加，我们认为随着产品结构的不断升级 CDMO 业务毛利率仍有提升空间。项目数量和客户方面，进行中项目 250 个 (+71%)，其中研发阶段项目数 93 个 (+258%)，客户商业化阶段项目有 157 个 (+36.5%)；公司已与国内 126 家创新药企业签订保密协议，并与超过 30 家国内创新药公司开展了业务合作，形成了稳定的战略合作关系。我们认为商业化阶段项目的数量增加有助于公司 CDMO 业务收入体量持续增长，研发阶段项目数量的增长体现出公司技术实力的不断提升，未来有望承接更多前期项目，中长期来看能够为后端项目持续导流。

### (3) 制剂业务盈利能力提升，在建工程和资本开支增加驱动新一轮增长

2021 年上半年公司制剂收入为 4.02 亿元 (+9.46%)，毛利率为 64.60%，较 2020 年同期增加 10.65 个百分点，主要受益于新获批品种的进入集采（左氧氟沙星片等）以及安非他酮缓释片在美国的中标上市。注射用头孢他啶已经在第五批国家集采中中标，我们预计有望逐步贡献可观的业绩增量。目前公司在建工程和资本开支均处于近年来高位，在建/规划产能的逐步释放将驱动公司业绩持续增长。

## 6.2、老百姓：Q2 业绩加速增长超预期，星火模式持续推进

### (1) 2021Q2 业绩加速增长超预期，盈利能力显著提升，下半年业绩增长空间大

8 月 17 日，公司发布 2021 年中报：2021H1 公司实现营收 74.61 亿元 (+11.58%)；归母净利润 4.06 亿元 (+20.79%)；扣非净利润 3.63 亿元 (+18.38%)，经营现金流净额 10.63 亿元 (+134.86%)，公司业绩增长超预期。我们维持对公司的盈利预测不变，预计 2021-2023 年归母净利润分别为 7.86/9.74/12.32 亿元，对应 EPS 分别为 1.92/2.38/3.01 元/股，当前股价对应 PE 分别为 25.3/20.4/16.2 倍，估值具备性价比，维持“买入”评级。

### (2) 门店稳健扩张，持续推进星火模式，各类门店坪效提升趋势

截至 2021H1 公司门店数达到 7,680 家，其中直营门店 5,682 家、加盟门店 1,998 家。新增门店 1,290 家，其中直营门店 855 家（自建门店 496 家，资产性并购 124 家，股权并购 235 家），加盟门店 435 家。因公司发展规划及经营策略性调整关闭门店 143 家。分季度看，公司 Q1/Q2 分别新增直营店 582 家、273 家；加盟店 211 家、224 家，门店稳健扩张。持续推进星火模式。截至 2021H1，公司通过星火模式并购超 2100 家门店，遍布江苏、甘肃、内蒙等 9 个省份。7 月 16 日，公司公告称拟支付现金 2.1 亿元，收购华康大药房、江苏百佳惠、泰州隆泰源药房剩余股权，此次收购

有利于公司未来在江苏省整合管理，进一步完善网点布局；有利于整合上市公司资源，提升公司盈利能力，将更好地提升少数股东积极性，有利于星火式收购后，标的整合赋能管理和经营能力的提升。拟定增进一步加速扩张步伐。7月8日，公司收到证监会对定增预案的批复，该预案于6月21日申请获得证监会通过，此次定增拟募集资金总额不超过17.40亿元，用于新建药店、补充流动资金等，预计能够进一步加速公司扩张以及提升经营质量。

### （3）全方位提升门店专业服务能力

公司积极培养药事专业人才；不断提升承接处方外流能力；积极发展线上业务；加强会员管理；发展自有品牌打造商品竞争优势。

## 7、本月深度报告

### 7.1、盈康生命深度报告：肿瘤+康复全国连锁格局初现，借力海尔未来可期

#### （1）海尔赋能，打造全国肿瘤+康复服务连锁品牌，首次覆盖，给予“买入”评级

海尔控股后公司聚焦肿瘤+康复医疗赛道，深入推进“1+N+n”布局，器械+服务一体化提升规模效应，未来扩张空间大；我们预计2021-2023年收入分别为12.84/21.10/27.29亿元，归母净利润分别为1.61/2.92/3.94亿元，EPS分别为0.25/0.46/0.61元，当前股价对应P/E分别为71.3/39.3/29.2倍，与同类医疗服务公司相比具备估值性价比，首次覆盖，给予“买入”评级。

#### （2）服务+器械双轮驱动，全国布局蓝图框架初显，成长空间大

在医疗服务板块，公司实行“1+N+n”战略，目标在全国布局10家区域旗舰医疗中心（1），30家卫星医院（N），60家放疗中心（n），扩大服务半径，逐步实现医院的连锁化和品牌化。目前旗下共4家医院，其中四川友谊医院与拟注入的苏州广慈将作为旗舰医院，为后续布局打下人才储备基础，占领技术高地。2019年初，海尔承诺在未来60个月内会将旗下相关医院资产注入上市公司或转给第三方，以消除同业竞争。医疗器械板块，公司为国内头部伽玛刀龙头，装机量国内市场第一，在国际市场率先实现大型放疗设备自主出口；持续加大直线加速器、小质子刀等高端设备的研发，丰富产品线。从肿瘤治疗服务和肿瘤治疗设备两个维度，以放疗为核心，逐步向肿瘤治疗全场景延伸。

#### （3）海尔强大的医院运营能力、丰富的医院资产等全方位赋能公司发展

苏州广慈医院于2018年被海尔收购后，在海尔高效运营下，医院核心指标提升明显，如床位使用率从2017年的88%提升至2021H1的98%，床位周转天数从8.66天下降至7.51天，住院门诊人次和诊疗能力明显提升，净利率超7%，有望在其他医院得以复制。公司为旗下医院夯实基础，提供医疗事业、人才、科技、体验、供应链、投资拓展“六大平台”，提升医院标准化。资金方面，海尔通过非公开发行对公司进行资金支持，补充运营资金。同时，公司有望受益于海尔集团物联网等优势，打造“物联网肿瘤治疗康复综合生态品牌”。

## 7.2、羚锐制药深度报告：行稳致远中成药贴膏剂龙头

### （1）公司发展迈入新阶段，首次覆盖给予“买入”评级

羚锐制药是国内贴膏剂龙头企业，在 2011 年完成改制后公司业绩稳健增长，经营质量不断提升。公司于近期实施限制性股票激励计划和员工持股计划，彰显出对于未来业绩增长的信心。我们预计 2021-2023 年收入分别为 27.01/30.97/35.39 亿元，同比增长 15.8%/14.7%/14.3%，归母净利润为 3.77/4.53/5.54 亿元，同比增长 15.9%/20.0%/22.4%，当前股价对应 PE 分别为 15.0/12.5/10.2 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

### （2）老龄化和消费升级将驱动贴膏剂市场持续增长

2020 年第七次全国人口普查数据显示，我国 65 岁及以上人口比重达到 13.50%。随着 60 后“婴儿潮”一代进入 60 岁以上年龄段，我国老龄化趋势仍将延续。骨关节炎、关节疼痛、骨质增生等疾病在老年人群中的发病率要高于年轻人群，预计外用贴膏剂需求将持续增长。另一方面在中成药贴膏剂市场中存在大量单价低但销量大的长尾产品，我们认为随着人均医疗保健支出的增加，中成药贴膏剂市场也将迎来消费升级，为品牌 OTC 药品在院外自费市场的拓展和产品升级换代带来的客单价提升奠定了良好的基础。公司核心产品通络祛痛膏未来有望凭借品牌和疗效优势进一步提高市占率，中长期看将持续稳健增长。

### （3）产品梯队完善，多个品种均具有增长潜力

除通络祛痛膏外，公司多个二线品种也具有增长潜力。壮骨麝香止痛膏近年来销量在 7 亿贴/年左右，市场基础好，受众广泛，公司对原产品进行了升级，升级后毛利率和单帖毛利额也有所提升，预计其收入和毛利增速将超过销量增速。软膏剂产品在营销体系改革之后充分发挥公司在 OTC 渠道的销售优势，2020 年软收入实现快速增长。芬太尼透皮贴目前销售规模较小，但随着我国癌症患者疼痛管理水平的提升以及规范化疼痛治疗的推广，中长期来看芬太尼透皮贴仍有较大潜力。

## 7.3、皓元医药深度报告：立足研发和品牌，一体化赋能新药开发

### （1）前后端一体化发展路径清晰，打造核心技术平台，全流程助力药品研发

公司前后端一体化布局，全流程助力药品研发，打造六大核心技术平台，为客户提供从前端到后端全方位药品研发服务。前端工具化合物已打造品牌优势，稳步增长可期；后端特色仿制药的原料药和中间体及特色创新药 CDMO 业务双轮驱动，预计快速增长。我们预计 2021-2023 年收入分别为 8.74/11.90/16.28 亿元，归母净利润分别为 2.01/2.75/3.96 亿元，EPS 分别为 2.70/3.70/5.32 元，当前股价对应 PE 分别为 135.4/99.0/68.9 倍，鉴于公司业绩确定性较高，给予一定的估值溢价，首次覆盖，给予“买入”评级。

### （2）前端高质量高效率服务药品研发，打造品牌优势

高超的化学合成能力奠定发展基础，公司创始人团队均为香港大学化学系有机化学博士，在分子砌块和工具化合物领域，公司产品种类较为新颖、齐全，已打造“MCE”、“乐研”等自主品牌，终端客户已涵盖全球大部分生物医药研究机构和医

药公司（辉瑞、默沙东、礼来、NIH、中科院、上海药物所、北京大学、清华大学等），在行业内具有较高知名度。工具化合物产品被顶级期刊引用文献篇数逐年攀升，品牌效应不断积累，先发优势明显；起源于工具化合物的分子砌块业务快速发展。

### （3）后端特色仿制药原料药和中间体与创新药 CDMO 双轮驱动

特色仿制药原料药和中间体的下游客户多处于研发注册阶段，随着产品上市，客户需求量将大幅增加。皓元医药全程协助荣昌生物开发 ADC 抗肿瘤药物 RC48 上市，提供小分子药学研究和批量供应小分子物料。公司已开发 7 类特色的 PROTAC 工具分子库，包括 400 多种 PROTAC 新药开发相关产品。公司以高难度的 ADC 和 PROTAC 等创新药项目为突破口，拓展附加值更高的创新药 CDMO 业务，长期空间进一步打开。

## 7.4、药石科技深度报告：征战外包服务蓝海的分子砌块设计与合成专家

### （1）面向全球的创新型化学产品和服务的供应商

基于在创新分子砌块积累的优势，公司不断拓展创新药外包服务全产业链，纵向一体化布局“Non-GMP/GMP 中间体—原料药—制剂”等创新药 CDMO 业务，并进一步搭建了创新药物发现技术平台，为客户提供新药筛选服务。随着公司业务不断发展，我们预计 2021-2023 年营业收入分别是 14.15/20.04/27.59 亿元，归母净利润分别为 5.23/4.36/5.85 亿元，EPS 分别为 2.62/2.18/2.93 元，当前股价对应 PE 分别为 68.0/81.5/60.8 倍，估值合理，首次覆盖，给予“买入”评级。

### （2）分子砌块的壁垒在前端设计，公司为创新型分子砌块设计合成专家

我们认为创新分子砌块的壁垒在于前期的设计，而设计端更多的是来自科学家对药物化学的深刻理解，对创新药研发市场的敏锐的观察，这也是创新分子砌块设计开发的关键壁垒所在。药石科技现有分子砌块数量达到 86000 多种，在药物分子中扮演不同角色分子砌块的销售额均保持快速增长。

### （3）CDMO 产能释放叠加先进的化学与工程技术，确保业绩增量和长期竞争优势

公司通过收购+自建的方式布局中间体、原料药和药物制剂全产业链产能，破解制约 CDMO 业务发展的瓶颈，随着产能的逐步释放，公司业绩确定性较高。CDMO 企业的核心价值是以较低的成本为客户提供优质高效的服务，而先进的化学与工程技术是 CDMO 企业保持长期竞争优势的关键因素。公司持续加码新技术开发与应用，长期看将有助于提高服务效率，并且提升公司的盈利能力。

### （4）新药筛选崭露头角，募投项目进一步提升业务能力

2020 年 9 月，公司将 5 款苗头化合物转让给客户，单价为 200 万-300 万元；公司还以 1500 万元转让一款先导化合物给下游客户，两项合作验证了公司特色药筛平台的可行性和技术能力。南京研发中心升级改造建设项目投入运营，公司新药筛选平台业务能力将进一步提升，并为公司持续贡献业绩增量。

## 7.5、益丰药房深度报告：精益求精、拥抱创新，长期成长价值彰显

### （1）内生外延稳步扩张，精细化管理优势凸显

益丰药房长期坚持区域聚焦战略，门店可复制性强，内生增速稳健，并购门店盈利能力突出，公司积极承接处方外流，提升专业服务能力，通过精细化管理提升经营效率，业绩有望持续增长。我们预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 9.64/12.61/16.11 亿元，对应 EPS 分别为 1.34/1.75/2.24 元，当前股价对应 P/E 分别为 42.6/32.6/25.5 倍，益丰药房内生外延并进、精细化管理拉动业绩高速增长，未来成长空间大，给予一定估值溢价，首次覆盖，给予“买入”评级。

### （2）“内生+外延”并进，门店扩张提速拉动业绩高速增长

公司上市后开启了快速扩张阶段，2015-2020 年门店总数 CAGR 达 41.3%，截至 2021Q1，公司在湖南、湖北、上海等 9 个省市开设 6279 家连锁药店（含 693 家加盟店），区域话语权高。在内生发展方面，公司舰群型布局充分满足顾客需求、选址系统高度成熟化，2015-2020 年新开门店 CAGR32.7%，加速拉动公司业绩增长；2015-2020 年老店占比逐年提升，由 61.4%增长至 69.6%，净利率较高的老店占比带来较大利润弹性。外延扩张方面，公司近年并购步伐加快，收购标的连续超额完成业绩承诺，成为公司业绩高速增长重要推力。公司上市后募集资金集中于门店建设，例如于 2020 年 5 月发行 15.81 亿可转债，用于新建门店、老店升级以及补充运营资金，助力业绩增长。

### （3）承接处方外流、精细化管理助力业绩高增长可持续

在承接处方外流方面，公司加速建设 DTP 药房与慢病管理药房，提升会员黏性，截至 2020 年底，公司拥有 DTP 专业药房 40 余家；医保门店增长迅速，盈利能力有望加速提升，截至 2020 年底，公司拥有 4448 家医保定点门店，医保门店数占比由 62.3%增长至 83.05%。在精细化管理方面，公司自有品牌和独家品牌建设日益完善，多元化经营“大健康药房”新业态，配套先进的物流配送支持，提升会员黏性；持续建设 O2O 健康云服务平台，实现会员精准服务；建立海南益丰互联网医院，延伸服务场景，提升专业服务能力，赋能线下门店。

## 8、风险提示

行业黑天鹅事件、疫情恶化影响生产运营。

## 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R3（中风险），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专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、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（underperform）	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（underperform）	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