

## 医药生物

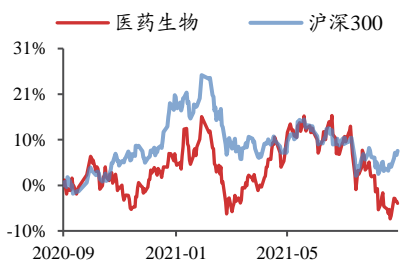
2021年09月12日

投资评级：看好（维持）

# 坚定看好康复医疗服务，市场潜力大，政策全方位支持

——行业周报

### 行业走势图



数据来源：聚源

蔡明子（分析师）

caimingzi@kysec.cn

证书编号：S0790520070001

### ● 一周观点：坚定看好康复医疗服务，市场潜力大，政策全方位支持

我国康复医疗服务行业保持较高的增长态势，2011-2018年中国康复医疗市场总消费从109亿增至583亿元，有望于2021年达到千亿市场规模，市场前景广阔。8月31日，国家医保局等八部门印发《深化医疗服务价格改革试点方案》（下称“试点方案”）。整体来看，试点方案的推行目的和意义为：（1）推动医疗机构实行精细化管理、优化收入结构、提升效率，实现高质量发展；（2）医保控费保障公立医院基本医疗需求，民营医院差异化竞争优势显现；（3）坚持问题导向、补齐制度短板。从民营医院的角度来看，价格强监管下对规范民营医院影响不大，龙头受益，但同时对其精细化管理提出更高要求。康复医疗服务作为特色专科，是民营医院与公立医院形成差异化竞争的方向，我们认为在政策的鼓励支持下，康复医疗服务有望实现快速发展。

### ● 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

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。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。

### ● 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、益丰药房、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、大参林、一心堂、健之佳、昭衍新药、美迪西、药明康德、康龙化成、凯莱英、泰格医药、博腾股份（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。

### 相关研究报告

《行业周报-《深化医疗服务价格改革试点方案》发布，完善医疗服务价格体系》-2021.9.5

《行业点评报告-《深化医疗服务价格改革试点方案》发布，完善医疗服务价格体系》-2021.9.1

《行业周报-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》-2021.8.22

## 目 录

|  |    |
|--|----|
| 1、一周观点：坚定看好康复医疗服务，市场潜力大，政策全方位支持.....               | 3  |
| 2、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.....             | 4  |
| 3、看好估值合理、基本面向好标的未来成长性.....                         | 7  |
| 4、本周医药生物指数上涨 3.00%，细分子板块均上涨.....                   | 12 |
| 4.1、医药生物板块行情：本周医药生物指数同比上涨 3.00%，弱于上证 0.39pct.....  | 12 |
| 4.2、子板块行情：医药子板块均实现上涨，医疗服务涨幅最大.....                 | 12 |
| 4.3、医药市盈率行情：医药生物估值 33.77 倍，对全部 A 股溢价率为 138.6%..... | 13 |
| 5、风险提示.....  | 13 |

## 图表目录

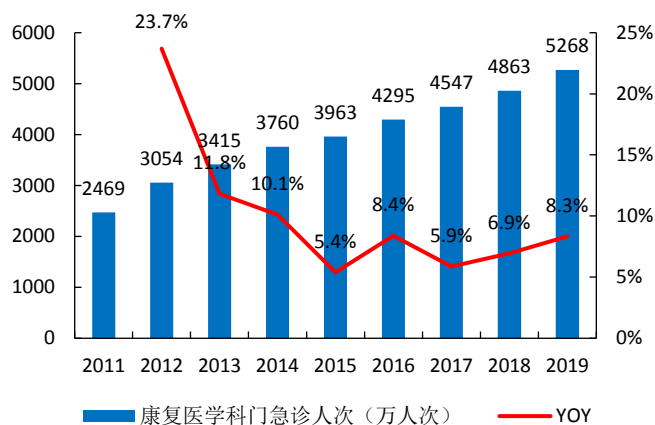
|   |    |
|---|----|
| 图 1：我国康复医院、康复医学科门急诊人数逐年提升.....  | 3  |
| 图 2：我国康复医院、康复医学科出院人数逐年提升.....   | 3  |
| 图 3：中国康复医疗服务有望在 2021 年成为千亿规模市场.....   | 3  |
| 图 4：近五年医药外包公司的国内业务复合增速较高.....   | 6  |
| 图 5：本周医药生物指数同比上涨 3.00%，弱于上证 0.39pct.....  | 12 |
| 图 6：医药子板块均实现增长，医疗服务涨幅最大.....  | 13 |
| 图 7：医药生物估值 33.77 倍，对全部 A 股溢价率为 138.6%.....  | 13 |
| 表 1：国内创新药公司对外授权创新药项目药物类型多样.....   | 5  |
| 表 2：创新药公司与医药外包公司进行了全面深入的合作.....   | 7  |
| 表 3：沪深股医疗服务板块 2021-2023 年 PE 分别为 105.8/61.2/44.8 倍，2021-2023 年 PEG 分别为 5.5/1.6/1.4 倍..... | 8  |
| 表 4：港股医疗服务板块 2021-2023 年 PE 分别为 112.2/69.7/52.0 倍，2021-2023 年 PEG 分别为 1.4/1.4/1.9 倍.....  | 8  |
| 表 5：沪深股医药商业板块 2021-2023 年 PE 分别为 18.4/15.0/12.2 倍，2021-2023 年 PEG 分别为 1.1/0.7/0.5 倍.....  | 9  |
| 表 6：港股医药商业板块 2021-2023 年 PE 分别为 7.0/6.1/5.3 倍，2021-2023 年 PEG 分别为 0.5/0.4/0.3 倍.....      | 9  |
| 表 7：沪深股中药板块 2021-2023 年 PE 分别为 29.0/23.0/18.3 倍，2021-2023 年 PEG 分别为 1.4/1.1/1.0 倍.....    | 10 |
| 表 8：港股中药板块 2021-2023 年 PE 分别为 9.7/8.5/8.9 倍，2021-2023 年 PEG 分别为 0.8/0.6/0.7 倍.....        | 10 |

## 1、一周观点：坚定看好康复医疗服务，市场潜力大，政策全方位支持

(1) 康复医疗服务具备较大发展潜力，中国康复医疗服务有望在 2021 年达到千亿规模市场

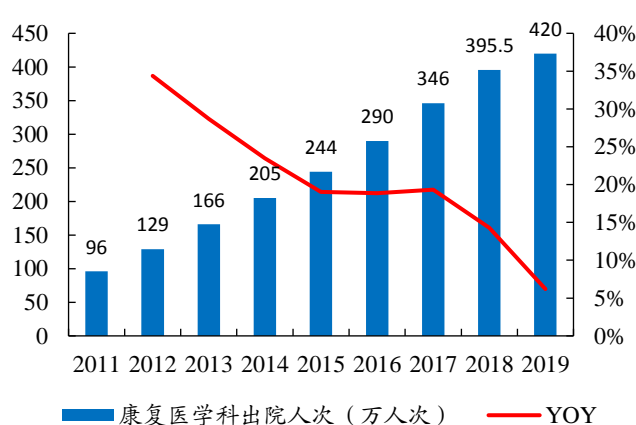
在人口老龄化、政策推动、康复理念等因素推动下，康复医疗服务具备较大发展潜力。康复医疗服务目前规模较小，如根据《2020 年中国卫生健康统计年鉴》，2019 年我国康复医学科床位仅占医疗卫生机构总床位数 3.09%，而康复科的上游科室中的外科床位数占比高达 16.97%；但行业保持较高的增长态势，2011-2018 年中国康复医疗市场总消费从 109 亿增至 583 亿元，CAGR26.9%，量价拆分来看，2018 年门急诊+住院人数共 5258.5 万人，增速 7.5%，按门急诊与住院合计人次计算的客单价为 1109 元，增速 7.6%。

图1：我国康复医院、康复医学科门急诊人数逐年提升



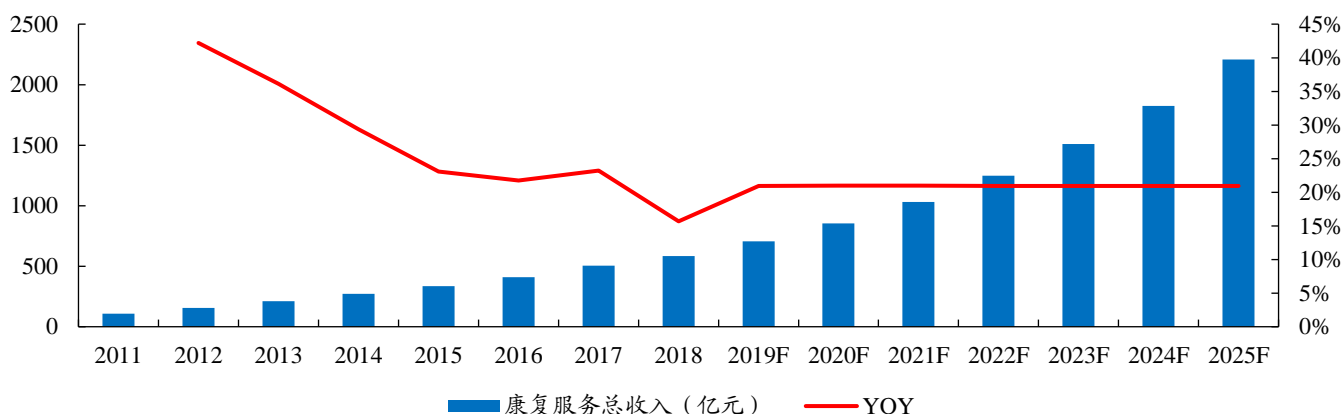
数据来源：卫健委、开源证券研究所

图2：我国康复医院、康复医学科出院人数逐年提升



数据来源：卫健委、开源证券研究所

图3：中国康复医疗服务有望在 2021 年成为千亿规模市场



数据来源：毕马威《康复医疗趋势引领新蓝海》、开源证券研究所

注：F 代表预测

(2) 政策完善医疗服务价格体系，推动康复医疗服务供给增加、服务质量提升，康复医疗服务全面受益

2021年8月31日，国家医保局等八部门印发《深化医疗服务价格改革试点方案》（下称“试点方案”）。整体来看，试点方案的推行目的和意义为：（1）推动医疗机构实行精细化管理、优化收入结构、提升效率，实现高质量发展；（2）医保控费保障公立医院基本医疗需求，民营医院差异化竞争优势显现；（3）坚持问题导向、补齐制度短板。从民营医院的角度来看，价格强监管下对规范民营医院影响不大，龙头受益，但同时对其精细化管理提出更高要求。康复医疗服务作为特色专科，是民营医院与公立医院形成差异化竞争的方向，我们认为在政策的鼓励支持下，康复医疗服务有望实现快速发展。

2021年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。意见主要分为5部分：健全完善康复医疗服务体系、加强康复医疗人才培养和队伍建设、提高康复医疗服务能力、创新康复医疗服务模式、加大支持保障力度。整体来看，意见聚焦康复医疗服务行业供给不足现状，就机构、床位、人才数量的增长提出了要求，同时兼顾供给端质量，即提高康复医疗服务能力，还通过提出创新康复医疗服务模式进一步缓解供需不均的现状。意见还提出鼓励社会办医，并支持规模化、连锁化的康复医疗中心建设，利好民营康复医院的发展。为保障康复行业发展，意见提到加大对康复行业的支持保障力度，从康复医疗服务价格优化、落实29项医保支付管理、优化康复医疗专业人员薪酬机制等方面保障康复医疗行业发展能够加快推进。

## 2、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审评制度改革、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1: 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 | 呋喹替尼                                   | 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                              |
| 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                        |

| 时间   | 交易项目   | 药物类型   | 原研企业 | 获授权企业    |
|------|--------|--------|------|----------|
| 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

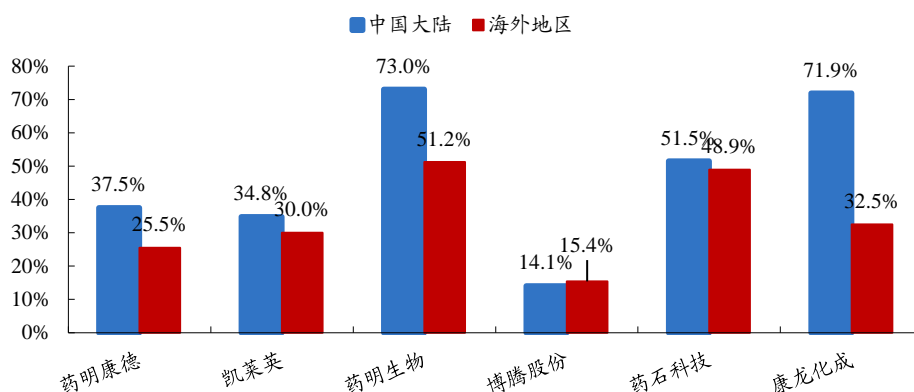
## (2) 创新药企业与医药外包公司深度合作，行业高景气刚刚开始

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，新兴创新医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2: 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:** 昭衍新药、美迪西、药明康德、康龙化成、凯莱英、泰格医药、博腾股份等(以上排名不分先后)。

## 3、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 105.8/61.2/44.8 倍, 2021-2023 年 PEG 分别为 5.5/1.6/1.4 倍。

**表3: 沪深股医疗服务板块 2021-2023 年 PE 分别为 105.8/61.2/44.8 倍, 2021-2023 年 PEG 分别为 5.5/1.6/1.4 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>105.8</b> | <b>61.2</b> | <b>44.8</b> | <b>5.5</b> | <b>1.6</b> | <b>1.4</b> |
| 000516.SZ       | 国际医学 | 386.5        | 56.7        | 40.3        | 12.0       | 0.1        | 1.0        |
| 300143.SZ       | 盈康生命 | 55.7         | 30.7        | 22.8        | 2.2        | 0.4        | 0.7        |
| 002044.SZ       | 美年健康 | 39.1         | 31.3        | 24.1        | 0.9        | 1.3        | 0.8        |
| 688222.SH       | 成都先导 | 163.9        | 90.6        | 56.2        | 45.4       | 1.1        | 0.9        |
| 688202.SH       | 美迪西  | 170.4        | 102.8       | 67.0        | 1.7        | 1.6        | 1.3        |
| 600763.SH       | 通策医疗 | 104.0        | 77.8        | 59.3        | 2.1        | 2.3        | 1.9        |
| 603127.SH       | 昭衍新药 | 123.0        | 94.4        | 72.4        | 3.0        | 3.1        | 2.4        |
| 300015.SZ       | 爱尔眼科 | 102.7        | 78.1        | 60.0        | 2.8        | 2.5        | 2.0        |
| 688315.SH       | 诺禾致源 | 89.9         | 63.2        | 43.7        | 0.2        | 1.5        | 1.0        |
| 300759.SZ       | 康龙化成 | 107.8        | 79.8        | 59.8        | 4.8        | 2.3        | 1.8        |
| 603259.SH       | 药明康德 | 96.2         | 72.8        | 55.4        | 2.1        | 2.3        | 1.8        |
| 300347.SZ       | 泰格医药 | 66.1         | 54.9        | 45.6        | 4.7        | 2.7        | 2.2        |
| 688076.SH       | 诺泰生物 | 61.0         | 42.9        | 30.5        | 1.6        | 1.0        | 0.7        |
| 688621.SH       | 阳光诺和 | 86.3         | 63.2        | 44.3        | 2.2        | 1.7        | 1.0        |
| 603882.SH       | 金域医学 | 26.4         | 28.7        | 25.9        | 1.5        | (3.6)      | 2.4        |
| 603108.SH       | 润达医疗 | 14.4         | 11.2        | 8.9         | 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 9 月 10 日

(2) 港股医疗服务板块 2021-2023 年 PE 分别为 112.2/69.7/52.0 倍, 2021-2023 年 PEG 分别为 1.4/1.4/1.9 倍。

**表4: 港股医疗服务板块 2021-2023 年 PE 分别为 112.2/69.7/52.0 倍, 2021-2023 年 PEG 分别为 1.4/1.4/1.9 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>112.2</b> | <b>69.7</b> | <b>52.0</b> | <b>1.4</b> | <b>1.4</b> | <b>1.9</b> |
| 0286.HK         | 爱帝宫   | 32.2         | 21.4        | 16.8        | 0.2        | 0.4        | 0.6        |
| 6078.HK         | 海吉亚医疗 | 83.6         | 64.0        | 49.0        | 0.7        | 2.1        | 1.6        |
| 1951.HK         | 锦欣生殖  | 78.4         | 53.6        | 42.1        | 2.0        | 1.2        | 1.5        |
| 6618.HK         | 京东健康  | 233.6        | 125.9       | 74.5        | 2.2        | 1.5        | 1.1        |
| 0241.HK         | 阿里健康  | 246.8        | 139.2       | 117.5       | 3.4        | 1.8        | 6.4        |
| 2359.HK         | 药明康德  | 93.9         | 69.4        | 51.5        | 2.1        | 2.0        | 1.5        |
| 1515.HK         | 华润医疗  | 16.8         | 14.5        | 12.7        | 0.4        | 0.9        | 0.9        |
| 1833.HK         | 平安好医生 | (34.5)       | (39.1)      | (62.1)      | 0.5        | (3.3)      | (1.7)      |

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 9 月 10 日

(3) 沪深股医药商业板块 2021-2023 年 PE 分别为 18.4/15.0/12.2 倍, 2021-2023 年 PEG 分别为 1.1/0.7/0.5 倍。



**表5: 沪深股医药商业板块 2021-2023 年 PE 分别为 18.4/15.0/12.2 倍, 2021-2023 年 PEG 分别为 1.1/0.7/0.5 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>18.4</b> | <b>15.0</b> | <b>12.2</b> | <b>1.1</b> | <b>0.7</b> | <b>0.5</b> |
| 603883.SH | 老百姓             | 25.1        | 20.2        | 16.0        | 0.9        | 0.8        | 0.6        |
| 600998.SH | 九州通             | 9.7         | 8.3         | 7.0         | 4.3        | 0.5        | 0.4        |
| 603939.SH | 益丰药房            | 38.4        | 29.6        | 23.2        | 1.3        | 1.0        | 0.8        |
| 301015.SZ | 百洋医药            | 31.8        | 24.6        | 20.0        | 0.6        | 0.8        | 0.9        |
| 603233.SH | 大参林             | 26.5        | 20.7        | 16.3        | 1.2        | 0.7        | 0.6        |
| 301017.SZ | 漱玉平民            | 27.5        | 22.2        | 17.7        | 1.1        | 0.9        | 0.7        |
| 002727.SZ | 一心堂             | 17.5        | 14.2        | 11.6        | 0.7        | 0.6        | 0.5        |
| 605266.SH | 健之佳             | 17.5        | 14.5        | 12.0        | 0.8        | 0.7        | 0.6        |
| 600511.SH | 国药股份            | 13.9        | 12.1        | 10.4        | 0.7        | 0.8        | 0.6        |
| 603368.SH | 柳药股份            | 7.6         | 6.5         | 5.4         | 0.6        | 0.4        | 0.3        |
| 601607.SH | 上海医药            | 10.1        | 9.0         | 7.7         | 0.4        | 0.7        | 0.5        |
| 000028.SZ | 国药一致            | 9.5         | 8.3         | 7.2         | 0.7        | 0.6        | 0.4        |
| 200028.SZ | 一致 B            | 4.6         | 4.1         | 3.5         | 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、益丰药房, 其余公司 PE 预测参考 Wind 一致预期; 收盘价日期 2021 年 9 月 10 日

(4) 港股医药商业板块 2021-2023 年 PE 分别为 7.0/6.1/5.3 倍, 2021-2023 年 PEG 分别为 0.5/0.4/0.3 倍。

**表6: 港股医药商业板块 2021-2023 年 PE 分别为 7.0/6.1/5.3 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>7.0</b> | <b>6.1</b> | <b>5.3</b> | <b>0.5</b> | <b>0.4</b> | <b>0.3</b> |
| 1099.HK | 国药控股            | 6.7        | 6.0        | 5.1        | 0.52       | 0.47       | 0.31       |
| 2607.HK | 上海医药            | 7.2        | 6.2        | 5.4        | 0.40       | 0.37       | 0.36       |

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 收盘价日期 2021 年 9 月 10 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 29.0/23.0/18.3 倍, 2021-2023 年 PEG 分别为 1.4/1.1/1.0 倍。

**表7: 沪深股中药板块 2021-2023 年 PE 分别为 29.0/23.0/18.3 倍, 2021-2023 年 PEG 分别为 1.4/1.1/1.0 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>29.0</b> | <b>23.0</b> | <b>18.3</b> | <b>1.4</b> | <b>1.1</b> | <b>1.0</b> |
| 002390.SZ | 信邦制药          | 64.1        | 51.1        | 41.1        | 1.0        | 2.0        | 1.7        |
| 002603.SZ | 以岭药业          | 17.2        | 14.4        | 12.2        | 0.5        | 0.7        | 0.7        |
| 600285.SH | 羚锐制药          | 16.5        | 13.7        | 11.2        | 1.0        | 0.7        | 0.5        |
| 600535.SH | 天士力           | 20.1        | 18.2        | 16.6        | (2.6)      | 1.7        | 1.7        |
| 000423.SZ | 东阿阿胶          | 46.2        | 22.6        | 15.9        | 0.0        | 0.2        | 0.4        |
| 000538.SZ | 云南白药          | 21.4        | 19.3        | 17.5        | 11.1       | 1.8        | 1.6        |
| 000650.SZ | 仁和药业          | 18.3        | 14.9        | 12.0        | 0.6        | 0.6        | 0.5        |
| 000999.SZ | 华润三九          | 14.0        | 12.4        | 11.4        | 0.6        | 1.0        | 1.3        |
| 002287.SZ | 奇正藏药          | 20.0        | 30.5        | 26.7        | 0.2        | (0.9)      | 1.9        |
| 002317.SZ | 众生药业          | 17.8        | 14.3        | 10.0        | 0.1        | 0.6        | 0.2        |
| 300181.SZ | 佐力药业          | 37.2        | 24.7        | 17.8        | 0.6        | 0.5        | 0.5        |
| 600085.SH | 同仁堂           | 39.4        | 34.3        | 30.2        | 2.4        | 2.4        | 2.2        |
| 600129.SH | 太极集团          | 35.8        | 16.3        | 10.7        | 0.1        | 0.1        | 0.2        |
| 600211.SH | 西藏药业          | 25.4        | 22.9        | 20.5        | 1.5        | 2.1        | 1.7        |
| 600329.SH | 中新药业          | 24.9        | 20.1        | 16.4        | 0.7        | 0.8        | 0.7        |
| 600332.SH | 白云山           | 14.2        | 12.1        | 0.0         | 0.6        | 0.7        | 0.0        |
| 600422.SH | 昆药集团          | 12.8        | 11.0        | 9.3         | 0.5        | 0.7        | 0.5        |
| 600436.SH | 片仔癀           | 99.1        | 80.1        | 65.5        | 4.1        | 3.4        | 2.9        |
| 600750.SH | 江中药业          | 14.5        | 12.6        | 11.4        | 0.9        | 0.8        | 1.0        |
| 600976.SH | 健民集团          | 22.3        | 16.8        | 13.0        | 0.2        | 0.5        | 0.5        |
| 603567.SH | 珍宝岛           | 24.5        | 19.0        | 14.9        | 0.7        | 0.7        | 0.5        |
| 603896.SH | 寿仙谷           | 31.8        | 23.8        | 18.4        | 1.0        | 0.7        | 0.6        |

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 9 月 10 日

(6) 港股中药板块 2021-2023 年 PE 分别为 9.7/8.5/8.9 倍, 2021-2023 年 PEG 分别为 0.8/0.6/0.7 倍。

**表8: 港股中药板块 2021-2023 年 PE 分别为 9.7/8.5/8.9 倍, 2021-2023 年 PEG 分别为 0.8/0.6/0.7 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>9.7</b> | <b>8.5</b> | <b>8.9</b> | <b>0.8</b> | <b>0.6</b> | <b>0.7</b> |
| 0570.HK | 中国中药          | 8.4        | 7.3        | 6.1        | 0.61       | 0.48       | 0.33       |
| 0874.HK | 白云山           | 8.1        | 6.9        |            | 0.34       | 0.40       |            |
| 1666.HK | 同仁堂科技         | 12.6       | 11.5       |            | 1.19       | 1.22       |            |
| 1681.HK | 康臣药业          | 4.6        | 3.9        |            | 0.35       | 0.23       |            |
| 3613.HK | 同仁堂国药         | 14.9       | 13.0       | 11.8       | 1.43       | 0.89       | 1.13       |

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 收盘价日期 2021 年 9 月 10 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。

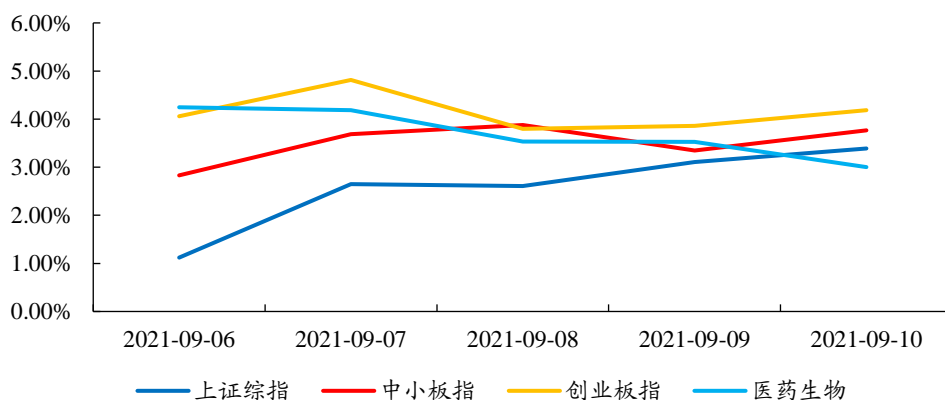
**羚锐制药：**2021年7月12日公司发布股权激励授予公告，激励覆盖面广，解锁条件高（以2020年净利润为基数，2021-2023年净利润增速分别不低于20%/44%/65.6%），有望增强企业凝聚力，激发员工积极性，带来业绩提升。

## 4、本周医药生物指数上涨 3.00%，细分子板块均上涨

### 4.1、医药生物板块行情：本周医药生物指数同比上涨 3.00%，弱于上证 0.39pct

本周上证综指上涨 3.39%，报 3703.11，中小板上涨 3.77%，报 9682.34，创业板上涨 4.19%，报 3232.01。医药生物同比上涨 3.00%，报 11123.98，表现弱于上证 0.39 个 pct，弱于中小板 0.77 个 pct，弱于创业板 1.18 个 pct。

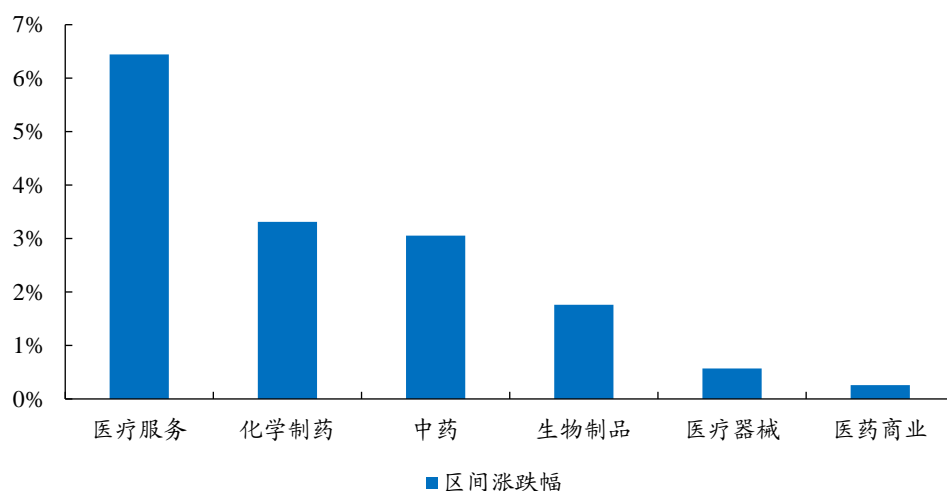
**图5：本周医药生物指数同比上涨 3.00%，弱于上证 0.39pct**



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 4.2、子板块行情：医药子板块均实现上涨，医疗服务涨幅最大

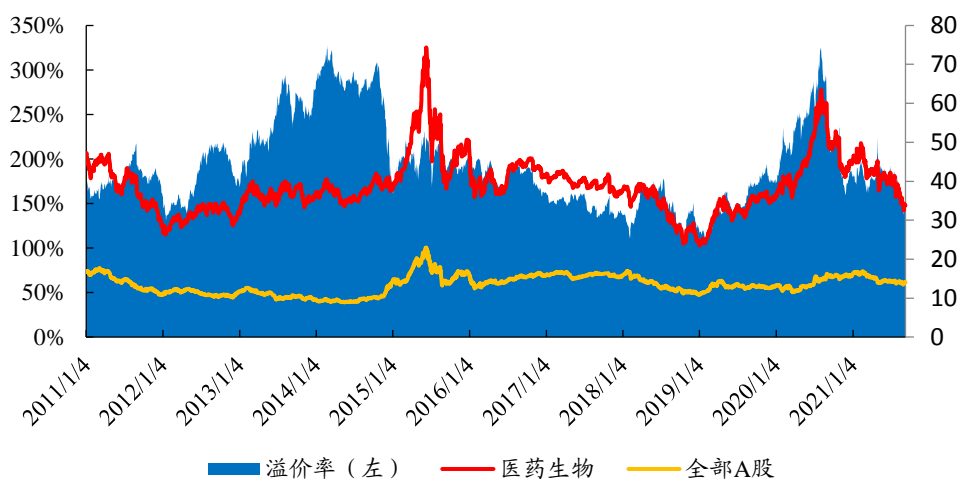
本周医疗服务板块涨幅最大，上涨 6.44%；化学制药板块上涨 3.31%，中药板块上涨 3.05%，生物制品板块上涨 1.76%，医疗器械板块上涨 0.57%；医药商业板块上涨 0.26%。

**图6: 医药子板块均实现增长, 医疗服务涨幅最大**


数据来源: Wind、开源证券研究所

#### 4.3、医药市盈率行情: 医药生物估值 33.77 倍, 对全部 A 股溢价率为 138.6%

全部 A 股估值为 14.15 倍, 医药生物估值为 33.77 倍, 对全部 A 股溢价率为 138.6%, 低于历史均值 53.86 个 pct (2011 年初至今)。各子行业分板块具体表现为: 化学制药 38.3 倍, 中药 30 倍, 生物制品 38.6 倍, 医药商业 15.3 倍, 医疗器械 20.4 倍, 医疗服务 81.6 倍。

**图7: 医药生物估值 33.77 倍, 对全部 A 股溢价率为 138.6%**


数据来源: Wind、开源证券研究所

## 5、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