

## 医药生物

2021年09月26日

## 政策鼓励医疗器械国产替代，国产器械前景广阔

——行业周报

投资评级：看好（维持）

蔡明子（分析师）

古意涵（联系人）

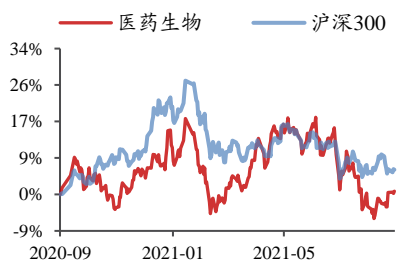
caimingzi@kysec.cn

guyihan@kysec.cn

证书编号：S0790520070001

证书编号：S0790121020007

### 行业走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《行业深度报告-政策+需求双轮驱动下的优质赛道》-2021.9.24

《行业周报-持续看好医疗服务板块投资价值，政策支持社会办医基调不变》-2021.9.19

《行业周报-坚定看好康复医疗服务，市场潜力大，政策全方位支持》-2021.9.12

#### ● 一周观点：部分地区已出台政策鼓励医疗器械国产替代，国产器械前景广阔

我们看好国产医疗器械企业在公立医院扩建以及集采背景下，提升产品的市占率，实现国产替代。第一，国家鼓励公立医院建设，释放医疗器械市场需求，且部分地区已经出台政策鼓励优先采购国产设备，国产厂商受益；第二，近期人工关节集采以及此前的药物球囊集采部分厂家中标价格仍在出厂价以上，对利润影响较小，且进口产品价格较高，国内企业有望实现产品迅速放量，迅速提升产品的市占率，加速国产替代；第三，核心数据安全防护的重要性越来越受到重视，医疗设备智能化、信息化水平日益提升，有利于加速国产器械进入医疗机构。

#### ● 一周观点：持续看好康复产业链，市场空间广阔，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，根据毕马威《康复医疗趋势引领新蓝海》数据，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。6月国家发布的《关于加快推进康复医疗工作发展的意见》对康复医疗及相关产业链构成重大利好，全方位补充康复医疗供给缺口，提升康复医疗服务水平，支持社会力量办医，康复医疗服务板块未来具备较大发展潜力，康复器械板块在康复医疗服务扩容下也有望迎来快速发展。

#### ● 一周观点：从小分子新冠药物的研发，看CRO在产业链的价值

通过回顾Molnupiravir的临床前及临床一期的开发过程，我们看到与CRO公司的合作大大提升了Molnupiravir的研发速度。在Molnupiravir开发过程中，研发人员、药监部门及CRO公司为尽快批准安全有效的新冠药物上市，通力合作，在保障质量的前提下快速推进临床试验的进行。在创新药的开发中，时间至关重要，如何尽早上市是研究者考虑的最重要的问题之一，与CRO公司合作可以加快研发项目的推进速度，契合研究者的需求。我们认为CRO公司全流程深入参与新药开发的趋势会不断加强，提高CRO公司渗透率，扩大市场空间。我们看好新冠小分子药物的商业价值以及创新药产业链持续的高景气，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：**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：**迈瑞医疗、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。

## 目 录

1、一周观点：政策鼓励医疗器械国产替代，国产医疗器械企业受益.....	3
2、一周观点：从小分子新冠药物的研发，看 CRO 在产业链的价值.....	5
3、看好估值合理、基本面向好标的未来成长性.....	6
4、本周医药生物指数上涨 0.27%，细分子板块涨跌参半.....	11
4.1、医药生物板块行情：本周医药生物指数同比上涨 0.27%，强于上证 0.3 个 pct.....	11
4.2、子板块行情：医药子板块有涨有跌，医疗器械涨幅最大.....	11
4.3、医药市盈率行情：医药生物估值 34.79 倍，对全部 A 股溢价率为 152.15%.....	12
5、本月深度报告：康复医疗服务行业——政策+需求双轮驱动下的优质赛道.....	12
6、风险提示.....	13

## 图表目录

图 1：与 CRO 合作提升了 Molnupiravir 的研发速度（单位：周）.....	6
图 2：本周医药生物同比上涨 0.27%，表现强于上证 0.3 个 pct.....	11
图 3：医药子板块有涨有跌，医疗器械涨幅最大.....	12
图 4：医药生物估值 34.79 倍，对全部 A 股溢价率为 152.15%.....	12

表 1：政策鼓励优先采购国产设备，国产厂商受益.....	3
表 2：多款新冠小分子药物处于不同研发阶段.....	5
表 3：沪深股医疗服务板块 2021-2023 年 PE 分别为 119.3/69.0/50.4 倍，2021-2023 年 PEG 分别为 6.0/1.8/1.5 倍.....	7
表 4：港股医疗服务板块 2021-2023 年 PE 分别为 113.0/67.7/48.3 倍，2021-2023 年 PEG 分别为 1.4/1.3/1.7 倍.....	7
表 5：沪深股医药商业板块 2021-2023 年 PE 分别为 18.3/14.8/12.0 倍，2021-2023 年 PEG 分别为 1.0/0.7/0.5 倍.....	8
表 6：港股医药商业板块 2021-2023 年 PE 分别为 6.7/5.9/5.1 倍，2021-2023 年 PEG 分别为 0.4/0.4/0.3 倍.....	8
表 7：沪深股中药板块 2021-2023 年 PE 分别为 28.6/22.8/18.2 倍，2021-2023 年 PEG 分别为 2.6/1.1/1.0 倍.....	9
表 8：港股中药板块 2021-2023 年 PE 分别为 9.2/8.1/2.8 倍，2021-2023 年 PEG 分别为 0.7/0.6/0.1 倍.....	9

## 1、一周观点：政策鼓励医疗器械国产替代，国产医疗器械企业受益

**(1) 国家鼓励公立医院建设，释放医疗器械市场需求，且部分地区已出台政策鼓励优先采购国产设备，国产厂商受益**

疫情以来，国家鼓励公立医院建设，保障医疗资源供给，全国兴起了公立医院建设热潮，6月17日，国家发改委发布关于印发《“十四五”优质高效医疗卫生服务体系建设实施方案》的通知，明确各级医疗机构应加强设备配置，医疗器械市场需求有望进一步释放，为医疗器械厂商带来更多机会。

政策支持国产医疗设备和医用耗材，鼓励提高国产医用设备配置水平，引导医疗机构优先采购和使用国产医用耗材，有利于国产厂商提升市占率，同时也将鼓励国产厂商不断突破技术壁垒，缩小与进口企业的技术差距。

**表1：政策鼓励优先采购国产设备，国产厂商受益**

发布时间	发布机构	文件	要点
2015.3.6	国务院	《国务院办公厅关于印发全国医疗卫生服务体系规划纲要（2015-2020年）的通知》	根据功能定位、医疗技术水平、学科发展和群众健康需求，坚持资源共享和阶梯配置，引导医疗机构合理配置适宜设备，逐步提高国产医用设备配置水平，降低医疗成本。
2015.4.23	国务院	《国务院办公厅关于全面推开县级公立医院综合改革的实施意见》	床位规模按照功能定位、当地医疗服务需求等情况予以核定。严禁县级公立医院自行举债建设和举债购置大型医用设备，鼓励县级公立医院使用国产设备和器械。省级卫生计生行政部门和中医药管理部门要筛选包括中医中药技术在内的一批适宜医疗技术在县级公立医院推广应用。严格控制超越县级公立医院功能定位或疗效不明确、费用高昂的医疗技术、大型医用设备的引进和应用。
2015.4.26	国务院	《国务院关于印发深化医药卫生体制改革 2014 年工作总结和 2015 年重点工作任务的通知》	从严控制公立医院床位规模、建设标准和大型医用设备配备。公立医院优先配置使用国产医用设备和器械。严禁公立医院举债建设、超标准装修和超规划配置大型医用设备。
2015.5.6	国务院	《国务院关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》	公立医院优先配置国产医用设备。
2015.10.10	国家发改委	《财政部办公厅关于申报 2015 年外国政府贷款备选项目的通知》	购置医疗设备的项目在同等条件下应优先采购国产设备
2015.10.27	国家卫计委	《关于印发控制公立医院医疗费用不合理增长的若干意见的通知》	实施高值医用耗材阳光采购，在保证质量的前提下鼓励采购国产高值医用耗材。
2016.10.25	国务院	《“健康中国 2030”规划纲要》	大力发展医疗健康服务贸易，推动医药企业走出去和国际产业合作，提高国际竞争力。到 2030 年，具有自主知识产权新药和诊疗装备国际市场份额大幅提高，高端医疗设备市场国产化率大幅提高，实现医药工业中高速发展和向中高端迈进，跨入世界制药强国行列。
2016.10.31	国务院	《国务院关于加快发展康复辅助器具产业的若干意见》	健全政府采购机制，国产产品能够满足要求的原则上须采购国产产品。
2016.3.4	国务院	《国务院办公厅关于促进医药产业健康发展的指导意见》	严格落实《中华人民共和国政府采购法》规定，国产药品和医疗器械能够满足要求的，政府采购项目原则上须采购国产

发布时间	发布机构	文件	要点
			产品，逐步提高公立医疗机构国产设备配置水平。
2016.7.14	河北省政府办公厅	《关于进一步深化公立医院综合改革的指导意见》	公立医院优先配备国产医用设备，在保障医疗质量的前提下，优先采购和使用国产医用耗材。
2016.7.14	山西省政府办公厅	《山西省省级公立医院综合改革实施方案》	实行药品器械医用耗材价格公示制度，在省级采购平台公开各公立医院每一品规药品器械医用耗材采购价格。在保障医疗质量的前提下，优先采购和使用国产器械和耗材。
2016.8.17	黑龙江药政处	黑龙江省卫生计生委关于启动血管介入类医用耗材网上阳光采购的通知	医疗机构采购医用耗材应综合考虑医用耗材品牌、品种、数量、价格及供应企业提供的真实、有效的参考价，鼓励采购国产医用耗材。
2016.8.23	安徽省财政厅	《安徽省人民政府办公厅关于印发促进医药产业健康发展实施方案的通知》	严格落实《中华人民共和国政府采购法》，国家药品和医疗器械能够满足要求的，政府采购项目原则上须采购国产产品。
2017.10.19	国家卫健委	关于政协十二届全国委员会第五次全体会议第 0692 号（医疗体育类 079 号）提案答复的函	加强需求管理，明确采购需求要符合相关标准，应当体现支持国产的要求，采用通用参数，不歧视国产设备，不以某家进口产品为标准设定技术参数，组织采购活动时，落实政府采购政策，优先采购国产设备。
2017.11.3	辽宁卫健委	《辽宁省公立医疗机构药品、医用耗材和医疗设备采购管理与考核细则》	鼓励优先使用国产产品。
2017.4.12	四川省财政厅	《四川省财政厅关于公布 2017 年度省级政府采购进口产品清单的通知》	财政部门核准的政府采购进口产品清单内的产品，仅表明允许纳入政府采购范围，如国内同类产品能满足采购需求，则应优先采购国内产品。
2017.7.13	广州市人民政府	《广州地区公立医院综合改革实施方案》	要求严格控制公立医院床位规模、建设标准和大型医用设备配置，鼓励优先购置国产医用设备。
2018.11.23	四川省政府办公厅	《四川省深化医药卫生体制改革近期重点工作任务》	支持医疗器械国产化，促进创新产品应用推广。
2018.3.8	北京市卫健委	《关于印发北京市医疗机构医用耗材采购管理规范的通知》	在保证质量的前提下，鼓励采购国产医用耗材。
2018.5.18	四川省卫健委	《四川省推进大型医院高质量发展实施意见》	合理配置适宜医学装备，与医院功能定位、临床服务需求相适应，优先选择国产医用设备耗材，建立信息化环境下的医院设备、物资、物流精细化管理制度。
2018.8.20	国务院	《深化医药卫生体制改革 2018 年下半年重点工作任务》	推进医疗器械国产化，促进创新产品应用推广。
2018.9.26	江西省政府办公厅	《江西省深化医药卫生体制改革 2018 年下半年重点工作任务》	推进医疗器械国产化，促进创新产品应用推广。
2020.3.27	贵州卫健委	关于印发《贵州省高值医用耗材网上阳光采购实施方案》的通知	鼓励优先采购国产高值医用耗材。
2021.1.11	西藏自治区财政厅	《西藏自治区 2021—2022 年度政府集中采购目录及采购限额标准》	政府采购应当采购本国货物、工程和服务，并执行节能产品、环境标志产品、循环、低碳、再生、有机产品、中小企业、福利企业、创新产品等政府采购政策。
2021.8.4	新疆维吾尔自治区财政厅	《新疆维吾尔自治区 2021-2022 年度政府集中采购目录及标准》	注重发挥政府采购政策引导作用，体现优先采购本国产品、节能产品、环保产品，以及支持自主创新、中小企业发展等政策。

资料来源：各单位官网、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

### (2) 集采中标价格对利润影响较小，对于进口产品降价幅度较大，有利于国产企业实现以价换量，加速国产替代

9月14日，国家医保局组织全国所有省份形成采购联盟，开展人工关节集中带量采购，涉及人工髋关节、人工膝关节。拟中标结果已经出炉，共有48家企业参与本次集采，44家中选，中选率92%，平均降价82%。

9月23日，江苏省医保局发布《关于开展省际联盟冠脉药物涂层球囊带量采购的公告》。文件指出，根据国家医保局工作安排，多省组成联盟，建立“省际联盟冠脉药物涂层球囊采购办公室”，针对“冠脉药物涂层球囊”开展集采，推动冠脉介入类高值医用耗材协同降价。药物球囊此前已在广东省联盟（广东、江西、河南、广西、陕西、青海、宁夏）、上海和北京开展集采，价格平均降幅44.45%，最高降幅52.84%。

部分厂家中标价格仍在出厂价以上，对利润影响较小。此外，进口产品价格较高，国内企业有望通过低价策略，实现产品迅速放量，迅速提升产品的市占率，加速国产替代。

### (3) 医疗设备信息化有利于加速国产器械进入医疗机构

核心数据安全防护的重要性越来越受到重视，医疗设备智能化、信息化水平日益提升，有利于加速国产器械进入医疗机构。

### (4) 推荐及受益标的

我们看好国产医疗器械企业在公立医院扩建以及集采背景下，提升产品的市占率，实现国产替代，受益标的：迈瑞医疗、乐普医疗、心脉医疗、先瑞达医疗、大博医疗、威高骨科、微创医疗、春立医疗等。

## 2、一周观点：从小分子新冠药物的研发，看CRO在产业链的价值

随着新冠疫情的常态化，人类对安全有效的新冠小分子药物的需求越来越明确。目前全球也有多款新冠小分子药物处于不同的研发阶段，其中由吉利德开发的瑞德西韦最早获FDA批准上市，截止2021年上半年，瑞德西韦的销售额接近51亿美元，显示出新冠小分子药物较大的商业价值。

表2：多款新冠小分子药物处于不同研发阶段

研发公司	药物名称	作用机制	在研进度	适应症
吉利德科学	瑞德西韦	RNA 聚合酶抑制剂	2020.10 获批上市	用于治疗 12 岁及以上、体重至少 40 公斤的需要住院治疗的成人和儿童 COVID-19
礼来/ Incyte	巴瑞替尼	JAK 抑制剂	2020.11 EUA	1) 与瑞德西韦联用后用于成年住院患者、2 岁及以上的儿童住院患者；2) 用于需要供氧的住院患者
开拓药业	普克鲁胺	AR 拮抗剂	2021.7 巴拉圭 EUA	用于新冠住院患者的治疗
罗氏/Atca	AT-527	RNA 聚合酶抑制剂	临床三期	轻/中度 COVID-19 住院患者
默沙东/ Ridgeback	Molnupiravir	RNA 聚合酶抑制剂	临床三期	轻/中度 COVID-19 患者
辉瑞	PF-07321332	3CLpro 抑制剂	临床三期	轻症 COVID-19 患者

资料来源：各公司官网，开源证券研究所

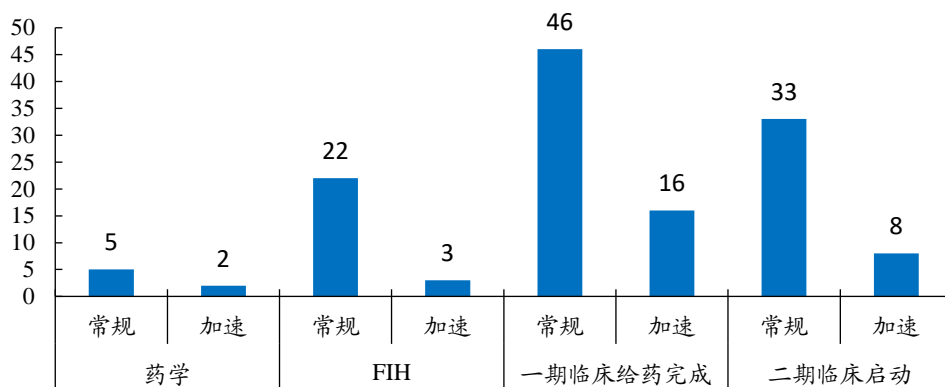
请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

在多款新冠小分子药物研发过程中，CRO 公司在加速药物开发中扮演着重要的角色。通过回顾 Molnupiravir 的临床前及临床一期的开发过程，我们看到与 CRO 公司的合作大大提升了 Molnupiravir 的研发速度。

药学阶段，在临床试验开始的第 17 天，CRO 公司即提供了 cGMP 标准的 API 样品，并在第 18 天完成 API 结构的验证；生物分析阶段，CRO 公司在 2 周内完成了测定血药浓度方法的开发及验证工作，而在常规的临床试验中，生物分析方法的建立往往需要 5 周左右的时间。

首次人体给药（FIH）阶段，与 CRO 的合作中，Molnupiravir 项目开始的第 23 天即完成首次人体给药，而在常规临床试验中完成 FIH 通常需要 22 周的时间。另外，在与 CRO 合作中，完成一期临床受试者全部给药仅需要 16 周的时间，而常规试验中需要长达 46 周的时间。

**图1：与 CRO 合作提升了 Molnupiravir 的研发速度（单位：周）**



数据来源：Trials、开源证券研究所

在 Molnupiravir 开发过程中，我们看到研发人员、药监部门及 CRO 公司为尽快批准安全有效的新冠药物上市，通力合作，在保障质量的前提下快速推进临床试验的进行。

在创新药的开发中，时间至关重要，如何尽早上市是研究者考虑的最重要的问题之一，与 CRO 公司合作可以加快研发项目的推进速度，契合研究者的需求。我们认为 CRO 公司全流程深入参与新药开发的趋势会不断加强，提高 CRO 公司渗透率，扩大市场空间。

### 推荐及受益标的

我们看好新冠小分子药物的商业价值以及创新药产业链持续的高景气，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：天宇股份、泰格医药、药明康德、康龙化成、凯莱英、昭衍新药、美迪西、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 119.3/69.0/50.4 倍，2021-2023 年 PEG 分别为 6.0/1.8/1.5 倍。

**表3: 沪深股医疗服务板块 2021-2023 年 PE 分别为 119.3/69.0/50.4 倍, 2021-2023 年 PEG 分别为 6.0/1.8/1.5 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>119.3</b>	<b>69.0</b>	<b>50.4</b>	<b>6.0</b>	<b>1.8</b>	<b>1.5</b>
000516.SZ	国际医学	439.6	64.5	45.9	13.6	0.1	1.1
300143.SZ	盈康生命	54.2	29.9	22.1	2.1	0.4	0.6
002044.SZ	美年健康	39.8	31.8	24.5	0.9	1.3	0.8
688222.SH	成都先导	174.2	96.3	59.7	48.3	1.2	1.0
688202.SH	美迪西	187.0	112.8	73.5	1.9	1.7	1.4
600763.SH	通策医疗	123.3	92.3	70.4	2.5	2.8	2.3
603127.SH	昭衍新药	144.4	110.4	84.5	3.5	3.6	2.8
300015.SZ	爱尔眼科	118.7	90.1	69.2	3.2	2.8	2.3
688315.SH	诺禾致源	94.4	66.4	45.9	0.2	1.6	1.0
300759.SZ	康龙化成	119.8	88.9	66.6	5.3	2.6	2.0
603259.SH	药明康德	103.1	78.0	59.4	2.2	2.4	1.9
300347.SZ	泰格医药	73.8	61.2	50.5	5.1	2.9	2.4
688076.SH	诺泰生物	67.1	47.2	33.5	1.7	1.1	0.8
688621.SH	阳光诺和	128.1	93.8	65.7	3.3	2.6	1.5
603882.SH	金域医学	26.5	28.7	26.0	1.5	(3.6)	2.4
603108.SH	润达医疗	14.4	11.2	9.0	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 24 日

(2) 港股医疗服务板块 2021-2023 年 PE 分别为 113.0/67.7/48.3 倍, 2021-2023 年 PEG 分别为 1.4/1.3/1.7 倍。

**表4: 港股医疗服务板块 2021-2023 年 PE 分别为 113.0/67.7/48.3 倍, 2021-2023 年 PEG 分别为 1.4/1.3/1.7 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>113.0</b>	<b>67.7</b>	<b>48.3</b>	<b>1.4</b>	<b>1.3</b>	<b>1.7</b>
0286.HK	爱帝宫	30.9	20.5	16.1	0.2	0.4	0.6
6078.HK	海吉亚医疗	71.7	54.9	42.1	0.6	1.8	1.4
1951.HK	锦欣生殖	74.3	50.8	39.9	1.9	1.1	1.5
6618.HK	京东健康	289.6	142.3	74.1	2.8	1.4	0.8
0241.HK	阿里健康	208.4	117.5	99.2	2.9	1.5	5.4
2359.HK	药明康德	100.8	74.5	55.3	2.2	2.1	1.6
1515.HK	华润医疗	15.5	13.3	11.7	0.4	0.8	0.8
1833.HK	平安好医生	(30.9)	(36.2)	(60.6)	0.5	(2.5)	(1.5)

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 24 日

(3) 沪深股医药商业板块 2021-2023 年 PE 分别为 18.3/14.8/12.0 倍, 2021-2023 年 PEG 分别为 1.0/0.7/0.5 倍。

**表5: 沪深股医药商业板块 2021-2023 年 PE 分别为 18.3/14.8/12.0 倍, 2021-2023 年 PEG 分别为 1.0/0.7/0.5 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>18.3</b>	<b>14.8</b>	<b>12.0</b>	<b>1.0</b>	<b>0.7</b>	<b>0.5</b>
603883.SH	老百姓	23.9	19.3	15.2	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	37.3	28.8	22.6	1.3	1.0	0.8
301015.SZ	百洋医药	33.6	26.0	21.2	0.7	0.9	0.9
603233.SH	大参林	25.9	20.3	16.0	1.2	0.7	0.6
301017.SZ	漱玉平民	28.6	23.1	18.4	1.2	1.0	0.7
002727.SZ	一心堂	16.8	13.6	11.1	0.6	0.6	0.5
605266.SH	健之佳	16.5	13.7	11.4	0.8	0.7	0.5
600511.SH	国药股份	13.5	11.8	10.1	0.7	0.8	0.6
603368.SH	柳药股份	7.6	6.4	5.4	0.6	0.4	0.3
601607.SH	上海医药	9.9	8.8	7.5	0.4	0.7	0.4
000028.SZ	国药一致	9.5	8.3	7.2	0.7	0.6	0.5
200028.SZ	一致 B	4.6	4.0	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 24 日

(4) 港股医药商业板块 2021-2023 年 PE 分别为 6.7/5.9/5.1 倍, 2021-2023 年 PEG 分别为 0.4/0.4/0.3 倍。

**表6: 港股医药商业板块 2021-2023 年 PE 分别为 6.7/5.9/5.1 倍, 2021-2023 年 PEG 分别为 0.4/0.4/0.3 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>6.7</b>	<b>5.9</b>	<b>5.1</b>	<b>0.4</b>	<b>0.4</b>	<b>0.3</b>
1099.HK	国药控股	6.5	5.7	4.9	0.51	0.46	0.30
2607.HK	上海医药	7.0	6.0	5.2	0.39	0.36	0.35

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 收盘价日期 2021 年 9 月 24 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 28.6/22.8/18.2 倍, 2021-2023 年 PEG 分别为 2.6/1.1/1.0 倍。



**表7: 沪深股中药板块 2021-2023 年 PE 分别为 28.6/22.8/18.2 倍, 2021-2023 年 PEG 分别为 2.6/1.1/1.0 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>28.6</b>	<b>22.8</b>	<b>18.2</b>	<b>2.6</b>	<b>1.1</b>	<b>1.0</b>
002390.SZ	信邦制药	58.2	46.4	37.3	0.9	1.8	1.5
002603.SZ	以岭药业	17.0	14.2	12.1	0.5	0.7	0.7
600285.SH	羚锐制药	16.6	13.8	11.3	1.0	0.7	0.5
600535.SH	天士力	20.0	18.1	16.5	(2.6)	1.7	1.7
000423.SZ	东阿阿胶	47.5	23.2	16.4	0.0	0.2	0.4
000538.SZ	云南白药	22.8	20.5	18.6	37.5	1.8	1.8
000650.SZ	仁和药业	17.5	14.1	11.4	0.6	0.6	0.5
000999.SZ	华润三九	14.0	12.4	11.3	0.5	1.0	1.2
002287.SZ	奇正藏药	21.6	33.0	28.9	0.2	(1.0)	2.0
002317.SZ	众生药业	19.4	15.5	10.9	0.1	0.6	0.3
300181.SZ	佐力药业	36.5	24.2	17.5	0.6	0.5	0.5
600085.SH	同仁堂	36.1	31.5	27.7	2.2	2.2	2.0
600129.SH	太极集团	34.6	15.7	10.4	0.1	0.1	0.2
600211.SH	西藏药业	24.6	22.2	19.9	1.5	2.1	1.7
600329.SH	中新药业	23.4	18.9	15.5	0.7	0.8	0.7
600332.SH	白云山	13.8	11.8	0.0	0.6	0.7	0.0
600422.SH	昆药集团	12.4	10.7	9.0	0.5	0.7	0.5
600436.SH	片仔癀	98.6	79.9	65.2	4.0	3.4	2.9
600750.SH	江中药业	14.8	12.9	11.6	0.9	0.9	1.1
600976.SH	健民集团	22.9	17.2	13.4	0.2	0.5	0.5
603567.SH	珍宝岛	26.2	20.3	15.9	0.8	0.7	0.6
603896.SH	寿仙谷	31.5	24.6	19.3	1.1	0.9	0.7

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 24 日

(6) 港股中药板块 2021-2023 年 PE 分别为 9.2/8.1/2.8 倍, 2021-2023 年 PEG 分别为 0.7/0.6/0.1 倍。

**表8: 港股中药板块 2021-2023 年 PE 分别为 9.2/8.1/2.8 倍, 2021-2023 年 PEG 分别为 0.7/0.6/0.1 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>9.2</b>	<b>8.1</b>	<b>2.8</b>	<b>0.7</b>	<b>0.6</b>	<b>0.1</b>
0570.HK	中国中药	7.6	6.6	5.6	0.56	0.44	0.30
0874.HK	白云山	7.4	6.3		0.31	0.37	
1666.HK	同仁堂科技	12.4	11.3		1.17	1.20	
1681.HK	康臣药业	4.5	3.9		0.35	0.23	
3613.HK	同仁堂国药	14.1	12.3	0.0	1.35	0.85	0.00

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 收盘价日期 2021 年 9 月 24 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。

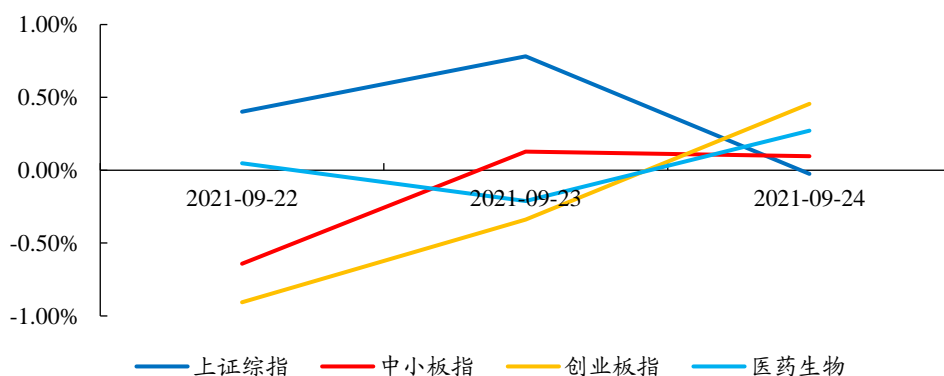
**羚锐制药:** 2021年7月12日公司发布股权激励授予公告, 激励覆盖面广, 解锁条件高(以2020年净利润为基数, 2021-2023年净利润增速分别不低于20%/44%/65.6%), 有望增强企业凝聚力, 激发员工积极性, 带来业绩提升。

## 4、本周医药生物指数上涨 0.27%，细分子板块涨跌参半

### 4.1、医药生物板块行情：本周医药生物指数同比上涨 0.27%，强于上证 0.3 个 pct

本周(9月20日-9月26日)上证综指下跌0.02%, 报3613.06, 中小板上涨0.1%, 报9464.91, 创业板上涨0.46%, 报3207.82。医药生物同比上涨0.27%, 报11447.33, 表现强于上证0.3个pct, 强于中小板0.18个pct, 弱于创业板0.18个pct。

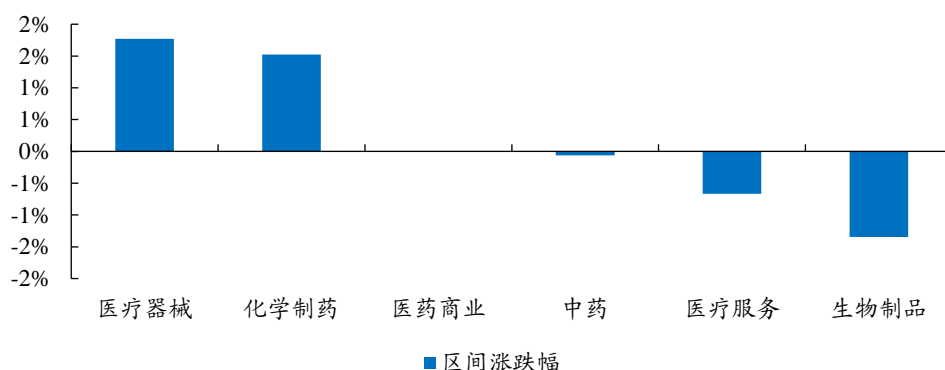
**图2: 本周医药生物同比上涨 0.27%，表现强于上证 0.3 个 pct**



数据来源: Wind、开源证券研究所

### 4.2、子板块行情：医药子板块有涨有跌，医疗器械涨幅最大

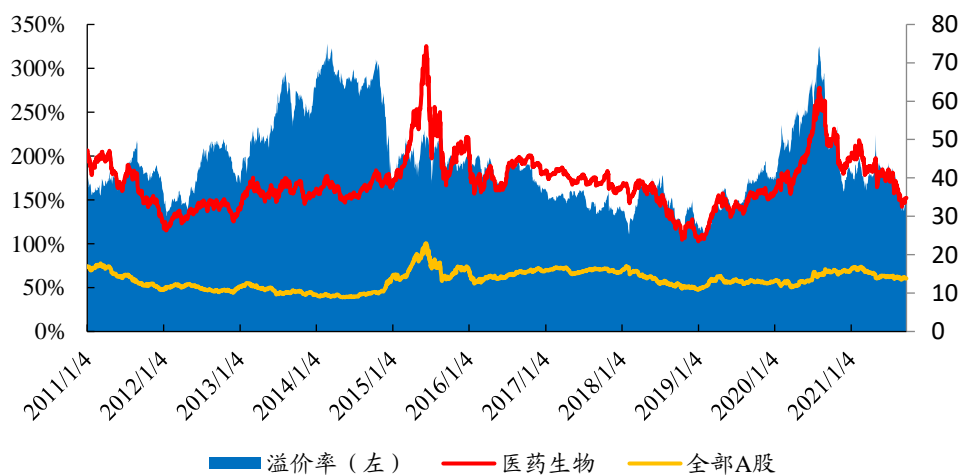
本周(9月20日-9月26日)医疗器械板块涨幅最大, 上涨1.77%; 化学制药板块上涨1.53%, 医药商业板块下跌0.01%, 中药板块下跌0.06%, 医疗服务板块下跌0.67%; 生物制品板块下跌幅度最大, 下跌1.35%。

**图3: 医药子板块有涨有跌, 医疗器械涨幅最大**


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 34.79 倍, 对全部 A 股溢价率为 152.15%

全部 A 股估值为 13.8 倍, 医药生物估值为 34.79 倍, 对全部 A 股溢价率为 152.15%, 低于历史均值 40.17 个 pct(2011 年初至今)。各子行业分板块具体表现为: 化学制药 39.8 倍, 中药 29.8 倍, 生物制品 37.3 倍, 医药商业 15 倍, 医疗器械 21.4 倍, 医疗服务 89.6 倍。

**图4: 医药生物估值 34.79 倍, 对全部 A 股溢价率为 152.15%**


数据来源: Wind、开源证券研究所

## 5、本月深度报告: 康复医疗服务行业——政策+需求双轮驱动下的优质赛道

### (1) 康复医疗服务供不应求, 转诊机制下民营增长空间大, 维持“看好”评级

康复医疗服务能够降低临床致残率, 提高患者的自理能力和生存质量, 在一定情况下还能够降低住院费用, 在医疗体系中拥有重要的医学、经济和社会价值。康复医疗终端受益者众多, 各细分市场的需求覆盖度较低, 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。从康复医疗服务供需来看，医院康复医学科为康复服务主要提供者，但综合医院康复医学科设立不足，缺口集中于二级综合医院。康复医院的床位供给保持较快增长，单家医院床位规模有逐渐扩大趋势，以民营为主导。结合需求来看，早期康复介入较为缺乏，二级及以下康复医疗机构人才、设备资源较少，导致各级康复医疗机构间转诊渠道不通畅。在供需严重不均情况下，民营康复医院能够对康复服务供给起到重要补充，且转诊机制下拥有自然获客来源，凭借差异化优势发展空间大。

### **(2) 行业助推因素：政策、医保、医院、医生等促进康复医疗服务持续扩大**

从政策来看，我国政策持续推动康复医疗服务供给扩大，《关于加快推进康复医疗工作发展的意见》对康复医疗及相关产业链构成重大利好，《深化医疗服务价格改革试点方案》为康复类以技术劳务为主的医疗医技学科提供发展新机遇。从医保来看，康复医疗纳入医保范围项目逐步增加，支付方式从服务付费发展至按床日付费，目前探索 DRGs 支付，逐步提高支付合理性。从医院端来看，在降低药占比，改善医疗服务的趋势下，医院端对医疗服务更加重视，且在转诊机制下，民营康复医疗机构运营压力减少，专注提升医疗服务能力。从医生端来看，通过促进原有医疗人才转型，以及加大康复医学生培养力度扩大康复人才储备。

### **(3) 康复医疗适合民营医院发展：进入壁垒较低、爬坡快、盈利能力较强**

康复医院对高价值设备、高级康复治疗师的依赖性较低，降低运营门槛。康复医院一般筹建期为 1-1.5 年，公立医院在加快床位周转的动力下，有意愿将需康复患者向康复医院转诊，由此民营康复医院获客成本低，在拥有一定品牌力及充足医生资源下，盈亏平衡周期偏短，且盈利能力稳步提升，有望达到 20% 左右净利率。从竞争格局来看，优质康复医院集中于北京、长三角及珠三角地区，民营康复医院尚未形成大连锁龙头，行业集中度分散，随着三级医疗康复体系逐步完善，转诊机制逐步健全，预计民营康复医院能够迎来快速发展，而具备区位优势、特色专科、强大管理能力、更多人才储备的民营康复医院拥有更大竞争优势。

### **(4) 推荐及受益标的**

我们认为以下标的已经具备一定康复医疗服务规模，旗下康复医院凭借差异化优势经营良好，未来具备较大发展潜力，推荐标的：盈康生命、国际医学；受益标的：三星医疗、华邦健康、大湖股份、澳洋健康、和佳医疗。同时，康复器械板块在康复医疗服务扩容下也有望迎来快速发展，推荐标的：翔宇医疗；受益标的：伟思医疗、普门科技。

## **6、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