

医药生物

2021年10月06日

估值切换下医药板块投资价值凸显

——行业周报

投资评级：看好（维持）

蔡明子（分析师）

古意涵（联系人）

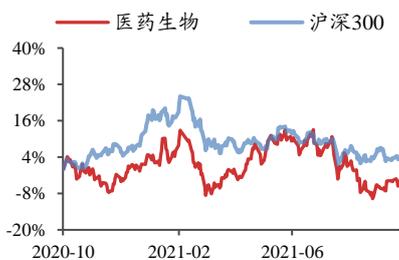
caimingzi@kysec.cn

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

《行业点评报告-《“十四五”全民医疗保障规划》发布，进一步推进医疗保障高质量发展》-2021.9.30

《行业深度报告-全球视野下的朝阳行业，孕育世界级企业的摇篮》-2021.9.29

《行业周报-政策鼓励医疗器械国产替代，国产器械前景广阔》-2021.9.26

● 一周观点：《“十四五”全民医疗保障规划》发布，推进医疗保障高质量发展

9月29日，国务院办公厅发布印发《“十四五”全民医疗保障规划》的通知，进一步推进医疗保障高质量发展，民营医疗有望受益。（1）健全多层次医疗保障制度体系，推进医保、医疗、医药协同。《通知》对集采药品品种、耗材品种提出明确目标，有利于挤出药耗水分，降低药耗收入占比，循序渐进地优化医疗服务价格，技术劳务为主的医疗医技学科有望迎来新机遇，消费型医疗服务受益。（2）优化医疗保障协同治理。目前我国医保支付方式多元化，以病种付费为主，以适应不同类型疾病，提升支付合理性。受益集采，零售药店有望降低采购成本，通过业务多元化加大高毛利业务占比维持其盈利能力，预计能够保持稳健增长。《通知》明确支持儿科、老年医学科、精神心理科和康复、护理等紧缺医疗服务发展，明确支持药品、医疗器械创新，对相应医疗服务行业以及国内创新药产业链形成利好。（3）构筑坚实的医疗保证服务支撑体系。《通知》不仅在服务支撑体系方面将医保价格、医保支付延伸至“互联网+医疗健康”领域，而且在服务输出端支持互联网医疗服务，预计为平安好医生、阿里健康、京东健康等互联网医疗企业提供更大发展机会。

● 一周观点：新冠小分子药物披露积极的中期结果，持续推荐相关产业链的投资机会

10月1日，默沙东宣布，公司和 Ridgeback 合作开发的在研抗病毒口服药物 Molnupiravir 在对轻度或中度新冠肺炎患者开展的3期研究中，获得积极的期中分析结果，与安慰剂相比降低患者住院或死亡风险约50%。

近期我们一直推荐新冠小分子药产业链的投资机会，中短期我们看好新冠小分子药物的商业价值以及相关产业链的投资机会。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，长期持续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：天宇股份、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：《“十四五”全民医疗保障规划》发布，进一步推进医疗保障高质量发展	3
1.1、健全多层次医疗保障制度体系，推进医保、医疗、医药协同	3
1.2、优化医疗保障协同治理体系：优化医保支付、医药价格形成、基金监管体制、医药服务供给 4 方面机制 ..	4
2、一周观点：新冠小分子药物披露积极的中期结果，持续推荐相关产业链的投资机会	6
3、看好估值合理、基本面向好标的未来成长性	8
4、本周医药生物指数下跌 0.43%，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下跌 0.43%，强于上证 0.81 个 pct.....	11
4.2、子板块行情：医药子板块有涨有跌，医疗服务涨幅最大	12
4.3、医药市盈率行情：医药生物估值 34.83 倍，对全部 A 股溢价率为 155.13%.....	12
5、本月深度报告：	13
5.1、康复医疗服务行业深度：政策+需求双轮驱动下的优质赛道	13
5.2、生命科学高分子耗材行业深度报告：全球视野下的朝阳行业，孕育世界级企业的摇篮	14
6、风险提示	15

图表目录

图 1: Molnupiravir 的作用机制明确	7
图 2: 与 CRO 合作提升了 Molnupiravir 的研发速度（单位：周）	8
图 3: 本周医药生物同比下跌 0.43%，表现强于上证 0.81 个 pct	12
图 4: 医药子板块有涨有跌，医疗服务涨幅最大	12
图 5: 医药生物估值 34.83 倍，对全部 A 股溢价率为 155.13%	13
表 1: 我国普遍实施按病种付费为主的多元复合式医保支付方式	4
表 2: 推动重点区域医疗保障合作，提升区域医疗保障一体化发展水平	6
表 3: 多款新冠小分子药物处于不同研发阶段	7
表 4: 沪深股医疗服务板块 2021-2023 年 PE 分别为 119.7/69.6/50.9 倍，2021-2023 年 PEG 分别为 5.9/1.9/1.6 倍	8
表 5: 港股医疗服务板块 2021-2023 年 PE 分别为 121.4/70.0/49.5 倍，2021-2023 年 PEG 分别为 1.5/1.3/1.7 倍	9
表 6: 沪深股医药商业板块 2021-2023 年 PE 分别为 18.2/14.87/12.0 倍，2021-2023 年 PEG 分别为 1.1/0.7/0.5 倍	9
表 7: 港股医药商业板块 2021-2023 年 PE 分别为 6.6/5.8/5.0 倍，2021-2023 年 PEG 分别为 0.4/0.4/0.3 倍	10
表 8: 沪深股中药板块 2021-2023 年 PE 分别为 28.6/22.7/18.1 倍，2021-2023 年 PEG 分别为 0.9/1.1/1.0 倍	10
表 9: 港股中药板块 2021-2023 年 PE 分别为 9.2/8.2/3.2 倍，2021-2023 年 PEG 分别为 0.7/0.6/0.2 倍	11

1、一周观点：《“十四五”全民医疗保障规划》发布，进一步推进医疗保障高质量发展

9月29日，国务院办公厅发布印发《“十四五”全民医疗保障规划》的通知，进一步推进医疗保障高质量发展，民营医疗有望受益。《通知》主要分为6大板块：发展基础、总体要求、健全多层次医疗保障制度体系、优化医疗保障协同治理体系、构筑坚实的医疗保障服务支撑体系、做好规划实施。

1.1、健全多层次医疗保障制度体系，推进医保、医疗、医药协同

原文：“十四五”期间基本医疗保险参保率每年保持在95%以上；到2025年各省（自治区、直辖市）国家和省级药品集中带量采购品种达500个以上；到2025年各省（自治区、直辖市）国家和省级高值医用耗材集中带量采购品种达5类以上（2020年仅1个）；住院费用跨省直接结算人次占全部住院跨省异地就医人次的比例至2020年达到50%以上，到2025年达到75%以上。

点评：《通知》明确到2025年，医疗保障制度更加成熟定型，基本完成待遇保障、筹资运行、医保支付、基金监管等重要机制和医药服务供给、医保管理服务等关键领域的改革任务：（1）对集采药品品种、耗材品种提出明确目标，有利于挤出药耗水分，降低药耗收入占比，循序渐进地优化医疗服务价格，技术劳务为主的医疗医技学科有望迎来新机遇。（2）提升住院费用跨省结算比例，有望引导医疗机构关注患者需求，通过提供符合患者需求的医疗服务项目吸引更多患者就医，对于自费、特需项目相对较多的民营医院，尤其是民营服务龙头，在规模化的基础上，治疗项目更加丰富，有望迎来利好。

原文：完善生育保险政策措施。继续做好生育保险对参保女职工生育医疗费用、生育津贴等待遇的保障，规范生育医疗费用支付管理，推进生育医疗费用支付方式改革，住院分娩按病种支付，产前检查按人头支付，控制生育医疗费用不合理增长，降低生育成本，提高生育保险与职工基本医疗保险合并实施成效。继续做好城乡居民基本医疗保险参保人员生育医疗费用待遇保障。

点评：完善生育保险政策措施，有利于保障生育医疗服务的发展，结合“三孩”政策，妇儿、辅助生殖、月子服务等赛道的需求有望持续增长，在此趋势下民营龙头基于其强大运营能力、快速扩张能力能够承接新增需求，基于其科研及创新能力能够开展更多差异化服务满足患者多元化需求。

原文：鼓励产品创新。鼓励商业保险机构提供医疗、疾病、康复、照护、生育等多领域的综合性健康保险产品和服务，逐步将医疗新技术、新药品、新器械应用纳入商业健康保险保障范围。支持商业保险机构与中医药机构合作开展健康管理服务，开发中医治未病等保险产品。

点评：鼓励商业保险提供医疗、疾病、康复、照护、生育等多领域的产品，消费型医疗服务受益；此外，支持商保产品创新，将医疗新技术、新药品、新器械应用纳入商业健康保险保障范围，未来商业保险有望承接更多差异化服务需求，民营医院有望通过商保、特需做出差异化。

原文：稳步建立长期护理保险制度。适应我国经济社会发展水平和老龄化发展趋势，构建长期护理保险制度政策框架，协同促进长期照护服务体系建设。从职工基本医疗保险参保人群起步，重点解决重度失能人员基本护理保障需求。

点评：建立长期护理保险制度，重点解决重度失能人员基本护理保障需求，表明政策引导健全完善康复医疗服务体系、加大支持保障力度，康复医疗有望实现快速发展。

1.2、优化医疗保障协同治理体系：优化医保支付、医药价格形成、基金监管体制、医药服务供给 4 方面机制

原文：加强医保医用耗材管理，提升医疗服务项目管理水平：探索制定医用耗材医保支付标准，引导规范医疗服务行为，促进医用耗材合理使用；在规范明细、统一内涵的基础上，逐步建立科学、公正、透明的医疗服务项目准入和动态调整机制，促进医疗服务新技术有序发展。遏制药品和医用耗材价格虚高，兼顾企业合理利润；探索适应经济社会发展、更好发挥政府作用、医疗机构充分参与、体现技术劳务价值的医疗服务价格形成机制。

点评：政策通过取消药品耗材加成、集中带量采购等措施，降低药耗收入占比，循序渐进地优化医疗服务价格，技术劳务为主的医疗医技学科有望迎来新机遇。

原文：持续深化医保支付方式改革：全国范围内普遍实施按病种付费为主的多元复合式医保支付方式，推进区域医保基金总额预算点数法改革；深化门诊支付方式改革，逐步形成以服务能力、服务项目、服务量为基础的支付方式；探索符合中医药特点的医保支付方式，鼓励实行中西医同病同效同价；探索医疗服务与药品分开支付。

表1：我国普遍实施按病种付费为主的多元复合式医保支付方式

医保支付方式	对应医保支付方式改革方向
1 医保基金总额预算管理	积极探索将点数法与总额预算管理等相结合，逐步使用区域（或一定范围内）医保基金总额预算代替具体医疗机构总额控制。
2 按病种付费	重点推进按病种分值付费工作，完善技术规范 and 病种库，形成本地化的病种库，加强基础数据测算和质量监控，不断提高付费精准度。
3 按疾病诊断相关分组付费	推广按疾病诊断相关分组付费国家试点经验，不断优化细分组方案。
4 按床日付费	对于 精神疾病、安宁疗护、医疗康复 等需要长期住院治疗且日均费用较稳定的疾病，采取按床日付费的方式。
5 按人头付费	推广 基层医疗卫生机构普通门诊 按人头付费与家庭医生签约服务相结合的做法，推行 糖尿病、高血压、慢性肾功能衰竭 等诊疗方案、 评估指标明确的性病 按人头付费，加强慢性病管理。
6 按项目付费	对 不宜打包付费的复杂病例和门诊费用 按项目付费。

资料来源：《“十四五”全民医疗保障规划》、开源证券研究所

点评：目前我国医保支付方式多元化，以病种付费为主，以适应不同类型疾病，例如对于需要长期住院且日均费用较稳定的康复医疗服务采取床日付费，提升支付

合理性，从改革方向来看，国家通过不断提高付费精准度，提升医保基金使用效用。此外，通过促进门诊支付方式以服务为基础，以及探索医疗服务与药品分开支付，进一步加大技耗分离。

原文：改革完善医药价格形成机制：推动集中带量采购成为公立医疗机构医药采购的主导模式，鼓励社会办医疗机构、定点零售药店参与集中带量采购。

点评：受益集采，零售药店拥有与上游工业加大合作的机会，不仅增加销售品类，而且降低采购成本，零售药店再通过业务多元化加大高毛利业务占比维持其盈利能力，预计能够保持稳健增长。

原文：协同建设高效的医药服务供给体系：支持儿科、老年医学科、精神心理科和康复、护理等紧缺医疗服务发展。鼓励日间手术、多学科诊疗、无痛诊疗等医疗服务发展。完善检查检验政策，推进医疗机构检查检验结果互认。

点评：继《深化医疗服务价格改革试点方案》提出“允许历史价格偏低、医疗供给不足的薄弱学科项目价格优先调整医疗服务价格”，此次规划明确支持儿科、老年医学科、精神心理科和康复、护理等紧缺医疗服务发展，对相应行业形成利好。

原文：提高医药产品供应和安全保障能力：深化审评审批制度改革，鼓励药品创新发展，加快新药好药上市，促进群众急需的新药和医疗器械研发使用；支持药店连锁化、专业化、数字化发展，更好发挥药店独特优势和药师作用。依托全国统一的医疗保障信息平台，支持电子处方流转。

点评：（1）规划明确支持药品、医疗器械创新，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，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，在国家政策明确支持的基础上，国内创新药产业链发展潜力大。（2）处方外流背景下，处方药向院外市场转移，对零售药房的专业服务能力提出更高要求，数字化下零售药店能够实现提质增效，我们看好零售药店龙头企业，这类企业不仅具备门店数量优势，实现连锁化，而且借助规模优势更有利提升规模效应、上游议价能力、专业服务能力。

构筑坚实的医疗保证服务支撑体系：健全医保公共服务体系、强化法治支撑、推动安全发展、加快医保信息化建设、健全标准化体系。

原文：完善异地就医直接结算服务：加强国家异地就医结算能力建设，实现全国统一的异地就医备案，扩大异地就医直接结算范围，逐步实现住院、门诊费用线上线下一体化的异地就医结算服务。

点评：扩大异地结算范围有利推进我国分级诊疗，减少医疗资源的不均衡。

原文：更好服务重大区域发展战略及高水平对外开放：推动重点区域医疗保障合作，提升区域医疗保障一体化发展水平。

表2: 推动重点区域医疗保障合作, 提升区域医疗保障一体化发展水平

序号	区域	医保一体化任务
1	京津冀	支持北京非首都功能疏解, 支持雄安新区与北京定点医疗机构互认、缴费年限互认, 支持京津冀药品、医用耗材联合采购。
2	长三角	加快基本医疗保险一体化发展, 逐步统一医保药品、医用耗材、医疗服务项目三个目录, 提升异地就医便利化水平。
3	粤港澳大湾区	支持港澳居民在内地参加基本医疗保险, 为港澳参保人员提供高效便利服务。加强广东与香港、澳门医疗保障工作衔接。
4	海南自贸港	支持商业保险机构跨境结算试点。
5	成渝地区双城经济圈	实现公共服务一体化和异地就医门诊慢特病直接结算, 逐步推动基本医疗保险待遇均等化。

资料来源:《“十四五”全民医疗保障规划》、开源证券研究所

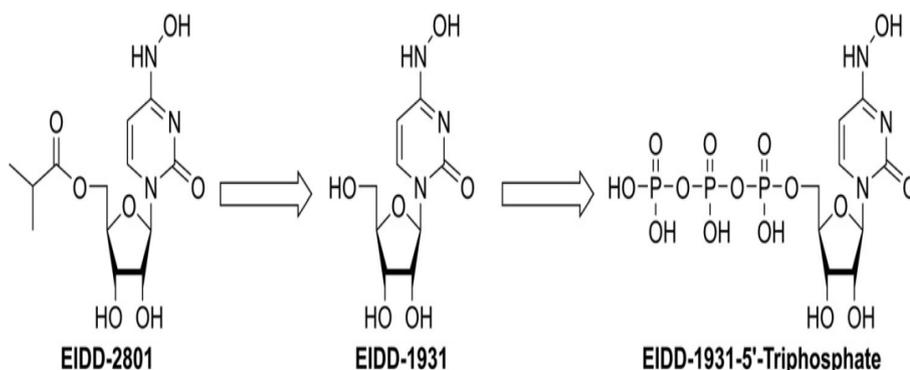
点评: 通过在京津冀、长三角、粤港澳大湾区、海南自贸港、成渝地区双城经济圈实现医保一体化, 能够提升异地就医便利化水平并逐步推动基本医疗保险待遇均等化。

原文: 完善“互联网+医疗健康”医保管理服务: 完善“互联网+医疗健康”医保服务定点协议管理, 健全“互联网+”医疗服务价格和医保支付政策, 将医保管理服务延伸到“互联网+医疗健康”医疗行为, 形成比较完善的“互联网+医疗健康”医保政策体系、服务体系和评价体系。支持远程医疗服务、互联网诊疗服务、互联网药品配送、上门护理服务等医疗卫生服务新模式新业态有序发展, 促进人工智能等新技术的合理运用。

点评: 此次规划不仅在服务支撑体系方面从医保价格、医保支付延伸至“互联网+医疗健康”领域, 而且在服务输出端支持远程医疗服务、互联网诊疗服务、互联网医药配送等互联网医疗服务, 预计对平安好医生、阿里健康、京东健康等互联网医疗企业提供更大发展机会。

2、一周观点: 新冠小分子药物披露积极的中期结果, 持续推荐相关产业链的投资机会

10月1日, 默沙东宣布, 公司和 Ridgeback 合作开发的在研抗病毒口服药物 Molnupiravir 在对轻度或中度新冠肺炎患者开展的 3 期研究中, 获得积极的期中分析结果, 与安慰剂相比降低患者住院或死亡风险约 50%。在期中分析中, 截至第 29 天, 接受 Molnupiravir 治疗的患者中, 有 7.3% 患者住院; 接受安慰剂的患者中, 有 14.1% 的患者住院或死亡。默沙东计划尽快在美国寻求紧急使用授权, 并向全球监管机构提交申请。如果获得授权, Molnupiravir 有望成为首款治疗新冠肺炎的抗病毒口服药物。

图1: Molnupiravir 的作用机制明确


资料来源: Antimicrobial Agents and Chemotherapy、开源证券研究所

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3: 多款新冠小分子药物处于不同研发阶段

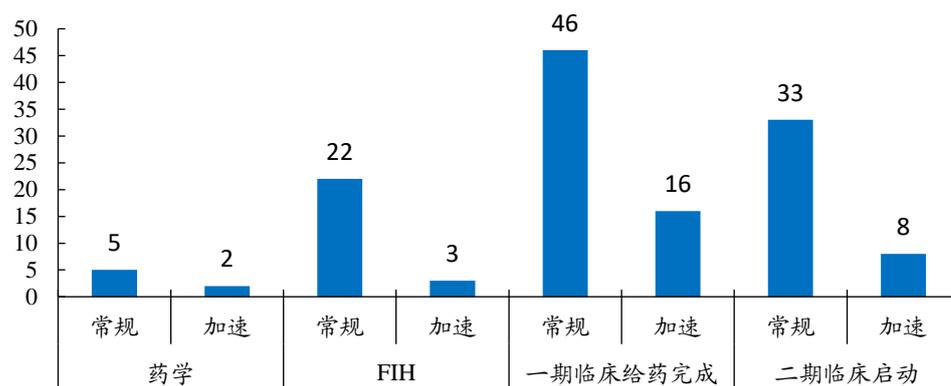
研发公司	药物名称	作用机制	在研进度	适应症
吉利德科学	瑞德西韦	RNA 聚合酶抑制剂	2020.10 获批上市	用于治疗 12 岁及以上、体重至少 40 公斤的需要住院治疗的成人和儿童 COVID-19
礼来/ Incyte	巴瑞替尼	JAK 抑制剂	2020.11 EUA	1) 与瑞德西韦联用后用于成年住院患者、2 岁及以上的儿童住院患者; 2) 用于需要供氧的住院患者
开拓药业	普克鲁胺	AR 拮抗剂	2021.7 巴拉圭 EUA	用于新冠住院患者的治疗
罗氏/Atea	AT-527	RNA 聚合酶抑制剂	临床三期	轻/中度 COVID-19 住院患者
默沙东/ Ridgeback	Molnupiravir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

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2: 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

近期我们一直推荐新冠小分子药产业链的投资机会, 中短期我们依然看好新冠小分子药物的商业价值以及相关产业链的投资机会, 长期持续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、九州药业、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 119.7/69.6/50.9 倍, 2021-2023 年 PEG 分别为 5.9/1.9/1.6 倍。

表4: 沪深股医疗服务板块 2021-2023 年 PE 分别为 119.7/69.6/50.9 倍, 2021-2023 年 PEG 分别为 5.9/1.9/1.6 倍

证券代码	证券简称	PE			PEG		
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
沪深医疗服务平均		119.7	69.6	50.9	5.9	1.9	1.6
000516.SZ	国际医学	432.0	63.4	45.1	13.4	0.1	1.1
300143.SZ	盈康生命	56.9	31.4	23.3	2.2	0.4	0.7
002044.SZ	美年健康	36.3	29.0	22.3	0.8	1.2	0.7
688222.SH	成都先导	167.8	92.8	57.5	46.5	1.1	0.9
688202.SH	美迪西	179.4	108.2	70.6	1.8	1.6	1.3
600763.SH	通策医疗	131.0	98.1	74.8	2.6	2.9	2.4

证券代码	证券简称	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
603127.SH	昭衍新药	134.6	103.1	79.1	3.2	3.4	2.6
300015.SZ	爱尔眼科	122.1	92.8	71.3	3.3	2.9	2.4
688315.SH	诺禾致源	98.8	69.4	48.0	0.2	1.6	1.1
300759.SZ	康龙化成	119.3	88.6	66.3	5.3	2.6	2.0
603259.SH	药明康德	104.0	78.7	59.9	2.2	2.4	1.9
300347.SZ	泰格医药	75.4	62.6	51.9	5.0	3.1	2.5
688076.SH	诺泰生物	71.5	50.3	35.7	1.8	1.2	0.9
688621.SH	阳光诺和	144.6	105.8	74.1	3.7	2.9	1.7
603882.SH	金域医学	26.8	29.1	26.3	1.5	(3.7)	2.4
603108.SH	润达医疗	14.0	10.9	8.7	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 30 日

(2) 港股医疗服务板块 2021-2023 年 PE 分别为 121.4/70.0/49.5 倍, 2021-2023 年 PEG 分别为 1.5/1.3/1.7 倍。

表5: 港股医疗服务板块 2021-2023 年 PE 分别为 121.4/70.0/49.5 倍, 2021-2023 年 PEG 分别为 1.5/1.3/1.7 倍

证券代码	证券简称	PE			PEG		
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
港股医疗服务平均		121.4	70.0	49.5	1.5	1.3	1.7
0286.HK	爱帝宫	30.9	20.5	16.1	0.2	0.4	0.6
6078.HK	海吉亚医疗	77.5	59.3	45.5	0.6	1.9	1.5
1951.HK	锦欣生殖	69.2	47.3	37.2	1.8	1.0	1.4
6618.HK	京东健康	342.8	154.2	79.3	3.3	1.3	0.8
0241.HK	阿里健康	209.2	118.0	99.6	2.9	1.5	5.4
2359.HK	药明康德	103.9	76.8	57.0	2.3	2.2	1.6
1515.HK	华润医疗	16.0	13.8	12.1	0.4	0.9	0.9
1833.HK	平安好医生	(30.3)	(35.5)	(59.4)	0.4	(2.4)	(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 30 日

(3) 沪深股医药商业板块 2021-2023 年 PE 分别为 18.2/14.87/12.0 倍, 2021-2023 年 PEG 分别为 1.1/0.7/0.5 倍。

表6: 沪深股医药商业板块 2021-2023 年 PE 分别为 18.2/14.87/12.0 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
沪深医药商业平均		18.2	14.7	12.0	1.1	0.7	0.5
603883.SH	老百姓	24.3	19.6	15.5	0.9	0.8	0.6
600998.SH	九州通	9.2	7.9	6.7	4.1	0.5	0.4
603939.SH	益丰药房	37.9	29.2	22.9	1.3	1.0	0.8
301015.SZ	百洋医药	31.4	24.3	19.8	0.6	0.8	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	28.8	23.3	18.5	1.2	1.0	0.7

证券代码	证券简称	PE			PEG		
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
002727.SZ	一心堂	17.9	14.5	11.9	0.7	0.6	0.5
605266.SH	健之佳	16.2	13.5	11.2	0.8	0.7	0.5
600511.SH	国药股份	13.4	11.8	10.1	0.7	0.8	0.6
603368.SH	柳药股份	7.7	6.5	5.5	0.9	0.4	0.3
601607.SH	上海医药	9.6	8.5	7.3	0.4	0.7	0.4
000028.SZ	国药一致	9.3	8.1	7.0	0.6	0.6	0.4
200028.SZ	一致 B	4.5	3.9	3.4	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 30 日

(4) 港股医药商业板块 2021-2023 年 PE 分别为 6.6/5.8/5.0 倍，2021-2023 年 PEG 分别为 0.4/0.4/0.3 倍。

表7：港股医药商业板块 2021-2023 年 PE 分别为 6.6/5.8/5.0 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
港股医药商业平均		6.6	5.8	5.0	0.4	0.4	0.3
1099.HK	国药控股	6.5	5.8	5.0	0.51	0.46	0.30
2607.HK	上海医药	6.8	5.8	5.0	0.38	0.35	0.34

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：收盘价日期 2021 年 9 月 30 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 28.6/22.7/18.1 倍，2021-2023 年 PEG 分别为 0.9/1.1/1.0 倍。

表8：沪深股中药板块 2021-2023 年 PE 分别为 28.6/22.7/18.1 倍，2021-2023 年 PEG 分别为 0.9/1.1/1.0 倍

证券代码	证券简称	PE			PEG		
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
沪深中药平均		28.6	22.7	18.1	0.9	1.1	1.0
002390.SZ	信邦制药	55.5	44.3	35.6	0.9	1.7	1.5
002603.SZ	以岭药业	16.6	13.8	11.7	0.4	0.7	0.7
600285.SH	羚锐制药	16.3	13.5	11.1	1.0	0.7	0.5
600535.SH	天士力	19.3	17.5	16.0	(2.5)	1.7	1.7
000423.SZ	东阿阿胶	48.4	23.7	16.7	0.0	0.2	0.4
000538.SZ	云南白药	23.0	20.5	18.6	(16.3)	1.7	1.8
000650.SZ	仁和药业	16.0	12.9	10.4	0.6	0.5	0.4
000999.SZ	华润三九	13.7	12.2	11.1	0.5	1.0	1.2
002287.SZ	奇正藏药	21.8	33.3	29.1	0.2	(1.0)	2.0
002317.SZ	众生药业	18.5	14.9	10.4	0.1	0.6	0.2
300181.SZ	佐力药业	36.2	24.0	17.3	0.6	0.5	0.4
600085.SH	同仁堂	35.8	31.2	27.5	2.2	2.1	2.0
600129.SH	太极集团	35.5	16.1	10.6	0.1	0.1	0.2
600211.SH	西藏药业	24.3	21.9	19.6	1.4	2.0	1.6
600329.SH	中新药业	22.5	18.1	14.9	0.7	0.8	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		
600332.SH	白云山	13.4	11.4	0.0	0.6	0.7	0.0
600422.SH	昆药集团	11.7	10.1	8.5	0.5	0.6	0.5
600436.SH	片仔癀	109.8	88.9	72.6	4.5	3.8	3.2
600750.SH	江中药业	13.5	11.7	10.6	0.8	0.8	1.0
600976.SH	健民集团	21.9	16.4	12.8	0.2	0.5	0.4
603567.SH	珍宝岛	25.3	19.6	15.4	0.8	0.7	0.6
603896.SH	寿仙谷	30.7	24.0	18.9	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 30 日

(6) 港股中药板块 2021-2023 年 PE 分别为 9.2/8.2/3.2 倍，2021-2023 年 PEG 分别为 0.7/0.6/0.2 倍。

表9：港股中药板块 2021-2023 年 PE 分别为 9.2/8.2/3.2 倍，2021-2023 年 PEG 分别为 0.7/0.6/0.2 倍

证券代码	证券简称	PE			PEG		
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
	港股中药平均	9.3	8.2	3.2	0.7	0.6	0.2
0570.HK	中国中药	8.8	7.6	6.4	0.64	0.51	0.34
0874.HK	白云山	7.4	6.3		0.31	0.37	
1666.HK	同仁堂科技	12.1	11.0		1.14	1.16	
1681.HK	康臣药业	4.1	3.5		0.21	0.21	
3613.HK	同仁堂国药	14.3	12.5	0.0	1.37	0.86	0.00

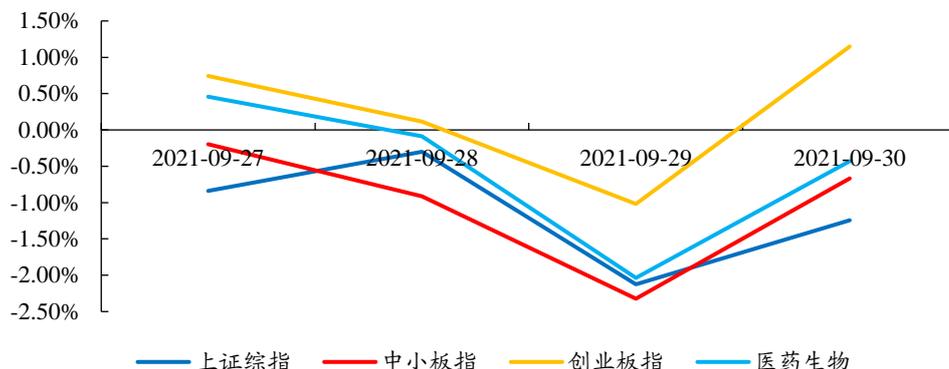
数据来源：Wind、开源证券研究所

注：收盘价日期 2021 年 9 月 30 日，公司盈利预测和估值数据来自 Wind 一致预期

4、本周医药生物指数下跌 0.43%，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下跌 0.43%，强于上证 0.81 个 pct

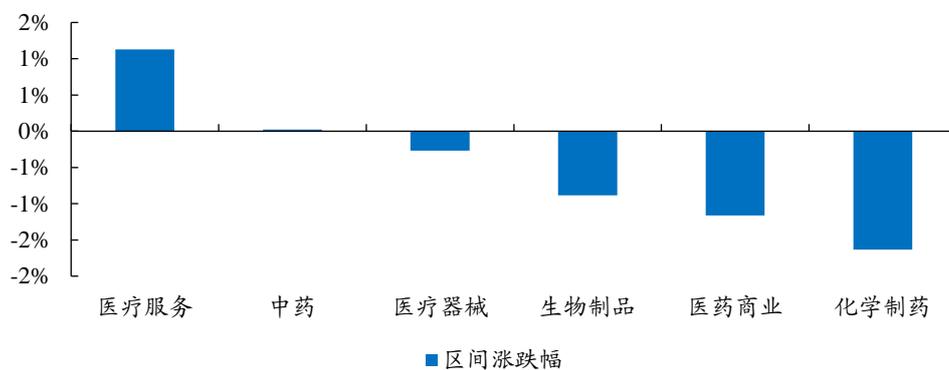
本周（9 月 27 日-10 月 3 日）上证综指下跌 1.24%，报 3568.17，中小板下跌 0.67%，报 9401.72，创业板上涨 1.15%，报 3244.65。医药生物同比下跌 0.43%，报 11397.99，表现强于上证 0.81 个 pct，强于中小板 0.24 个 pct，弱于创业板 1.58 个 pct。

图3: 本周医药生物同比下跌 0.43%，表现强于上证 0.81 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, 医疗服务涨幅最大

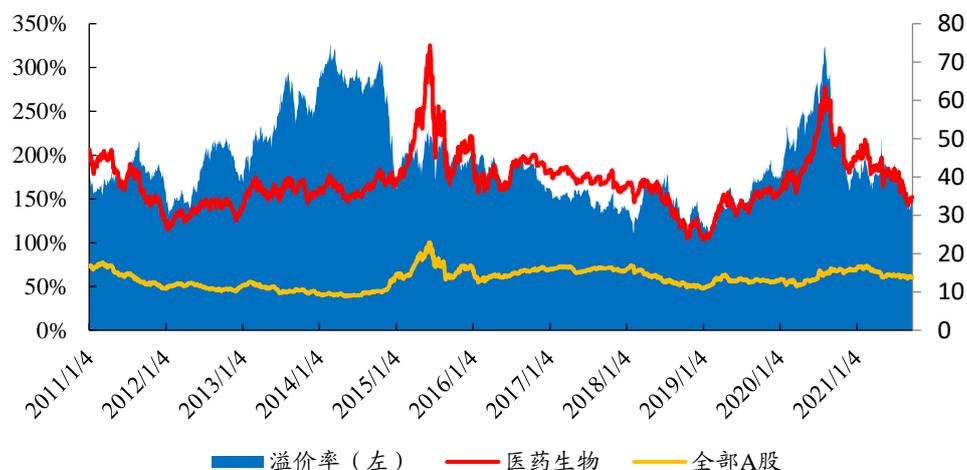
本周(9月27日-10月3日)医疗服务板块涨幅最大, 上涨 1.13%; 中药板块上涨 0.02%, 医疗器械板块下跌 0.27%, 生物制品板块下跌 0.88%, 医药商业板块下跌 1.16%; 化学制药板块下跌幅度最大, 下跌 1.64%。

图4: 医药子板块有涨有跌, 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 34.83 倍, 对全部 A 股溢价率为 155.13%

全部 A 股估值为 13.65 倍, 医药生物估值为 34.83 倍, 对全部 A 股溢价率为 155.13%, 低于历史均值 37.12 个 pct(2011 年初至今)。各子行业分板块具体表现为: 化学制药 39.3 倍, 中药 29.8 倍, 生物制品 36.9 倍, 医药商业 14.8 倍, 医疗器械 21.9 倍, 医疗服务 91.7 倍。

图5：医药生物估值 34.83 倍，对全部 A 股溢价率为 155.13%


数据来源：Wind、开源证券研究所

5、本月深度报告：

5.1、康复医疗服务行业深度：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。在供需严重不均的情况下，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。

5.2、生命科学高分子耗材行业深度报告：全球视野下的朝阳行业，孕育世界级企业的摇篮

（1）全球视野下，国产生命科学高分子耗材行业蓬勃发展

纵观全球，生物医疗各领域快速发展带动生命科学高分子耗材需求高速稳定增长，预计 2025 年全球生命科学高分子耗材市场规模约 450 亿美元，CAGR 约 13.8%。由于行业壁垒高，我国在高端生命科学高分子耗材领域国产化率目前不足 5%。少数公司前瞻性布局，利用技术平台赋能生命科学高分子耗材赛道，逐步实现供给端的突破。国内企业有望凭借产业链的系统集成化、低成本产线、高效率运营、高质量产品特点吸引国际巨头的的需求向国内转移，重塑全球高分子生命科学耗材供给格局。新冠疫情的持续或成为催化剂，全球检测需求大幅上涨的同时上游海外供给能力受疫情影响难以保障，我国企业迎来切入国际供应链的黄金窗口期，并有望凭借品牌效应带动生命科学高分子耗材生产的全面国际化，引领生命科学高分子耗材行业 CDMO 浪潮，看好行业的长期增长潜力。

（2）生命科学高分子耗材行业壁垒高筑，国产突破改变全球供给格局

欧美国家较早实现了医疗诊断及实验室的集成化与自动化，对高分子耗材的质量和稳定供应能力有较高要求，对供应链签约企业有完备的长期考核，通过考核的企业可签订长期协议并享有先发优势。考核失败的供应商须承担定制耗材研发费用和信誉损失。目前生命科学高分子耗材供应链集中在国外，高分子耗材生产技术壁垒高，生产链条包含模具设计生产、注塑、自动化产线、原材料选择，需要各环节配合以满足耗材生产对精度、卫生标准、批次差异、产能、持续供应等方面的高标准。因此各环节的系统集成一站式服务能力是企业核心竞争力。下游应用端需要的耗材种类繁多，能为品牌商提供可持续、高质量的体系生产供应的能力至关重要。美国受疫情影响新冠诊断耗材产能不足，模具、自动化设备等各环节全球调配耗时 4-5 月，新产线搭建周期长达 14 个月。因此考核风险、技术壁垒、先发优势构筑了生命科学高分子耗材行业较高的前置壁垒。中国医疗市场增长迅猛，成为国际企业必争之地，布局供应链本土化是必然趋势。国产耗材生产商的突破有望彰显中国制造优势，改变行业格局。

（3）高值耗材 CDMO 优质商业模式焕发生命力

生命科学高分子耗材行业通常采用 ODM 模式，由品牌商提出耗材的需求，由供应商完成生产工艺的集成和实现。由于耗材订制属性较强，通常由品牌商支付大部分的产线费用。供应商轻资产运营，通过技术平台赋能订制产品的生产，出售技术平台和持续服务来达成双重获利。应用端对耗材质量的重视程度远高于采购成本，因此高端生命科学耗材毛利近 80%，国产供应商将充分享受高分子耗材产能向国内转移的趋势红利，迅速打开国内和全球的生命科学耗材蓝海市场。

（4）受益标的

我们认为生命科学高分子耗材行业 CDMO 浪潮已至，推荐标的：昌红科技。

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