

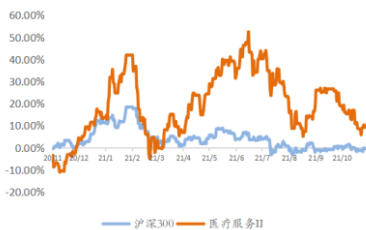
北交所开市，多渠道融资有望带动医药创新

相关研究：

- 1.《三季报相继披露，关注业绩确定性高的优质个股》 2021.10.25
- 2.《三季报披露完毕，CXO景气依旧》 2021.11.02

行业评级：增持

近十二个月行业表现



%	1个月	3个月	12个月
相对收益	-4	-10	6
绝对收益	-5	-12	0

注：相对收益与沪深300相比

分析师：蒋栋

证书编号：S0500521050001

Tel: (8621)50295368

Email: jiangdong@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号
中国人寿金融中心名义楼层10楼湘财证券研究所

核心要点：

□ 上周医疗服务II上涨0.65%，位列医药子版块中游

上周医药生物报收10872.84点，上涨0.82%，涨幅排名位列申万一级行业第22位，涨幅靠后；医疗服务II报收12634.78点，上涨0.65%；中药II报收7144.88，上涨1.66%；化学制药报收11733.99点，上涨4.62%；生物制品II报收12043.46点，下跌2.00%；医药商业II报收5858.03点，下跌0.96%；医疗器械II报收9154.52点，下跌1.59%；从涨跌特点上来看，化学制药、中药等细分板块涨幅居前，生物制品、医疗器械跌幅较大，医疗服务板块涨幅位列医药子版块中游。

从医疗服务板块公司的表现来看，表现居前的公司有：九洲药业(+11.75%)、凯莱英(+11.28%)、美迪西(+11.21%)、康龙化成(+9.84%)、*ST百花(+8.81%)；表现靠后的公司有：国际医学(-8.16%)、金城医学(-7.20%)、迪安诊断(-5.44%)、宜华健康(-3.65%)、美年健康(-3.46%)。从涨跌特点上来看，受国家发改委、工信部发文鼓励原料药产业发展影响九洲药业、凯莱英、美迪西、康龙化成等CXO公司涨幅较大，民营医院、第三方检验相关公司表现略差。

□ 医疗服务PE(ttm)环比上升0.44，PB(lf)环比上升0.06

当前医疗服务板块PE为75.38，近一年PE最大值为185.47，最小值为73.07；当前PB为9.30，近一年PB最大值为14.47，最小值为9.01。医疗服务板块PE环比上升0.44，PB环比上升0.06，医疗服务板块PE、PB处于近一年底部水平。医疗服务板块相对于沪深300估值溢价率487.62%。虽然静态来看医疗服务板块估值仍较高，但考虑到专科医院及CXO产业相关公司业绩增速较高，行业发展趋势较好且政策免疫，目前估值已较为合理。

□ 重要资讯

(1) 北交所正式开市，多渠道融资有望带动医药创新活跃度

11月15日，北交所正式开市。10家已完成公开发行等程序的企业直接在北交所上市，71家存量精选层公司直接平移至北交所。其中医药板块有10家公司，仅次于机械设备板块公司数，公司分别为永顺生物、诺思兰德、森萱医药、三元基因、鹿得医疗、生物谷、德源药业、梓潼宫、大唐药业、锦好医疗，以上公司均来自精选层。本次上市交易的10家标的公司分布于生物科技、西药、中药、医疗设备等细分行业，暂无医疗服务相关公司，但从行业影响上来看，医药创新型公司融资渠道进一步扩大，有望进一步促进医药行业投融资活跃度，企业有望继续加大医药研发创新投入，从而为医药创新“卖水人”CXO行业的发展提供支撑。

(2) 2021年度医保谈判落地，预计政策趋向缓和

2021年医保谈判于11月9日-11日举行，本轮轮谈判有20个国产创新药品品种首次参与，包括PARP抑制剂、BTK抑制剂、ALK抑制剂、ADC药物（抗体偶联药物）、CAR-T疗法（嵌合抗原受体T细胞免疫疗法）等，

涉及恒瑞医药、百济神州、荣昌生物、贝达药业、泽璟制药等多家上市药企。参考 2020 年医保谈判的时间节点，12 月中旬谈判，12 月底召开发布会公布结果，中间相隔半个月。据此推算，此次谈判结果公布或将在 11 月底。**我们认为，国家通过医保谈判及时将新上市的药品以较低的价格纳入医保，从而提高药物的可及性。**自 2016 年以来医保谈判每年进行一批，就近几年降价幅度而言，除 2017 年降价幅度较小外其他批次均超过 50%，2018-2020 年间由医保局主导的降价幅度分别为 56.7%、60.7%、53.8%，**虽然相关药品价格有所下降，但多数可以实现以量换价，有利于鼓励医药创新。**

□ 投资建议

短期看，医保谈判落地预期药品降价幅度比较平稳，医疗服务板块短期压制因素解除，医保谈判有利于新药及时纳入医保从而实现以量换价，有利于鼓励医药创新从而利好“创新药”产业链。长期看在医改不断深入的背景之下，医疗服务板块成长性较好且具有政策免疫属性。**我们维持医疗服务板块“增持”评级，建议关注医疗服务眼科、口腔科，创新药产业链 CRO、CDMO 等相关公司。**

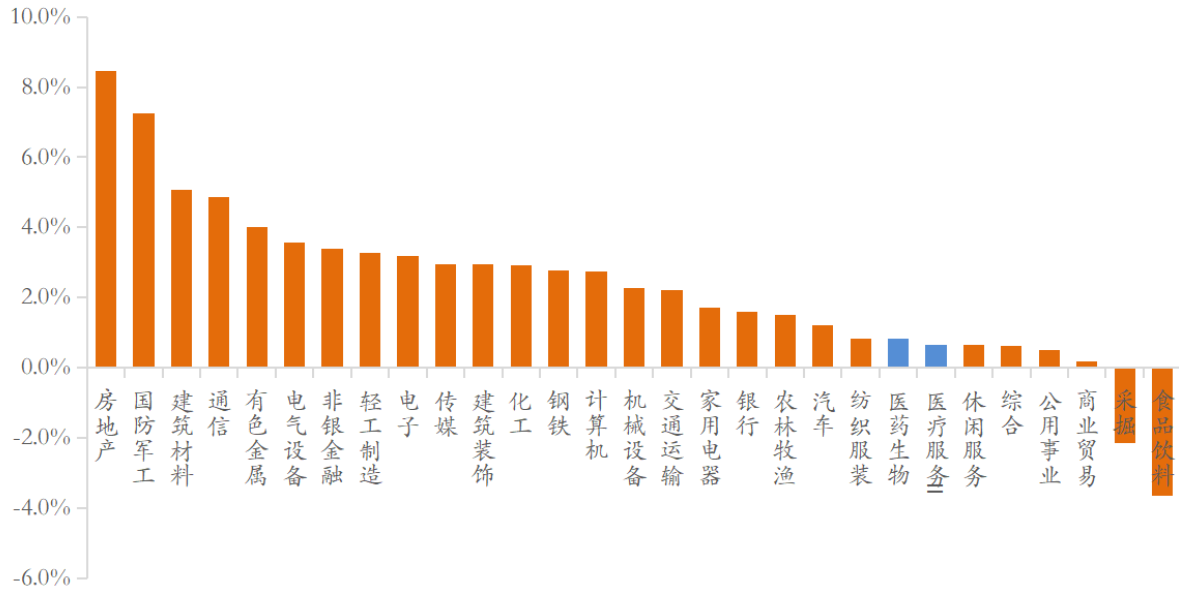
□ 风险提示

(1) 政策变动不确定性；(2) 创新药研发投入不及预期；(3) 行业及上市公司业绩不及预期风险。

1 板块及个股表现

上周医药生物报收 10872.84 点，上涨 0.82%，涨幅排名位列申万一级行业第 22 位，涨幅靠后；医疗服务 II 报收 12634.78 点，上涨 0.65%；中药 II 报收 7144.88，上涨 1.66%；化学制药报收 11733.99 点，上涨 4.62%；生物制品 II 报收 12043.46 点，下跌 2.00%；医药商业 II 报收 5858.03 点，下跌 0.96%；医疗器械 II 报收 9154.52 点，下跌 1.59%；从涨跌特点上来看，化学制药、中药等细分板块涨幅居前，生物制品、医疗器械跌幅较大，医疗服务板块涨幅位列医药子版块中游。

图 1 上周各行业指数涨跌幅比较



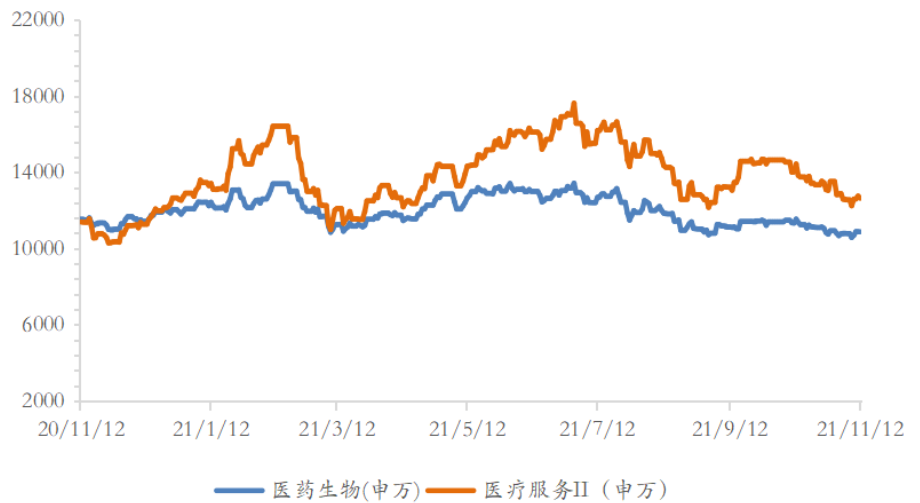
资料来源：Wind、湘财证券研究所

表 1 医药各子版块一周涨跌幅

板块	收盘价	涨跌幅 (%)	
		上周	2020 年以来
医药生物	10872.84	0.82	36.03
医疗服务	12634.78	0.65	91.28
中药	7144.88	1.66	26.00
化学制药	11733.99	4.62	17.27
生物制品	12043.46	-2.00	37.46
医药商业	5858.03	-0.96	-8.11
医疗器械	9154.52	-1.59	56.70

资料来源：Wind、湘财证券研究所

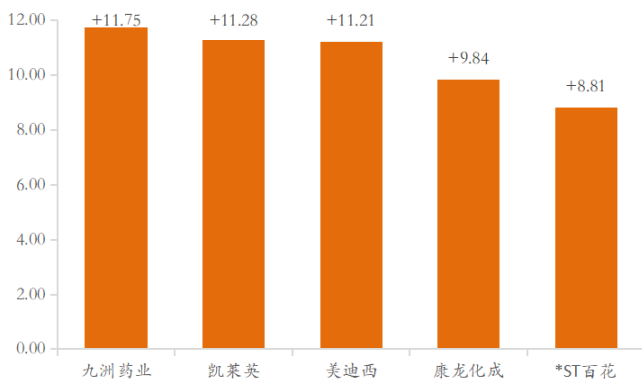
图 2 医疗服务板块走势图



资料来源: Wind、湘财证券研究所

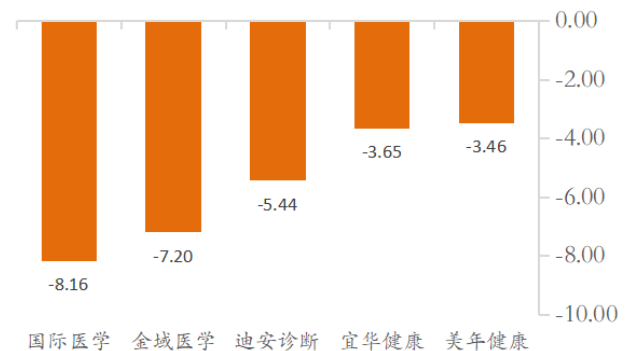
从医疗服务板块公司的表现来看,表现居前的公司有:九洲药业(+11.75%)、凯莱英(+11.28%)、美迪西(+11.21%)、康龙化成(+9.84%)、*ST 百花(+8.81%);表现靠后的公司有:国际医学(-8.16%)、金城医学(-7.20%)、迪安诊断(-5.44%)、宜华健康(-3.65%)、美年健康(-3.46%)。从涨跌特点上来看,受国家发改委、工信部发文鼓励原料药产业发展影响九洲药业、凯莱英、美迪西、康龙化成等 CXO 公司涨幅较大,民营医院、第三方检验相关公司表现略差。

图 3 医疗服务板块上市公司一周涨跌幅前五名



资料来源: Wind、湘财证券研究所

图 4 医疗服务板块上市公司一周涨跌幅后五名



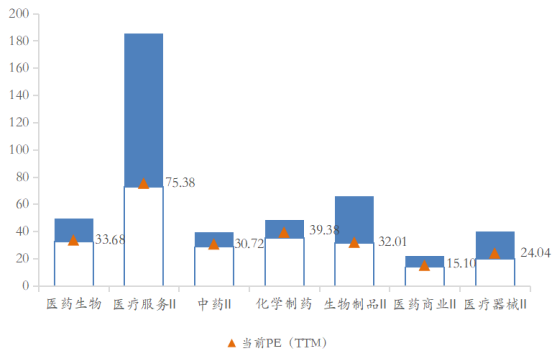
资料来源: Wind、湘财证券研究所

2 行业估值

当前医疗服务板块 PE 为 75.38, 近一年 PE 最大值为 185.47, 最小值为 73.07; 当前 PB 为 9.30, 近一年 PB 最大值为 14.47, 最小值为 9.01。医疗

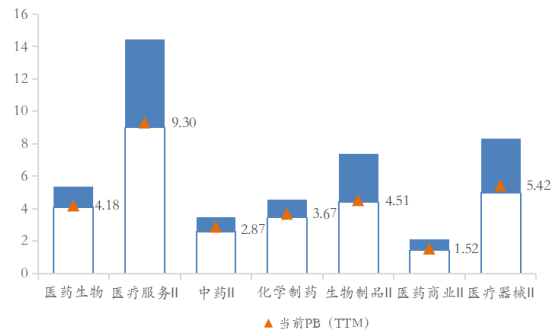
服务板块 PE 环比上升 0.44, PB 环比上升 0.06, 医疗服务板块 PE、PB 处于近一年底部水平。医疗服务板块相对于沪深 300 估值溢价率 487.62%。虽然静态来看医疗服务板块估值仍较高,但考虑到专科医院及 CXO 产业相关公司业绩增速较高,行业发展趋势较好且政策免疫,目前估值已较为合理。

图 5 近一年医药各子版块 PE 概况



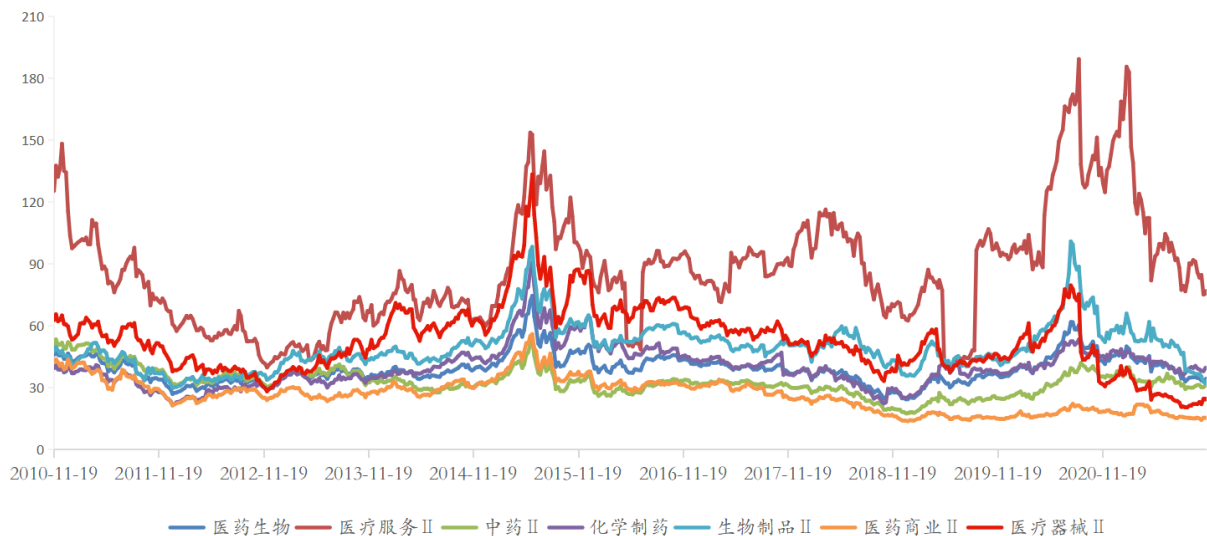
资料来源: Wind、湘财证券研究所

图 6 近一年医药各子版块 PB 情况



资料来源: Wind、湘财证券研究所

图 7 2010 年至今各子行业估值变化情况



资料来源: Wind、湘财证券研究所

医疗服务板块今年整体压力较大,大多数公司估值较前期有较明显回落,部分公司已具性价比。其中 CXO 相关公司虽然表观估值仍高,但其产业逻辑好、当前估值与 CXO 产业增速匹配: 1) 一方面,与创新药企业相比, CXO 并不承担研发失败风险; 2) 另一方面,头部 CXO 公司已与创新药企业深度绑定,基于其对于新药产业的前瞻判断,超前对新药平台进行投资,除了能

分享创新药企估值提升带来的投资收益，还能分享创新药上市带来的新药销售收益。

表 2 重点公司估值跟踪

证券名称	总市值	2020 营收 (亿元)	2020 利润 (亿元)	Wind 盈利预测 (亿元)			PE			
				2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
300725.SZ	药石科技	287 亿	10.2	1.8	4.7	4.3	5.9	61X	68X	49X
002821.SZ	凯莱英	1009 亿	31.5	7.2	9.9	13.5	18.2	102X	75X	55X
603259.SH	药明康德	3877 亿	165.4	29.6	44.6	59.2	77.7	87X	65X	50X
300347.SZ	泰格医药	1207 亿	31.9	17.5	21.8	26.8	32.6	55X	45X	37X
300759.SZ	康龙化成	1408 亿	51.3	11.7	14.5	19.7	26.6	97X	72X	53X
603127.SH	昭衍新药	468 亿	10.8	3.2	4.5	6.0	7.8	104X	78X	60X
2269.HK	药明生物	4572 亿	56.2	16.9	30.6	42.9	62.6	149X	107X	73X
300363.SZ	博腾股份	453 亿	20.7	3.2	4.7	6.3	8.4	97X	72X	54X
688131.SH	皓元医药	224 亿	6.4	1.3	2.0	2.9	4.2	112X	77X	54X
300244.SZ	迪安诊断	206 亿	106.5	8.0	13.7	13.0	14.2	15X	16X	14X
603882.SH	金域医学	510 亿	82.4	15.1	20.0	18.7	20.2	25X	27X	25X
300015.SZ	爱尔眼科	2613 亿	119.1	17.2	23.5	30.8	40.0	111X	85X	65X
600763.SH	通策医疗	720 亿	20.9	4.9	7.4	9.9	13.0	97X	73X	56X
	平均							86X	66X	50X

资料来源：Wind、湘财证券研究所 数据截至 2021 年 11 月 16 日

3 行业要闻及重要公告

3.1 行业要闻

➤ 北交所正式开市，多渠道融资有望带动医药创新活跃度

11 月 15 日，北交所正式开市。10 家已完成公开发行等程序的企业直接在北交所上市，71 家存量精选层公司直接平移至北交所。其中医药板块有 10 家公司，仅次于机械设备板块公司数，分别为永顺生物、诺思兰德、森萱医药、三元基因、鹿得医疗、生物谷、德源药业、梓潼宫、大唐药业、锦好医疗，以上公司均来自精选层。本次上市交易的 10 家标的公司分布于生物科技、西药、中药、医疗设备等细分行业，暂无医疗服务相关公司，但从行业影响上来看，医药创新型公司融资渠道进一步扩大，有望进一步促进医药行业投融资活跃度，企业有望继续加大医药研发创新投入，从而为医药创新“卖水人”CXO 行业的发展提供支撑。

表 3 北交所医药行业公司概况

证券代码	证券简称	前收盘/发行价 (元)	总市值 (百万元)	市盈率	营业收入	归母净利润	营收复合	归母净利润	毛利率 (%)	销售净利率 (%)	研发费用率 (%)	ROE (%)
					(百万元)	(百万元)	增速 (%)	复合增速 (%)				
				2020A	2020A	2020A	2018-2020	2018-2020				
839729.BJ	永顺生物	17.8	4,865.6	60.7	332.6	80.2	-4.6	-3.9	65.8	24.1	7.3	12.3
430047.BJ	诺思兰德	18.1	4,651.1	-183.5	41.4	-25.4	101.0	1.5	90.5	-48.7	58.3	-14.5
830946.BJ	森萱医药	8.9	3,791.0	26.4	545.3	143.6	12.4	46.1	48.3	27.8	4.6	19.7
837344.BJ	三元基因	26.6	3,234.1	89.9	183.8	36.0	-9.1	-6.2	84.0	19.6	12.4	8.9
832278.BJ	鹿得医疗	11.7	2,050.4	37.7	415.4	54.3	13.7	44.1	27.3	13.1	3.0	19.1
833266.BJ	生物谷	15.4	1,966.1	26.2	451.3	74.9	-9.2	-1.9	78.6	16.6	2.3	7.8
832735.BJ	德源药业	26.0	1,697.4	26.5	396.6	64.0	18.1	24.1	82.5	16.1	10.1	21.0
832566.BJ	梓橦宫	20.2	1,476.6	23.4	365.4	63.1	13.7	15.5	78.5	17.1	11.3	17.5
836433.BJ	大唐药业	10.0	1,456.1	23.9	217.9	60.8	16.8	28.1	70.9	27.9	2.4	16.1
872925.BJ	锦好医疗	25.8	1,209.5	29.2	211.5	41.4	53.5	72.8	41.9	19.2	5.0	41.4

资料来源: Wind、湘财证券研究所 数据截至 2021 年 11 月 12 日

➤ 2021 年度医保谈判落地, 预计政策趋向缓和

2021 年医保谈判于 11 月 9 日-11 日举行, 本轮轮谈判有 20 个国产创新药品种首次参与。包括 PARP 抑制剂、BTK 抑制剂、ALK 抑制剂、ADC 药物 (抗体偶联药物)、CAR-T 疗法 (嵌合抗原受体 T 细胞免疫疗法) 等, 涉及恒瑞医药、百济神州、荣昌生物、贝达药业、泽璟制药等多家上市药企。参考 2020 年医保谈判的时间节点, 12 月中旬谈判, 12 月底召开发布会公布结果, 中间相隔半个月。据此推算, 此次谈判结果公布或将在 11 月底。我们认为, 国家通过医保谈判及时将新上市的药品以较低的价格纳入医保, 从而提高药物的可及性。自 2016 年以来医保谈判每年进行一批, 就近几年降价幅度而言, 除 2017 年降价幅度较小外其他批次均超过 50%, 2018-2020 年间由医保局主导的降价幅度分别为 56.7%、60.7%、53.8%, 虽然相关药品价格有所下降, 但多数可以实现以量换价, 有利于鼓励医药创新。

3.2 重要公告

➤ 凯莱英: 香港联交所上市委员会已审阅公司上市申请

11 月 12 日晚间, 凯莱英发布公告称香港联交所上市委员会于 2021 年 11 月 11 日举行上市聆讯, 审议公司发行境外上市外资股并在香港联交所主板挂牌上市的应用。预计, 公司将通过在香港上市, 打开对国际市场的展示窗口, 进一步提升公司在国际市场的影响力。

➤ 盈康生命: 收购苏州广慈, 已向盈康医管支付第一笔股权转让款

11 月 12 日, 盈康生命公告苏州广慈医院收购进展: 11 月 10 日召开的 2021 年第三次临时股东大会, 审议通过了苏州广慈医院交易的相关议案, 有望加快苏州广慈医院并表进度。截至公告披露日, 公司已向盈康医管支付了第一笔股权转让款, 支付金额为人民币 2.295 亿元 (本次股权转让对价的 51%)。

4 投资建议

短期看，医保谈判落地预期药品降价幅度比较平稳，医疗服务板块短期压制因素解除，医保谈判有利于新药及时纳入医保从而实现以量换价，有利于鼓励医药创新从而利好“创新药”产业链。长期看在医改不断深入的背景之下，医疗服务板块成长性较好且具有政策免疫属性。我们维持医疗服务板块“增持”评级，建议关注医疗服务眼科、口腔科，创新药产业链 CRO、CDMO 等相关公司。

5 风险提示

(1) 政策变动不确定性；(2) 创新药研发投入不及预期；(3) 行业及上市公司业绩不及预期风险。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

- 买入：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性：**未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；
- 卖出：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上。

重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不做任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。