



华安证券

HUAAN SECURITIES

疫情防控后续情景模拟演绎和投资思考

——疫情防控政策投资专题

分析师：谭国超 (S0010521120002)

2022年11月14日

核心观点：防控更加精准，看好相关场景演绎下的投资机会

- 精准防控：“二十条”新政宽松迹象明显，防控更加精准。
- 情景模拟：在疫情宽松趋势下，国家疾控中心提醒秋冬季流感季节的情况下，考虑到新加坡、中国台湾等地方精准放开之后预期流感病例及新冠人数上升，对医疗服务的诊疗恢复、流感/新冠诊疗及药品需求提振明显。
- 投资思路与投资建议：
 - (1) 医疗服务：国家支持民营资本进入医疗服务领域的态度一直未变、并且考虑到防控精准之后医疗诊疗恢复，推荐：爱尔眼科、三星医疗、海吉亚医疗、固生堂。
 - (2) 流感+新冠检测：流感季叠加宽松政策，潜在流感检测、及新冠抗原居家检测需求仍在，以及部分呼吸设备的配置需求，相关标的包括英诺特、亚辉龙、万孚生物、万泰生物、迈瑞生物、鱼跃生物、美好医疗等。
 - (3) 药品：相关的感冒药/新冠药等，推荐关注华润三九、以岭药业、济川药业、康缘药业、太极集团、贵州三力等，建议关注葵花药业。
- 风险提示：研发进度不及时或研发失败风险、企业竞争加剧、产能建设及释放不及预期风险、新冠疫情波动风险、政策变化风险等。

目录

- 1 新版“二十条”疫情防控对比
- 2 情景模拟：防控政策优化推动诊疗量快速提升
- 3 可关注新冠/流感影响下的：医疗服务、诊疗、药品
- 4 风险提示

1 新版“二十条”疫情防控对比：进行了调整和优化

- 2022年11月11日，国家卫健委发布《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施 科学精准做好防控工作的通知》，针对现阶段疫情防控政策进行了调整和优化：1) 密接由“7+3”调整为“5+3”，不再判定次密接；风险区由“高、中、低”调整为“高、低”。2) 取消入境航班熔断机制，登机前48h内2次核酸调整为1次，入境人员7天集中隔离/居家隔离调整为5天居家监测。3) 一般不按行政区域开展全员核酸检测，整治“一刀切”、层层加码行为，严禁随意停工停产停学停诊。

图表 国家卫健委发布新版疫情防控措施前后对比

	调整前	调整后
密接	7天集中隔离+3天居家健康监测	5天集中隔离+3天居家隔离
次密接	7天居家隔离	不再判定次密接
高风险区外溢人员	7天集中隔离	7天居家隔离
风险区分级	“高、中、低”三类	“高、低”两类
结束闭环作业的高风险岗位从业人员	7天集中隔离或7天居家隔离	5天居家健康监测
入境航班	登机前48h内2次核酸阴性证明	取消入境航班熔断机制 登机前48h内1次核酸阴性证明
入境人员	7天集中隔离或7天居家隔离	5天居家健康监测
整治事宜	(1) 一般不按行政区域开展全员核酸检测，不得擅自扩大核酸检测范围 (2) 严禁随意封校停课、停工停产停诊、随意采取“静默”管理、随意封控、不解封等层层加码行为，对违反者加大通报、公开曝光力度，严肃追责 (3) 严格落实首诊负责制和急危重症抢救制度，不得以任何理由推诿拒诊 (4) 教育局等有关部门牵头成立工作专班，逐一排查校园随意封控	

资料来源：国家卫健委、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

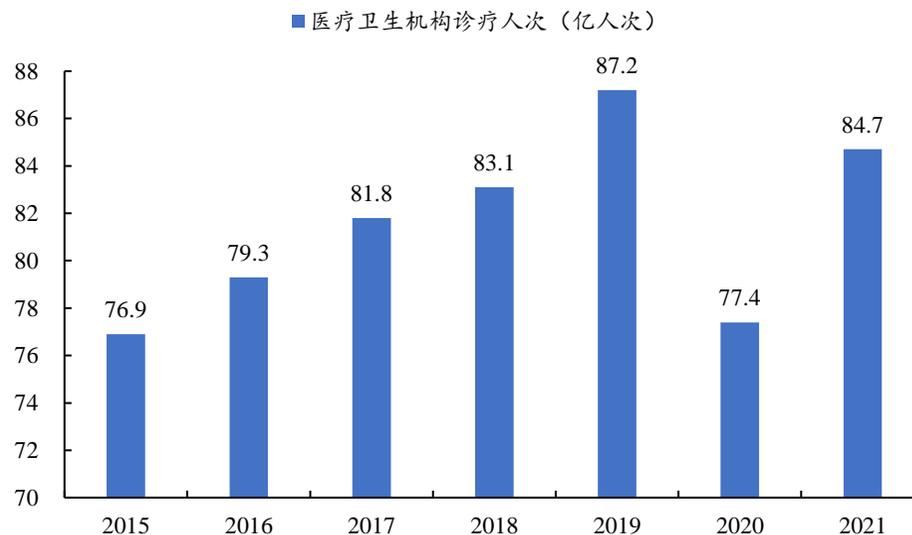
华安证券研究所



2 情景模拟: 防控政策优化后, 医院诊疗秩序恢复, 就诊量有望回升

- 疫情前, 我们医疗卫生机构诊疗人次逐年增长, 2019年诊疗人次达87.2亿, 2020年疫情爆发后严重影响患者就诊, 就诊人次骤降至77.4亿人次。
- 2021年诊疗人数陆续恢复, 2021年诊疗人数恢复到84.7亿人次。
- 2022年疫情反复, 诊疗人数波动较大, 我们预计未来随着疫情防控政策优化, 医院诊疗秩序有望逐步恢复疫情前水平, 带动诊疗量快速回升。

2015-2021年我国医疗卫生机构诊疗人次



资料来源: 国家统计局、华安证券研究所

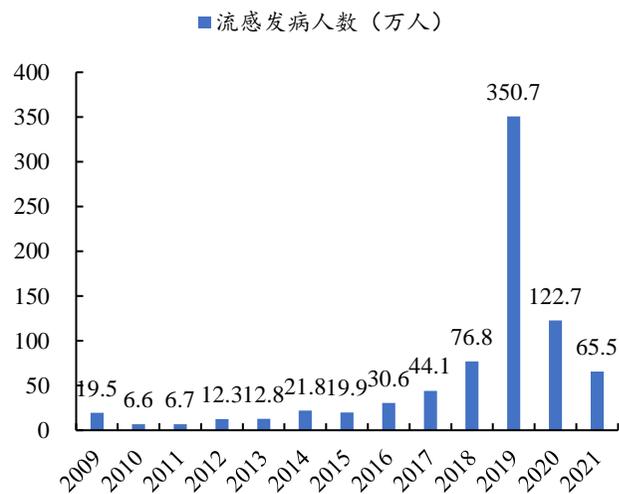
敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

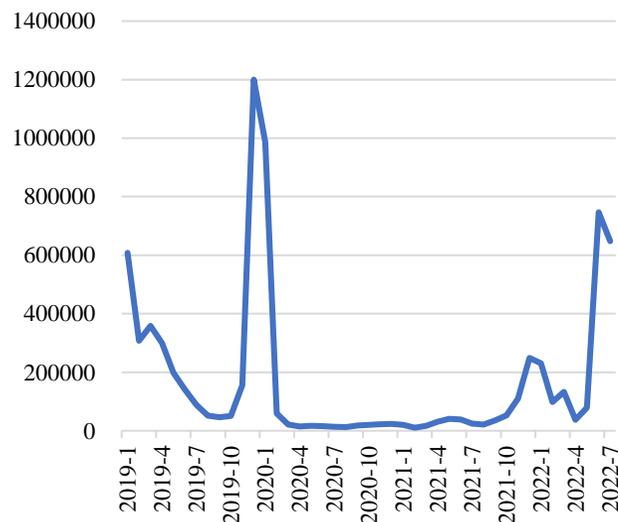
2.1 流感：中国疾病预防控制中心提示秋冬季流感防控

- 受新冠疫情影响，2020年以来流感病例急剧下降：2019年流感患者高达350万人次，新冠疫情下，公众防护增强，流感感染患者逐年减少。
- 但从今年的月度数据来看，今年冬季流感发病率有上升趋势，预计流感发预防和治疗需求呈现增长趋势。2022年11月1日，中国疾病预防控制中心官网发布关于秋冬季流感防控的健康提示称，自今年6月以来，我国南方省份流感活动水平快速升高，进入夏季高发期，达到近5年同期最高水平，提示今冬明春存在流感活动显著上升的风险。

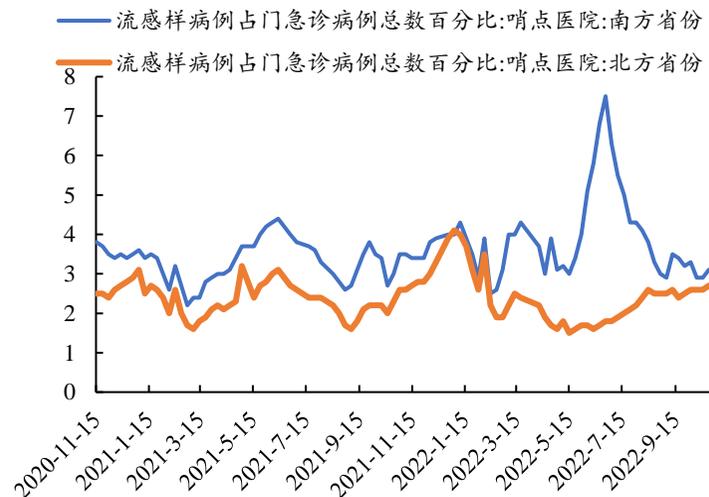
2009~2021年全国流感病例数



我国月度流感发病数 (当月值)



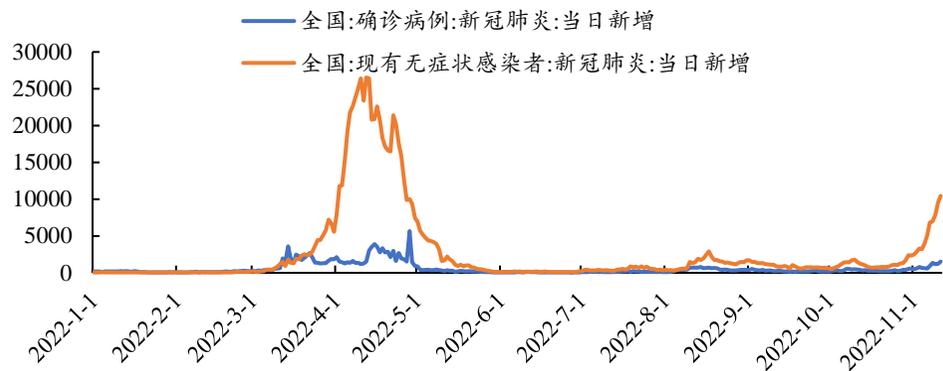
我国流感病例报告数 (周度数据)



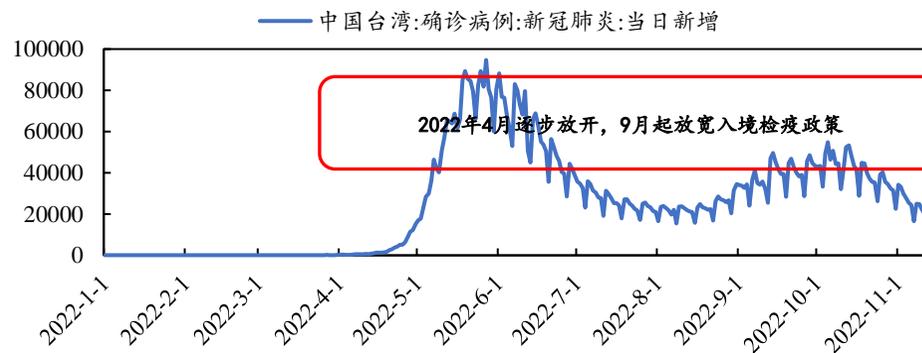
资料来源：Wind、中国疾病预防控制中心，华安证券研究所

2.2 国内疫情：每日新增持续波动，台湾地区放开后维持在高位

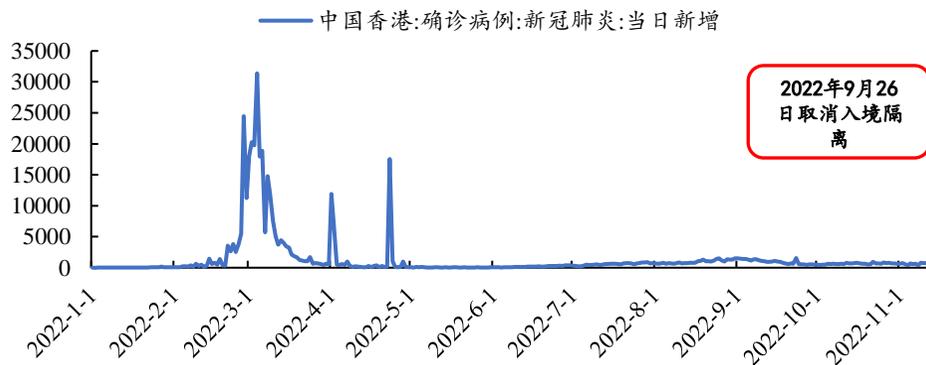
全国（除港澳台）新冠确诊病例及无症状感染者（当日新增）



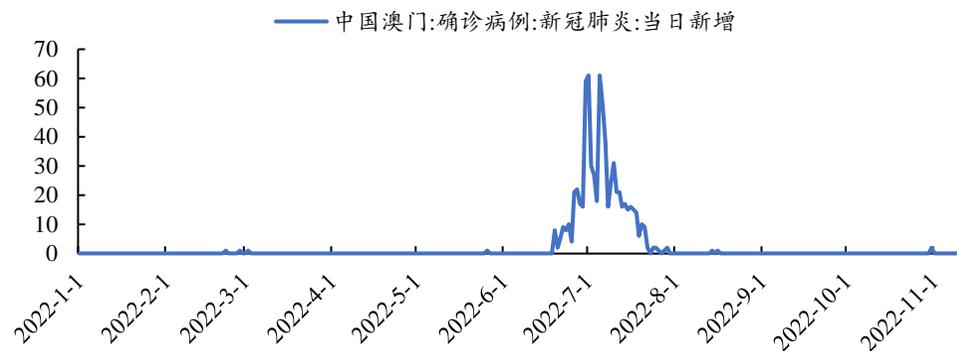
中国台湾新冠确诊病例（当日新增）



中国香港新冠确诊病例（当日新增）



中国澳门新冠确诊病例（当日新增）



资料来源：Wind、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

2.3 国内接种：每日接种趋于稳定

全国新冠疫苗每日接种量（7日移动平均）



中国台湾新冠疫苗每日接种量（7日移动平均）



中国香港新冠疫苗每日接种量（7日移动平均）



中国澳门新冠疫苗每日接种量（7日移动平均）

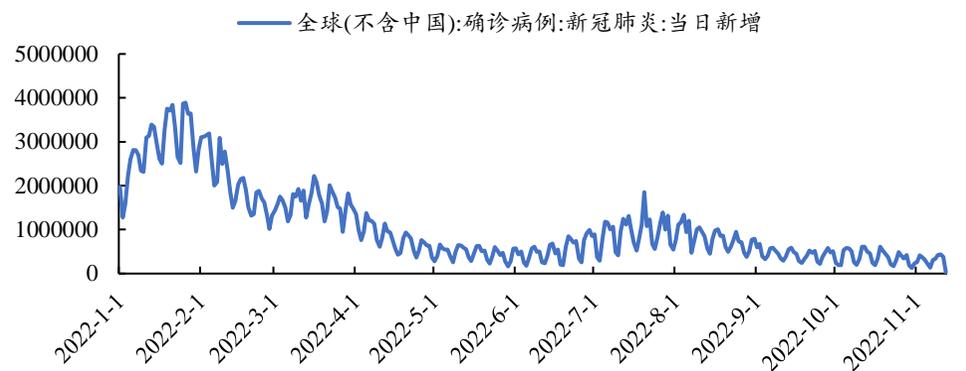


资料来源：Wind、华安证券研究所

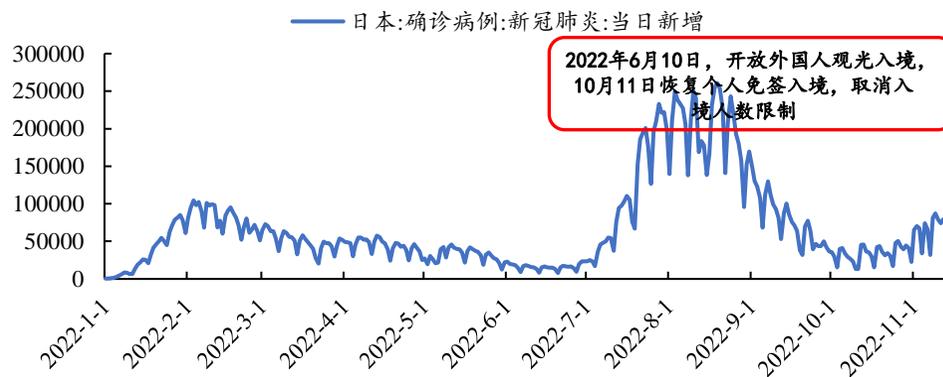
敬请参阅末页重要声明及评级说明

2.4 海外疫情：逐步放开后每日新增患者略有上升趋势

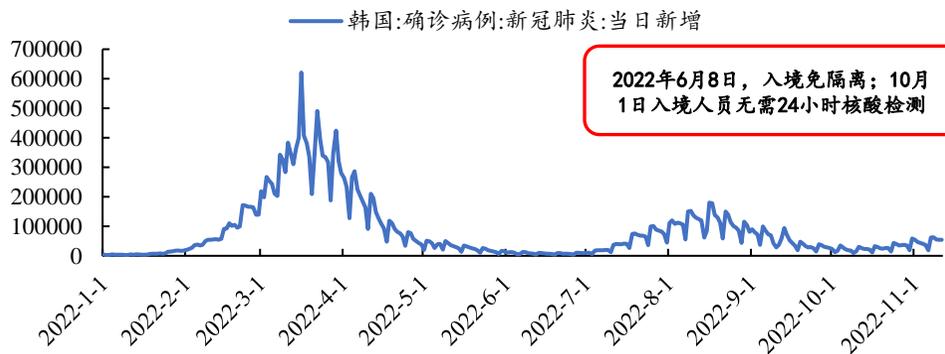
全球新冠确诊病例（当日新增）



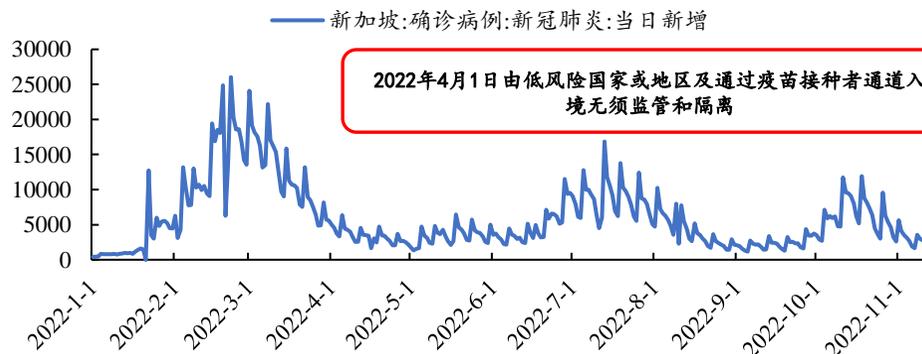
日本新冠确诊病例（当日新增）



韩国新冠确诊病例（当日新增）



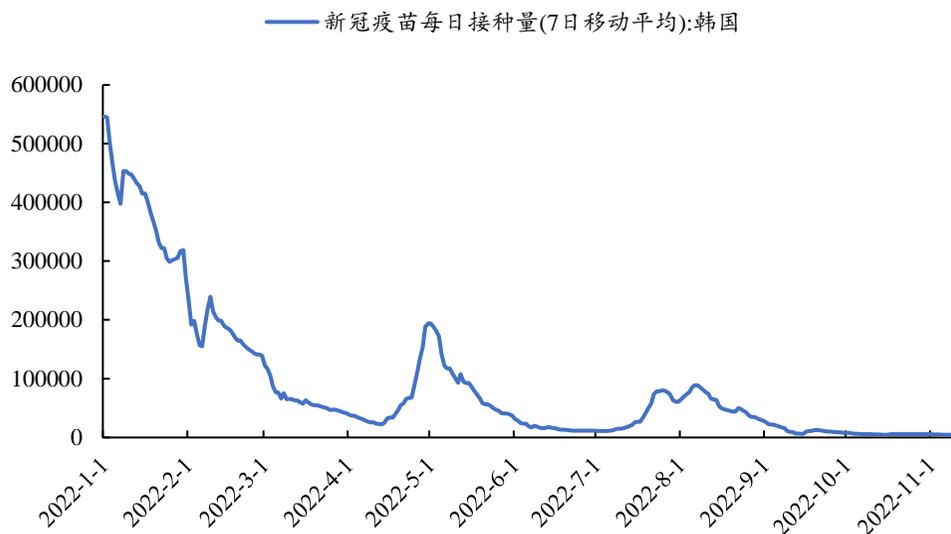
新加坡新冠确诊病例（当日新增）



资料来源：Wind、华安证券研究所

2.5 海外接种：每日接种趋于平稳

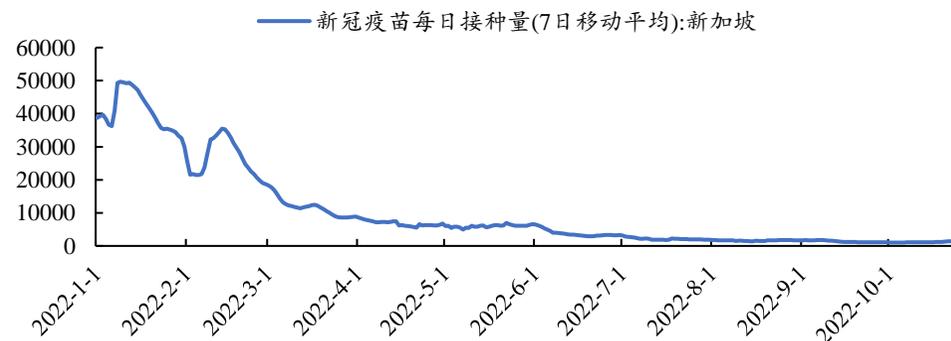
韩国新冠疫苗每日接种量（7日移动平均）



日本新冠疫苗每日接种量（7日移动平均）



新加坡新冠疫苗每日接种量（7日移动平均）



资料来源：Wind、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所



3.1 医疗服务投资思路：期待管控放开后的需求爆发&业绩修复

- 国家支持民营资本进入医疗服务领域的态度一直未变。**回溯过往政策文件，1) 国务院办公厅5月底发布《关于印发深化医药卫生体制改革2022年重点工作任务的通知》，将进一步推动医疗服务价格改革；2) 7月19日，国家医疗保障局办公室发布关于进一步做好医疗服务价格管理工作的通知，提出要结合深化医疗服务价格改革试点精神做好现阶段医疗服务价格工作，强化基本医疗服务公益性，促进医疗服务创新发展，保障群众获得高质量、有效率、能负担的医疗卫生服务。政策延续支持的态度，疫情管控对线下诊疗的影响逐步减弱，医疗服务的需求在稳步放开的背景下有望实现快速复苏。
- 选股思路：**

 - **疫后催化：**今年年初以来国内多地疫情散发，疫情防控的要求使得医疗服务板块内公司受到不同程度的限制，如限流、暂停营业等，线下诊疗完成难度大，无论是刚性还是消费的就医需求都被延迟。但医疗服务的就诊需求不会消失，被积压的需求叠加持续新增的需求在政策明朗化、防控精准化的驱使下有望在今年Q4开始得到充分释放。从医疗服务的种类看，刚需医疗服务有望快速恢复；偏消费属性的医疗需求将随着管控放开的节奏而逐步得到恢复和满足。
 - **估值修复：**医疗服务板块此前由于疫情反复、政策不确定性等多种因素影响，整体估值处在调整阶段，在政策逐步落地、业绩企稳回升后期待整体修复。
- 建议关注标的：** 1) 爱尔眼科（眼科医疗服务龙头，规模效应和品牌效应构成纵深护城河，若放开有望率先修复业绩增速）；2) 三星医疗（深耕重症康复，股权激励目标清晰，智能电表业务持续增长，业绩兑现具有较高确定性）；3) 海吉亚医疗（民营肿瘤医疗服务领军者，刚性需求恢复速度快，叠加冬季诊疗旺季有望实现门诊&住院诊疗量的快速爬升）；4) 固生堂（中医诊疗服务第一股，全国连锁，疫情不改扩张节奏）。

3.1 医疗服务：三季度业绩整体上升，疫情下彰显服务业态的强韧性

- 从三季报表现看医疗服务商业模式的韧性与永续增长的可能性：我们选取医疗服务板块代表标的，医疗服务板块22前三季度收入增速快于归母净利润增速，主要系个别标的波动较大。剔除波动项，专科赛道龙头和第三方检测在疫情影响医院营业和患者就诊的背景下依旧保持较平稳的收入利润增速，业务韧性强。

医疗服务板块代表标的三季报表现

证券代码	证券简称	总市值 (rmb 亿元)	营业总收入同比增速 22Q1~Q3	归母净利润同比增速 22Q1~Q3	毛利率 22Q1~Q3	净利率 22Q1~Q3
300015.SZ	爱尔眼科	1,942.6854	12.58%	17.65%	51.52%	17.49%
600763.SH	通策医疗	437.9942	0.13%	-16.92%	42.19%	24.58%
000516.SZ	国际医学	222.0649	-6.68%	-41.40%	-10.19%	-39.77%
601567.SH	三星医疗	192.0480	35.13%	5.15%	26.33%	8.58%
301239.SZ	普瑞眼科	86.7790	5.52%	-20.56%	42.84%	3.90%
300143.SZ	盈康生命	68.7761	1.88%	-56.43%	22.81%	-27.80%
301103.SZ	何氏眼科	45.8277	3.69%	-26.85%	39.91%	6.31%
301267.SZ	华夏眼科	369.6000	10.14%	18.13%	47.69%	15.86%
603882.SH	金域医学	341.0113	41.68%	46.41%	45.67%	20.31%
300244.SZ	迪安诊断	177.0665	67.52%	96.94%	40.25%	14.79%
603108.SH	润达医疗	65.3145	15.01%	-4.88%	26.50%	6.35%
<i>average</i>			16.97%	1.57%	34.14%	4.60%

资料来源：Wind、华安证券研究所；其中总市值截至22-11-12

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

3.1 医疗服务：爱尔眼科，眼科服务龙头，有望率先受益

- 公司是全球眼科医疗服务龙头，截至2021年底在全球范围内开设眼科医疗机构723家，其中国内上市公司旗下医院共292家，接近实现国内省市全覆盖；全球网络横跨中国内地、中国香港、欧洲、美国、东南亚，规模优势显著。22Q1~Q3实现营业收入130.52亿元，同比增长12.55%；实现归母净利润23.57亿元，同比增长17.65%；实现基本每股收益0.3371元，同比增长17.46%；在疫情多地散发、医院停诊、就诊量波动较大的前提下依旧实现收入利润增长，彰显公司强大的运营管理能力。
- 公司具备多维度竞争优势，奠定高质量成长基石：1) “并购基金+合伙人”模式打破了民营连锁机构扩张过程中的“人才、资金”双瓶颈，驱动扩张提速。自2014年成立并购基金以来，公司旗下医院数量由2014年初的50家快速扩张至2021年底的292家，公司并购基金旗下仍有318家医疗机构（医院&诊所）存量，未来扩张需求可顺利落地。2) 全面分级连锁及全球化生态战略帮助公司在优化资源配置、实现技术资源高效迭代的同时，将优质医疗服务持续下沉，高效满足患者的个性化就医需求。目前公司在部分省会城市已经拥有超越公立医院的技术水平，同时分级连锁网络已经完成省会城市90%覆盖、地级市80%覆盖，新十年1+8+N战略还将持续深化公司分级诊疗网络。在消费升级及持续扩张趋势下，门诊量及客单价有望实现量价齐升，推动收入增长。3) 医教研体系建设及人才培养计划为公司乃至行业输送眼科人才，为高速扩张提供了人员及技术支撑。爱尔上市公司及并购基金旗下医疗机构眼科医生共计6000余人，约占全国总眼科医师的1/8，人才聚集效应明显。4) 持续创新奠定公司长期发展基石。公司抓住新发展机遇。高端术式占比已达到较高水平，且仍处上升趋势；角膜塑形镜为公司视光业务主力；创新开设干眼门诊等特色门诊，利用全球化布局优势持续引进新技术，领跑新赛道。

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	15001	18574	22923	28163
收入同比 (%)	25.9%	23.8%	23.4%	22.9%
归属母公司净利润	2323	3071	4019	5162
净利润同比 (%)	34.8%	32.2%	30.8%	28.5%
毛利率 (%)	51.9%	52.2%	52.4%	52.6%
ROE (%)	20.5%	21.3%	21.8%	21.9%
每股收益 (元)	0.43	0.57	0.74	0.95
P/E	97.55	47.65	36.42	28.35
P/B	20.21	10.16	7.94	6.20
EV/EBITDA	43.75	26.31	20.93	16.74

资料来源：Wind、华安证券研究所；截至22-11-12

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

3.1 医疗服务：三星医疗，康复连锁医疗服务领跑行业，智能电表持续放量

- 22Q1~Q3公司实现营业收入69.01亿元，同比增长35.23%；实现归母净利润7.02亿元，同比增长5.15%；实现扣非净利润8.47亿元，同比增长42.85%；基本每股收益0.50元，同比增长4.17%。公司业务基础扎实，收入增长主要系公司旗下智能配用电业务订单充足，康复医院业务以稳定节奏进行扩张，持续贡献业绩。非经常性损益方面亏损缩小，主要系公司三季度锁铜锁汇的亏损程度较上半年有所下降。**分板块看，2022Q1~Q3公司医疗服务营收同比增长54%，与22H1增速（37%）相比有较高上涨；从智能配用电板块看，2022Q1~Q3公司智能电表营收同比增长34%，与22H1增速（33%）相比略有上涨，公司经营实力得到验证。**
- 从医院业务角度看，截至目前，公司体内重症康复医院共计12家（共17家医疗机构），股权激励目标完成有很高确定性；此外公司体外有近20家医院和项目储备中，未来将陆续并入上市公司体内，节奏稳定发展路径清晰。公司拟建立抚州医学院，在医教研一体的方向纵深发展，未来将持续以“综合+专科”的模式在康复领域纵深发展。
- 从智能电表业务角度看，智能配用电业务为公司传统强项，主营产品涵盖智能电表、变压器、箱式变电站等多种产品，海内外订单储备充裕。从行业角度看，智能电网改造需求旺盛，电表更换处于上行周期，公司作为行业龙头受益明显。公司在国内市场中标量领先，订单稳步确认；公司在海外（巴西、印尼、波兰、孟加拉）建立海外工厂，持续贡献收入利润。

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	7023	8790	10971	13632	①智能配用电	5,382.65	6,755.23	8,437.28	10,470.66
收入同比 (%)	-1.0%	25.2%	24.8%	24.3%	yoy%	1.39%	25.50%	24.90%	24.10%
净利润	690	905	1159	1461	②医疗服务	1,370.00	1,760.45	2,251.62	2,870.81
净利润同比 (%)	-27.8%	31.1%	28.1%	26.1%	yoy%	-0.93%	28.50%	27.90%	27.50%
毛利率 (%)	25.4%	27.2%	29.2%	31.1%	③融资租赁	157.94	142.15	127.93	115.14
ROE (%)	7.8%	9.3%	10.6%	11.8%	yoy%	-47.85%	-10.00%	-10.00%	-10.00%
每股收益 (元)	0.50	0.65	0.84	1.05	④主营业务收入	6910.59	8657.82	10816.82	13456.61
P/E	32.62	20.90	16.32	12.95	yoy%	-1.20%	25.28%	24.94%	24.40%
					⑤其他业务收入	112.31	132.53	153.73	175.25
					yoy%	14.66%	18.00%	16.00%	14.00%
					营业总收入	7022.90	8790.35	10970.55	13631.86
					总营收yoy%	-0.98%	25.17%	24.80%	24.26%

资料来源：Wind、华安证券研究所；截至22-11-12

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

3.1 医疗服务：海吉亚医疗，承接肿瘤医疗服务刚需，业绩可期

- 公司财务稳定健康**，2022H1实现营业收入15.26亿元（+63.8%），净利润2.28亿元（+11.2%），经调整净利润3.01亿元（+46.6%）；经调整每股收益0.48元（+50.0%）；期末经营性现金流2.91亿元人民币（+78.7%），2022年上半年经营活动产生的现金净额为2.91亿元。**公司持续优化住院&门诊结构以适应支付政策的变化**，22H1医院业务实现营收14.5亿元，其中住院收入9.32亿元（+61.0%），占总收入61.1%（-1pct）；门诊收入5.13亿元（+88.8%），占总收入33.6%（+4.4pct）。在医院业务的发展下，公司就诊人次同步增加，22H1共计161.8万（+115.8%）人次。**凭借优秀的医师资源持续塑造患者心智，保持肿瘤主业经营优势**：肿瘤MDT业务（多学科综合诊疗）22H1营收6.72亿元（+50.4%），占总收入比例44%。报告期内公司完成手术量2.97万例（+102.2%），同比高增长，公司肿瘤业务实力可见一斑。报告期内公司专业技术人员储备4707人（+38.3%）、高级专业技术人员储备679人（41.8%），高级职称医师占比34.6%，强大的医疗团队为公司的长期发展保驾护航。
- 公疫情不改扩张节奏，存量&新建项目同步推进**：分医院看，22年11月11日无锡海吉亚医院正式开工，预计2024年交付使用；重庆海吉亚医院二期已经开启装修，预计2022年底投入使用，将为集团新增1500张床位产能；单县海吉亚医院二期封顶，将投入床位500张，预计23年上半年使用；聊城海吉亚医院已开业试运行；德州海吉亚医院预计于2023年开业。至2024年底，公司预计可开放床位有望超12000张。公司存量扩张与新建同步进行，持续触及肿瘤患者，塑造患者心智。

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2318	3312	4348	5698
收入同比 (%)	65%	43%	31%	31%
净利润	441	560	835	1051
净利润同比 (%)	160%	27%	49%	26%
毛利率 (%)	33%	32%	34%	35%
每股收益 (元)	0.71	0.91	1.35	1.70
P/E	55.34	40.30	27.04	21.48

资料来源：Wind、华安证券研究所；截至22-11-12

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

3.1 医疗服务：海吉亚医疗，承接肿瘤医疗服务刚需，业绩可期

单位：rmb mn	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
医院业务						
1) 正在运营&二期建设						
收入	1836.60	2095.40	2152.50	2982.20	3822.66	4590.17
yoy%	94%	14%	3%	39%	28%	20%
2) 计划新建						
收入			0.0	109.7	274.9	825.9
yoy%					150.73%	200.72%
第三方放疗业务						
收入	135	151	158	204.91	233.59	261.63
yoy%	4.7%	11.9%	4.6%	30%	14%	12%
托管业务						
收入	6.2	7.7	6.7	11.74	14.21	17.19
yoy%	-2%	24%	-13%	75%	21%	21%
主营业务收入	1086.7	1402.60	2315.35	3308.50	4345.12	5694.93
yoy%	41.8%	29.1%	65.2%	42.9%	31.3%	31.1%
毛利	330.12	480.04	757.50	1057.4	1463.7	1977.9
毛利率		34.25%	32.72%	32.0%	33.7%	34.7%

资料来源：Wind、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

3.1 医疗服务：固生堂，中医连锁服务先行者，标准化&口碑运营助力版图扩张

- 2022H1公司实现营业收入7.03亿元人民币，同比增加17.5%；实现利润55.8百万元人民币，同比扭亏；实现经调整净利润64.3百万元人民币，同比增长40.1%。净利润不再受非经营性费用影响，实现扭亏，由2021年上半年的净亏损349.7百万元人民币增加至盈利55.8百万元人民币；公司经调整净利润从去年中期的45.9百万元增至今年中期的64.3百万元，盈利能力持续增强。公司在深圳、上海地区纵深布局，上半年受到多地疫情爆发的影响，线下业务开展受限，依旧实现同比增长，彰显公司的业务韧性和抗压能力；同时公司线上业务是线下业务的良好补充，OMO模式已经跑通，22H1线上同比增长114.2%，2022上半年OMO区域（并购前）实现收入58.8百万元人民币，同比增长103%；非OMO区域实现收入62.7百万元人民币，同比增长73%。
- 从运营情况上看，公司上半年特别是4、5月受上海和北京等地区疫情扰动，经营受到一些影响，目前已经全部恢复。从并购扩张角度看，公司在北京地区先后落地两家医院，其中一家为并购（国宗济世）、一家为自建（昆仑医院），预计有望显著提振公司业绩；公司在4月25跟温州中医院签订了5年的医联体合作，布局温州地区，进一步夯实核心省份核心城市深度经营战略；22年10月10日公司公告收购杭州大同中医门诊部，以人民币8370万元收购杭州大同中医门诊部93%股权。截至目前公司共45家门店，未来仍将保持目前的收并购节奏，战略规划清晰，将聚焦在：1) 巩固医师资源，通过老带新等各种方法培养年轻医师团队，同时探索新服务模式，如家庭医生；2) 持续完善和发展线上平台及OMO业务模式，继续开展互联网诊疗服务；3) 实现医疗服务产品化，开展院内制剂研发和成品老药方的产品化落地；4) 加强风控和医疗质控，在保证口碑的前提下实现长期稳健发展。

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1375	1730	2303	3022
收入同比 (%)	48%	26%	33%	31%
净利润	-507	171	278	391
净利润同比 (%)	98%	-134%	62%	41%
毛利率 (%)	45%	46%	46%	47%
每股收益 (元)	-2.20	0.74	1.20	1.70
P/E	-15.05	42.54	26.22	18.60

资料来源：Wind、华安证券研究所；截至22-11-12

3.1 医疗服务：固生堂，中医连锁服务先行者，标准化&口碑运营助力版图扩张

公司各版块收入预测 (rmb mn)

Rmb mn	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E
一、正在运营线下中医馆业务						
医疗健康解决方案收入	668.13	865.86	891.80	1,343.00	1,404.05	1,762.08
yoy%		29.59%	3.00%	50.59%	28.00%	25.50%
销售医疗健康产品收入	58.11	30.29	33.57	29.10	44.78	51.50
yoy%		-47.87%	10.83%	-13.32%	16.00%	15.00%
线下已有业务总收入①	726.24	896.15	925.37	1,372.10	1,448.83	1,813.58
yoy%		23.40%	3.26%	48.28%	5.59%	25.18%
医疗健康解决方案成本	396.60	491.32	467.89	735.63	736.93	906.42
yoy%		23.88%	-4.77%	57.22%	25.00%	23.00%
销售医疗健康产品成本	36.69	13.57	19.98	16.16	33.25	42.22
yoy%		-63.01%	47.24%	-19.12%	28.00%	27.00%
线下已有业务总成本	433.29	504.89	487.87	751.79	770.17	948.64
yoy%		16.52%	-3.37%	54.10%	2.45%	23.17%
线下已有业务毛利	292.95	391.26	437.50	620.31	678.66	864.94
yoy%		33.56%	11.82%	41.79%	9.41%	27.45%
已有业务毛利率	40.34%	43.66%	47.28%	45.21%	46.84%	47.69%

资料来源：wind，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

3.1 医疗服务：固生堂，中医连锁服务先行者，标准化&口碑运营助力版图扩张

公司各版块收入预测 (rmb mn)

Rmb mn	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E
二、计划新建线下中医馆业务						
医疗健康解决方案收入					50	150.00
yoy%						200.00%
销售医疗健康产品收入					2	2.50
yoy%						25.00%
线下计划新建业务总收入②					52.00	152.50
医疗健康解决方案成本						193.27%
yoy%					24.41	61.03
销售医疗健康产品成本						150.00%
yoy%					4.19	22.09
线下计划新建业务总成本						427.15%
yoy%					28.60	83.11
线下计划新建业务毛利						190.60%
yoy%					23.40	69.39
计划新建业务毛利率						206.35%

资料来源：wind，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

3.1 医疗服务：固生堂，中医连锁服务先行者，标准化&口碑运营助力版图扩张

公司各版块收入预测 (rmb mn)

Rmb mn	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E
三、线上业务						
线上业务收入③			24.08	153.20	229.10	336.78
yoy%				536.27%	58.00%	47.00%
线上业务成本			15.65	99.58	142.04	202.07
yoy%				416.97%	50.71%	42.26%
线上业务毛利			8.43	53.62	87.06	134.71
yoy%				1013.46%	71.54%	54.74%
线上业务毛利率			20.00%	35.00%	38.00%	40.00%
主营业务收入=①+②+③	726.24	896.15	925.37	1,372.10	1,729.93	2,302.86
yoy%		23.40%	3.26%	48.28%	26.08%	33.12%

资料来源：wind，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所



3.2 诊疗：检叠加流感季，潜在流感检测及流感疫苗接种需求大

- 新冠疫情对流感疫苗接种仍有促进作用，6月和7月南方流感疫情也为秋冬季流感流行提前预警，而且今年流感的流行态势，东北三省已经提前启动往年秋季才开始的流感疫苗接种工作。
- 预计后续医院的门诊量大幅回升后，新冠病毒和流感病毒叠加需要做的呼吸道病毒检测（如甲流、乙流等）也会大量增加，这对呼吸道病毒检测试剂的需求也将大幅提升。

呼吸道检测试剂公司和流感疫苗公司

序号	公司名称	代码	市值 (亿元)	归母净利润(亿元)				归母净利润增速			PE		
				21A	22E	23E	24E	22E	23E	24E	22E	23E	24E
1	英诺特	688253.SH	35.20	1.20	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
2	亚辉龙	688575.SH	118.56	2.05	9.71	5.00	6.54	374%	-49%	31%	12.21	23.71	18.13
3	万孚生物	300482.SZ	161.36	6.34	15.13	10.76	11.80	139%	-29%	10%	10.66	15.00	13.67
4	万泰生物	603392.SH	1,200.54	20.21	46.52	60.31	73.12	130%	30%	21%	25.81	19.91	16.42
5	金迪克	688670.SH	43.12	0.82	2.30	3.40	4.43	180%	48%	30%	18.75	12.68	9.73

注：归母净利润取WIND一致预期数，市值取2022年11月11日收盘时市值

3.2 诊疗：新冠抗原检测在居家隔离场景下仍有较高需求弹性

- 新版的病毒防控政策，减少了大范围的人员封控，但对居家隔离的要求提升比较多。考虑到居家隔离人员需要对自身是否感染新冠病毒需要有非常及时的反馈，他们对新冠抗原检测试剂的潜在需求仍有较大弹性，预计新冠抗原检测试剂也会成为家中常备。

新冠抗原检测检测试剂类标的

序号	公司名称	代码	市值 (亿元)	归母净利润(亿元)				归母净利润增速			PE		
				21A	22E	23E	24E	22E	23E	24E	22E	23E	24E
1	博拓生物	688767.SH	56.32	8.34	9.82	8.97	9.11	18%	-9%	2%	5.74	6.28	6.18
2	亚辉龙	688575.SH	118.56	2.05	9.71	5.00	6.54	374%	-49%	31%	12.21	23.71	18.13
3	万孚生物	300482.SZ	161.36	6.34	15.13	10.76	11.80	139%	-29%	10%	10.66	15.00	13.67
4	万泰生物	603392.SH	1,200.54	20.21	46.52	60.31	73.12	130%	30%	21%	25.81	19.91	16.42
5	东方生物	688298.SH	164.94	49.20	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
6	热景生物	688068.SH	60.68	21.86	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

注：归母净利润取WIND一致预期数，市值取2022年11月11日收盘时市值

3.2 诊疗：治疗端，呼吸机、制氧机仍是基础病较多者重要保障之一

- 目前来看新冠病毒的传播系数R0仍较高，对于身体素质较好的年轻人可能造成的影响有限，但对于基础病较多，如糖尿病、高血压、肿瘤患者等高危人群仍具有较大的影响，从预防的角度，家庭和医院储备呼吸机或制氧机也是一个潜在的需求。尤其是此次联防联控通知中明确：未来将加强医疗资源建设制定分级分类诊疗方案、不同临床严重程度感染者入院标准、各类医疗机构发生疫情和医务人员感染处置方案，做好住院床位和重症床位准备，增加救治资源。

呼吸机、制氧机类标的

序号	公司名称	代码	市值 (亿元)	归母净利润(亿元)				归母净利润增速			PE		
				21A	22E	23E	24E	22E	23E	24E	22E	23E	24E
1	迈瑞医疗	300760.SZ	3,665.33	80.02	99.07	121.14	146.62	24%	22%	21%	37.00	30.26	25.00
2	鱼跃医疗	002223.SZ	352.27	14.82	14.87	17.53	20.78	0%	18%	19%	23.69	20.10	16.95
3	美好医疗	301363.SZ	180.68	3.10	4.12	5.29	7.03	33%	28%	33%	43.85	34.16	25.70
4	怡和嘉业	301367.SZ	174.23	1.46	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
5	可孚医疗	301087.SZ	79.35	4.29	3.00	4.08	5.00	-30%	36%	23%	26.45	19.45	15.87

注：归母净利润取WIND一致预期数（迈瑞医疗、可孚医疗除外），市值取2022年11月11日收盘时市值

3.3 药品：“二十条”出台，强调药品储备

- 11月11日，国务院联防联控机制综合组发布《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施 科学精准做好防控工作的通知》，公布进一步优化防控工作的二十条措施。其中强调：“加快新冠肺炎治疗相关药物储备。做好供应储备，满足患者用药需求，尤其是重症高风险和老年患者治疗需求。重视发挥中医药的独特优势，做好有效中医药方药的储备。加强急救药品和医疗设备的储备。”
- 为应对新冠疫情的爆发和蔓延，药物储备成为关键的未雨绸缪。而药物储备上又可以分为政府储备和个人储备：
 - **政府储备**：2021年12月修订的《国家医药储备管理办法》中强调，“政府储备由中央与地方（省、自治区、直辖市）两级医药储备组成，实行分级负责的管理体制。中央医药储备主要储备应对特别重大和重大突发公共事件、重大活动安全保障以及存在较高供应短缺风险的医药产品；地方医药储备主要储备应对较大和一般突发公共事件、重大活动区域性保障以及本辖区供应短缺的医药产品。”
 - **个人储备**：主要是群众的个人对药物的储备行为，从预防和治疗症状的个人需求出发自行购买的药品的行为。

3.3 药品：政府储备——以第九版方案为基础，中西治疗相结合

第九版新冠肺炎诊疗方案相关中成药和上市公司

- 政府储备参考范围：现有获批的新冠药品和《新型冠状病毒感染的肺炎诊疗方案（第九版）》将作为重要参考依据。
 - 新冠口服药：目前全球已有4款新冠口服药获批上市，其中辉瑞的Paxlovid已在中国获批上市，Molnupiravir在中国已递交上市申请。国内真实生物的阿兹夫定于2022年7月获批上市，君实生物、开拓药业、先声药业、众生药业等处于三期临床。
 - 中药方案：中医药在新冠肺炎疫情的控制和治疗中发挥了显著作用，每版《诊疗方案》都离不开中药的身影。

治疗阶段	中成药	相关上市公司
医学观察期	藿香正气胶囊（丸、水、口服液）	太极集团、云南白药、片仔癀、广誉远、天士力、贵州三力等
	金花清感颗粒	-
	连花清瘟胶囊（颗粒）	以岭药业
	疏风解毒胶囊（颗粒）	-
轻型	清肺排毒颗粒	片仔癀
	金花清感颗粒	-
	连花清瘟胶囊（颗粒）	以岭药业
普通型	清肺排毒颗粒	片仔癀
	宣肺败毒颗粒	步长制药
	金花清感颗粒	-
	连花清瘟胶囊（颗粒）	以岭药业
重型	清肺排毒颗粒	片仔癀
	醒脑静注射液	大理药业、天士力
	痰热清注射液	上海凯宝
	热毒宁注射液	康缘药业
	化湿败毒颗粒	中国中药（广东一方制药）
	喜炎平注射液	-
危重型	血必净注射液	红日药业
	清肺排毒颗粒	片仔癀
	血必净注射液	红日药业
	热毒宁注射液	康缘药业
	痰热清注射液	上海凯宝
	醒脑静注射液	大理药业、天士力
	参附注射液	华润三九
	生脉注射液	益盛药业、华润三九
	参麦注射液	华润三九、神威药业、大理药业等
	苏合香丸	同仁堂、太极集团、佛慈制药等
	安宫牛黄丸	同仁堂、广誉远、白云山、九芝堂等

资料来源：《新型冠状病毒感染的肺炎诊疗方案（第九版）》，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

3.3 药品：政府储备——以第九版方案为基础，中西治疗相结合

- 各地因地制宜，推出中医药防治方案。依据国家卫生健康委员会办公厅、国家中医药管理局办公室发布的《新型冠状病毒肺炎诊疗方案（第九版）》，结合各地新型冠状病毒肺炎疫情形势、临床特点及诊疗经验，编写地方性中医药防治方案，增补中医药治疗方案。

各地中医药防治方案

地区	文件	推荐方案
北京	北京市新型冠状病毒肺炎中医药防治方案（试行第六版）	轻型、普通型参考中成药：金花清感颗粒、连花清瘟颗粒/胶囊、清肺排毒颗粒、化湿败毒颗粒、宣肺败毒颗粒、双黄连制剂、清开灵制剂、连花清咳片、痰热清胶囊、射麻口服液等。 重型参考中成药：血必净注射液、痰热清注射液、热毒宁注射液、化湿败毒颗粒、紫雪丹、安宫牛黄丸。 危重型参考中成药：血必净注射液、痰热清注射液、热毒宁注射液、参麦注射液、参附注射液、喜炎平注射液、醒脑静注射液。 儿童确诊病例中医药治疗方案 轻型/普通型：小儿热速清颗粒、小儿豉翘清热颗粒、金莲清热泡腾片、芬香清解口服液、金振口服液、小儿肺热咳喘口服液、开喉剑喷雾剂（儿童型）等。 重型/危重型：紫雪散、金振口服液、黄栀花口服液等。 恢复期治疗方案：生脉饮；可选用百令胶囊、金水宝胶囊、槐杞黄颗粒等；逍遥丸、加味逍遥丸/颗粒、红花逍遥颗粒。
香港	2019冠状病毒病抗疫中成药使用建议（试行版）	连花清瘟胶囊、金花清感颗粒、感冒清热颗粒、藿香正气胶囊（口服液/片）、生脉饮口服液。
甘肃	甘肃省新型冠状病毒肺炎中医药防治方案（第四版）	歧黄避瘟方、宣肺化浊方、扶正祛邪方、清肺通络方、益肺健脾方等
福建	福建省中医药防治新型冠状病毒肺炎专家共识（2022年10月修订版）	玉屏风颗粒或玉屏风口服液；八宝丹、片仔癀、射麻口服液、热毒宁注射剂、血必净注射剂、痰热清注射液；黄芩颗粒、参苓白术散（丸）、香砂六君丸、香砂养胃丸等。
新疆	新疆维吾尔自治区2022年秋季冬季新冠肺炎中医药防治方案	祖卡木颗粒、藿香正气软胶囊/口服液/片、清肺排毒颗粒、参麦宁肺合剂

资料来源：各地中医药管理局，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

3.3 药品：个人防疫——感冒止咳为重点，相关药品值得关注

- 个人防疫储备不同于政府采购又明确的清单，更多的是就自身情况，结合普遍认知的选择。
- 新冠肺炎十大症状包括发热、干咳、乏力、嗅觉味觉减退、鼻塞、流涕、咽痛、结膜炎、肌痛和腹泻。再叠加冬季流感，其中发热、咳嗽等泛感冒症状对个人感知最为明显，相应的药品储备也将会提升。
 - 感冒用药一直是零售中成药市场的畅销品类。2021年中国城市实体药店终端感冒中成药产品TOP20中，感冒灵颗粒、莲花清瘟胶囊、小柴胡颗粒依次位列前三。
 - 咳嗽是呼吸系统疾病常见的症状，在重点城市实体药店终端止咳用药中成药占比90%，2021年增速为4.7%。

2021年中国城市实体药店终端感冒中成药品牌TOP20

排名	产品名称 企业简称	销售额 (亿元)	市场份额
1	感冒灵颗粒 华润三九医药	19.9	20%
2	莲花清瘟胶囊 石家庄以岭药业	10.21	10%
3	小柴胡颗粒 白云山光华制药	3.4	3%
4	复方感冒灵颗粒 华润三九(郴州)制药	3.32	3%
5	抗病毒口服液 广州香雪制药	3.1	3%
6	双黄连口服液 河南太龙药业	2.96	3%
7	桑菊感冒颗粒 李时珍医药集团	2.56	3%
8	双黄连口服液 哈药三精制药	2.15	2%
9	夏桑菊颗粒 白云山星群	2.09	2%
10	莲花清瘟颗粒 北京以岭药业	1.85	2%
11	抗病毒颗粒 四川光大制药	1.65	2%
12	四季抗病毒合剂 陕西海天制药	1.51	2%
13	复方感冒灵颗粒 广西宝瑞坦制药	1.32	1%
14	抗病毒口服液 杭州华润老桐君药业	1.19	1%
15	伤风停胶囊 云南白药集团	1.11	1%
16	金莲清热颗粒 宁夏启元国药	0.89	1%
17	风寒感冒颗粒 云南白药集团	0.84	1%
18	小柴胡颗粒 云南白药集团	0.84	1%
19	感冒清热颗粒 北京同仁堂	0.83	1%
20	小柴胡颗粒 华润三九医药	0.73	1%

2017年-2021年E重点城市实体药店止咳用药销售额增长变化(亿元)



资料来源：米内，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

3.3 药品：个人防疫——感冒止咳相关上市公司

上市公司感冒止咳类药品数据（2021年）

公司	代码	感冒止咳药名称	2021年收入（亿元）	感冒止咳药收入（2021，亿元）	感冒止咳药收入占比（2021）	2021Q4收入（亿元）	Q4收入占比
济川药业	600566	蒲地蓝、小儿豉翘等	76.3	46	约60%	22.21	29%
以岭药业	002603	连花清瘟等呼吸类	101.2	41.08	41%	20.05	20%
华润三九	000999	三九感冒灵等	153.2	38	约25%	42.21	28%
康缘药业	600557	热毒宁注射液、金振口服液等	36.5	15	约40%	10.65	29%
葵花药业	002737	小儿肺热咳喘口服液/颗粒、小儿柴桂退热颗粒、小儿化痰止咳颗粒等	44.6	13	约30%	14.46	32%
太极集团	600129	藿香正气口服液、急支糖浆等	121.5	11.97	10%	25.79	21%
贵州三力	603439	开喉剑系列	9.4	8.79	94%	3.25	35%
葫芦娃	605199	小儿肺热咳喘颗粒、注射用盐酸溴己新、复方板蓝根颗粒、克咳片等	13.5	8.29	61%	4.43	33%
太龙药业	600222	双黄连口服液等呼吸系统	16.0	3.79	24%	4.87	30%
白云山	600332	小柴胡颗粒等	690.1	3.72	1%	154.75	22%
香雪制药	300147	抗病毒口服液、板蓝根、橘红系列	29.7	3.58	12%	7.34	25%
哈药股份	600664	双黄连口服液、小儿氨酚黄那敏颗粒等	128.0	3.10	2%	30.63	24%
特一药业	002728	止咳宝片、蒲地蓝消炎片、感冒灵颗粒等	7.6	3	约40%	2.33	31%
天士力	600535	藿香正气滴丸等	79.5	2.87	4%	21.82	27%
神奇制药	600613	枇杷止咳颗粒、强力枇杷露、枇杷止咳胶囊	23.0	2.34	10%	6.00	26%
同仁堂	600085	感冒清热颗粒	146.0			39.20	27%
云南白药	000538	伤风停胶囊、风寒感冒颗粒、小柴胡颗粒等	363.7			80.11	22%
健民集团	600976	小儿宣肺止咳颗粒、小儿宝泰康颗粒、小儿解感颗粒等	32.8			6.72	21%
贵州百灵	002424	维C银翘片、咳速停糖浆及胶囊、小儿柴桂退热颗粒等	31.1			11.33	36%
一品红	300723	芬香清解口服液、馥感淋口服液等	22.0			5.46	25%

资料来源：公司公告，iFinD，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

3.3 药品：投资逻辑与估值

- “二十条”出台，药物储备先行。
- 为应对新冠疫情的爆发和蔓延，药物储备成为提前一步的关键。而药物储备上又可以分为政府储备和个人储备。政府采购方面关注诊疗指南涉及的中品种，个人储备上关注知名度高的泛感冒类药物。
- 相关标的：
 - 政府围绕诊疗方案储备，政府采购带动公司增长：以岭药业、中国中药、康缘药业、步长制药等；
 - 新冠+流感下个人对感冒止咳类药品需求提升：以岭药业、华润三九、济川药业、葵花药业、太极集团、康缘药业、贵州三力、特一药业等。

相关标的估值表

股票代码	股票名称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	PE (TTM)	净利润 (亿元)				PE			PEG		
					2021A	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
600085.SH	同仁堂	632	46.09	48	12.27	14.17	16.68	19.57	45	38	32	2.9	2.1	1.9
002603.SZ	以岭药业	521	31.21	34	13.44	16.23	19.23	22.74	32	27	23	1.5	1.5	1.3
000999.SZ	华润三九	506	51.15	22	20.47	23.65	27.41	31.41	21	18	16	1.4	1.2	1.1
600332.SH	白云山	467	28.71	12	37.20	39.39	43.47	0.00	12	11		2.0	1.0	0.0
600566.SH	济川药业	279	30.34	14	17.19	20.52	23.22	26.11	14	12	11	0.7	0.9	0.9
603858.SH	步长制药	220	19.86	17	12.89									
0570.HK	中国中药	190	3.77	11	19.33	13.28	20.50	25.55	14	9	7	(0.5)	0.2	0.3
600129.SH	太极集团	190	34.08	-36	-5.23	3.42	5.29	7.72	55	36	25	(0.3)	0.7	0.5
600535.SH	天士力	167	11.15	31	23.59	10.32	11.52	12.92	16	15	13	(0.3)	1.3	1.1
002737.SZ	葵花药业	140	23.99	17	7.05	8.62	9.98	11.81	16	14	12	0.7	0.9	0.6
600557.SH	康缘药业	108	18.54	27	3.21	4.11	5.21	6.32	26	21	17	0.9	0.8	0.8
300723.SZ	一品红	101	34.99	35	3.07	3.09	4.29	5.59	33	23	18	42.7	0.6	0.6
002424.SZ	贵州百灵	100	7.11	97	1.24									
600976.SH	健民集团	85	55.20	22	3.25	3.99	5.01	6.20	21	17	14	0.9	0.7	0.6
600664.SH	哈药股份	72	2.86	176	3.71									
605199.SH	葫芦娃	68	17.03	102	0.72									
603439.SH	贵州三力	62	15.15	43	1.52	1.88	2.49	3.27	33	25	19	1.4	0.8	0.6
600613.SH	神奇制药	47	8.84	66	0.70									
002728.SZ	特一药业	41	18.51	34	1.27	1.89	2.36	2.82	22	17	15	0.4	0.7	0.7
300147.SZ	香雪制药	40	6.04	-4	-6.88									
600222.SH	太龙药业	36	6.20	-45	0.06									

资料来源：wind（一致预期，2022/11/13），华安证券研究所

4 风险提示

- 研发进度不及时或研发失败风险。由于新冠药物研发周期长、具有较多不确定性，研发失败率高。因此存在药物研发进度不及时或研发失败的风险。
- 企业竞争加剧、产能建设及释放不及预期风险。
- 新冠疫情波动风险。目前国内外疫情形势依然严峻，且新冠病毒作为RNA病毒，容易突变，如若产生新型毒株，可能存在药物失效风险。
- 政策变化风险。医药市场受政策影响较大，如相关药品或原料药的集采降价超预期，影响公司的营业利润。新药获批也会受到相关政策影响。因此存在政策变化风险。



重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。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。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持：未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；
- 中性：未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持：未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

公司评级体系

- 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%至15%；
- 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

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。