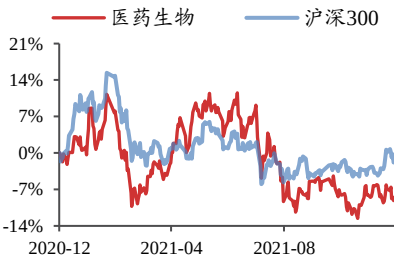


医药生物

2021 年 12 月 19 日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

- 《行业周报-DRG/DIP 改革全覆盖，促进医疗机构高质量发展》-2021.12.12
- 《行业周报-医保药品目录调整落地，“腾笼换鸟”持续推进》-2021.12.5
- 《行业周报-新冠变异毒株奥密克戎获全球高度重视，建议关注疫苗、防疫物资、检测等相关板块》-2021.11.28

CXO 增长可持续性较强，看好中药板块投资机会

——行业周报

蔡明子（分析师）

caimingzi@kysec.cn

证书编号：S0790520070001

古意涵（联系人）

guyihan@kysec.cn

证书编号：S0790121020007

● 一周观点：CXO 行业增长可持续性较强，调整后投资价值显现

基于创新药企业研发投入的持续增长以及外包率的提升，我们认为 CXO 行业的持续高增长的确定性高，调整后投资价值凸显，依然积极推荐 CXO 行业的投资机会。整体上，我们重点推荐能提供全方位、一体化的新药研发和生产服务龙头企业以及具有特色的全流程服务药品研发的技术平台公司。

在细分赛道上，我们的观点：（1）深度参与全球创新药产业链的 CDMO 公司，先进的化学与工程技术是长期竞争优势，长期看将有助于提高服务效率、盈利能力；（2）国内医药创新刚刚起步，主要受益国内创新药快速发展的临床前及临床 CRO 业绩持续高增长的确定性较高，看好具有技术人才、高质量标准及项目交付能力等优势头部公司；（3）新兴的细胞与基因治疗领域，看好拥有平台技术并能解决客户产业化痛点的优质标的。

● 一周观点：中药行业受政策支持，具备确定业绩增长以及估值性价比

政策方面，中药作为我国特色药品种类，一直受到国家政策支持；品牌中药 OTC 主要销售渠道在零售端而非公立医疗机构，具备较高的价格维护能力。业绩方面，2021 年较多品牌中药 OTC 企业制定股权激励计划，设置较高考核目标，业绩增长确定性大。估值方面，根据万得数据，截至 2021 年 12 月 19 日，以 2021 年前三季度的年化利润计算，中药板块 PE 为 27 倍，低于医药生物整体行业的 30 倍，由此在医药生物子行业中具备估值性价比。结合政策面、业绩面以及估值水平来看，我们重点推荐中药板块。

● 一周观点：示范点城市名单出炉，加速推进 DRG/DIP 支付方式改革全覆盖

12 月 17 日，国家医疗保障局发布《国家医疗保障局办公室关于印发 DRG/DIP 付费示范名单的通知》，推进医保支付方式改革。示范城市中 DRG 示范点 18 个，DIP 示范点 12 个，综合（DRG/DIP）示范点 2 个，基本实现省份全覆盖，有利于改革由点及面快速推进。DRG/DIP 的推行对大型民营医疗机构更为有利。国家对于公立医院的定位在于提供最广大、最基本、最迫切的需求，民营医院承接多层次、差异化、具备特色的医疗需求。优质民营医院凭借其品牌力、医生团队、精细化管理能力、差异服务项目等核心竞争力能够与公立医院形成协同。

● 推荐及受益标的

推荐标的：英科医疗、昌红科技、康泰生物、药石科技、皓元医药、普洛药业、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、羚锐制药（以上排名不分先后）。

受益标的：九安医疗、智飞生物、康希诺生物、沃森生物、万泰生物、百克生物、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、九洲药业。

● 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：CXO 行业增长可持续性较强，调整后投资价值显现	3
2、一周观点：政策支持、业绩增长确定、估值合理，看好中药板块投资机会	4
3、一周观点：示范点城市名单出炉，加速推进 DRG/DIP 支付方式改革全覆盖	9
4、看好估值合理、基本面向好标的未来成长性	11
5、本周医药生物同比下跌 2.34%，除生物制品外其他子板块皆下调	16
5.1、医药生物板块行情：本周医药生物同比下跌 2.34%，表现弱于上证 1.42 个 pct.....	16
5.2、子板块行情：除生物制品，其他子板块皆下跌，医疗服务下跌最多	16
5.3、医药市盈率行情：医药生物估值 33.59 倍，对全部 A 股溢价率为 142.67%.....	17
6、羚锐制药信息更新报告：营销改革及终端提价助力公司迎来第二增长曲线	17
7、风险提示	18

图表目录

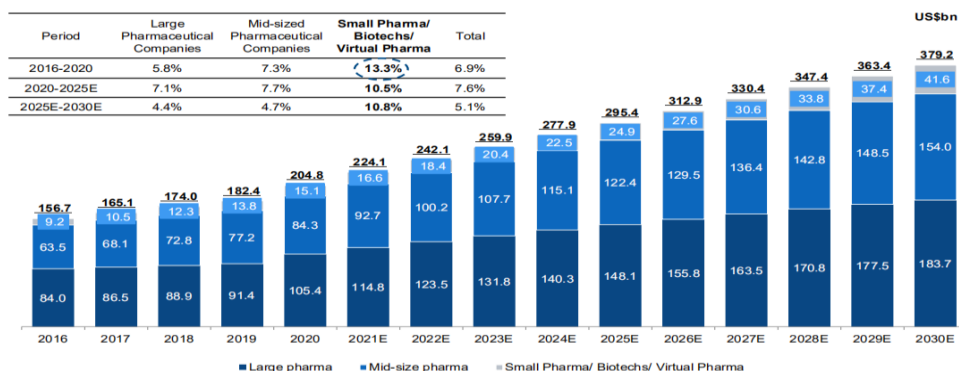
图 1：全球药品研发费用保持稳健增长	3
图 2：2016 年-2026E 美国外包率有望稳步提升	3
图 3：2016 年-2026E 中国医药外包率有望稳步提升	3
图 4：医药外包公司为创新药公司提供一体化开发服务	4
图 5：本周医药生物同比下跌 2.34%，表现弱于上证 1.42 个 pct	16
图 6：除生物制品，其他子板块皆下跌，医疗服务下跌最多	17
图 7：医药生物估值 33.59 倍，对全部 A 股溢价率为 142.67%	17
表 1：中药行业一直受到国家政策支持	5
表 2：中成药带量采购在省市级逐步展开	6
表 3：大多数纳入带量采购品种在公立医疗机构终端排名前列	7
表 4：品牌中药 OTC 主要销售渠道为零售药店	8
表 5：羚锐制药、建民集团、福瑞股份在 2021 年皆开展了股权激励	8
表 6：我国经历了较长时间的 DRG/DIP 付费方式探索历程，为医保付费方式改革奠定了基础	10
表 7：沪深股医疗服务 2021-2023 年平均 PE 分别为 71.7/55.4/38.8 倍，2021-2023 年平均 PEG 分别为 1.4/1.6/1.2 倍	11
表 8：港股医疗服务 2021-2023 年平均 PE 分别为 42.8/29.4/37.4 倍，2021-2023 年平均 PEG 分别为 1.3/0.8/0.8 倍	12
表 9：沪深股医药商业 2021-2023 年平均 PE 分别为 19.2/15.4/12.5 倍，2021-2023 年平均 PEG 分别为 1.4/0.7/0.6 倍	12
表 10：港股医药商业板块 2021-2023 年平均 PE 分别为 5.5/4.7/4.2 倍，2021-2023 年平均 PEG 分别为 0.4/0.3/0.4 倍	13
表 11：沪深股中药 2021-2023 年平均 PE 分别为 29.2/22.6/18.0 倍，2021-2023 年平均 PEG 分别为 0.8/1.0/0.9 倍	13
表 12：港股中药板块 2021-2023 年平均 PE 分别为 10.9/9.7/6.1 倍，2021-2023 年平均 PEG 分别为 1.0/0.8/0.3 倍	14

1、一周观点：CXO 行业增长可持续性较强，调整后投资价值显现

药物研发是全球医药行业创新之源，对人类健康和生命安全有着重大的意义。近年来，随着医药消费意愿不断增强以及新型疗法不断取得突破，全球新药研发不断升温，推动全球药物研发支出持续上升。据 Frost & Sullivan 数据，2016-2020 年全球药品研发投入持续增长，年复合增长率为 6.9%，其中小型创新药公司的研发投入增速更快，年复合增速为 13.3%，为整体市场增速的两倍。同时，预计 2020-2025 年，全球药品研发投入增速更快，整体市场复合增速为 7.6%。

图1：全球药品研发费用保持稳健增长

Global R&D Expenditure Breakdown by Pharma Size, 2016-2030E

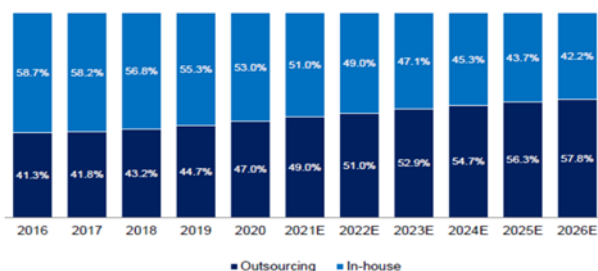


资料来源：Frost & Sullivan

外包率的持续提升是 CXO 行业增长的又一驱动因素：整体上看，国内和美国药品研发市场的外包率均在持续提升，外包率的提升为 CXO 行业的高增长的又一驱动因素。分市场看，国内整体外包率较低，2020 年国内创新药市场的外包率在 36.8%，同期美国创新药市场的外包率为 47%，国内外外包率提升还有较大的空间。同时，作为医药研发高地的美国市场，外包率也将持续提升，据 Frost & Sullivan 预计，2026E 美国市场的外包率有望将达到 57.8%，相较于 2020 年增长 10 个 pct。

图2：2016 年-2026E 美国外包率有望稳步提升

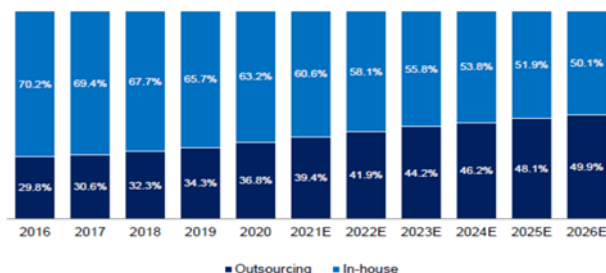
US CRO outsourcing rate, 2016-2030E



资料来源：Frost & Sullivan

图3：2016 年-2026E 中国医药外包率有望稳步提升

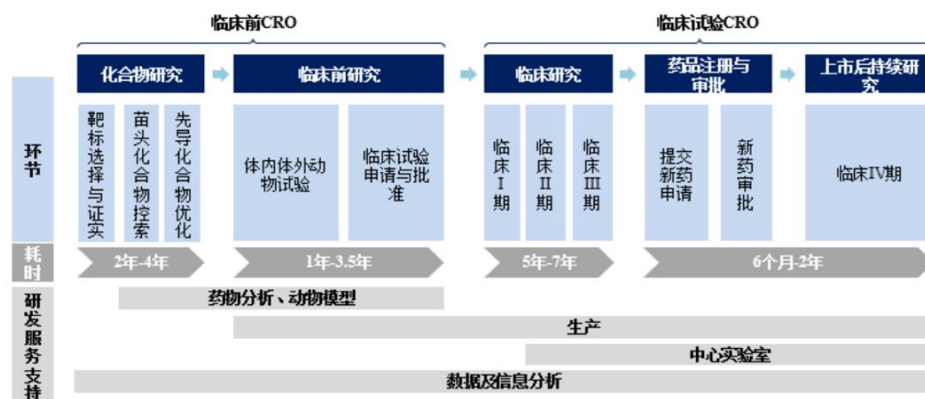
China CRO outsourcing rate, 2016-2030E



资料来源：Frost & Sullivan

医药外包公司全流程参与药品开发，分享创新大潮高收益：医药外包公司通过搭建自身的研发和生产平台，在药品开发的不同阶段赋能客户，助力客户更快更好的进行新药研发。随着新药研发推进，医药外包服务公司可以充分分享创新药带来的高收益，而又不需要承担新药研发的高风险，商业模式佳。药品研发企业的研发投入为医药外包公司的发展的源头活水，持续高增长的研发投入也奠定了外包服务公司增长的基础。

图4：医药外包公司为创新药公司提供一体化开发服务



资料来源：药明康德招股说明书

基于创新药企业研发投入的持续增长以及外包率的提升，我们认为 CXO 行业的增长具有可持续性，依然积极推荐 CXO 行业的投资机会。整体上，我们重点推荐能提供全方位、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。

在细分赛道上，我们的观点：（1）深度参与全球创新药产业链的 CDMO 公司，先进的化学与工程技术是 CDMO 企业保持长期竞争优势的关键因素，长期看将有助于提高服务效率，并且提升公司的盈利能力；（2）国内医药创新刚刚起步，主要受益国内创新药快速发展的临床前及临床 CRO 业绩持续高增长的确定性较高，看好具有技术人才、高质量标准及项目交付能力等优势头部公司；（3）新兴的细胞与基因治疗领域，看好拥有平台技术并能解决客户产业化痛点的优质标的。

推荐标的：药石科技、普洛药业、皓元医药；有望受益标的：药明康德、康龙化成、泰格医疗、凯莱英、博腾股份、九洲药业、昭衍新药、美迪西、和元生物等（以上排名不分先后）。

2、一周观点：政策支持、业绩增长确定、估值合理，看好中药板块投资机会

中药板块受政策影响相对较小，较多公司在 2021 开展股权激励，设置较高考核目标，业绩增长确定性大，且目前估值具备性价比。

（1）政策面：持续受政府支持，品牌中药 OTC 价格维护能力较强

中药作为我国特色药品种类，一直受到国家政策支持。2015 年接连发布了针对中药材、中医药健康服务的首个 5 年国家级规划，提出至 2020 年基本完善中药材资源保护与监测体系，基本建立中医药健康服务体系的总体规划；2016 年由国务院发布《中医药健康服务发展规划(2015-2020 年)》，提出到 2020 年，人人基本享有中医药服务；2019 年国务院发布《关于促进中医药传承创新发展的意见》，提出至 2022 年，基本实现县办中医医疗机构全覆盖。2021 年 1 月 22 日，国务院办公厅发布《关于加快中医药特色发展若干政策措施的通知》（下称“通知”），该通知从评价体系、中药企业研发意愿、注册审批机制等掣肘中药行业发展的各环节皆进行了完善及优化，建立了有利中药行业发展的友好环境，中药行业有望加速渡过调整优化期。

表1: 中药行业一直受到国家政策支持

发布时间	发布部门	文件	要点
2015.4	国家中医药管理局等 11 个部门	《中药材保护和发展规划（2015-2020 年）》	首次由 11 部委联合为中药材专门制定 5 年国家级规划，力争到 2020 年， 中药材资源保护与监测体系基本完善 ，濒危中药材供需矛盾有效缓解，常用中药材生产稳步发展。
2015.5	国务院办公厅	《中医药健康服务发展规划 2015-2020 年》	第一个中医药健康服务的国家级规划，力争到 2020 年， 基本建立中医药健康服务体系 ，大力发展推进中医养生保健服务、中医医疗服务、中医特色康复服务、中医药健康养老服务、中医药文化和健康旅游产业、中医药健康服务相关支撑产业、中医药服务贸易。
2016.2	国务院	《中医药发展战略规划纲要（2016-2030 年）》	到 2020 年，实现人人基本享有中医药服务，中医医疗、保健、科研、教育、产业、文化各领域得到全面协调发展， 中医药标准化、信息化、产业化、现代化水平不断提高 。到 2030 年中医药治理体系和治理能力现代化水平显著提升，中医药服务领域实现全覆盖，中医药健康服务能力显著增强。
2016.12	第十二届全国人民代表大会常务委员会通过	《中华人民共和国中医药法》	中医药法第一次从法律层面明确了中医药的重要地位、发展方针和扶持措施，为中医药事业发展提供了法律保障。中医药法针对中医药自身的特点， 改革完善了中医医师、诊所和中药等管理制度 ，有利于保持和发挥中医药特色和优势，促进中医药事业发展。
2016.12	国家中医药管理局、国家发展和改革委员会	《中医药“一带一路”发展规划（2016-2020 年）》	到 2020 年， 中医药“一带一路”全方位合作新格局基本形成 ，国内政策支持体系和国际协调机制逐步完善，以周边国家和重点国家为基础，与沿线国家合作建设 30 个中医药海外中心，颁布 20 项中医药国际标准，注册 100 种中药产品，建设 50 家中医药对外交流合作示范基地。
2017.12	国家中医药管理局	《关于推进中医药健康服务与互联网融合发展的指导意见》	深化 中医医疗与互联网融合 、发展中医养生保健互联网服务、推动中医药健康养老信息化、发掘中医药文化与健康旅游资源、促进中医药服务贸易信息交流、规范中医药健康大数据应用。
2018.5	国家药品监督管理局	《关于发布古代经典名方中药复方制剂简化注册审批管理规定的公告》	内容依次涉及经典名方目录、简化审批的条件、申请人资质、物质基准的申报与发布、经典名方制剂的注册程序及管理要求、各相关方责任等，科学规范中药分类管理和经典明方的研发注册申请路线， 加大对传统中药经典的传承支持力度 。
2019.10	国务院	《关于促进中医药传承创新发展的意见》	是以中共中央和国务院名义发布的第一个中医药文件，到 2022 年， 基本实现县办中医医疗机构全覆盖 。加快中医药循证医学中心建设，用 3 年左右时间，筛选 50 个中医治疗优势病种和 100 项适宜技术、100 个疗效独特的中药品种，及时向社会发布。到 2022 年形成并推广 50 个左右中西医结合诊疗方案。建立综合医院、专科医院中西医会诊制度，将中医纳入多学科会诊体系。完善中医药价格和医保政策，分批遴选中医优势明显、治疗路径清晰、费用明确的病种实施按病种付费， 合理确定付费标准 。

发布时间	发布部门	文件	要点
2021.1	国务院办公厅	《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》	优化中药审评审批管理、完善中药分类注册管理，完善分级定价政策，重点将功能疗效明显、患者广泛接受、特色优势突出、体现劳务价值、应用历史悠久的中医医疗服务项目纳入调价范围， 将疗效和成本有优势的中医医疗服务项目纳入基本医疗保险支付范围 ，一般中医药诊疗项目继续按项目付费。

资料来源：国家药品监督管理局、中国政府网、开源证券研究所

品牌中药 OTC 拥有较高价格维护能力，已集采品种降价幅度较小。随着第五批带量采购落地，148 家药企的 251 个产品获拟中选资格，拟中选药品平均降价 56%，最高降价 98.3%，对药品的价格产生较大冲击。国家医保局于 2020 年 11 月在《关于落实中成药扶持政策的提案》中表示将指导和推进地方针对中成药等药品开展药品集采探索，预计未来中成药会逐渐被纳入带量采购。在中成药集采范围方面，国家医保局在对十三届全国人大四次会议第 4126 号建议的答复中提到：中成药集中采购基本遵循“探索对适应症或功能主治相似的不同通用名药品合并开展集中带量采购”，“坚持质量优先，以临床需求为导向，从价高量大的品种入手”。

从目前已经落地的省市级中成药集采情况来看，大多数入围/中标带量采购的品种在公立医疗机构体系的销售额排名前列。2019 年公立医疗机构呼吸系统疾病中成药内服 TOP 20 品牌中，9 个产品被纳入带量采购，2020 年销售额超过 10 亿的 10 个心脑血管产品中（不考虑注射剂），5 个产品被纳入，2020 年妇科疾病销售额排名前 5 的产品中，2 个被纳入。此外我们还发现，**纳入带量采购的品种主要考虑销售额，对于是否为独家产品并无较大区分。从降价幅度来看，中成药降价幅度相对化学药明显减小**，以 2020 年 6 月浙江金华市的中成药集采为例，药品平均降价幅度为 23% 左右，明显小于基本超过 50% 的化学药集采降价幅度。

表2：中成药带量采购在省市级逐步展开

时间	地区	具体省市	入围/中标品种数量	价格平均降幅	通用名
2020 年 6 月	浙江金华	浙江金华	39	23%	注射： 参麦、灯盏花素 非注射： 安神补脑液、保胎灵片、复方丹参片、复方海蛇胶囊、复方鱼腥草合剂、寒喘祖帕颗粒、护肝片、精制狗皮膏、抗病毒口服液、六味地黄丸、强力枇杷露、清开灵颗粒（无糖型）、热淋清颗粒（无糖型）、生脉饮党参方（低糖型）、舒筋活血胶囊、天一止咳糖浆、通滞苏润江胶囊、胃复春片、小儿咳喘灵颗粒、鸦胆子油软胶囊、银黄颗粒（无糖型）、银杏叶片、扎冲十三味丸（人工麝香）、康复新液、珍黄胶囊人工牛黄、振源片、祖卡木颗粒
2020 年 6 月	青海省	青海省	9		注射： 痰热清、血栓通、血塞通、丹参多酚酸盐、肾康、喜炎平 非注射： 血塞通（颗粒/胶囊/软胶囊/滴丸/分散片）、生血宝颗粒（合剂）
2020 年 7 月	辽宁省	辽宁省	7		非注射： 气血康口服液、云南白药痔疮膏、首荟通便胶囊、小儿柴芩清解颗粒、关节镇痛巴布膏、消痔软膏、普罗雌烯乳膏
2020 年 8 月	河南省	河南省	4		注射： 天麻素、七叶皂苷钠、葛根素、川穹素
2021 年 9 月	广东省	广东、山西、河南、海南、宁	58		注射： 清开灵、醒脑静、生脉、血塞通/血栓通、舒血宁、鸦胆子油、益母草、艾迪、参附、参芪扶正、热毒宁、肾康、疏血通、痰热

时间	地区	具体省市	入围/中标 品种数量	价格平 均降幅	通用名
		夏、青海、新疆			清、喜炎平
					非注射： 清开灵、金莲花、抗病毒、蓝芩、橘红痰咳、小儿咳、小儿肺、生血宝、百令金水、生脉、裸花紫珠、复方丹参、脑心清、血塞通/血栓通、脉血康、银杏叶/银杏酮酯、大活络、康复新、小金、鸦胆子油、益母草、保妇康、复方血栓通、活血止痛、大株红景、灯盏生脉、肺力咳、康莱特、连花清瘟、脑栓通、尿毒清、麝香保心、肾康、疏风解毒、四磨汤、松龄血脉、苏黄止咳、胃苏、乌灵、仙灵骨葆、小儿消积咳
2021 年 9 月	湖北省	湖北、河北、山西等 19 个省市	76		注射： 血塞通、血栓通、参麦、舒血宁、灯盏花素、丹参、生脉 非注射： 百令、至灵、金水宝、血塞通、银杏叶、康复新、活血止痛、小金、血府逐瘀、银杏酮酯、杏灵、益心舒、双黄连、肾衰宁

资料来源：各省市医保局、米内网、赛柏蓝微信公众号、开源证券研究所

表3：大多数纳入带量采购品种在公立医疗机构终端排名前列

呼吸系统疾病内服中成药品牌 TOP20	企业简称	2019 年销售额 (亿元)	排名	是否独家
苏黄止咳胶囊	扬子江北京海燕药业	19.14	2	独家
肺力咳合剂	贵州建兴药业	14.63	3	独家
连花清瘟颗粒	北京以岭药业	7.38	4	独家
强力枇杷露	哈尔滨康隆药业	6.43	6	
疏风解毒胶囊	安徽济人药业	4.02	8	独家
清开灵颗粒	哈尔滨一洲制药	3.69	10	
祖卡木颗粒	新疆维吾尔药业	3.03	11	
肺力咳胶囊	贵州建兴药业	2.09	14	独家
金莲花颗粒	承德天原药业	1.98	17	独家
2020 年销售额超过 10 亿的心脑血管疾病产品		市场份额	排名	是否独家
复方丹参滴丸		3.4%	3	
脑心通胶囊		3.2%	6	独家
麝香保心丸		2.6%	10	
银杏叶片		1.6%	18	
血塞通软胶囊		1.4%	20	
2020 年妇科疾病产品 TOP		2020 年市场份额	排名	是否独家
保妇康栓		3.88%	1	独家
滋肾育胎丸		2.64%	4	独家

数据来源：米内网、开源证券研究所

注：以上数据皆为中国公立医疗机构终端

从销售渠道来看，品牌中药 OTC 主要销售渠道为零售药店。线下零售药店(含

O2O 业态)为 OTC 的主要销售渠道,金额占比 55%,医疗渠道(含医院和第三终端)在 OTC 的销售渠道中占比 36%;线上 B2C 占比达到 9%。根据米内网数据,零售药店主要中成药则以品牌 OTC 为主。

由此我们认为,中成药集中采购首先在价格上预计不会出现断崖式下降,而是基于其成本,在保证中药企业一定利润空间下下降,其次就集采范围来看,品牌中药 OTC 由于较少品种进入医保目录、更具备消费属性,主要销售渠道在零售端而非公立医疗机构,预计纳入带量采购的可能性小。由此品牌中药 OTC 具备一定集采避险属性,具备较高的价格维护能力。

表4: 品牌中药 OTC 主要销售渠道为零售药店

2019 年中国城市零售药店终端中成药品牌 TOP10			
排名	产品名称	企业简称	销售额(亿元)
1	阿胶	东阿阿胶	39.31
2	感冒灵颗粒	华润三九医药	22.05
3	阿胶	山东福牌阿胶	15.75
4	京都念慈庵蜜炼川贝枇杷膏	京都念慈总厂	15.32
5	健胃消食片	江中药业	13.73
6	舒筋健腰丸	白云山陈李济药厂	11.91
7	藿香正气口服液	太极集团涪陵制药厂	11.23
8	复方阿胶浆	东阿阿胶	10.99
9	安宫牛黄丸	北京同仁堂股份同仁堂制药	10.28
10	急支糖浆	太极集团涪陵制药厂	9.64

数据来源:米内网、开源证券研究所

(2) 业绩面: 2021 年陆续开展股权激励, 设置较高考核目标

羚锐制药、建民集团、福瑞股份、华润三九在 2021 年皆开展了股权激励, 羚锐制药和福瑞股份同时开展了员工持股计划, 4 家公司皆设置了较高的考核目标, 股权激励下, 不仅能够充分调动公司管理层、技术人员和销售人员的积极性, 此外, 较高的业绩增速目标也体现出公司对于未来业绩增长的信心。

表5: 羚锐制药、建民集团、福瑞股份在 2021 年皆开展了股权激励

	激励计划	发布日期	考核目标
羚锐制药	2021 年限制性股票激励计划(草案) /	2021/6/24	2021-2023 年扣非净利润增速分别为 20%/20%/15% (扣除股权激励相关费用口径)
	2021 年员工持股计划		
健民集团	2021 年限制性股票激励计划(草案)	2021/2/9	2021-2023 年归母净利润增速分别为 20%/20%/20% (扣除健民大鹏投资收益口径)
	控股子公司员工股权激励	2021/2/4	-
福瑞股份	2021 年员工持股计划(草案)	2021/4/28	2021-2023 年自 2021 年的累积年度扣非净利润分别为 1/2.5/5 亿元 (扣除各期股份支付口径)
			2022-2024 年归母扣非净资产收益率分别不低于
华润三九	2021 年限制性股票激励计划(草案)	2021/12/2	10.15%/10.16%/10.17%, 且不低于对标企业 75 分位水平; 2022-2024 年归母扣非净利润年复合增长率皆不低于 10.0%, 且不低于

激励计划

发布日期

考核目标

同行业平均水平或对标企业 75 分位水平；2022-2024 年总资产周转率分别不低于 0.69/0.70/0.72

资料来源：各公司公告、开源证券研究所

注：华润三九考核目标中对标企业共 15 家，包含云南白药、同仁堂、复星医药、白云山、中国医药、中国生物医药等企业，不低于 75 分位水平即前三名

（3）估值面：具备性价比

估值方面，根据万得数据，截至 2021 年 12 月 19 日，以 2021 年前三季度的年化利润计算，中药板块 PE 为 27 倍，低于医药生物整体行业的 30 倍，由此在医药生物子行业中具备估值性价比。

（4）推荐及受益标的：

综合考虑政策免疫性、估值性价比、业绩确定性以及营销效率提升，推荐标的：羚锐制药；受益标的：云南白药、片仔癀、东阿阿胶、同仁堂、健民集团、寿仙谷、华润三九、福瑞制药、济川药业（以上排名不分先后）。

3、一周观点：示范点城市名单出炉，加速推进 DRG/DIP 支付方式改革全覆盖

事件：12 月 17 日，国家医疗保障局发布《国家医疗保障局办公室关于印发 DRG/DIP 付费示范点名单的通知》，为推进医保支付方式改革，引领 DRG/DIP 付费改革走向深入，在各地自愿申报和评估的基础上，确定了 DRG/DIP 示范点城市名单：

DRG 示范点（18 个）：北京市、河北省邯郸市、山西省临汾市、辽宁省沈阳市、黑龙江省哈尔滨市、江苏省无锡市、浙江省金华市、山东省青岛市、河南省安阳市、湖北省武汉市、湖南省湘潭市、广西壮族自治区梧州市、四川省攀枝花市、贵州省六盘水市、云南省昆明市、甘肃省庆阳市、青海省西宁市、新疆维吾尔自治区乌鲁木齐市，新疆生产建设兵团直属统筹区（驻乌鲁木齐市）；

DIP 示范点（12 个）：河北省邢台市、吉林省辽源市、江苏省淮安市、安徽省宿州市、福建省厦门市、江西省赣州市、山东省东营市、湖北省宜昌市、湖南省邵阳市、广东省广州市、四川省泸州市、贵州省遵义市；

综合（DRG/DIP）示范点（2 个）：天津市、上海市

（1）DRG/DIP 医保支付方式改革由试点城市发展为统筹区域全覆盖

2018 年底，国家医保局正式启动 DRG 付费准备工作，并于 2019 年 5 月公布 30 个国家试点城市名单，明确了试点工作按照“顶层设计、模拟测试、实际付费”的总体部署。2020 年 10 月，国家医保局发布《区域点数法总额预算和病种分值付费试点工作方案》，试点覆盖了 71 个城市，要求 2021 年底前，全部试点地区进入实际付费阶段。并用 1-2 年的时间，将统筹地区医保总额预算与点数法相结合，实现住院

以 DIP 为主的多元复合支付方式。

2021 年 11 月 26 日，国家医疗保障局发布《DRG/DIP 支付方式改革三年行动计划》，坚持以人民健康为中心，以加快建立管用高效的医保支付机制为目标，分期分批加快推进，从 2022 到 2024 年，全面完成 DRG/DIP 付费方式改革任务，推动医保高质量发展。到 2024 年底，全国所有统筹地区全部开展 DRG/DIP 付费方式改革工作，先期启动试点地区不断巩固改革成果；到 2025 年底，DRG/DIP 支付方式覆盖所有符合条件的开展住院服务的医疗机构，基本实现病种、医保基金全覆盖。

表6: 我国经历了较长时间的 DRG/DIP 付费方式探索历程，为医保付费方式改革奠定了基础

时间	发展历程
20 世纪 80 年代	北京市开始关注 DRGs，采用自行设计的分组软件，按照美版 AP-DRGs 的分组标准对北京地区 10 家医院近 10 万份有效的出院病例进行了分组、配对研究，结果表明其分组设计具有可行性
2008 年底	北京研究团队初步完成了 DRGs 分组方案，开发完成分组器，命名为 BJ-DRGs，并向全国推广
2007 年	卫生部（原）要求县级公立医院选择一定数量的病种进行按病种付费，并将此作为医疗服务管理的手段之一
2018 年 12 月 10 日	国家医保局办公室下发《关于申报按疾病诊断相关分组付费国家试点的通知》
2019 年 6 月 5 日和 10 月 24 日	先后下发《国家医保局、财政部、国家卫生健康委和国家中医药局关于印发按疾病诊断相关分组付费国家试点城市名单的通知》和《关于印发疾病诊断相关分组（DRG）付费国家试点技术规范 and 分组方案的通知》，在全国 30 个城市开展 DRG 付费方式改革试点。
2020 年 10 月 19 日和 11 月 4 日	国家医保局办公室先后下发《关于印发区域点数法总额预算和按病种分值付费试点工作方案的通知》和《关于印发区域点数法总额预算和按病种分值付费试点城市名单的通知》，决定在 71 个城市开展按病种分值付费试点。
2021 年 11 月 26 日	坚持以人民健康为中心，以加快建立管用高效的医保支付机制为目标，分期分批加快推进，从 2022 到 2024 年，全面完成 DRG/DIP 付费方式改革任务，推动医保高质量发展。到 2024 年底，全国所有统筹地区全部开展 DRG/DIP 付费方式改革工作，先期启动试点地区不断巩固改革成果；到 2025 年底，DRG/DIP 支付方式覆盖所有符合条件的开展住院服务的医疗机构，基本实现病种、医保基金全覆盖。

资料来源：各单位官网、《DRGs 用于医疗费用控制的研究进展》、开源证券研究所

（2）DRG/DIP 促使医院实现精准控费，降低药耗占比，不断提升医疗质量与运营效率

基于 DRGs 对住院医疗费用的管理，可以实现对各个病种的次均费用及其构成进行监测。次均费用控制，由传统的设置科室控制目标，转变成设置病种控制目标，控费靶向性更强。同时，进行病种层面的费用构成监测，重点监测每个 DRGs 病组的药占比、材占比、基药比、高值耗材占比等，**使控费工作对症下药，从而倒逼医院提升医疗服务质量，实现管理精细化，促使医院通过调整结构、优化流程，缩短平均住院日，提高医疗服务效率。**DIP 属于中国原创的支付方式。在一些地方先行先试，适应我国国情，基于信息化、大数据的广泛认知和应用的现实条件，具有中国特色、时代特征。DIP 在统筹区范围实施，便于比较同一病种组合在不同医疗机构间的治疗费用差异，将有效促进区域内医疗机构间的专业分工、良性竞争，同时也有利于促进医院精准控费，实现高质量发展。

（3）DRG/DIP 的推行对大型民营医疗机构更为有利

政策对公立医院的定位是公立医院提供最广大、最基本、最迫切的需求，以保障公立医院的公益性。而民营医院作为公立医院的补充，承接多层次、差异化、具备特色的医疗需求。

随着公立医疗体系下沉，优质医疗资源在基层中逐步普及，中小型民营医院若没有特色医疗服务、强大医生资源进行支持，其生存空间较容易被挤压，这样的挤压并不是由于市场小，而是由于医疗服务能力不能跟上发展要求，不能对公立医院形成有效补充；但优质民营医院凭借其品牌力、医生团队、精细管理能力、差异服务项目等核心竞争力迅速响应改革，跟上医疗机构高质量发展的节奏，与公立医院形成协同，满足多层次医疗服务需求。

（4）推荐及受益标的：

政策推动下医疗服务龙头有望凭借其长期建立的品牌力、强大医生团队、精细化管理能力、差异化服务项目等核心竞争力迅速响应改革，改革进程中协同推进“双通道”机制，形成正向叠加效应，利好医疗服务和零售药店。

推荐标的：医疗服务：爱帝宫、海吉亚医疗、锦欣生殖、国际医学、美年健康、信邦制药、盈康生命；零售药店：老百姓、益丰药房、九州通。

受益标的：医疗服务：爱尔眼科、通策医疗、金域医学、迪安诊断、康宁医院；零售药店：一心堂、大参林、健之佳。

4、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 年平均 PE 分别为 71.7/55.4/38.8 倍，2021-2023 年平均 PEG 分别为 1.4/1.6/1.2 倍。

表7：沪深股医疗服务 2021-2023 年平均 PE 分别为 71.7/55.4/38.8 倍，2021-2023 年平均 PEG 分别为 1.4/1.6/1.2 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	71.7	55.4	38.8	1.4	1.6	1.2
000516.SZ	国际医学	(41.9)	147.1	70.2	0.0	1.1	0.6
300143.SZ	盈康生命	71.6	38.3	28.2	10.2	0.4	0.8
002044.SZ	美年健康	95.2	47.6	31.8	(2.1)	0.5	0.6
300725.SZ	药石科技	54.5	68.3	47.5	0.3	(3.4)	1.1
688222.SH	成都先导	142.4	78.8	48.7	39.5	1.0	0.8
688202.SH	美迪西	107.5	63.3	41.0	1.0	0.9	0.8
600763.SH	通策医疗	87.3	65.7	50.2	1.8	2.0	1.6
603127.SH	昭衍新药	98.3	73.7	56.2	2.3	2.2	1.8
300015.SZ	爱尔眼科	98.9	75.2	57.9	2.8	2.4	1.9
688315.SH	诺禾致源	71.2	50.7	35.8	0.1	1.2	0.9
300759.SZ	康龙化成	86.2	63.7	47.1	3.6	1.8	1.3
603259.SH	药明康德	82.8	62.3	47.4	1.6	1.9	1.5
300347.SZ	泰格医药	51.6	42.0	34.5	2.1	1.8	1.6
688076.SH	诺泰生物	59.0	42.6	31.4	2.2	1.1	0.9
688621.SH	阳光诺和	85.8	62.0	44.0	1.8	1.6	1.1
603882.SH	金域医学	23.8	25.7	23.6	0.7	(3.6)	2.7
603108.SH	润达医疗	16.4	12.8	10.2	0.6	0.5	0.4
301080.SZ	百普赛斯	92.5	64.4	44.7	1.6	1.5	1.0

证券代码	证券简称	PE			PEG		
301047.SZ	义翘神州	25.5	28.4	28.4	(1.6)	(2.8)	484.1
002821.SZ	凯莱英	113.9	72.2	58.9	2.9	1.2	2.6
300404.SZ	博济医药	60.5	54.9	35.9	0.3	5.4	0.7
603456.SH	九洲药业	72.3	54.2	41.8	1.1	1.6	1.4
300363.SZ	博腾股份	101.5	66.1	53.2	2.1	1.2	2.2
300244.SZ	迪安诊断	14.7	15.4	14.1	0.2	(3.3)	1.5
300149.SZ	睿智医药	43.9	32.9	25.0	(14.9)	1.0	0.8
002524.SZ	光正眼科	34.9	31.8	0.0	0.2	3.3	0.0

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、药石科技，其余公司 PE/PEG 预测参考 Wind 一致预期；收盘价日期 2021 年 12 月 17 日；平均值剔除极大值

(2) 港股医疗服务板块 2021-2023 年平均 PE 分别为 42.8/29.4/37.4 倍，2021-2023 年平均 PEG 分别为 1.3/0.8/0.8 倍。

表8：港股医疗服务 2021-2023 年平均 PE 分别为 42.8/29.4/37.4 倍，2021-2023 年平均 PEG 分别为 1.3/0.8/0.8 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	42.8	29.4	37.4	1.3	0.8	0.8
0286.HK	爱帝宫	42.5	25.5	16.3	0.3	0.4	0.3
6078.HK	海吉亚医疗	67.4	46.2	38.5	0.5	1.0	1.9
1951.HK	锦欣生殖	53.2	29.7	23.2	1.4	0.4	0.8
6618.HK	京东健康	628.0	191.0	83.9	6.2	0.8	0.7
0241.HK	阿里健康	2482.5	453.2	92.7	(27.2)	1.0	0.2
2359.HK	药明康德	73.8	56.4	42.9	1.3	1.8	1.4
1515.HK	华润医疗	10.4	9.2	8.1	0.2	0.7	0.6
1833.HK	平安好医生	(19.0)	(23.6)	(44.3)	0.4	(1.2)	(0.9)
2666.HK	环球医疗	4.2	3.6	3.1	0.2	0.2	0.2
6127.HK	昭衍新药	47.9	35.0	28.2	1.0	0.9	1.2

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/PEG 预测参考 Wind 一致预期；收盘价日期 2021 年 12 月 17 日；平均值剔除极大值

(3) 沪深股医药商业板块 2021-2023 年平均 PE 分别为 19.2/15.4/12.5 倍，2021-2023 年平均 PEG 分别为 1.4/0.7/0.6 倍。

表9：沪深股医药商业 2021-2023 年平均 PE 分别为 19.2/15.4/12.5 倍，2021-2023 年平均 PEG 分别为 1.4/0.7/0.6 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	19.2	15.4	12.5	1.4	0.7	0.6
603883.SH	老百姓	25.5	19.9	15.8	2.1	0.7	0.6
600998.SH	九州通	8.1	6.9	5.9	3.6	0.4	0.3

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

12 / 20

证券代码	证券简称	PE				PEG	
301015.SZ	百洋医药	35.0	27.1	22.0	0.7	0.9	1.0
603939.SH	益丰药房	37.3	28.5	22.3	1.5	0.9	0.8
603233.SH	大参林	24.5	19.4	15.4	2.6	0.7	0.6
301017.SZ	漱玉平民	40.5	32.7	26.0	1.7	1.4	1.0
002727.SZ	一心堂	21.8	17.6	14.4	0.8	0.7	0.6
605266.SH	健之佳	16.6	13.6	11.1	0.8	0.6	0.5
600511.SH	国药股份	13.3	11.6	10.2	0.6	0.8	0.7
603368.SH	柳药股份	7.9	6.8	5.6	3.2	0.4	0.3
601607.SH	上海医药	9.3	8.2	7.2	0.3	0.6	0.5
000028.SZ	国药一致	9.6	8.4	7.2	0.9	0.6	0.5

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：除老百姓、益丰药房、九州通，其余公司 PE/PEG 预测参考 Wind 一致预期；收盘价日期 2021 年 12 月 17 日

(4) 港股医药商业板块 2021-2023 年平均 PE 分别为 5.5/4.7/4.2 倍，2021-2023 年平均 PEG 分别为 0.4/0.3/0.4 倍。

表10: 港股医药商业板块 2021-2023 年平均 PE 分别为 5.5/4.7/4.2 倍，2021-2023 年平均 PEG 分别为 0.4/0.3/0.4 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	5.5	4.7	4.2	0.4	0.3	0.4
1099.HK	国药控股	5.3	4.7	4.1	0.48	0.40	0.28
2607.HK	上海医药	5.7	4.8	4.4	0.28	0.24	0.49

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：收盘价日期 2021 年 12 月 17 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 年平均 PE 分别为 29.2/22.6/18.0 倍，2021-2023 年平均 PEG 分别为 0.8/1.0/0.9 倍。

表11: 沪深股中药 2021-2023 年平均 PE 分别为 29.2/22.6/18.0 倍，2021-2023 年平均 PEG 分别为 0.8/1.0/0.9 倍

证券代码	证券简称	PE			PEG		
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
	沪深中药平均	29.2	22.6	18.0	0.8	1.0	0.9
002390.SZ	信邦制药	48.2	38.5	30.9	0.8	1.5	1.3
002603.SZ	以岭药业	16.6	13.9	11.8	0.4	0.7	0.7
600285.SH	羚锐制药	20.3	17.2	13.7	1.1	1.0	0.5
600535.SH	天士力	15.7	16.6	14.6	0.9	(2.9)	1.0
000423.SZ	东阿阿胶	58.7	25.0	18.1	0.1	0.2	0.5
000538.SZ	云南白药	28.1	21.3	18.7	(1.1)	0.7	1.4
000650.SZ	仁和药业	15.9	13.5	11.5	0.6	0.8	0.6
000989.SZ	九芝堂	28.1	21.6	16.9	2.3	0.7	0.6
000999.SZ	华润三九	12.4	10.9	9.8	0.5	0.8	0.9
002287.SZ	奇正藏药	20.3	28.5	25.2	0.3	(1.0)	1.9
002317.SZ	众生药业	19.0	15.3	10.7	0.1	0.6	0.2
002873.SZ	新天药业	23.1	16.8	12.2	0.7	0.4	0.3

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	
600085.SH	同仁堂	43.2	36.8	31.5	2.2	2.1	1.8
600129.SH	太极集团	38.8	17.6	11.6	0.2	0.1	0.2
600211.SH	西藏药业	24.4	22.0	19.7	1.4	2.1	1.6
600329.SH	中新药业	22.7	18.1	14.8	0.7	0.7	0.7
600332.SH	白云山	14.1	12.4	0.0	0.8	0.9	0.0
600422.SH	昆药集团	11.9	10.2	8.6	0.5	0.6	0.5
600436.SH	片仔癀	117.2	92.1	74.4	2.9	3.4	3.1
600557.SH	康缘药业	17.0	12.9	11.3	0.4	0.4	0.8
600750.SH	江中药业	14.4	12.5	11.3	0.9	0.8	1.0
600976.SH	健民集团	31.6	23.7	18.4	0.3	0.7	0.6
603567.SH	珍宝岛	25.3	21.3	17.7	0.9	1.1	0.9
603896.SH	寿仙谷	41.1	32.1	25.3	1.5	1.1	0.9

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：除信邦制药、以岭药业、天士力、羚锐制药，其余公司 PE/PEG 预测参考 Wind 一致预期；收盘价日期 2021 年 12 月 17 日

（6）港股中药板块 2021-2023 年平均 PE 分别为 10.9/9.7/6.1 倍，2021-2023 年平均 PEG 分别为 1.0/0.8/0.3 倍。

表12：港股中药板块 2021-2023 年平均 PE 分别为 10.9/9.7/6.1 倍，2021-2023 年平均 PEG 分别为 1.0/0.8/0.3 倍

证券代码	证券简称	PE			PEG		
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
	港股中药平均	10.9	9.7	6.1	1.0	0.8	0.3
0570.HK	中国中药	8.6	7.5	6.1	0.9	0.5	0.3
0874.HK	白云山	7.3	6.4		0.4	0.5	
1666.HK	同仁堂科技	12.8	11.7		1.2	1.2	
3613.HK	同仁堂国药	15.0	13.1		1.4	0.9	

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：收盘价日期 2021 年 12 月 17 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：

迪安诊断：公司围绕“产品+服务”向“整合式营销”转型，普检、渠道产品稳健增长；特检、自有产品加速发展，特检精准中心持续推进，基于其产品优势加快导流，自有产品随凯莱谱、迪谱、迪安生物旗下产品陆续面市迎来快速增长，凯莱谱专注临床质谱，在液相色谱领域具备强大竞争力；迪谱在核酸质谱领域拥有竞争优势，其 DP-TOF 飞行时间质谱检测系统于 2020 年 12 月获证；迪安生物专注分子诊断、细胞病理，产品线全且品类丰富。

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。

羚锐制药：作为国内贴膏剂龙头企业，公司第一次营销改革完善布局，为第二次改革奠定快速增长基石，随着营销整合成效显现、核心产品通络祛痛膏稳健增长、壮骨麝香止痛膏升级换代、3大普药成功提价、基层医疗品种快速放量，公司发展将迈入新阶段。公司2021年7月股权激励草案中，解锁条件高（2021-2023年扣非净利润增速分别不低于20%/20%/15%，剔除股权激励相关费用口径），有望增强企业凝聚力，激发员工积极性，带来业绩提升。

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。

国际医学：随着21Q3进入疾病高发季节，且2021年下半年相比2020年下半年，中心医院有地铁开通、JCI认证通过、医生队伍持续扩大、学科建设实力更强等优势，预计其床位数进入9月后处于持续提升的趋势，经营情况依然向好，我们维持中心医院年底日住院量有望达到2200-2500床、高新医院1500床、商洛医院600床的目标不变。

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，扩张确定性强：新建聊城海吉亚即将投入运营，拟在2022年开业的重庆海吉亚二期主体大楼预计在12月封顶、单县海吉亚二期各项建设工作有序进行，山东德州、江苏无锡、福建龙岩、成武二期、河南安阳、常熟高新等新建医院预计在2023-2024年开业。

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，预计持股比例；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并快速落地，公司2021年已新开深圳侨城坊(70间月子房)、南山店(89间月子房，9月25日开业)、成都2店(26间月子房，10月开业)3家门店，加上拟开业北京新店(预计80间月子房)、福田拟开CBD店(预计100+间月子房)，预计福田CBD店开业及香蜜湖店关闭后，公司房间数量达到近700间月子房，对应2020年底房间数增速近60%。展望2022年，鉴于公司与雅诗阁形成战略合作，预计2022年有望维持较快开店速度，助力公司市占率提升。

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。

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。

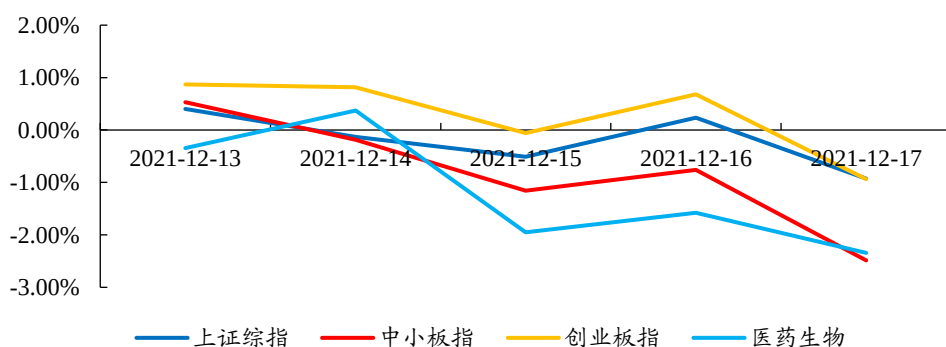
翔宇医疗：公司产品线齐全，具备提供康复解决方案的能力，充分受益于医疗机构建设和升级康复中心带来的增量，康复医院增量空间大，康复医院药占比较低，利润率较综合医院更高，且医院倾向于用设备进行治疗，节省人力成本，吸引设备投入；研发方面，公司建立多个研发中心，与知名高校及其附属医院、科研院所合作，构建完善高效的研发体系，研发实力雄厚；渠道方面，公司构建了国内庞大的销售和售后服务网络，利于新产品快速进入终端市场，带来规模效应。此外，公司新建研究、销售中心，积极布局研发，有望持续推出重磅产品；打造康复医疗设备工业互联网平台，通过平台建设，整合产业链上下游资源，科技赋能康养一体化，成长空间大。

5、本周医药生物同比下跌 2.34%，除生物制品外其他子板块皆下调

5.1、医药生物板块行情：本周医药生物同比下跌 2.34%，表现弱于上证 1.42 个 pct

2021 年 12 月 13 日至 12 月 17 日，本周上证综指下跌 0.93%，报 3632.36，中小板下跌 2.49%，报 9806.65，创业板下跌 0.94%，报 3434.34。医药生物同比下跌 2.34%，报 10977.64，表现弱于上证 1.42 个 pct，强于中小板 0.14 个 pct，弱于创业板 1.41 个 pct。

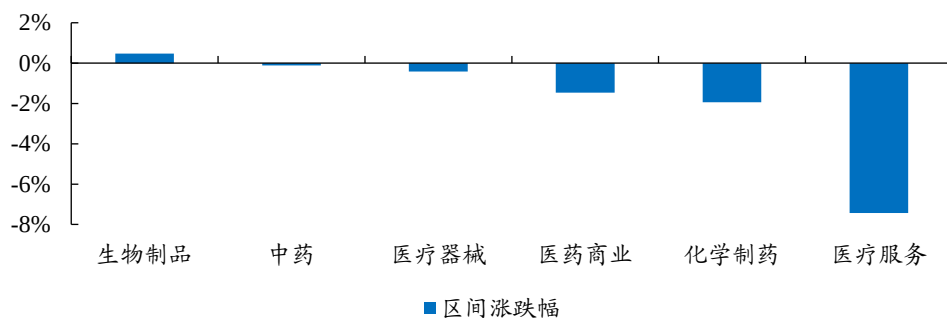
图5：本周医药生物同比下跌 2.34%，表现弱于上证 1.42 个 pct



数据来源：Wind、开源证券研究所

5.2、子板块行情：除生物制品，其他子板块皆下跌，医疗服务下跌最多

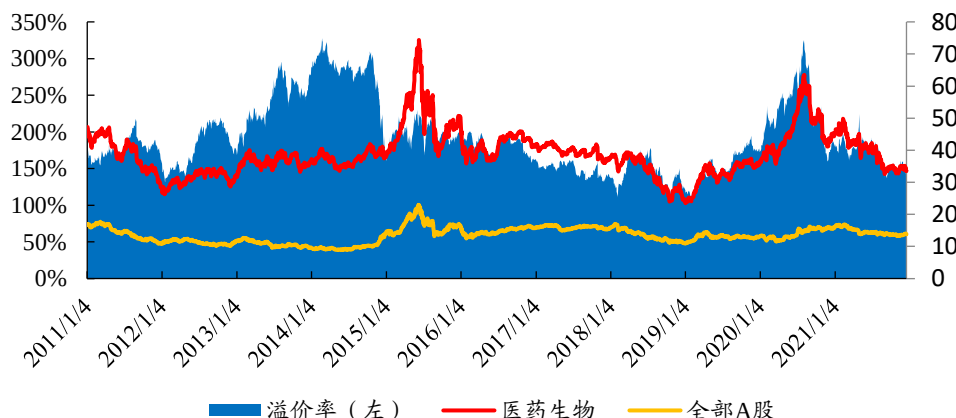
2021 年 12 月 13 日至 12 月 17 日，本周生物制品板块涨幅最大，上涨 0.48%；中药板块下跌 0.11%，医疗器械板块下跌 0.41%，医药商业板块下跌 1.46%，化学制药板块下跌 1.94%；医疗服务板块下跌幅度最大，下跌 7.43%。

图6：除生物制品，其他子板块皆下跌，医疗服务下跌最多


数据来源：Wind、开源证券研究所

5.3、医药市盈率行情：医药生物估值 33.59 倍，对全部 A 股溢价率为 142.67%

2021 年 12 月 13 日至 12 月 17 日，全部 A 股估值为 13.84 倍，医药生物估值为 33.59 倍，对全部 A 股溢价率为 142.67%，低于历史均值 48.8 个 pct（2011 年初至今）。各子行业分板块具体表现为：化学制药 33.9 倍，中药 32.3 倍，生物制品 33.9 倍，医药商业 16.8 倍，医疗器械 24.2 倍，医疗服务 69.9 倍。

图7：医药生物估值 33.59 倍，对全部 A 股溢价率为 142.67%


数据来源：Wind、开源证券研究所

6、羚锐制药信息更新报告：营销改革及终端提价助力公司迎来第二增长曲线

（1）营销改革后公司发展迈入新阶段，维持“买入”评级

羚锐制药是国内贴膏剂龙头企业，第一次营销改革完善布局，为第二次改革奠定快速增长基石，随着营销整合成效显著、核心产品通络祛痛膏稳健增长、壮骨麝香止痛膏升级换代、3 大普药成功提价、基层医疗品种快速放量，公司发展将迈入新阶段，我们上调 2021-2023 年盈利预测，预计 2021-2023 年归母净利润分别为 3.86(原为 3.77)/4.55(原为 4.53)/5.72(原为 5.54)亿元，EPS 分别为 0.68/0.80/1.01 元，当前股价对应 PE 分别为 19.0/16.1/12.8 倍，维持“买入”评级。

（2）2019 年第二次营销改革简化布局、提质增效

公司于 2021 年实施股票激励计划和员工持股计划，设立 2021-2023 年扣非净利润(剔除股权激励费用影响)年化增速分别为 20%/20%/15%的业绩考核标准，公司 2012 年第一次营销改革加大投入、完善布局，成效明显，但由于加大营销投入，销售费用率基本和毛利率保持同步增长，由此开启第二次营销改革，简化布局、提质增效，我们预计公司营销效率不断提升，销售费用率有望平稳下降。

（3）通络祛痛膏稳健增长，壮骨麝香祛痛膏升级换代，普药提价有望快速体现

通络祛痛膏 OTC 端渠道快速拓宽，且搭配销售活血消痛酊等助力上量，同价格下改变 OTC 端贴数增强盈利能力，预计未来保持稳健增长。壮骨麝香止痛膏采用精品替代，售价从 0.3-0.5 元/贴提高至约 2-3 元/贴，精品销售占比稳步增加，有望实现快速增长。老产品壮骨麝香止痛膏、伤湿止痛膏、关节止痛膏 3 个贴膏剂产品单贴价格皆提升，且基本未带来渠道库存积压，预计提价带来的业绩增厚将较快在报表端中体现。

（4）基层医疗端加大营销推广，增加品种供给，有望快速放量

营销改革后公司加大基层医疗的营销推广，旗下较多口服药产品适宜在基层推广，且公司逐步恢复生产及再注册部分品种，加大品种供给，我们认为，受益此次营销整合，基层医疗的产品销量有望迎来快速增长。

7、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