医药生物

2021 年 10 月 31 日

投资评级：看好（维持）

康复服务试点逐步推进，关注康复医疗行业投资机会

——行业周报

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《行业周报-国产大品种放量叠加新冠疫苗出口，建议关注疫苗板块投资机会》-2021.10.24

《行业周报-深入推进福建三明模式，促进医疗体系高质量发展》-2021.10.17

《行业深度报告-零售药店：龙头引领行业创新，新一轮扩张浪潮已至》-2021.10.8

蔡明子（分析师）
caimingzi@kysec.cn
证书编号：S0790520070001

● **一周观点：坚定看好康复医疗产业以及零售药店，政策支持力度大**

看好康复医疗产业链：10 月 27 日，国家卫健委发布《国家卫生健康委办公厅关于开展康复医疗服务试点工作的通知》，确定北京市等 15 个省份率先开展康复医疗服务试点工作。重点在康复医疗服务体系、多元化服务模式、专业队伍建设以及价格支付等支持政策方面积极探索创新，先行先试，形成可复制可推广的地方经验，以点带面，带动全国康复医疗服务快速发展。我们认为在政策的鼓励支持下，康复医疗体系建设不断完善，康复医疗器械配置需求有望提升，康复医疗器械板块有望收益。

看好零售药房：10 月 21 日，商务部发布《商务部关于“十四五”时期促进药品流通行业高质量发展的指导意见》，提出到 2025 年，培育形成 5-10 家超五百亿元的专业化、多元化药品零售连锁企业。药品零售百强企业年销售额占药品零售市场总额 65%以上；药品零售连锁率接近 70%。零售药店行业集中度有望加速提升，我们看好零售药店龙头企业，这类企业借助规模优势更利于提升规模效应、上游议价能力、处方承接能力、专业服务能力，进一步提升行业集中度。

● **一周观点：本周医药生物指数下跌 1.52%，对全部 A 股溢价率继续收缩**

本周（2021.10.25-2021.10.29）医药生物同比下跌 1.52%，报 10931.26，表现弱于上证 0.54 个 pct，弱于中小板 2.9 个 pct，弱于创业板 3.52 个 pct；各细分子板块分化明显，仅中药板块有所上涨，受三季度业绩等因素搅动，医疗器械板块调整较多。整体上全部 A 股估值为 13.65 倍，医药生物估值为 33.28 倍，对全部 A 股溢价率为 143.72%，低于历史均值 40.56 个 pct（2011 年初至今），溢价率继续收缩，接近 2019 年初的低点。**三季度业绩披露结束，新一轮医保谈判预计在未来两周内落地，行业搅动因素即将出清，当前时点，我们建议重点布局医药生物板块，积极推荐医疗服务和创新药产业链等黄金细分赛道，关注中药、药店等估值较低的防守性板块。**

● **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、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：康泰生物、智飞生物、康希诺生物、沃森生物、万泰生物、百克生物、欧林生物、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（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：开展康复医疗服务试点，政策持续加码带动康复医疗服务快速发展 3
2、 看好估值合理、基本面向好标的未来成长性 4
3、 本周医药生物指数下跌 1.52%，细分子板块仅中药板块上涨 8
3.1、 医药生物板块行情：本周医药生物指数同比下跌 1.52%，弱于上证 0.54 个 pct 9
3.2、 子板块行情：本周仅中药板块上涨，医疗器械板块跌幅最大 9
3.3、 医药市盈率行情：医药生物估值 33.28 倍，对全部 A 股溢价率为 143.72% 9
4、 本月深度报告： 10
4.1、 康复医疗服务行业深度：政策+需求双轮驱动下的优质赛道 10
4.2、 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 11
4.3、 零售药店行业深度：龙头引领行业创新，新一轮扩张浪潮已至 12
5、 风险提示 13

图表目录

图 1： 本周医药生物同比下跌 1.52%，表现弱于上证 0.54 个 pct 9
图 2： 本周仅生物制品上涨，医疗服务继续调整 9
图 3： 医药生物估值 33.28 倍，对全部 A 股溢价率为 143.72% 10

表 1： 沪深股医疗服务板块 2021-2023 年 PE 分别为 106.4/46.0/35.5 倍，2021-2023 年 PEG 分别为 3.0/1.2/1.4 倍 5
表 2： 港股医疗服务板块 2021-2023 年 PE 分别为 49.9/36.4/28.5 倍，2021-2023 年 PEG 分别为 0.7/1.1/1.1 倍 5
表 3： 沪深股 CXO 板块 2021-2023 年 PE 分别为 88.2/64.3/47.0 倍，2021-2023 年 PEG 分别为 4.6/1.8/1.4 倍 6
表 4： 港股 CXO 板块 2021-2023 年 PE 分别为 44.4/25.2/18.6 倍，2021-2023 年 PEG 分别为 1.1/0.6/0.6 倍 6
表 5： 沪深股医药商业板块 2021-2023 年 PE 分别为 18.8/15.2/12.4 倍，2021-2023 年 PEG 分别为 1.1/0.7/0.6 倍 7
表 6： 港股医药商业板块 2021-2023 年 PE 分别为 169.9/74.9/46.4 倍，2021-2023 年 PEG 分别为 3.7/0.8/1.4 倍 7
表 7： 沪深股中药板块 2021-2023 年 PE 分别为 25.6/20.1/16.0 倍，2021-2023 年 PEG 分别为 0.8/0.9/0.9 倍 8
表 8： 港股中药板块 2021-2023 年 PE 分别为 9.0/7.9/3.0 倍，2021-2023 年 PEG 分别为 0.8/0.6/0.1 倍 8

1、 一周观点：开展康复医疗服务试点，政策持续加码带动康复医疗服务快速发展

10 月 27 日，国家卫健委发布《国家卫生健康委办公厅关于开展康复医疗服务试点工作的通知》，为切实推动各地按照《关于印发加快推进康复医疗工作发展意见的通知》落实相关任务，结合各地实际情况，确定北京市等 15 个省份率先开展康复医疗服务试点工作。重点在康复医疗服务体系、多元化服务模式、专业队伍建设以及价格支付等支持政策方面积极探索创新，先行先试，形成可复制可推广的地方经验，以点带面，带动全国康复医疗服务快速发展。

（1）增加医疗资源供给，加强康复医疗学科建设以及专业队伍建设，不断完善康复医疗服务体系

原文：增加提供康复医疗服务的医疗机构和床位数量。试点地区要结合“十四五”医疗卫生服务体系规划和医疗机构设置规划要求，以及本地区康复医疗服务需求等，引导区域内部分一级、二级医院转型为康复医院，或支持社会力量举办规模化、连锁化的康复医疗中心等，增加康复医院和康复医疗中心的数量。鼓励有条件的基层医疗机构根据需要设置和增加提供康复医疗服务的床位。

点评：通知提出引导区域内部分一级、二级医院转型为康复医院，鼓励社会办医，并支持规模化、连锁化的康复医疗中心建设，利好民营康复医院的发展。此外，推进康复医院以及康复医疗中心机构数量有望提升，有望增加康复医疗器械的配置需求，康复医疗器械板块有望受益。

原文：加强康复医疗学科能力建设。试点地区要结合“十四五”优质高效医疗卫生服务体系建设实施方案和公立医院高质量发展要求，将康复医疗作为补短板强弱项的重点学科领域予以加强，支持康复医学科软硬件建设，提高康复医疗服务能力。积极推动神经康复、骨科康复、心肺康复、儿童康复、老年康复等康复医疗亚专科能力建设。

点评：通知提出将康复医疗作为重点学科予以加强，支持康复医学科软硬件建设，提高康复医疗服务能力。在公立医院高质量发展的背景下，公立医院有望在政策引导下积极建设康复医学科，康复医疗器械板块有望受益。此外，通知提出积极推动神经康复、骨科康复、心肺康复、儿童康复、老年康复等康复医疗亚专科能力建设，民营医院有望通过发展特色康复学科，形成差异化竞争。

原文：加强康复医疗专业人员培养培训。试点地区要按照国家有关要求，结合本地区实际建立康复治疗师岗位培训制度，对正在从事和拟从事康复治疗工作的人员开展规范培训，增加康复治疗师数量，提升康复治疗能力。探索将康复医疗基本知识纳入全体医务人员培训中，逐步将康复理念贯穿于疾病预防、诊疗、康复等全过程。

点评：通知聚焦康复医疗服务行业供给不足现状，增加康复治疗师数量，提高康复医疗服务能力。

（2）多元化康复医疗服务模式，逐步探索形成康复早介入

原文：创新开展康复医疗多学科合作模式。有条件的医疗机构积极开展康复医疗早期介入和加速康复外科服务模式试点，创新推动康复医疗与临床科室的紧密合作，将加速康复理念贯穿于疾病诊疗全程，手术前后康复及时介入，促进患者快速康复和功能恢复。逐步探索形成康复早介入的好做法，以及加速康复外科服务模式的试点经验。加快推动居家康复医疗服务发展。积极推动康复医疗与其他服务的融合发展。推进康复医疗服务和康复辅助器具配置服务深度融合，建立康复医师、康复治疗师与康复辅助器具配置人员团队合作机制，提高专业技术和服务能力。

点评：通知提出创新康复医疗服务模式进一步缓解供需不均的现状，逐步探索形成康复早介入，康复治疗需求来源有望进一步延伸至康复医学科以外其他科室，加强康复医学科与其他科室的协同合作，有望丰富康复诊疗项目，提升康复医疗水平。此外，推进康复医疗服务和康复辅助器具配置服务深度融合，有望在提升康复辅具需求的同时带动康复辅具的技术创新与迭代，带动康复器械板块发展。

（3）探索完善康复医疗服务价格和支付机制

原文：试点地区应当将康复医疗服务价格纳入本地区深化医疗服务价格改革中统筹考虑,做好相关项目价格的调整和优化工作。切实落实国家确定的康复综合评定等 29 项医疗康复项目，并加强医疗康复项目支付管理。鼓励结合实际建立居家康复医疗服务价格和支付机制。

点评：通知明确试点应做好相关项目价格的调整和优化工作，民营康复医院走特色康复专科路线，特需项目较多，有望受益。通知提出切实落实国家确定的康复综合评定等 29 项医疗康复项目，并加强医疗康复项目支付管理，保障康复医疗行业发展能够加快推进。

（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。

2、 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 106.4/46.0/35.5 倍，2021-2023 年 PEG 分别为 3.0/1.2/1.4 倍。

表1：沪深股医疗服务板块 2021-2023 年 PE 分别为 106.4/46.0/35.5 倍，2021-2023 年 PEG 分别为 3.0/1.2/1.4 倍

		PE			PEG		
		2021	2022	2023	2021	2022	2023
	沪深医疗服务平均	106.4	46.0	35.5	3.0	1.2	1.4
000516.SZ	国际医学	452.5	66.4	47.2	14.0	0.1	1.2
300143.SZ	盈康生命	57.8	31.9	23.6	2.3	0.4	0.7
002044.SZ	美年健康	35.3	28.3	21.7	0.8	1.1	0.7
002390.SZ	信邦制药	49.4	39.4	31.6	0.8	1.6	1.3
600763.SH	通策医疗	103.5	77.6	59.1	2.1	2.3	1.9
300015.SZ	爱尔眼科	111.8	85.1	65.5	3.1	2.7	2.2
603882.SH	金域医学	26.7	28.5	26.2	0.8	(4.5)	3.0
603108.SH	润达医疗	14.1	11.0	8.7	0.5	0.4	0.3

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、信邦制药，其余公司盈利预测和估值数据来自 Wind 一致预期；收盘价日期 2021 年 10 月 29 日

（2）港股医疗服务板块 2021-2023 年 PE 分别为 49.9/36.4/28.5 倍，2021-2023 年 PEG 分别为 0.7/1.1/1.1 倍。

表2：港股医疗服务板块 2021-2023 年 PE 分别为 49.9/36.4/28.5 倍，2021-2023 年 PEG 分别为 0.7/1.1/1.1 倍

		PE			PEG		
		2021	2022	2023	2021	2022	2023
	港股医疗服务平均	49.9	36.4	28.5	0.7	1.1	1.1
0286.HK	爱帝宫	30.9	20.5	16.1	0.2	0.4	0.6
6078.HK	海吉亚医疗	90.2	69.1	52.9	0.7	2.3	1.7
1951.HK	锦欣生殖	64.9	44.3	34.8	1.7	1.0	1.3
1515.HK	华润医疗	13.6	11.7	10.3	0.4	0.7	0.7
1833.HK	平安好医生	(22.4)	(26.2)	(43.8)	0.3	(1.8)	(1.1)

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，其余公司盈利预测和估值数据来自 Wind 一致预期；收盘价日期 2021 年 10 月 29 日

（3）沪深股 CXO 板块 2021-2023 年 PE 分别为 88.2/64.3/47.0 倍，2021-2023 年 PEG 分别为 4.6/1.8/1.4 倍。

表3：沪深股 CXO 板块 2021-2023 年 PE 分别为 88.2/64.3/47.0 倍，2021-2023 年 PEG 分别为 4.6/1.8/1.4 倍

		PE			PEG		
		2021	2022	2023	2021	2022	2023
	沪深 CXO 平均	88.2	64.3	47.0	4.6	1.8	1.4
688131.SH	皓元医药	115.0	84.1	58.5	2.0	2.3	1.3
000739.SZ	普洛药业	38.3	29.7	23.5	1.3	1.0	0.9
300725.SZ	药石科技	58.0	69.5	51.8	0.3	(4.2)	1.5
603259.SH	药明康德	93.8	71.1	54.3	2.0	2.2	1.8
300759.SZ	康龙化成	104.9	77.6	57.4	4.4	2.2	1.6
300347.SZ	泰格医药	68.1	55.5	45.6	2.8	2.4	2.1
002821.SZ	凯莱英	98.5	72.1	53.8	2.7	2.0	1.6
300363.SZ	博腾股份	111.9	82.3	61.9	2.7	2.3	1.9
603127.SH	昭衍新药	135.5	104.0	79.3	3.2	3.4	2.6
688202.SH	美迪西	168.8	100.6	65.6	1.6	1.5	1.2
688621.SH	阳光诺和	111.8	81.4	57.4	2.6	2.2	1.4
688222.SH	成都先导	152.4	84.3	52.3	42.2	1.0	0.9
301015.SZ	百洋医药	34.1	26.4	21.5	0.7	0.9	0.9
603456.SH	九洲药业	70.6	53.5	41.7	1.1	1.7	1.5
300149.SZ	睿智医药	48.7	36.5	27.7	(16.5)	1.1	0.9
688067.SH	诺泰生物	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：除皓元医药、普洛药业、药石科技，其余公司盈利预测和估值数据来自 Wind 一致预期；收盘价日期 2021 年 10 月 29 日

（4）港股 CXO 板块 2021-2023 年 PE 分别为 44.4/25.2/18.6 倍，2021-2023 年 PEG 分别为 1.1/0.6/0.6 倍。

表4：港股 CXO 板块 2021-2023 年 PE 分别为 44.4/25.2/18.6 倍，2021-2023 年 PEG 分别为 1.1/0.6/0.6 倍

		PE			PEG		
		2021	2022	2023	2021	2022	2023
	港股 CXO 平均	44.4	25.2	18.6	1.1	0.6	0.6
2359.HK	药明康德	90.8	67.7	51.4	1.8	2.0	1.6
3759.HK	康龙化成	60.7	0.0	0.0	1.1	0.0	0.0
6127.HK	昭衍新药	67.4	49.4	39.4	1.4	1.3	1.6
1873.HK	维亚生物	32.4	20.1	13.3	0.2	0.3	0.3
1521.HK	方达控股	59.7	39.3	25.8	3.6	0.7	0.5
1548.HK	金斯瑞科技	(56.9)	(73.1)	(361.1)	(2.8)	(3.3)	(4.5)
3347.HK	泰格医药	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
H01615.HK	凯莱英	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：公司盈利预测和估值数据来自 Wind 一致预期；收盘价日期 2021 年 10 月 29 日

（5）沪深股医药商业板块 2021-2023 年 PE 分别为 18.8/15.2/12.4 倍，2021-2023 年 PEG 分别为 1.1/0.7/0.6 倍。

表5：沪深股医药商业板块 2021-2023 年 PE 分别为 18.8/15.2/12.4 倍，2021-2023 年 PEG 分别为 1.1/0.7/0.6 倍

		PE			PEG		
		2021	2022	2023	2021	2022	2023
	沪深医药商业平均	18.8	15.2	12.4	1.1	0.7	0.6
603883.SH	老百姓	22.7	18.4	14.5	0.9	0.8	0.5
600998.SH	九州通	8.1	6.9	5.9	3.6	0.4	0.3
603939.SH	益丰药房	34.8	27.0	21.1	1.2	0.9	0.8
301015.SZ	百洋医药	34.1	26.4	21.5	0.7	0.9	0.9
603233.SH	大参林	22.9	18.0	14.3	1.5	0.7	0.5
301017.SZ	漱玉平民	42.9	34.6	27.6	1.8	1.5	1.1
002727.SZ	一心堂	18.8	15.2	12.4	0.7	0.7	0.6
605266.SH	健之佳	16.5	13.5	11.0	0.8	0.6	0.5
600511.SH	国药股份	13.5	11.8	10.3	0.6	0.8	0.7
603368.SH	柳药股份	7.1	6.1	5.1	0.8	0.4	0.3
601607.SH	上海医药	8.8	7.9	6.9	0.3	0.7	0.5
000028.SZ	国药一致	9.3	8.1	7.0	0.9	0.5	0.4
200028.SZ	一致 B	4.4	3.9	3.3	0.4	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 10 月 29 日

（6）港股医药商业板块 2021-2023 年 PE 分别为 169.9/74.9/46.4 倍，2021-2023 年 PEG 分别为 3.7/0.8/1.4 倍。

表6：港股医药商业板块 2021-2023 年 PE 分别为 169.9/74.9/46.4 倍，2021-2023 年 PEG 分别为 3.7/0.8/1.4 倍

		PE			PEG		
		2021	2022	2023	2021	2022	2023
	港股医药商业平均	169.9	74.9	46.4	3.7	0.8	1.4
6618.HK	京东健康	416.6	158.1	71.7	4.06	0.97	0.60
0241.HK	阿里健康	250.8	131.1	104.8	10.17	1.44	4.16
1099.HK	国药控股	5.9	5.2	4.5	0.46	0.42	0.27
2607.HK	上海医药	6.1	5.1	4.7	0.30	0.26	0.53

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：公司盈利预测和估值数据来自 Wind 一致预期；收盘价日期 2021 年 10 月 29 日

（7）沪深股中药板块 2021-2023 年 PE 分别为 25.6/20.1/16.0 倍，2021-2023 年 PEG 分别为 0.8/0.9/0.9 倍。

表7：沪深股中药板块 2021-2023 年 PE 分别为 25.6/20.1/16.0 倍，2021-2023 年 PEG 分别为 0.8/0.9/0.9 倍

		PE			PEG		
		2021	2022	2023	2021	2022	2023
	沪深中药平均	25.6	20.1	16.0	0.8	0.9	0.9
002603.SZ	以岭药业	16.0	13.3	11.3	0.4	0.7	0.6
600285.SH	羚锐制药	16.2	13.4	11.0	1.0	0.7	0.5
600535.SH	天士力	15.5	16.5	14.4	0.9	(2.8)	1.0
000423.SZ	东阿阿胶	58.8	27.6	18.8	0.1	0.2	0.4
000538.SZ	云南白药	24.7	20.1	18.2	(1.6)	0.9	1.7
000650.SZ	仁和药业	18.1	15.1	12.5	0.6	0.8	0.6
000999.SZ	华润三九	11.7	10.3	9.4	0.4	0.8	0.9
002287.SZ	奇正藏药	18.9	26.7	23.5	0.3	(0.9)	1.8
002317.SZ	众生药业	16.0	12.9	9.0	0.1	0.5	0.2
300181.SZ	佐力药业	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
600085.SH	同仁堂	36.6	32.0	28.1	2.2	2.2	2.1
600129.SH	太极集团	35.8	16.3	10.7	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	23.5	18.9	15.5	0.7	0.8	0.7
600332.SH	白云山	13.8	12.1	0.0	0.8	0.9	0.0
600422.SH	昆药集团	11.0	9.5	8.0	0.4	0.6	0.4
600436.SH	片仔癀	106.8	83.9	67.8	2.7	3.1	2.9
600750.SH	江中药业	13.1	11.4	10.3	0.8	0.8	0.9
600976.SH	健民集团	20.8	15.7	12.3	0.2	0.5	0.4
603567.SH	珍宝岛	23.2	19.0	15.3	0.7	0.9	0.6
603896.SH	寿仙谷	32.9	25.7	20.2	1.2	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、羚锐制药，其余公司盈利预测和估值数据来自 Wind 一致预期；收盘价日期 2021 年 10 月 29 日

（8）港股中药板块 2021-2023 年 PE 分别为 9.0/7.9/3.0 倍，2021-2023 年 PEG 分别为 0.8/0.6/0.1 倍。

表8：港股中药板块 2021-2023 年 PE 分别为 9.0/7.9/3.0 倍，2021-2023 年 PEG 分别为 0.8/0.6/0.1 倍

		PE			PEG		
		2021	2022	2023	2021	2022	2023
	港股中药平均	9.0	7.9	3.0	0.8	0.6	0.1
0570.HK	中国中药	8.4	7.3	5.9	0.83	0.51	0.25
0874.HK	白云山	7.7	6.7		0.43	0.49	
1666.HK	同仁堂科技	11.2	10.2		1.06	1.08	
1681.HK	康臣药业	3.8	3.3		0.20	0.19	
3613.HK	同仁堂国药	13.9	12.1	0.0	1.33	0.83	0.00

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：公司盈利预测和估值数据来自 Wind 一致预期；收盘价日期 2021 年 10 月 29 日

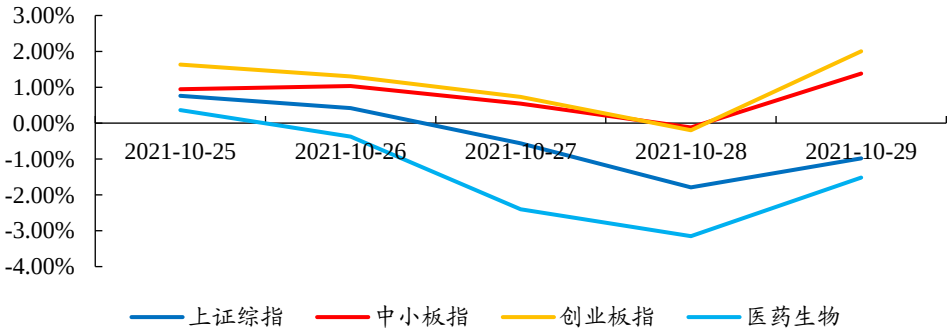
3、 本周医药生物指数下跌 1.52%，细分子板块仅中药板块上

涨

3.1、 医药生物板块行情：本周医药生物指数同比下跌 1.52%，弱于上证 0.54 个 pct

本周上证综指下跌 0.98%，报 3547.34，中小板上涨 1.38%,报 9760.04，创业板上涨 2%，报 3350.67。医药生物同比下跌 1.52%，报 10931.26，表现弱于上证 0.54 个 pct，弱于中小板 2.9 个 pct，弱于创业板 3.52 个 pct。

图1：本周医药生物同比下跌 1.52%，表现弱于上证 0.54 个 pct

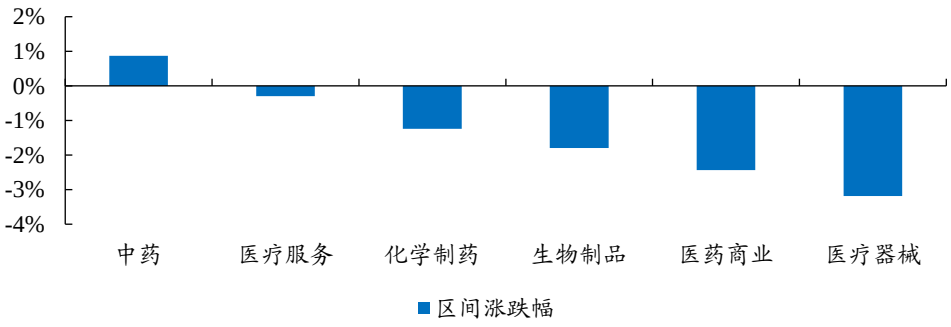


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、 子板块行情：本周仅中药板块上涨，医疗器械板块跌幅最大

本周中药板块涨幅最大，上涨 0.87%；医疗服务板块下跌 0.3%，化学制药板块下跌 1.24%，生物制品板块下跌 1.8%，医药商业板块下跌 2.44%；医疗器械板块下跌幅度最大，下跌 3.19%。

图2：本周仅生物制品上涨，医疗服务继续调整

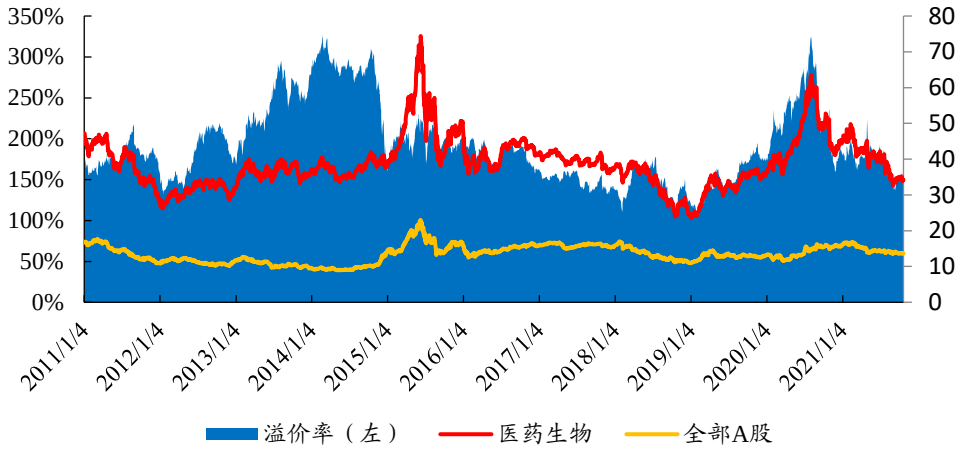


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3、 医药市盈率行情：医药生物估值 33.28 倍，对全部 A 股溢价率为 143.72%

全部 A 股估值为 13.65 倍，医药生物估值为 33.28 倍，对全部 A 股溢价率为 143.72%，低于历史均值 40.56 个 pct（2011 年初至今）。各子行业分板块具体表现为：化学制药 38 倍，中药 30 倍，生物制品 35.2 倍，医药商业 14.1 倍，医疗器械 21.8 倍，医疗服务 84.5 倍。

图3：医药生物估值 33.28 倍，对全部 A 股溢价率为 143.72%



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 本月深度报告：

4.1、 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。

4.2、 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、高质量产品等特点吸引国际巨头的需求向国内转移，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订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。

4.3、 零售药店行业深度：龙头引领行业创新，新一轮扩张浪潮已至

（1）零售药店行业更新：利润增长依然向好，零售药房长期稳健增长可期

利润增长依然向好：2021H1 各大药房收入增速相较 2020H1 有所放缓，主要是疫情产品销售基数高、疫情下门店关闭、多地感冒药等销售严控等非经营性因素影响；利润端，新租赁准则对各大药店归母净利润造成一定影响，此外，部分药房利润增长也受到股权激励费用等非经营性因素的影响，预计剔除影响的收入、利润增速仍保持稳健增长，由此，各大药房 2021H1 利润增长情况依然向好。从盈利能力来看，2021H1 各大药房的整体毛利率整体稳中有升，主要是由于 2021H1 毛利率水平较低的防疫物资销售占比逐渐降低，各大药房通过优化产品结构提升毛利率水平。从净利率来看，各大药房净利率水平维持稳定。从开店节奏来看，2021H1 各大药房开店提速明显，2021H1 益丰药房、大参林、老百姓、一心堂新增门店数分别同比增长 133%、110%、144%、68%。在处方承接能力方面，各大药房通过延展院边店布局、建设 DTP 药房、建设特慢病统筹医保资质门店提升处方承接能力。在新零售方面，各大药房加速拓展线上业务，2021H1 益丰药房、大参林、老百姓、健之佳线上业务分别增长 113%、98%、200%、122%。次新店贡献业绩，政策层面利好，零售药房长期稳健增长可期，2020 上半年新开门店在 2021 下半年开始释放业绩，由此预计 2021 年收入呈现前低后高的趋势；政策利好零售药店，推进处方外流，具备专业能力、积极承接处方的药店更具竞争力；长期受益于集采，零售药店有望不断增加销售品类，降低采购成本，保持稳健增长。

（2）互联网医药电商行业更新：经营数据向好，看好医药电商长期增长

2021H1 京东健康收入、利润高速增长，盈利能力、运营效率稳健提升。用户的持续增长和用户黏性的提升是医药电商的主要增长驱动力。用户数量增长方面，医药电商通过不断丰富 SKU、持续加大营销投入带来活跃用户增加，并通过完善的供应链体系、规模效应以及品牌影响力不断提升整体运营效率，降低运营成本，提升盈利能力，带动业绩高速增长。用户黏性提升方面，医药电商打造“零售药房+医疗健康服务”的生态系统，通过提供医疗服务、探索消费医疗提升用户黏性，为医药电商提供持续的增长驱动力。

（3）推荐及受益标的

我们看好零售药店及医药电商龙头企业，这类企业借助规模优势更利于提升规模效应、上游议价能力、处方承接能力、专业服务能力。推荐标的：益丰药房、老百姓；受益标的：大参林、一心堂、健之佳、漱玉平民、阿里健康、京东健康。

5、 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