行业观点

● 医药

通策医疗（600763）事件点评：收购三叶儿童口腔，预防出发引领家庭保健

9 月 12 日，公司公告，拟收购海骏科技持有的长期股权投资，涵盖 9 家三叶儿童口腔门诊和上海三叶口腔医院投资管理公司，收购价总计 1.5 亿元。

收购三叶儿童口腔门诊及管理机构，对应估价 1.5 亿元

收购标的主要为 9 家三叶门诊和 1 家投资管理有限公司，对应收购价位 1.5 亿元。旗下 9 家三叶口腔诊所分别为杭州庆春、北京三叶、宁波鄞州三叶、上海汇叶、杭州海叶、杭州煦叶、绍兴辰叶、北京三叶风尚及杭州天使口腔诊所有限公司。上海三叶儿童口腔投资管理有限公司对旗下三叶品牌诊所和医院进行运营管理，按照三叶口腔诊所会员费收入 15%、治疗费用收入 10%的比例收取管理费用。收购标的 2019 年、2020H1 收入分别为 9466.05 万元、3381.63 万元，净利润为 1795.48 万元、174.75 万元，对应资产评估价值为 1.5 亿元。

三叶口腔传达“预防重于治疗”，有望带动家庭消费

三叶儿童口腔致力于传达“预防重于治疗”的美式理念，以会员制形式为孩子提供牙齿保健服务，并以家庭为单位开展口腔健康管理。三叶以会员制为主，年会费用在 1500-2000 左右，以“牙齿管家”模式帮助孩子从 0 岁开始管理口腔健康，提供会员免费涂氟、免费洗牙服务，指导孩子和家长正确刷牙，预防龋齿，建立体系性跟踪，定期检查和尽早干预。入会家长多数为 80-90 后，接受和认可“预防”理念。

“小而美”运营，会员制度创造高收益，业绩承诺有望超额完成

旗下 9 家口腔门诊主要在 2015-2017 年间成立，除庆春分院和杭州海叶分别拥有 32 张和 12 张牙椅，其余门店牙椅数量在 4-6 张，属于中小型诊所定位。根据 2019 年收入情况来看，处于较为成熟期的门店单台牙椅产出在 110 万-178 万元之间，处于门诊单台牙椅产出行业平均上游；成熟门店净利润水平在 20%-26%之间，预计随着会员儿童数量增加、家庭共享门诊模式成熟，单台牙椅产出和净利率水平仍有提升空间。根据海骏科技承诺，对应 10 个标的公司 2021-2023 年经审计的合计净利润不低于 4000 万元，考虑到多数门店仍处在爬坡中，叠加疫情一过性影响有望消散，该业绩承诺有望超额完成。

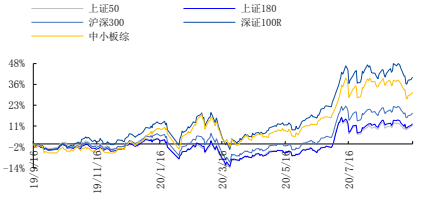
投资建议与盈利预测

疫情恢复状态良好，蒲公英计划有序进行，省外武汉恢复迅猛、西安医生资源丰富，复制确定性进一步提升。考虑疫情影响，预计公司 20-22 年营收分别为 23.37/30.10/38.61 亿元，归母净利润 5.86/7.74/10.26 亿元，EPS 为 1.83/2.41/3.20 元/股，对应 PE 为 104/79/59 倍，维持“买入”评级。

风险提示

医疗纠纷风险；跨区域发展推进不及预期；竞争加剧风险；人才流失

主要市场走势图



资料来源：Wind

A 股市场涨幅前五

股票	收盘价	涨跌幅%		
	RMB	1 日	5 日	本年
华文食品	8.23	63.94	0.00	0.00
天能重工	20.70	40.05	64.94	147.11
青岛中程	10.38	39.89	27.68	45.17
乐心医疗	27.79	35.03	29.38	83.75
铂力特	106.57	28.66	28.40	93.85

A 股市场跌幅前五

股票	收盘价	涨跌幅%		
	RMB	1 日	5 日	本年
瑞鹄模具	20.84	-20.03	-12.18	1.71
路畅科技	20.72	-20.00	-7.75	-13.99
祥和实业	14.28	-19.96	-39.34	17.55
嘉美包装	7.01	-19.89	-41.14	-39.67
千山退	0.17	-19.05	-39.29	-94.43

风险。

分析师：徐颖（执业证书：S0020520070001）

重点报告

疫情强化分化，刚需推动恢复

分析师：常启辉（执业证书：S0020517090001），联系人：刘慧敏

报告要点：

疫情影响下，业绩进一步分化，新冠相关试剂和服务收益显著，常规项目承压

2020 年疫情影响下医药制造业有所承压：2020Q1 由于新冠疫情的影响，医药制造业诸多相关公司停工，累及制药业收入增速。2020Q1 我国医药制造业收入累计同比降低 8.9%，利润总额累计同比降低 15.7%。二季度逐步恢复至去年同期水平：自 4 月起，随着疫情逐步得到控制，相关公司逐渐复工，医药制造业明显收入水平开始抬头。2020Q2 医药制造业收入累计同比降低 2.3%，利润总额累计同比增长 2.1%。收入累计同比已恢复去年同期水平，利润更是恢复正增长，叠加疫情对医疗器械的新增需求，预计全年将有望实现收入利润双增长。从板块来看，医疗器械板块收益显著，药物、服务等板块逐渐恢复。

化药板块：集采呈现常态化，传统企业转型迫在眉睫，创新药企业面临商业化考验

在疫情和仿制药集采的双重压力下，化学制剂板块进一步承压，2020H1 年营业收入和扣非归母净利润增速分别为-9.1%和-18.5%。

对于仿制药而言，成本优势逐渐显现：8 月 20 日，第三批国采拟中选结果发布，平均降幅达到 72.2%，最高降幅达到 98.7%。同时国家积极鼓励各省市开展重点品种的集采工作，仿制药降价趋势进一步加速，在成本压力下，具备原料药制剂一体化的企业和高难度仿制药存在一定机遇。

对于创新药企业而言，随着产品的逐渐落地，商业化的考验已经到来，目前国内创新药主要以 ME-TOO 类药物为主，呈现扎堆热门靶点格局，同质化程度高，且在依赖国内单一消费市场的情况下，对医保准入的需求较为强烈，因此同样面临较大的降价压力。建议关注具备较强研发实力、布局海外市场、效率较高的创新药企业。

推荐创新药布局全面、销售能力强劲、产品推进速度领先的恒瑞医药；原料制剂一体化具有规模效应的华海药业；具有特色产品的企业如出口制剂普利制药、高难仿原料和制剂博瑞医药。

乐鑫科技（688018）：全球领先的 AIoT 解决方案平台

分析师：贺茂飞（执业证书：S0020520060001）

报告要点：

？ 公司是 WIFI MCU 市场领导者

公司是全球 WIFI MCU 市场龙头厂商，在物联网 WIFI 领域出货量排名全球第一。WIFI MCU 芯片在家电设备、家庭物联网配件、工业物联网等领域得到广泛的应用。2019 年，乐鑫科技的 WIFI MCU 芯片及模组出货量达到 1.4 亿颗，位居行业第一。智能家居场景中，用户通过手机 App、语音交互、手势交互等方式实现设备的智能操作，完美的用户体验将推动物联网 WIFI 向更多的地区渗透。

？ AI 图像识别应用前景广阔

AI 图像识别在人脸识别、手势操作识别、颜色识别等应用领域有着广泛的应用前景。公司的芯片产品搭载 ESP-WHO 及 ESP-EYE 软件系统形成完整解决方案。人脸识别的量产应用终端包括智能门锁、智能闸机、智能家电等。乐鑫的解决方案具有开发周期短、性价比高、易用稳定等有点，有望在 AI 图像识别领域获

得快速发展。

？ AI 语音交互方案兴起，公司迎来发展新机遇

AI 语音也被视为最适合的人机交互入口。公司是主流语音交互解决方案供应商之一，公司芯片可连接谷歌云平台、亚马逊云平台、百度云平台、涂鸦云平台等主流智能语音助手平台。另外公司自研的 Skainet 语音助手支持自定义关键词唤醒、离线语音唤醒指令等。3 米范围内，公司的语音助手在安静环境中语音识别率达 95%，普通环境中语音识别率达 85%。

？ 投资建议与盈利预测

我们看好乐鑫作为全球领先的 AIoT 解决方案平台行业地位。2020 年是 AI 物联网终端全面加速渗透的元年，AI 语音及 AI 图像识别将加速物联网终端应用普及。公司在开源社区、软件生态、硬件性价比等方面具备全方位的先发优势，有望在 AIoT 时代获得快速成长。预计 2020-2022 实现营收 9.47、14.18、20.55 亿元，实现归母净利润 2.11、2.98、4.15 亿元，对应 PE 分别为 68、48、34 倍，给予“增持”评级。

？ 风险提示

1） 物联网终端渗透较慢的风险 2）AI 语音交互普及较慢的风险 3）AI 语音竞争加剧的风险 4)物联网应用受疫情影响的风险 5）技术迭代更新风险。

思瑞浦(688536)：模拟芯片引领者，国产替代新机遇

分析师：贺茂飞（执业证书：S0020520060001）

模拟芯片引领者，加码研发提高竞争力

思瑞浦主营高性能模拟芯片，分为信号链模拟芯片和电源管理模拟芯片两大类，产品以信号链模拟芯片为主，并逐渐向电源管理模拟芯片拓展。目前已拥有超过 900 款可供销售的产品型号，其应用范围涵盖信息通讯、工业控制、监控安全、医疗健康、仪器仪表和家用电器等众多领域。凭借优异的技术实力、产品性能和客户服务能力，公司已经与国内外各行业的龙头客户建立了长期的合作关系，包括华为、中兴、科沃斯、宁德时代、海康威视等。此次募资主要用于加码研发投入，投资项目契合公司现有产品链条的拓展、延伸以及现有研发能力提高的需要，可进一步提高公司的市场地位及核心竞争力。

？ 模拟芯片前景广阔，国产替代稳步前行

全球模拟芯片的市场规模广阔，从 2013 年的 401 亿美元增长至 588 亿美元，复合增长率为 7.96%。中国的模拟芯片市场是全球的重要组成部分，2013-2018 年的复合增速为 9.16%。但面对国内广阔的市场，尚未出现登上全球舞台本土模拟芯片企业，在当前外部环境不确定性增大的背景下，国产替代势在必行。思瑞浦在信号链领域具有较深的积累，在放大器与比较器领域有较为稳固的市场地位，部分产品性能不输竞争对手，在当前国产替代的潮流下，公司将享受行业增长与份额扩张的双重红利。

？ 立足信号链产品，受益通讯行业快速发展

公司产品的下游领域中，通讯领域占据 60%以上的份额。目前正处于 5G 加速渗透的阶段，思瑞浦突破了部分 5G 关键芯片的国外垄断，并成功进入通信设备龙头华为、中兴的供应链，成为国内通信企业模拟芯片领域的主要本土供应商之一。无论国内国际，华为、中兴均占据了大量 5G 市场份额，市场前景十分明朗，作为二者模拟芯片供应商的思瑞浦将享受巨大的市场红利。

？ 投资建议与盈利预测

随着中美贸易摩擦的升级，芯片国产化替代进程将加速进行。公司将显著受益，进入快速发展期。预计 2020-2022 营收 5.48、7.68、10.74 亿元，归母净利润 1.39、2.16、3.22 亿元，给予“增持”评级。。

？ 风险提示

新冠疫情影响供应链及市场需求；中美贸易摩擦影响产业链供应；新产品研发不及预期；下游客户业务发展不及预期。

重要新闻

- 上海燃料电池汽车创新发展行动方案将于近期发布，计划到 2023 年实现“百站千亿万辆”总目标。
- 据中国信通院院长刘多，目前我国 5G 用户超过 1.1 亿，计划 2020 年底 5G 基站将超过 60 万个，覆盖全国地级以上城市。
- 昆明出台全国首个工业大麻扶持政策，拟通过 3 年时间建立工业大麻七个产业支撑平台，致力建设成为全国第一、全球领先的工业大麻产业高地。

投资评级说明

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。 本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、 分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：（0551）62207952	传真：（021）68869125
	电话：（021）51097188