

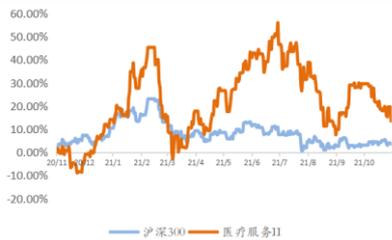
三季度披露完毕，CXO 景气依旧

相关研究：

- 1.《三明医改持续深入推广，坚守“创新”与“政策免疫”标的》
2021.10.20
- 2.《三季度相继披露，关注业绩确定性高的优质个股》
2021.10.25

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	-9	-13	11
绝对收益	-8	-10	5

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1.35%，为唯一录得正收益子板块

上周医药生物报收 10931.26 点，下跌 1.52%，涨幅排名位列申万一级行业第 19 位，涨幅靠后；医疗服务 II 报收 13515.17 点，上涨 1.35%；中药 II 报收 70.6.02，下跌 3.62%；化学制药报收 11177.51 点，下跌 1.30%；生物制品 II 报收 12554.32 点，下跌 3.44%；医药商业 II 报收 5783.39 点，下跌 5.21%；医疗器械 II 报收 9129.23 点，下跌 0.78%；从涨跌特点上来看，医药商业、中药板块跌幅居前，医疗服务表现较好，为上周仅有的录得正收益的子版块。

从医疗服务板块公司的表现来看，表现居前的公司有：金城医学(+17.49%)、博济医药(12.57%)、*ST 百花(+9.80%)、阳光诺和(+7.84%)、迪安诊断(+6.06%)；表现靠后的公司有：药石科技(-20.96%)、义翘神州(-18.36%)、诺泰生物(-14.59%)、光正眼科(-4.50%)、润达医疗(-4.34%)。从涨跌特点上来看，受三季度业绩继续保持较高增速影响，第三方医学检验实验室相关公司金城医学、迪安诊断表现较好；受业绩不及预期影响药石科技、义翘神州跌幅较大。

□ 医疗服务 PE(ttm) 环比上升 1.34，PB(lf) 环比上升 0.01

上周医疗服务板块 PE 为 84.48，近一年 PE 最大值为 189.16，最小值为 74.94；当前 PB 为 10.05，近一年 PB 最大值为 14.47，最小值为 9.06。医疗服务板块 PE 环比上升 1.34，PB 环比上升 0.01，医疗服务板块 PE、PB 较前期低点已有所反弹，但仍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 483.05%。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)《互联网诊疗监管细则（征求意见稿）》发布，互联网诊疗迈入强监管

10 月 26 日，国家卫生健康委医政医管局发布《互联网诊疗监管细则（征求意见稿）》，向社会公开征求意见，征求意见时效为 1 个月。意见稿从医疗机构监管、人员监管、业务监管、质量安全等多个方面，对现阶段的互联网诊疗提出了全新要求，旨在进一步规范互联网诊疗，促进互联网诊疗服务健康发展，保证医疗质量和医疗安全。

《互联网诊疗监管细则（征求意见稿）》细则要点：1) 加强资质及过程监管：开展互联网诊疗的医疗机构应当主动接受监管，并对医务人员从诊疗资质、诊疗活动等方面进行监管及建立考核机制。明确在患者开展诊疗活动时，判断为首诊或不适宜进行互联网诊疗时，接诊医生应当终止互联网医疗，并引导患者到实体医疗机构就诊。2) 是否符合复诊权交给医生：患者应提供真实身份证明及基本信息，就诊时应提供明确的诊断病历资料，由接诊医生判断是否符合复诊条件。意见稿中把是否符合复诊权交给

医生，预计判断标准或较宽松。3) **加强药品处方管理**：意见稿明确，医疗机构开展互联网诊疗活动应当严格遵守《处方管理办法》等处方管理规定，加强药品管理，禁止统方、补方等问题发生。意见稿对互联网医院医生开具处方进行了重点阐述，规范互联网诊疗处方行为，有助于保障患者线上购药安全，防止出现药品回扣行为，有利于推进医改破除“以药养医”陋习。

影响：药品线上销售高速增长，强监管互联网医疗有望向纵深规范发展。自 2020 年以来受新冠疫情影响，患者到医院的就诊频次减少，线下药店购买药品受阻，众多患者的消费模式发生了转变，转为线上购买，并且随着线上处方药监管逐步放开，处方药在线上购买的频次也在提升。据米内网数据，2020 年中国网上药店销售规模增至 1593 亿元，同比增长 59%，成为继医院、实体药店、基层医疗机构之后的第四大医药销售终端，南方所预计，2021 年第四终端的规模将超 2200 亿元，同比增长将超过 40%。**预计，随着互联网诊疗监管细则、医保支付等新规的落地，互联网医疗将向纵深发展，诊疗服务质量将得到进一步提高，互联网诊疗生态将继续扩容。**

我们认为，互联网诊疗强监管来临，行业中不规范的线上问诊等行为将有望得到出清，而符合监管，具有完备线上诊疗体系的头部公司集中度有望得到提升，建议关注头部互联网医疗相关公司。

□ 医疗服务三季报披露完毕，CXO 景气依旧

医药板块上市公司 2021 年三季报已披露完毕，超过六成企业的业绩营收、归母净利润双涨，相较 2021 年 H1 该比例有所下降，主要是由于部分公司去年三季度基数较高致使增速放缓。医药生物板块 2021Q1-Q3 营收增长 14.96%，归属净利增长 21.11%。去年前三季度受新冠疫情影响，不少企业的营收出现下滑，但由于疫情致使费用减少，利润端表现较好（2020 年 Q1-Q3 医药板块整体营收增长仅为 2.09%，归母净利润增长 21.89%），目前医药板块公司已逐步恢复正常经营。**各细分板块中医疗服务板块营收及利润增长表现较为亮眼，其中 2021 前三季度营收增长 37.35%，归属净利增长 59.57%；单 Q3 来看由于去年第三季度基数较高，今年 Q3 营收及净利增长有所放缓但仍保持较快增长，其中营收增长 17.86%，归母净利润增长 20.93%。**

□ 投资建议

医疗服务板块三季报披露完毕，医疗服务板块民营医院相关公司由于去年 Q3 处于疫情恢复阶段造成高基数，使得相关公司今年业绩增长承压，但其长期向好的趋势并未改变；CXO 相关公司业绩表现亮眼，有望带动板块整体活跃度提升。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。**

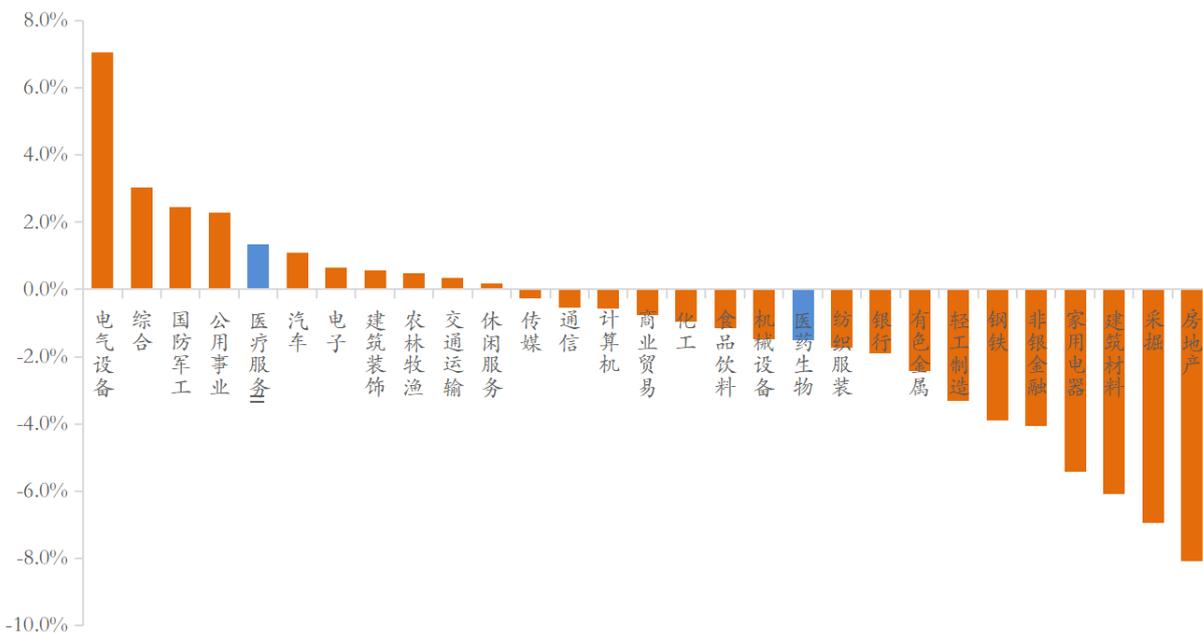
□ 风险提示

(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 10931.26 点，下跌 1.52%，涨幅排名位列申万一级行业第 19 位，涨幅靠后；医疗服务 II 报收 13515.17 点，上涨 1.35%；中药 II 报收 70.6.02，下跌 3.62%；化学制药报收 11177.51 点，下跌 1.30%；生物制品 II 报收 12554.32 点，下跌 3.44%；医药商业 II 报收 5783.39 点，下跌 5.21%；医疗器械 II 报收 9129.23 点，下跌 0.78%；从涨跌特点上来看，医药商业、中药板块跌幅居前，医疗服务表现较好，为上周仅有的录得正收益的子版块。

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	10931.26	-1.52	36.76
医疗服务	13515.17	1.35	104.61
中药	7036.02	-3.62	24.08
化学制药	11177.51	-1.30	11.71
生物制品	12554.32	-3.44	43.29
医药商业	5783.39	-5.21	-9.28
医疗器械	9129.23	-0.78	56.27

资料来源：Wind、湘财证券研究所

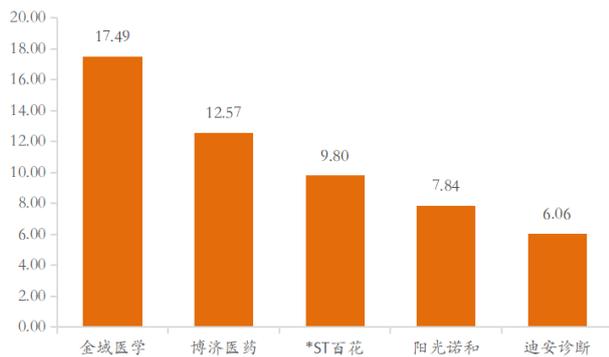
图 2 医疗服务板块走势图



资料来源: Wind、湘财证券研究所

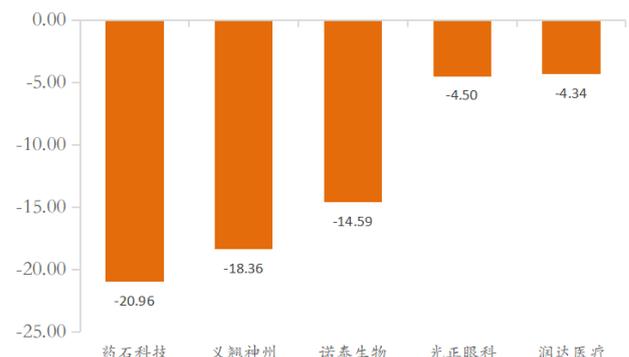
从医疗服务板块公司的表现来看,表现居前的公司有: 金域医学 (+17.49%)、博济医药 (12.57%)、*ST 百花 (+9.80%)、阳光诺和 (+7.84%)、迪安诊断 (+6.06%); 表现靠后的公司有: 药石科技 (-20.96%)、义翘神州 (-18.36%)、诺泰生物 (-14.59%)、光正眼科 (-4.50%)、润达医疗 (-4.34%)。从涨跌特点上来看,受三季报业绩继续保持较高增速影响,第三方医学检验实验室相关公司金域医学、迪安诊断表现较好;受业绩不及预期影响药石科技、义翘神州跌幅较大。

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



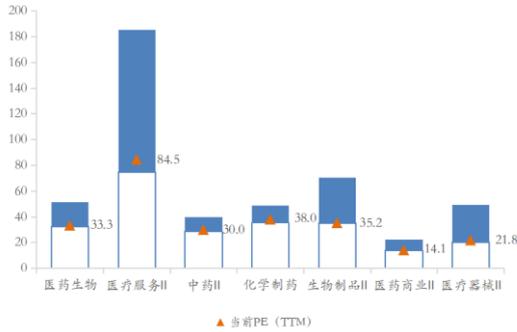
资料来源: Wind、湘财证券研究所

2 行业估值

上周医疗服务板块 PE 为 84.48, 近一年 PE 最大值为 189.16, 最小值为 74.94; 当前 PB 为 10.05, 近一年 PB 最大值为 14.47, 最小值为 9.06。医疗服务板块 PE 环比上升 1.34, PB 环比上升 0.01, 医疗服务板块 PE、PB 较前期

低点已有所反弹，但仍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 483.05%。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



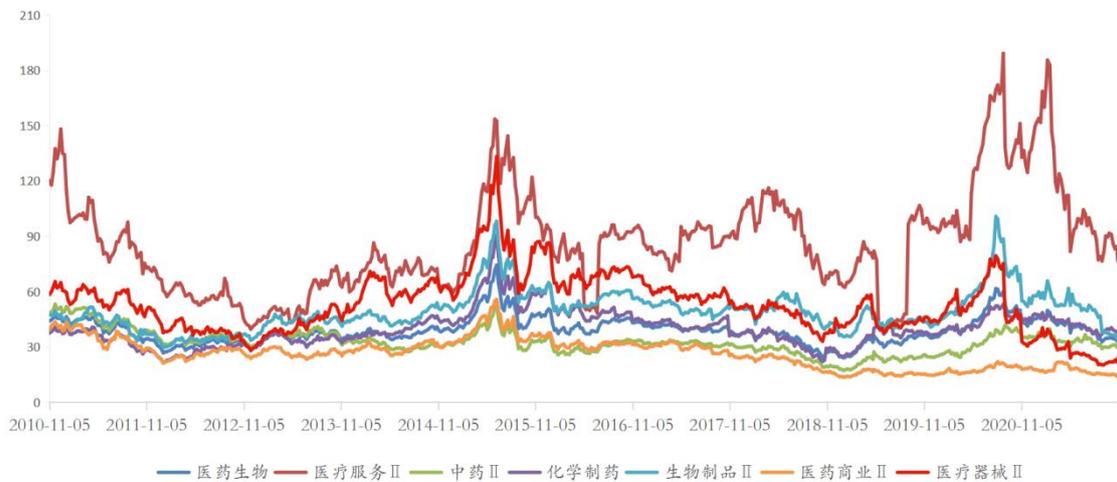
资料来源：Wind、湘财证券研究所

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	390 亿	303 亿	10.2	1.8	4.7	4.3	5.9	65X	70X
002821.SZ	凯莱英	1011 亿	974 亿	31.5	7.2	9.9	13.5	18.1	98X	72X
603259.SH	药明康德	4259 亿	4073 亿	165.4	29.6	43.5	57.3	75.1	94X	71X
300347.SZ	泰格医药	1404 亿	1430 亿	31.9	17.5	21.8	26.8	32.6	66X	53X
300759.SZ	康龙化成	1477 亿	1450 亿	51.3	11.7	14.5	19.6	26.5	100X	74X
603127.SH	昭衍新药	564 亿	562 亿	10.8	3.2	4.5	5.9	7.7	125X	96X
2269.HK	药明生物	4642 亿	5023 亿	56.2	16.9	30.2	42.3	61.9	166X	119X
300363.SZ	博腾股份	539 亿	515 亿	20.7	3.2	4.6	6.3	8.3	112X	82X
688131.SH	皓元医药	252 亿	231 亿	6.4	1.3	2.0	2.9	4.1	115X	80X
300244.SZ	迪安诊断	186 亿	200 亿	106.5	8.0	13.3	12.8	14.1	15X	16X
603882.SH	金域医学	481 亿	531 亿	82.4	15.1	19.9	18.7	20.3	27X	28X
300015.SZ	爱尔眼科	2547 亿	2624 亿	119.1	17.2	23.5	30.9	40.1	112X	85X
600763.SH	通策医疗	791 亿	765 亿	20.9	4.9	7.4	9.9	12.9	103X	78X
	平均							92X	71X	53X

资料来源: Wind、湘财证券研究所 数据截至 2021 年 10 月 15 日

3 行业要闻及重要公告

3.1 行业要闻

➤ 《互联网诊疗监管细则（征求意见稿）》发布，互联网诊疗迈入强监管

10 月 26 日，国家卫生健康委医政医管局发布《互联网诊疗监管细则（征求意见稿）》，向社会公开征求意见，征求意见时效为 1 个月。意见稿从医疗机构监管、人员监管、业务监管、质量安全等多个方面，对现阶段的互联网诊疗提出了全新要求，旨在进一步规范互联网诊疗，促进互联网诊疗服务健康发展，保证医疗质量和医疗安全。

《互联网诊疗监管细则（征求意见稿）》细则要点：

1) 加强资质及过程监管：开展互联网诊疗的医疗机构应当主动接受监管，并对医务人员从诊疗资质、诊疗活动等方面进行监管及建立考核机制。明确在患者开展诊疗活动时，判断为首诊或不适宜进行互联网诊疗时，接诊医生应当终止互联网医疗，并引导患者到实体医疗机构就诊。

2) 是否符合复诊权交给医生：患者应提供真实身份证明及基本信息，就诊时应提供明确的诊断病历资料，由接诊医生判断是否符合复诊条件。意见稿中把是否符合复诊权交给医生，预计判断标准或较宽松。

3) 加强药品处方管理：意见稿明确，医疗机构开展互联网诊疗活动应当严格遵守《处方管理办法》等处方管理规定，加强药品管理，禁止

统方、补方等问题发生。意见稿对互联网医院医生开具处方进行了重点阐述，规范互联网诊疗处方行为，有助于保障患者线上购药安全，防止出现药品回扣行为，有利于推进医改破除“以药养医”陋习。

影响：药品线上销售高速增长，强监管互联网医疗有望向纵深规范发展。

自 2020 年以来受新冠疫情影响，患者到医院的就诊频次减少，线下药店购买药品受阻，众多患者的消费模式发生了转变，转为线上购买，并且随着线上处方药监管逐步放开，处方药在线上购买的频次也在提升。据米内网数据，2020 年中国网上药店销售规模增至 1593 亿元，同比增长 59%，成为继医院、实体药店、基层医疗机构之后的第四大医药销售终端，南方所预计，2021 年第四终端的规模将超 2200 亿元，同比增长将超过 40%。预计，随着互联网诊疗监管细则、医保支付等新规的落地，互联网医疗将向纵深发展，诊疗服务质量将得到进一步提高，互联网诊疗生态将继续扩容。

我们认为，互联网诊疗强监管来临，行业中不规范的线上问诊等行为将有望得到出清，而符合监管，具有完备线上诊疗体系的头部公司集中度有望得到提升，建议关注头部互联网医疗相关公司。

➤ 国家卫健委：在北京市等 15 省区市开展康复医疗服务试点工作

10 月 28 日，国家卫生健康委办公厅发布《关于印发加快推进康复医疗工作发展意见的通知》，以加快发展康复医疗服务，切实增加康复医疗服务供给，满足群众多样化康复医疗服务需求。研究确定北京市等 15 个省份作为康复医疗服务试点地区。**试点目标：**经过 1 年的试点，探索形成较完善的康复医疗服务体系、多元化康复医疗服务模式、有利于康复医疗服务发展的政策措施等有益做法和典型经验，充分发挥试点地区的带动示范作用，以点带面，加快推动全国康复医疗服务发展取得实效。**该通知的发布有利于促进康复医疗服务产业发展，相关康复医疗器械公司也有望受益于康复医疗产业的发展。**

3.2 重要公告

➤ 光正眼科：三季度净利 4599.71 万，拟投资设立瞳亮眼科

10 月 24 日晚，光正眼科发布 2021 年前三季度报告，前三季度公司实现营收为 2.5 亿元，同比下降 18.22%；净利润为-1528.78 万元，同比下降 139.38%，扣非净利润为-1443.15 万元，同比下降 159.38%；单三季度营收为 7.78 亿元，同比增长 25.96%，净利润为 4599.70 万元，同比增长 51.74%，扣非净利润为-2512.72 万元，同比下降 98.79%。同时公司发布公告称，根据战略规划及业务发展需要，光正眼科全资子公司光正新视界拟认缴出资人民币 1000 万元，投资设立上海光正新视界瞳亮眼科医院有限公司。

➤ **爱尔眼科：前三季度实现归母净利 20.03 亿元，同比增长 29.59%**

10 月 25 日，爱尔眼科眼科发布 2021 年前三季度报告，前三季度公司实现营业收入 115.96 亿元，同比增长 35.38%；实现归母净利润 20.03 亿元，同比增长 29.59%；实现扣非后归母净利润 21.75 亿元，同比增长 37.58%。单三季度公司实现营业收入 42.48 亿元，同比下滑 3.5%，较 2019 年同期增长 42%；实现归母净利润 8.88 亿元，同比增长 2.05%，较 2019 年同期增长 28.71%；实现扣非归母净利润 9.48 亿元，同比下滑 5.38%，较 2019 年同期增长 75.51%。

➤ **诺泰生物：实现营收 4.50 亿元(+20.05%)，归母净利 8858 万元(+5.59%)**

10 月 26 日，诺泰生物发布 2021 年三季报，2021 年前三季度公司实现营业收入 4.50 亿元，同比增长 20.05%，归母净利润 8858 万元，同比增长 5.59%；实现扣非归母净利润 6516 万元，同比增长 13.02%。单三季度实现营收 1.41 亿元（同比-11.09%），实现归母净利润 3716 万元（同比+4.67%），实现扣非净利润 1836 万元（同比-30.80%）。

➤ **凯莱英：实现营收 29.23 亿元 (+40.34%)，归母净利 6.95 (+37.26%)**

10 月 27 日，凯莱英发布 2021 年三季报，前三季度公司实现营收 29.23 亿元 (+40.34%)，归母净利润 6.95 亿元 (+37.26%)，扣非归母净利润 5.96 亿元 (+30.58%)；剔除汇兑波动因素、股权激励摊销费用等影响，2021 前三季度收入、归母净利润分别同比增长 50.45%、37.95%。单三季度公司实现营收 11.63 亿元 (+42.34%)，归母净利润 2.66 亿元 (+39.30%)，扣非归母净利润 2.44 亿元 (+35.65%)。

➤ **药石科技：实现营收 9.03 亿元 (+24.47%)，归母净利 4.42 (+210.79%)**

10 月 28 日，药石科技发布 2021 年三季报，前三季度公司实现营业收入 9.03 亿元，同比增长 24.47%；归属于母公司股东净利润 4.42 亿元，同比增长 210.79%；扣非后归属于母公司股东净利润 2.01 亿元，同比增长 49.19%。单季三季度实现营收 2.82 亿元 (+5.86%)，归母净利润 0.61 亿元 (+11.16%)，扣非净利润 0.56 亿元 (+5.72%)，业绩增速短期有所放缓。

➤ **康龙化成：实现营收 53.02 亿元 (+47.84%)，归母净利 10.40 (+31.81%)**

10 月 28 日，康龙化成发布 2021 年三季报，前三季度公司实现营业收入 53.02 亿元 (+47.84%)，归母净利润 10.40 亿元 (+31.81%)，扣非归母净利润 9.31 亿元 (+53.71%)；单三季度公司实现营收 20.16 亿元 (+44.75%)，归母净利润 4.75 亿元 (+53.26%)，扣非归母净利润 3.47 亿元 (+42.63%)。

➤ **博腾股份：实现营收 20.30 亿元 (+36.41%)，归母净利 3.61 (+50.92%)**

10 月 29 日，博腾股份发布 2021 年三季报，前三季度实现营业收入 20.30

亿元，同比增长 36.41%，归母净利润 3.61 亿元，同比增长 50.92%，归母扣非净利润 3.53 亿元，同比增长 60.61%；单三季度实现营业收入 7.74 亿元，同比+37.52%，归母净利润 1.46 亿元，同比+35.23%，扣非后归母净利润 1.52 亿元，单季度业绩创历史新高。

➤ **药明康德：实现营收 53.02 亿元 (+47.84%)，归母净利 10.40 (+31.81%)**

10 月 30 日，药明康德发布 2021 年三季报，前三季度公司实现营业收入公司前三季度实现营业收入 165.21 亿元，同比增长 39.84%；利润总额 42.83 亿元，同比增长 58.14%；归属于上市公司股东的净利润 35.62 亿元，同比增长 50.41%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 31.26 亿元，同比增长 87.81%。单三季度实现营业收入 59.85 亿元，同比增长 30.58%；归属于上市公司股东的净利润 8.87 亿元，同比增长 36.23%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 9.79 亿元，同比增长 87.28%。

4 医疗服务三季报披露完毕，CXO 景气依旧

医药板块上市公司 2021 年三季报已披露完毕，超过六成企业的业绩营收、归母净利润双涨，相较 2021 年 H1 该比例有所下降，主要是由于部分公司去年三季度基数较高致使增速放缓。医药生物板块 2021Q1-Q3 营收增长 14.96%，归属净利增长 21.11%。去年前三季度受新冠疫情影响，不少企业的营收出现下滑，但由于疫情致使费用减少，利润端表现较好(2020 年 Q1-Q3 医药板块整体营收增长仅为 2.09%，归母净利增长 21.89%)，目前医药板块公司已逐步恢复正常经营。各细分板块中医疗服务板块营收及利润增长表现较为亮眼，其中 2021 前三季度营收增长 37.35%，归属净利增长 59.57%；单 Q3 来看由于去年第三季度基数较高，今年 Q3 营收及净利增长有所放缓但仍保持较快增长，其中营收增长 17.86%，归母净利增长 20.93%。

表 3 医药板块营收、归母净利增速情况

板块	营收 YoY				归母净利润 YoY			
	2019Q1-Q3	2020Q1-Q3	2021Q1-Q3	2021Q3	2019Q1-Q3	2020Q1-Q3	2021Q1-Q3	2021Q3
医药生物	14.63%	2.09%	14.96%	7.82%	5.81%	21.89%	21.11%	-3.30%
医疗服务	17.21%	7.88%	37.35%	17.86%	6.21%	25.01%	59.57%	20.93%
中药	12.01%	-6.99%	11.01%	5.32%	-5.00%	-16.04%	20.54%	-4.27%
化学制药	10.97%	-5.07%	10.60%	5.93%	2.19%	4.68%	5.69%	6.37%
生物制品	22.25%	5.12%	30.21%	33.15%	40.21%	32.29%	58.89%	38.03%
医药商业	17.82%	2.20%	14.06%	7.59%	3.74%	9.42%	10.13%	-22.15%
医疗器械	12.81%	49.41%	16.95%	-4.31%	23.26%	126.25%	15.13%	-29.88%

资料来源：Wind、湘财证券研究所

医疗服务板块毛利率及净利率提升明显：2021Q1-Q3 医药生物板块销售 毛利率为 33.61%，较去年同期下降 0.93PP，但销售净利率同比去年提升

0.41PP 至 10.76%。医药各细分板块中，受益于业务的快速发展，医疗服务板块销售毛利率及净利率实现双升，且提升尤为明显，2021Q1-Q3 销售毛利率提升了 2.53PP 至 38.96%，销售净利率提升了 3.18PP 至 16.42%。

表 4 医药板块销售毛利、销售净利率情况

板块	销售毛利率			销售净利率		
	2019Q1-Q3	2020Q1-Q3	2021Q1-Q3	2019Q1-Q3	2020Q1-Q3	2021Q1-Q3
医药生物	34.04%	34.54%	33.61%	8.60%	10.35%	10.76%
医疗服务	38.19%	36.43%	38.96%	11.86%	13.24%	16.42%
中药	45.90%	43.70%	44.75%	10.78%	9.72%	10.55%
化学制药	50.41%	50.12%	47.04%	11.31%	12.47%	11.55%
生物制品	54.21%	55.36%	55.24%	17.72%	21.56%	26.20%
医药商业	13.42%	13.52%	12.93%	2.96%	3.19%	3.00%
医疗器械	50.45%	56.84%	56.36%	18.41%	28.38%	28.61%

资料来源：Wind、湘财证券研究所

医疗服务板块经营性现金流大幅增长：2021Q1-Q3 医药上市公司经营性现金流整体增长平稳，除化学制药、医药商业板块现金流较去年同期有所下降外，其余均实现了正增长，其中医疗服务板块表现最为突出为 **120 亿元 (+46.79%)**，生物制品板块现金流改善也十分明显，增速为 49.27%。

表 5 医药板块经营性现金流（单位：亿元）

板块	2019Q1-Q3	2020Q1-Q3	2021Q1-Q3	20Q1-Q3YoY	21Q1-Q3 YoY
医药生物	846	1289	1465	52.44%	13.69%
医疗服务	54	82	120	53.18%	46.79%
中药	230	240	344	4.56%	42.96%
化学制药	335	392	352	17.22%	-10.34%
生物制品	98	151	225	54.22%	49.27%
医药商业	20	60	23	198.14%	-60.76%
医疗器械	109	363	400	232.37%	10.28%

资料来源：Wind、湘财证券研究所

我们剔除部分新股及个别数据异常个股后，保留医疗服务板块 29 只个股进行统计分析，该样本组合 2021Q1-Q3 营收增速为 35.34%，归母净利润增速为 52.71%。

CXO 板块继续保持较快增长：对医疗服务板块进一步拆分，CXO 板块在去年高基数背景下仍然保持快速增长，2021Q1-Q3 营收增速为 42.63%，归母净利增速为 49.24%。从 Q1-Q3 归母净利润的增长来看，药石科技 (+210.79%)、美迪西 (+142.06%)、九洲药业 (+97.65%)、昭衍新药 (+72.76%)、博腾股份 (+50.92%) 等表现靓丽；单 Q3 归母净利增长来看，泰格医药 (+64.80%)、博腾股份 (+35.32%)、康龙化成 (+53.26%)、昭衍新药 (+76.76%)、九洲药业 (+80.39%) 等延续高增长态势。

表 6 医疗服务板块 CXO 公司 2021Q1-Q3 增长情况

		CXO			
代码	证券名称	2021Q1-Q3营收YoY	2021Q3营收YoY	2021Q1-Q3归母净利YoY	2021Q3归母净利YoY
002821.SZ	凯莱英	40.34%	42.34%	37.26%	39.30%
300149.SZ	睿智医药	17.97%	4.25%	-82.19%	-77.14%
300347.SZ	泰格医药	47.58%	57.77%	35.13%	64.80%
300363.SZ	博腾股份	36.41%	37.52%	50.92%	35.23%
300404.SZ	博济医药	21.36%	40.47%	70.91%	152.82%
300725.SZ	药石科技	24.47%	5.86%	210.79%	11.16%
300759.SZ	康龙化成	47.84%	44.75%	31.81%	53.26%
603127.SH	昭衍新药	35.67%	37.62%	72.76%	76.76%
603259.SH	药明康德	39.84%	30.58%	50.41%	36.23%
603456.SH	九洲药业	72.08%	53.97%	97.65%	80.39%
688076.SH	诺泰生物	20.05%	-11.09%	5.59%	4.67%
688202.SH	美迪西	81.62%	74.61%	142.06%	141.67%
688222.SH	成都先导	80.50%	86.95%	103.24%	1201.14%

资料来源: Wind、湘财证券研究所

ICL (第三方医学检验实验室) 受益于新冠检测需求, 表现靓丽: 虽然 2021 年全国新冠疫情控制较好, 但局部地区仍有所反复, 这也带动了新冠检测需求的进一步提升, 相关公司明显受益, 迪安诊断、润达医疗、金域医学 Q1-Q3 业绩继续保持高速增长, 对应归母净利润增长分别为 37.07%、38.05%、58.52%, Q3 单季度迪安诊断、金域医学归母净利继续保持 20% 以上的增长。

表 7 医疗服务板块医学检验实验室相关公司 2021Q1-Q3 增长情况

		医学检验实验室			
代码	证券名称	2021Q1-Q3营收YoY	2021Q3营收YoY	2021Q1-Q3归母净利YoY	2021Q3归母净利YoY
300244.SZ	迪安诊断	24.97%	18.27%	37.07%	27.05%
603108.SH	润达医疗	37.53%	23.10%	38.05%	-4.86%
603882.SH	金域医学	47.87%	34.39%	58.52%	22.84%

资料来源: Wind、湘财证券研究所

民营专科医院板块恢复显著, Q3 受高基数影响增速有所下降: 民营医院相关公司去年上半年受新冠疫情影响较大基数较低, 2020 年下半年开始板块迅速恢复, 2021 年随着疫情常态化, 疫情对相关公司的业务影响也边际减弱, 民营专科医院龙头如爱尔眼科、通策医疗等相关公司上半年业绩增长尤为亮眼, 但受去年三季度基数较高影响, 2021 年 Q3 增长有所放缓。

表 8 医疗服务板块民营医院 2021Q1-Q3 增长情况

		民营医院			
代码	证券名称	2021Q1-Q3营收YoY	2021Q3营收YoY	2021Q1-Q3归母净利YoY	2021Q3归母净利YoY
000150.SZ	宜华健康	-15.90%	-22.75%	-8.57%	17.83%
000509.SZ	*ST华塑	1.43%	-17.03%	111.37%	20.69%
000516.SZ	国际医学	91.04%	71.71%	-17.36%	-45.78%
002173.SZ	创新医疗	2.22%	-19.77%	27.18%	-453.17%
002219.SZ	*ST恒康	10.78%	-0.94%	-20.49%	-697.40%
002524.SZ	光正眼科	25.96%	-18.22%	51.74%	-139.38%
300015.SZ	爱尔眼科	35.38%	-3.48%	29.59%	2.05%
300143.SZ	盈康生命	0.84%	-5.52%	135.94%	391.52%
600568.SH	ST中珠	-19.91%	-4.42%	-37.85%	-4.97%
600763.SH	通策医疗	44.16%	12.44%	55.09%	5.88%
600896.SH	*ST海医	116.29%	45.56%	35.33%	35.93%

资料来源: Wind、湘财证券研究所

5 投资建议

医疗服务板块三季报披露完毕，医疗服务板块民营医院相关公司由于去年Q3处于疫情恢复阶段造成高基数，使得相关公司今年业绩增长承压，但其长期向好的趋势并未改变；CXO相关公司业绩表现亮眼，有望带动板块整体活跃度提升。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。**

6 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。