

业绩表现亮眼具备估值优势，疫情退潮医疗需求有望反弹

相关研究：

1.《县医院综合能力提升工作全面启动，医疗新基建受关注》

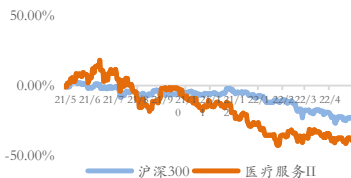
2022.04.26

2.《宁波首推种植牙医保限价，或将推动行业渗透率提升》

2022.05.06

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	-1	22	-16
绝对收益	-3	9	-39

注：相对收益与沪深300相比

分析师：蒋栋

证书编号：S0500521050001

Tel: 021-50295368

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10楼

核心要点：

□ 上周医疗服务II 上涨4.19%，涨幅居中

上周医药生物报收 9111.49 点，上涨 4.11%，涨幅排名位列申万一级行业第 9 位，排名靠前。沪深 300 指数上涨 2.04%，医药跑赢沪深 300 指数 2.07%；医疗服务II 报收 9278.41 点，上涨 4.19%；中药II 报收 7030.83，上涨 4.70%；化学制药报收 10069.63 点，上涨 6.72%；生物制品II 报收 9188.70 点，上涨 3.08%；医药商业II 报收 5680.52 点，上涨 4.92%；医疗器械II 报收 7921.46 点，上涨 0.69%。

□ 医疗服务 PE(ttm) 环比上升 2.03X，PB(lf) 环比上升 0.28X

当前医疗服务板块 PE 为 47.84 X，近一年 PE 最大值为 108.72 X，最小值为 44.75 X；当前 PB 为 6.44 X，近一年 PB 最大值为 13.71 X，最小值为 6.01 X。医疗服务板块 PE 环比上升 2.03 X，PB 环比上升 0.28 X，医疗服务板块 PE、PB 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 302.01%。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

► 国家发展改革委向社会发布《“十四五”生物经济发展规划》

5月10日，国家发展改革委向社会发布《“十四五”生物经济发展规划》，这是我国首个生物经济五年规划标志着生物经济已经成为一种新的经济形态。生物技术和生物资源是生物经济的核心要素，而生物医药是生物经济重点发展的 4 大领域之一。《规划》提出将在京津冀、长三角、粤港澳大湾区、成渝双城经济圈等区域，布局建设生物经济先导区，围绕生物医药、生物农业、生物能源、生物环保等领域开展科技创新和改革试点。

□ 本周观点

2021 年医疗服务行业继续保持高增长，板块内上市公司实现营收 1279.8 亿元，同比增长 32.5%，归母净利润 178.4 亿元，同比增长 30.2%，毛利率和净利率分别较上年同期提高 1.1 个百分点和 0.8 个百分点。2022Q1 医疗服务板块实现营业总收入 396.6 亿元，同比增长 36.7%，归母净利润实现 55.4 亿元同比增长 11.3%有所放缓，但营收、归母净利润均保持正增长。

2021 年我国疫情发展相对可控，部分民营专科医院 2021 年营收及利润的增速已恢复至疫情前水平，由此可见民营医院由于其诊疗项目刚需且民营医院具备优越的运营能力使得发展韧性较强。2022 年一季度我国多地疫情反复，较大程度影响了民营医疗机构的运行，预计疫情退潮社会运行恢复正常之后民营专科诊疗需求将迎来反弹。CXO 板块在 2020 年高基数背景下仍然保持快速增长，营业收入和归母净利增速远超行业平均，尤其 2022 年 Q1 再度呈现加速的趋势。

医疗服务板块高位回落，目前已具备估值优势。当前医疗服务板块 PE 为

47.84X，近一年 PE 最大值为 108.72X，最小值为 44.75X，目前约位于近十年的最低分位水平。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。

在创新持续优化情况下，“创新”赛道内部也出现分化，预计未来创新产业链也将由之前的“策略布局”步入到“抢滩登陆”阶段，真正实现创新放量的公司才有望受益，利好“真创新”产业链。随着 DRG/DIP 的执行，医药结构将继续优化，优选“政策免疫”消费型医疗相关公司。我们维持对医疗服务行业的“增持”评级，建议关注以下三条主线：

(1) 创新药卖水人“CXO”产业链公司：国内 CXO 公司将受益于海外产能向中国转移的大趋势，同时国内医改及良好的医药创投环境使得医药研发如火如荼。建议重点关注临床 CRO 龙头公司及后端 CRO/CDMO 公司。

(2) 民营专科医疗服务：国家继续鼓励社会资本办医，民营专科医院受政策压制小，建议重点关注口腔医疗、眼科等专科医疗服务龙头公司。

(3) 第三方医学检验实验室：独立医学实验室检测项目多，技术能力强，较医院自有检验科室优势明显。预计，随着检验需求及 ICL 渗透率的不断提升，国内 ICL 行业规模将继续保持稳健增长。建议关注 ICL 龙头公司。

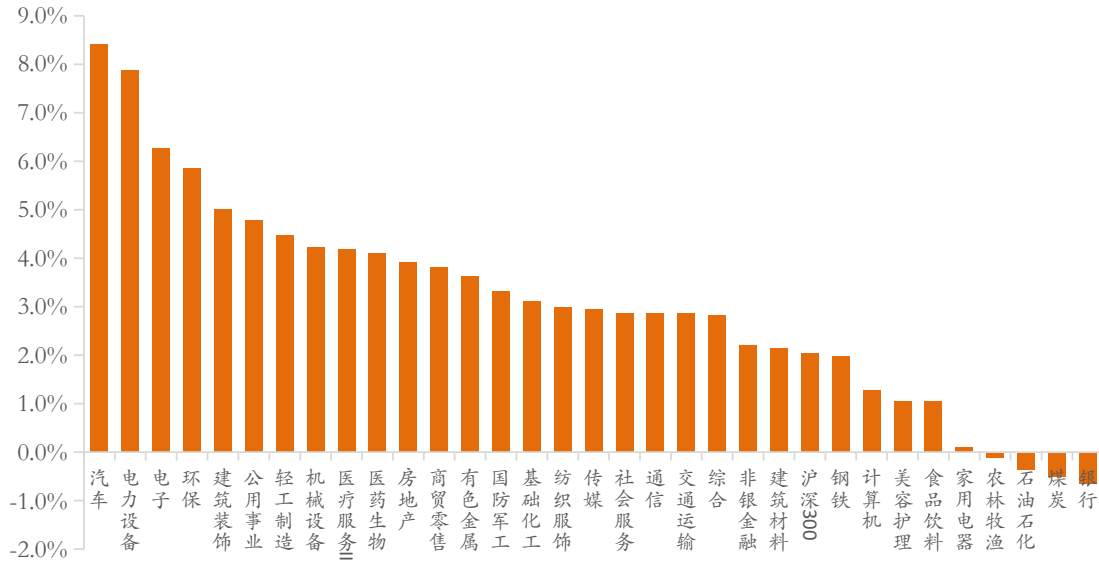
□ 风险提示

- (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

上周申万医药指数上涨 4.11%，位列全行业第 23 位，跑输沪深 300 指数。上周医药生物报收 9111.49 点，上涨 4.11%，涨幅排名位列申万一级行业第 9 位，排名靠前。沪深 300 指数上涨 2.04%，医药跑赢沪深 300 指数 2.07%。

图 1 上个交易周各行业指数涨跌幅比较



资料来源：Wind、湘财证券研究所

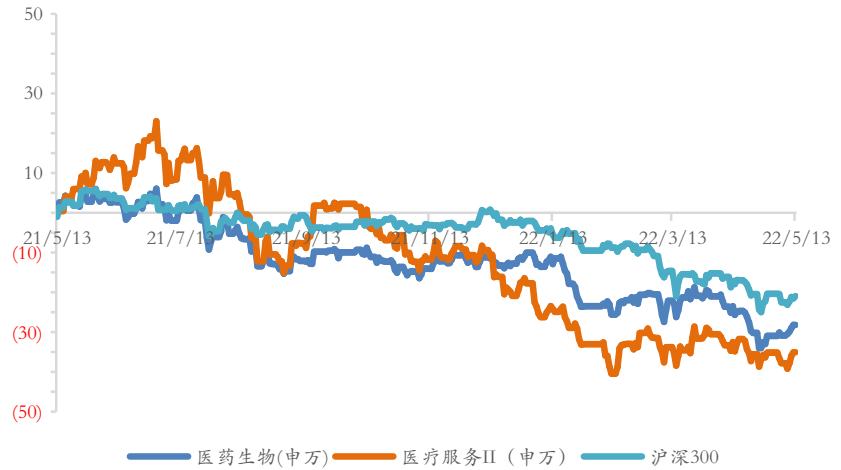
医疗服务 II 报收 9278.41 点，上涨 4.19%；中药 II 报收 7030.83，上涨 4.70%；化学制药报收 10069.63 点，上涨 6.72%；生物制品 II 报收 9188.70 点，上涨 3.08%；医药商业 II 报收 5680.52 点，上涨 4.92%；医疗器械 II 报收 7921.46 点，上涨 0.69%。

表 1 医药各子版块一周涨跌幅

板块	收盘价	涨跌幅 (%)	
		上周	2021年以来
医药生物	9111.49	4.11	-24.56
医疗服务	9278.41	4.19	-28.08
中药	7030.83	4.70	8.13
化学制药	10069.63	6.72	-24.23
生物制品	9188.70	3.08	-38.23
医药商业	5680.52	4.92	-26.27
医疗器械	7921.46	0.69	-26.23

资料来源：Wind、湘财证券研究所

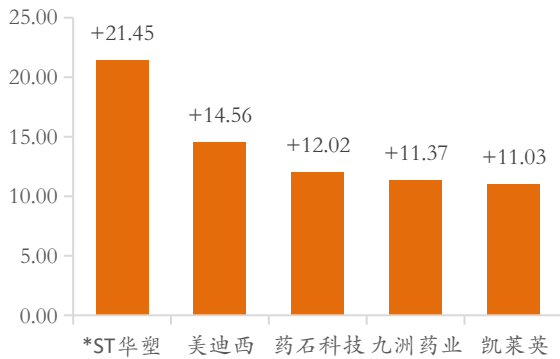
图 2 近一年医疗服务板块涨跌幅对比 (%)



资料来源: Wind、湘财证券研究所

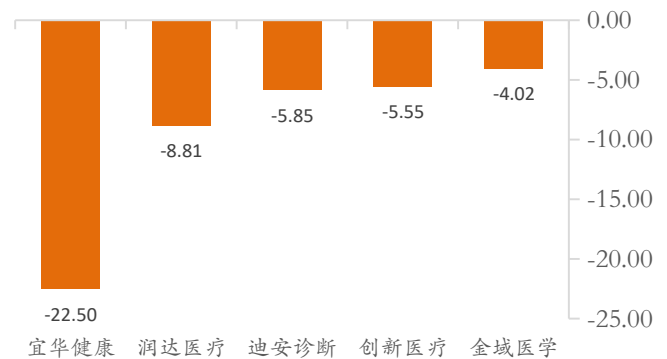
从医疗服务板块公司的表现来看,表现居前的公司有:*ST 华塑(+21.45%)、美迪西(+14.56%)、药石科技(+12.02%)、九洲药业(+11.37%)、凯莱英(+11.03%);表现靠后的公司有:宜华健康(-22.50%)、润达医疗(-8.81%)、迪安诊断(-5.85%)、创新医疗(-5.55%)、金城医学(-4.02%)。

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



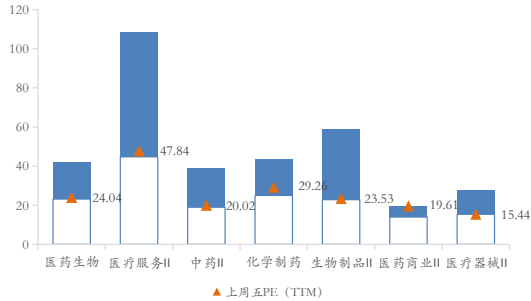
资料来源: Wind、湘财证券研究所

2 行业估值

近一年医药板块估值整体回落,医疗服务估值下降明显。当前医疗服务板块 PE 为 47.84 X,近一年 PE 最大值为 108.72 X,最小值为 44.75 X;当前 PB 为 6.44 X,近一年 PB 最大值为 13.71 X,最小值为 6.01 X。医疗服务板块 PE 环比上升 2.03 X, PB 环比上升 0.28 X,医疗服务板块 PE、PB 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 302.01%。虽

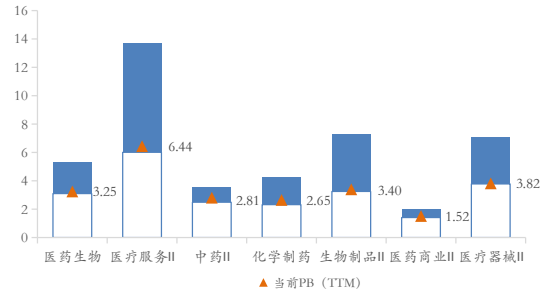
然静态来看医疗服务板块估值仍较高,但考虑到专科医院及CXO产业相关公司业绩增速较高,行业发展趋势较好且政策免疫,目前估值已较为合理。

图 5 近一年医药各子版块 PE 概况



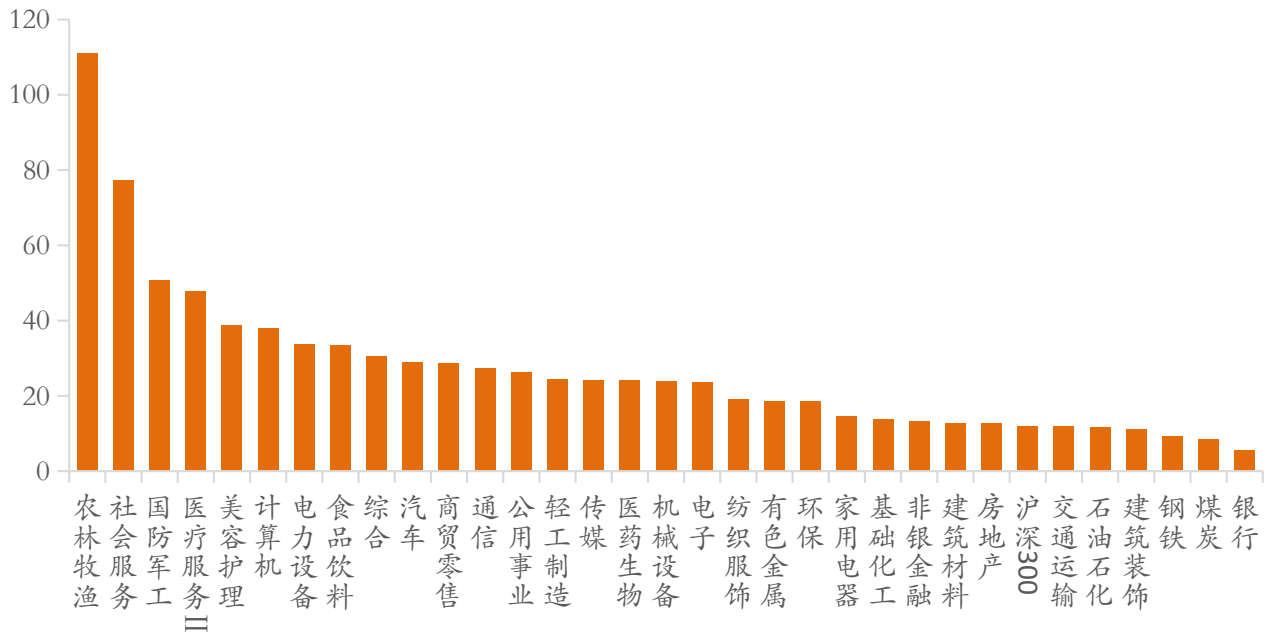
资料来源: Wind、湘财证券研究所

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

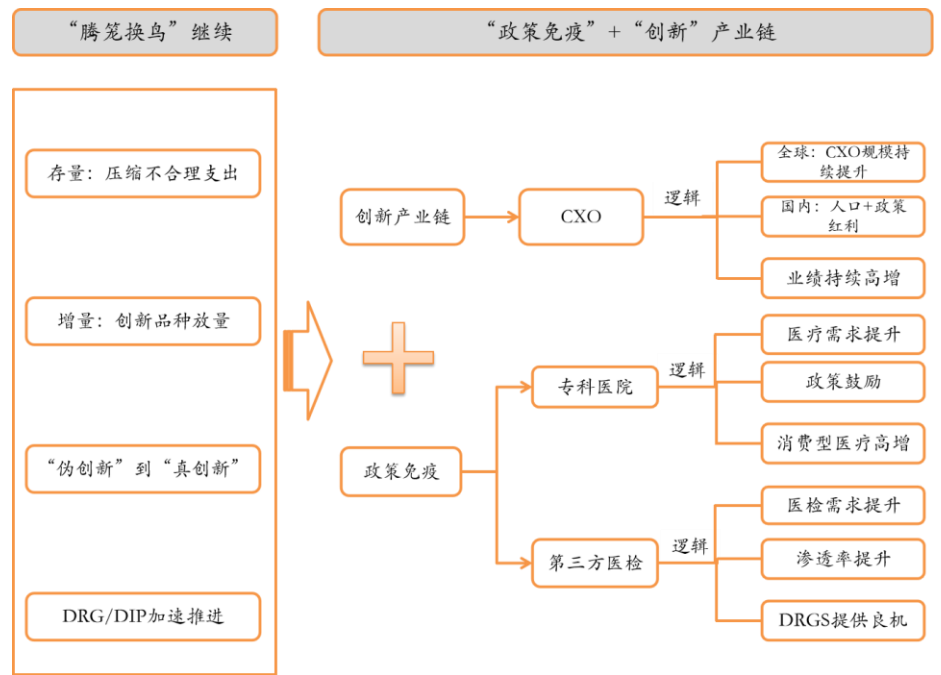
图 7 申万一级行业、医疗服务 II 市盈率情况 (TTM, 整体法, 剔除负值)



资料来源: Wind、湘财证券研究所

医疗服务板块近一年整体压力较大,大多数公司估值较前期有明显回落,部分公司已具性价比。我们建议投资者关注具有中国优势的板块调整下带来的布局机会,坚持“政策免疫”及“创新”的选股思路。

图 8 聚焦“政策免疫”和“创新”产业链



资料来源：湘财证券研究所

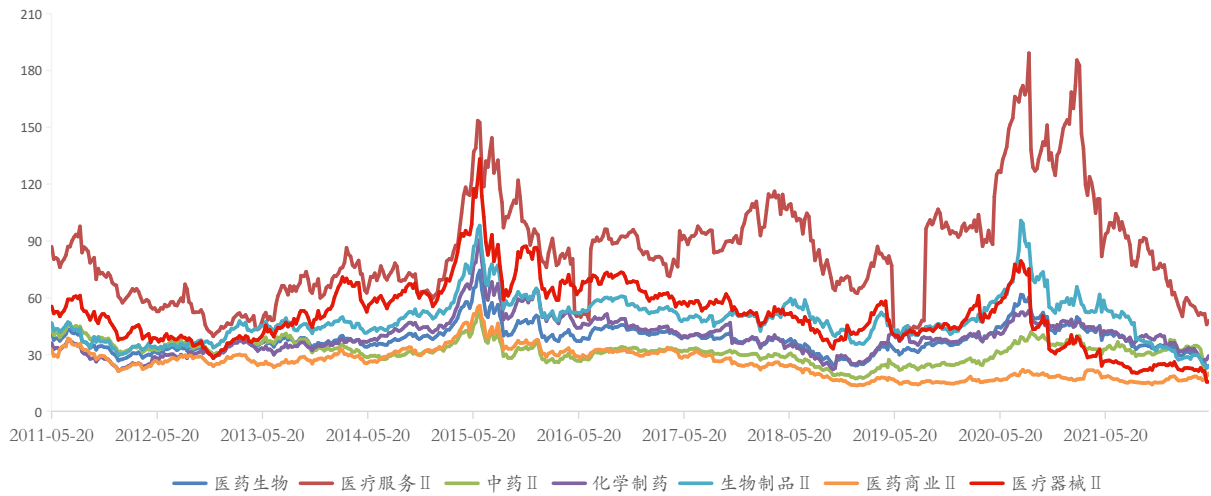
建议关注：

(1) 创新药卖水人“CXO”产业链公司：全球医药研发投入及研发外包渗透率的不断提升使得 CXO 市场规模持续保持较高增速；国内 CXO 公司由于其人力资源成本优势及创新能力，将持续受益于海外产能向中国转移的大趋势，同时国内新医改及良好的医药投融资环境使得医药研发如火如荼，预计未来 3-5 年 CXO 行业有望保持 20% 以上的复合增速。建议重点关注临床 CRO 龙头公司及后端 CRO/CDMO 公司。

(2) 民营专科医疗服务：随着可支配收入的增长及健康意识的提高，医疗市场逐渐由疾病驱动的市场（即治疗已经生病的人）转型为健康驱动的市场（即提供医疗服务积极改善生存质量），消费型医疗呈现上升趋势。国家继续鼓励社会资本办医，民营专科医院受政策压制小，建议重点关注口腔医疗、眼科等专科医疗服务龙头公司。

(3) 第三方医学检验实验室：老龄化及健康意识的增强和慢性病病例的激增促使人们尽早发现并采取主动预防措施，将推动医疗检测需求。独立医学实验室检测项目多，技术能力强，较医院自有检验科室优势明显。预计，随着检验需求及 ICL 渗透率的不断提升，国内 ICL 行业规模将继续保持稳健增长，建议关注 ICL 龙头公司。

图 9 2011 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

表 2 重点公司估值跟踪

代码	证券名称	当前市值	2021 营收 (亿元)	2021 归属净利 (亿元)	盈利预测 (亿元)			PE		
					2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
300725.SZ	药石科技	170亿	12.0	4.9	3.8	5.4	7.4	45X	31X	23X
002821.SZ	凯莱英	692亿	46.4	10.7	26.4	28.1	32.5	26X	25X	21X
603259.SH	药明康德	2868亿	229.0	51.0	83.1	99.9	127.5	35X	29X	22X
300347.SZ	泰格医药	720亿	52.1	28.7	33.5	40.5	49.6	21X	18X	15X
300759.SZ	康龙化成	838亿	74.4	16.6	22.1	29.7	40.1	38X	28X	21X
603127.SH	昭衍新药	339亿	15.2	5.6	7.5	9.7	12.5	45X	35X	27X
2269.HK	药明生物	2238亿	102.9	33.9	48.2	66.9	93.9	46X	33X	24X
300363.SZ	博腾股份	389亿	31.1	5.2	13.8	15.8	19.1	28X	25X	20X
688131.SH	皓元医药	107亿	9.7	1.9	2.8	4.1	5.9	39X	26X	18X
300244.SZ	迪安诊断	206亿	130.8	11.6	17.1	16.1	17.5	12X	13X	12X
603882.SH	金城医学	389亿	119.4	22.2	24.9	23.7	25.9	16X	16X	15X
300015.SZ	爱尔眼科	1873亿	150.0	23.2	30.2	39.5	51.3	62X	47X	36X
600763.SH	通策医疗	404亿	27.8	7.0	8.2	10.5	13.5	49X	38X	30X
	平均							36X	28X	22X

资料来源：Wind、湘财证券研究所 数据截至 2022 年 5 月 17 日

3 行业要闻及重要公告

3.1 行业要闻

➤ 国家发展改革委向社会发布《“十四五”生物经济发展规划》

5月10日，国家发展改革委向社会发布《“十四五”生物经济发展规划》，这是我国首个生物经济五年规划标志着生物经济已经成为一种新的经济形态。生物技术和生物资源是生物经济的核心要素，而生物医药是生物经济重点发展的4大领域之一。《规划》提出将在京津冀、长三角、粤港澳大湾区、成渝双城经济圈等区域，布局建设生物经济先导区，围绕生物医药、生物农业、生物能源、生物环保等领域开展科技创新和改革试点。

➤ 《药品监管网络安全与信息化建设“十四五”规划》发布

5月11日，国家药监局印发《药品监管网络安全与信息化建设“十四五”规划》。药品监管信息化是国家政务信息化建设的重要组成部分，是提升药品安全治理水平和监管效能的重要手段。党的十八大以来，我国药品监管信息化体系逐步健全，信息化推动监管能力提升的作用不断发挥，为监管工作的高效开展做出了积极贡献。为进一步推进药品监管信息化建设，加快以信息化引领监管现代化进程，依据《国务院办公厅关于全面加强药品监管能力建设的实施意见》《“十四五”国家药品安全及促进高质量发展规划》《“十四五”推进国家政务信息化规划》等文件，国家药监局印发《药品监管网络安全与信息化建设“十四五”规划》。

3.2 重要公告

表 3 重要公告

日期	公司	公告内容
2022/05/10	百普赛斯	公司《2022年限制性股票激励计划（草案）》规定的各项授予条件已经成就，根据公司2022年5月10日召开的第一届董事会第十七次会议审议通过的《关于向激励对象首次授予限制性股票的议案》，公司董事会同意以2022年5月10日为首次授予日，向符合条件的87名激励对象授予64万股限制性股票。
2022/05/10	兰卫医学	公司定于2022年5月20日（星期五）下午15:00-16:30在全景网举行2021年度业绩说明会，本次年度业绩说明会将采用网络远程的方式举行，投资者可登录全景网“投资者关系互动平台”（ https://ir.p5w.net ）参与本次年度业绩说明会。
2022/05/11	成都先导	公司计划于2022年5月20日下午15:00-16:30举行2021年度业绩说明会，就投资者关心的问题进行交流。
2022/05/13	创新医疗	公司公告收到深圳证券交易所年报问询函。
2022/05/13	诺泰生物	首次公开发行部分限售股上市流通，涉及限售股股东135名，对应的限售股数量为98,407,607股，占公司现有总股本的46.16%，限售期为自公司股票上市之日起12个月，将于2022年5

		月 20 日起上市流通。
2022/05/14	药明康德	股东上海瀛翊投资中心(有限合伙)(下称“上海瀛翊”)违规减持药明康德未及时进行信息披露，公司收到中国证监会下发的《行政处罚事先告知书》。
2022/05/15	普蕊斯	首次公开发行股票并在创业板上市。
2022/05/16	通策医疗	通策医疗拟通过支付现金方式受让浙江和仁科技股份有限公司 78,795,276 股股份（约占标的公司股份总数的 29.75%），交易金额为 76,904.1893 万元，本次交易完成后，通策医疗将成为和仁科技第一大股东。

资料来源：Wind、湘财证券研究所

4 本周观点

2021&2022Q1 医疗服务板块业绩总体表现较好，民营医院、CXO 景气依旧。2021 年医疗服务行业继续保持高增长，板块内上市公司实现营收 1279.8 亿元，同比增长 32.5%，归母净利润 178.4 亿元，同比增长 30.2%，毛利率和净利率分别较上年同期提高 1.1 个百分点和 0.8 个百分点。2022Q1 医疗服务板块实现营业总收入 396.6 亿元，同比增长 36.7%，归母净利润实现 55.4 亿元同比增长 11.3%有所放缓，但营收、归母净利润均保持正增长。

2021 年我国疫情发展相对可控，部分民营专科医院 2021 年营收及利润的增速已恢复至疫情前水平，由此可见民营医院由于其诊疗项目刚需且民营医院具备优越的运营能力使得发展韧性较强。2022 年一季度我国多地疫情反复，较大程度影响了民营医疗机构的运行，预计疫情退潮社会运行恢复正常之后民营专科诊疗需求将迎来反弹。CXO 板块在 2020 年高基数背景下仍然保持快速增长，营业收入和归母净利增速远超行业平均，尤其 2022 年 Q1 再度呈现加速的趋势。

医疗服务板块高位回落，目前已具备估值优势。当前医药生物板块 PE 估值由近一年最高 42.23X 回落至 23.14X，已处近一年底部位置。医疗服务板块 PE 为 47.84X，近一年 PE 最大值为 108.72X，最小值为 44.75X，目前约位于近十年的最低分位水平。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。

在创新持续优化情况下，“创新”赛道内部也出现分化，预计未来创新产业链也将由之前的“策略布局”步入到“抢滩登陆”阶段，真正实现创新放量的公司才有望受益，利好“真创新”产业链。随着 DRG/DIP 的执行，医药结构将继续优化，优选“政策免疫”消费型医疗相关公司。综上，我们维持对医疗服务行业的“增持”评级，建议关注以下三条主线：

(1) 创新药卖水人“CXO”产业链公司：国内 CXO 公司将受益于海外

产能向中国转移的大趋势，同时国内医改及良好的医药创投环境使得医药研发如火如荼。建议重点关注临床 CRO 龙头公司及后端 CRO/CDMO 公司。

(2) 民营专科医疗服务：国家继续鼓励社会资本办医，民营专科医院受政策压制小，建议重点关注口腔医疗、眼科等专科医疗服务龙头公司。

(3) 第三方医学检验实验室：独立医学实验室检测项目多，技术能力强，较医院自有检验科室优势优势明显。预计，随着检验需求及 ICL 渗透率的不断提升，国内 ICL 行业规模将继续保持稳健增长。建议关注 ICL 龙头公司。

5 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。