

医药行业专题

医疗服务板块研究框架

西南证券研究发展中心
2023年6月

分析师：杜向阳
执业证号：S1250520030002
电话：021-68416017
邮箱：duxu@swsc.com.cn

摘要

- **医疗服务长期存在供需缺口，政策鼓励社会办医。**从需求端看，我国老龄化趋势加剧，2021年我国65岁及以上人口共2亿人，占总人口比重达14.2%，已迈入深度老龄化社会，疾病患病率随年龄增长逐步提高，未来医疗需求将持续扩大；从供给端看，我国医疗机构和医生供给存在缺口，此外，2021年三级医院仅占全国医院总数的9%，就诊人数高达22.3亿人次，占全国医院总就诊人数的57.5%，医疗资源分布不均，政策鼓励民营医疗机构发展驱动力将长期存在。
- **医保收入占比判断业绩弹性，布局区域以及科研平台决定长期发展。**从医保占比角度看，医保收入占比高的公司，多为基础医疗属性的综合性医院，DRG推行将从收入端对医保内疾病诊疗设限，而通过分析美国数据及试点医院数据，我们认为DRG下可提供优质医疗的综合性医院将脱颖而出，通过优化手术术式、提高医疗服务技术等实现床位周转率提升，实现降本增效；医保收入占比低的公司，多为消费医疗属性强的连锁专科医院，受医保控费趋势影响小，与可支配收入及未来收入预期有关，业绩弹性大；从供需角度看，人口密集且人口流入区、公立医疗资源不足的地区，竞争格局好，利于民营医疗机构发展；医疗服务机构核心在于医生，医疗人才是医疗服务机构核心生产力，与高校合作打造科研平台，建设自己的人才梯队为行业发展驱动力。
- **连锁专科医院关注扩张计划及业务结构，综合性医院关注旗舰医院盈利能力。**医疗服务板块按医保支付占比可分为消费性赛道（小于30%）和基础治疗赛道（大于30%），按扩张方式分可分为连锁专科医院和综合医院，连锁专业医院收入规模根据诊疗人次*平均客单价测算，由于其业务聚焦于细分赛道，不同赛道业务差异大，分析时需根据赛道特性进行分析；综合医院收入规模根据床位数*单床产出*床位使用率/患者数*客单价*床位周转率测算，综合性医院诊疗项目较综合，以综合性医院为主的标的具备更多分析共性，由于综合医院建设投入成本高，盈亏平衡周期长，所以扩张难度大于连锁专科医院，所以在分析过程中，一般考虑旗舰医院盈利能力以及公司现有医院规模。

摘要

➤ 连锁专科医疗服务赛道：关注诊疗量/手术量、客单价

- ✓ **体检**：2021年中国健康体检人次达5.5亿人次，同比增长27.9%，2014-2021年年均复合增长率5.7%，非公体检带头的市场下沉趋势明显。关注扩张节奏及平均客单价。
- ✓ **辅助生殖**：辅助生殖市场需求三大驱动因素：快速增长的不孕患者、渗透率和人均费用，沙利文预测2020-2025年辅助生殖市场规模将以每年14.5%的复合增速增长至854.3亿元。关注牌照、人才供给、技术。
- ✓ **中医诊疗**：中医医院总收入2005-2021年CAGR为16.3%，市场持续扩容，其中民营中医医疗服务机构数量快速增长，占比提升至49.3%，更具增长潜力。关注中医医师资源及中药饮片价格政策。
- ✓ **口腔**：我国民营口腔医疗市场规模由2016年的515亿元，增长至2021年的1045亿元，CAGR达15.2%，市场集中度低，人工依赖度高。关注牙医人才供给及高客单项目放量进展。
- ✓ **眼科**：根据沙利文预测，预计2024年中国眼科医疗服务市场规模达到2563.1亿元，2020-2024年年复合增长率为22.8%，中国眼科医疗市场持续扩容确定性高。关注各眼科上市公司业务结构及业务布局。

➤ 综合性医院：关注旗舰医院盈利能力及现有医院规模

- ✓ **脑科**：神经外科（脑科）治疗的疾病主要划分为中枢神经系统肿瘤、功能神经外科疾病、脑血管病及颅脑损伤等。
- ✓ **肿瘤治疗**：肿瘤的治疗方式主要包括手术、放疗、介入行放疗、化疗、靶向疗法及免疫疗法。
- ✓ **康复**：以消除和减轻人的功能障碍，弥补和重建人的功能缺失等。
- ✓ **综合医院**：包含内科、外科等各科室。

□ **投资建议**：目前已覆盖标的中建议关注爱尔眼科、华夏眼科、通策医疗等。

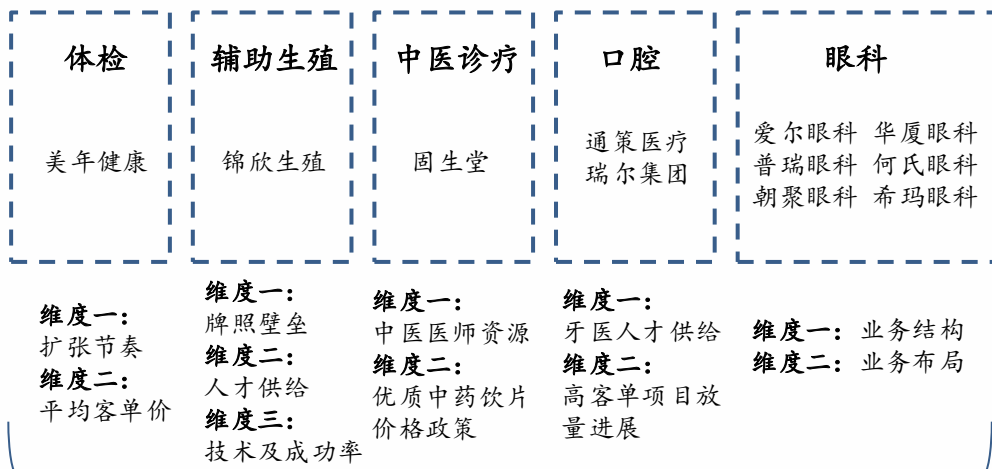
□ **风险提示**：政策风险；医疗事故风险；市场竞争格局恶化风险；扩张不及预期风险等。

医疗服务板块思维导图

医保支付占比逐步提升

非住院类：收入

$$= \text{就诊人次} \times \text{客单价}$$



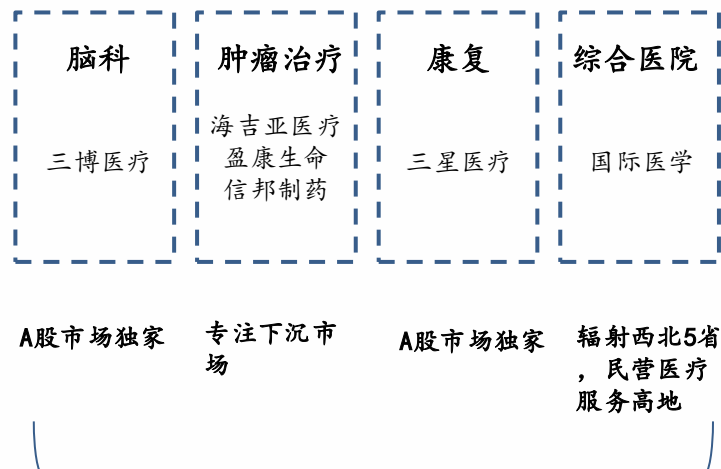
总维度一：业务结构决定客单价

总维度二：扩张结构决定治疗量/手术量

住院类：收入

$$= \text{床位数} \times \text{单床产出} \times \text{床位使用率}$$

$$= \text{患者数} \times \text{客单价} \times \text{床位周转率}$$



总维度一：旗舰医院净利率水平

总维度二：已扩张范围、已布局医院规模

◆ 关注医生人才梯队搭建（供给端产能）

◆ 关注布局区域人口规模（需求端主体）

（底层逻辑：补充医疗资源供需缺口，与公立医疗形成差异化服务）

目 录

1 医疗服务存在供需缺口

2 医疗服务行业特性

3 连锁专科医疗机构研究方法

4 综合医院研究方法

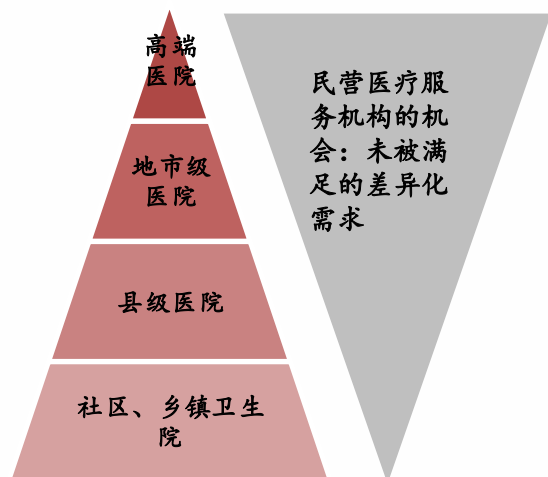
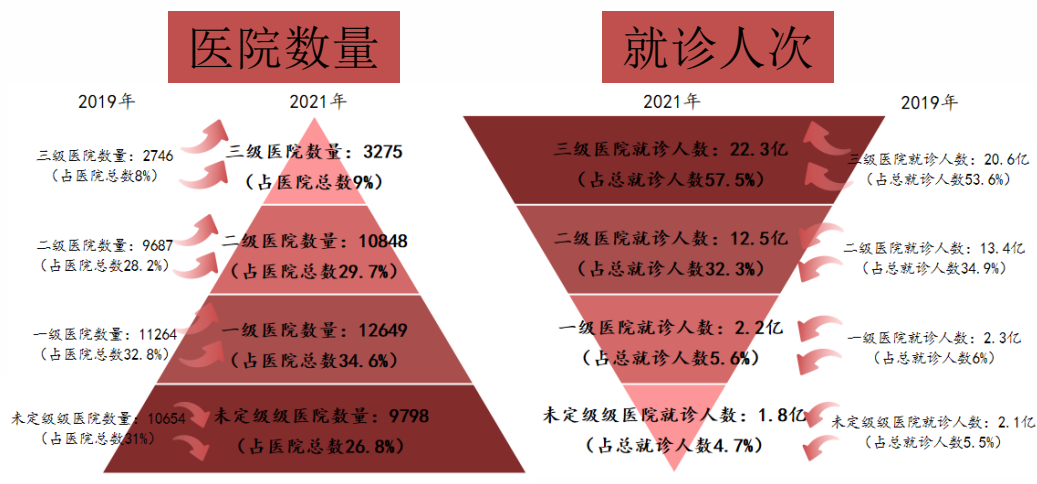
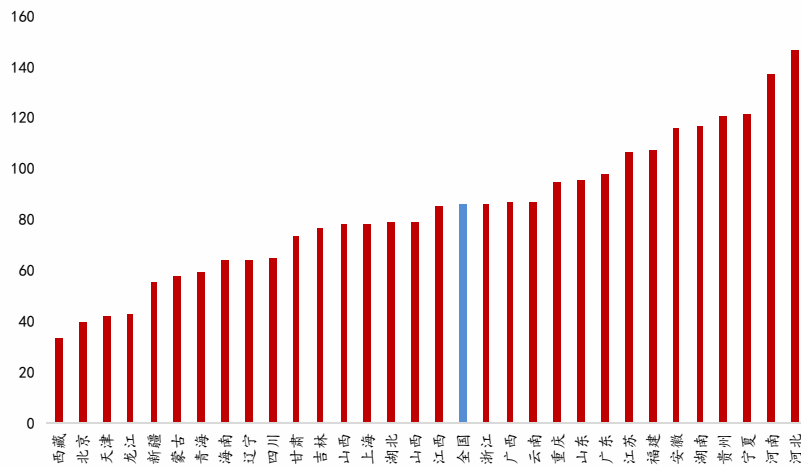
5 相关标的

6 风险提示

1.1 医疗服务供需失衡，政策鼓励社会办医

- 医疗服务人员与整体医疗行业发展的不匹配,服务缺口大**：改革开放（1979年）至2021年以来，我国卫生费用复合增速达到16.5%，占GDP比重持续提升至6.7%，但与此同时执业医师数量增速较低，复合增速仅为4.2%。
- 医疗服务的结构性失衡明显，仍在加剧**：2021年三级医院仅占全国医院总数的**9%**，就诊人数高达22.3亿人次，占全国医院总就诊人数的**57.5%**，相较2019年上升**3.9pp**。三甲医院负荷的现状导致就诊等待时间长和服务体验差等问题。同时还存在大量未被满足的差异化需求。
- 地域分布不均**：部分经济发展程度相对较低，但人口密集中的省份在医疗资源配置方面有较大需求。

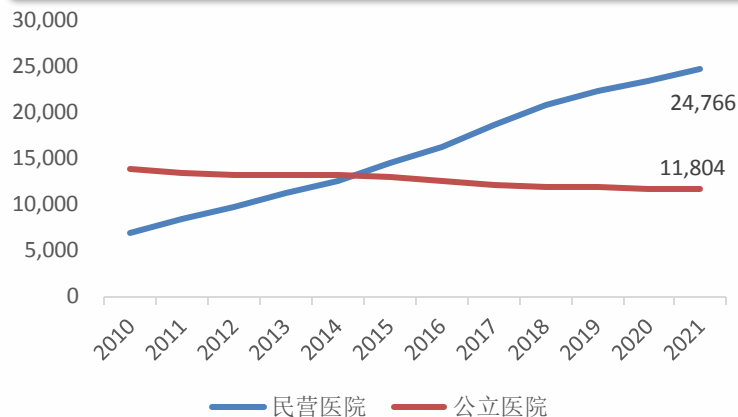
2021年中国各省平均三甲医院覆盖人数不均（万人/家）



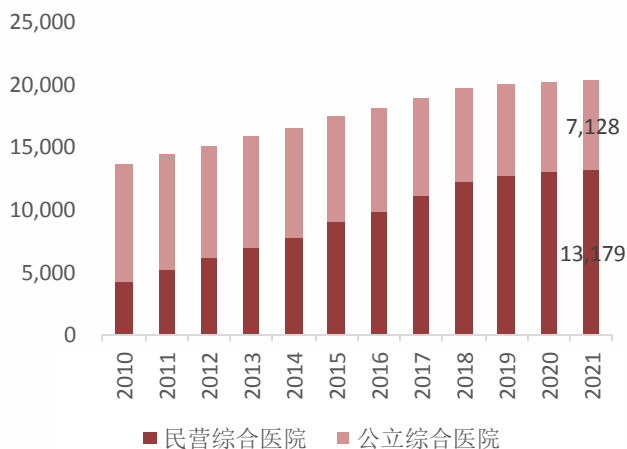
1.1 医疗服务供需失衡，政策鼓励社会办医

- 供需的结构性失衡给民营医院带来了庞大的潜在市场，社会办医的政策导向降低了进入门槛，2021年我国共有约3.7万所医院，民营占比66.8%；民营综合医院约1.3万家，民营占比65%，民营专科医院7844家，民营占比为81%。
- 民营医院朝着高质量发展，办医实力显著增强。民营二级以上医院占比逐年提升，2021年三级医院中民营医院占比提升至14.8%，二级医院中民营医院占比提升至47.3%。

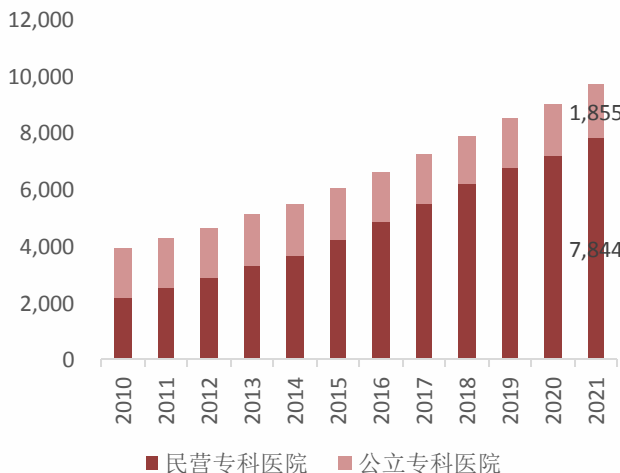
民营医院快速发展（家）



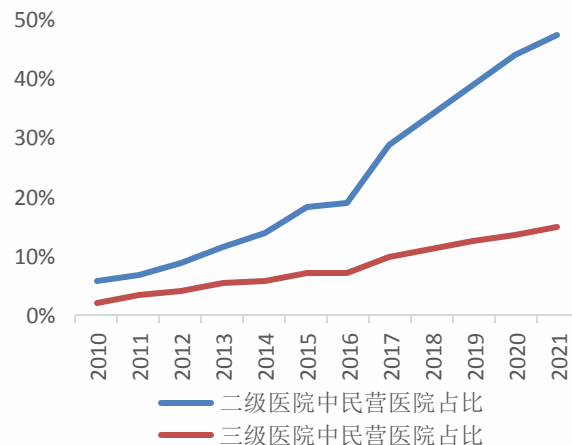
民营综合医院快速发展（家）



民营专科医院快速发展（家）



二三级医院民营医院占比



1.1 医疗服务供需失衡，政策鼓励社会办医

我国针对民营医疗服务的鼓励政策

时间	政策	部门	要点
2009年4月	《中共中央国务院关于深化医药卫生体制改革的意见》	国务院	鼓励和引导社会资本发展医疗卫生事业。积极促进非公立医疗卫生机构发展，形成投资主体多元化、投资方式多样化的办医体制。
2010年5月	《国务院关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》	国务院	支持民间资本兴办各类医院、社区卫生服务机构、疗养院、门诊部、诊所、卫生所（室）等医疗机构，参与公立医院改制重组。支持民营医疗机构承担公共卫生服务、基本医疗服务和医疗保险定点服务。
2010年10月	《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构意见的通知》	发改委等	坚持公立医疗机构为主导、非公立医疗机构共同发展，加快形成多元化办医格局，是医药卫生体制改革的基本原则和方向。完善和落实优惠政策，消除阻碍非公立医疗机构发展的政策障碍，确保非公立医疗机构在准入、执业等方面与公立医疗机构享受同等待遇。非公立医疗机构机构税收和价格政策与公立医疗机构同价，明确了将符合条件的非公立医疗机构纳入医保定点范围。
2013年10月	《国务院关于促进健康服务业发展的若干意见》	国务院	建立公开、透明、平等、规范的健康服务业准入制度，凡是法律法规没有明令禁入的领域，都要向社会资本开放，并不断扩大开放领域；简化对康复医院、老年病医院、儿童医院、护理院等紧缺型医疗机构的立项、开办、执业资格、医保定点等审批手续。研究取消不合理的前置审批事项。放宽对营利性医院的数量、规模、布局以及大型医用设备配置的限制。
2013年12月	《关于加快发展社会办医的若干意见》	卫计委	优先支持社会举办非营利性医疗机构，加快形成以非营利性医疗机构为主体、营利性医疗机构为补充的社会办医体系。持续提高社会办医的管理和质量水平，引导非公立医疗机构向规模化、多层次方向发展，实现公立和非公立医疗机构分工协作、共同发展。
2015年5月	《国务院办公厅印发关于促进社会办医加快发展若干政策措施的通知》	国务院	进一步放宽准入，减少运行审批限制，落实医疗机构税收政策。细化社会办医的具体实施方案。
2015年5月	《国务院办公厅关于全面推开县级公立医院综合改革的实施意见》	国务院	落实支持和引导社会资本办医政策。完善社会办医在土地、投融资、财税、价格、产业政策等方面的鼓励政策，优先支持举办非营利性医疗机构，支持社会资本投向资源稀缺及满足多元需求服务领域。放宽社会资本办医准入范围，清理取消不合理的规定，加快落实在市场准入、社会保险定点、重点专科建设、职称评定、学术地位、医院评审、技术准入等方面对非公立医疗机构和公立医疗机构实行同等对待政策。支持社会资本举办的医疗机构提升服务能力。非公立医疗机构医疗服务价格实行市场调节价。
2015年3月	《国务院办公厅关于印发全国医疗卫生服务体系规划纲要（2015—2020年）的通知》	国务院	到2020年，按照每千常住人口不低于1.5张床位为社会办医院预留规划空间，同步预留诊疗科目设置和大型医用设备配置空间。优先支持举办非营利性医疗机构。引导社会办医院向高水平、规模化方向发展，发展专业性医院管理集团。
2016年8月	《医疗机构设置规划指导原则（2016-2020年）》	国务院	鼓励社会办医。在符合规划总量和结构的前提下，取消对社会办医医疗机构数量和地点的限制。
2017年5月	《国务院办公厅关于支持社会力量提供多层次多样化医疗服务的意见》	国务院办公厅	支持社会力量深入专科医疗等细分服务领域，简化优化审批服务，社会办医机构在医保协议签订程序、时限、标准等方面与公立医疗机构同等对待。
2019年6月	《关于促进社会办医持续健康规范发展的意见》	卫健委	加大政府支持社会办医力度，严格控制公立医院数量和规模，为社会办医留足发展空间，支持向社会办基层医疗机构购买服务；公立医疗机构与社会办医分工合作。
2019年6月	《深化医药卫生体制改革2019年重点工作任务》	国务院	制定促进社会办医持续健康规范发展的政策文件。持续深化卫生健康领域“放管服”改革，优化审批服务，清歧视性政策，对社会办医医疗机构一视同仁对待并给与扶持。鼓励支持社会力量开办诊所，加大政府购买服务力度。
2020年11月	《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标的建议》	中央委员会	明确提出支持社会办医
2022年1月	《医疗机构设置规划指导原则（2021-2025年）》	卫健委	政府对社会办医区域总量和空间不作规划限制，鼓励社会力量在康复、护理等短缺专科领域举办非营利性医疗机构，鼓励社会力量举办的医疗机构牵头成立或加入医疗联合体。鼓励社会办医。
2022年5月	《深化医药卫生体制改革2022年重点工作任务》	国务院	支持社会办医持续健康规范发展，支持社会办医疗机构牵头组建或参加医疗联合体。

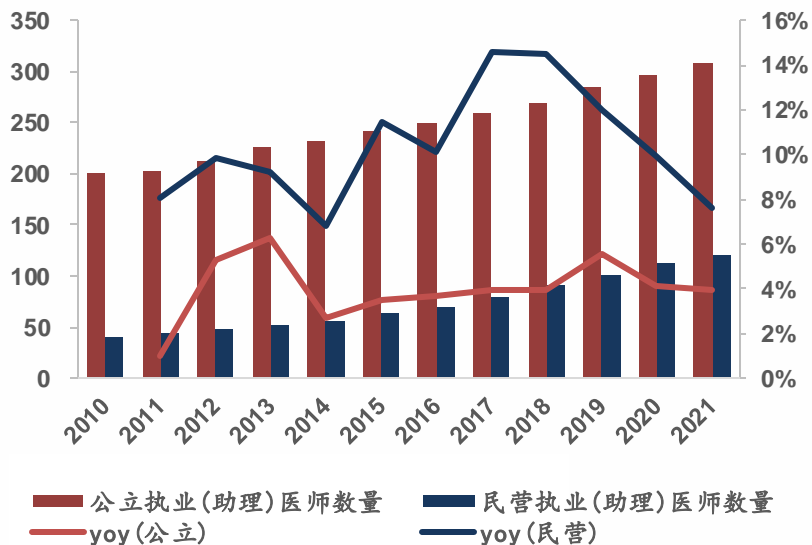
WWW.SWSC.COM.CN

资料来源：国务院、医保局、卫健委、发改委、国务院办公厅、中央委员会，西南证券整理

1.2 供给端：医生存在供需缺口，民营机构提供培训增加产出

- **我国医生数量持续增长，民营医院医生增速更快。**2021年我国执业（助理）医师总人数达到428.8万人，与2020年相比增长4.9%，维持稳定增长。其中公立医院执业（助理）医师人数达308.3万人，较上年增长3.9%；民营医院执业（助理）医师人数从2011年的44.1万人增长至2021年的120.5万人，同比增长7.6%，与公立医院相比民营医院医生数量增速明显更快。
- **国家持续出台相关政策，强化临床医学教育。**为顺应国家教育结构调整和医疗行业技术的发展，近年国家出台较多相关政策鼓励高校开展医学教育创新发展，培养能力更强更全面的高水平医学人才，使国家医疗服务水平迈向新的更高台阶。

2010-2021年公立和民营医院医师数量(万人)



近年我国部分促进高校增加医学教育培养力度政策

政策	发布时间	内容
《关于开展国家中医临床教学培训示范中心建设工作的通知》	2022/4/7	建设一批示范中心，发挥示范中心在中医学类专业本科生临床实践教学、研究生培养、住院医师规范化培训及临床带教师资培训等方面的示范辐射作用，带动提升我国中医临床实践教学基地教育培训水平，加快培养高素质中医学人才。
《关于加快医学教育创新发展的指导意见》	2020/9/17	提升医学专业学历教育层次、着力加强医学学科建设、加快高层次复合型医学人才培养、培养仁心仁术的医学人才、夯实高校附属医院医学人才培养主阵地、健全住院医师规范化培训制度等。
《关于深化医教协同进一步推进医学教育改革与发展的意见》	2017/7/3	深化院校医学教育改革；建立完善毕业后医学教育制度；加强以全科医生为重点的基层医疗卫生人才培养；建立医学教育宏观管理协调机制；深化综合性大学医学教育管理体制改革等

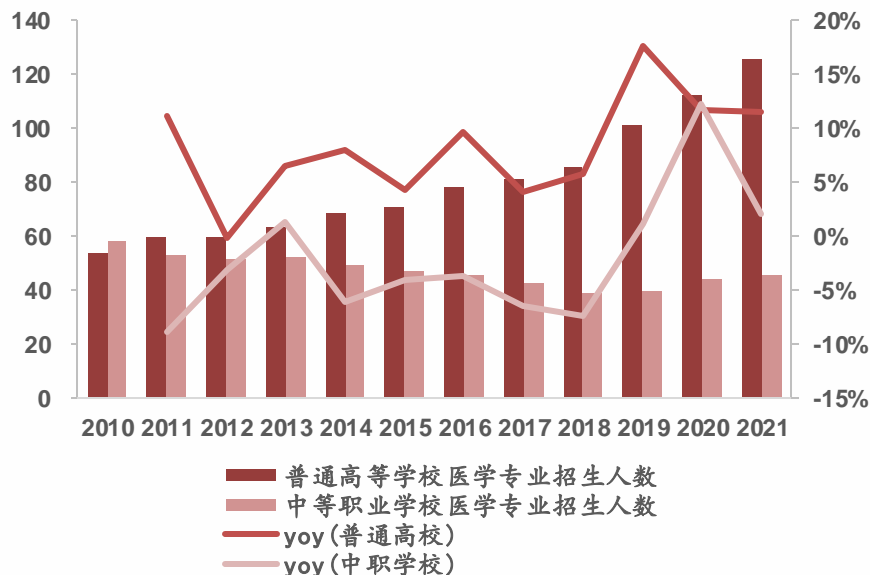
1.2 供给端：医生存在供需缺口，民营机构提供培训增加产出

- 医生培养周期长，资源稀缺。** 中国医生培养模式分为两种类型：1) 完成5年医学院本科之后，完成3年住院医师规范化培训，打下扎实的临床工作基础或3年临床医学硕士专业学位研究生教育，此为5+3模式，也是我国医生构成的主体；2) 3年临床医学专科教育+2年助理全科医生培训，此为3+2模式，定位补充临床医学人才，此外，在第一类人才培养结束后，还再依据各专科培训标准与要求进行2-4年的专科医师规范化培训，培养一名医生的时间预计在10-12年，培育周期长，短期内医疗供给端保持稳定，医生资源依旧稀缺。
- 部分民营机构自建医学院，培养医生弥补供需缺口。** 部分民营医疗机构如爱尔眼科、通策医疗、何氏眼科等通过与高校合作或者自建医学院，培养更多医生/医技人才，弥补供需缺口。

两家公司研究平台搭建及医学院建设情况

	医学院/合作医学院-提供优质人才储备
何氏眼科	辽宁何氏医学院为经辽宁省教育厅、辽宁省民政厅批准设立的民办非企业单位，面向全国24省（市、自治区）招生，开设20余个本专科专业，涵盖医学等七大学科门类；2020年招生2,200余人，现有全日制本专科生10,000余人，教职员工500余人。
华夏眼科	厦门眼科中心于2006年与厦门大学建立合作关系，成为厦门大学的非隶属附属医院，2021年厦门大学与厦门眼科中心约定厦门眼科中心作为厦门大学的非直属附属医院，承担厦门大学医科人才培养、科学研究、社会服务等相关任务，并同意厦门眼科中心使用“厦门大学附属厦门眼科中心”的名称。此外，淮南华夏与安徽理工大学、兰州华夏与甘肃中医药大学亦分别签署了合作协议成为上述相关高校的非隶属附属医院。

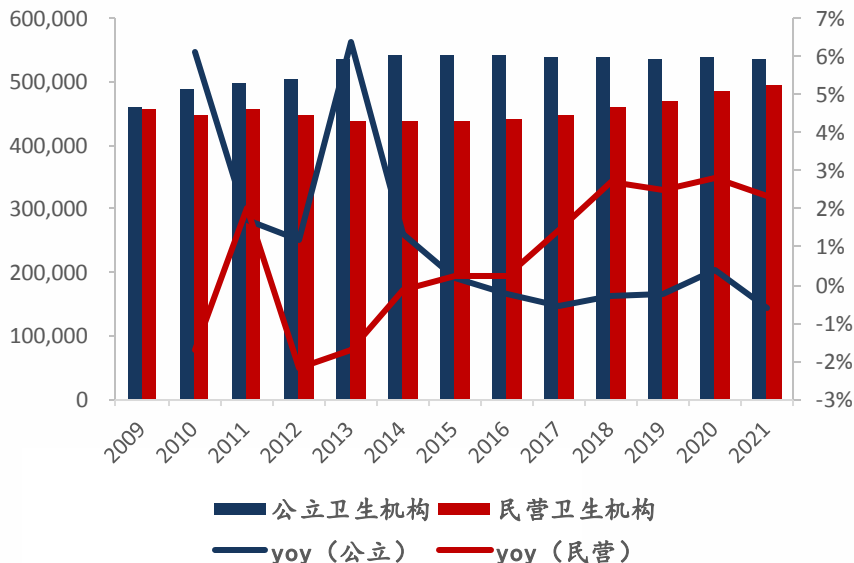
2010-2021年高校和中职医学专业招生人数(万人)



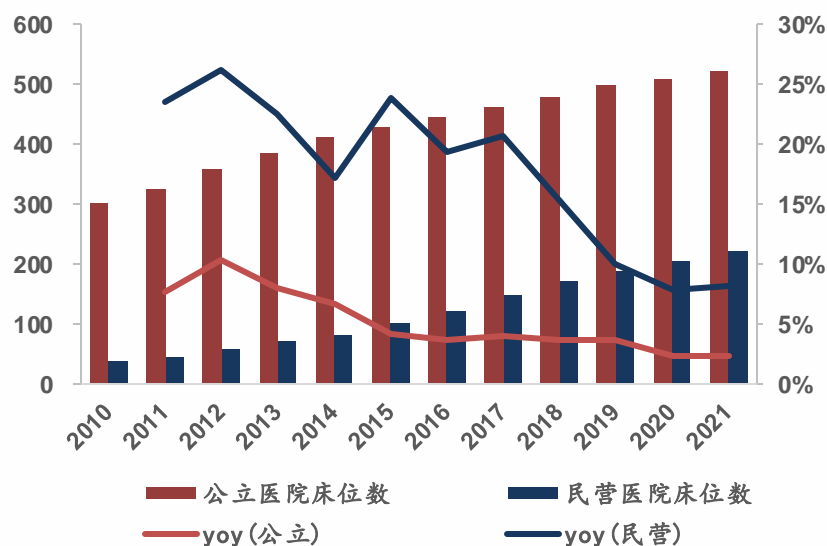
1.3 供给端：民营机构/床位快速增长，市场规模不断扩大

- 在政策利好下，我国民营卫生机构数量、床位数快速增长。民营机构数量由2009年的45.6万个增加至2021年的49.5万个，公立卫生医疗机构数量经历了2010-2014年左右的快速增长期，在医保控费逐渐收紧后，近年数量保持平稳。床位方面，公立医院床位数从2010年的301.4万张增长至2021年的520.8万张，CAGR达5.1%，民营医院床位数从2010年的37.4万张，增长至2021年的220.7万张，CAGR达17.5%，虽然公立机构床位数远高于民营机构，但是民营机构床位数增速快，一直处于快速增长态势。

2009-2021年公立及非公立医疗机构数量



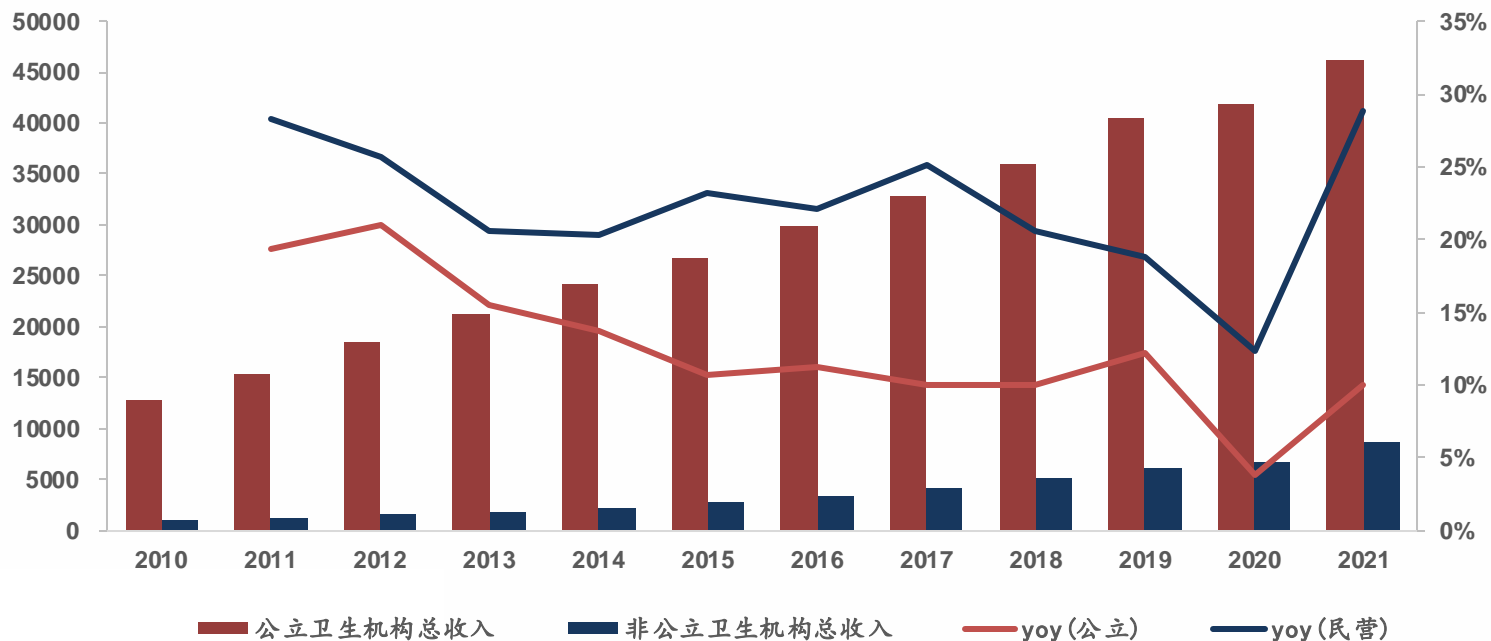
2010-2021年公立和民营医院床位数(万张)



1.3 供给端：民营机构/床位快速增长，市场规模不断扩大

- **我国医疗服务市场规模逐渐扩大。**随着我国人口数量不断攀升，医疗资源的需求和使用人群逐渐扩大，我国卫生机构年总收入总体呈上升趋势。2021年我国卫生机构实现年总收入54824亿元，与2020年相比增长12.6%。其中2021年公立卫生机构年总收入为46113.5亿元，较上年增长10%；非公立卫生机构年总收入为8710.5亿元，较上年增长28.9%。随着我国居民对医疗服务需求逐渐增加，医疗机构年总收入有望进一步增加。

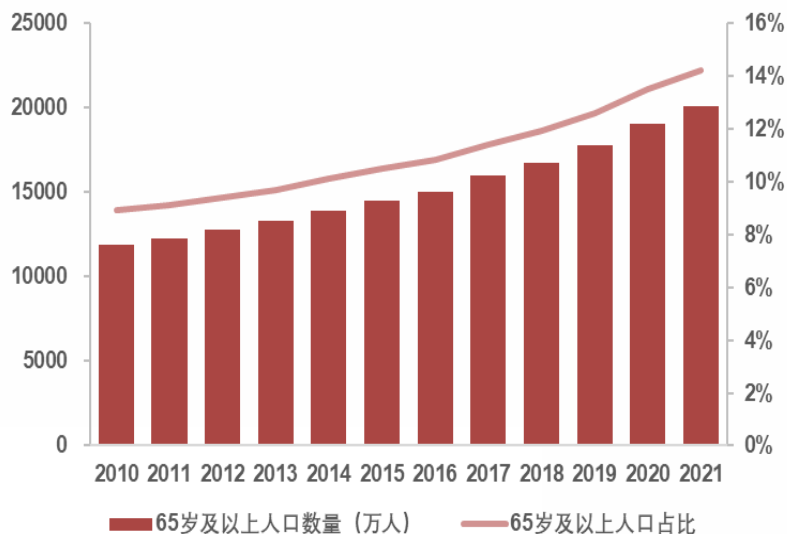
2010-2021年公立和民营卫生机构年总收入(亿元)



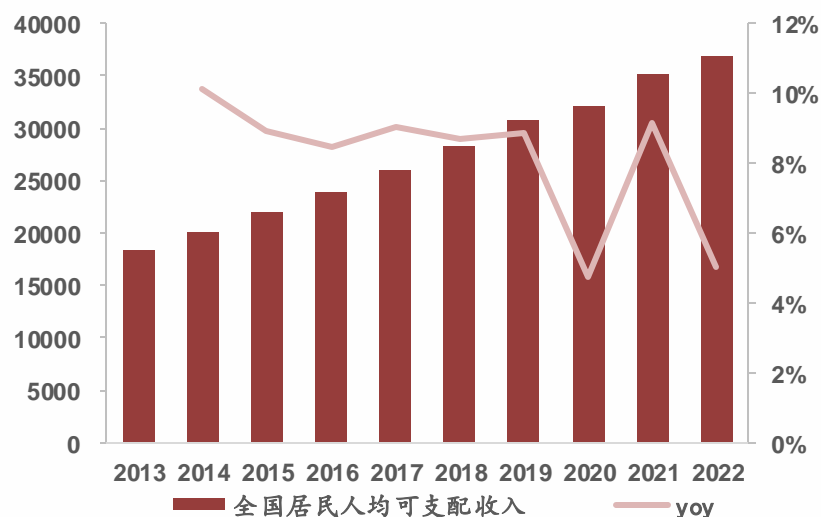
1.4 需求端：老龄化叠加消费升级推动医疗服务行业扩容

- **老龄化程度加剧，就医需求有望持续提高。**2021年我国65岁及以上人口共2亿人，占总人口比重达14.2%，已迈入深度老龄化社会，部分疾病为老年性疾病，随着年龄增长发病率提升。随着老年人口持续增加，预计未来就医需求将进一步提高。
- **人均可支配收入提高推动消费升级。**2021年全国居民人均可支配收入达3.5万元，与2020年相比增加9.1%，2014-2021年复合增长率为8.5%。过去我国居民可支配收入相对较低，对于医疗服务需求往往停留在治疗疾病层面，随着可支配收入增加，医疗需求范围逐渐拓宽至如医美、康复等治疗以外的相关领域，实现医疗消费项目升级。

2010-2021年中国65岁及以上人口和占比



2013-2022年全国居民人均可支配收入 (元)



目 录

1 医疗服务存在供需缺口

2 医疗服务行业特性

3 连锁专科医疗机构研究方法

4 综合医院研究方法

5 相关标的

6 风险提示

2.1 行业特性一：医保支付占比影响业绩弹性，就诊方式决定收入构成

- **医保支付占比高看利润率提升，医保支付占比低看规模扩张及收入弹性。**由公司收入中医保支付占比不同，我们以医保支付占比30%为界限将行业内公司分类两类。医保支付占比小于30%的公司，受近年医保控费风险、Drgs政策实施风险影响较小，且具备一定消费属性，业绩弹性大，经营规模不断扩张可以持续带来收入增量，同时产生规模效应提升利润率；医保支付大于30%的公司受医保政策影响大；此外，医保支付占比高的公司收入与医保局每年下放给公司的额度相关性高，收入端业绩弹性小，利润端能否提升对该类型公司至关重要，重点关注公司的单体经营能力。
- **按病种是否需要住院我们可以把行业内机构分为住院类和非住院类。**非住院类机构收入构成为就诊人次*单价，侧重连锁扩张能力；住院类机构收入构成为床位数*单床产出*床位使用率或患者数*客单价*床位周转率，侧重单店利润情况。

机构类型

医保支付比例	医保支付<30%					医保支付>30%			
类型	非住院类					住院类			
行业	辅助生殖	体检	口腔	眼科	中医	康复	肿瘤	脑科	综合医院
代表公司	锦欣生殖	美年健康	通策医疗	爱尔眼科	固生堂	三星医疗	海吉亚医疗	三博医疗	国际医学
模式	专科	专科	专科	专科	专科	专科+综合	专科+综合	专科+综合	综合

2.2 行业特性二：DRG可推动医疗机构降本增效，优质综合医院可脱颖而出

- DRG：中重度老龄化国家主要支付方式。** DRG实质上是一种病例组合分类方案，即根据年龄、疾病诊断、合并症、并发症、治疗方式、病症严重程度及转归和资源消耗等因素，将患者分入若干诊断组进行管理的体系。许多重度老龄化国家面临医保支出过多的问题，在支付体系上美日韩均采用DRG付费方式。中国于2017年推出DRG，国家医保局选择部分地区开展；2018年为探索建立DRGs体系，国家医保局选取30个城市进行试点工作，并分别于2019年/2020年/2021年完成从“顶层设计”到“实际运行”的工作部署。

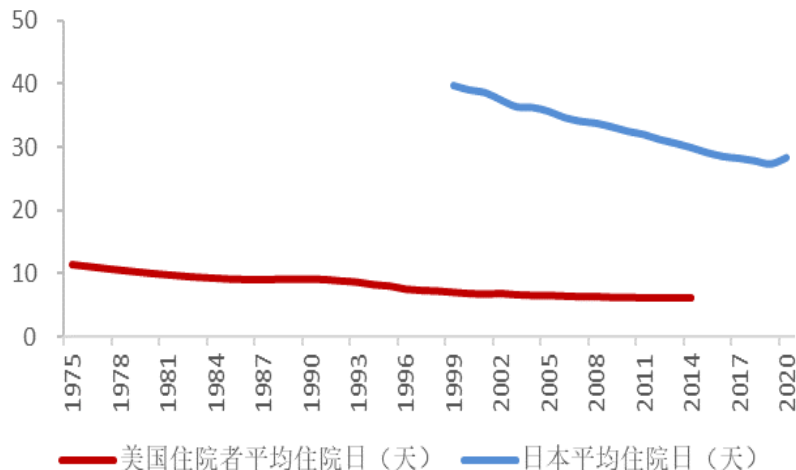
DRG/DIP支付方式进展

	DRG 支付方式	DIP支付方式
2018年	国家医保局为制定适合我国医疗服务体系和医保管理能力的DRGs标准，发布《关于申报按疾病诊断相关分组付费国家试点的通知》	
2019年	推进支付方式改革，全国97.5%的统筹区实行了医保付费总额控制，86.3%的统筹区开展了按病种付费。30个城市纳入了国家CHS-DRG付费试点范围。60%以上的统筹区开展对长期、慢性病住院医疗服务按床日付费，并探索对基层医疗服务按人头付费与慢性病管理相结合。	
2020年	持续推进支付方式改革，在30个城市开展DRG付费国家试点工作，30个试点城市全部通过模拟运行前的评估考核，进入模拟运行阶段	中期确定了71个城市开展区域点数法总额预算和DIP付费试点工作。
2021年	全国30个按疾病诊断相关分组(DRG)付费国家试点城市全部进入实际付费阶段。	71个区域点数法总额预算和按病种分值(DIP)付费试点城市全部进入实际付费阶段。
2022年	正式启动DRG/DIP支付方式改革三年行动计划，从2022到2024年，全面完成DRG/DIP支付方式改革任务，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。	

2.2 行业特性二：DRG可推动医疗机构降本增效，优质综合医院可脱颖而出

- **DRG推行可促使医院降本增效。**通过分析美、日数据，我们发现两国平均住院天数均下降，日本实行前住院天数为39.8天，到实行后的第五年住院天数为33.8天，到2020年为28.3天；而美国则从1975年的11.4天，下降至2014年的6.1天。下降的平均住院天数精简医疗资源，提升床位周转率，使医院实现降本增效。
- **DRG推行可节约医保资金。**通过分析我国浙江省DRG试点医院数据，我们发现DRG推行后，住院均次费用有所下降，利于避免过度医疗带来的医保基金浪费。
- **消费属性强的医疗服务赛道受DRG影响小，基础治疗属性强的赛道中提供优质医疗技术服务标的可脱颖而出。**我们认为DRG推进对于医保收入占比高、基础治疗属性强、住院类业务占比高的医疗服务赛道有影响，对于消费属性强的医疗服务赛道影响较小。对于医保支付的治疗项目，DRG虽从收入端设限，但可倒逼医疗服务机构从手术术式、医疗技术等方面进行改进，缩短病人住院时间，提高床位周转率以及使用率，达到降本增效的目的，在此大环境下，医疗服务机构中具备技术，掌握高端术式的标的可脱颖而出。

1975-2020年日美平均住院天数变化



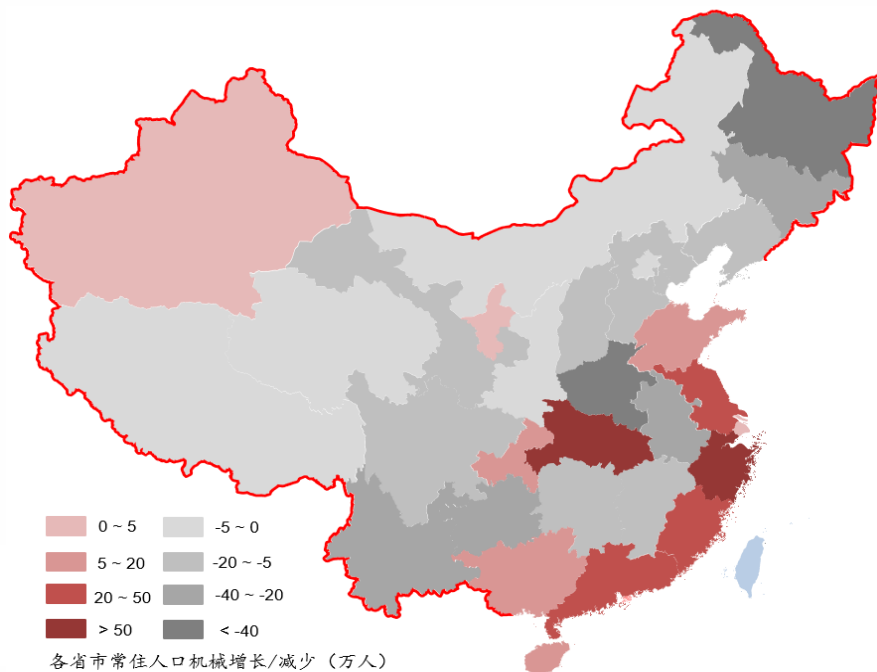
2020-2021年1-9月浙江省各类医疗机构住院均次费用同比变化情况

地级市	所有医疗机构		
	2021年1-9月 (元)	2020年1-9月 (元)	2021年同比 (%)
杭州	14,788	15,504	-4.61
宁波	10,768	11,527	-6.58
温州	13,468	13,876	-2.94
湖州	9,232	9,487	-2.69
嘉兴	10,040	11,312	-11.24
绍兴	8,968	9,790	-8.40
金华	9,235	9,767	-5.45
衢州	8,339	9,081	-8.17
舟山	10,523	10,306	2.11
台州	9,733	9,876	-1.44
丽水	10,370	11,011	-5.82

2.3 行业特性三：人口数量为医疗服务根基，公立医疗资源决定竞争难易

- **东南沿海人口净流入，人口稠密潜在需求大。**根据统计局数据显示，人口净流入省市主要分布在我国东部沿海地带，而东北及中西部地区多个省市处于人口流失状态。此外，我国人口分布呈现“东密西疏”的特点，东部沿海地区人口密度较大，每平方公里多于400人；中部地区每平方公里近200人；而部分区域如长三角、珠三角、京津石、成渝以及东南沿海部分区域人口密度高于1000人/平方米。人口净流入地区、人口稠密区潜在医疗需求大。
- **中西部及东北部地区缺乏龙头公立眼科医院，民营眼科有机会取得更好成绩。**我国医疗资源地域间分布不均，东部地区省市、一线城市医疗资源丰富，三甲医院数量多密度高，在公立医疗资源相对缺乏的地区竞争格局相对较好。

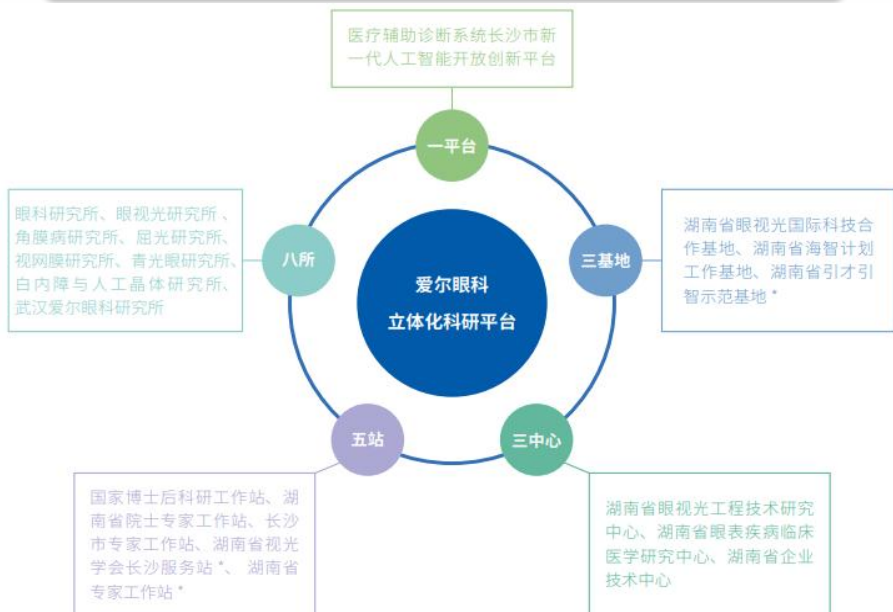
2021年各省市常住人口机械增长/减少分布图



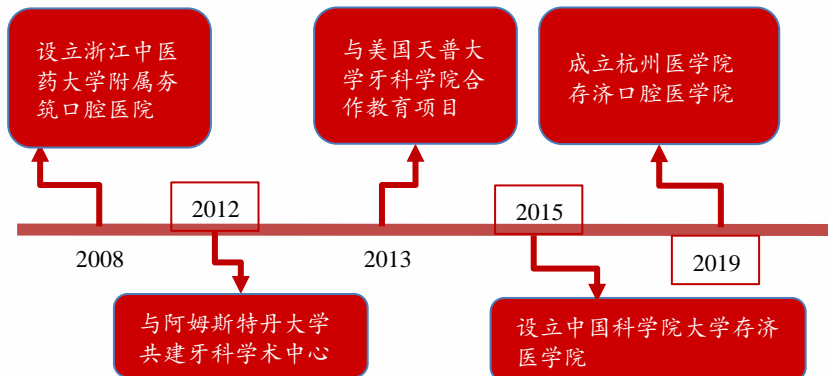
2.4 行业特性四：产学研布局利于打造品牌培育医生，引流与扩大供给兼具

- 学术平台建设及产学研合作布局助力品牌打造及高学历人才储备。** 品牌认知度在民营机构进行扩张时有重要地位，医疗机构往往建立研究平台，一方面提升自身服务质量，研判新的技术和治疗手段，一方面打造公司自身专业品牌。此外如果能与高校进行合作，在借助高校声望塑造品牌的同时还将在获得医师资源方面更具优势，而优质且充足的医师资源将进一步提高企业品牌知名度。爱尔眼科2011年来，构建了“八所”（爱尔眼科研究所、爱尔眼视光研究所等8家机构）、二站、二基地、三中心，联合共建“爱尔眼科-中科院计算所数字眼科联合实验室”等创新平台，并与中南大学、武汉大学等进行产学研合作，持续完善医生培养体系，2022年，爱尔眼科集团层面持续打造立体化科研平台，已形成临床、教学、科研一体化格局，相比上一年度新增“一学组”“一基地”和“二站”。通策医疗总院由于历史原因再省内拥有良好的口碑基础，之后通过优质的服务以及与知名高校合作培养口腔人才而进一步提升在患者心中的品牌认知度。

公司产学研合作布局



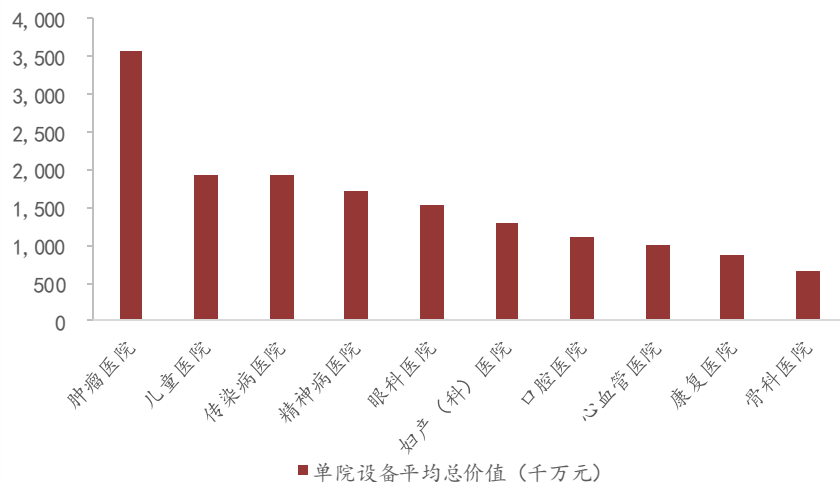
高校学术合作时间表



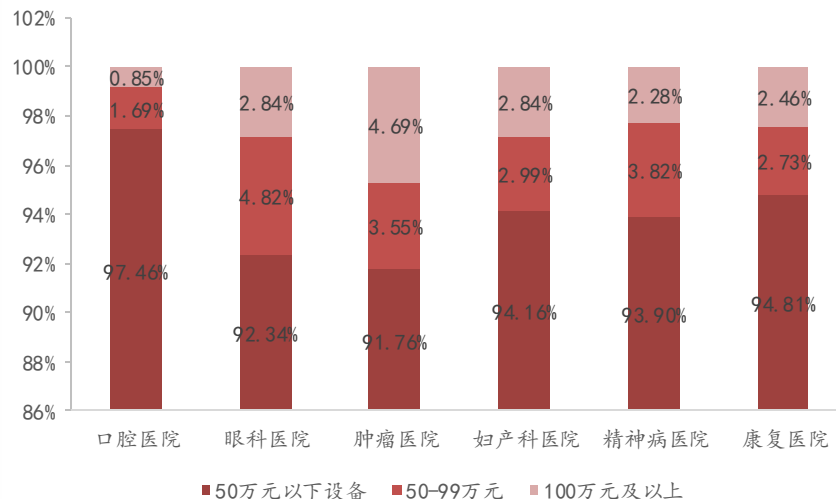
2.5 行业特性五：持续扩张保证收入规模，平衡利润率为经营关键

- 扩张方式：**连锁扩张的专科医院以及综合性医院，均采用自建或收购的方式进行扩张，在自建扩张中，建店成本和主营业务可标准化程度是判断该公司扩张难易程度的要素，建店成本根据医院等级、配置设备、所处地区经济环境以及面积大小不同，对应不同的建店成本，通常来说消费属性高的医疗服务标的，由于其主营业务较少需要患者住院治疗，而不需要太多病床，医院面积小于基础医疗属性强的综合性医院，自建成本低于综合性医院，利于连锁扩张；而对于利于连锁扩张的消费属性高的医疗服务标的来说，主营业务可标准化程度高的则具有更大的扩张优势，通常来讲主营业务的人工依赖度可判断业务的可标准化程度，需要依托设备进行治疗的疾病种类，比如屈光手术、体检等业务可标准化程度高，可快速拓展覆盖范围，而人工依赖度高的赛道如口腔治疗等，连锁扩张有一定难度。
- 平衡利润率为关键：**自建扩张中一般新机构需要时间实现盈亏平衡，建设成本低的机构如口腔诊所、视光中心一般盈亏平衡周期在8个月到2年，而建设成本高的如三级医院，盈亏平衡周期在3-8年不等，公司在进行扩张的过程中，需要承担新扩张机构的利润亏损，从而对整体利润率有一定影响，所以在自建扩张中，需要考虑扩张节奏。爱尔眼科利用并购基金模式，将处于成长期利润亏损的新机构放在并购基金旗下孵化，待到实现正利润时再收购并表进体内，可在扩张过程中，保持上市公司利润率不受影响。

2021年各专科医院万元以上设备平均总价值



2021年各专科医院不同价值设备占总设备数比例



目 录

1 医疗服务存在供需缺口

2 医疗服务行业特性

3 连锁专科医疗机构研究方法

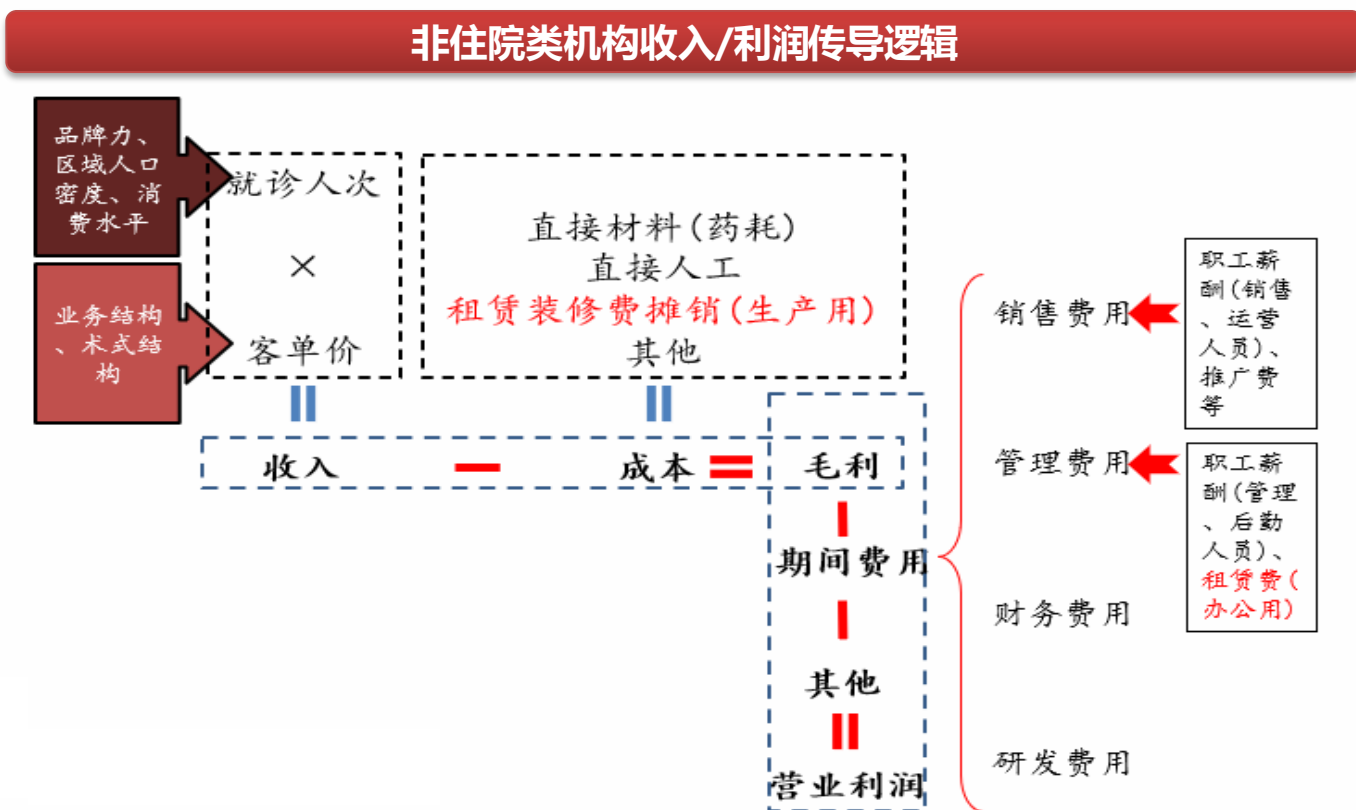
4 综合医院研究方法

5 相关标的

6 风险提示

3.1 连锁专科医院看扩张能力

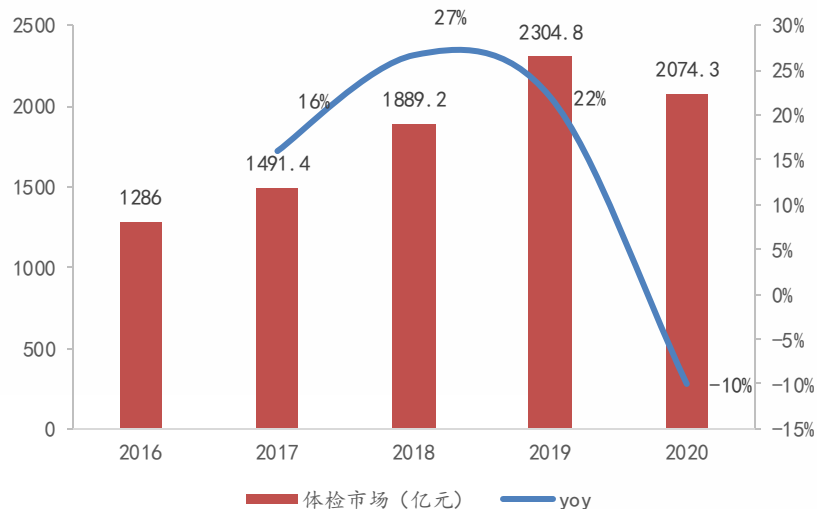
- 收入端：收入=就诊人次*单价
- 利润端：费用率、成本摊销
- 模式：连锁扩张，看门店布局覆盖范围和下沉程度
- 连锁扩张医疗机构行业特性明显：非住院类连锁扩张医疗机构，一般为侧重某一专科（领域），细分赛道特征明显，行业间差异大，需要对各细分赛道单独进行分析，但核心逻辑依旧为客流量和客单价。



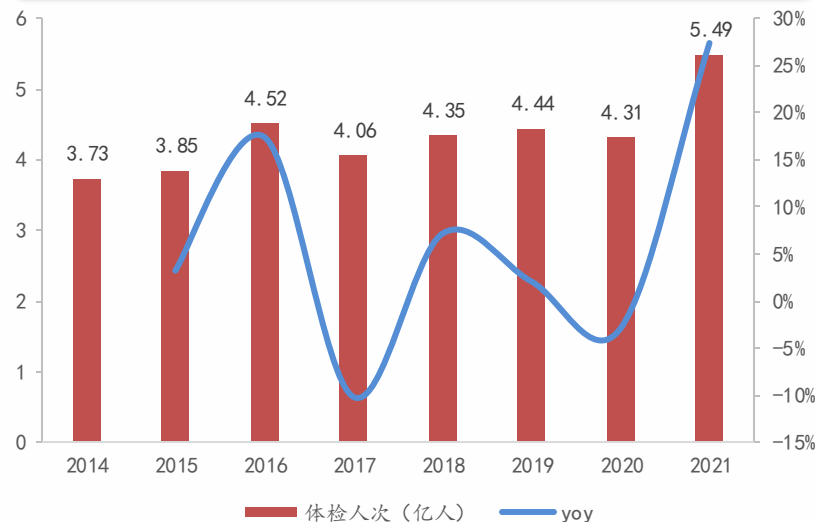
3.2 体检行业潜在市场空间大，民营市场优势凸显

- 居民健康消费升级趋势明显，体检行业未来发展空间巨大。根据头豹研究院数据，2016-2020年我国健康体检市场迅速增长，从2016年的1286亿元增长至2020年的2074.3亿元，CAGR达12.7%。随着我国居民收入水平不断提高，健康保健意识不断增强，健康体检人次增速稳定。根据中国卫生健康统计年鉴数据，2021年中国健康体检人次达5.5亿人次，同比增长27.9%，2014-2021年年均复合增长率5.7%。此外非公体检带头的市场下沉趋势明显，向三四五线城市不断扩张，如美年健康在2017年布局400余家体检中心，覆盖的核心城市为215座；而2022年布局体检中心超过600家，覆盖300余座城市，体检中心在全国快速扩张。随着非公体检各大龙头在未来几年内陆续完成全国性布局，预计体检人次将呈现稳步提升趋势。
- 体检和预防医学赛道空间大，竞争程度相对缓和。在新冠疫情的大背景下公众健康意识提升，在健康管理、体检增值服务等方面需求持续增加，还有很大市场空间。民营体检机构和公立医院不存在绝对竞争关系，有时需要更多合力。民营机构在服务的标准化精细化、数字化智能化水平、创新技术和产品以及检后健康管理服务等环节具有明显的优势和竞争力。

2016-2020年我国健康体检市场规模



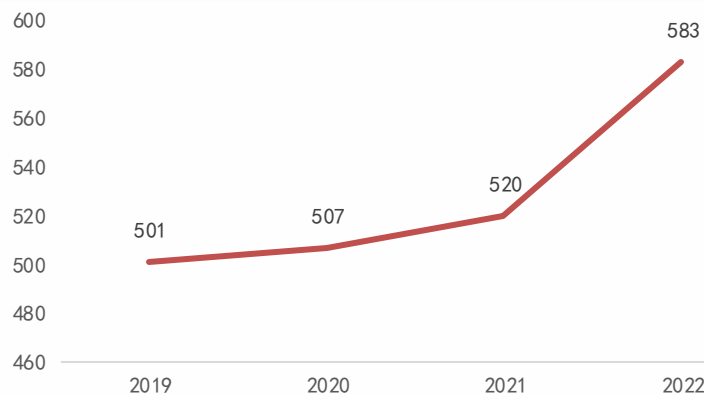
2014-2021年中国体检人次



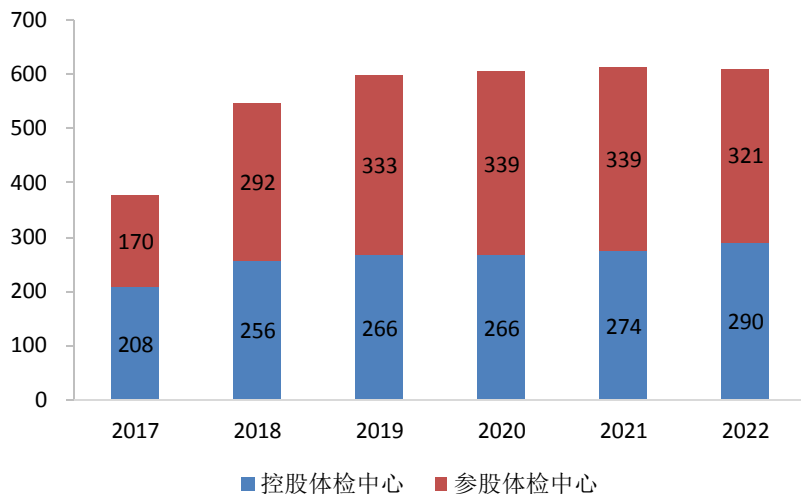
3.2 体检行业潜在市场空间大，民营市场优势凸显

- **维度一：扩张节奏（决定客流量）。**目前体检行业扩张一般通过自建和并购的方式，扩张节奏决定机构数量以及体检人次，
- **维度二：平均客单价。**体检行业中，平均客单价与C端/B端客户占比、检测项目、公司套餐折扣等因素有关，体检行业B端客户为公司、企事业单位等，通常来说平均客单价低于C端客户。
- **关键词：扩张预期、现金流、平均客单价等。**

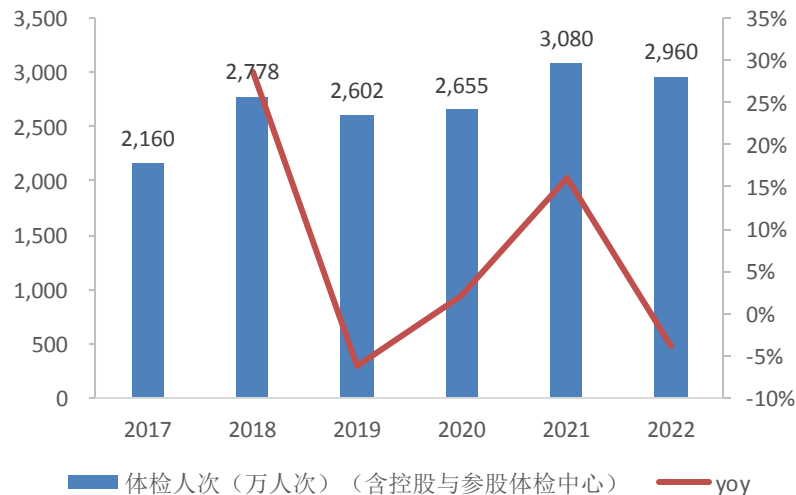
平均客单价（元）



2017-2022美年健康体检中心扩张情况（个）



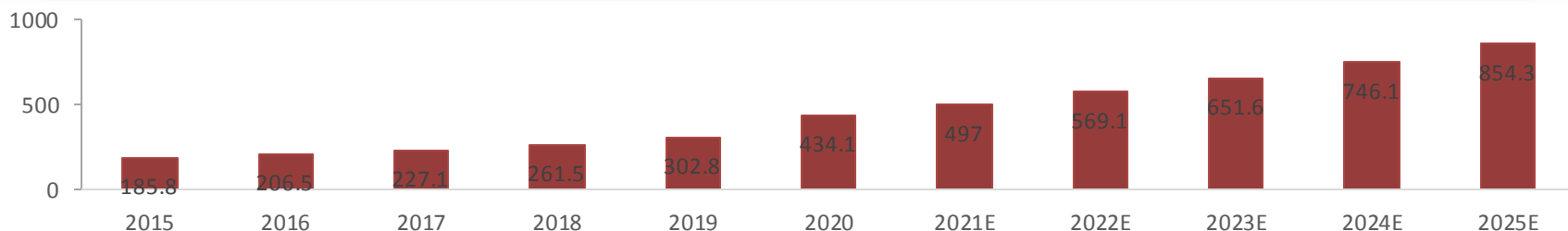
2017-2022美年健康体检人次情况



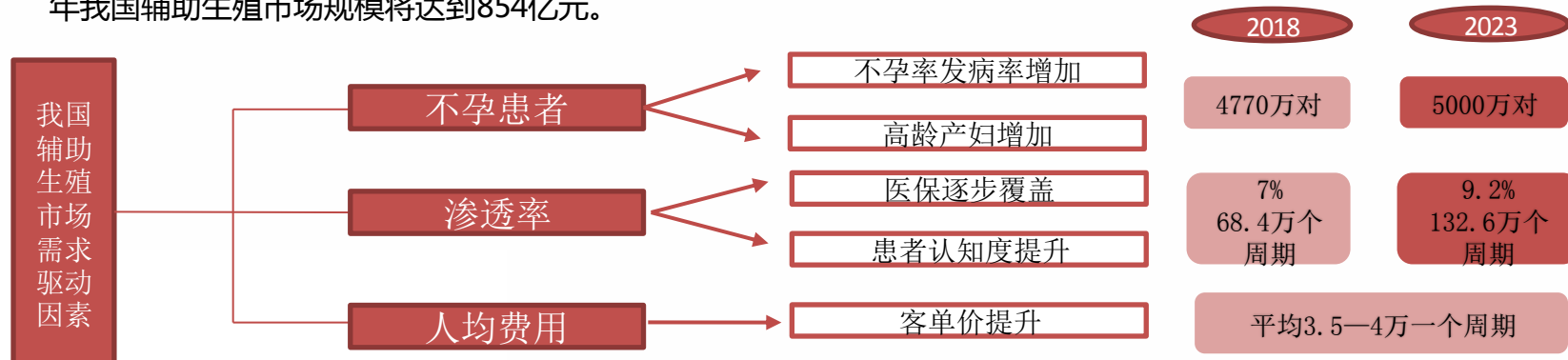
3.3 辅助生殖行业壁垒为牌照、人才及技术，民营机构竞争格局良好

- 中国辅助生殖市场处于快速增长期。根据沙利文及头豹研究院的数据显示，我国辅助生殖市场规模从2015年的185.8亿元已经快速成长至2020年的434.1亿元。预计从2020-2025年辅助生殖服务市场规模将以每年14.5%的复合增速增长至854.3亿元。

中国辅助生殖服务市场规模（亿元）



- 我国辅助生殖市场需求有三大核心驱动因素：快速增长的不孕患者、渗透率和人均费用。根据弗若斯特沙利文分析，2018年我国辅助生殖市场38亿美元，其中按照15.4%的发病率计算有4770万对不孕症患者夫妇，2018年全国一共完成68.4万个ARS周期，2018年渗透率达到7%，人均费用约在3.5-4万元。不孕症患者基数、辅助生殖医疗服务渗透率以及人均客单价呈现快速增长趋势。根据沙利文报告，2020年我国辅助生殖市场规模为434亿元，预计到2025年我国辅助生殖市场规模将达到854亿元。



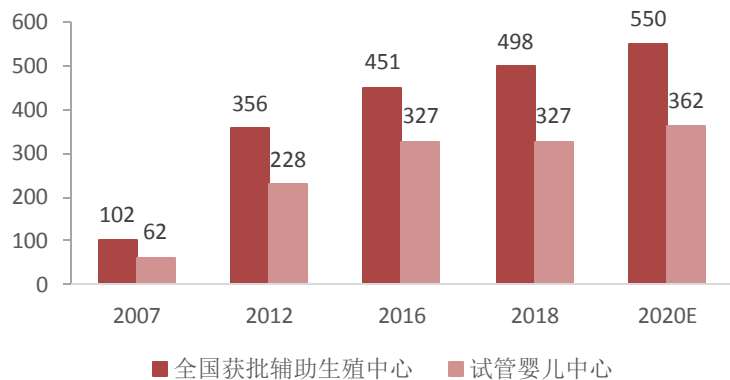
3.3 辅助生殖行业壁垒为牌照、人才及技术，民营机构竞争格局良好

□ 维度一：牌照壁垒。

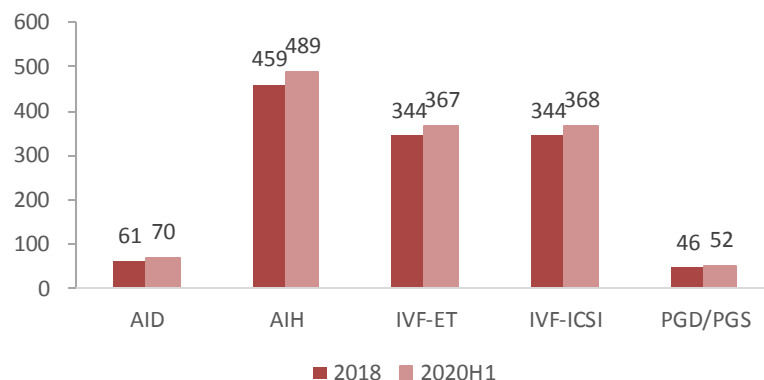
- 由于我国辅助生殖服务市场受严格监管，三代及3000周期以上的民营牌照稀缺。我国辅助生殖机构牌照按照每300万人口设置1个机构，相比美国市场，我国辅助生殖市场政策壁垒严格，牌照审批标准严格、流程长，对患者身体要求较高。截止至2020年6月末，我国批准开展人类辅助生殖技术的医疗机构共523家，人类精子库的医疗机构共27家，以公立医院为主，民营医院附属或民营资本注入的机构仅有42家，占比不足10%。能够做5000IVF取卵周期的只有23家，其中民营牌照仅有2家，成都西囡和中信湘雅。
- 三代技术PGD/PGS牌照准入率较低，大部分获批的准入技术主要为夫精人工授精技术、常规体外受精-胚胎移植技术、卵泡浆内单精子显微注射技术，仅有北京大学第三医院、解放军总医院第六医学中心、解放军总医院第一医学中心、天津市中心妇产科医院等52家拥有植入前胚胎遗传学诊断技术。

□ 关键词：牌照。

中国辅助生殖中心机构数量情况（家）



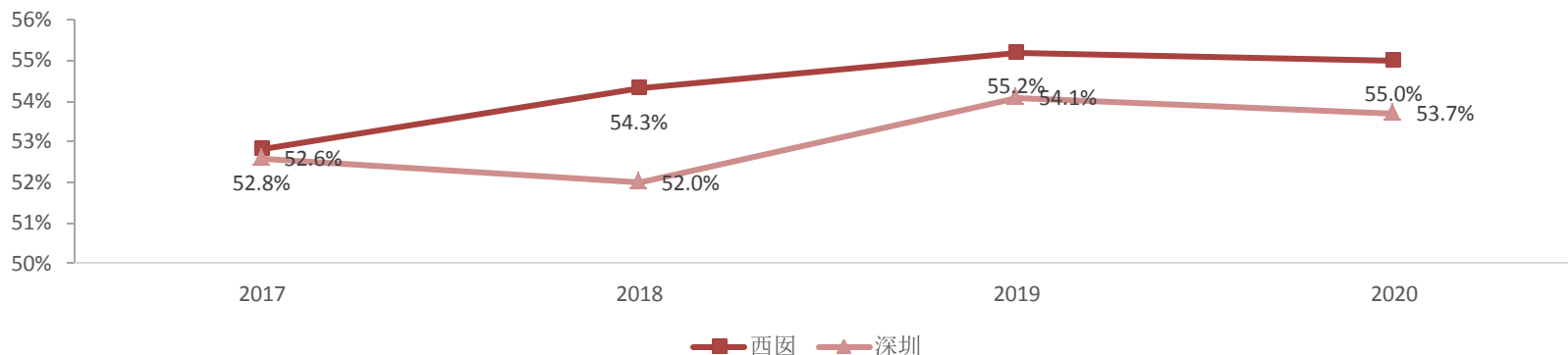
我国辅助生殖机构牌照数量(家)



3.3 辅助生殖行业壁垒为牌照、人才及技术，民营机构竞争格局良好

- ❑ **维度二：人才供给。** 辅助生殖领域医生培养难度较大，国内人均医生产出水平参差不齐，IVF 的成功率主要取决于医生、胚胎师的经验和专业技术。以国内辅助生殖服务龙头企业为例，公司在辅助生殖领域内广泛挖掘该领域学科带头人，依靠医生吸引患者。
- ❑ **关键词：医生数量。**
- ❑ **维度三：技术及成功率。** 1) **医生及团队的经验和专业知识：** 具有丰富经验的医生能根据患者个体差异情况选择适合的方案，同时也能保证将胚胎放置于最佳的植入位置，确保手术的顺利进行。此外，由于治疗过程相对复杂，需要专业的实验室团队配合才能提高效率，专业胚胎师负责清洗精子，储存卵子，有利于提高受精的可能性；2) **实验室设备及环境：** IVF实验室的操作通常复杂且困难，并且需要利用精密的设备和先进的质量控制系统；3) **治疗过程的管理：** 专业的医护人员，与患者的及时沟通交流也是在手术前后保证成功率的重要环节。
- ❑ **关键词：案例成功率。**

锦欣生殖国内医院成功率持续提升



3.4 中医诊疗市场持续扩容，人力优势为行业壁垒

- **中医医疗服务市场持续扩容，民营中医医疗服务机构更具增长潜力。** 据统计中医医院总收入从2005年的447.7亿元增长至2021年的4987.5亿元，CAGR为16.3%，随着老龄化趋势加剧以及政策利好，预计市场将持续扩大；目前公立中医医疗服务机构占市场主要部分，民营中医医疗服务机构数量快速增长，2006年公立中医医院数量为2357个，民营医院数量为308个，而2021年公立中医医院数量为2347个，民营数量为2283个，民营中医医院数量快速增长，占比提升至49.3%。
- **医生依赖程度高，获医能力为壁垒。** 中医医疗服务机构单店经营依赖于医生资源，优质且稳定的医生资源可以使其降低获客成本，获得充足客源，但目前我国中医医师资源短缺，且提供线上医疗健康服务的医疗机构必须取得互联网医院牌，存在一定行业壁垒。

2005-2021年中医医院总收入（万元）



2006-2021年中医院数量（个）



3.4 中医诊疗市场持续扩容，人力优势为行业壁垒

- 维度一：中医医师资源。**中医诊疗高度依赖医生经验，民营具备引流效应，可缩短新店盈亏平衡周期，所以能否和扩张门店所在地著名公立三甲医院合作，拥有名医资源为重中之重。

固生堂合作医院名单

医院	地区	名医	简介
广州中医药大学第一附属医院	广东广州	沙海汶	首都国医名师，中国著名中医儿科专家，从事中医儿科临床、教学、科研50多年
广州中医药大学佛山市中医医院	广东佛山	张丹雁	广州中医药大学教授，现任中国中药鉴定学教育研究会副理事长，国家执业药师工作专家
中国中医科学院广安门医院	北京	吴立宏	上海中医药大学教授，中药鉴定专家，中国商品学会传统药教育专业委员会常务理事
上海中医药大学附属龙华医院	上海	彭太平	全国第三批名中医带徒指导老师，从事中医骨伤临床和教学工作50余年
上海中医药大学附属曙光医院	上海	周岱翰	著名中医肿瘤学家，第三届国医大师，广州中医药大学肿瘤研究所所长
上海中医药大学附属岳阳中西医结合医院	上海	冼绍祥	广东省名中医，珠江学者特聘教授，广州中医药大学第一附属医院院长
河南中医药大学第一附属医院	河南郑州	刘嘉湘	国医大师，上海中医药大学终身教授，国家中医临床研究基地首席专家
浙江中医药大学附属温州中医院	浙江温州	杨承祥	中国妇科学家杨新吾教授学术继承人、岫山杨氏妇科第二十四代传人
南京中医药大学附属江苏省中医院	江苏南京	徐成康	中山大学附属一院妇产科主任医师，兼任中华临床医师杂志编委、广东省医学鉴定委员会委员

3.4 中医诊疗市场持续扩容，人力优势为行业壁垒

- **维度二：优质中药饮片采购途径。**中医诊疗中，中药饮片质量尤为重要，中药饮片讲究道地性，能否规模化集中采购优质道地药材，以及中药饮片价格政策影响中医诊疗服务机构发展。中药集采从2020年开始陆续在部分省市试点，逐步扩面到跨省联盟集采。2022年11月，由三明联盟牵头、山东省组织，开展了首次全国性中药饮片集采。

中药饮片集采政策梳理

时间	文件名	发布机构	主要内容
2015年2月	《国务院办公厅关于完善公立医院药品集中采购工作的指导意见》	国务院	医院使用的所有药品（不含中药饮片）均应通过省级药品集中采购平台采购。中药饮片未进入集采。
2020年6月	《宁波市奉化区公立医疗机构中药饮片集中采购实施方案》	宁波市奉化区医保局	宣布对50个中药饮片启动集中采购。中药饮片集采开始在局部试点。
2021年2月	《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》	国务院	医疗机构炮制使用的中药饮片、中药制剂实行自主定价，符合条件的按规定纳入医保支付范围。
2021年9月	《关于进一步完善本市定点药店药品价格和中药饮片、配方颗粒“阳光采购”管理有关事项的通知》	上海市医保局	将中药饮片全部纳入阳光采购，为中药饮片纳入集采奠定基础
2022年5月	《关于印发2022年度安徽省药品耗材集中带量采购工作方案的通知》	安徽省医保局	安徽省2022年带量采购工作重点为“未过评”化药、生物药、中成药、中药饮片等。
2022年11月	《三明采购联盟省际中药（材）采购联盟中药饮片联合采购文件》	三明采购联盟	全国首次中药饮片集采，涵盖14个省份，采购额7.4亿元，采购量5233吨，包含21个中药饮片品种的42个品规

3.5 口腔行业依赖人工集中度低，人才供给为长期发展焦点

- 我国民众的口腔健康意识不足，口腔常见病呈现患病率较高而治疗率较低的特点。口腔健康与全身健康密切相关，口腔中的感染和炎症因子可导致或加剧心脑血管病、糖尿病等慢性病，危害全身健康，影响生命质量。龋病和牙周病会破坏牙齿硬组织和牙齿周围支持组织，不仅影响咀嚼、言语等功能，还会造成社交困难和心理障碍。

	细分疾病/症状	中国患病率			
		5岁	12岁	35-44岁	55-64岁
	错 \square 畸形	72.97%（恒牙列），52.84%（乳牙列），71.21%（混合牙列）			
	牙龈出血		58.4%	87.4%	88.4%
	牙周袋			6.9%	15.1%
	龋齿	71.9%	38.5%	89%	95.6%

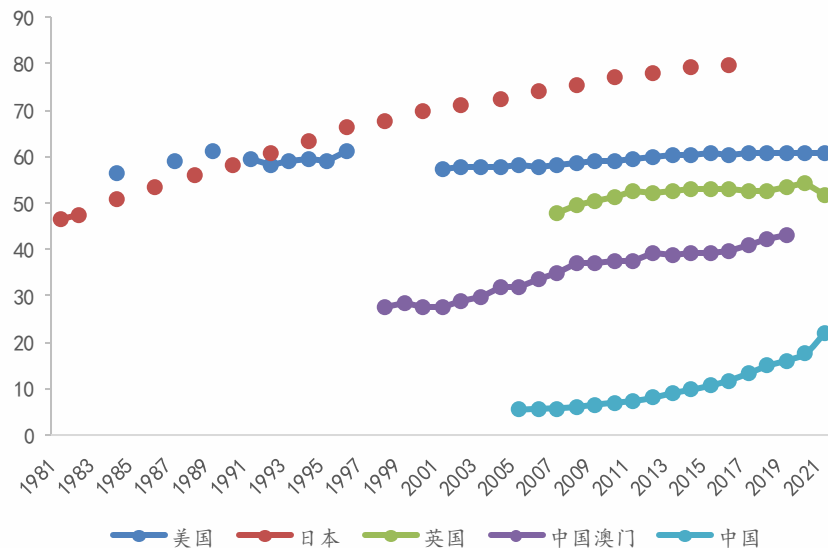
3.5 口腔行业依赖人工集中度低，人才供给为长期发展焦点

- 维度一：牙医人才供给（从产能端影响门诊量/手术量）。**口腔医疗服务半径小，治疗需多次往返诊所与住所，且依赖医生技术，人工依赖度高，设备投入价值低，故牙科服务主体竞争格局分散，缺少具备强大实力的口腔专科医院，竞争较为激烈，表现为各公司加大在广告宣传等方面投入，行业销售费用率高，而名医具备引流效应，可以降低销售费用率。此外，我国牙医供给存在缺口，2021年十万人均拥有牙医数为22位，与发达国家和地区存在一定差距，所以能否吸引名医，吸引口腔专业毕业生成为考量公司能力的维度之一。
- 关键词：医生数量、医生学历等。**

通策合作医学院名单

	浙江大学
	中国科学院大学
	杭州医学院

2021年世界各国牙医资源对比（每十万人拥有牙医位数）



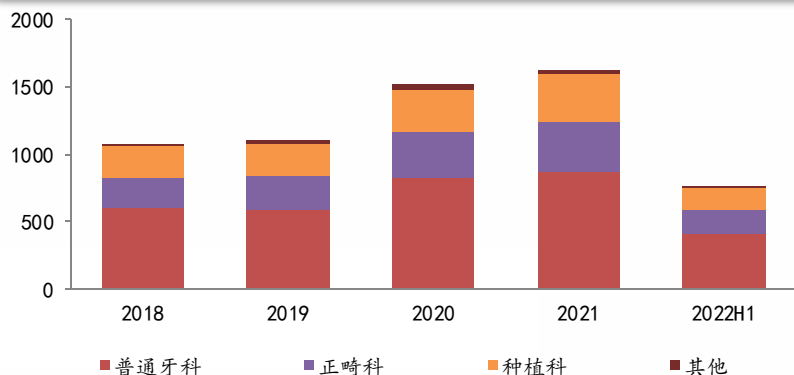
3.5 口腔行业依赖人工集中度低，人才供给为长期发展焦点

- 维度二：高客单项目放量进展（决定平均单价）。**与眼科医疗服务类似，口腔医疗服务也可分为消费属性项目与基础医疗项目，消费属性项目中主要业务为正畸项目、口腔种植项目，基础医疗项目则为拔牙、修复、根管治疗等刚需类项目；此前正畸、种植等项目未集采前，客单价较高，利润贡献大，随着非医保类消费升级类项目进行服务价格调控以及耗材集采，平均客单价有所降低，但由于其医疗服务技术价值高、耗材成本高等原因，其平均客单价仍高于基础医疗项目，而集采降价预计将带来对应项目渗透率提升，故高客单价项目放量进展为衡量维度之一。
- 关键词：种植牙颗数、正畸案例数等。**

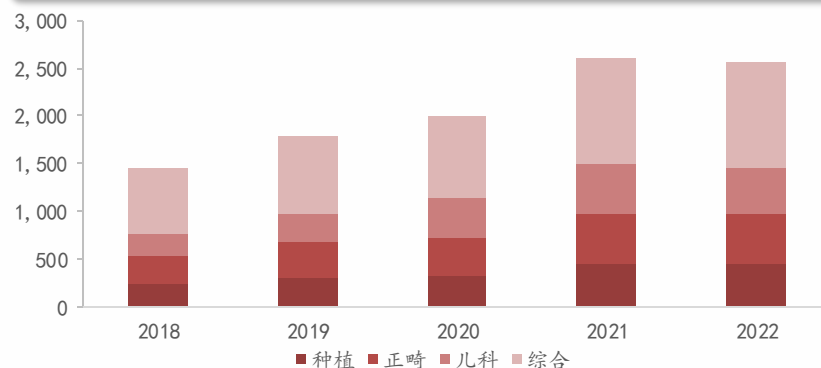
种植牙集采前后价格对比

	集采前	集采后
	患者终端价格（元）	患者终端价格（元）
种植体系统	欧美：10000-20000+ 日韩：5000-10000 国产：4000-8000	欧美：1700-1850 韩系：1000 国产：700-800
牙冠	1000-3000	300元起
手术费用	3000-5000	三级医院4500，经济发达地区可上浮最多至20%，手术费用可根据医院级别递减

瑞尔集团公司业务结构（百万元）



通策公司业务结构（百万元）



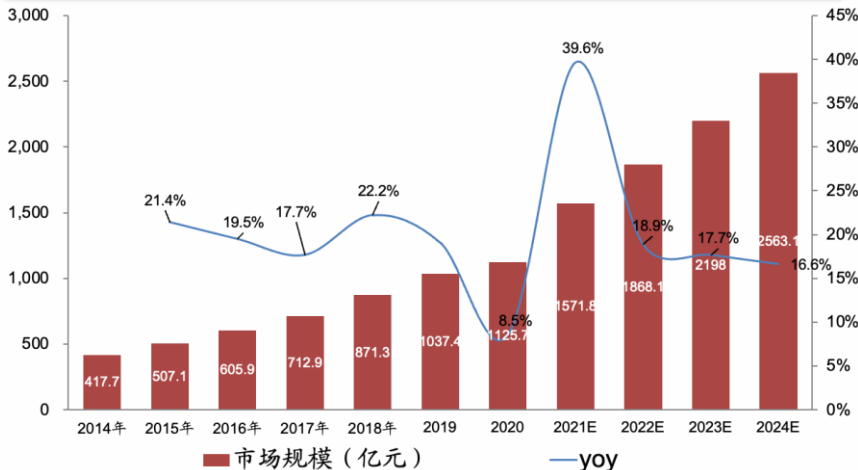
www.swsc.com.cn

数据来源：医保局，四川省医保局，PDB数据库，wind，西南证券整理。备注：瑞尔集团口径为财年，最新数据截止至2022H1财年；为保证通策医疗业务衡量口径相同，将2021年报和2022年报分业务单项中，修复业务收入并入综合类，与往年保持一致。

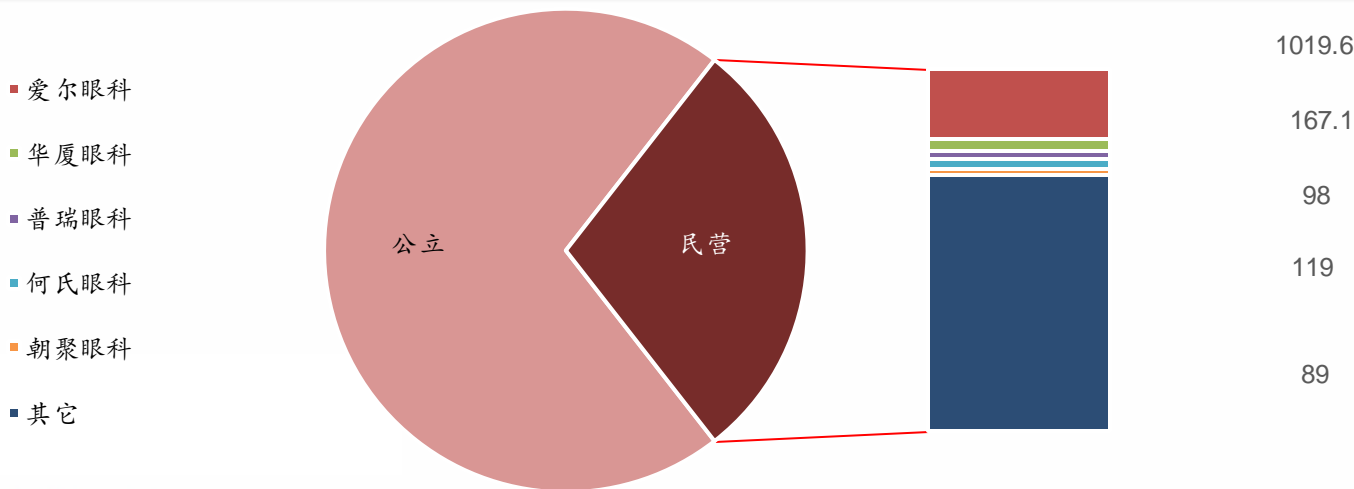
3.6 眼科市场规模超千亿，业务结构及业务布局为衡量要点

- 目前眼科医疗行业市场已经达千亿规模。随着现代工作、学习、娱乐用眼强度大幅增加，老龄化进程不断加速，根据沙利文预计2024年中国眼科医疗服务市场规模达到2563.1亿元，2020-2024年年复合增长率为22.8%，中国眼科医疗市场持续扩容确定性高。
- 门诊量角度我国眼科服务市场仍以公立为主，民营方面爱尔眼科龙头优势明显。民营眼科服务市场中，2021年爱尔眼科、华夏眼科、普瑞眼科、何氏眼科、朝聚眼科的年门诊量分别为1019.6、167.1、98、119、89万人次，我国民营眼科服务市场呈现出“1绝对龙头+X其余玩家”的竞争格局。

2014-2024E眼科医疗市场规模及预测



2021年我国眼科门诊量情况(万人次)



3.6 眼科市场规模超千亿，业务结构及业务布局为衡量要点

- **维度一：业务结构（决定平均单价）。** 民营眼科医疗服务机构主营业务种类可分为：1) 屈光项目；2) 视光项目；3) 白内障手术；4) 其他眼病等。而其中不在医保范围内，消费属性强，客单价及毛利率较高的项目为屈光项目和视光项目，由于两项目属消费升级趋势下医疗服务项目，具有医保控费风险小、利润贡献占比高、渗透率低提升空间大等优势，在分析眼科医疗服务机构时通过分析业务结构可以判断公司利润率提升潜力。目前行业趋势则是侧重消费属性项目，提升消费属性项目收入占比，与公立医疗机构提供差异化服务。
- **关键词：屈光收入占比、视光收入占比、屈光术式结构等**

2022年A股眼科上市公司收入结构数据对比

	爱尔眼科	华厦眼科	普瑞眼科	何氏眼科
屈光收入占比	39.34%	33.19%	56.26%	21.36%
视光收入占比	23.46%	12.28%	15.06%	36.65%
白内障收入占比	13.30%	23.23%	14.43%	13.93%
其他眼病收入占比	23.64%	28.12%	13.50%	27.43%

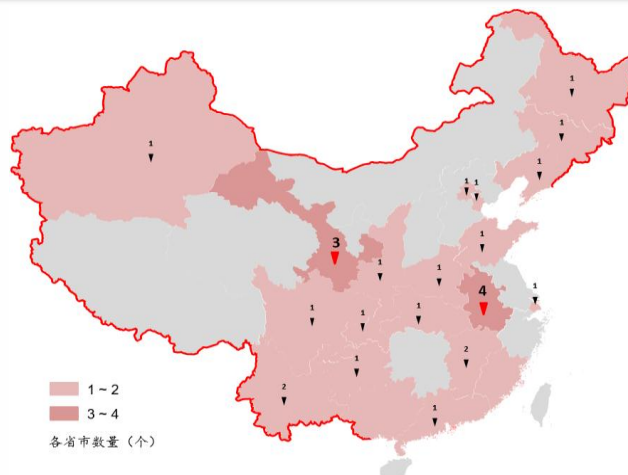
消费属性项目收入占比持续提升，白内障及眼病收入占比下降

	21年屈光收入占比	22年屈光收入占比	同比变化(pp)	21年视光收入占比	22年视光收入占比	同比变化(pp)	21年白内障收入占比	22年白内障收入占比	同比变化(pp)	21年其他眼病收入占比	22年其他眼病收入占比	同比变化(pp)
爱尔眼科	36.80%	39.34%	2.54	22.52%	23.46%	0.94	14.61%	13.30%	-1.31	26.07%	23.64%	-2.43
华厦眼科	31.27%	33.19%	1.92	11.78%	12.28%	0.50	24.67%	23.23%	-1.44	32.28%	28.12%	-4.16
普瑞眼科	50.99%	56.26%	5.27	16.14%	15.06%	-1.08	16.78%	14.43%	-2.35	16.09%	13.50%	-2.59
何氏眼科	20.89%	21.36%	0.47	35.97%	36.65%	0.68	16.32%	13.93%	-2.39	26.82%	27.43%	0.61

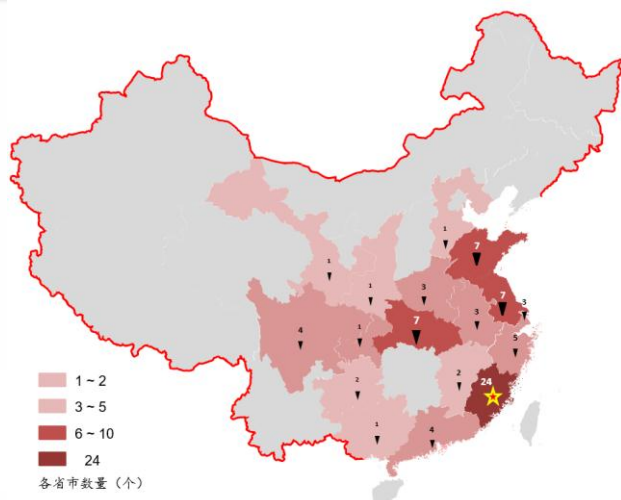
3.6 眼科市场规模超千亿，业务结构及业务布局为衡量要点

- **维度二：业务布局（决定门诊量/手术量）。**目前眼科医疗服务上市机构陆续增加，各公司持续扩张布局，大部分机构如何氏、华夏、朝聚等扩张方式为先省内下沉扩张，再省外扩张；普瑞眼科先布局省会及强二线城市，快速布局省会中心城市；爱尔眼科扩张起步早，且拥有体外并购基金，在2014年后持续推进省会城市及低线城市扩张。总体来讲，眼科医疗服务机构上市机构逐渐增加，共同发力扩张，竞争日趋激烈，而眼科医院盈亏平衡、品牌打造均需要一定时间周期，目前已覆盖区域，核心医院收入利润占比等为关注要点。
- **关键词：核心医院收入利润占比、盈亏平衡周期等。**

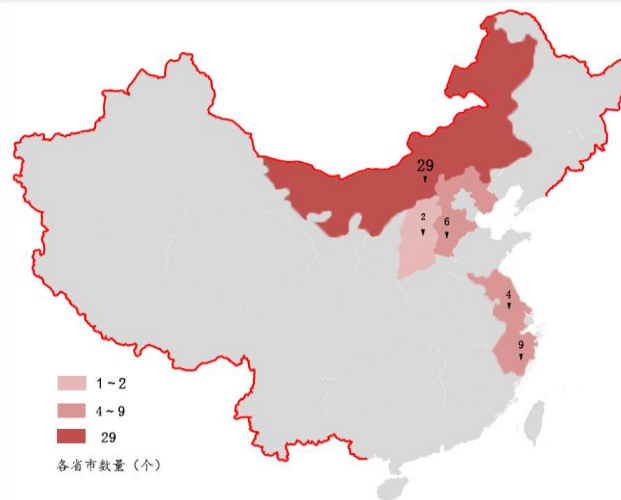
普瑞眼科医疗机构分布图



华夏眼科医疗机构分布图

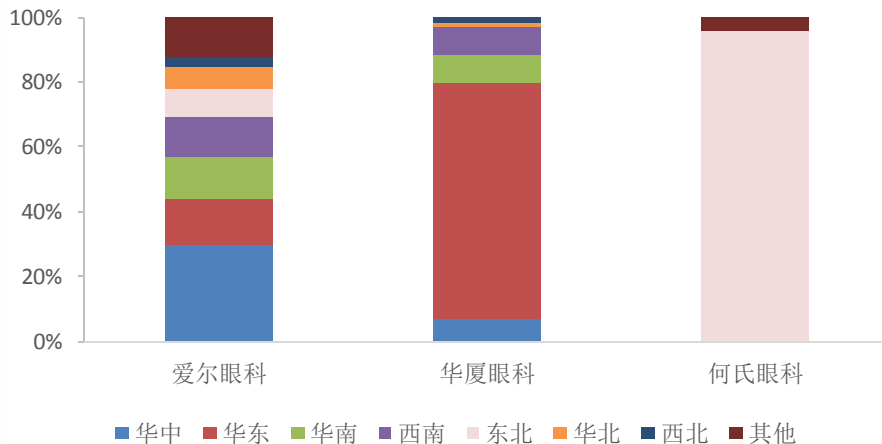


朝聚眼科医疗机构分布图

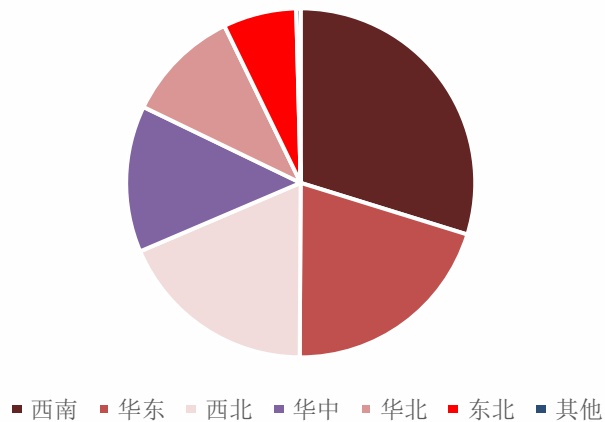


3.6 眼科市场规模超千亿，业务结构及业务布局为衡量要点

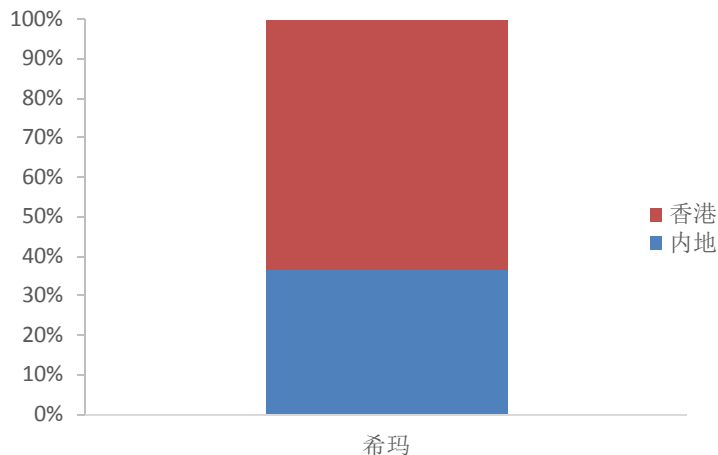
2022年三家公司收入区域分布



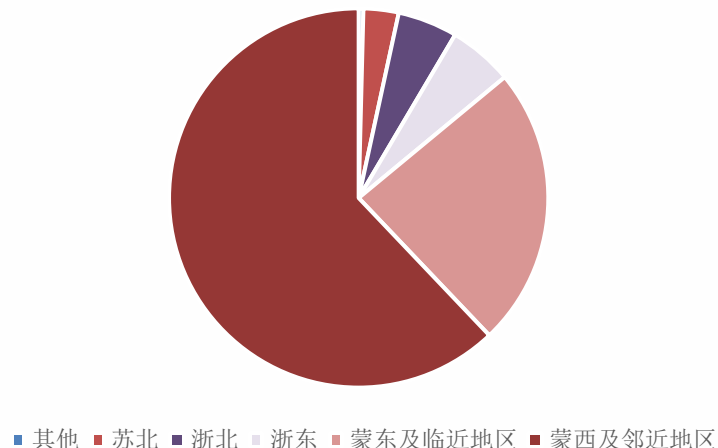
2021年普瑞眼科收入区域分布



2022年希玛眼科收入分布



2021年朝聚眼科收入分布



目 录

1 医疗服务存在供需缺口

2 医疗服务行业特性

3 连锁专科医疗机构研究方法

4 综合医院研究方法

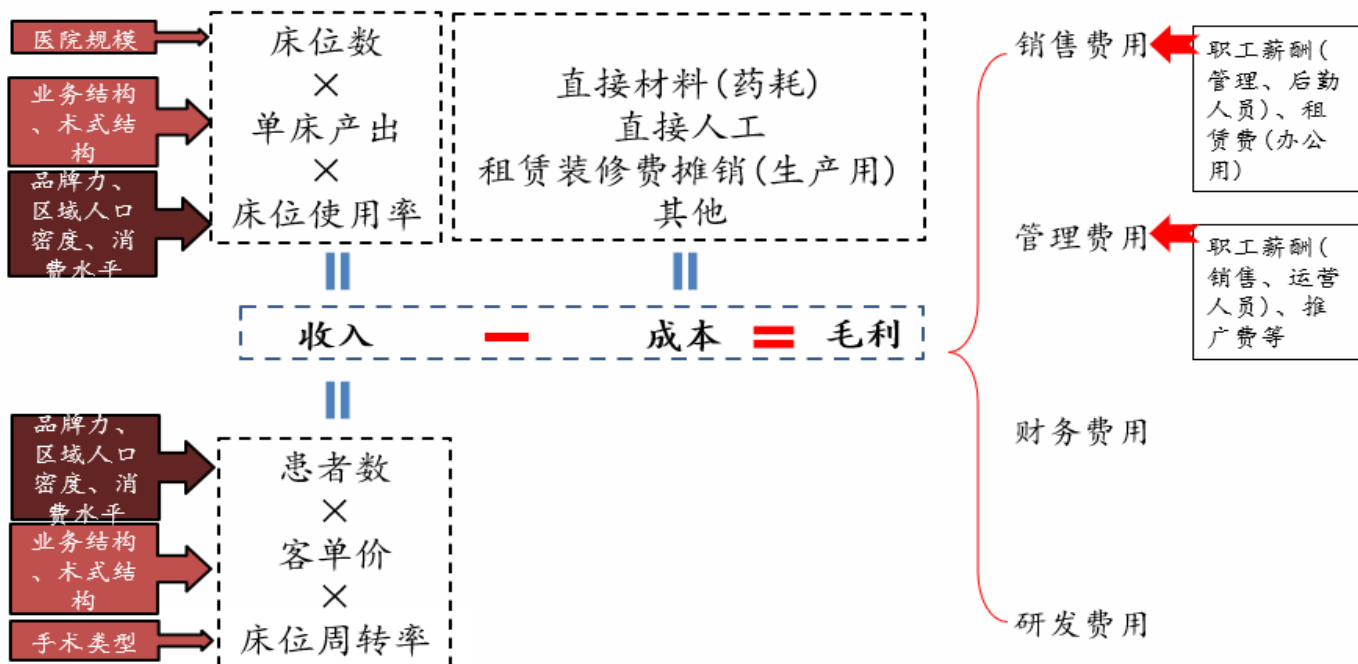
5 相关标的

6 风险提示

4.1 综合医院看旗舰医院盈利能力现有规模

- **收入端**：收入=床位数*单床产出*床位使用率=患者数*客单价*床位周转率
- **利润端**：费用率、成本摊销
- **模式**：打造旗舰医院
- **住院类机构更具分析共性**：专科连锁医疗服务机构具备业务聚焦的特点，住院类机构经营诊疗业务范围更为综合，旗舰医院多为综合性医院，故专科连锁医疗服务机构细分赛道间分析的逻辑差异性大，而住院类机构即使有各自侧重的特色业务，也往往更具有分析共性，住院类机构有如下细分领域：肿瘤治疗、康复治疗、脑科诊疗、综合医院等。

住院类机构收入/利润传导逻辑



4.2 脑科治疗高度依赖医生技术，民营赛道三博为唯一上市公司

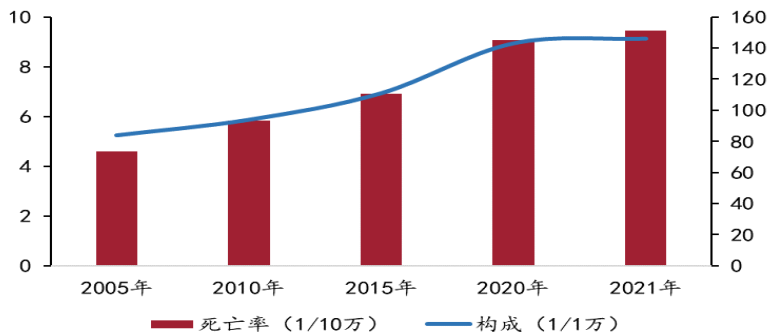
- **神经外科疾病较为复杂，治疗难度大，是一门高、精、尖的学科。**现阶段，心、脑、肿瘤神是主流重症，据统计，神经系统疾病是导致城市和农村居民死亡的第八大疾病死因，农村居民神经系统疾病的死亡率为9.31/10万，城市居民神经系统疾病的死亡率为9.44/10万。各类神经系统疾病患者的平均住院日为9.4天。
- **复杂医疗行业标杆，稀缺性强。**三博脑科以神经外科为专长和特色，着眼于神经外科，致力于成为该复杂医疗行业的标杆。由于神经外科治疗难度大，技术含量高，其医生培养周期远高于其他科室。
- **神经外科的主要病种发病率呈上升状态。**三博脑科的优势病种涵盖了神经专科的主要病种，包括神经肿瘤、功能神经外科疾病、脑血管病、脊髓脊柱疾病、儿童神经专科疾病、神经内科疾病、疼痛及颅脑损伤等。随着人口老龄化日益加重，神经专科医疗服务需求量逐年增大。



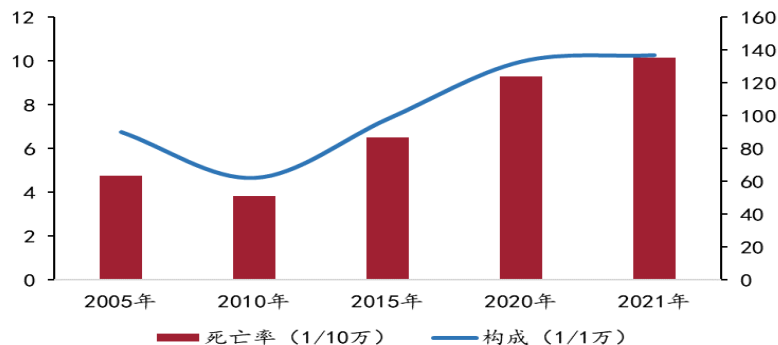
4.2 脑科治疗高度依赖医生技术，民营赛道三博为唯一上市公司

- 神经外科治疗的疾病主要划分为中枢神经系统肿瘤、功能神经外科疾病、脑血管病及颅脑损伤等。
 - 中枢神经系统肿瘤指起源于中枢神经系统内的组织或结构的一组良恶性疾病，病变在大脑、脑膜、脊髓和脑神经等部位，由于病变部位敏感，具有高死亡率和高致残性的特点。
 - 功能神经外科疾病主要包括运动障碍疾病（帕金森病、肌张力障碍等）、癫痫、顽固性疼痛（带状疱疹神经痛、幻肢痛等）。其中，癫痫患病率约为7‰，目前全球约有癫痫患者5000万例；帕金森病全人群患病率约为 0.3%。作为一种典型的老年慢性疾病，帕金森病在老年人群中患病率成倍增加，65岁以上老年人群患病率为1%至2%、85岁以上为3%至5%。而随着老龄化社会的到来，帕金森病作为典型老年疾病，其患病人数在可预见的未来将保持增长并长期维持在高水平状态。
 - 脑血管病是脑部血液供应障碍引起的脑部疾病的总称。脑血管病神经外科手术主要治疗的疾病包括脑动脉瘤、颅咽管瘤、烟雾病（颅底异常血管网症）、脑出血、颈动脉狭窄等疾病。我国是脑血管病发病率较高的国家，根据《中国卫生健康统计年鉴 2022》数据，全国每年新发脑血管病数量约340万，神经外科手术和介入治疗是脑血管病的重要治疗手段，及时、精准的手术治疗对于颅内出血、脑梗死、颅咽管瘤等疾病起到至关重要的作用。
 - 颅脑损伤是指外力作用于头颅引起的损伤，包括头部软组织损伤、颅骨骨折和脑损伤。其中脑损伤后果严重，应特别警惕。而颅脑损伤的手术治疗主要针对开放性颅脑损伤、闭合性颅脑损伤伴颅内血肿或因颅脑外伤所引起的合并症或后遗症。

2005-2021年中国城市居民神经系统死亡率（%）
及构成比例（%）



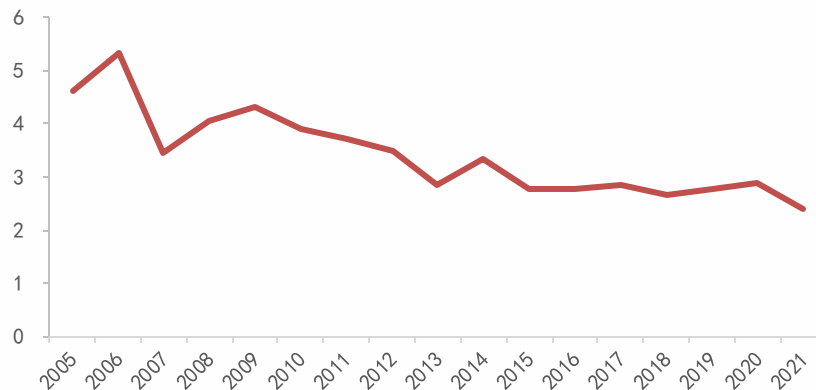
2005-2021年中国农村居民神经系统死亡率（%）
及构成比例（%）



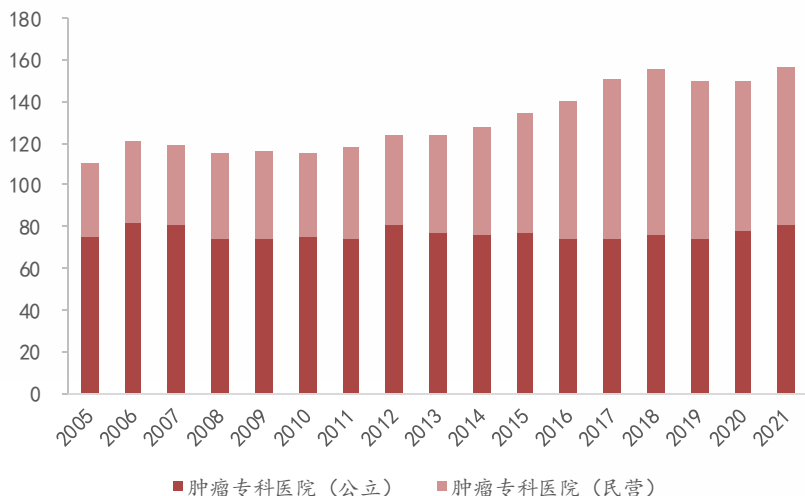
4.3 肿瘤治疗赛道市场广阔，旗舰医院具有品牌效应

- 肿瘤治疗需求市场将持续扩大，服务主体中民营肿瘤专科医院重要性逐步凸显。我国肿瘤医院总收入由2005年的83.9亿元增长至2021年的1054.2亿元，CAGR达17.1%，随着老龄化趋势加剧（肿瘤疾病患病率随年龄增长而提高），预计市场需求将持续扩大。从服务主体上来看，民营肿瘤专科医院数量持续增加，从2005年的36家增长至2021年的76家，CAGR达4.8%，而公立肿瘤专科医院数量增速小于民营医院，从2005年的75家增长至2021年的81家，CAGR达0.5%，民营肿瘤专科医院数量占比已提升至48.4%。

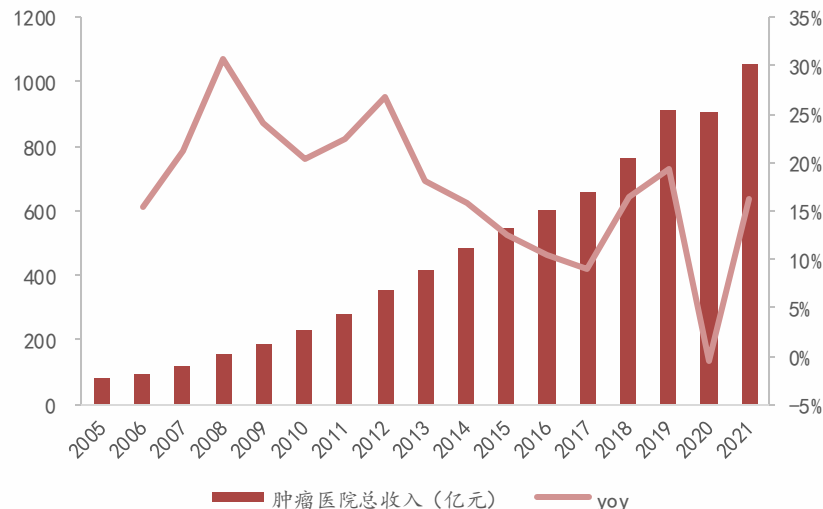
恶性肿瘤病死率（%）



2005-2021年中国肿瘤专科医院数量（个）



2005-2021年肿瘤医院总收入（亿元）



4.3 肿瘤治疗赛道市场广阔，旗舰医院具有品牌效应

- 肿瘤的治疗方式主要包括手术、放疗、介入性放疗、化疗、靶向疗法及免疫疗法。其中手术是目前普及率最高的疗法，通过工具将患者体内的肿瘤摘除，对于位置固定、且外围清晰的实体瘤和早期肿瘤有效。如果当肿瘤发生扩散或发生系统性转移，则手术治疗不适用。放疗是利用高能杀死癌细胞，可用于多种癌症的早中晚期治疗，大约有70%的肿瘤患者在疾病发展的不同阶段需要放疗。我国肿瘤治疗方式主要以手术和化疗为主，放疗、靶向疗法和免疫疗法等先进疗法的占比较低。

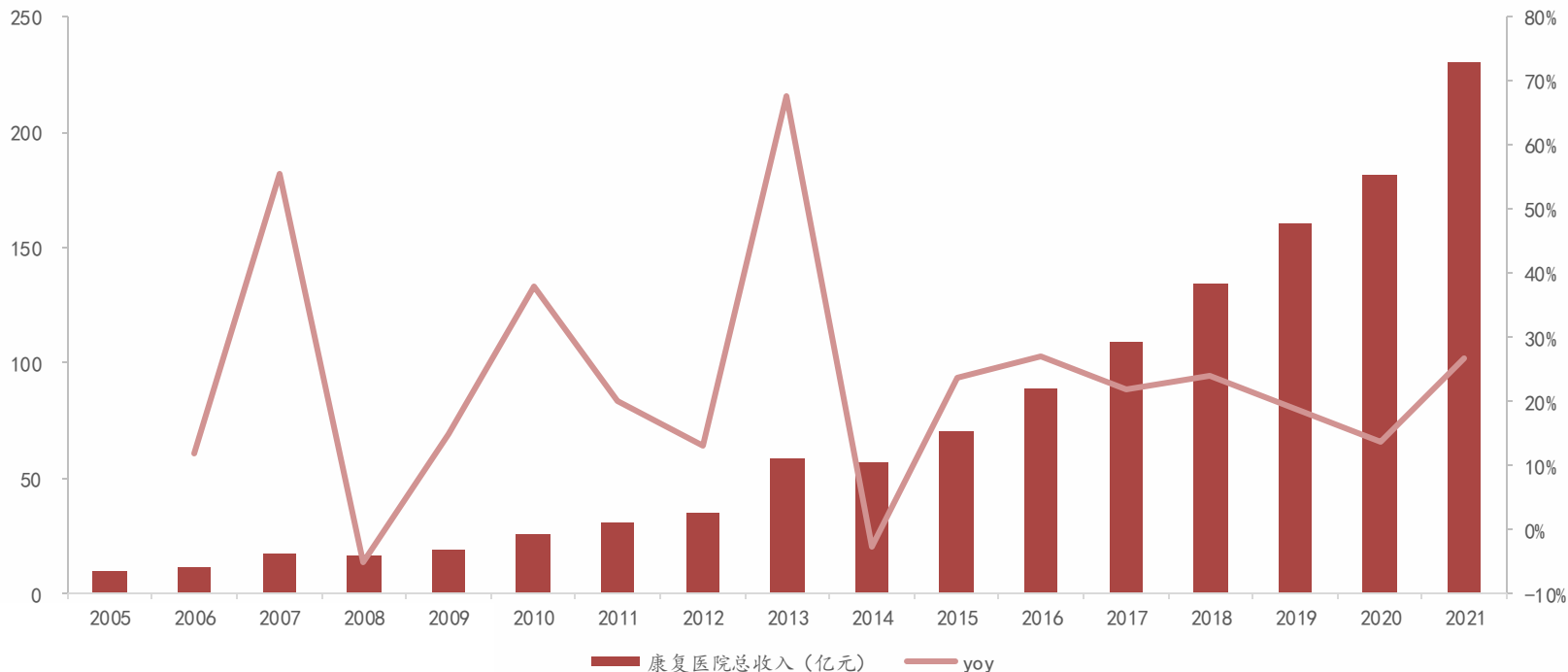
我国肿瘤治疗方式对比

治疗方式	原理	适用手术阶段	适用癌症	费用
手术	通过手术切除肿瘤	早期	位置固定、外周清晰的实体瘤和早期肿瘤有效	1-5万元/次
化疗	运用一种或多种药物杀死癌细胞并控制癌细胞增长	早中晚期	适用于不同类型的癌症	1.8-11万元/年
放疗	利用高能杀死恶性癌细胞或其他良性肿瘤细胞	早中晚期	1、鼻咽癌、淋巴瘤等多种局部肿瘤的基础治疗；2、也适用于其他癌症的辅助治疗；3、治疗良性肿瘤及部分脑血管、神经系统及精神疾病	1-3万元/疗程
靶向疗法	针对促成癌细胞增殖及扩散的特定基因、蛋白质或组织环境，利用小分子药物或单克隆抗体防止该等癌细胞增殖及扩散	早中晚期	适用于各类可检测靶点的癌症	15-29万元/年
免疫疗法	通过诱导、提升或限制肿瘤患者的免疫反应，利用生物制剂治疗癌症	早中晚期	各类癌症，包括实体瘤及血液癌症	18-55万元/年
介入性放疗	新型的微创疗法，由医学成像设备引导的穿刺针等工具进行治疗	早中晚期	多种实体瘤	1-4万元/疗程

4.4 康复赛道竞争格局简单，明星医院成复制模板

- **近年康复医疗逐渐受到国民重视，我国康复医疗市场潜力巨大。**过去我国医疗体系一向是重急救、重治疗、轻预防、轻康复，因此我国康复医疗起步相对较晚，现在随着居民生活水平不断上升，我国也逐渐开始重视与人民生活息息相关的康复医疗行业。根据卫健委数据，2005年中国康复医院收入9.8亿元，2021年已增长至230.5亿元，CAGR达21.8%，随着对康复医疗认知的提升以及老龄化趋势加剧，中国康复医疗行业具有巨大的市场潜力。

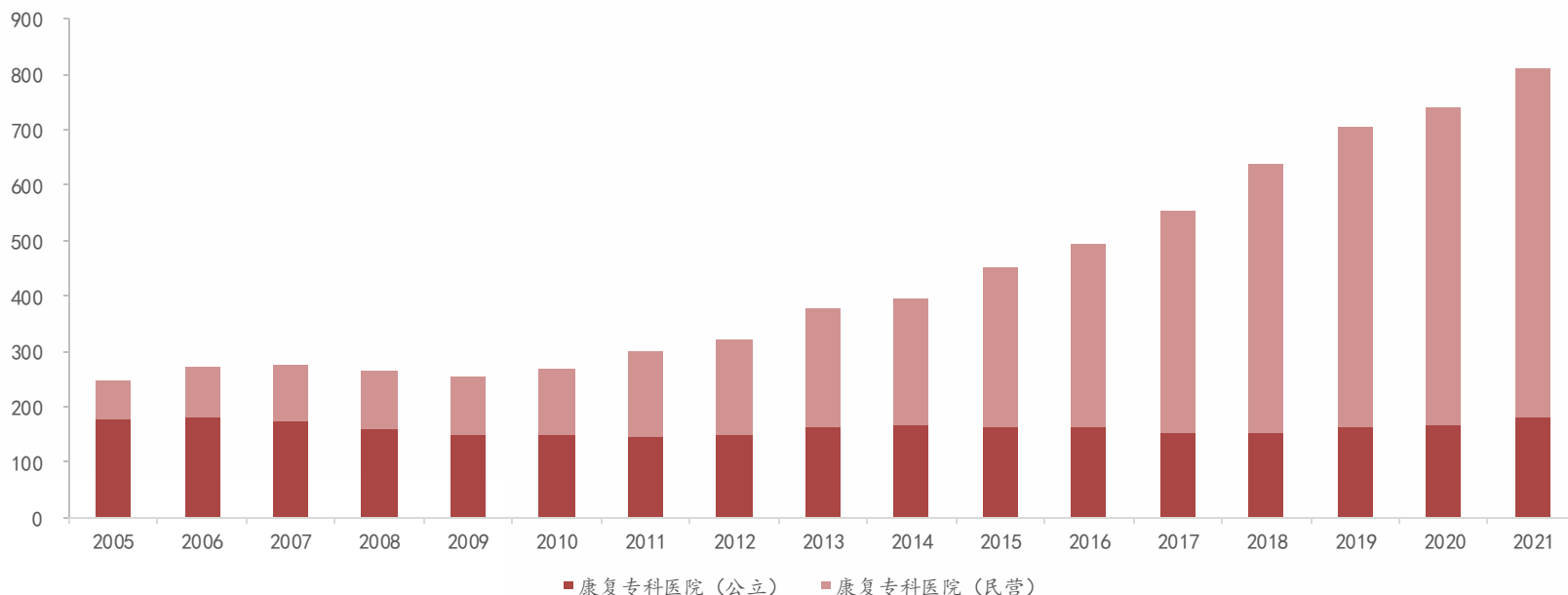
2005-2021年中国康复医院收入（亿元）



4.4 康复赛道竞争格局简单，明星医院成复制模板

- **康复医疗尚属于蓝海市场，有待更广泛布局。**与发达国家相比我国康复治疗起步较晚，市场还有很大一片空白。截至2021年，我国康复专科医院数量为810家，其中以民营医院为主体，2021年民营占有所有康复专科医院77.5%，目前还有很大市场空间。
- **以重症康复为特色，形成规范可复制的康复医院模板。**三星医疗体系内，宁波明州医院为综合医院，浙江明州康复医院也是公司体内第一家康复专科医院，首创HDU重症康复管理，在浙江省内率先开展高压氧舱内呼吸机支持技术，制定重症康复集束化治疗方案及HDU管理质量评价标准。此外三星医疗与抚州市人民政府签订《关于南昌大学抚州医学院办学改制（筹建抚州医学院）合作协议》，依托南昌大学优质资源，打造一所“名医汇集、学科齐全、特色鲜明”的医学教育和医学研究中心，实现医学教研一体化。

2010-2021年中国康复专科医院数量（个）



4.5 综合医院旗舰医院盈利能力及现有扩张规模为研究要点

- **维度一：旗舰医院盈利能力。** 医院收入受床位和单床产出影响，利润率受成本管控影响，基本上综合医院稳态净利率在10-15%之间，单床产出受所处地区经济水平、业务类型等影响。

国际医学高新医院	2018	2019	2020	2021	2022
收入 (亿元)	7.38	8.26	7.99	11.52	9.87
yoy	13.68%	12.04%	-3.34%	44.26%	-14.36%
净利润 (亿元)	1.05	1.17	0.61	0.41	-0.59
yoy	20.74%	11.17%	-48.23%	-32.58%	-245.34%
净利率	14.29%	14.18%	7.60%	3.55%	-6.02%
使用床位	808	857	693	984	-
实际单床位产生收入 (万元)	91.28	96.39	115.21	117.03	-
yoy	13.68%	5.61%	19.52%	1.58%	-
三博脑科医院	2018	2019	2020	2021	2022
收入 (亿元)		4.39	3.94	4.63	3.91
yoy			-10.35%	17.72%	-15.71%
净利润 (亿元)		42.63	27.18	52.63	40.14
yoy			-36.24%	93.60%	-23.73%
净利率		9.71%	6.91%	11.36%	10.28%
使用床位			211	239	203
实际单床位产生收入 (万元)			186.59	194.28	192.4
yoy				4.12%	-0.96%

4.5 综合医院旗舰医院盈利能力及现有扩张规模为研究要点

- **维度二：公司现有医院规模。** 综合性医院由于建设成本高，盈亏平衡周期长，扩张难度高于连锁专科医疗机构，在研究过程中应关注公司目前已扩张医院及其盈利能力是否有朝期间医院稳态净利率改善趋势，以及公司后续收并购扩张规划。

公司	地区	医院	开放床位数	等级	公司	地区	医院	开放床位数	等级
盈康生命	四川成都	四川友谊医院	—	三级甲等	信邦制药	贵州六盘水	六枝博大医院	—	二级
	重庆	重庆友方医院	—	二级		贵州安顺	安顺医院	—	二级
	江苏苏州	苏州广慈肿瘤医院	—	二级甲等	国际医学	陕西西安	西安高新医院	1500	三级甲等
	上海	上海永慈康复医院	—	二级		陕西西安	西安国际医学中心医院	5037	按三级甲等建设
	山西运城	运城第一医院	—	三级甲等		陕西商洛	商洛国际医学中心医院 (剥离中)	1800	二级甲等
	吉林长春	长春盈康医院	—	二级		三博脑科	北京	北京三博脑科医院	254
信邦制药	贵州贵阳	肿瘤医院	—	三级甲等	云南昆明		昆明三博脑科医院	134	三级
	贵州贵阳	白云医院	—	三级	福建福州		福建三博福能脑科医院	178	三级
	贵州贵阳	乌当医院	—	三级	重庆		重庆三博江陵脑科医院	433	二级
	贵州怀仁	仁怀新朝阳医院	—	二级	重庆		重庆三博长安脑科医院	527	三级
	贵州六盘水	六盘水安居医院	—	二级	河南郑州		河南三博脑科医院	28	三级

目 录

1 医疗服务存在供需缺口

2 医疗服务行业特性

3 连锁专科医疗机构研究方法

4 综合医院研究方法

5 相关标的

6 风险提示

5.1 爱尔眼科（300015）：海内外持续扩张，23年Q1业绩快速修复

海内外持续扩张，打造分级连锁网络布局。公司继续加快医疗网络的分层建设，稳步推进中心城市和重点省会城市的区域性眼科中心的建设，同时，加快省会城市一城多院、眼视光门诊部（诊所）以及爱眼e站的横向同城分级诊疗网络建设，多个省区逐步形成“横向成片、纵向成网”的布局，区域内资源配置效率及共享程度进一步提高。2022年公司中国境内开设医院215家（新增41家），门诊部148家（新增30家），海外已布局118家眼科中心及诊所（新增6家），逐步形成覆盖全球的医疗服务网络，分级连锁优势和规模效应日益显现。2022年全年实现门诊量1125.1万次，同比+10.4%，手术量87.1万次，同比+6.5%。

基础眼科业务略有下滑，消费眼科业务持续放量。公司更多依靠消费眼科实现营业收入增长，消费眼科收入占比进一步扩大。2022年屈光业务收入63.4亿元，同比+14.8%，占比39.3%（+2.5pp）；视光服务业务收入37.8亿元，同比+11.9%，占比23.5%（+0.94pp）；白内障业务收入21.4亿元，同比-2.2%，占比13.3%（-1.3pp）。随着疫情的退去，预计眼科需求持续释放，加之人口老龄化和消费升级的趋势，白内障业务仍有巨大发展空间。

毛利率因降价略有下滑，公司加大研发未来可期。公司发展进入成熟期，成本费用结构稳中向好，但由于22年疫情因素，且公司20周年庆典大幅活动降价，毛利率同比-1.5%。公司持续加大投入研发，2022年研发投入2.7亿元，同比+22.1%，公司继续完善医教研科技创新平台，加大“智臻飞秒ICL手术”等新技术的临床应用，深入推进“数字眼科”建设，核心竞争力进一步加强。

盈利预测与投资建议。预计2023-2025年归母净利润分别为36.6亿元、48.4亿元和60.5亿元，EPS分别为0.51元、0.67元、0.84元，维持“买入”评级。

风险提示：医院收入不及预期风险；行业政策风险；医疗事故风险。

5.2 华厦眼科（301267）：内外积极扩张，消费眼科占比持续提升

省内外积极扩张，布局均衡且具备区位优势。公司立足于厦门眼科中心国内领先的诊疗实力和丰富的医院运营和管理经验，通过内生增长和外延扩张相结合，以连锁运营的模式向其体系内的其他医院输出统一且高质量的医疗服务和成熟的医院运营模式。目前公司在福建省内各地级市医院布局已完成，在本部所在地厦门深度布局视光中心，叠加省内多年塑造的良好品牌力以及名医资源，省内基本盘稳固；公司积极向省外扩张，现共覆盖17个省及46个城市，辐射华东、华中、华南、西南、华北等地区。公司已在国内开设眼科医院57家，视光中心23家，并将持续布局眼科医院与视光中心。2022年华东地区收入达23.7亿元，占总收入73.2%；西南地区收入达2.8亿元，占比8.6%。

基础眼科业务略有下滑，消费眼科业务持续放量。公司收入增长点转向消费眼科，更多依靠消费眼科实现营业收入增长。2022年屈光业务收入10.7亿元，占比33.19%，同比+12.1%；视光服务业务收入4亿元，占比12.3%，同比+9.9%；综合眼病业务收入9.1亿元，占比28.1%，同比-2.43%；白内障业务收入7.5亿元，占比23.2%，同比-0.69%。

成本费用管控进一步优化，持续打造厦门眼科中心学术高地。公司成本费用管控持续向好，医疗行业板块直接材料成本同比-3.03%，营业成本同比-0.86%，毛利率同比+2.6%。公司加大投入研发，2022年研发投入0.5亿元，同比+95.5%。2022年新增专利等25个，以厦门眼科中心为技术中心实现“医教研”协同发展。

盈利预测与投资建议。预计2023-2025年归母净利润分别为6.9亿元、8.9亿元和11.2亿元，EPS分别为1.23元、1.59元、2元，维持“买入”评级。

风险提示：医院收入不及预期风险；行业政策风险；新冠疫情风险；医疗事故风险。

5.3 通策医疗（600763）：22年业绩阶段性承压，23年有望持续修复

受疫情影响营业收入略有下降，人力成本增加和新机构的期初亏损导致利润明显下滑。2022年Q1-Q3收入增速放缓，2022年Q4收入大幅下滑，其中12月受疫情影响最严重，门诊量同比下滑约23%。利润方面，公司2022年归母净利润5.5亿元，同比下降22%。除疫情因素外，公司增加医生人员储备，全年增加人力成本约1亿余元，加之大量新增机构尚未实现盈亏平衡，利润端出现负增长。随着公司新设机构逐步成熟，预计利润率会持续提升。

蒲公英医院快速成长，利润率水平环比提升。蒲公英医院累计开业36家，其中2022年新开业17家，逆势扩张。2022年蒲公英分院贡献收入约4亿元，同比增长96.5%，占总收入比约14.9%。利润方面，由于新增17家医院目前正处于培育期，生产力尚未充分释放，其中只有实现3家盈利；2021年以前开业的19家医院中已有14家处于盈利状态，预计随着疫情消散和医院品牌的建立，利润端持续放量。

疫情政策双重压制需求终将释放，逆势扩张蓄力来年可期。分业务条线看，2022年种植业务受种植牙集采政策影响，出现需求压制，待政策落地后预计将存在放量空间；此外，公司在2022年增加约1000人左右的人员储备，并在疫情散发的情况下，仍在加紧布局蒲公英医院下沉，随着种植牙集采政策落地，需求释放，2022年布局的供给端产能充足，2023年业绩可期。

盈利预测与投资建议。预计2023-2025年归母净利润分别为8.2亿元、10.7亿元和13.5亿元，EPS分别为2.54元、3.33元、4.20元，考虑到口腔医疗服务连锁化程度与眼科医疗服务的差异性，给予公司2023年70倍PE，对应市值574亿元，对应目标价179元，维持“买入”评级。

风险提示：收入不及预期风险；行业政策风险；医疗事故风险。

目 录

- 1 医疗服务存在供需缺口
- 2 医疗服务行业特性
- 3 连锁专科医疗机构研究方法
- 4 综合医院研究方法
- 5 相关标的
- 6 风险提示**

6 风险提示

- ✓ 政策风险；
- ✓ 医疗事故风险；
- ✓ 市场竞争格局恶化风险；
- ✓ 扩张不及预期风险等。

西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司 评级

买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下

行业 评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zmyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn