

康复赛道行业深度之一

老龄化加速需求觉醒，康复服务迎来黄金发展期

需求觉醒、政策支持、规模放量，我国康复医疗行业迎来关键拐点。在当前老龄化背景下，以第七次人口普查数据为核心的康复行业“产业拐点”已经到来，2020年我国60岁以上人口为2.64亿，占18.7%，其中65岁及以上人口1.9亿，占13.5%。相应的，以《关于加快推进康复医疗工作发展的意见》为核心的“政策拐点”随之出现，从顶层设计角度强调了发展康复医学的重要性与紧迫性，康复与养老成为下一阶段的重点民生话题。通过总结与比较以美国、英国、日本为代表的发达国家康复医疗发展历程，可以窥见我国未来行业的大致走向，我们认为，中国康复行业已初步构建了三级医疗体系分流不同病患，具备高速发展的必要条件，有望成为市场瞩目的千亿级蓝海市场。

康复医学是当代医学不可或缺的组成部分，其需求正在急速增长。根据《柳叶刀》研究统计，中国已成为全球康复需求最大的国家，术后康复群体、残疾人群体、慢性病患者群体、年老体弱群体、产后恢复群体呈现不同水平增长趋势。2011年中国医疗卫生机构康复服务总收入为109亿元，2018年为583亿元，期间CAGR达到26.9%，相关市场还未完全觉醒，预计2025年市场规模将达到2207亿元，千亿市场亟待挖掘，其中以神经系统疾病为代表的重症康复、老年康复和功能康复是发展热点。

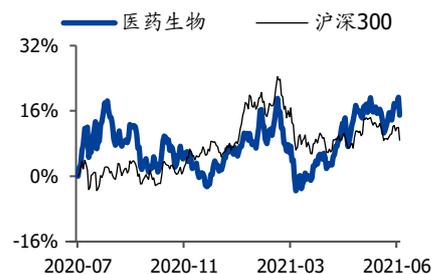
康复服务的供给缺口长期存在，正向政策吸引上市公司涉足康复医院运营。目前我国康复服务机构数量有限，床位与人员储备均不足以满足不断增长的需求，社会资本成为推动行业发展的主要力量。在康复医疗和社会办医两方面政策的双重利好下，近年来已有十多家上市公司通过自建、收购和托管的方式跨界涉足康复医疗服务，但整体布点较少，机构网络较为松散，行业龙头尚未确立，存在一定的市场空间。

重点关注大型连锁康复服务提供商三星医疗。公司以重症康复为核心业务，探索ICU、康复、高压氧深度融合之路，确立了民营机构的差异化竞争策略，医疗服务产业收入逐年增加，2020年为13.83亿元，占总营收的19.50%。其通过明州康复医院的实践，已经形成了一套具备盈利性与可复制性的模式供快速扩张，体内体外共有22家康复医院，其经营得较为成熟的康复医院单床营收可达35-45万元，净利率为15-20%。在康复医学加速发展的黄金阶段，三星医疗的产业布局也将逐步进入收获期，是未来潜在的康复连锁的龙头。

风险提示：政策风险、行业竞争风险、疫情风险、医疗事故、收购行为风险

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 缪牧一

执业证书编号：S0680519010004

邮箱：miaomuyi@gszq.com

分析师 张金洋

执业证书编号：S0680519010001

邮箱：zhangjy@gszq.com

相关研究



内容目录

一、康复医学：当代医学不可或缺的组成部分.....	4
二、他山之石：美、英、日的康复行业发展之路.....	6
2.1 美国：完善的三级康复医疗体系.....	6
2.2 英国：为人群提供高福祉的康复服务.....	10
2.3 日本：老龄化背景下的需求识别.....	11
三、国内康复服务行业迎双重拐点，千亿蓝海市场迅速扩容.....	13
3.1 四十年走出中国特色康复医学之路，行业发展迎来产业拐点与政策拐点.....	13
3.2 中国康复医疗市场规模为千亿级，景气度极高.....	17
3.3 国内康复服务市场面临供不应求的局面.....	19
3.3.1 不同康复需求群体均呈现增长趋势.....	20
3.3.2 康复服务的供给缺口持续存在.....	22
3.3.3 康复服务的人才储备相对不足.....	23
3.4 正向政策引导民营康复医院蓬勃发展.....	24
3.5 行业龙头尚未确立，康复服务市场多方登场.....	26
3.5.1 社会资本增加行业活力，市场竞争初具规模.....	26
3.5.2 康复专科优势清晰，可复制经验促进康复连锁布局.....	27
3.5.2 康复服务的黄金赛道热度高涨.....	29
四、重点公司介绍.....	30
4.1 三星医疗（601567.SH）：康复医院连锁先锋.....	30
4.2 华润医疗（01515.HK）：医疗平台踏足康复专科.....	31
4.3 和佳医疗（300273.SZ）：康复设备与康复服务协同发展.....	33
4.4 湘雅博爱：民营康复领域的学术龙头.....	34
4.5 永慈医院：海尔医疗旗下智能康复新标杆.....	35
五、风险提示.....	36

图表目录

图表 1：康复医学与相关学科.....	4
图表 2：康复医学多学科工作方法.....	4
图表 3：美国康复医疗机构分类.....	6
图表 4：美国五大康复医疗机构及其服务类型.....	7
图表 5：美国三家康复医疗机构营收情况.....	8
图表 6：美国 Encompass Health 营收构成（百万元，USD）.....	8
图表 7：美国 Select Medical 营收构成（百万元，USD）.....	8
图表 8：HealthSouth（Encompass Healthc）收购、出售一览表.....	9
图表 9：Encompass Healthc 财务指标（百万元，USD）.....	9
图表 10：Encompass Healthc 康复机构数量（家）.....	9
图表 11：英国牛津玛吉癌症康复中心外观.....	10
图表 12：英国阿伯丁玛吉癌症康复中心外观.....	10
图表 13：日本介护保险参保对象.....	12
图表 14：日本介护保险申请流程.....	12
图表 15：康复医学行业发展历程.....	13

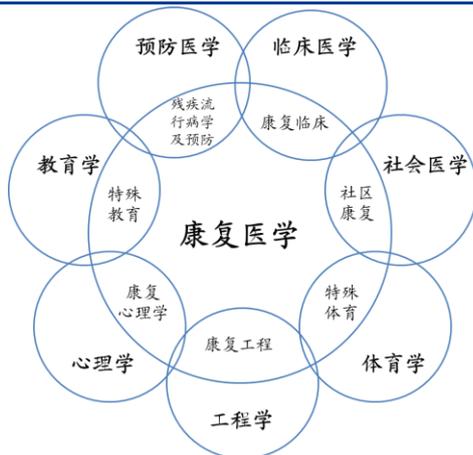
图表 16: 医保范围内的医疗康复项目	14
图表 17: 我国康复类医疗机构建设标准	15
图表 18: 《关于加快推进康复医疗工作发展的意见》具体规定	16
图表 19: 康复医疗产业链	17
图表 20: 中国康复医疗器械市场 2014-2023 (预计)	17
图表 21: 中国医疗卫生机构康复服务总收入及规模预测	18
图表 22: 中国卫生总费用	18
图表 23: 中国康复医院总收入	18
图表 24: 中国康复类医疗机构门诊服务次数	19
图表 25: 中国康复类医疗机构住院服务	19
图表 26: 康复医学科住院患者主要病种占比结构图	20
图表 27: 各级医院早期康复介入率	20
图表 28: 中国脑卒中患病人数 2014-2023 (预计)	20
图表 29: 中国 60 岁及以上老年人口占比	21
图表 30: 中国康复医院数量	22
图表 31: 中国医院康复医学科床位数量	22
图表 32: 中国康复医院人力资源	23
图表 33: 我国康复医学执业医师考核要求	23
图表 34: 我国康复医疗领域相关政策汇总	24
图表 35: 我国民营医疗机构建设相关政策汇总	25
图表 36: 中国公立与民营康复医院占比	26
图表 37: 头部民营康复服务提供商	27
图表 38: 部分上市公司医疗服务板块发展战略	27
图表 39: 三星医疗拟收购的三家康复医院业务情况	28
图表 40: 三星医疗拟收购的三家康复医院经营情况 2018-2020 年 (万元)	28
图表 41: 三星医疗拟收购的三家康复医院及体内康复医院 2020 年盈利情况 (万元)	28
图表 42: 上市公司涉足康复医疗服务情况	29
图表 43: 三星医疗服务板块收入及增速	30
图表 44: 三星医疗 2020 年主营收入占比	30
图表 45: 华润医疗医院网络	31
图表 46: 华润医疗旗下医院情况	32
图表 47: 南通和佳国际康复医院外观	33
图表 48: 南通和佳国际康复医院单人病房	33
图表 49: 湘雅博爱康复医院发展历程	34
图表 50: 永慈医院物联网医疗平台	35

一、康复医学：当代医学不可或缺的重要组成部分

康复医学是当代医学体系不可或缺的一部分。它是 20 世纪中期出现的一个概念，和预防医学、保健医学、临床医学并称为“四大医学”，1969 年世界卫生组织（WHO）首次对康复的概念进行了界定，1981 年对其进行重新定义。这是一门以消除和减轻病伤残患者的功能障碍，弥补和重建其功能缺失，设法改善和提高病伤残患者各方面功能的医学学科，也就是功能障碍的预防、诊断、评估、治疗、训练和处理。具体来说，主要涉及到利用物理因子和方法（包括电、光、热、声、机械设备和主动活动）以诊断、治疗和预防残疾和疾病（包括疼痛），研究使病、伤、残者在体格上、精神上、社会上、职业上得到康复，消除或减轻功能障碍，帮助他们发挥残留功能，恢复其生活能力，工作能力以重新回归社会。其中，运动疗法、作业疗法、言语疗法等是现代康复医学的重要内容和手段。

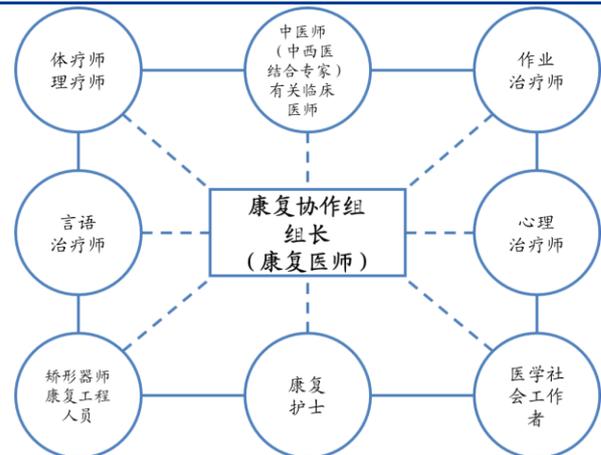
康复医学需要多个学科的配合从而实现全面康复的目标。这种工作方法称为多学科工作方法，并与相关学科结合从而产生了新的亚学科。在具体康复治疗中，则常采取跨学科性工作方法，即几个相关的康复治疗学科相互协作，各学科不仅发挥本学科的技术专长，而且在完成一任务时，要求在学科之间围绕一个共同目标——患者功能最大限度的恢复而相互配合、沟通、协调地完成自己应尽的职责。在患者康复的全过程，从功能评估、康复目标的拟订、治疗训练、复查、修订方案到最后总结，都应用这一协作组工作方法。

图表 1：康复医学与相关学科



资料来源：《中国康复医学》，国盛证券研究所

图表 2：康复医学多学科工作方法



资料来源：《中国康复医学》，国盛证券研究所

康复医学涉及的病种广泛，主要包括截肢、关节炎、手外伤、腰腿痛、颈椎病、肩周炎、脑卒中、脊髓损伤、儿童脑性瘫痪、颅脑损伤、周围神经疾病及损伤等，骨科和神经科疾病是康复医学最早和最主要的适应证。近年来，心肺疾病、慢性疼痛、糖尿病、癌症、艾滋病的康复也在逐渐展开。其中，重症、老年和功能性康复是近年来的发展热点。

➤ 重症康复 (High Dependent Unit, HDU)

重症康复集监护、治疗、护理和康复为一体，适合生命体征及病情趋于平稳，但仍需在监护下进行医疗护理和康复治疗的患者。2019 年我国重症医学科收治病人人数达到 211 万人，病死率为 8.3%。重症患者的病死率显著下降，但生存患者往往伴有很多功能障碍，严重影响着生活质量。重症监护室患者在抢救生命之后存在的三大问题：包括躯体、认知和精神；此外，获得性衰弱是生存者普遍存在的功能障碍。重症医学的发展催生了重症康复。重症康复科通过及早介入康复，可以有效提高生活质量，未来将从康复科前移，与临床学科的救治同步。

➤ 老年康复

康复医学的一个分支，是针对 65 岁以上的老年人群功能障碍的预防、评定和治疗的

方法。涉及的范围很广，既有正常老化的功能退变，又有伴随疾病造成的功能障碍，既针对老年期患病后的康复，又包括中青年残疾患者进入老年期后的康复。2010到2019年，中国60岁以上老龄人口从1.78亿（13.3%）增加到2.54亿（18.7%），平均每年增加约840万人。根据第七次人口普查结果，我国65岁及以上人口比重达到13.50%（1.9亿人），比2010年增加了5.44%。老龄化的加剧意味着与年龄相关性疾病群体规模正在增加。康复医疗对老年群体的生活质量起到很大的提升作用。具备综合性医疗服务的“医疗、康复、养老”模式将伴随着人口老龄化迎来巨大发展机遇。

➤ 功能康复

运动疗法是针对有运动功能障碍的患者改善关节活动度、肌肉功能、恢复平衡和协调等方面的训练。其中功能性训练是近年来逐渐兴起的疗法。主要针对骨骼肌肉系统损伤和骨科术后患者、竞技运动员和大众运动损伤。传统的运动康复仅局限于医院和专业的康复中心，未来新技术使得运动康复逐步渗透到社区和家庭当中。

与各种康复方向相对应，康复医学的适用对象十分广泛，主要包括以下四种人群：

- **急性伤病后及手术后的患者**，无论是处在早期、恢复期或是后遗症期，只要存在功能障碍，就是康复医学的对象。
- **各类残疾者**，包括肢体、器官和脏器损害所引起的各类残疾者，有肢体残疾、听力语言残疾、视力残疾、精神残疾、智力残疾、脏器残疾等。全世界残疾人占全球人口10%左右，且每年残疾人的总数还有增加的趋势。
- **各种慢性病患者**，其病程缓慢或反复发作，相应的脏器与器官出现功能障碍，而功能障碍又加重了原发病的病情，形成恶性循环。对慢性患者的康复治疗既可以帮助其功能恢复，也有助于防治原发病的进一步发展。
- **年老体弱者**，按照自然规律，老年人的脏器与器官功能逐渐衰退，其功能障碍严重影响健康，需要康复医学的帮助。康复措施有助于延缓衰老过程，提高生活质量。随着全球人口老龄化出现，其康复正受到更多的关注。

二、他山之石：美、英、日的康复行业发展之路

2.1 美国：完善的三级康复医疗体系

美国康复医学发展处于国际领先地位。美国的三级康复医疗服务体系大致分为急性期康复 (Acute Rehabilitation)、急性期后治疗 (Post - Acute Care, PAC) 和长期照顾 (Long Time Care, LTC)，目前已经形成了“基本格局稳定，家庭护理逐步增多”的发展趋势。其中，机构又分为：

- 住院康复机构 (IRFs)：仅限于预期在合理时间段内会有显著功能改善以及有可能重返社区环境的患者，既可是位于急性治疗医院内的独立区域，也可是一个独立机构；
- 长期急性护理机构 (LTACs)：提供急性期后康复治疗的患者住院机构；
- 专业护理机构 (SNFs)：为需要日常专业护理或康复服务的患者提供康复治疗。

图表3：美国康复医疗机构分类

就医地点	急性期	康复期	长期随访期
住院	住院康复机构 (IRF)	长期急性期护理机构 (LTAC)	
	院中院服务 (ARU)	专业护理机构 (SNF)	
门诊		康复门诊/社区门诊	
家庭护理			家庭护理/临终关怀

资料来源：公开信息，国盛证券研究

美国的临床康复医疗具有全面性、先进性、协同性、早期化的特点：

- **全面性。**康复医疗机构的全面性与康复治疗的全面性是美国康复医疗服务的特点之一。在联邦政府的支持下，不仅医院设有各类康复医疗科室，还在各地区设有独立的康复医疗中心，中心床位设置一般≤200张床位。美国的康复医疗机构主体形式包括住院康复、门诊康复、社区康复、家庭康复，同时以长期入院、短期入院、日托、夜托为依托与发展方向构成一个从上到下较为完善的康复医疗系统。在具体康复治疗方式上，康复医学与内科、外科、神经内科、骨科等科室相结合，同时在治疗手段方面，将理疗、心理治疗、语言治疗、作业治疗等结合为一个完整的服务链。
- **先进性。**美国医疗器械占据了全球41%的市场份额，产品的出口极大地刺激了美国医疗器械的发展。而庞大的市场发展，刺激了器械科技和产品的进步，从而决定了其康复医疗设备的先进性。
- **协同性。**美国的康复医学运行机制以康复医师为中心，康复治疗师，包括物理治疗师、职业治疗师、语言治疗师、心理治疗师，以及护理人员等在康复医师的领导与指示下共同合作、协调完成康复治疗的过程。
- **早期化。**美国康复医疗服务更倾向于早期康复治疗，提倡“前置介入”，通过对入院患者，即处于急性康复期的病人开展床边康复，保障康复治疗提早介入，帮助患者更快进行恢复。

美国康复医疗机构数量众多，约三万家左右，近几年趋于稳定。美国康复机构分布整体呈现“正金字塔”型，数量最多的是专业护理机构，有15000多家，占50%以上。由于家庭护理具有上门护理的便利性，且受Medicare计划覆盖，推动了业务的快速增长，数量

已经占到40%左右。而设立在综合医院内的康复科和康复病床规模都比较小，平均床位24张；康复专科医院则相对大一些，床位可达一百多张。全部平均康复医院床位数为33张，住院周期为12.7天，Medicare平均给付20153美元。

图表4：美国五大康复医疗机构及其服务类型

公司	住院服务	门诊	居家服务/临终关怀	咨询服务/支持服务
Encompass Health	IRF: 137家	无	上门照护服务、上门临终关怀	以合约形式管理4家住院康复中心
Select Medical	LTCH: 99家, 其中院中院70家; IRF: 30家	连锁门诊康复中心1788家, 平均配置6位专家/家	职业康复及退伍军人社区诊所服务	无
Kindred Healthcare	重症康复医院/过渡期照护医院: 75家; IRF: 118家	无	入户保健、安宁/临终关怀、社区关怀	管理99家院内康复中心, 为护理中心等机构提供康复服务和管理, 提供专业康复人员支持
Genesis Health	SNF: 444家; 辅助/老人生活服务: 26家	无	无	无
US Physical Therapy	无	诊所: 554家, 平均每家诊所的运营年限为11.03年	无	承包管理31家物理治疗机构

资料来源：公司年报，公开信息，国盛证券研究所

美国多次改变了对康复医疗的支付规则，当前采用FRGs-FIM的模式。据美国国家卫生统计中心统计，美国全部康复费用每年约为592亿美金，但该数字在卫生总费用的占比仅为个位数，其支付模式主要分为3个阶段：

➤ 第一阶段：按服务付费（1965-1982年）

该阶段住院康复医疗和急性病住院医疗费用尚未分开，医疗提供方提供服务后，按照报销标准和比例进行结算，即后付费制度。

➤ 第二阶段：综合医院与住院康复医院支付政策分化（1982-2002年）

20世纪80-90年代，美国康复医疗体系在医疗保险制度的指导下，借助DRGs政策，使用预付制，迎来快速发展期。但由于DRGs在当时仍处于雏形阶段，主要适应症是针对诊断明确、治疗方法相对一致、治疗程序相对稳定且住院时间较短的疾病，而住院康复医疗、精神类疾病等四类治疗住院时间长、治疗复杂且费用高，未采取DRGs支付办法，继续沿用按服务付费制。在此背景下，由于对急性病住院医疗实施DRGs定额预付制，对康复住院医疗实施按服务项目支付的后付制，一方面促使综合性医院和急诊医院尽可能地加快周转，将患者转入非急性病或专科医疗机构，另一方面为了获得更多的费用补偿，大力扩充康复床位或新建康复医疗机构。对急性后期治疗PAC的需求应运而生，带来了几十年美国康复医学发展的黄金时期，康复专业医疗机构、长期护理机构数量快速增长，康复费用也相应激增，1985~1995年的10年间，Medicare支付的康复医疗费用以每年20%的速度递增，到1995年超过了4.3亿美元。其后美国多次临时调整了支付价格，但支付模式未有变动。

上述的美国五大上市康复医疗机构Encompass Health、Select Medical、Kindred Healthcare、Genesis Health和US Physical Therapy均在这个期间成立，茁壮成长，并成功实现上市或收购等资本运作。

➤ 第三阶段：预付制时期FRGs（2002年至今）

2002年后在DRGs定额预付之基础上，将“功能状况”作为判断因子，急性后期康复机构开始采用FRGs-FIM（Function Related Groups - Function Independent Measure）付费制度，以改善患者功能、确保流畅转诊为首要目标，建立起系统发展、全面覆盖的康复服务体系。FRGs-FIM以患者功能障碍水平、年龄和并发症为单位计算定额，先按残疾、残损的标准将患者分类，再按患者功能状况和年龄分为若干组，测算出每组每个分类级别的医疗费用标准，并结合住院天数确定一个费用定额，以每个出院

患者为支付单位。该体系下，治疗方案得到优化，住院周期及疗效得到有效管控，同时大大降低了费用支出，延用至今。

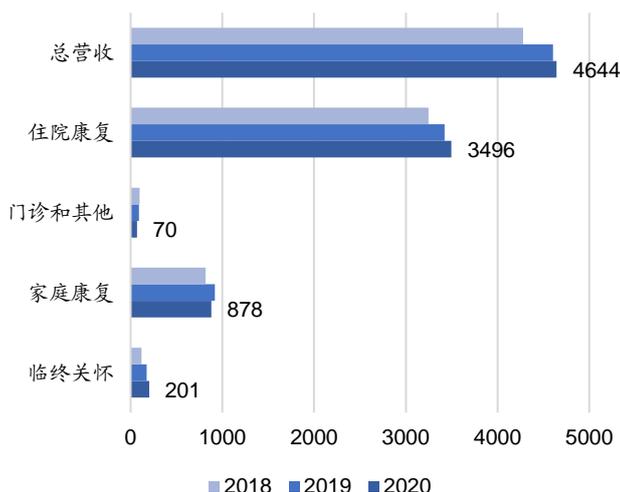
住院康复服务是美国康复医疗机构的主要收入来源。从较大的三家上市康复医疗机构 Encompass Health、Selected Medical 和 Kindred Healthcare 的运营情况来看，住院康复和重症康复营收体量大，该类项目在 Medicaid 和 Medicare 中的报销比例也较高。

图表5：美国三家康复医疗机构营收情况

公司	业务分类	规模	营收(USD)	患者人群	支付方
Encompass Health	住院康复	137家	35.0亿	91%的患者是术后病人	2018年、2019年及2020年，约76.2%、75.3%及70.6%来自Medicaid和Medicare
	家庭康复	241家	8.8亿	老年慢性病、活动受限患者为主	2018年、2019年及2020年，约86.5%、85.9%及84.5%来自Medicaid和Medicare
Selected Medical	危重康复医院	99家	20.8亿	与心衰、复杂传染病、呼吸衰竭和肺部疾病、需要长时间恢复的复杂手术、肾脏疾病、神经事件和创伤相关的并发症	2018年、2019年及2020年，约51%、49%及43%来自Medicare报销
	康复医院	30家	7.4亿	包括脑脊髓损伤、中风、截肢、神经系统疾病、骨科、小儿先天或后天残疾、癌症等综合康复	2018年、2019年及2020年，约50%、50%及47%来自Medicare报销
	门诊康复	1788家	9.2亿	工伤，手部治疗，脑震荡后康复运动训练服务	约83%的收入来自商业支付方
	健康中心	517家	15.0亿	工伤赔偿、雇主服务、临床检测健康计划和预防保健	约56%来自工人赔偿金
Kindred Healthcare (退市)	家庭医疗	608家	18.2亿	家庭健康、临终关怀、社区护理和紧急护理	78.8%的收入来自Medicaid和Medicare
	长期照护	75家	21.1亿	重症监护和护理计划	55.6%的收入来自Medicaid和Medicare
	住院、门诊康复	住院康复机构118家 康复诊所123家	14.5亿	物理治疗、职业治疗以及言语病理学服务	

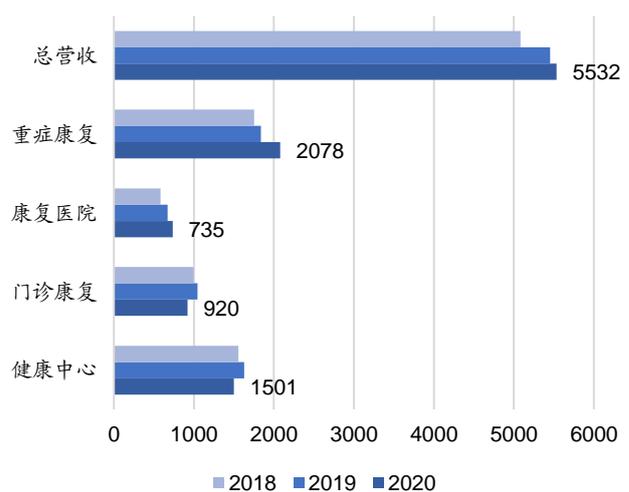
资料来源：公司年报，国盛证券研究所

图表6：美国 Encompass Health 营收构成 (百万元, USD)



资料来源：公司年报，国盛证券研究所

图表7：美国 Select Medical 营收构成 (百万元, USD)



资料来源：公司年报，国盛证券研究所

Encompass Health 是美国最大的住院康复服务提供商。Encompass Health 原名 HealthSouth (南方保健)，1986年在纳斯达克上市。1988年以 HRC 的代码挂牌纽交所之后，公司开始全美布局，至1990年，南方保健康复公司在全美已拥有50家连锁医院，并在1992年完成了超过4亿美元的年收入。1993年，南方保健康复公司开始了以收购

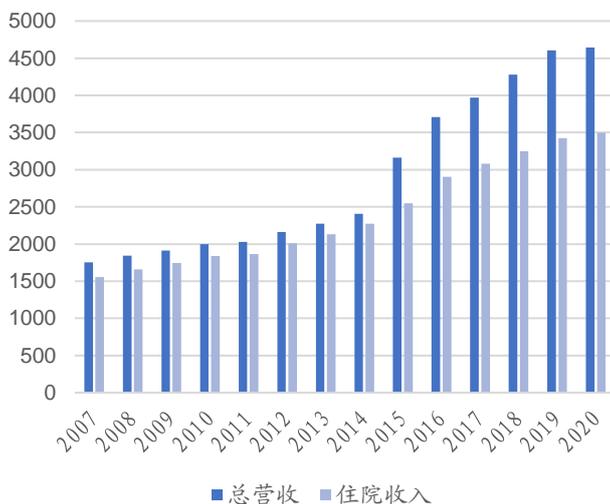
为长远战略目标的扩张，在美国、英国、澳大利亚等国家拥有超过两千多所医疗机构，并在全球雇佣了五万多名医生，每天接诊量超过12万。公司发展期间，经历了一次会计丑闻，1991年 Medicare 指控南方保健公司旗下医院存在非法增加门诊治疗和住院费用的情况，伴随 Medicare 修改医保资金偿付方法，公司的年利润直降93%，同时1998年“虚假做账”的真相浮出了水面。其后，从危机中恢复的南方保健相继出售了自己的门诊和诊断业务，并于2014年收购家庭护理供应商 Encompass Home Health 并更名，确立了住院康复与家庭康复的两大主要发展方向。从目前该公司的患者接诊数、营收及医院数量三个指标看，Encompass Health 已经成为全美同类业务中的佼佼者，2020年营收约46亿美元，市值已经超过了60亿美元。从1984年创建至今的35年里，经历了三次更名和更换CEO的风雨飘摇后，依旧能稳步向前，走在健康发展的路上。

图表8: HealthSouth (Encompass Healthc) 收购、出售一览表

时间	事件	价格(亿元, USD)
1993	收购 National Medical Enterprise	3.00
1994	收购 ReLife	1.80
1995	收购 Surgical Health Corporation	1.55
1995	收购 Novacare	2.15
1996	收购 Health Images	未披露
1997	收购 Horizon/cms	18.00
1999	收购 Comlumbia/HCA	未披露
2007	出售 600 家门诊中心给 Select Medical	2.45
2007	出售 139 家门诊手术中心和 3 家手术医院给 TPG	9.20
2007	出售诊断医疗业务给 Gores Group	0.48
2014	收购 Encompass Home Health	7.50

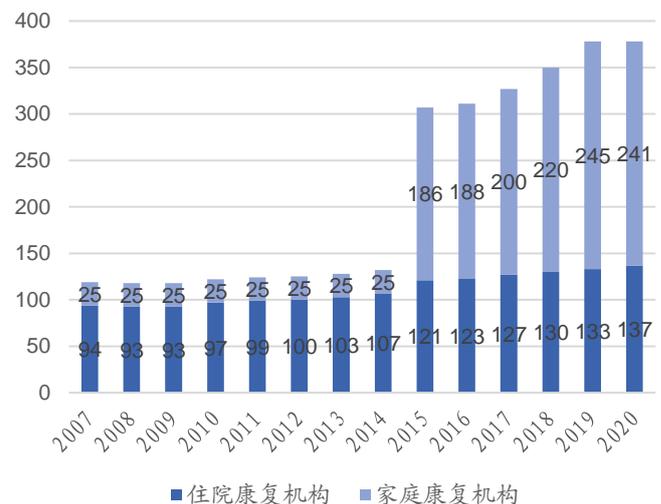
资料来源: 动脉网, 公开资料, 国盛证券研究所

图表9: Encompass Healthc 财务指标 (百万元, USD)



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表10: Encompass Healthc 康复机构数量 (家)



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

康复医疗的支付对相关上市公司有较大的影响。Kindred Healthcare 于2018年6月底，终止在纽交所股票交易，暂时退出二级市场舞台，其原因之一就在于对全美最大到家护理服务运营商 Gentiva Health 的收购，叠加主要支付方 Medicare 控制报销比率。2017年支付价格比前一年总体下降了0.7%，而 Kindred Healthcare 到家护理业务75%以上的收入来自 Medicare 报销，临终关怀业务则有94%来自于 Medicare，对 Medicare 支付价格的下降对公司的整体收入影响很大，导致了公司财务情况恶化，并最终退市。

康复领域仍然是美国医疗产业中一个相对薄弱的分支。根据美国医疗照顾和医疗辅助中心（CMS）的统计数据，美国2015年有9164名是康复专科或亚专科医生，占临床医生的1.1%，每35074名美国人，有1名康复科医生。美国的康复医生数量，是家庭全科医生或普通内科医生数量的约1/10。其医疗教育培养模式相对稳定和系统，对康复医学人才的要求较高。康复治疗师一般在经历4年本科培养后，便可执业，但随着康复医疗的发展和居民对康复医疗要求的不断提高，大多数治疗室会选择更高学历的康复治疗师，以在临床获得更好的治疗效果。相比于治疗师，康复医生的要求则相对会高一些，除了必须取得博士学位，同样要进行专科医师培训，取得康复医师执照后方可单独执业。

2.2 英国：为人群提供高福祉的康复服务

英国康复医学历史悠久，发展水平较高。根据英国卫生部2016年年度统计数据，英国有1200万残疾人士，约占人口数的1/5。英国的各级康复机构分工明确，主要以专门康复机构与大医院中康复科室的形式存在。康复工作由康复医师和康复治疗师团队协作完成，各级康复机构的分工不同，大型综合康复中心较为少见，侧重于各个专业分科的专门康复机构、以及综合医院内的康复科室则相对普遍，主要由专门康复机构、综合医院中的康复科室、日间康复门诊、社区康复中心、军事康复中心五类构成。

英国康复医疗服务的提供方式不同，其康复医疗服务有自己的特点。

- **资源合理配置**，英国国家健康体系(NHS)在国家卫生部的统一领导下，合理统筹分配各级医疗机构资源，为居民提供较为完善的康复医疗服务。
- **学科融合**，将各科室与康复医学相结合，在神经科、老年病科、风湿病科等康复需求量大的病区中，派遣了康复治疗师合作进行转诊，及时向患者、家属甚至病区医护人员传播康复理念和知识，联系了康复和综合医疗科室。
- **高福祉水平**，有能力投入大量资金。英国康复医学会(BSRM)曾于2009年出版了《国家卫生体系内慢性疾病康复服务英国康复医学会标准》，侧重于神经康复机构设置，要求每1-3百万人口必须配有一家康复机构(S5)，每100万人口至少提供60张床位，其中专业康复机构最少需要20张左右的床位；且康复服务必须每天24小时向患者开放(条目S16)；所有重大康复会议必须由各个学科共同参与(S17)。
- **以患者为中心**，同整个NHS系统的其他组成部分相一致，康复医疗服务同样坚持以患者为中心，致力于提高患者满意度，形成了入院-出院-回归家庭和社区、从机构康复到社区康复的一条服务链。将医院营造为更为温馨舒适的环境，减轻患者压力，设立影院，调节患者心理健康，辅助治疗。对幼儿、老人等特殊患者的康复服务更具反馈性，进行家访以保障患者及时得到康复服务。

图表 11: 英国牛津玛吉癌症康复中心外观



资料来源：百度图片，国盛证券研究所

图表 12: 英国阿伯丁玛吉癌症康复中心外观



资料来源：百度图片，国盛证券研究所

英国具有独特的支付体系。自 NHS 在 1984 年成立以来，绝大多数英国居民享受了免费服务，其资金主要来自普通税收，而不是保险支付，康复医疗服务同样享受 NHS 系统的免费使用原则。具体来看，NHS 分为两部分：初级医疗以及二级医疗，初级医疗是大部分患者最先接触的机构，二级医疗又被称为急性医疗，分为选择性医疗和急诊。其中，选择性医疗由特定专业的医师或外科医生提供，需要通过全科医生转诊，而康复机构或科室通常都属于二级医疗范畴。也就是说，住院病人或者通过全科医生（GP）转诊的患者，才能够享受康复服务，甚至综合医院的康复门诊、社区康复中心也都需要 GP 转诊。

英国在康复医疗师的培养模式上与其他发达国家无异，康复医师和康复治疗师在经过大学或专业康复学校教育后，取得医学学位；毕业生首先要在国家认可和制定的医疗机构进行 4 年专业进修，随后通过国家考试，取得康复医师执照后方可从业。

2.3 日本：老龄化背景下的需求识别

日本是亚洲国家中康复医学较为发达的国家。日本的康复医学起源于二战后，最初服务于退伍受伤士兵以及因患脊髓灰质炎而致残的居民，受康复理念发展的影响，康复医疗服务逐渐扩展为全体伤残人群。一般根据治疗疾病的不同将康复设施建设分为心血管系统康复设施、脑血管疾病康复设施、运动系统康复设施、残疾患儿康复设施、呼吸系统康复设施、难治性神经系统疾病康复设施，以及集团交流康复设施等七大类。每一类又根据规模大小及人员配备情况分为 I、II、III 型。虽然相对欧美国家起步晚，但依靠高科技和高投入，以及完善的人才培养体系，已建立了一套从急性期住院、恢复期住院、短期住院、社区康复、日间照料、家庭康复、访问康复等一系列成套康复体系，康复对象不仅涵盖各种身体、心理问题的残疾人，还覆盖了老年人、生活需要辅助者。具有以下特点：

- **国民康复意识强**，同英国类似，日本的康复医疗也坚持以患者为中心，但值得一提是，由于普遍的国民康复意识强于他国，康复医师、康复治疗师与护理人员之间配合更为默契。
- **强调学科融合**，无论是门诊康复、综合性医院康复科或康复中心，康复医师必须掌握肌电图等必备的诊疗技术，另外，假肢支具、轮椅等方面的知识与技能也是日本康复医师必修课。
- **分工明确**，日本康复医师与治疗师职责分明，医师的工作是会诊病人，解决临床诊断与治疗，并做功能评定，确定障碍的程度，而治疗师的工作是根据医生的处方进行相关专业的功能评估及治疗，严格执行医师处方。

需求拆分促进了日本机构与体系转变。为解决老年人长期住院不出产生的医疗费用负担，日本在 2000 年开始实行的介护保险制度，缓解了“社会性住院”问题。2001 年，日本厚生省和劳动省合并成为厚生劳动省，以及《国际功能，残疾和健康分类》（ICF）概念引入日本，将康复与养老需求进行了一定程度的拆分，为日本康复事业的发展注入了新的活力和理念。尤其是随着早期康复的引入，医院中各个科室合作越发紧密。医院可以建立恢复期病房，与之相对应的各个康复机构的运营管理和服务管理模式也发生了巨大变化，日本康复事业真正实现了腾飞。

日本采取了保险全覆盖的方式，康复医疗以“根据康复疗效收费”为准则，按照单位和点数收费，每治疗 20 分钟计 1 单位，在不同规模的康复设施 1 单位所对应的点数不同，点数收费标准相同，为 1 点计费 10 日元。例如，在社区康复设施中，1 单位计 100 点，治疗费用为 1000 日元，而在规模较大的综合康复设施 1 单位计 235 点，也就是治疗费用为 2350 日元，医疗保险按照疾病程度分配总的点数。在恢复期康复病房中根据患者残疾程度不同分为两类基本住院费用标准，标准 1 为每天 1720 点，标准 2 为每天 1600 点，在病房中重症患者大约占 20% 以上。这种政策制定的鼓励患者选择社区机构进行长期的康复治疗，促进了社区康复医疗机构的发展。

日本康复体系以养老需求和居家照护为主。以日医学馆、损保控股、贝内斯控股、Tsukui、西科姆为代表性的公司均以养老产业为主要方向。作为世界上最早进入老龄化的国家之一，日本目前65岁以上老龄人口已经占总人口的30%，且比例不断走高，有康复需要的老年人日渐增多。在专为此问题颁布的介护保险中，介护等级从移动、进食、排泄、洗浴、穿脱衣、视听力、修饰、记忆力、情绪行为、工具使用10项合计85项细项标准将老人的介护等级分为7类。介护等级必须经过指定程序经过官方指定机构进行评估，持有评估鉴定意见，并且每半年需重新评估一次。介护评估等级为“要支援”的老人，介护保险只给予报销上门居家养老服务项目和日间照料项目；“要介护”等级的可以另外报销机构养老服务。

图表 13: 日本介护保险参保对象

年龄段	是否参保	保费来源	是否享受介护险
65岁及以上	参保	退休金中扣除	无限制，均可享受
40-64岁	参保	用人单位代扣应缴部分后与医保费一并缴纳	只有患痴呆、中风等15种疾病造成失能的可享受
40岁以下	不参保	—	—

资料来源: 颐养咨询, 国盛证券研究所

图表 14: 日本介护保险申请流程



资料来源: 颐养咨询, 国盛证券研究所

日本确立了较为细致的康复人才体系。进入医疗机构的人员分工明晰，医生、康复专职护士、理学治疗师（PT）、作业治疗师（OT）和语言康复师（ST）、护工，各司其职。日本同样设有康复学校或者专业，培养康复专业人员。在康复医生培养上，学校修业3年以上，毕业生同样要经过3-5年的毕业后教育，通过国家康复医学会考核，才授以相应的职称。学校并不只限于培养康复医师，也培养高水平的康复专门护士和护工，同时还设有专门的物理治疗专业，通过3-4年的专业学习，培养康复治疗师。

三、国内康复服务行业迎双重拐点，千亿蓝海市场迅速扩容

3.1 四十年走出中国特色康复医学之路，行业发展迎来产业拐点与政策拐点

我国康复行业的发展大致经历了四个阶段。

- **萌芽阶段（解放至1957年）：**1949年中华人民共和国成立后，我国尚无“康复医学”的概念。由于学科领域不清晰，专业人才匮乏，独立的康复医学的科学研究基本处于空白状态。国家百废待兴，为了满足人们对伤病的治疗和疗养需求，康复医学的摸索仅在北京、上海、武汉、南京等大城市少部分开展。前苏联援助我国建立了以理疗、体疗和疗养为主体的康复相关体系。1954年—1957年间原卫生部在北京、沈阳先后举办了理疗培训班和体疗培训班，培养了新中国第一代以南登昆、缪鸿石、冯玉书、黄桦、唐德修等为代表的理疗专家和以曲绵域、周士枋、卓大宏、范振华、陈庭仁、赵翱、吴慧敏等为代表的运动医学和体疗专家。我国还选派了一批学者到前苏联攻读副博士学位，这些学者成为了我国康复医学的先驱和奠基人。
- **起步阶段（1958-1989年）：**现代康复医学的理念引入我国，我国康复医学的学科名称应用始于1982年，当年，国家卫生部选择若干机构试办康复医疗中心，中山医学院成立了我国第一个康复医学研究室。1988年中国康复研究中心的落成标志着我国现代康复医学事业的起步。
- **提升阶段（1989年-2008年）：**1989年，卫生部规定二级以上医院必须建立康复医学科，是综合医院必须建立的12个一级临床学科之一。1991年，《康复医学事业“八五”规划》出台，残疾人的康复工作被纳入国家发展规划，并在“九五”、“十五”期间，将康复行业的建设由点向面推开，二十余省、自治区、直辖市先后成立康复服务机构。
- **发展阶段（2008年至今）：**2008年汶川地震发生后，大规模伤员康复医疗工作启动，激发了政府和公众对于康复医疗的重视，促进了多个康复中心项目启动。党中央、国务院在深化医药卫生体制改革的重大决策部署中提出“防治康”三结合的方针，将康复行业的发展列为重点任务。“十二五”后，我国多省开始启动三级康复试点工作，探索构建分层级、分阶段的康复医疗服务体系。

图表 15：康复医学行业发展历程

时间	主要事件
1949年	为满足人们对伤病的治疗和疗养需求，康复医学开始萌芽
1955年	卫生部委托北京医学院主办的“医疗体育高级师资培训班”。
1982年	“康复医学”的名称开始应用，国家卫生部选择若干机构试办康复医疗中心
1984年	全国高等医学院校建议增设康复医学课程
1988年	中国康复研究中心的落成
1989年	卫生部规定二级以上医院必须建立康复医学科
1991年	《康复医学事业“八五”规划》出台
1995年	中国在20余省设立康复医疗服务机构
2001年	“十五”计划重申“发展康复医疗的决策”
2002年	《关于进一步加强残疾人康复工作的意见》
2008年	汶川地震后康复需求激增

资料来源：卫健委，国盛证券研究所

上世纪80年代正式起步以来，我国康复医学事业已取得巨大进步。2010年起，国家首次将运动疗法、作业疗法等9项康复项目纳入医保支付范围，标志康复医疗正式得到政府支持，成为基本医疗服务建设的一部分。为进一步提高保障水平，满足广大参保人员对康复医疗的临床需求，2016年，多部门联合发文要求将“康复综合评定”等20项康复项目也纳入医保，展现了我国对康复医疗价值逐步认可的趋势。

图表 16: 医保范围内的医疗康复项目

时间	项目	限定支付范围
2010	运动疗法	限器质性病变导致的肌力、关节活动度和平衡功能障碍的患者，一个疾病过程支付不超过3个月，每日支付不超过2次(包括项目合并计算)。
	偏瘫肢体综合训练	一个疾病过程支付不超过3个月。
	脑瘫肢体综合训练	限儿童，3岁以前每年支付不超过6个月，3岁以后每年支付不超过3个月，总支付年限不超过5年。
	截瘫肢体综合训练	一个疾病过程支付不超过3个月
	作业疗法	限器质性病变导致的生活、工作能力障碍，一个疾病过程支付不超过3个月；每日支付不超过1次。
	认知知觉功能障碍训练	限器质性病变导致的认知知觉功能障碍；一个疾病过程支付不超过3个月。
	言语训练	限器质性病变导致的中、重度语言障碍；一个疾病过程支付不超过3个月；每日支付不超过1次。
	吞咽功能障碍训练	限中、重度功能障碍，限三级医院康复科或康复专科医院使用，一个疾病过程支付不超过3个月。
	日常生活能力评定	限指定目录所列康复项目在具体实施中设计的日常生活能力评定，一个疾病过程支付不超过4次。
	康复综合评定	有明确的功能障碍，一个住院期间医保支付不超过三次，两次评定间隔时间不短于14天。
	吞咽功能障碍检查	一个疾病过程支付不超过三次。
	手功能评定	明确手功能障碍患者，总时间不超过90天，评定间隔时间不短于14天。
	平衡试验	评定间隔时间不短于14天。
	平衡训练	有明确的平衡功能障碍，一个疾病过程支付不超过90天。
2016	表面肌电图检查	有明确的神经肌肉功能障碍，一个疾病过程支付不超过两次。
	轮椅技能训练	需长期使用轮椅且能够自行操作患者，支付不超过30天。
	耐力训练	由于疾病或损伤导致的全身运动耐力下降患者，一个疾病过程支付不超过90天。
	大关节松动训练	有明确的关节活动障碍，一个疾病过程支付不超过90天。
	徒手手功能训练	有明确的手功能障碍，一个疾病过程支付不超过90天。
	截肢肢体综合训练	上肢训练支付不超过30天，下肢训练不超过20天，髋关节或肩关节离断、高位大腿截肢训练支付不超过90天。
	小儿行为听力测试	6岁以下疑似听力障碍的儿童，由取得听力师或助听器验配师资格并经过小儿听力学培训的人员操作。
	孤独症诊断访谈量表(ADI)测评	6岁以下疑似孤独症患者。
	日常生活动作训练	存在日常生活活动能力障碍(ADL)的患者，重度患者支付不超过90天，中度患者支付不超过60天，轻度患者支付不超过30天，每14天训练经功能量表评定后取得明确功能进步才可继续支付。
	职业功能训练	法定就业年龄段且有就业意愿，经过PARQ医学筛查适合进行职业功能训练的患者，支付不超过90天。
	精神障碍作业疗法训练	限精神障碍康复期患者。在精神卫生机构或康复医疗机构，由具有资格的精神卫生专业人员或在其指导下的社工操作，每年支付不超过90天，每天支付不超过一次。
	减重支持系统训练	由神经、肌肉、骨骼疾患导致的独立行走障碍患者，支付不超过30天。
电动起立床训练	住院期间，以减少卧床并发症为治疗目的或者以直立行动为康复目标，支付不超过30天。	
儿童听力障碍语言训练	6岁以下听力障碍儿童，由取得听觉口语师资格的人员开展，以个别化训练为主要方式，每周最多支付一次，支付不超过一年。	
言语能力筛查	疑似言语功能障碍患者，不包括言语功能不能恢复的患者，一个疾病过程支付不超过两次。	

资料来源: 卫健委, 国盛证券研究所

康复专科医院、综合医院康复医学科和其他社区中心是我国康复医疗体系的主要组成部分。政策对公立及民营康复医疗机构的开设均设置了相应标准，对建筑、床位、人员、科室与设备提出了具体要求，主要包括康复医院、综合医院康复医学科、康复中心和护理中心。目前暂不设一级康复医院，由基层医院提供基本康复、护理与居家照护等相关服务。

图表 17: 我国康复类医疗机构建设标准

机构类型	功能定位	床位设置	专业设置
三级康复医院	提供和发展专业化、危重症康复医疗服务。	住院床位总数 300 张以上，其中康复专业床位 75% 以上。	1. 临床科室：至少设骨与关节康复科、神经康复科、脊髓损伤康复科、儿童康复科、老年康复科、心肺康复科、疼痛康复科、听力视力康复科、烧伤康复科中的 6 个科室，以及内科、外科和重症监护室； 2. 治疗科室：至少设物理治疗室、作业治疗室、言语治疗室、传统康复治疗室、康复工程室、心理康复室和水疗室； 3. 评定科室：至少设运动平衡功能评定室、认知功能评定室、言语吞咽功能评定室、作业日常生活活动能力评定室、心理评定室、神经电生理检查室、心肺功能检查室、听力视力检查室、职业能力评定室中 7 个； 4. 医技科室； 5. 职能科室。
二级康复医院	提供和发展专业化康复医疗服务。	住院床位总数 100 张以上，其中康复专业床位占 75% 以上。	1. 临床科室：至少设置骨关节康复科、神经康复科、儿童康复科、老年康复科、听力视力康复科、疼痛康复科中的 3 个科室以及内科、外科、重症监护室； 2. 治疗科室：至少具备物理治疗、作业治疗、言语治疗、传统康复治疗功能； 3. 评定科室：至少具备运动平衡功能评定、认知功能评定、言语吞咽功能评定、作业日常生活活动能力评定、神经电生理检查、听力视力检查中的 5 项功能。 4. 医技科室； 5. 职能科室。
三级综合医院康复医学科	根据医院级别和功能提供康复服务，以疾病、损伤的急性期临床康复为重点，与其他临床科室建立密切协作的团队工作模式，提供早期、专业的康复医疗服务，提高患者整体治疗效果，为患者转入专业康复机构或回归社区、家庭作准备。	医院总床位数的 2%-5%。	1. 独立设置门诊和病区； 2. 设置具备临床康复评定功能的物理治疗室、作业治疗室、言语治疗室、传统康复治疗室、康复工程室等。
二级综合医院康复医学科	为慢性病、老年病以及疾病治疗后恢复期、慢性期康复患者提供医学康复服务，促进功能恢复或改善，或为身体功能障碍人员提供功能锻炼为主；辅以基础医疗措施的基本康复诊断评定、康复医疗和残疾预防等服务。	至少为医院床位数的 2.5%，不得少于 10 张床位。	1. 开展以功能促进及残疾评定为目的的功能评测； 2. 开展脑损伤、周围神经损伤、骨关节系统损伤、慢性疼痛康复医疗，儿童、老年、肿瘤、中医康复治疗，以及明显功能障碍稳定期或后遗症期的康复处理； 3. 物理治疗、作业治疗、言语治疗和康复辅具应用； 4. 供满足所开展康复医疗服务需要的医学影像、医学检验、药事、营养和消毒供应等服务。
康复医疗中心	为失能、失智或长期卧床人员提供以日常护理照顾为主；辅以简单医疗措施，提高患者生存质量。	提供住院康复医疗服务的，设置住院康复床位总数 20 张以上；不提供住院康复医疗服务的，应设置不少于 10 张的日间康复床。	1. 为年老体弱、失能失智和长期卧床人员提供普通内科诊疗、日常医疗照护、基础康复医疗等； 2. 提供满足所开展医疗护理服务需要的医学影像、医学检验、药事、营养膳食和消毒供应等服务。
护理中心		护理床位总数 20 张以上。	

资料来源：卫健委，国盛证券研究所

目前三级康复医疗体系格局初现，支付模式尚待明确。结合国际经验来看，我国不同类型的康复医疗服务基本已经覆盖了从急性期、康复期到长期照护的需求。分布呈正三角式，顶端的早期介入、急性期及危重症康复机构因专业性要求高而相对较少，终端的普通康复、社区照护和居家养老类服务边界模糊，格局较为混乱，三级康复医疗体系格局已初步构建，但未有清晰的梳理，机构间定位还未完全分离。同时，发达国家医保模式以按病种支付或按疗效支付为主，并根据国情在康复领域作一定改革与创新以控制费用支出。而我国还处于医疗保障支付从总额预付制整体向 DGRs（疾病诊断相关分类）与 DIP（按病种分值付费）转变的试点和推广过程中，康复领域的特定支付方法和范围暂未定论，各地均不相同，尚待明确，未来可能会参考美国的 FRGs-FIM 模式发展。

我们认为，我国的康复行业已经逐步进入第五个阶段，即高速发展期，核心的代表性拐点是第七次人口普查数据为核心的“产业拐点”以及以《关于加快推进康复医疗工作发展的意见》为核心的“政策拐点”：

- **产业拐点：消费升级推动老龄化社会康复需求觉醒。**截至 2018 年年底，我国 60 岁及以上老年人口达 2.5 亿，且其占比逐年升高，第七次全国人口普查数据显示，2020 年为 2.64 亿，占 18.7%，其中 65 岁及以上人口 1.9 亿，占 13.5%，已经呈现了较为严重的老龄化问题，且会在今后较长一段时期成为我国的基本国情。在消费升级趋势和健康意识普及的大环境加持下，老年人将更加注重生命质量，康复医疗得到重视，成为极有增长潜力的黄金赛道。
- **政策拐点：康复医疗迎来政策顶层设计文件。**2021 年 6 月，为贯彻落实党的十九届五中全会精神和实施健康中国、积极应对人口老龄化的国家战略，进一步加强康复医疗服务体系建设，加快推动康复医疗服务高质量发展，逐步满足群众多样化、差异化的康复医疗服务需求，国家卫生健康委、国家发展改革委、教育部、民政部、财政部、国家医保局、国家中医药管理局、中国残联八部委制定了《关于加快推进康复医疗工作发展的意见》。《意见》奠定了下一阶段康复事业高速发展的基调，强调了三级康复网络建设的重要性，明确了康复早期介入、多学科合作和疑难危重症康复的重要性。《意见》提出到 2022 年，逐步建立一支数量合理、素质优良的康复医疗专业队伍，每 10 万人口康复医师达到 6 人、康复治疗师达到 10 人，到 2025 年，每 10 万人口康复医师达到 8 人、康复治疗师达到 12 人的目标。目前来看，距离该目标的实现还有一定距离。

图表 18：《关于加快推进康复医疗工作发展的意见》具体规定

涉及角度	具体内容
机构设置	1、推动医疗资源丰富地区的部分一级、二级医院转型为康复医院； 2、支持和引导社会力量举办规模化、连锁化的康复医疗中心，增加辖区内提供康复医疗服务的医疗机构数量； 3、原则上每个省会城市、常住人口超过 300 万的地级市至少设置 1 所二级及以上康复医院；常住人口超过 30 万的县至少有 1 所县级公立医院设置康复医学科；常住人口 30 万以下的县至少有 1 所县级公立医院设置康复医学科门诊。
床位设置	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。
服务网络	借助城市医疗集团、县域医共体、专科联盟、远程医疗等多种形式，建立不同医疗机构之间定位明确、分工协作、上下联动的康复医疗服务网络。
人才培养	1、加强康复医疗人才教育，积极设置康复治疗学和康复工程学等紧缺专业； 2、强化康复医疗专业人员岗位培训。
制度建设	1、完善康复医疗工作制度、服务指南和技术规范； 2、统筹完善康复医疗服务价格和医保支付管理； 3、推动康复医疗相关产业发展。
重点领域	1、以提升康复医疗服务能力为核心，重点加强三级综合医院康复医学科、三级中医医院康复科和三级康复医院的康复早期介入、多学科合作、疑难危重症患者康复医疗服务能力； 2、鼓励有条件的医疗机构创新开展康复医疗与外科、神经科、骨科、心血管、呼吸、重症、中医等临床相关学科紧密合作模式； 3、积极发展社区和居家康复医疗； 4、鼓励有条件的医疗机构积极提供中医药康复服务。

资料来源：国家卫健委，国盛证券研究所

3.2 中国康复医疗市场规模为千亿级，景气度极高

康复医疗产业链较短，大致可以分为三个部分：上游是康复器械、药物生产商；中游是康复医疗机构，以及部分出售康复药物及器械的零售药店等机构；终端则是需要接受康复治疗的患者。康复治疗机构可分为：康复医院（康复专科医院）、康复科（综合医院中的康复科）、康复门诊（康复诊所）、康复医疗院、准康复医疗机构（如长期留治机构、病残护理院等）等。

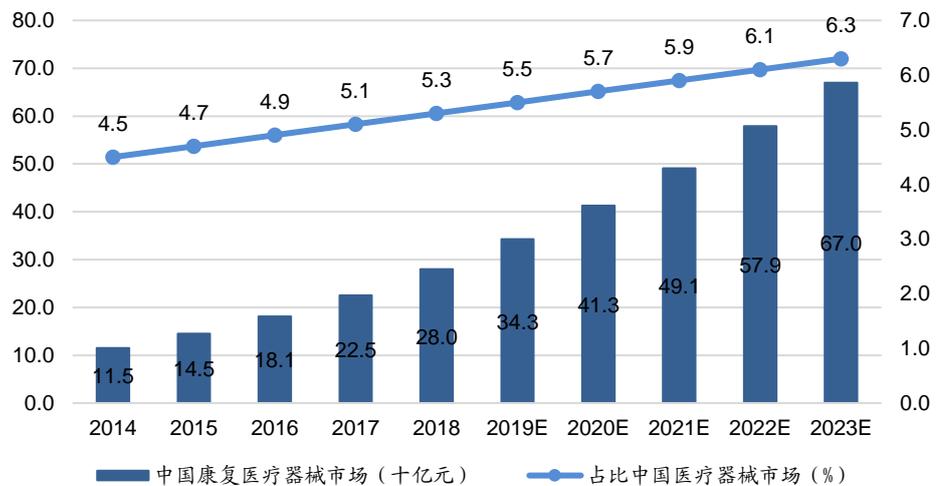
图表 19：康复医疗产业链



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

中国康复医疗器械市场增速高于医疗器械行业整体市场。根据弗若斯特沙利文，中国康复医疗器械市场规模从2014年的115亿元增长至2018年的280亿元，年复合增长率高达24.9%，预计未来仍将以19.1%的复合增长持续快速扩容，2023年市场规模将达到670亿元。

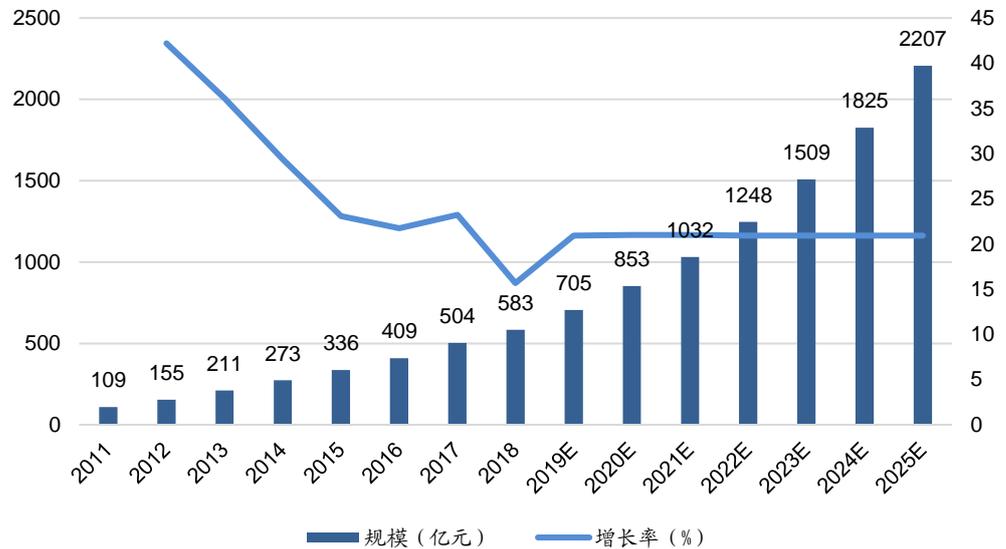
图表 20：中国康复医疗器械市场 2014-2023（预计）



资料来源：Frost & Sullivan，国盛证券研究所

中国康复医疗服务市场潜力巨大。根据毕马威分析，中国医疗卫生机构康服务总收入2011年为109亿元，2018年为583亿元，期间年复合增长率达到26.9%。以2014-2018年20.9%的年复合增长率估计，康复医疗服务的市场规模2021年为1032亿元，其后结合群众康复意识增强，将以更高的速度继续增长，2025年市场规模将达到2207亿元，千亿市场亟待挖掘。

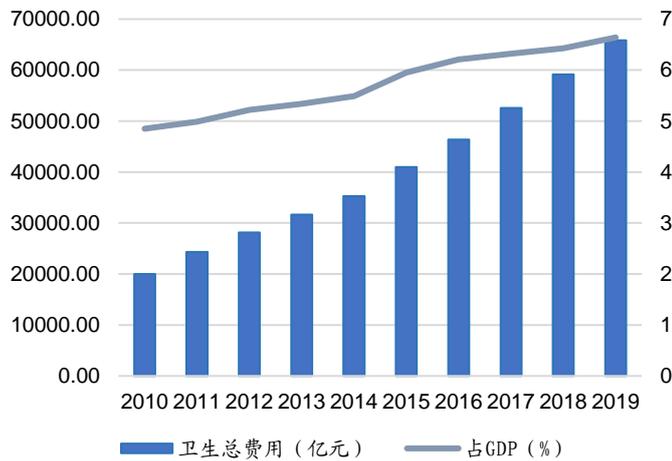
图表 21: 中国医疗卫生机构康复服务总收入及规模预测



资料来源: 毕马威, 国盛证券研究所

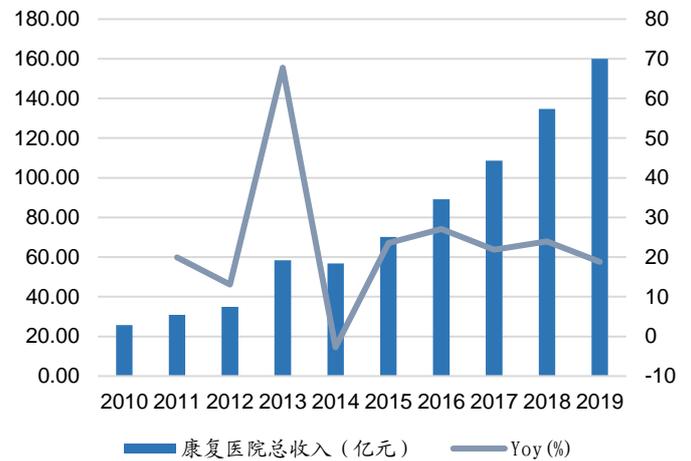
综合医院与康复专科医院服务总收入伴随卫生总费用不断上涨而稳步提升。2010年中国康复医院总收入为25.60亿元，2015年为70.21亿元，5年CAGR为22.27%，2019年增长至160.06亿元，4年CAGR为22.88%。

图表 22: 中国卫生总费用



资料来源: 中国卫生健康统计年鉴, 国盛证券研究所

图表 23: 中国康复医院总收入

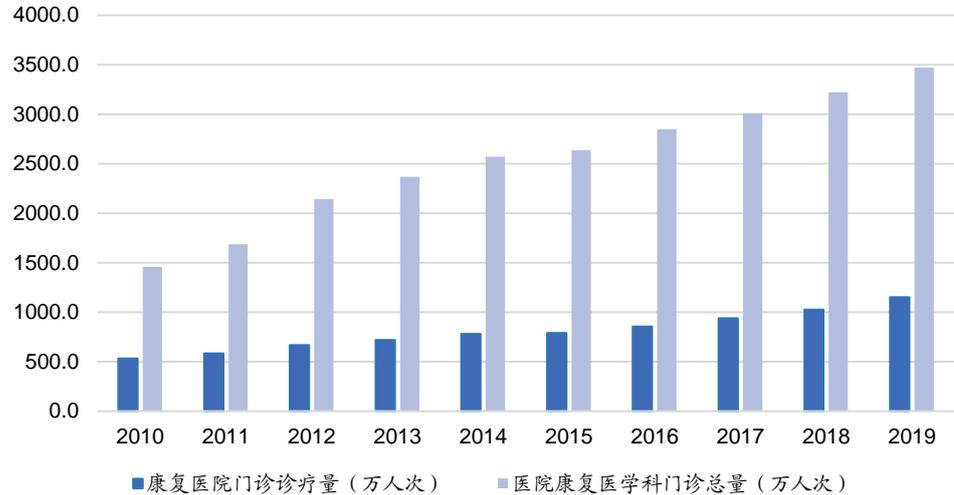


资料来源: 中国卫生健康统计年鉴, 国盛证券研究所

3.3 国内康复服务市场面临供不应求的局面

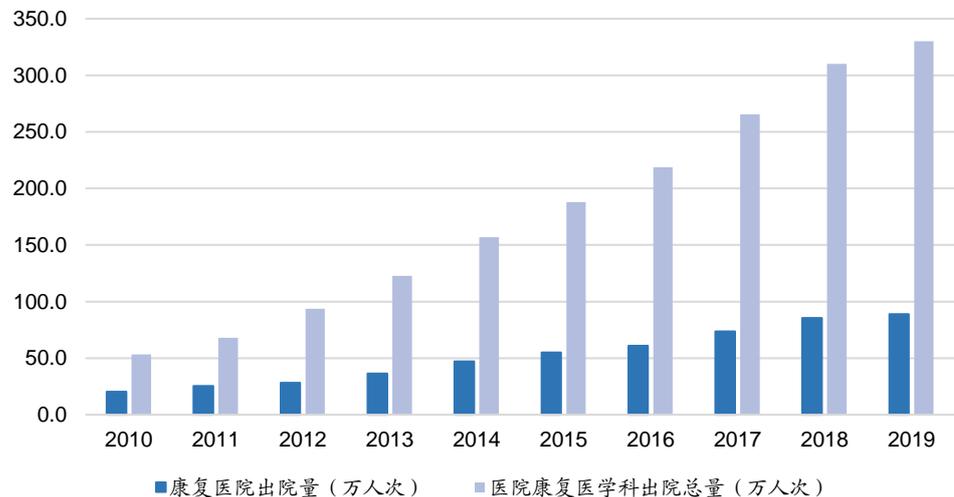
康复医疗行业的市场需求逐年增加，尤其是住院服务。随着医疗卫生事业的发展和生活水平的提高，相关服务的利用显著增加。数据显示，2010-2019年间，我国康复医院门诊人数从532.6万人增长至1149.7万人，年均复合增速达8.9%，2018年门诊人数首次突破千万人次，2019年医院康复医学科门诊总量高达3468.9万人次。同期，康复医院出院人数从20.4万人增长至89.0万人，CAGR约为17.8%，2019年医院康复医学科出院总量为330.1万人次。其中，康复医院的服务提供量占医院康复医学科总量约1/3左右。

图表24：中国康复类医疗机构门诊服务次数



资料来源：中国卫生健康统计年鉴，国盛证券研究所

图表25：中国康复类医疗机构住院服务



资料来源：中国卫生健康统计年鉴，国盛证券研究所

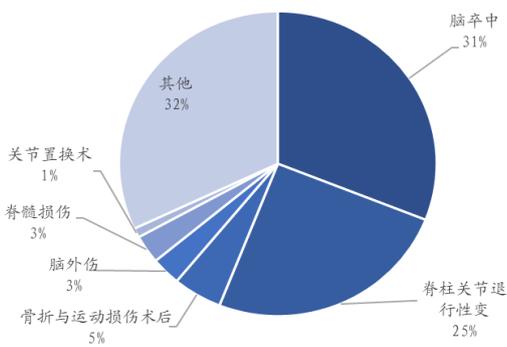
3.3.1 不同康复需求群体均呈现增长趋势

中国是全球康复需求最大的国家。根据《柳叶刀》研究统计，2019年我国康复需求总人数达到4.6亿人。分疾病看，肌肉骨骼疾病患者数量最多，2019年达到3.2亿人，其次为感觉障碍和神经系统疾病，患者人群分别达到1.4亿人和0.6亿人。

分群体看，康复医学对应的患者人群主要包括术后康复群体、残疾人群体、慢性病患者群体、年老体弱群体、产后恢复群体等。

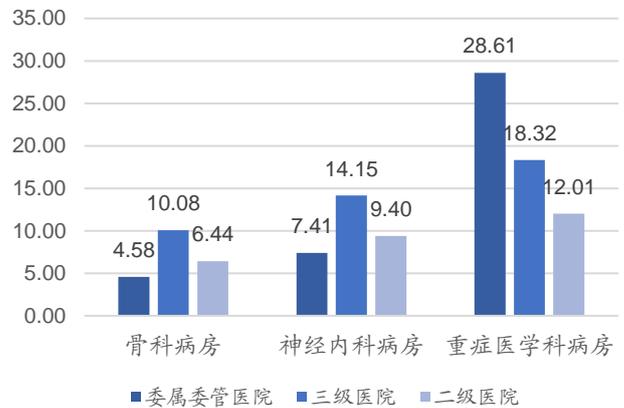
- **术后康复群体：**手术后康复人群主要来自心内科、骨科、神经科等。根据《国家康复医学专业医疗服务与质量安全报告》，在1897家样本医院的康复医学科主要收治病种中，脑卒中出院45万人次，占比31%，脊柱关节退变性变出院35万人次，占比25%，骨折及运动损伤、脑外伤、脊髓损伤、关节置换术后的出院人次分别有7.3、4.2、3.7、1.3万人次。被调查的综合医院中2018年骨科早期(术后24-48h内康复介入)康复开展率为8.69%，其中髌、膝关节置换手术后早期康复介入率为36.21%，脊髓损伤术后早期康复介入率为26.70%。神经内科病房早期康复开展率为11.79%，其中急性脑梗死早期康复介入率为25.25%。重症医学科病房早期康复开展率为15.85%。

图表 26: 康复医学科住院患者主要病种占比结构图



资料来源:《国家康复医学专业医疗服务与质量安全报告(2019年)》，国盛证券研究所

图表 27: 各级医院早期康复介入率



资料来源:《国家康复医学专业医疗服务与质量安全报告(2019年)》，国盛证券研究所

以脑卒中为代表的神经系统疾病患者数量持续上升，我国拥有庞大的神经康复市场，随着社会老龄化和城市化进程加速，康复医疗服务需求将持续增加。根据弗若斯特沙利文数据显示，2018年我国脑卒中患病人数已达1600万人以上，并呈现发病率逐年提高、患者年轻化的趋势。神经系统疾病发病率持续增长的趋势决定了康复治疗在神经康复中越来越重要的地位，刚性康复医疗需求将持续上升。

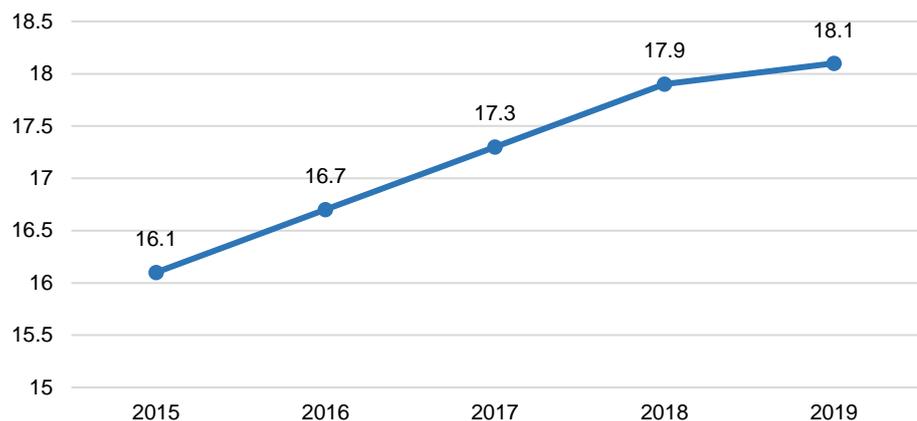
图表 28: 中国脑卒中患病人数 2014-2023 (预计)



资料来源: Frost & Sullivan, 国盛证券研究所

- **残疾人群体：**中国残疾人联合会调查结果数据显示，1987年我国各类残疾人总数约5164万人，到2010年末已达8502万人，预计2020年我国残疾人数突破1亿。据《2019年残疾人事业发展统计公报》，2019年得到基本康复服务的持证残疾人及残疾儿童为1043万，只有不到10%的人得到了不同程度的康复服务。随着政策的不断推进及人们对健康需求不断提升，残疾人康复需求人数将快速增长，残疾人康复服务前景十分广阔。
- **慢性病患者群体：**根据灼识咨询预测，2024年中国的高血压、心脏病等慢性循环系统疾病患者将达到3.8亿人，慢性呼吸系统疾病人数将达到1.5亿人，慢性肾病人数将达到1.4亿人，糖尿病人数将达到1.3亿人，乙肝丙肝人数高达1亿人。慢性病具有病程长、费用贵、中后期致残致死率高的特点，是当前我国疾病预防与控制的重点，随着健康教育的逐步推开，公众健康意识提升，慢性病康复市场将被开拓。
- **年老体弱群体：**65岁及以上人口更是康复养老服务领域关注重点，早在2000年我国65岁及其以上人口比重已经达到7%，老年型结构初步形成。根据《2018年度中国养老第三支柱发展元年报告书》，我国已经成为世界上老年人口最多的国家，根据预测，到2050年，我国老年人口数量将达到4.87亿，占总人口的34.9%。同时，老年人健康状况不容乐观，2018年我国人均预期寿命为77.0岁，人均健康预期寿命仅为68.7岁；患有一种以上慢性病的老年人比例高达75%，失能和部分失能老年人超过4000万人，老年人对健康服务的需求非常迫切。

图表 29：中国 60 岁及以上老年人口占比



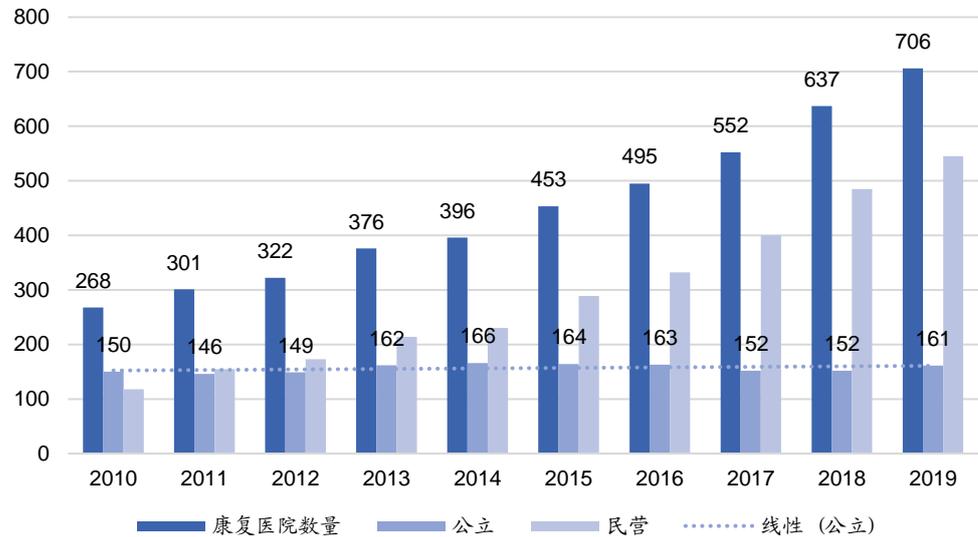
资料来源：中国卫生健康统计年鉴，国盛证券研究所

- **产后恢复群体：**虽然近年来我国出生人口呈下滑趋势，但配合二胎与三胎政策的推出与深化，根据雪球网，2020年仍有1200万新生儿，可粗略估计有1200万产妇具有产后康复需求。科学的产后康复对于帮助女性恢复身体机能、持续母乳喂养具有重要作用，随着国民经济水平的逐渐提高，我国产后康复市场有望持续增加。

3.3.2 康复服务的供给缺口持续存在

康复专科医院数量有限，公立机构增长缓慢。目前在我国三级医疗康复体系中，康复医疗资源主要为疾病急性期患者服务，也就是集中在三级综合医院。据卫健委发布的《2020中国卫生健康统计年鉴》显示，2019年，全国康复医院数量为706家，与综合医院19963家的数量相比，仅为其3.5%左右，远不能满足人民的康复需求，存在巨大缺口。其中，公立康复医院2010年共150家，2019年共161家，近十年来保持近乎稳定的水平。

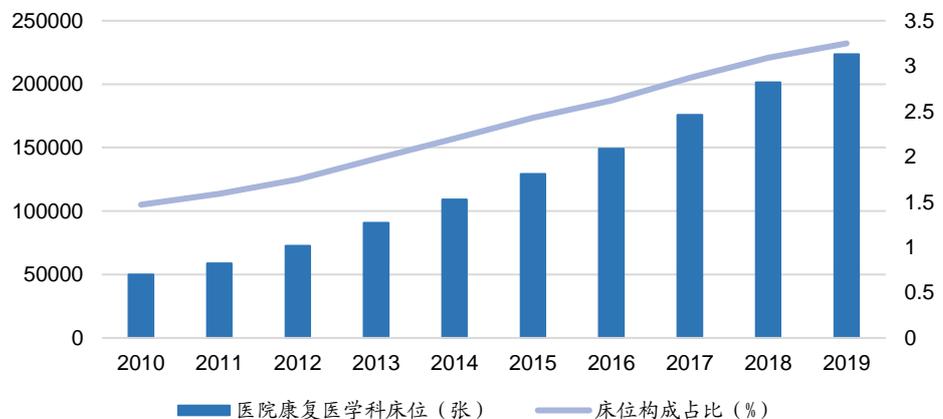
图表30：中国康复医院数量



资料来源：中国卫生健康统计年鉴，国盛证券研究所

康复医学科床位数总体不足，但占比不断升高。床位的增速与医疗机构数量较为一致，保持了10%以上的年增长，且在医院总床位的占比不断提升，近十年来增长超过两倍。至2019年，医院中的康复医学科床位共有22.35万张，相当于每万人拥有康复床位数约1.60张，已经有了可观的改善。但2019年中国每千人口医疗机构床位数已有6.3张，康复医学科在其中的占比仅为3.09%，占医院总床位的3.25%，即使叠加重症医学科、职业病科等相关学科，仍为少数，与其上游的内外妇儿科室相比有较大提升空间。假定以《北京市医疗卫生服务体系规划(2016—2020年)》中的人均康复床位目标(即每千人0.5张)估算2030年全国康复床位总目标，2030年全国康复床位需求为70万张，2019年中国康复医疗行业床位共计271695张，那么缺口将达43万张。

图表31：中国医院康复医学科床位数

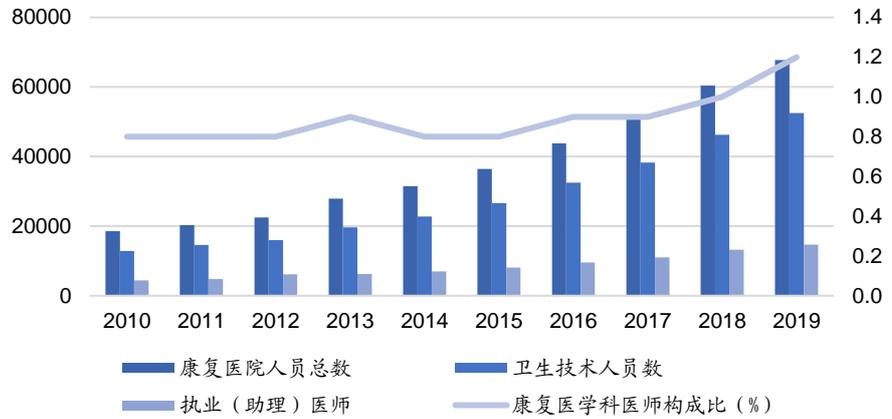


资料来源：中国卫生健康统计年鉴，国盛证券研究所

3.3.3 康复服务的人才储备相对不足

我国康复医院人员总数及其中的卫生技术人员数量绝对值显著上升，但仍为相对弱势学科。2019年是2010年的4倍左右，且近年来增速有所提升，反映了康复医院规模的扩大和人力资源储备的增加。然而，康复医学科依然属于亟待发展的学科，每十万人拥有康复执业（助理）医师数约为1人，且2019年康复医学科执业（助理）医师仅占到全部的1.2%，十年以来增长较不明显。

图表 32：中国康复医院人力资源



资料来源：中国卫生健康统计年鉴，国盛证券研究所

康复领域人力资源的缺口与其培养方式与薪酬激励不无关系。康复专业技师与医师在培养路径上，与其他科室未有显著差异，同样需要较长周期，缺乏足够的激励机制。根据丁香园发布的《2020 中国医院薪酬调研报告》，康复科初级、中级、副高和正高级职称医务人员平均年薪分别在 5-10 万、10-15 万、20-25 万和 25-30 万之间，处于相对靠后的科室。在这一点上，民营医院相对于公立医院，康复科正高级职称级别的薪酬溢价为 1.42，体现出机构人才招聘决心，一定程度上提示了未来高级康复学科人才向民营机构流动的可能性。

图表 33：我国康复医学执业医师考核要求

类型	报考级别	学历	任职年限	从事本专业年限(≥)	
技师 (无处方权)	康复医学治疗技术初级(士)	中专	毕业当年报名、次年考	1年	
		专科	毕业当年报名、次年考	1年	
	康复医学治疗技术初级(师)	中专	任士满5年	6年	
		专科	任士满2年	3年	
	康复医学治疗技术(中级)	本科/硕士	毕业当年报名、次年考	1年	
		中专	任师满7年	13年	
		专科	任师满6年	9年	
	医师 (有处方权)	康复医学(中级)	本科	任师满4年	5年
			硕士	任师满2年	2年
			博士	毕业当年考	
中专			受聘担任医师职务满7年	7年	
大专			从事医师工作满6年	6年	
		本科	从事医师工作满4年	4年	必须先取得执业医师资格证
		硕士	从事医师工作满2年	2年	
		博士	毕业当年考		

资料来源：公开资料，国盛证券研究所

3.4 正向政策引导民营康复医院蓬勃发展

国家层面加速推进康复医疗发展，提升学科价值与地位。2010年，四部委联合发文将9项医疗康复项目纳入基本医疗保障范围，康复医疗的价值得到社会广泛肯定，地位得到显著提升。“十三五”以来，更是有大量相关政策发布，充分关注残疾人、老年人的康复需求，将强化三级康复体系列为国家重点工作，近年来，重症康复的专科建设也纳入了计划。

图表34：我国康复医疗领域相关政策汇总

年份	文件	主要内容
2010	《关于将部分医疗康复项目纳入基本医疗保障范围的通知》	把以治疗性康复为目的的运动疗法等9项医疗康复项目纳入基本医疗保障范围，积极推进残疾人康复事业，逐步增加纳入基本医疗保障范围的医疗康复项目。
2011	《卫生部办公厅关于开展建立完善康复医疗服务体系试点工作的通知》	建立三级康复医疗分级诊疗体系：全国14省试点康复医疗服务体系。
2013	《关于促进健康服务业发展的若干意见》	鼓励以城市二级医院转型、新建等多种方式，合理布局、积极发展康复医院、老年病医院、护理院、临终关怀医院等医疗机构；加大政策支持力度，鼓励发展康复护理、老年护理、家庭护理等适应不同人群需要的护理服务，提高规范化服务水平；支持老年人、残疾人专用保健用品、康复辅助器具研发生产。
2015	《国务院关于加快推进残疾人小康进程的意见》	强调要为残疾人提供基本康复服务。
2016	《关于新增部分医疗康复项目纳入基本医疗保障支付范围的通知》	将康复综合评定等20项医疗康复项目纳入基本医疗保险支付范围。
2016	《国务院办公厅关于印发国家残疾预防行动计划（2016—2020年）的通知》	将显著改善康复服务列为主要行动，加强推广康复服务与辅助器具服务。
2016	《国务院关于加快发展康复辅助器具产业的若干意见》	增强康复辅助器具自主创新能力，促进产业优化升级，推动康复辅助器具产业向中高端迈进，扩大市场有效供给，深化康复辅助器具产业领域“放管服”改革。同时，在政策支持方面落实康复辅助器具企业税收价格优惠，强化企业金融服务，加强财政资金引导与消费支持措施。
2016	《“健康中国2030”规划纲要》	将符合条件的残疾人医疗康复项目按规定纳入基本医疗保险支付范围。将残疾人康复纳入基本公共服务，实施精准康复，为城乡贫困残疾人、重度残疾人提供基本康复服务。
2017	《国务院关于印发“十三五”卫生与健康规划的通知》	确保残疾人享有健康服务，实施精准康复服务行动，以残疾儿童和持证残疾人为重点，有康复需求的残疾人接受基本康复服务的比例达到80%。鼓励社会力量发展儿科、精神科、老年病、长期护理、口腔保健、康复、安宁疗护等资源稀缺及满足多元需求的服务。
2017	《残疾预防和残疾人康复条例》	明确了残疾人康复服务的基本要求和康复机构及其工作人员的法定条件及要求，加大了对残疾预防和残疾人康复事业的扶持力度，包括加强对残疾人的医疗保障，还提出政府要对从事残疾预防和残疾人康复服务的机构给予资金、物资方面的支持等。
2017	《“十三五”健康老龄化规划》	要求老年医疗卫生服务体系逐步健全，专业康复护理机构不断增加。
2017	《“十三五”卫生与健康科技创新专项规划》	提出把科技创新放在卫生与健康事业的核心位置，重点开展机器人辅助、开发功能代偿、康复训练等康复辅具产品、研发3D打印、虚拟现实等新技术在康复辅具中的集成应用。
2017	《国家卫生计生委关于印发康复医疗中心、护理中心基本标准和管理规范（试行）的通知》	制定了《康复医疗中心基本标准（试行）》《护理中心基本标准（试行）》及管理规范。
2019	《关于建立完善老年健康服务体系的指导意见》	强调了康复医疗在老年医疗服务中的作用，大力发展老年护理服务，建立完善以机构为支撑、社区为依托、居家为基础的老年护理服务网络。
2019	《国家卫生健康委办公厅关于开展加速康复外科试点工作的通知》	在具有相关专科的三级综合医院和专科医院，首先选择骨科开展康复外科试点工作，并逐步扩大试点专科及病种范围。
2020	《关于促进老年用品产业发展的指导意见》	明确了康复训练及健康促进辅具是老年用品产业的重点发展方向。
2020	关于政协十三届全国委员会第二次会议第4116号（医疗体育类448号）提案答复的函	对我国康复发展进程进行回顾和展望，提出广泛深入开展康复医疗，推进“大健康”产业上升到国家产业发展重点战略。
2021	《关于印发加快推进康复医疗工作发展意见的通知》	提出到2022年，逐步建立一支数量合理、素质优良的康复医疗专业队伍，每10万人口康复医师达到6人、康复治疗师达到10人；到2025年，每10万人口康复医师达到8人、康复治疗师达到12人。

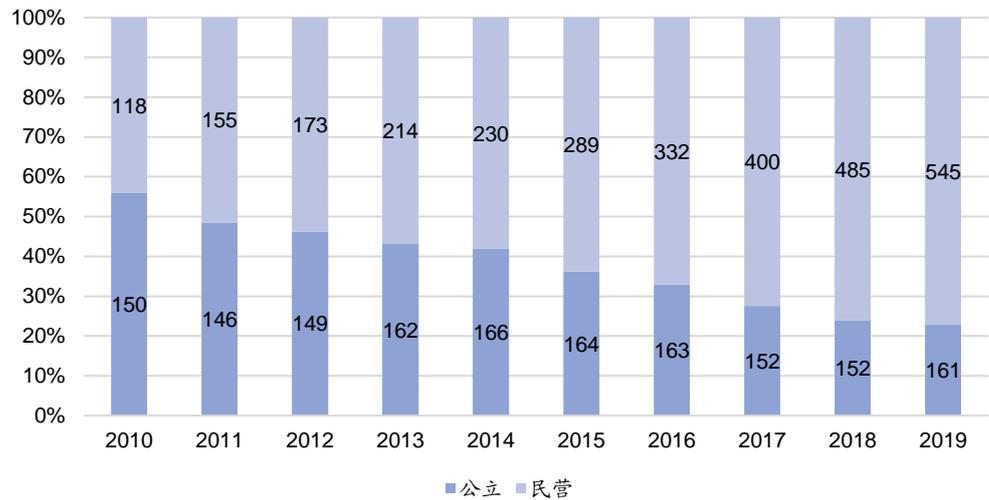
资料来源：政府网站，国盛证券研究所

3.5 行业龙头尚未确立，康复服务市场多方登场

3.5.1 社会资本增加行业活力，市场竞争初具规模

民营医院在康复专科医院中逐渐占据主导地位。在我国康复专科医院数量有限的背景下，公立机构增长乏力，反观民营机构，近十年来从 118 家发展为 545 家，年复合增长率 18.53%。在绝对数增长的同时，民营医院占比从 50%以下扩大至 75%以上，已成为相关领域不可或缺的重要力量。在市场加速和长期政策的利好下，相信该趋势还会继续保持，并进一步展现出民营资本介入康复医疗服务的优势。

图表 36: 中国公立与民营康复医院占比



资料来源: 中国卫生健康统计年鉴, 国盛证券研究所

多家上市公司布局民营医院，但康复专科整体较为松散，还未形成确定格局。国内经济不断发展，人民生活水平不断提高，部分康复项目纳入医保，一定程度上解决了康复服务的支付问题。康复学科的重要性获得行业医生认可，民众康复意识不断增强，将促进康复服务的渗透率进一步增长。目前涉足康复服务领域的上市公司通过收购等手段进行了一定积累，与个别医院合作探索了直接的转诊关系，但整体布点较少，机构网络较为松散。参考美国康复医疗行业的发展，国内民营康复医疗仍具有较大发展空间，在各方布局和竞争下，龙头企业有望在国内出现并造就高市值。

三星医疗具备行业龙头潜力。在康复医疗机构领域，三星医疗与顾连医疗是目前发展规模较大的民营连锁服务提供商。三星医疗旗下子公司明州医院是目前浙江省内规模最大、标准最高的大型综合性医院之一，自 2006 年运营至今已近 15 年，三星医疗以重症康复为特色，探索 ICU、康复、高压氧深度融合之路，走在国内康复技术探索的前沿，目前体内体外拥有一共 22 家康复医院。另一有力竞争者顾连医疗系新风医疗集团成员，现有康复医院 9 家，重点建设多学科联合诊疗范式，主要提供“9 对 1”的高端康复医疗服务。

图表 37: 头部民营康复服务提供商

公司	规模	重点情况
三星医疗	<ul style="list-style-type: none"> 体内 1 家康复医院、2 家综合医院、1 家体检中心；体外 2 家综合医院，21 家康复医院； 康复医疗目前运营及在建总床位数预计在 6000-10000 张（单家康复医院 300-500 张床位），综合医院总床位数在 2000 张左右。 	<ul style="list-style-type: none"> 控股股东为奥克斯集团。医疗服务业务旗下并表 4 家，分别为浙江明州、杭州脑康康复、南京明州和南昌明州医院。南京明州康复和南昌明州康复于 2020 年首次扭亏。 以重症康复为特色，探索 ICU、康复、高压氧深度融合之路，充分利用早期治疗的“黄金时间”，率先开展氧舱内呼吸机支持技术与带呼吸机康复训练，显著提高重症患者愈后康复，重建患者品质生活。
顾连医疗	<ul style="list-style-type: none"> 目前发展区域涵盖西南、华东、华中、华南片区，运营及在建床位数达 6000 余张。 	<ul style="list-style-type: none"> 顾连医疗系新风医疗旗下（新风医疗占 62.68% 股份），康复板块涵盖老年康复、功能康复、重症康复、社区医养，致力于提供覆盖全年龄层次、全康复需求、全服务形态的全方位后急性期医疗服务。 顾连医疗以患者为中心，开展多学科联合诊疗（MDT）；提供“9 对 1”个体化的高端医疗服务。旗下康复医院设置重症康复科、神经康复科、骨骼肌肉康复科、老年康复科等特色科室，同时也涉足儿童康复、中医康复、康养护理等领域。

资料来源：公司公告，顾连医疗官网，国盛证券研究所

3.5.2 康复专科优势清晰，可复制经验促进康复连锁布局

康复医疗并不是孤岛，依托肿瘤、脑科等具体学科差异化发展，加强学术优势将促进服务壁垒的形成。行业中，盈康生命致力提供以肿瘤放疗为主的肿瘤综合治疗全场景服务，肿瘤综合治疗则包括肿瘤的康复与舒缓疗护，立足于肿瘤这一病种，公司有望形成特色康复品牌，进一步打造多个康复医疗机构。

康复专科依赖从治疗科室转诊，康复治疗方向的“医联体”正处于摸索阶段。国内康复医疗服务企业多形成“综合+专科”的发展战略，保证两者协同并进，实现综合医院向康复医疗机构的引流，提供全面完善的医疗服务。2015 年 7 月，广东省工伤康复中心与广州白云区正式签订“康复医疗联合体”合作协议，利用中心优质的康复医疗资源，拓展群众看病就医、居家养老和家庭医疗服务体系建设，成为广东省首个以康复治疗为方向的“医联体”。相关实践模仿了美国亚急性期治疗医院、康复医疗机构或长期护理机构的思路来分流综合医院患者，强化了“疾病治疗—康复—长期护理”的三级康复医疗体系。这一实践模式可能会成为未来康复医院融入分级诊疗的重要途径，得到资质认可的民营机构将会获得更多潜在的合作单位，接收到更多有康复需求的患者。在综合性医院有所布局的企业也占有天然优势，便于从上至下发展康复专科医院、康复医疗中心、康复护理院等，实现区域联动和分级诊疗。

图表 38: 部分上市公司医疗服务板块发展战略

公司名称	发展战略
三星医疗	公司拟收购控股杭州明州脑康、南京明州、南昌明州 3 家康复医院，加速明州模式复制，布局省会—市级—县级三级康复网络。公司计划打造集中采购平台、云信息平台，推进规范化运作、体系化协同，发挥集团化优势。未来公司旗下综合医院计划通过医院等级评审，以评促建，康复医院着力提升经营管理与服务水平，进一步打造品牌知名度。
澳洋健康	公司以立足基本医疗、兼具专科特色的医疗服务体系，打造“大专科、小综合”的格局。公司的医疗服务业务已形成医、康、养、护联动发展模式，形成以澳洋医院总院为支撑，澳洋医院三兴分院、顺康医院、港城康复医院、优居壹佰护理院、张家港澳洋护理院联动发展，将继续寻求医疗服务产业投资机会，加速品牌建设，在华东区域加强竞争力。
盈康生命	公司以“物联网肿瘤治疗康复综合生态品牌”为定位，通过打造区域中心旗舰医院的模式，以长三角、成渝、京津冀、西北、珠三角五大区域为先导，搭建从卫星医院到体验中心的全国性医疗服务网络平台。在其大股东层面，上海永慈医院是上海市首家按三级康复医院标准设置的集临床与康复于一体的康复专科医院。

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

康复专科运营遵循轻资产商业模式，三星医疗已挖掘出盈利性与可复制性。康复学科不同于手术类学科，标准化程度高，且早先进入市场的企业已通过小范围试点摸索出了一套连锁与复制的方法。以三星医疗为例，其单家康复医院的盈利周期约为3年，第一年投入资本筹建医院，开业后一年内开通医保报销，而后视其经营情况在第三年达到盈亏基本平衡。此后，伴随医院的合作计划与知名度提升，经营规模持续扩大，实际开放床位占总数的50%以上，占床率约为70-80%，整体效率得到提升。接近成熟期的康复医院可以达到单床营收约35-45万元，单床利润约5.5-7.5万元，净利率为15-20%。

图表39：三星医疗拟收购的三家康复医院业务情况

	杭州明州康复	南京明州康复	南昌明州康复	
成立时间	2017年9月29日	2017年11月20日	2017年6月22日	
开业时间	2018年9月6日	2018年10月8日	2018年9月19日	
医保开通时间	2019年2月21日	2018年11月26日	2019年7月3日	
医院等级	二级康复专科医院			
开展的诊疗业务	颅脑损伤、脑卒中、脊髓损伤及各类外伤术后患者的亚急性期治疗，早期带呼吸机行高压氧与康复训练，同时提供颅骨修补等外科手术	颅脑损伤、脑卒中、脊髓损伤及各类外伤术后患者的亚急性期治疗，早期带呼吸机行高压氧与康复训练，以及老年病及晚期肿瘤的康复治疗		
经营模式	以重症患者住院康复为主，门诊为辅			
床位数 (张)	2018	开放55, 占床24	将开放56, 占床8	开放40, 占床4
	2019	开放320, 占床172	开放243, 占床110	开放100, 占床42
	2020	开放485, 占床375	开放298, 占床251	开放129, 占床96

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表40：三星医疗拟收购的三家康复医院经营情况2018-2020年(万元)

医院	科目	2018年	2019年	2020年
杭州明州康复	营业收入	295.29	9,526.87	19,594.08
	毛利率	-246.25%	21.09%	35.50%
	净利润	-1,293.45	66.2	3,603.33
南京明州康复	营业收入	13.93	4,675.70	12,856.83
	毛利率	-2330.37%	11.06%	37.91%
	净利润	-1,463.26	-916.45	2,073.63
南昌明州康复	营业收入	40.96	1,303.52	4,331.02
	毛利率	-400.74%	-10.96%	33.00%
	净利润	-1,280.79	-1,178.19	699

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表41：三星医疗拟收购的三家康复医院及体内康复医院2020年盈利情况(万元)

医院	床位数量 (张)	营业收入 (万元)	单床营收 (万元)	净利润 (万元)	单床利润 (万元)	净利率
杭州明州康复	485	19,594.08	40.4	3,603.33	7.43	18.39%
南京明州康复	298	12,856.83	43.14	2,073.63	6.96	16.13%
南昌明州康复	129	4,331.02	33.57	699	5.42	16.14%
浙江明州康复	422	15,310.73	36.28	2,992.19	7.09	19.54%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

3.5.2 康复服务的黄金赛道热度高涨

康复医院受到青睐的主要原因是收入增长快，盈利周期短。从逻辑上看，上市公司进入康复医疗行业主要通过民营医院，而康复科室在公立医院并不是重点科室，发展十分受限，这为民营康复医疗的差异化发展提供了机会。此外，民营医院与公立医院的成本结构相差不大，在鼓励社会办医的政策下，民营医院若提高服务质量保证患者资源，民营市场份额及医疗服务收入将确定提高。从结果上看，三星医疗旗下明州康复医院不到3年实现了盈利，而海尔医疗旗下上海永慈康复医院营业9个月便实现了盈亏平衡，康复医院盈利快的特点充分显现。

行业高度景气，促使更多参与者涌入市场。2021年5月，上市公司天宸股份公告拟筹建上海天宸康复医院，原本立足房地产行业的公司正式转型医疗健康行业。在国家政策的鼓励和助推下，近年来已有十多家上市公司通过自建、收购和托管的方式跨界涉足康复医疗服务，其中海宁皮城的主业是皮革市场，三星医疗的主业是智能配用电，湖南发展的主业是水力发电，而澳洋健康的主业则是化学纤维。天士力、昆药集团、复星医药等多家医疗健康相关企业也将目光投向了康复医疗服务市场。

图表42：上市公司涉足康复医疗服务情况

公司	主营	康复板块介绍
海宁皮城 (002344.SZ)	皮革市场	2017年7月海宁皮城康复医院正式开业，按二级医院标准设置，是海宁皮城在医疗健康产业领域的首个项目，标志公司正式通过康复诊疗拓展固有产业链
三星医疗 (601567.SH)	智能配用电	2015年布局医疗服务领域后，公司不断加强医疗集团化建设，现已致力构建全国性连锁康复医疗体系
湖南发展 (000722.SZ)	水力发电	借助湘雅博爱康复医院，公司成功切入康复医疗领域，控股、参股包括湖南常德博爱康复医院、湘西自治州博爱康复医院在内的多家博爱系医院
澳洋健康 (002172.SZ)	化学纤维	公司旗下港城康复医院按二级康复医院的标准建成，提供全面的康复医疗服务，通过与周边公立医院合作进行康复医院的连锁扩张
和佳医疗 (300273.SZ)	仪器仪表	2015年开始试水康复医院，2016年与美国 ErnestHealth 医疗集团就康复合作签订意向书，其参与投资建设的南通和佳国际康复医院与2017年10月正式开业。
华邦健康 (002004.SZ)	医药	公司形成了海内外联动、综合医院加康复医院的布局。2017年开始筹建北京华生康复医院，预计2021年实现开业运营。
天士力 (600535.SH)	医药	公司以本身中医药产业为起点，业务辐射至康复医疗服务，参与建立湘雅博爱康复医院，公司旗下天士力医院以中医整体观念为指导，就中医康复、运动康复等领域进行探索
昆药集团 (600422.SH)	医药	与江苏弘景合作，借助合作方医院终端优势，在南京设立定位终端术后医疗护理、康复的医疗服务机构
复星医药 (02196.HK)	医药	公司积极投资“康复、护理、养老”相关医疗机构，一方面加速综合性医院布局，一方面直接打造专科医院，形成医疗服务产业闭环
环球医疗 (2666.HK)	医学咨询	集团明确以消化、肾病、肿瘤、康复四大特色专科为发展方向，与中国康复医学会签署了战略合作协议，旗下的合肥安化创伤康复医院是一家二级创伤康复专科医院。

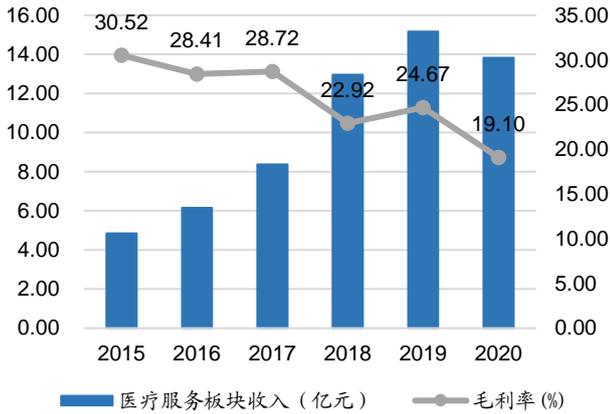
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

四、重点公司介绍

4.1 三星医疗（601567.SH）：康复医院连锁先锋

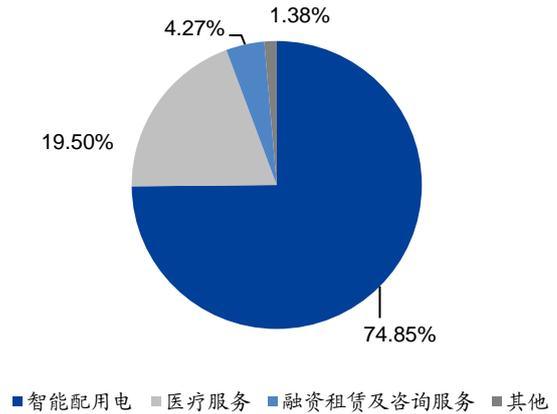
公司全称为宁波三星医疗电气股份有限公司，成立于2007年，目前主营业务涵盖智能配用电和医院管理两方面。自2015年布局医疗服务领域后，公司不断加强医疗集团化建设，现已聚焦康复拓展，致力构建全国性连锁医疗体系。2015年至2019年，公司医疗服务产业收入逐年增加。2020年，受新冠疫情影响，医疗服务营收回落至13.83亿元，占比19.50%。

图表43：三星医疗服务板块收入及增速



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表44：三星医疗2020年主营收入占比



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

以重症康复为支点，撬动康复体系塑造。以美国、欧洲及澳大利亚的发展路径为参考，三星医疗较早地将规划重点落到了组建以重症为主的康复医院。浙江明州康复医院将脑外科、高压氧科、康复科与ICU的医生有机组合，利用省级平台，完成了浙江省第一份康复科专家共识，并通过与几家临近综合医院的对接，接收了一定量的ICU和脑外科的危重康复病人，摸索了一套实践模式用以在集团内部推广。另外，浙江明州康复医院2018年开始率先在浙江省范围内提出儿童重症康复并实践，未来有望在集团内部推广，不断丰富康复项目。

公司医疗产业布局初显成效，未来将发挥集团化优势。公司旗下浙江明州康复医院，2020年获区级重症康复优势专科，2019年位列康复医院50强第32位，医疗品质与技术获得官方认可，积累了可复制的成功经验。2021年4月，公司拟收购杭州明州脑康康复医院有限公司、南京明州康复医院有限公司、南昌明州康复医院有限公司3家医院100%的股权，计划加速明州模式复制，布局省会-市级-县级三级康复网络，先行探索康复医疗行业的连锁模式。

4.2 华润医疗（01515.HK）：医疗平台踏足康复专科

公司是华润集团在医疗健康的主平台，旗下拥有 107 家医疗机构，分布于北京、华北、华东、华中、华南等主要区域，提供临床诊疗、健康管理、公共卫生等全方位、多层次的医疗健康服务，其中三级医院 5 家、二级医院 19 家、一级医院及社区中心 31 家、诊所及其他医疗机构 52 家，总床位数超过 1 万张。未来公司将聚焦优势专科，在心血管科、脑科、骨科、康复科、消化科和肿瘤科六大方面，向专科连锁集群转型发展。

图表 45：华润医疗医院网络



资料来源：医院官网，国盛证券研究所

医院群助力康复专科发展，集团化优势明显。公司六大专科中骨科、脑科、心血管都需要后续康复治疗，旗下具有运营权和所有权的医院群能为公司康复服务提供天然的患者资源。并且公司医院多为国企医院或公立医院改制、代运营，具有代运营公立医院康复科室，或合作共建康复中心的能力。借助全国性医院体系的优势，公司有望形成全面的专科集群，实现综合医院向康复专科的引流。此外，公司管理的医疗机构服务标准化程度高，可复制性强，能够通过边际效应逐渐降低运营成本。

公司依托华润平台，适合在资本助推下扩张康复医疗，容易占据行业主动权。2021年5月29日，公司联合华润置地在南宁悦年华的康复医院项目落地，创建了住宅、康养、康复医疗于一体的全新业务模式，为康复服务的业务发展开拓了新版图。2011年至2020年，公司营业收入增长稳定，经营活动现金流量净额呈缓慢上升趋势。2020年，公司涵盖四个业务模块，分别是并表医院、非并表医院、IOT/OT医院和其他衍生业务，各分部医院分别实现净利润1.28亿元、1.31亿元、1.91亿元。

图表 46: 华润医疗旗下医院情况

医院板块	名称	医院等级	医院性质
并表医院	北京健宫医院	二甲综合	营利性
	深圳三九门诊部	NA	营利性
	济南重汽医院	二甲综合	营利性
	淮北矿工医院	三甲综合	非营利
	润能系医院	NA	非营利
非并表医院	广东三九脑科医院	三级专科	非营利
	淮北市精神卫生中心	二级专科	非营利
	徐矿医院	二甲综合	非营利
	武钢医院集团	三甲综合	非营利
IOT/OT 医院 (投资-运营-移交/运营-移交)	京煤医院集团	三级综合	非营利
	北京门头沟区医院	二甲综合	非营利
	北京门头沟区中医院	二甲专科	非营利
	北京门头沟区妇幼保健院	二甲专科	非营利
	北京顺义区空港医院	二级综合	非营利
	北京顺义区第二医院	一甲综合	非营利
	保定市第三中心医院	二甲综合	非营利
	泰安市立医院	三甲综合	非营利
山东烟台芝罘医院	二甲综合	非营利	

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4.3 和佳医疗（300273.SZ）：康复设备与康复服务协同发展

康复设备与服务双向发展。和佳医疗是一家以智慧医院建设、康复医疗服务、互联网+医疗、医疗金融、医疗供应链和后勤管理服务为核心业务的医疗资源与服务平台型公司。目前，公司医疗设备板块主要包括肿瘤微创治疗、介入超声、医用制氧设备、医学影像、康复及其他常规诊疗设备等产品，医疗服务板块包括康复医疗服务、医疗供应链、医院后勤服务管理等业务。

和佳较早地关注了康复领域蓝海市场。2014年，和佳股份最早提出布局康复的想法，公司希望通过布局专家依赖性不高的康复医院，来快速复制实现连锁化经营。2015年4月，和佳股份与郑州人民医院医疗管理有限公司就投资建立营利性康复医院的合作事宜签订了《战略合作协议》，郑医管理公司占康复医院的20%股权，和佳股份占80%股权（绝对控股）。通过此项合作，和佳开始试水康复医院，切入康复医疗板块。其后又引进美国犹他大学医疗集团的体系和以色列Hobart医疗控股公司的产品，着力形成和佳股份独有的康复标准及打造康复领域的行业标杆，开展中高端神经康复和骨伤康复服务。但在诸多要素的影响下，布局初期两年，和佳康复医院的连锁建设进展缓慢，低于市场预期。

南通和佳国际康复医院的成立标志着和佳医疗在康复领域的新阶段。2017年底，和佳股份的第一家康复医院——南通和佳国际康复医院开始试营业，设计普通床位127张，VIP床位27张，医院配套康复治疗场地约5000平米、进口康复设备3000余万元，运动、作业、言语、心理、营养、户外ADL、水疗、传统等康复治疗手段一应俱全，是一所国际标准的现代化的康复专科医院。公司通过与美国EHI医疗集团的深化合作，引入EHI在康复领域成熟的管理模式、服务标准、培训体系以及先进的设备与技术，和佳拟将其打造成康复连锁经营的首家旗舰医院、示范医院与教学医院。2018年初，南通和佳康复医院取得医保资格，是公司后续开展康复医院连锁的起点，尽管受到疫情影响有所延迟，但从经营业绩来看，2020年公司康复设备销售同比增长153%，南通医院营业收入同比增长89%，依然呈现较快的增长态势。

图表 47：南通和佳国际康复医院外观



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

图表 48：南通和佳国际康复医院单人病房



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

4.4 湘雅博爱：民营康复领域的学术龙头

湘雅博爱康复医院是湖南省卫生厅批准设置的三级康复医院，是中部地区最大的康复医学中心，也是首批获得国家临床重点专科建设的民营康复医院。在国家深化医药卫生体制改革、鼓励和支持社会力量举办医疗机构的大政策背景下，医院由天津天士力集团（600535.SH）、湖南发展集团（000722.SZ）等投资建设。医院于2012年9月28日正式开业，目前分设两个院区，共有占地面积约9.5万平方米，编制床位1100张。

医院由湘雅医院全面托管，引领民营康复医疗发展。医院院长、学科带头人、部分临床科室主任和主要职能部门负责人由湘雅医院本部骨干精英担任，其余专业技术人员均由湘雅医院相关科室进行临床规范化培训，并与湘雅医院共享科研教学资源，医疗服务能力有保障。在“大专科、小综合、高水平、有特色”的业务定位下，医院开设神经康复科、骨与关节康复科、脊柱康复科、儿童康复科、脊髓损伤康复科、老年康复科、重症康复科等特色康复专科。2017年，医院获得国际康复质量认证委员会（CARF）三年期认证，成为中部首家通过CARF三年期认证的康复专科医院。

图表 49：湘雅博爱康复医院发展历程

时间	事件
2012	获批三级康复专科医院
2014	获批湖南省康复医学省级临床重点专科
2017	顺利通过认证，成为中部地区首家通过 CARF 国际认证的康复医院
2018	通过“十二五”国家临床重点专科建设项目审核 荣获湖南省首届康复护理技能竞赛特等奖
2019	获批湖南省三甲康复医院
2020	荣获湖南省抗击新冠肺炎疫情先进集体

资料来源：医院官网，国盛证券研究所

4.5 永慈医院：海尔医疗旗下智能康复新标杆

上海永慈康复医院是上海市首家按三级康复医院标准设置的集临床与康复于一体的康复专科医院。2017年7月2日，永慈医院正式开业，是海尔医疗在大健康产业孵化的首家医院。医院以“重症康复”为特色，将现代康复技术与临床医学、传统医学紧密结合，能为各类患者提供从急性期抢救、疾患早期干预到中后期康复治疗的全方位医疗服务。目前，医院设有门诊、急诊、临床医疗、临床康复、康复治疗技术等22个科室，是医保定点医院。

医院致力打造物联网医疗生态平台，利用科技提升患者体验。在院内，呼吸机、心电监护仪、体温计血压计、血糖仪、指氧仪等物联网设备的数据能实时传输给移动端，极大减小了患者病情延误的可能性。基于成熟的物联网技术，医院致力在各个环节改善患者康复和治疗的体验，构建了移动护理终端、智能床旁系统、远程探视等医疗模式。此外，医院开发了智慧病房、智慧诊疗、智慧结算等场景，能为医护人员提供高效的运营保障，为患者提供透明可靠的服务。

图表 50：永慈医院物联网医疗平台



资料来源：医院官网，国盛证券研究所

医院重症康复专科能力突出，在物联网医院拔得头筹。在重症康复领域，心肺康复十分重要，而其中的呼吸机脱机治疗则是关键一步。基于此，医院率先从床位、呼吸机等资源入手，首创了“物联网+脱机中心”的康复模式，解决了传统封闭情境下患者心理康复慢的问题，将康复学科发展引向了新的高度。此外，医院在ICU早期介入治疗、脑意识障碍治疗等方面形成了差异化服务，在民营康复医院中树立了学术标杆。

五、风险提示

政策风险：我国对医院建设有较高的标准，尤其是民营医院开展重症康复等高端服务项目可能面临一定的监管不确定性。同时，医保支付方式的改革持续进行，需要考虑医保覆盖程度与报销水平变化。

行业竞争风险：公立医院有较好的患者基础和较高的服务水平，其下设的康复医学科进一步扩大，对民营医院存在竞争风险。

疫情风险：疫情持续存在，线下康复医疗工作开展受限。

医疗事故：医疗纠纷、医疗事故等负面事件影响业绩。

收购行为风险：康复医院网络化扩张主要依赖收购，可能带来一定风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com