

医药生物

医疗服务专题报告——重构与回溯

作者：

分析师 杨松 SAC执业证书编号：S1110521020001

分析师 戴爽 SAC执业证书编号：S1110516110005

分析师 张雪 SAC执业证书编号：S1110521020004

联系人 李慧瑶

联系人 李妞妞



天风证券

[综合金融服务专家]

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

投资要点：

□ 中国主要医疗资源分布不均衡

- 2019年中国整体医疗服务市场规模达4.6万亿，其中非公立卫生机构为0.6万亿。三级医院集中了最主要的医疗资源和就诊需求，2019年三级医院中公立医院2404家，民营医院345家。头部公立医院具备较大的规模体量。民营医院需要通过打造民营医疗品牌、公立医院的补充合作或开展公立医院非重点业务等方式进行差异化发展。

□ 民营医疗服务行业处于发展的黄金时期

- ① **短期维度，刚需促进快速反弹。**疫情进入常态化防控阶段，随着疫苗接种普及，需求推动医疗机构就诊量快速恢复，2020年11月全国单月就诊人数已恢复至2019年同期水平。
- ② **中期维度，调结构与提价格并驾齐驱。**医疗服务未来2-3年将进入价格调整周期。2021年5月中央全面深改委员会通过《深化医疗服务价格改革试点方案》，提出要深化医疗服务价格改革。从云南省、福建三明市等地方实践看，价格改革思路将有升有降，但预计以升为主。药耗集采也为医疗服务价格调整创造了条件。2019年中国公立医院医疗服务收入占比37%，借鉴他国经验，医疗服务结构调整仍有相当的提升空间。
- ③ **长期维度，供需决定行业空间。**在需求端，老龄化加速叠加主体支付能力快速提升，高品质医疗服务需求愈发显著。在供给端，公立医疗机构公益属性持续加强，而供给弹性相当有限。面对未来潜在的大量医疗需求，医疗服务的核心矛盾是供给不足，民营医疗服务是缓解医疗供需矛盾的重要主体。因此，靠优质民营医院补充供给是最为可行的解决路径之一。

投资要点：

□ 医疗服务公司的投资价值分析三段论

- **适应宏观环境发展。**医改进入新时代，自2018年5月医保局成立，三医联动（医疗、医保、医药）体系逐步进入深水区。医院是医药行业最大的消费场景，因而各项政策均在中长期维度以需求为导向影响医疗服务行业演化路径。
- **持续扩大经营壁垒。**医院经营成功需要具备五大经营要素。对于医院管理者而言，资本投入是最基本的进场门票。管理者对商业模式的选择、发展路径的规划、支付主体的意愿、盈利归因的判断是决定医院是否能持久经营并不断拓宽护城河的核心。
- **投资价值动态比较。**医疗服务行业是少有的自带复利效应的资产，也自带“慢属性”，因此估值方法的选取需慎重，持续的估值动态跟踪是关键。

□ 战略性重视医疗服务投资机会

- 在政策趋势引领的产业逻辑下，需战略重视医疗服务投资价值，联系结合公司基本面做中长线考量。美好生活向往将是未来的核心主线，能够提供优质医疗服务的公司将受益，相关标的：**爱尔眼科、通策医疗、国际医学、海吉亚医疗（H）、锦欣生殖（H）、盈康生命、信邦制药、建议关注三星医疗。**

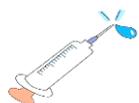
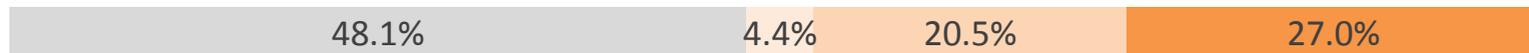
- **风险提示：**个别公司内生外延整合不及预期、个别公司业绩不达预期、医疗质量规范风险、市场震荡风险、政策风险、疫情风险

供给：中国主要医疗资源结构

年份：2019年



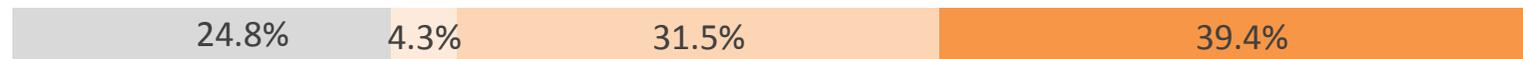
医生数量：387万人



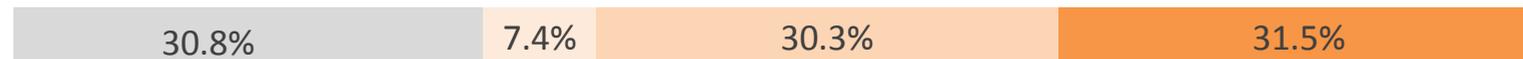
诊疗人次：871987万人次



入院人次：26596万人次



床位数：880.7万张



■ 其他 ■ 一级医院 ■ 二级医院 ■ 三级医院

资料来源：中国卫生健康统计年鉴，天风证券研究所，注：其他机构包含基层医疗卫生机构、专业公共卫生机构、未定级医院及其他医疗卫生机构

供给：公立医院整体业务结构拆分

2019年公立医院收入拆分（亿元）

项目	2019年金额	同比增速	项目	2019年金额	同比增速
总收入	27552.1	14%	住院收入	15950.8	14%
医疗收入	24159.9	14%	内：床位收入	578.3	7%
门诊收入	8205.5	15%	检查收入	1553.5	17%
内：挂号收入	46.5	6%	治疗收入	2273.7	12%
检查收入	1600.3	15%	手术收入	1175.0	18%
治疗收入	942.8	16%	护理收入	496.3	10%
手术收入	206.9	21%	卫生材料收入	3080.3	17%
卫生材料收入	289.5	12%	药品收入	4342.7	11%
药品收入	3450.1	14%	西药收入	3938.6	11%
西药收入	2462.0	15%	中药收入	404.1	9%
中药收入	988.1	12%	财政补助收入	2670.0	16%
科教项目收入	116.4	-9%	其他收入	388.6	-29%

资料来源：中国卫生统计年鉴，天风证券研究所；注：“总收入”指单位为开展业务及其他活动依法取得的非偿还性资金。总收入包括医疗收入、财政补助收入、科教项目收入/上级补助收入、其他收入；“财政补助收入”指单位从主管部门或主办单位取得的财政性事业经费（包括定额和定项补助）；“医疗收入”指医疗卫生机构在开展医疗服务活动中取得的收入。包括挂号收入、床位收入、诊察收入、检查收入、化验收入、治疗收入、手术收入、卫生材料收入、药品收入、药事服务费收入、护理收入和其他收入。

供给：民营医院vs公立医院

□ 公立医院为主导仍是主旋律，民营医院发展的三个方式：

- 打造民营医疗品牌（如综合医院）
- 公立医院的补充合作（如康复医院）
- 公立医院非重点开展业务（如医美机构）

年份	民营医院					公立医院				
	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
数量和床位情况										
机构数(万所)	1.45	1.64	1.88	2.10	2.24	1.31	1.27	1.23	1.20	1.19
占比(%)	52.6	56.4	60.4	63.5	65.3	47.4	43.6	39.6	36.5	34.7
床位数(万张)	103.42	123.36	148.93	171.76	189.09	429.64	445.52	463.11	480.22	497.56
占比(%)	19.4	21.7	24.3	26.3	27.5	80.6	78.3	75.7	73.7	72.5
人力资源										
执业(助理)医师(万人)	26.86	30.98	36.82	42.24	46.14	142.42	149.37	156.43	163.12	171.29
占比(%)	15.9	17.2	19.1	20.6	21.2	84.1	82.8	80.9	79.4	78.8
注册护士(万人)	35.56	42.50	51.56	60.68	68.53	205.21	218.83	230.68	241.40	255.27
占比(%)	14.8	16.3	18.3	20.1	21.2	85.2	83.7	81.7	79.9	78.8
提供医疗服务情况										
总诊疗人次(亿人)	3.71	4.22	4.87	5.26	5.70	27.12	28.48	29.52	30.51	32.72
占比(%)	12.0	12.9	14.2	14.7	14.8	88.0	87.1	85.8	85.3	85.2
入院人数(亿人)	0.24	0.28	0.33	0.37	0.37	1.37	1.48	1.56	1.64	1.75
占比(%)	14.7	15.8	17.6	18.3	17.4	85.3	84.2	82.4	81.7	82.6
医疗服务效率										
病床使用率(%)	62.8	62.8	63.4	63.2	61.4	90.4	91.0	91.3	91.1	91.2
平均住院日	8.5	8.6	8.7	8.9	9.4	9.8	9.6	9.4	9.3	9.1
医师人均负担诊疗人次	5.5	5.5	5.3	5.0	5.0	7.6	7.6	7.6	7.5	7.6
医师人均负担诊疗床位	2.2	2.2	2.3	2.3	2.2	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6

资料来源：中国卫生统计年鉴，天风证券研究所

行业现状：公立医院经营对比（1）

医院	开放床位	收入合计（亿元）	财政拨款收入（亿元）	支出合计（亿元）	业务收入(亿元)	单床收入（万元）	结余率
上海交通大学医学院附属第九人民医院	1820	65.89	3.04	59.73	62.86	345.36	9.30%
上海交通大学医学院附属瑞金医院	2100	62.80	4.51	61.59	58.3	277.61	1.90%
上海交通大学医学院附属仁济医院	1650	61.11	3.83	57.43	57.28	347.16	6.00%
上海市第六人民医院	1956	58.24	4.89	56.78	53.34	272.72	2.50%
上海市第一人民医院	1820	54.38	5.08	48.82	49.3	270.88	10.20%
上海交通大学医学院附属新华医院	1773	53.48	6.00	53.56	47.48	267.79	-0.20%
上海市第十人民医院	1860	40.18	2.63	36.98	37.55	201.9	8.00%
上海中医药大学附属曙光医院	1239	31.10	2.09	30.10	29	234.09	3.20%
上海中医药大学附属龙华医院	1250	31.27	2.70	28.76	28.56	228.5	8.00%
上海市胸科医院	964	27.84	1.14	27.12	26.7	277	2.60%
上海市肺科医院	1000	28.34	2.29	26.95	26.05	260.48	4.90%
广东省人民医院	2852	69.14	4.31	59.99	64.83	227.31	13.23%
上海市同济医院	1300	25.22	1.92	24.54	23.31	179.28	2.70%
华东医院	1313	26.55	5.83	24.64	20.72	157.8	7.20%
上海市儿童医院	700	15.68	2.23	14.99	13.45	192.15	4.40%
上海市中医医院	530	14.17	0.96	13.32	13.22	249.36	6.00%
上海交通大学医学院附属仁济医院南院	600	12.31	0.69	12.21	11.62	193.62	0.80%
上海交通大学医学院附属瑞金医院北院	600	11.24	0.71	11.28	10.53	175.52	-0.30%
上海市第六人民医院东院	600	10.50	0.66	10.10	9.83	163.88	3.80%
上海市皮肤病医院	260	4.94	1.21	4.53	3.73	143.53	8.30%
上海市养志康复医院	300	2.38	0.80	2.15	1.58	52.57	9.50%

资料来源：上海市人民政府官网，天风证券研究所

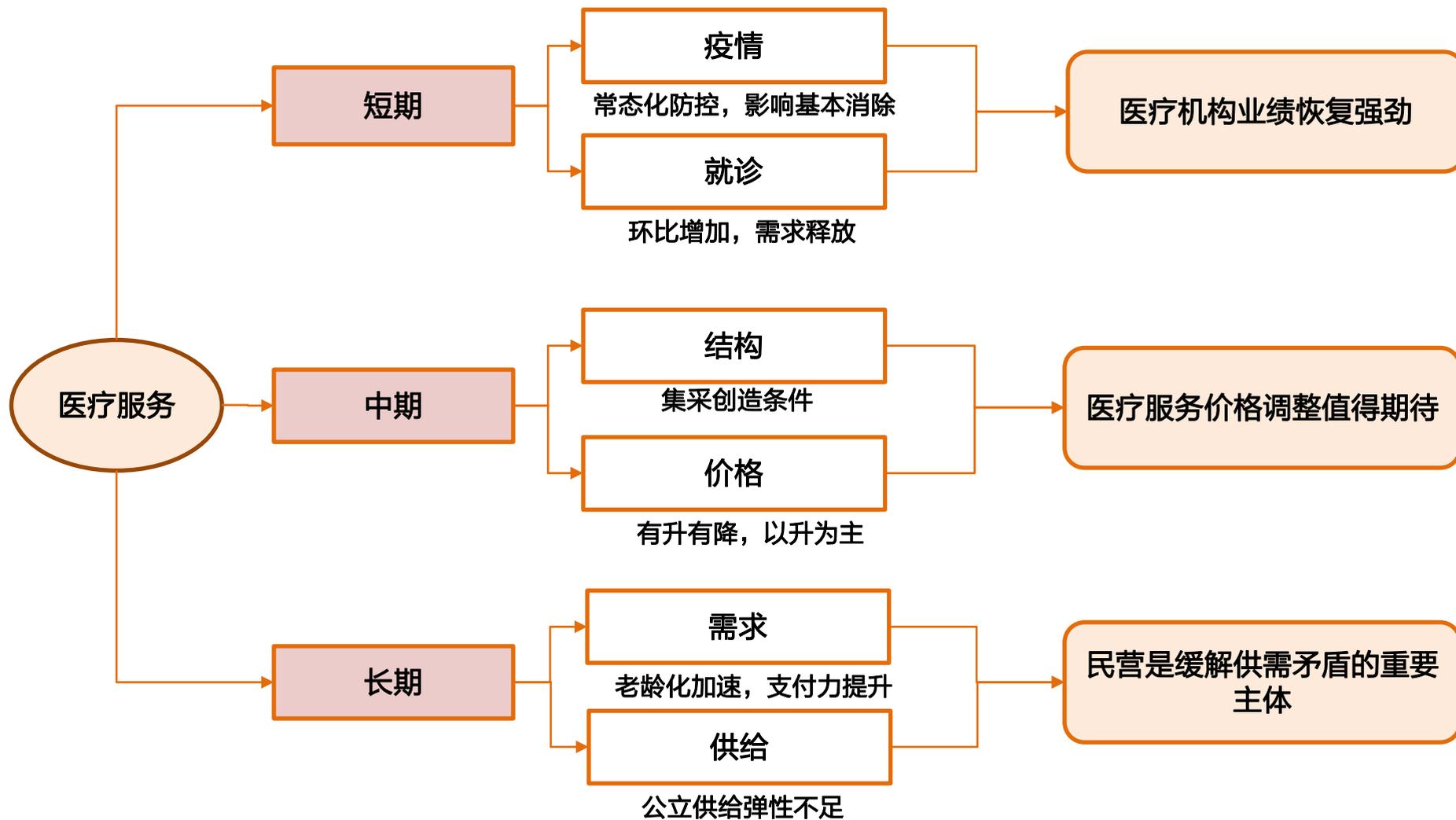
行业现状：公立医院经营对比（2）

类型	城市	医院	开放床位	收入合计 (亿元)	财政拨款收 入(亿元)	支出合计 (亿元)	业务收入(亿 元)	单床收入 (万元)	结余率
综合	北京	中国医学科学院北京协和医院	2000	75.06	3.31	79.44	69.72	348.61	-5.82%
		北京大学第三医院	2264	70.17	1.98	69.43	65.69	290.16	1.06%
		北京大学第一医院	1835	48.30	2.70	54.56	43.99	239.73	-12.95%
	广州	中山大学附属第一医院	2716	75.14	1.88	80.74	69.82	257.07	-7.45%
		南方医科大学南方医院	3601	67.73	1.79	67.73	64.49	179.10	0.00%
		广东省人民医院	2855	67.57	1.00	67.57	66.57	233.16	0.00%
	重庆	重庆医科大学附属第一医院	3938	54.64	0.37	54.64	53.00	134.58	0.00%
		重庆医科大学附属第二医院	2580	37.88	0.32	37.88	37.40	144.96	0.00%
		重庆医科大学附属儿童医院	2480	30.24	0.26	30.24	29.59	119.32	0.00%
	西安	西安交通大学医学院第一附属医院	2600	70.31	1.47	71.80	67.36	259.09	-2.12%
	武汉	华中科技大学同济医学院附属同济医院	6000	115.87	2.10	119.29	107.31	178.85	-2.95%
		华中科技大学同济医学院附属协和医院	5000	112.29	2.10	114.39	100.97	201.94	-1.87%
	成都	四川大学华西医院	4300	122.85	1.87	140.39	114.47	266.21	-14.28%
		四川省人民医院	4432	61.91	2.38	74.84	58.42	131.82	-20.90%
	长沙	中南大学湘雅医院	3500	61.36	2.10	62.84	57.73	164.95	-2.42%
中南大学湘雅二医院		3500	66.96	1.52	68.67	64.52	184.34	-2.55%	
中南大学湘雅三医院		1889	32.66	1.40	34.54	30.97	163.94	-5.73%	
眼科	广州	中山大学眼科中心	508	15.48	0.40	17.69	14.08	277.14	-14.28%
口腔	北京	北京大学口腔医院	664	20.85	0.86	22.82	19.46	293.09	-9.48%
	成都	四川大学华西口腔医院	350	10.86	0.36	10.86	10.13	289.37	0.00%
整形	上海	上海交通大学医学院附属第九人民医院	2150	67.04	2.48	67.04	64.55	300.25	0.00%
	北京	中国医学科学院整形外科医院	440	9.70			5.78	131.27	

资料来源：各医院官网，天风证券研究所

注：若支出大于收入，用事业基金弥补收支差额；中国医学科学院整形外科医院为2019年实际收入，其余均为2021年预算数据

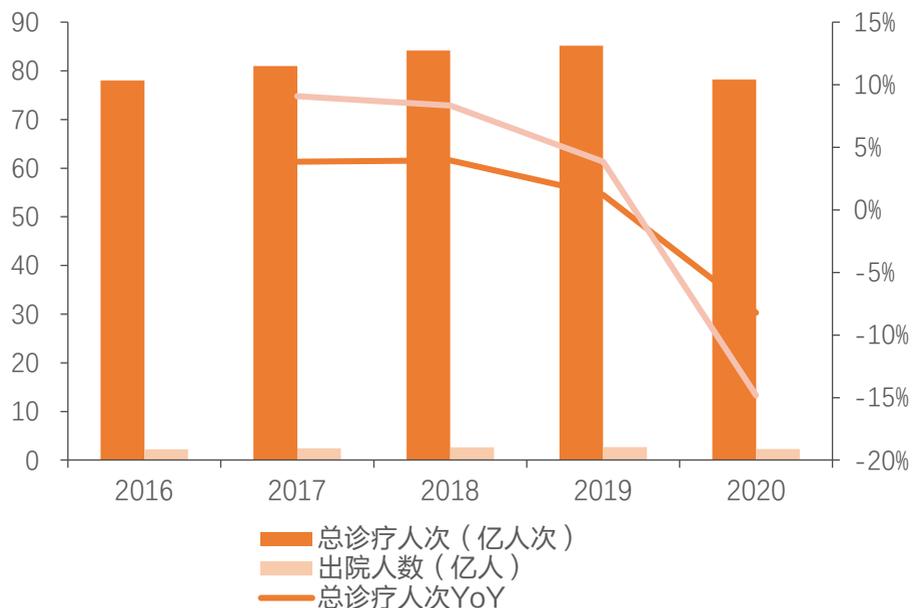
三个维度看医疗服务行业增长逻辑



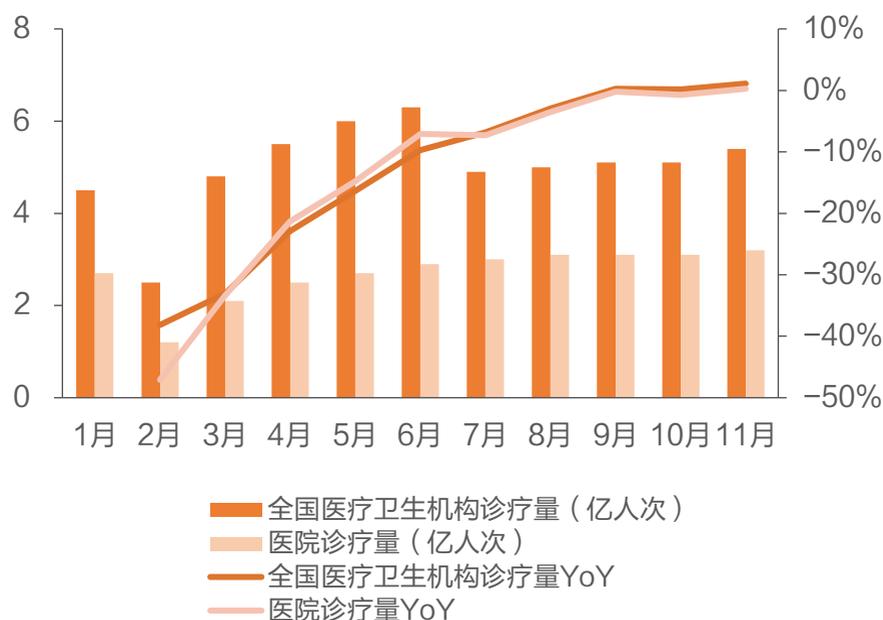
短期：疫情影响逐步消除，单月就诊逐步恢复

- 2020年全国医疗服务诊疗人次下降。受新冠疫情影响，2020年全年中国总诊疗人次78.2亿人次，同比降低8%，出院人数2.3亿人，同比降低15%。
- 截至2020年11月，全国单月就诊人数已恢复至2019年同期水平。2020年11月，全国医疗卫生机构诊疗人次5.4亿人次，同比提高1.1%。医院3.2亿人次，同比提高0.3%，其中公立医院2.7亿人次，同比降低0.1%；民营医院0.5亿人次，同比提高2.4%。

全国医疗服务总诊疗人次及出院人数



2020年全国单月医疗服务诊疗情况



中期：地方实践——云南省医疗服务价格调整：1300项整体调增28%

- **价格改革思路将有升有降，但预计以升为主**：2021年5月15日，云南省医保局、云南省卫健委发布《云南省2021年省级公立医疗机构医疗服务价格调整方案》，本次调整项目数共 1300 项，**平均调增幅度 28.25%**。其中调增项目 1113 项，平均增幅 36.4%；调减项目 187 项，平均降幅 20.1%。
- **调增的医疗服务项目**主要为综合医疗服务、医技诊疗、手术治疗、物理康复等。本次拟调整医疗服务价格的服务项目成本均高于拟调整价格，**体现技术服务劳务价值的手术、治疗类项目价格与成本偏离较大**。
- **调减的医疗服务项目**主要是检查、检验类项目，包括磁共振平扫、计算机X线摄影、X线摄影、普通CT扫描、伽玛刀治疗(一个靶点)、血栓弹力图试验（TEG）等项目。
- 按照医疗服务价格“**总量控制、结构调整、有升有降、逐步到位**”的改革方向，**调整体现医务人员技术劳务价值的价格项目，降低检查、检验类项目价格**，符合国家和云南省医改医疗服务项目价格调整的方向。

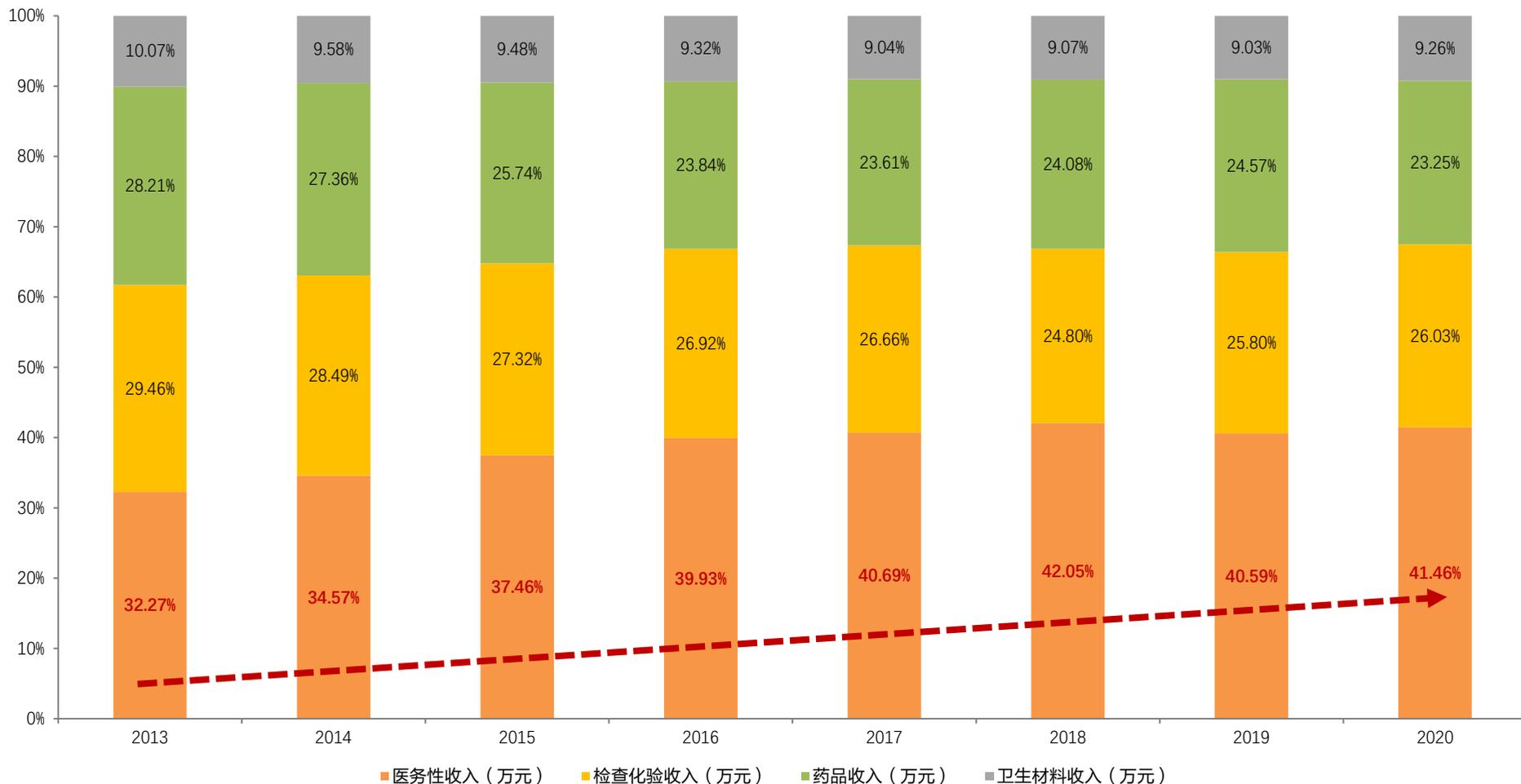
部分调增项目情况

序号	项目编码	项目名称	项目内涵	除外内容	计价单位	说明	调整前价格			财务分类	拟调整价格			备注
							一类价	二类价	三类价		一类价	二类价	三类价	
61	270400001a	冰冻切片检查与诊断（非特异性感染标本）			例		150	150	150	D	250	250	250	
130	310702008	永久起搏器手术换	含取出和安装。	起搏器、心导管、电极	次		1000	850	750	E	1300	1105	975	
131	310702009	除颤器安置术		除颤器、心导管、电极	次		2000	1700	1500	E	2600	2210	1950	
134	310702016	心脏电复律术			次		60	51	45	E	70	60	53	

资料来源：《云南省2021年省级公立医疗机构医疗服务价格调整方案项目成本调查报告》，天风证券研究所

中期：地方实践——福建三明市样本公立医院年度运营情况

收入结构

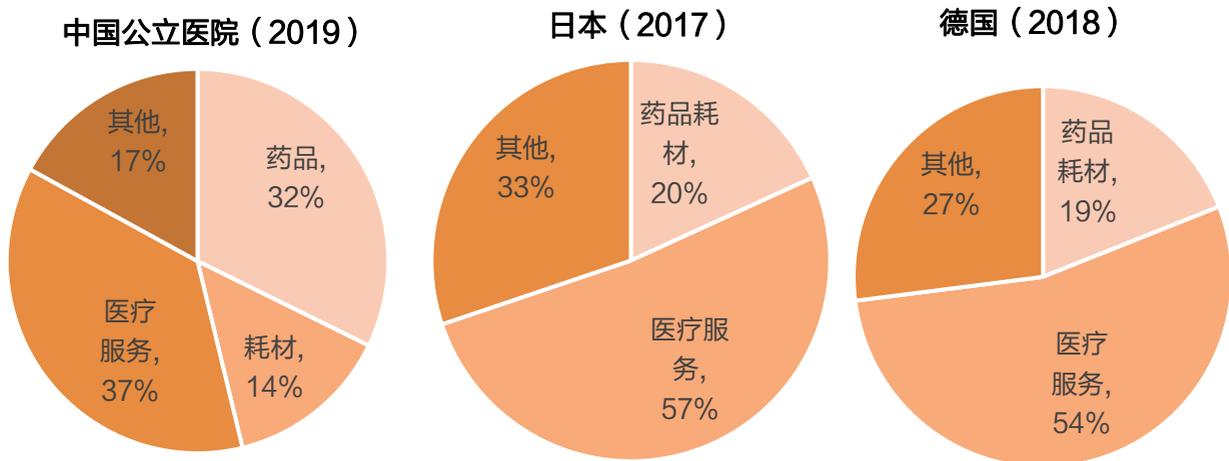


资料来源：三明市卫健委，天风证券研究所

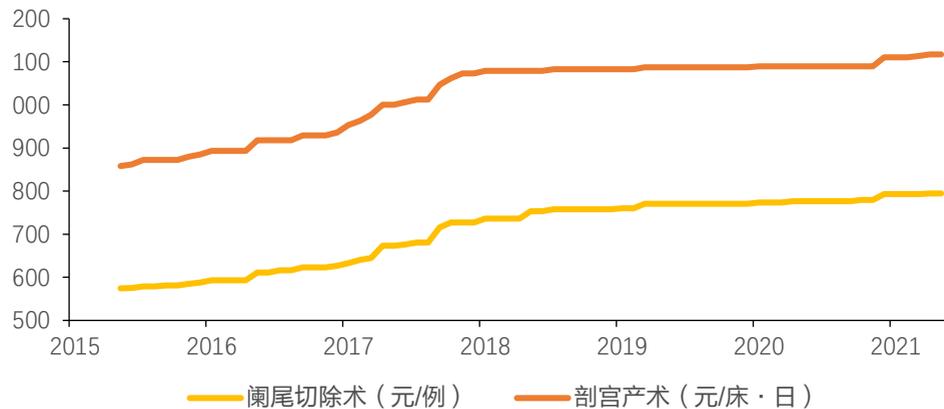
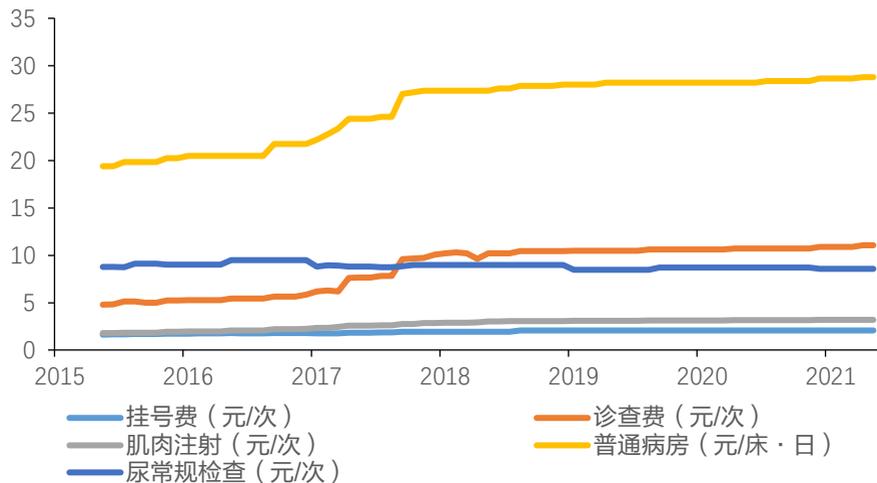
中期：医疗服务未来2-3年将进入价格陆续调整周期

- **价格：**医疗服务价格多年未调整，医疗服务价格处于低估状态，预计未来将进入涨价周期。
- **占比：**服务端占比将继续提升。随着药占比降低，医院只能继续提高服务费用来增收，服务端增长可持续性高，占比亦将持续提升

中国公立医院、日本与德国医药费用结构对比



7年间36个大中城市居民医疗服务价格稳步增长



数据来源：国家卫健委，厚生省，OECD，国家发改委，天风证券研究所

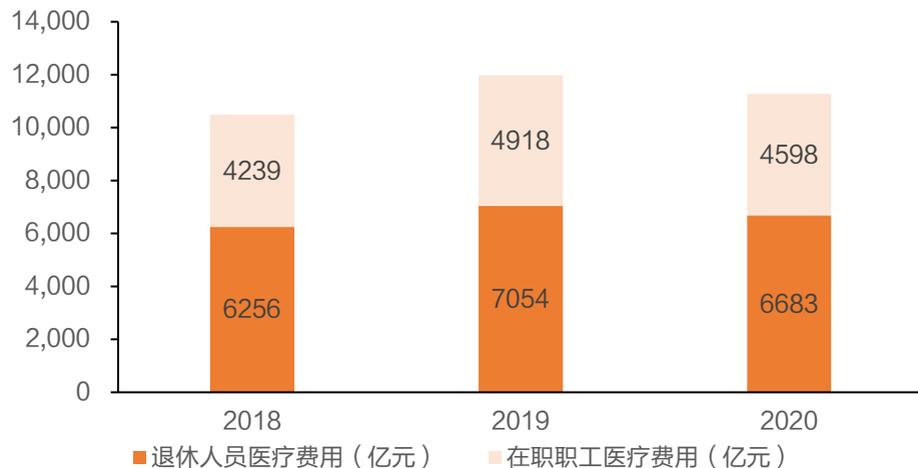
长期：老龄化持续程度加剧且不可逆

全国人口普查	普查标准时间	发布时间	文件名称	60岁及以上人口		65岁及以上人口	
				绝对数（万人）	人口占比	绝对数（万人）	人口占比
第一次	1953年6月30日	2001年11月2日	《第一次全国人口普查数据》	/	/	2563	4.40%
第二次	1964年6月30日	2001年11月2日	《第二次全国人口普查数据》	3817	5.50%	2500	3.60%
第三次	1982年7月1日	2001年11月2日	《第三次全国人口普查数据》	/	/	4940	4.90%
第四次	1990年7月1日	2001年11月2日	《第四次全国人口普查公报（第1号）》	/	/	6461	5.60%
第五次	2000年11月1日	2001年5月15日	《第五次全国人口普查公报（第1号）》	/	/	8811	7.00%
第六次	2010年11月1日	2011年4月28日	《2010年第六次全国人口普查主要数据公报（第1号）》	17765	13.30%	11883	8.90%
第七次	2020年11月1日	2021年5月11日	《第七次全国人口普查公报（第五号）》	26402	18.70%	19064	13.50%

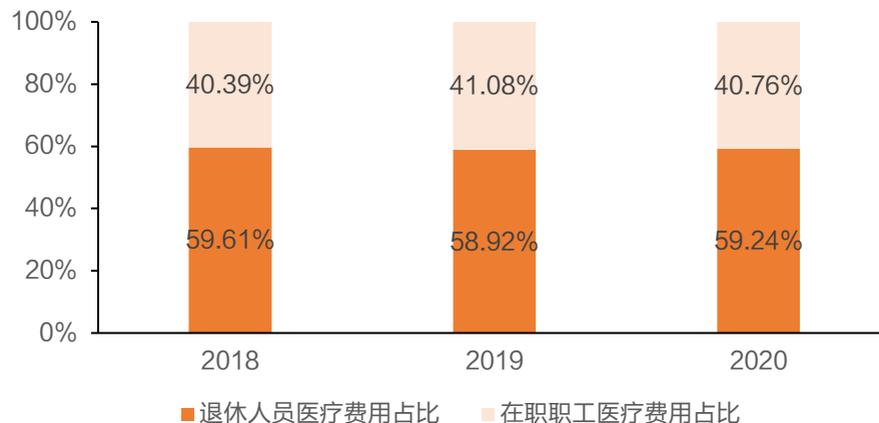
数据来源：中国国家统计局，天风证券研究所

医保影响分析：退休职工与在职职工医疗费用分析

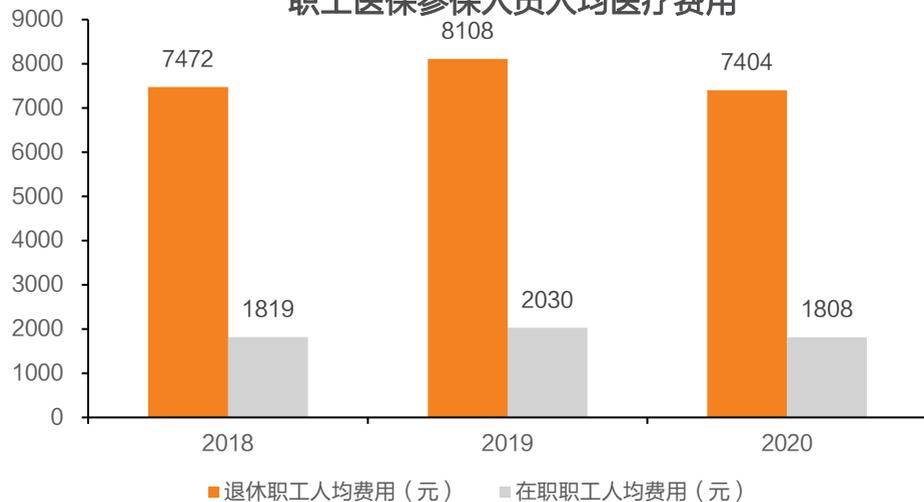
职工医保参保人员医疗总费用



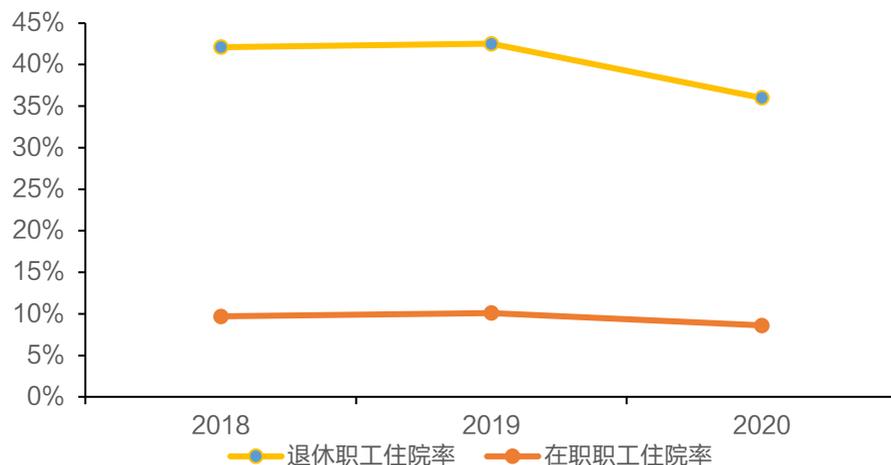
职工医保参保人员医疗总费用构成



职工医保参保人员人均医疗费用



职工参保人员住院率



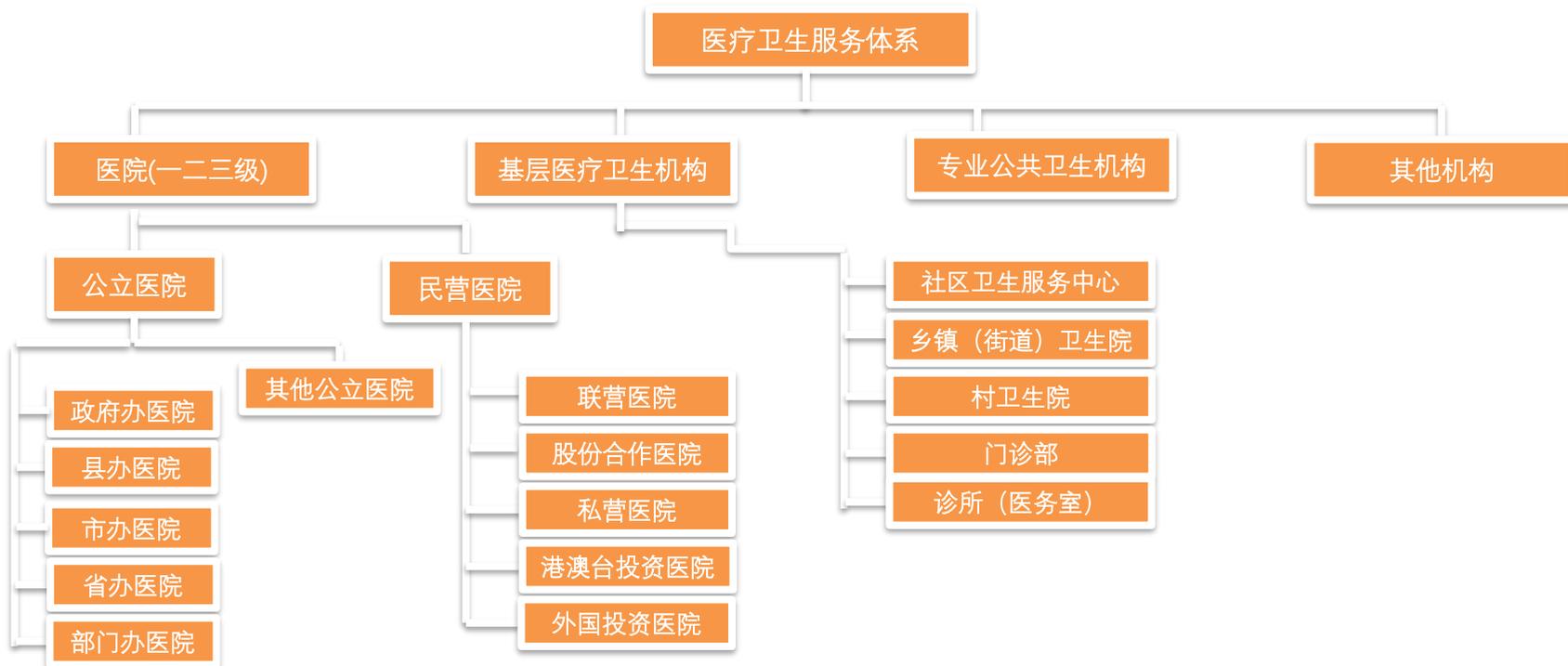
资料来源：国家医保局，天风证券研究所

目录

一、医疗服务行业总览	.....	15页
二、医疗服务细分领域	.....	35页
三、医疗服务投资方法论	.....	79页
四、医疗服务上市公司	.....	108页

医疗服务体系：医院在卫生服务体系中起着最重要作用

- 中国医疗卫生服务的提供者 of 医疗卫生机构，主要包括医院、基层医疗卫生机构、专业公共卫生机构、其他机构四类。
- 医院在医疗卫生服务体系中起着最重要的作用，医院按性质不同可分为公立医院和民营医院。民营医院可分为民办营利性医疗机构及民办非营利性医疗机构。民办营利性医疗机构一般为公司制医院，该类医院以营利为目的，而民办非营利性医疗机构一般为民办非企业单位，该类医院是为社会公众利益服务而设立和运营的，不以营利为目的。

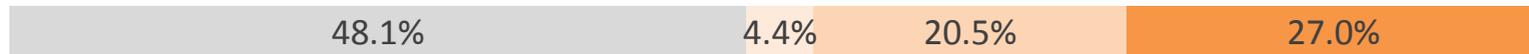


供给：中国主要医疗资源结构

年份：2019年



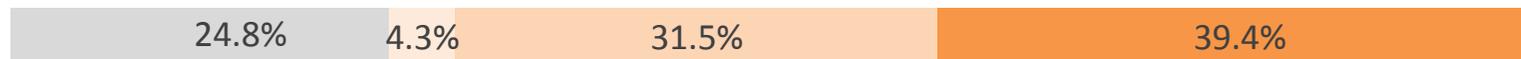
医生数量：387万人



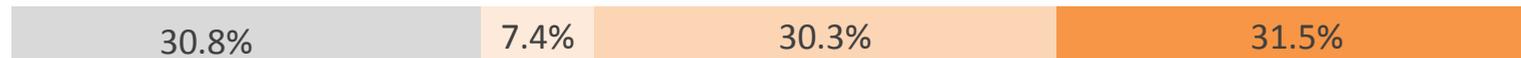
诊疗人次：871987万人次



入院人次：26596万人次



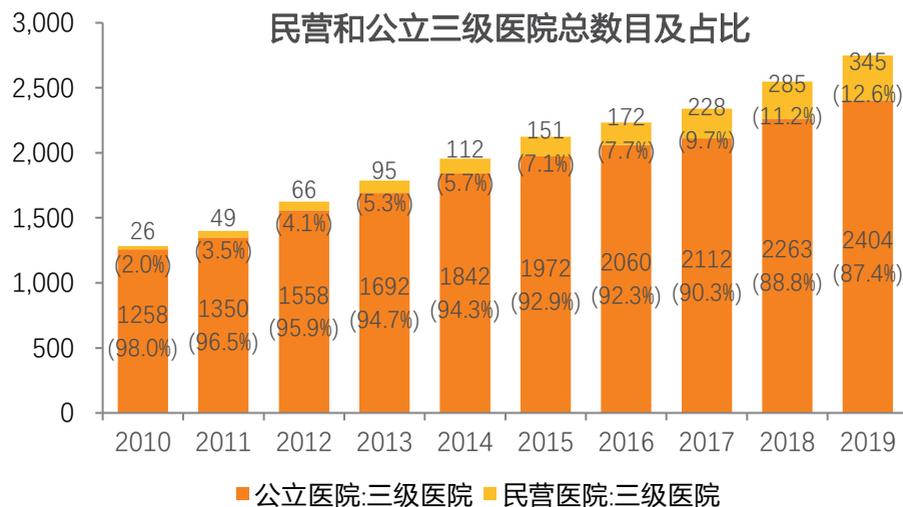
床位数：880.7万张



■ 其他 ■ 一级医院 ■ 二级医院 ■ 三级医院

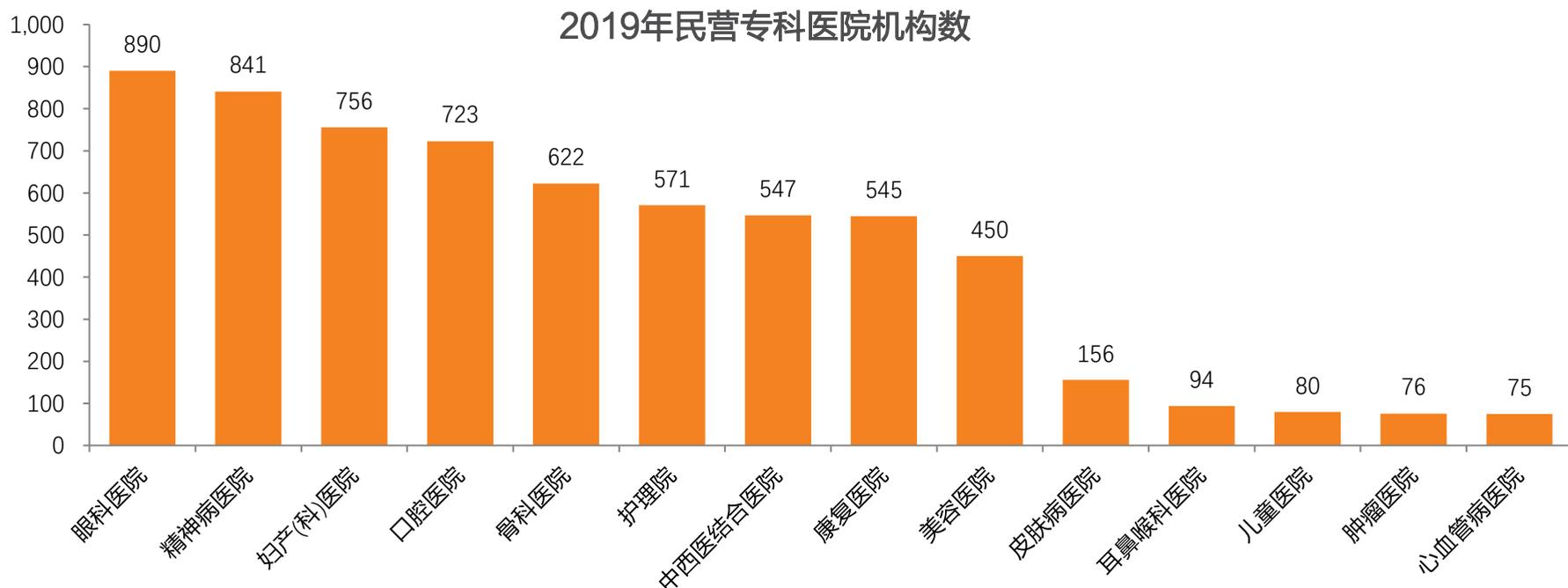
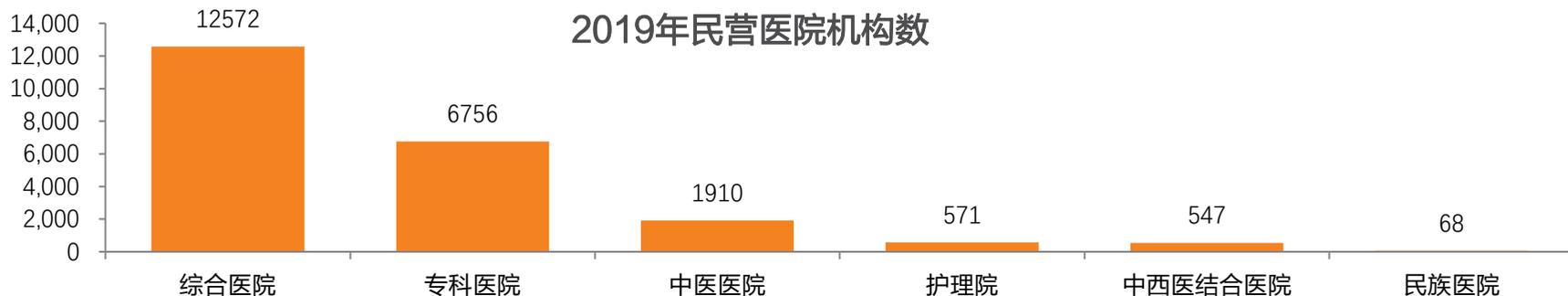
资料来源：中国卫生健康统计年鉴，天风证券研究所，注：其他机构包含基层医疗卫生机构、专业公共卫生机构、未定级医院及其他医疗卫生机构

供给：三级医院以公立医院为主导，民营医院数量被误读



资料来源：中国卫生统计年鉴，天风证券研究所

供给：民营专科医院眼科医院数目最多



资料来源：中国卫生统计年鉴，天风证券研究所

供给：民营医院vs公立医院

□ 公立医院为主导仍是主旋律，民营医院发展的三个方式：

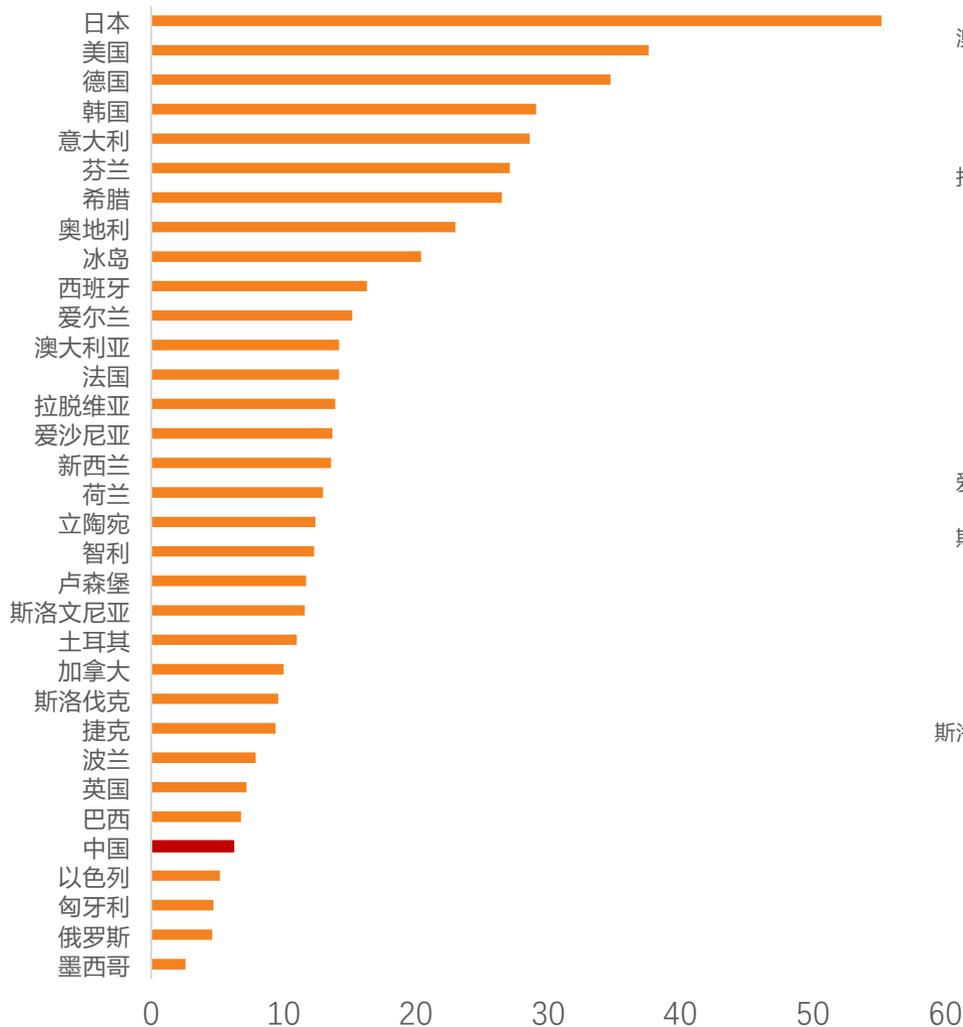
- 打造民营医疗品牌（如综合医院）
- 公立医院的补充合作（如康复医院）
- 公立医院非重点开展业务（如医美机构）

年份	民营医院					公立医院				
	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
数量和床位情况										
机构数(万所)	1.45	1.64	1.88	2.10	2.24	1.31	1.27	1.23	1.20	1.19
占比(%)	52.6	56.4	60.4	63.5	65.3	47.4	43.6	39.6	36.5	34.7
床位数(万张)	103.42	123.36	148.93	171.76	189.09	429.64	445.52	463.11	480.22	497.56
占比(%)	19.4	21.7	24.3	26.3	27.5	80.6	78.3	75.7	73.7	72.5
人力资源										
执业(助理)医师(万人)	26.86	30.98	36.82	42.24	46.14	142.42	149.37	156.43	163.12	171.29
占比(%)	15.9	17.2	19.1	20.6	21.2	84.1	82.8	80.9	79.4	78.8
注册护士(万人)	35.56	42.50	51.56	60.68	68.53	205.21	218.83	230.68	241.40	255.27
占比(%)	14.8	16.3	18.3	20.1	21.2	85.2	83.7	81.7	79.9	78.8
提供医疗服务情况										
总诊疗人次(亿人)	3.71	4.22	4.87	5.26	5.70	27.12	28.48	29.52	30.51	32.72
占比(%)	12.0	12.9	14.2	14.7	14.8	88.0	87.1	85.8	85.3	85.2
入院人数(亿人)	0.24	0.28	0.33	0.37	0.37	1.37	1.48	1.56	1.64	1.75
占比(%)	14.7	15.8	17.6	18.3	17.4	85.3	84.2	82.4	81.7	82.6
医疗服务效率										
病床使用率(%)	62.8	62.8	63.4	63.2	61.4	90.4	91.0	91.3	91.1	91.2
平均住院日	8.5	8.6	8.7	8.9	9.4	9.8	9.6	9.4	9.3	9.1
医师人均负担诊疗人次	5.5	5.5	5.3	5.0	5.0	7.6	7.6	7.6	7.5	7.6
医师人均负担诊疗床位	2.2	2.2	2.3	2.3	2.2	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6

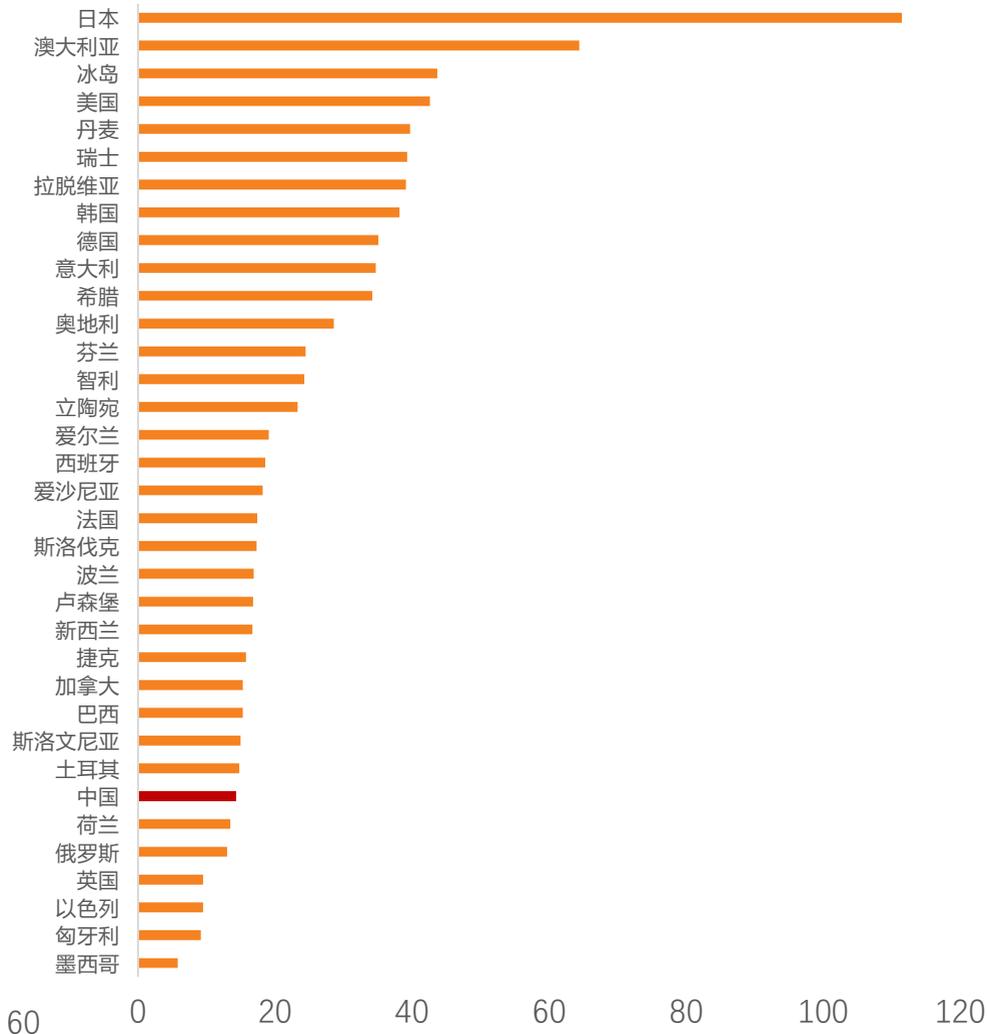
资料来源：中国卫生统计年鉴，天风证券研究所

供给：人均设备配置不足

每百万人MRI保有量（台）



每百万人CT保有量（台）



供给：2019年不同类型医院收入利润情况

项目	机构数（所）	总收入（亿元）	总支出（亿元）	人力成本（亿元）	人力成本占比	净利润（亿元）	结余率
医院	34354	35,968	34275	12464	36.37%	1693	4.71%
综合医院	19963	25,994	24858	8920	35.88%	1136	4.37%
专科医院	8531	4,822	4492	1747	38.89%	330	6.84%
中医医院	4221	4,314	4122	1507	36.56%	193	4.47%
中西医结合医院	699	654	637	224	35.19%	17	2.58%
护理院	628	56	52	19	37.14%	4	7.13%
民族医院	312	127	114	47	41.70%	13	10.54%
基层医疗卫生机构	954390	6,994	6548	2765	42.22%	446	6.37%
社区卫生服务中心（站）	35013	2,038	2014	731	36.30%	24	1.18%
街道卫生院	512	35	35	16	47.26%	0	0.03%
乡镇卫生院	36112	3,255	3153	1394	44.22%	102	3.13%
门诊部(所)	266659	638	503	212	42.22%	135	21.20%
村卫生室	616094	495	418	185	44.32%	77	15.53%

资料来源：中国卫生统计年鉴，天风证券研究所

供给：公立医院整体业务结构拆分

2019年公立医院收入拆分（亿元）

项目	2019年金额	同比增速	项目	2019年金额	同比增速
总收入	27552.1	14%	住院收入	15950.8	14%
医疗收入	24159.9	14%	内：床位收入	578.3	7%
门诊收入	8205.5	15%	检查收入	1553.5	17%
内：挂号收入	46.5	6%	治疗收入	2273.7	12%
检查收入	1600.3	15%	手术收入	1175.0	18%
治疗收入	942.8	16%	护理收入	496.3	10%
手术收入	206.9	21%	卫生材料收入	3080.3	17%
卫生材料收入	289.5	12%	药品收入	4342.7	11%
药品收入	3450.1	14%	西药收入	3938.6	11%
西药收入	2462.0	15%	中药收入	404.1	9%
中药收入	988.1	12%	财政补助收入	2670.0	16%
科教项目收入	116.4	-9%	其他收入	388.6	-29%

资料来源：中国卫生统计年鉴，天风证券研究所；注：“总收入”指单位为开展业务及其他活动依法取得的非偿还性资金。总收入包括医疗收入、财政补助收入、科教项目收入/上级补助收入、其他收入；“财政补助收入”指单位从主管部门或主办单位取得的财政性事业经费（包括定额和定项补助）；“医疗收入”指医疗卫生机构在开展医疗服务活动中取得的收入。包括挂号收入、床位收入、诊察收入、检查收入、化验收入、治疗收入、手术收入、卫生材料收入、药品收入、药事服务费收入、护理收入和其他收入。

行业现状：公立医院经营对比（1）

医院	开放床位	收入合计（亿元）	财政拨款收入（亿元）	支出合计（亿元）	业务收入(亿元)	单床收入（万元）	结余率
上海交通大学医学院附属第九人民医院	1820	65.89	3.04	59.73	62.86	345.36	9.30%
上海交通大学医学院附属瑞金医院	2100	62.80	4.51	61.59	58.3	277.61	1.90%
上海交通大学医学院附属仁济医院	1650	61.11	3.83	57.43	57.28	347.16	6.00%
上海市第六人民医院	1956	58.24	4.89	56.78	53.34	272.72	2.50%
上海市第一人民医院	1820	54.38	5.08	48.82	49.3	270.88	10.20%
上海交通大学医学院附属新华医院	1773	53.48	6.00	53.56	47.48	267.79	-0.20%
上海市第十人民医院	1860	40.18	2.63	36.98	37.55	201.9	8.00%
上海中医药大学附属曙光医院	1239	31.10	2.09	30.10	29	234.09	3.20%
上海中医药大学附属龙华医院	1250	31.27	2.70	28.76	28.56	228.5	8.00%
上海市胸科医院	964	27.84	1.14	27.12	26.7	277	2.60%
上海市肺科医院	1000	28.34	2.29	26.95	26.05	260.48	4.90%
广东省人民医院	2852	69.14	4.31	59.99	64.83	227.31	13.23%
上海市同济医院	1300	25.22	1.92	24.54	23.31	179.28	2.70%
华东医院	1313	26.55	5.83	24.64	20.72	157.8	7.20%
上海市儿童医院	700	15.68	2.23	14.99	13.45	192.15	4.40%
上海市中医医院	530	14.17	0.96	13.32	13.22	249.36	6.00%
上海交通大学医学院附属仁济医院南院	600	12.31	0.69	12.21	11.62	193.62	0.80%
上海交通大学医学院附属瑞金医院北院	600	11.24	0.71	11.28	10.53	175.52	-0.30%
上海市第六人民医院东院	600	10.50	0.66	10.10	9.83	163.88	3.80%
上海市皮肤病医院	260	4.94	1.21	4.53	3.73	143.53	8.30%
上海市养志康复医院	300	2.38	0.80	2.15	1.58	52.57	9.50%

资料来源：上海市人民政府官网，天风证券研究所

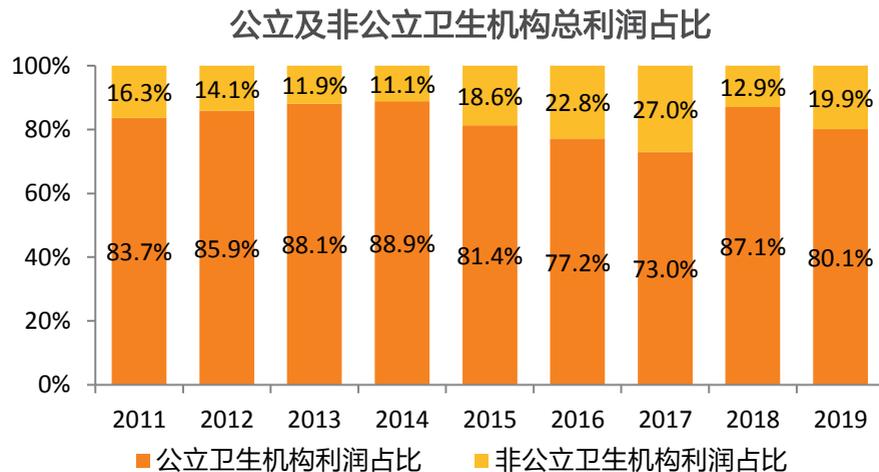
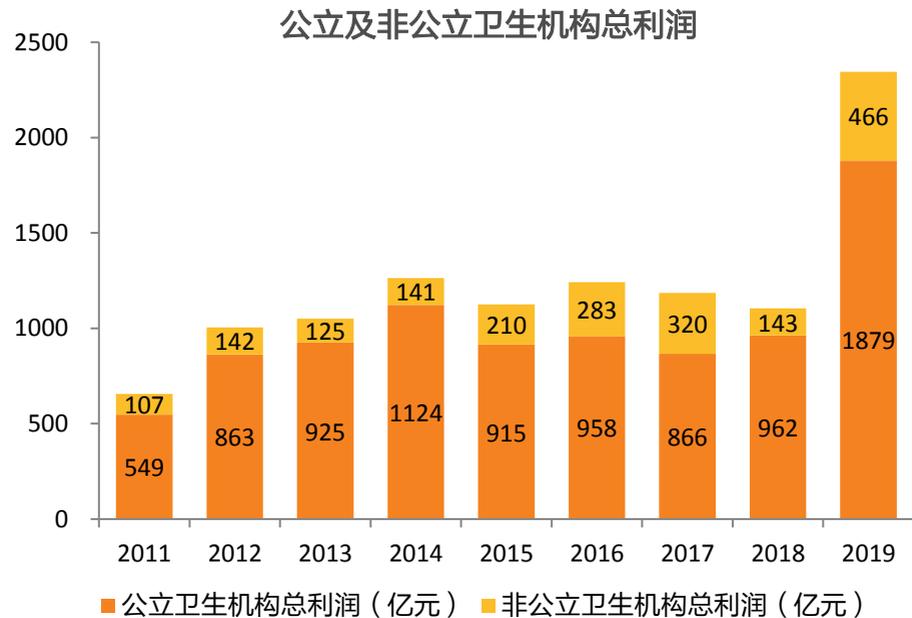
行业现状：公立医院经营对比（2）

类型	城市	医院	开放床位	收入合计 (亿元)	财政拨款收 入(亿元)	支出合计 (亿元)	业务收入(亿 元)	单床收入 (万元)	结余率
综合	北京	中国医学科学院北京协和医院	2000	75.06	3.31	79.44	69.72	348.61	-5.82%
		北京大学第三医院	2264	70.17	1.98	69.43	65.69	290.16	1.06%
		北京大学第一医院	1835	48.30	2.70	54.56	43.99	239.73	-12.95%
	广州	中山大学附属第一医院	2716	75.14	1.88	80.74	69.82	257.07	-7.45%
		南方医科大学南方医院	3601	67.73	1.79	67.73	64.49	179.10	0.00%
		广东省人民医院	2855	67.57	1.00	67.57	66.57	233.16	0.00%
	重庆	重庆医科大学附属第一医院	3938	54.64	0.37	54.64	53.00	134.58	0.00%
		重庆医科大学附属第二医院	2580	37.88	0.32	37.88	37.40	144.96	0.00%
		重庆医科大学附属儿童医院	2480	30.24	0.26	30.24	29.59	119.32	0.00%
	西安	西安交通大学医学院第一附属医院	2600	70.31	1.47	71.80	67.36	259.09	-2.12%
	武汉	华中科技大学同济医学院附属同济医院	6000	115.87	2.10	119.29	107.31	178.85	-2.95%
		华中科技大学同济医学院附属协和医院	5000	112.29	2.10	114.39	100.97	201.94	-1.87%
	成都	四川大学华西医院	4300	122.85	1.87	140.39	114.47	266.21	-14.28%
		四川省人民医院	4432	61.91	2.38	74.84	58.42	131.82	-20.90%
	长沙	中南大学湘雅医院	3500	61.36	2.10	62.84	57.73	164.95	-2.42%
中南大学湘雅二医院		3500	66.96	1.52	68.67	64.52	184.34	-2.55%	
中南大学湘雅三医院		1889	32.66	1.40	34.54	30.97	163.94	-5.73%	
眼科	广州	中山大学眼科中心	508	15.48	0.40	17.69	14.08	277.14	-14.28%
口腔	北京	北京大学口腔医院	664	20.85	0.86	22.82	19.46	293.09	-9.48%
	成都	四川大学华西口腔医院	350	10.86	0.36	10.86	10.13	289.37	0.00%
整形	上海	上海交通大学医学院附属第九人民医院	2150	67.04	2.48	67.04	64.55	300.25	0.00%
	北京	中国医学科学院整形外科医院	440	9.70			5.78	131.27	

资料来源：各医院官网，天风证券研究所

注：若支出大于收入，用事业基金弥补收支差额；中国医学科学院整形外科医院为2019年实际收入，其余均为2021年预算数据

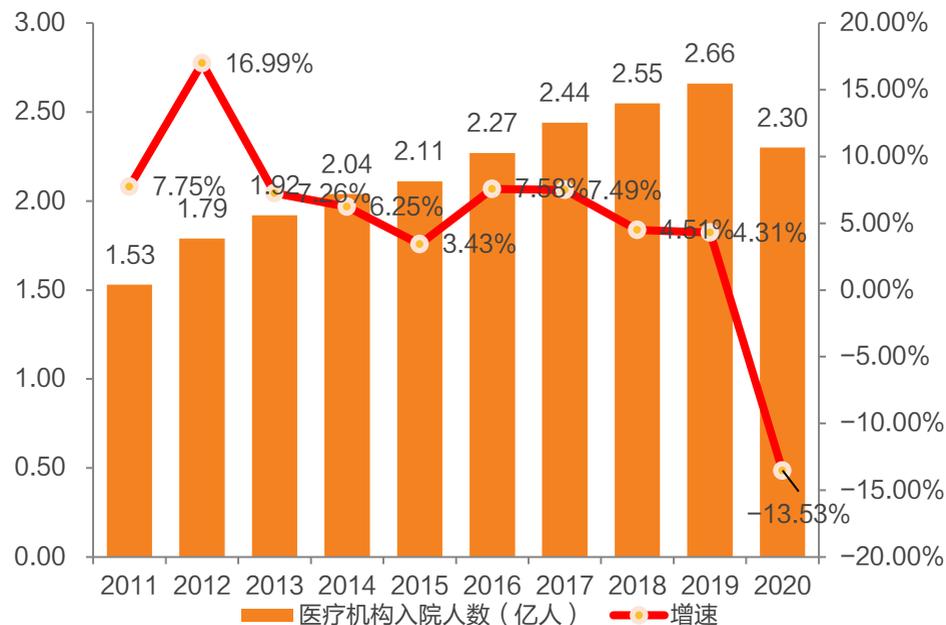
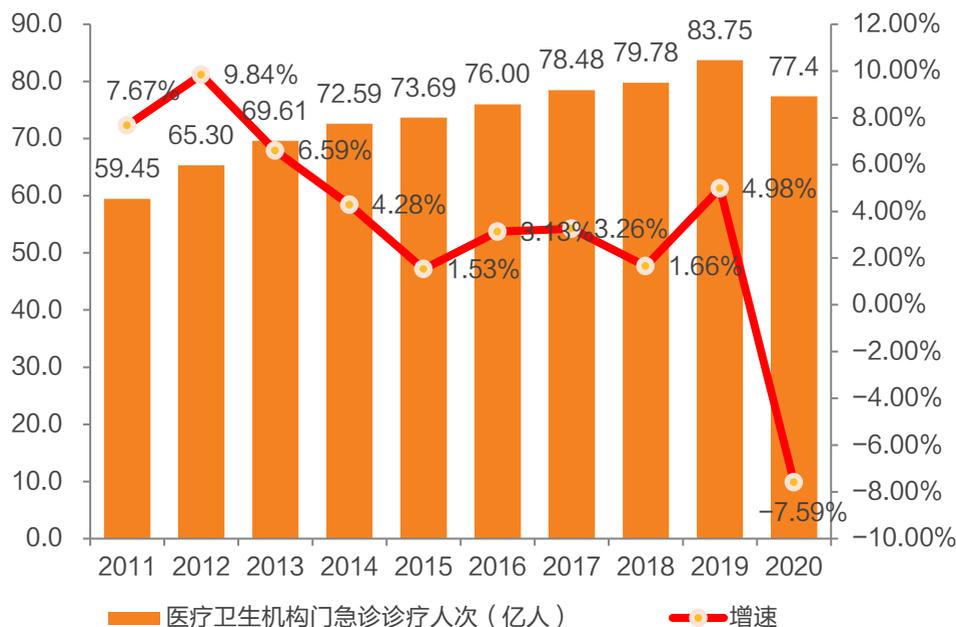
供给：2019年整体医疗服务市场规模达4.6万亿，其中非公立卫生机构为0.6万亿



资料来源：中国卫生统计年鉴，天风证券研究所

需求：医疗服务诊疗人次和住院人数不断增长

- 2011年-2019年，全国医疗卫生机构门急诊诊疗人次从59.45亿增长到83.75亿人，年复合增长率4%；住院人数从1.53亿人增长到2.66亿人，年复合增长率7%。
- 2020年门急诊诊疗人次77.4亿人次，同比降低7.6%，2020年住院人数2.30亿人，同比降低13.5%；可能受2020年新冠疫情的影响。



资料来源：中国卫生统计年鉴，天风证券研究所

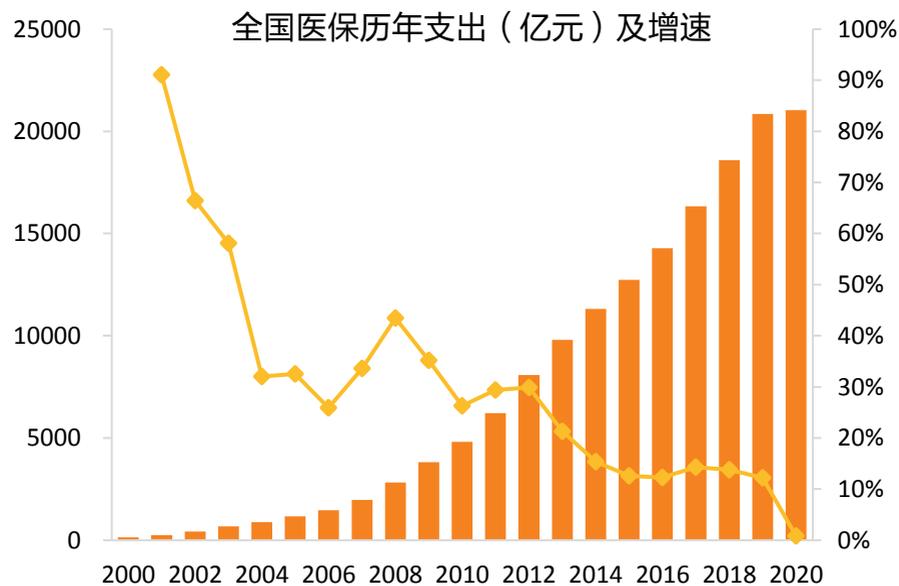
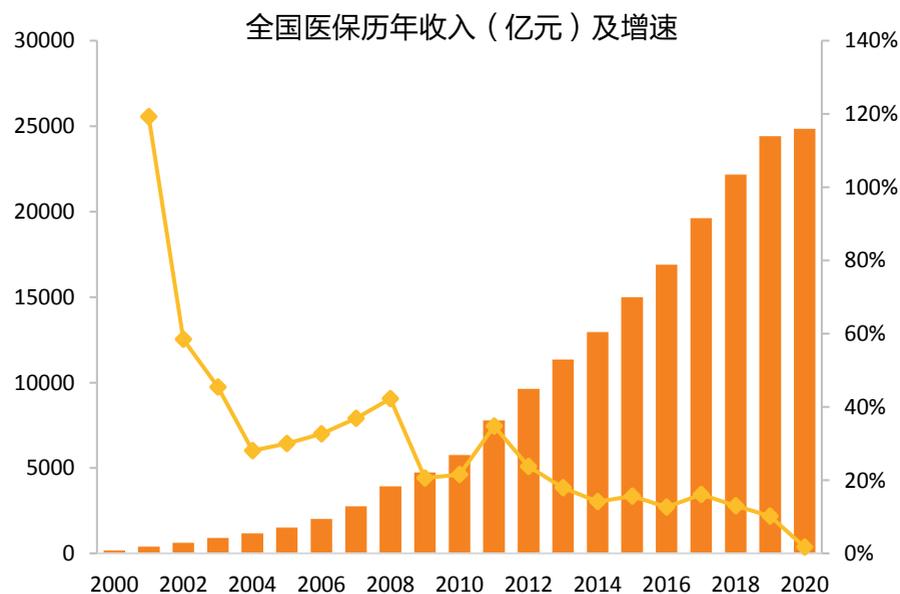
需求：老龄化程度加剧且不可逆

全国人口普查	普查标准时间	发布时间	文件名称	60岁及以上人口		65岁及以上人口	
				绝对数（万人）	人口占比	绝对数（万人）	人口占比
第一次	1953年6月30日	2001年11月2日	《第一次全国人口普查数据》	/	/	2563	4.40%
第二次	1964年6月30日	2001年11月2日	《第二次全国人口普查数据》	3817	5.50%	2500	3.60%
第三次	1982年7月1日	2001年11月2日	《第三次全国人口普查数据》	/	/	4940	4.90%
第四次	1990年7月1日	2001年11月2日	《第四次全国人口普查公报（第1号）》	/	/	6461	5.60%
第五次	2000年11月1日	2001年5月15日	《第五次全国人口普查公报（第1号）》	/	/	8811	7.00%
第六次	2010年11月1日	2011年4月28日	《2010年第六次全国人口普查主要数据公报（第1号）》	17765	13.30%	11883	8.90%
第七次	2020年11月1日	2021年5月11日	《第七次全国人口普查公报（第五号）》	26402	18.70%	19064	13.50%

数据来源：中国国家统计局，天风证券研究所

医保影响分析：收支—2020年全国医保收入2.48万亿（+1.7%），支出2.10万亿（+0.9%）

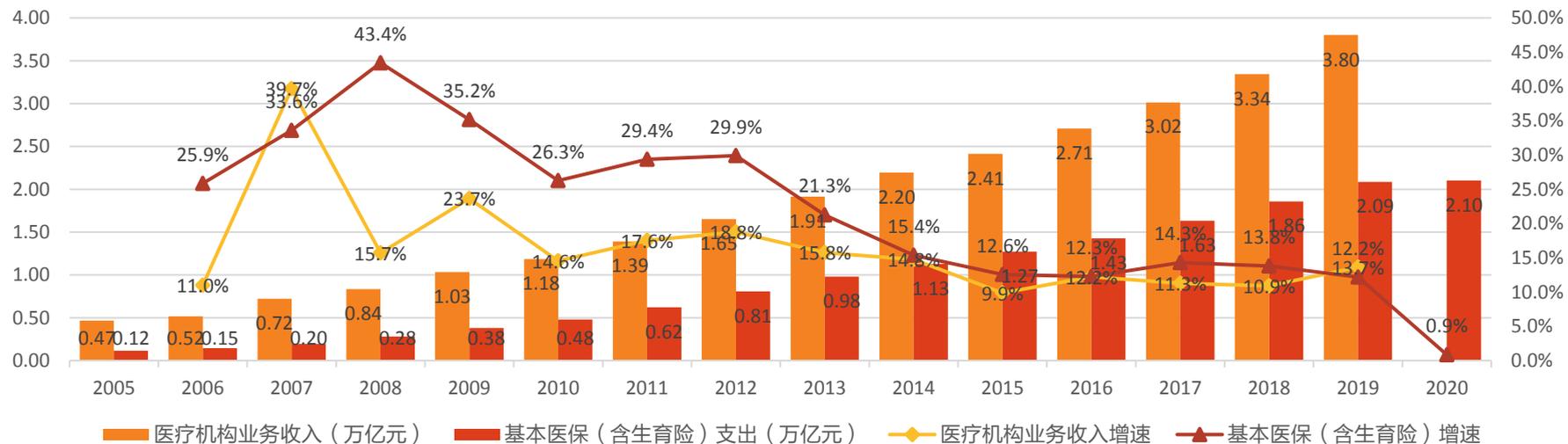
- 2020年参加全国基本医保136131万人，参保率稳定在95%以上。
- 2020年，全国基本医保基金（含生育保险）总收入2.48万亿元，比上年增长1.7%，占当年GDP比重约为2.4%；全国基本医保基金（含生育保险）总支出2.10万亿元，比上年增长0.9%，占当年GDP比重约为2.1%。（受疫情影响，2020年2-7月全国多地实施阶段性减半征收职工医保单位缴费，累计减征约1649亿元，职工医保收入较上年下降。若剔除减征因素的影响，职工医保较上年增长9.6%。）
- 全国基本医保基金（含生育保险）累计结存31500亿元，其中职工医疗个人账户累计结存10096亿元。



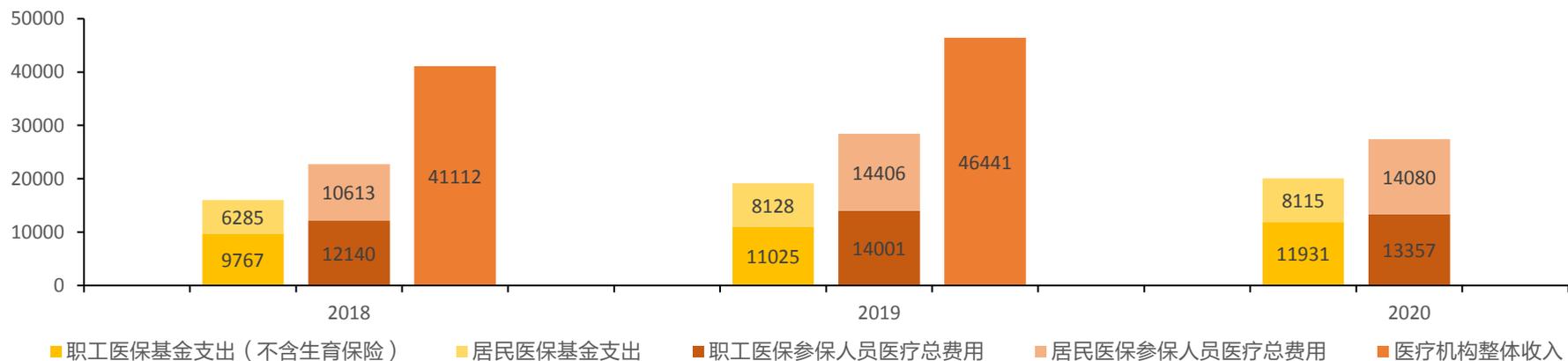
资料来源：国家医保局，天风证券研究所

医保影响分析：不考虑疫情影响，医保支出、医疗费用和医疗机构收入均呈上升趋势

医疗机构业务收入和基本医保（含生育险）支出



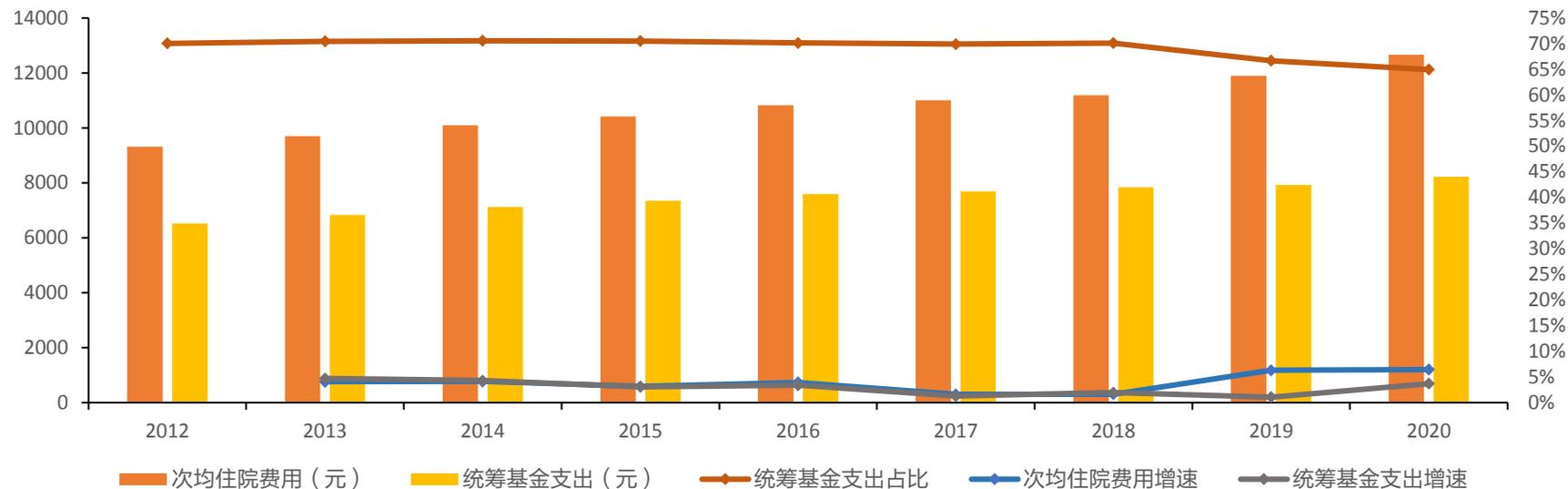
医保基金支出、参保人员医疗费用及医疗机构业务收入 (亿元)



资料来源：国家医保局，天风证券研究所

医保影响分析：职工医保参保人员次均住院费用医保支付在60%以上

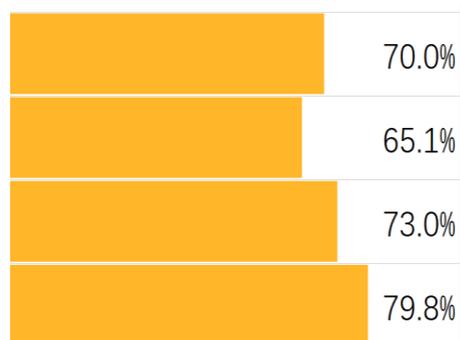
2012-2020年职工医保次均住院费用和统筹基金支出（元）



职工医保政策范围内住院费用基金支付



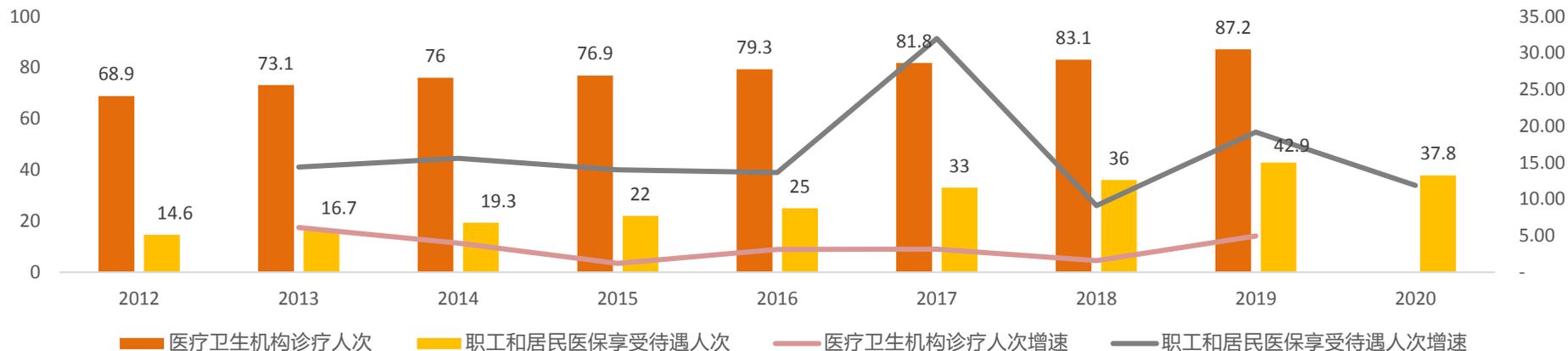
居民医保政策范围内住院费用基金支付



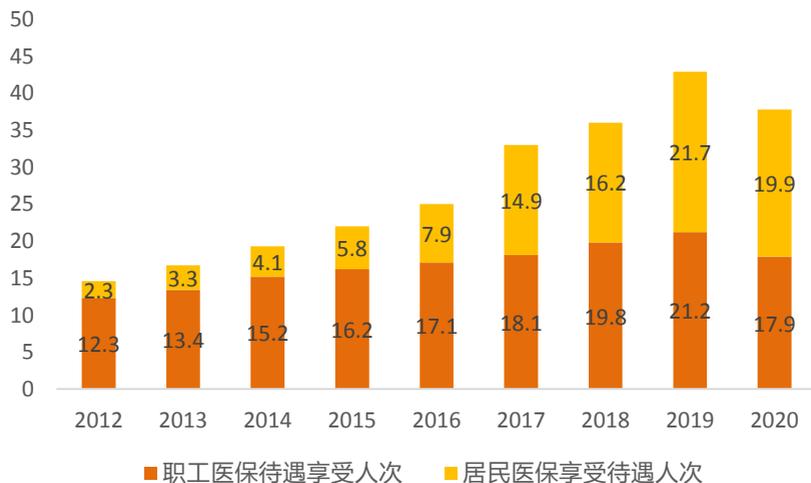
资料来源：国家医保局，天风证券研究所；注：统筹基金支出占比=统筹基金/次均住院费用*100%

医保影响分析：享受医保待遇人次约一半左右

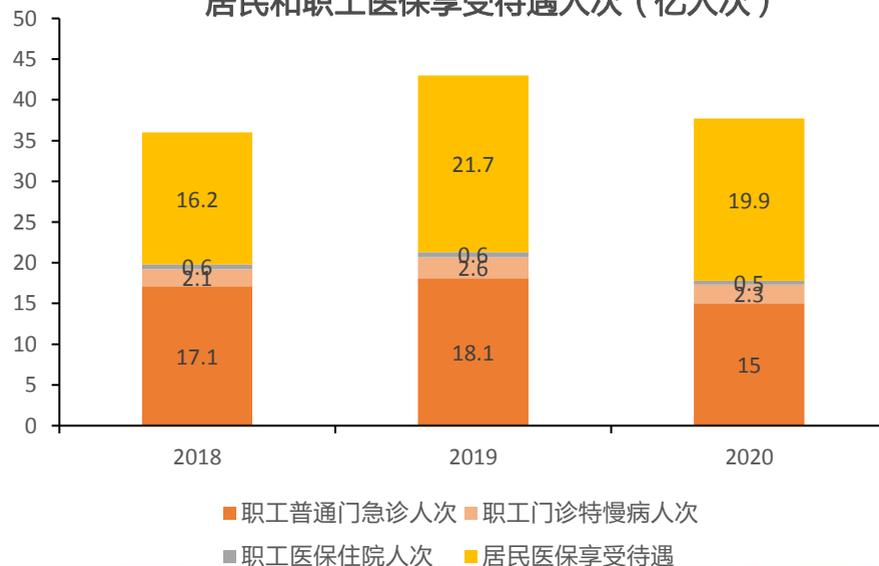
医疗机构诊疗人次与医保享受待遇人次（亿人次）



居民和职工医保享受待遇人次（亿人次）

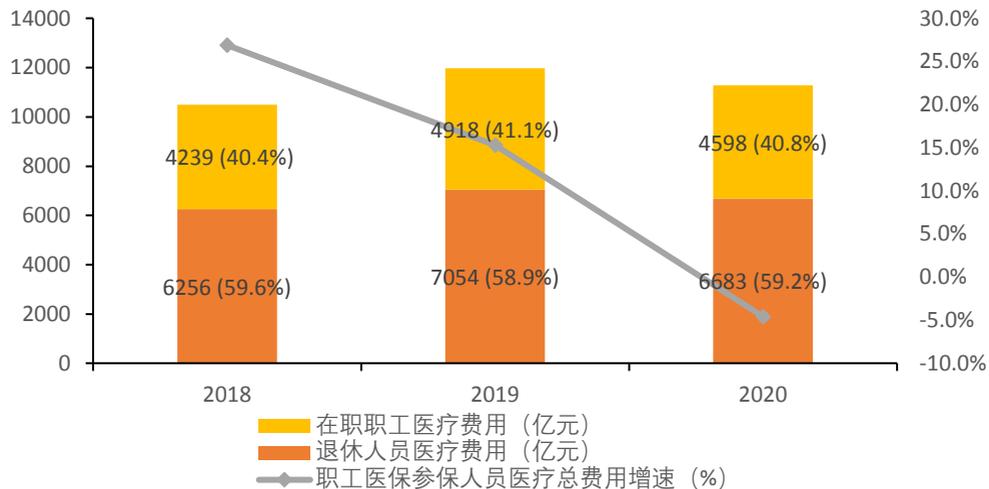


居民和职工医保享受待遇人次（亿人次）

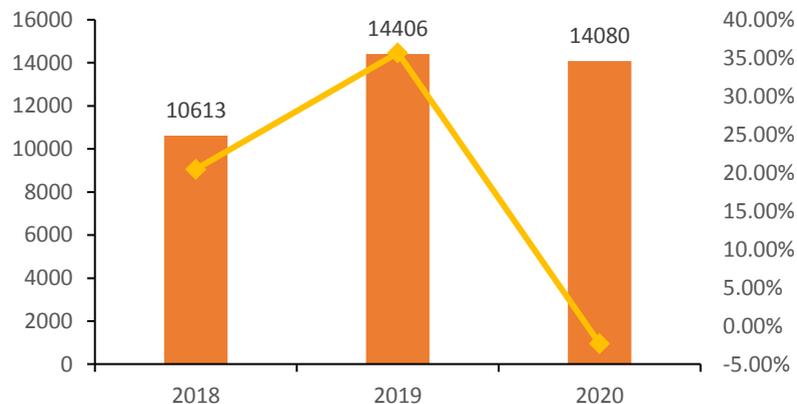


医保影响分析：退休人员与在职职工医疗费用分析

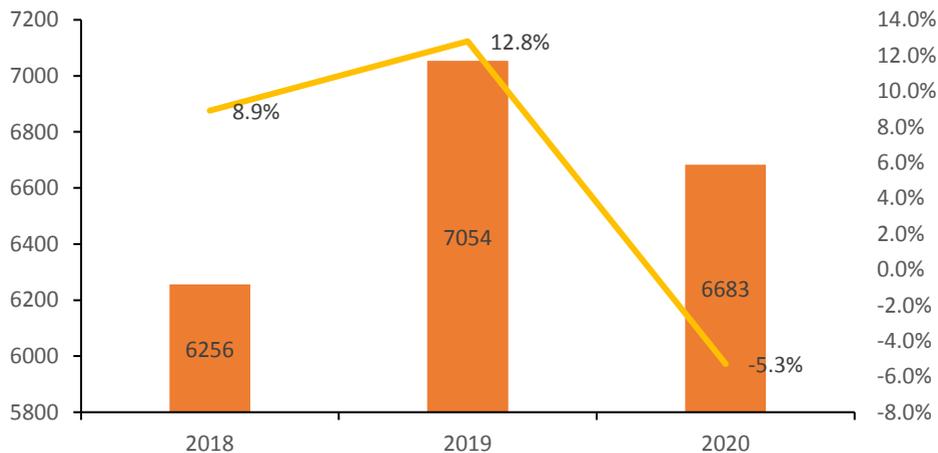
职工医保参保人员医疗总费用及其增速



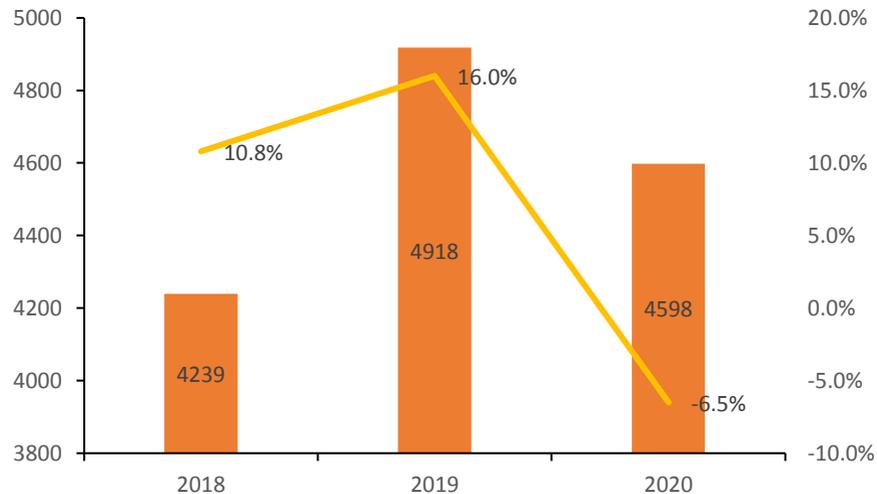
居民医保医疗费用 (亿元) 及其增速



退休职工参保人员医疗费用 (亿元) 及其增速



在职职工参保人员医疗费用 (亿元) 及其增速

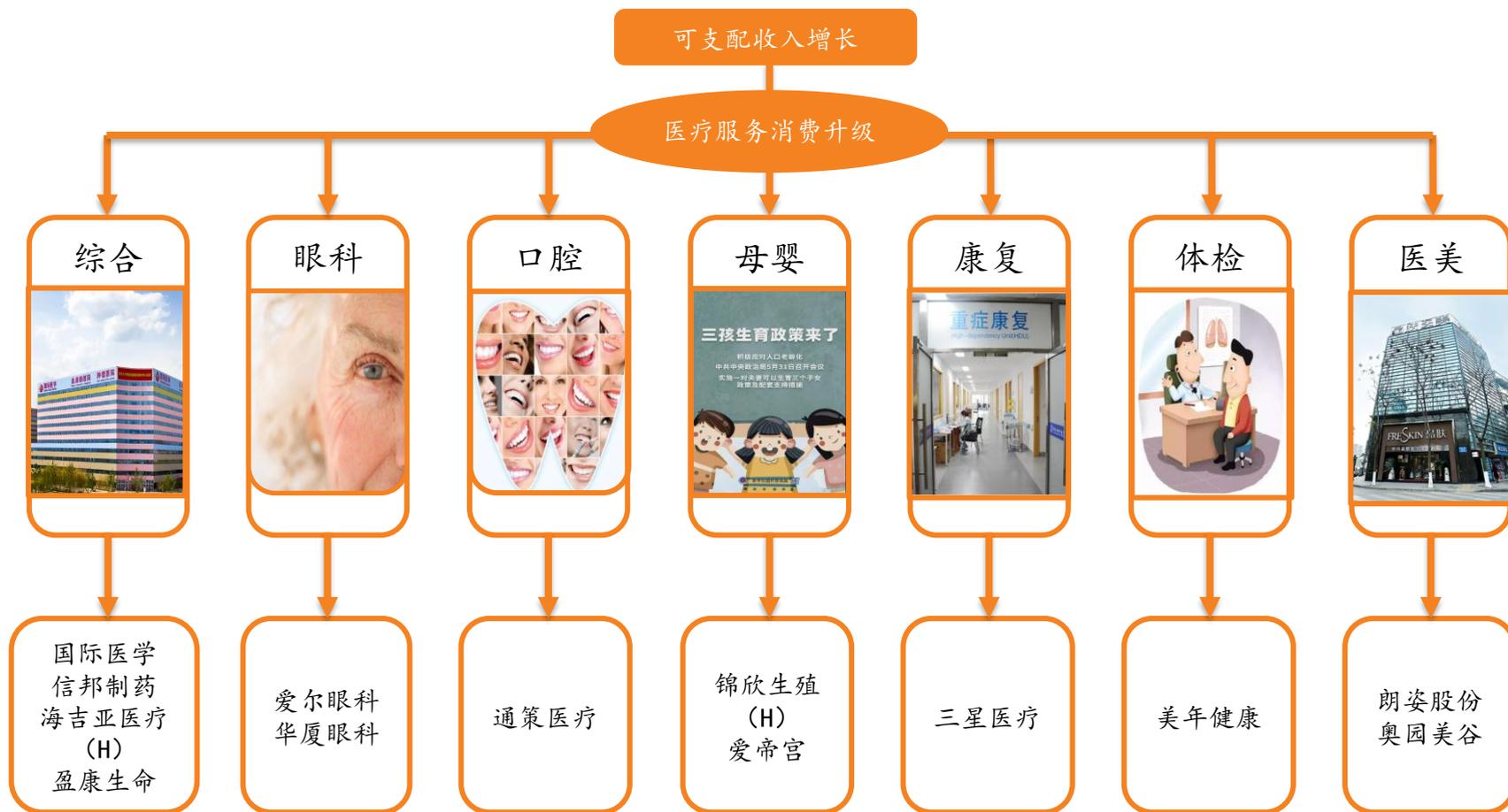


资料来源：国家医保局，天风证券研究所

目录

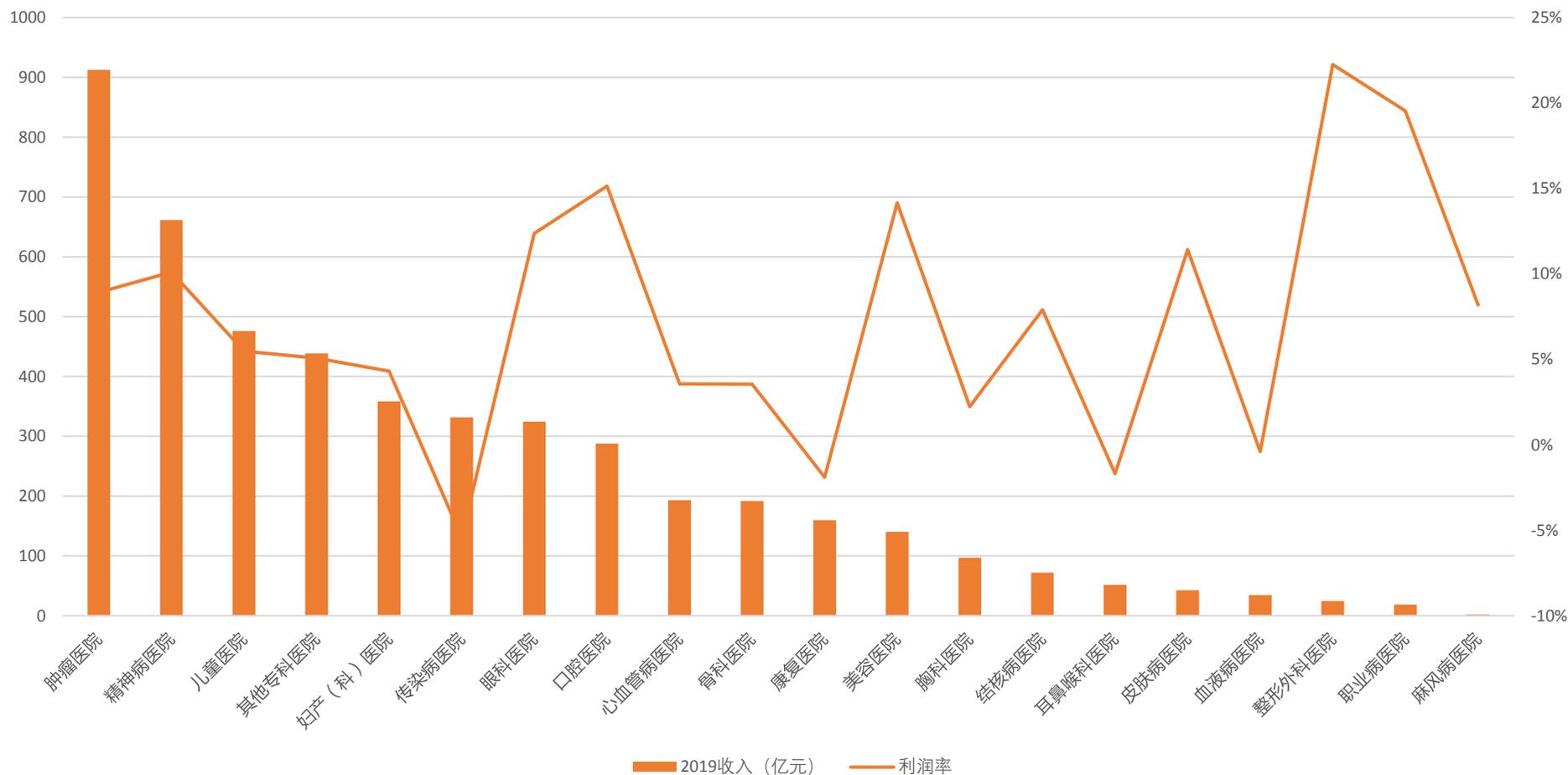
一、医疗服务行业总览	.....	15页
二、医疗服务细分领域	.....	35页
三、医疗服务投资方法论	.....	79页
四、医疗服务上市公司	.....	108页

医疗服务细分领域：中期规划，长线获益



数据来源：腾讯时尚，新氧，容商天下，湛江久和医院，南华大学第一附属医院，新华社，浙江明州康复医院，盈康生命官网，朗姿股份官网，天风证券研究所

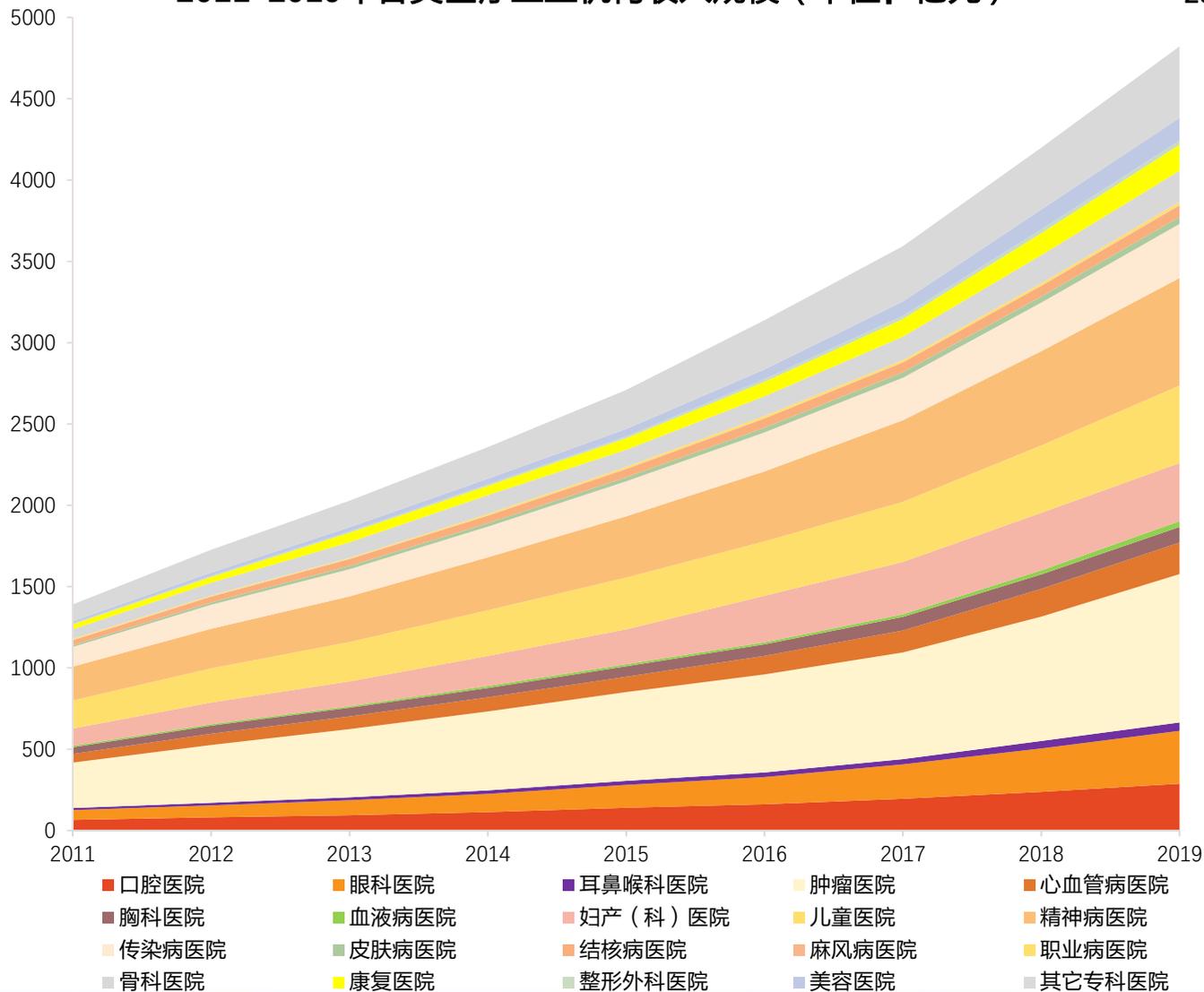
专科医院中整形、眼科、口腔利润率较高(2019)



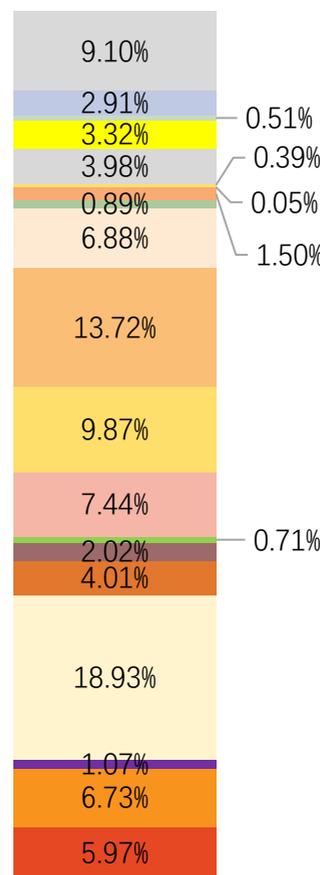
数据来源: 卫生统计年鉴, 天风证券研究所

专科医院中美容、眼科、康复、口腔收入增速较快

2011-2019年各类医疗卫生机构收入规模（单位：亿元）



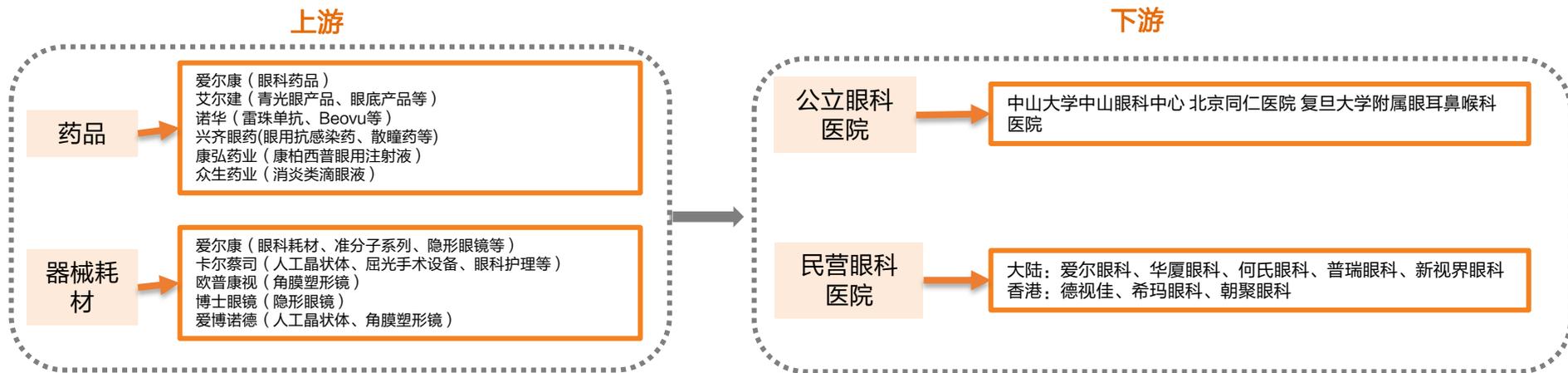
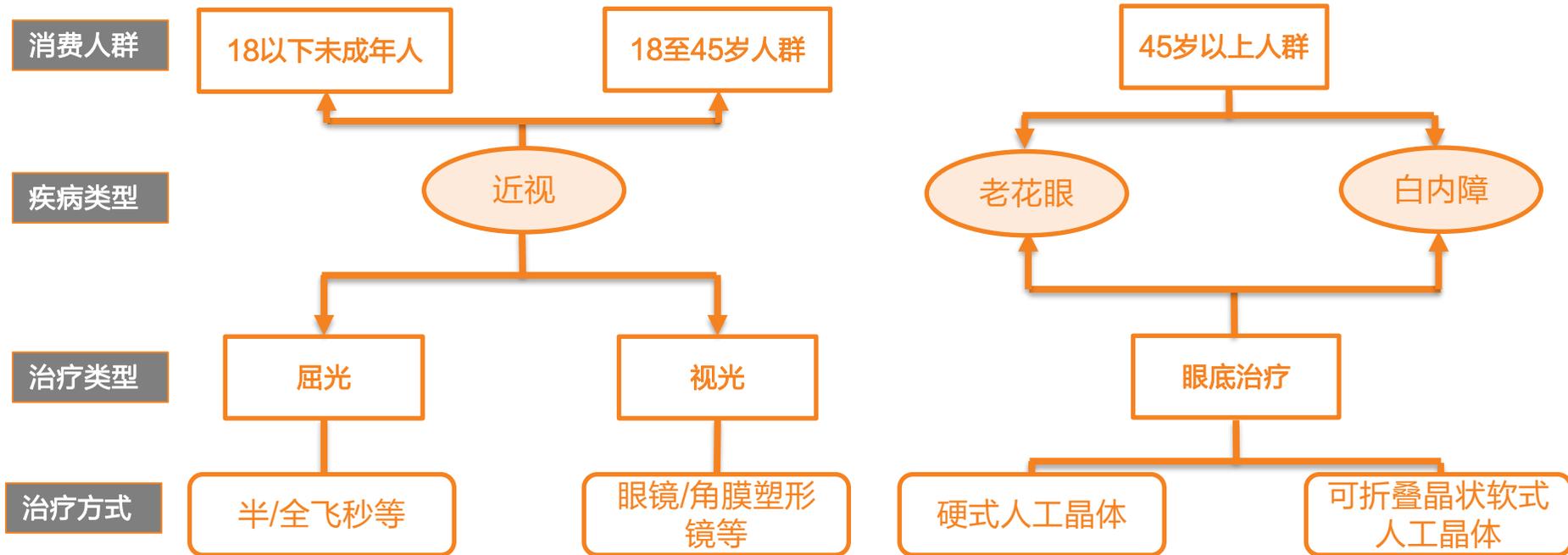
2019专科医院收入占比



2011-2019年 CAGR

美容	32.79%
眼科	21.22%
康复	20.07%
口腔	18.61%
耳鼻喉科	17.74%
整形外科	17.40%
血液病	17.22%
皮肤病	16.66%
心血管病	16.28%
妇产科	15.16%
精神病	14.93%
骨科	14.91%
肿瘤	14.85%
传染病	13.25%
儿童	12.37%
职业病	12.19%
结核病	11.35%
胸科	9.74%
麻风病	5.84%
其它专科	17.64%

眼科：覆盖全生命周期



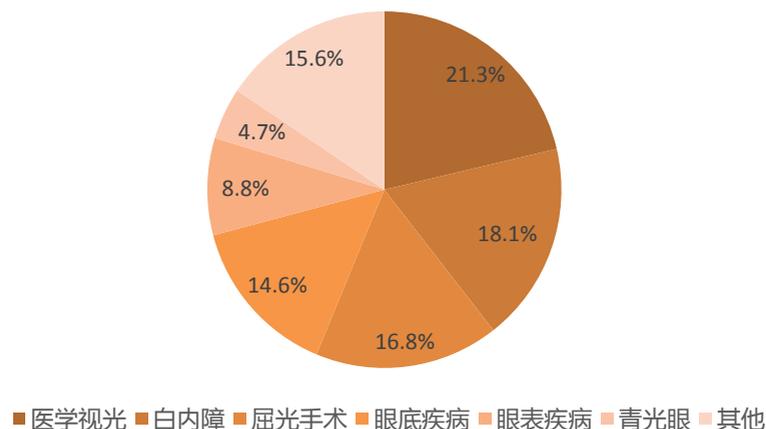
中国眼科医疗服务市场：2019 年市场规模超千亿元，5年 CAGR 19.6%

- 过去五年中国民营眼科医院发展迅猛，且将保持着快速增长态势。中国眼科医疗服务市场规模从 2015 年的人民币 507.1 亿元增长到 2019 年的人民币 1037.4 亿元，年复合增长率为 19.6%。相比于公立医院眼科，民营眼科医院的针对性强，且往往拥有更先进的医疗设备和良好的就医环境，因而越来越多的患者选择民营眼科医院就诊。加之民营眼科医院运营模式可复制性强，在过去的五年间，中国民营眼科医院发展迅猛。随着国家政策的支持以及民营眼科医院在人才培养、服务质量和患者满意度上的优势，中国民营眼科医院将保持快速增长态势。
- 2019年，医学视光、白内障、屈光手术分别占据眼科医疗服务细分市场的前三位。占比分别达到 21.3%、18.1%和 16.8%。其次，眼底疾病和眼表疾病占比分别达到 14.6% 和 8.8%。

中国眼科医疗服务市场规模，2015-2025E



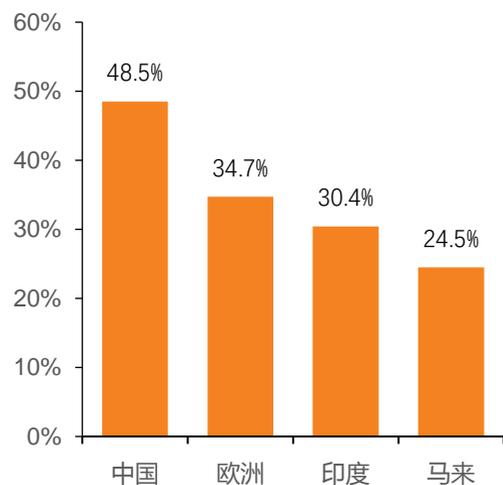
中国眼科医疗服务市场规模占比，2019



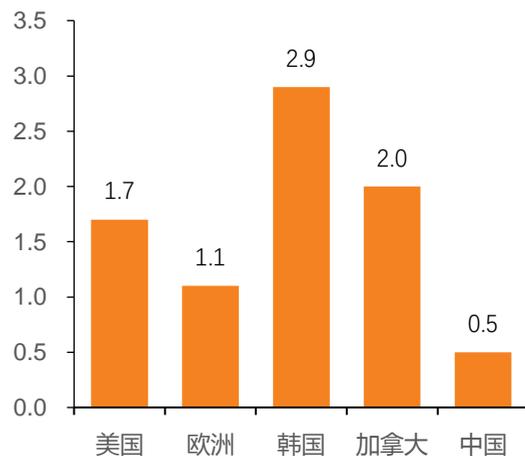
眼科细分方向-屈光：中国屈光手术市场预计2025年市场规模超700亿

- ▶ 中国近视发生率居亚洲首位，达48.5%。目前中国近视患者人数已超6亿。
- ▶ 2020年中国每千人中只有0.5人接受近视手术，而美国1.7人，欧洲1.1人，韩国则达到了2.9人。
- ▶ 中国屈光手术市场规模从2015年约59.0亿元攀升至2019年180.7亿元，随着中国屈光手术治疗进一步普及，市场规模有望保持快速增长。

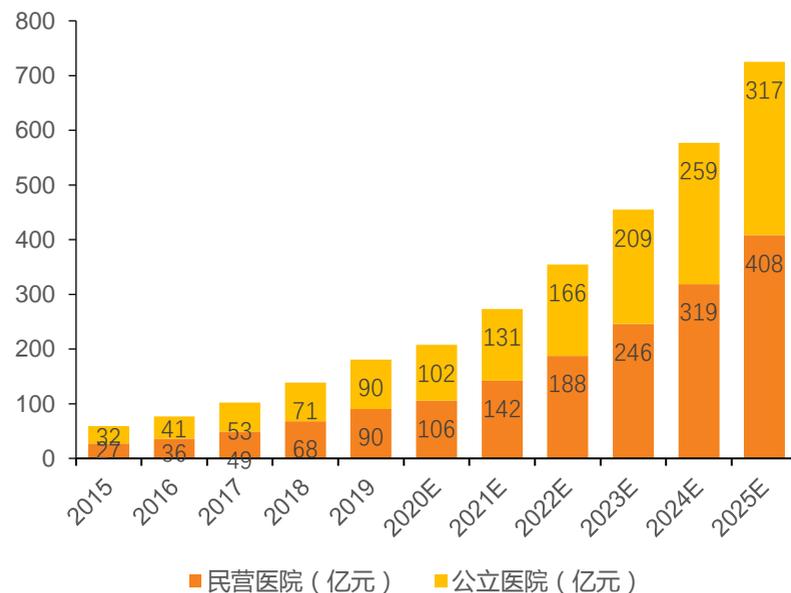
中国近视率居亚洲首位



中国每千人近视手术量远低于欧美水平 (台)



中国屈光手术市场规模

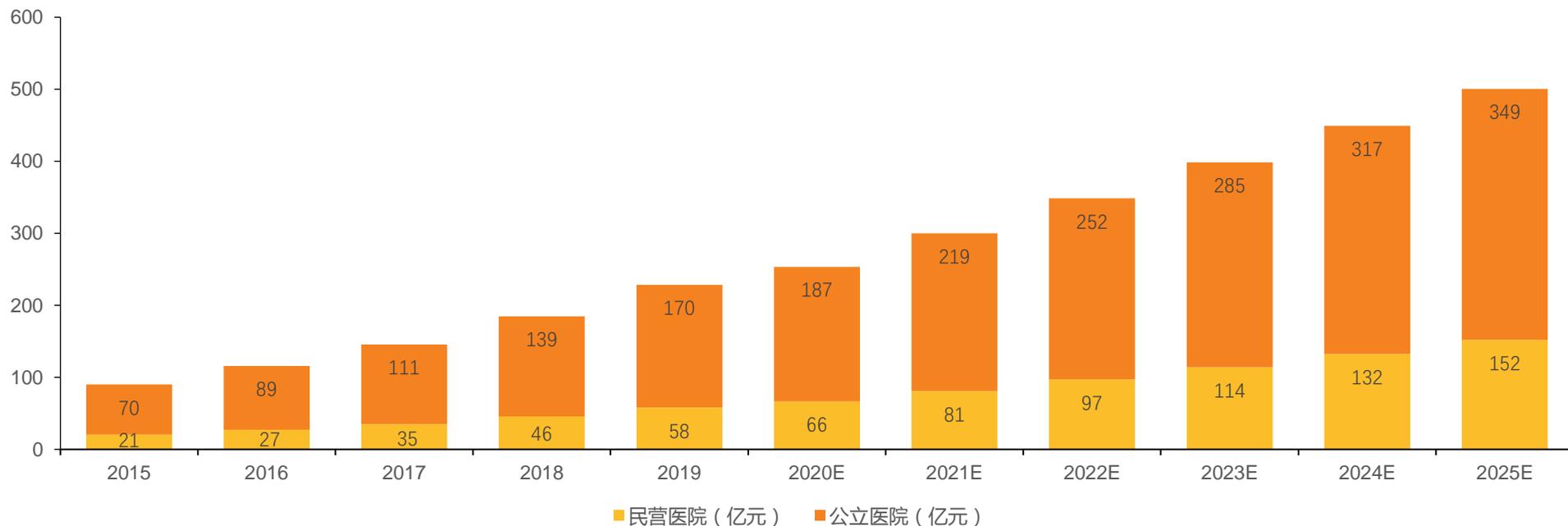


资料来源：《中国卫生健康统计年鉴》，华夏眼科招股书，灼识咨询，《国人近视手术白皮书》，爱尔眼科投资者关系公众号，天风证券研究所

眼科细分方向-视光：预计2025年医学视光市场规模超500亿

- 根据国家卫健委公布的2018年全国儿童青少年近视调查结果，2018年全国儿童青少年总体近视率达53.6%。其中，小学生为36.0%，初中生为71.6%，高中生高达81.0%。
- 视光矫正是矫正近视的主要方式，也是青少年近视患者主要的视力矫正方式。
- 随着中国屈光不正患者人数的增加以及视光矫正单次价格的增长，医学视光市场规模持续攀升，预计2025年市场规模超500亿。

中国医学视光市场规模

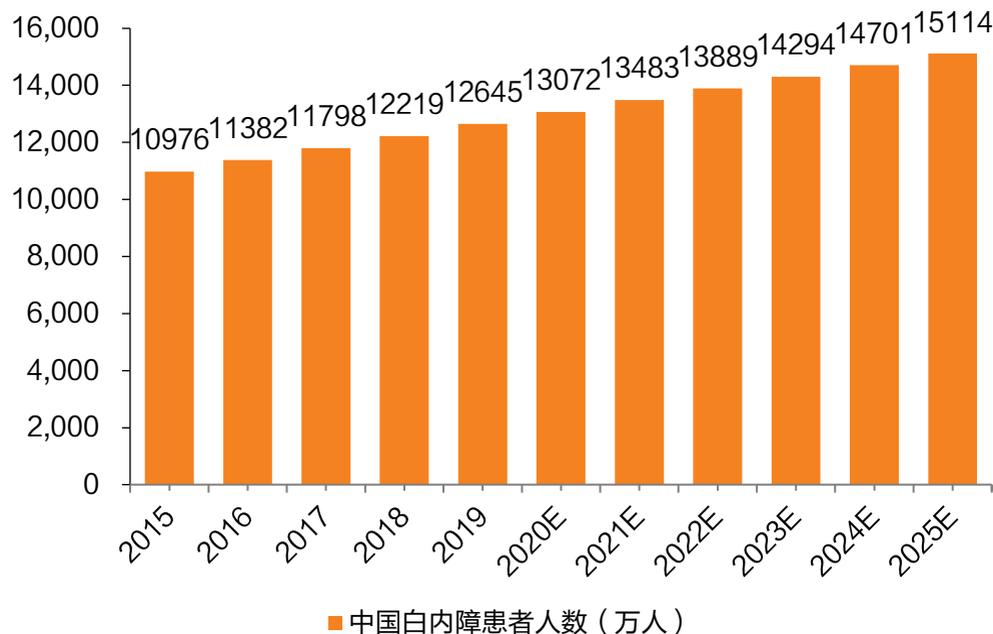


资料来源：国家卫健委，《中国卫生健康统计年鉴》，华夏眼科招股书，灼识咨询，天风证券研究所

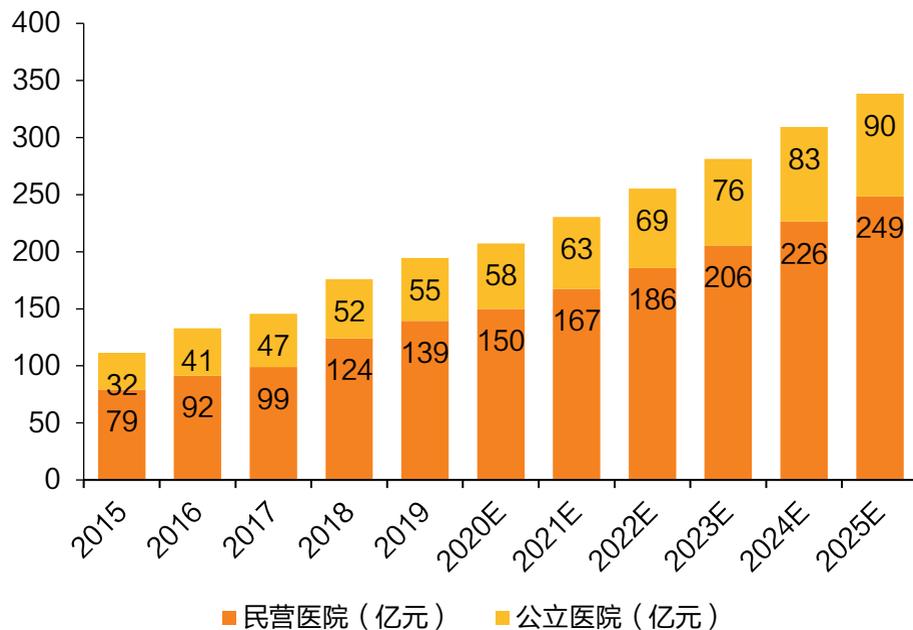
眼科细分方向-白内障：2025年白内障手术市场规模有望超300亿

- 中国是全球白内障患者人数最多也是白内障治盲人数最多的国家。2019年中国白内障患者人数约有1.26亿人。
- 随着中国老年人口的增加以及发病率的小幅提升，预计中国白内障患者人数将保持持续增长，中国白内障患者人数预计2025年将超过1.5亿人。
- 患者数攀升促进中国白内障手术市场规模快速增长，迅速从2015年的约人民币111.4亿元增长至2019年的约人民币194.5亿元，预计2025年整体市场规模将达到人民币338.5亿元。

中国白内障患者人数



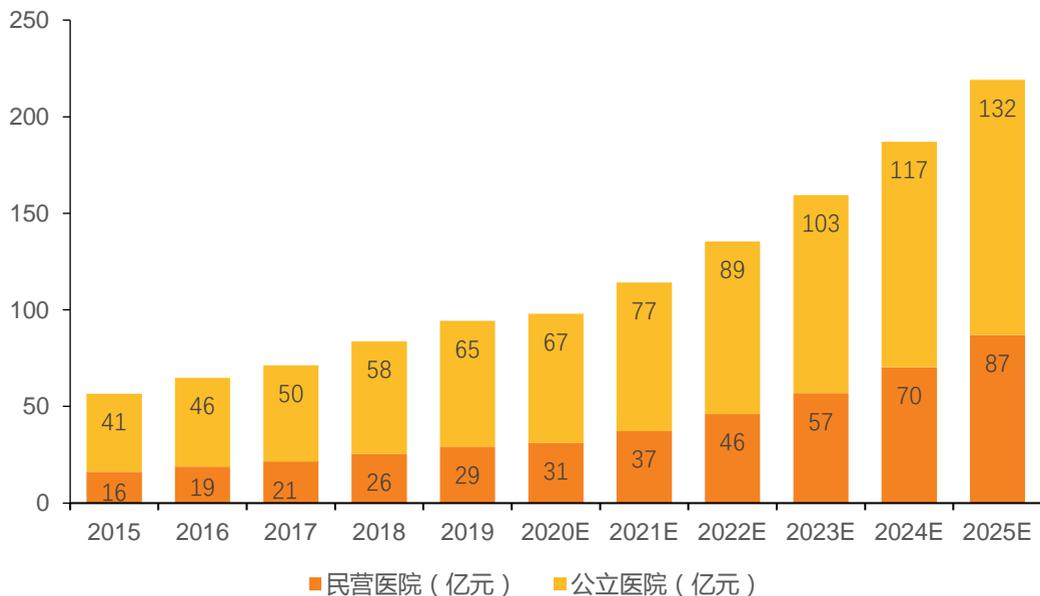
中国白内障手术市场规模



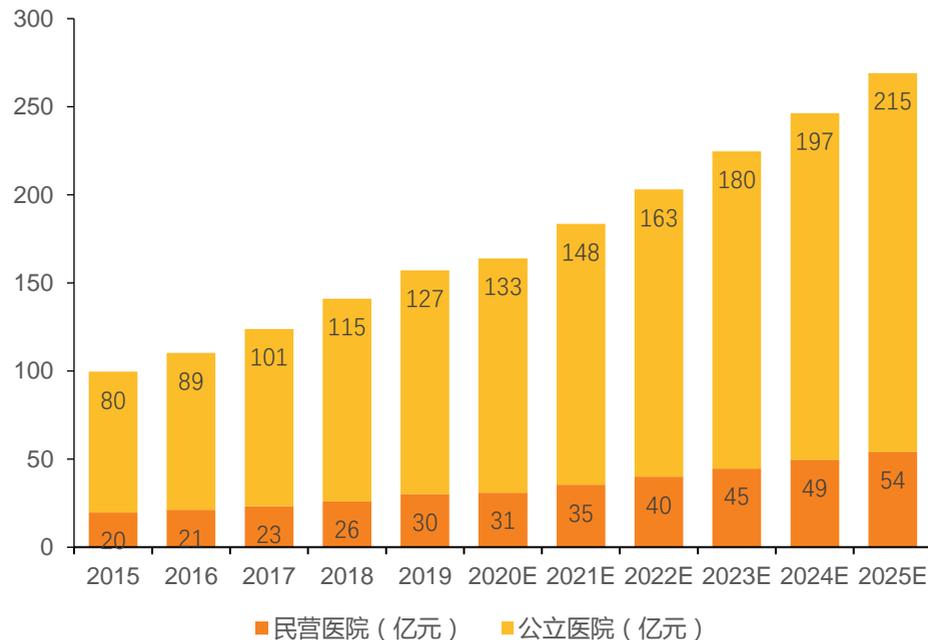
眼科细分方向—眼表及眼底：市场规模稳步提升

- **眼表：**发病率及支付能力提升推动眼表疾病市场规模快速提升。随着干眼病发病率的提升以及人民生活水平的快速提升，中国眼表疾病诊疗市场将保持两位数以上增长，据华夏眼科招股书预计，2025 年市场规模将达到219 亿元。
- **眼底：**眼底病复杂程度高、难治愈且视力预后大多较差。在所有的眼底疾病中，糖尿病性视网膜病变以及黄斑变性是较为常见的眼底疾病种类，也是威胁 50 岁以上人群的重要治盲疾病，据华夏眼科招股书预计，2025 年中国眼底疾病市场规模将达到269亿元。

中国眼表疾病市场规模



中国眼底疾病市场规模

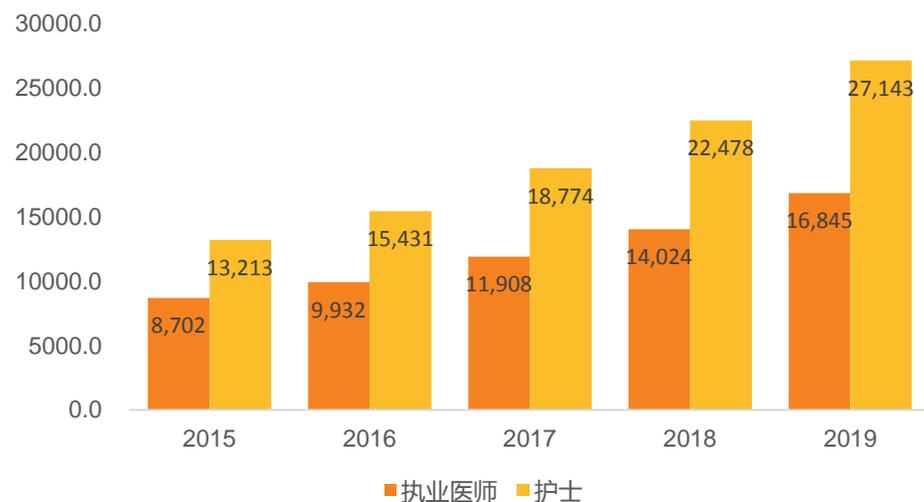


资料来源：《中国卫生健康统计年鉴》，灼识咨询，华夏眼科招股书，天风证券研究所

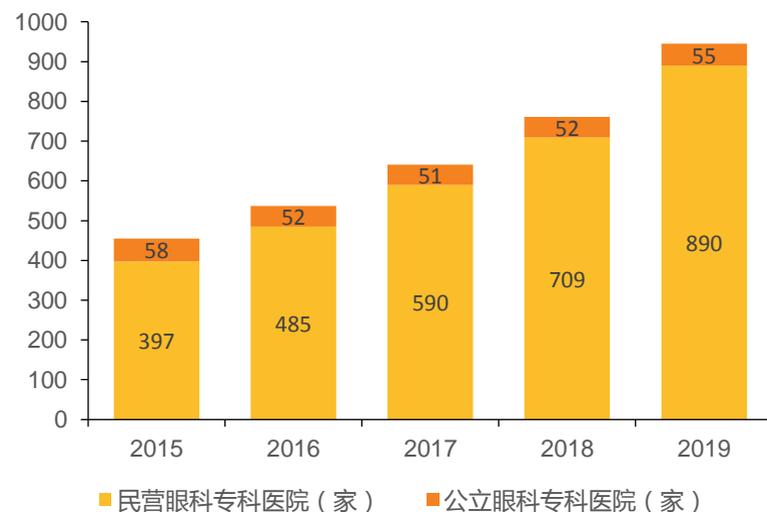
眼科行业竞争要素：眼科专科医院及职业队伍随市场增长快速提升

- 中国眼科医院职业队伍随着中国眼科医院市场的成长快速提升，目前全国眼科专科医院医生依然稀缺。2015 年中国每百万人眼科医生数量约为26.4人，远低于其他发达国家。日本每百万人眼科医生数为 114.1 人，美国每百万人眼科医生数为 54.7 人，英国每百万人眼科医生为 46.4 人。足够医师数量是保障医疗水平的重要基础，目前全国眼科专科医院医生较为稀缺，难以满足中国患者的需求，中国眼科治疗还有较大的发展空间。
- 2015 年至 2019 年，中国眼科专科医院数量明显上升。2019 年中国共有眼科专科医院 945 家。其中，民营眼科专科医院发展迅速，从 2015 年的 397 家 增长至 2019 年的 890 家，期间年化复合增长率达到 22.4%。2019 年，民营眼科专科医院在眼科专科医院的占比达到 94.2%。

中国眼科专科医院执业医师以及护士人数，2015-2019

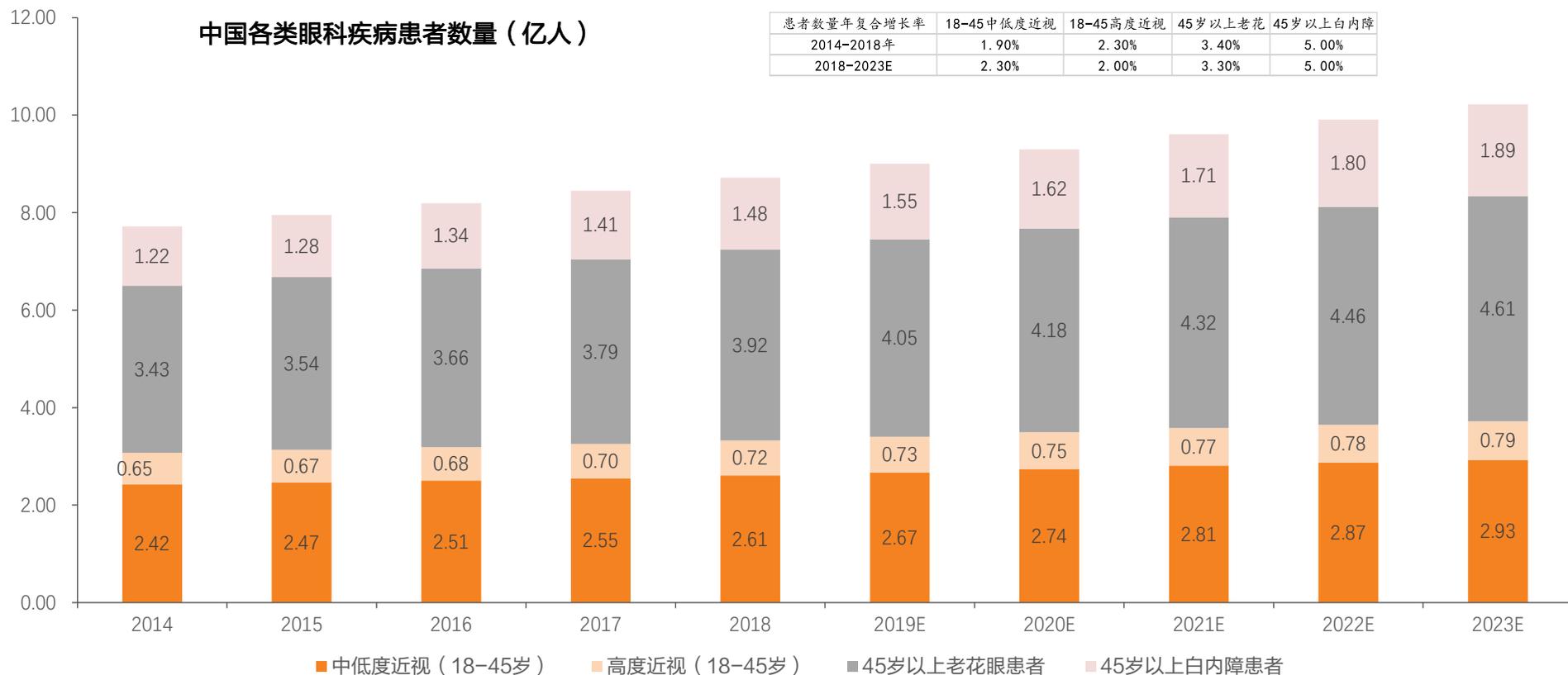


中国眼科专科医院数，分医院类型，2015-2019



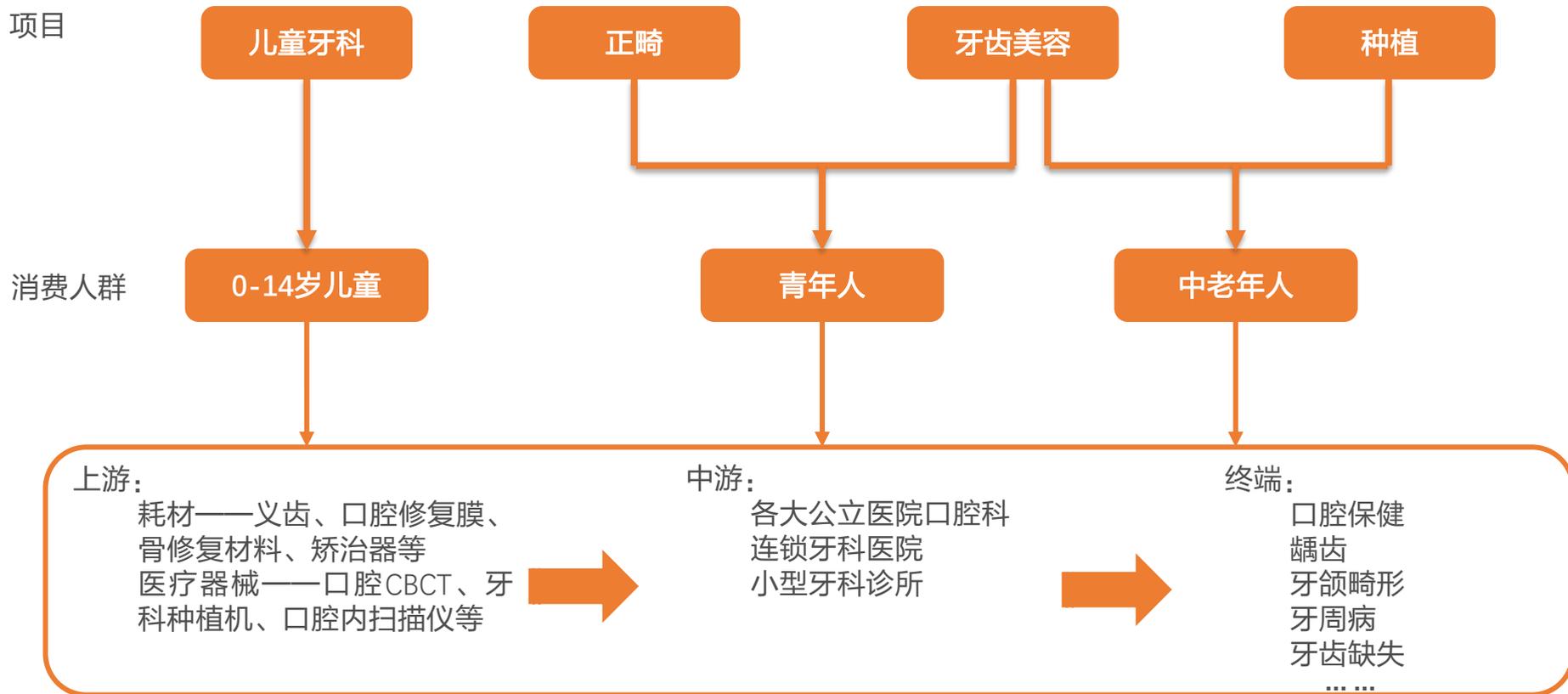
眼科行业驱动要素：消费需求激增，增长空间广阔

➤ 中国市场由于老龄化以及电子产品普及，近视、老花、白内障患者人数将逐年增加。随着国内人均可支配收入的提高以及医疗保健相关支出的增长，国内近视、老花治疗以及白内障治疗市场将迅速增长。



数据来源：德视佳招股说明书，Frost & Sullivan，天风证券研究所

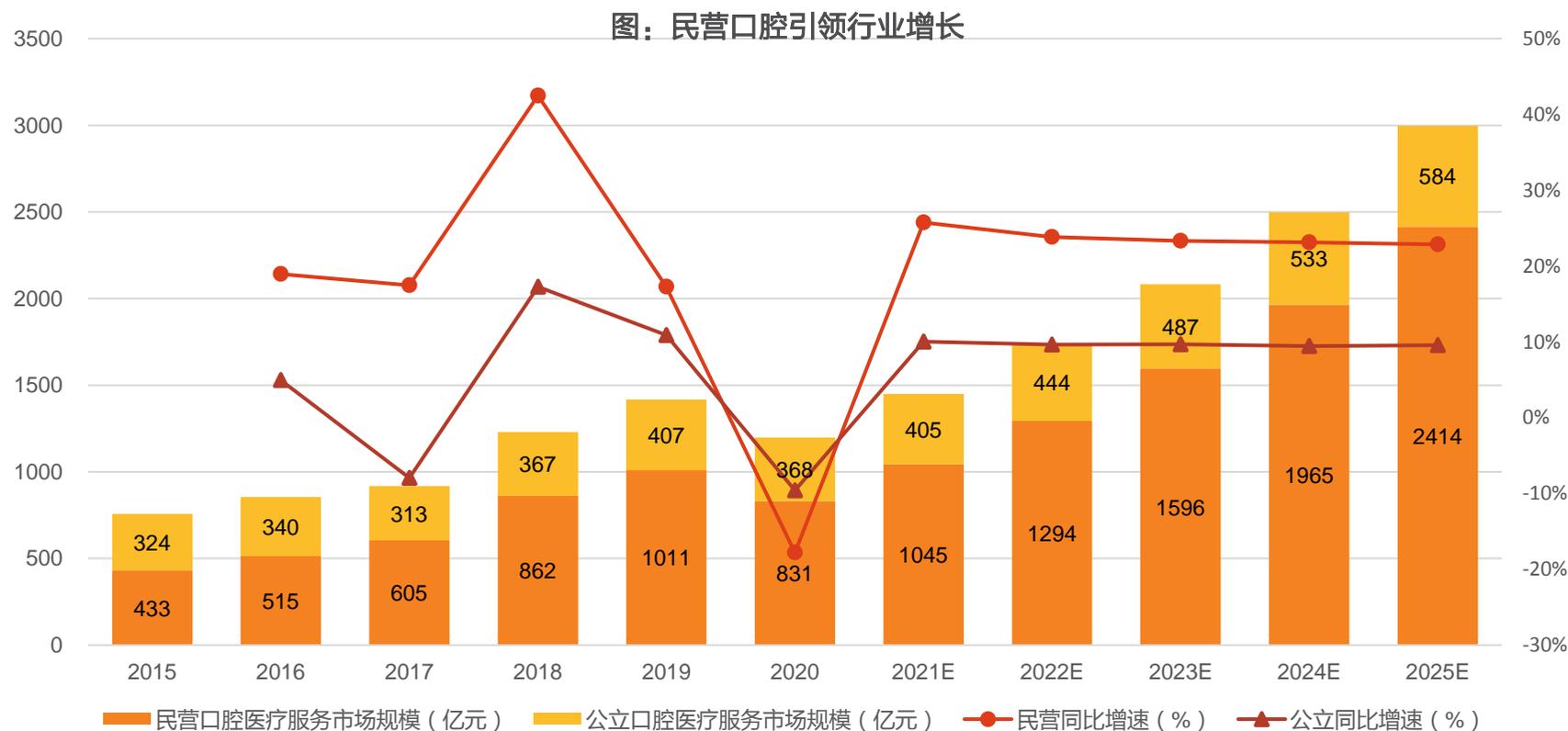
美好生活向往之口腔市场：一口好牙是每个人的梦想



数据来源：青桐资本公众号，天风证券研究所

国内口腔市场蓬勃发展，民营口腔引领行业增长

- **国内口腔医疗服务市场增长迅速。**2020年国内口腔医疗市场规模为1199亿元，2015-2020年年复合增长率达到9.6%，预计2021-2025年国内口腔医疗服务市场有望保持20%的复合增速，到2025年市场规模达到2998亿元。
- **民营口腔引领行业增长。**2020年民营口腔医疗服务市场规模为831亿元，占比达69%，受疫情影响行业略有下滑。整体看，民营口腔医疗服务机构占据口腔医疗服务市场主体，预计2021-2025年国内口腔医疗服务市场有望保持23%的复合增速，到2025年市场规模达到2414亿元。



居民口腔健康意识提升，口腔医疗行业发展迅速

- 《中国卫生健康统计年鉴》的统计数据显示，2019年中国医院口腔科门急诊达1.74亿人次，同比增长11.7%，2010-2019年复合增长率为8.6%。
- 2019年国内口腔专科医院达885家，2010-2019年复合增长率达12.7%。
- 国内口腔专科医院总收入呈递增态势，由2010年的52.2亿元提升到2019年的287.7亿元，年复合增长率为21%。
- 根据MedTrend预测，未来三年中国口腔行业规模将以15%-20%的增长率高速发展，同时中国也将是全球口腔领域发展最快的国家之一。

国内口腔医院收入稳定增长



中国口腔科门急诊人次持续增加



国内口腔专科医院数量逐年递增



资料来源：《中国卫生健康统计年鉴》，Wind，天风证券研究所

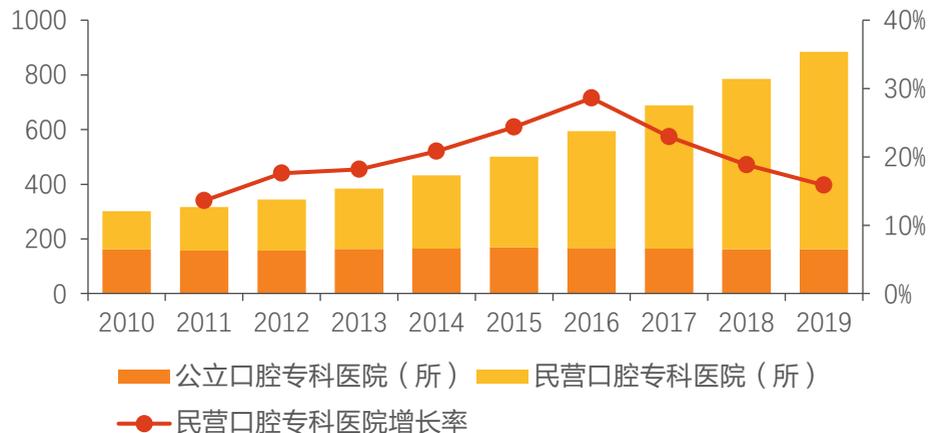
政策推动口腔医疗服务发展提速

- 国家卫生健康委组织制定了《健康口腔行动方案（2019—2025年）》，方案中明确了健康口腔工作的行动指标。
- 系列利好政策下，中国民营口腔专科医院数量快速增加，2010-2019年复合增长率达20%，2019年中国民营口腔专科医院723所（占比82%）。个人办、社会办医院占比逐年上升，成为国内口腔医院的投资主体。
- 2016年12月-《“十三五”卫生与健康规划》
2017年4月-《医疗机构管理条例实施细则》
2019年6月-《健康口腔行动方案（2019—2025年）》

健康口腔工作行动指标

表1：主要指标	2016年（基线）	2020年	2025年
12岁儿童龋患率（%）	34.5%	32%以内	30%以内
12岁儿童龋齿充填治疗比（%）	16.5%	20%	24%
儿童窝沟封闭服务覆盖率（%）	19.4%	22%	28%
成人每天2次刷牙率（%）	36.1%	40%	45%
65-74岁老年人存留牙数（颗）	22.5	23	24

民营口腔专科医院数量快速增加



资料来源：国家卫健委, Wind, 天风证券研究所

口腔细分方向：种植牙市场景气度高

- 常用的缺牙修复方式包括活动义齿、固定义齿和种植牙三种。
- 种植牙与前两种方式相比，不损伤正常牙齿，咀嚼功能类似天然牙，舒适美观，使用周期长，是目前效果相对更好的缺牙修复方式，但整体费用相对较高，此外种植手术相对复杂。
- 中国种植牙数量高速增长，2016年已超过百万颗，2019年已达到312万颗，2011-2019年复合增长率达到48%，是全球增长最快的种植牙市场之一。

种植牙是目前效果最好的缺牙修复方式

	对临牙影响	异物感	咀嚼效率	使用寿命	适用范围	稳定性	价格
活动义齿	少量磨损	较重	低	较短3-5年	广泛	差	便宜
固定义齿	需将两边邻牙磨小	较轻	较低	较长10-15年左右	基牙健康	较好	中等
种植牙	基本无影响	无异物感	强	半永久	无牙周疾病，骨量充足	好	昂贵

2011-2019年中国种植牙数量高速增长



资料来源：通策医疗公司公告，Wind，中国医药报公众号，天风证券研究所

国内种植牙市场渗透率仍较低，未来受益于支付能力提升及老龄化

- 目前国内种植牙渗透率远远低于其他国家。分析原因，一方面是国内植牙医生数量仍然不足，另一方面是目前种植牙费用相对较高。
- 目前种植牙费用相对较高，并且在口腔科诊疗当中，涉及牙齿整形美容的项目，包括镶牙、烤瓷牙、洗牙、牙齿矫正、种植牙等，基本不属医保报销范畴。此类口腔诊疗项目具有较强的消费属性，目前支付能力较强人群是主要的消费客户。
- 主流消费人群为中老年代际，随着此人群年龄的增长，口腔种植需求增多。随着口腔诊疗机构的普及、口腔治疗的观念逐步被接受，口腔种植潜在需求可兑现的空间较为广阔。

种植牙整体治疗费用相对较高

项目	价格（元）
种植体	3000-12000
种植基台	1500
牙冠	烤瓷牙300-1000，全瓷牙1000-2500
修复材料	1000-3000
手术费+麻醉费	3000-5000
总费用	7000-22000

老龄化人群具有更高的潜在种植需求

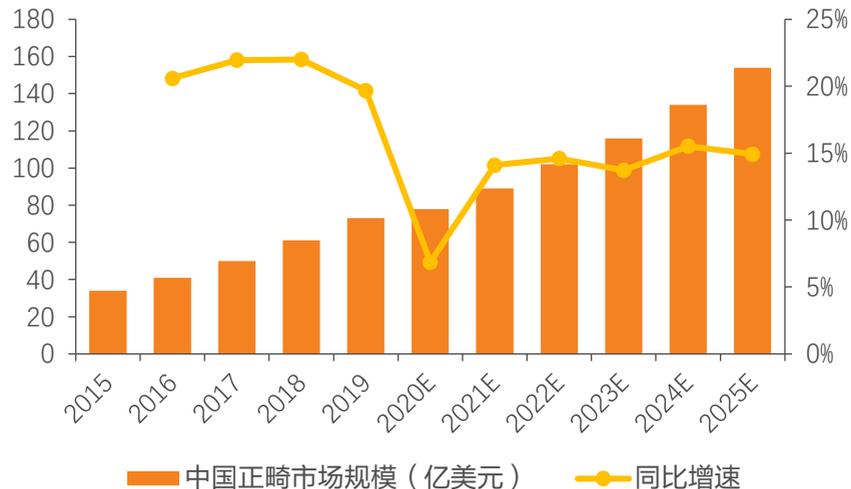
类别	5岁儿童	12岁儿童	35-44岁	55-64岁	65-74岁
恒牙患龋率	71.90%	38.50%	89.00%	95.60%	98.00%
恒牙龋均			4.54	8.69	13.33
平均存留牙数			29.60	26.27	22.50
缺失牙数			2.40	5.73	9.50

资料来源：通策医疗公司公告，Wind，天风证券研究所

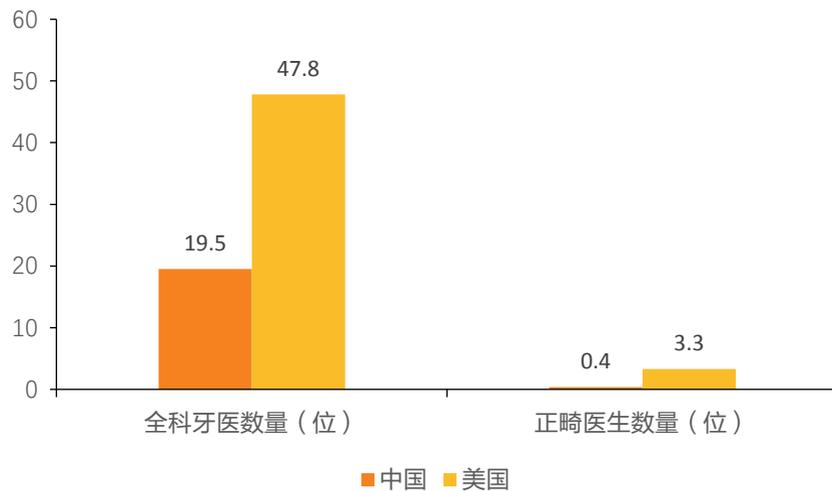
口腔细分方向：国内正畸行业需求扩张明显，医资力量缺口较大

- 根据《2018年中国正畸消费蓝皮书》，调查数据显示，国内理想正常型口腔仅有9%，个别正常和畸形比例分别达到19%和72%。
- 根据《正畸蓝皮书》统计，2014年到2020年间，国内正畸案例从145万例提升到266万例，复合增速达到10.6%，2019年国内正畸市场规模达73亿美元，2015-2019年复合年增长率为21%。随着国内人民基础需求不断得到满足，人们对形象的重视程度不断上升，正畸市场增长迅速。
- 根据灼识咨询报告，2020年美国每10万人有47.8名全科医生及3.3名正畸医生。相比之下，2020年中国每10万人仅19.5名全科牙医及0.4名正畸医生。

2015-2025年（估计）的中国正畸市场规模持续增长



2020年国内每10万人拥有牙医数量显著低于美国



资料来源：通策医疗公司公告, Wind, 天风证券研究所

口腔：主要竞争要素分析——设备是关键一环

- ❑ CBCT（Cone beam CT），即锥形束投照计算机重组断层影像设备，其原理是X线发生器围绕投照体做环形数字式投照，然后将所采集到的图像“交集”中所获得的数据在计算机中重组后进而获得三维图像。目前主要应用于口腔科（单纯CBCT）及放疗科（加速器常用附件）。
- ❑ 口内扫描仪是应用小型探入式光学扫描头，直接在患者口腔内获取牙齿、牙龈、黏膜等软硬组织表面三维形貌及彩色纹理信息。牙科椅主要供口腔手术及口腔疾病的检查和治疗用。

口腔CBCT



口扫设备



牙椅

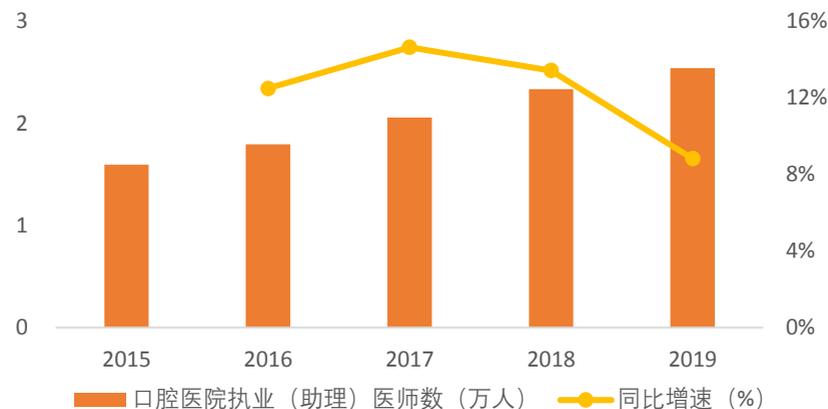


资料来源：美亚光电官网，天风证券研究所

口腔：主要竞争要素分析——人才是供给限制瓶颈

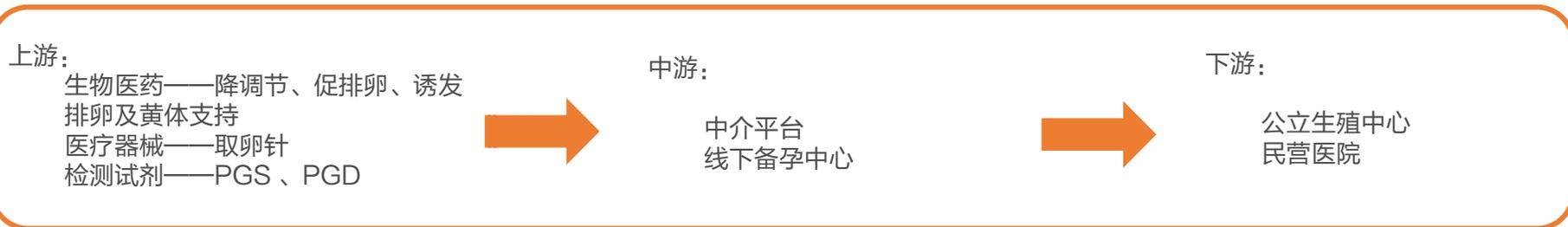
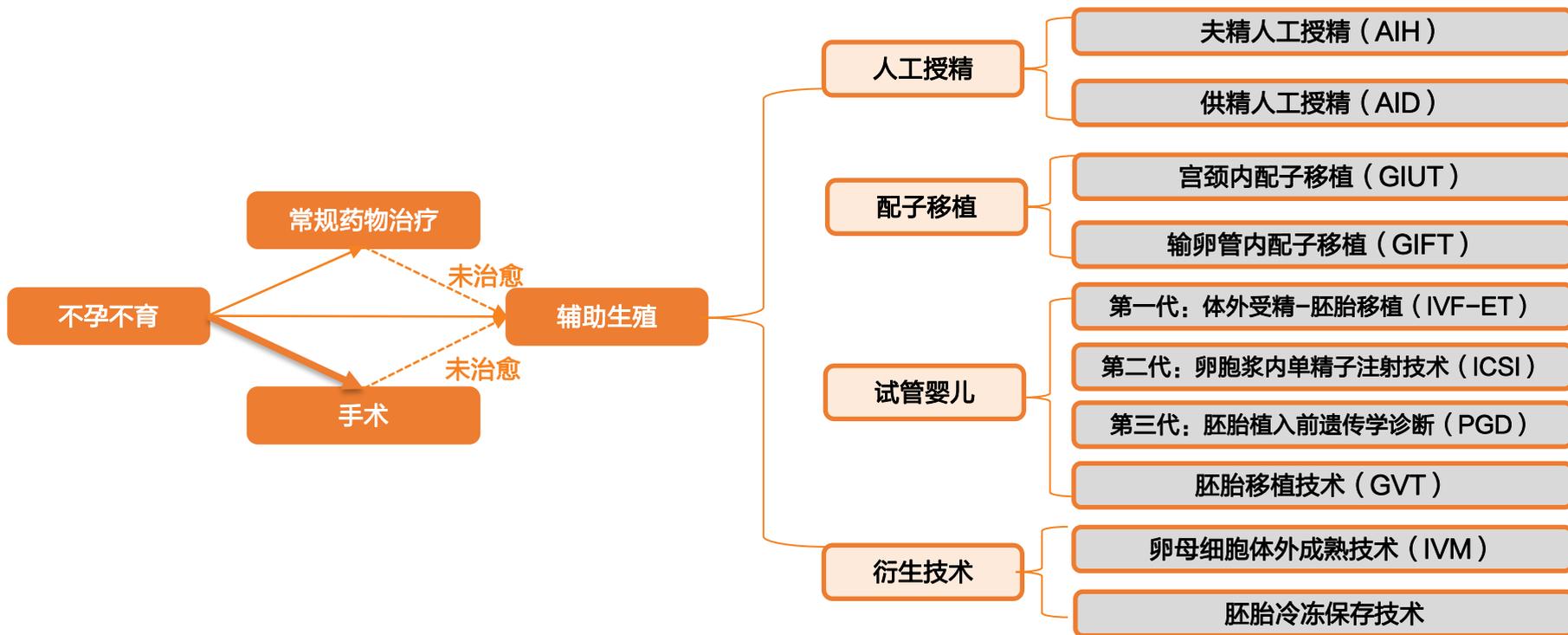
- 民营口腔医院对于专业医生的依赖程度较高。
- 根据国家卫健委的数据，国内口腔执业（助理）医师数从2015年的15.4万人上升至2019年的24.5万人，年复合增长率为12.31%；口腔医院执业（助理）医师数从2015年的1.6万人上升至2019年的2.5万人，年复合增长率为12.33%。

2019年国内口腔执业（助理）医师数为24.5万人 2019年国内口腔医院执业（助理）医师数为2.5万人



资料来源：国家卫健委，天风证券研究所

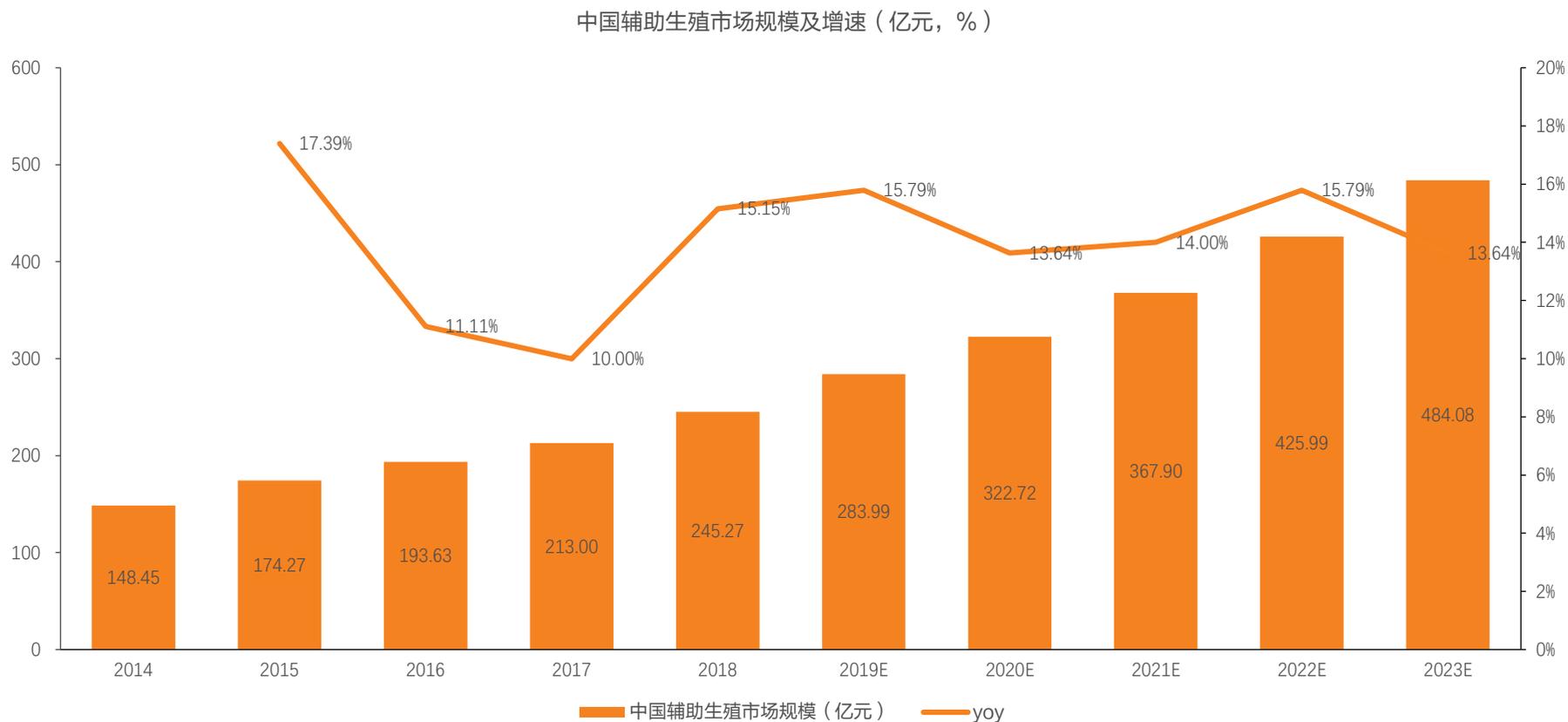
辅助生殖行业：不孕不育诊疗，未竟的蓝海航行



数据来源：动脉网，王树玉.人类辅助生殖技术的研究进展[J].北京医学,2017,39(11),1085-87, 前瞻产业研究院，天风证券研究所

辅助生殖市场前景广阔

- 辅助生殖市场增长迅速，2023年国内辅助生殖市场规模预计为484亿元，2018-2023年的复合年增长率预计为14.57%。

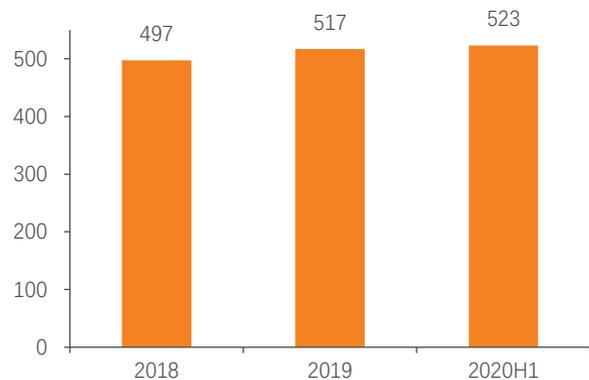


数据来源：锦欣生殖招股说明书，弗若斯特沙利文，天风证券研究所

中国辅助生殖行业壁垒高

- 辅助生殖服务市场受政策严格监管。辅助生殖牌照数量严格限制，申请条件方面严苛，且须定期接受核验，政府监管力度大。
- 中国辅助生殖服务市场经过数十年的发展，已涌现出一些规模较大、市场份额较高的成熟的辅助生殖医疗机构。其中包含以山东大学附属生殖医院、北京大学第三医院及上海交通大学医学院附属第九人民医院为代表的公立医疗机构以及中信湘雅生殖与遗传专科医院及锦欣生殖在中国的的网络等民营医疗机构。

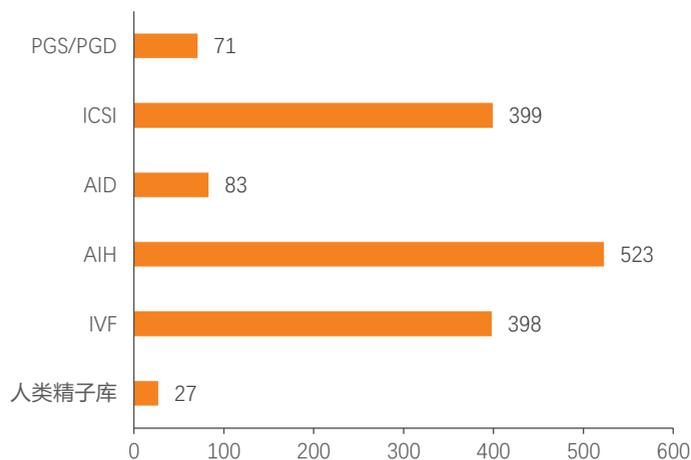
中国经批准开展人类辅助生殖机构数（单位：家）



中国辅助生殖医疗机构（2018）

公司	性质	在中国进行的IVF取卵周期数目(个)	按在中国进行IVF取卵周期数目计算的市场份额	按自中国辅助生殖医疗网络所得的收入计算的市场份额
中信湘雅生殖与遗传专科医院	国有, 私立	40000	5.8%	6.2%
山东大学附属生殖医院	国有, 公立	28000	4.1%	3.6%
锦欣生殖(中国区域)	非国有, 私立	20958	3.1%	3.9%
北京大学第三医院	国有, 公立	19000	2.8%	2.7%
上海交通大学附属九院	国有, 公立	17900	2.6%	2.9%

中国不同技术经批准开展人类辅助生殖机构数（单位：家）

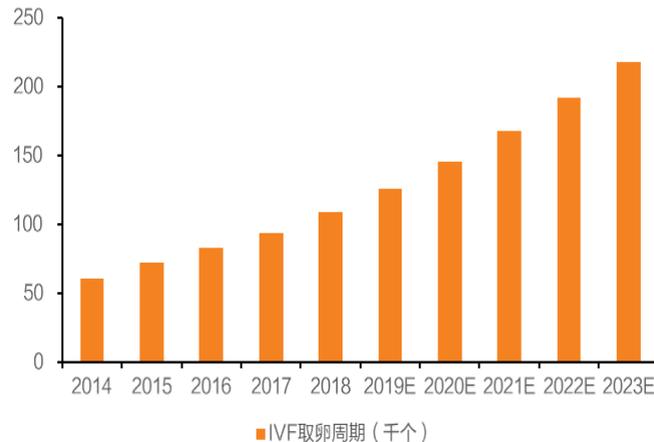


资料来源：国家卫健委，锦欣生殖招股说明书，弗若斯特沙利文，天风证券研究所

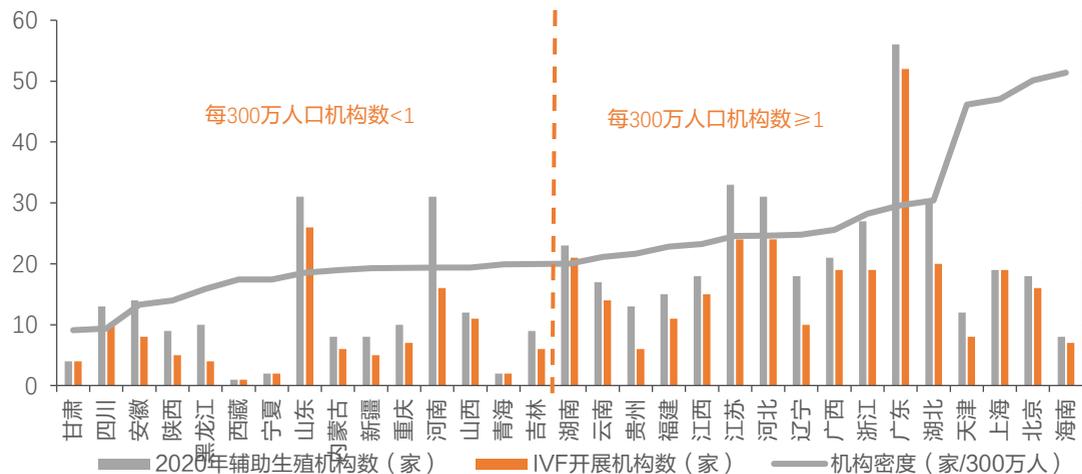
辅助生殖机构地域分布不均

- 辅助生殖机构的地域资源分布不均，从生殖中心密度来看，海南、北京、上海、天津相对较高，资源相对集中。甘肃、四川、安徽等省份密度相对较低。
- 从广东地区来看，随着投放于辅助生殖服务的资源及收入水平的不断上升，辅助生殖行业在具有行业集群效应的基础上，未来仍有充足的发展空间。根据弗若斯特沙利文预测，广东省的辅助生殖服务市场2023年将进一步增长至88.02亿元，2018-2023年复合年增长率为15.2%，IVF取卵周期总数2023年将增加至21.8万个，2018-2023年复合增长率为15.0%。
- 四川人口庞大、经济发展迅速。其辅助生殖服务渗透率较低，未来具有较大发展空间。2018年四川省的辅助生殖服务渗透率为6.7%。根据弗若斯特沙利文预测，2023年渗透率将增加至9.6%，其市场规模将扩大至25.08亿元，IVF取卵周期总数2023年将增加至6.3万个，2018-2023年复合增长率为15.2%。

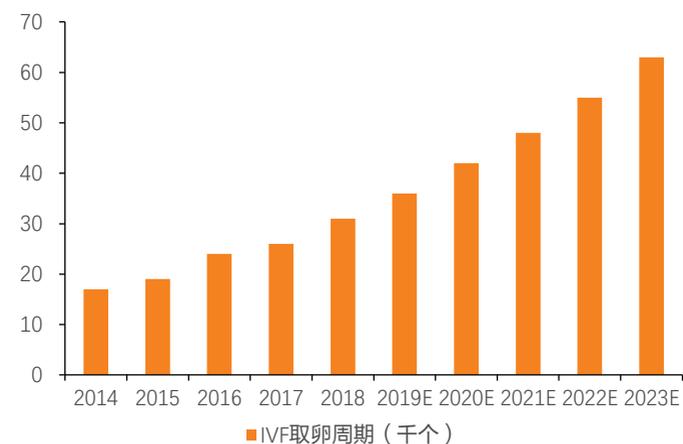
广东省IVF取卵周期数（2014-2023E）



中国辅助生殖机构地区分布及机构密度



四川省IVF取卵周期数（2014-2023E）

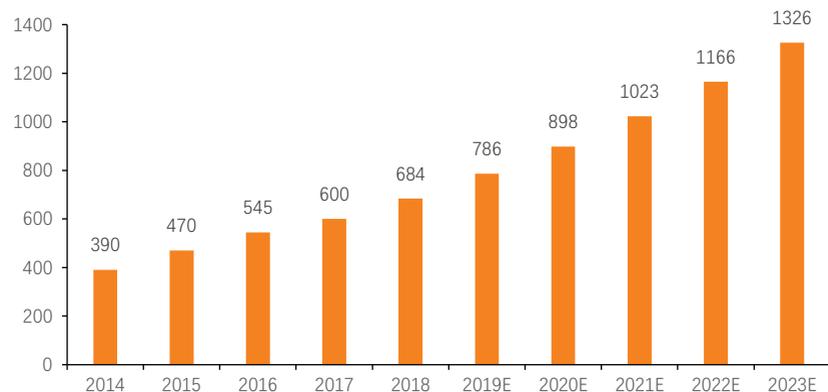


资料来源：国家卫健委，锦欣生殖招股说明书，弗若斯特沙利文，天风证券研究所

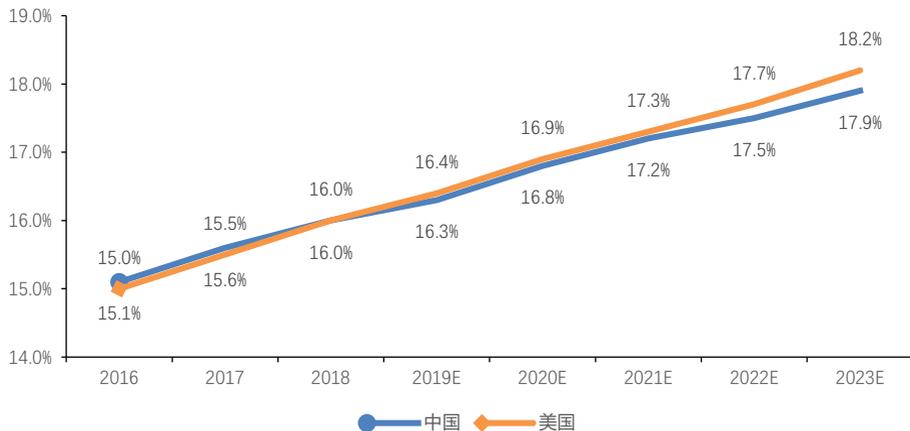
辅助生殖行业行业驱动因素：不孕率攀升，辅助生殖渗透率持续提升

- 根据弗若斯特沙利文报告，中国的不孕率预计由2016年的15.1%上升至2023年的17.9%，不孕夫妇预计将由2018年的4780万对增长至2023年的5030万对。
- 中国的IVF取卵周期数由2014年的约39万个增长至2018年的68万个左右，复合年增长率为15.1%，促进生殖市场规模扩大。
- 锦欣生殖招股书显示，2018年中国辅助生殖市场渗透率为7%，同年美国的渗透率为30.2%，随着辅助生殖服务需求与居民支付能力的提高以及投资推动，中国辅助生殖市场渗透率预计将在2023年达到9.2%。

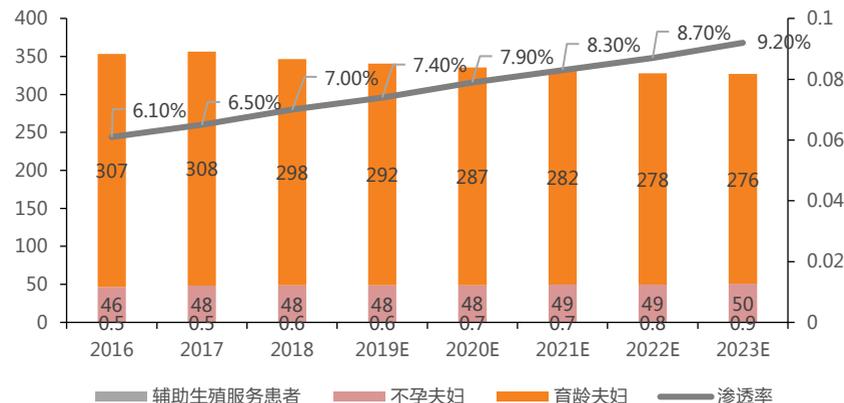
国内IVF取卵周期数逐年增长（单位：千个）



中美不孕率逐年上升



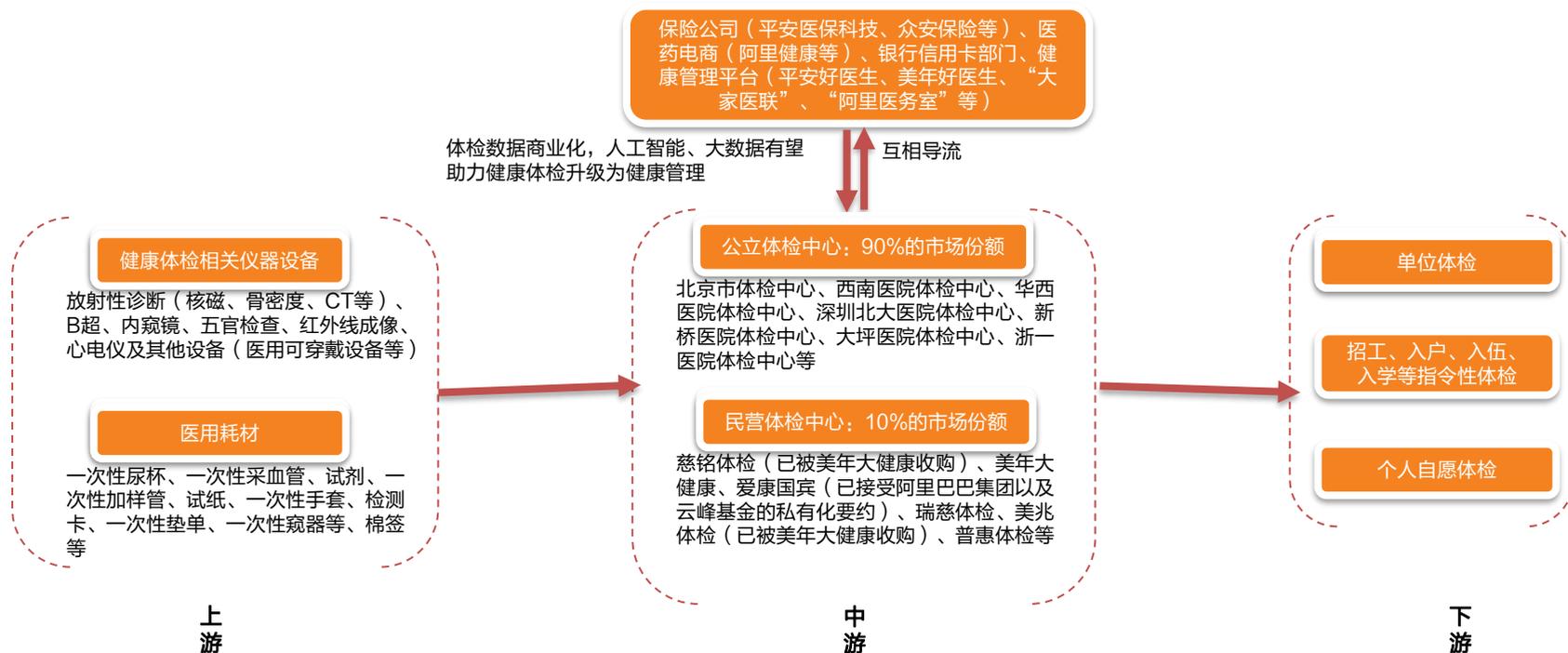
国内辅助生殖市场渗透率逐步上升(单位：百万对)



资料来源：锦欣生殖招股说明书，弗若斯特沙利文，天风证券研究所

体检产业：上游为相关设备耗材，下游为客户，可与互联网保险结合

- 健康体检产业上游主要包括相关仪器设备和医用耗材，下游为个人客户或单位团体客户。医疗器械的市场分散程度较高，如果体检中心对医疗器械的采购量大，对上游的议价能力就强；体检中心对下游的团体客户议价能力不强，因而利润不够高，而吸引个人客户的能力与流量分不开。
- 互联网与金融巨头介入，试将互联网及保险与体检产业结合起来并相互导流。中国健康管理服务形式单一，95%以上的健康管理服务仍以体检为主，互联网巨头与金融巨头等亦已介入健康体检产业，试图将体检与保险、购药、寻医等深度结合，完善检后服务，打造以健康体检为入口的健康管理体系。



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

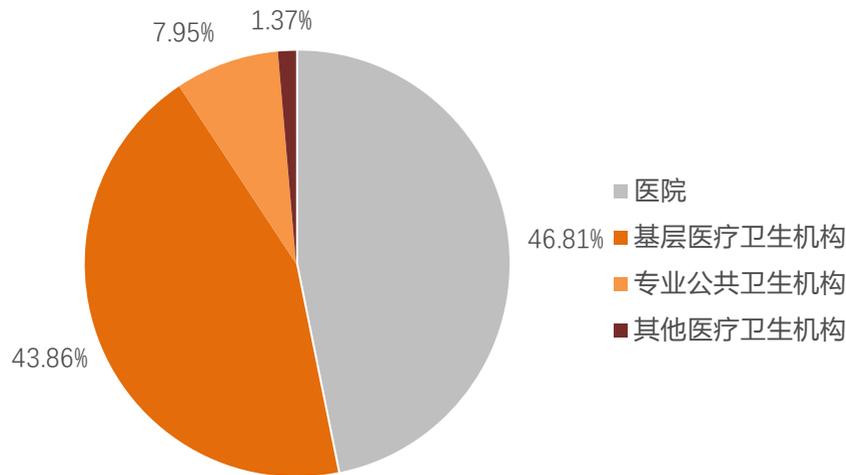
中国健康体检行业市场规模稳步增长

➤ 公立医院占体检市场主体，但近年来增速趋于放缓。当前，中国健康体检市场形成了以公立医疗机构为主，民营专业机构为辅的行业格局。2019年，医院体检部门市场份额占比46.81%，基层医疗卫生机构市场份额占比43.86%，专业公共卫生机构市场份额仅占比7.95%。但在医保控费的趋势下，加之公立医疗资源相对有限、资源使用趋于饱和，无法满足当前持续释放的健康体检需求。

中国健康体检市场规模，2012-2024E



2019年中国各类体检机构市场份额（按体检人次）

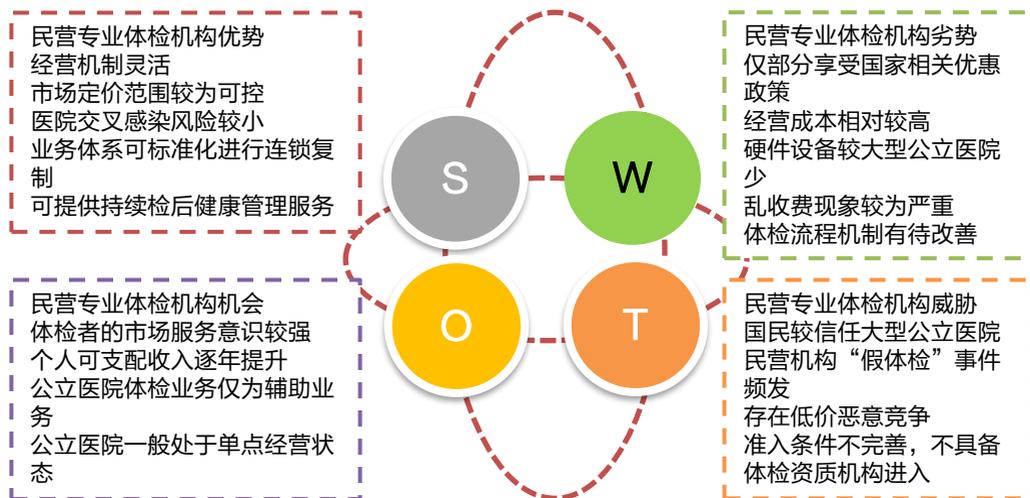


资料来源：Frost&Sullivan，《中共卫生健康统计年鉴》，前瞻产业研究院，天风证券研究所

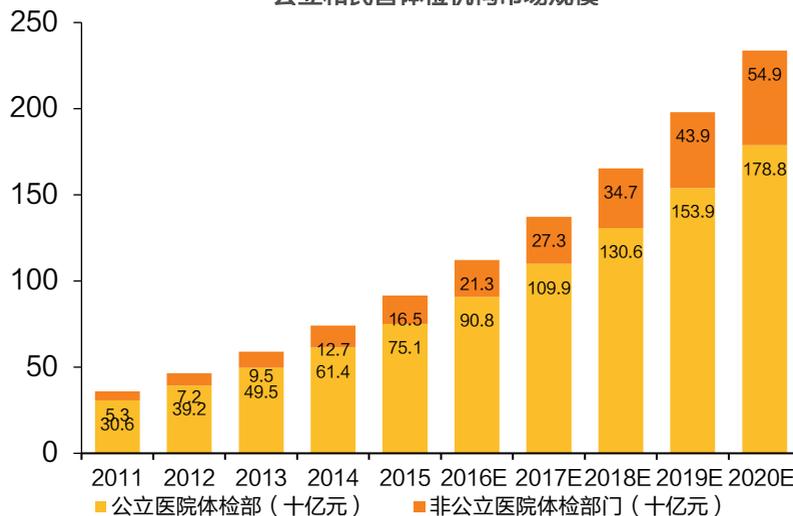
体检行业竞争格局：民营健康体检机构可提供更加优质的服务及环境

- 与公立医院相比，民营健康体检机构能提供更加人性化、个性化、专业化的医疗服务及更好的医疗环境。预计未来民营健康体检机构依然可以保持较高速增长趋势。预计在未来民营健康体检机构仍会保持较高的增长趋势。

中国民营专业体检机构SWOT分析



公立和民营体检机构市场规模



中国专业体检机构市场规模预测，2019E-2024E



资料来源：前瞻产业研究院，瑞慈医疗招股书，天风证券研究所

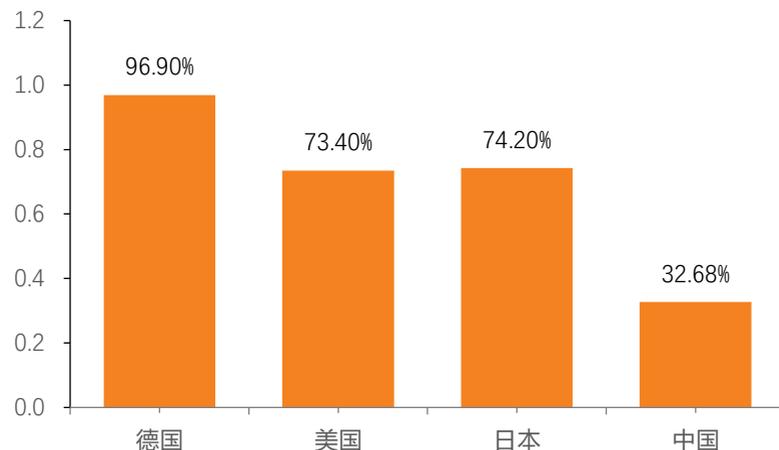
体检行业驱动因素：市场需求旺盛，覆盖率和发达国家有较大距离

- 随着国民生活水平提高健康观念深入人心，且消费升级，国民健康体检行业的市场需求旺盛，呈现快速发展趋势。从健康体检人次数来看，健康体检人次从2011年的3.44亿人次增长到2019年的4.44亿人次。
- 相对发达国家，国民健康体检覆盖率仍然较低，有很大增长空间。根据前瞻产业研究院，2017年中国国民健康体检覆盖率为32.68%，美国、日本皆超过73%，德国更是达到96.90%，中国体检覆盖率仅为32.68%，仍有很大增长空间。

2008-2019年中国健康体检人次数



重点国家国民健康体检覆盖率对比，2017年



资料来源：前瞻产业研究院，国家卫健委，艾媒咨询，天风证券研究所

医美：轻医美市场快速发展，产品领域逐渐丰富

➤ 全球范围内，肉毒素是最受欢迎的非手术类美容项目。根据国际美容整形外科协会（ISAPS）2020年12月发布的美容整形手术年度全球调查结果，肉毒素、玻尿酸、脱毛为排名前三的非手术类美容项目。



上游：

- 注射类：透明质酸、肉毒杆菌、胶原蛋白等
- 医疗器械：水光仪、皮秒仪、超声提升仪等
- 医疗耗材：假体、线材

中游：

- 公立医院整形美容科
- 大型连锁整形集团
- 中小型美容院
- 私人诊所

下游：

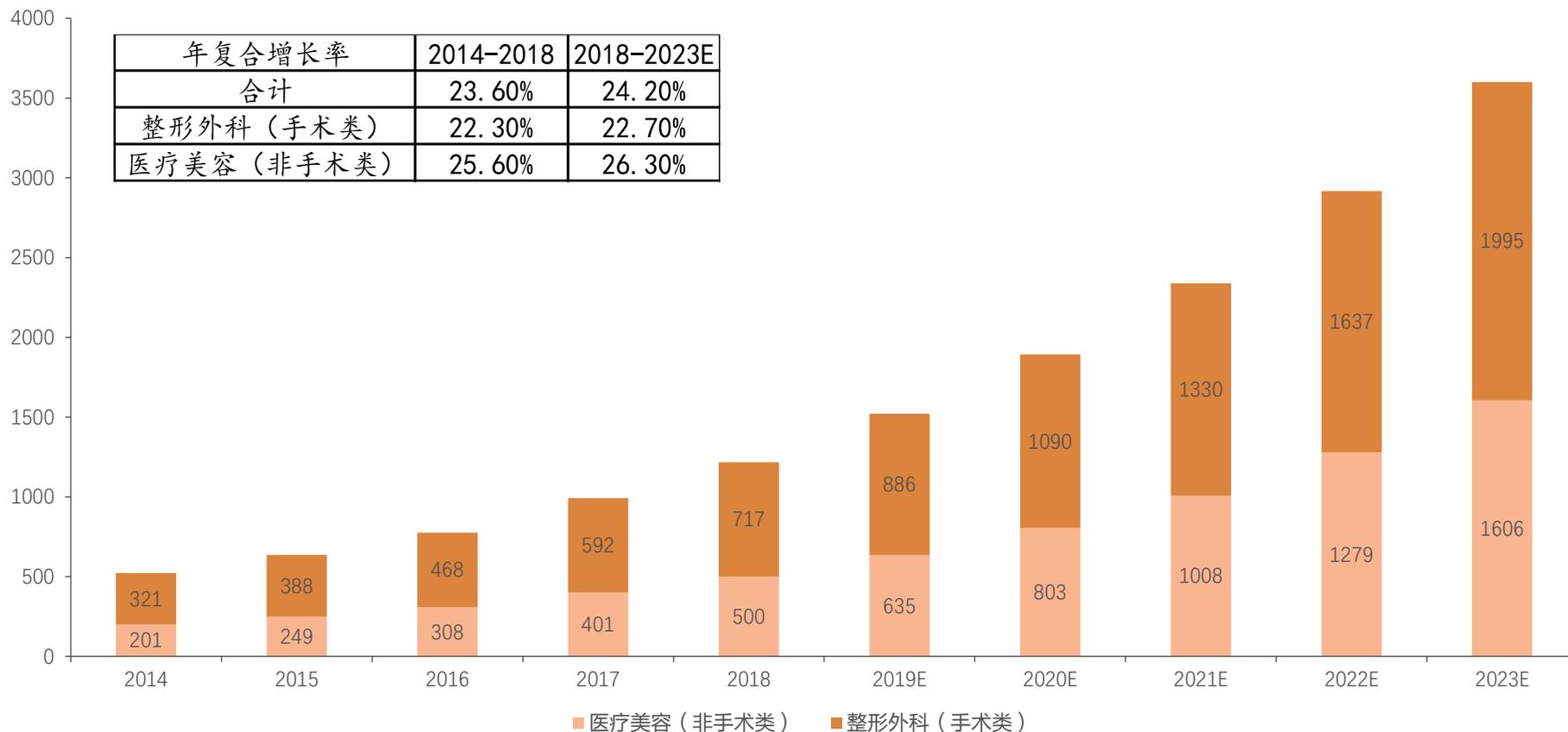
- 线上销售：医美类APP
- 线下传统销售：推广、医院美容院导流

终端：
消费者

轻医美市场占比持续提升

- 非手术类医美市场快速增长。医疗美容按项目可分为手术类（重整形）和非手术类（轻医美），2019年中国医美市场非手术收入占比38%，预计到2023年，中国非手术医美市场收入占比有望提升至48%。

中国医疗美容和整形外科市场规模（亿人民币）

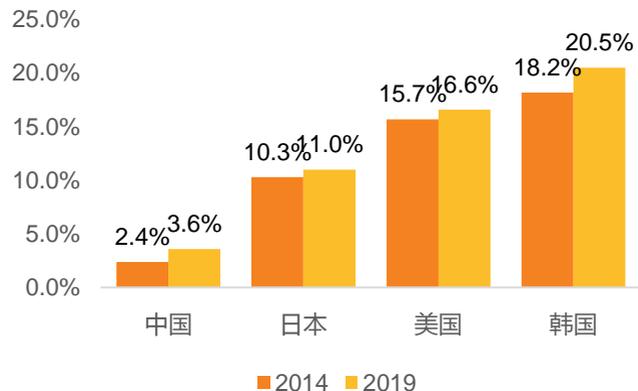


数据来源：新氧招股说明书，Frost & Sullivan，天风证券研究所

医美行业竞争要素：执业医师数量有限，渗透率仍有3-6倍提升空间

- **医美从业人员跟随市场同步增长。** 医美市场整体执业医师人数由2014年的2818人增长到2019年的7554人，年复合增长率21.80%，其中非手术类（轻医美）执业医师人数2014的2114人增长到2019年的6292人，年复合增长率24.38%。
- **国内医美渗透率市场仍处于较低水平。** 2014年国内医美渗透率为2.4%，2019年增长到3.6%，但远低于美日韩水平。

各国医美项目渗透率对比



中国整形外科执业医师和护士人数，2014-2019



中国美容医院执业医师和护士人数，2014-2019



数据来源：《中国卫生健康统计年鉴》，德勤官网，天风证券研究所

医美行业竞争要素：医美设备是关键要素之一

- 医美仪器项目是终端竞争实力的体现，以热玛吉、酷塑为代表的**新医美仪器项目快速兴起**。据更美APP于2020年12月29日发布的《2020医美行业白皮书》称，热玛吉在2020年的更美APP上的订单增速为281%，超过2019年的三倍，成为订单增速最快的医美项目。而新氧APP发布的2020行业数据显示，在众多医疗美容项目中，热玛吉占据平台订单量的45%。热玛吉五代FLX机器的价格在45~47万元人民币左右，一次性探头价格在6000~10000元之间不等。

酷塑治疗仪



热玛吉产品更新换代

Thermage History



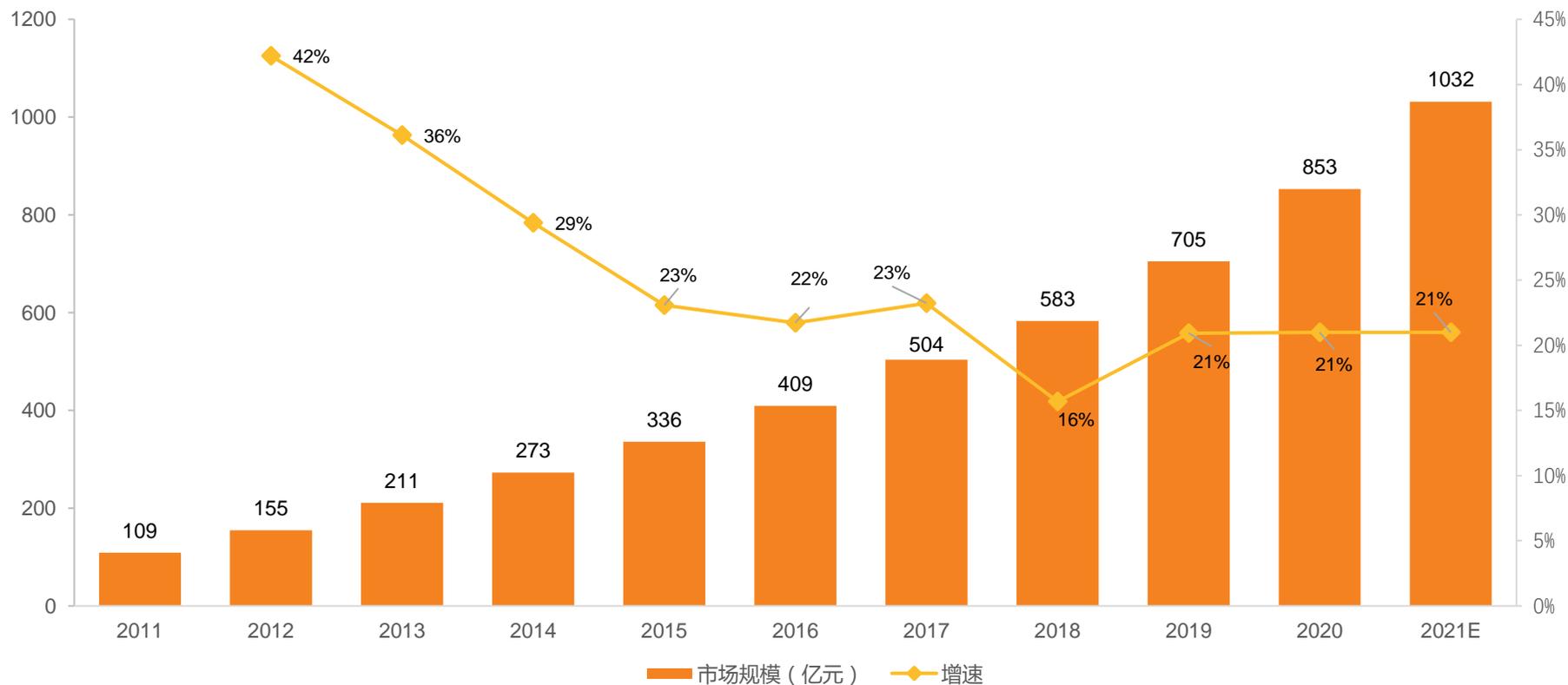
热玛吉手术基本情况

原理	射频
针对问题	松弛衰老
效果	强效提拉紧致
恢复期	几乎无恢复期
效果显现时间	6个月左右
有无能量损耗	有
有无表皮热损伤	有一定风险
有效疗程	单次
平均定价	(全面部) 20000元/次

康复：中国康复市场规模呈逐年上升趋势

- 2019年，中国康复医疗行业市场规模约705亿元。毕马威根据历年《中国卫生健康统计年鉴》康复专科医院收入与诊疗人次等进行预测，预计2021年达到1032亿元。人口老龄化的加速、慢性病人口数量的增加、居民康复意识的增强以及国家对残疾人康复需求的重视与财政支持是推动康复需求持续增长的重要因素。

2011-2021中国康复医疗行业市场规模（亿元）



康复商业模式：重症康复→“重症”+“康复”

□ 重症康复（HDU）使危重病患者在ICU生命体征稳定后立即转入HDU病房，使患者在早期就接受必要的带机高压氧和康复治疗

□ 重症康复需求的诞生——“刚需”

□ 公立医院：

- 支持社会办医优先承接三级公立医院下转康复等业务，促进降低三级医院的平均住院日和运营成本，提高医疗服务效率，使其聚焦三级医院医疗主业（国卫医发〔2019〕42号《促进社会办医持续健康规范发展意见》）

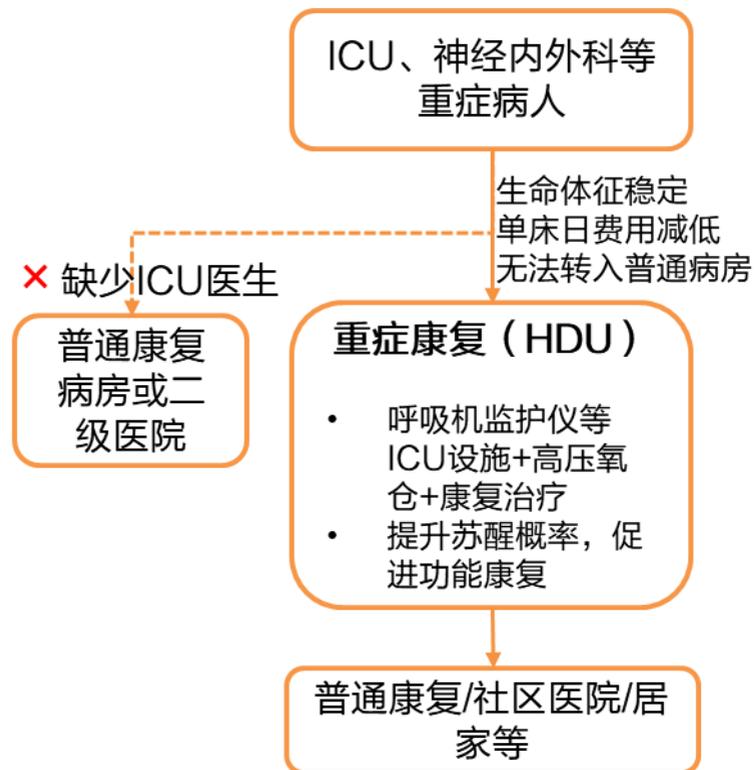
□ 医疗价值：

- 公立医院ICU和康复科存在科室间合作问题
- 早期康复对于患者功能的恢复具有重要意义

□ 患者需求：

- ICU单日床位费用较高
- 随着支付能力和生活水平的提升，脑卒中等发病率年轻化，患者对于康复等功能促进的需求增加。

□ 患者来源：ICU、神经内外科等重症患者为主——三甲医院专家导流



康复医院核心要素

□ 医院建立过程

- 选城市：能够满足重症康复入驻需求（ICU、神经内外科床位数，人口等因素考虑）
- 选地址：满足医院建设规划、租金成本、离三甲医院距离等
- 医院改造+专家组建+医保接入
- 经营爬坡：开业 → 盈亏平衡 → 开始盈利 → 达到利润点
- 经营拓展：开设第2家医院，拓展特色项目

□ 核心要素

- 骨干团队：院级管理人员和科室主任等骨干人员
- 品牌打造：招聘时专家选择，转诊时专家相信，医保等政府支持，患者满意
- 医院经营管理能力：诊疗方案、医疗质量控制、成本控制
- 先发优势：“圈人” “圈地”

□ 行业发展驱动要素

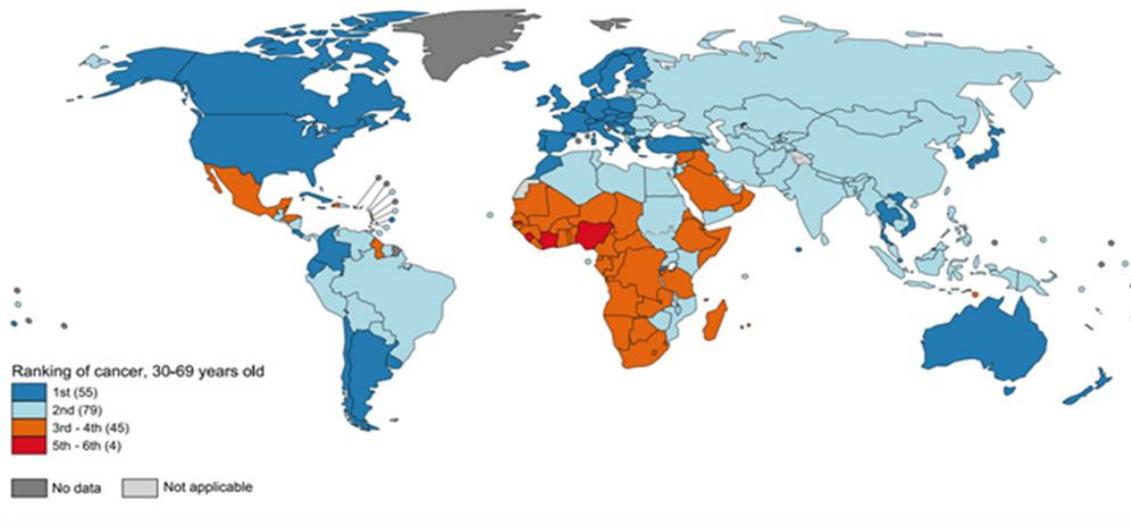
- 康复意识提升，支付能力提升
- 医保政策支持

中国肿瘤服务行业市场广阔，政策扶植助力整体行业发展

- 过去60年，由于良好的卫生环境和疫苗、抗生素等产品技术的普及导致感染性疾病大量减少，癌症如今已经被认为是危及人类的排名前二的疾病。据世界卫生组织（WHO）发布《2020年世界癌症报告》统计，针对30-69岁的成年人癌症在世界183个国家中有134个国家成为主要或次要的死亡因素，并在其他45个国家中的第三或第四死亡原因。在中国，癌症已经被认为是继心血管疾病后排名第二的死亡的威胁。
- 从人数上来看，根据世界卫生组织国际癌症研究机构（IARC）数据，2020年全球新发癌症病例1929万例，死亡病例996万例，其中中国新发癌症病例457万例，死亡病例300万例。中国作为世界第一人口大国，癌症新发人数远超世界其他国家，占全球23.7%，癌症死亡人数位居全球第一，占癌症死亡总人数30%。在全球范围内，由于人口老龄化的加剧，预计2040年相比2020年，癌症负担将增加50%，届时全新新发癌症病例数将达到近3000万。

图1. 癌症在全国范围严重程度及分布情况（针对30-69年龄段患者）

Fig. 1.1.2. Global map of cancer as a leading cause of premature death (i.e. at ages 30-69 years), indicating the rankings, with the numbers of countries in parentheses.

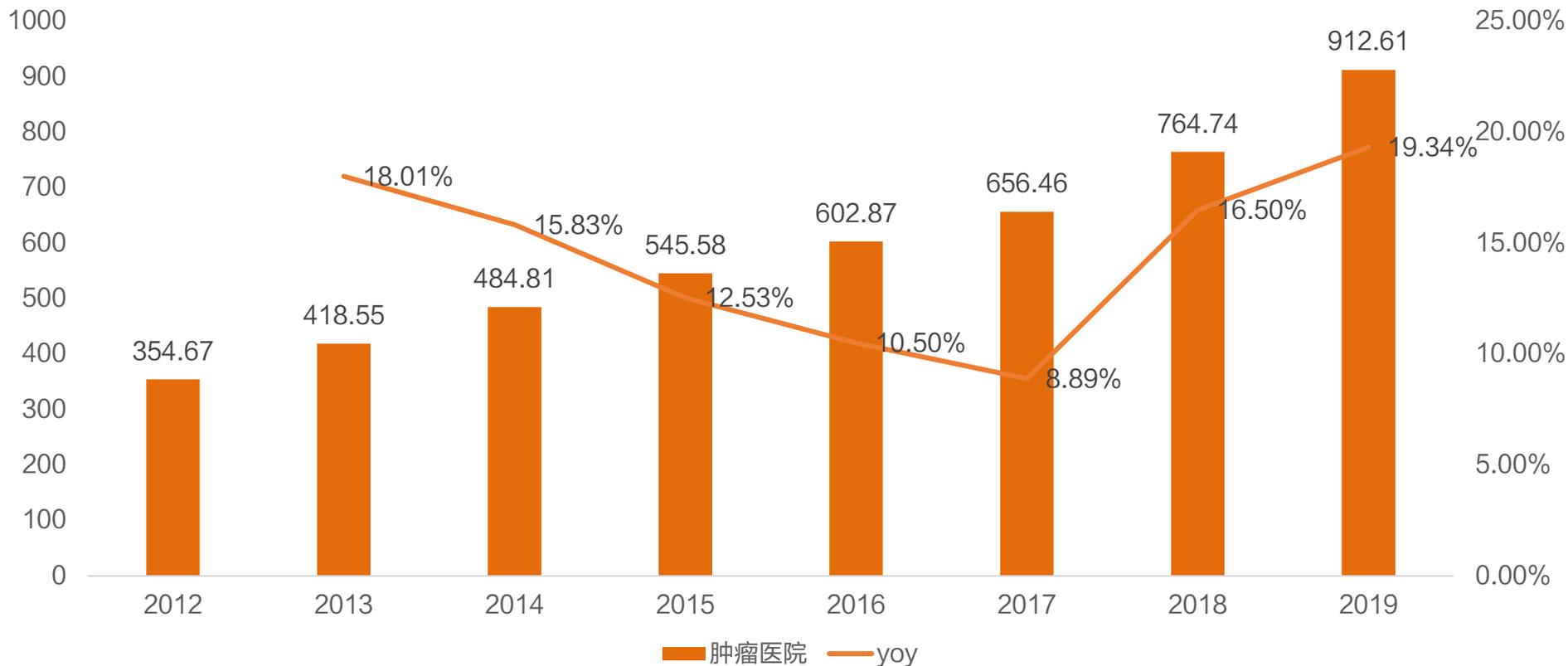


资料来源：World Cancer Report: Cancer Research for Cancer Prevention，盈康生命公司2020年年报，天风证券研究所

中国肿瘤服务市场规模呈逐年上升趋势

- 2019年，中国肿瘤医疗行业市场规模约912.61亿元。人口老龄化的加速、慢性病人口数量的增加、癌症患者人数的增加将导致肿瘤产业的规模未来将会持续扩大。

图. 2011-2019中国肿瘤医疗行业市场规模（亿元）



资料来源：中国卫生健康统计年鉴，天风证券研究所

肿瘤服务行业市场存在较大缺口

- 随着人们生活和工作压力增加，中国癌症患者的人数呈现逐年增加的趋势，且三线城市癌症患者数量最多且呈现较快增长。中国癌症发病人数由2015年近400万人增至2019年近440万人，位居全球首位。预计2025年将达约510万人。
- 其中三线及其它城市相较于中国一线城市和二线城市占中国癌症发病人数最大比例。三线城市癌症患者人数增速相较于一、二线城市最快，2015-2025E十年间的年复合增速为2.72%，二线城市年复合增速为2.31%，一线城市年复合增速为2.01%。预计2025年底，三线城市患癌人数增速高达2.77%，而一线、二线患癌人数增长率预计仅为0.93%和2%。肿瘤医疗服务在三线城市市场空间广阔。

图. 中国一线城市、二线城市、三线及其他城市癌症病发宗数，2015-2025年（单位:千人）

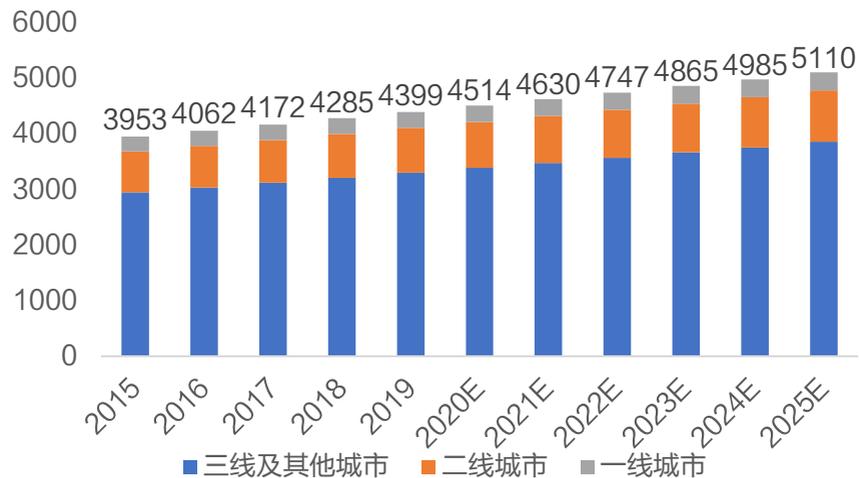
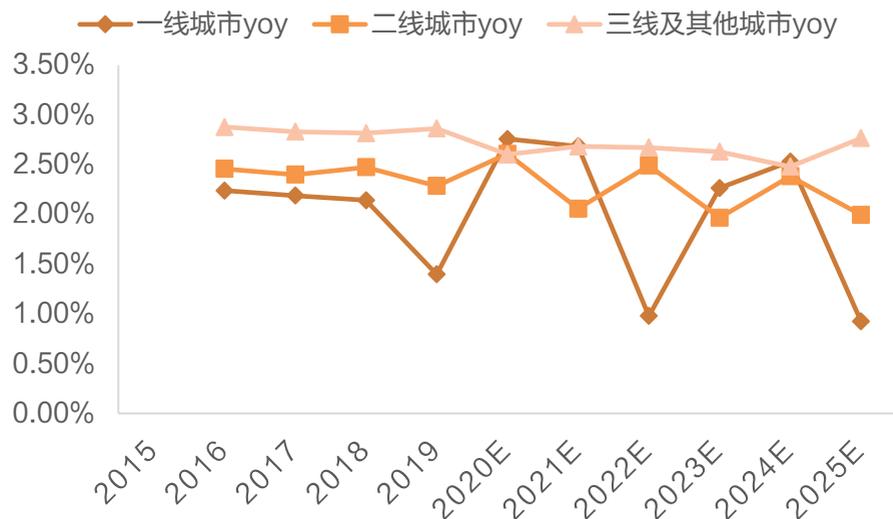


图 三线城市癌症发病人数呈现较快增长，2015-2025年



肿瘤医疗资源全国分布不均，三线城市肿瘤资源乏

➤ 中国放疗设备对标全球发达国家仍然呈现较为短缺局面。随着人口老龄化和生活环境改变等因素驱动，癌症患者人数的不断增加，但是资源的短缺及分布不均导致中国肿瘤市场供不应求。中国癌症患者的资源与国际肿瘤市场仍呈现较大差距，从放疗设备数量来看，2019年中国每百万人口仅对应2.7台放疗设备数量，而发达国家如美国、瑞士、日本和澳洲分别对应放疗设备可达14.4台，11.4台，9.5台和9.1台。中国肿瘤市场空间仍有较大的缺口和发展潜力。

图. 主要国家每百万人口的放疗设备数目，2019年
(单位：台)

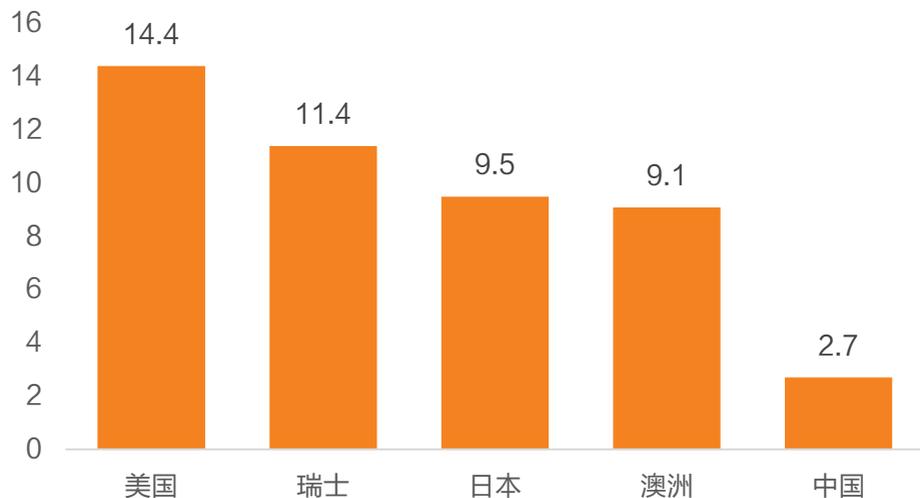


图 中国一线城市、二线城市、三线及其他城市每百万人口的放疗设备数目，2019年 (单位：台)

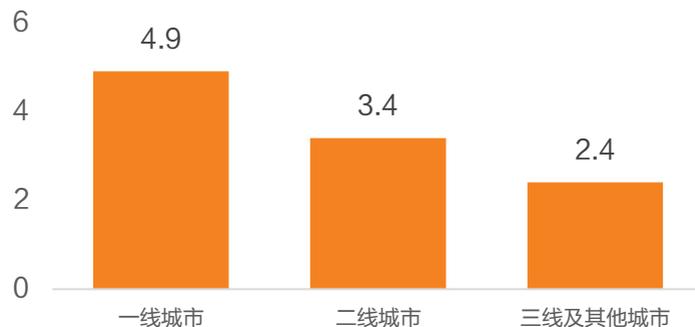
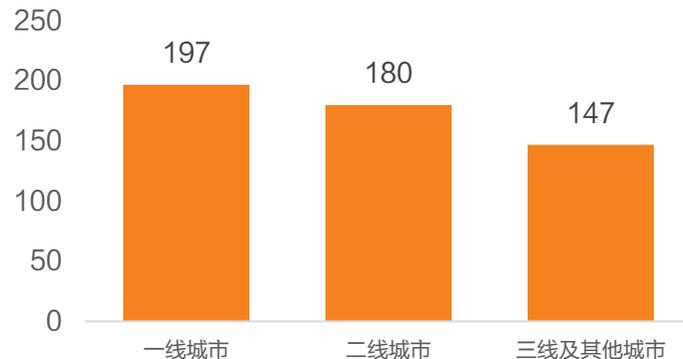


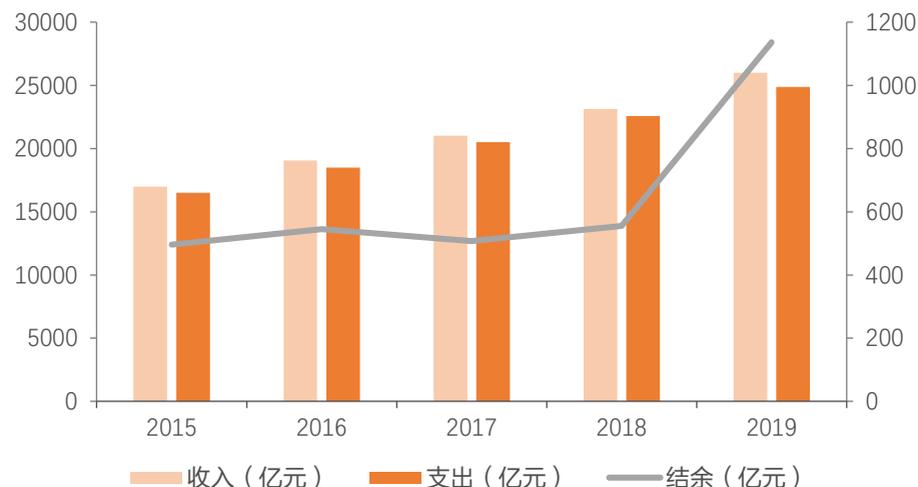
图. 中国一线城市、二线城市、三线及其他城市每百万人口的医院肿瘤科室的运营床位数目，2018年
(单位：张)



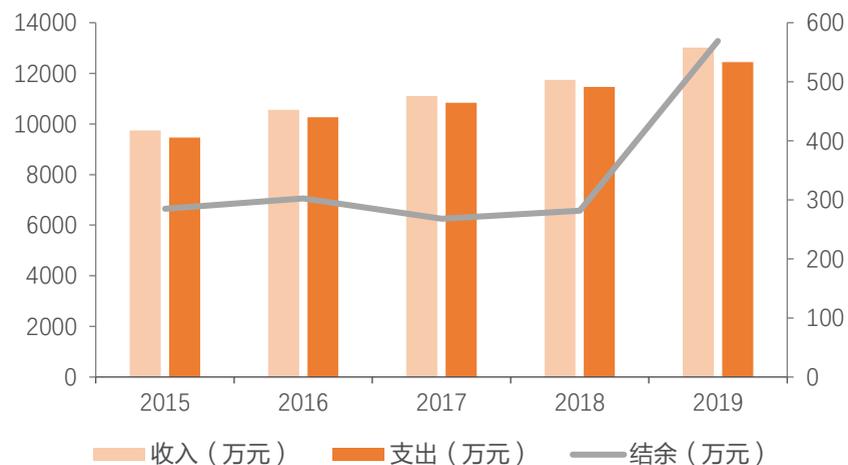
综合医院：2019年整体收入规模2.6万亿，5年复合增速11%

- **综合医院整体收入及支出：**综合医院收入从2015年的16990.4亿元增至2019年的25994.3亿元，年化增长率为11.2%；综合医院支出从2015年的16494.1亿元增至2019年的24858.3亿元，年化增长率为10.8%
- **综合医院平均收入及支出：**综合医院平均收入从2015年的9747.8万元增至2019年的13021.2万元，年化增长率为7.51%；综合医院平均支出从2015年的9463.1万元增至2019年的12452.2万元，年化增长率为7.1%。

2015-2019 年综合医院整体收入

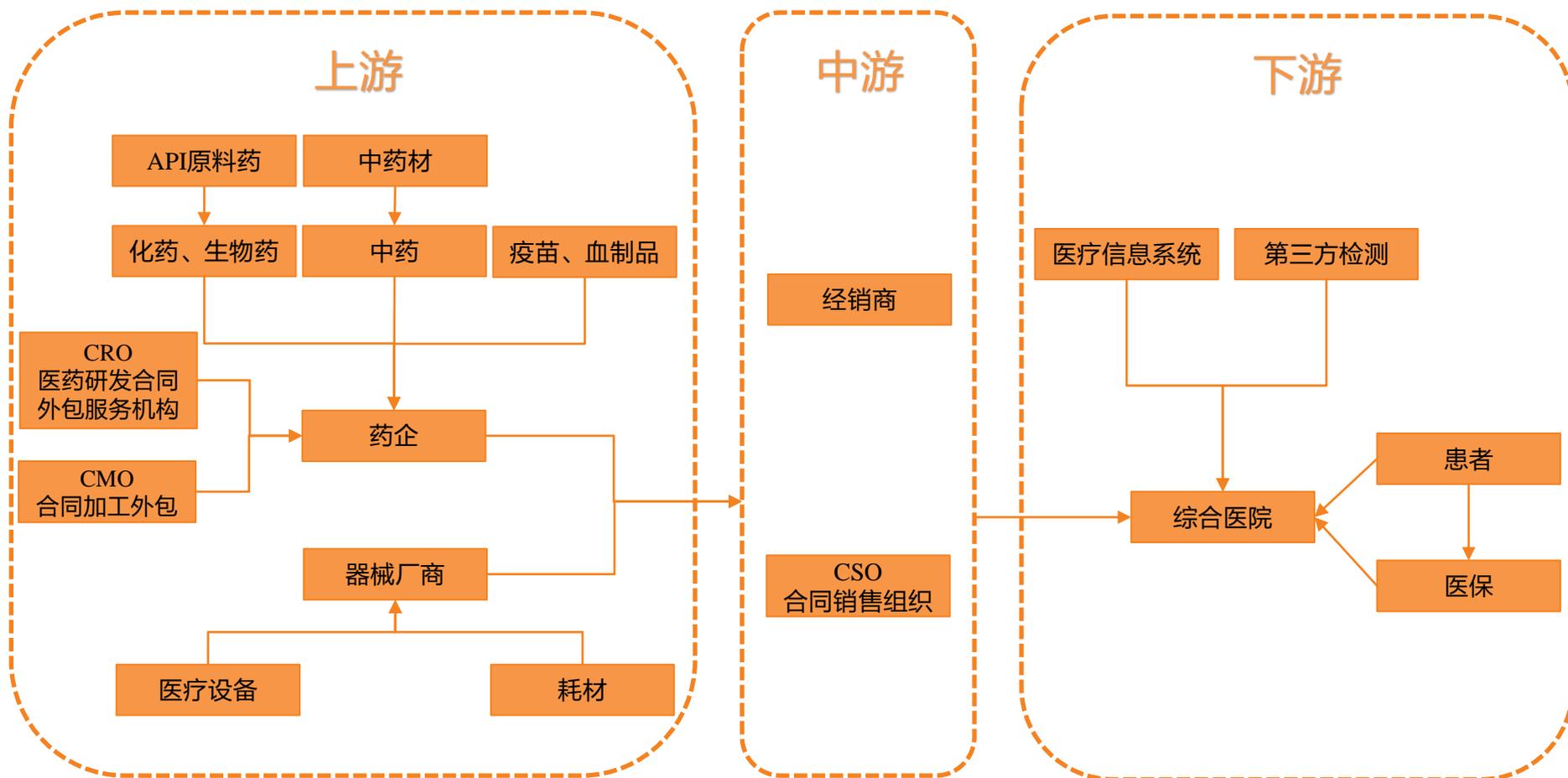


2015-2019 年综合医院平均收入



资料来源：中国卫生统计年鉴，天风证券研究所

综合医院产业链

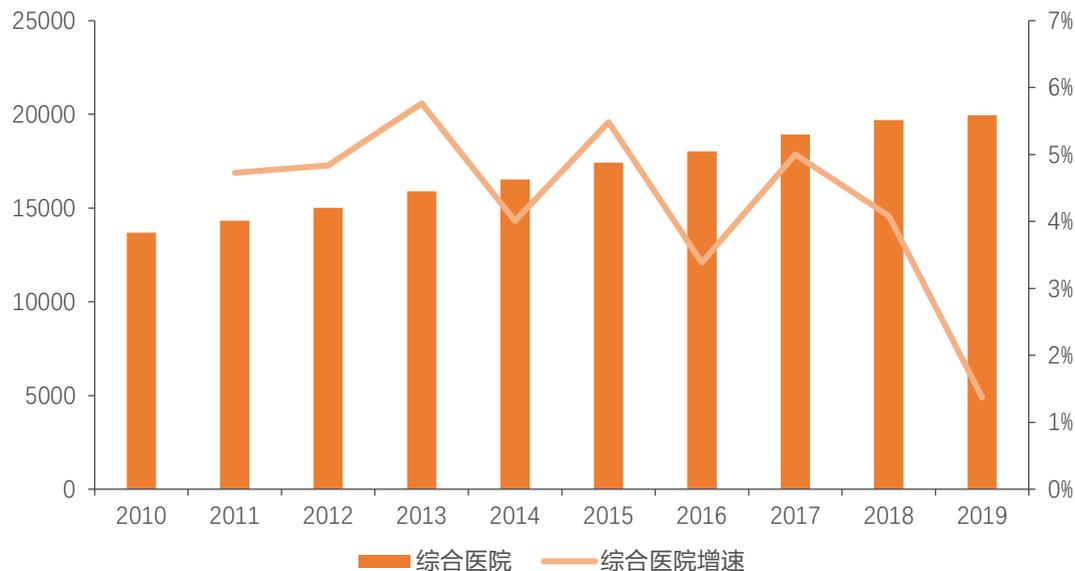


资料来源：中商情报网，天风证券研究所

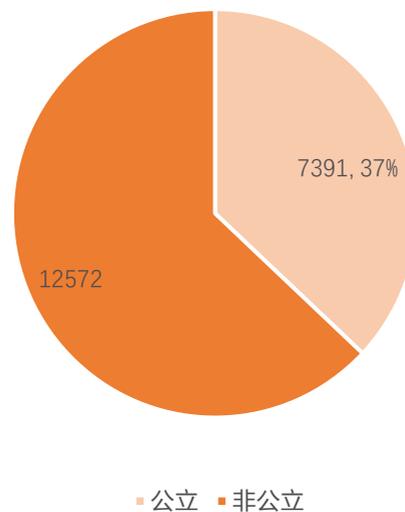
综合医院：数量以非公立医院为主

- **综合医院数目稳步增长：**综合医院数量从2010年的13681家增至2019年19963家，九年间增长5635家，年增长率为4.29%。
- **综合医院数量以非公立医院为主：**2019年综合医院中，非公立医院数目超公立医院，共12572家，占比63%；公立医院7391家，占比37%。

2010-2019 综合医院数目



2019年综合医院公立及非公立占比



资料来源：中国卫生统计年鉴，天风证券研究所

目录

一、医疗服务行业总览	.....	15页
二、医疗服务细分领域	.....	35页
三、医疗服务投资方法论	.....	79页
四、医疗服务上市公司	.....	108页

三个维度看医疗服务行业增长逻辑

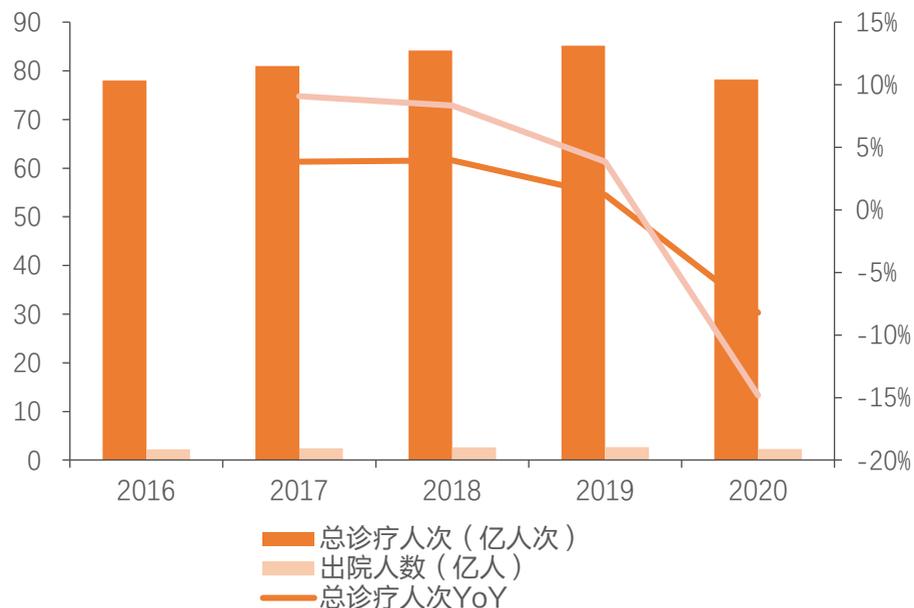


资料来源：天风证券研究所

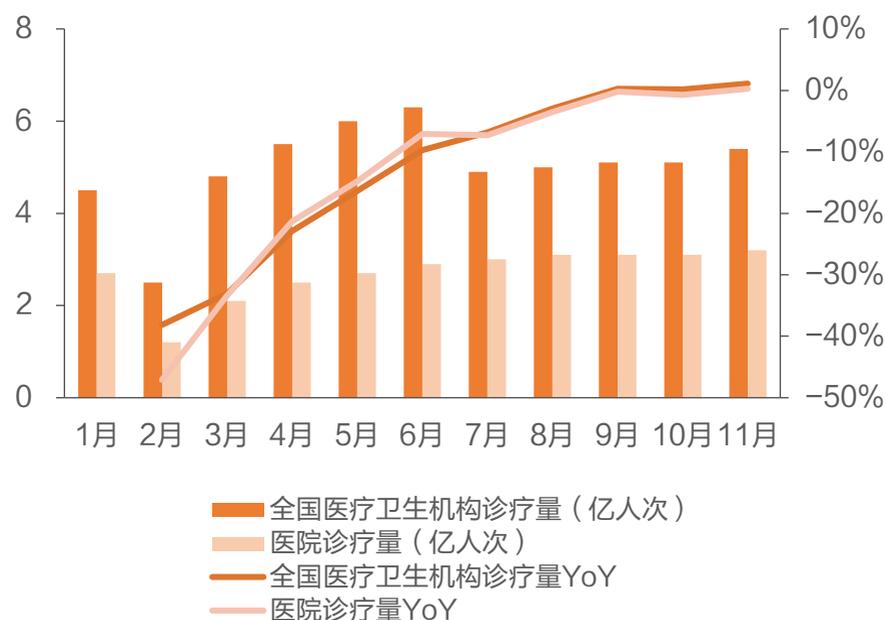
短期：疫情影响逐步消除，单月就诊逐步恢复

- 2020年全国医疗服务诊疗人次下降。受新冠疫情影响，2020年全年中国总诊疗人次78.2亿人次，同比降低8%，出院人数2.3亿人，同比降低15%。
- 截至2020年11月，全国单月就诊人数已恢复至2019年同期水平。2020年11月，全国医疗卫生机构诊疗人次5.4亿人次，同比提高1.1%。医院3.2亿人次，同比提高0.3%，其中公立医院2.7亿人次，同比降低0.1%；民营医院0.5亿人次，同比提高2.4%。

全国医疗服务总诊疗人次及出院人数



2020年全国单月医疗服务诊疗情况



中期：深化医疗服务价格调整，预计以升为主

政策发布时间	发布单位	政策名称	主要内容
2016年10月25日	中共中央、国务院	《“健康中国2030”规划纲要》	<ul style="list-style-type: none"> 经济保持中高速增长将为维护人民健康奠定坚实基础，消费结构升级将为发展健康服务创造广阔空间，科技创新将为提高健康水平提供有力支撑，各方面制度更加成熟更加定型将为健康领域可持续发展构建强大保障。 发展健康服务新业态：催生健康新产业、新业态、新模式。发展基于互联网的健康服务，鼓励发展健康体检、咨询等健康服务，促进个性化健康管理服务发展，培育一批有特色的健康管理服务产业，规范发展母婴照料服务。
2017年1月10日	国务院	《“十三五”卫生与健康规划》	<ul style="list-style-type: none"> 强化精神疾病防治：逐步建立和完善精神障碍患者社区康复服务体系。开展焦虑、抑郁等常见精神障碍早期筛查和干预试点，抑郁症治疗率显著提高，加强心理健康服务。 加强妇幼卫生保健和生育服务：加大妇女常见病防治力度，妇女常见病定期筛查率达到80%以上，逐步扩大妇女“两癌”检查项目覆盖范围，加强托幼机构卫生保健工作，托幼机构卫生保健指导实现全覆盖。 发展老年健康服务：健全老年健康服务体系，推动医疗卫生与养老服务融合发展，完善治疗—康复—长期护理服务链，发展和加强康复、老年病、长期护理、慢性病管理、安宁疗护等接续性医疗机构。
2019年7月15日	国务院、国家卫生健康委	《健康中国行动（2019—2030年）》	<ul style="list-style-type: none"> 妇幼健康促进行动：到2022年和2030年，产前筛查率分别达到70%及以上和80%及以上；新生儿遗传代谢性疾病筛查率达到98%及以上。 老年健康促进行动：完善医养结合政策，推进医疗卫生与养老服务融合发展，抓紧研究完善照护服务标准体系，建立健全长期照护等级认定标准、项目内涵、服务标准以及质量评价等行业规范和体制机制。
2019年10月2日	国家发展改革委、市场监管总局	《关于新时代服务业高质量发展的指导意见》	<ul style="list-style-type: none"> 全面放开养老服务市场，在扩大试点基础上全面建立长期护理保险制度。 简化社会办医审批流程，鼓励有实力的社会机构提供以先进医疗技术为特色的医疗服务。 加快建立远程医疗服务体系，推动优质资源下沉扩容。 打造中高端服务消费载体，吸引健康体检、整形美容等高端服务消费回流。
2021年6月4日	国务院办公厅	《国务院办公厅关于推动公立医院高质量发展的意见》	<ul style="list-style-type: none"> 坚持以人民健康为中心，加强公立医院主体地位，坚持政府主导、公益性主导、公立医院主导，坚持医防融合、平急结合、中西医并重，以建立健全现代医院管理制度为目标，强化体系创新、技术创新、模式创新、管理创新，加快优质医疗资源扩容和区域均衡布局
2021年5月21日	中央全面深化改革委员会第十九次会议	《深化医疗服务价格改革试点方案》	<ul style="list-style-type: none"> 规范管理医疗服务价格项目，建立目标导向的价格项目管理机制 加强对医疗服务价格宏观管理，平衡好医疗事业发展需要和各方承受能力 结合医疗服务特性加强分类管理 建立灵敏有度的价格动态调整机制，明确调价的启动条件和约束条件，搞好价格监测评估和监督检查，确保价格机制稳定运行。

数据来源：国务院，卫健委，发改委，天风证券研究所。

中期：地方实践——云南省医疗服务价格调整：1300项整体调增28%

- **价格改革思路将有升有降，但预计以升为主**：2021年5月15日，云南省医保局、云南省卫健委发布《云南省2021年省级公立医疗机构医疗服务价格调整方案》，本次调整项目数共 1300 项，**平均调增幅度 28.25%**。其中调增项目 1113 项，平均增幅 36.4%；调减项目 187 项，平均降幅 20.1%。
- **调增的医疗服务项目**主要为综合医疗服务、医技诊疗、手术治疗、物理康复等。本次拟调整医疗服务价格的服务项目成本均高于拟调整价格，**体现技术服务劳务价值的手术、治疗类项目价格与成本偏离较大**。
- **调减的医疗服务项目**主要是检查、检验类项目，包括磁共振平扫、计算机X线摄影、X线摄影、普通CT扫描、伽玛刀治疗(一个靶点)、血栓弹力图试验（TEG）等项目。
- 按照医疗服务价格“**总量控制、结构调整、有升有降、逐步到位**”的改革方向，**调整体现医务人员技术劳务价值的价格项目，降低检查、检验类项目价格**，符合国家和云南省医改医疗服务项目价格调整的方向。

部分调增项目情况

序号	项目编码	项目名称	项目内涵	除外内容	计价单位	说明	调整前价格（元）			财务分类	拟调整价格（元）			备注
							一类价	二类价	三类价		一类价	二类价	三类价	
61	270400001a	冰冻切片检查与诊断（非特异性感染标本）			例		150	150	150	D	250	250	250	
130	310702008	永久起搏器手术换	含取出和安装。	起搏器、心导管、电极	次		1000	850	750	E	1300	1105	975	
131	310702009	除颤器安置术		除颤器、心导管、电极	次		2000	1700	1500	E	2600	2210	1950	
134	310702016	心脏电复律术			次		60	51	45	E	70	60	53	

资料来源：《云南省2021年省级公立医疗机构医疗服务价格调整方案项目成本调查报告》，天风证券研究所

中期：地方实践——福建三明市公立医院医疗服务价格调整

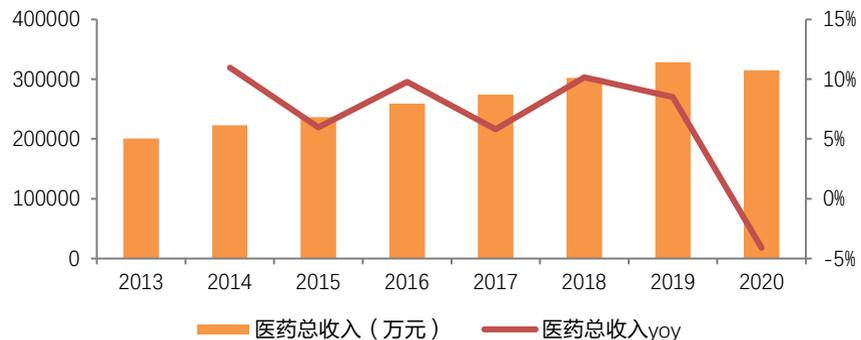
轮次	执行时间	项目数量 (项)	整体调增/ 调减	整体幅度	调增(项)	幅度	调减(项)	幅度	新增(项)	发布时间	文号	文件名称	发布机构
第一轮	2013年2月1日	80	调增	+27%	79	11-650%	1	100%		2013年1月30日	明政文〔2013〕22号	《关于县级以上医院实施药品零差率销售改革的通知》	市政府
第二轮	2014年6月1日	392	调增	+25%	256	7-100%	136	4-31%		2014年5月23日 2014年5月30日	明医改组〔2014〕10号 明政文〔2014〕120号	《关于调整县级以上公立医院部分医疗服务项目价格的通知》	市医改组 市政府
第三轮	2015年6月1日	4318	调增	+49%	3363	2-150%	955	5-100%		2015年5月15日	明医改组〔2015〕13号	《关于调整县级以上公立医院部分医疗服务项目价格的通知》	市医改组
	2015年10月15日	22							22	2015年10月12日	明价〔2015〕70号	《关于核定新增医疗服务项目价格的通知》	市物价局 市卫计委
第四轮	2015年12月1日	477	调增	+28%	360	3-600%	117	5-36%		2015年11月6日	明医改组〔2015〕23号	《关于调整理顺基层医疗卫生机构医疗服务价格的通知》	市医改组
第五轮	2016年7月15日	41							40	2016年7月15日	明价〔2016〕42号	《关于核定一批新增和取消的医疗服务项目价格的通知》	市物价局 市卫计委
第六轮	2017年9月1日	125			71		54		8	2017年8月22日	明医保〔2017〕8号	《关于进一步调整医疗服务项目价格工作的通知》	市医保局 市卫计委
第七轮	2019年8月20日	2454			降低磁共振扫描检查化验项目，提高部分小儿医疗服务项目					2019年8月9日	明医保〔2019〕63号	《关于进一步调整三明市公立医疗机构医疗服务项目价格的通知》	市医保局 市卫健委
第八轮(第一批)	2020年6月15日	80			核定5项新收费标准，重新核定6个项目收费，降低电脑血糖监测收费标准，修订3个手术项目名称和12项放疗项目计价单位，改变3项计价方式				12	2020年6月11日	明医保〔2020〕43号	《关于规范部分医疗服务价格项目及价格管理的通知》	市医保局
第八轮(第二批)	2020年9月20日	546			143				403	2020年9月11日	明医保〔2020〕57号	《关于进一步完善三明市公立医疗机构部分医疗服务项目价格的通知》	市医保局 市卫健委
第九轮	2020年12月25日	64							1	2020年12月21日	明医保〔2020〕69号	《关于调整三明市公立医院部分中医医疗服务项目价格的通知》	市医保局 市卫健委
	2021年2月5日	2	调增	+63%	2	30-67%	0	0	1	2021年2月1日	明医保〔2021〕7号	《关于进一步完善药事服务费的通知》	市医保局 市卫健委

资料来源：市政府官网，天风证券研究所

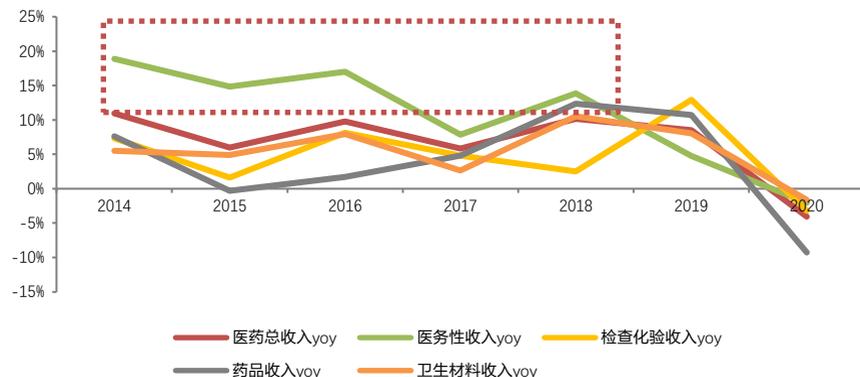
注：第一至四轮及第八轮为官方报道调价轮次，其余轮次依据文件发布时间排列

中期：地方实践——福建三明市样本公立医院年度运营情况

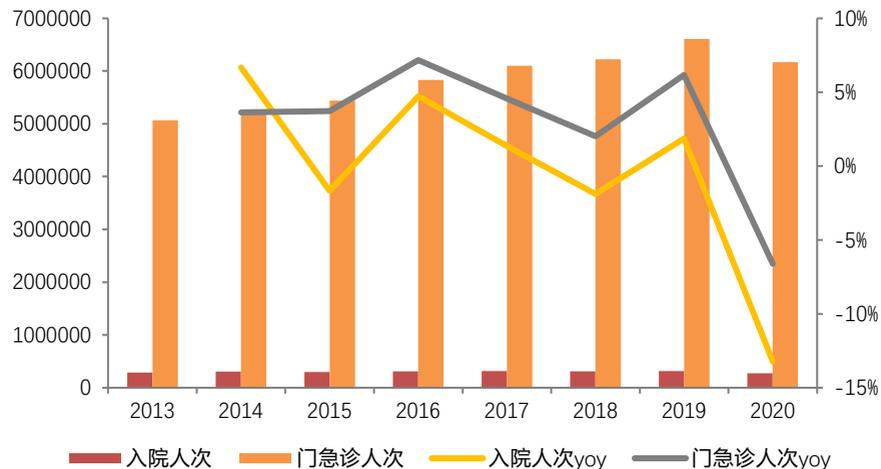
医药总收入



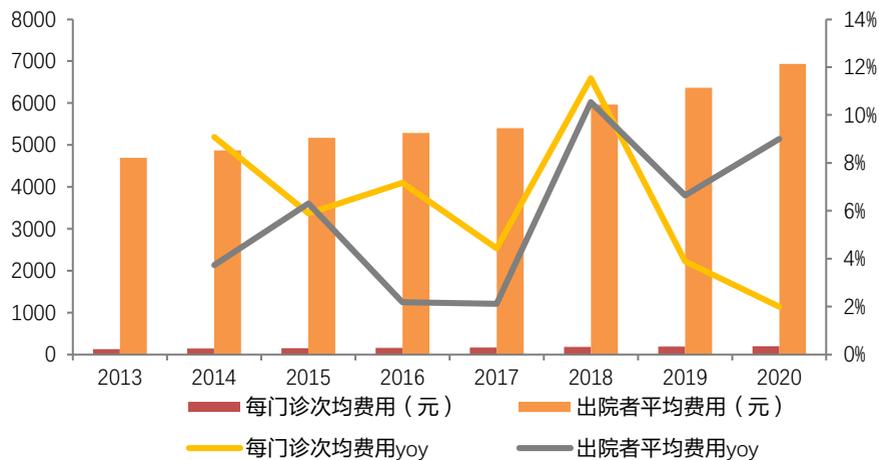
yoy比较



门急诊人次



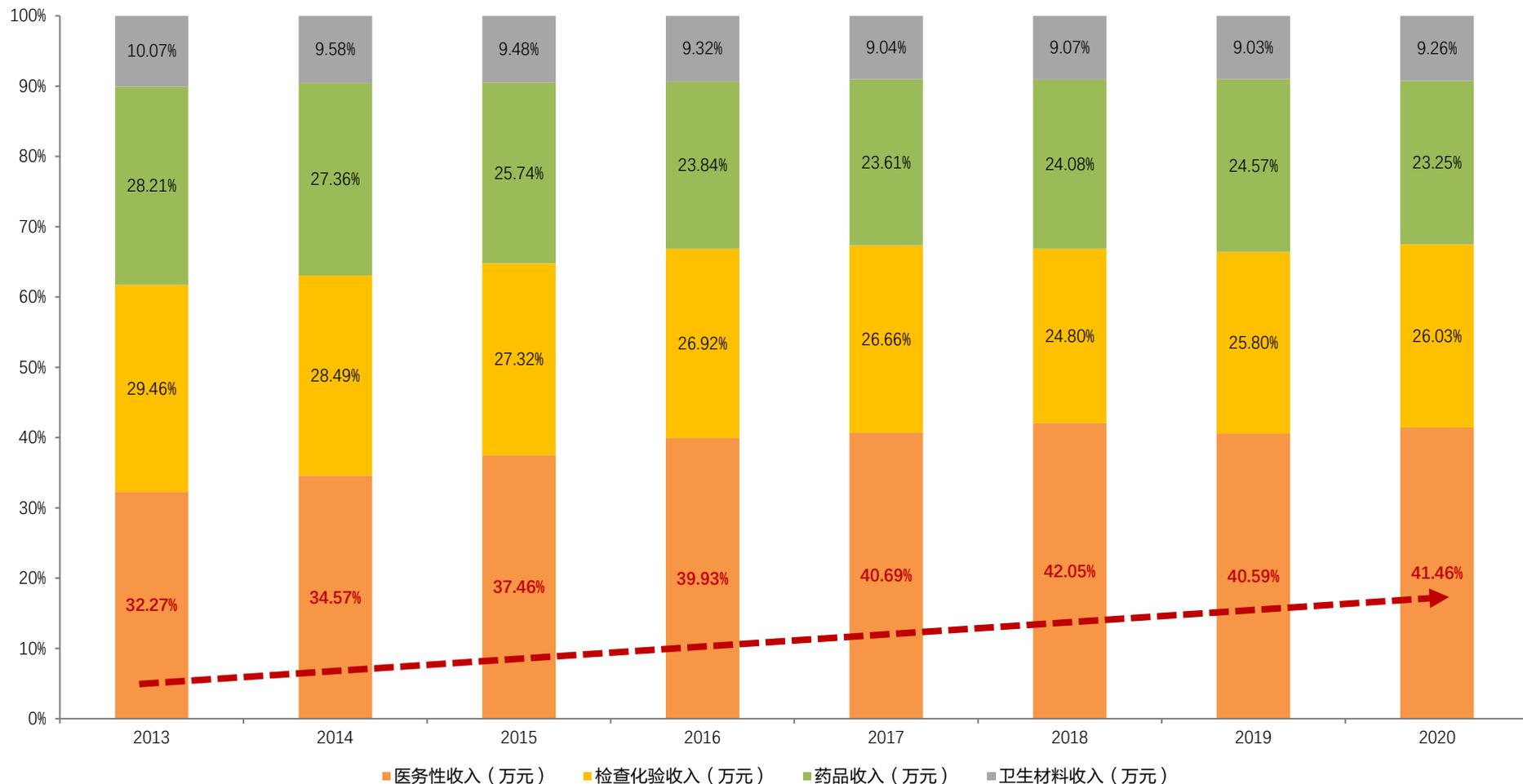
次均费用



资料来源：三明市卫健委，天风证券研究所

中期：地方实践——福建三明市样本公立医院年度运营情况

收入结构

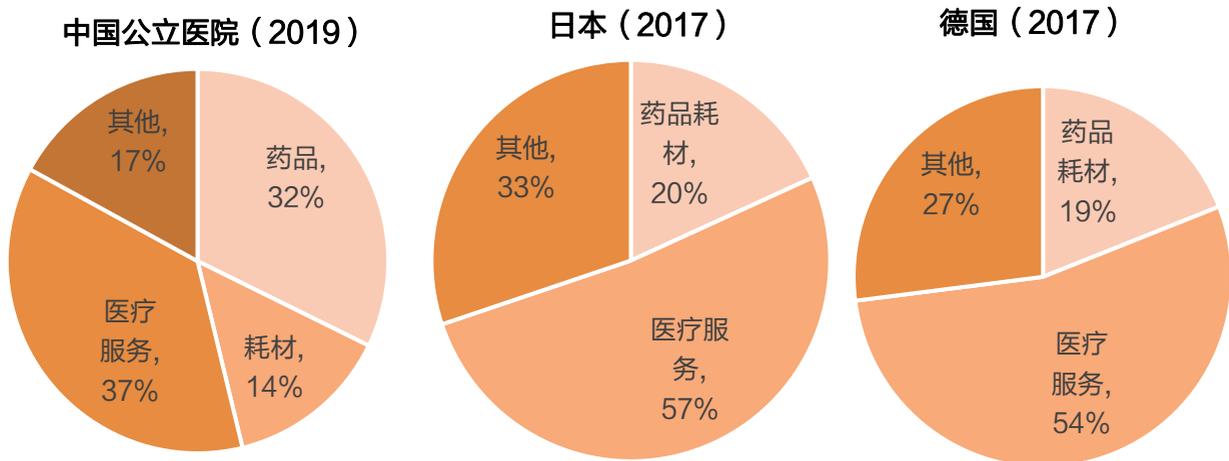


资料来源：三明市卫健委，天风证券研究所

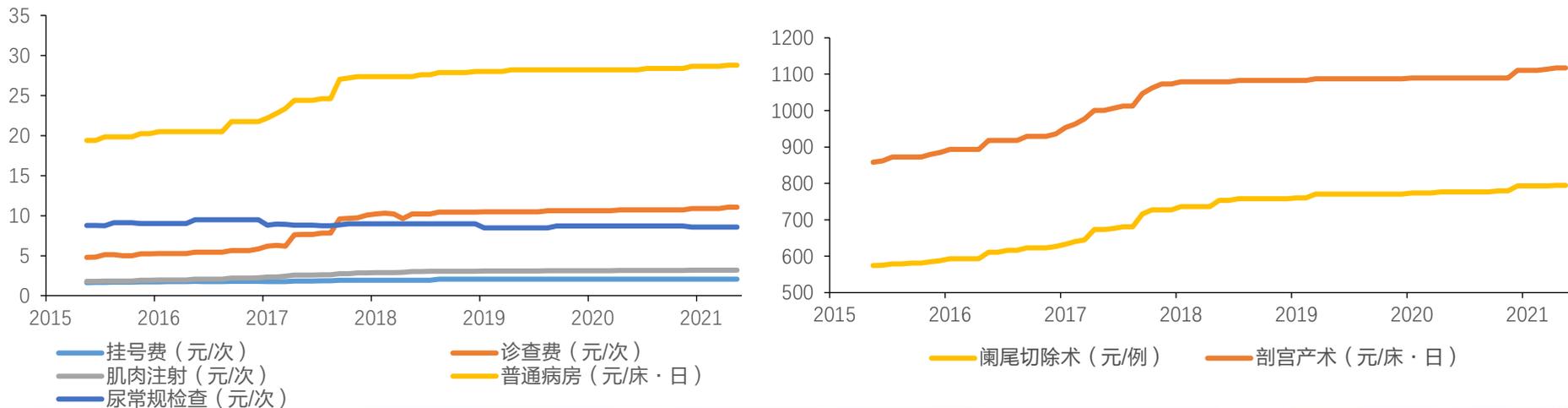
中期：医疗服务未来2-3年将进入价格陆续上涨周期

- **价格：**医疗服务价格多年未调整，医疗服务价格处于低估状态，预计未来将进入涨价周期。
- **占比：**服务端占比将继续提升。随着药占比降低，医院只能继续提高服务费用来增收，服务端增长可持续性高，占比亦将持续提升

中国公立医院、日本与德国医药费用结构对比



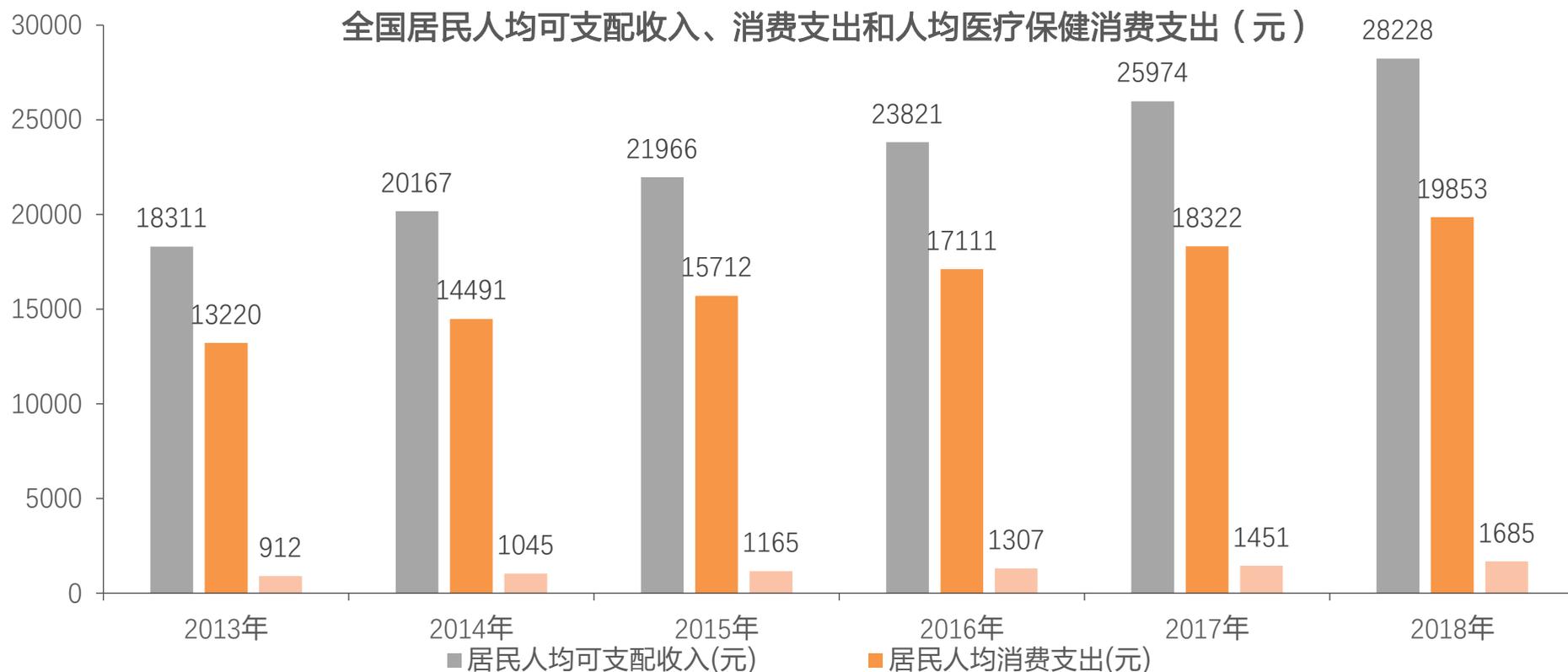
7年间36个大中城市居民医疗服务价格稳步增长



数据来源：卫生统计年鉴，OECD，国家发改委，天风证券研究所

长期：人均可支配收入增长，医疗保健支出逐年增加

- 居民人均可支配收入及消费支出逐年增加，5年分别累计增长54%和50%。
- 在居民人均消费支出中，人均医疗保健消费支出2013年912元增长至2018年1685元，增长84.8%。



数据来源：中国国家统计局，天风证券研究所

注：医疗保健支出指用于医疗和保健的药品、用品和服务的总费用。包括医疗器具及药品，以及医疗服务

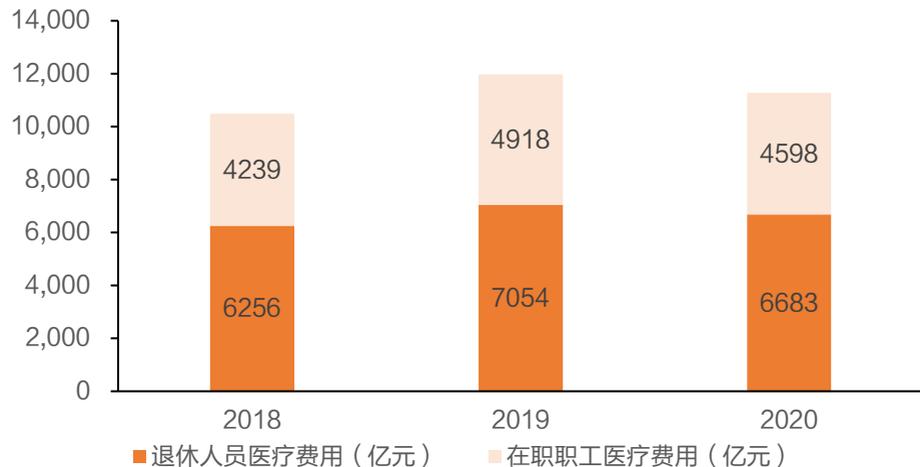
长期：老龄化持续程度加剧且不可逆

全国人口普查	普查标准时间	发布时间	文件名称	60岁及以上人口		65岁及以上人口	
				绝对数（万人）	人口占比	绝对数（万人）	人口占比
第一次	1953年6月30日	2001年11月2日	《第一次全国人口普查数据》	/	/	2563	4.40%
第二次	1964年6月30日	2001年11月2日	《第二次全国人口普查数据》	3817	5.50%	2500	3.60%
第三次	1982年7月1日	2001年11月2日	《第三次全国人口普查数据》	/	/	4940	4.90%
第四次	1990年7月1日	2001年11月2日	《第四次全国人口普查公报（第1号）》	/	/	6461	5.60%
第五次	2000年11月1日	2001年5月15日	《第五次全国人口普查公报（第1号）》	/	/	8811	7.00%
第六次	2010年11月1日	2011年4月28日	《2010年第六次全国人口普查主要数据公报（第1号）》	17765	13.30%	11883	8.90%
第七次	2020年11月1日	2021年5月11日	《第七次全国人口普查公报（第五号）》	26402	18.70%	19064	13.50%

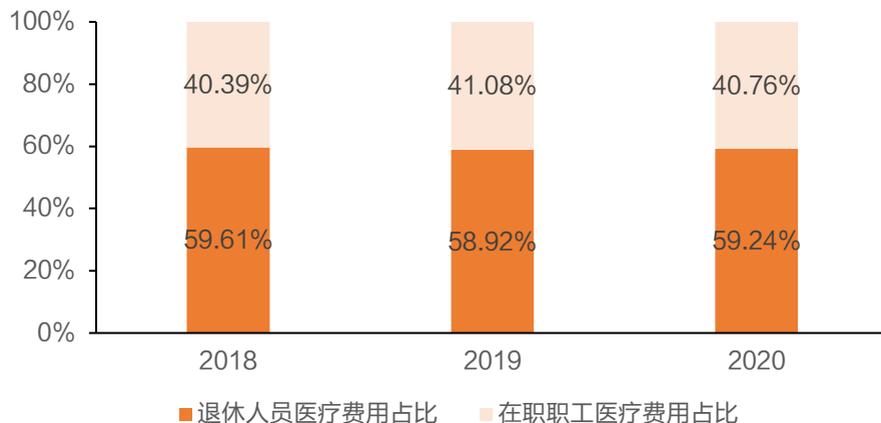
数据来源：中国国家统计局，天风证券研究所

医保影响分析：退休职工与在职职工医疗费用分析

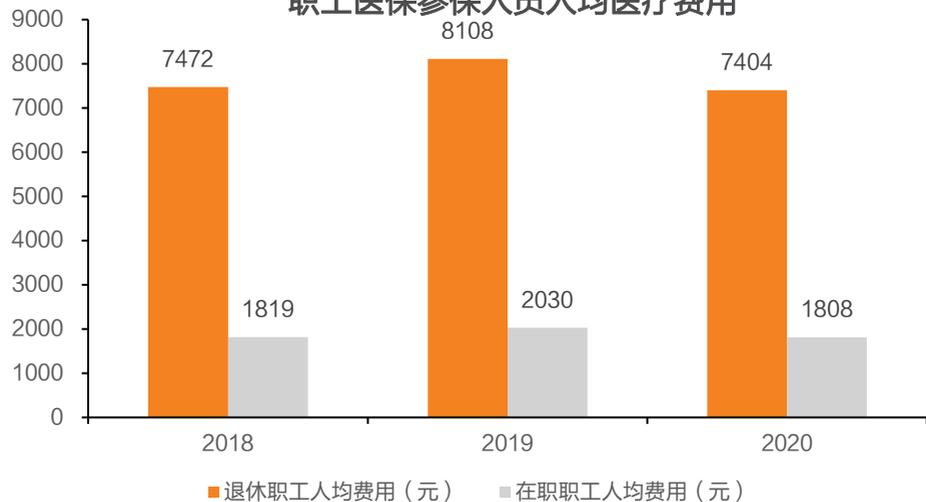
职工医保参保人员医疗总费用



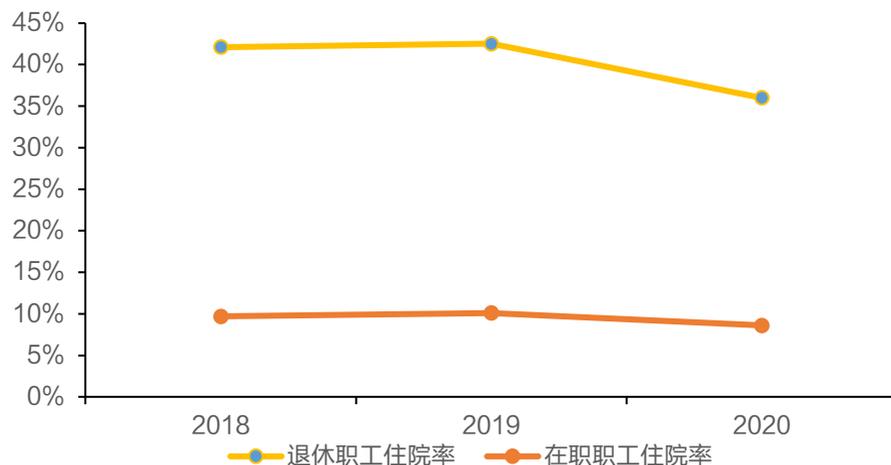
职工医保参保人员医疗总费用构成



职工医保参保人员人均医疗费用

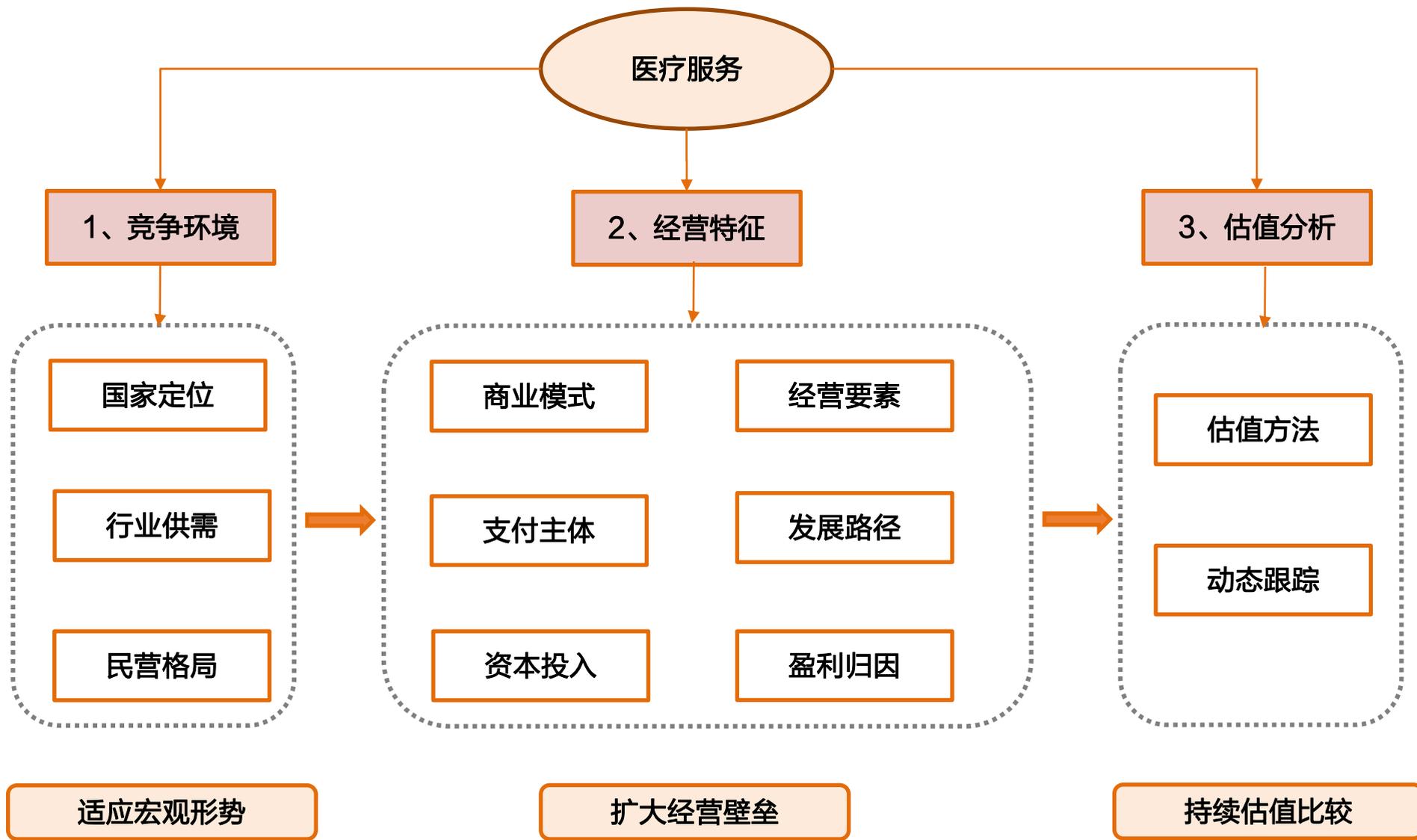


职工参保人员住院率



资料来源：国家医保局，天风证券研究所

医疗服务公司的投资价值分析方法



资料来源：天风证券研究所

国家鼓励社会资本办医，公立民营协同发展

非公医疗政策肇始

- 1997年，中共中央、国务院颁布《中共中央、国务院关于卫生改革发展的决定》（中发〔1997〕3号）文件，提出卫生改革与发展应遵循“举办医疗机构要以国家、集体为主，其他社会力量和个人为补充”的基本原则。

2009年发布新医改方案，利好社会办医政策出台

- 2009年4月，中共中央颁布《中共中央、国务院关于深化医药卫生体制改革的意见》，成为新医改的纲领性文件，加快形成多元办医格局。
- 2010年12月，国务院办公厅转发发展改革委卫生部等部门《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》（国办发〔2010〕58号），促进非公立医疗机构持续健康发展。

进一步支持社会办医发展力度越来越大

- 2017年5月23日，国务院《关于支持社会力量提供多层次多样化医疗服务的意见》
- 2019年7月15日，国务院《国务院关于实施健康中国行动的意见》
- 2019年8月28日，多部委联合发布《促进健康产业高质量发展行动纲要（2019-2022年）》的通知，建设区域医疗中心，在全国范围内建设一批高水平临床诊疗中心、高水准临床科研创新平台。

积极支持社会办医发展

- 2021年3月13日，《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》以公立医疗机构为主体、非公立医疗机构为补充，扩大医疗服务资源供给。
- 2021年6月17日，国务院办公厅《关于印发深化医药卫生体制改革2021年重点工作任务的通知》：1）推动优质医疗资源扩容和均衡布局，加大公立医疗卫生机构建设力度，积极支持社会办医发展；2）社会办医疗机构可牵头组建或参加县域医共体和城市医疗集团。
- 2021年7月16日，国家医保局《关于优化医保领域便民服务的意见》，对社会办医疗机构等不设“玻璃门”，做到一视同仁

允许进入

鼓励发展

大力支持

协同发展

国家一以贯之支持社会办医发展

发布时间	来源	政策名称	主要内容
2016年8月19日	《习近平谈治国理政》第二卷	推进健康中国建设	要坚持正确处理政府和市场关系，在基本医疗卫生服务领域政府要有所为， 在非基本医疗卫生服务领域市场要有活力。
2017年10月18日	《习近平谈治国理政》第三卷	决胜全面建成小康社会夺取新时代中国特色社会主义伟大胜利	支持社会办医 ，发展健康产业。
2019年6月12日	国家卫健委、国家发改委等十部委	关于印发促进社会办医持续健康规范发展意见的通知	社会办医疗机构是我国医疗卫生服务体系的重要组成部分，是满足不同人群医疗卫生服务需求并为全社会提供更多医疗服务供给的重要力量。同时明确了应 加大政府支持社会办医力度 ，推进“放管服”简化准入审批服务， 公立医疗机构与社会办医分工合作 ，优化运营管理服务，完善医疗保险支持政策，完善综合监管体系。
2021年3月12日	中国政府网	政府工作报告——2021年3月5日在第十三届全国人民代表大会第四次会议上	支持社会办医 ，促进“互联网+医疗健康”规范发展。
2021年3月13日	中国政府网	中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要	以提高医疗质量和效率为导向，以公立医疗机构为主体、非公立医疗机构为补充，扩大医疗服务资源供给。
2021年6月17日	国务院办公厅	关于印发深化医药卫生体制改革2021年重点工作任务的通知	1) 推动优质医疗资源扩容和均衡布局，加大公立医疗卫生机构建设力度， 积极支持社会办医发展，优化支持国有企业办医疗机构发展 ，2021年10月底前制定相关政策文件；2) 社会办医疗机构可牵头组建或参加县域医共体和城市医疗集团。
2021年7月16日	医保局	关于优化医保领域便民服务的意见	公开定点医药机构申请条件，对所需提供的材料实施清单管理，并明确不予受理情形， 对社会办医疗机构等不设“玻璃门”，做到一视同仁。

资料来源：共产党员网，中国政府网，天风证券研究所

公立医院供给增长弹性不足，尤其是高品质的医疗

政策发布时间	发布单位	政策名称	主要内容
2015年5月17日	国务院办公厅	《关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》	控制公立医院特需服务规模，提供特需服务的比例不超过全部医疗服务的 10%
2017年7月25日	国务院办公厅	《关于建立现代医院管理制度的指导意见》	控制公立医院特需服务规模，提供特需服务的比例不超过全部医疗服务的 10%
2018年6月21日	上海市卫计委	《关于进一步加强本市医疗机构门诊管理工作的通知》	同比控制特需门诊服务规模。特需门诊与非特需门诊（指普通门诊、专科/专病门诊、专家门诊）采取联动机制，在职专家出特需门诊必须出非特需门诊，正高职称特需门诊与非特需门诊出诊次数（每1个半天为一次）比例不得高于 2:1 ；副高职称不得高于 1:1 ；特需门诊的出诊医师应当由长期从事临床医疗工作，获得卫生高级技术资格满一年，同时被聘为副高及以上职称的医师担任；专家门诊停诊时间超过一个月，相应的特需门诊也应当停诊
2018年7月23日	上海市卫计委	《关于进一步加强本市医疗机构门诊管理工作的通知》	在职医师出特需门诊必须出非特需门诊（普通门诊、专科/专病门诊、专家门诊），正高职称（主任医师）特需门诊与非特需门诊出诊次数（每1个半天为一次）比例不得高于 2:1 ，副高职称（副主任医师）不得高于 1:1 ；副高及以上职称医师每周专家门诊不少于1个半天，副高职称医师每周普通门诊或专科/专病门诊不少于1个半天。严禁主治医师出特需门诊。
2020年3月17日	深圳市医保局、深圳市卫健委	《关于做好我市公立医疗机构特需医疗服务价格管理的通知》	二级（含）以上公立医疗机构可开展特需医疗服务，原则上应当在划定的相对独立区域集中开展，单独管理；公立医疗机构提供特需医疗服务的比例不超过全部医疗服务的 10% ，其中特需病区的床位数不超过本机构实际开放床位数的 10%
2020年9月1日	广州市医保局、广州市卫健委	《广州地区新增和特需医疗服务价格项目管理办法》	严格控制特需医疗服务规模，公立医院提供的特需医疗服务不得超过该院全部医疗服务的 10% ，并且特需项目的收入不得超过该院全部医疗收入的 10%
2021年4月12日	北京市卫健委	《关于加强和规范北京市公立医疗机构特需医疗和国际医疗服务管理的通知》	根据区域卫生规划和各级各类医疗机构功能定位，严格控制公立医疗机构用于特需医疗服务的床位数，其不得超过医疗机构登记床位总数的 10% ；除特需夜门诊和特需节假日门诊外，副主任医师及以上职称的在职医师特需门诊出诊单元数量不超过医疗机构出诊单元总量的 10% ；医疗机构内设立的国际医疗部在完成政府委托的涉外医疗服务任务外，为社会提供的医疗服务属于特需医疗服务，服务总量包含在全院 10% 控制范围内；一级和二级公立医疗机构以为辖区居民提供基本医疗服务为主要功能，原则上不得开展特需医疗服务；三级公立医疗机构在基本医疗服务量减少的情况下，原则上 不得增加提供特需医疗服务的规模 ；公立医疗机构要合理分配具有副主任医师以上职称的医师时间，严格加号管理，未完成基本医疗服务任务的，医疗机构不得安排其在特需医疗部提供诊疗服务

资料来源：国务院，各地卫健委，天风证券研究所

政府扩建医院的主要挑战——财政持续性有待观察

序号	项目地点	项目名称	项目开始时间	项目进展最近更新时间	投资规模(亿元)	建设面积(万平方米)	项目状态	受阻原因
1	四川省成都市	成都阜外心血管病医院	2011年	2020年6月	15		未开工	项目公司出资股东资金链断裂；北京阜外医疗管理公司不允许成都阜外心血管病医院以“阜外”冠名
2	四川省成都市	温江区艾思特肿瘤医院项目	2011年	2020年6月	6.2	14.75	停工	项目公司出资股东资金链断裂，且出资股东不愿退出，工程停工
3	陕西省西安市	西安市人民医院	2011年	2021年3月	13.8	14.44	已交付并投入使用	2011年11月29日，西安市人民医院建设项目在航天基地隆重举行开工奠基仪式；2012年7月15日，西安市人民医院建设项目正式开工；2019年11月更名为“西安市人民医院（西安市第四医院）”；2021年3月1日，航天城院区进入全面运行阶段
4	河南省灵宝市	灵宝市第一人民医院在建工程	2014年	2021年3月	12.6	25.3	转让	灵宝市卫生健康委员会拟转让灵宝市新医院在建工程，挂牌价3.32亿元，保证金金额3500万元
5	河南省郑州市	河南省省立医院	2015年	2021年6月	1	40	负债经营	2019年，国控集团不再为医院融资担保，医院相关建设资金陷入全面停滞；2019年10月25日，河南省省立医院向招商银行股份有限公司郑州分行借款6000万元，期限12个月；6月21日，郑州高新技术产业开发区人民法院下达(2021)豫0191民初9448号民事判决书，河南省省立医院有限公司偿还原告招商银行股份有限公司郑州分行贷款本金约5600万元，利息近150万元，复息约1.5万元。
6	河北省秦皇岛市	秦皇岛市第二医院迁建工程暨秦皇岛市广济医院项目	2015年	2020年12月	9	18	停工	社会资本方拒绝后续出资
7	湖南省长沙市	中南大学湘雅五医院建设项目	2015年	2020年9月	34.4	60.28	停工	社会资本方停发员工工资，项目停工；中南大学终止三方协议，退出五医院项目，五医院不得再使用湘雅品牌
8	甘肃省嘉峪关市	嘉峪关市第一人民医院资料来源：天风证券研究所院南区迁建项目	2017年	2020年6月	5.9	14.68	停工	社会资本方较弱，无法顺利完成融资，项目遭遇国家清退政策，工程停滞

资料来源：成都市政府官网，四川省政府官网，问政四川官网，温江新闻网，西安市人民医院官网，西安市政府官网，河南省产权交易中心官网，河北省发改委，河南省省立医院官网，看医界，秦皇岛市政府官网，尚荣医疗公司年报，长沙市政府官网，天眼查，丁香园，天风证券研究所

医院商业模式分析

细分行业	代表性公司	品牌属性	品牌影响半径	品牌形成方式	实际支付方	服务使用者
综合	国际医学	百强医院专家加盟	西北五省	口碑	医保、自费、商保	全科患者
肿瘤	海吉亚医疗、信邦制药、盈康生命	核心稀缺医院/肿瘤科专家信赖	全省（贵肿）/地市三甲周边	广告/口碑	自费、医保	肿瘤患者
康复	三星医疗	ICU、神经内外科专家信赖	三甲转院安全距离	口碑	自费、医保	需康复的重症患者，普通康复患者
美容	朗姿股份、苏宁环球	强宣传广布局	地市	广告	自费	求美者
眼科	爱尔眼科	全球最大眼科连锁	全国	广告/口碑	自费、医保	眼科患者
口腔	通策医疗	核心稀缺医院	浙江全省	广告/口碑	自费、医保	口腔患者
精神	康宁医院	精神病学科第一梯队	浙江地市	广告/口碑	医保、自费	精神疾病患者
生殖	锦欣生殖	高成功率及强整合力	全省	口碑	自费	辅助生殖夫妇
体检	美年健康	低成本广布局	全国	广告/口碑	自费、商保	员工

资料来源：各公司公告，天风证券研究所

医院经营要素分析——五个必要条件

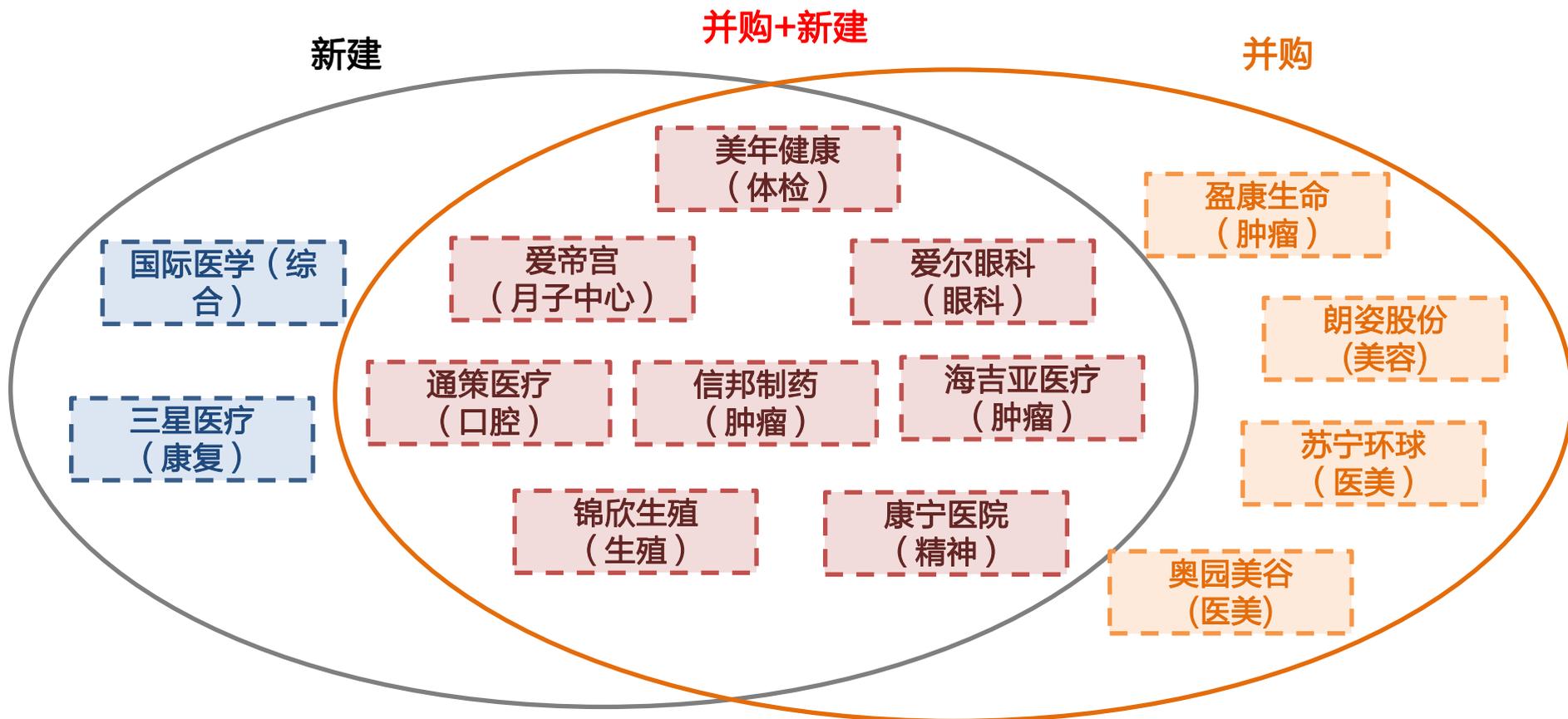
- 1) 人才, 2) 牌照获取能力, 3) 丰富的运营经验, 4) 可验证的商业模式, 5) 资金/设备五大要素是必要条件, 但不是充分条件
- 医疗服务要做好非常困难, 属于典型的“幸存者”, 五大成功要素是必要而非充分条件

图：医疗服务经营核心要素



资料来源：天风证券研究所

医院发展路径分析——不同类型医院各有侧重



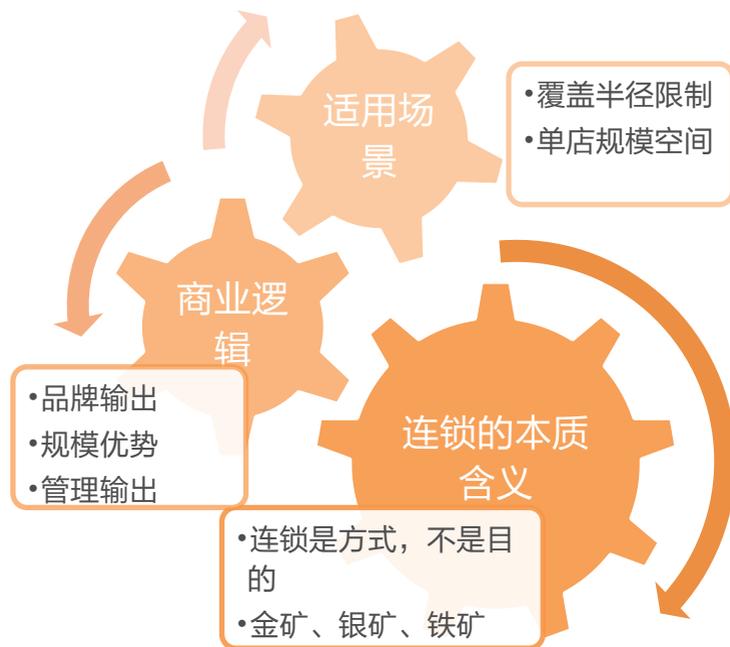
资料来源：各公司官网，天风证券研究所

医院发展路径分析——连锁问题的思考

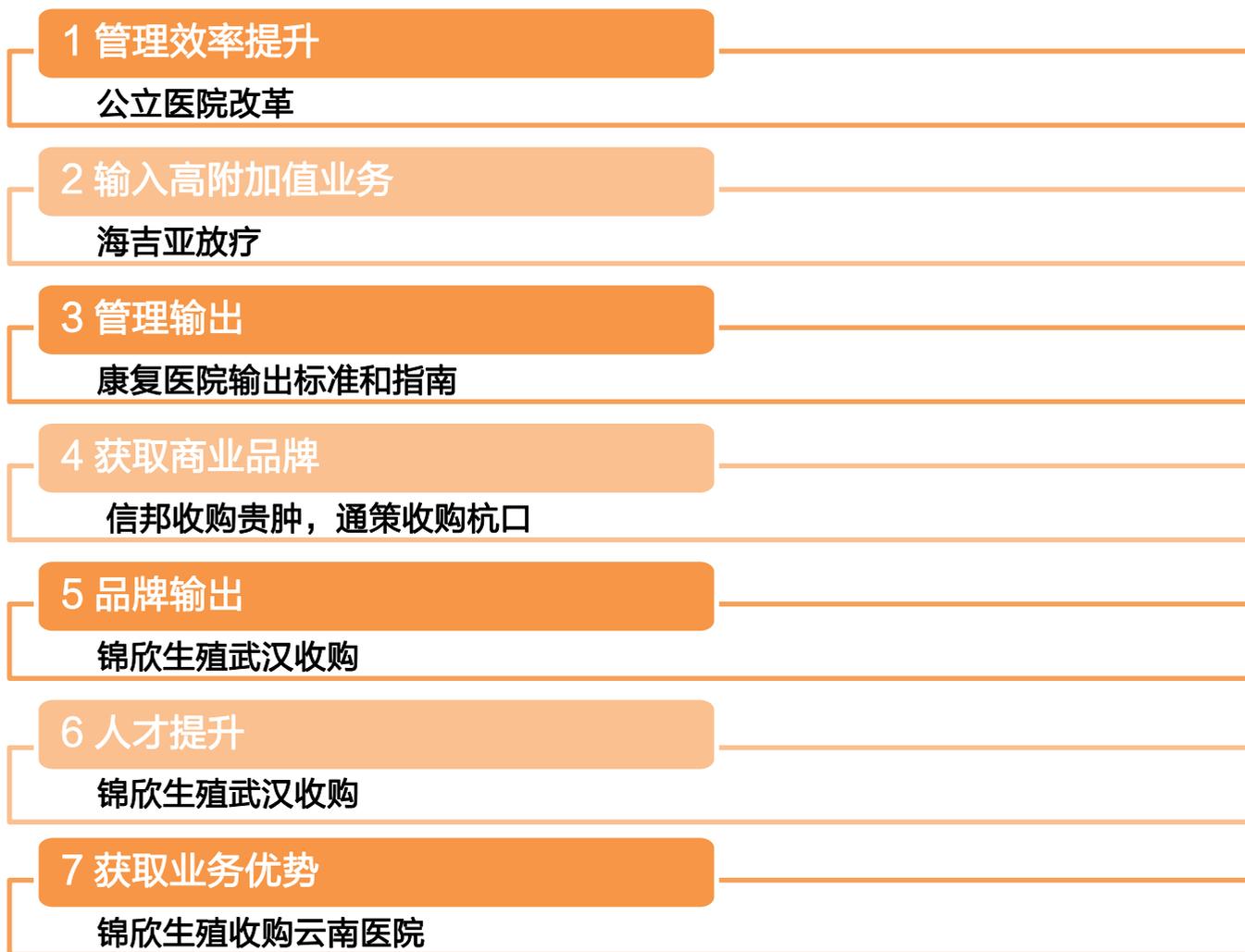
- 并不是所有民营医院都将走向连锁化复制的发展路径
- 通策医疗：“区域总院+分院”模式打造国内领先的口腔集团

连锁适用场景

- 1) 覆盖半径受限：如基础医疗、体检、康复
- 2) 单体规模空间受限：如药店、康复
- 3) 单店的竞争实力有限：比如眼科



医院发展路径分析——并购的意义



资料来源：天风证券研究所

医院发展路径分析——如何看待医疗服务的重资产

➤ 重资产其实不重：1.永续经营 2.不需要持续CAPEX



永续经营

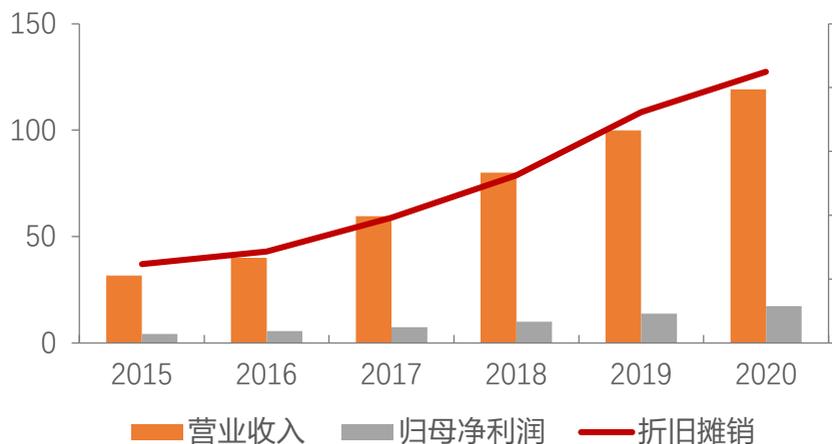


物业成本



通货膨胀

爱尔眼科2015-2020营业收入、归母净利润、折旧摊销（亿元）



国际医学2015-2020营业收入、归母净利润、折旧摊销（亿元）



资料来源：爱尔眼科公司年报，国际医学公司年报，Wind，天风证券研究所

医院发展路径分析——对重资产的态度开始转变

表：2021年3月爱尔眼科定增募投项目

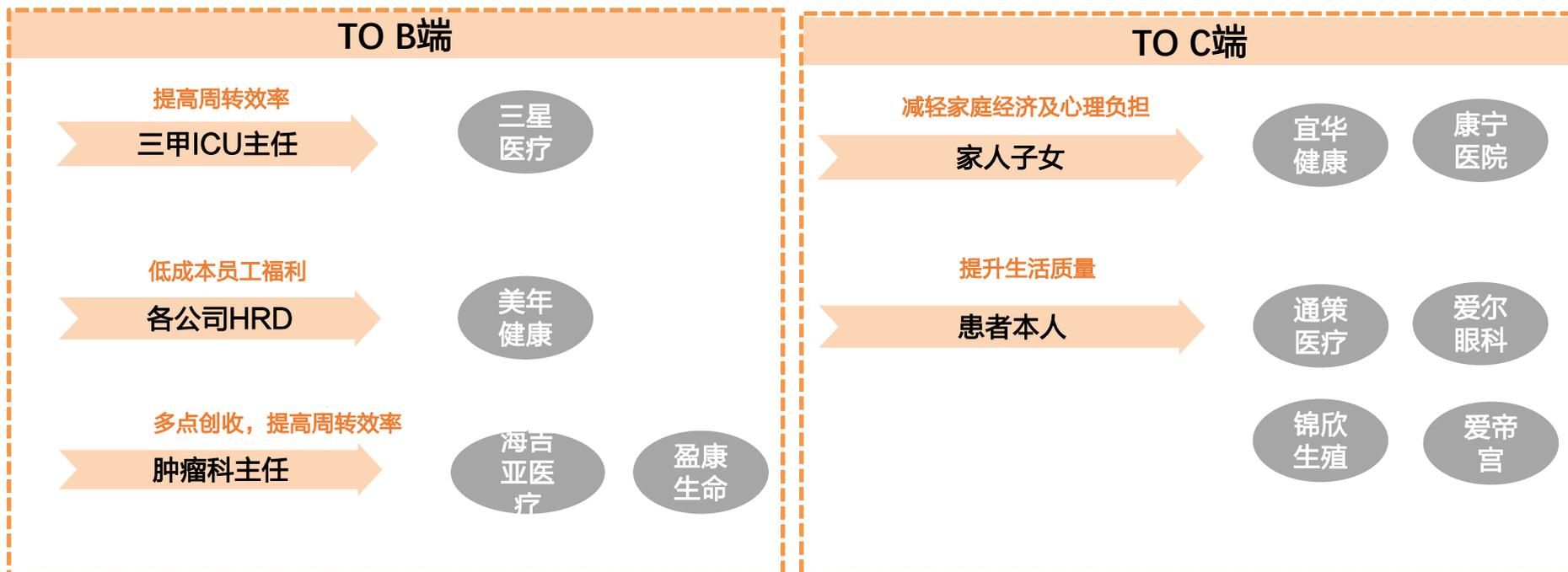
序号	医院	成立年份	项目	预计项目投资总额 (亿元)	拟投入募集资金(亿 元)	建设周期
1	长沙爱尔	2002年	长沙爱尔迁址扩建项目	4.20	4.20	12个月
2	湖北爱尔	新建	湖北爱尔新建项目	3.28	2.96	18个月
3	安徽爱尔	新建	安徽爱尔新建项目	5.13	4.87	2年
4	沈阳爱尔	2005年	沈阳爱尔眼视光迁址扩 建项目	7.81	7.81	5年
5	上海爱尔	2005年	上海爱尔迁址扩建项目	2.37	1.78	12个月
6	贵州爱尔	新建	贵州爱尔新建项目	5.24	4.46	3年
7	南宁爱尔	2011年	南宁爱尔迁址扩建项目	1.52	1.52	9个月
8			补充流动资金项目	8.91	8.91	
合计				38.46	36.50	

资料来源：公司公告，长沙爱尔眼科医院官网，天风证券研究所

医院支付主体分析——按支付场景角度

- 每个医疗服务业态，都要搞清楚支付方和服务接受主体的情况，以及其中的支付方的诉求
 - 比如为什么同样是医保占主要，精神病医院就做的比肿瘤医院要差一些
 - 比如美年健康的客户和三星医疗的客户
- 尽管服务都是患者或者消费者最终使用，但从商业来讲并非所有医疗服务都是to C的业务，不同服务也太中的支付方和服务方差别巨大，对应的商业逻辑也并不相同。

图：医疗服务的支付主体分类

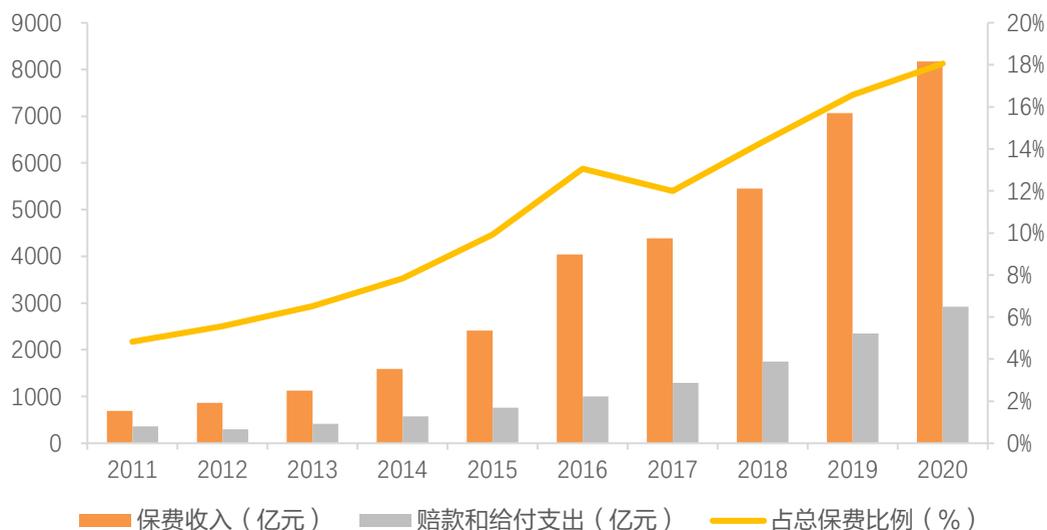


资料来源：天风证券研究所

医院支付主体分析——按支付来源角度：商保

- 中国商业健康险市场将迎来快速的发展。随着政府及保险公司对健康险发展的重视，2011-2020年中国商业健康保险的保费收入增长11.8倍，赔款和给付支出额也基本维持在每年26.20%的复合增速。
- 医院资金回收以及患者支付需求，推动了商业保险和医院结合的新支付方式的生产，外加商业健康保险近几年发展迅速，成为了客户就医结算的最佳选择之一，商保用户将推动新治疗手段、高端器材及药品的运用，促进医疗消费并提高医院的诊疗能力。

2011-2020年中国健康原保费收入及占总保费比例

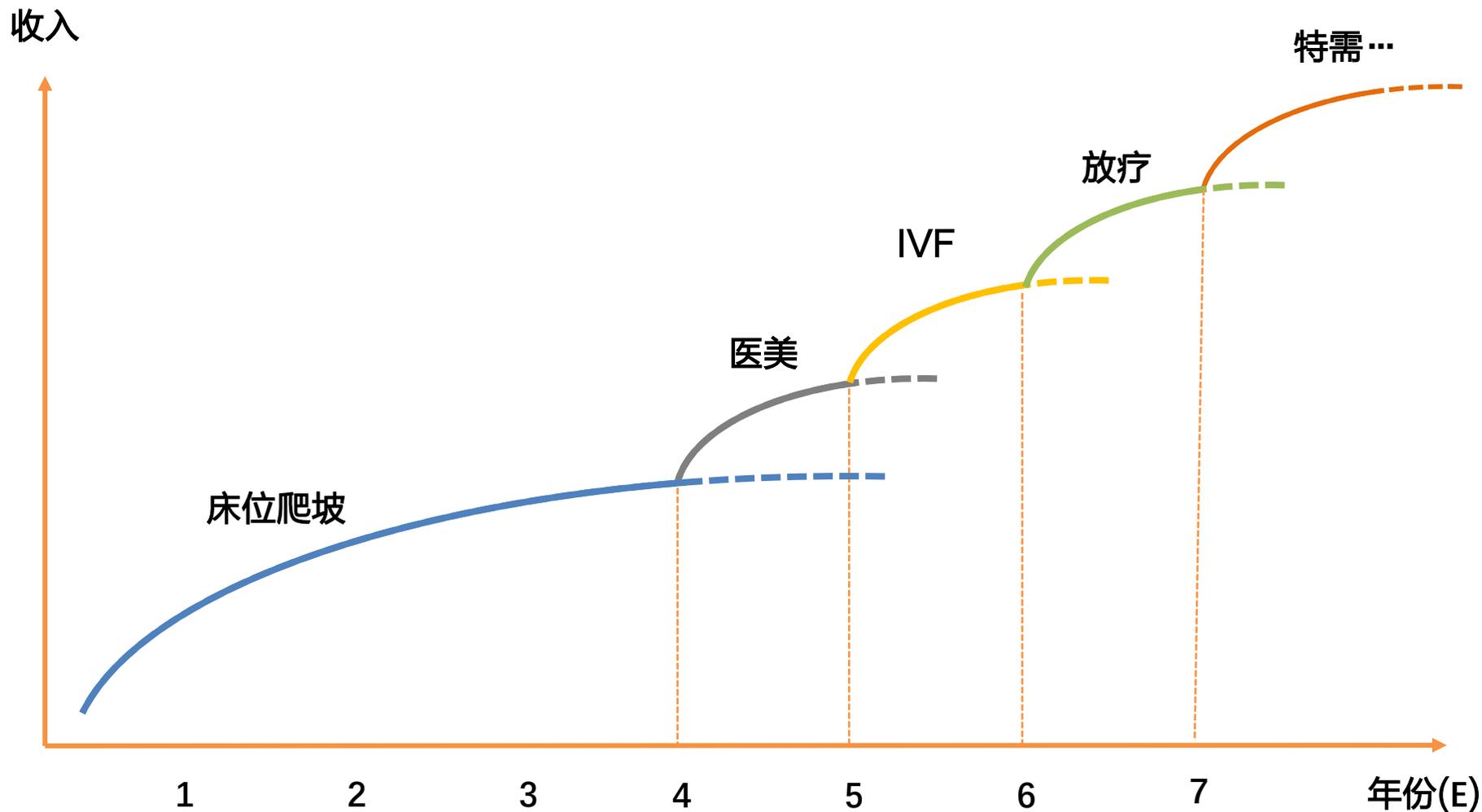


2017年美国处方药支出构成

保险	支付金额 (亿美元)	占比 (%)
商业健康保险	1400	42.04
Medicare	1010	30.33
Medicaid	330	9.91
自付	470	14.11
其他支付方	130	3.90
总计	3330	100.00

资料来源：银保监会，KFF analysis of 2017 data from National Health Expenditures Accounts，卫生经济研究，天风证券研究所

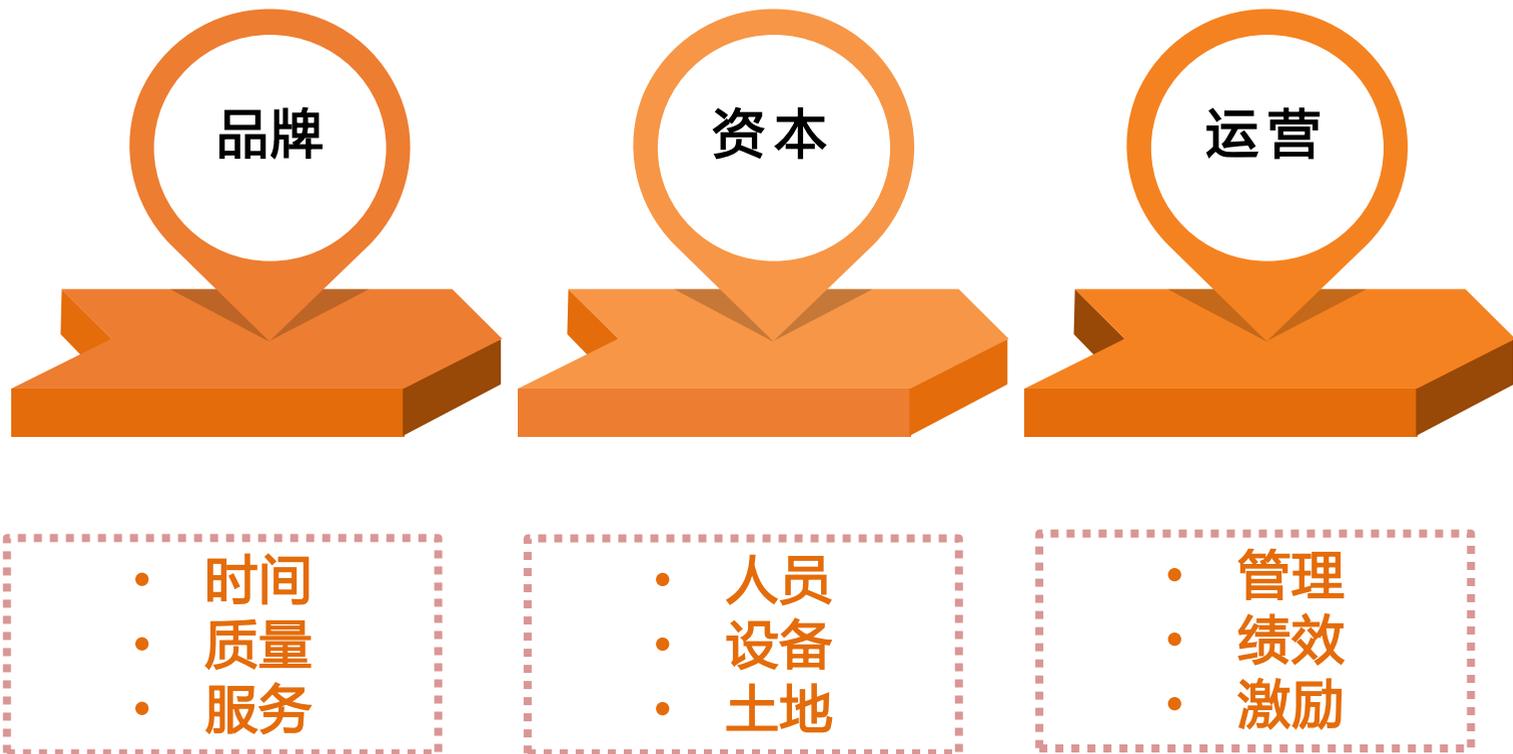
医院盈利归因分析——综合医院床位决定基本盘，消费医疗属性业务决定天花板



资料来源：天风证券研究所

医院盈利归因分析

➤ 三者有其一就可以良好运行



医院估值分析——医疗服务公司的估值思考

- **收入比利润重要：**收入迟早可以转为利润，因而医疗服务公司PS估值具有产业基础
- **用PS估值更合适：**医疗服务是少有的自带复利效应的资产，因而用普通的PE的方式估值并不适合，且医疗服务具有永续，创新药并没有，我们不太确定50年后大家是不是还喜欢喝茅台，但我们预计大家还是需要去医院。
- **最乐观的估值方式：**终局思维（要小心）

图：医疗服务企业PS估值水平

公司名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS				PS			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
爱尔眼科	57.51	3108.71	0.42	0.44	0.57	0.75	25.91	20.50	16.27	12.91
通策医疗	326.66	1047.40	1.54	2.30	3.07	4.03	42.47	35.75	27.61	21.46
美年健康	7.28	284.96	0.14	0.21	0.28	0.36	5.67	3.10	2.52	2.11
锦欣生殖	11.50	288.26	0.10	0.15	0.20	0.26	22.66	19.96	16.04	12.68
国际医学	13.02	296.33	0.02	0.02	0.15	0.29	15.42	8.05	5.23	4.15

资料来源：Wind，天风证券研究所，注：1.数据截至2021年7月28日收盘数据；2.港币已按最新汇率换算为人民币

目录

一、医疗服务行业总览	.....	15页
二、医疗服务细分领域	.....	35页
三、医疗服务投资方法论	.....	79页
四、医疗服务上市公司	.....	108页

结合公司基本面做中长线考量

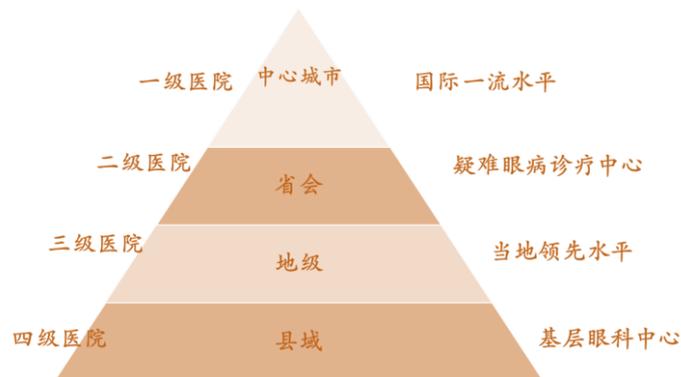


资料来源：公司公告，天风证券研究所

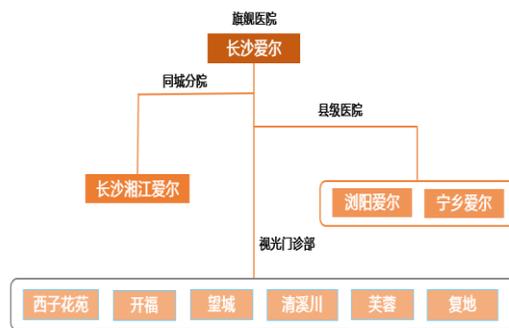
爱尔眼科：分级连锁、同城网络、内外协同共筑全球战略格局

- 爱尔眼科按地域分布打造分级连锁生态。随着国家基层首诊、分级转诊的逐步推进，医疗需求重心不断下沉，基层的市场机遇和空间将逐步扩大。爱尔眼科根据不同地区医疗需求，通过建立“中心城市-省会-地级市-县”分级连锁模式，一方面打造中心及省会城市的眼科医疗高地，另一方面深度下沉到服务需求基数更大的地县，提高覆盖面和渗透率。
- 公司在已有布局区域建立同城网络生态。一家眼科医院的诊断容量远不能覆盖日益壮大的眼科市场，爱尔的同城分级诊疗体系可进一步深挖已布局城市的诊疗需求，逐步形成以当地爱尔医院为主体，在同城建立分院，在各区设立门诊部，在社区乡镇设立爱眼e站的同城网络，构建多层次和多业态的诊疗毛细血管。
- 公司经多次国际并购打造全球共享生态。爱尔眼科从2016年开始先后收购香港亚洲医疗、美国MING WANG眼科中心、欧洲 Clinica Baviera.S.A、新加坡 ISEC 等领先的海外眼科机构，成为覆盖亚美欧三大洲的全球最大连锁眼科医疗集团。通过整合国内及世界的科研、人才、技术创新平台形成世界级的眼科生态圈，推动全球化临床学术科研工作，“共享全球眼科智慧”的力度和深度不断增强。

图：爱尔眼科分级连锁体系



图：长沙市同城网络构成



图：香港、东南亚及欧美地区布局

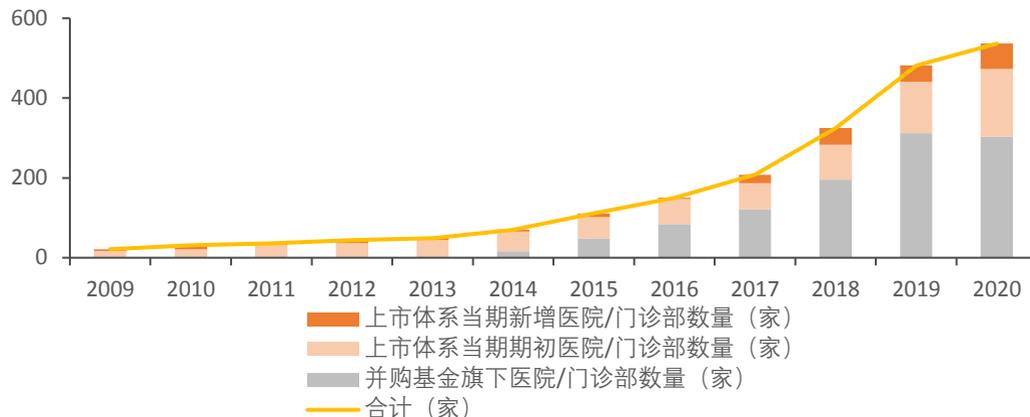
地区	收购标的	收购时间	收购价格	收购股权
香港	亚洲医疗集团有限公司	2015	1.82亿港元	100%
欧洲	Clínica Baviera, S.A	2017	1.52亿欧元	86.83%
美国	AW Healthcare Management	2017	1800万美元	75%
新加坡	ISEC Healthcare Ltd (40T)	2019	1.5亿新元	35%-78.22%

资料来源：公司公告，长沙爱尔眼科公司官网，天风证券研究所

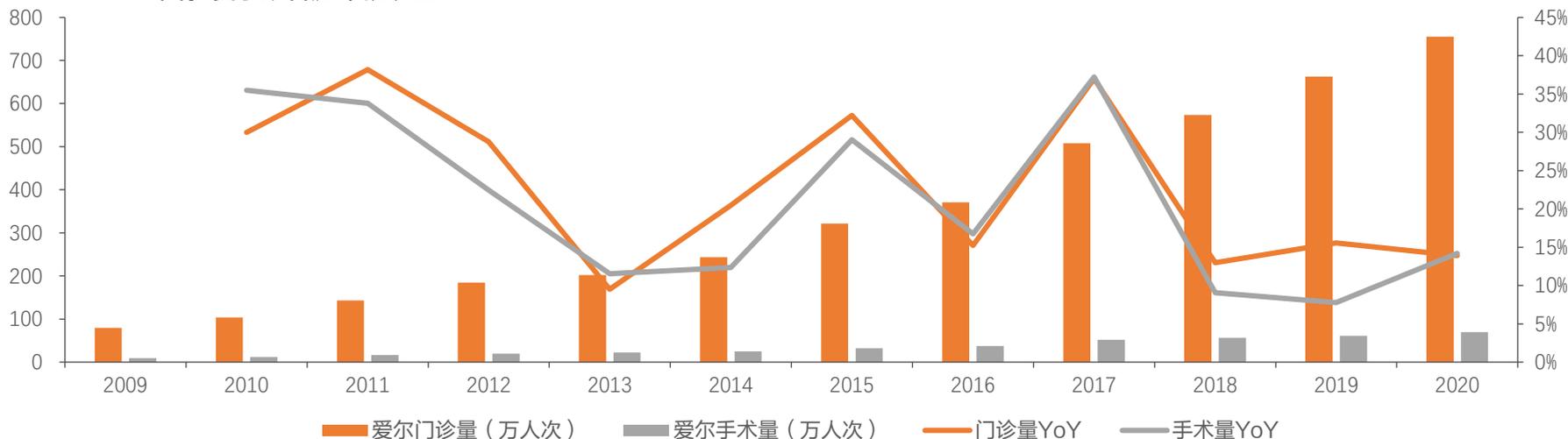
爱尔眼科：旗下医疗机构数目逐年增长、业务规模持续放量

- 爱尔眼科旗下医疗机构数目逐年增长。截止2020年底，爱尔眼科及产业并购基金在中国内地共有537家医疗机构，其中上市公司旗下234家，产业并购基金旗下303家。
- 爱尔眼科规模业务持续放量。门诊总量从2009年上市的79.74万人次增长为2020年的754.87万人次；爱尔眼科手术量从2009年的9.01万人次增长为2020年的69.47万人次。

图：国内爱尔眼科旗下医院数量稳步增长



图：爱尔眼科历年就诊量

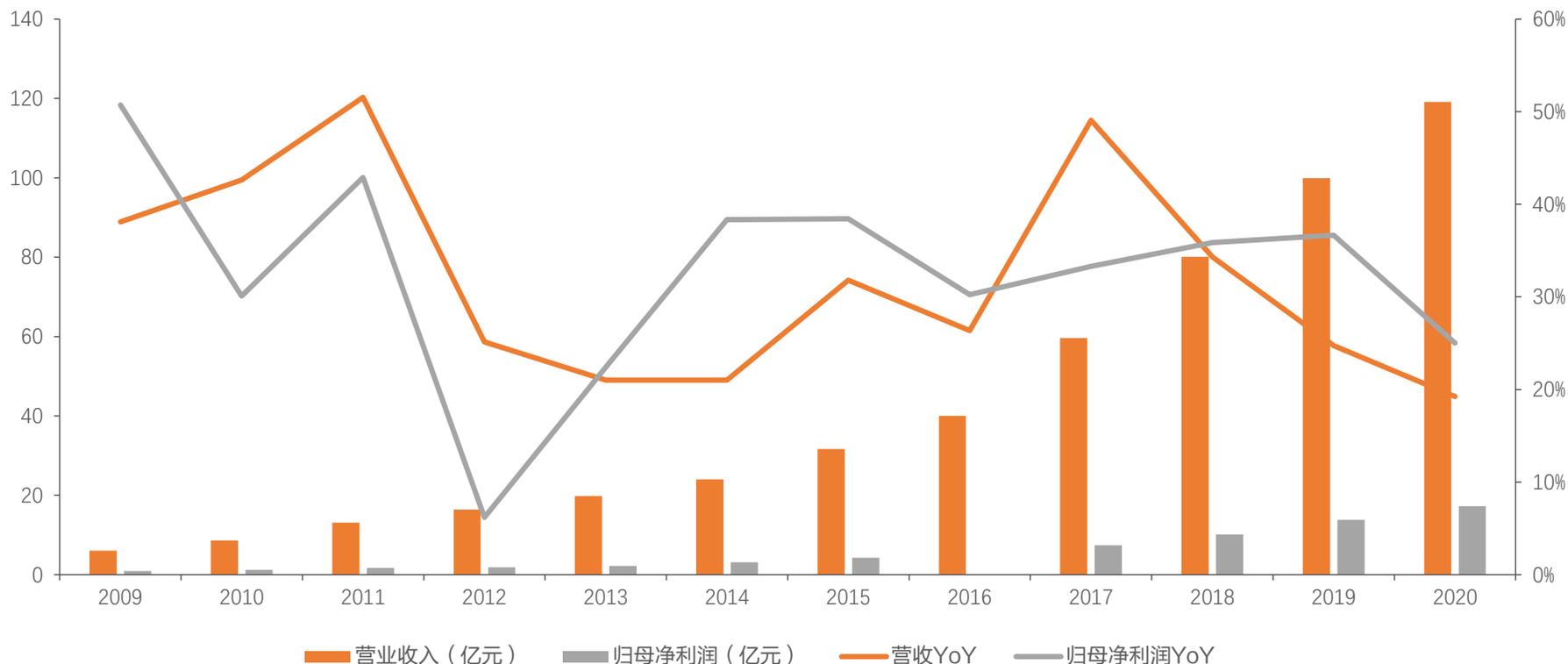


资料来源：公司公告，天风证券研究所

爱尔眼科：业务规模持续放量推动强劲的业绩增长

- 爱尔眼科业务规模持续放量推动强劲的业绩增长和盈利增加。自2009年到2020年底，爱尔眼科营收及归母净利润从6.06亿元及0.92亿元分别升至119.12亿元及17.24亿元，增长到上市初的18.66倍和17.74倍。

图：爱尔眼科历年业绩情况（亿元）



爱尔眼科：投资逻辑

现有规模

- **规模最大：**在全球共有 645 家医疗机构，其中中国内地 537 家，海外108家，业务遍及亚欧美三大洲
- **诊疗量最多：**2009年上市至2020年底，公司体系内门诊量和手术量分别上升8.47倍和6.71倍

业务驱动

- **三驾马车：**老牌医院（8家核心成熟医院）、新增医院（绝大部分为上市后大陆新增医院）以及海外医院（香港、欧洲、美国和新加坡的医疗机构）
- **六大业务：**提供屈光、视光、白内障、眼前段、眼后段及其他等六类诊疗项目

发展战略

- **在广度上：**通过分级连锁生态、同城网络生态及眼科互联网生态建立高质量眼科医疗服务体系
- **在高度上：**定增募资拟用于打造七家区域性眼科中心、提高区域整体眼科医疗能力
- **在深度上：**通过国内培育和全球化布局，已形成“五院八所两站两基地三中心”的科教研体系

资料来源：公司公告，天风证券研究所

爱尔眼科：盈利预测

合计 (单位: 百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
收入	9990.10	11912.41	15543.05	20182.45	26078.26
YoY	24.7%	19.2%	30.5%	29.9%	29.2%
毛利率	49.3%	51.0%	50.2%	50.2%	50.2%
屈光业务	3530.77	4348.81	5620.67	7326.44	9461.98
YoY	25.6%	23.2%	29.2%	30.3%	29.1%
毛利率	57.4%	58.1%	58.0%	57.9%	57.8%
视光业务	1929.89	2453.91	3250.44	4233.50	5504.38
YoY	30.7%	27.2%	32.5%	30.2%	30.0%
毛利率	55.9%	56.9%	55.0%	55.2%	55.4%
白内障业务	1760.49	1961.36	2417.35	2930.31	3511.90
YoY	14.0%	11.4%	23.2%	21.2%	19.8%
毛利率	40.1%	38.1%	38.3%	38.5%	38.7%
眼前段业务	1107.06	1200.41	1608.55	2139.37	2823.97
YoY	12.7%	8.4%	34.0%	33.0%	32.0%
毛利率	47.6%	45.1%	45.2%	45.3%	45.4%
眼后段业务	696.04	817.49	1119.96	1523.15	2056.25
YoY	28.3%	17.4%	37.0%	36.0%	35.0%
毛利率	31.0%	35.4%	37.0%	37.0%	37.0%
其他业务	965.86	1130.43	1526.08	2029.68	2719.78
YoY	48.6%	17.0%	35.0%	33.0%	34.0%
毛利率	38.5%	51.0%	45.0%	44.0%	43.0%
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	9,990.10	11,912.41	15,543.05	20,182.45	26,078.26
增长率(%)	24.74	19.24	30.48	29.85	29.21
EBITDA (百万元)	3,273.25	4,113.61	3,520.97	4,545.33	5,854.02
净利润 (百万元)	1,378.92	1,723.81	2,326.70	3,037.13	3,948.57
增长率(%)	36.67	25.01	34.97	30.53	30.01
EPS (元/股)	0.45	0.42	0.56	0.73	0.95
市盈率 (P/E)	122.71	131.48	98.95	75.80	58.30
市净率 (P/B)	45.27	30.29	18.90	15.13	12.01
市销率 (P/S)	29.88	25.06	14.81	11.41	8.83
EV/EBITDA	36.91	74.26	63.61	48.75	37.15

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所, 注: 统计截至时间 2021/6/17

公司风险提示

1. 扩张速度低于预期

公司通过内生及外延提升公司的规模水平，若新建或并购医院的落地节奏不及预期，有可能对公司业绩增长造成负面影响。

2、医疗事故风险

医疗服务行业中医疗纠纷不能完全避免，若因医疗质量或患者沟通不畅造成医疗纠纷，社会舆论可能对企业形象有损。

3、估值下行风险

公司目前估值靠近历史偏高位置，若市场风险偏好改变或对公司成长性预期有所调整，或可能影响公司估值水平的稳定性。

4、疫情反复风险

尽管疫情对国内影响趋缓，但尚未消除，仍存在零星反复的可能性。海外疫情仍在持续，也对公司海外诊疗业务的正常开展造成一定压力。

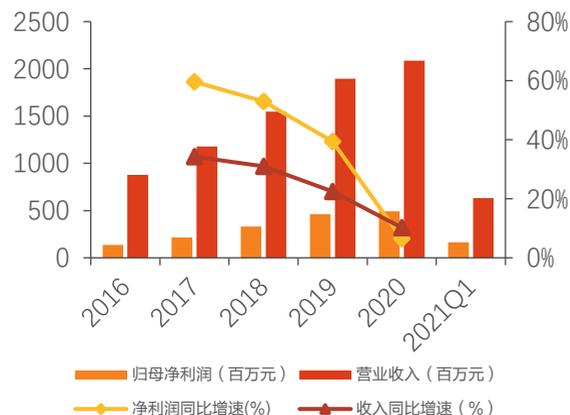
5、估值差异风险

可比公司中包含港股公司，考虑到 A/H 股估值差异，可比标的选择可能对估值水平造成波动。

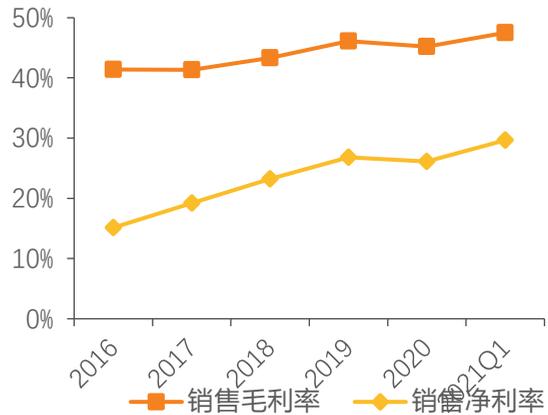
通策医疗：“区域总院+分院”布局，盈利能力持续提升

- 2020年受疫情影响，公司业务仍实现增长。2020公司实现营业收入20.88亿元，同比增长8.12%，实现归母净利润4.93亿元，同比增长5.59%。
- 2021年Q1公司营业收入达到6.31亿元，同比大幅增长；归母净利润1.64亿元，同比大幅扭亏；实现毛利率47.52%、净利率29.65%，比2019年同期提升。
- 公司建立统一的采购及物流平台，降低整体成本；总院发挥品牌效应，有效减少销售费用，确保公司毛利率及净利率水平稳定、提升。

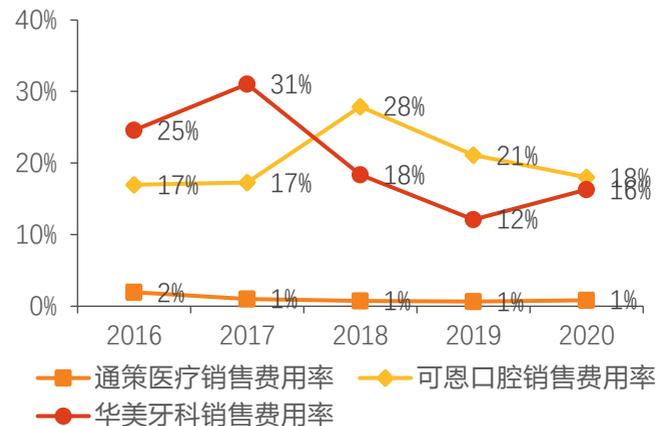
公司营业收入、归母净利润呈上升趋势



毛利率和净利率持续提升



通策医疗销售费用率远低于同类企业

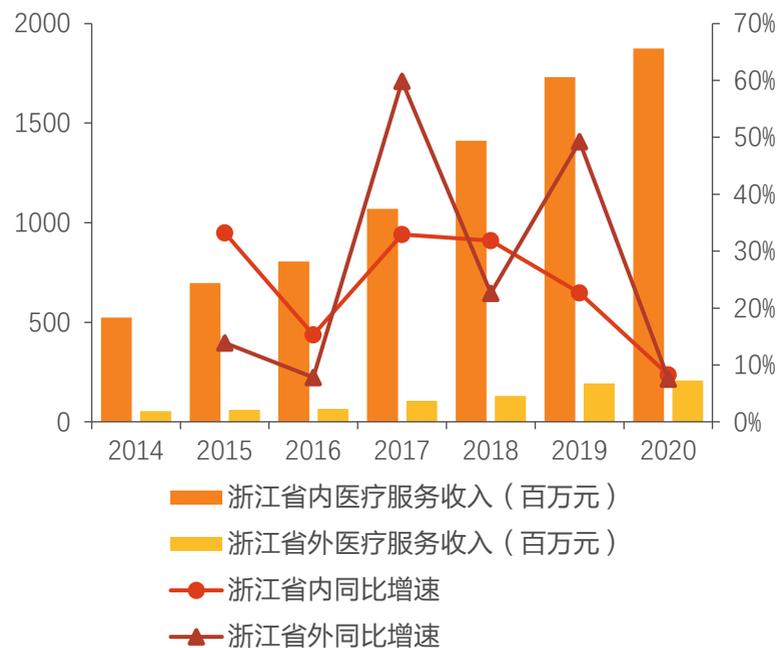


资料来源: Wind, 天风证券研究所

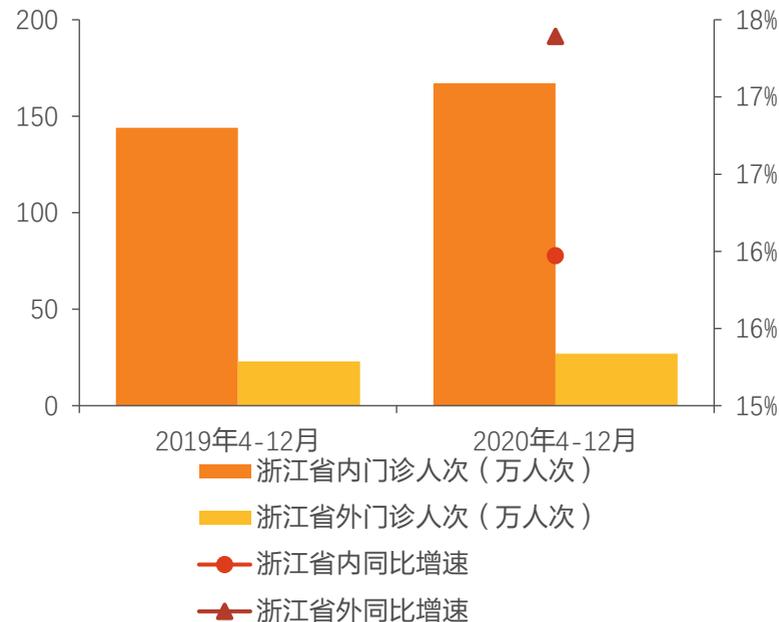
浙江省内业务为公司主要的收入来源

- 公司2014-2020年浙江省内医疗服务收入保持24%的复合增速。
- 2020年4-12月浙江省内门诊人次167万人次，占比达到86%，同比2019年同期增长16%。
- 2020年浙江省内医疗服务收入达到18.74亿元，疫情影响下，收入仍实现8%的增长。

公司主营业务收入主要来自浙江省内



门诊就诊患者主要来源于浙江省内



资料来源：公司公告, Wind, 天风证券研究所

浙江是国内人均收入最高省份，杭州消费水平位列第三

➤ 杭州人均可支配收入是重庆的1.74倍

2019一线城市GDP、人口、人均可支配收入对比	GDP (亿元)	人口 (万人)	人均可支配收入 (万元)
北京	35371	2154	7.38
上海	38155	2428	7.36
杭州	15373	1036	6.61
广州	23629	1531	6.51
南京	14030	850	6.44
深圳	26927	1344	6.25
天津	14104	1562	4.61
成都	17013	1658	4.59
重庆	23606	3124	3.79

省份对比	人口 (万人)	人均可支配收入 (万元)
上海	2428	6.94
北京	2154	6.78
浙江	5850	4.99
天津	1562	4.24
江苏	8070	4.14
广东	11521	3.90
福建	3973	3.56
辽宁	4352	3.18
山东	10070	3.16
内蒙古	2540	3.06
重庆	3124	2.89
湖北	5927	2.83
湖南	6918	2.77
海南	945	2.67
安徽	6366	2.64
江西	4666	2.63
河北	7592	2.57
四川	8375	2.47
陕西	3876	2.47
吉林	2691	2.46
宁夏	695	2.44
黑龙江	3751	2.43
河南	9640	2.39
山西	3729	2.38
广西	4960	2.33
新疆	2523	2.31
青海	608	2.26
云南	4858	2.21
贵州	3623	2.04
西藏	351	1.95
甘肃	2647	1.91
全国	140005	3

通策医疗：盈利预测

单位：百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1894.22	2087.86	3035.72	4069.12	5342.07
yoy	23%	10%	45%	34%	31%
杭口体系（平海院区等）					
合计收入	877.26	943.34	1198.89	1509.31	1892.73
yoy	14%	8%	27%	26%	25%
城西体系（城西等）					
合计收入	443.60	531.22	723.03	932.39	1147.19
yoy	37%	20%	36%	29%	23%
宁口体系合计					
合计收入	202.23	205.63	406.83	557.98	733.15
yoy	17%	2%	98%	37%	31%
省内其他总计					
合计收入	182.23	193.81	301.92	462.75	714.90
yoy	28%	6%	56%	53%	54%
省外体系合计					
合计收入	182.83	208.62	325.45	447.49	615.30
yoy	41%	14%	56%	38%	38%
三叶口腔总计					
合计收入			79.60	159.20	238.80
yoy				200%	150%
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,894.22	2,087.86	3,035.73	4,021.48	5,326.69
增长率(%)	22.52	10.22	45.40	32.47	32.46
EBITDA(百万元)	738.35	792.38	1,191.20	1,658.96	2,263.69
净利润(百万元)	463.07	492.63	803.08	1,114.95	1,507.77
增长率(%)	39.44	6.38	63.02	38.84	35.23
EPS(元/股)	1.44	1.54	2.50	3.48	4.70
市盈率(P/E)	256.61	241.22	147.97	106.58	78.81
市净率(P/B)	66.55	55.27	40.34	29.26	21.34
市销率(P/S)	62.73	56.91	39.14	29.55	22.31
EV/EBITDA	43.47	110.38	98.33	70.15	51.12

资料来源：公司公告，天风证券研究所，注：统计截至时间 2021/6/7

公司风险提示

1. 新院扩张速度不及预期

公司从 2019 年开始，通过“蒲公英计划”拟在浙江省内新开 100 家口腔医疗服务机构，若公司新增医院扩张速度不及预期，或对收入增速产生一定影响。

2. 医药政策变化的风险

公司所处的行业为民营医疗服务机构，若医药行业政策发生变化，或对公司的业务开展产生一定影响。

3. 核心医疗人才流失的风险

公司目前拥有一批高质量的医生团队，若未来有核心的业务骨干流失，或对收入产生一定风险。

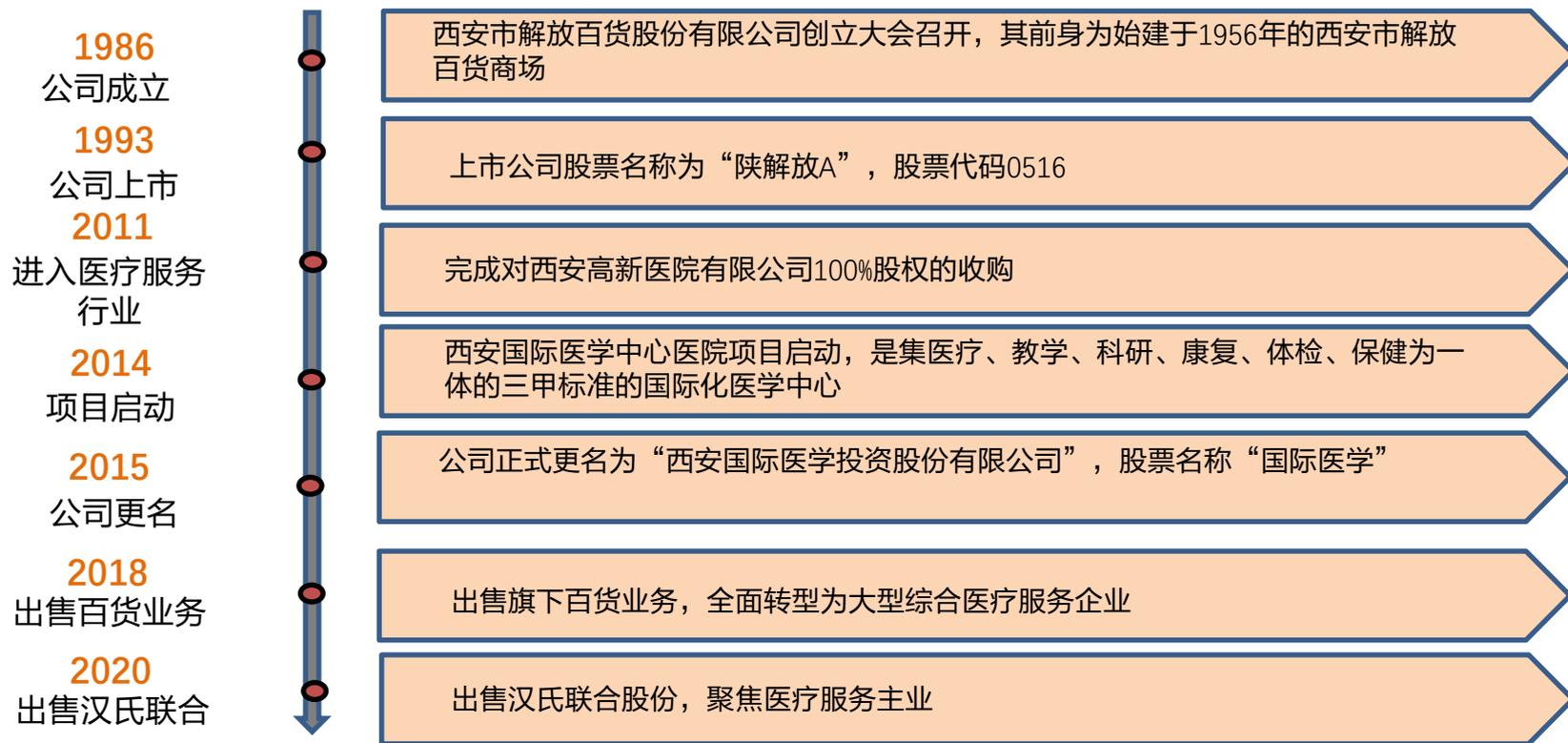
4. 估值不准确风险

可比公司涉及港股公司，考虑到 A/H 股估值差异，跨市选择可比标的可能存在估值不准确。

国际医学：从事医疗服务超20年，聚焦医疗服务主业

- 上市二十余年转型两次，聚焦医疗服务主业。公司前身为开元百货公司，成立至今公司业务完成了由“零售”、“零售+医疗”再到“医疗服务”的转型过程。

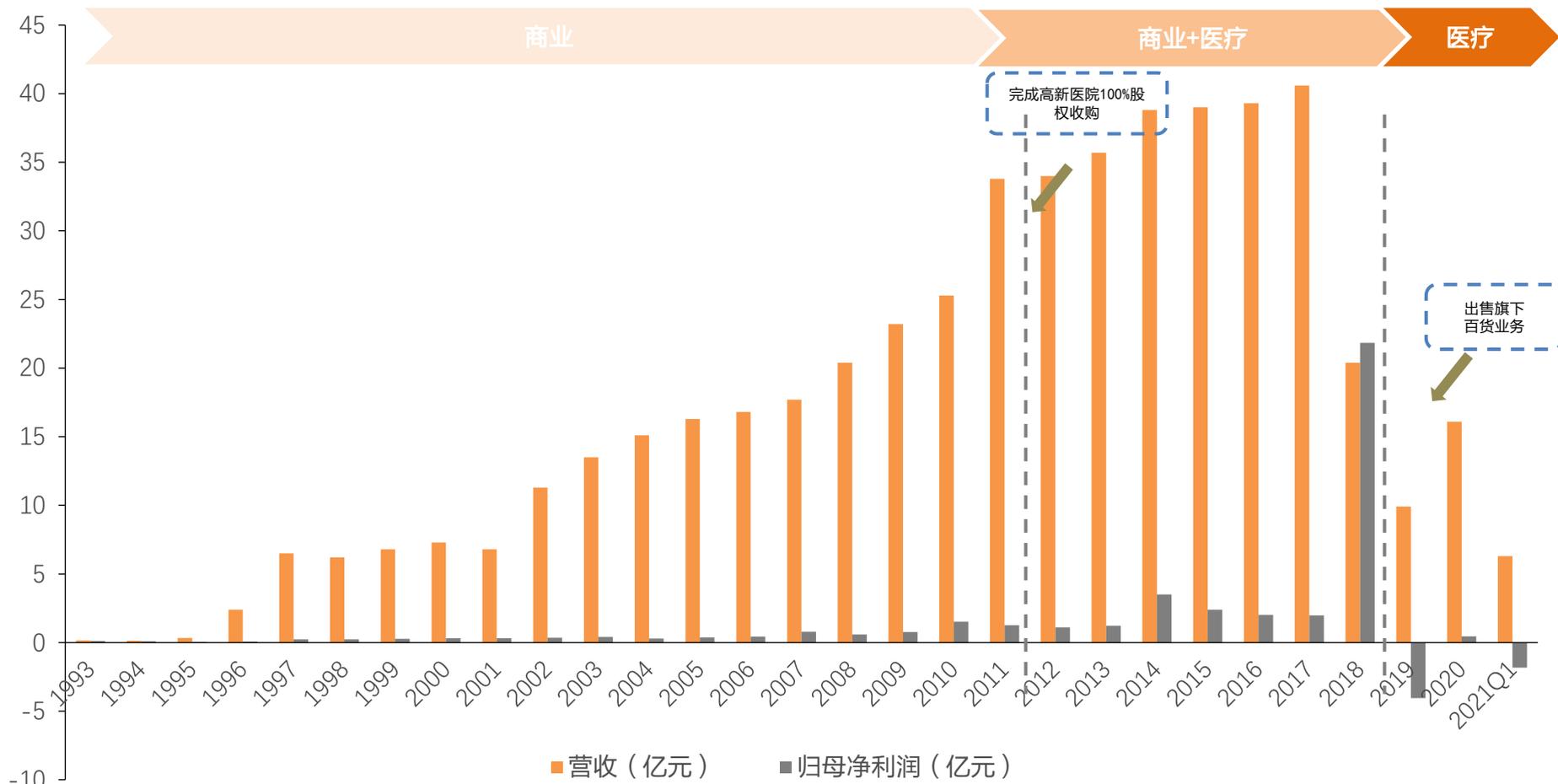
图：国际医学发展历程



资料来源：公司公告，天风证券研究所

国际医学：业务结构调整，聚焦医疗服务主业

图：国际医学历年业绩情况（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

国际医学：多家院区逐步投入运营，床位数翻倍增长

- 陕西大型综合医院集团，打造全国最大单体医院。**西安高新医院于2002年正式开诊，2009年获批成为中国第一家社会办医三级甲等医院。西安国际医学中心医院于2019年9月开诊，作为国内最大单体医院（最大规划床位5037张）。2020年公司实现收入16.07亿元，其中高新医院收入7.99亿元，中心医院收入7.21亿元。商洛医院新院区1800张床位已投入运营，3600张床位的康复医院正稳步建设中。
- 多院区开诊在即，2022年床位数有望过万张。**随着国际医学中心医院（目前开放1500张）床位逐步开放，高新医院二期（新增1000床）和商洛医院新院区（床位1800张）投入运营，辅助生殖中心和康复中心（床位3600张，预计2022完成建设）开业，3-5年内公司总床位有望突破12000张，医疗服务体量大幅提高。

表：国际医学院区建设与床位规划

医疗机构	运营主体	最大床位数（张）	状态
西安国际医学高新医院	西安国际医学高新医院	808	已投用
	西安国际医学高新医院（扩建项目）	1000	已投用
西安国际医学商洛医院	西安国际医学商洛医院（老院区）	500	已停用
	西安国际医学商洛医院（新院区）	1800	已投用
西安国际医学中心医院	西安国际医学中心医院	5037	已投用
西安国际医学康复医院	妇女儿童医院	1200	建设中
	骨科医院	1200	
	康复、中医、老年病医院	1200	

图：国际医学城规划图

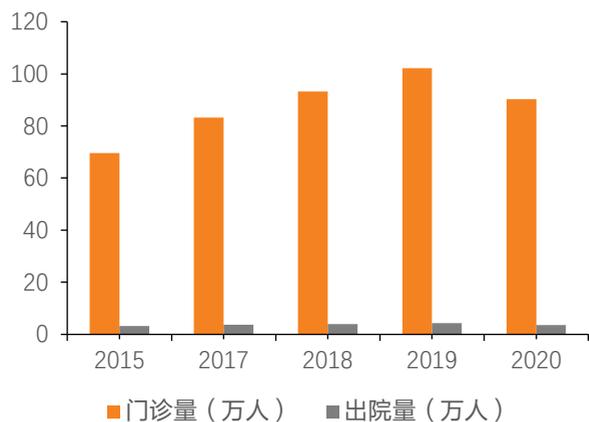


资料来源：高新医院官网，中心医院官网，商洛医院官网，康复医院官网，生殖中心官网，天风证券研究所

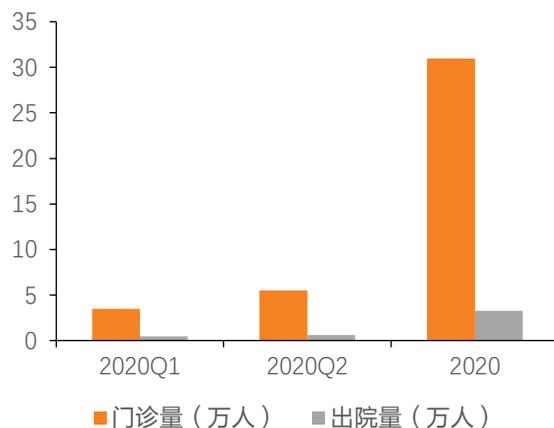
国际医学：经营业绩稳步提升，打造中西部民营医疗高地



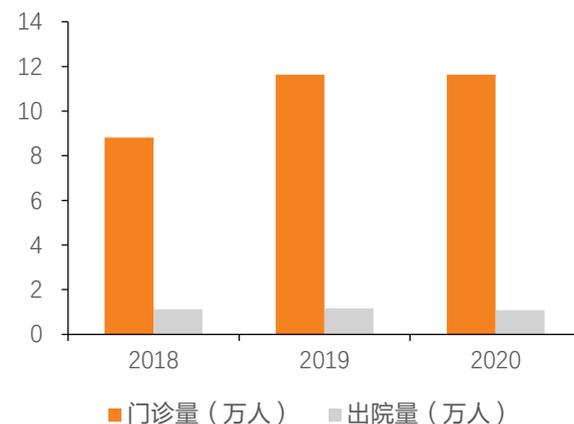
国际医学高新医院就诊量



国际医学中心医院就诊量



国际医学商洛医院就诊量



资料来源: Wind, 公司官网, 天风证券研究所

国际医学：投资逻辑

成长性

体量大，无复制迫切性

- 外应天时
 - 政策机遇+区位优势
- 内修人和
 - 医疗服务质量为表
 - 管理组织体系为里
 - 经营稳步提升为果

重资产

时间越长，资产越轻

- 融资措施畅通：股权融资+债权融资
- 经营性现金流转正：2020年Q3已转正
- 资产结构持续优化：定增获批；重资产和时间负相关

业务弹性

内生外延，大有可为

- 业务弹性大：IVF、质子治疗、整形美容、增值服务等
- 合作模式多元：临床试验基地、互联网医院、医联体、康养项目

国际医学：盈利预测

单位：（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
高新医院	826	799	1279	1463	1543
中心医院	56	721	2239	3697	4439
康复医院				250	805
商洛医院	123	104	162	255	362
合计					
营业收入	991	1624	3680	5665	7148
财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	990.95	1,606.99	3,679.74	5,664.65	7,148.33
增长率(%)	(51.41)	62.17	128.98	53.94	26.19
EBITDA(百万元)	30.02	515.63	522.36	704.20	875.17
净利润(百万元)	(403.93)	45.36	123.97	295.53	441.59
增长率(%)	(118.49)	(111.23)	173.29	138.40	49.42
EPS(元/股)	(0.18)	0.02	0.05	0.13	0.19
市盈率(P/E)	(105.76)	941.77	344.60	144.55	96.74
市净率(P/B)	8.62	8.54	6.72	6.42	6.02
市销率(P/S)	43.11	26.58	11.61	7.54	5.98
EV/EBITDA	363.46	52.91	86.41	63.12	50.32

资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司风险提示

1. 就诊爬坡速度低于预期

严格的疫情防控措施可能对医院床位爬升存在一定的负面影响。

2. 医院运营前期资本开支较大

公司体内医院处在建设运营初期，前期营业成本及费用较大，将对公司的盈利水平带来压力。

3. 医保支付政策变动

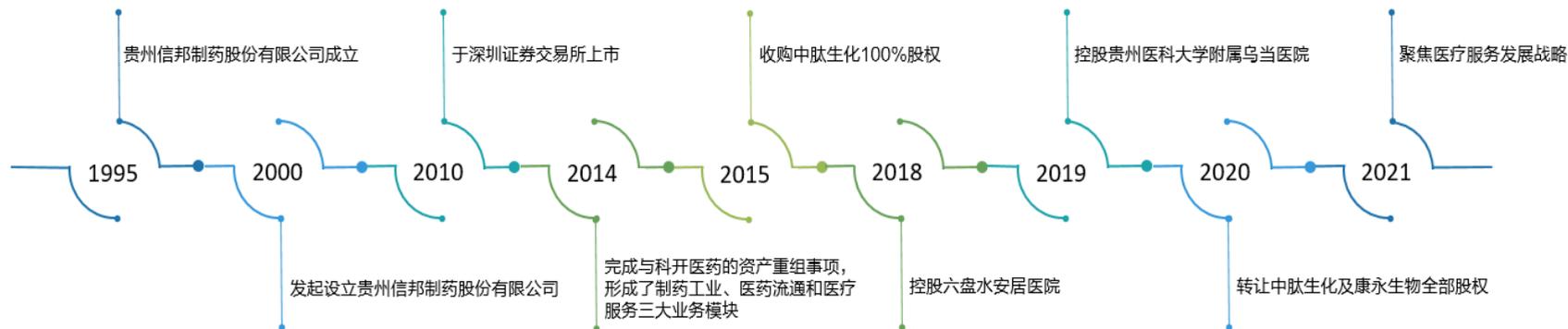
国际医学旗下医院三、四级手术占比较高，存在医保支付总额控制超标风险。西安市医保局表示将积极推进按疾病诊断相关分组（DRG）付费工作，医保支付政策改革或对医院医保收入带来波动。

4. 辅助生殖、质子治疗及康复医院等业务进展不及预期

公司辅助生殖 IVF 运营资质仍待批复，质子放射治疗中心及康复医院等尚在规划建设过程中，需密切观察评估各业务实际开展进度对公司业绩的影响。

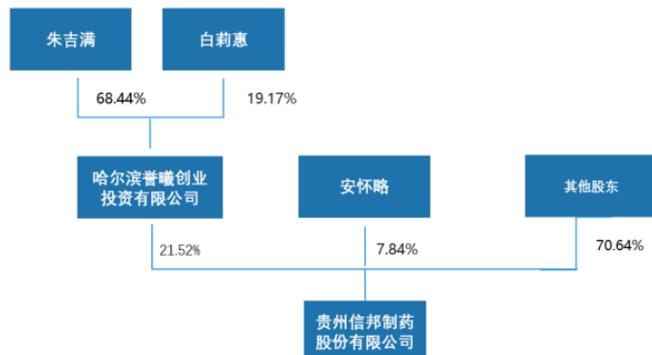
信邦制药：民营肿瘤医院优势品牌，经营效率提升可期

- 2014年完成与科开医药的资产重组，形成了医药工业、医药流通和医疗服务三大业务模块
- 2015年收购中肽生化100%股权，2020年转让中肽生化全部股权，退出多肽及诊断试剂研发领域
- 2018年控股六盘水安居医院，2019年控股贵州医科大学附属乌当医院，未来将聚焦医疗服务的发展战略

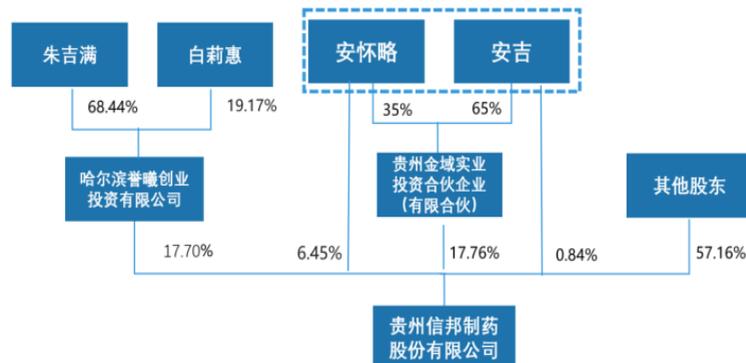


- 公司所有权和经营权实现统一，奠定长远发展基础，有助于提升公司经营效率

公司股权结构（非公开发行股票前）



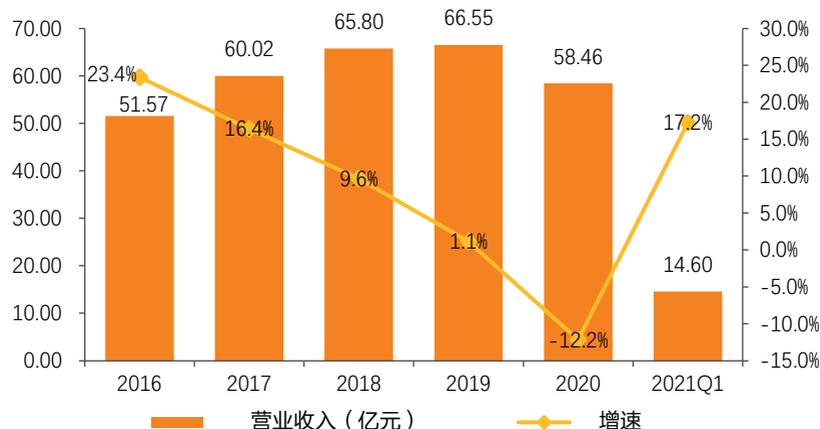
公司股权结构（非公开发行股票后）



资料来源：信邦制药公司公告，天风证券研究所

信邦制药：医疗服务板块持续增长，医药流通板块优势明显

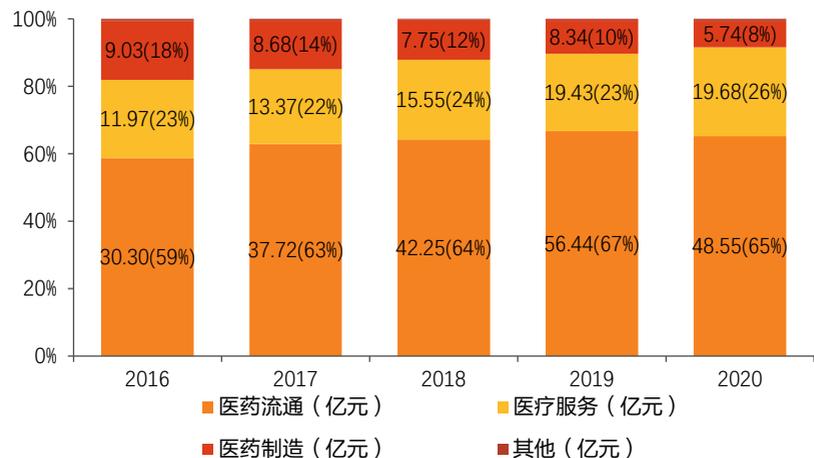
2016-2021Q1营业收入（亿元）及其增速



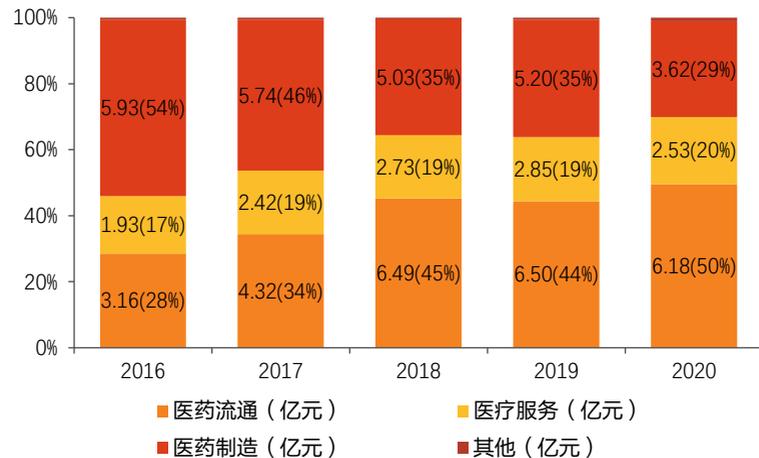
2016-2021Q1归母净利润（亿元）及其增速



2016-2020公司主要业务板块营业收入及占比



2016-2020公司主要业务板块毛利及占比



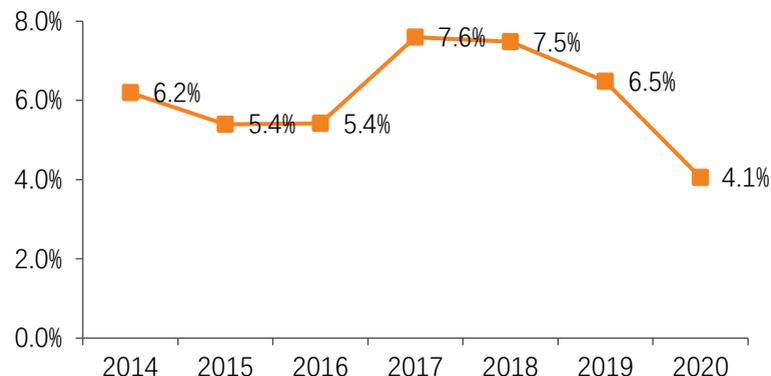
资料来源：Wind，信邦制药公司公告，天风证券研究所

信邦制药：民营肿瘤医院优势品牌，贵州省首家和唯一三甲肿瘤医院

2014-2020年贵州省肿瘤医院有限公司营业收入和净利润及其增速

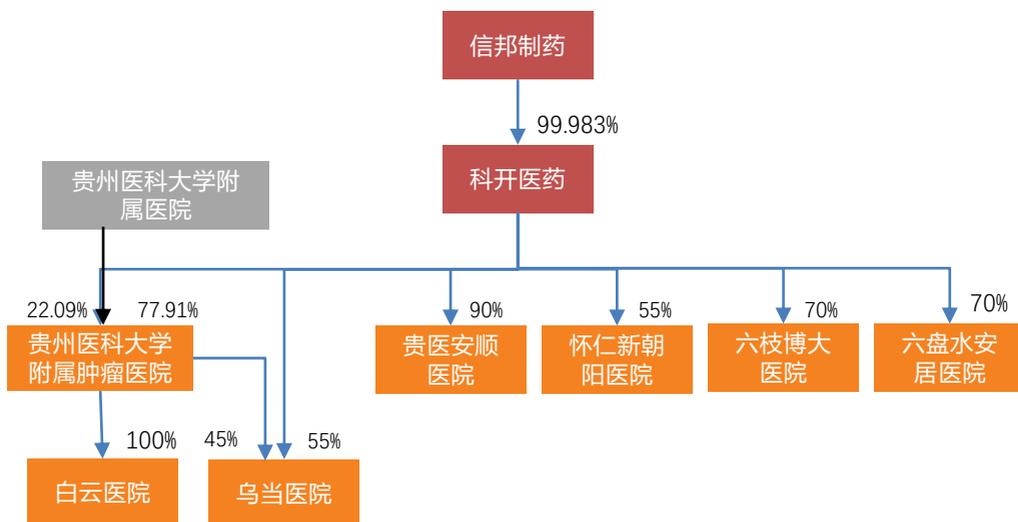


2014-2020年贵州省肿瘤医院有限公司净利率



2020年肿瘤医院50强——《医院蓝皮书：中国医院竞争力报告（2020~2021）》

名次	医院	得分	省(区、市)	城市	级别	是否公立
1	中国医学科学院肿瘤医院	896.35	北京	北京	三甲	-/四级甲等/-
2	中山大学肿瘤防治中心	753.35	广东	广州	三甲	是
3	复旦大学附属肿瘤医院	751.06	上海	上海	三甲	五级/四级甲等/-
4	天津市肿瘤医院	668.57	天津	天津	三甲	是
5	北京大学肿瘤医院	667.33	北京	北京	三甲	五级/四级甲等/-
6	山东省肿瘤医院	619.41	山东	济南	三甲	是
7	浙江省肿瘤医院	610.90	浙江	杭州	三甲	-/四级甲等/-
8	河南省肿瘤医院	583.35	河南	郑州	三甲	是
9	江苏省肿瘤医院	579.24	江苏	南京	三甲	-/四级甲等/-
10	哈尔滨医科大学附属肿瘤医院	569.73	黑龙江	哈尔滨	三甲	是
11	湖南省肿瘤医院	543.81	湖南	长沙	三甲	是
12	河北省肿瘤医院	521.44	河北	石家庄	三甲	是
13	云南省肿瘤医院	497.75	云南	昆明	三甲	是
14	四川省肿瘤医院	489.07	四川	成都	三甲	是
15	辽宁省肿瘤医院	477.19	辽宁	沈阳	三甲	五级/-
16	山西省肿瘤医院	476.87	山西	太原	三甲	是
17	吉林省肿瘤医院	468.04	吉林	长春	三甲	是
18	福建省肿瘤医院	460.22	福建	福州	三甲	是
19	重庆大学附属肿瘤医院	455.63	重庆	重庆	三甲	-/四级甲等/-
20	湖北省肿瘤医院	454.28	湖北	武汉	三甲	是
21	广西医科大学附属肿瘤医院	453.05	广西	南宁	三甲	是
22	江西省肿瘤医院	448.59	江西	南昌	三甲	是
23	新疆医科大学附属肿瘤医院	433.99	新疆	乌鲁木齐	三甲	六级/-
24	陕西省肿瘤医院	415.87	陕西	西安	三甲	是
25	安徽省肿瘤医院	412.16	安徽	合肥	三甲	是
26	广州医科大学附属肿瘤医院	404.00	广东	广州	三甲	是
27	甘肃省肿瘤医院	393.02	甘肃	兰州	三甲	是
28	内蒙古自治区肿瘤医院	386.41	内蒙古	呼和浩特	三甲	-/四级甲等/-
29	青海省肿瘤医院	383.33	青海	西宁	三甲	是
30	贵州省肿瘤医院	380.00	贵州	贵阳	三甲	否
31	南通大学附属肿瘤医院	375.76	江苏	南通	三甲	是
32	杭州市肿瘤医院	369.11	浙江	杭州	三级	-/四级甲等/-
33	海南省肿瘤医院	345.50	海南	海口	三级	否



资料来源：信邦制药公司公告，贵州医科大学附属肿瘤医院官方微博，天风证券研究所

信邦制药：盈利预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	6655.06	5845.62	6967.08	8226.06	9640.20
增速	1.1%	-12.2%	19.2%	18.1%	17.2%
医疗服务收入 (百万元)	1943.15	1967.91	2241.68	2543.14	2896.38
增速	24.9%	1.3%	13.9%	13.4%	13.9%
医药流通收入 (百万元)	5643.85	4855.47	6020.78	7345.36	8814.43
增速	33.6%	-14.0%	24.0%	22.0%	20.0%
医药制造收入 (百万元)	834.34	573.88	631.27	688.08	750.01
增速	7.6%	-31.2%	10.0%	9.0%	9.0%
其他项及合并抵消	-1766.28	-1551.65	-1926.65	-2350.51	-2820.62
归母净利润 (百万元)	236.30	173.52	278.48	339.62	427.22
增速	118.2%	-26.6%	60.5%	22.0%	25.8%
扣非归母净利润	231.12	199.00	278.48	339.62	427.22
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	6,655.06	5,845.62	6,967.08	8,226.06	9,640.20
增长率(%)	1.14	(12.16)	19.18	18.07	17.19
EBITDA (百万元)	785.48	667.82	654.91	798.74	929.03
净利润 (百万元)	236.30	173.52	278.48	339.62	427.22
增长率(%)	(118.22)	(26.57)	60.49	21.96	25.79
EPS (元/股)	0.14	0.10	0.17	0.20	0.26
市盈率 (P/E)	75.92	103.38	64.42	52.82	41.99
市净率 (P/B)	3.71	3.65	3.17	2.99	2.79
市销率 (P/S)	2.70	3.07	2.57	2.18	1.86
EV/EBITDA	14.11	23.32	29.34	23.86	21.01

资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司风险提示

1. 政策和行业变化的风险

行业平均利润率下降。受公立医院改革、医保控费、“两票制”、带量采购等政策的影响，存在行业平均利润率下降的风险。

2. 医疗服务业绩不及预期的风险

医院收入和利润情况受多方面因素影响，随着原材料价格的变化、人力资源成本的上升、固定资产投入加大导致折旧费用的增加等导致公司成本呈上涨趋势，存在业绩不及预期的风险。

3. 医疗事故风险

临床医疗过程中，受医疗条件限制、医师操作失误、患者个体差异等诸多因素影响，存在医疗差错和医疗事故的风险。

4. 医药流通和医药制造业绩不及预期风险

医药行业受政策等因素影响比较大，因此存在医药流通和医药制造业绩不及预期的影响。

锦欣生殖：战略布局稳健，市场版图持续扩张

- 锦欣生殖扎根四川走向全球。锦欣生殖的发展历经三个阶段：
- **1.奠基四川**：2003年成都锦江生殖中心成立，专注于辅助生殖服务，2010年成都西囡医院成立。2016年成都西囡医院成功改制并引入投资者。
- **2.布局中美**：锦欣生殖2017年收购深圳中山医院，完成异地扩张的第一步。在全球化方面，公司选择美国加利福尼亚州进行，2018年实现HRC Management 全资控股。
- **3.上市启航**：2019年6月公司成功上市。在2020年3月，收购老挝磨丁瑞亚国际医学中心的辅助生殖服务经营许可。2020年6月，公司进入武汉市场，收购武汉黄浦医院，2021年2月武汉锦欣医院正式全面开诊。

图：锦欣生殖发展历程



资料来源：锦欣生殖官网，锦欣生殖招股书，锦欣生殖公众号，武汉锦欣中西医结合妇产医院公众号，天风证券研究所

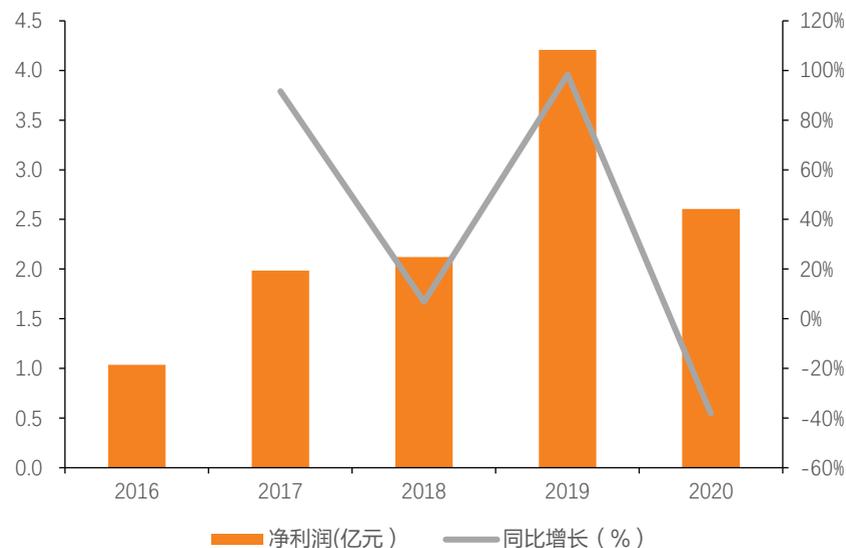
锦欣生殖：内生外延推动公司业绩高速增长

➤ 在“内涵+外延”战略下，公司经营规模稳步提升。随着成都、深圳医院就诊量提升以及2019年HRC并表，公司营收从2016年的3.46亿元（人民币，下同）增长到2019年的16.48亿元，复合增速68.20%，净利润从2016年的1.04亿元增长到2019年的4.21亿元，复合增速59.51%。受新冠疫情影响，2020年公司收入14.26亿元，同比下降13.49%，净利润2.60亿元，同比下降38.08%。随着疫情逐渐减轻，2020年下半年中国和美国业务快速恢复，下半年收入相较2020H1增长33.1%

图：锦欣生殖净利润稳步提升



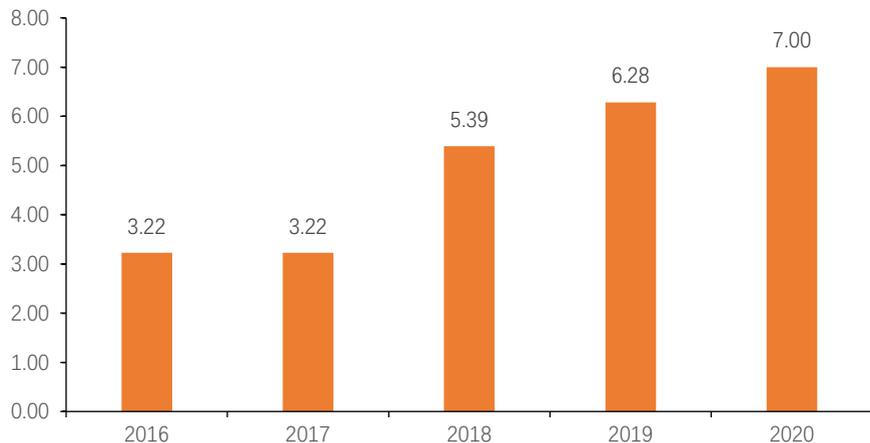
图：锦欣生殖营收快速增长



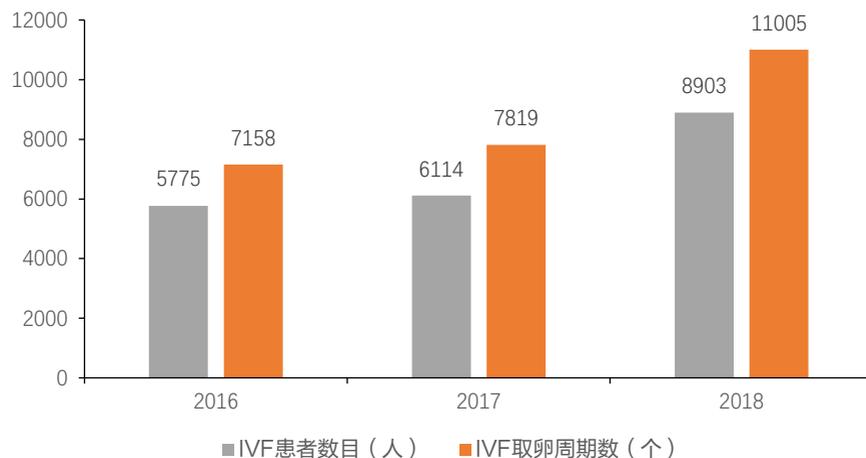
资料来源：公司公告，天风证券研究所

锦欣生殖：从四川到全国再拓展全球，领域优势不断扩大

图：成都西囡医院辅助生殖服务收入（亿元）



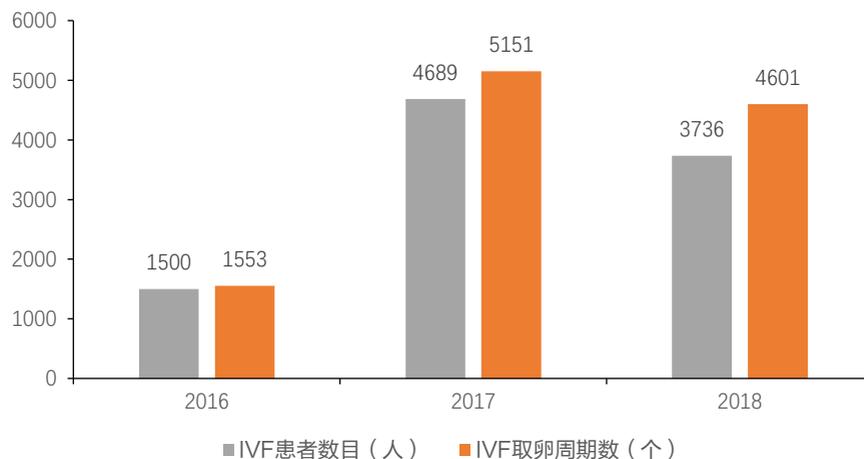
图：成都西囡医院辅助生殖患者数目及周期数



图：锦江生殖中心及锦欣生育中心管理服务收入情况（亿元）



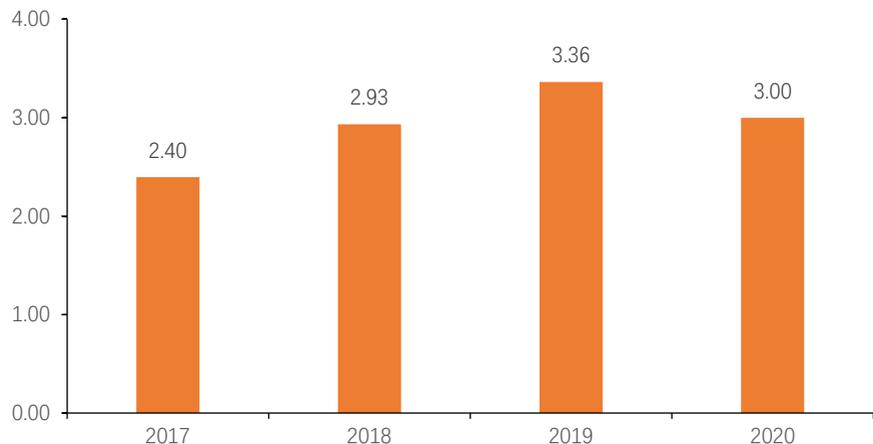
图：锦江生殖中心及锦欣生育中心辅助生殖患者数目及周期数



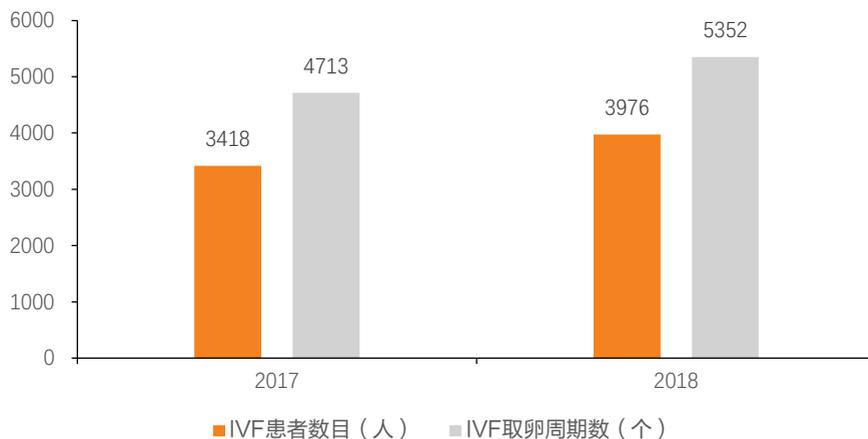
资料来源：锦欣生殖招股书、年报，天风证券研究所

锦欣生殖：从四川到全国再拓展全球，领域优势不断扩大

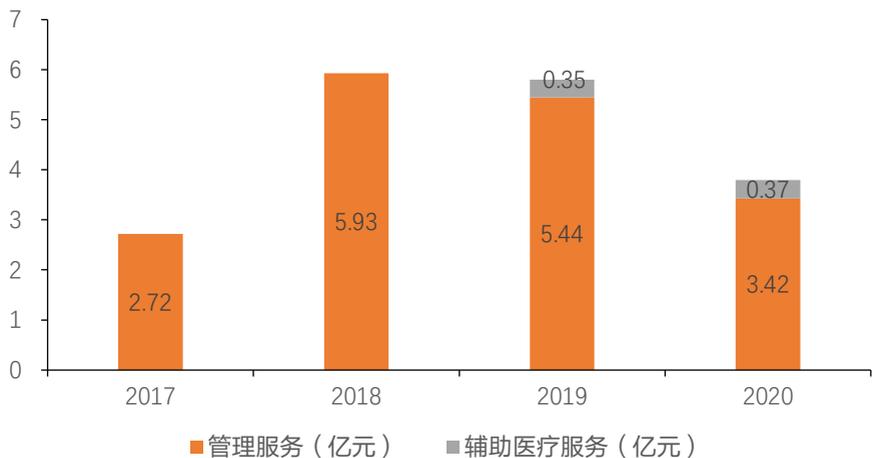
图：深圳中山医院收入（亿元）



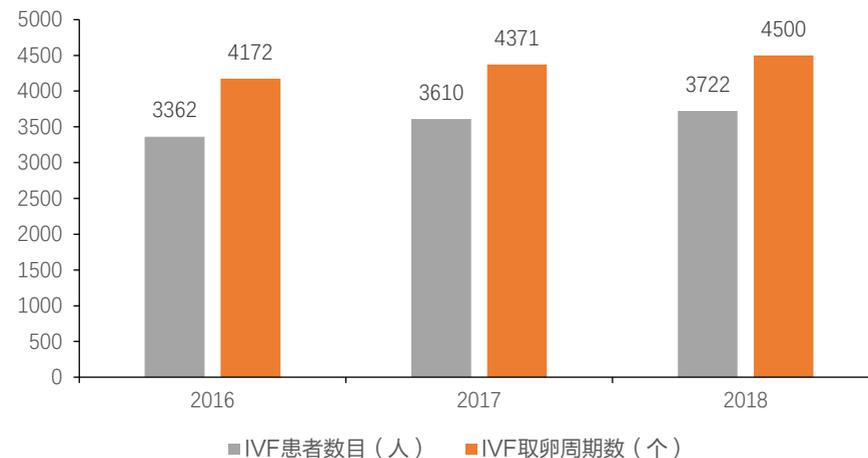
图：深圳中山医院辅助生殖患者数目及周期数



图：HRC Fertility提供的管理服务及辅助医疗服务收入



图：HRC Medical辅助生殖患者数目及周期数



资料来源：公司公告，天风证券研究所

锦欣生殖：投资逻辑

中美业内领先

- **中国市场：**ARS市场中排名第三非公立辅助生殖服务供应商中排名第一
- **美国市场：**收入、周期数均位于加利福尼亚州首位
- **治疗成功率：**均高于中美平均水平

内生外延拓张

- **内生方面：**提质扩容促进量价齐升，依托双向转诊、专科联盟、互联网医院、医生加盟等途径巩固市场领先优势
- **外延方面：**公司通过收购持续稳健拓展战略布局，自2017年起收购深圳中山医院、美国HRC Fertility、老挝磨丁瑞亚国际医学中心、武汉黄浦医院，2021年6月进军云南市场。

医研协同发展

- **品牌影响力：**整合云南及武汉医院，品牌影响力及业内整合实力日益提升
- **科研驱动临床：**锦欣医疗科技创新中心成立，多个项目获深圳市科技进步一等奖、全国妇幼健康科学技术二等奖等奖项。

锦欣生殖：盈利预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
合计	1648.50	1426.09	1725.79	2143.38	2639.16
yoy	79%	-13%	21%	24%	23%
辅助生殖服务收入	931.88	978.85	1196.81	1478.72	1801.48
yoy	16%	5%	22%	24%	22%
成都西囡医院	628.40	699.72	817.55	937.55	1070.29
yoy	17%	11%	17%	15%	14%
深圳中山泌尿外科医院	303.48	267.97	328.35	398.21	480.84
yoy	16%	-12%	23%	21%	21%
武汉锦欣		11.16	50.90	105.88	165.17
yoy			356%	108%	56%
老挝医学中心				37.08	85.17
yoy					130%
管理服务收入	648.49	375.09	437.10	561.44	722.04
yoy	623%	-42%	17%	28%	29%
锦江生殖中心	104.10	32.69	38.27	42.97	48.02
yoy	16%	-69%	17%	12%	12%
HRC medical	544.39	342.40	398.83	518.47	674.02
yoy		-37%	16%	30%	30%
辅助医疗服务收入	68.13	72.15	91.88	103.22	115.65
yoy	623%	6%	27%	12%	12%
深圳中山泌尿外科医院	32.64	31.94	37.69	41.46	45.61
yoy	5%	-2%	18%	10%	10%
HRC medical	35.49	37.31	43.16	49.64	56.59
yoy		5%	16%	15%	14%
武汉锦欣医院		2.90	11.02	12.13	13.46
yoy			280%	10%	11%

公司风险提示

1. 并购进度不及预期

“内生+外延”是公司既定的发展战略，辅助生殖行业牌照的稀缺性决定了并购是公司拓展网络的重要途径。若并购标的的落地节奏、标的质地及爬坡情况不及预期，可能对公司业务持续稳步增长造成一定影响。

2. 新冠疫情影响海外业务

海外疫情仍然存在反复的可能性，对于美国及东南亚的国际业务顺利开展以及对海外标的的甄选商谈进度产生负面影响。

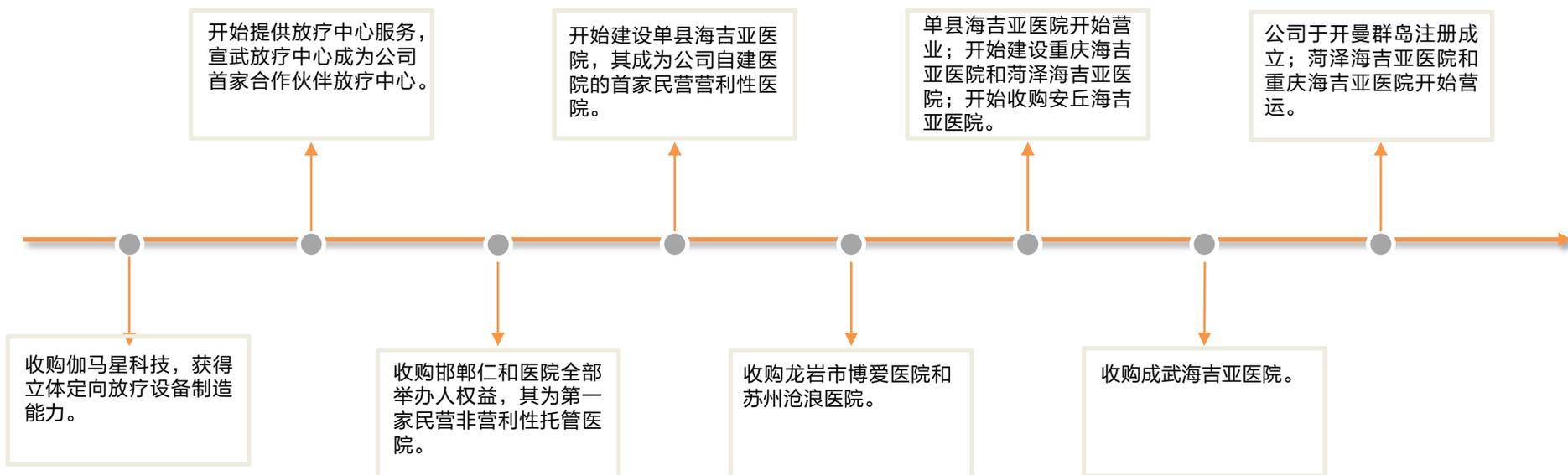
3. 政策变动

国内的辅助生殖行业受到政策的强监管，若行业监管制度收紧趋严，可能对公司旗下辅助生殖医疗机构的业务开展和经营活动造成一定压力。

海吉亚医疗：打造全国最大的肿瘤医疗服务集团

- 海吉亚医疗控股有限公司成立于2018年9月12日，并于2020年6月在香港联交所主板上市。
- 公司以肿瘤业务为核心，聚焦于肿瘤放疗治疗领域，提供包括癌症筛查、诊断和治疗一系列服务，同时向自有医院和医院合作伙伴开展一系列第三方放疗业务。**根据2019年集团放疗服务产生的收入及其旗下医院和放疗中心所装置的放疗设备来看，海吉亚医疗集团是中国规模较大的肿瘤医疗集团。**

图. 海吉亚医疗发展历程



海吉亚：医院业务板块贡献集团主要收入

- 医院业务板块为集团的主要经济支柱，随着公司就诊人次的不断提升和均次费用的提高医院业务板块近三年收入规模呈现显著增长，2020年医院业务板块贡献集团总收入12.43亿元，占集团总收入88.69%。
- 2020毛利润达3.78亿元，受益于医院业务板块收入端规模效应显现和费用端的持续优化，近三年毛利率也不断提升，2020年毛利率30.40%，同比2019的25.30%增长近5个百分点；
- 第三方放疗业务板块持续贡献集团收入，由于第三方放疗业务成本较低，成本主要体现在设备的折旧摊销上，因此毛利率历年维持在较高水平，2018-2020年保持60%以上的高毛利；

三大业务收入2017-2020年增长情况（单位：百万元）



医院业务收入为主要经济支柱（2020年）



三大业务板块历年毛利情况（单位：百万元）



三大业务板块历年毛利率情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

海吉亚医疗并购自建步伐加快，医院数量已逾十家

公司现有十家医院介绍（自营&托管，截至2020年底）

医院	位置	建筑面积 (平方米)	医院类型	收购日期	自建日期	并入公司运营日期	医师人数	其它医疗专业人员人数	注册床位
自有									
1.龙岩市博爱医院	福建龙岩	24047.85	收购	2015.9	-	2015.9	137	240	390
2.苏州沧浪医院	江苏苏州	14975.45	收购	2015.11	-	2015.11	171	183	291/294
3.单县海吉亚医院	山东菏泽	72024.23	成立	-	2016.5	2016.5	166	404	400
4.安丘海吉亚医院	山东安丘	6897.75	收购	2016.12	-	2018.7	8	17	99
5.成武海吉亚医院	山东菏泽	7149.55	收购	2017.1	-	2017.1	43	94	120
6.重庆海吉亚医院	重庆沙坪坝	28219.88	成立	-	2018.4	2018.4	88	191	200
7.菏泽海吉亚医院	山东菏泽	52171.86	成立	-	2018.12	2018.12	83	142	260
托管									
8.邯郸仁和医院	河北邯郸	11564.19	收购	2011.7	-	2021.6	43	46	90
9.开远解化医院	云南开远	15249	收购	2012.11	-	2012.11	22	79	186
10.邯郸兆田医院	河北邯郸	7124.95	收购	2015.8	-	2016.8	-	-	-

- 2021年4月25日，海吉亚医疗斥资17.3亿人民币收购苏州永鼎医院，加强公司在华东地区区位优势。
- 2021年5月25日，海吉亚医疗斥资6.4亿人民币收购贺州广济医院，加强其华南地区区位优势。

苏州永鼎地理位置



贺州广济地理位置



海吉亚医疗在不断扩大全国医疗服务版图

海吉亚医院后续规划中的自建&二期医院情况

计划新建设	建筑面积 (平方米)	预计增加床位数/张	最新进展	预计营运时间
聊城海吉亚医院	87000	800	截止2020年12月31日，聊城海吉亚医院建设主体工程基本封顶	2022年初
德州海吉亚医院	45000（一期）	400	2020年11月，德州海吉亚医院竞得土地已完成公示并完成土地签约工作。	2022年底
苏州海吉亚医院	70000	700~900	筹建工作有序进行中	2023
龙岩海吉亚医院	80000~100000	800~1000	于2021年4月23日举办项目投资签约仪式	2023
无锡海吉亚医院	45000（一期）	400	无锡海吉亚医院土地摘牌完成，医院项目全面进入施工准备阶段	2023年底
二期项目计划				
单县海吉亚医院	20000	150~200	单县海吉亚医院二期公司即将完成设计方案规划	2021
成武海吉亚医院	15000	300~400	筹建工作有序进行中	2021
重庆海吉亚医院	70000	700~900	重庆海吉亚医院二期工程建设已经动工	2022

资料来源：公司公告，天风证券研究所

海吉亚医疗（H）：盈利预测

合计（单位：百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1086.65	1402.60	2178.15	3280.29	4832.01
同比增速	41.8%	29.1%	55.29%	50.60%	47.30%
归母净利润	39.77	170.09	316.30	416.86	547.67
同比增速	1436.6%	327.7%	85.96%	31.79%	31.38%
医院业务收入	944.73	1275.02	2000.05	3078.21	4604.11
同比增速	49.75%	34.96%	56.86%	53.96%	49.52%
第三方放疗业务收入	134.86	150.80	168.59	189.67	214.33
同比增速	4.61%	11.82%	11.80%	12.50%	13.00%
托管业务收入	6.24	7.70	9.5	11.4	13.57
同比增速	-1.72%	23.42%	23.42%	20.00%	19.00%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司风险提示

1. 医疗事故风险：

旗下医院营业过程中可能会遭遇医疗事故招致病人投诉，会导致一定成本支出。并对公司的品牌形象、声誉及经营业绩造成重大影响；

2. 医院进度不及预期：

后续新建医院的数量和落地时间不及预期，可能影响公司业绩和盈利水平；

3. 保险延付风险：

公司旗下医院相当一部分收入来自公共保险，如果公共医疗保险计划拖延付款，可能会影响公司的经营业绩。

4. 估值差异风险：

A 股和港股市场不同，估值方式等的不同导致估值差异，存在估值体系上的风险。

盈康生命——物联网肿瘤治疗康复综合生态品牌

- 盈康生命公司定位于肿瘤治疗康复综合解决方案，围绕“肿瘤治疗设备”和“肿瘤治疗服务”领域进军肿瘤服务全产业链。公司核心业务为医疗器械和医疗服务，自2015年收购了玛西普医学科技发展（深圳）有限公司，开始转型医疗健康领域。

公司旗下现有4家医院介绍如下：

医院名称	医院性质和定位	并入公司时间	持股比例	开放/注册床位数	建筑面积	2020年医院收入/百万元
四川友谊医院	三甲综合医院	2017年5月收购	100%	开放床位600张	5万多平方米	359.84
重庆华建友方医院	二级综合医院	2018年2月收购	51%	开放床位300张	2.5万平方米	74.29
杭州怡康医院	二级专科医院	2017年2月收购	100%	编制床位120张	/	19.76
长春盈康医院	二级综合医院	2017年自建	100%	编制床位150张	/	4.27

四川友谊医院

- 四川友谊医院2020年顺利通过三甲甲等综合医院评审；
- 启用盈康一生联网医院系统，用于在线问诊、在线处方，慢病管理，在线挂号，在线查询报告等医院功能互联网化，线上线下双结合，提升患者就医体验及便捷度。

重庆友方医院

- 拥有国际领先的肿瘤精准放射外科治疗设备——安科锐tomo托姆刀（tomotherapy knife），PET-CT、128层飞利浦螺旋CT、10兆双光子直线加速器、头部伽玛刀、体部伽玛刀、1.5T磁共振、高清腹腔镜、前列腺等离子电切仪、钬激光、输尿管镜及输尿管软镜、高清胃肠镜、四维彩超、各型检验装置、医科达放疗云平台等大型高、精、尖现代化医疗设备。

杭州怡康医院

- 杭州怡康医院聚焦中医肿瘤治疗康复生态第一联想度为引领目标，旨打造一站式肿瘤康复综合治疗服务平台。

长春盈康医院

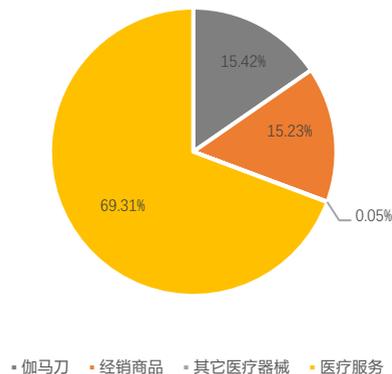
- 长春盈康医院于2020年7月通过长春市医保定点医疗机构评审，2020年7、8月分别取得长春市、吉林省医保定点医疗机构资质；
- 取得头部伽玛刀配置证和放射诊疗许可证，并与吉林大学第二医院建立专科联盟，开展以肿瘤放疗和肿瘤康复为特色的差异化服务。

资料来源：盈康生命2020年年报，医院官网，天风证券研究所

公司自2017年收购医院以来，收入呈现稳健增长

- 从公司2020年业务构成中可以看出，公司主要收入来源于医疗服务板块，贡献收入4.58亿元，占总收入69.31%。
- 第二大收入来源为公司医疗器械板块中伽马刀和经销商品的销售，分别贡献总收入的15.42%和15.23%。
- 自2017年公司开始不断收购医院以来，公司营业收入呈现快速增长，年复合增长率为26.18%。医疗服务板块成为公司的核心业绩增长点，增长势头强劲。

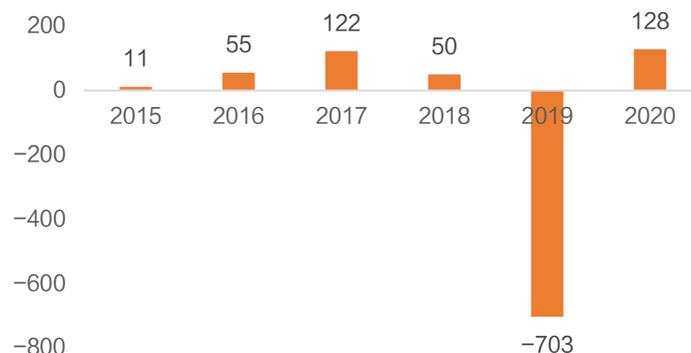
公司收入结构



公司收入增长情况 (单位: 百万元)



公司净利润增长情况 (单位: 百万元)



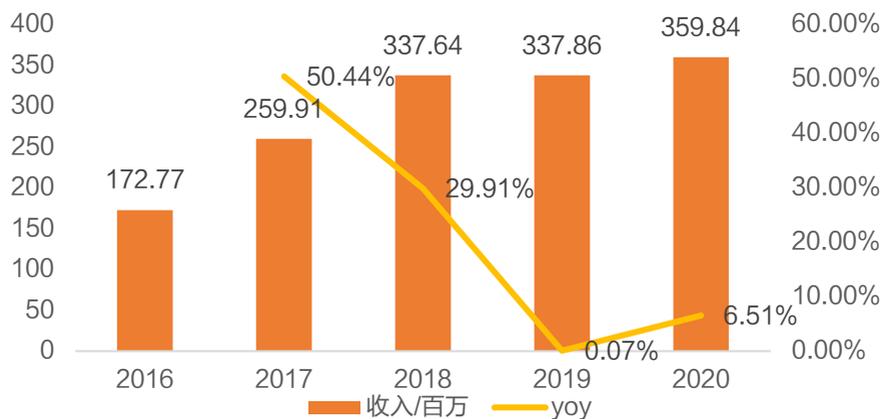
资料来源: 盈康生命2020年年报, 公司公告, wind, 天风证券研究所

盈康生命四川友谊医院经营情况

四川友谊医院：于2014年开业，2017年盈康生命收购其75%的股权，2018年完成剩余25%股权收购。该医院目前是一家集医疗、教学、科研和预防保健为一体的大型三级甲等综合医院。医院建筑面积5万多平方米，开放床位600张。

四川友谊医院	2016	2017	2018	2019	2020
收入/百万	172.77	259.91	337.64	337.86	359.84
yoy		50.44%	29.91%	0.07%	6.51%
净利润/百万	39.57	81.88	100.79	80.27	78.91
yoy		106.92%	23.09%	-20.36%	-1.70%
净利率		31.50%	29.85%	23.76%	21.93%
规划床位		600	600	600	600

2016-2020年四川友谊医院收入及其增速（百万）



2016-2020年四川友谊医院净利润及其增速（百万）



资料来源：盈康生命2019&2020年年报，公司公告，天风证券研究所

盈康生命：盈利预测

合计 (单位: 百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	572.9	661.1	1226.5	1673.6	2210.9
同比增速	13.7%	15.4%	85.5%	36.5%	32.1%
归母净利润	-703.41	128.11	214.4	299.0	402.8
同比增速	-1502.2%	118.2%	67.4%	39.5%	34.7%
医疗器械板块收入	88.40	101.92	132.0	156.0	180.0
同比增速	52%	15%	29.5%	18.2%	15.4%
医疗服务板块收入	428.48	458.16	1094.5	1517.6	2030.9
同比增速	3%	7%	138.9%	38.7%	33.8%
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	572.94	661.05	1,226.46	1,673.63	2,210.91
增长率(%)	13.67	15.38	85.53	36.46	32.10
EBITDA(百万元)	885.62	159.02	252.18	324.51	431.94
净利润(百万元)	(703.41)	128.11	214.38	298.99	402.75
增长率(%)	(1,502.15)	(118.21)	67.34	39.47	34.70
EPS(元/股)	(1.10)	0.20	0.33	0.47	0.63
市盈率(P/E)	(22.02)	120.90	72.25	51.80	38.46
市净率(P/B)	11.57	7.01	6.39	5.69	4.95
市销率(P/S)	27.03	23.43	12.63	9.25	7.01
EV/EBITDA	6.03	75.69	59.08	45.29	33.50

资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司风险提示

1. 行业政策风险

公司大型放射治疗设备的生产、销售等活动会受到相关医疗政策的影响；公司拟开展的肿瘤专科医院等业务会受到国家医疗体系改革等政策的影响

2. 同行竞争风险

目前国内外诸多知名企业纷纷在医疗健康领域加大投资力度，该领域内的竞争也将日益激烈。玛西普也面临着潜在竞争对手可能增加以及肿瘤治疗领域出现替代伽玛刀的新技术的风险

3. 技术竞争风险

但随着人类科学技术水平的不断进步，肿瘤治疗领域可能出现新的治疗方法和治疗设备，从而替代现有的方法和设备并伴随一定的技术替代风险

4. 商誉减值风险

公司因收购玛西普、友谊医院和友方医院 51% 股权形成较大金额的商誉。未来，如果玛西普、友谊医院和友方医院的经营业绩与预期出现较大差异，公司将面临商誉减值的风险，直接影响公司当期损益

5. 估值差异风险

A 股和港股市场不同，估值方式等的不同导致估值差异，存在估值体系上的风险

风险提示

1. 个别公司内生外延整合不及预期

医疗服务公司通过内生及外延提升业绩规模，若新建或并购医院的落地节奏不及预期，有可能对业绩增长造成负面影响

2. 个别公司业绩不达预期

医院经营过程中由于业务、管理、疫情、政策等内外部因素影响或对业绩造成一定波动

3. 医疗质量规范风险

医疗服务行业中医疗纠纷不能完全避免，若因医疗质量或患者沟通不畅造成医疗纠纷，社会舆论可能对企业形象有损

4. 市场震荡风险

若市场风险偏好改变或对公司成长性预期有所调整，或可能影响公司估值水平的稳定性

5. 政策风险

医保政策、服务价格调整等政策或对医院经营模式产生影响

6. 疫情风险

尽管疫情对国内影响趋缓，但尚未消除，仍存在零星反复的可能性

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS