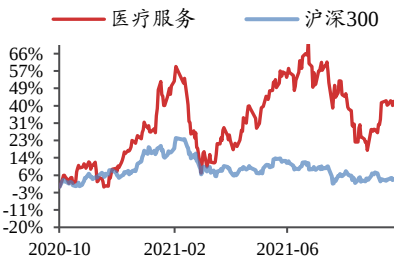


医疗服务

2021 年 10 月 08 日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《行业点评报告-《深化医疗服务价格改革试点方案》发布，完善医疗服务价格体系》-2021.9.1

《行业点评报告-全方位支持康复产业，康复产业链板块全面受益》-2021.6.17

公立医院高质量发展下，优质民营医院迎来更大发展机会

——医疗服务行业深度报告

蔡明子（分析师）

caimingzi@kysec.cn

证书编号：S0790520070001

古意涵（联系人）

guyihan@kysec.cn

证书编号：S0790121020007

● **公立医院高质量发展，优质民营医院迎来更大发展机会，维持“看好”评级**
我国医疗服务呈现 2 大主要特征：渗透率低、供需不均。随着人口老龄化加深，医疗服务需求将会进一步增大，随着人民健康意识提高以及可支配收入增加，医疗服务渗透率将持续提升，这是促进医疗服务市场规模持续增长的根本来源。面对持续增长的需求，面临供需不均的现状，整体医疗服务供给增长空间仍大。就目前估值水平来看，医疗服务板块、医院板块在经历较大程度回调后，其 PE 已接近近 3 年板块平均水平，维持“看好”评级。

● 政策持续支持社会办医，优质民营医院发展空间仍大

我国政策支持社会办医的基调从未变化，国家对社会办医的定位一直为公立医院的补充，其提供的医疗服务对应多层次、差异化、具备特色的医疗服务。随着公立医疗体系下沉，优质医疗资源在基层中逐步普及，中小型民营医院若没有特色医疗服务、强大医生资源进行支持，其生存空间较容易被挤压，这样的挤压并不是由于市场小，而是由于医疗服务能力不能跟上发展要求，不能对公立医院形成有效补充；但优质民营医院凭借其品牌力、医生团队、精细管理能力、差异服务项目等核心竞争力能够跟上公立医院高质量发展的节奏，与公立医院形成协同，便能在改革变迁之际得以立足，与公立医院齐头并进，满足多层次医疗服务需求。

● 2021H1 医疗服务相关标的内生快速增长，外延持续扩张，基本面仍然向好

汇总发现，2021 上半年医疗服务相关标的基本面仍然向好。从内生来看，政策不改行业供需不均现状，2021H1 收入实现快速增长；从外延来看，各民营医疗服务机构持续推进业务扩张，行业增长空间仍大。从获医能力来看，2021H1 民营医疗机构加速引入优质医生，且加速人才培养进程，持续扩充医疗团队。从获客能力来看，2021H1 大多民营医疗机构服务人次实现了快速增长。从管理能力来看，大多民营医疗机构实现了毛利率提升、同时管理/财务费用率下降，成本费用管控能力加强；在服务链拓展方面，爱尔眼科增设专病门诊，锦欣生殖扩展男科与产科服务，国际医学拓展医美、康复等高附加值业务空间。此外，民营医疗机构还通过优化自身收入结构增强其核心竞争力。

● 推荐及受益标的

我们继续拥抱赛道价值高、有较深护城河、商业模式被证明成功的标的，低估值可遇不可求，应拉长时间维度去衡量公司成长性，看好肿瘤、康复、眼科、齿科、体检、辅助生殖、月子服务、医美等赛道，推荐标的：国际医学、爱帝宫、盈康生命、信邦制药、锦欣生殖、海吉亚医疗、翔宇医疗、美年健康。受益标的：爱尔眼科、通策医疗、三星医疗（以上排名不分先后）。

● 风险提示：行业黑天鹅事件、政策端变化。

目 录

1、 公立医院高质量发展下，优质民营医院迎来更大发展机会	4
1.1、 医疗服务行业：渗透率低、供需不均，估值调整至近3年平均区间	4
1.2、 政策持续支持社会办医，优质民营医院发展空间仍大	5
1.3、 眼科、口腔优质民营医院和公立医院的医疗服务价格趋同	6
2、 2021H1 医疗服务相关标的内生快速增长，外延持续扩张，基本面仍然向好	8
2.1、 内生：政策不改行业供需不均现状，收入仍然实现快速增长	8
2.1.1、 爱尔眼科：成熟医院收入快速增长，5大业务收入皆正向增长	8
2.1.2、 通策医疗：业绩延续高增长，4大业务同比2019H1皆实现快速增长	9
2.1.3、 国际医学：上半年保持高质量发展，医院业绩环比改善，成长逻辑逐步兑现	10
2.1.4、 锦欣生殖：2021H1 国内地区收入较疫情前实现了较高增长，美国地区较2020H1实现30%+增长	11
2.1.5、 海吉亚医疗：医院内生收入快速增长，肿瘤收入占比持续提升	12
2.1.6、 信邦制药：医疗服务收入持续增长，贵州肿瘤医院单床产出提升	12
2.1.7、 盈康生命：旗下医院收入稳步增长，业务布局随注入医院增加持续扩大	13
2.2、 外延：行业增长空间仍大，持续推进业务扩张	13
2.2.1、 爱尔眼科：定增扩建重点医院+收购体外医院，持续完善区域市场布局	13
2.2.2、 通策医疗：发展战略清晰，省内省外扩张计划稳步推进	13
2.2.3、 爱帝宫：超轻资产模式下加速扩张，5年新规划快速持续落地	14
2.2.4、 海吉亚医疗：通过扩建、新建、并购等方式持续扩大医疗服务网络	14
2.2.5、 锦欣生殖：国内外版图通过收购、合作稳步推进，现有医院持续扩大诊疗范围	15
3、 获医能力：随医院品牌力、科研水平提高而提升，2021H1 人才引进加速	16
4、 获客能力：2021H1 同比2019及2020同期皆实现服务人次较快增长	19
5、 管理能力：内部持续提质增效，外部拓展创新业务，蓄力未来发展	20
5.1、 内部：加强成本费用管控，优化收入结构，持续提质增效	20
5.2、 外部：拓展服务链，扩大覆盖面，蓄力未来新增长	22
5.2.1、 爱尔眼科：增设专病门诊，不断完善服务体系	22
5.2.2、 锦欣生殖：业务扩展至男性生殖健康及妇产科，提供一体化生殖服务	22
5.2.3、 国际医学：打造大型专科优势，拓展医美等高附加值业务空间	22
6、 推荐及受益标的	23
7、 风险提示	23

图表目录

图 1： 2022E 医药生物细分板块 PE 为 10-70 倍	4
图 2： 2022E 医疗服务细分板块 PE 为 20-80 倍	4
图 3： 目前医疗服务板块估值已回调至近3年平均水平附近	4
图 4： 目前医院细分板块估值已回调至近3年平均水平	5
图 5： 我国政策支持社会办医的基调从未变化	5
图 6： 2021 上半年医疗服务相关标的营业收入同比2019年同期基本实现了较好增长	8
图 7： 爱尔眼科5大业务收入均实现正向增长（亿元）	9
图 8： 爱尔眼科旗下医院收入实现较快增长（亿元）	9
图 9： 2021H1 通策医疗省内外医疗服务收入（亿元）同比2019H1皆实现50%左右增长	9
图 10： 2021H1 通策医疗总分院医疗服务收入（亿元）同比2019H1皆实现较快增长	9
图 11： 通策医疗四大业务收入均实现高速增长	10

图 12: 国际医学单季收入(亿元)持续增长.....	11
图 13: 旗下 3 家医院收入(亿元)逐季稳步增长.....	11
图 14: 锦欣生殖国内地区收入较疫情前实现了较高增长.....	11
图 15: 信邦制药医疗服务收入实现同比持续增长.....	12
图 16: 贵州肿瘤医院收入持续增长	12
图 17: 盈康生命医疗服务收入实现同比持续增长.....	13
图 18: 旗下医院收入(亿元)稳步增长.....	13
图 19: 公立医院医生呈现加速流向民营医院的趋势.....	17
图 20: 2021H1 大多医疗服务标的实现费用率下降, 盈利能力提升	21
表 1: 成都爱尔眼科医院与四川某公立医院屈光手术价格趋同	7
表 2: 杭州口腔城西分院较北京某公立口腔医院、四川某公立口腔医院种植价格略低.....	7
表 3: 杭州口腔城西分院较北京某公立口腔医院正畸价格略低.....	7
表 4: 通策医疗旗下主要医院 2021H1 收入同比 2019H1 皆实现较快增长	10
表 5: 海吉亚医疗医院内生收入、肿瘤收入快速增长.....	12
表 6: 海吉亚医疗升级现有医院服务能力	15
表 7: 海吉亚医疗通过自建加强在山东省、长三角地区的市场占有率及品牌影响力	15
表 8: 海吉亚医疗通过签订医院建设投资意向协议储备后续扩张项目	15
表 9: 云南收购医院皆为优质标的, 有利形成业务优势互补.....	16
表 10: 各大医疗服务版块优质公司皆拥有重要获医优势.....	17
表 11: 2021H1 民营医疗机构加速引进医疗人才、储备后续人才	18
表 12: 2021H1 锦欣生殖引入 4 名知名专家.....	18
表 13: 2021H1 同比 2019 及 2020 同期皆实现服务人次较快增长.....	19
表 14: 推荐及受益标的	23

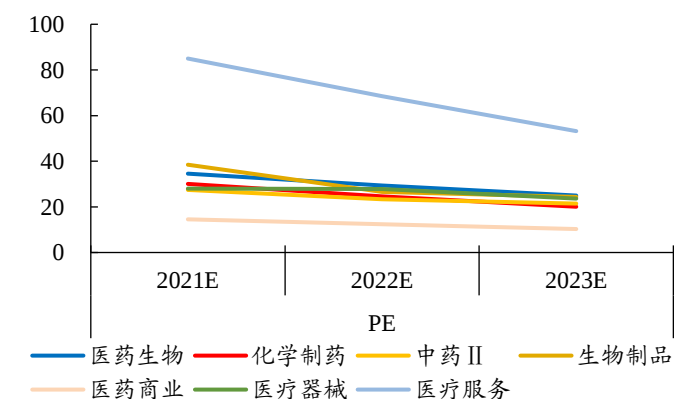
1、公立医院高质量发展下，优质民营医院迎来更大发展机会

1.1、医疗服务行业：渗透率低、供需不均，估值调整至近3年平均区间

我国医疗服务呈现2大主要特征：渗透率低、供需不均。随着人口老龄化加深，医疗服务需求将会进一步增大，随着人民健康意识提高以及可支配收入增加，医疗服务渗透率将持续提升，这是促进医疗服务市场规模持续增长的根本来源。面对持续增长的需求，面临供需不均的现状，整体医疗服务供给增长空间仍大。

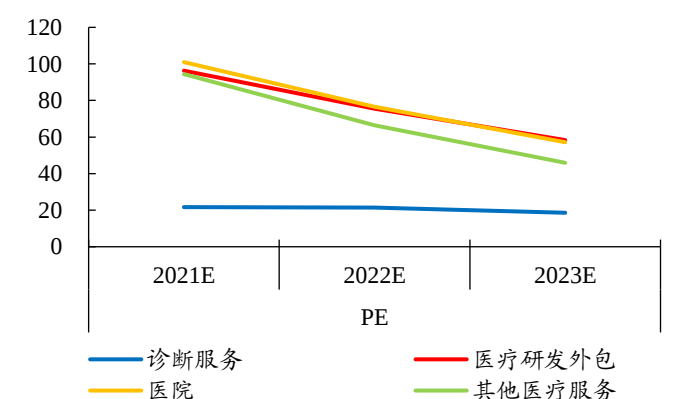
从估值水平来看，根据万得数据，预计2022-2023年医疗服务板块PE分别为68.6、53.2倍，医院板块PE分别为76.6、57.2倍。医疗服务板块PE（TTM，剔除负值）在2020年3月至7月快速增长，后逐渐回调，自2020年11月快速上涨，于2021年1月25日达到最高值134倍，后逐渐回调，2021年9月24日医疗服务板块PE为89倍，已接近近3年医疗服务板块平均PE（79倍）。医院板块PE则同样自2020年3月的75倍左右快速上涨至8月初的170倍，后至11月稳定在140-180倍区间内，自11月底开始新一轮上涨，直至2021年2月10日达到最高220倍，后快速回调，2021年9月24日医院板块PE为109倍，已接近近3年医疗服务板块平均PE（90倍）。

图1：2022E医药生物细分板块PE为10-70倍



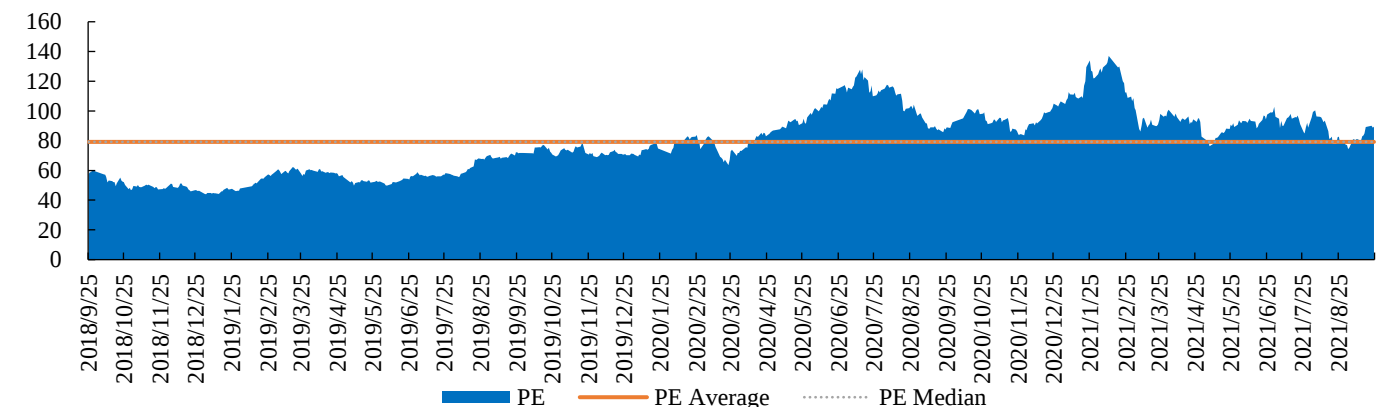
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2022E医疗服务细分板块PE为20-80倍



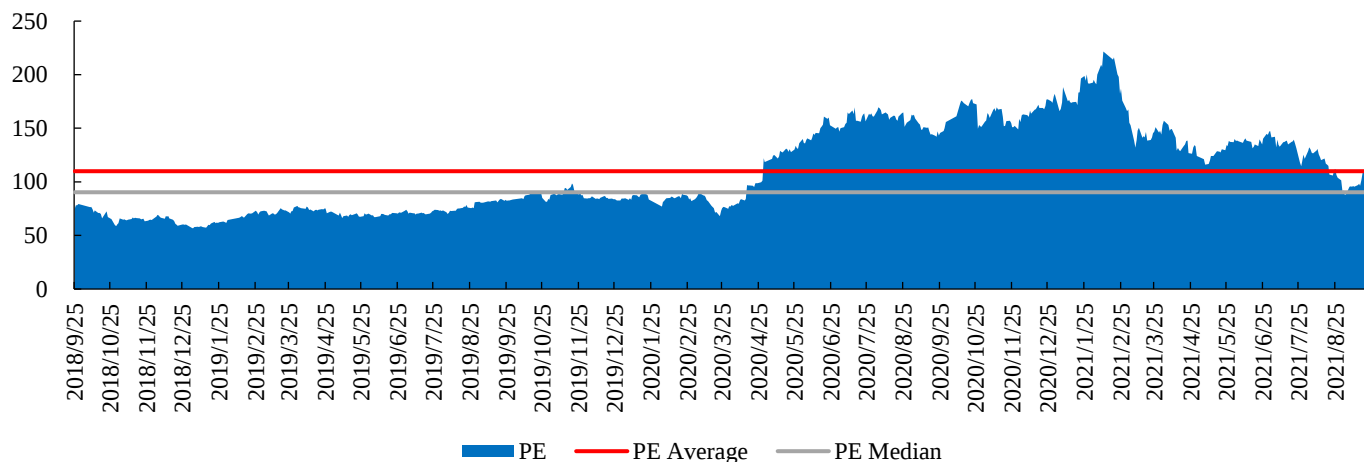
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：目前医疗服务板块估值已回调至近3年平均水平附近



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：目前医院细分板块估值已回调至近3年平均水平

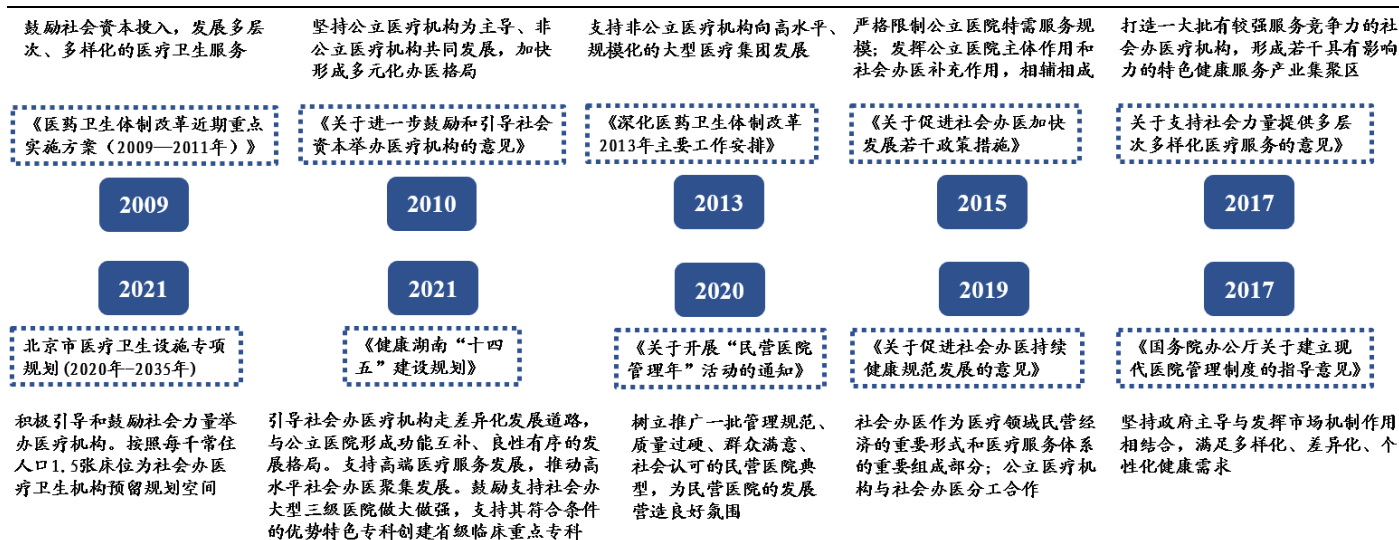


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、政策持续支持社会办医，优质民营医院发展空间仍大

我国政策支持社会办医的基调从未变化：通过梳理近 10 多年的政策，我们发现国家对社会办医的定位一直为公立医院的补充，其提供的医疗服务对应多层次、差异化、具备特色的医疗服务。基于上文，我国医疗服务整体处于严重供不应求状态，大多细分板块皆拥有较大增长空间，在坡长雪厚的医疗服务市场中，公立与民营医院相辅相成、齐头并进、差异化满足多层次医疗服务需求，而并非民营医院在狭小市场中夹缝求生。

图5：我国政策支持社会办医的基调从未变化



资料来源：国家卫健委、国家医保局、国务院、北京市人民政府、湖南省人民政府、开源证券研究所

公立医院高质量发展下，其主体地位得到加固。2021 年 6 月，国务院办公厅发布《关于推动公立医院高质量发展的意见》，提到：支持部分实力强的公立医院在控

制单体规模的基础上，适度建设发展多院区，发生重大疫情时迅速转换功能。该意见出台背景基于 3 方面：（1）公立医院为我国医疗服务体系的主体，促进其高质量发展能够更有力推进健康中国建设；（2）扩大优质医疗资源供给；（3）公立医院目前已经到了从“量的积累”转向“质的提升”的关键期，提质增效为发展着力点。由此，公立医院发展方式从规模扩张转向提质增效，运行模式从粗放管理转向精细化管理，资源配置从注重物质要素转向更加注重人才技术要素，为更好提供优质高效医疗卫生服务、防范化解重大疫情和突发公共卫生风险、建设健康中国提供有力支撑。

在公立医院扩大规模的同时，优质民营医院发展空间并未被压缩，未来通过特需服务有望形成差异化竞争。《北京市医疗卫生设施专项规划（2020 年-2035 年）》提到：优质医疗资源主要集中在公立医院，社会资本举办的医疗机构虽然数量占比不低，但在规模和服务能力上均有待提升；除核心区外，其他区域可结合 CBD、使馆区、丽泽商务区等重点功能区以及大兴国际机场临空经济区、“三城一区”等区域，综合利用医疗卫生用地或其他可兼容用地，积极发展社会办医疗机构。此外，8 月 31 日，国家医保局等八部门印发《深化医疗服务价格改革试点方案》（下称“试点方案”）严格控制公立医疗机构实行市场调节价的收费项目和费用所占比例，不超过全部医疗服务的 10%，避免冲击基本医疗服务的主体地位，给予民营医疗机构提供特需医疗服务的更大发展空间，进行差异化竞争。

由此，民营医院仍拥有发展空间，但同时，随着公立医疗体系下沉，优质医疗资源在基层中逐步普及，中小型民营医院若没有特色医疗服务、强大医生资源进行支持，其生存空间较容易被挤压，这样的挤压并不是由于市场小，而是由于医疗服务能力不能跟上发展要求，不能对公立医院形成有效补充；但优质民营医院凭借其长期建立的品牌力、强大医生团队、精细化管理能力、差异化服务项目等核心竞争力能够跟上公立医院高质量发展的节奏，与公立医院形成协同，便能在改革变迁之际得以立足，与公立医院齐头并进，满足多层次医疗服务需求。

1.3、眼科、口腔优质民营医院和公立医院的医疗服务价格趋同

优质民营医院和公立医院的医疗服务价格趋同，且部分项目由于民营医疗医院的精细化管理能力更强，终端价格较公立医院相同项目低，具备价格优势。以眼科中的屈光手术为例，ICL 在四川某公立医院的价格为 3.5-4 万元（皆为双眼），在成都爱尔眼科医院为 3.32-3.72 万元，两者处于相同价格水平；全飞秒的价格在该公立医院和成都爱尔皆为 2.2 万元左右；半飞秒在该公立医院为 1.6 万元，在成都爱尔由于使用不同手术方法价格区间为 1.38-2.18 万元。整体来看，位于同一区域的该公立医院和成都爱尔的同一项目价格基本相同。

口腔医疗服务中的种植与正畸中则存在优质民营医院相较公立医院相同项目价格更低的情况。以种植为例，单看种植体，北京某公立口腔医院为 9000 元，杭口城西分院则提供更多类型种植体，价格区间为 6800-12500 元；就种植体+牙冠整体而言，在种植体皆为 ITI 品牌，牙冠皆为烤瓷冠的情况下，四川某公立医院价格为 1.5-2 万元，杭口城西则为 1.2-1.3 万元，较该公立医院低。以正畸为例，成人正畸在北京某公立口腔医院由于病情差异，价格为 2.1-2.6 万元，在杭口城西分院根据患者是否拔牙以及不同矫治器选择，价格为 1.7-2.5 万元，此外，针对不同手术难度，该公立口腔医院按照单项或多项复杂病例加收服务费（单项 4000 左右，多项 7000 左右），

杭口城西分院则根据就诊医生级别加收服务费（主任医师 4000 元，副主任医师 2500 元）。整体来看，考虑加收/特需服务后，杭口城西分院的成人正畸为 1.8-2.9 万元，低于北京某公立口腔医院的 2.2-3.4 万元。

由此，虽然《试点方案》对民营医疗服务价格形成了强监管，但由于优质民营医院的医疗服务价格跟随公立医院定价，且在部分项目存在价格优势，由此《试点方案》对该类优质民营医院（一般是很规范的民营，比如爱尔眼科、通策医疗、国际医学、信邦制药等等）影响不大，对经营不规范的小医院影响大；且《试点方案》倒逼医院做好价格成本管控，对精细化管理提出了更高要求。

表1: 成都爱尔眼科医院与四川某公立医院屈光手术价格趋同

屈光手术类型		四川某公立医院价格		成都爱尔眼科医院价格	
ICL	35000-40000	EVO-ICL		33200	
		EVO-TICL(带散光)		37200	
全飞秒	22540	德国蔡司 Visu Max 全飞秒激光 Smile 透镜分离 3.0		21800	
半飞秒	15708	精雕 C+(附加 Contoura Vision 技术)		21800	
		精雕绿飞秒手术(地形图引导 Q 值)		17800	
		德国蔡司 Visu Max+EX500+Q 值引导		17600	
		德国蔡司 Visu Max 飞秒激光+EX500 准分子激光		15800	
		精雕绿飞秒手术 美国鹰式 FS200 飞秒+EX500(Q 值)		15600	
		精雕绿飞秒手术 美国鹰式 FS200 飞秒+EX500		13800	

数据来源：各医院官网、开源证券研究所

表2: 杭州口腔城西分院较北京某公立口腔医院、四川某公立口腔医院种植价格略低

杭州口腔城西分院		北京某公立口腔医院		四川某公立口腔医院	
种植体	6800-12500	9000	-	-	-
种植体+牙冠(种植体为 ITI, 牙冠为烤瓷冠)	12000-13000	-	瑞士 ITIBL(士卓曼骨水平)		16000
			瑞士 ITIBL 亲水性		18000
			瑞士 ITI 钛锆		20000
			瑞士 ITI 软组织		15000

数据来源：各医院官网、开源证券研究所

表3: 杭州口腔城西分院较北京某公立口腔医院正畸价格略低

			青少年	成人	舌侧矫治	加收/特需服务(成人)	
						单项复杂病例	两项及以上复杂病例
北京某公立口腔医院	恒牙期 I 类错	治疗	14500	21750	21750	26100	29000
	恒牙期 II 类错	治疗	15400	23100	21000	27300	30100
	恒牙期 III 类错	治疗	17550	26325	20250	30375	34425
杭州口腔医院城西分院	矫治费	拔牙全口固定矫治	12900	17300	25000	19800	21300
		不拔牙全口固定矫治		16200		18700	20200
		半口固定矫治	7100	9700		12200	13700
	矫治器	结扎型金属托槽	1500				1500

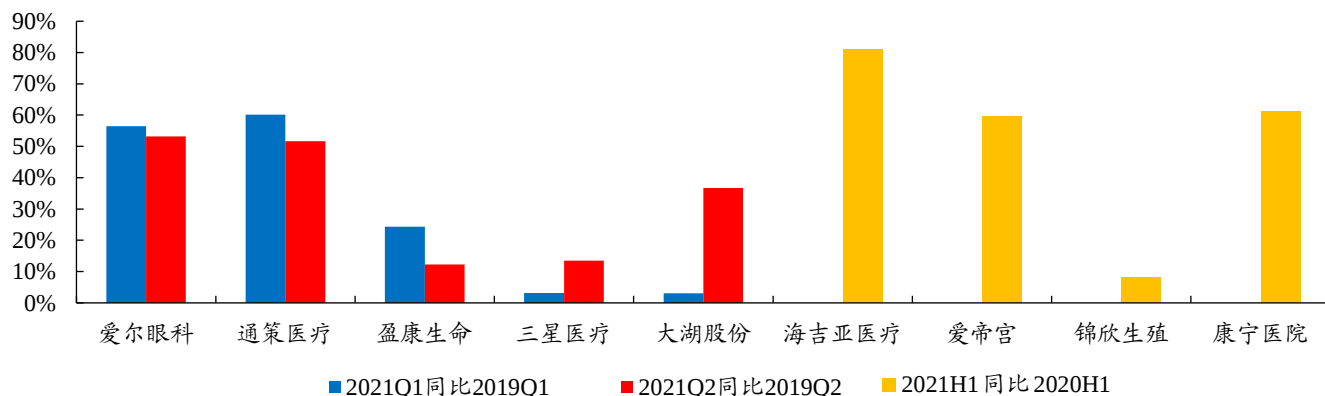
	青少年	成人	舌侧矫治	加收/特需服务(成人)
APC 金属托槽	2000			2000
金属自锁托槽	4500			4500
陶瓷托槽	8000			8000
矫治费+矫治器(全口)	14400-20900	17700-25300		20200-27800 21700-29300

数据来源：各医院官网、开源证券研究所

2、2021H1 医疗服务相关标的内生快速增长，外延持续扩张， 基本面仍然向好

汇总发现，2021 上半年医疗服务相关标的不仅恢复疫情前业绩增长水平，而且同比 2019 年同期基本实现了较好增长，其中，爱尔眼科、通策医疗 2021Q1/Q2 皆实现 50%+增长（皆同比 2019 年同期，下同），海吉亚医疗、爱帝宫、康宁医院 2021H1 实现 60%左右的高速增长，盈康生命、三星医疗、大湖股份也实现了稳健增长，锦欣生殖在国外业务仍受疫情影响下实现了 2021 上半年 8%的收入增长。由此，医疗服务相关标的基本面仍然向好。

图6：2021 上半年医疗服务相关标的的营业收入同比 2019 年同期基本实现了较好增长



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

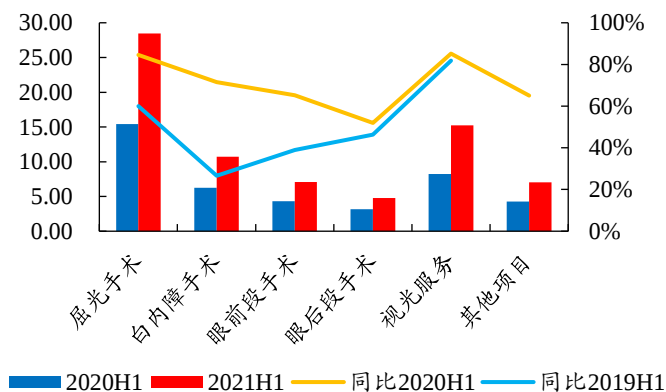
2.1、内生：政策不改行业供需不均现状，收入仍然实现快速增长

2.1.1、爱尔眼科：成熟医院收入快速增长，5大业务收入皆正向增长

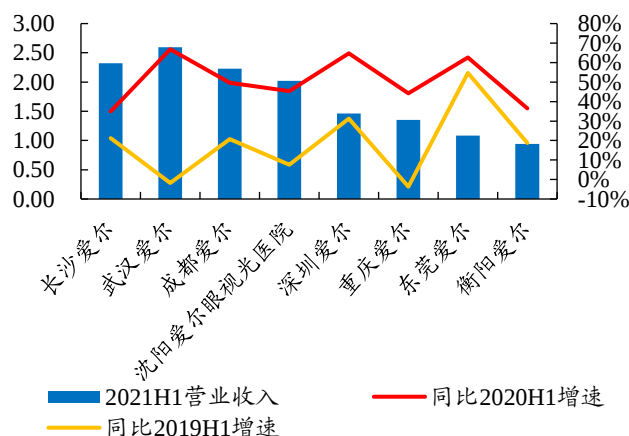
旗下医院 2021H1 收入较 2020H1 实现较大幅度增长，长沙、成都、深圳、东莞爱尔较 2019H1 也实现快速增长。爱尔眼科成熟医院中成都爱尔、长沙爱尔的收入同比 2020 及 2019 年同期皆实现了快速增长，沈阳爱尔收入相较 2019H1 小幅度增长，整体来看，长沙、成都、沈阳、武汉等收入规模达到 2 亿以上的医院平均收入同比 2020H1 增速达 48.91%，后起之秀深圳爱尔、东莞爱尔业绩上升幅度大，2021H1 收入同比 2019H1 分别增长 31.2%、54.68%。

爱尔眼科5大业务均实现正向增长。2021H1 屈光手术实现营业收入 28.45 亿元，同比 2020H1 增长 84.65%，同比 2019H1 增长 59.93%，主要由于各医院手术量快速

增长的同时高端手术占比进一步提升，同时，公司加大对各地、县级医院屈光科室的建设投入，满足更多患者需求。受白内障消费升级影响，2021H1 白内障手术业务收入同比 2020H1 增长 71.52%，呈现复明性白内障向屈光性白内障升级的态势。公司眼视光业务规模不断扩大，产品不断完善，推动了视光配镜量的稳定增长及消费升级，2021H1 眼视光项目实现收入 15.24 亿元，同比 2020H1 增长 85.2%。

图7：爱尔眼科 5 大业务收入均实现正向增长（亿元）


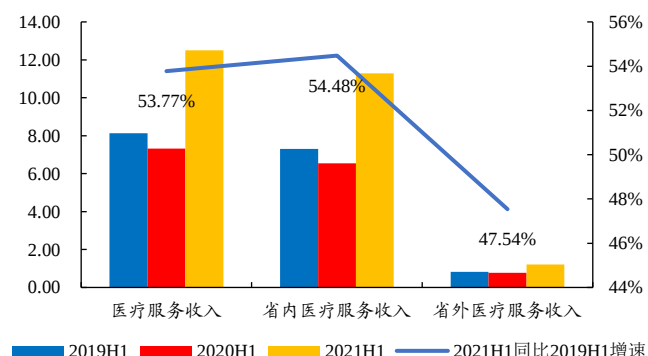
数据来源：爱尔眼科公司公告、开源证券研究所

图8：爱尔眼科旗下医院收入实现较快增长（亿元）


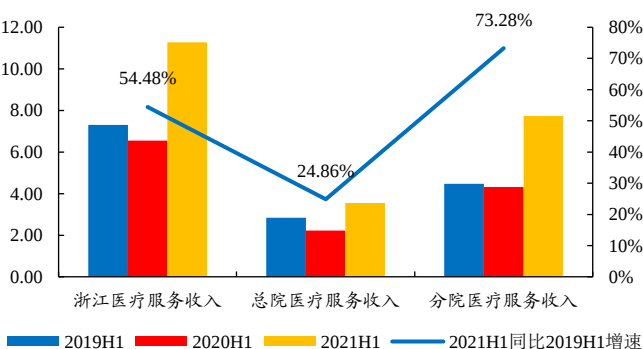
数据来源：爱尔眼科公司公告、开源证券研究所

2.1.2、通策医疗：业绩延续高增长，4 大业务同比 2019H1 皆实现快速增长

公司“总院+分院”模式成熟，业绩延续高增长，杭口、宁口等医院收入同比 2019H1 均呈现高速增长态势。同比 2019H1，2021H1 通策医疗医疗服务收入增长 53.77%，省内、省外分别增长 54.48%与 47.54%，其中省内分院增长 73.28%，总院增速 24.86%。

图9：2021H1 通策医疗省内外医疗服务收入（亿元）同比 2019H1 皆实现 50%左右增长


数据来源：通策医疗公司公告、开源证券研究所

图10：2021H1 通策医疗总分院医疗服务收入（亿元）同比 2019H1 皆实现较快增长


数据来源：通策医疗公司公告、开源证券研究所

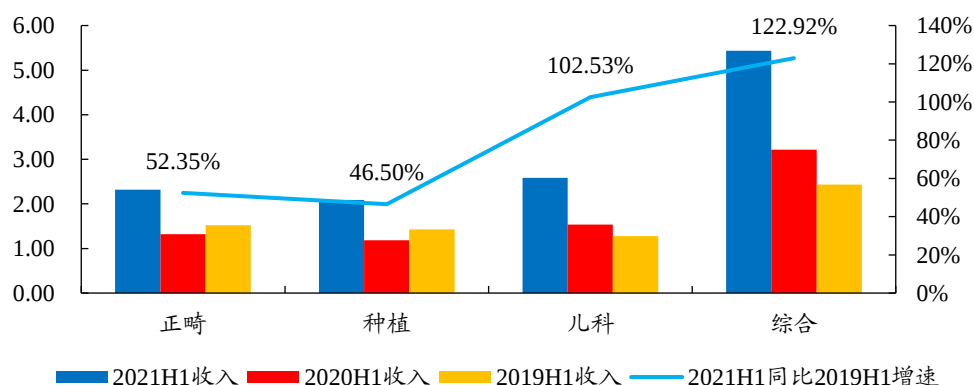
杭口总院与城西医院 2021H1 收入较 2019H1 分别增长 24%与 52%。城西分院由于其团队接诊模式成熟，产出水平高于其他医院，由此实现远高于平均的增长。分院平均收入增速为 33%（同比 2019H1），主要因为各地区口腔诊疗需求仍旺盛，且总院对分院进行人才输出、技术支持。

表4: 通策医疗旗下主要医院 2021H1 收入同比 2019H1 皆实现较快增长

旗下医院	2021H1 收入 (亿元)	同比 2019H1 增速
杭州口腔医院集团有限公司	3.56	24.47%
杭州口腔医院集团城西口腔医院有限公司	2.69	51.70%
宁波口腔医院集团有限公司	0.78	19.59%
沧州口腔医院有限公司	0.28	49.51%
宁波口腔医院集团舟山定海分医院有限公司	0.14	11.16%
衢州口腔医院有限公司	0.20	62.29%
昆明市口腔医院有限公司	0.40	29.29%
诸暨口腔医院有限责任公司	0.50	53.72%
昆明市妇幼保健生殖医学医院有限公司	0.08	7.44%
义乌杭口口腔门诊部有限公司	0.35	9.34%

数据来源: 通策医疗公司公告、开源证券研究所

公司四大业务收入均实现高速增长。公司儿科、正畸、综合、种植业务 2021H1 相比 2019 年同期分别增长 103%、52%、123%、47%，各项业务保持高速增长，且儿科业务增长迅速，占口腔诊疗业务比例不断提升。总体而言，公司业绩在 2019 年的基础上稳步提升，已完全摆脱疫情带来的不利影响，业务快速增长，发展韧性和活力进一步彰显。

图11: 通策医疗四大业务收入均实现高速增长


数据来源: 通策医疗公司公告、开源证券研究所

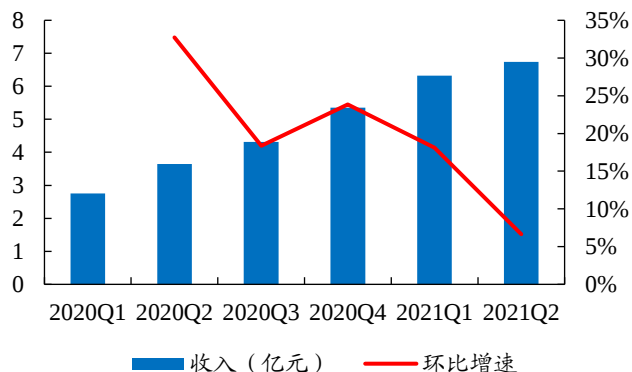
2.1.3、国际医学：上半年保持高质量发展，医院业绩环比改善，成长逻辑逐步兑现

分季度看，2021 年 Q1 与 Q2 收入分别为 6.32 亿元与 6.74 亿元，与 2020 年同期分别增长 130%与 85%，营收实现了大幅增长。2021Q2 收入同比及环比增速皆较 Q1 趋缓，主要因为第二季度本为淡季，且清明、五一假期以及第二季度的 JCI 认证导致中心医院住院人次增长趋缓。随着 Q3 逐渐进入疾病高发季节，且 2021 年下半年相比 2020 年下半年，中心医院 JCI 认证通过、医生队伍持续扩大、学科建设实力更强等优势，预计 Q3 起床位数量爬坡有望加速，经营情况依然向好。

旗下 3 家医院收入稳步增长，成长逻辑逐步验证。高新医院 2021H1 实现收入 5.38 亿元，同比 2020H1 增长 55.89%，门急诊和住院人数再创历史新高；中心医院

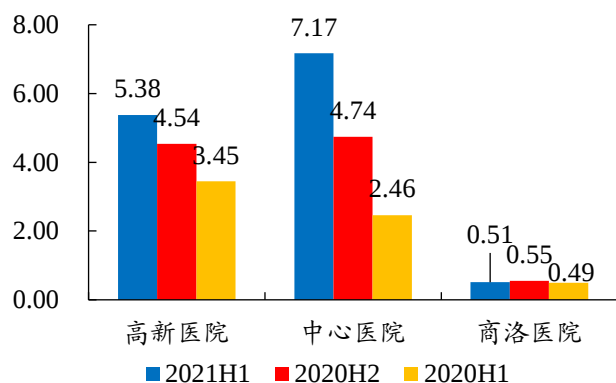
2021H1 实现营收 7.17 亿元, 同比 2020H1 增长 191%, 实现快速增长。商洛医院 2021H1 实现收入 0.51 亿元, 同比 2020H1 增长 3.36%, 由于新院区已于 2021 年 3 月 28 日开诊, 收入增速放缓, 但自新院区开诊以来在医疗新技术的开展与应用方面实现突破式进展, 并已顺利完成三级综合性医院核定工作, 将大幅增强商洛医院在所在区域的市场竞争力。

图12: 国际医学单季收入(亿元)持续增长



数据来源: 国际医学公司公告、开源证券研究所

图13: 旗下3家医院收入(亿元)逐季稳步增长

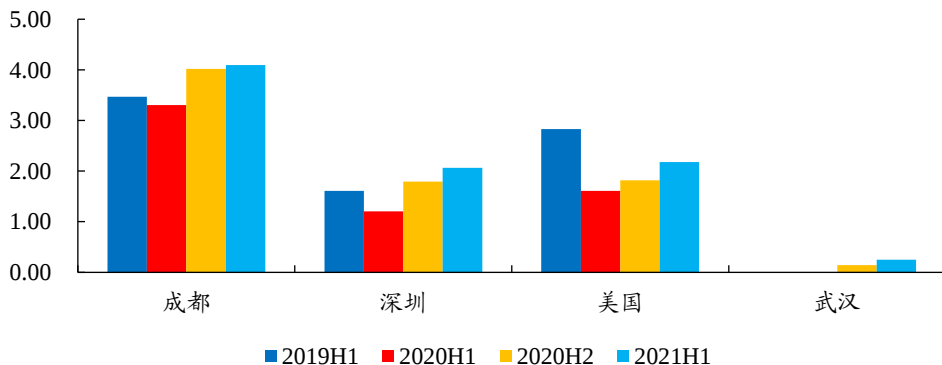


数据来源: 国际医学公司公告、开源证券研究所

2.1.4、锦欣生殖: 2021H1 国内地区收入较疫情前实现了较高增长, 美国地区较2020H1 实现 30%+增长

锦欣生殖 2021H1 总营业收入 8.59 亿元 (同比 2020H1 +40.4%, 同比 2019H1 +37.29%), 实现了较高增长。按照不同地区, **国内来看**, 2021H1 成都地区收入 4.1 亿元 (同比 2020H1 +23.9%, 同比 2019H1 +18%), 深圳地区收入 2.07 亿元 (同比 2020H1 +71.7%, 同比 2019H1 +28%), 武汉地区收入 0.25 亿元 (2020 下半年收入为 0.14 亿元, 环比增长 78%), 成都、深圳地区皆恢复疫情前水平并实现了较快增长, 武汉地区收入实现快速增长; **国外来看**, 美国地区收入 2.18 亿元 (同比 2020H1 +35.55%, 同比 2019H1 -23.05%), 由于疫情反复, 国际周期尚在恢复当中, 但本地业务增长良好, 逐渐强化。

图14: 锦欣生殖国内地区收入较疫情前实现了较高增长



数据来源: 锦欣生殖公司公告、开源证券研究所

2.1.5、海吉亚医疗：医院内生收入快速增长，肿瘤收入占比持续提升

海吉亚医疗 2021H1 医院业务收入 8.51 亿元（同比 2020H1+53.06%，同比 2019H1+90.5%），其中门诊收入 2.72 亿元，住院收入 5.79 亿元。剔除永鼎医院并购业务贡献的 0.92 亿元收入，**医院内生业务**实现营收 7.59 亿元（同比 2020H1+36.5%，同比 2019H1+69.8%），实现快速增长。

海吉亚医疗聚焦肿瘤相关业务发展，持续扩大肿瘤业务规模。2021H1 肿瘤业务收入 4.47 亿元，同比 2020H1+49.7%，占公司总收入比 48.0%（同比 2020H1+0.8pct）。

表5：海吉亚医疗医院内生收入、肿瘤收入快速增长

	收入（亿元）	较 2020H1	较 2019H1
门诊	2.72	+70%	+127%
住院	5.79	+46%	+77%
医院内生业务	7.59	+36.5%	+69.8%
肿瘤业务	4.47	+49.7%	+96.86%

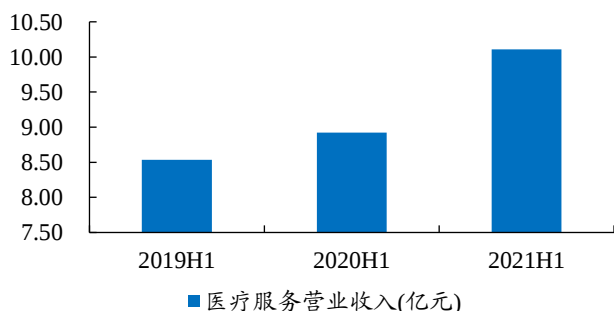
数据来源：海吉亚医疗公司公告、开源证券研究所

2.1.6、信邦制药：医疗服务收入持续增长，贵州肿瘤医院单床产出提升

公司医疗服务业务坚持肿瘤专科、综合医院齐头并进的布局，拥有肿瘤医院、白云医院、乌当医院、仁怀新朝阳医院等 7 家医疗机构，分布在贵阳、安顺、遵义和六盘水，拥有床位数 5,000 余张。2021H1 医疗服务业务实现收入 10.11 亿元（同比 2020H1+13.26%，同比 2019H1+18.43%），分季度看，Q1/Q2 收入分别约为 4.9 亿元（+25%）、5.2 亿元（+4%），Q2 增速放缓主要是由于公司致力于控制医院药占比、耗占比，降本增效，未来随着费用占比趋于稳定，我们预计增速将继续提升。

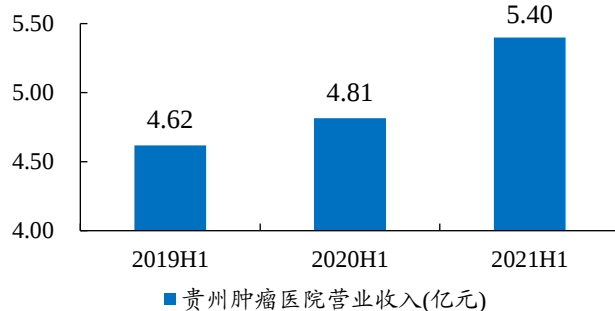
2021H1 贵州肿瘤医院收入 5.40 亿元（同比 2020H1+12%，同比 2019H1+17%），在 2020 全年、2021H1 医院床位入住率分别为 96%、90%的假设下，贵州肿瘤医院年化单床产出从 73 万增长 9%至 80 万。由此验证我们之前的逻辑，旗下医院单床产出提升潜力大：在设备、专家医生等核心资产上优于公立体系；丰富医疗服务项目提升人均收费；医联体模式实现头部医院聚焦重症，一体化管理提升运营效率，提升床位周转率；医教研体系下加强学科建设扩大诊疗范围，提升床位使用率，由此提升单床产出。

图15：信邦制药医疗服务收入实现同比持续增长



数据来源：信邦制药公司公告、开源证券研究所

图16：贵州肿瘤医院收入持续增长



数据来源：信邦制药公司公告、开源证券研究所

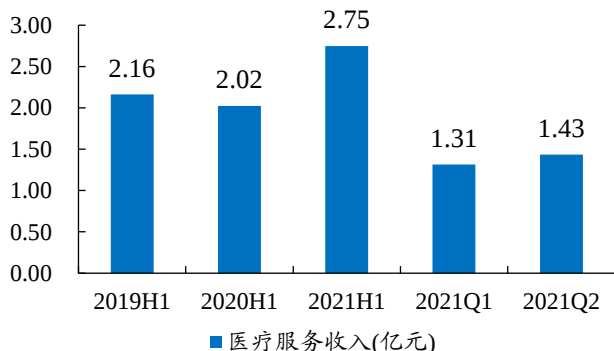
2.1.7、盈康生命：旗下医院收入稳步增长，业务布局随注入医院增加持续扩大

盈康生命在海尔控股后，医疗服务板块业务聚焦“1+N+n”战略，目标在全国实现“1-3-6”的布局，即10家“1”的区域旗舰医疗中心，30家“N”的卫星医院，60家“n”的放疗中心。截至2021H1，公司旗下共4家医院，其中四川友谊医院与拟注入的苏州广慈将作为旗舰医院，为后续布局打下人才储备基础，占领学术高地。

2021上半年公司医疗服务板块收入实现了稳健增长，2021H1实现营收2.75亿元（同比2020H1+35.8%，同比2019H1+27.2%），其中友谊医院收入2.17亿元（同比2020H1+37%），友方医院收入0.42亿元（同比2020H1+21%）。

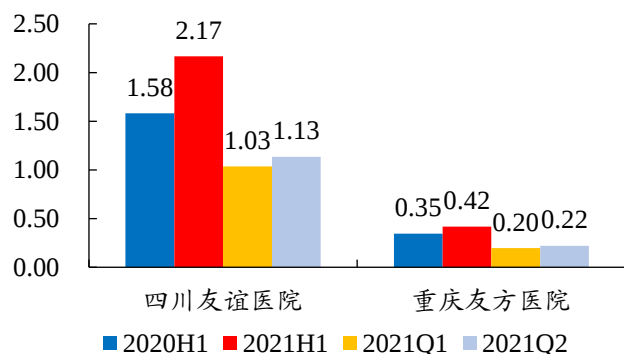
盈康生命于5月公告拟收购苏州广慈医院，苏州广慈医院在海尔高效运营下核心指标提升明显，如床位使用率从2017年的88%提升至2021H1的98%，床位周转天数从8.66天下降至7.51天，住院门诊人次和诊疗能力明显提升。苏州广慈医院的良好运营有望在其他医院得以复制，未来随着海尔旗下优质医院资产陆续注入，预计盈康生命业务规模能够快速扩大。

图17：盈康生命医疗服务收入实现同比持续增长



数据来源：盈康生命公司公告、开源证券研究所

图18：旗下医院收入(亿元)稳步增长



数据来源：盈康生命公司公告、开源证券研究所

2.2、外延：行业增长空间仍大，持续推进业务扩张

2.2.1、爱尔眼科：定增扩建重点医院+收购体外医院，持续完善区域市场布局

持续注入体外医院：6月11日，爱尔眼科公告称拟收购丹东爱尔55%、临沂爱尔51%和万州爱尔80%的股权；后于8月18日，拟收购日照爱尔55%、威海爱尔51%、河源爱尔75%、江门新会爱尔65.1%、枣阳爱尔70%的股权。拟收购标的均已形成良好发展基础，有利于爱尔眼科尽快完善区域市场布局，形成规模效应，进一步深化在全国各地的“分级连锁”体系，巩固和提升领先地位。

定增扩建重点医院：3月26日，公司公告定增预案，募集资金将主要用于迁址扩建长沙爱尔、沈阳爱尔眼视光、上海爱尔、南宁爱尔，新建湖北爱尔、安徽爱尔、贵州爱尔，有助于提升重点医院医疗服务供给能力，扩大覆盖范围，加快以区域龙头医院为平台向下级医院辐射的省内连锁服务网络建设，完善区域横向分级诊疗体系。

2.2.2、通策医疗：发展战略清晰，省内省外扩张计划稳步推进

公司省内省外扩张稳步推进。就浙江省内业务而言，杭州口腔医院滨江医院项目已进入设计阶段，预计 8 月房屋交付后可进入施工阶段；公司进一步推进蒲公英计划，2021 年上半年台州、临安、和睦、桐庐、嘉兴、富阳、温州等 7 家医院已开始运营，建德、余姚、慈溪、宁海、象山等医院工商登记已经完成。从省外业务拓展来看，公司通过口腔医疗基金参与投资新建，武汉、重庆、西安、成都等大型口腔医院，每家体量相当于一个杭州口腔医院中心医院。

同时，公司将重点打造紫金港医院，计划建成后为公司在杭州新增牙椅超 500 台，病床 80 张。医院落成后将完善公司在杭州区域的布局，补全紫金港区域的空白，进一步提升杭州口腔医院集团的接诊能力，更好地服务中高端客户群体。截至 2021H1 杭州紫金港医院项目已经处于设计阶段。

2.2.3、爱帝宫：超轻资产模式下加速扩张，5 年新规划快速持续落地

公司超轻资产新模式下扩张加速，已开门店印证可复制性。2021 年 4 月，首家超轻资产模式深圳侨城轻奢院新店开业，该店是公司首次启用带装修物业，该类型物业供应量较独栋式物业几何级提升，且将开店时间缩短至原独栋式的 1/3，资本投入下降至原独栋式的 1/3，该模式的投资回报期将较独栋式更短，助力公司加速业务扩张，目前该店订单及入住情况向好，基本印证超轻资产模式的成功。

开启 2020-2025 年 5 年新规划，快速落地表明管理层扩张决心。在新开店模式助力下，公司开启 2020-2025 年 5 年新规划并快速推进，于 2021 年 7 月承租位于深圳市南山区的物业用于新建月子中心（94 间房），该店与宝安区核心区域相邻，能很好覆盖宝安区域市场；于 2021 年 8 月承租位于成都市成华区的物业用于新建月子中心（预计 26 间房），鉴于成都市场供不应求，该新店与老店相邻，形成姊妹店，协同效应好，进一步巩固区位优势。截至 2021 年 8 月底，公司月子服务房间总数增加 190 间，达到 625 间，其中，深圳 473 间（+164）、北京 54 间、成都 98 间（+26），预计 2021 年房间数增长 50% 确定性大。

2.2.4、海吉亚医疗：通过扩建、新建、并购等方式持续扩大医疗服务网络

截至 2021H1，公司经营或管理 11 家以肿瘤科为核心的医院网络，较 2020 年底增加苏州永鼎医院，遍布中国 6 个省的 7 个城市。

海吉亚医疗接下来通过升级现有医院、收购优质医院、自建全新医院持续扩大整体肿瘤医疗服务能力和品牌影响力：

扩建方面，重庆海吉亚医院二期已于 2020 年下半年动工，预计 2022 年底前竣工，单县海吉亚医院二期预计 2021 年下半年获得施工许可，成武海吉亚医院二期于 2021 年 5 月进入施工准备阶段。

新建方面，聊城海吉亚医院主体工程于 2021 年 5 月封顶，预计 2021 年底开业；德州海吉亚预计 2021 年底开始施工，2023 年开业；无锡海吉亚于 2021 年 5 月进入施工准备阶段，预计 2023 年底开业。

并购方面，4 月 28 日公司完成对苏州永鼎医院的收购，苏州永鼎医院并购后整合迅速；7 月公司完成对贺州广济医院的收购。

新签医院方面，2021 年 4 月公司签署了医院建设投资意向协议，拟建龙岩海吉亚医院，将其规划为具有肿瘤专科特色的三级规模综合医院，投入运营后将与龙岩市博爱医院合作协同；2021 年 5 月，公司于常熟市高新区拟投资具有肿瘤专科特色的三级规模综合性医院，预计 2024 年建设完成。2021 年 6 月，公司于河南省安阳市签署医院投资意向协议，预计 2021 年建设完成，该签约拉开了公司进入中原市场的序幕。

由此，公司通过自建进一步加强在山东省的市场份额及区域优势，提升公司在长三角地区的品牌影响力，通过收购有望增强公司在长三角地区、华南地区的品牌影响力，进一步完善公司三级诊疗网络布局，提升规模效应。

表6：海吉亚医疗升级现有医院服务能力

	动工时间	竣工时间	建筑面积	设置床位数
重庆海吉亚医院二期	2020 年下半年	2022 年年底前	7.2 万平方米	800-1,000 张
单县海吉亚医院二期	提报建设工程规划许可 中，预计 2021 年下半年获 得施工许可	2022 年年底前	5 万平方米	500 张
成武海吉亚医院二期	2021 年 5 月进入施工准备 阶段	2023 年竣工验收并投入 运营	-	350 张

数据来源：海吉亚医疗公司公告、开源证券研究所

表7：海吉亚医疗通过自建加强在山东省、长三角地区的市场占有率及品牌影响力

标题	开业时间	建筑面积	设置床位数
聊城海吉亚医院	2021 年年底	8.7 万平方米	800-1,000 张
德州海吉亚医院（一期）	2023 年	4.5 万平方米	500 张
无锡海吉亚医院	2023 年年底	三级规模建制	-

数据来源：海吉亚医疗公司公告、开源证券研究所

表8：海吉亚医疗通过签订医院建设投资意向协议储备后续扩张项目

新签订医院位置	协议签署时间	医院规划	预计竣工时间	建筑面积	设置床位数
龙岩市经济技术开发区	2021 年 4 月	具有肿瘤专科特色的三级规模综合医院	2024 年	8-10 万平方米	800-1,000 张
常熟市高新区	2021 年 5 月	具有肿瘤专科特色的三级规模综合性医院	2024 年	8-12 万平方米	800-1,200 张
河南省安阳市	2021 年 6 月	具有肿瘤专科特色的三级规模综合性医院	2024 年	8-10 万平方米	800-1,000 张

资料来源：海吉亚医疗公司公告、开源证券研究所

2.2.5、锦欣生殖：国内外版图通过收购、合作稳步推进，现有医院持续扩大诊疗范围

国内：稳步扩张形成区域联动、新老医院优势互补

2021 年 6 月，公司通过直接+间接合计拟收购云南九洲医院、昆明和万家医院各

19.33%股权，两家皆为优质标的：从周期数量来看，云南九洲医院运营成熟，2019-2020 年周期数皆为 2000+，按周期数计市占率云南省第二，且九洲医院和昆明和万家医院合计市场份额约占云南私立医院市场份额 50%。从盈利能力来看，2018-2020 年云南九洲医院净利率为 15%+；昆明和万家妇产医院 2019 年扭亏为盈，目前处于爬坡阶段，2020 年净利润同比增长 66.67%，盈利能力快速提升。此次收购有利于公司形成区域联动、市场扩张，且云南九洲医院的优势男科和成都西囡的男科形成优势互补，和万家医院的优势产科和武汉、深圳的产科能够形成优势互补。2021 年 8 月，公司还与 2 家医院订立新 IOT 安排，全面参与 2 家医院运营，让公司更好运用 IVF 医院管理经验提升 2 家医院整体表现。

2021 年 8 月，公司收购香港生育康健中心及香港辅助生育中心，加强粤港澳大湾区的业务建设。香港生育康健中心为妇女生殖系统健康诊所，拥有妇科诊所牌照；香港辅助生育中心为全方位 ARS 供应商，具备第一、二、三代试管婴儿牌照，为香港仅有的 13 家持牌 IVF 中心之一。从医生团队来看，核心医生团队为 3 名 IVF 兼妇产科医生、1 名乳腺外科医生、1 名心理科医生、3 名胚胎学家，诊所创始人陈志慧女士为仅有的 11 名香港医学会专科注册的生殖医学专家之一。

此外，公司正为深圳中山医院物色新大楼以扩大产能。公司未来将会通过深圳和香港的综合营运，提高公司在大湾区的市场地位。

表9：云南收购医院皆为优质标的，有利形成业务优势互补

	云南九洲医院	昆明和万家妇产医院
成立时间	2003 年	2014 年
医院性质	二级综合医院	三级妇产专科医院
牌照情况	2016 年获批 IVF-ET 及 ICSI 正式运行牌照	2018 年获批 IVF-ET 及 ICSI 正式运行牌照
开展业务情况	IVF 业务云南省综合排名第 2（按 2019 年周期数计），开设泌尿男科及妇产科	除 IVF 业务外，医院核心业务还包括妇产科，提供高端产科服务
预计周期可容量	医院自有建筑面积约 12,000 平方米，经改建后可满足 5000+周期/年	医院建筑面积约 13,800 平方米，经改建后可满足 3000+周期/年

资料来源：锦欣生殖公司公告、开源证券研究所

国外：新签订管理服务协议，合作推动 IVF 相关临床研究

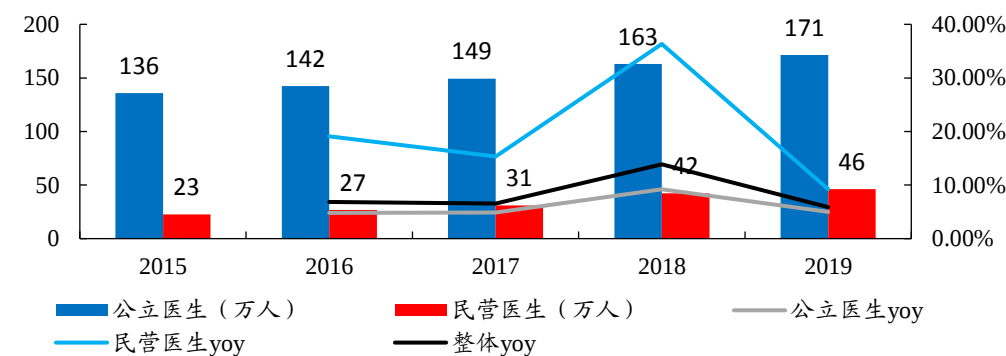
2021 年 8 月，HRC 与 USC（南加州大学）生殖中心订立管理服务协议，USC 生殖中心为美国辅助生殖领域的领军者，有超过 30 年历史，且为美国第二例试管婴儿诞生地。HRC 将管理 USC Fertility，为期 10 年，同时，USC 将与 HRC 形成多方面合作，不仅推动 IVF 相关临床研究，而且在医生培训、市场推广方面实现资源共享，产生协同效应，提升公司在美国的品牌知名度。展望未来，公司计划继续通过收购或成立新诊所提高美国西部市场份额，拟于东南亚优先收购当地领先 ARS 供应商加快扩张。

3、获医能力：随医院品牌力、科研水平提高而提升，2021H1

人才引进加速

目前从数据端来看，公立医院医生有加速流向民营的趋势，根据中国卫生健康统计年鉴，2015-2019年，公立医生数量增速<整体医生数量增速<民营医生数量增速，表明该5年中每年净流入医生+迁移医生更多地流入了民营医院。

图19：公立医院医生呈现加速流向民营医院的趋势



数据来源：卫生健康统计年鉴、开源证券研究所

通过总结较多文献，我们认为公立医院医生看重民营医院的要素主要为：薪资及福利激励、人才培养体系、实操机会、科研水平、晋升机制、可用资源（包括培训、技术、设备等），以上要素不分先后。

通过对比国内主流大型民营医疗机构情况，发现以上大多要素是大型民营医疗机构皆具备的，但各家民营医疗机构也存在创新模式，例如通策医疗的团队接诊模式、信邦制药的首席专家负责制能够为年轻医生提供更多实操机会，锦欣生殖的医疗品质控制及科研发展委员会能够助力提升科研水平。

表10：各大医疗服务版块优质公司皆拥有重要获医优势

具体获医优势	代表公司	具体举措
人才培养体系成熟	爱尔眼科	“光子计划”、“博才计划”、“优才计划”、“全球引才引智”系列人才培养计划
	通策医疗	发展杭州医学院
	美年健康	筹建超声医学院
	国际医学	5所高校教学医院和博士后工作站
	锦欣生殖	成立生殖医学专科联盟
	海吉亚医疗	搭建海外交流平台，邀请专家分享临床经验
	信邦制药	成为贵州医科大学的第二临床教学点
实操机会更多	爱尔眼科	近视手术量行业第一
	通策医疗	团队接诊模式
	国际医学	鼓励医生最大化发挥才能
	海吉亚医疗	专家为年轻医生提供临床培训
	信邦制药	采用首席专家负责制，专家于各院轮动执业
科研水平提升	爱尔眼科	与高校合作，建立“八院”、“多所”、“两站”、“两基地”、“三中心”医教研体系
	通策医疗	与高校合作
	国际医学	学科齐全，成立研究院
	锦欣生殖	成立医疗品质控制及科研发展委员会
	信邦制药	学科完善，建立肿瘤研究实验室，拥有GCP基地平台
薪资高、福利丰富	爱尔眼科等所列举的全	-

部 7 家公司		
可用资源更多	通策医疗	利用产业资源开展口腔正畸培训
	爱尔眼科、锦欣生殖	布局海外，引进技术、扩展客户
	国际医学	合作医疗器械企业，同步技术
晋升机制改善	爱尔眼科	获得自主评审临床卫生系列高级职称资质，爱尔体系各省通用
先进设备丰富	爱尔眼科等所列举的全部 7 家公司	-

资料来源：各公司公告、开源证券研究所

从 2021 年半年报情况来看，民营医疗机构凭借以上获医优势引入优质医生加速。以海吉亚医疗为例，海吉亚医疗于 2021H1 新引进医疗专业人员 844 人，同比 2020 年底增长 33%，其中，引进主任医师及副主任医师共 128 人，同比 2020 年底增长 43%，优质医疗团队得到大幅度扩充。锦欣生殖则在 2021 上半年新引入 4 名知名专家，专家丰富的医疗经验能够增强锦欣生殖医疗服务实力及能力。

除了引入优质医生，民营医疗机构也加速人才培养进程，例如海吉亚医疗通过教学研究院培养复合型人才，爱尔眼科成立爱尔视光产业学院等，与中科院计算所签署“联合培养博士后人才合作协议”，扩充后续人才储备。

表11：2021H1 民营医疗机构加速引进医疗人才、储备后续人才

	人才规模	人才培养	人才招聘	人才激励
海吉亚医疗	2021H1 医疗专业人员共 3404 人 (+844 人)，其中主任医师及副主任医师共 427 人 (+128 人)，共 62 名医生晋升至高一级职称	通过海吉亚医疗教学研究院培养具备医疗专业知识的复合型人才	预开业医院招聘进展顺利	2021 年 8 月 24 日，公司公告称，计划采纳购股权计划，用于激励及保留人才
爱尔眼科	截至 2020 年底，共有 8,800 多名眼科及视光医生	成立爱尔视光产业学院、爱尔视光产业学院产学研协同创新中心及爱尔视光产业学院双师型教师培养培训基地与中科院计算所签署“联合培养博士后人才合作协议”	启动 2021 年博士后科研工作站全球招聘	实施 2021 年限制性股票激励计划
锦欣生殖			于 2021 年，实施“全球合伙人遴选计划”，选出“新锦欣人”	

资料来源：各公司公告、开源证券研究所

表12：2021H1 锦欣生殖引入 4 名知名专家

引入专家	集团职务	经历
李媛博士	首席医疗官	山东大学附属生殖医院的实验室主任及院长助理 北京朝阳医院生殖中心主任及创始人
马艳萍博士	九洲医院和和万家医院生殖技术总监	云南省第一人民医院生殖医学科主任 云南省 IVF 先锋之一
Paulson 博士	HRC 医疗总监	USC 生殖中心创始人并担任医疗总监 USC 凯克医学院妇产科学教授及副主任、生殖内分泌学及难孕症学科主任、

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

生殖内分泌学及难孕症研究生课程总监

美国生殖医学会及生殖内分泌学和不育学会的前任主席

自 1994 年起持续名列“美国最佳医生”之一

 陈志慧医生 香港生育健康中心及香港辅助生育
中心的管理合伙人医生及负责人

香港生殖医学科注册专科医生

资料来源：锦欣生殖公司公告、开源证券研究所

4、获客能力：2021H1 同比 2019 及 2020 同期皆实现服务人次较快增长

2021H1 大多民营医疗机构服务人次实现了快速增长：爱尔眼科门诊量、手术量较疫情前实现了明显增长；通策医疗门诊量同比 2019H1 增长 33.54%，省内省外协同发展，省内分院增长加速；国际医学门诊量则同比 2020H1 接近翻倍，表明医院品牌影响力快速扩大，住院量随床位爬坡实现 80% 增长；海吉亚医疗 2021H1 门诊量、住院量同比 2019H1 分别实现 67.96%、57.53% 的增长；锦欣生殖虽受美国疫情影响，但仍实现 2021H1 总周期数追回 2019H1 水平；康宁医院 2021H1 期末住院床位数、床位使用率皆同比 2019H1 实现明显增长。

表13：2021H1 同比 2019 及 2020 同期皆实现服务人次较快增长

相关标的	获客指标	2021H1	同比 2020H1	同比 2019H1
爱尔眼科	门诊量(万人次)	479.04	81.38%	51.39%
	手术量(万例)	40.54	71.57%	35.31%
通策医疗	门诊量(万人次)	134.37	56.50%	33.54%
	省外	17.77	49.58%	31.73%
	省内	116.6	57.61%	33.82%
	总院	34.86	42.87%	7.36%
	分院	81.74	64.86%	49.54%
国际医学	门诊量(万人次)	102.8	98.19%	-
	住院量(万人次)	5.7	80.42%	-
海吉亚医疗	门诊量(万人次)	70.59	68.79%	67.96%
	住院量(万人次)	4.38	44.27%	57.53%
锦欣生殖	周期数(个)	13164	36.51%	-1.85%
	成都	7500 左右	20.00%	-
	深圳	3300 左右	63.00%	-
	美国	1600 左右	30.40%	-
	武汉	583	-	-
康宁医院	期末住院床位数(张)	8328	21.52%	48.90%
	床位使用率	87%	+4.20%	+2.40%
	门诊人次(万人次)	17.79	41.34%	67.83%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

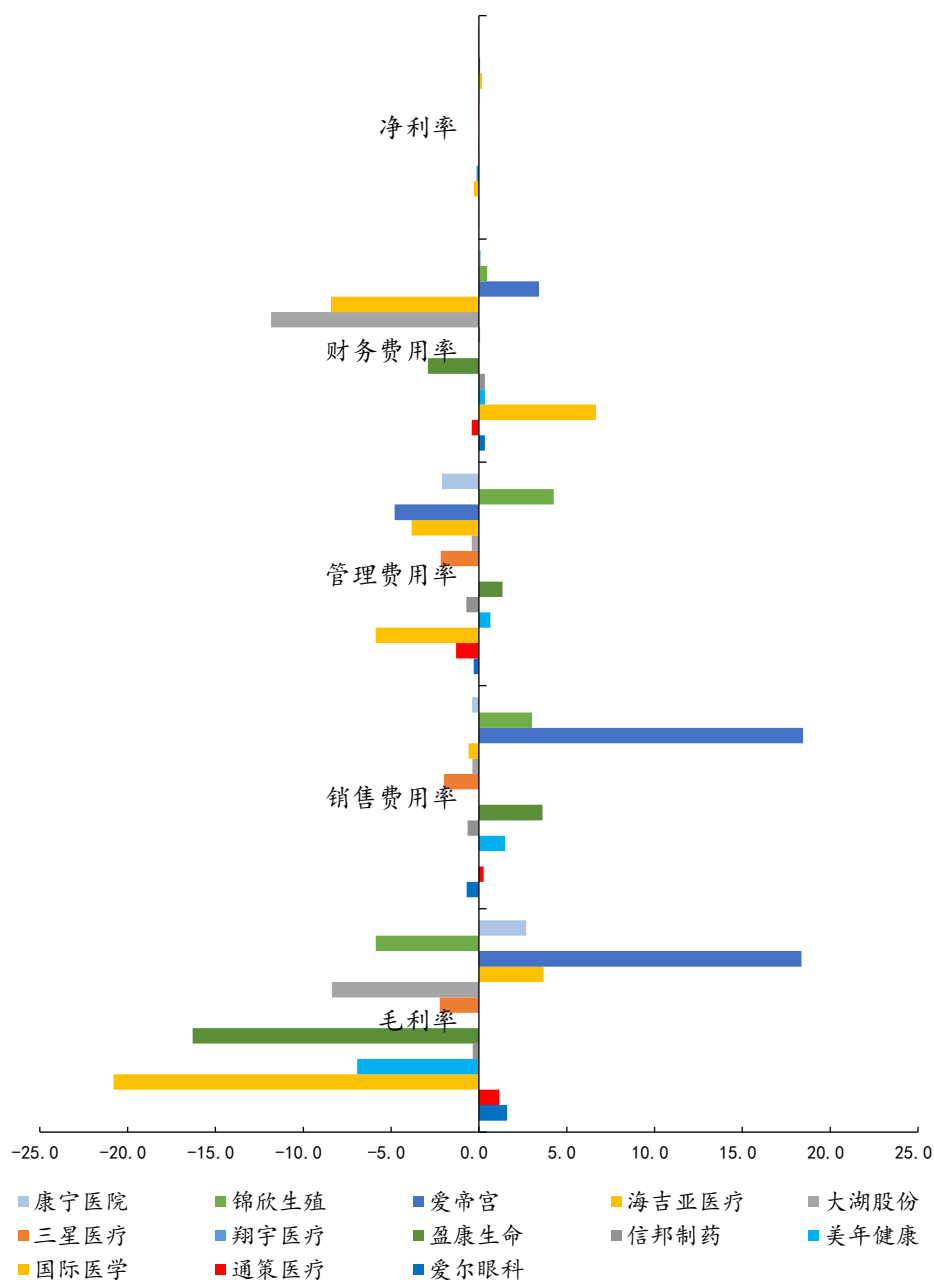
5、管理能力：内部持续提质增效，外部拓展创新业务，蓄力未来发展

管理能力包括内部管理能力以及外部扩张能力，内部管理能力需要公司拥有较好管理体系，实现高效、标准化运营，促进业务快速开展；外部扩张能力需要公司正确预判未来发展方向并灵活调整自身发展策略，扩大业务覆盖面，实现市占率的不断提升。

5.1、内部：加强成本费用管控，优化收入结构，持续提质增效

汇总发现，2021H1 大多医疗服务标的实现了毛利率提升、管理/财务费用率下降。其中，爱尔眼科 5 大业务毛利率同比 2020H1 皆实现增长；通策医疗管理费用率自 2017H1 以来呈现持续下降趋势（2017H1 为 16.55%，2021H1 为 9.08%），表明公司对运营成本的合理控制能力强，采购议价能力强、实现降本增效；信邦制药 2019H1 至 2021H1 实现销售费用率、管理费用率持续下降。盈康生命毛利率下降主要由于医疗器械板块影响，其医疗服务毛利率同比 2020H1 下降 4pct，主要由于新增 PET-CT、TOMO 刀设备折旧费所致；翔宇医疗销售费用率、管理费用率提升主要因为公司处于快速扩张期，加大运营投入所致。

图20: 2021H1 大多医疗服务标的实现费用率下降, 盈利能力提升



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

此外, 医疗服务机构还通过优化自身收入结构增强其核心竞争力, 以海吉亚医疗为例, 其业务围绕肿瘤服务开展, 为肿瘤患者提供一站式的综合治疗服务, 包括自有医院提供肿瘤多学科医疗服务(覆盖肿瘤患者全生命周期)、第三方放疗业务。2021H1 公司肿瘤业务收入 4.47 亿元(+49.7%), 其中放疗业务收入 1.44 亿元(+6.5%), 非放疗业务收入 3.03 亿元(+85.2%), 非放疗业务实现高速增长。我们认为肿瘤多学科医疗服务收入占比提升增强了公司业务的抗风险性以及竞争力, 试点方案将医疗服务项目分为通用型和复杂型, 由于复杂型医疗服务项目普遍拥有更高技术劳务价值, 预计前者价格下降, 后者价格上升, 肿瘤多学科医疗服务较放疗业务技术性

更强，在当前政策现状下，海吉亚医疗收入结构的变化顺应了政策倾向的发展趋势，增强了核心竞争力。

5.2、外部：拓展服务链，扩大覆盖面，蓄力未来新增长

5.2.1、爱尔眼科：增设专病门诊，不断完善服务体系

爱尔眼科新设专病门诊，深入拓展干眼诊疗等五大眼疾诊治业务。随着眼病需求的变化趋势，爱尔眼科陆续新设五大眼病专病门诊：青少年近视防控门诊、糖尿病眼病专家门诊、老花白内障专家门诊、高度近视专家门诊及干眼诊疗门诊。爱尔眼科在传统科室设置模式的基础上，根据不同眼病特点，通过多科室眼科专家会诊，提供个性化的治疗管理和一站式的诊疗方案，有效提高相关眼病患者跨科室诊疗的效率。

5.2.2、锦欣生殖：业务扩展至男性生殖健康及妇产科，提供一体化生殖服务

锦欣生殖进一步扩大服务范围至提供生育治疗的综合服务，完善服务体系：（1）提供个性化诊疗，公司将成都西囡医院的 IVF 业务重新分为 5 个专业类别，在实现服务个性化的同时提升成功率和口碑；（2）扩展男科生殖健康服务，公司在深圳中山医院成立男科中心，以管理生殖男科及男性泌尿科；公司还在成都新成立“锦欣爱国国际”，致力打造专注男性生殖服务全生命周期的顶级连锁医疗机构，截至 2021 年 8 月，锦欣爱国国际的筹备及建设工程进展顺利，核心医生的招募工作已完成，预期将于 2021 年底前正式投入营运，并计划通过约 8 个季度的时间达到盈亏平衡点，实现稳步增长；（3）扩展产科业务，定位于提供高端妇产业务的中山医院产科预计 2021 年底正式开业，截至 2021 年 8 月已完成核心产科医生的招募及主要医疗设备购置，提供全周期服务并助力医院升级为三级妇产医院。

5.2.3、国际医学：打造大型专科优势，拓展医美等高附加值业务空间

公司旗下医院布局整形美容、辅助生殖、康复、妇儿、特需等特色专科医院及中心。打造大型优势专科目的在于提升业务规模、满足服务需求，同时，打造消费医疗特色专科，契合居民消费升级趋势，以三甲医院规范化的医疗品质，拓展高附加值医疗市场。

公司旗下专业医疗美容机构西安国际医学中心整形医院作为集医学美容、教学、科研为一体的现代化医学美容整形医院，为广大医美需求客户提供符合国际医疗标准的服务。2021 年 6 月 28 日，整形美容专科医院新大楼正式动工，将有效提升医美业务的供给，满足旺盛的市场需求，提升客户就医体验。公司辅助生殖医学项目目前正在运行夫精人工授精业务，待获得卫生主管部门批复后将启动 IVF 业务，该中心具备每年 4 万例 IVF 周期运行能力。西安国际医学康复医院是一所集医疗、科研、教学、培训、康复于一体的全球超专业康复医学中心，按照国际 JCI 认证标准和国家三级甲等综合医院标准规划建设，打造临床、康复一体化医疗服务模式，投用后将极大满足患者需求，有效填补市场空白。

6、推荐及受益标的

我们继续拥抱赛道价值高、有较深护城河、商业模式被证明成功的标的，低估值可遇不可求，应拉长时间维度去衡量公司成长性，看好肿瘤、康复、眼科、齿科、体检、辅助生殖、月子服务、医美等赛道，推荐标的：国际医学、爱帝宫、盈康生命、信邦制药、锦欣生殖、海吉亚医疗、美年健康。受益标的：爱尔眼科、通策医疗、三星医疗、大湖股份、康宁医院（以上排名不分先后）。

表14：推荐及受益标的

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	归母净利润增速				P/E				评级
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
300015.SZ	爱尔眼科	53.40	25.01	37.1	31.6	30.2	167.47	122.13	92.78	71.27	未评级
600763.SH	通策医疗	302.02	5.69	50.1	33.5	31.2	196.58	130.95	98.06	74.75	未评级
000516.SZ	国际医学	11.39	111.23	31.7	585.3	40.4	571.48	432.0	63.4	45.1	买入
002044.SZ	美年健康	7.42	163.93	44.4	25.0	30.0	52.43	36.3	29.0	22.3	买入
002390.SZ	信邦制药	7.67	-26.57	61.5	25.4	24.4	89.61	55.5	44.3	35.6	买入
300143.SZ	盈康生命	14.27	118.21	25.9	81.3	34.5	71.53	56.9	31.4	23.3	买入
601567.SH	三星医疗	16.43	-4.80	-15.17	18.68	25.09	23.83	28.09	23.67	18.92	未评级
600257.SH	大湖股份	7.18	103.18	-	-	-	828.30	-	-	-	未评级
1951.HK	锦欣生殖	12.28	-38.57	39.0	46.3	27.4	101.95	73.3	50.1	39.3	买入
6078.HK	海吉亚医疗	64.55	327.70	126.5	45.9	20.0	195.39	86.3	59.1	49.3	买入
0286.HK	爱帝宫	0.93	-3,493.72	124.3	67.0	56.3	-10.45	42.9	25.7	16.5	买入
2120.HK	康宁医院	34.05	22.19	34.29	25.53	25.42	30.23	22.5	17.9	14.3	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：爱尔眼科、通策医疗、三星医疗、大湖股份、康宁医院数据来自 Wind 一致预期；除锦欣生殖、海吉亚医疗、爱帝宫、康宁医院收盘价为港元外，其余为人民币；汇率为 2021 年 10 月 8 日值，港元:人民币=1.21:1

7、风险提示

行业黑天鹅事件、政策端变化。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn