

## 国际医学 VS 华润医疗（港） VS 三星医疗

### 民营医院产业链 2021 年 10 月跟踪报告

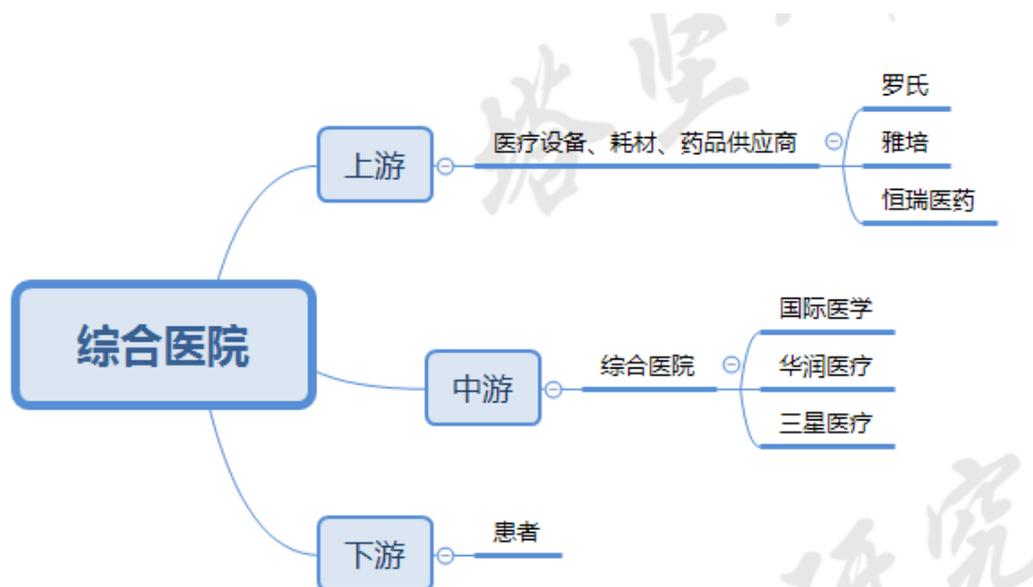
2010-2019 年，公立综合医院数量、公立专科医院数量、公立医院总诊疗人次的复合增长率为-3%、0%、6.4%，而民营综合医院数量、民营专科医院数量、民营医院总诊疗人次的复合增长率分别为13%、13%、14.7%，无论是医院数量还是诊疗人次增速，民营医院明显较高。今天，我们来跟踪一下综合医院产业链的景气度情况。

#### **综合医院这条产业链，环节包括：**

上游为医疗设备、耗材、药品供应商，代表企业有罗氏、雅培、恒瑞医药等；

中游为综合医院，代表企业有国际医学、华润医疗、三星医疗等；

下游为 C 端患者。



图：产业链结构

来源：塔坚研究

对医疗服务产业链，之前我们还研究过眼科医院、生殖医学中心、肿瘤医院等，详见[产业链报告库](#)，此处不详细叙述。

从近期，综合医院产业链几家代表公司的增长情况数据来看：

华润医疗——2021中报，其收入为17.8亿元，同比增长95.74%；  
归母净利润1.99亿元，同比增长84.97%。

国际医学——2021中报，收入为13.06亿元，同比增长104.1%，  
归母净利润为-3.6亿元，同比增长-4.6%。

三星医疗——2021 中报，收入为 33.45 亿元，同比增长-4.13%；  
归母净利润为 5 亿元，同比增长 0.45%。

### 从机构对行业增长情况的预期来看：

华润医疗——2021E-2023E 预期，wind 机构预期收入分别为 34.3 亿元、38.91 亿元、42.27 亿元，预期同比增长 24.72%、13.41%、8.65%；预期归母净利润为 4.27 亿元、4.96 亿元、5.65 亿元，预期同比增长 37.68%、16.16%、13.91%。

国际医学——2021E-2023E 预期，wind 机构预期收入分别为 33.26 亿元、55.2 亿元、74.54 亿元，预期同比增长 106.95%、65.97%、35.05%；预期归母净利润为-1.57 亿元、3.2 亿元、6.44 亿元，预期同比增长-446.1%、303.51%、101.65%。

三星医疗——2021E-2023E 预期，wind 机构预期收入分别为 81.36 亿元、100.45 亿元、119.06 亿元，预期同比增长 14.71%、23.46%、18.53%；预期归母净利润为 8.11 亿元、9.63 亿元、12.04 亿元，预期同比增长-15.17%、18.68%、25.09%。

看到这里，随之而来的几个问题：

- 1) 各家近期增长数据变动背后，是何原因？
- 2) 综合医院的服务市场规模有多大？从关键经营数据看，各家谁更具优势？

### (壹)

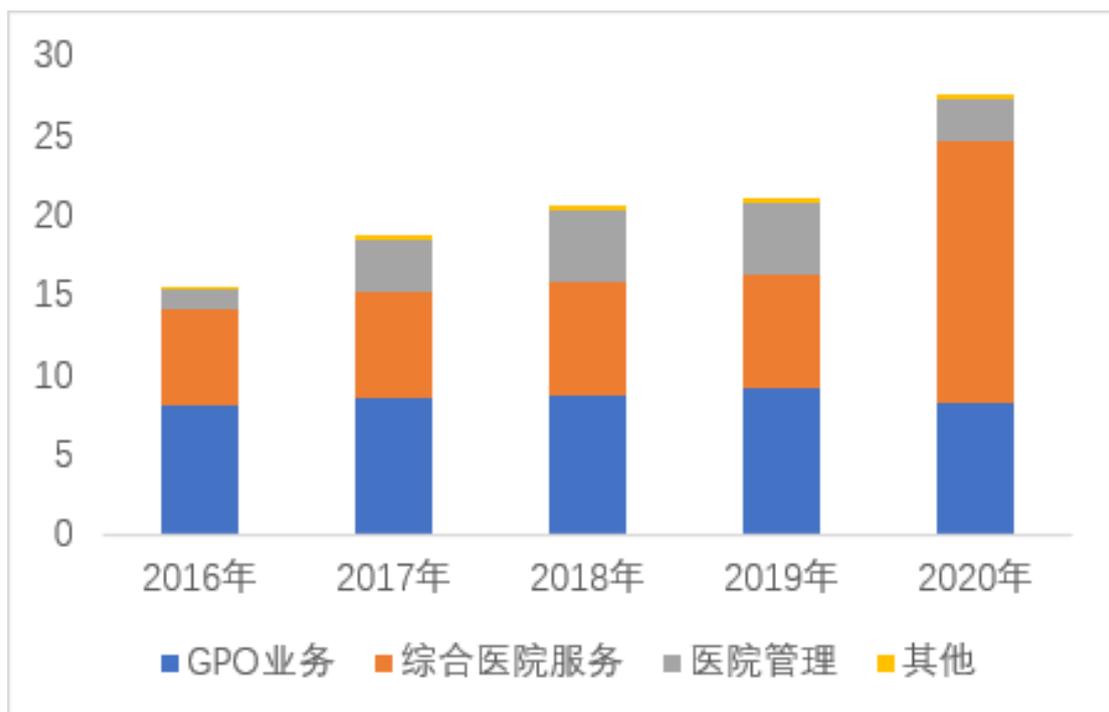
先来看，综合医院各家代表公司的收入结构情况：

华润医疗——华润医疗的前身是凤凰医疗，2013 年凤凰医疗在港股上市，2016 年华润医疗入主凤凰医疗，宣布合并。

收入贡献上，以综合医院服务为主，占比 59.75%，其次是 GPO 业务，占比为 29.87%。

其中，综合医院服务包括提供住院服务、门诊服务；GPO 业务（集团采购组织业务）即出售医疗用品，例如药品、医疗器械及医用耗材等。

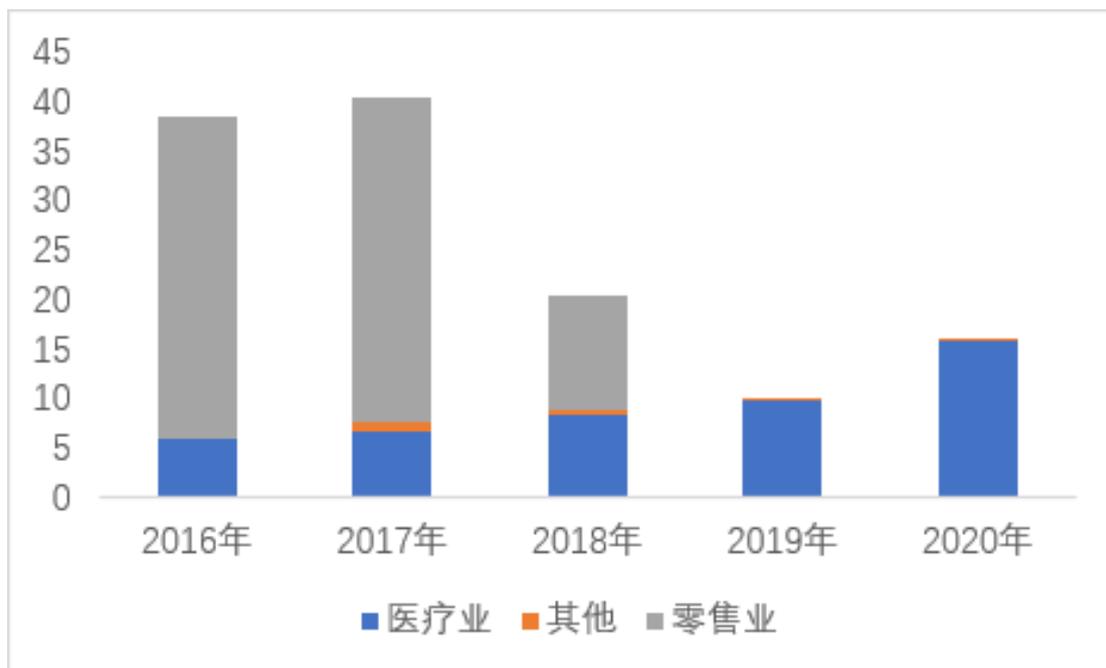
*其 GPO 业务具有营利性，与美国起源的非营利性 GPO 存在差异（国内上海 GPO 也是非营利性，属于第三方非盈利组织），其利润来源是耗材采购的买卖差价。*



图：收入结构（单位：亿元）

来源：塔坚研究

国际医学——以百货零售起家，2011年收购西安高新医院，之后医疗服务收入占比逐渐提升。2018年-2019年剥离百货零售业，实现整体转型，医疗业收入占比99.08%。

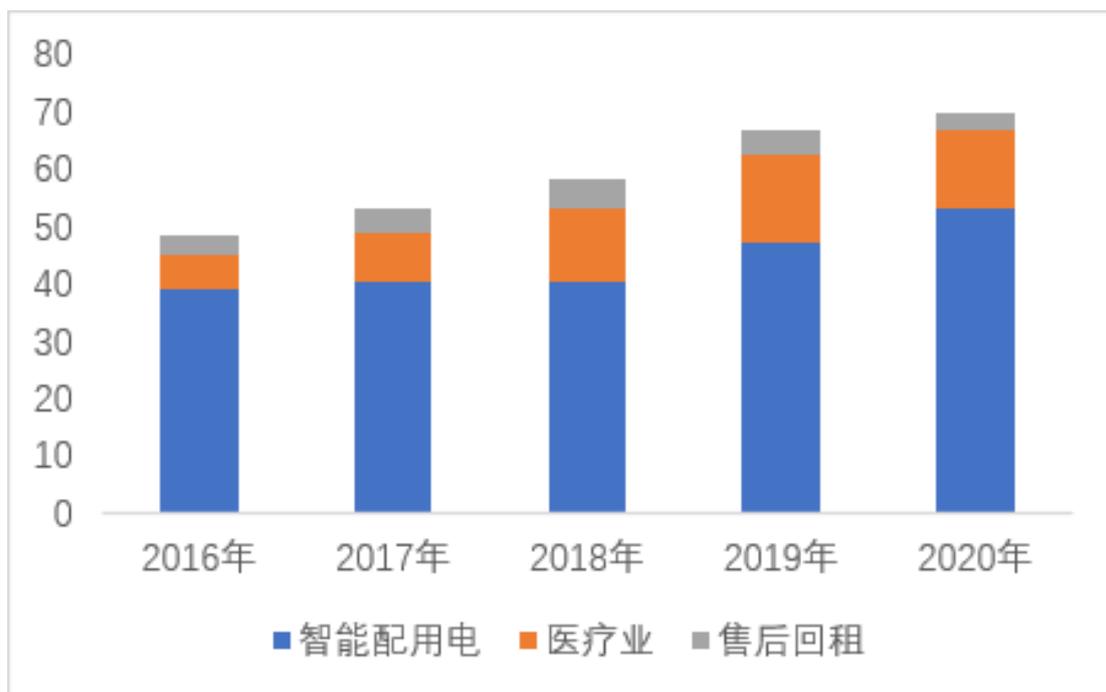


图：收入结构（单位：亿元）

来源：塔坚研究

三星医疗——收入以智能配用电为主，占比为 74.85%，其次是医疗业，为 19.5%。

其中，智能配用电产品覆盖智能计量、新能源产品、智能开关、智能配电系统、电力箱、智能充电设备；医疗业则是围绕旗下宁波明州医院，重点发力康复护理等。



图：收入结构（单位：亿元）

来源：塔坚研究

整体来看，华润医疗、国际医学目前的收入领域更为专注集中，而三星医疗则是以配用电+医疗发展。

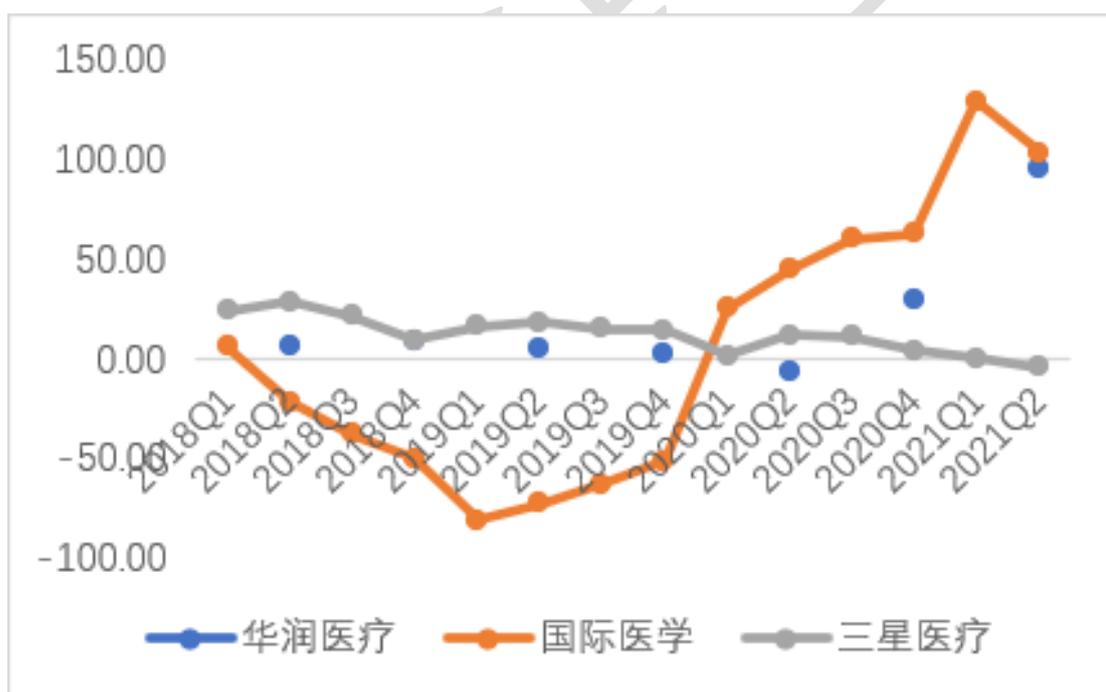
(贰)

看完收入结构之后，我们来了解一下三家的增长情况。

整体来看，三星医疗、华润医疗的收入增速相对稳定，而国际医学收入增速波动较大。其中：

国际医学波动较大，尤其是从 2018Q2-2019Q4 收入增速持续为负，这是由于其向银泰百货出售开元商业，剥离零售业所致。2020年下半年随着卫生事件影响减弱以及医疗院区全面投入使用后，收入逐渐增长。

三星医疗 2021Q1-Q2 收入增速持续下降主要是受电力板块业务的影响，电表受新能源影响其销售虽增长，但产品价格相对下调。



图：收入增速（单位：%）

来源：塔坚研究

归母净利润增速方面，三星医疗与国际医学的波动较大。

其中，国际医学前期（2018Q2-2018Q4）归母净利润增速极高是受投资净收益的影响，即公司处置子公司股权取得收益；2020Q2大幅下挫是因为成本高于收入，当期西安国际医学中心投入运营，相关成本增加，但受卫生事件影响且新医院还在爬坡阶段，收入增长不及成本增加。

三星医疗 2019Q1-Q4 增速较高是投资净收益影响，其将持有的东阳光药、医思医疗股票进行出售。



图：归母净利润增速（单位：% ，右为国际医学）

来源：塔坚研究

**(叁)**

了解完大致趋势之后，我们具体来看他们三家的季报情况：

以中报收入体量来看，总体依次是三星医疗（33.45 亿元）> 华润医疗（17.89 亿元）> 国际医学（13.06 亿元）。

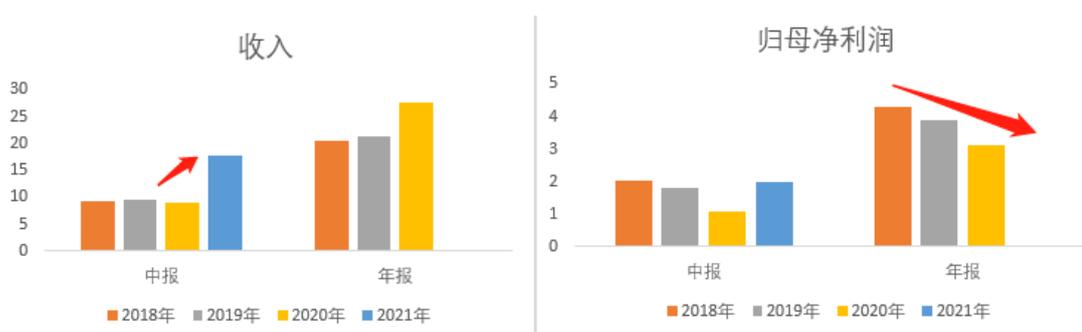
不过，若剔除各家其他业务，单论医院业务，其收入体量由高到低依次是：国际医学（17.45 亿元）> 三星医疗（13.83 亿元）> 华润医疗（11.39 亿元，不含医院管理、GPO 业务）。

若将医院管理、GPO 业务也加入，则华润医疗的医疗类业务体量更大。

**华润医疗——2021 中报收入为 17.89 亿元，同比增长 95.74%；归母净利润 1.99 亿元，同比增长 84.97%。**

收入方面，2021 年的中报增长较快，是由于门急诊人次及出入院人次增长所致。归母净利润变动受非经常性损益影响较大。

2019年、2020年归母净利润下滑均是由于金融资产公允价值变动所致, 2021Q2增长84%是受投资收益增加所致, 当期联营公司(京润仁康及京润控股投资) 股权分红收益。

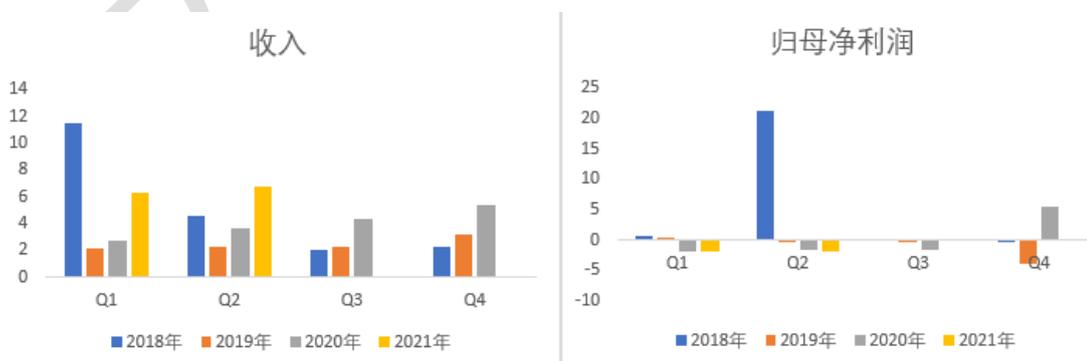


图：收入利润情况

来源：塔坚研究

**国际医学——2021Q2 收入为 13.06 亿元, 同比增长 104.1%, 归母净利润为-3.6 亿元, 同比增长-4.6%。**

2021上半年利润为负是由于交易性金融资产损失影响。



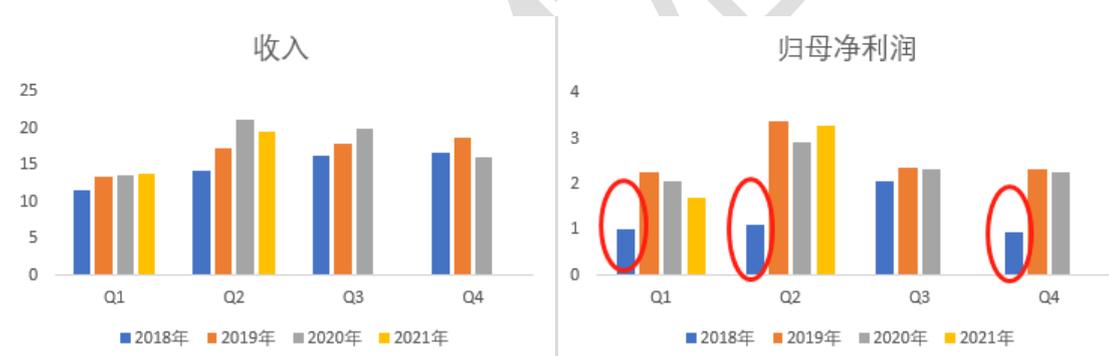
图：收入利润情况

来源：塔坚研究

**三星医疗——2021Q2 收入为 33.45 亿元，同比增长-4.13%；归母净利润为 5 亿元，同比增长 0.45%。**

当期收入增长为负是因为电力板块业务收入的下滑，归母净利润增长是由于公允价值变动收益（其他非流动金融资产）和资产处置（固定资产）收益。

归母净利润方面，2018 年普遍较低是由于坏账损失增长所致。



图：收入利润情况

来源：塔坚研究

综上所述，三家公司的净利润受投资收益、非经常性损益的影响很大，剔除非经营因素影响，经营利润率较高的是华润医疗、三星医疗。

华润医疗经营利润率大致在 19.15%，近五年复合增速为 8.32%；

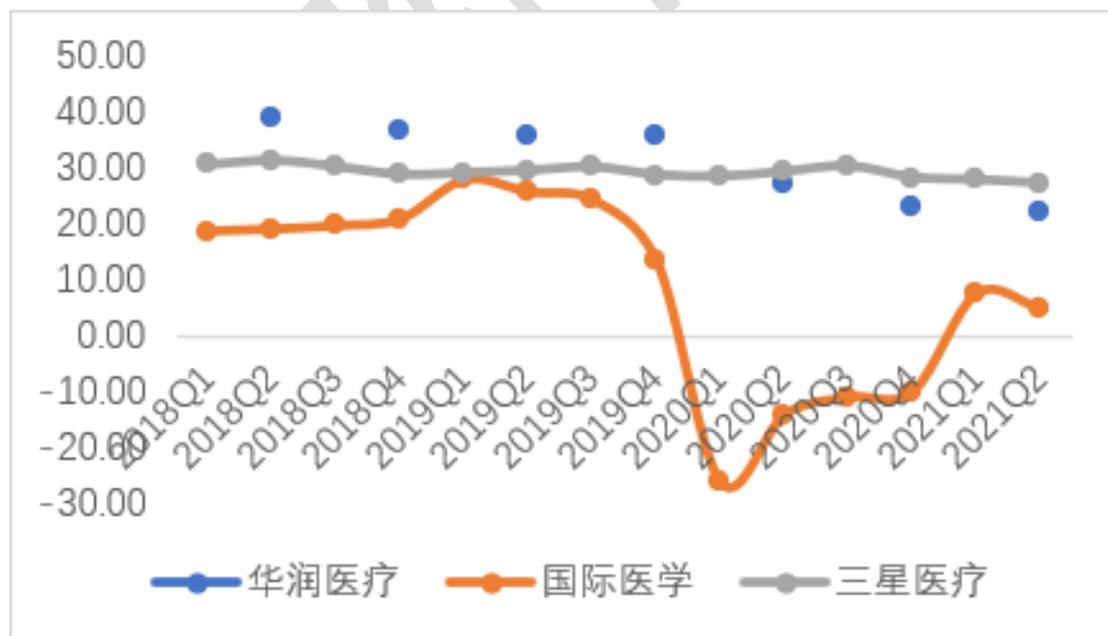
三星医疗经营利润率大致在 12.31%，近五年复合增速为 2.45%；

国际医学，则是受出售零售业以及新医院开诊影响，利润率为 5.97%，增速为负（出售零售业，业务收入下挫较大）。

(肆)

对比完增长情况，我们再看利润率、费用率的变动情况：

### 1) 毛利率



图：毛利率情况

来源：塔坚研究

从毛利率来看，华润医疗 > 三星医疗 > 国际医学，毛利率的差异主要是业务结构的差异。

其中，国际医学的毛利率为负，是因为收入增速远低于成本增速，主要是国际医学中心医院开诊后营业成本较高，诊疗服务尚在初期，暂未形成规模效应，直到 2021 年 Q1 才转正。

拆开成本来看，医疗服务行业中，主要是人工工资，占比达 30%，其次是其他费用（28.87%）、药品成本（24.59%）。

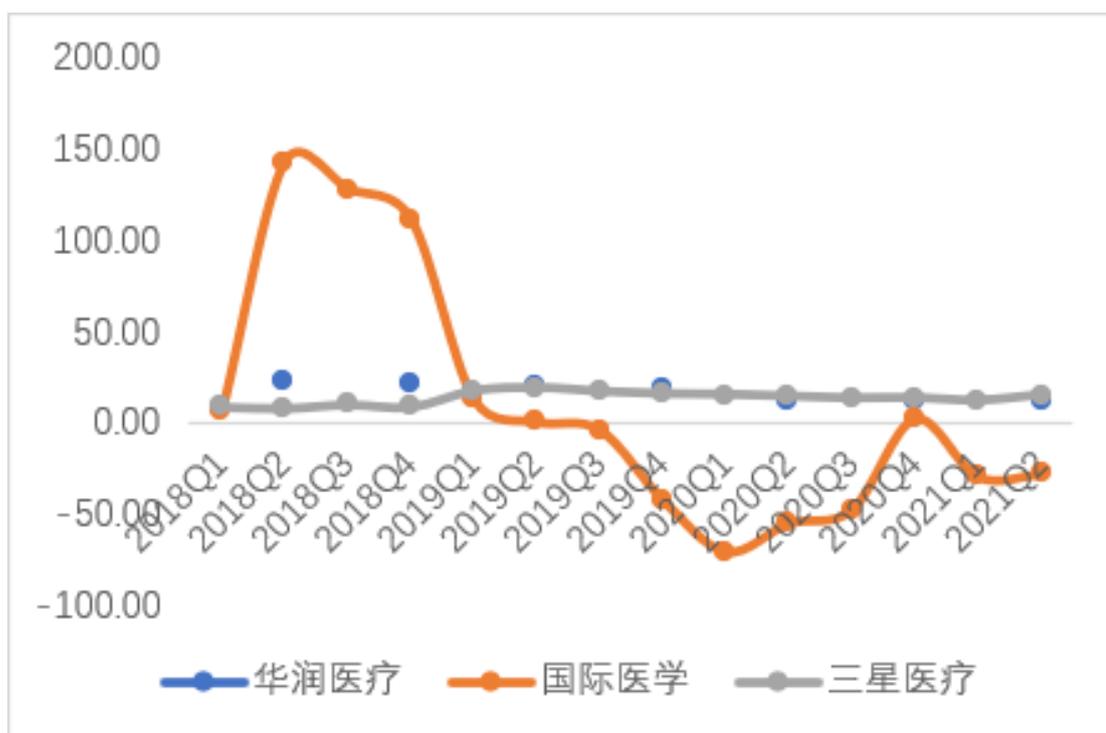
分行业	主营成本构成项目	合计	占总成本比例
电工仪表行业	直接材料	3,397,444,807.59	90.57%
	直接人工	179,372,975.55	4.78%
	制造费用	174,212,067.01	4.64%
	小计	3,751,029,850.15	100.00%
医疗服务行业	药品成本	275,091,746.35	24.59%
	卫生材料	181,131,644.91	16.19%
	人工工资	339,593,079.60	30.35%
	其他费用	322,981,814.69	28.87%
	小计	1,118,798,285.55	100.00%
融资租赁行业	利息支出	130,767,715.04	100.00%

图：三星医疗成本结构

来源：公司年报

## 2) 净利率

净利率方面，华润医疗与三星医疗几乎走势一致，较为稳定。国际医学则是受非经营性损益的影响，2021Q1毛利率转正，但净利率仍未负数，主要受三费的刚性投入影响。



图：净利率情况（单位：%）

来源：塔坚研究

### 3) 费用率

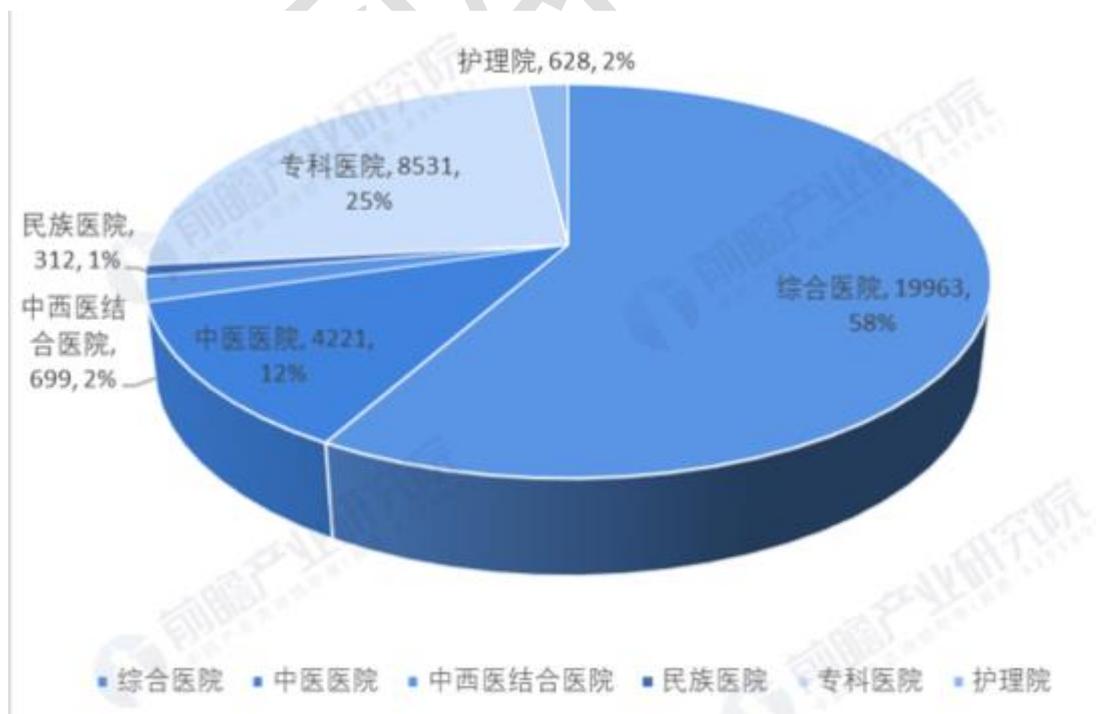
费用率上，各家主要以管理费用率为主，主要是工资及社保费用、折旧费等。国际医学的管理费用率颇高（因收入锐减）但持续下降，但因国际医学中心医院开诊后费用支出刚性。三星医疗的销售费用偏高主要是其销售业务费、代理咨询服务费的增长。



图：费用率情况（注：华润无研发费用） 来源：塔坚研究

(伍)

随着社会老龄化、慢性病趋势化等，刺激了我国就医需求的上升。2019 年，我国医院类型主要以综合医院为主，占医院机构总数的 58%，其次为专科医院，占比为 25%。综合医院的特点是科系多而全，收治范围广，可提供医疗全方面服务。



图：2019 年我国医院类型分布 来源：前瞻产业研究院

由于综合医院的民营、公立占比暂无，因此，我们整体测算一下综合医院市场规模，公式为：综合医院医疗服务市场规模=综合医院诊疗人次×次均门诊费用+综合医院住院人次×住院次均费用 行业增长驱动力，我们把几大因素挨个来拆解：

### 1) 综合医院诊疗人次

.....

(后文还有大约 9000 字内容，详见产业链报告库)

以上，仅为本报告部分内容。如需获取本文全文，以及其他更多内容，请订阅：

产业链报告库报告库。



识别二维码，订阅产业链报告库

了解咨询，请添加工作人员微信：ys\_dsj

**【版权、内容与免责声明】** 1) 版权：版权所有，违者必究，未经许可不得翻版、摘编、拷贝、复制、传播。2) 尊重原创：如有引用未标注来源，请联系我们，我们会删除、更正相关内容。3) 内容：我们只做

产业研究，以服务于实体经济建设和科技发展为宗旨，本文基于各产业内公众公司属性，据其法定义务内向公众公开披露之财报、审计、公告等信息整理，不采纳非公开信息，不为未来变化背书，不支持任何形式决策依据，不提供任何形式投资建议。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性，亦不为任何个人决策和市场变化负责。内容仅服务于产业研究需求、学术讨论需求，不提供证券期货市场之信息，不服务于虚拟经济相关人士、证券期货市场相关人士，以及无信息甄别力之人士。如为相关人士，请务必取消对本号的关注，也请勿阅读本页任何内容。4) 格式：我们仅在微信呈现部分内容，标题内容格式均自主决定，如有异议，请取消对本号的关注。5) 主题：鉴于工作量巨大，仅覆盖部分产业，不保证您需要的行业都覆盖，也不接受任何形式私人咨询问答，请谅解。6) 平台：内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。7) 完整性：以上声明和本页内容构成不可分割的部分，在未仔细阅读并认可本声明所有条款的前提下，请勿对本页面做任何形式的浏览、点击、转发、评论。

**【数据支持】**【数据支持】部分数据，由以下机构提供支持，特此鸣谢——国内市场：Wind 数据、东方财富 Choice 数据、智慧芽、理杏仁、企查查、data.im 数据库；海外市场：Capital IQ、Bloomberg、路透，排名不分先后。想做海内外研究，以上几家必不可少。如果大家有购买以上机构数据终端的需求，可和我们联系。