

行业深度报告

政策支持下，康复行业步入发展快速路

强于大市（维持）

行情走势图



证券分析师

叶寅 投资咨询资格编号
S1060514100001
BOT335
YEYIN757@pingan.com.cn

李颖睿 投资咨询资格编号
S1060520090002
LIYINGRUI328@pingan.com.cn



- **我国康复行业有望实现加速发展：**近年来，随着康复医疗普及度的提升和居民认知度的提升，康复行业得到越来越多的重视，康复医学的需求不断提升。2011年到2019年，康复医学科门急诊和出院人数快速增长，其中出院人数的复合增速达到了20%。我国康复资源整体供不应求明显，因此有较大的发展空间。我国康复学科病床数量目前有27万张，距离目标的44万张缺口仍然较大。我们认为，随着居民认知度的进一步提升，康复行业的需求有望加速释放。
- **我国康复支付方式正趋于成熟，有望推动行业加速发展：**《深圳市医疗保障局深圳市卫生健康委关于进一步完善康复医疗服务有关工作的通知（征求意见稿）》，里面提到康复医疗的医保支付，综合考虑了病种、病组和床日数，支付方式更加合理。该支付方式在合理化医院收入的同时，引导医院优化治疗方案，实现利益最大化，有望在更多地区推广。《温州市基本医疗保险住院床日费用结算试行办法》的通知，里面提到，床日病例点数 = 医疗机构细分病组基准点数 × 该病例住院天数，从而综合考虑患者的细分病组、床日数等情况。目前温州列入这一办法的康复项目共有60项。
- **我国康复行业市场空间广阔，市场集中度有望提升，连锁化是发展方向：**康复领域未来市场空间广阔。根据测算，到2030年，我国康复行业总市场空间有望达到4900亿元，CAGR=16.3%，头部企业或将享有更高的增速。康复医疗服务机构适合连锁化发展，而连锁化发展将推动行业市场集中度的提升。康复行业对高薪资医生依赖低、对大型设备需求不高，盈亏平衡周期短。通过连锁发展，康复连锁医院会有更加显著的规模优势。此时药品、器械及药材采购的边际成本降低，且规模优势带来口碑优势，从而使医院对医生与患者的吸引力更强，获客和获医优势明显。而更多的医生又提升了专业服务能力，医院护城河逐步加深，竞争力更强，从而形成正向循环，最终带来行业集中度的提升。在这个过程中，将有一些优秀的头部企业走出。我们认为，未来可以走出的头部康复机构，需要具备以下三个特点：合理选择康复医院建设的城市、重视人才培养和积极推动连锁医院的开设。
- **风险提示：**行业增速低于预期：康复行业发展受多方面因素影响，有增速低于预期的可能；疫情反复风险：医药行业受疫情的负面影响，疫情反复或带来监管政策趋严；医患纠纷风险：康复为医疗项目中的一种，若出现医患纠纷，或对行业带来短期影响从而影响短期行业发展。

正文目录

一、 医学康复是不可或缺“四大医学”之一，政策支持推动行业发展	5
1.1 医学康复为“四大医学”之一，涉及学科多、覆盖范围广	5
1.2 政策支持，康复医疗服务量价齐升，行业前景广阔	6
二、 他山之石——透过美国康复领域看中国康复行业发展方向	10
2.1 美国三级康复体系完备，全面覆盖患者不同时期的康复需求	10
2.2 支付方式的变化推动美国康复行业不同阶段的发展	11
2.3 连锁化发展+侧重住院业务为美国康复医疗服务机构的发展方向	13
三、 我国康复行业有望实现加速发展，市场集中度将进一步提升	14
3.1 患者从重治疗、轻康复，向重视康复转换，人均康复花费成长空间大	14
3.2 我国康复行业现状之一：康复资源供不应求，行业缺口较大	16
3.3 我国康复行业现状之二：资源分配严重不均	17
3.4 我国康复行业现状之三：市场分散，未来市场集中度提升空间大	19
3.5 我国康复行业现状之四：支付方式正趋于成熟，有望推动行业加速发展	21
3.6 我国康复行业市场空间广阔，市场集中度有望提升，连锁化是发展方向	22
四、 核心标的介绍	24
4.1 重点上市公司及民营 梳理	25
4.2 三星医疗：积极连锁扩张的重点民营康复企业	26
五、 风险提示	26

图表目录

图表 1	康复医学为综合性较强的学科	5
图表 2	康复治疗团队包括多种人才	5
图表 3	医学康复包涵内容多, 涉及人群广	6
图表 4	2011 年至 2018 年中国医疗卫生机构康复服务总收入及规模预测	6
图表 6	2016 年康复梁宇医保支付范围进一步扩大	8
图表 7	《云南省 2021 年省级公立医疗机构医疗服务价格调整方案》中大多康复医疗项目价格出现上调	9
图表 8	美国康复为三级康复体系	10
图表 9	美国康复机构呈金字塔结构	11
图表 10	不同康复机构平均床位数 (张)	11
图表 11	美国的康复机构主要分为三类	11
图表 12	不同的康复医疗机构覆盖不同时期的康复需求	11
图表 13	美国康复为三级康复体系	12
图表 14	Encompass Health 医疗集团的并购历史	13
图表 15	Encompass Health 医院数量不断增长	13
图表 16	Encompass Health 床位数量稳定提升	13
图表 17	Encompass Health 的 Medicare 报销比例不断提升	14
图表 18	2020 年美国两家康复医院不同业务板块收入及医院数量	14
图表 19	康复医学科门急诊人次数不断增长	15
图表 20	康复医学科出院人数稳定提升	15
图表 21	康复科学科床位数实现快速增长	15
图表 22	国内康复人均花费是美国的 1/10	16
图表 23	我国康复医学科病床数量有较大提升空间	16
图表 24	康复医师配备数量与国际标准有差距	17
图表 25	我国康复师数量与目标值差距较大 (万人)	17
图表 26	2019 年我国各地区康复床位数 (张)	17
图表 27	2019 年我国各地区康复床位数/万人	18
图表 28	康复医院全国 50 排名各地区上榜医院数量	18
图表 29	民营康复医院全国 34 排名各地区上榜医院数量	18
图表 30	不同地区康复医疗供给能力的主要决定因素	19
图表 31	江苏、上海、浙江、西藏及全国人均 GDP (元) 情况	19
图表 32	我国排名靠前的康复医院床位数量梳理	20
图表 33	我国康复行业市场集中度较低的原因主要有三个	20

图表 34	康复医疗服务需要转诊来提升康复效率	21
图表 35	我国不同康复阶段对于机构及性质	21
图表 36	我国康复行业付费方式在不断变化	21
图表 37	温州市基本医疗保险住院床日费用结算	22
图表 38	我国康复行业市场空间测算	22
图表 39	不同医院 100 万以上设备台数	23
图表 40	不同医院固定资产价值	23
图表 41	不同专科医院对比	23
图表 42	各地区康复床位数和目标康复床位数（张）对比	24
图表 43	重点上市公司/医院情况梳理	25
图表 44	三星医疗康复医院梳理	26

一、 医学康复是不可或缺“四大医学”之一，政策支持推动行业发展

1.1 医学康复为“四大医学”之一，涉及学科多、覆盖范围广

康复是帮助经历着或可能经历残疾的个体，在与环境的相互作用中取得并维持最佳功能状态的一系列措施。康复会采用综合措施，包括医疗、教育、职业、社会 and 工程等方面等，强调功能训练、再训练，以提高生活质量、回归社会为最终目标。康复医学是临床医学的重要分支，它与预防、保健、临床医学构成现代医学的完整医疗体系，一起被称为“四大医学”。康复医学为具有独立的理论基础、功能评定方法、治疗技能和规范的医学应用学科，旨在加速人体伤病后的恢复进程，预防和/或减轻其后遗功能障碍程度。

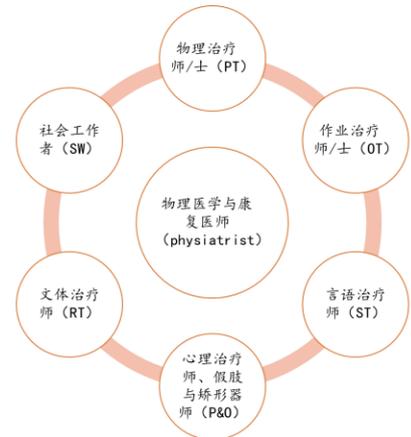
康复医学为综合性学科，需要多学科的支持。医学康复所涉及的领域，包括但不限于临床医学、运动医学、生物力学、预防医学、心理学和工程学。由于涉及学科众多，因此康复医学需要多人合作，以康复治疗团队的形式对患者进行治疗。康复医学常采用多专业联合的模式展开工作，团队的协调组为康复医师，成员包括康复治疗师和康复护士等。康复治疗师可细分为为物理治疗师/士 (PT)、作业治疗师/士 (OT)、言语治疗师 (ST)、心理治疗师、假肢与矫形器师 (P&O)、文体治疗师 (RT) 和社会工作者 (SW)，中国的康复团队还包括中医治疗师等。

图表1 康复医学为综合性较强的学科



资料来源:《康复医学》、平安证券研究所整理

图表2 康复治疗团队包括多种人才



资料来源:《康复医学》、平安证券研究所整理

医学康复所包涵的内容众多，受益者也众多。医学康复主要囊括了老年康复、重症康复、心脏康复、骨科康复、神经康复、运动医学康复、产后康复、心理康复等。覆盖人群涉及疾病人群、残疾人群、老年人与儿童、产后女性等，行业需求高，市场空间广。

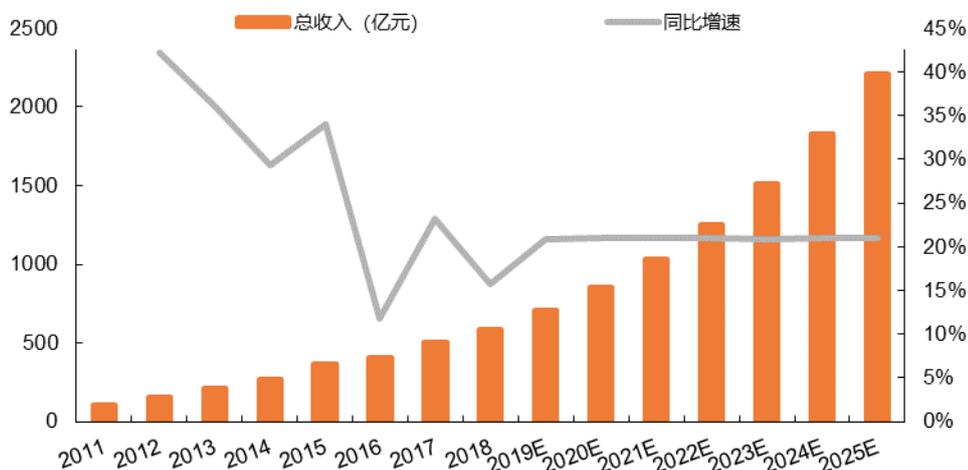
图表3 医学康复内涵内容多，涉及人群广

老年康复	•老年康复的重点是从功能改善的角度预防或延缓老年病的发生，降低患病或意外伤害的风险，让晚年生活更有质量。
重症康复	•重症康复是集监护、治疗、护理和康复为一体，服务于急性期仍需监护下进行治疗的患者，例如脑血管病重症、颅脑外伤重症、脊髓损伤重症、脏器衰竭重症等患者。
心脏康复	•心脏康复是指在心脏患病后，例如冠心病及术后（支架或搭桥术后）、心绞痛、心力衰竭、高血压、心血管相关危险因素（糖尿病、高血脂症等）通过各种措施使有病的心脏得到功能恢复，同时预防复发，使患者达到或接近正常人的体力及心脏功能，尽早回归社会。
骨科康复	•骨科康复是利用生物力学及生物学知识，提高骨科患者的活动功能和生活质量的亚专业，患者的功能恢复是骨科专业未来发展最重要的方向之一。
神经康复	•神经康复包括脑卒中（脑梗塞、脑出血等），脑外伤或神经外科术后的康复治疗，主要康复治疗包括物理治疗、作业疗法、语言疗法、中医传统治疗、物理因子治疗及各种康复设备。
运动医学康复	•通过手法干预、功能训练配合物理因子治疗等手段治疗骨骼、肌肉、关节的伤痛及促进骨科术后恢复。
产后康复	•女性在生产完毕之后，常常会因为身体的损伤而需要一定的恢复和康复。
心理康复	•心理学的一个特殊领域，针对残疾与慢性健康问题人群，应用心理学知识与技能以帮助其最大限度获得健康、福利、机遇、功能与能力、社会角色参与的心理学分支。

资料来源：《康复医学》、平安证券研究所

根据毕马威的测算，2018年我国医疗卫生机构康复服务总收入达583亿元，同比增速达到15.7%。未来，随着居民可支配收入的提升，叠加对医学康复认知度的提升，行业有望实现加速增长，预计2025年我国康复卫生机构康复服务规模可以达到2207亿元，2018至2025年的复合增速达到20.9%。

图表4 2011年至2018年中国医疗卫生机构康复服务总收入及规模预测



资料来源：毕马威、平安证券研究所

1.2 政策支持，康复医疗服务量价齐升，行业前景广阔

近年来，国家出台了一系列政策，鼓励康复领域的发展。2011年8月，《关于开展建立完善康复医疗服务体系试点工作的通知》首次明确了我国按照建立三级康复医疗服务体系的原则进行设置规划，

这为我国康复行业未来的发展方向奠定了基调。

图表5 近年来我国康复领域政策频出

国家政策	发布日期	发布机构	政策主要内容
《关于深化医药卫生体制改革的意见》	2009年3月	国务院办公厅	注重预防、治疗、康复三者的结合，正确处理政府、卫生机构、医药企业、医务人员和人民群众之间的关系。
《关于将部分康复项目纳入基本医疗保障范围的通知》	2010年9月	卫生部、人力资源社会保障部、民政部、财政部、中国残联	将部分康复评定和治疗项目纳入医保支付范围。
《综合医院康复医学科建设与管理指南》	2011年4月	卫生部	二级以上（含二级）综合医院应当按照《综合医院康复医学科基本标准》独立设置科室开展康复医疗服务，科室名称统一为康复医学科。鼓励有条件的综合医院开展心理咨询工作。综合医院应当与专业康复机构或者社区卫生服务中心建立双向转诊关系，实现分层级医疗，分阶段康复。
《关于开展建立完善康复医疗服务体系试点工作的通知》	2011年8月	卫生部	通过试点形成建立完善康复医疗服务体系的总体思路和主要政策措施，建立“防、治、康相结合”的工作机制和服务模式，实现分层级医疗，分阶段康复。鼓励按照建立三级康复医疗服务体系的原则进行设置规划。
《“十二五”时期康复医疗工作指导意见》	2012年2月	卫生部	社区卫生服务中心和乡镇卫生院能够开展基本康复医疗服务和残疾预防、康复相关健康教育。初步建立分层级、分阶段的康复医疗服务体系，逐步实现患者在综合医院与康复医院、基层医疗卫生机构间的分级医疗、双向转诊。
《全国医疗卫生服务体系规划纲要（2015-2020年）》	2015年3月	国务院	完善治疗—康复—长期护理服务链，鼓励社会力量举办中医类专科医院、康复医院、护理院（站）以及口腔疾病、老年病和慢性病等诊疗机构。重点加强中医、儿科、妇产、精神卫生、传染病、老年护理、口腔、康复等薄弱领域服务能力的建设。
《关于新增部分康复项目纳入基本医疗保障支付范围的通知》	2016年6月	人力资源社会保障部、国家卫生计生委、民政部、财政部、中国残联	新增20个康复评定及治疗项目纳入基本医疗保险。
《关于印发国家残疾预防行动计划》	2016年9月	国务院办公厅	推广疾病早期康复治疗，减少残疾发生，减轻残疾程度。将残疾人健康管理和社区康复纳入国家基本公共服务清单，为残疾人提供登记管理、健康指导、康复指导、定期随访等服务。制定残疾人基本康复服务目录，实施精准康复服务行动。残疾人基本康复服务覆盖率达80%以上。
《关于深入推进医养结合发展的若干意见》	2019年10月	国家卫生健康委、民政部、国家发展改革委、教育部、财政部、人力资源社会保障部、自然资源部、住房城乡建设部、市场监管总局、国家医保局、国家中医药局和全国老龄办12部门	鼓励养老机构与周边的康复医院（康复医疗中心）、护理院（护理中心）、安宁疗护中心等接续性医疗机构紧密对接，建立协作机制。鼓励有条件的地方按规定逐步增加纳入基本医疗保险支付范围的医疗康复项目。
《关于印发加快推进康复医疗工作发展意见的通知》	2021年6月	国家卫生健康委、国家发展改革委、教育部、民政部、财政部、国家医保局、国家中医药局、中国残联	力争到2022年，逐步建立一支数量合理、素质优良的康复医疗专业队伍，每10万人口康复医师达到6人、康复治疗师达到10人。到2025年，每10万人口康复医师达到8人、康复治疗师达到12人。
《关于开展康复医疗服务试点工作的通知》	2021年10月	国家卫生健康委	于2022年全年，将15个省份作为康复医疗服务试点地区，增加提供康复医疗服务的医疗机构和床位数量、加强康复医疗学科能力建设、加强康复医疗专业人员培养培

			训、创新开展康复医疗多学科合作模式以及加快推动居家康复医疗服务发展。
--	--	--	------------------------------------

资料来源：政府官网、平安证券研究所

2016 年的《关于新增部分康复项目纳入基本医疗保障支付范围的通知》，将康复领域医保支付的范围进一步扩大，新增 20 个康复评定及治疗项目纳入基本医疗保险。根据上述毕马威的测算，2017 年（康复医保扩容政策出台的第二年）医疗卫生机构康复服务总收入的增速达到 23.2%，与 2016 年 11.7% 的增速相比提升明显。医保扩容在进一步普惠百姓的同时，推动康复行业的加速增长。

图表6 2016 年康复项目医保支付范围进一步扩大

	2010 年	2016 年
评定项目	日常生活能力评定	康复综合评定
		吞咽功能障碍检查
		小儿行为听力测试
		手功能评定
		孤独症判断访谈量表（ADI）测评
		平衡试验
		表面肌电图检查
		语言能力筛查
治疗项目	运动疗法	截肢肢体综合训练
	偏瘫肢体综合训练	日常生活动作训练
	脑瘫肢体综合训练	平衡训练
	截瘫肢体综合训练	职业功能训练
	作业疗法	精神障碍作业疗法训练
	认知知觉功能障碍训练	轮椅技能训练
	语言训练	减重支持系统训练
	吞咽功能障碍训练	耐力训练
		电动起立床训练
		大关节松动训练
		儿童听力障碍语言训练
		徒手手功能训练

资料来源：人力资源社会保障部、平安证券研究所

国家重视康复医疗服务的供给，多次政策提到加强床位建设、提升医护人员数量与质量、加强分级诊疗与患者分流。2021 年国家卫健委发布的《关于开展康复医疗服务试点工作的通知》提到，将 15 个省份作为康复医疗服务试点地区，增加提供康复医疗服务的医疗机构和床位数量、加强康复医疗学科能力建设、加强康复医疗专业人员培养培训、创新开展康复医疗多学科合作模式以及加快推动居家康复医疗服务发展。该政策的出台，主要目的是提高康复医疗服务的供给与质量。

2021 年 9 月，北京市卫健委发布了《北京市医疗卫生设施专项规划 2020 年-2035 年》，其中提到，要按照每千常住人口配置 0.5 张康复护理床位的标准，力争补齐床位缺口。目前我国人口数量为 14.1 亿人，若以此标准测算，我国康复护理床位数量需要达到约 71 万张。2019 年，我国康复医学科床位总数为 27 万张，目前缺口 44 万张，未来成长空间广阔。

2021 年 9 月国务院办公厅印发《“十四五”全民医疗保障规划》，提到医疗服务价格合理调整机制初步形成，价格调整更加灵敏有度，此后多地区发布了医疗服务价格调整的相关政策。康复医疗服务

为体现劳技价值的服务项目，价格普遍出现上调。以《云南省 2021 年省级公立医疗机构医疗服务价格调整方案》为例，其拟调整省级公立医疗机构医疗服务价格项目数共 1300 项，平均调增幅度 28.25%。其中，拟调增项目 1113 项，平均增幅 36.4%；拟调减项目 187 项，平均降幅 20.1%。而康复领域相关项目价格均出现上浮，增幅从 16%-53%不等。为了弥补我国康复领域供需不均的现状，在政策的推动下，我们认为行业即将进入量价双升的黄金发展阶段。

图表7 《云南省 2021 年省级公立医疗机构医疗服务价格调整方案》中大多康复医疗项目价格出现上调

项目名称	计价单位	调整前最高限价（元）			调整后最高限价（元）			价格变幅		
		一类价	二类价	三类价	一类价	二类价	三类价	一类价	二类价	三类价
水疗	每 20 分钟	25	21	18	30	26	23	20%	24%	28%
蜡疗	每部位/次	10	8.5	7.5	12	10	9	20%	18%	20%
气压治疗	每部位	15	12	11	18	14	13	20%	17%	18%
冷疗	每部位	10	8.5	7.5	12	10	9	20%	18%	20%
徒手平衡功能检查	次	15	12	11	20	17	15	33%	42%	36%
日常生活能力评定	次	20	17	15	25	21	19	25%	24%	27%
等速肌力测定	每关节	20	17	15	25	21	19	25%	24%	27%
肢体功能评定	次	20	17	15	25	21	19	25%	24%	27%
疲劳度测定	次	20	17	15	25	21	19	25%	24%	27%
言语能力评定	次	20	17	15	25	21	19	25%	24%	27%
失语症检查	次	20	17	15	25	21	19	25%	24%	27%
吞咽功能障碍评定	次	20	17	15	25	21	19	25%	24%	27%
认知知觉功能检查	次	20	17	15	25	21	19	25%	24%	27%
记忆力评定	次	20	17	15	25	21	19	25%	24%	27%
成人记忆成套测试	次	20	17	15	25	21	19	25%	24%	27%
失认失用评定	次	20	17	15	25	21	19	25%	24%	27%
职业能力评定	次	20	17	15	25	21	19	25%	24%	27%
心功能康复评定	次	30	25	22	35	29	26	17%	16%	18%
肺功能康复评定	次	30	25	22	35	29	26	17%	16%	18%
减重支持系统训练	40 分钟/项次	20	17	15	25	21	19	25%	24%	27%
轮椅功能训练	45 分钟/项次	15	12	11	20	17	15	33%	42%	36%
电动起立床训练	45 分钟/项次	20	17	15	25	21	19	25%	24%	27%
平衡功能训练	次	15	12	11	20	17	15	33%	42%	36%
手功能训练	次	10	8.5	7.5	15	13	11	50%	53%	47%
关节松动训练	次	20	17	15	25	21	19	25%	24%	27%
有氧训练	次	15	12	11	20	17	15	33%	42%	36%
文体训练	45 分钟/次	20	17	15	25	21	19	25%	24%	27%
引导式教育训练	次	20	17	15	25	21	19	25%	24%	27%
等速肌力训练	次	20	17	15	25	21	19	25%	24%	27%
作业疗法	45 分钟/次	20	17	15	25	21	19	25%	24%	27%
职业功能训练	45 分钟/次	20	17	15	25	21	19	25%	24%	27%
言语训练	30 分钟/次	20	17	15	25	21	19	25%	24%	27%
构音障碍训练	次	20	17	15	25	21	19	25%	24%	27%
吞咽功能障碍训练	次	20	17	15	25	21	19	25%	24%	27%
认知知觉功能障碍训练	次	20	17	15	25	21	19	25%	24%	27%
社区康复测查	次	20	17	15	25	21	19	25%	24%	27%
偏瘫肢体综合训练	40 分钟/次	30	25	22	35	29	26	17%	16%	18%

脑瘫肢体综合训练	40 分钟/次	30	25	22	35	29	26	17%	16%	18%
截瘫肢体综合训练	40 分钟/次	30	25	22	35	29	26	17%	16%	18%

资料来源：云南省发改委、平安证券研究所

二、他山之石——透过美国康复领域看中国康复行业发展方向

2.1 美国三级康复体系完备，全面覆盖患者不同时期的康复需求

患者的康复治疗，一般可以分为三个阶段：急性期康复、亚急性期康复和长期照顾。美国的康复以此为基础，构建了三级康复体系，可全面覆盖患者不同时期的康复需求。

- 三级康复—急性期康复 (Acute Rehabilitation)：其为早期康复介入，主要目的是合理肢体位置保持，促进肌力恢复，减少并发症的出现。
- 二级康复—亚急性期康复 (Post - Acute Care, PAC)：在患者病情好转后，转至专业的康复医院进行稳定期的专业康复治疗。
- 一级康复—长期照顾 (Long Time Care, LTC)：恢复期的康复治疗与指导，长期照顾与护理。

图表8 美国康复为三级康复体系



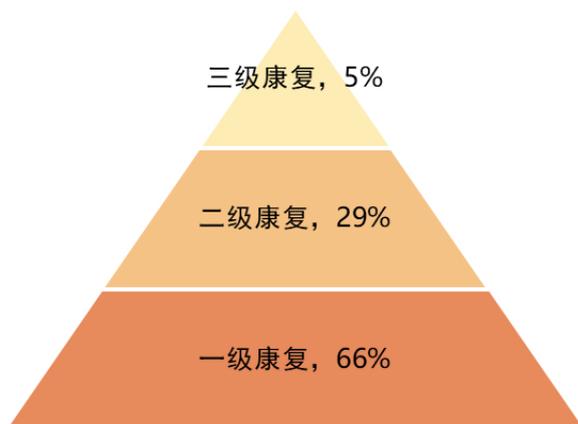
资料来源：平安证券研究所整理

美国三级康复机构的数量呈金字塔结构，各级康复机构的数量与患者需求紧密挂钩。根据不同阶段的康复需求，不同级别的康复机构数量不同，形成了金字塔结构。各级别康复机构的合理分布，带来康复的早介入和高可及性，实现康复效果的最大化。

- 急性康复具有介入早且及时的需求，因此更多分布在医院中或医院附近。但急性康复的治疗周期短，因此机构数量最少，仅有约 4500 个机构。
- 亚急性期康复相较于急性康复治疗周期更长，因此数量比急性康复机构多，有约 28000 个机构。

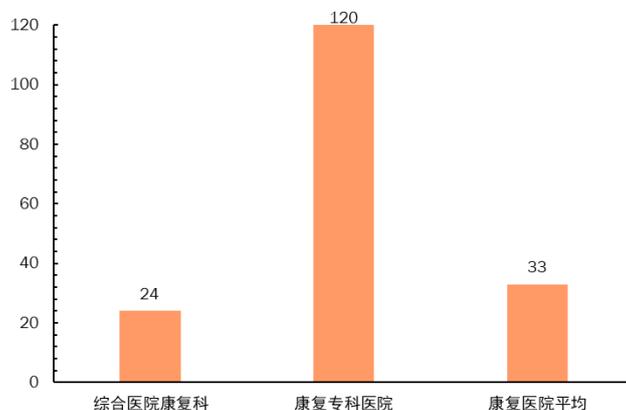
- 长期照顾主要为慢性病患者和残疾人提供生活护理和医疗支持，所以周期最长，且需要方便患者的长期就诊。因此长期照顾的机构（包括家庭康复护理机构）数量最多，且更多分布在社区，可及性强，机构规模则较小，共有约 64000 个机构。

图表9 美国康复机构呈金字塔结构



资料来源: MedPAC、平安证券研究所整理

图表10 不同康复机构平均床位张数 (张)



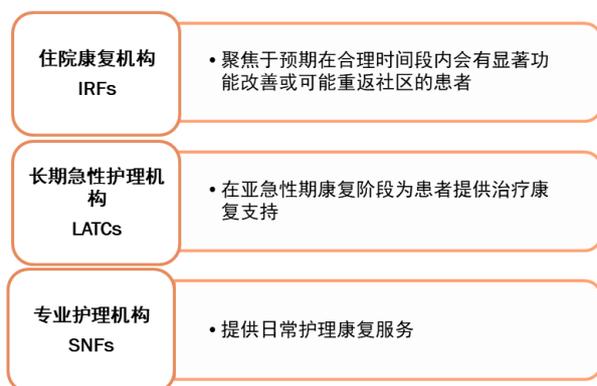
资料来源: MedPAC、平安证券研究所整理

美国的康复机构主要分为三类，不同的康复医疗机构覆盖不同时期的康复需求：

- 住院康复机构 (IRFs)：主要覆盖三级康复（急性期康复）需求，很多位于医院内的独立区域，也有一部分是独立机构；
- 长期急性护理机构 (LATCs)：为患者提供小组式全面而系统的康复医疗服务，在亚急性期康复阶段介入；
- 专业护理机构 (SNFs)：为患者提供长期的日常护理及康复服务，内容覆盖了亚急性康复和长期护理照顾的工作。

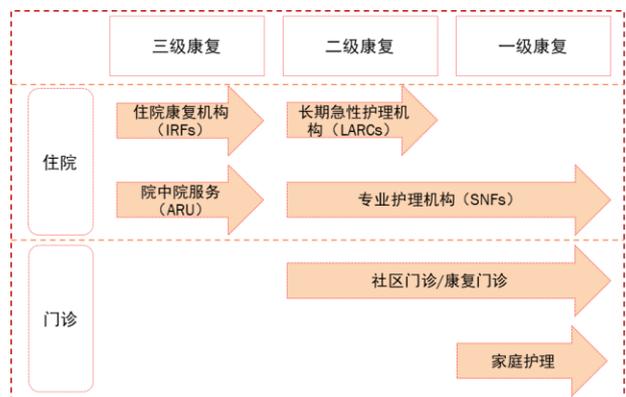
除此之外，美国康复机构还有社区门诊、康复门诊和家庭护理，来提供非住院类的康复服务。

图表11 美国的康复机构主要分为三类



资料来源: MedPac、平安证券研究所整理

图表12 不同的康复医疗机构覆盖不同时期的康复需求



资料来源: MedPac、平安证券研究所整理

2.2 支付方式的变化推动美国康复行业不同阶段的发展

美国康复行业的发展主要经历了 4 个阶段，支付方式的变化引导行业从野蛮式发展转变到精细化高质量扩张。我们认为，美国康复行业的发展中，支付方式的变化起到了至关重要的作用。

萌芽期 (1917-1946 年)

美国康复行业开始萌芽是二战结束后，战争中很多军人负伤甚至致残，这使得康复行业的需求有大幅的提升，因此当时的美国军队设立了康复部门。此时美国的康复行业刚刚起步，行业规模小，规范程度低。

按服务付费阶段 (1965-1982 年)

以按服务付费阶段为起始，美国的康复行业正式进入了发展阶段。在此阶段，急性病住院费用和后期的康复是按照服务项目付费，医疗机构为了更好的盈利，过度医疗的现象很普遍，这虽然推动了行业的增长，但是政府的负担加重，这个时期美国的康复行业是野蛮式快速发展的。

DRGs 与按服务付费结合 (1982-2002 年)

此时，康复行业进入了 DRGs 和按服务付费相结合的阶段。这个阶段，住院康复按服务项目付费，急性病住院治疗采用 DRGs 的付费方式。因为急性病住院采用 DRGs 的方式结算，因此在保证治疗效果的同时降低成本至关重要，因此急性期住院治疗的周期是大幅缩短的。急性期住院周期的缩短，带来亚急性期康复治疗 and 长期康复的需求被释放，这推动了康复行业的快速发展，康复医院在此时期得以快速扩张。但由于住院康复仍然采取按服务项目付费的方式支付，因此过度医疗的现象仍然存在。

FIM-FRGs 阶段 (2002 年-至今)

2002 年后，美国康复行业进入到了 FIM-FRGs 付费的阶段。在这个阶段，美国康复行业的支付方式进一步细化。FIM-FRGs 付费是根据患者的残疾情况、年龄、整体状况把患者分组分类后给出不同的费用标准，再结合住院的时间确定费用定额，预先支付。这个阶段，康复行业不再是野蛮式发展，康复方案也更优化，住院周期也更合理。这个阶段，康复行业实现快速增长的同时，康复医疗水平实现显著提升。

图表 13 美国康复为三级康复体系



资料来源：平安证券研究所整理

我们认为，美国康复行业的发展，与支付方式的变化密不可分。支付方式可以引导行业的发展方向，随着支付方式趋于合理化，美国的康复行业也步入了高质量发展的阶段。

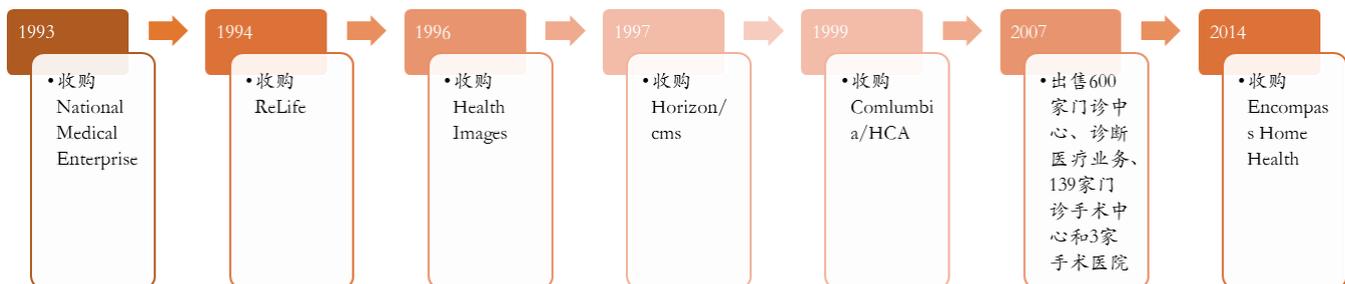
2.3 连锁化发展+侧重住院业务为美国康复医疗服务机构的发展方向

1) 连锁化推动美国头部康复医疗服务机构的发展成长

美国的头部康复医疗机构，均以连锁的形式出现，其既可以通过规模优势拉低成本，又可以提升 Medicare 的支付水平，以 Encompass Health 医疗集团为例。

Encompass Health 医疗集团的发展，伴随着一系列的扩张与并购。1984 年，Encompass Health 的第一家康复医院在美国阿拉巴马州成立。伴随着康复行业支付方式的变化，Encompass Health 开始不断的扩张。

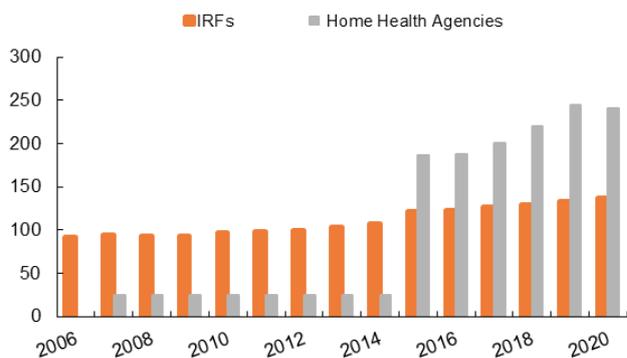
图表 14 Encompass Health 医疗集团的并购历史



资料来源：公司官网、公司公告、平安证券研究所

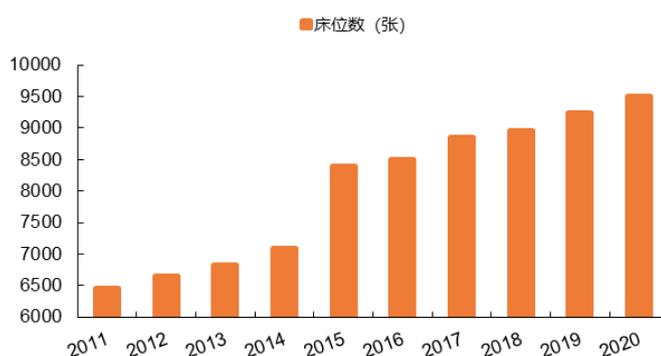
随着公司不断的扩张，公司的医院、家庭护理机构等均实现稳定增长，公司的病床数也在不断提升，公司规模逐步的提升。2020 年，公司旗下共有 137 家医院和 241 家庭护理机构，公司的病床总数为 9505 张，公司规模全美第一。

图表 15 Encompass Health 医院数量不断增长



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 16 Encompass Health 床位数量稳定提升

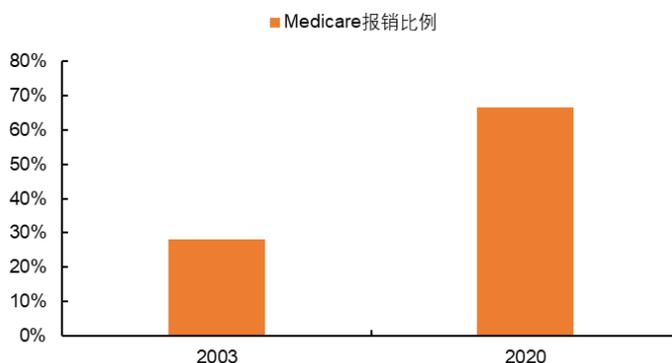


资料来源：公司公告、平安证券研究所

随着公司规模的扩张，公司边际成本下降，规模效应凸显。同时，随着公司规模的扩大，公司 Medicare 的付费比例不断提升，从 2003 年的 28.0%，上升到 2020 年的 66.7%。Medicare 付费比例的提升，除医保支付政策的变化外，对大型连锁医疗机构的倾斜为又一原因。付费比例的提升，增加了 Encompass Health 康复医疗服务对患者的可及性，从而进一步推动了公司的成长。

图表17 Encompass Health 的 Medicare 报销比例不断提升

资料来源：公司公告、平安证券研究所



2) 美国康复医院更加侧重住院业务

美国头部的康复企业，收入主要依赖住院业务，门诊和家庭康复收入贡献相对较少。美国主要的两家康复医疗公司 Selected medical 和 Encompass Health，收入占比比较大的均为住院康复业务。门诊康复和家庭护理机构，虽然数量较多，但收入占比较低，由于 Medicare 的保险比例在住院项目和门诊项目中相差不多，我们认为主要原因为住院业务本身价格更高。

图表18 2020 年美国两家康复医院不同业务板块收入及医院数量

公司	住院康复	家庭护理机构	门诊康复
Selected medical	129 家	无	1788 家
	28.2 亿美元	-	9.2 亿美元
Encompass Health	137 家	241 家	无
	35 亿美元	8.8 亿美元	-

资料来源：公司公告、平安证券研究所

综上所述，我们认为美国的康复医疗行业具备以下几个特点：美国有完备的三级康复体系，整个行业的发展与医保支付方式的变化密不可分。目前美国康复的医保支付采用 FIM-FRGs 的方式，该方法既推动了康复行业的增长，又促进康复医疗水平的提升。美国康复行业市场集中度相对较高，头部企业注重连锁化发展，从而降低总体成本提高盈利能力。同时美国头部的企业更加侧重住院业务，因为住院业务本身价格更高。

三、我国康复行业有望实现加速发展，市场集中度将进一步提升

3.1 患者从重治疗、轻康复，向重视康复转换，人均康复花费成长空间大

近年来，随着康复行业普及度的提升和居民认知度的提升，康复行业得到越来越多的重视，康复医学的需求不断提升。2011 年到 2019 年，康复医学科门急诊和出院人数快速增长，其中出院人数的复合增速达到了 20%。我们认为，随着居民认知度的进一步提升，康复行业的需求有望加速释放。

图表19 康复医学科门急诊人次不断增长



资料来源：卫健委、平安证券研究所

图表20 康复医学科出院人数稳定提升



资料来源：卫健委、平安证券研究所

需求的快速增长，推动我国康复医学科床位数量的增长。我国康复医学科 2011 年至 2019 年的复合增速达到 15.8%，增速虽然较快，但仍然低于康复医学科出院人数的增速。我们认为，需求的释放有望进一步推动行业的成长，我国康复医学市场有望实现加速增长。

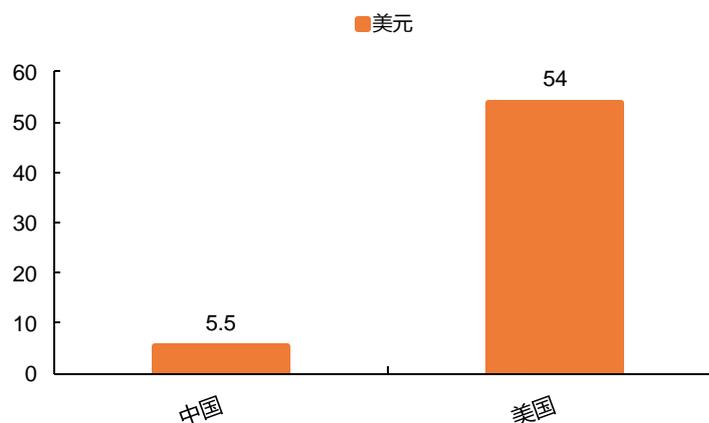
图表21 康复医学科床位实现快速增长



资料来源：卫健委、平安证券研究所

根据毕马威的测算，我国目前康复人均花费为 5.5 美元，和美国的 54 美元相比，相差 10 倍。随着随着康复知识的进一步普及，行业步入快速发展阶段，我国康复行业未来成长的空间广阔。

图表22 国内康复人均花费是美国的 1/10

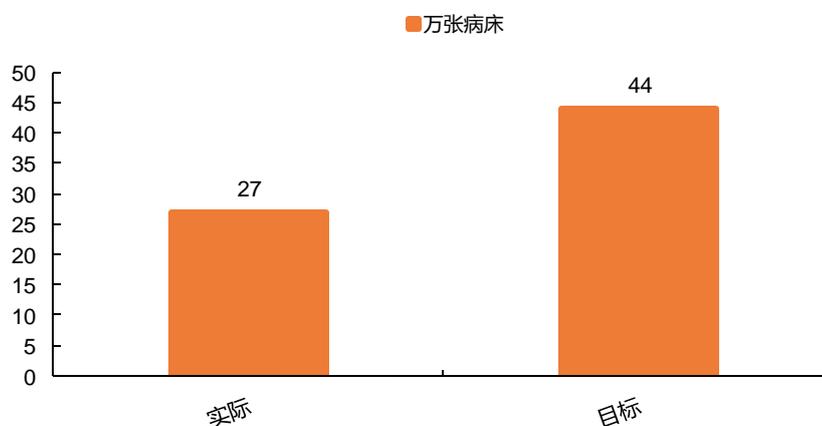


资料来源：毕马威、平安证券研究所

3.2 我国康复行业现状之一：康复资源供不应求，行业缺口较大

我国康复资源整体供不应求明显，因此有较大的发展空间。我国康复医学科病床数量目前有 27 万张，距离目标的 44 万张缺口仍然较大。

图表23 我国康复医学科病床数量有较大提升空间



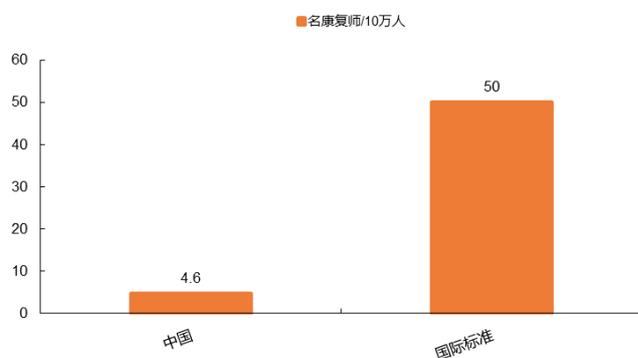
资料来源：卫健委、平安证券研究所

我国目前康复师配备数量不足，有较大的提升空间。根据《综合医院康复医学科基本标准》给出的医护人员配备数量，每床至少配备 0.25 名医师，其中至少有 2 名具有副高以上专业技术职务任职资格的医师；1 名具备中医类别执业资格的执业医师；每床至少配备 0.5 名康复治疗师和 0.3 名护士。根据《国家康复医学专业医疗服务与质量安全报告（2019 年）》的统计结果，有 56.35% 的医院不达标。

2019 年，我国每十万人配备的康复执业（助理）医师数量为 4.6 人，与国际标准的 50 人相比有非常大的差距。根据 2021 年 6 月国务院印发的《加快推进康复医疗工作发展意见的通知》里面提到：力争到 2022 年，逐步建立一支数量合理、素质优良的康复医疗专业队伍，每 10 万人口康复医师达到 6 人、康复治疗师达到 10 人。到 2025 年，每 10 万人口康复医师达到 8 人、康复治疗师达到 12

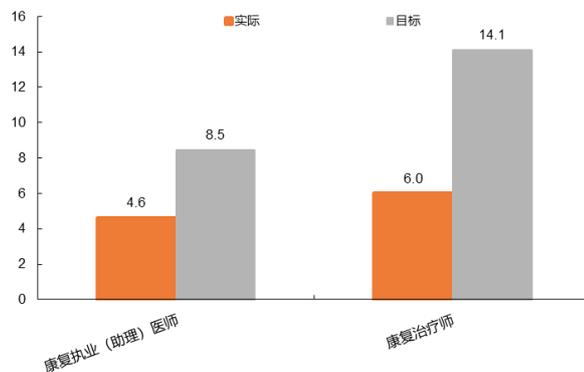
人。目前我国共有康复执业（助理）医师 4.6 万人，根据《通知》测算，缺口达 3.9 万人。我国现有康复治疗师约 6 万人，根据通知测算，目前缺口达 8.1 万人。以此来看，我国康复医学相关的医护人员缺口较大，未来成长空间广阔。

图表 24 康复医师配备数量与国际标准有差距



资料来源：卫健委、平安证券研究所

图表 25 我国康复师数量与目标值差距较大（万人）



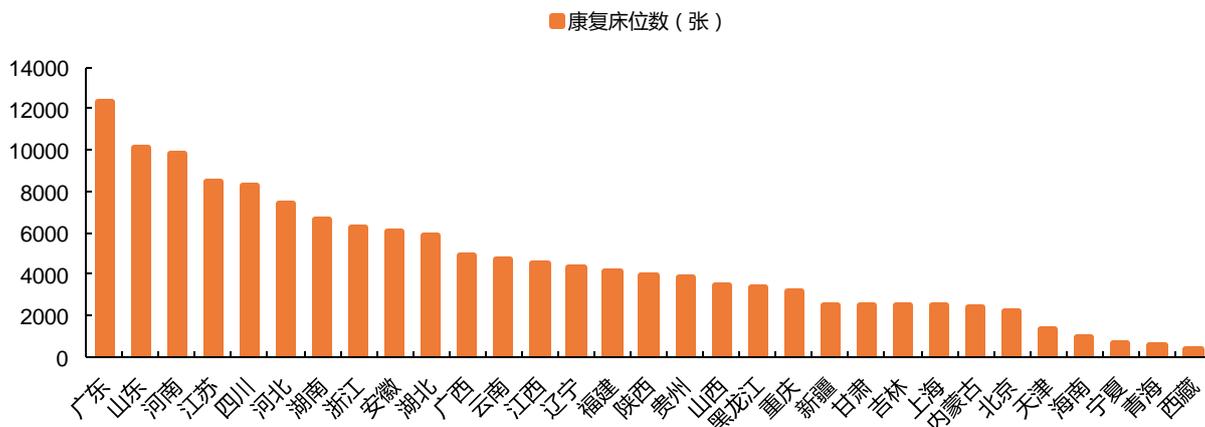
资料来源：卫健委、平安证券研究所

由此我们认为，我国康复医疗资源，无论从病床、医院数量到医护人员，都处于供不应求的状态。康复病床数量的缺乏，为行业未来的发展带来了空间。而康复人才的缺乏，则为行业内企业的发展带来挑战。

3.3 我国康复行业现状之二：资源分配严重不均

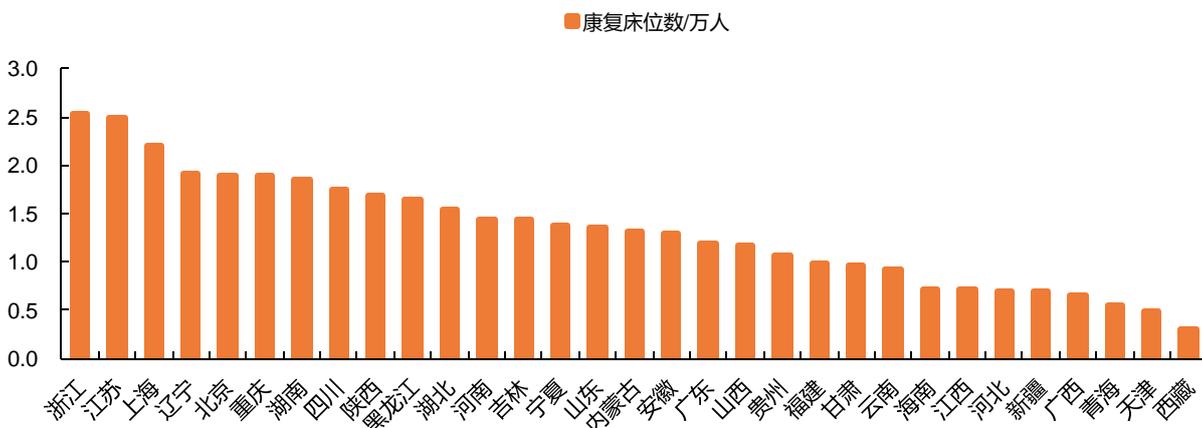
我国各地区无论从总康复床位数，还是人均康复床位数来看，均有较大差距，康复医疗资源分布不均现象严重。我国康复床位数最多的地区是广东，2019 年康复床位数数量为 1.23 万张，而最少的西藏仅有 354 张，差距较大。人均康复床位数来看，最多的浙江地区 2.5 张床/万人，西藏地区则仅有 0.3 张床/万人。

图表 26 2019 年我国各地区康复床位数（张）



资料来源：卫健委、平安证券研究所

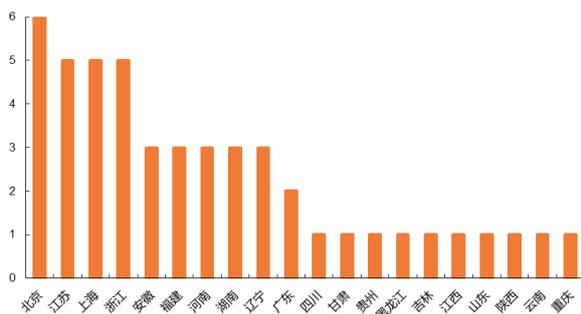
图表27 2019年我国各地区康复床位数/万人



资料来源：卫健委、平安证券研究所

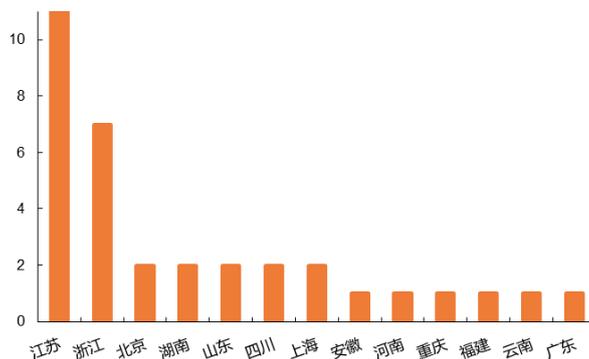
艾力彼与毕马威分别对我国所有的康复医院和民营的康复医院进行了排名，并发布了榜单。根据对榜单的梳理，我们发现优质的康复医院，更多分布在北京、江苏、上海、浙江和广东等地区。

图表28 康复医院全国50排名各地区上榜医院数量



资料来源：艾力彼、平安证券研究所

图表29 民营康复医院全国34排名各地区上榜医院数量



资料来源：毕马威、平安证券研究所

我们认为，康复医疗能力的差距，主要有以下几个因素决定：各地区经济水平的差距、当地卫生部门的支持力度与医保资金是否充足、常住人口的密集程度与居民的康复意识。

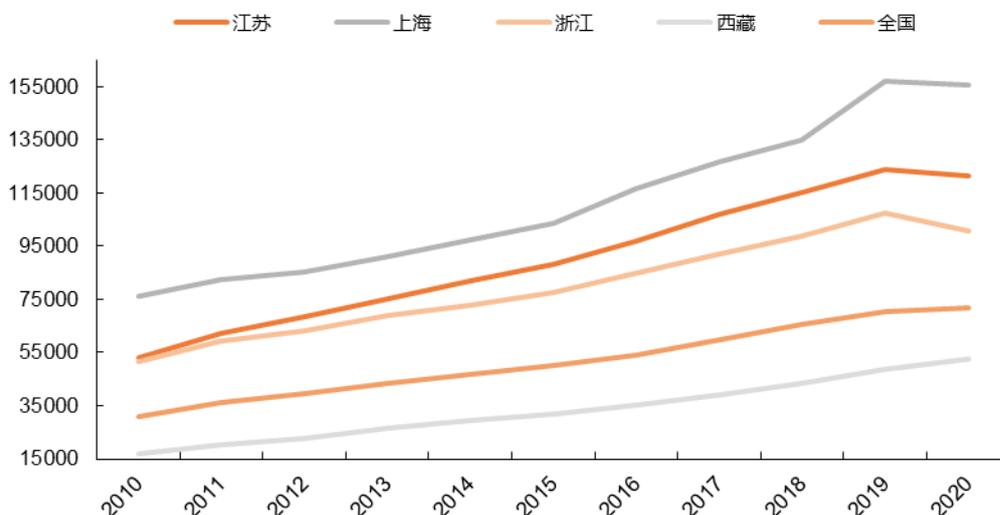
图表30 不同地区康复医疗供给能力的主要决定因素



资料来源：平安证券研究所

经济发展水平较高的地区，往往医保资金更加充足，这也意味着对于康复医疗的支付能力更强，从而可以更好的推动行业的发展。经济发达的地区会吸引更多的人前往，常住人口数量更多，需求也更多且更加密集，这些地区的康复需求往往也是被优先满足的。浙江、江苏和上海的康复床位数/万人排在全国前三，这些地区的人均 GDP 也较高，远高于全国平均的水平。而康复床位数/万人最少的西藏，人均 GDP 水平较低，且远低于全国平均水平。因此我们认为，经济发展水平较高的地区，康复医疗的发展会更快更好。

图表31 江苏、上海、浙江、西藏及全国人均 GDP (元) 情况



资料来源：国家统计局、平安证券研究所

我们认为，我国康复行业资源的分配不均主要由各地区经济发展的水平决定。短期内康复行业发展仍与当地经济紧密挂钩，经济发展水平相对较高而且人均康复床位数较少的区域会实现加速发展。但随着康复政策向基层的渗透，叠加居民康复意识的提升，人均康复床位数少的区域长期成长潜力更大。

3.4 我国康复行业现状之三：市场分散，未来市场集中度提升空间大

我国康复医疗服务行业整体市场分散，并未形成大型连锁或头部医院。根据艾力彼的排名，我们梳理了其中的一些医院。按照床位数来看，目前我国排名靠前的医院是东方华康，床位数量为 2062 张。医疗水平较强的 7 家医院床位数加总为 8277 张，占全国 27 万张床位的比例仅为 3%，市场集中度低。

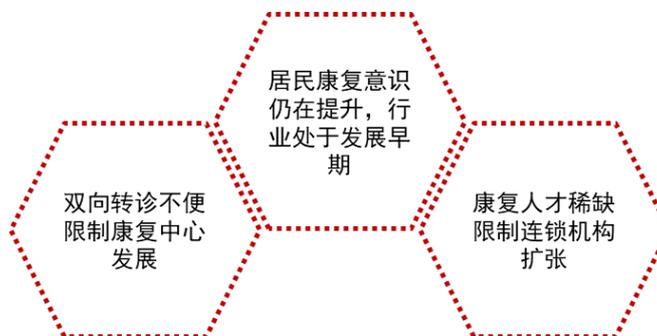
图表 32 我国排名靠前的康复医院床位数梳理

医院名称	医院性质	总床位数
东方华康	民营	2062
和康医疗集团	民营	1829
中国康复研究中心北京博爱医院	公立	1100
三星医疗	民营	1036
重庆医科大学附属康复医院	公立	1000
首都医科大学附属北京康复医院	公立	950
长沙三真康复医院	民营	300

资料来源：艾力彼、医院官网、平安证券研究所

我们认为，我国康复行业现阶段市场集中度较低的原因有如下三点：居民康复意识仍有待提升、双向转诊不便及康复人才的稀缺。

图表 33 我国康复行业市场集中度较低的原因主要有三个

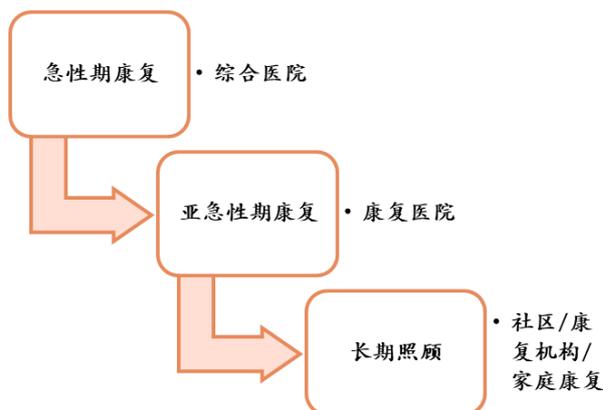


资料来源：平安证券研究所整理

我国居民康复意识仍然有待提升：尤其是基层地区，居民康复意识薄弱。由于居民康复意识仍然较弱，需求仍然无法很好的释放，行业仍然处于发展的早期，所以资本在这个行业内的投入还较低。但随着经济的发展，康复知识的普及，居民康复意识逐渐提升，需求开始释放，这为康复行业的发展奠定了基础。

双向转诊不便限制了康复行业，尤其是民营康复行业的发展：我国目前双向转诊机制仍然不够通畅，由于经济利益的驱使，医院宁可将在院内转来转去，也不将患者转到社会办康复医疗机构。这限制了民营康复医院的发展，也限制的连锁医院的形成。我们认为，随着支付方式的变化，上述现象有望得到有效的引导。

图表34 康复医疗服务需要转诊来提升康复效率



资料来源：平安证券研究所整理

图表35 我国不同康复阶段对于机构及性质

康复阶段	对应医疗机构	机构性质
急性期	综合医院康复科	公立医院为主
亚急性期	康复医院	公立医院与民营医院
长期照顾	社区卫生服务中心、康复机构、家庭康复	公立机构与民营机构

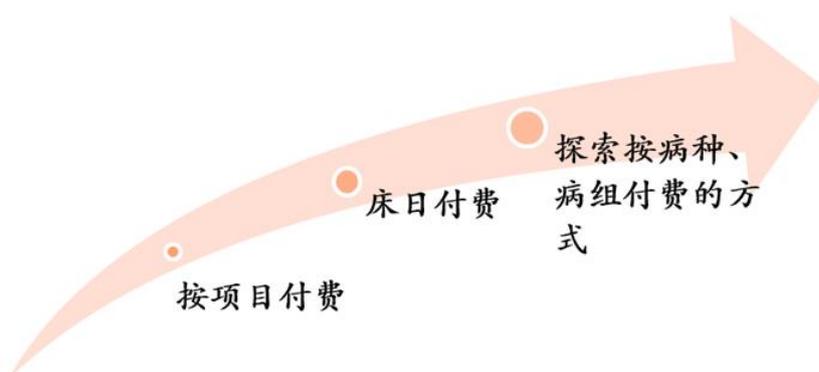
资料来源：平安证券研究所整理

康复人才的稀缺，对于连锁扩张有一定的限制：扩张需要招聘到足够数量的医护人员，但由于我国之前长期处于重治疗，轻康复的状态，导致康复人才的供给不足。我们认为，随着国家的支持及需求的释放，康复人才数量有望快速增长。

3.5 我国康复行业现状之四：支付方式正趋于成熟，有望推动行业加速发展

我国康复行业的付费方式在不断变化，且趋于成熟。最初，我国康复行业采用按服务付费的方式。此方式虽然结算方便，但机构容易为了经济利益而过度治疗，浪费医保费用。2017年国务院办公厅印发《关于进一步深化基本医疗保险支付方式改革的指导意见》，提出对于医疗康复等需要长期住院治疗且日均费用较稳定的疾病，可采取按床日付费的方式，同时加强对平均住院天数、日均费用以及治疗效果的考核评估。按床日付费降低了均次住院费用，但不同医院直接床日费用差距较大，难以找到合理的方式对其进行规范。因此，多地开始探索新的付费方式。

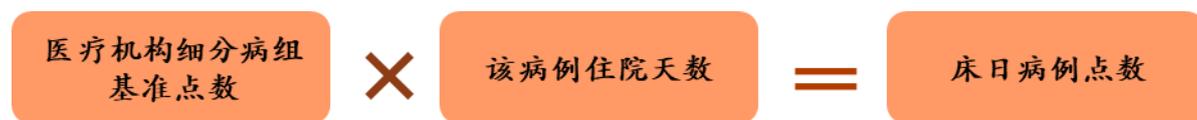
图表36 我国康复行业付费方式在不断变化



资料来源：政府网站、平安证券研究所

2020年温州市卫生健康委员会印发了《温州市基本医疗保险住院床日费用结算试行办法》的通知，里面提到，床日病例点数 = 医疗机构细分病组基准点数 × 该病例住院天数，从而综合考虑患者的细分病组、床日数等情况。目前温州列入这一办法的康复项目共有60项。

图表37 温州市基本医疗保险住院床日费用结算



资料来源：政务网站、平安证券研究所

2021年6月，深圳市医疗保障局发布《深圳市医疗保障局深圳市卫生健康委关于进一步完善康复医疗服务有关工作的通知（征求意见稿）》，里面提到康复医疗的医保支付：对疾病尚未达到临床非康复医学科出院标准的患者进行早期康复介入，康复医疗费用纳入疾病治疗费用中按病种、病组付费。对疾病符合临床非康复医学科出院标准的患者，转入本院康复医学科或康复专科医疗机构进行针对性功能康复，康复医疗费用按床日付费。社康服务机构为符合条件的参保人建立家庭病床，提供居家康复医疗服务的，康复医疗费用纳入家庭病床医疗费用中按床日付费，执行家庭病床床日费用标准。该政策对于重症康复和早期康复采用按病种、病组付费，对于普通康复采用按床日付费。其综合考虑了病种、病组和床日数，支付方式更加合理。该支付方式在合理化医院收入的同时，引导医院优化治疗方案，实现利益最大化，有望在更多地区推广。

3.6 我国康复行业市场空间广阔，市场集中度有望提升，连锁化是发展方向

1) 康复行业市场空间广阔

康复领域涉及人群数量众多，超过 4.5 亿。康复领域基本覆盖了全年龄段的人群，受众人数众多。其中残疾人、老人、产后女性和一些患病人群是康复需求较高的群体，这些群体中所有需要康复的人群相加达到 4.5 亿人。

康复领域渗透率较低。目前我国康复的渗透率仍然较低，渗透率最高的两项为残疾人康复和骨科手术后康复，渗透率分别为 42%和 20%。根据《关于印发国家残疾预防行动计划》，我国残疾人康复服务覆盖率须达到 80%以上；心脏病、老年人、产后、慢病等康复，涉及人群数量众多，但渗透率较低。

康复领域未来市场空间广阔。根据测算，到 2030 年，我国康复行业总市场空间有望达到 4900 亿元，CAGR=16.3%，头部企业或将享有更高的增速。

图表38 我国康复行业市场空间测算

	残疾人	65 岁以上老年人	产后女性	患病人群		
				骨科疾病	心脏病	慢性病
人群数量 (万人)	8500	13800	1700	18600	33000	20000
有康复需求的人群数量 (万人)	5000	7000	1700	300	30000 (手术患者每年约 30 万例)	1000
现在渗透率	42%	10%	3%	20%	0	5%
未来渗透率	80%	50%	60%	80%	1%	50%
平均住院天数	40	60	30	35	30	60
住院单日价格 (包括住院时治疗费用) (元)	100	60	300	300	300	200

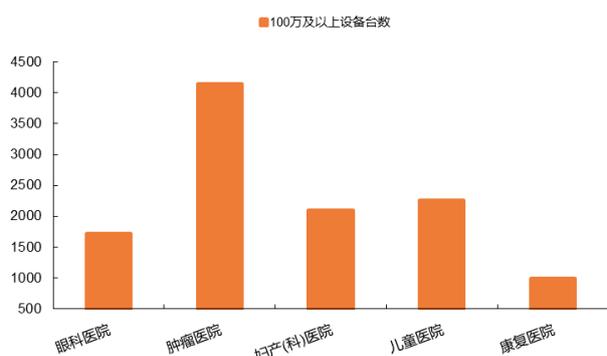
平均每人住院费用(元)	4000	3600	9000	10500	9000	12000
现有市场规模(亿元)	840	252	46	63	0	60
现在市场总规模(亿元)	1261					
未来市场空间(亿元)	1600	1260	918	252	270	600
总空间(亿元)	4900					

资料来源：毕马威、普华永道、平安证券研究所

2) 康复行业连锁化发展是方向，市场集中度将提升

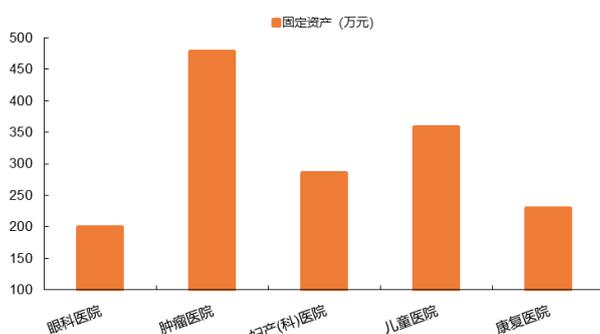
我们认为，康复医疗服务机构适合连锁化发展，而连锁化发展将推动行业市场集中度的提升。康复医院对大型设备依赖度较低因此前期投入较低，固定资产较轻。和常见的连锁专科医院相比，康复医院 100 万元及以上设备台数约为 991 台，所需高价设备数量较低。而康复医院固定资产总价值也相对较低，为 230 万元。前期的低投入，为连锁医院的快速扩张提供了便利。

图表39 不同医院 100 万以上设备台数



资料来源：卫健委、平安证券研究所

图表40 不同医院固定资产价值



资料来源：卫健委、平安证券研究所

康复行业对高学历人才的依赖程度有限，医生自身的口碑优势对患者的吸引力相对较低，而康复医院自身的品牌更有吸引力。康复医院需要一定数量的医护人员来支持日常工作，但对高年资医生的依赖度相对较低，这使得康复行业的连锁扩张相较于口腔、肿瘤和辅助生殖更加容易。

康复医院盈亏平衡周期相对较短，业绩爬坡速度较快。且由于对器械的依赖度低，更加偏向于劳技属性，因此整体利润水平高。

我们认为，通过连锁发展，康复连锁医院会有更加显著的规模优势。此时药品、器械及药材采购的边际成本降低，且规模优势带来口碑优势，从而使得医院对医生与患者的吸引力更强，获客和获医优势明显。而更多的医生又提升了专业服务能力，医院护城河逐步加深，竞争力更强，从而形成正向循环，最终带来行业集中度的提升。在这个过程中，将有一些优秀的头部企业走出。

图表41 不同专科医院对比

	康复医院	口腔医院	眼科医院	辅助生殖医院	肿瘤医院
护城河	中	高	高	高	高
壁垒	中	高	高	高	高

可复制性	高	中等	强	中等	低
医生口碑对医院的影响	低	高	低	高	高
对设备的依赖	中等	中等	高	低	高
连锁扩张难度	中等	中等	中等	较高	较高
2019年市场规模	583亿	960亿	1071亿	240亿	3710亿
2019年市场增速	15.70%	9.10%	13.70%	15.70%	12.50%

资料来源：平安证券研究所整理

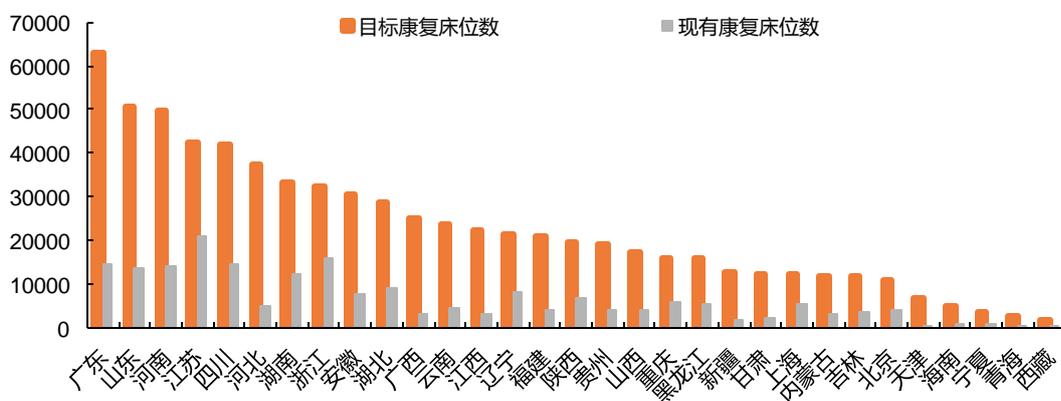
3) 选址+人才+连锁，推动优质头部康复机构成长

我们认为，未来可以走出的头部康复机构，需要具备以下三个特点：合理选址康复医院建设的城市、重视人才培养和积极推动连锁医院的开设。

我们认为，优先在更具发展潜力的地方建设康复中心，将推动医院更加快速的成长。我们认为更具潜力的城市地区，将助力民营康复机构的快速盈利，而具备潜力的城市应有以下特点：经济相对发达，城市人口数量多但人均康复床位较缺乏，政府支持康复行业的发展（医保资金充足、转诊政策完善）。

根据《北京市医疗卫生设施专项规划 2020年-2035年》中，要按照每千常住人口配置 0.5 张康复护理床位的标准，我们测算了各地区床位数量的目标值。通过对比我们看到，广东、江苏、浙江、四川等地，城市经济发展水平较高，康复床位缺口大，成长确定性更强。

图表 42 各地区康复床位数和目标康复床位数（张）对比



资料来源：卫健委、平安证券研究所

康复医师是康复医院的基础，虽然其对高年资的人才依赖度较低，但在人才相对稀缺的环境中，快速获取人才，是支撑康复医院发展的重要前提。我们认为，与高校合作共同培养人才、建立合理的薪酬体系和股权激励，都可以更好的吸引并留住优秀人才，从而推动医院的成长与扩张。

康复医疗服务企业若想发展为头部企业，连锁化是必由之路。根据前面的介绍，我们连锁化机构可以实现效率最大化，因此，在合适的时机实现快速扩张，是长期发展的重要一环。

四、核心标的介绍

4.1 重点上市公司及民营 梳理

我们大体梳理了我国上市公司涉及康复医疗服务及重点民营康复医院的情况，其中三星医疗和华邦健康旗下康复医院最多。

三星医疗旗下三甲医院均位于国内，且选址均为经济发展程度高、医保支付能力强的地区。公司通过多元化手段吸引人才，成立建设抚州医学院，并成立医生团队建立合伙人制度，更好的将公司的成果与医护人员分享。今年 11 月，公司完成杭州明州康复与南昌明州康复的并购，未来发展值得期待。

华邦健康旗下康复医院仅有一家在国内，另外两家分别位于德国和瑞士。并购海外康复医院，既可将当地较为先进的康复医疗治疗方案引入回国，又可以让对国内医院的骨干医护人员出国培训深造。

盈康生命旗下的上海永慈医院是公司布局的第一家康复医院。永慈医院是按三级康复医院设置的集临床与康复于一体的非营利性康复专科医院。占地面积 2.2 万平方米，建筑面积 4 万平方米，医疗业务面积 3.6 万平方米，设置床位 400 张，展开床位可达 600 张。

和佳医疗旗下的南通和佳国际康复医院是南通大学附属医院医疗集团成员之一，是南通大学和南通卫生高等职业技术学院的教学医院。医药与高校的合作，将更加方便人才的输送。

湘雅博爱成立于 2012 年，是一家湖南省三甲康复医院。医院是湖南省卫生厅和中南大学批准设置的湖南省三级康复医院，是中部地区最大的康复医学中心，为中部地区首家通过 CARF 国际认证康复医院。湘雅博爱医院作为湘雅医院的合作医院，能够全方位共享湘雅医院的优质医疗资源，并与湘雅医院共享科研教学资源，医院的治疗治疗与人才队伍有高质量的保障。

图表43 重点上市公司/医院情况梳理

医院/公司名称	康复医院数量	床位数量	特色学科	人才建设	上游产业覆盖情况
三星医疗	3	浙江明州康复：430 张 杭州明州康复：485 张 南昌明州康复：276 张	重症康复	浙江明州康复：医护人员 300 余人 杭州明州康复：230 余人 南昌明州康复：80 余人	无
华邦健康	3	北京华生康复医院：300 张	运动康复、神经康复、骨与关节康复、心肺康复、儿童康复		无
盈康生命	1	800 张	重症康复、骨与关节康复科、神经康复科、脊髓损伤康复科、老年康复科、心肺康复科、疼痛康复科		无
和佳医疗	1	南通和佳国际康复医院：154 张	神经康复、骨与关节康复、慢病康复		肿瘤微创治疗、介入超声、医用制氧设备、医学影像、康复及其他常规诊疗设备等产品

湘雅博爱	1	1100	设神经康复科、骨与关节康复科、脊柱康复科、儿童康复科、脊髓损伤康复科、老年康复科、重症康复		无
------	---	------	---	--	---

资料来源：公司公告、医院官网、平安证券研究所

4.2 三星医疗：积极连锁扩张的重点民营康复企业

三星医疗的主营业务为智能配用电，2015 年公司通过收购宁波明州医院，正式进军医疗服务板块。2017 年公司收购了浙江明州康复医院，布局康复医疗服务领域。2021 年通过收购杭州明州康复医院和南昌明州康复医院，公司的康复医疗版图进一步扩大

图表 44 三星医疗康复医院梳理

	床位数量	2020 年净利润（万元）	2020 年单床净利润（万元）
浙江明州康复医院	422	2992	7.09
杭州明州康复医院	485	3135	6.46
南昌明州康复医院	129	709	5.50

资料来源：公司公告、医院官网、平安证券研究所

三星医疗在康复行业中，具备以下优势

- 1) 优异的人才吸引策略帮助公司扩张：**公司筹建抚州医学院，旨在依托南昌大学优质资源，打造一所“名医汇集、学科齐全、特色鲜明”的医学教育和医学研究中心，实现医学教研一体化，该院设立可为公司乃至社会输送大量专业人才，为医院的快速扩张提供坚实的人才保障。

公司实施合伙人计划，搭建医生团队创业平台。按照利益共享、风险共担的原则，公司与名医团队共同组建合伙企业，共同参与医疗项目投资，同时实施核心人员和公司投资团队的跟投机制。建立以股权为纽带，结成利益共同体，增强合伙人的主人翁意识，充分发挥合伙人的主动性与创造性。
- 2) 大专科小综合的模式提升医疗服务质量：**公司产业涵盖康复、妇儿、体检等。公司致力于创新康复医疗模式，与综合医院有效协同，走差异化、连锁化、品牌化发展道路。公司以重症康复为特色，探索 ICU、康复、高压氧深度融合之路，充分利用早期治疗的“黄金时间”，率先开展氧舱内呼吸机支持技术与带呼吸机康复训练，显著提高重症患者愈后康复，重建患者品质生活。
- 3) 多方位合作提升公司口碑，实现资源共享：**公司制定了以实体医院为核心，制定了以“名校、名院、名医”为医疗服务发展模式的“三名模式”。在与名校、名院、名医的合作中，充分发挥双方优势作为合作基础，资源分享、作业整合，名院指派专家团队负责医疗业务，打造名院特需门诊，引进以名医为核心的医生团队，共同致力于提升公司医疗临床业务及专业技术能力。

五、风险提示

- 1) 行业增速低于预期：康复行业发展受多方面因素影响，有增速低于预期的可能；
- 2) 疫情反复风险：医药行业受疫情的负面影响，疫情反复或带来监管政策趋严；

3) 医患纠纷风险：康复为医疗项目中的一种，若出现医患纠纷，或对行业带来短期影响从而影响短期行业发展。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033