

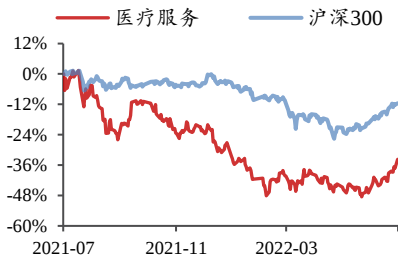
医疗服务

2022 年 07 月 05 日

投资评级：看好（维持）

——行业深度报告

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《行业点评报告-政策持续支持分级诊疗和医联体体系建设，及推动全国老年医疗护理服务快速发展》-2021.11.23

《医疗服务行业深度报告-公立医院高质量发展下，优质民营医院迎来更大发展机会》-2021.10.8

《行业深度报告-政策+需求双轮驱动下的优质赛道》-2021.9.24

从美中嘉和拟 IPO 看民营肿瘤医院差异化发展之路： 定位高端精准放疗、覆盖基层治疗需求

蔡明子（分析师）

caimingzi@kysec.cn

证书编号：S0790520070001

龙永茂（联系人）

longyongmao@kysec.cn

证书编号：S0790121070011

● 国内肿瘤服务市场供需矛盾突出，民营医院有望承接溢出需求

我国肿瘤医疗服务市场规模大，肿瘤医院病床常年超负荷运转，且肿瘤服务医疗资源主要集中在一线城市及二线城市，三线城市等基层地区供需矛盾突出，民营医院有望承接公立医院溢出的需求。放疗市场规模 2021 年达到 517 亿元，2016-2021 年 CAGR 为 13.70%。作为主要的肿瘤治疗手段之一，放疗优势明显，放疗设备配置数量增长以及部分放疗医疗服务项目价格调增有望进一步提升放疗普及度。具备医生资源、设备配置优势的民营医院拥有承接转诊的优势。

● 民营医院差异化发展：精准放疗定位高端市场，MDT 诊疗补充基层市场供给

精准放疗较传统放疗治疗效果更佳，市场需求旺盛。据弗若斯特沙利文数据，中国精准放疗市场的市场规模 2021 年达到 375 亿元，2016-2021 年 CAGR 为 15.6%。国内精准放疗市场进入壁垒高，当前国内仅 7 家医院提供质子治疗服务，竞争格局良好。此外，在国内肿瘤医疗服务市场资源稀缺和分配不均的背景下，MDT 诊疗有助于补充基层市场的供给。2018 年 8 月国家卫健委颁布《肿瘤多学科诊疗试点工作方案（2018-2020 年）》鼓励医院探索符合本院特点的 MDT 长效机制，从政策端支持 MDT 诊疗的发展。2021 年国内 MDT 诊疗采用比率仅为 6%，而同年美国约为 80%，市场发展潜力大。民营医院凭借其资金配置和管理的灵活性，叠加政策支持，瞄准差异化需求，不断提升精准放疗和 MDT 诊疗的使用率。

● 美中嘉和：以精准放疗为特色，国内领先的肿瘤医疗服务整体解决方案平台

美中嘉和作为国内领先的医疗解决方案平台，以精准放疗技术为特色，同时通过自营医疗机构及网络平台赋能第三方医疗机构。**医院业务板块**，美中嘉和拥有 8 家自营医疗机构，包括一家互联网医院，旗下医院以精准放疗为特色，广州医院、上海医院布局质子治疗设备。旗下医院爬坡迅速，客流及客单价提升趋势明显，2019-2021 年自营医疗机构门诊人次由 1.4 万余人次增长至 5 万余人次，门诊次均费用由 2,076.8 元增长至 3,001.5 元。服务网络拓展方面，美中嘉和计划持续升级现有医疗机构并建立新的医疗机构，当前上海医院建设中并规划建设广州医药二期，合计预计新增 700 张床位。**网络业务板块**，美中嘉和通过提供医疗解决方案服务、管理及技术支持服务、经营租赁服务，赋能自营医疗机构以及企业客户。

● 推荐及受益标的

从设备配置、医疗团队、服务网络延伸布局等角度，我们看好海吉亚医疗、信邦制药、国际医学、盈康生命这类已逐渐形成自身医疗服务网络的企业，这类企业依托医师资源、设备配置、品牌影响力等优势不断提升服务能力及服务范围。推荐标的：海吉亚医疗、信邦制药、国际医学、盈康生命；受益标的：美中嘉和（拟上市）。

● 风险提示：放疗渗透率提升不及预期，疫情反复影响医院经营等。

目 录

1、国内肿瘤医疗服务行业：市场规模大，供需矛盾突出，民营医院有望承接公立医院溢出的治疗需求，放疗渗透率有望提升	4
1.1、国内肿瘤医疗服务：公立医院常年超负荷运转，需求溢出有望向民营医院转移	4
1.2、放疗优势明显，放疗设备配置数量增长、部分放疗医疗服务项目价格调增有望进一步提升放疗普及度	5
2、民营肿瘤医院发展瞄准差异化需求，精准放疗定位高端市场，MDT 诊疗补充基层市场供给	8
2.1、精准放疗较传统放疗治疗效果更佳，竞争格局良好	8
2.2、MDT 诊疗能够有力补充基层肿瘤服务市场供给，发展空间大	11
3、美中嘉和：以精准放疗为特色的国内领先肿瘤医疗整体解决方案平台	13
3.1、公司业务结构：2021 年医院业务占比 34%，网络业务收入占比 66%	13
3.1.1、医院业务：7 家在营医疗机构+1 家在建医院分布于广州、上海、大同，医院爬坡速度快	14
3.1.2、网络业务：通过提供医疗解决方案、管理及技术支持以及经营租赁服务，赋能自营医疗机构以及企业客户	17
3.2、竞争优势：设备优势、医疗团队优势、一体化解决方案服务能力突出	18
3.2.1、以精准放疗为特色，结合 MDT 诊疗方法，专注提供以患者为中心的肿瘤治疗	18
3.2.2、拥有行业领先的医疗技术、设备和专业人员，保障稳健的诊疗能力，形成强大的准入壁垒	20
3.2.3、一体化肿瘤相关服务，赋能广泛的企业客户网络	20
3.3、处于业务扩张阶段，核心财务指标正常波动	21
4、推荐及受益标的	22
5、风险提示	22

图表目录

图 1：2022 年全国肿瘤医疗服务市场规模预计超 5000 亿元	4
图 2：我国肿瘤专科医院病床常年超负荷运转	5
图 3：一二线与三线及以下城市肿瘤服务供需分配不均	5
图 4：手术和化疗是肿瘤治疗的常见选择	6
图 5：相对于手术、化疗，放疗综合成本更低	6
图 6：2022 年全国肿瘤放疗市场规模预计超 600 亿元	7
图 7：2022 年中国精准放疗市场规模预计达到 457 亿元	8
图 8：远程医疗服务占比逐年上升	12
图 9：北京大学肿瘤医院远程医疗协作网建设架构	12
图 10：美中嘉和自营医疗机构及合作医院的地域覆盖范围广泛	14
图 11：广州医院采购质子治疗设备预计于 2022 年下半年开始临床试验	19
图 12：美中嘉和聚焦以患者为本的 MDT 方法，为每一位患者提供 MDT 会诊	19
表 1：云南、贵州、河南、江苏等省陆续落地放疗服务价格调整方案	7
表 2：基于粒子精准放疗较光子治疗在精准度、平均疗程、治疗效果等方面优势明显	9
表 3：质子治疗较传统放疗总生存率更高，治疗效果更佳	9
表 4：中国精准治疗市场进入壁垒——资本资源、监管要求、专业人士、品牌认知度	10
表 5：国内仅 7 家医院可提供质子重离子治疗，其中 4 家为民营医院，另有 8 家在建	10
表 6：北京大学肿瘤医院远程 MDT 诊疗次数增长迅速	13
表 7：2021 年公司医院业务收入占比 34.3%，网络业务收入占比 65.7%	14
表 8：美中嘉和拥有 7 家线下医疗机构+1 家在建医院	15

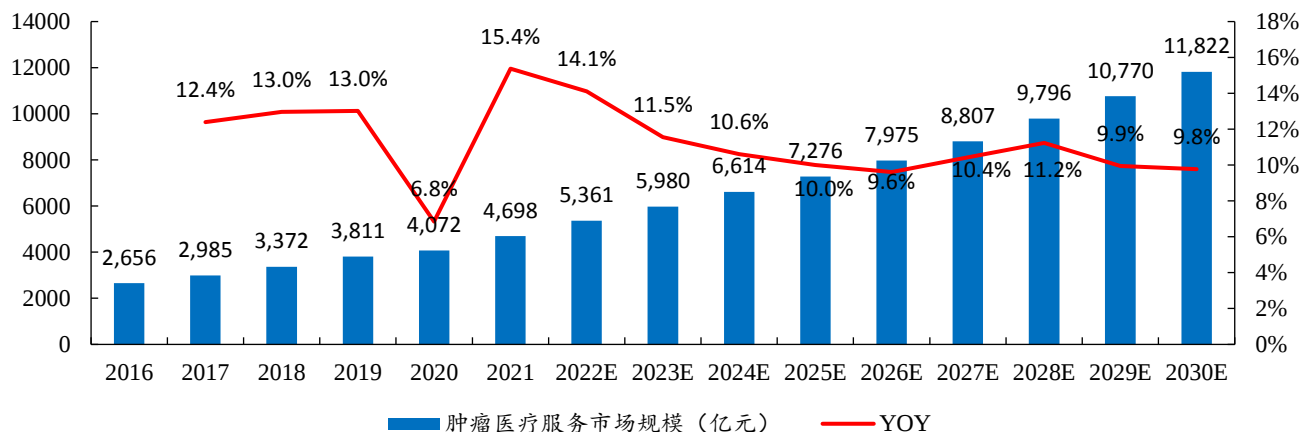
表 9: 2019-2021 年自营医疗机构关键运营指标整体提升	16
表 10: 广州医院 2021 年 6 月投入运营, 2021 年实现营收 1151 万元	16
表 11: 2021 年大同医院业务逐步恢复	16
表 12: 2019-2021 年上海门诊部营收增长迅速	16
表 13: 2021 年美中嘉和建立互联网医院实现营收 1,320 万元	17
表 14: 自营医疗机构的扩张将持续夯实竞争力, 提升服务网络协同效应	17
表 15: 三大云平台产品组合可为合作医院提供定制化服务	18
表 16: 美中嘉和专业医疗团队规模扩充迅速	20
表 17: 美中嘉和处于业务扩张阶段, 核心财务指标正常波动	21
表 18: 2019 年度至 2021 年度营业收入保持高速增长, 医院建设投入影响利润端	21
表 19: 2019-2021 年公司处于扩张阶段毛利率呈下降趋势	22
表 20: 推荐标的盈利预测与估值	22

1、国内肿瘤医疗服务行业：市场规模大，供需矛盾突出，民营医院有望承接公立医院溢出的治疗需求，放疗渗透率有望提升

1.1、国内肿瘤医疗服务：公立医院常年超负荷运转，需求溢出有望向民营医院转移

随着患病人数不断增长，肿瘤医疗服务的需求持续提升，预计 2022 年市场规模超 5,000 亿元。根据弗若斯特沙利文数据，国内肿瘤医疗服务市场规模从 2016 年的 2,656 亿元增长到 2021 年的 4,698 亿元，CAGR 为 12.10%。2021-2025 年 CAGR 有望达到 11.60%，2025 年有望超过 7,000 亿元规模。

图1：2022 年全国肿瘤医疗服务市场规模预计超 5000 亿元

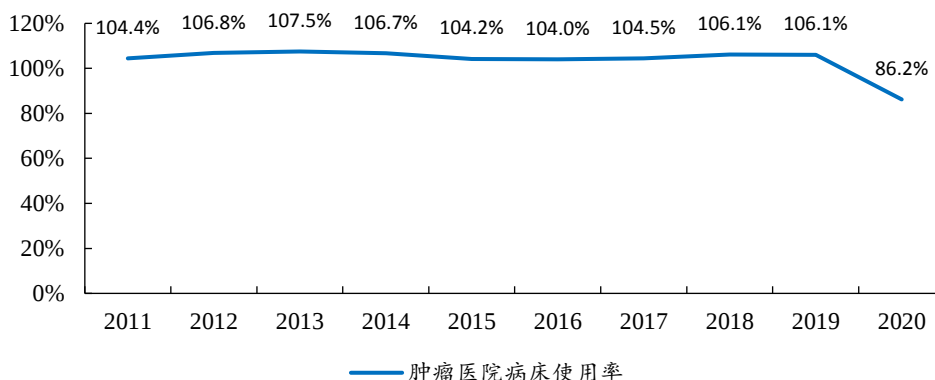


数据来源：弗若斯特沙利文、开源证券研究所

肿瘤医院竞争集中在拥有优质医生资源、长久良好口碑的头部公立医院。在肿瘤就诊路径中，初期的确诊和治疗方案的制定是肿瘤患者最为重视的环节，因此这个环节中拥有优质医师资源以及长久良好口碑的公立医院是患者的首选。

我国肿瘤医院病床使用率居专科医院第一，肿瘤医院病床常年超负荷运转，肿瘤医疗资源供不应求。随着癌症病发宗数的快速增长，我国肿瘤医疗机构的门诊和住院就诊人次呈上升趋势。然而，中国的肿瘤医疗资源供不应求，2019 年肿瘤医疗机构的病床使用率达到 106.07%，在所有类型专科医院中最高，2020 年由于疫情影响床位使用率降至 86.2%，仅次于精神病医院；2011-2019 年，肿瘤医院病床使用率均高于 100%，病床常年处在超负荷状态，床位数亟待扩充。

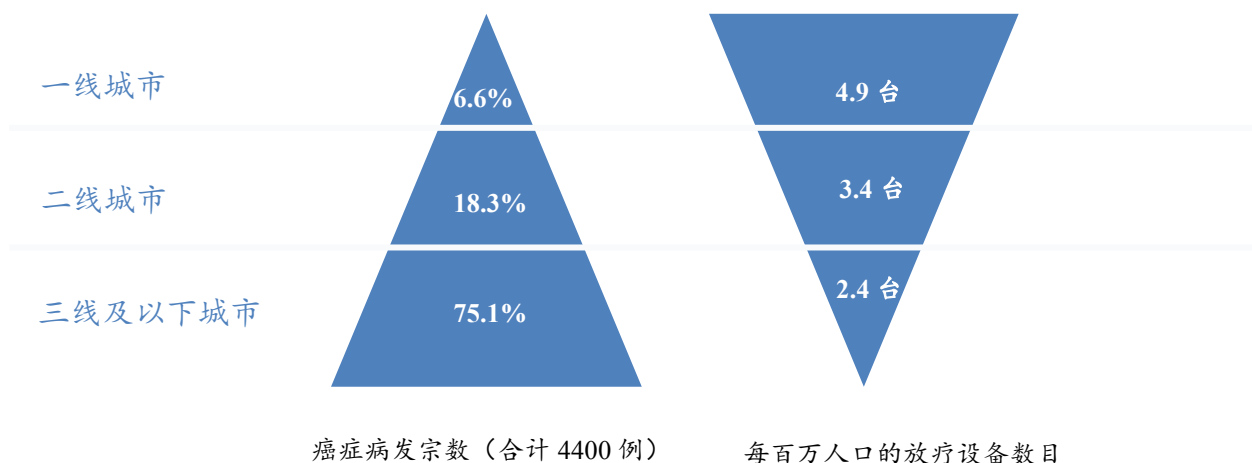
图2：我国肿瘤专科医院病床常年超负荷运转



数据来源：《卫生健康统计年鉴》、开源证券研究所

基层地区供需矛盾突出，治疗需求亟待满足。按地域来看，弗若斯特沙利文数据显示 2019 年三线及以下城市肿瘤服务市场占比最大，达到 57%，癌症发病数占到全国的 75%，且发病人数和肿瘤医疗服务收入占比逐年提升。但我国肿瘤服务医疗资源主要集中在一线城市及二线城市，三线城市等基层地区在放疗设备数目、肿瘤科室床位数都远低于一、二线城市，供需矛盾突出。市场需求增加及供应短缺将吸引更多社会资本注入，刺激基层地区肿瘤医疗服务市场的快速发展。

图3：一二线与三线及以下城市肿瘤服务供需分配不均



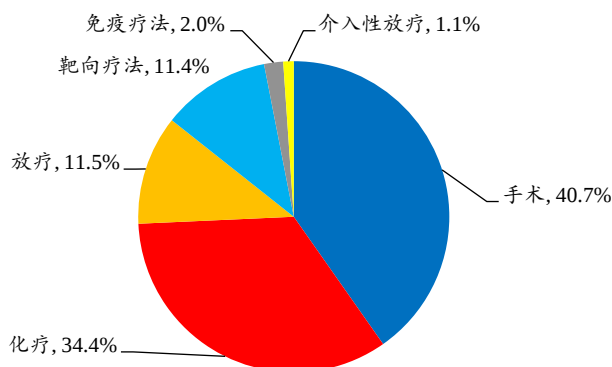
数据来源：海吉亚公司公告、开源证券研究所

1.2、放疗优势明显，放疗设备配置数量增长、部分放疗医疗服务项目价格调增有望进一步提升放疗普及度

肿瘤的治疗选择主要包括手术、放疗、介入性放疗、化疗、靶向疗法及免疫疗法。国内目前在治疗手段中主要采取手术方式，占比达到 41%；其次是化疗，占比接近 35%；放疗目前仅占比 11.5%，但放疗作为恶性肿瘤最重要的治疗手段之一，约 70%

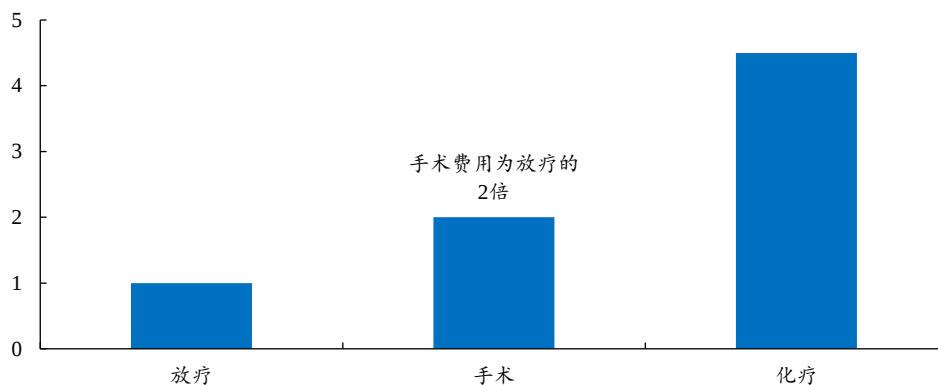
的恶性肿瘤患者在治疗的不同阶段需要放疗¹。根据世界卫生组织的数据统计，从2000年到2013年，肿瘤的综合治愈率从45%提升到67%，其中，放疗的贡献最大，从18%提高到30%；而且放疗适用范围广泛，可覆盖95%的癌症治疗。治疗费用方面，根据瑞典议会医疗保健技术评估委员会(SBU)的预测，手术费用为放疗的2倍，化疗治疗成本更高。相对于肿瘤手术治疗，现代化精准放疗具有副作用更小，治疗效果更好，综合成本更低等一系列优势，我们预计未来放疗的规模占比将会上升。

图4：手术和化疗是肿瘤治疗的常见选择



数据来源：海吉亚医疗招股书、开源证券研究所

图5：相对于手术、化疗，放疗综合成本更低

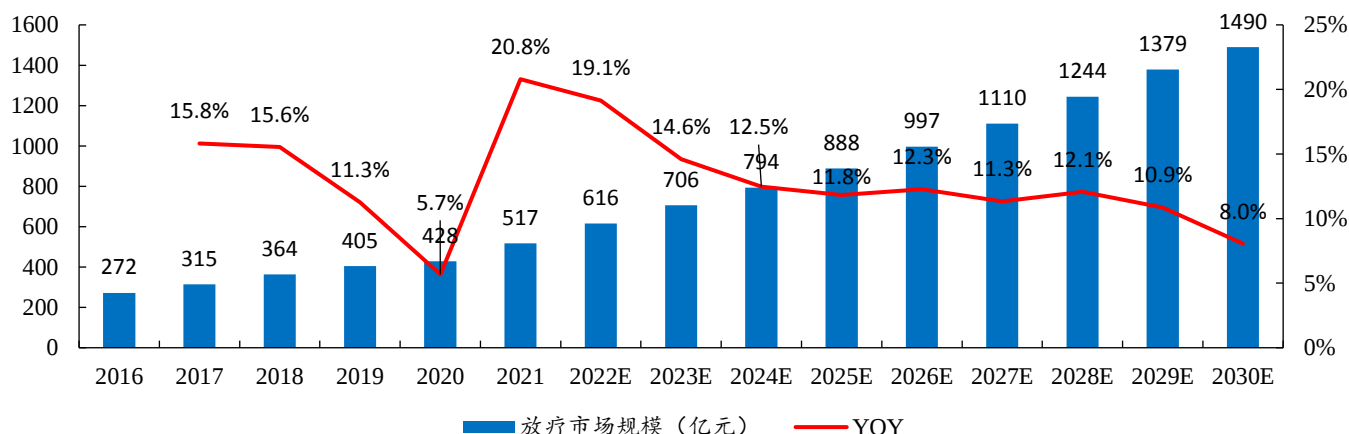


数据来源：瑞典议会医疗保健技术评估委员会(SBU)、开源证券研究所

随着放疗设备配置数量进一步增长，肿瘤化疗市场规模有望持续提升，预计2022年市场规模超600亿元。国内肿瘤放疗市场规模从2016年的272亿元增长到2021年的517亿元，CAGR为13.70%。按弗若斯特沙利文的预计，2021-2025年CAGR有望达到14.50%，2025年有望超过880亿元规模。

¹ 数据来源：海吉亚医疗招股书

图6：2022 年全国肿瘤放疗市场规模预计超 600 亿元



数据来源：弗若斯特沙利文、开源证券研究所

医保支付面，自 2021 年国家医保局等八部门联合发布《深化医疗服务价格改革试点方案》，多地相继出台了关于调整部分医疗服务价格项目的通知，对于放射治疗项目提出了新增项目、价格调增等举措，有利于提升医院端对于放疗的重视程度，放疗使用率有望进一步提升。

表1：云南、贵州、河南、江苏等省陆续落地放疗服务价格调整方案

发布时间	省市	文件名称	调价情况
2021 年 10 月	云南	云南省 2021 年省级公立医疗机构医疗服务价格调整方案	调增项目中医技诊疗类共 29 项，其中放射治疗占 8 项
2021 年 12 月	贵州	省医保局关于制定部分医疗服务项目价格（试行）的通知	对“伽玛刀立体定向放射外科治疗”等放疗项目进行调增
2021 年 12 月	河南	河南省省管公立医疗机构医疗服务价格项目汇总表	对放射治疗除特定说明的项目外，均按治疗计划、模拟定位、治疗、模具等项分别计价
2022 年 4 月	山西	关于动态调整“螺旋断层调强放疗”等医疗服务项目价格的公示	拟新增“螺旋断层调强放疗”等 5 项医疗服务项目价格
2022 年 5 月	湖南	关于调整部分医疗服务价格项目的通知	局部断层调强放疗和全身断层调强放疗调整自主定价
2022 年 5 月	江苏	江苏省基本医疗保险诊疗项目和医疗服务设施范围及支付标准	对放射治疗除特定说明的项目外，均按治疗计划、模拟定位、治疗、模具等项分别计价

资料来源：各单位官网、开源证券研究所

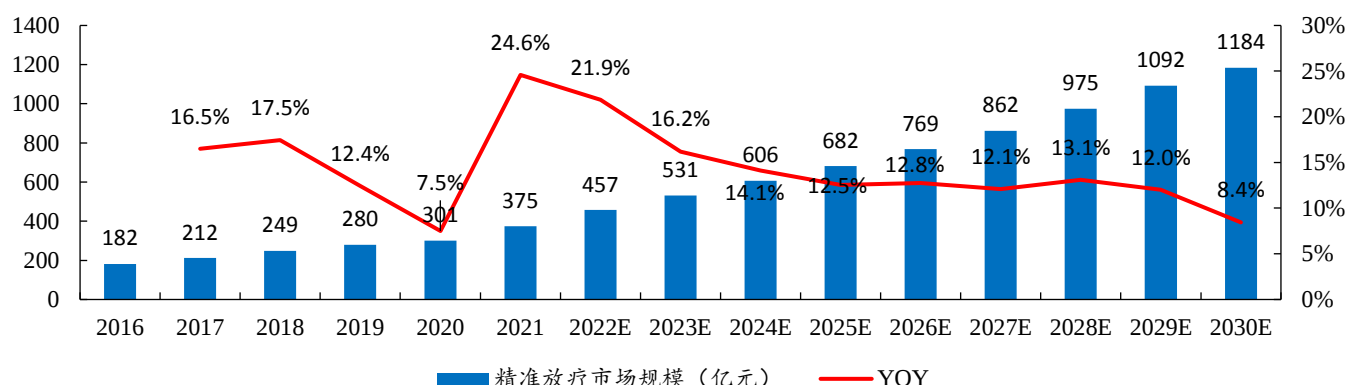
放疗对医生、设备依赖程度高，具备医生资源、设备配置优势的民营医院拥有**承接转诊优势**。我国当前肿瘤医疗服务供不应求，公立肿瘤医院常年处于超负荷运转状态，溢出的治疗需求将向民营医院转移。肿瘤主要治疗手段中，手术治疗方式主要依赖于医生，化学治疗依赖药物，放疗是医生+大型设备相结合的诊疗模式，因此具备医生资源、设备配置优势的民营医院拥有承接转诊优势。民营医院通过承接公立医院转诊逐渐建立品牌声誉，进一步提升获客能力。

2、民营肿瘤医院发展瞄准差异化需求，精准放疗定位高端市场，MDT 诊疗补充基层市场供给

2.1、精准放疗较传统放疗治疗效果更佳，竞争格局良好

根据弗若斯特沙利文数据，以收入计算，中国精准放疗市场的市场规模从 2016 年的 182 亿元增长到 2021 年的 375 亿元，CAGR 15.6%。随着精准放疗技术的进步，中国精准放疗市场规模预计将在 2025 年达到 682 亿元，2021 年到 2025 年的 CAGR 为 16.1%。

图7：2022 年中国精准放疗市场规模预计达到 457 亿元



数据来源：弗若斯特沙利文、开源证券研究所

质子治疗较传统放疗优势明显：治愈率高、精准度强、副作用小、适应症广。质子治疗又称为质子线放射治疗或质子刀治疗，是目前世界上最先进的无创治疗肿瘤的方式之一。质子治疗（质子射线）与传统放疗（高能光子束）相比具备以下优势：

(1) 治愈率高：多种肿瘤（如颅底脊索瘤、软骨肉瘤）对光子放疗并不敏感，质子放疗可提高疗效²。上海质子重离子医院 2020 年披露数据显示，医院收治的癌症病例在后续随访中，采用质子/重离子治疗的患者较采用传统光子放疗的患者总体生存率更高，且上海质子重离子医院质子/重离子平均治疗次数为 16 次，远低于传统放疗平均每疗程 30 次的照射次数，治疗效果明显优于传统光子放疗；

(2) 精准度强：传统放疗射线无法控制射程，而质子治疗因为具有卓越的布拉格峰效应，配合先进的定位系统，可以帮助临床医生根据不同肿瘤存在的深度、大小、形状，高效地控制射线能量释放的方向、部位和射程，使射线束完全匹配肿瘤靶区且集中释放能量，精度误差可以控制在 1 毫米以内；

(3) 副作用小：质子进入人体后剂量释放很少，当到达射程终末时，能量全部释放，即所谓的布拉格峰，而在布拉格峰后的剂量几乎是 0。将布拉格峰置于肿瘤病灶处，则肿瘤处会接收到最大的剂量，而肿瘤前的正常组织或器官所接受的剂量不大，肿瘤后方的正常组织或器官几乎不会受到照射。另外，由于质子相较于普通光子的质量更大，在物质内散射少，在照射区周围只有很小的半影，射线更为锐利，减少

² 张秋雅,俞海萍.质子、重离子放疗护理研究进展.护理研究,2018,32(22):3506-3510.

了对周围正常组织的照射剂量，使肿瘤周围正常组织器官损伤率几乎为 0；

(4) 适应症广：所有可以使用常规放疗进行治疗的肿瘤（包括原发、复发或转移病灶），原则上都可以使用质子治疗技术进行治疗。

表2：基于粒子精准放疗较光子治疗在精准度、平均疗程、治疗效果等方面优势明显

	光子放疗	质子治疗和重离子放射治疗
射线类型	光子	粒子
精准度与副作用	精确度较低可能对周围健康组织造成损伤，并引发严重的副作用	精确定位肿瘤和癌细胞可减少损伤周围健康组织的风险，副作用更少
辐射剂量	为避免健康组织受损而降低辐射剂量	放射剂量越高，治愈率越高，癌症复发风险越低
平均疗程	40 天	14 天
治疗效果	头颈部癌症五年存活率 60%； 肝癌 24 个月整体存活率 28.6%	头颈部癌症五年存活率 66.8%； 肝癌 24 个月整体存活率 59.1%

资料来源：美中嘉和招股书、开源证券研究所

表3：质子治疗较传统放疗总生存率更高，治疗效果更佳

	收治病例	总生存率	
		质子/重离子治疗	光子放疗
鼻咽癌	542 例	2 年：85%	2 年：46.1%
肺癌	73 例	2 年：85.5%	2 年：70.5%
颅内颅底肿瘤	137 例	2 年：88.4%	-
肝癌	113 例（对其中 50 例采用质子/重离子放疗）	3 年：72%	-
前列腺癌	148 例	3 年：100%	-
胰腺癌	117 例（对其中 54 例局部晚期无法手术者采用质子/重离子放疗）	1 年：81%	-

数据来源：上海质子重离子医院官网、开源证券研究所

注：数据截至 2020 年底。

国内精准放疗市场进入壁垒高，竞争格局良好。国内精准放疗市场和质子治疗市场的进入壁垒高，主要包括资本资源要求高、监管要求严格、训练有素的专业人士稀缺、品牌认知度需求高。目前国内采用质子重离子治疗肿瘤的医院共有 7 家，其中中国大陆 5 家，中国台湾 2 家。据弗若斯特沙利文数据，我国的民营肿瘤医疗服务市场集中度较低，以收入计算，2021 年前五大参与者的总市场份额仅为 6.1%。

质子放疗设备投资成本高、回收周期较长，且属于甲类大型医用设备，配置许可证审核严格，截至 2019 年，我国质子/重离子放疗设备存量仅 5 台。但质子治疗旺盛的治疗需求吸引了我国多家公立及民营医疗机构申请建设质子重离子治疗中心，带来了质子放疗设备的配置需求：质子治疗的收入高且以自费为主，根据上海市质子重离子医院已治疗近 2000 例肿瘤患者的统计情况，平均住院治疗费用（包括质子重离子放疗费、住院费、检查费、护理费等）在 31 万元左右，且不纳入医保范畴；我国质子治疗需求旺盛，自 2015 年开业以来，上海质子重离子医院年治疗量平均增长率达 28%。此外，政策加大了对质子放疗设备的支持力度，2020 年国家卫健委将全国 2018-2020 年质子放射治疗系统总体规划由新增 10 台调整至新增 16 台。综上，

我们预计质子放疗设备配置数量有望增长，放疗可及率提升将是未来趋势。

表4：中国精准治疗市场进入壁垒——资本资源、监管要求、专业人士、品牌认知度

进入壁垒	具体内容
资本资源	新进入者通产需要大量初始资本来建设质子治疗中心，包括设备采购、安装、校准和维护。质子治疗中心从计划制定到临床运营一般需要五至十年时间才能开始运营。此外，由于建设和维护成本高昂，新成立的质子治疗中心可能需要数月甚至数年才能实现每月盈亏平衡，而收回初始投资则需要更长的时间。
监管要求	在医院购买大型医用设备方面，中国政府提高了法律和监管要求。2018年5月，国家卫健委及国家药监局在《关于引发大型医用设备配置与实用管理办法（试行）的通知》中国引入了大型设备定额。这表明，中国的质子治疗系统定额是按地区需求分配的，从而导致市场竞争加剧，质子治疗设备许可证申请困难。截至2021年12月31日，中国总共只有16家医疗机构按本通知要求取得质子治疗设备许可证。
专业人士	医生、物理师和其他能够执行精准放疗，特别是质子治疗的医疗专业人员的需求很大。此外，由于涉及复杂的过程，需要高度的知识和经验，才能适当和有效地进行治疗。查招聘、培养和留住经验丰富的专家，且形成高水平的团队需要大量的时间和资源。
品牌认知度	癌症患者倾向于选择具有知名品牌和专业知识的肿瘤医疗机构，这些机构有专业设施、知名医学专家和成功治疗效果等良好记录。而新的市场进入者由于经营历史有限，往往缺乏这样的品牌知名度，因此可能需要花费较长时间才能实现稳定的患者流量。

资料来源：美中嘉和招股书、开源证券研究所

表5：国内仅7家医院可提供质子重离子治疗，其中4家为民营医院，另有8家在建

状态	医院	医院性质	质子治疗现状
在营	山东淄博万杰肿瘤医院	公立医院	医院先后投入巨资引进质子治疗系统相关设备，近期通过质子治疗上颌窦癌，在此次治疗中，患者仅经过20次扫描，肿瘤明显缩小。截止到2020年医院对治疗的3200例（以肿瘤一、二期为样本，三期、四期患者情况特殊没法纳入效果统计，）肿瘤患者进行质子治疗效果统计：肺癌中非小细胞肺癌一年局部控制率95%，5年总生存率61.7%；肝癌一年局部控制率为94.1%，一年的总生存率为88.2%，五年总生存率65.3%。
	复旦大学附属肿瘤医院	公立医院	医院配备质子重离子系统、直线加速器等质子治疗系统设备。2015年至2021年累计治疗出院患者3565例，年治疗量平均增长26.1%，连续两年年治疗量居国际粒子机构的前列。采用单纯重离子技术或重离子联合质子技术治疗3381例，占95%，充分发挥医院同时拥有重离子和质子两种技术的优势。2021年，单台质子重离子放疗设备年治疗量首次突破1000例大关，达到1021例（其中使用重离子或重离子联合质子的占了76%）。
	河北一洲肿瘤医院	民营医院	采用比利时IBA Proteus PLUS 质子治疗系统，配备当前最先进的CBCT图像引导系统、呼吸门控技术、笔形束扫描技术及360°旋转机架，是目前世界上设备技术最先进、功能最完备、也是规模最大的质子治疗中心之一。医院以质子治疗技术为核心治疗手段，设置床位1500张，院内设有肿瘤内科、肿瘤外科、肿瘤妇科、血液肿瘤、儿童肿瘤科、放射治疗科、病理科、放射诊断科、核医学科等30多个临床和医技科室。医院治疗头颈部恶性肿瘤5年生存率75%。
	甘肃武威肿瘤医院	公立医院	装配了我国首台拥有自主知识产权的医用重离子治疗肿瘤装置，配备了PET/CT、瓦里安Vital Beam 医用电子直线加速器、医科达Infinity“可视化”四维影像引导医用直线加速器等高端设备。由三级甲等医院甘肃省武

威肿瘤医院负责运营，设置床位 1600 张，并于 2020 年 4 月 1 日正式开诊。

甘肃兰州质子重离子医院	民营医院	医院主要建设重离子肿瘤治疗中心（PT 区）、三级肿瘤医院、重离子科技研发中心、肿瘤康复中心等个性化应用示范区，规划床位 1800 张，目前尚未正式开诊。
中国台湾林口长庚医院质子重离子中心	民营医院	——
中国台湾高雄长庚纪念医院质子重离子中心	民营医院	——
广州泰和肿瘤医院	民营医院	3 月医院的第一间质子治疗室正式交付，预计于 2022 年的第三季度投入使用。
西安国际医学中心	民营医院	质子肿瘤治疗中心在建
中国香港养和医院质子治疗中心	民营医院	——
山东省肿瘤医院	公立医院	于 2022 年 5 月进行质子临床试验
华中科技大学同济医学院附属协和医院	公立医院	计划于 2022 年 6 月进行质子设备吊装，10 月院区正式落成投用。
青岛西海岸肿瘤医院	公立医院	该医院于 2022 年 1 月中标，2 月正式开工建设
中国医学科学院肿瘤医院深圳医院	公立医院	该医院的深圳市质子肿瘤治疗中心在建，2022 年 4 月项目顺利封顶，预计 2024 年初可诊治患者。
四川省肿瘤医院	公立医院	质子肿瘤治疗中心在建，2022 年 4 月项目主体结构顺利封顶

资料来源：各医院官网、开源证券研究所

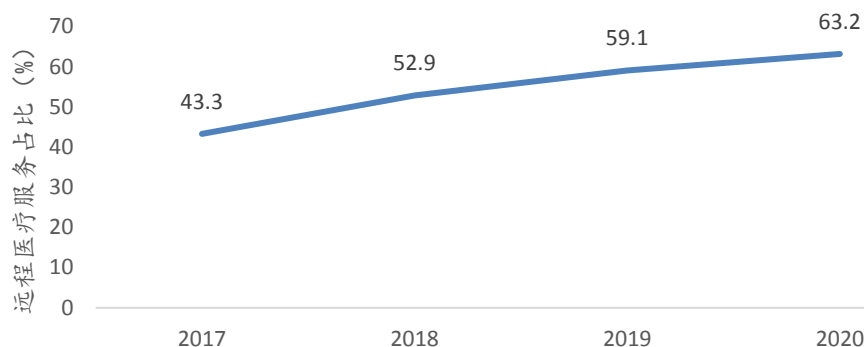
2.2、MDT 诊疗能够有力补充基层肿瘤服务市场供给，发展空间大

中国 MDT 市场存在较大增长潜力，市场规模和渗透率均亟待提升。在国内肿瘤医疗服务市场资源稀缺和分配不均的背景下，统一的治疗标准及先进的方法（如 MDT 及精准放疗）在国内却很少实施，这为提升治疗质量留下了较大的空间。MDT 方法集中一批来自肿瘤治疗不同专业的医疗专业人员，以优化患者护理及治疗效果为首要目标。根据弗若斯特沙利文报告，采用 MDT 方法有助于提高患者的整体生存率并延长生存期，于 2021 年，中国癌症治疗中采用 MDT 方法的比率仅为 6%，而美国于同年则约为 80%。

政策端支持 MDT 诊疗实践及发展。2018 年 8 月，国家卫健委颁布《肿瘤多学科诊疗试点工作方案（2018-2020 年）》，《方案》指出在具有肿瘤诊疗相关专科的三级综合医院和肿瘤专科医院，首选消化系统肿瘤开展试点工作，并逐步扩大病种范围。试点医院重点要将个体化医学、精准医学、快速康复理念融入肿瘤的诊疗，通过建立肿瘤多学科诊疗（MDT）标准化操作流程，加强对医务人员和患者的宣教。同时，鼓励试点医院探索符合本院特点的 MDT 长效机制。《方案》有望促进 MDT 实践的建立和发展，MDT 诊疗的普及度未来有望进一步提升。

肿瘤专科远程诊疗发展空间大。远程医疗作为新型医疗模式，对于解决医疗资源分布不均衡问题，扩大人民群众医疗服务可及性、节约医疗成本、提高医疗服务质量具有重要意义。首先，相较于综合性医院，肿瘤专科医院资源分布更为不平衡，医院治疗水平差异大的现象更加明显；其次恶性肿瘤是一种慢性病，其治疗是一个复杂渐进的过程。

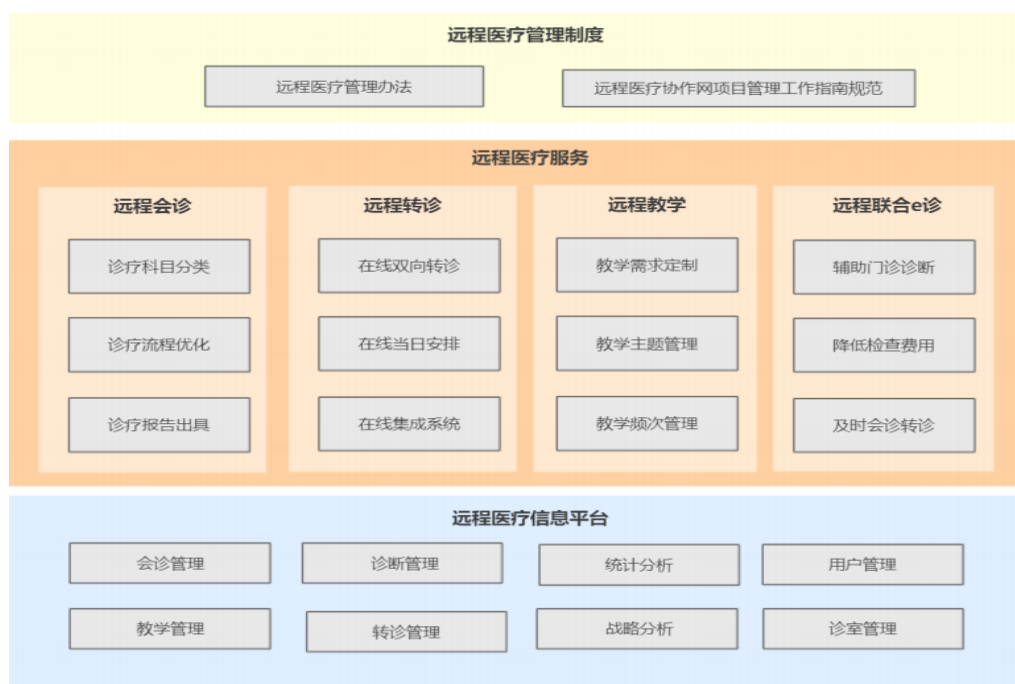
图8：远程医疗服务占比逐年上升



数据来源：《我国远程医疗的现状、问题及发展对策》、开源证券研究所

北京大学肿瘤医院以提供远程会诊服务为基础，逐步增加远程教学、远程转诊、远程联合 e 诊等服务项目，服务范围涵盖胃肠肿瘤、胸部肿瘤、淋巴瘤、黑色素瘤、肝胆、妇科、乳腺肿瘤、影像、介入等多个专业，建立了形式与内容均较为丰富的远程医疗服务体系。

图9：北京大学肿瘤医院远程医疗协作网建设架构



资料来源：《北京大学肿瘤医院远程医疗协作网的实践与思考》

2020 年上半年度，北大肿瘤医院远程医疗协作网远程教学次数同比增长 116.67%，培训人次同比增长 141.71%，并开创“远程联合 e 诊”这一创新服务。该服务以远程联合门诊形式呈现，在为肿瘤患者提供优质医疗就医途径的同时为合作医院医生提供临床培训，切实落实分级诊疗政策。截至 2020 年 6 月 30 日，已开展远程联合 e 诊 9 例。

表6：北京大学肿瘤医院远程MDT诊疗次数增长迅速

	2019年1-6月	2020年1-6月	同比增长率(%)
远程会诊例数	262	315	20.23
远程MDT次数	8	17	112.50
远程教学次数	6	13	116.67
远程教学培训人次	820	1982	141.71
远程联合e诊例数	-	9	-

数据来源：《北京大学肿瘤医院远程医疗协作网的实践与思考》、开源证券研究所

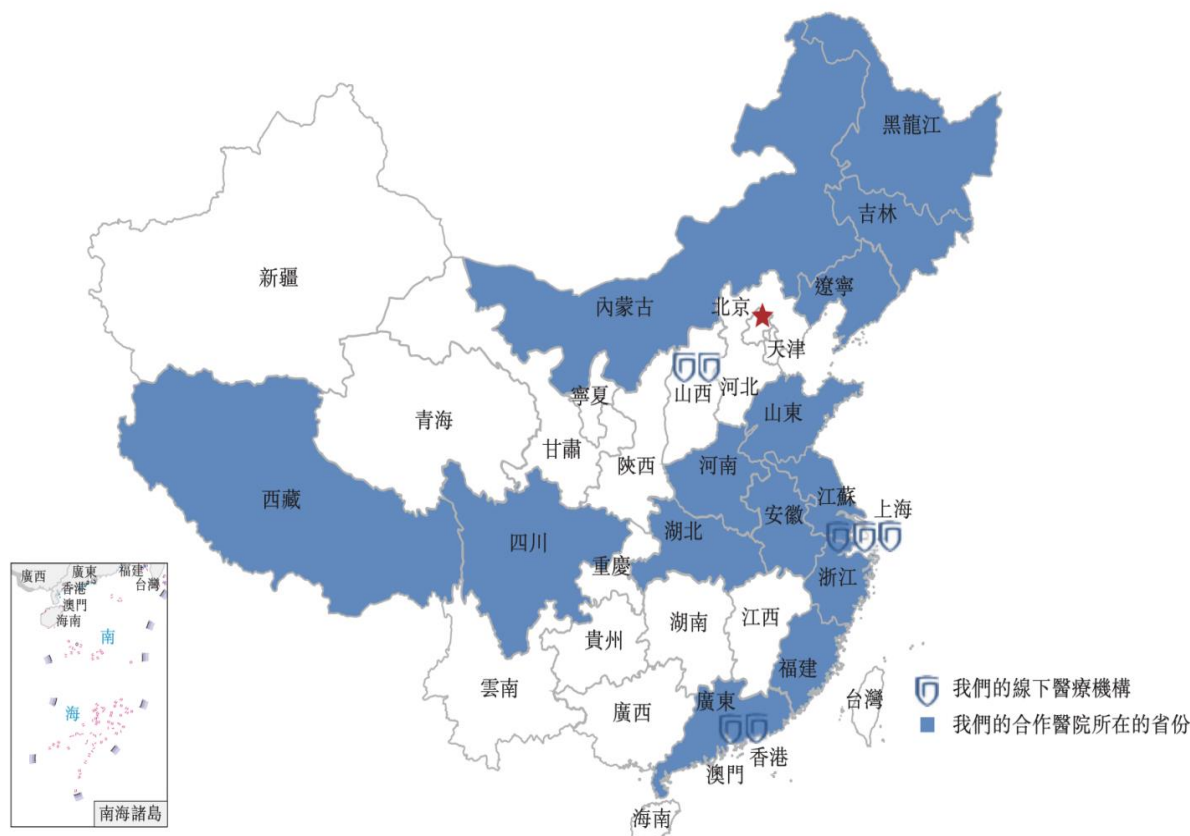
3、美中嘉和：以精准放疗为特色的国内领先肿瘤医疗整体解决方案平台

3.1、公司业务结构：2021年医院业务占比34%，网络业务收入占比66%

美中嘉和通过自营医疗机构为患者服务及通过网络业务赋能第三方医疗机构，业务主要分为医院业务与网络业务两大板块。医院业务方面，美中嘉和在中国共拥有8家自营医疗机构，包括2家肿瘤医院、4家诊所（或门诊部）、1家影像诊断中心及1家互联网医院。凭借一体化肿瘤相关服务（主要包括医疗解决方案服务、管理及技术支持服务、经营租赁服务）赋能广泛的企业客户网络（主要是医院）。网络业务方面，公司已将线上线下医疗资源整合入云平台，以提供网络业务项下的多项基于云的服务。公司云平台助力提升低线城市的肿瘤医疗质量，缓解中国主要医疗资源分布不均匀的现状。

据美中嘉和招股书披露，公司2021年收入4.71亿，同比增长179.7%。分板块看，2021年医院业务实现营收1.61亿元，同比增长92%；网络业务实现营收3.09亿元，同比增长272%，其中医疗解决方案为网络业务的主要组成部分，实现营收2.18亿元，同比增长高达738%。

图10：美中嘉和自营医疗机构及合作医院的地域覆盖范围广泛



资料来源：美中嘉和招股书

表7：2021 年公司医院业务收入占比 34.3%，网络业务收入占比 65.7%

项目	2019 年度		2020 年度			2021 年度		
	金额(万元)	占比	金额(万元)	占比	增长率	金额(万元)	占比	增长率
医院业务	4370.1	34.5%	8351.4	50.2%	91%	16117.5	34.3%	92%
医疗机构	4370.1	34.5%	8351.4	50.2%	91%	16117.5	34.3%	92%
网络业务	8294.1	65.5%	8280.7	49.8%	0%	30933.0	65.7%	272%
医疗解决方案	948.2	7.5%	2612.9	15.7%	174%	21756.8	46.2%	738%
管理及技术支持	5317.7	42.0%	3715.6	22.3%	-30%	6459.9	13.7%	73%
经营租赁	2028.2	16.0%	1952.2	11.8%	-5%	2716.3	5.8%	42%
合计	12664.2	100.0%	16632.1	100.0%	27.1%	47050.5	100.0%	179.7%

数据来源：美中嘉和招股书、开源证券研究所

3.1.1、医院业务：7 家在营医疗机构+1 家在建医院分布于广州、上海、大同，医院爬坡速度快

美中嘉和已收购或建立 7 家线下自营医疗机构，提供全周期的肿瘤医疗服务，包括筛查、诊断、治疗和治疗后健康管理。旗下医院和门诊部分别位于广州、上海和大同。

在大湾区，广州医院和广州门诊部，专门从事鼻咽癌放疗和乳腺癌手术及其他综合肿瘤医疗服务。在长江三角洲地区，上海影像中心作为诊断中心，以其先进的影像设备，通过云平台为长江三角洲地区和全中国的患者提供早期癌症筛查和诊断服务。

作为上海影像中心的独立诊断服务的补充，上海全科诊所提供全科服务，并与上海影像中心互动，为需要影像检查的患者提供诊断服务。上海门诊部主要为门诊患者提供癌症诊断、放疗和化疗服务。在华北地区，大同医院和大同诊所利用传统的中医疗法提供治疗后健康管理服务。

医疗服务业务处于爬坡期，收入增长迅速。2021 年上海门诊部、大同医院收入均大幅增长，其中上海门诊部收入达到 8770.2 万元，同比增长达 65%，大同医院收入达到 1424 万元，同比增长达 41%，广州医院收入也达到 1151.4 万元。

新建医院单月盈亏收支平衡周期约为 1 年，投资回报周期约为 3-5 年。开设新的医疗机构通常涉及许多环节，包括战略规划、市场研究、选址、可行性研究、监管审批程序、楼宇建造和装修、招聘必要人员、购置设备和用品以及开始运营。该过程通常需要 5-10 年左右才能完成。根据公司招股书披露，新医院和质子中心运营后，每月收支平衡期约为 1 年，投资回报期从开始运营起约为 3-5 年。

线下医疗机构运营指标提升趋势明显。从医院关键运营指标来看，医院的客流及客单价提升趋势明显：**(1) 客流方面**，2019-2021 年自营医疗机构门诊人次由 1.4 万余人次增长至 5 万余人次，2020 年受到疫情影响住院人次下滑但 2021 年恢复增长。分机构来看，大同医院门诊人次由 2019 年 6,000 人次增至 2021 年 8,900 人次，由于疫情 2020 年大同医院 2-3 月暂时关闭，2021 年住院人次恢复增长；上海门诊部门诊人次 2019-2021 年由 7,800 人次增长至 18,200 人次，增长迅速。**(2) 客单价方面**，2019-2021 年自营医疗机构门诊次均费用不断提升，由 2,076.8 元增长至 3,001.5 元，住院费用在疫情影响下基本持平。

表8：美中嘉和拥有 7 家线下医疗机构+1 家在建医院

	医疗机构	位置	持股比例	收购/成立	收购/开业时间	床位数	2021 年收入（百万元）
肿瘤医院	广州泰和肿瘤医院	广州	80%	成立	2021 年 6 月，二期预计于 2023 年运营	100 张登记 300 张规划中	11.5
	大同美中嘉和肿瘤医院	大同	100%	成立	2017 年 5 月	100 张登记	14.2
	上海泰和诚肿瘤医院	上海	100%	成立中	预期 2024 年	400 张规划中	-
门诊部	广州泰和医疗门诊部	广州	70%	收购	2020 年 4 月	-	1.6
	上海美中嘉和肿瘤门诊部	上海	86%	收购	2018 年 10 月	-	87.7
诊所	上海美中嘉和云影全科诊所	上海	37%	收购	2021 年 10 月	-	1.0
	大同美中嘉和中医诊所	大同	100%	成立	2021 年 1 月	-	0.3
其他	上海美中嘉和医学影像诊断中心	上海	100%	成立	2019 年 11 月	-	38.7

资料来源：美中嘉和招股书、开源证券研究所

表9：2019-2021 年自营医疗机构关键运营指标整体提升

自营医疗机构	2019	2020	2021
住院人次	1,110	491	778
住院次均收费（元）	11,837.5	11,511.8	11,820.9
门诊就诊次数	14,716	27,713	50,622
门诊次均收费（元）	2,076.8	2,809.6	3,001.5

数据来源：美中嘉和招股书、开源证券研究所

表10：广州医院 2021 年 6 月投入运营，2021 年实现营收 1151 万元

广州医院	2021 年 6 月运营以来数据
门诊人次（千人次）	2.8
住院人次（千人次）	0.2
次均门诊费用（元）	2,542.8
次均住院费用（元）	21,562.1
收入（万元）	1,151.4

数据来源：美中嘉和招股书、开源证券研究所

表11：2021 年大同医院业务逐步恢复

大同医院	2019	2020	2021
门诊人次（千人次）	6	6.6	8.9
住院人次（千人次）	1.1	0.5	0.6
次均门诊费用（元）	408.1	681.8	1,061.9
次均住院费用（元）	11,837.5	11,511.8	8,404.7
收入（万元）	1,556.8	1,012.1	1,424.0
YOY	-	-35%	41%

数据来源：美中嘉和招股书、开源证券研究所

表12：2019-2021 年上海门诊部营收增长迅速

上海门诊部	2019	2020	2021
门诊人次（千人次）	7.8	10.9	18.2
次均门诊费用（元）	3,570	4,871.2	4,810.3
收入（万元）	2,776.8	5,324.7	8,770.2
YOY	-	92%	65%

数据来源：美中嘉和招股书、开源证券研究所

建立互联网医院以提供线上线下医疗资源的一站式门户。美中嘉和 2021 年 5 月推出互联网医院，为癌症患者提供一个可以获得全面线上和线下医疗资源的一站式门户。主要提供远程医院预约、诊断解释、MDT 会诊、诊疗后健康管理及肿瘤相关指导等服务。

表13：2021 年美中嘉和建立互联网医院实现营收 1,320 万元

互联网医院	2021 年
用户（人）	1,148
来自直接服务	358
来自企业客户	790
收入（百万元）	13.2
来自直接服务（百万元）	3.4
来自企业客户（百万元）	9.8

数据来源：美中嘉和招股书、开源证券研究所

扩张规划：美中嘉和计划持续扩大自营医疗机构，持续升级现有医疗机构并建立新的医疗机构，以提升服务能力及拓宽所提供服务的范围。在建医疗机构预计将持续产生约 30 亿元的资本开支。

表14：自营医疗机构的扩张将持续夯实竞争力，提升服务网络协同效应

项目	目前状况	估计规模	预计开业/建设时间
上海医院	建设中	400 张登记床位	2024 年
广州医院二期工程	处于规划阶段	300 张登记床位	2023 年

资料来源：美中嘉和招股书、开源证券研究所

3.1.2、网络业务：通过提供医疗解决方案、管理及技术支持以及经营租赁服务，赋能自营医疗机构以及企业客户

美中嘉和通过网络业务提升自有医疗机构服务能力，同时赋能企业客户，包括合作医院（尤其是位于自有设施无法覆盖的低线城市的医院）。2021 年，美中嘉和网络业务的企业客户已达 88 家，以云平台服务、管理及技术支持服务、经营租赁服务赋能 19 家合作医院。2021 年网络业务收入占比约 65.7%，其中医疗解决方案收入占比 46.2%，管理和技术支持收入占比 13.7%，经营租赁收入占比 5.8%。

医疗解决方案业务：公司与中国各地的企业客户建立了业务合作关系，为其提供全面的医疗解决方案。公司通常对医用设备及云平台服务收取固定的首期付款。2019-2021 年医疗解决方案业务营收由 950 万元提升至 2610 万元，2020、2021 年同比增长分别高达 174%、738%。

医疗解决方案业务主要由两部分构成：（1）医用设备服务。公司向企业客户提供从知名医用设备制造商或经销商处购买的医用设备。凭借与供应商伙伴的长期合作以及积累的行业经验，公司能够以有竞争力的价格获得充足的高质量医用设备和耗材供应。通过将客户的需求与公司的合作医用设备公司和其他上游供应商的供应相匹配，可以直接或通过公司的分销商为客户提供广泛的医用设备及耗材，作为解决方案业务的一部分。具体而言，公司为企业客户提供加速器、伽玛刀系统、CT 系统等各类医用设备，帮助其建立肿瘤科、放疗中心和影像诊断中心。公司还可能通过提供一站式管理和技术支持赋能客户更好地利用设备以及云平台服务。**（2）云平台服务。**美中嘉和提供云平台产品组合，以提供定制化服务（主要包括影像诊断结果的数字化处理；远程会诊、放疗建模、治疗定制及质量控制；供应链管理；以及联合研究、培训及技术支持），协助医院向其患者提供全方位的癌症诊疗服务。美中嘉和主要于以下三种场景中通过云平台赋能医院：第一，各医院内部进行协作，以利用共享的数字化云平台实现跨科室联合会诊及临床实践管理；第二，有关医院与其于区域

市场或全国的合作医疗机构之间开展合作，以实现跨医院远程癌症治疗及联合科研；第三，有关医院与公司旗下医疗机构之间开展合作，以提供多项基于云的会诊及管理服务。

表15：三大云平台产品组合可为合作医院提供定制化服务

产品名称	推出时间	主要功能	部署医院数量
嘉和云影远程医疗信息诊断平台	2020 年 12 月	图像诊断结果的数字化显示、存储、传输及处理	3 家医院
嘉和云资产管理平台	2021 年 6 月	线上医用设备管理	-
嘉和飞云智能放疗云服务平台	2021 年 9 月	远程放疗靶区勾画、放疗建模、联合会诊、方案定制	3 家医院

资料来源：美中嘉和招股书、开源证券研究所

管理及技术支持业务：美中嘉和根据全方位解决方案服务安排，或根据期限更短的涉及提供予合作医院的云平台或服务的服务协议，向合作医院提供管理及技术支持服务。具体而言，包括设备管理、技术培训及运行指导服务以及医疗技术支持，以提升合作医院的整体医疗能力。合作医院所使用医用设备高度复杂，设备故障可能会导致合作医院肿瘤科运营中断。美中嘉和通过提供设备管理服务（主要包括设备操作人员培训、设备状态监测、故障预警及维护），致力确保有关医用设备的平稳运行。随着业务增长，美中嘉和正在将在线技术支持服务转移至嘉和云资产管理平台，同步数字记录及访问设备运行状态、维护进度及性能分析，以提高效率。美中嘉和亦根据云平台服务协议基于云平台提供远程医疗治疗及会诊服务。凭借于癌症诊疗技术方面的丰富资源及经验，美中嘉和亦提供联合科研机会、学术研讨会及医疗专业培训服务。

经营租赁业务：美中嘉和向企业客户提供所需的先进医用设备及相关医疗耗材的全面组合，以帮助其设立或升级放疗或影像诊断科。美中嘉和为企业客户提供加速器、伽玛刀系统、CT 系统等各类医用设备，帮助其建立肿瘤科、放疗中心和影像诊断中心。还可以通过提供一站式管理和技术支持赋能客户更好地利用设备以及云平台服务。

3.2、竞争优势：设备优势、医疗团队优势、一体化解决方案服务能力突出

3.2.1、以精准放疗为特色，结合 MDT 诊疗方法，专注提供以患者为中心的肿瘤治疗

美中嘉和作为中国领先的肿瘤医疗整体解决方案平台，以精准放疗为特色，是中国少数布局多间质子治疗舱的民营医疗机构之一，同时参与了中国多项放疗国家行业标准的制定。

广州医院采购了一套定制的四室质子治疗设备，其配备了四个旋转支架的治疗室，该设备由著名的癌症诊疗设备制造商生产。公司预期于 2022 年下半年在广州医院质子中心开始质子治疗设备的临床试验。此外，上海医院已于 2021 年 8 月与中广核订立质子治疗设备采购协议，预计将在上海医院配备一套质子治疗设备和四个治疗室。广州医院专门治疗华南地区高发的鼻咽癌，而上海医院专门从事华东地区高发的癌症疾病的临床研究和治疗。

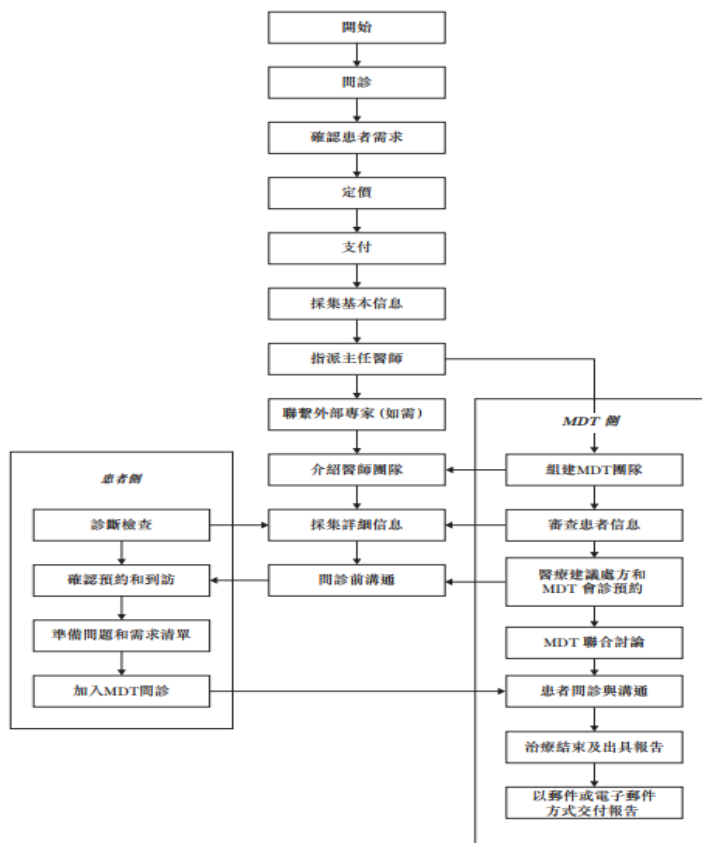
图11：广州医院采购质子治疗设备预计于2022年下半年开始临床试验



资料来源：美中嘉和招股书

同时，美中嘉和与世界领先的医疗机构合作，获得丰富的操作技术来源、医疗技术和癌症诊疗临床经验。公司聚焦于以患者为本的MDT方法，为每一位患者提供MDT会诊，组建一支医疗专业团队，由来自不同治疗科室的医生、治疗师、药剂师及护理人员组成，具有明确的职责分配及时间承担要求。有别于传统的序贯治疗，美中嘉和的全职MDT团队共同定制最合适的综合治疗方案及康复支持，以满足个别患者与其诊疗过程各阶段的需求。

图12：美中嘉和聚焦以患者为本的MDT方法，为每一位患者提供MDT会诊



资料来源：美中嘉和招股书

3.2.2、拥有行业领先的医疗技术、设备和专业人员，保障稳健的诊疗能力，形成强大的准入壁垒

通过与中国及全球领先的医疗机构和设备制造商建立合作，在癌症诊断和治疗方面获得丰富的医疗技术来源、操作技术和临床经验。美中嘉和与世界顶级的医疗机构（如得克萨斯大学 MD 安德森癌症中心及梅奥医学教育与研究基金会）及杰出的医用设备制造商建立了战略合作。公司旗下医疗机构已学习了 MD 安德森于最前沿癌症治疗方面的专长以及相关的质量控制协议及方法，如其 MDT 实践指南。广州医院已制定一套对标梅奥医学中心的服务标准，涵盖临床方案、操作程序、MDT 方法、患者管理计划、医院管理和设备质量措施。

拥有一支高水平医疗团队和管理团队。医疗专业团队由数位世界级专家领导，在癌症研究和临床实践方面具有深入的国际视野和经验。截至 2021 年 12 月，美中嘉和拥有 101 位医生、160 名专业护士和护理人员及 146 位其他医疗专业人员。核心管理团队和技术团队成员合作超过 15 年，积累了中国肿瘤医疗服务行业的深刻见解和丰富的行业知识和经验，涉及医疗技术研发、销售和营销、财务和运营等广泛的相关领域。

表16：美中嘉和专业医疗团队规模扩充迅速

项目	2019 年度	2020 年度	2021 年度
医生	41	75	101
主任医师和副主任医师	4	13	22
主治医师	13	26	41
住院医师	24	36	38
专业护士和护理人员	75	127	160
其他医疗专业人员	91	109	146
总计	207	311	407

数据来源：美中嘉和招股书、开源证券研究所

与国际知名设备供应商形成长期合作保障设备先进性，广泛赋能企业客户提升议价能力。与国际知名医用设备供应商有长期合作关系，确保部署行业领先的癌症诊断和治疗设备。此外，公司为企业客户定制云平台，以确保与不同品牌的医用设备及其操作系统的兼容。通过向企业客户提供整合管理及技术支持，扩大了远程诊疗服务的覆盖范围。因此，公司可凭借与供应商合作伙伴的长期合作关系及建立的相互信任，而将其转化为推广网络业务时更强的议价能力。

利用国际先进技术，提供全套的影像诊断和病理诊断服务。通过先进的影像诊断技术，可以实现精确的放射靶区勾画，更准确地将肿瘤的边界与临近结构区分开来。此外，美中嘉和利用多种实验设备进行病理样本的制备和分析，以提高病理检测结果的准确性。截至 2021 年底，美中嘉和拥有 126 套用于肿瘤诊断及实验室检测的医用设备，并配有 32 位病理专家和 59 位影像诊断专家。同时还拥有 12 套精准放疗设备，为确保精准有效的放疗治疗，美中嘉和已建立由精心设计的程序及质量控制措施组成的综合体系。

3.2.3、一体化肿瘤相关服务，赋能广泛的企业客户网络

美中嘉和利用云平台开发出轻资产业务模式，以基于云的 B2B2C 服务赋能企业客户，B2B2C 服务主要包括影像诊断结果的数字化处理；远程会诊、放疗建模、疗

法定制及质量控制；供应链管理及手术支持；以及联合研究、培养及技术支持。2020年12月，美中嘉和推出嘉和云影远程医疗信息诊断平台；2021年9月，推出嘉和飞云智能放疗云服务平台，作为注重癌症治疗的效率及疗效的CSS服务的组成部分。云平台可以提升低线城市的肿瘤医疗质量，并缓解了中国主要医疗资源分布不均的问题。通过云平台，美中嘉和将多年积累的世界一流医疗实践经验及质量控制标准引入企业客户。

3.3、处于业务扩张阶段，核心财务指标正常波动

跟随行业趋势、增强自身竞争力，公司营业收入快速增长：公司的营业收入由2019年的1.32亿元增长至2021年的4.71亿元，同比增长179.7%。营业收入高速增长主要原因是医院业务客流与客单价实现提升，2021年升级服务能力及加大医疗解决方案的市场教育力度带来网络业务快速增长。从收入端来看，公司自营医疗机构仍处于爬坡期，且当前上海医院以及广州医院二期处于建设期，前期投入影响利润增长。

表17：美中嘉和处于业务扩张阶段，核心财务指标正常波动

项目	2019 年度	2020 年度		2021 年度	
	金额(亿元)	金额(亿元)	增长率	金额(亿元)	增长率
营业收入	1.32	1.68	27.1%	4.71	179.7%
营业毛利	-1.29	-2.87	-121.8%	-4.46	-55.2%
毛利率	25.8%	4.4%	-21.4pct	-10.0%	-14.4pct
期间费用率	272.8%	346.0%	-	157.5%	-
净利润	-2.81	-5.94	-	-8.32	-
经调整净利润	-0.92	-3.22	-	-4.88	-
经营活动现金流	-3.00	0.51	17%	1.51	96%
ROE(摊薄)	281.8%	85.4%	-	52.2%	-

数据来源：美中嘉和招股书、开源证券研究所

表18：2019 年度至 2021 年度营业收入保持高速增长，医院建设投入影响利润端

	2019 年度	2020 年度	2021 年度
营业收入（亿元）	1.32	1.68	4.71
增速（%）	-	27.1	179.7
净利润（亿元）	-2.18	-5.85	-8.17
增速（%）	-	-108.16	-39.74

数据来源：美中嘉和招股书、开源证券研究所

处于业务扩张阶段，毛利率正常波动：2019-2021年，公司的毛利率分别为25.8%、4.4%和-10.0%，出现一定波动。主要由于医疗机构处于上升阶段产生重大运营成本，尤其是2021年6月开始运营的广州医院。医疗解决方案毛利率有所降低，主要由于公司有策略地向新企业客户推广医疗解决方案。

表19：2019-2021 年公司处于扩张阶段毛利率呈下降趋势

项目	2019 年度	2020 年度	2021 年度
医院业务	-61.8%	-47.5%	-71.4%
医疗机构	-61.8%	-47.5%	-71.4%
网络业务	72.0%	56.7%	21.9%
医疗解决方案	84.1%	35.7%	8.3%
管理及技术支持	88.0%	87.5%	66.4%
经营租赁	24.2%	26.4%	25.4%
合计	25.8%	4.4%	-10.0%

数据来源：美中嘉和招股书、开源证券研究所

4、推荐及受益标的

从设备配置、医疗团队、服务网络延伸布局等角度，我们看好海吉亚医疗、信邦制药、国际医学、盈康生命这类已逐渐形成自身医疗服务网络的企业，这类企业依托医师资源、设备配置、品牌影响力等优势不断提升服务能力及服务范围。**推荐标的：**海吉亚医疗、信邦制药、国际医学、盈康生命；**受益标的：**美中嘉和（拟上市）。

表20：推荐标的盈利预测与估值

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	归母净利润增速 (%)				P/E (倍)				评级
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
6078.HK	海吉亚医疗	53.90	159.55	33.20	32.80	29.50	61.56	48.26	36.34	28.06	买入
002390.SZ	信邦制药	6.74	57.25	28.80	24.40	25.10	50.07	38.88	31.25	24.98	买入
000516.SZ	国际医学	11.49	-1912.52	53.45	166.35	89.10	-31.81	-68.33	102.98	54.46	买入
300143.SZ	盈康生命	11.14	-384.20	131.00	27.30	30.70	-19.65	63.38	49.79	38.10	买入

数据来源：Wind、开源证券研究所。注：海吉亚医疗收盘价为港币，其他公司为人民币，收盘日期为 2022/7/5，港元/人民币=0.85

5、风险提示

放疗渗透率提升不及预期，疫情反复影响医院经营等。

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	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	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

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

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

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