



医药生物行业

看好

市场数据 (2022-06-29)

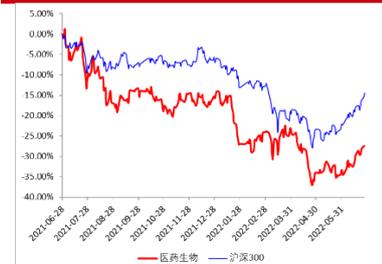
行业指数涨幅

近一周	1.81%
近一月	10.46%
近三月	-3.75%

重点公司

公司名称	公司代码
爱尔眼科	300015.SZ
通策医疗	600763.SH

行业指数走势图



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

研究员

张志刚

执业证书编号: S0070519050001

电话: 010-83991712

邮箱: zhangzg@grzq.com

相关报告

医疗需求多样化, 民营医院大有可为

——民营医院行业深度报告

投资要点

- **民营医院是我国医疗体制的重要组成部分。**从数量上看, 民营医院数量占全国医院数量大半, 2020 年我国医院总数超过 35000 家, 其中公立医院占总数的 34%; 民营医院占总数的 66%。但从床位上看, 公立医院的床位数远高于民营医院, 占全部床位的 73.7%。从床位增长趋势上看, 公立医院床位增量快于民营医院。尽管民营医院发展速度较快, 但公立医院医疗质量远胜民营医院。从病床使用率上看, 公立医院病床使用率普遍高于 90%, 但民营医院病床使用率则维持在 60%左右。从诊疗人次上看, 2020 年全国公立医院服务诊疗人次约 27.9 亿, 而民营医院仅服务 5.3 亿人次, 差距仍然较大。可见民营医院是医疗系统的重要组成部分, 发挥着补充作用。
- **医疗需求多样化, 公立医院难以完全满足。**参照发达国家经验, 在老龄化阶段下就诊需求将持续上升。从供给上看, 横向对比其他国家, 我国医疗建设短板较为明显, 我国住院病床使用率明显较高, 特别是三级医院病床使用率超过 95%, 医疗供需矛盾明显, 政策对公立医院有所规划, 对社会办医空间有留白。另外, 在地域分布上我国医疗资源整体呈现不均衡的状态, 经济发达地区、省会城市往往拥有更多医疗资源, 随着低线城市人群消费力上升, 对部分病种就近就医的意愿也会更加强烈, 体制机制相对灵活的民营医院可以进行下沉布局, 填补公立医院余留的需求。
- **回顾过往历史, 政策对社会办医的鼓励态度一以贯之。**参照公立医院改革历史, 医疗全公有化有着重重弊端, 民营医院不仅能够作为填补医疗需求空白的补充, 更是发挥着适度竞争、提高医疗资源运用效率的作用。观历史之镜, 我们认为政策对民营医院的鼓励态度是一以贯之的。最新下发的《“十四五”国民健康规划》中指出: “鼓励社会力量在医疗资源薄弱区域和康复、护理等短缺领域举办非营利性医疗机构。引导促进医学检验中心、医学影像中心等独立设置机构规范发展, 鼓励有经验的执业医师开办诊所。落实行业监管职责, 促进社会办医规范发展。”

- **投资建议：**医院资产是一种长期资产，从我国的医疗体制现状看，仍然面临着优质医疗资源供应少、需求得不到满足的问题，由于特殊的人口结构，我国将在未来经历相较其他国家更快速的老龄化，我们预计整个国家的就医需求将保持增长，公立医院提供的医疗服务缺乏变通，在专科、基层等方面患者仍然需要优质医疗资源，民营医院体制灵活，能够补充公立医疗之外的需求缺口。此外，回顾公立医院的改革历史，民营医院还发挥着促进竞争，提高医疗效率的多方面作用，因此，我们认为民营医院的发展仍然是受到政策鼓励的。在投资上，建议关注眼科、口腔、肿瘤等专科赛道的民营医院和高质量的综合性民营医院。
- **风险因素：**医疗事故风险；企业经营风险；技术更迭风险；政策变化风险；疫情反复导致门诊量下滑

目 录

1. 民营医院是现代医疗体制的重要组成部分	7
1.1 从数量上看，民营医院已经占据我国医疗机构半壁江山	7
1.2 从就诊量上看，民营医院仍有空间	8
1.3 综合医院和专科医院是社会选择的主要赛道	9
1.4 从人员、设备看从业壁垒	10
2. 我国医疗需求潜力巨大，民营医院仍有可为	12
2.1 我国医疗需求仍处于快速上升中	12
2.2 供需缺口为民营医院发展机遇	14
2.3 医疗资源分布不平均，民营医院错位竞争	15
3. 我国公立医院改革史回顾	17
3.1 无法兼顾公益性和效益性是公立医院的制度困境	18
4. 代表性公司介绍	20
4.1 爱尔眼科	20
4.1.1 公司处于成长期，业务快速扩张	20
4.1.2 眼科赛道持续扩容	20
4.2 通策医疗	21
4.2.1 财务表现优秀，疫情后业绩有望持续高增长	21
4.2.2 总院+分院奠定扩张战略，团队接诊模式优势显著	22
4.3 海吉亚医疗	22
5. 投资建议	23
6. 风险提示	24

插图目录

图 1: 全国医院数量 (按公立、民营划分)	7
图 2: 全国医院数量 (按营利性划分)	7
图 3: 全国医院床位数 (按公立、民营划分)	8
图 4: 医院平均床位 (按公立、民营划分)	8
图 5: 2020 年我国三级、二级医院数量 (按民营、公立划分)	8
图 6: 病床使用率 (按公立、民营划分)	9
图 7: 医院诊疗人次 (按公立、民营划分)	9
图 8: 2003-2020 年各类医院数量变化	9
图 9: 全国肿瘤医院数量 (按公立、民营划分)	10
图 10: 全国美容医院数量 (按公立、民营划分)	10
图 11: 全国口腔医院数量 (按公立、民营划分)	10
图 12: 全国眼科医院数量 (按公立、民营划分)	10
图 13: 2020 年各类型医院院均执业医师 (注册护士) 人数	10
图 14: 2020 年院均万元以上设备总价值及数量	11
图 15: 世界各国老龄化程度	12
图 16: 日本年问诊量 (百万人次) 及老龄化率 (%)	12
图 17: 年平均就诊次数 (次/人)	12
图 18: 我国年就诊人次及居民平均就诊次数	13
图 19: 我国未来就诊量预测 (亿)	14
图 20: ICU 病床密度 (每 10 万人)	14
图 21: 病床使用率及老龄化程度	14
图 22: 各省市每万人拥有执业 (助理) 医师数量	15
图 23: 按地级市划分的浙江省执业医师分布情况	15
图 24: 通策医疗院区布局情况	16
图 25: 海吉亚肿瘤医院分布	17
图 26: 山外山血透中心布局	17
图 27: 公立医院改革史 (1949 年-2022 年)	17
图 28: 医疗卫生与计划生育支出占财政支出总比重	19
图 29: 全国三级医院盈余率及亏损率	19
图 30: 爱尔眼科营业收入快速增长 (亿)	20
图 31: 爱尔眼科归母净利润快速增长 (亿)	20
图 32: 爱尔眼科毛利率和净利率较高 (%)	20
图 33: 期间费率逐渐稳定 (%)	20
图 34: 我国儿童近视率较高	21
图 35: 中国眼科医疗服务市场规模 (亿元)	21
图 36: 通策医疗营业收入情况 (亿)	21
图 37: 通策医疗归母净利润情况 (亿)	21
图 38: 通策医疗毛利率与净利率进一步提升 (%)	21
图 39: 公司期间费用率不断优化 (%)	21
图 40: 我国各线城市癌症发病宗数 (千人)	23

图 41：每百万人口的放疗设备.....	23
图 42：每百万人口床位数.....	23

仅供签约客户使用，请勿转发

表格目录

表 1：历年鼓励社会办医政策一览.....	19
表 2：可比公司估值表（截止 2022 年 6 月 28 日）.....	25

1. 民营医院是现代医疗体制的重要组成部分

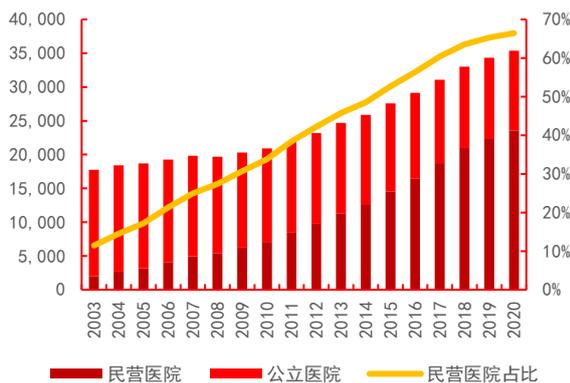
1.1 从数量上看，民营医院已占据我国医疗机构半壁江山

公立医院即由政府举办的、纳入财政预算管理的、不以营利性为目的的医院，一直在我国医疗体制内占据主体地位。民营医院则是指非政府公办的医院，有营利性和非营利性之分。

截止 2020 年，我国医院总数超过 35000 家，其中公立医院 11870 家，占总数的 34%；民营医院为 23524 家，占总数的 66%。近十年，我国公立医院数量有所减少，而民营医院数量则以 12.7% 的年均复合增长率增长着。

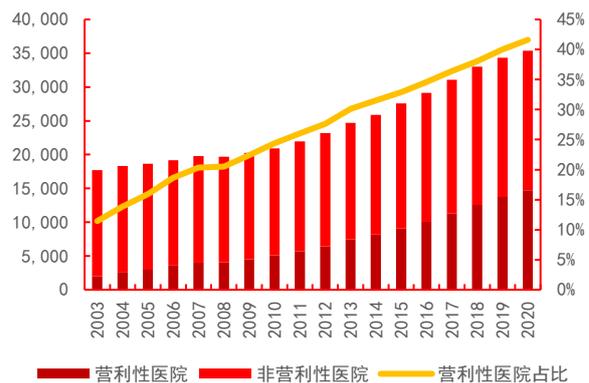
分营利属性来看，全国营利性医院从 2010 年的 5096 家增长至 2020 年的 14728 家，年均复合增长率为 11.1%，出于宗教、慈善、产业布局等原因，非营利性医院数量同样有所增长，从 2010 年的 15822 家增加至 2020 年的 20666 家，年均复合增长为 2.7%。

图 1：全国医院数量（按公立、民营划分）



数据来源：卫健委，国融证券研究与战略发展部

图 2：全国医院数量（按营利性划分）



数据来源：卫健委，国融证券研究与战略发展部

从床位上看，2018 年我国公立医院床位共 480.2 万张，民营医院床位数为 171.7 万张，公立医院床位占全部床位的 73.7%。2005 年我国公立医院床位共 230 万张，民营医院床位数为 14 万张。虽然民营医院床位增长幅度较大，但是在总量上公立医院仍然占据着主体地位。

从医院院均床位数来看，民营医院的增长趋势明显慢于公立医院，民营医院院均床位数从 2005 年的 44.7 张增长至 2018 年的 81.8 张，但同期公立医院院均床位从 148.6 增长至 399.1 张。

尽管公立医院并未在医院数量上大量扩张，但通过单院床位的增加仍然顺应着我国医疗需求的增长。

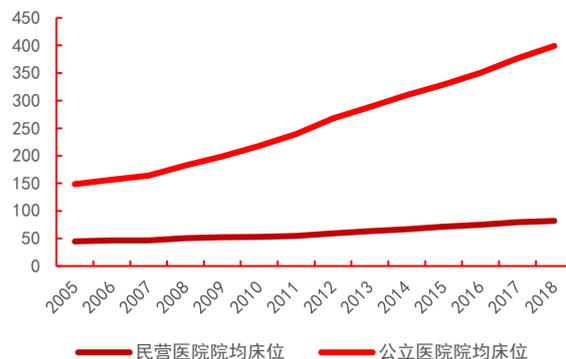
另一方面，民营医院的院均床位较低也反映出民营医院以小而散为主，公立医院则以大而集中为主。

图 3：全国医院床位数（按公立、民营划分）



数据来源：卫健委，国融证券研究与战略发展部

图 4：医院平均床位（按公立、民营划分）

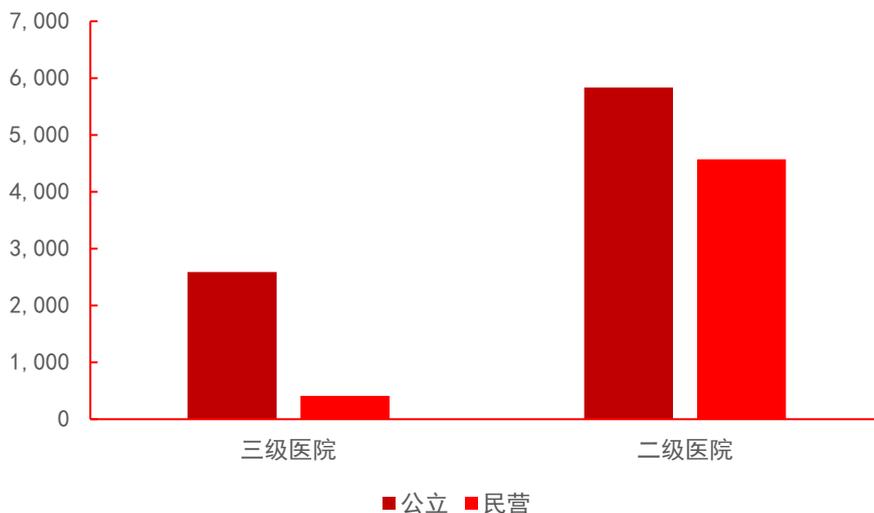


数据来源：卫健委，国融证券研究与战略发展部

从另一个角度看，在头部医院的建设上，公立医院仍然有明显的优势。2020 年我国三级医院中，属于公立医院的有 2588 家，剩余 408 家为民营医院；二级医院的差距有所缩小，其中公立医院 5833 家，民营医院 4571 家。

2010 年，我国公立三级医院和民营三级医院分别为 1258 家和 26 家。因此虽然在大中型医院的建设上民营医院仍显劣势，但是从发展速度上看民营医院更为迅速。

图 5：2020 年我国三级、二级医院数量（按民营、公立划分）

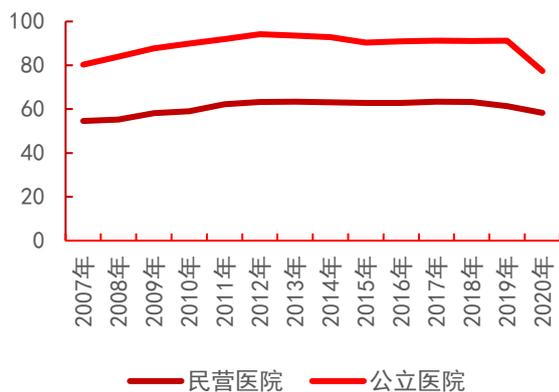


数据来源：卫健委，国融证券研究与战略发展部

1.2 从就诊量上看，民营医院仍有空间

尽管民营医院在数量上占优，但公立医院仍然是多数患者就诊的第一选择。从病床使用率上看，公立医院病床使用率普遍高于 90%，在疫情前有上升趋势。民营医院病床使用率则维持在 60%左右，且较为平稳。从诊疗人次上看，2020 年全国公立医院服务诊疗人次约 27.9 亿，而民营医院仅服务 5.3 亿人次。在截止 2019 年的 10 年间，公立、民营医院诊疗人次分别增加 13.9 亿、4.04 亿，公立医院的优势较大。

图 6：病床使用率（按公立、民营划分）



数据来源：卫健委，国融证券研究与战略发展部

图 7：医院诊疗人次（按公立、民营划分）

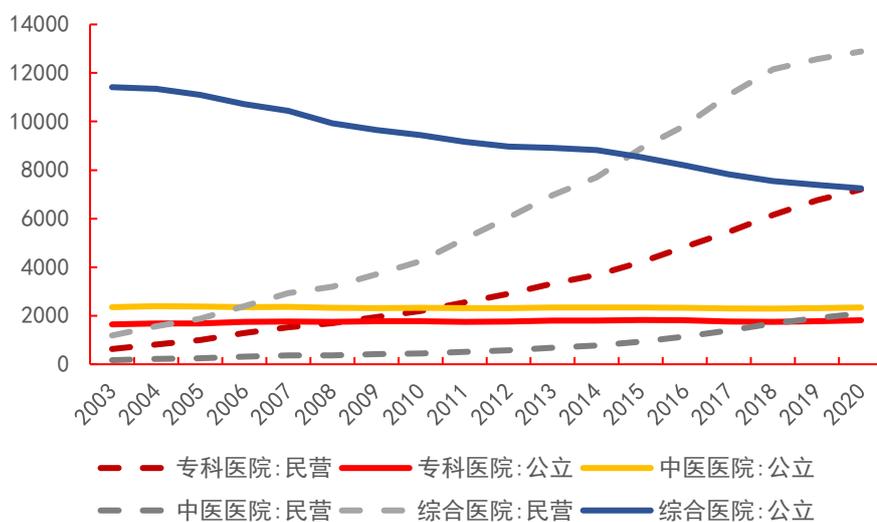


数据来源：卫健委，国融证券研究与战略发展部

1.3 综合医院和专科医院是社会资本选择的主要赛道

分类来看，综合医院和专科医院是社会资本选择的主要赛道。从数量上看，民营综合医院从 2003 年的 1186 家增长至 2020 年的 12885 家，年均复合增长达 15%；民营专科医院从 2003 年的 629 家增长至 2020 年的 7203 家，年均复合增速达到 15.4%，显著快于其他类型医院的增长速度。

图 8：2003-2020 年各类医院数量变化



数据来源：卫健委，国融证券研究与战略发展部

将专科医院拆开来看，分为肿瘤医院、美容医院、口腔医院、眼科医院。肿瘤医院数量是四种医院中最少的，美容医院数量稍微多一些，其后是口腔医院，眼科医院数量在四种医院中最多。

从公立-民营关系来看，四种专科医院的公立医院数量均没有太大变化，公立医院更是逐渐退出美容市场的竞争，近年来主要是民营医院数量不断增长，弥补了不断增长的市场需求。

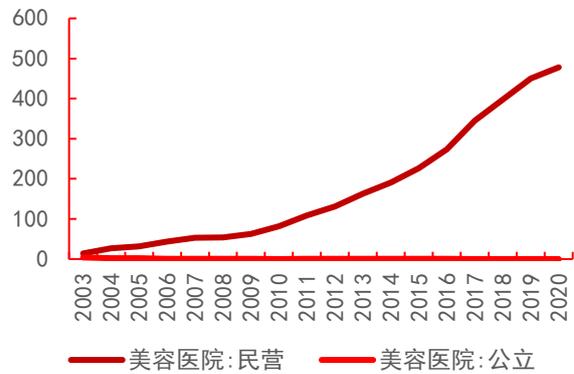
另外，肿瘤医院中，公立医院数量超过民营医院数量，民营肿瘤医院数量从 2012 年进入高速发展期后逐渐陷入停滞，并且开设数量有所下滑，可见开设肿瘤医院的难度远高于其他医院。

图 9：全国肿瘤医院数量（按公立、民营划分）



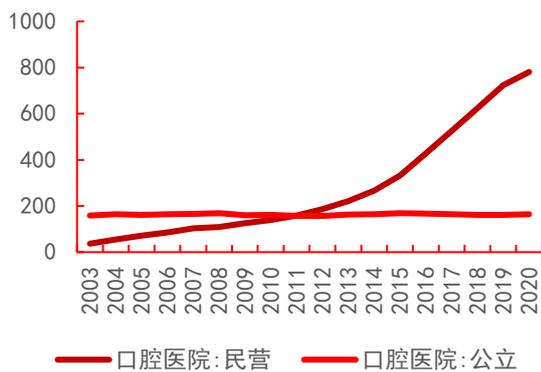
数据来源：卫健委，国融证券研究与战略发展部

图 10：全国美容医院数量（按公立、民营划分）



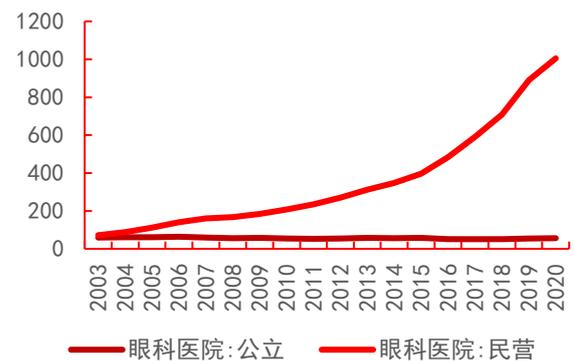
数据来源：卫健委，国融证券研究与战略发展部

图 11：全国口腔医院数量（按公立、民营划分）



数据来源：卫健委，国融证券研究与战略发展部

图 12：全国眼科医院数量（按公立、民营划分）

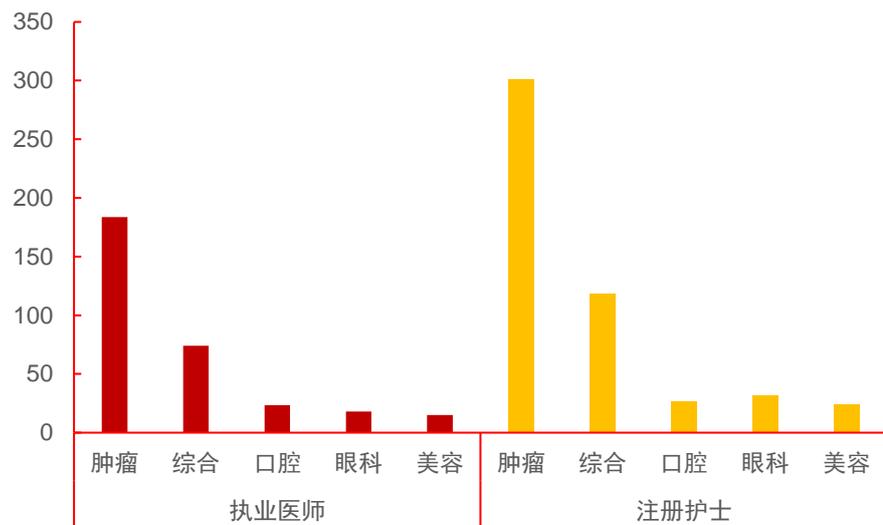


数据来源：卫健委，国融证券研究与战略发展部

1.4 从人员、设备看从业壁垒

从从业人员上看，我们将各类医院的执业医师（注册护士）人员数和各类型医院数量相除，得到院均职业医师（注册护士）人数。可见，单个肿瘤医院需求医师和护士的配备量最高，其次是综合医院。口腔和眼科在医护配备上略有不同，口腔医院配备的医生数多于眼科医院，但眼科医院护士更多。一所美容医院的人员配备在五类医院中最为节省。

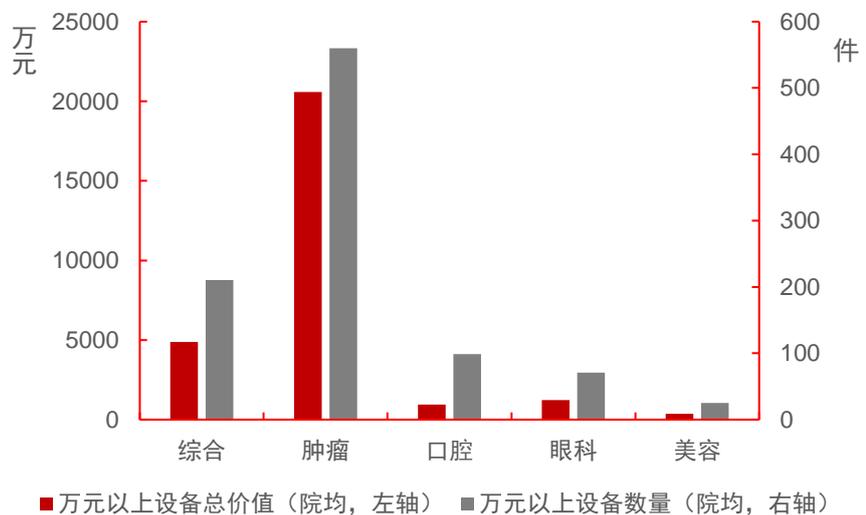
图 13：2020 年各类型医院院均执业医师（注册护士）人数



数据来源：卫健委，国融证券研究与战略发展部

从医疗设备配备来看，一所肿瘤医院配备的设备价值和数量均远高于其他种类医院，综合医院次之，一所综合医院的万元以上设备平均达到 210 件，总价值可以达到 4871 万。一所口腔医院的万元以上设备平均达到 98 件，总价值则是 952 万。眼科医院的高价设备数量虽然少于口腔医院，但总价比口腔医院略高，一所眼科医院的万元以上设备平均为 70 件，总价值平均为 1229 万元。美容医院配备的万元以上设备总价值和数量在五类医院中最少。

图 14：2020 年院均万元以上设备总价值及数量



数据来源：卫健委，国融证券研究与战略发展部

从人力和设备两方面看，各类医院对资源的需求不同。肿瘤医院对医务人员数量和设备配置要求均较高，且远高于其他专科医院，进入壁垒较高，不难解释为何其数量低于其他专科医院且扩张速度较慢。综合医院的人员需求和设备需求仅次于肿瘤医院，而眼科医院和口腔医院的建立壁垒在伯仲之间，对人员和设备的需求各有侧重。美容医院的人员设备需求最小，在五类医院中最容易扩张。

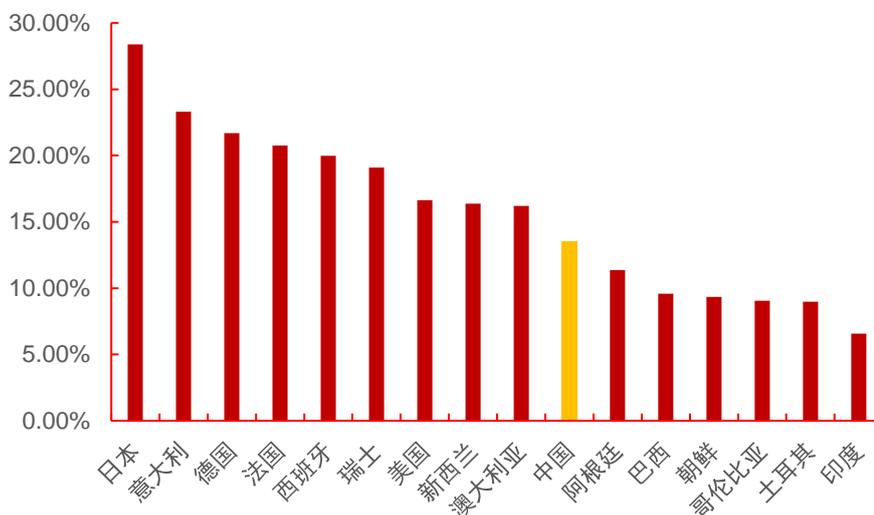
2. 我国医疗需求潜力巨大，民营医院仍有可为

2.1 我国医疗需求仍处于快速上升中

从人口基数上看，作为全世界人口第一大国，我国医疗需求十分旺盛，医疗市场成长空间巨大。从老龄化程度看，我国老龄化排名世界中等偏上位置，老龄化程度最深的国家是日本，老龄化率达到 28.4%，我国老龄化程度介于阿根廷与澳大利亚之间。

随着我国老龄化程度不断加深，医疗保健需求旺盛的老年人将带动全国医疗市场进一步增长。参考其他老龄化深度国家的医疗建设程度，可以对我国医疗资源的需求变化有更好的了解。

图 15：世界各国老龄化程度

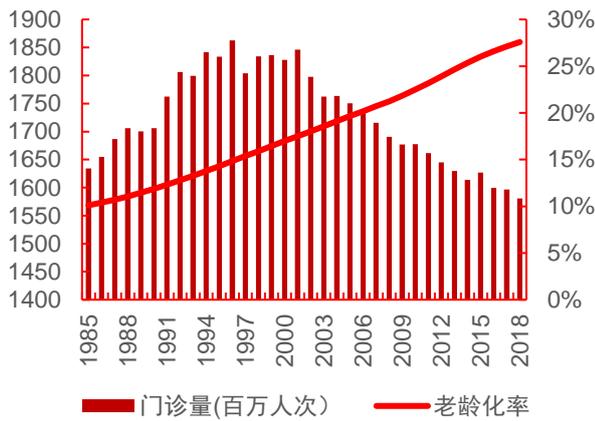


数据来源：OECD，国融证券研究与战略发展部

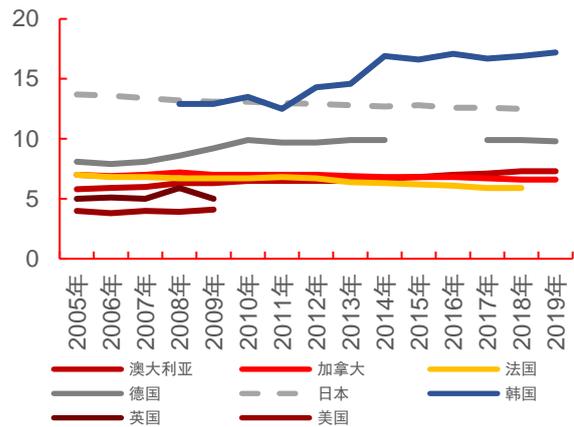
作为世界上老龄化程度最深的国家，日本的门诊量在 1985-1995 年呈上升趋势，但在 2001 年之后呈现下降趋势。我们认为主要原因有二，一是日本人均就诊次数为世界最高，居民就医意愿较高，90 年代后随着日本医保控费逐渐深入，人均就诊量有所下降，但仍然远高于全球大多数国家。二是日本在 2008 年后进入人口下降时代，全国年门诊量因此加速萎缩。

图 16：日本年门诊量（百万人次）及老龄化率（%）

图 17：年平均就诊次数（次/人）



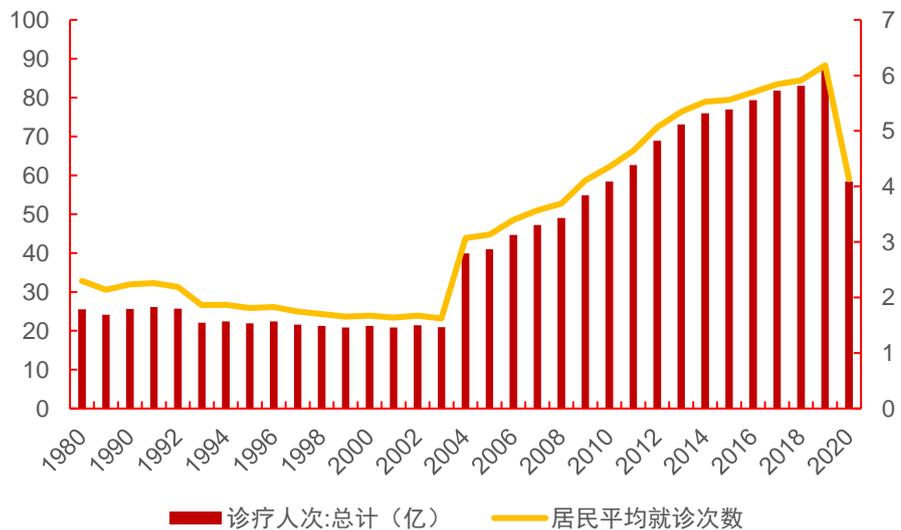
数据来源：OECD，国融证券研究与战略发展部



数据来源：OECD，国融证券研究与战略发展部

过去十年，我国全国就诊人次呈快速上升趋势，人均就诊次数也飞速上涨。2019年，我国全国医疗卫生机构总诊疗人次达87.2亿人次，其中中医院就诊38.4亿人次，基层医疗卫生机构就诊45.3亿人次，其他医疗卫生机构就诊3.5亿人次，居民到医疗卫生机构平均就诊6.2次。横向比较来看，相比于世界发达国家，我国的居民平均诊疗次数仍有上升空间，对比东亚地区，例如台湾（15次/年）、日本（12.5次/年）、韩国（17.2次/年）、香港（10.2次/年）、澳门（9.5次/年）则有大量上升空间。

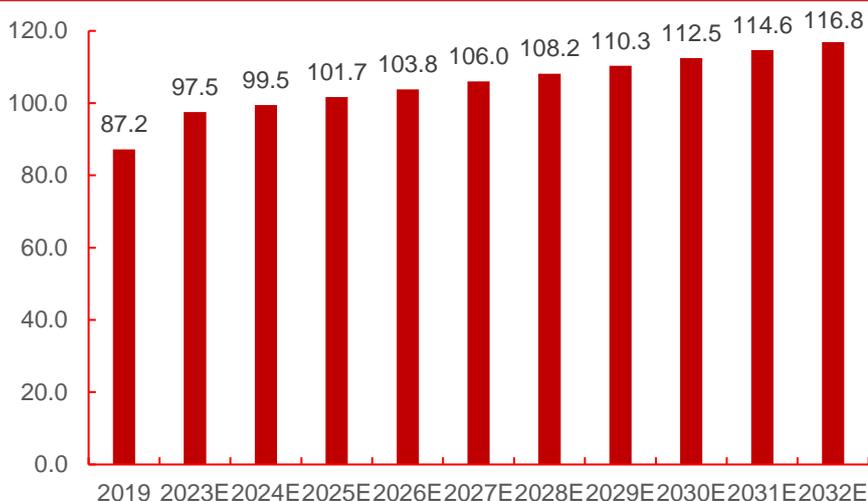
图 18：我国年就诊人次及居民平均就诊次数



数据来源：卫健委，国融证券研究与战略发展部

我们采用育娲人口对中国2023年至2032年的乐观预测，该预测预计在鼓励生育的政策下，中国人口将在2028年-2029年见顶。横向对比来看，我们认为中国人均就诊次数仍将增长，因此国内未来十年的看诊需求仍然处于上升态势。

图 19：我国未来就诊量预测（亿）

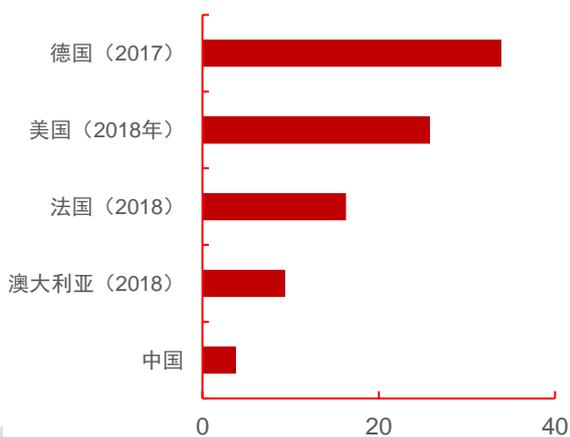


数据来源：国融证券研究与战略发展部

2.2 供需缺口为民营医院发展机遇

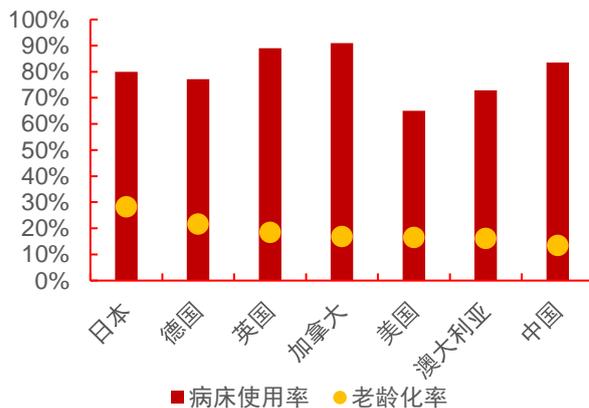
从供给方面来看，横向对比其他国家，我国医疗建设短板较为明显。从 ICU 病床密度来看，我国每十万人共享 3.8 张 ICU 床位，但相对发达的国家则普遍在 10 张以上。从病床使用率来看，相对其他国家，我国住院病床使用率也明显较高，特别是三级医院病床使用率超过 95%，医疗供需矛盾明显。随着老龄化持续深入，对病床等医疗资源的需求也将增加。

图 20：ICU 病床密度（每 10 万人）



数据来源：OECD，公开资料，国融证券研究与战略发展部

图 21：病床使用率及老龄化程度



数据来源：OECD，国融证券研究与战略发展部

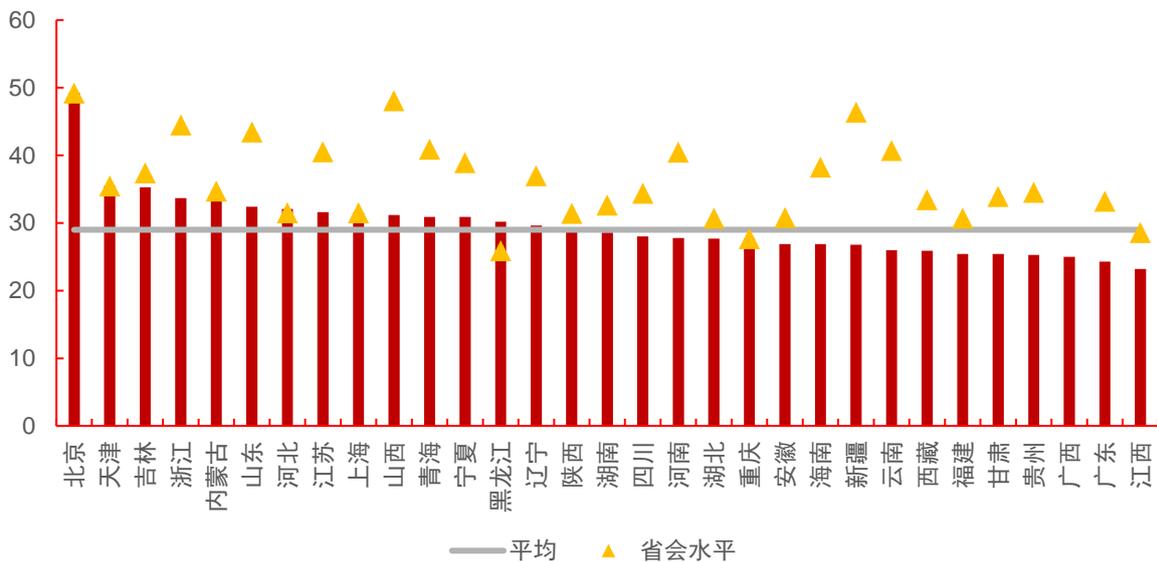
今年 1 月 30 日，国家卫生健康委印发了《医疗机构设置规划指导原则（2021—2025 年）》，《规划》强调，合理设置公立医院数量。在省级区域，每 1000 万—1500 万人口规划设置 1 个省级区域医疗中心，在地市级区域，每 100 万—200 万人口设置 1—2 个地市办三级综合医院，争取建设达到三甲水平，根据需要设置儿童、精神、妇产、肿瘤、传染病、康复等市办专科医院。

原则上支持综合实力强的公立医院，在严格控制单体规模基础上建设分院区，到 2025 年末，符合条件的公立医院举办分院区不得超过 3 个。《规划》提出，坚持协同创新原则，鼓励社会办医，特别是在某些专科领域，拓展社会办医空间，社会办医区域总量和空间不作规划限制。

2.3 医疗资源分布不平均，民营医院错位竞争

在地域分布上我国医疗资源整体呈现不均衡的状态，北京的医疗资源一骑绝尘，其他医疗资源强省（市）大多经济实力较强，而内蒙古、吉林等则可能因为总体人口基数较小导致。甘肃、贵州、广西、广东、江西的每万人拥有医师数量较少。

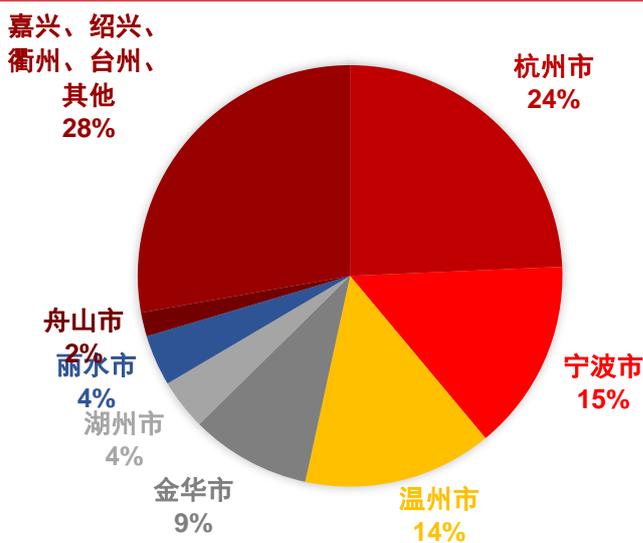
图 22：各省市每万人拥有执业（助理）医师数量



数据来源：2020 各省市统计公报，国融证券研究与战略发展部

省会城市对全省医疗资源的虹吸效应明显，部分省会的万人拥有医师量远高于全省平均，例如浙江省每万人拥有 33.7 名执业医师，其中杭州市每万人拥有 44.5 名，远高于全省水平，以人数计算，浙江省拥有 21.8 万医师，其中 24.3%在杭州，从医师资源角度，杭州、宁波、温州占据浙江省近半医疗资源。

图 23：按地级市划分的浙江省执业医师分布情况



数据来源：各市统计公报，国融证券研究与战略发展部

省会对医疗资源的虹吸导致低线城市的就诊人群向高线城市流动，从而产生异地就医导致的住宿、看护等问题。随着低线城市人群消费力上升，对部分病种就近就医的意愿也会更加强烈，体制机制相对灵活的民营医院可以进行下沉布局，填补公立医院无法满足的需求。

例如口腔业龙头通策医疗，充分利用自有杭州口腔医院、宁波口腔医院的影响力，推进公司在浙江省内的业务，实现全面布局。浙江省作为全国的经济大省，居民相对富庶，下沉市场空间较大。依靠杭口、宁口形成的人才梯队及经营经验可以让公司在短期内大力发展蒲公英医院，分院建设投入小、培育期短、见效快，形成公司发展动能。

图 24：通策医疗院区布局情况

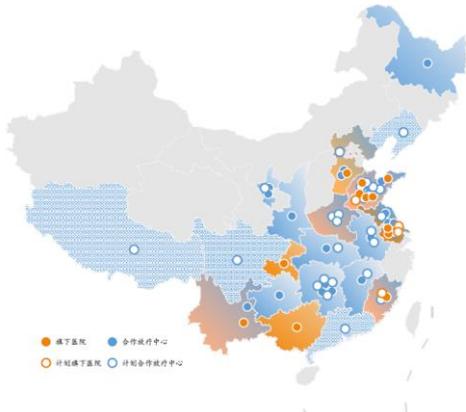
浙江省内口腔医院建设规划图



数据来源：通策医疗，国融证券研究与战略发展部

低线城市竞争对手相对弱，医疗需求正在兴起，而大型民营医院依靠系统化、体系化的培训和经营管理在低线城市正在占据优势。对于患者来说，去哪里看诊，是对医疗质量和就医便捷性的权衡，对于部分病种来说，低线城市患病人群基数大、行动不方便，基层就医需求未被满足，此时体制灵活的民营医院很适合作为公立医疗系统的补充。

图 25：海吉亚肿瘤医院分布



数据来源：海吉亚医疗，国融证券研究与战略发展部

图 26：山外山血透中心布局

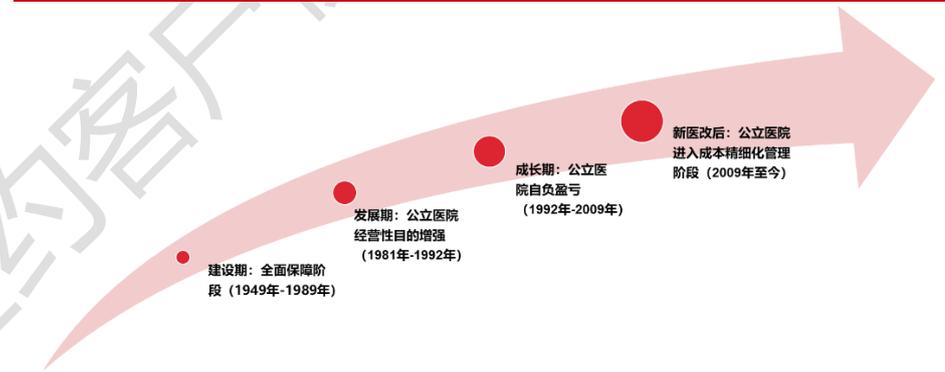


数据来源：山外山，国融证券研究与战略发展部

3. 我国公立医院改革史回顾

从建国以来，我国公立医院经历多轮改革，其改革历史可以分为以下四个阶段：

图 27：公立医院改革史（1949 年-2022 年）



数据来源：公开资料，国融证券研究与战略发展部

(1) 建设期：全面保障阶段（1949 年-1989 年）

我国公立医院最初主要由部分军队医院、教会医院和慈善机构医院改制而来，基础较为薄弱，建国时全国人口超过 5 亿但医院仅 2600 家。这些公立医院采用前苏联“管办一体”的管理机制，对公立医院实现“统收统支”管理。1951 年开始，我国大力投入医疗卫生事业，除了政府兴办的大批公立医院，还有工业及其他部门兴办的医院，从 1956 年开始，在社会主义改造的背景下，部分民营医疗机构也转变为公立医院。不过“统收统支”对调动公立医院积极性不利，此后对公立医院的管理逐渐转变为“差额补助”。

随着人口的快速增长，为实现更大效率的利用医疗资源，我国建立了城市省、市、县三级公立医院网络和农村三级医疗卫生服务网络，依靠农村合作医疗和赤脚医生，我国公立医院服务网络基本成型，此时医院仍作为单纯福利性事业管理，对全国医院实行“包起来，养下去”。1979年，《关于加强医院经济管理试点工作的意见》提出财政对医院补助实行“全额管理、定额补助、结余留用”。

在此阶段，公立医院不需要考虑营利问题，但由于外部缺乏竞争和成本约束，导致医疗资源配给效率低下，财政补贴中也有大量浪费，财政对公立医院的补助也经历了从“统收统支”到“差额补助”到“定额补助”的转变。

(2) 发展期：公立医院经营性目的增强（1981年-1992年）

1981年，卫生部印发《关于允许个体开业行医问题的请示报告》，提出允许医生个体开业，社会办医初见雏形。在医疗资源相对短缺、对民营经济相对开放的区域，社会办医首先落地。1986年，浙江省卫生经济学会农村组在温州调查发现，个体医生人数多、分布广、技术水平不低于卫生院，而且对市场更加敏感，积极发展患者需要的专科小科，服务态度也优于公立机构。

与此同时，公立医院也逐渐向市场化发展，1989年，《关于扩大医疗卫生服务有关问题的意见》提出通过市场化来拓宽卫生事业的发展道路，此后公立医院实现“自我生存”的动力增强。

(3) 成长期：公立医院自负盈亏（1992年-2009年）

1992年，国务院下发《关于深化卫生改革的几点意见》，明确了医疗卫生体制引入市场化机制的改革方向；1997年，《关于卫生改革与发展的决定》出台，将公立医院财政补助改为对人员经费、重点学科发展机遇一定比例补助。公立医院逐渐形成了依靠城镇职工医保、新农合、居民医保为主体的支付补偿，以财政补助为间接补偿的机制。但随着公立医院开始自负盈亏，“经济效益”成为公立医院的优先考量，“看病难、看病贵”问题出现，医疗服务的市场满意度、公平性、公益性下降。

(4) 新医改后：公立医院进入成本精细化管理阶段（2009年至今）

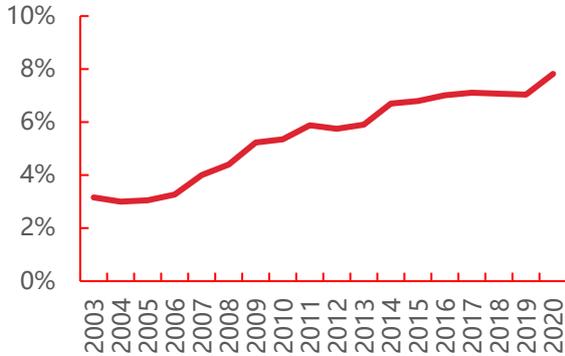
09年新医改以来，公立医院改革不断深入，国务院先后印发《关于深化医药卫生体制改革的意见》、《深化医药卫生体制改革2012年主要工作安排的通知》，使公立医院改革更加注重“公益性”，提高医院经营效率的同时降低医疗卫生费用，“以药养医”现象被破除，公立医院收入渠道变为服务收费、财政补助两个途径，开始进入以成本为中心的精细化管理阶段。

3.1 无法兼顾公益性和效益性是公立医院的制度困境

公立医院是政府提供基本医疗卫生服务和医疗资源的主要途径，承担公益职责，但同时公立医院也应注重成本控制，否则将因微观效率低下而造成医疗浪费。在自负盈亏的情况下，公益性和效益性成为公立医院发展的制度困境。过去十年间，我国医疗卫生与计划生育支出占财政支出总比重一直呈

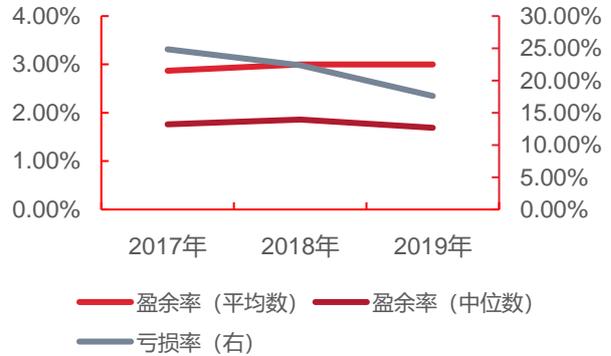
上升趋势，但在 2016-2019 年增长势头趋缓，2010 年，我国医疗卫生财政开支占总体财政支出的 5%，2020 年医疗卫生财政开支占总体财政支出的 8%。

图 28：医疗卫生与计划生育支出占财政支出总比重



数据来源：财政部，国融证券研究与战略发展部

图 29：全国三级医院盈余率及亏损率



数据来源：卫健委，国融证券研究与战略发展部

回顾过去七十多年的公立医院改革史，我们认为医疗全公有化有着重重弊端，民营医院不仅能够填补医疗需求的空白，更是发挥着适度竞争、提高医疗资源运用效率的作用。观历史之镜，我们认为政策对民营医院的鼓励态度是一以贯之的。

表 1：历年鼓励社会办医政策一览

时间	文件名	机构	内容
2010.11	《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构的意见》	国务院办公厅	将符合条件的非公立医疗机构纳入医保定点范围，签订服务协议进行管理并执行与公立医疗机构相同的报销政策
2013.12	《关于加快发展社会办医的若干意见》	卫计委	放宽服务领域要求、放宽大型医用设备配置。凡是法律法规没有明令禁入的领域，都要向社会资本开放。严格控制公立医疗机构配置，充分考虑非公立医院机构的发展需要
2015.06	《关于促进社会办医加快发展的若干政策措施》	国务院办公厅	一是进一步放宽准入。公开区域医疗资源规划，减少运营审批限制，控制公立医院规模。二是拓宽投融资渠道。加强财政资金扶持，丰富筹资渠道，优化融资政策。三是促进资源流动和共享。四是优化发展环境。
2017.05	《关于支持社会力量提供多层次多样化医疗服务的意见》	国务院办公厅	积极支持社会力量深入专科医疗等细分服务领域，在包括肿瘤在内的一系列专科以及康复、护理、体检等领域加快打造一批具有竞争力的品牌服务机构。鼓励投资者建立品牌化专科医疗集团、举办有专科优势的大型综合医院
2019.06	《关于促进社会办医持续健康规范发展的意见》	卫健委	落实“十三五”期间医疗服务体系规划要求，严格控制公立医院数量和规模，为社会办医留足发展空间。营利性社会办医，包括诊所等小型医疗机构，可按规定享受小微企业税收优惠政策。社会办医可按规定申请认定高新技术企业，享受相应税收优惠。
2022.01	《医疗机构设置规划指导原则（2021—2025 年）》	卫健委	构建优质均衡高效的医疗服务体系，建立健全分级分层分流的重大疫情救治体系，加强医疗急救服务体系建设，深化医养结合，鼓励社会办医。

数据来源：公开资料，国融证券研究与战略发展部

4. 代表性公司介绍

4.1 爱尔眼科

爱尔眼科成立于 2003 年，是民营眼科医疗服务龙头，也是目前我国最大规模的眼科医疗机构。二十年经营以来，公司通过分级连锁的商业模式不断扩张，公司服务覆盖亚洲、欧洲和北美洲，截止 2021 年，公司境内医院 174 家，门诊部 118 家，去年全年实现门诊量 1019.61 万人次，同比增长 35.07%；手术量 81.73 万例，同比增长 17.64%。随着医疗网络不断完善，分级连锁优势和规模效应进一步显现。

4.1.1 公司处于成长期，业务快速扩张

财务方面，公司营收和净利润快速增长，成长性优异，而盈利能力维持在较高水平。2021 年，公司实现营业收入 150.01 亿元，同比增长 25.93%；实现归母净利润 23.23 亿元，同比增长 34.78%。

图 30：爱尔眼科营业收入快速增长（亿）



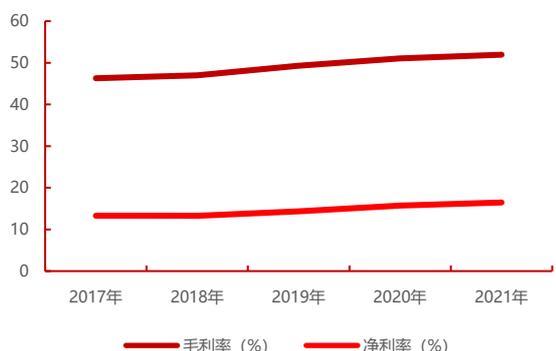
图 31：爱尔眼科归母净利润快速增长（亿）



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

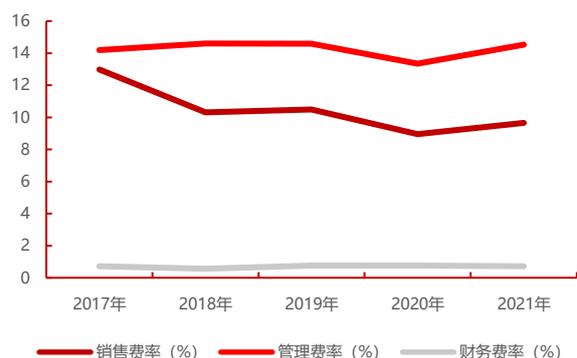
数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 32：爱尔眼科毛利率和净利率较高（%）



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 33：期间费率逐渐稳定（%）

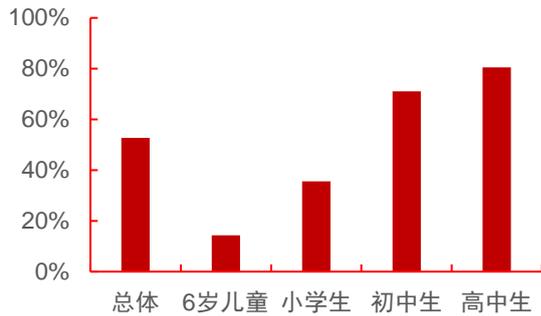


数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

4.1.2 眼科赛道持续扩容

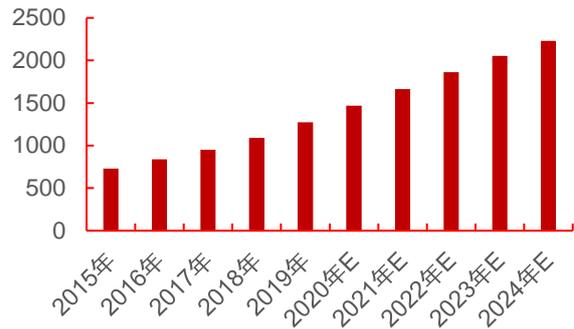
随着我国老龄化程度不断加深，眼疾发病率将在未来呈现上升趋势。同时，现代人不良的生活习惯也将导致眼部疾病的发病率有所提高。随着眼科医疗资源持续增加，眼科市场将持续扩容。沙利文预测到 2024 年时，全国眼科医疗市场将达到 2231 亿，2020-2024 年的复合增长率将达到 11%。

图 34：我国儿童近视率较高



数据来源：卫健委，国融证券研究与战略发展部

图 35：中国眼科医疗服务市场规模（亿元）



数据来源：Frost & Sullivan，国融证券研究与战略发展部

公司竞争力显著，创造的“体外并购基金”模式将连锁化和盈利性难题解决，体外基金为公司扩张打下基础，满足条件的体外医院可以被上市公司并购，以实现扩张需求。同时，公司深耕眼科领域，能够自己培训医技人才，形成了以“多院”“多所”“两站”为核心的医教研体系，在行业内的影响力不断提高。

4.2 通策医疗

通策医疗是国内第一家以口腔医疗连锁经营为主要经营模式的上市公司，也是国内口腔医疗服务龙头，截止 2021 年，公司拥有已营业口腔医疗机构 60 家。

4.2.1 财务表现优秀，疫情后业绩有望持续高增长

公司 2021 年实现营业总收入 27.8 亿，同比增长 33.2%；实现归母净利润 7 亿，同比增长 42.7%。一季度受疫情影响，业绩有所下滑，一季度营收 6.55 亿元，同比增长 3.74%；归母净利润 1.66 亿元，同比增长 1.25%。公司管理费持续优化，净利率持续上扬，公司盈利能力较强。

图 36：通策医疗营业收入情况（亿）



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

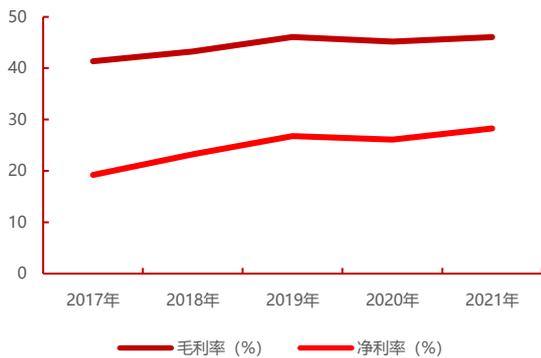
图 37：通策医疗归母净利润情况（亿）



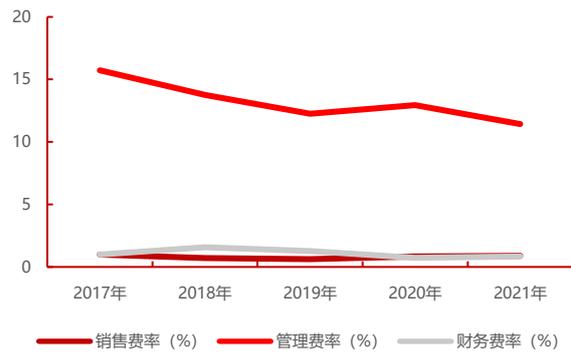
数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 38：通策医疗毛利率与净利率进一步提升（%）

图 39：公司期间费用率不断优化（%）



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

4.2.2 总院+分院奠定扩张战略，团队接诊模式优势显著

通策医疗旗下公司并非简单的连锁化经营模式，而是实行“区域总院+分院”模式，依靠旗下口碑优秀、资源集中的总院，为分院提供资源共享和医技指导。目前公司在浙江省内拥有杭州口腔医院平海路区域集团、城西区域集团、宁波口腔医院、绍兴区域集团、浙中区域集团等 5 家口腔区域集团，依照区域扩张的模式，与各自分院形成区域医院集群。

公司“杭口”“宁口”品牌在浙江省内口碑卓越，且集合优势医疗资源，区域总院可对下属分院进行医疗服务技能方面的指导，同时分院和总院共享口碑，总院品牌可为分院引流，分院也可帮助总院将品牌影响力快速推开，累积客户资源，快速提升市场份额。“总院+分院”模式很好地契合了医疗业重视口碑的特点，缓解了口腔业手工业性质的扩张风险。

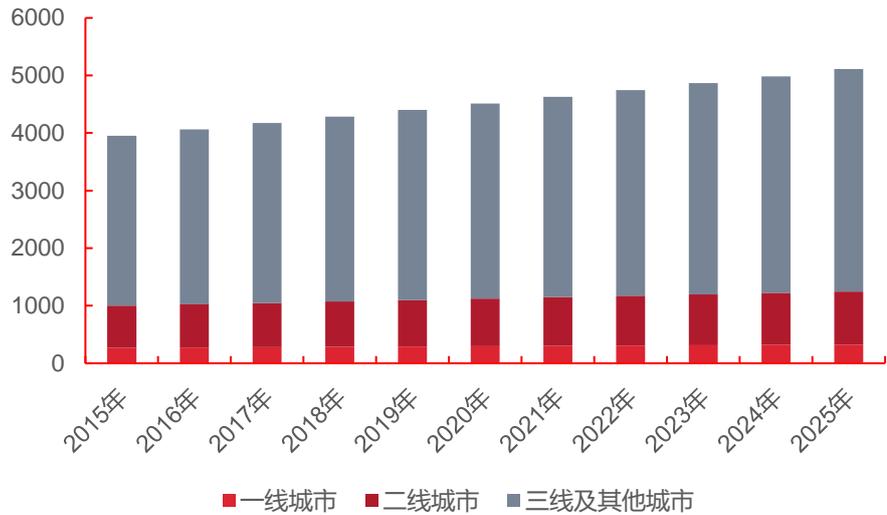
另外，公司目前推行的团队接诊模式借鉴国际先进经验，能够将医生资源更高效运用。团队模式遵循以客户服务至上为核心的价值观，分为横向团队模式以及纵向团队模式，给客户提供一站式治疗方案，从而提高每位医生的人均效率，对于患者来说，为其提供服务的并不是一位医生，而是一个组织。

4.3 海吉亚医疗

海吉亚医疗是我国肿瘤医疗龙头，也是以肿瘤科为核心的医疗集团。海吉亚主要通过内生性增长、战略收购及与医院合作伙伴合作，建立了覆盖全国的以肿瘤科为核心的医院及放疗中心网络。截至 21 年，海吉亚经营或管理十二家以肿瘤科为核心的医院网络，旗下医院遍布中国七个省的九个城市。海吉亚还向位于中国十二个省的 22 家医院的放疗中心提供服务。海吉亚医疗的收入主要来自经营以肿瘤科为核心的医院以及与第三方医院合作经营放疗中心。

我国癌症发病人数持续增长，随着生活习惯的改变，癌症发病率持续上升，沙利文预计到 2025 年时全国发病宗数将达到 510 万人。从地域分布上看，三线城市人群发病人数远高于一二线城市，占全国癌症发病宗数最大比例。

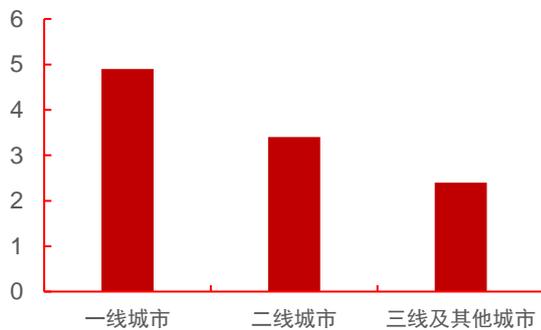
图 40：我国各线城市癌症发病宗数（千人）



数据来源：Frost & Sullivan，国融证券研究与战略发展部

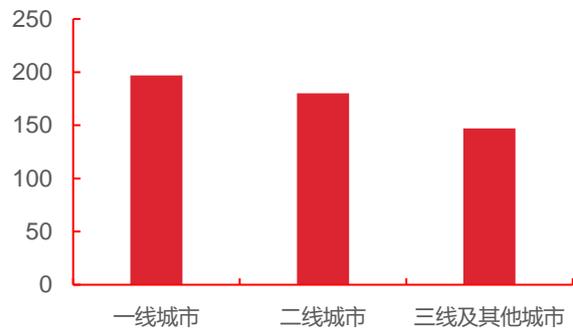
然而，我国医疗资源分布不平衡的特征导致三线及以下城市的患者需求并未得到满足，2019 年全国一线和二线城市每百万人口的放疗设备分别为 4.9 和 3.4，在百万人口床位数方面，一线城市也远高于二三线城市。

图 41：每百万人口的放疗设备



数据来源：海吉亚医疗，国融证券研究与战略发展部

图 42：每百万人口床位数



数据来源：海吉亚医疗，国融证券研究与战略发展部

公司内生+外延快速发展。2021 年公司先后收购苏州永鼎、贺州广济医院，不断扩大自身服务网络，通过公司高效率的管理磨合，收购资产能够为公司发展注入新的动力。海吉亚上市后公司也积极展开自建医院项目，目前包括无锡海吉亚医院、德州海吉亚医院都在建设中，公司业务持续良性发展。

5. 投资建议

医院资产是一种长期资产，从我国的医疗体制现状看，仍然面临着优质医疗资源供应少、需求得不到满足的问题，由于特殊的人口结构，我国将在未来经历相较其他国家更快速的老龄化，我们预计整个国家的就医需求将保持增长，公立医院提供的医疗服务缺乏变通，在专科、基层等方面患者仍然需要优质医疗资源，民营医院体制灵活，能够补充公立医疗之外的需求缺口。此外，通过回顾公立医院的改革历史，民营医院还发挥着促进竞争，提高医

疗效率的多方面作用，因此，我们认为民营医院的发展仍然是受到政策鼓励的。在投资上，建议关注眼科、口腔、肿瘤等专科赛道的民营医院和高质量的综合性民营医院。

6. 风险提示

医疗事故风险；企业经营风险；技术更迭风险；政策变化风险；疫情反复导致门诊量下滑

仅供签约客户使用，请勿转发

表 2：可比公司估值表（截止 2022 年 6 月 29 日）

证券代码	证券简称	总市值（亿元）	股价（元）	EPS	PE	评级
				2021E/2022E/2023E	2021E/2022E/2023E	
600763.SH	通策医疗	524.57	163.60	2.6/3.3/4.28	63.04/49.54/38.24	推荐
300015.SZ	爱尔眼科	2,249.99	41.50	0.57/0.76/1.02	72.78/54.45/40.81	推荐
000516.SZ	国际医学	231.23	10.16	-0.28/0.07/0.22	-36.34/154.7/46.81	推荐

数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

仅供签约客户使用，请勿转发

投资评级说明

证券投资评级：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为标准

行业投资评级：以报告日后的 6-12 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准

强烈推荐 (Buy)：相对强于市场表现 20% 以上；
 推荐 (Outperform)：相对强于市场表现 5%~20%；
 中性 (Neutral)：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
 谨慎 (Underperform)：相对弱于市场表现 5% 以下。

看好 (Overweight)：行业超越整体市场表现；
 中性 (Neutral)：行业与整体市场表现基本持平；
 看淡 (Underweight)：行业弱于整体市场表现。

免责声明

国融证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由国融证券股份有限公司制作。

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于本公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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投资标的的邀请或向人作出邀请。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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

市场有风险，投资需谨慎。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。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。投资者不应将本报告视为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告的版权归国融证券股份有限公司所有。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。