

# 华润医疗 (01515)

证券研究报告

2023年05月05日

## 央企办医领军者，内生外拓步入发展收获期

### 央企办医领军者，构建国内领先的医疗产业健康集团

华润医疗是华润集团在医疗健康领域布局的主平台。截至2022年底，华润医疗共管理运营116家医疗机构，分布于华北、华东、华中、华南等主要区域，涵盖大型综合医院、专科医院及社区医疗机构。内生外延驱动下，公司业务规模持续扩张，公司医疗收入规模从2016年的58.41亿元增长到2022年的83.36亿元，CAGR达6.11%，上市公司收入规模从2016年的15.33亿元增长到2022年的56.20亿元，CAGR达24.17%。公司净利润受旗下医院变动影响波动较大，预计随着旗下医院及结构进入稳定运营期，净利润有望企稳回升进入快速成长阶段。

### 国企办医重要战略地位突显，迎来高质量发展新机遇

国有企业办医疗机构是源自计划经济时代的特殊产物。自1995年原国家经贸委发布《关于若干城市分离企业办社会职能分流富余人员的意见》开始，国企办医改革逐渐展开，华润集团、国药集团、中国通用等中央企业是参与国企办医改革资源整合和重组改制转变的核心指定机构。2022年11月国资委等十三部委发布《支持国有企业办医疗机构高质量发展工作方案》，明确国有企业办医疗机构是医疗卫生服务体系的重要组成部分，确保国企办医与政府办医享有同等待遇，国有医疗集团迎来发展新机遇。我们也在报告中系统梳理了主要国企办医平台的政策演化、网络规模和运营特征。

### 就诊量持续增加，自有医院收入占比提升至八成

公司旗下核心医院主要分为自有医院和IOT/OT医院。从收入规模看，自2016年到2022年，自有医院医疗业务收入从30.66亿元上升到67.6亿元，CAGR 14.09%。受旗下医院变更影响，IOT/OT医院医疗业务收入从27.74亿元下降到15.76亿元，CAGR -8.99%。从收入结构看，2016-2022年，自有医院医疗业务收入占比从52.49%增长至81.09%。2022年公司旗下医院常规门诊量（剔除核酸影响）960万人次，同比增加2.1%，住院量28.6万人次，同比增加1.5%。预计随着疫情影响逐渐消退，常规诊疗业务重回正轨。

### 辽健江能并购落地，外延并购与内生专科建设共同推进

2023年2月公司以33.95亿元购买华润健康(辽宁)集团有限公司的76.10%股权和深圳华润健康的100%股权；以2.45亿元购买江能标的80%股权。辽宁华润健康旗下医院开放床位9174张，2021年的全年收入为31.71亿元，税后利润2.06亿元。江能总计开放床位2370张，2021年的全年收入为7.09亿元，税后利润2324万元。通过整合辽宁和江西行业优质资源，有望显著增厚上市公司经营体量，巩固公司在医疗业务板块的市占率和领先地位。专科建设上，公司以当地龙头医院带动区域一体化，建设区域领先医院群。目前公司已经拥有6个省级专科和30个市级重点专科。通过集团化优势，有望进一步提升内生整体盈利水平。

### 估值与评级

公司已在全国布局116家综合及专科医疗机构，凭借央企办医平台优势有望进一步优化内生外延布局，持续巩固拓展区域医院群建设。若不考虑并购，预计上市公司2023-2025报表营业收入分别为63.69、70.62、77.74亿元，归母净利润分别为5.04、5.69、6.45亿元；若考虑辽健及江能集团注入，备考归母净利润分别为6.46、8.80、10.19亿元。按可比公司PE估值法，华润医疗当前估值低于同类医疗服务公司的平均水平，考虑到公司作为全国最大的央企办医上市集团之一，净利润有望随网络布局快速增长，给予2023年目标估值21倍PE，目标价9.31港元，给予“买入”评级。

**风险提示：**并购节奏不及预期；新冠疫情影响线下业务开展；医保支付政策变动；测算具有一定主观性；管理运营风险

### 投资评级

行业	医疗保健业/医疗保健设备和服务
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	7.4 港元
目标价格	9.31 港元

### 基本数据

港股总股本(百万股)	1,296.68
港股总市值(百万港元)	9,595.41
每股净资产(港元)	5.60
资产负债率(%)	36.97
一年内最高/最低(港元)	8.36/3.57

### 作者

<b>杨松</b>	分析师
SAC 执业证书编号: S1110521020001 yangsong@tfzq.com	
<b>孔蓉</b>	分析师
SAC 执业证书编号: S1110521020002 kongrong@tfzq.com	
<b>李慧瑶</b>	分析师
SAC 执业证书编号: S1110522080004 lihuiyao@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

## 内容目录

1. 华润医疗：华润集团医疗健康主平台.....	4
1.1. 央企办医领军者，行业深耕与政府经验相互成就.....	4
1.2. 华润集团为控股股东，高管行业经验深厚.....	5
1.3. 收入规模持续增长，自有医院占比稳步提升.....	6
2. 国企办医重要战略地位凸显，进入高质量发展新阶段.....	9
2.1. 国企办医改革持续深入，推动国有医疗集团蓬勃发展.....	9
2.2. 国企医院改革基本完成，行业龙头企业精细化运营提速.....	12
2.3. 国企办医改革进入精细化运营新时期.....	14
2.3.1. 华润医疗：截至 2022 年底，医疗机构 116 家，床位数 11115 张.....	15
2.3.2. 环球医疗：截至 2022 年底，上市公司共 55 家医院，床位数 13615 张.....	16
2.3.3. 国药医疗：截至 2020H1，共 129 家医疗机构，总床位数超 1.6 万张.....	18
2.3.4. 新里程：截至 2022H1，上市公司共控股 11 家医院，总床位数超 1 万张.....	19
2.4. 各企业分红逐年稳健实施.....	21
3. 华润医疗：国企办医领导者，内生外延拓展版图.....	22
3.1. 医院网络纵深拓展，内生增长稳步提升.....	22
3.2. 辽健江能战略并购落地，有望大幅增厚公司业务体量.....	28
3.3. 专科运营和集团管理协同推进，助力长远发展.....	29
4. 盈利预测与估值.....	32
4.1. 盈利预测.....	32
4.1.1. 不考虑并表测算.....	32
4.1.2. 考虑并表测算.....	33
4.2. 估值与投资评级.....	33
5. 风险因素.....	34

## 图表目录

图 1：华润医疗发展历程.....	5
图 2：华润医疗股权结构图（截至 2022H1）.....	6
图 3：2016-2022 年华润医疗历年收入（亿元）.....	7
图 4：2016-2022 年华润医疗净利润（亿元）.....	7
图 5：2016-2022 年华润医疗自有医院及 IOT/OT 医院医疗业务收入（亿元）.....	7
图 6：2018-2022 年华润医疗自有医院及 IOT/OT 医院主营业务收入（亿元）.....	7
图 7：2016-2022 年华润医疗自有医院及 IOT/OT 医院医疗业务收入占比情况.....	8
图 8：2018-2022 年华润医疗自有医院及 IOT/OT 医院主营业务收入占比情况.....	8
图 9：2016-2022 年华润医疗三大主要业务营收（亿元）.....	8
图 10：2016-2022 年华润医疗三大主要业务营收占比情况.....	8
图 11：2016-2022 年华润医疗毛利率及净利率.....	9
图 12：2016-2022 年华润医疗三费情况.....	9

图 13: 建国以来国企医院发展历程	9
图 14: 国企办医改革改制方向	10
图 15: 2022 年十三部委发布《支持国有企业办医疗机构高质量发展工作方案》	12
图 16: 2022 年 H1 国企医院已基本完成改革	12
图 17: 2022 年 H1 国企医院改革各类型分布	12
图 18: 2022 年各医疗集团床位数量 (万)	13
图 19: 2022 年各医疗集团旗下医疗机构数量 (个)	13
图 20: 2022 年各医疗集团床位数占比	13
图 21: 2022 年各医疗集团旗下医疗机构数量占比	13
图 22: 2020-2022 年华润医疗运营管理的医疗机构数量 (个)	15
图 23: 2020-2022 年环球医疗运营管理的医疗机构数量 (个)	16
图 24: 2017-2021 年华润医疗现金股利支付情况	21
图 25: 2017-2021 年环球医疗现金股利支付情况	21
图 26: 2017-2021 年国药集团现金股利支付情况	22
图 27: 2009-2013 年新里程现金股利支付情况	22
图 28: 2022 年华润医疗医院数目 (个)-按省份划分	23
图 29: 2022 年华润医疗医院数目 (个)-按定级划分	23
图 30: 2016-2022 年华润医疗旗下医疗机构数目 (个)	24
图 31: 2016-2022 华润医疗旗下医疗机构门诊量 (万人次)	25
图 32: 2016-2022 华润医疗旗下医疗机构住院量 (万人次)	25
图 33: 2016-2022 华润医疗旗下医疗机构门诊收入 (百万元)	26
图 34: 2016-2022 华润医疗旗下医疗机构住院收入 (百万元)	26
图 35: 2016-2022 华润医疗旗下医疗机构体检收入 (百万元)	27
图 36: 2016-2022 华润医疗旗下医疗机构门诊次均费用 (元)	27
图 37: 2016-2022 华润医疗旗下医疗机构住院次均费用 (元)	27
表 1: 华润医疗医院网络布局 (截至 2022 年底)	4
表 2: 高管团队经验丰富, 助力长远发展。	5
表 3: 多部委陆续颁布国企医院改革政策	10
表 4: 医疗集团旗下二级以上医院分布 (截至 2022 年底)	13
表 5: 各集团下属医疗业务情况	14
表 6: 华润医疗核心医院并表情况梳理	15
表 7: 环球医疗并表进展	17
表 8: 国药医疗并表进展	18
表 9: 新里程健康集团并表进展	20
表 10: 华润医疗旗下核心医院梳理 (截至 2022 年底)	23
表 11: 2021 年辽健、深圳华润健康、江能收入 (亿元)	28
表 12: 2022 年华润医疗公司旗下优势专科建设成果	29
表 13: 公司主营业务收入预测	32
表 14: 公司主营业务收入预测	33
表 15: 可比公司及公司估值情况	34

## 1. 华润医疗：华润集团医疗健康主平台

### 1.1. 央企办医领军者，行业深耕与政府经验相互成就

背靠央企充分发挥集团优势，华润医疗拥有区域领先的优势学科和区域领先医院群。华润集团是国务院国资委直接监管和领导的国有重点骨干企业和中央驻港企业，零售、啤酒、燃气、商业地产、制药和医疗等业务经营规模位居全国前列。华润医疗是华润集团瞄准医疗健康领域的主平台。截至 2022 年底，华润医疗共管理运营 116 家医疗机构，涵盖大型综合医院、专科医院及社区医疗机构，分布于北京、华北、华东、华中、华南等主要区域，同时拥有淮北矿工总医院、北京京煤总医院、华润武钢总医院等区域龙头医院。同时，按照集团部署，华润医疗重点聚焦脑科、心血管等六大优势学科，引领医院群蓬勃发展。

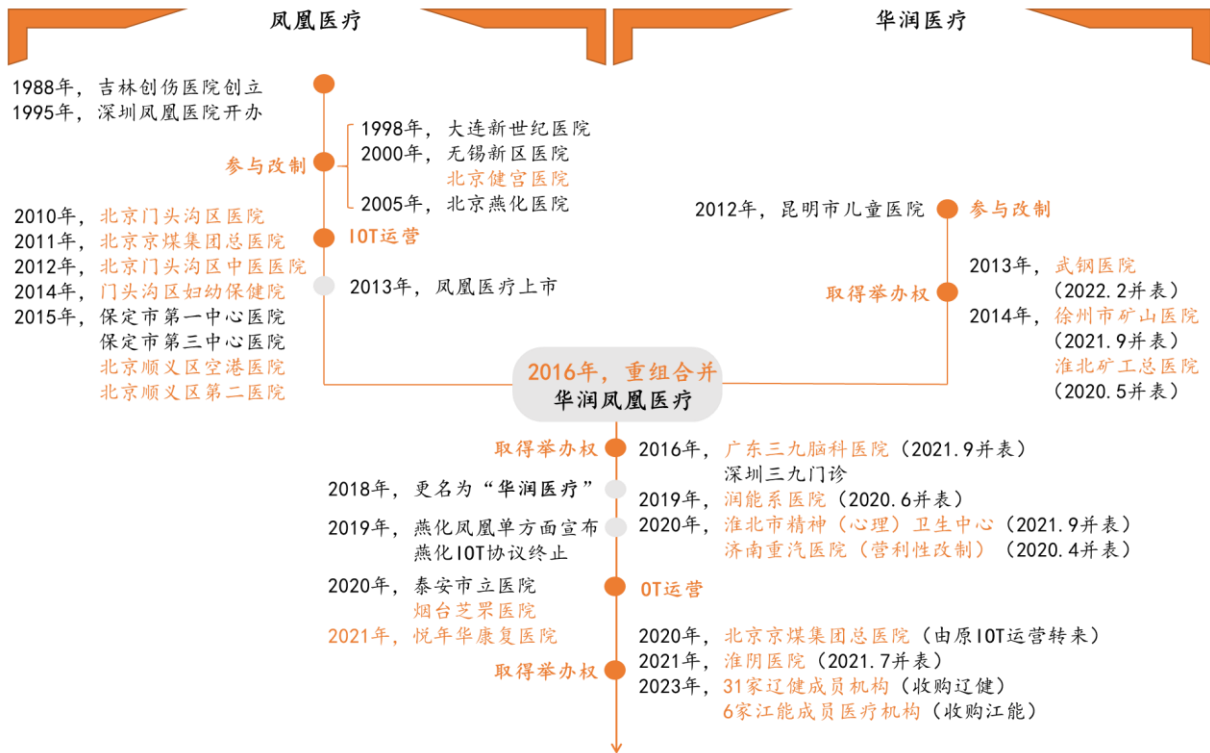
表 1：华润医疗医院网络布局（截至 2022 年底）

省份/城市	三级医院	二级医院	一级医院及社区中心	诊所及其他医疗机构	合计
北京	3	4	10	29	46
山东	—	2	2	9	13
山西	—	1	—	—	1
江苏	—	2	—	—	2
安徽	1	1	19	5	26
湖北	2	—	3	16	21
广东	1	1	—	2	4
广西	—	2	1	—	3
合计	7	13	35	61	116

资料来源：华润医疗公司公告，天风证券研究所

**华润医疗与凤凰医疗重组，网络布局持续延伸。**华润医疗的前身之一为凤凰医疗，是中国规模最大、历史悠久的民营医院集团。凤凰医疗成立于 1988 年，参与过多家医院的改制工作，并以 IOT 模式运营北京多家医院，具有先进的医院集团管理经验和标准化的运营体系。2016 年华润医疗与凤凰医疗合并，开启两家公司医疗资源的整合步伐，华润医疗以国企雄厚的资源将凤凰医疗局限于京津冀的业务扩张至多个重点区域，显著扩大医院网络与业务规模。

图 1：华润医疗发展历程



资料来源：华润医疗公司官网，华润健康公司官网，华润医疗公司公告，天风证券研究所 注：（1）目前仍在公司核心业务范围内的医院以橙色字体标识。（2）以公司开始对该医疗机构提供服务的时间为标识，目前已纳入公司合并财务报表的医院，其开始并表的时间附于括号中。（3）2019年1月，燕化凤凰及燕华医院对燕化IOT协议提起单方面终止，燕化医院的相关收入不再计入公司收入，计入其他应收款项；2021年11月，北京市高级人民法院终审判决燕化IOT协议的终止行为无效。（4）烟台芝罘医院为与山东省烟台市芝罘区卫健局共建。（5）取得举办权意为华润医疗拥有医院的举办人股权，全方位负责医院运营管理并收取管理费；IOT运营意为公司不拥有医院的举办权，向医院投资并与医院签订管理协议，在合同约定的期限范围内拥有医院的管理权，作为第三方对医院进行运营管理；OT运营意为公司不拥有医院的举办权，与合作方签订医院管理协议，在合同约定的期限范围内拥有医院的管理权，作为第三方对医院进行运营管理，与IOT运营的区别为OT运营无需公司投资。

## 1.2. 华润集团为控股股东，高管行业经验深厚

**核心高管团队落地，医疗行业与政府管理经验兼具。**2021年4月，宋清先生获委任为华润医疗董事长，宋先生曾先后担任深圳南方制药厂、华润三九医药股份有限公司、华润医药集团有限公司的不同职务，深耕医疗行业多年，具有丰富的企业管理和重组并购经验。2023年2月，于海先生获委任为公司的执行董事及总裁。于先生于2018年7月至2020年1月期间担任辽宁省健康产业集团有限公司董事长，此前曾任辽宁省本溪市副市长、辽宁省科技厅社会发展处副处长、辽宁省科技厅高新技术发展与产业化处副处长等职务，具有从商从政的双重经验。

表 2：高管团队经验丰富，助力长远发展。

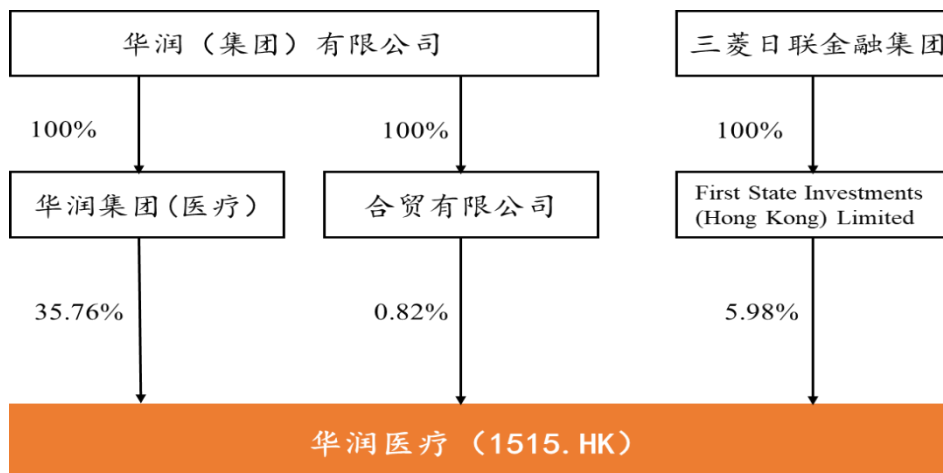
姓名	职务	简介
宋清	董事长、执行董事	宋先生于2018年8月份加入华润医疗，现为公司董事长，同时兼任公司控股股东华润健康董事长，在华润健康板块中承担领导职能。宋先生于1999年4月获中国人民解放军总后勤部评为主管药师，亦曾先后任职于深圳南方制药厂、华润三九医药股份有限公司、华润医药集团有限公司等，具有丰富的企业管理和重组并购经验，以

		及对医疗行业有深刻的理解。
于海	总裁、执行董事	于先生于 2023 年 2 月加入华润医疗，现为公司执行董事及总裁，同时兼任华润健康集团有限公司总经理。于先生曾于 2020 年 1 月至 2023 年 2 月担任华润健康集团有限公司副董事长、高级副总经理，于 2018 年 7 月至 2020 年 1 月期间担任辽宁省健康产业集团有限公司董事长。此前，于先生曾于政府部门担任不同职位，包括辽宁省本溪市副市长、辽宁省科技厅社会发展处副处长、辽宁省科技厅高新技术发展与产业化处副处长等。
任远	首席财务官、执行董事	任女士于 2017 年 10 月加入华润医疗，并获委任为执行董事、首席财务官。任女士曾自 2010 年 2 月起担任华润（集团）有限公司信息管理部咨询总监及副总监，亦曾任华润微电子(控股)有限公司财务部副经理、无锡华润安盛科技有限公司财务总监，具有丰富财务管理及信息化运营经验。

资料来源：Wind，天风证券研究所

**公司股权结构清晰，华润集团为公司主要控制人。**华润集团间接控制公司 36.58%的股权，其全资子公司华润集团(医疗)直接持有 35.76%。合贸有限公司持有 0.82%。

图 2：华润医疗股权结构图（截至 2022H1）

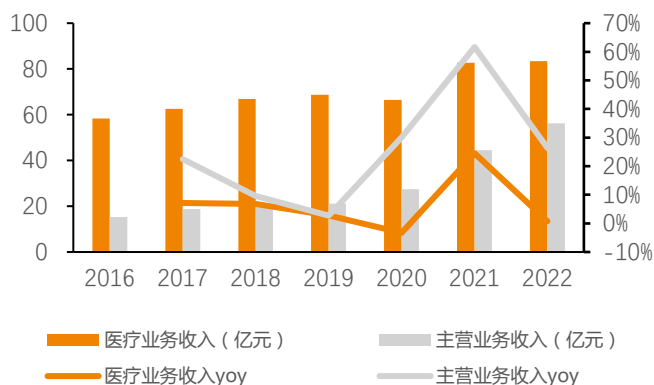


资料来源：华润医疗公司公告，天风证券研究所 注：华润集团（医疗）有限公司由华润健康集团全资持有，华润健康集团由华润集团（健康）全资持有，华润集团（健康）由华润（集团）全资持有。

### 1.3. 收入规模持续增长，自有医院占比稳步提升

**华润医疗业务规模扩张推动收入增长。**公司医疗收入规模从 2016 年的 58.41 亿元增长到 2022 年的 83.36 亿元，CAGR 达 6.11%，主营业务收入规模从 2016 年的 15.33 亿元增长到 2022 年的 56.20 亿元，CAGR 达 24.17%。2022 年主营业务收入 56.20 亿元，同比增长 26.38%。除 2020 年受疫情影响外，自 2017 年到 2021 年，净利润相对稳定，分别为 4.3、4.4、4.01、3.2、4.26 亿元，受淮阴医院减值及汇兑损益的影响，2022 年净利润为 1.59 亿元，同比下降 62.6%。

图 3：2016-2022 年华润医疗历年收入（亿元）



资料来源：公司年报，公司公告，天风证券研究所

图 4：2016-2022 年华润医疗净利润（亿元）

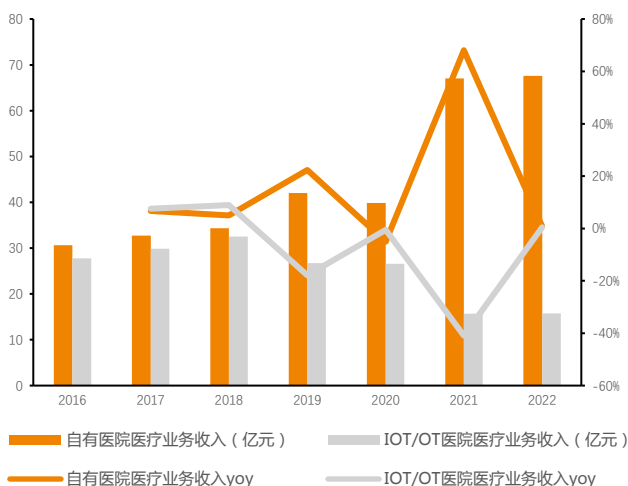


资料来源：公司年报，公司公告，天风证券研究所

公司旗下核心医院主要分为自有医院和 IOT/OT 医院。自有医院中可分为营利性医院和非营利性医院（即举办权医院），华润医疗拥有该类医院的举办人股权，全方位负责医院运营管理并收取管理费。IOT/OT 医院，公司不拥有举办权，其模式为公司与医院签订管理协议，在合同约定的期限范围内拥有医院的管理权，IOT 项目和 OT 项目的区别在于公司是否对医院进行投资。

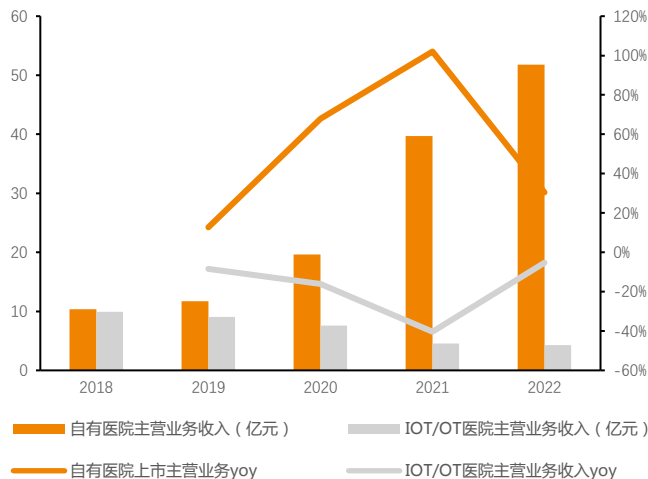
自有医院营收规模稳步提升。从收入规模看，自 2016 年到 2022 年，自有医院医疗业务收入从 30.66 亿元上升到 67.6 亿元，CAGR 14.09%。受旗下医院变更影响，IOT/OT 医院医疗业务收入从 27.74 亿元下降到 15.76 亿元，CAGR -8.99%。从收入结构看，自 2016 年到 2022 年，自有医院医疗业务收入占比从 52.49% 增长至 81.09%，IOT/OT 医院医疗业务收入占比从 47.49% 下降到 18.91%。自 2018 年到 2022 年，自有医院主营业务收入占比从 50.41% 增长至 92.14%，IOT/OT 医院主营业务收入占比从 48.13% 下降到 7.65%。

图 5：2016-2022 年华润医疗自有医院及 IOT/OT 医院医疗业务收入（亿元）



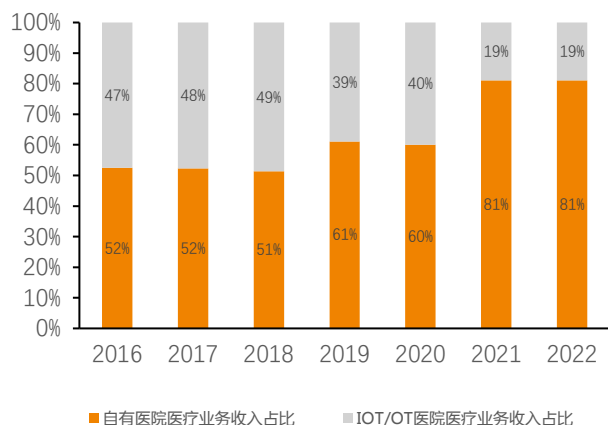
资料来源：公司年报，公司公告，天风证券研究所

图 6：2018-2022 年华润医疗自有医院及 IOT/OT 医院主营业务收入（亿元）



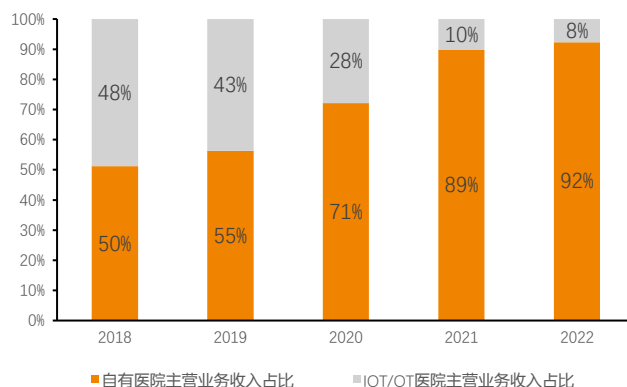
资料来源：公司年报，公司公告，天风证券研究所

图 7：2016-2022 年华润医疗自有医院及 IOT/OT 医院医疗业务收入占比情况



资料来源：公司年报，公司公告，天风证券研究所

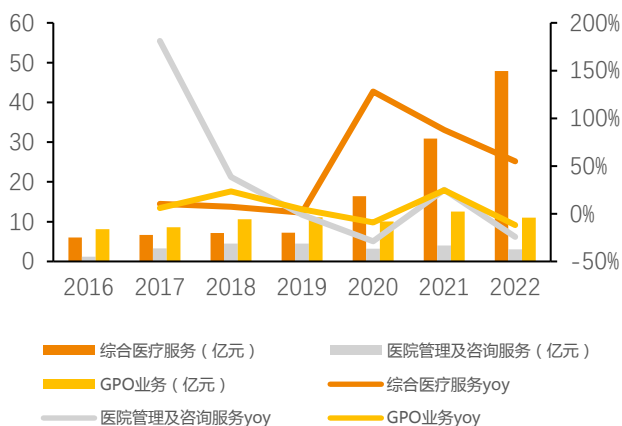
图 8：2018-2022 年华润医疗自有医院及 IOT/OT 医院主营业务收入占比情况



资料来源：公司年报，公司公告，天风证券研究所

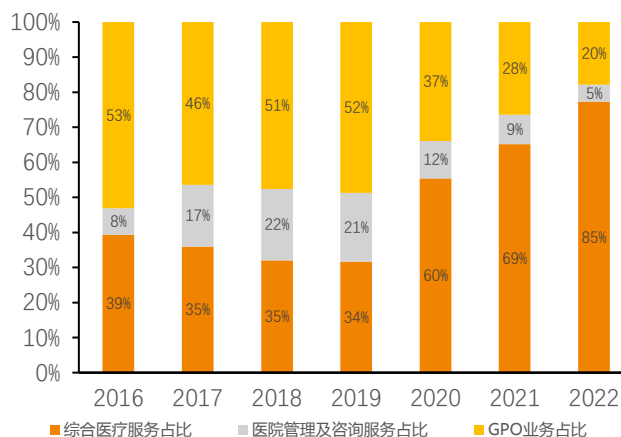
**营收回归医疗服务主业，综合医疗服务收入占比持续提升。**自 2016 年到 2022 年，综合医疗服务收入从 6.01 亿元上升到 47.86 亿元，CAGR 41.31%，综合医疗服务收入占比由 39.20% 增长至 85.16%，公司营收回归医疗服务主业。GPO 业务收入从 8.11 亿元上升到 11.05 亿元，CAGR 5.29%，GPO 业务收入占比由 52.9% 下降到 19.66%。医院管理及咨询服务收入从 1.16 亿元上升到 3.01 亿元，CAGR 17.22%，医院管理及咨询服务收入占比由 7.57% 下降到 5.36%。

图 9：2016-2022 年华润医疗三大主要业务营收（亿元）



资料来源：公司年报，公司公告，天风证券研究所

图 10：2016-2022 年华润医疗三大主要业务营收占比情况



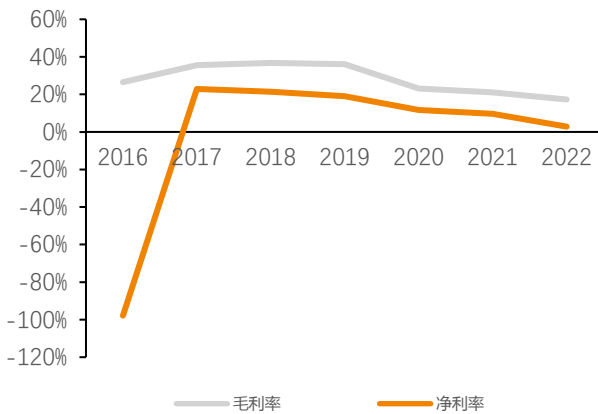
资料来源：公司年报，公司公告，天风证券研究所

**净利率受旗下医院变动影响波动较大。**2016 年主营业务净利率为-97.85%，主要原因在于当年华润医疗和凤凰医疗的合并所导致的非经常性项目损益。受 2019 年燕化医院出表、2021 年武钢医院减值、2022 年淮阴医院减值及汇兑损益等因素影响，自 2017 年到 2022 年，公司毛利率从 35.57% 下降到 17.28%，净利率从 22.90% 下降到 2.83%，预计随着公司旗下医院及结构进入稳定运营期，净利率有望持续优化。

**销售费用率持续优化，财务及管理费用有所提升。**自 2016 年到 2022 年，销售费用率从 1.57% 下降到 0.36%；管理费用率从 9.65% 上升到 11.69%，我们判断主要受并表医院增加影响。受贷款利率波动的影响，财务费用率 2016 年到 2022 年从 0.02% 上升到 0.87%。

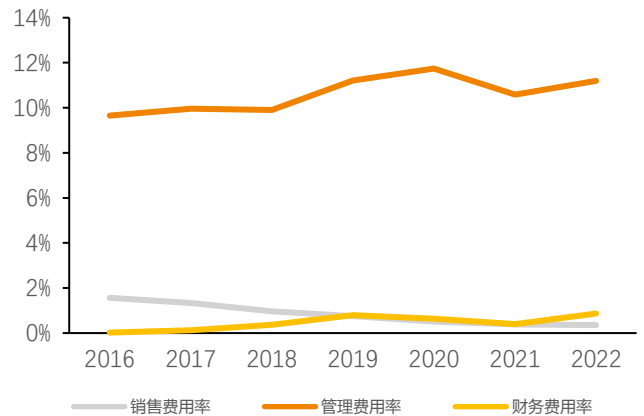


图 11: 2016-2022 年华润医疗毛利率及净利率



资料来源: 公司年报, 公司公告, 天风证券研究所

图 12: 2016-2022 年华润医疗三费情况



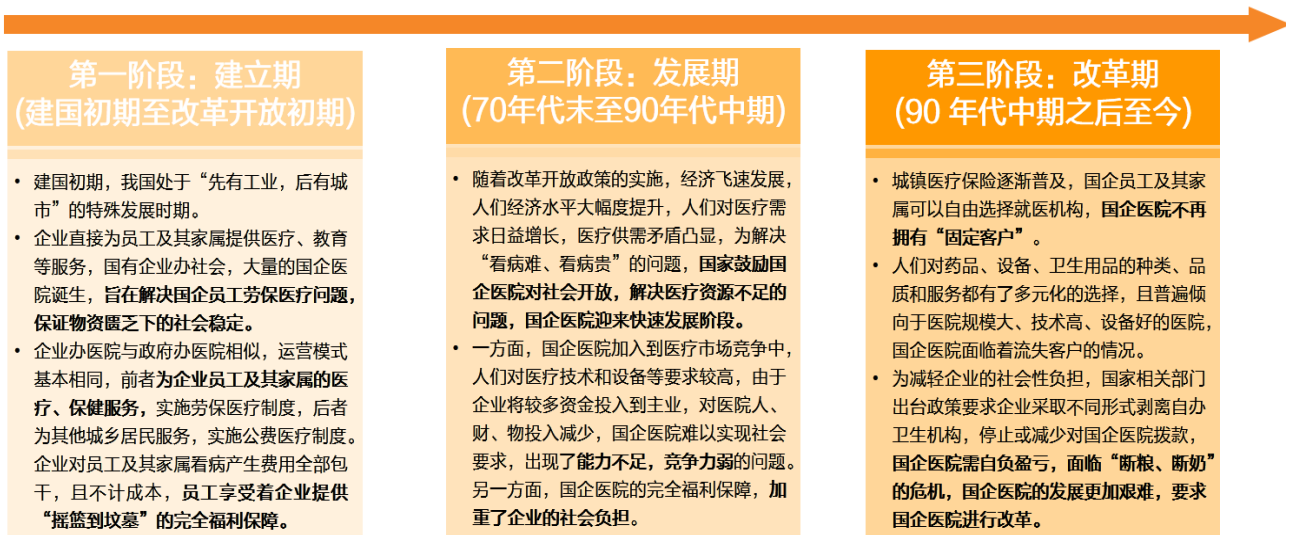
资料来源: 公司年报, 公司公告, 天风证券研究所

## 2. 国企办医重要战略地位凸显, 进入高质量发展新阶段

### 2.1. 国企办医改革持续深入, 推动国有医疗集团蓬勃发展

国有企业办医疗机构是计划经济时代的特殊产物, 主要为保障企业安全生产需要的工伤急救、职业病防治和为企业员工家属提供医疗保健任务。国企办医机构同时对社会开放, 为当地百姓服务, 用以补充政府办医疗机构能力不足的问题。国企医院先后经历了建国初期至改革开放初期的建立期、70 年代末—90 年代的发展期和 90 年代中期至今的改革期。改革开放以来随着国企改革不断深入, 持续优化布局结构, 要求剥离办社会职能和解决历史遗留问题。

图 13: 建国以来国企医院发展历程

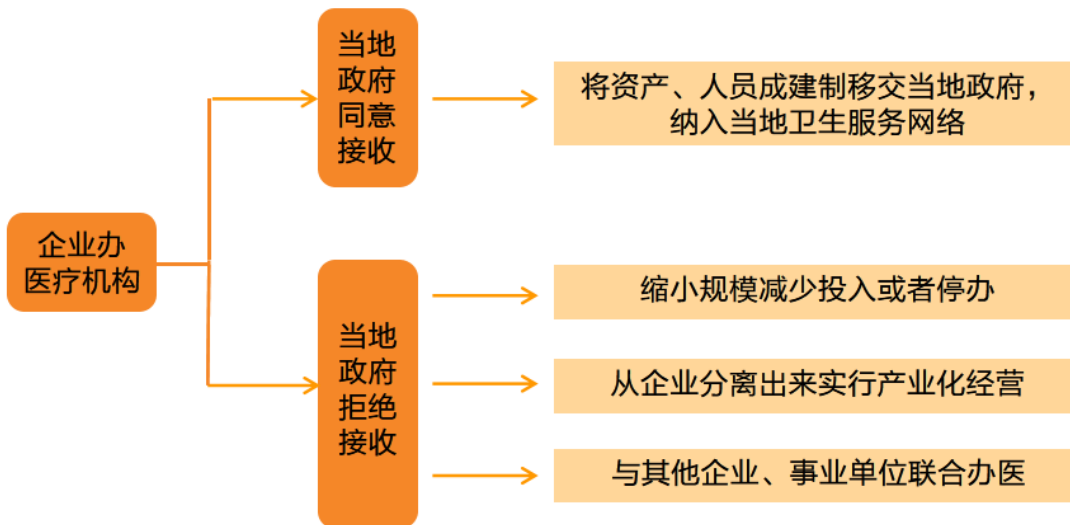


资料来源: 《新时代国企医院改革与发展路径研究——以河北省某国企医院为例》孙婉钧, 天风证券研究所

国企办医改革提出四种路径, 强调分离企业办社会的职能。从 1995 年开始, 原国家经贸委发布了《关于若干城市分离企业办社会职能分流富余人员的意见》, 部分小规模企业办医院进行了裁撤, 但当时并未在全国广泛推广。2002 年 4 月, 国家六部委发布了《关于进一步推进国有企业分离办社会职能工作的意见》, 首次提出国有企业可以通过改制、移交等改革措施, 剥离办社会职能。多个省份也相继下发了关于主辅分离、辅业改制的配套文

件。

图 14：国企办医改革改制方向



资料来源：教育部官网等，天风证券研究所

**国企办医改革向资源整合和重组改制转变，国企医院迎来高质量发展新机遇。**2015 年，中共中央国务院印发《关于深化国有企业改革的指导意见》，提出加快剥离企业办社会职能。2016 年国家多部委联合发布《关于印发加快剥离国有企业办社会职能和解决历史遗留问题工作方案的通知》，提出国企办医疗机构指定四条路径：移交地方、关闭撤销、资源整合、重组改制。由此，国企医院迎来了第二波改制潮。2021 年国企医院的剥离工作基本完成，国务院办公厅发布《关于印发深化医药卫生体制改革 2021 年重点工作任务的通知》，优化支持国有企业办医疗机构发展，政策方向由坚决剥离减负转为了支持做大做强。此后一系列文件出台，2022 年 11 月十三部委联合印发《支持国有企业办医疗机构高质量发展工作方案》，进一步明确了支持国企医院发展的政策体系，国企医院迎来高质量发展新机遇。由此我们将改革期分为四个阶段：1) 1995 年-2001 年改革试点期；2) 2002-2015 年初步推广期；3) 2016-2020 年深化完成期；4) 2021 年以来进入高质发展期。

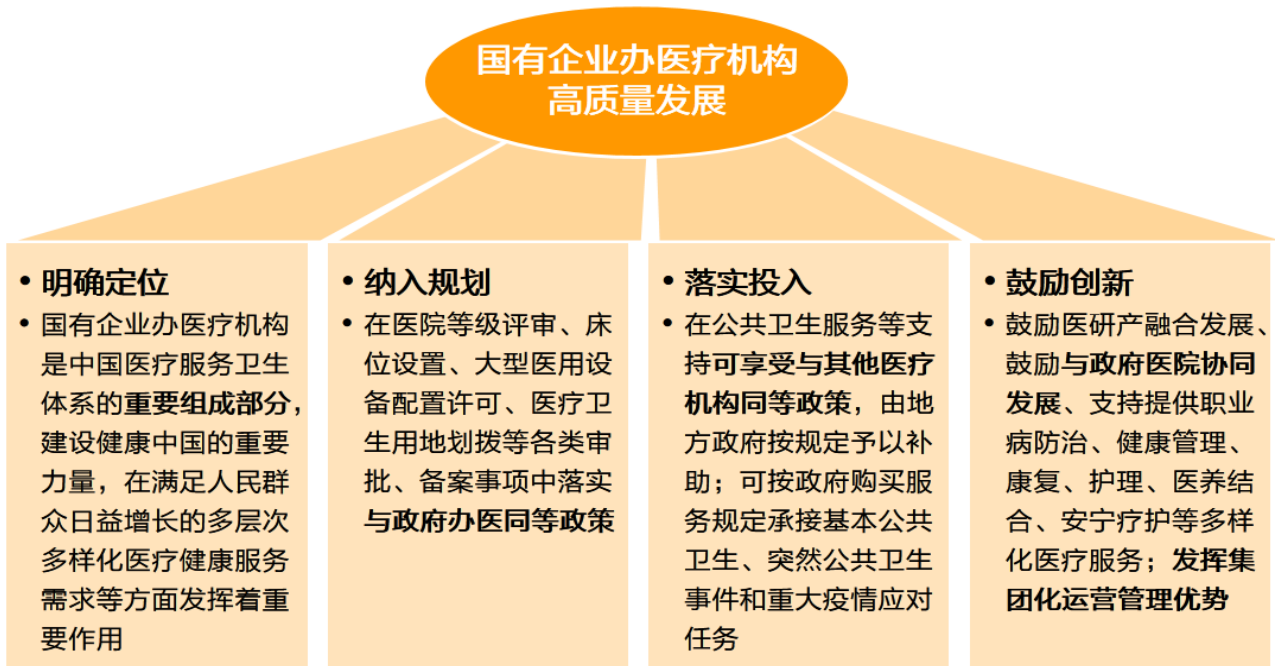
表 3：多部委陆续颁布国企医院改革政策

时期	政策名称	发布部门	颁布日期	政策要点及影响
1995-2001 改革试点	关于若干城市分离企业办社会职能分流富余人员的意见	原国家经贸委等五部委	1995 年 5 月	部分小规模企业办医院进行了裁撤，但当时并未在全国广泛推广
2002-2015 初步推广	关于进一步推进国有企业分离办社会职能工作的意见	原国家经贸委等六部委	2002 年 4 月	提出国企医院可从企业分离出来实行产业化经营，也可按照自愿的原则，由企业与当地政府协商移交，将医院的资产、人员成建制移交当地政府，由当地政府统一管理。
	关于深化医药卫生体制改革的意见	中共中央国务院	2009 年 3 月	进一步完善医疗服务体系。坚持非营利性医疗机构为主体、营利性医疗机构为补充，公立医疗机构为主导、非公立医疗机构共同发展的办医原则。 未明确国有企业医院的性质。国有企业医院承担公益性的责任和任务，但却享受不到公立医院的投入政策。
	关于深化国有	中共中央	2015 年 9 月	提出要加快剥离企业办社会职能和解决历史遗留问题。

	企业改革的指导意见	国务院		
2016-2020 深化完成	关于印发加快剥离国有企业办社会职能和解决历史遗留问题工作方案的通知	国资委	2016年9月	首次系统提出企业医院改制的四条路径：移交政府、专业化管理、引入社会资本进行股权多元化改造和关闭撤销。
	关于国有企业办教育医疗机构深化改革的指导意见	国资委等六部委	2017年8月	明确支持以健康产业为主业的国有企业或国有资本投资运营公司，通过资产转让、无偿划转、托管等方式，对国有企业办医疗机构进行资源整合，实现专业化运营和集中管理，不以健康产业为主业的国有企业不能直接举办或管理医院。
	关于进一步推进国有企业独立工矿区剥离办社会职能有关事项的通知	国资委	2018年2月	从2019年起国有企业不得以任何方式向医疗机构进行补贴。有关国有企业承接管理移交医疗机构，必须是以健康产业为主业的企业，其他国有企业不得管理医院。
	关于进一步推进中央企业办医疗机构深化改革有关事项的通知	国资委	2018年7月	明确指定国药集团、华润集团、中国诚通、中国通用、中国国投、中国国新6家中央企业可参与国有企业办医疗机构的资源整合
	2020年中央人民政府工作报告	国务院	2020年5月	在国企改革部分提出“基本完成剥离办社会职能和解决历史遗留问题”的要求。
2021以来 高质发展	关于印发深化医药卫生体制改革2021年重点工作任务的通知	国务院	2021年5月	加强对地方的督促指导，推动落实政府办医责任和公立医院投入政策；优化支持国有企业办医疗机构发展政策方向由坚决剥离减负转为了支持做大做强
	关于推动公立医院高质量发展的意见	国务院	2021年6月	支持代表辖区医疗水平的社会办医院牵头，成立紧密型城市医疗集团
	支持国有企业办医疗机构高质量发展工作方案	国资委等十三部委	2022年11月	明确国有企业办医疗机构是医疗卫生服务体系的重要组成部分，确保国企办医与政府办医享有同等待遇，国有医疗集团迎来发展新机遇。

资料来源：中国政府网、国资委网站等，天风证券研究所

图 15：2022 年十三部委发布《支持国有企业办医疗机构高质量发展工作方案》

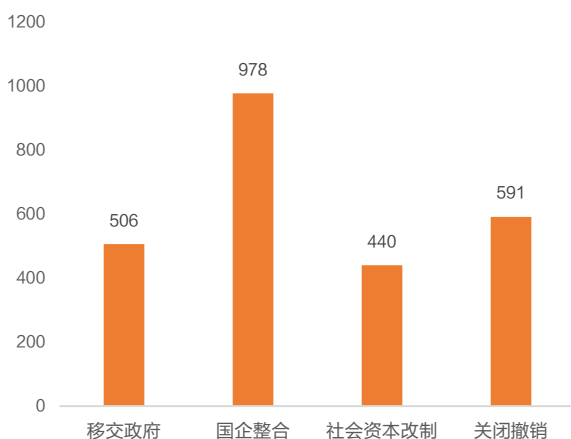


资料来源：中国政府网，天风证券研究所

## 2.2. 国企医院改革基本完成，行业龙头企业精细化运营提速

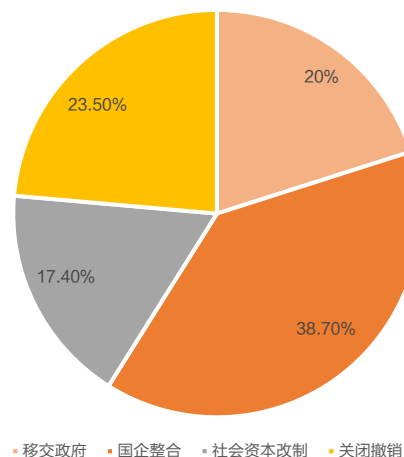
**国企医院改革已基本完成，进入高质量发展新阶段。**截至 2022 年 7 月 1 日，全国国资系统监管企业 2525 个医疗机构（涉及职工 21.7 万人），已完成改革 2515 个，完成率 99.6%。其中，移交地方政府 506 个，占 20.0%；以医疗健康为主业的国有企业整合 978 个，占 38.7%；引入社会资本改制 440 个，占 17.4%；关闭撤销 591 个，占 23.5%。

图 16：2022 年 H1 国企医院已基本完成改革



资料来源：国资委网站，天风证券研究所

图 17：2022 年 H1 国企医院改革各类型分布



资料来源：国资委网站，天风证券研究所

**央企医疗集团是国企办医改制的主要力量。**国资委指导支持以医疗健康为主业的国有企业抓住机遇，积极参与重组并购，提高医疗资源集成效应。华润集团、通用技术集团、国药集团着力构建大健康生态系统，以市场化方式整合医疗资源，发展成为规模实力进一步壮大、业务布局进一步优化、产业链优势进一步增强的央企医疗集团。山东省国资委整合省属企业医养健康资产，组建成立山东健康集团。中陕核工业集团公司作为国有企业办医疗

机构移交接收平台，建立陕西健康医疗集团，完成陕西省企办医疗机构划转剥离改革任务，深入推进本省国企医疗机构重组整合。截至 2022 年底，五大龙头医疗集团旗下共有医疗机构 699 个，床位数 9.7 万张。

图 18：2022 年各医疗集团床位数（万）

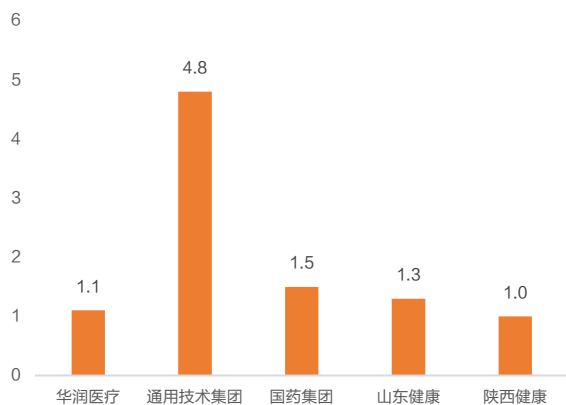
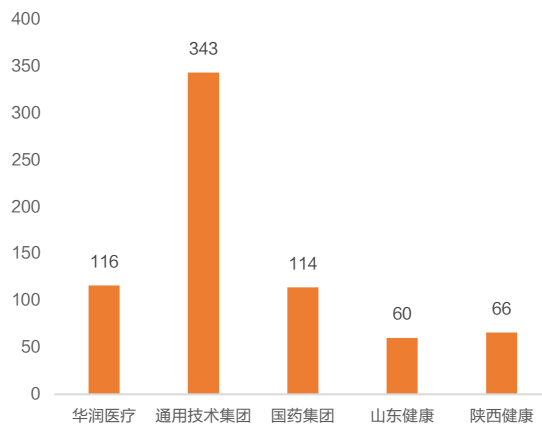


图 19：2022 年各医疗集团旗下医疗机构数量（个）



资料来源：华润医疗公告，环球医疗公告，各集团官网，天风证券研究所

资料来源：华润医疗公告，环球医疗公告，各集团官网，天风证券研究所

图 20：2022 年各医疗集团床位数占比

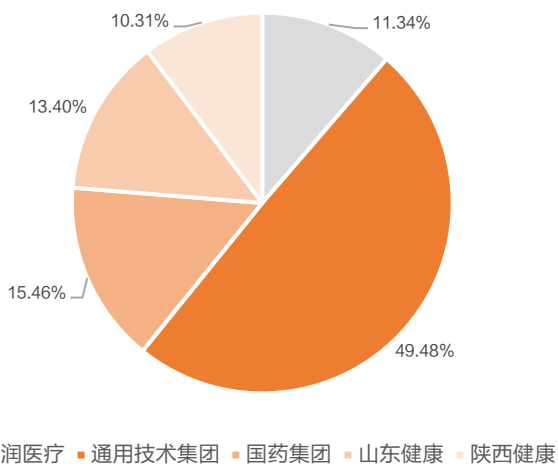
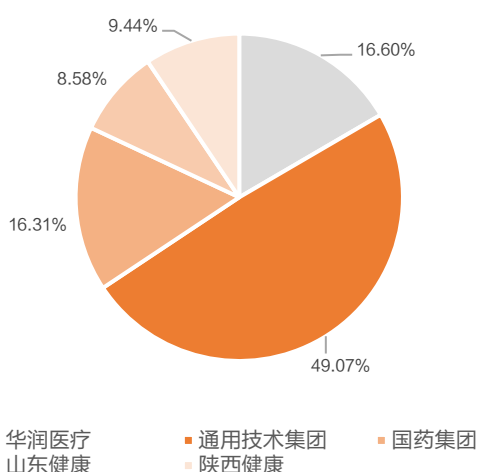


图 21：2022 年各医疗集团旗下医疗机构数量占比



资料来源：华润医疗公告，环球医疗公告，各集团官网，天风证券研究所

资料来源：华润医疗公告，环球医疗公告，各集团官网，天风证券研究所

注：占比总数之和为五大医疗集团总和

注：占比总数之和为五大医疗集团总和

从区位分布看，国企医院遍及全国。目前国企医院改革已在北京、山东、山西、江苏、安徽、湖北等全国二十多个省(区、市)展开。超过百家二级及以上医院和四百余家一级医院和社区医院等其他医疗机构被纳入五大医疗集团中。

表 4：医疗集团旗下二级以上医院分布（截至 2022 年底）

	华润医疗	通用技术	国药集团	合计
北京	7	3	—	10
陕西	—	14	—	14
山西	1	6	—	7
辽宁	—	6	2	8
安徽	2	3	2	7
山东	2	2	—	4

河北	—	9	—	9
四川	—	8	—	8
浙江	—	1	—	1
湖南	—	2	—	2
江苏	2	2	—	4
湖北	2	2	6	10
黑龙江	—	1	1	2
江西	—	1	1	2
上海	—	2	—	2
吉林	—	4	—	4
云南	—	1	—	1
河南	—	1	8	9
甘肃	—	1	—	1
宁夏	—	1	—	1
新疆	—	3	—	3
内蒙古	—	1	2	3
贵州	—	4	—	4
广东	2	—	—	2
广西	2	—	—	2
重庆	—	—	2	2
总计	20	78	24	122

资料来源：华润医疗公告，环球医疗公告，各集团官网，各医院官网，丁香园，天风证券研究所

注：数据为华润医疗、通用技术和国药集团旗下部分国有医疗机构分布，陕西健康集团的医院全部位于陕西省，山东健康集团的医院全部位于山东省

### 2.3. 国企办医改革进入精细化运营新时期

2018 年国资委明确指定国药集团、华润集团、中国诚通、中国通用、中国国投、中国国新 6 家中央企业可参与国有企业办医疗机构的资源整合。新里程健康集团抓住政策机遇收购多家国企医院。我们系统梳理了上述主要国企办医平台的网络规模、历史沿革和经营状态

华润医疗、环球医疗、新里程、国药医疗的单床收入分别是 75 万元、47 万元、13 万元（半年度）、50 万元，华润医疗单床收入明显高于其余三家，体现出较强的医院经营实力；2022 年，华润医疗和环球医疗在医疗业务的毛利分别是 2.21 亿元、7.42 亿元，2022H1 新里程医疗的毛利 2.96 亿元，环球医疗的盈利能力较强于华润医疗和新里程。

表 5：各集团下属医疗业务情况

	单床收入	医疗业务收入	净利润	医院/床位情况	毛利	医疗业务的毛利率
华润医疗 (2022 年)	75 万元	83.36 亿元	1.59 亿元	运营 116 家医疗机构，共计床位数 11115 张	2.21 亿元	2.65%
环球医疗 (2022 年)	47 万元	63.89 亿元	20.87 亿元	并表医院 55 家，床位数 13615 张；通用集团 4.8 万张	7.42 亿元	12.02%
新里程 (2022H1)	13 万元 (半年)	13.19 亿元	—	上市公司控股 11 家，床位超 1 万张；	2.96 亿元	22.40%

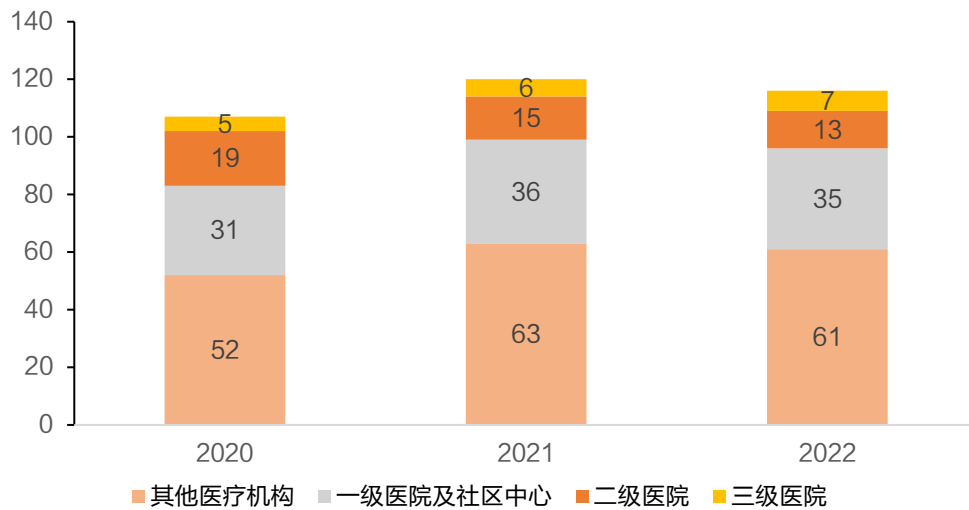
度)				集团管理近 40 家 二甲以上医院和 200 家基层医疗机 构, 床位约 3 万张		
国药医疗 (2020 年)	约 50 万 元	80 亿元	—	约有 129 家医疗机 构, 总床位数超 1.6 万张	—	—

资料来源: 各公司报告, 各公司官网, 天风证券研究所

### 2.3.1. 华润医疗: 截至 2022 年底, 医疗机构 116 家, 床位数 11115 张

华润医疗是华润集团医疗健康产业的主平台。截至 2022 年底, 华润医疗共运营管理 116 家医疗机构, 共计床位数 11115 张, 三级医院 7 家, 二级医院 13 家, 一级医院及社区中心 35 家, 其他医疗机构 61 家。年度门诊量约 1527 万人次, 较 2021 年增加 41.6%, 住院量约 28.6 万人次, 较 2021 年增加 1.5%。自有医院床位数一共 9589 张, IOT/OT 医院的床位数共 1526 张。医院网络分布于北京、山东、山西、江苏、安徽、湖北、广东和广西等八个省市区。

图 22: 2020-2022 年华润医疗运营管理的医疗机构数量 (个)



资料来源: 华润医疗公司公告, 天风证券研究所

自有医院均已并表, 部分举办权医院转为营利。2007 年, 北京健宫医院最早并表, 2020 年 4 月, 华润医疗并表济南重汽, 其后 5 月和 6 月分别并表淮矿中医院和润能系医院。2022 年 6 月 28 日, IOT 模式的京煤医院转变为自有医院。2021H2 公司并表广东三九脑科医院、徐州矿山医院和淮北精神卫生中心。2022 年 1 月武钢集团的两家医院 (武钢总医院和武钢第二职工医院) 并表。2023 年 2 月 22 日, 华润医疗收购辽宁华润健康 (辽健) 和江西华润健康 (江能) 两个标的。

表 6: 华润医疗核心医院并表情况梳理

医院名称	并表时间	医院情况	对价
北京健宫医院	2007 年 12 月	三级中西医结合医院, 开放床位数 409 张	
淮北矿工总医院	2020 年 5 月	三级甲等医院, 开放床位 1450 张	

广东三九脑科医院	2021年9月	三级甲等专科医院, 开放床位 600 张	
华润武钢总医院	2022年2月	三甲综合医院, 床位数 1000 多张	
武钢第二职工医院	2022年2月	三级乙等医院, 床位数约 850 张	
北京京煤医院 (参股, 非并表)	2020年6月	三级综合医院, 床位数 1900 多张	约 9.6 亿收购, 华润集团和京煤集团分别持有 49%和 51%
济南重汽医院	2020年4月	二级甲等综合性医院, 注册床位 470 张	
广东中能建电力医院	2020年6月	二级甲等综合医院, 床位数约 320 张	
广西水电医院	2020年6月	二级综合医院, 床位 239 张	
北京中能建医院	2020年6月	二级甲等医院, 床位 230 多张	
淮安市淮阴医院	2021年7月	二级甲等医院, 开放床位 800 张	约 8.83 亿收购, 华润医疗持有 80%股权
徐州市矿山医院	2021年9月	二甲综合医院, 床位数约 500 张	
淮北市精神 (心理) 卫生中心	2021年9月	二级综合医院, 床位数约 700 张	

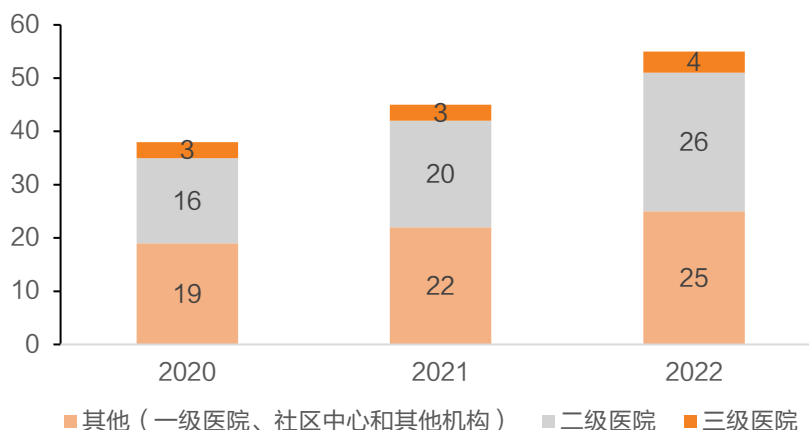
资料来源: 华润医疗公司公告, 各医院官网, 天风证券研究所

### 2.3.2. 环球医疗: 截至 2022 年底, 上市公司共 55 家医院, 床位数 13615 张

中国通用技术集团已形成了环球医疗、通用医疗、国中康健、航天医科、宝石花医疗 5 家医疗管理平台, 截至 2022 年, 中国通用集团所属医疗机构共 343 家, 覆盖网络达到全国 27 个省市, 床位数约 4.8 万张。

截至 2022 年底, 环球医疗上市公司并表了 55 家医疗机构, 有 4 家三甲医院和 26 家二级医院, 新增了 7 家医疗机构并表, 合计开放床位 13615 张, 三级医院床位数共 3716 张, 占比 27.29%, 二级医院床位数 8392 张, 占比 61.64%, 其他医疗机构 1507 张床位, 占比 11.07%。已签约待并表的医疗机构开放床位数超过 2000 张, 新建床位超 4000 张。

图 23: 2020-2022 年环球医疗运营管理的医疗机构数量 (个)



资料来源: 环球医疗公司公告, 天风证券研究所

**融资租赁转变“金融+医疗”, 医院布局版图扩大。** 通用技术环球医疗集团自 2006 年重组, 主营以医疗行业为主的融资租赁; 2015 年港交所上市, 2016 年第一次尝试政府办公医院项目即是西安交大一附院国际陆港医院; 2017 年积极参与国企医院并购整合, 战略业务布局升级。从而确定了以医院服务为核心, 金融服务为基础的战略目标。环球医疗旗下业务主要是金融与咨询业务、医院集团业务这两个板块。2018 年, 环球医疗与山东烟台陆港集团签署烟台海港医院承接合作协议, 2019 年, 环球医疗为烟台海港医院新添了卒中中心和康复中心。与此同时, 环球医疗相继完成对鞍钢集团总医院、攀钢集团成都医



院、咸阳彩虹医院等多家医院的运营管理。2020年8月，环球医疗新增五矿集团4家医院注入，在此前已实现对五矿集团3家医院的运营。2021年1月，环球医疗与中国建筑材料科学研究总院有限公司签署合作协议，北京市的管庄东里医院加入环球医疗。在2021年12月收购了安徽庐州医院，股权占比83.33%。

表 7：环球医疗并表进展

医院名称	时间	医院情况	对价
烟台海港医院	2018年	二甲医院，床位600张	融慧济民和烟台港集团分别持股65%和35%
西电集团医院	2018年	三级甲等医院，开放床位1300余张	融慧济民和西电集团分别持股55%和45%
合肥安化医院	2018年	开放床位200张，安化医院是5家医疗机构总称，包括合肥安化创伤康复医院（二级专科）、四方医院（一级综合）、一家卫生服务中心、一家卫生服务站和一间诊所	—
西航职工医院	2018年	二甲综合医院，300张床位	
鞍钢健康	2019年	包含鞍钢总医院职业病防治院、鞍钢总医院千山温泉疗养院及辽宁兴业医药有限公司	环球医疗现金出资持股51%，鞍钢集团以鞍钢总医院及鞍钢健康产业公司相关经营资产出资，持股49%
鞍钢集团总医院		三甲综合医院，实际开放床位1445张	
攀钢集团总医院	2019年	三甲综合医院，实际开放床位1300张	合资公司成立后，将由融慧济民、攀钢集团及攀钢矿业分别持股53.30%，46.26%和0.44%
攀钢集团成都医院	2019年	二甲综合医院，实际开放床位364张	
咸阳彩虹医院	2019年	二甲妇女儿童医院，开放床位579张	融慧济民以现金出资2亿，中电彩虹1.8亿出资，将分别持股52.63%和47.37%
中铁一局医疗单位	2019年	西安中心医院、中铁一局集团中心医院、中铁一局集团第五工程有限公司职工医院、中铁一局集团咸阳中心医院、中铁一局集团社会事业服务第二分中心唐山医院，共计开放床位1000余张	融慧济民以现金出资2.35亿，由中铁国资以中国中铁一局集团有限公司下属若干医疗单位的资产（2.26亿）出资。分别持股51%和49%
中铁国资其他医疗机构	2020年	中铁二局集团第二医院（二级，247张）、中铁三局集团中心医院（二级甲等，250张）、中铁五局集团杭州疗养院（110张）、中铁五局第二工程有限责任公司医院（一级，174张）、中铁上	医投公司现金出资2.25亿元，中铁国资以六家医疗机构资产出资2.16亿元

		海局芜湖医院（二级，555张）、中铁山桥集团医院（二级，189张）共六家医院	
山西阳煤总院	2019年	包括阳煤总医院、阳煤二院、阳煤三院等7家医院，总开放床位2123张	环球医投出资约6.8亿获山西阳煤总院51%股权
五矿集团7家医院	2022年	中国五冶集团有限公司医院、中国十九冶集团职工医院和五矿邯邢职工总医院，1647张床位。马鞍山十七冶医院（三甲），上海中冶医院、唐山二十二冶医院、太原市第七人民医院（均为二甲），床位数2229张	2022年环球医投以约12.8亿出资获通用五矿46%股权，2022年7月环球医投现金出资约10亿购买通用五矿44%股权，0元购买中信资本持有通用五矿10%股权
中煤一建旗下医疗单位	2020年	中煤一公司岭北职工医院（岭北医院，二级综合医疗机构）中煤第一建设有限公司职工医院（丛台分院，卫生服务中心）	——
安徽庐州医院	2021年	营利性三级医院，预计开放床位600张	2亿元增资，持有83.33%，成为安徽庐州医院的控股股东
攀钢西昌医院	2021年	二甲综合医院，开放床位300张	医投公司以现金投入1.76亿，西昌新钢业以目标医院投入1.70亿，分别持股51%和49%
西安北环医院	2021年	二甲医院，开放床位230张	2亿元，72.75%股权
管庄东里医院	2021年	一级甲等综合医院	234万获取北京环康集团60%股权

资料来源：环球医疗公司公告，环球医疗公司官网，各医院官网，天风证券研究所

### 2.3.3. 国药医疗：截至2020H1，共129家医疗机构，总床位数超1.6万张

**围绕医院主业，区域化布局健康产业。**国药医疗健康产业有限公司（国药医疗）是国务院国资委直接管理的唯一一家以生命健康为主业的中央医药企业，也是国药集团旗下唯一医疗健康产业平台的子公司。2011年国药集团将医疗服务产业纳入到战略规划，国企医改的推动使得国药医疗在2015年正式成立。

**三级医疗体系为核心，医疗机构覆盖面广至12个省市。**以中国国际医药卫生有限公司、国药医疗健康产业有限公司、国药东风总院、新乡市中心医院、新乡市第二人民医院、国药北方医院、国药葛洲坝中心医院等为核心的医疗健康产业平台，截至2020年6月，医院网络覆盖12个地区的129家医疗机构，总床位数超过1.6万张，2020年业务总收入预计超80亿元。

早在2013年国药集团就组建了国药中原，下属新乡市中心医院、新乡市二院、新乡市妇幼保健院、新乡市中医院以及国药中原医疗保障有限公司；2016年10月国药东风医疗健康产业有限公司成立，同年底，东风医疗归属至国药东风；2019年国药中州新乡医院管理有限公司成立，同年12月国药北方成立；2020年五月国药中铁成立，六月国药与同煤集团合作改制。

表8：国药医疗并表进展

地区	医院	纳入报告时间
上海	长航医院，二级乙等医院，开放床位204张	2021.6
山西	国药同煤成立，同煤集团医院改革合作，国药同煤总医院、国药同煤二医院	2020.6

	(二级医院, 编制床位 400 张, 实际开放床位 200 张)、国药同煤三医院(二甲医院, 现有编制床位 400 张, 实际开放 468 张)、国药同煤总医院(三甲医院, 开放床位 1700 张)共 2750 张床位	
江西	国药中铁九江医院(二级乙等, 现有病床 160 张)	
安徽	国药中铁(安徽)医疗健康产业有限公司, 中铁国有资产管理有限公司所属三甲医院加入, 下设国药中铁合肥中心医院(最大开放床位 360 余张)、国药中铁合肥精神病医院(二级医院, 编制床位 150 张)	2020.5
内蒙古	一机集团所属内蒙古一机医院(三级医院, 编制床位 500 余张)、风雷医院加入旗下国药北方	2020.11
	国药北方成立, 内蒙古北方医院(三级医院, 开放床位 1000 张)	2019.12
重庆	重庆西南铝医院(二级医院)以及望江医院(二级医院, 现有床位 150 余张)	2019.3
	国药巴山医院(一级甲等医院, 编制床位 85 张, 实际开放床位 71 张)	2020.3
黑龙江	国药哈电, 三级综合医院, 合计开放床位 941 张	2018.10
辽宁	国药医疗大连, 下设国药大连机车医院(二甲医院, 编制床位 300 张)、国药大连船舶康复医院	2018.8
	十堰国药东风口腔医院	2017.10
湖北	东风医疗集团整体划转至国药东风, 三甲医院(东风总医院 1100 张)1 家, 二甲医院 2 家(东风茅箭医院床位编制 500 张、东风花果医院开设病床 300 张), 专科医院 2 家(十堰东风口腔医院、十堰精神病医院), 社区医疗机构 14 家。床位规模达到 2150 张。	2016.10
	葛洲坝中心医院, 三甲开放床位 810 张	2019.2
	汉江医院加入国药东风, 二甲医院, 编制床位 425 张, 实际开放床位 390 张	2019.3
	平顶山市第五人民医院(二级医院, 设置床位 300 张)	2019.3
	国药中州新乡医院管理有限公司成立, 中州铝厂职工医院(二级医院, 开放床位 260 张)	2019.4
河南	国药中原医院管理有限公司成立, 旗下 6 家直属医院, 新乡市中心医院(含新乡市肿瘤医院, 三甲医院, 编制床位 2306 张)、新乡市第二人民医院(三级医院, 编制床位 1500 余张)、新乡市妇幼保健院(专科医院, 开放床位 300 张)、新乡市中医院、新乡市第三人民医院和新乡市中心医院东区医院(在建)共 6000 张床位, 开放 3731 张	2013.6

资料来源: 国药医疗公司官网, 天风证券研究所

### 2.3.4.新里程: 截至 2022H1, 上市公司共控股 11 家医院, 总床位数超 1 万张

**新里程集团入主恒康医疗, 进入发展新阶段。**2022 年 6 月 23 日, 前身是“独一味”的恒康医疗结束两年多的破产重整, 由北京新里程健康产业集团入主成为公司控股第一大股东。新里程上市公司聚焦在医疗集团与医药集团两个板块, “独一味”药品制造是公司基础业务, 医疗服务是以区域医疗中心为战略的布局。截至 2022H1, 新里程上市公司控股 3 家三级医院、6 家二级以上的综合医院或专科医院(含并购基金控股医院)等共计 11 家, 床位数约 1 万张。新里程以瓦三医院、盱眙中医院、兰考第一医院等三级医院为综合医院医疗中心, 蓬溪医院、赣西医院和赣西肿瘤医院等均为当地县域排名靠前的医疗机构。

**新里程集团拥有新里程(002219)、新里程医疗、弘慈医疗、华佑医疗等专业平台。**集团在全国近 20 个省市控股管理近 40 家二甲以上医院和 200 家基层医疗机构, 医疗和康养总床位数达到 30000 张。2018 年新增川煤集团 6 家医院, 标志着新里程医院集团投资控股的医院床位数正式超过一万张; 2019 年, 新里程将山东兖矿新里程总医院以及基层医院收入旗下, 改制后的一年多时间扭亏为盈; 同年投资山西最大的三甲医院晋城大医院, 新增 2000 张床位; 2020 年集团扩大山西布局, 改制重组焦煤集团旗下四家医院, 新里程集团在山西地区的医院网络覆盖多个城市, 合计床位 5300 张。

表 9：新里程健康集团并表进展

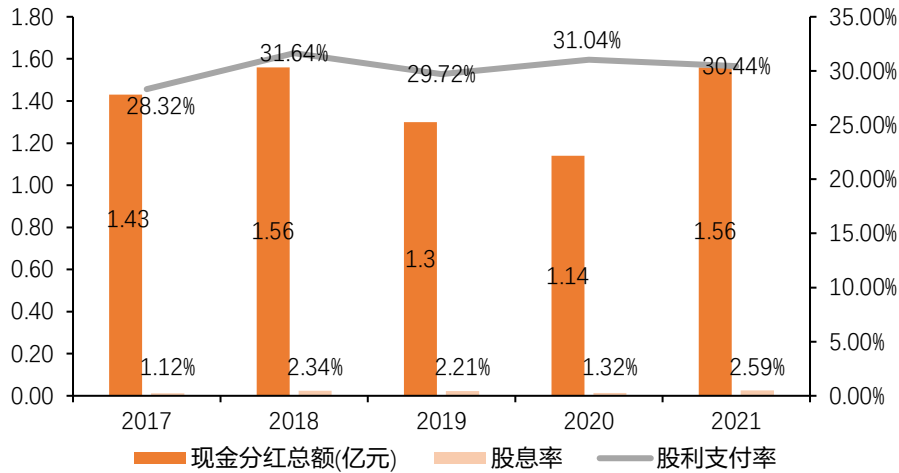
地区	医院名称	医院情况	时间	对价
辽宁大连	瓦房店第三医院	三级医院	2015	2015 年 4 月证监会核准, 70%股权, 2015 年 12 月董事会预案收购 30% 股权
	大连辽渔医院	二级甲等医院	2015.4 2022.4	2015 年 4 月新里程完成收购 100% 股权, 2022 年 4 月吉林省慧眼电子科技有限公司获得 100% 权益
	恒康北方大连康复医院	专科医院	——	100% 持股
	恒康北方大连护理医院	专科医院	——	100% 持股
	恒康北方大连肿瘤医院	专科医院	——	100% 持股
	河南	兰考县第一医院	二级甲等医院	2023.3
兰考埭阳医院		一级综合性医院	2015.8	100% 股权
兰考东方医院		一级综合性医院	2015.8	99.9% 持股
洛阳新里程医院 (前身是中信中心医院)		二级甲等综合医院	2016	——
四川	崇州二院	二级甲等医院	2016.9 2019.4	2016 年 9 月新里程收购 70% 股权, 2019 年 4 月新里程收购 15% 股权
	蓬溪中医骨科医院	二级甲等中医医院	——	100% 股权
	广安福源医院	二级综合医院	2015.11 2019.3	2015 年 11 月董事会预案收购 40.0005% 股权, 签署转让 30% 股权, 2019 年 3 月智慧医疗签署转让 70.0005% 股权
	邛崃福利医院	二级医院	2014.2	新里程完成收购 100% 股权
	绵阳爱贝尔医院	专科医院	——	新里程完成收购 100% 股权
	安徽	安钢总医院	三级综合医院	2017.10
江苏	盱眙县中医院	二级甲等中医院	2015	2015 年 8 月新里程完成收购 74.92% 股权, 2015 年 11 月董事会预案收购 25.08% 股权
	盱眙县肿瘤医院	二级甲等医院	2015	——
	泗阳县人民医院	二级甲等综合性医院	2017.3	京福华采以 23000 万元收购 70.27% 股权, 后两次增资, 持有泗阳医院 81.42% 股权
江西	萍乡赣西医院	三级医院	2015.4	新里程收购 80% 股权
	萍乡赣西肿瘤医院	二级肿瘤专科医院		100% 持股
山西	晋煤医健 (晋城大医院等)	1 家三级甲等医院, 6 家二级和一级医院	2019	
	焦煤集团 4 家医院 (西山总医院、西山古交医院、汾矿总医院、霍煤总医院)	三级甲等医院	2020	——
山东	东营鸿港医院	三级综合性医院	2017	——
	兖矿新里程总医院	兼具三甲、二级医院和社区医院的大型集团化医院	2019	——
重庆	重庆金浦医疗	4 家二级综合医院等医疗机构	2021	——

资料来源：新里程公司官网，新里程公司公告，wind，丁香园，天风证券研究所

## 2.4. 各企业分红逐年稳健实施

华润医疗自 2013 年已连续实施 9 次分红，2017-2021 年股利支付率约 30%左右。

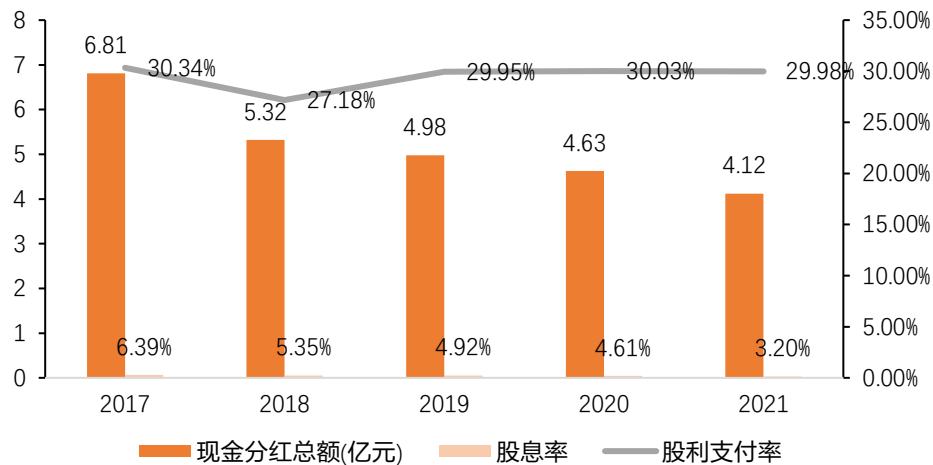
图 24：2017-2021 年华润医疗现金股利支付情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

环球医疗自 2015 年起持续现金分红，已实施 7 次，平均分红率为 22.38%。

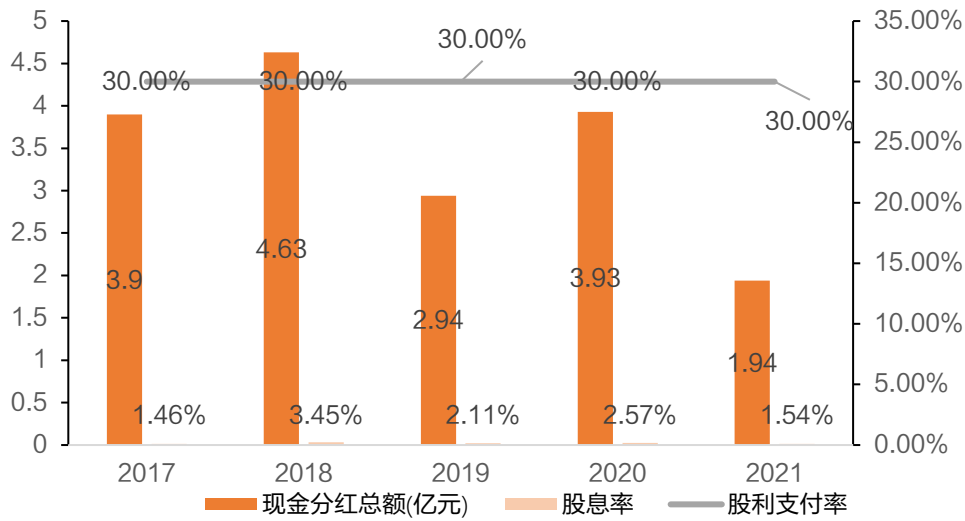
图 25：2017-2021 年环球医疗现金股利支付情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

国药集团的股利支付率连续五年均为 30%，自 1997 年上市至今已实施现金分红 21 次，平均分红率 27.89%。

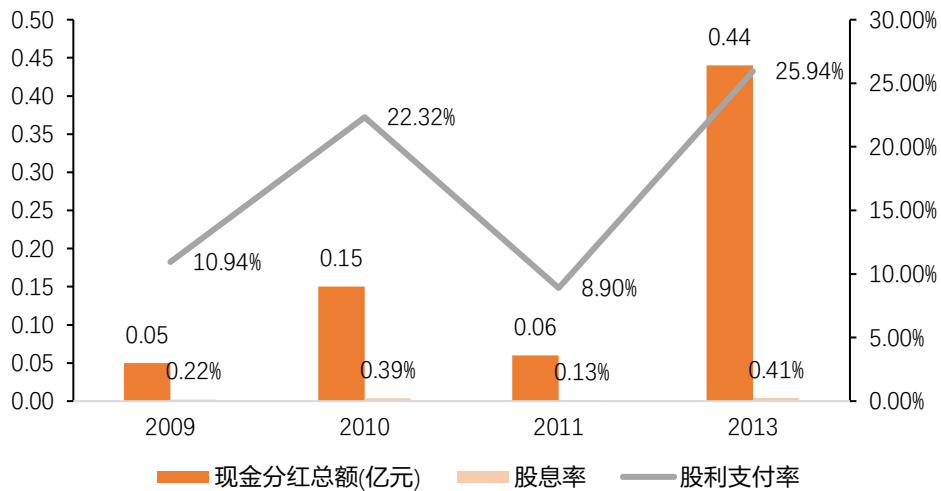
图 26：2017-2021 年国药集团现金股利支付情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

新里程 2008 年上市，累积分红四次。2013 年以来未实施分红。2013 年的现金分红总额 0.44 亿元，股利支付率 25.94%，股息率 0.41%。

图 27：2009-2013 年新里程现金股利支付情况



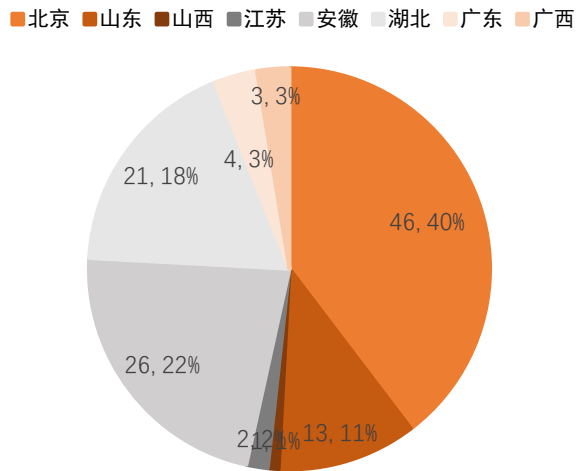
资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3. 华润医疗：国企办医领导者，内生外延拓展版图

#### 3.1. 医院网络纵深拓展，内生增长稳步提升

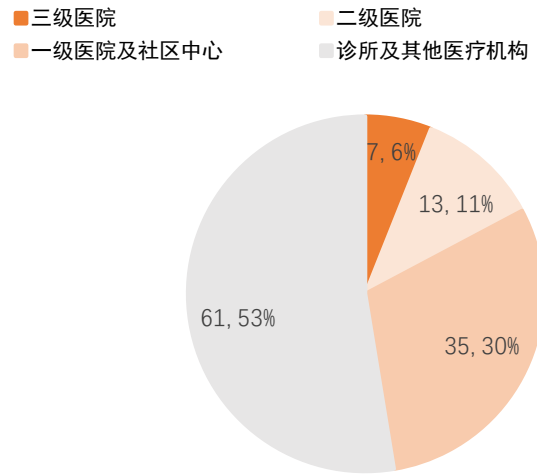
截至 2022 年底，华润医疗共管理运营 116 家医疗机构。分布于北京、山东、山西、江苏、安徽、湖北、广东和广西 8 个省市区域，其中共有三级医院 7 家、二级医院 13 家、一级医院 35 家、诊所及其他医疗机构 61 家。

图 28：2022 年华润医疗医院数目（个）-按省份划分



资料来源：华润医疗公司公告，天风证券研究所

图 29：2022 年华润医疗医院数目（个）-按定级划分



资料来源：华润医疗公司公告，天风证券研究所

公司旗下核心医院主要分为自有医院和 IOT/OT 医院，自有医院中可分为营利性医院和非营利性医院（即举办权医院）。非营利性医疗机构是指为社会公众利益服务而设立和运营的医疗机构，不以营利为目的，其收入用于弥补医疗服务成本，实际运营中的收支结余只能用于自身的发展。营利性医疗机构是指医疗服务所得收益可用于投资者经济回报的医疗机构。营利性自有医院主要包括北京健宫医院、济南北城医院和淮阴医院。举办权医院为非营利性医院，华润医疗拥有该类医院的举办人股权，全方位负责医院运营管理并收取管理费，其中包括淮矿医院、武钢两院、京煤医院、润能系医院、徐州矿山医院、三九脑科医院和淮北市精神卫生中心。对于 IOT/OT (Investment-Operation-Transfer/Operation-Transfer) 医院而言的，公司不拥有医院的举办权，其模式为公司与医院签订管理协议，在合同约定的期限范围内拥有医院的管理权，作为第三方对医院进行运营管理，IOT 项目和 OT 项目的区别在于公司是否对医院进行投资。截至 2022 年底，公司拥有 5 个 IOT 项目和 2 个 OT 项目。

表 10：华润医疗旗下核心医院梳理（截至 2022 年底）

医院名称	建院时间	医院属地	医院等级	医院属性	运营类型	并表时间	床位 (张)	医师数量 (人)
北京健宫医院	1953	北京	三级	中西医结合医院	营利性自有医院	并表	约 400	100+
济南北城医院 (原名济南重汽医院)	1952	山东	二级	综合	营利性自有医院	并表 (2020/5)	约 400	449
淮阴医院	1941	江苏	二级	综合	营利性自有医院	并表 (2021/7)	1200	320
淮北矿工医院	1958	安徽	三级	综合	举办权医院	并表 (2020/5)	2300	1490
广东三九脑科医院	1994	广东	三级	专科 (神经外科)	举办权医院	并表 (2021/9)	约 800	1100
华润武钢总院	1958	湖北	三级	综合	举办权医院	并表 (2022/2)	约 1000	1300
武钢第二职工医院	1982	湖北	三级	综合	举办权医院	并表 (2022/2)	约 640	780
京煤集团总医院 (1)	1956	北京	三级	综合	举办权医院	非并表 (参股)	约 2000	500
北京中能建医院 (2)	1954	北京	二级	综合	举办权医院	并表 (2020/6)	约 230	26
广东中能建医院 (2)	1956	广东	二级	综合	举办权医院	并表 (2020/6)	约 320	143
广西水电医院 (2)	1958	广西	二级	综合	举办权医院	并表 (2020/6)	约 240	286

徐州市矿山医院	1962	江苏	二级	综合	举办权医院	并表 (2021/9)	约 500	1211
淮北市精神 (心理) 卫生中心	1991	安徽	二级	专科 (精神疾病)	举办权医院	并表 (2021/9)	约 350	70
中能建安安徽医院 (2)	1992	安徽	未定级	综合	举办权医院	并表 (2020/6)	约 25	81
门头沟区妇幼保健院	1978	北京	二级	专科 (妇幼保健)	IOT 医院	非并表	约 40	228
门头沟区中医院	1956	北京	二级	综合	IOT 医院	非并表	约 140	330
门头沟区医院	1951	北京	二级	综合	IOT 医院	非并表	约 500	800
顺义区空港医院	1955	北京	二级	综合	IOT 医院	非并表	约 160	200
顺义区第二医院	1950	北京	一级	综合	IOT 医院	非并表	约 100	130
烟台芝罘医院	1956	山东	二级	综合	OT 医院	非并表	430	226
悦年华康复医院	2021	广西	二级	专科 (康复医学)	OT 医院	非并表	80	31

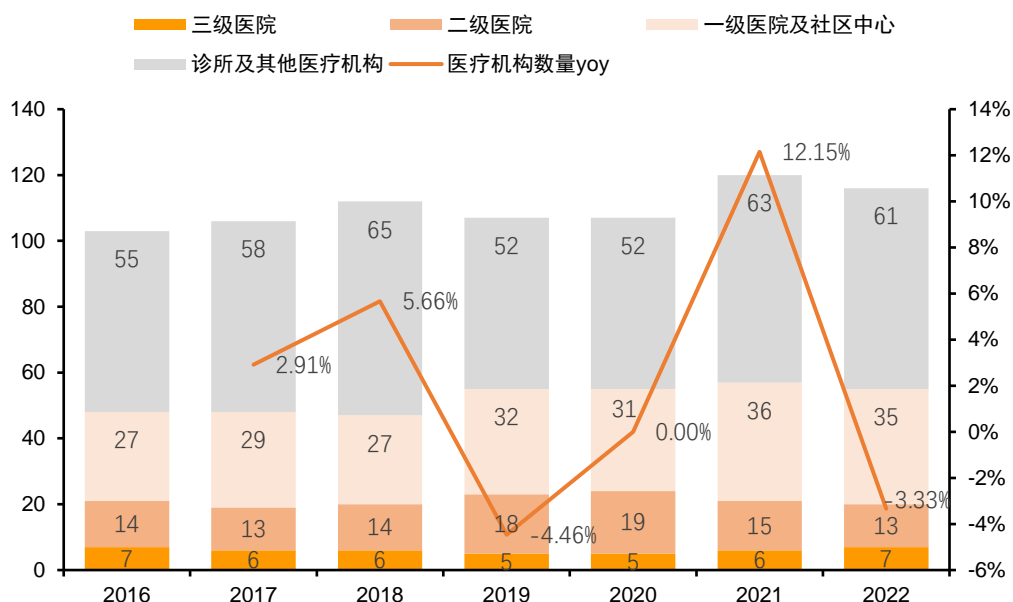
资料来源: 华润医疗公司官网, 华润医疗公司公告, 天风证券研究所

备注: (1) 北京京煤集团总医院 (下称京煤医院) 原为公司明星 IOT 项目, 2020 年, 公司与京煤集团进行重组合作, 重组之后, 京煤医院由 IOT 医院转为公司的非营利性自有医院。(2) 北京中能建医院、广东中能建医院、广西水电医院、中能建安安徽医院均为润能系医院, 润能系医院是华润医疗的非营利性自有医院。

**外延收购稳步进行, 医疗机构稳步扩充。**自华润医疗与凤凰医疗合并以来, 集团收购工作稳步推进。2018 年, 集团足迹踏至山东, 获得泰安市立医院举办权。2019 年, 开始对润能系医院提供医院管理服务。2020 年, 收购济南重汽医院。2021 年, 收购淮阴医院; 同年 10 月, 健宫医院升级为三级中西医结合医院。2023 年 2 月, 收购辽健标的和江能标的, 获得 31 家辽健成员机构的举办权和 6 家江能成员机构的举办权。

**燕化 IOT 协议终止致 2019 年医疗机构数量下降。**2019 年 1 月, 燕化凤凰及燕化医院信函通知华润医疗终止燕化 IOT 协议, 该协议所涵盖的医疗机构包括位于北京的 1 家三级医院、2 家医院和 9 家社区和医疗诊所, 导致 12 家医疗机构的流失。2021 年 11 月, 北京市高级人民法院判决燕化 IOT 协议单方面终止无效, 华润医疗胜诉。

图 30: 2016-2022 年华润医疗旗下医疗机构数目 (个)



资料来源: 华润医疗公司公告, 天风证券研究所

**诊疗人数增长推动公司收入增长。**2022 年, 公司旗下医院门诊量和门诊收入分别为 1527 万人次和 41.6 亿元, 2016-2022 年复合增长率分别为 12.48%和 7.22%; 住院量和住院收入分别为 28.62 万人次和 40.21 亿元, 2016-2022 年复合增长率分别为 3.44%和 4.97%。医院业务收入的增长主要由诊疗人次的增长驱动。

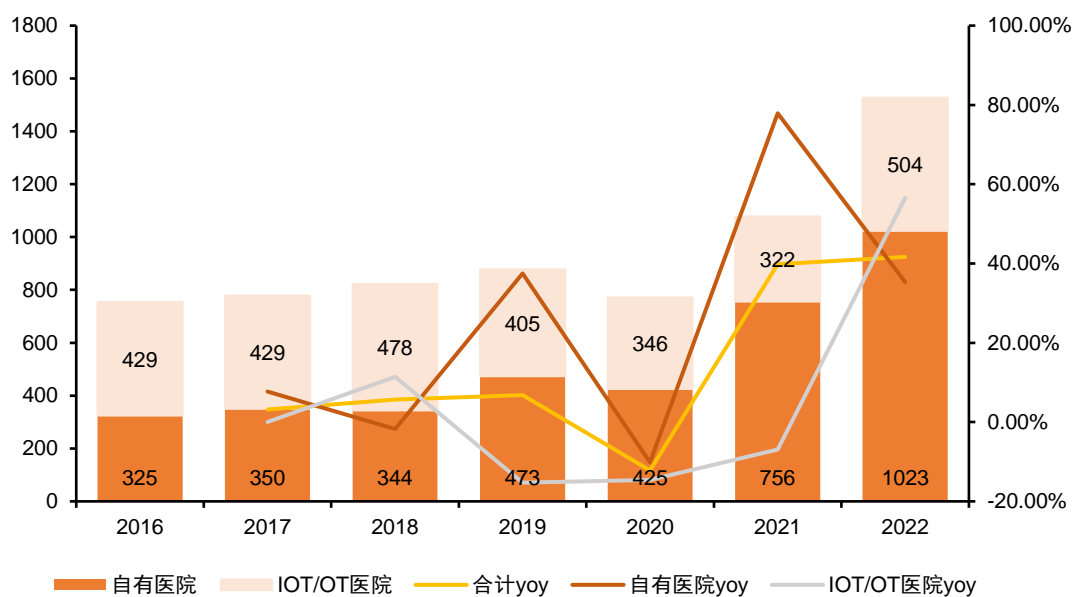
**自有医院的门诊、住院、体检业务增长均快于 IOT/OT 医院。**除 2020 年受疫情冲击外,



三大医疗服务板块整体保持有序增长，2016-2022年，门诊、住院、体检收入年复合增长率分别为7.22%、4.97%和7.88%。其中，自有医院的门诊、住院、体检三大医疗服务板块年复合增长率分别为19.60%、10.39%和13.59%，IOT/OT医院分别为-7.65%、-11.83%和-1.32%，IOT/OT医院业务收入下滑主要与燕化医院出表及京煤医院转为自有医院相关。

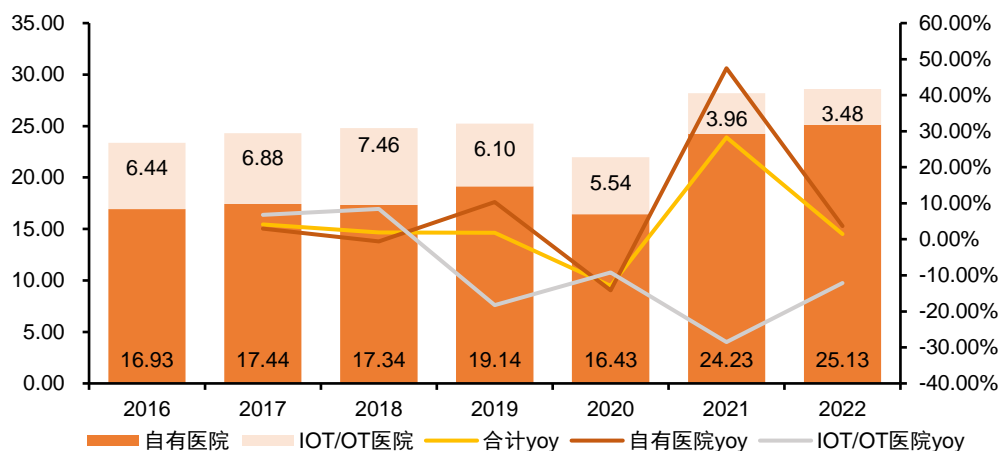
**疫情冲击负面效应退潮，内涵增长稳步推进。**2022年，公司旗下医院门诊量约为1527万人次，同比增加41.6%；门诊收入41.6亿元，同比增加5.7%。剔除核酸检测影响后，公司旗下医院常规门诊量960万人次，同比增加2.1%；常规门诊收入40.3亿元，同比增加5.2%；住院量28.6万人次，同比增加1.5%。疫情冲击带来的负面影响逐渐消退，常规诊疗业务增长有望重回正轨。

图 31：2016-2022 华润医疗旗下医疗机构门诊量（万人次）



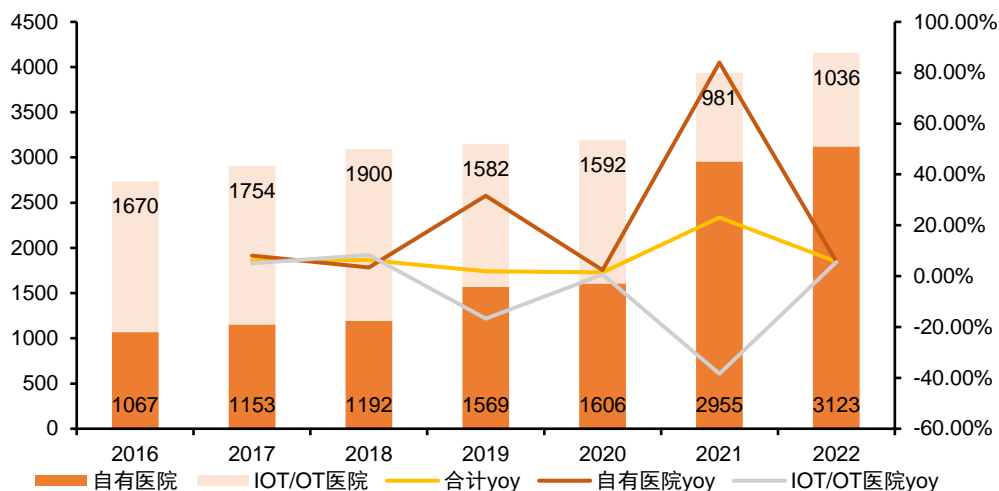
资料来源：华润医疗公司公告，天风证券研究所 注：2021、2022 门诊量未剔除核酸人数

图 32：2016-2022 华润医疗旗下医疗机构住院量（万人次）



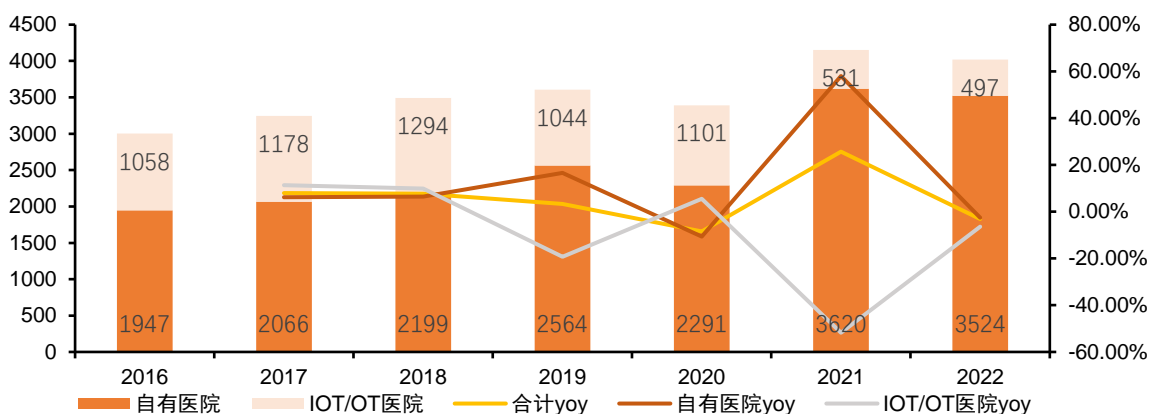
资料来源：华润医疗公司公告，天风证券研究所

图 33：2016-2022 华润医疗旗下医疗机构门诊收入（百万元）



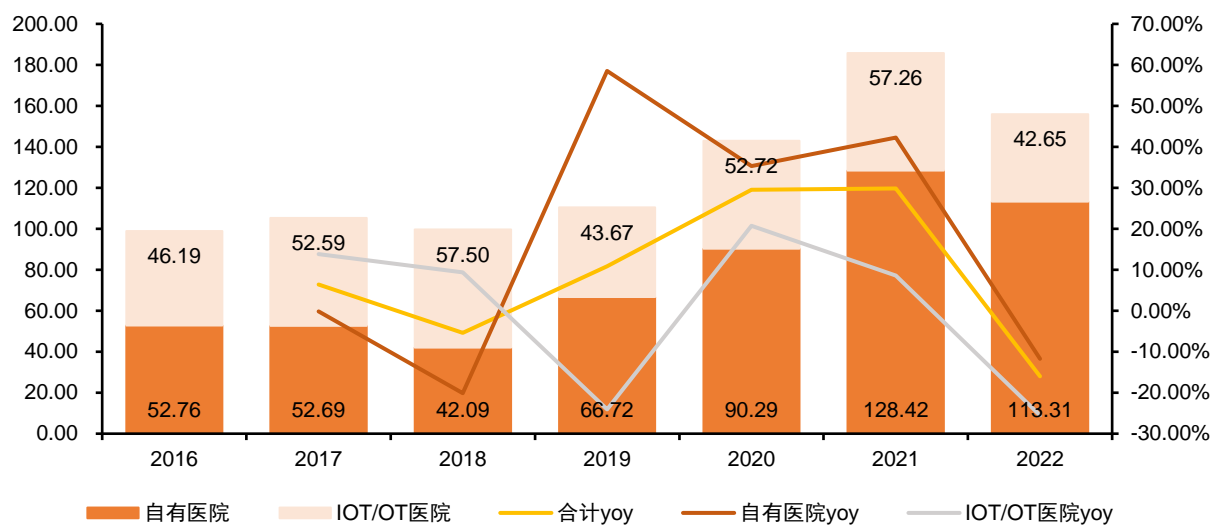
资料来源：华润医疗公司公告，天风证券研究所 注：2021、2022 门诊收入未剔除核酸带来的收入

图 34：2016-2022 华润医疗旗下医疗机构住院收入（百万元）



资料来源：华润医疗公司公告，天风证券研究所

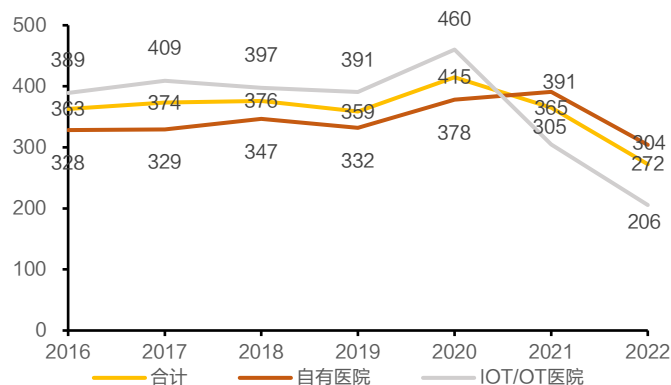
图 35：2016-2022 华润医疗旗下医疗机构体检收入（百万元）



资料来源：华润医疗公司公告，天风证券研究所

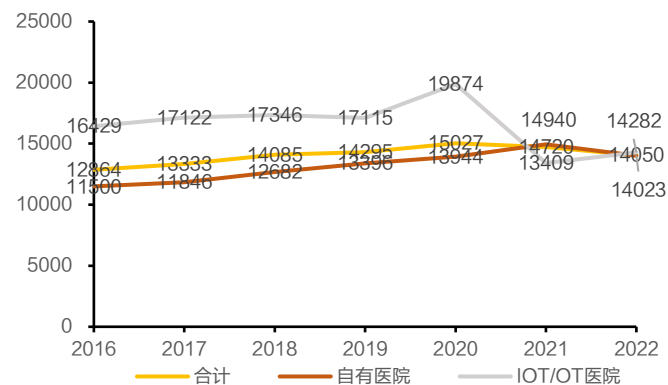
次均诊疗费用平稳增长。2022 年，门诊业务次均费用约 270 元，较 2021 年下降 25.5%；剔除核酸影响后，次均费用 420 元，较 2021 年上升 3%。

图 36：2016-2022 华润医疗旗下医疗机构门诊次均费用（元）



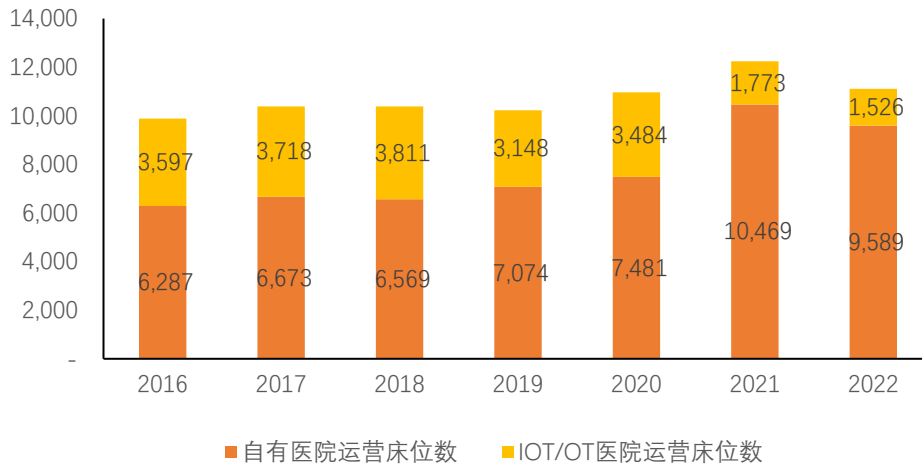
资料来源：华润医疗公司公告，天风证券研究所 注：2021、2022 年未剔除核酸人数及核酸费用，为公司整体经营状况

图 37：2016-2022 华润医疗旗下医疗机构住院次均费用（元）



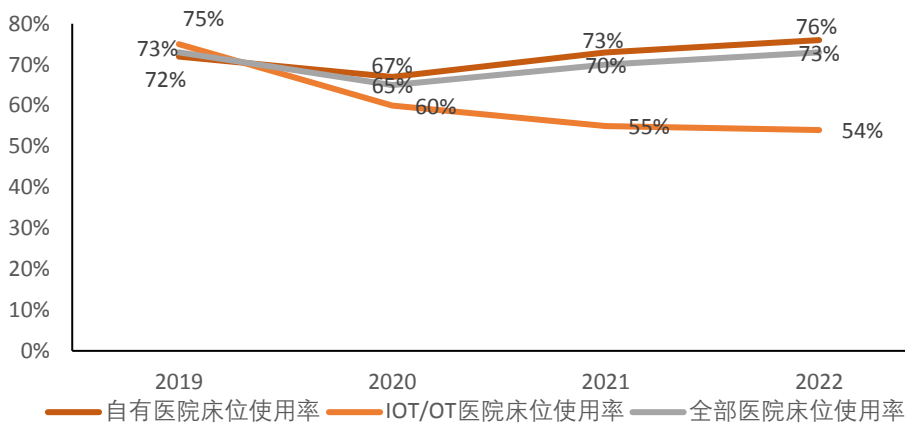
资料来源：华润医疗公司公告，天风证券研究所

图 38：2016-2022 年华润医疗医院运营床位（张）



资料来源：华润医疗公司业绩公告，天风证券研究所

图 39：2019-2022 年华润医疗医院床位使用率



资料来源：华润医疗公司公告，天风证券研究所

### 3.2. 辽健江能战略并购落地，有望大幅增厚公司业务体量

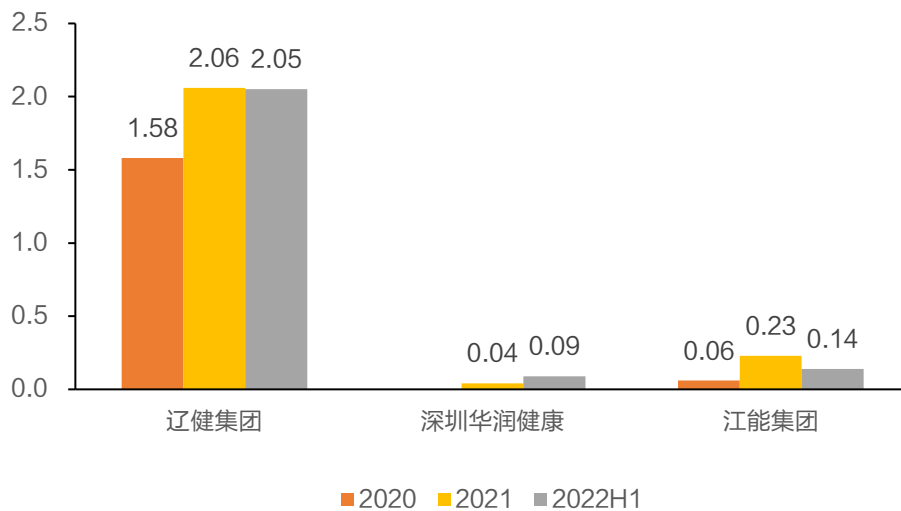
华润医疗并购辽健江能两大资产包，外部加速扩张。2023 年 2 月 22 日公司发布收购公告，分别以 33.95 亿元人民币购买华润健康（辽宁）集团有限公司的 76.10% 股权和深圳华润健康的 100% 股权，以 2.45 亿元人民币购买江能标的 80% 股权。辽宁华润健康旗下包括 5 家三级医院（4 家为三甲医院）、11 家二级医院（10 家为二甲医院）以及 11 家一级医院，开放床位超过 9000 张，2021 年的全年收入为 31.7 亿元。江能旗下包括 1 家三甲医院、4 家二级医院（1 家为二甲医院）以及 1 家一级医院，总计开放床位超过 2300 张，2021 年的全年收入为 7.1 亿元。

表 11：2021 年辽健、深圳华润健康、江能收入（亿元）

	辽健集团	深圳华润健康	江能集团
2021	31.7	0.1	7.1

资料来源：华润医疗公司公告，天风证券研究所

图 40：2020-2022H1 辽健集团、深圳华健康、江能集团净利润（亿元）



资料来源：华润医疗公司公告，天风证券研究所

### 3.3. 专科运营和集团管理协同推进，助力长远发展

华润公司持续推动优势专科项目落地。公司筛选出体系内优势专科，在专科发展上强化临床能力，开拓连锁专科业务，发挥出既有的学科优势，集中培育心血管科、脑科、骨科、康复科、肿瘤科等优势学科集群，进而强化核心竞争力。目前公司已经拥有 6 个省级专科和 30 个市级重点专科。

表 12：2022 年华润医疗公司旗下优势专科建设成果

优秀专科	建设成果
心血管科	华润武钢总院心血管内科是湖北省省级临床重点专科。 淮矿医院打造心血管重点学科，促进专科发展。
脑科	广东三九医院设立多个神经内外科室，在脑专科治疗方面，部分技术位于华南乃至全国领先地位。
骨科	淮矿医院骨科已达标市重点学科。 华润武钢总院骨科是湖北省省级临床重点专科。
康复科	武钢医院康复医学科是湖北省临床重点专科。 三九脑科医院康复治疗科设立七大康复治疗区，康复医学科于 2020 年 11 月成为首批“中国康复医学会重症康复专科培训基地”。
肿瘤科	武钢二院肿瘤科已达标市重点学科。

资料来源：淮北矿工总医院集团公众号，淮北矿工总医院集团官网，广东三九脑科医院官网，华润武钢总医院公众号，武钢二院院官方公众号，天风证券研究所

公司重点推进脑科、血液透析科等重点专科发展。公司旗下广东三九脑科医院，经过 20 多年发展，作为一家大型三级公立脑专科医院，致力于发展优势专科，曾于 2017 年 11 月携阳西县医院集团成立“广东三九脑科医院脑病专科联盟”，通过专科联盟加强交流、协作，进一步提高跨地域脑专科医院医疗服务水平。广东中能建电力医院血液净化室引进多台进口血透仪，与中山一院、南医三院等多家三甲医院紧密合作，拥有广州东最大、设备最先进、技术最全面的血液净化中心。

图 41：三九脑科医院携阳西县医院集团成立专科联盟



资料来源：三九脑科医院公众号，天风证券研究所

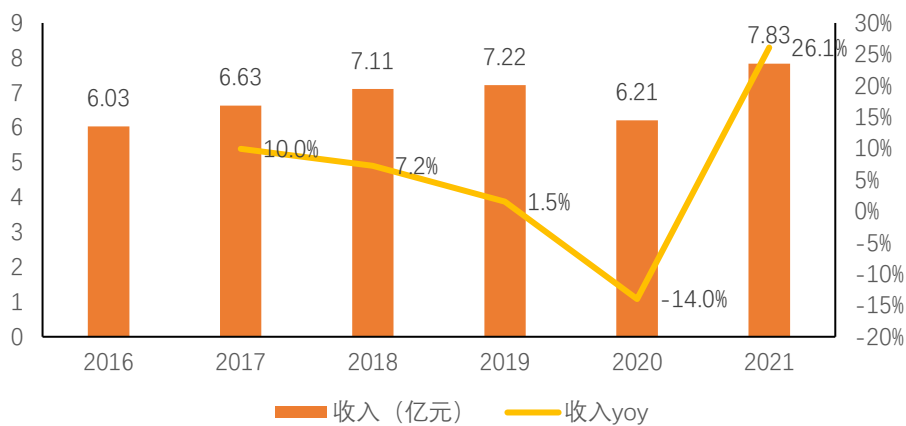
图 42：广东中能建电力医院引进先进血液透析过滤机



资料来源：广东中能建电力医院公众号，天风证券研究所

健宫医院是专科高质量发展的代表性医院。北京市健宫医院于成立于 1953 年，2021 年 10 月转型升级为三级中西医结合医院，至 2021 年末运营开放床位约 400 张，门诊量为约 79.1 万人次、住院量为约 1.5 万人次，同比 20 年分别增加 41.2%及 36.7%。除 2020 年受疫情影响外，健宫医院从 2016 年至 2021 年的收入稳步增长，2021 年收入 7.83 亿元。健宫医院作为综合性医院，致力于发展多种优势学科，在多个专科领域都打造了其优势品牌，其中包括心血管外科、骨科、心内科、消化内科、口腔科等多个学科，都获得了社会的认可。

图 43：2016-2021 年北京市健宫医院年收入（亿元）



资料来源：华润医疗公司年报，天风证券研究所

北京市健宫医院发挥医联体优势，带动学科高质量发展。2022 健宫医院和首都医科大学附属北京友谊医院成立了“首都医科大学附属北京友谊医院医疗联合体”，发挥了医联体优势，为患者提供了高质量医疗服务，强强联合，促进了优势专科的发展。

图 44：健宫医院与首都医科大学附属北京友谊医院联合进行手术



资料来源：北京市健宫医院公众号，天风证券研究所

康复也是公司多元化学科发展上的主导方向之一。武钢医院康复医学科是湖北省临床重点专科，设立了四个康复医疗中心，现科室建成了一个三级康复网络体系。济南北城医院（原重汽医院）因为地处位置老龄化人口较多，老园区在改造之后建立了一些康复床位，可以更好的发挥位置优势。悦年华南宁康复医院建立多个康复治疗区，设立康复设备，为患者提供优质康复治疗服务。此外，国家同时出台相关政策，促进康复医疗的发展，促进患者更加关注康复治疗。华润医疗公司从南宁一家康复医院作为起点进行探索，现阶段目标集中在旗下现有的医院，包括康复的床位、专门的营利性康复医院。

图 45：华润医疗康复医学科于武钢总院举行“流动学习站”活动

序号	医院	活动主题	活动时间	医院对接人
1	华润武钢总医院		2020.09.03	
2	北京京煤集团总医院		2020.09.10	
3	广东三九脑科医院		2020.09.17	
4	北京市健宫医院		2020.09.24	
5	淮北矿工总医院集团		2020.10.15	
6	北京市门头沟区医院		2020.10.22	
7	武汉钢铁（集团）公司第二职工医院		2020.10.29	
8	北京市门头沟区中医医院		2020.11.05	
9	江苏省徐州市矿医院		2020.11.12	
10	北京中能建医院		2020.11.19	
11	济南重汽医院		2020.11.26	
12	北京市顺义空港医院		2020.12.03	
13	广东中能建电力医院		2020.12.10	
14	北京市门头沟区妇幼保健院		2020.12.17	
15	山东省泰安市立医院		2020.12.24	
16	北京市顺义区第二医院		2020.12.31	
17	广西水电医院		2021.01.07	
18	中能建安医院		2021.01.14	
19	湖北省精神（心理）卫生中心		2021.01.21	
20	河北省保定第三中心医院			

接头地点：腾讯会议  
接头暗号：899 678 416

图 46：悦年华南宁康复医院高端康复设备



资料来源：悦年华南宁康复医院公众号，天风证券研究所

资料来源：华润武钢总医院公众号，天风证券研究所

## 4. 盈利预测与估值

### 4.1. 盈利预测

#### 4.1.1. 不考虑并表测算

##### 基本假设：

- 自有医院：**疫情对各医院影响逐渐消除，存量医院业务恢复增长。若只考虑内生增长，预计 2023-2025 年自有医院医疗业务收入增长有望达到 12.65%/11.15%/10.25%，自有医院对应报表营业收入增长有望达到 13.25%/11.15%/10.25%。
- IOT/OT 医院：**随着燕化 IOT 影响消除，公司旗下 IOT/OT 医院组织管理架构进一步稳定。通过加强管理协同及资源共享，预计 IOT/OT 医院业务稳健增长，2023-2025 年 IOT/OT 医院医疗业务收入增长有望达到 8.0%/8.0%/8.0%，IOT/OT 医院对应报表营业收入增长有望达到 14.3%/8.0%/8.0%。
- 其他业务：**其他收入主要为医院运营的衍生业务，医疗机构业务增长有望带动其他业务收入稳步提升，预计 2023-2025 年其他业务对应报表营业收入增长为 5.0%/5.0%/5.0%。

表 13：公司主营业务收入预测

单位：百万元人民币	2021	2022	2023E	2024E	2025E
医疗业务收入	8,272.28	8,336.46	9,318.03	10,303.22	11,318.28
yoy	24.51%	0.78%	11.77%	10.57%	9.85%
报表营业收入	4,447.48	5,620.46	6,368.74	7,062.48	7,774.02
yoy	61.69%	26.37%	13.31%	10.89%	10.07%
自有医院					
医疗业务收入	6,703.23	6,760.74	7,616.25	8,465.30	9,333.33
yoy	68.11%	0.86%	12.65%	11.15%	10.25%
报表营业收入	3968	5178	5865	6518	7187
yoy	102.12%	30.49%	13.25%	11.15%	10.25%
IOT/OT 医院					
医疗业务收入	1,569.05	1,575.72	1,701.78	1,837.92	1,984.96
yoy	-40.93%	0.43%	8.00%	8.00%	8.00%
报表营业收入	453.84	430.64	492.24	531.61	574.14
yoy	-40.35%	-5.11%	14.30%	8.00%	8.00%
其他					
报表营业收入	25.18	11.42	11.99	12.59	13.22
yoy	-4.40%	5%	5%	5%	5%

资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

##### 盈利预测：

若不考虑并表，我们预测 2023-2025 年医疗业务收入分别为 93.18、103.03、113.18 亿元，同比增长 11.8%/10.6%/9.9%；公司报表营业收入分别为 63.69、70.62、77.74 亿元，同比增长 13.3%/10.9%/10.1%；归母净利润分别为 5.04、5.69、6.45 亿元，同比增长 262.4%、13.0%、13.3%。



#### 4.1.2. 考虑并表测算

##### 基本假设：

- 自有医院：**疫情对各医院影响逐渐消除，存量医院业务恢复增长。辽健及江能集团注入上市公司有望大幅增厚医疗业务体量，预计 2023 年下半年有望并表。随着并购注入及内生增长，2023-2025 年自有医院医疗业务收入增长有望达到 45.8%/36.3%/10.2%，自有医院对应报表营业收入增长有望达到 46.5%/36.3%/10.2%。
- IOT/OT 医院：**随着燕化 IOT 影响消除，公司旗下 IOT/OT 医院组织管理架构进一步稳定。通过加强管理协同及资源共享，预计 IOT/OT 医院业务稳健增长，2023-2025 年 IOT/OT 医院医疗业务收入增长有望达到 8.0%/8.0%/8.0%，IOT/OT 医院对应报表营业收入增长有望达到 14.3%/8.0%/8.0%。
- 其他业务：**其他收入主要为医院运营的衍生业务，医疗机构业务增长有望带动其他业务收入稳步提升，预计 2023-2025 年其他业务对应报表营业收入增长为 5.0%/5.0%/5.0%。

表 14：公司主营业务收入预测

单位：百万元人民币	2021	2022	2023E	2024E	2025E
医疗业务收入	8272.28	8336.46	11556.17	15271.90	16783.83
yoy	24.5%	0.8%	38.6%	32.2%	9.9%
报表营业收入	4447.48	5620.46	8092.11	10888.36	11982.49
yoy	61.7%	26.4%	44.0%	34.6%	10.0%
自有医院					
医疗业务收入	6703.23	6760.74	9854.39	13433.97	14798.87
yoy	68.1%	0.9%	45.8%	36.3%	10.2%
报表营业收入	3968.46	5178.40	7587.88	10344.16	11395.13
yoy	102.1%	30.5%	46.5%	36.3%	10.2%
IOT/OT 医院					
医疗业务收入	1569.05	1575.72	1701.78	1837.92	1984.96
yoy	-40.9%	0.4%	8.0%	8.0%	8.0%
报表营业收入	453.84	430.64	492.24	531.61	574.14
yoy	-40.4%	-5.1%	14.3%	8.0%	8.0%
其他					
报表营业收入	25.18	11.42	11.99	12.59	13.22
yoy	-4.4%	-54.6%	5.0%	5.0%	5.0%

资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

##### 盈利预测：

若考虑辽健及江能集团注入，我们预测 2023-2025 年医疗业务收入分别为 115.56、152.72、167.84 亿元，同比增长 38.6%、32.2%、9.9%；公司报表营业收入分别为 80.92、108.88、119.82 亿元，同比增长 44.0%、34.6%、10.0%；未来备考归母净利润分别为 6.46、8.80、10.19 亿元，同比增长 364.8%、36.3%、15.8%。

#### 4.2. 估值与投资评级

公司已在全国布局 116 家综合及专科医疗机构，凭借央企办医平台优势有望进一步优化内生外延布局，持续巩固拓展区域医院群建设。若不考虑并购，我们预测上市公司 2023-2025 年报表营业收入分别为 63.69、70.62、77.74 亿元，归母净利润分别为 5.04、5.69、6.45 亿元；若考虑并购，备考收入分别为 80.92、108.88、119.82 亿元；备考归母净利润分别为 6.46、8.80、10.19 亿元。我们选择固生堂（H）、锦欣生殖（H）、海吉亚医疗（H）作为可比公司，所选公司均为港股医疗服务上市公司，均主要在内地开展医院经营业务。按可比公司 PE 估值法，华润医疗当前估值低于同类医疗服务公司的平均水平，考虑到公司作为全国最大的央企办医上市集团之一，市场地位领先，净利润有望随着网络布局快速增长，公司并购项目落地后经营体量有望快速增加，给予 2023 年目标估值 21 倍 PE，对应目标价 9.31 港元，给予“买入”评级。

表 15：可比公司及公司估值情况

公司名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
固生堂	44.51	107.72	0.77	1.06	1.42	1.86	56.70	42.31	31.57	24.00
锦欣生殖	4.52	123.63	0.05	0.14	0.20	0.25	133.83	31.43	22.97	17.88
海吉亚医疗	49.72	315.59	0.77	1.19	1.55	1.98	64.71	42.09	32.15	25.20
平均			0.53	0.80	1.06	1.36	85.08	38.61	28.90	22.36
华润医疗	6.48	84.50	0.11	0.39	0.44	0.50	48.01	16.78	14.84	13.09

资料来源：wind，天风证券研究所，注：可比公司数据为 wind 一致预测，港币已按最新汇率转换为人民币，收盘价及总市值为 2023 年 5 月 5 日数据

## 5. 风险因素

### 1、并购节奏不及预期

并购整合是公司发展的重要战略支点，若辽健、江能集团及后续潜在标的落地时间、医院质地及爬坡情况不及预期，可能对公司医疗业务规模增长造成一定影响。

### 2、新冠疫情影响线下业务开展

尽管当前对新型冠状病毒感染实施“乙类乙管”，仍然存在疫情零星反复的可能性，或对当地医疗机构线下就诊产生负面影响。

### 3、医保支付政策变动

随着国家 DRG/DIP 支付方式改革推进，提供住院服务的医疗机构或经历医保支付政策变动，切换支付方式过程中可能对公司旗下医疗机构的业务开展和经营活动造成一定影响。

### 4、测算具有一定主观性

公司业绩预期受并购整合速度影响，测算具有一定主观性，仅供参考，尚需持续跟踪公司实际并购节奏。

### 5、管理运营风险

公司经营医疗服务业务，旗下医院实施各类诊疗服务过程中存在出现意外情况的可能，给医疗机构的管理运营带来一定的风险。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com