

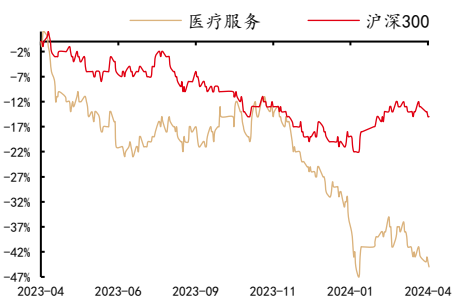
行业投资评级

强于大市 | 首次评级

行业基本情况

收盘点位	4740.34
52周最高	8812.88
52周最低	4618.65

行业相对指数表现（相对值）



资料来源：聚源，中邮证券研究所

研究所

分析师：蔡明子
SAC 登记编号：S1340523110001
Email: caimingzi@cnpsec.com
分析师：古意涵
SAC 登记编号：S1340523110003
Email: guyihan@cnpsec.com
分析师：龙永茂
SAC 登记编号：S1340523110002
Email: longyongmao@cnpsec.com

近期研究报告

港股医疗服务：内生增长稳健，外延积极拓展，板块估值具备吸引力

● 港股医疗服务标的业绩大部分实现稳健增长

从港股医疗服务标的整体业绩表现来看，除了 ICL 由于新冠后期收入高基数，口腔受种植牙集采影响收入皆有下降外，其他医疗服务标的收入大部分有较好增长。

● 量价拆分：刚需诊疗量增价稳，消费医疗由于需求疲软价格下行

综合医疗进入常态化经营后量恢复明显，价格略有下滑，预计与药耗集采范围扩大以及 DRGs 医保支付方式改革有关。消费眼科手术受经济影响价格下滑，诊疗类手术价格无变化，且在人口老龄化下量增明显。口腔方面，种植牙集采导致客单价下降，口腔诊疗市场竞争更为激烈，部分口腔诊所就诊量下降，较为特殊的是口岸医疗服务，由于两地价差明显且中国香港医疗服务严重供不应求，促进客流快速提升同时价格变化不大。体检在新冠疫情、检测技术升级且普及等因素促进下，行业需求增加且升级，促进量价齐升。辅助生殖周期数保持快速增长，单周期价格稳健提升。ICL 的常规检测量稳健增长，新增、升级检测项目促进检测单价提升。

● 外延：积极寻求并购机会，拓展新区域/新业务/新技术

综合医疗机构除了收购以基础诊疗为主的医院外，同时加大了对专科的培育，并取得了优质成效，康华医疗也加大布局血透中心；眼科机构则通过自建、收购持续拓展网络布局；辅助生殖机构在继续寻求海内外并购机会；肿瘤医疗服务机构积极并购优质标的，通过整合实现较好业务协同；口腔机构目前主要通过自建拓展其布局，收购项目相对较少且集中在和公司原本主营业务有所差异的业务或上下游布局；中医医疗服务机构在需求增长及政策支持下，积极并购扩大市场份额；ICL 并购及对外投资机会显著增多，随着普检竞争白热化，特检成为后续发展核心竞争力。

● 外部因素分析：经济环境影响较大，反腐影响有限，政策更多为利好

经济环境对国内及国际消费医疗皆造成一定影响，例如英国、德国屈光需求出现疲软，经济环境对基础诊疗类医疗服务影响小，需求稳健价格稳定。反腐对综合医疗略有影响，对其他医疗服务影响不大。医保政策对较多标的形成利好，辅助生殖部分项目医保报销加快落地，渗透率有明显提升；集采及医保支付方式改革促进其精细化运营提升医院结余率；医保普通门诊统筹推进促进中医门诊服务快速发展。

● 估值分析

我们选取“WIND 保健护理服务”进行对比，从 PS 来看，日本稳定在 1 倍左右，美国相对高一些，最高接近 2.5 倍，2022 年至今逐步回落至 1 倍，中国内地和香港在 2010-2020 年 PS 处于较高水平，目前皆明显回落，两者皆在 1.5 倍左右。结合成长性来看，中国香港保健护理服务板块整体成长增速明显高于美国和日本。从 PE 来看，截至 2024 年 4 月 9 日，中国香港保健护理服务板块 PE 为 12.5

倍，低于日本（16.1 倍）、美国（25.7 倍）、中国内地（34.7 倍），处于明显较低水平。基于以上，我们认为中国香港保健护理服务板块估值具备较强的吸引力。

● 投资建议

我们看好受经济影响较小的基础诊疗服务，需求稳健且价格稳定，包括综合医疗、肿瘤服务、诊疗类眼科服务、辅助生殖、ICL、体检等细分领域，在此基础上更看好有积极并购预期、政策利好（如辅助生殖部分项目纳入医保报销）、新业务/新技术拓展（如布局专科/研发新的服务项目）的具备更大业绩弹性的医疗服务标的。

推荐标的：海吉亚医疗。

受益标的：锦欣生殖、固生堂、环球医疗、希玛眼科、朝聚眼科、爱帝宫、云康集团。（以上标的的排名不分先后）

● 风险提示：

宏观经济影响消费力；医保支付方式改革影响中短期医保收入。

目录

1 港股医疗服务业绩稳健，基础诊疗类项目量增价稳.....	5
1.1 收入基本实现稳健增长，反腐对终端医疗服务影响有限.....	5
1.2 量价拆分：刚需诊疗量增价稳，消费医疗由于需求疲软价格下行.....	6
2 外延扩张：积极寻求并购机会，拓展新区域/新业务/新技术.....	9
3 外部因素分析：经济环境影响较大，反腐影响有限，政策更多为利好.....	11
3.1 经济环境对国内外消费类医疗服务影响皆较大，对基础诊疗类影响小.....	11
3.2 反腐对终端医疗服务影响有限，当前较多省份公布药事会召开时间要求.....	11
3.3 政策：医疗服务价格改革深化，医保政策对较多标的形成利好.....	11
4 估值分析.....	13
5 投资建议.....	14
6 风险提示.....	15

图表目录

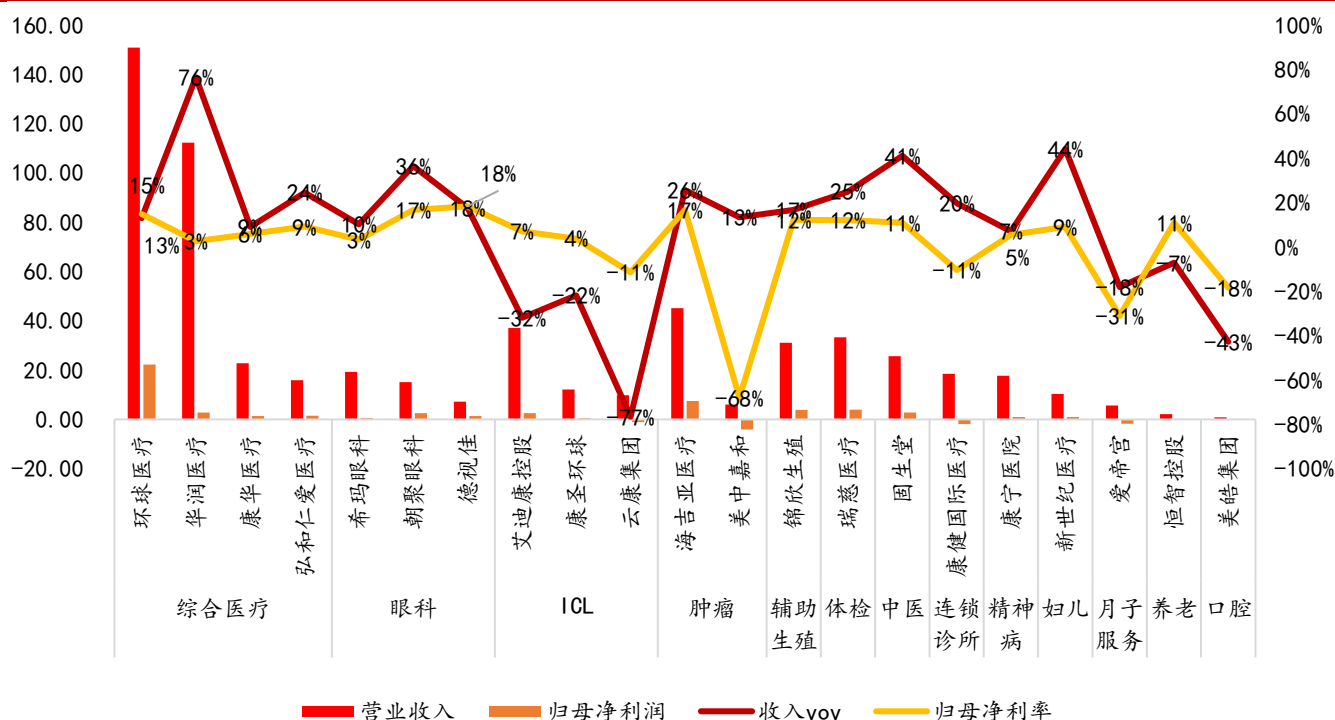
图表 1: 2023 年除了 ICL 和口腔, 其他医疗服务标的收入皆有较好增长 (单位: 亿港元)	5
图表 2: 2023 年下半年收入占比基本在 50% 以上, 反腐影响不大	6
图表 3: 2023 年各类医疗服务收入量价拆分汇总	8
图表 4: 康圣环球通过持续新增、升级检测项目实现检测单价提升 (单位: 元)	8
图表 5: 港股医疗服务标的积极寻求并购机会	9
图表 6: 近 20 年中国内地、中国香港、美国、日本保健护理服务 (WIND) 板块 PS (TTM)	14
图表 7: 近 20 年中国内地、中国香港、美国、日本保健护理服务 (WIND) 板块 PE (TTM)	14

1 港股医疗服务业绩稳健，基础诊疗类项目量增价稳

1.1 收入基本实现稳健增长，反腐对终端医疗服务影响有限

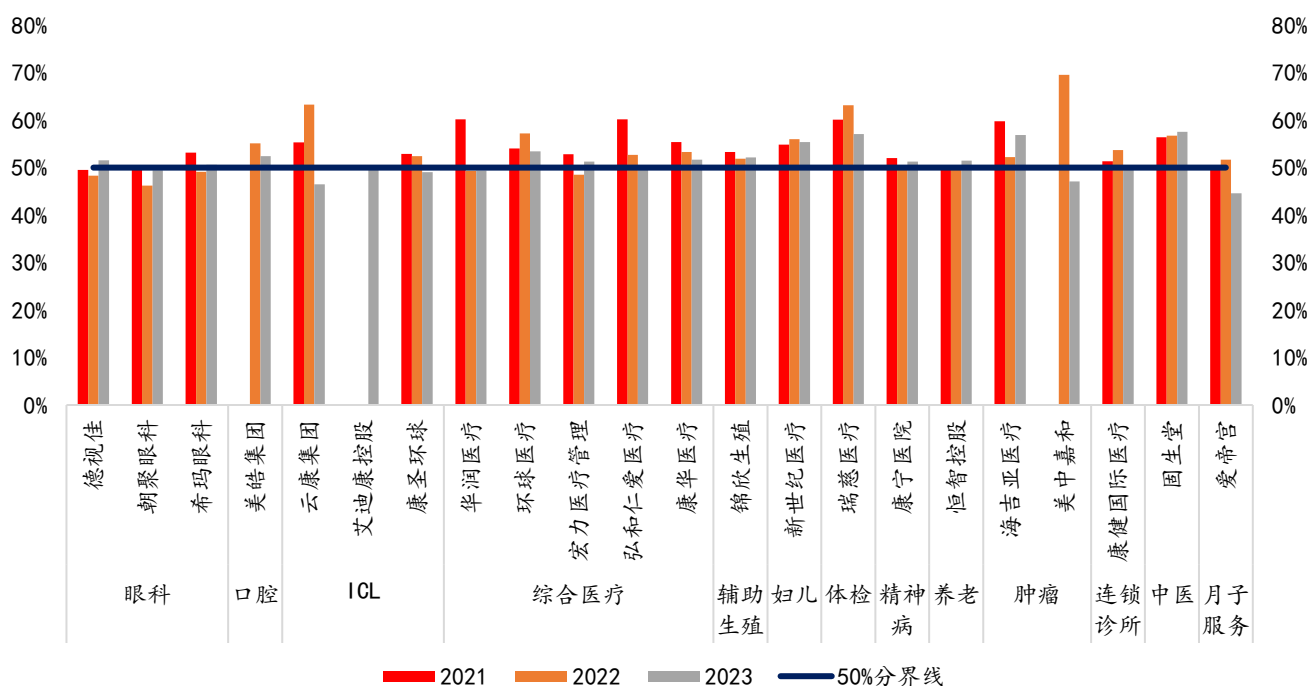
从港股医疗服务标的整体业绩表现来看，除了 ICL 由于新冠前期收入高基数，口腔受种植牙集采影响收入皆有下降外，其他医疗服务标的收入大部分有较好增长。

图表1：2023 年除了 ICL 和口腔，其他医疗服务标的收入皆有较好增长（单位：亿港元）



资料来源：Wind、各公司公告、中邮证券研究所

反腐对综合医疗略有影响，对其他医疗服务影响不大：2021 年整体受疫情影响较小，其经营趋势更为常态化，2023 年眼科标的下半年收入占比皆高于 2022 年，基本追平 2021 年；综合医疗 2023 年下半年收入占比皆低于 2021 年，但占比基本也保持在 50%+，预计反腐产生了一定影响，但影响程度不大；辅助生殖、妇儿、精神病、养老、肿瘤、中医等专科下半年收入占比无明显下滑，预计反腐对其影响小；ICL 由于 2021-2022 年有新冠基数影响可比性不强。

图表2：2023年下半年收入占比基本在50%以上，反腐影响不大


资料来源：Wind、各公司公告、中邮证券研究所

1.2 量价拆分：刚需诊疗量增价稳，消费医疗由于需求疲软价格下行

(1) 综合医疗：量恢复明显，价格略有下滑

2022 年由于疫情影响患者入院诊疗，2023 年门诊及住院量皆有明显增长，但价格整体略有下滑，预计与药耗集采范围扩大以及 DRGs 医保支付方式改革有关。

(2) 眼科：消费眼科手术受经济影响价格下滑，诊疗类手术价格无变化，且在人口老龄化下量增明显

眼科手术量/住院量皆有大幅增长，门诊量及视光中心接诊量也有明显增长；香港眼科手术量增速稳健。

诊疗类眼科手术价格基本保持，希玛眼科香港眼科价格变化小（基本为诊疗类服务），德视佳年报显示其晶体置换手术（针对长者老花眼和白内障）在其经营的德国、丹麦、英国、中国 4 个地区均取得收入双位数增长，受宏观经济下行影响小。

消费类眼科手术价格下滑较为明显（希玛眼科内地眼科主要为消费医疗），主要系屈光手术价格在 2023 年下降，德视佳年报提到英国屈光需求下跌主要系英国脱欧带来的宏观经济挑战，且德国和中国的屈光需求也因为经济衰退出现疲软的现象。

视光中心价格保持小幅度上升态势，受消费力下行影响小，目前的客单价能为大众消费者所接受（朝聚眼科 2023 年客单价为 806 元）。

(3) 口腔：种植牙集采导致客单价下降，口腔诊疗市场竞争更为激烈

美皓集团种植牙收入 2023 年下滑 81%，种植收入占比从 35%下滑至 12%，受种植牙集采影响大；整体就诊量方面，美皓集团综合治疗、修复、正畸就诊量皆有下滑，主要系市场竞争加大，外地口腔品牌在公司经营所在地加大扩张。希玛眼科内地口腔业务快速增长主要系 2023 年深港通关促进客流量快速提升，且深港价格差异大导致旗下诊所受种植牙集采影响不大（香港价格远高于内地未集采价格）。

(4) 体检：量增明显，价格略微提升

瑞慈医疗体检量快速提升，主要系行业需求升级驱动，在新冠疫情、检测技术升级且普及等因素促进下，我国居民健康意识持续提升，带动健康管理需求不断升级。公司未来实行中高端体检和高端体检双品牌协同互补策略，以满足老龄化、慢性病年轻化背景下消费者对体检服务的新需求。

(5) 辅助生殖：周期数保持快速增长，单周期价格稳健提升

2023 年锦欣生殖周期数增长 15.75%，其中，成都、深圳在经营恢复常态后周期数皆实现较好增长，促进其 ARS 业务分别增长 15.74%、15.93%。公司自 2022 年 7 月收购昆明两家医院以来，持续优化其业务结构并提高临床及营运标准，2023 年昆明周期数同比增长 27.8%。从价格来看，平均单周期价格提升 5.5%，主要系特需服务需求渗透率提高。

(6) ICL：常规检测量增长，新增、升级检测项目促进检测单价提升

2023 年康圣环球专科特检皆实现了检测单价提升，主要系通过质谱、分子检测技术平台布局、跨技术平台的合作研发等，持续新增、升级检测项目；公司在深耕血液学、神经学等传统优势学科的基础上，加速发展眼科、心血管及风湿免疫等专科特检业务，促进三个新专科特检业务收入达到千万规模。

图表3：2023 年各类医疗服务收入量价拆分汇总

		收入 yoy	量 yoy	价 yoy	备注
综合医疗	华润医疗	9.0%	10.0%	-0.9%	门诊，剔除新冠
		8.1%	10.2%	-1.8%	住院
	环球医疗	0.8%	21.1%	34.6%	门诊，剔除新冠人次（价格增速快主要系 2022 年低客单核酸检测拉低平均价格基数）
		17.9%	22.6%	-3.8%	住院
	康华医疗	2.4%	5.1%	-2.6%	门诊
		16.5%	17.9%	-1.2%	住院
宏力医疗管理	0.1%	8.9%	-8.1%	门诊	
	10.0%	7.6%	0.1%	住院	
眼科	希玛眼科	13.64%	33.92%	-15.15%	内地眼科手术
		7.74%	8.70%	-0.88%	香港眼科手术
	朝聚眼科	33.25%	19.50%	11.50%	门诊
		48.06%	50.87%	-1.86%	住院
		27.36%	17.88%	8.04%	视光中心
口腔	希玛眼科	161.27%	95.84%	33.41%	就诊总数/就诊客单价（增速快主要系 2023 年深港通关促进客流量快速提升，为个体原因）
	美皓集团	-42.30%	-20.95%	-20.85%	活跃患者人数/人均消费
体检	瑞慈医疗	35.24%	31.78%	2.62%	体检人次/人均消费单价
辅助生殖	锦欣生殖	22.13%	15.75%	5.51%	周期数量/ARS 及管理服务费收入合计对应单周期价格
妇儿	新世纪医疗	59.14%	37.96%	15.35%	儿科住院
		57.41%	47.59%	6.66%	儿科门诊
		-7.48%	-5.88%	-1.70%	妇科住院
		22.54%	9.79%	11.60%	妇科门诊
精神病	康宁医院	5.64%	-5.02%	11.22%	门诊
		8.27%	10.73%	-2.31%	住院(住院床日数/平均每床日开支)
中医	固生堂	43.01%	45.91%	-1.99%	就诊人次/次均消费
ICL	康圣环球	13.80%	3.29%	23.45%	检测量/单次检测价格

资料来源：各公司公告、中邮证券研究所

图表4：康圣环球通过持续新增、升级检测项目实现检测单价提升（单位：元）

	2023	2022	yoy	新增、升级检测项目情况
血液学	690	684	0.88%	B 细胞亚群监测项目、48 项罕见融合基因的定量监测项目等新项目完成研发实现接检

神经学	1314	1262	4.12%	新增抗抑郁症、抗焦虑症等神经精神疾病综合用药基因检测
妇科相关	121	111	9.01%	加强质谱和分子检测技术平台布局，基于 Novaseq 6000 二代测序平台进行的胎儿羊水样本全外显子组测序检测应用广受行业关注
遗传病及罕见病	239	231	3.46%	更加重视差异化产品服务，升级版全外显子基因检测项目实现检测时间短，出检率高，准确性高
传染病	227	225	0.89%	新增纳米孔测序项目
肿瘤	1395	1102	26.59%	完善实体瘤最小残留疾病监测方案，新增软组织肉瘤、神经母细胞瘤等多项罕见肿瘤检测项目

资料来源：康圣环球公司公告、中邮证券研究所

2 外延扩张：积极寻求并购机会，拓展新区域/新业务/新技术

我们汇总了各医疗服务细分赛道标的 2023 年的外延扩张进展，综合医疗机构除了收购以基础诊疗为主的医院外，同时加大了对专科的培育，例如环球医疗拓展肾病、肿瘤放疗、设备全周期业务等，并取得了优质成效，康华医疗也加大布局血透中心；眼科机构则通过自建、收购持续拓展网络布局；辅助生殖机构继续寻求海内外并购机会；肿瘤医疗服务机构积极并购优质标的，通过整合实现较好业务协同；口腔机构目前主要通过自建拓展其布局，收购项目相对较少且集中在和公司原本主营业务有所差异的业务或上下游布局；中医医疗服务机构在需求增长及政策支持下，积极并购扩大市场份额；ICL 并购及对外投资机会显著增多，随着普检竞争白热化，特检成为后续发展核心竞争力，例如康圣环球优先布局在专科特检业务上有核心竞争力的企业。

图表5：港股医疗服务标的积极寻求并购机会

	2023 年并购事项	后续扩张展望
综合医华润医疗	2023 年 6 月底完成了对辽健标的和江能标的收购，包含 31 家辽健成员机构的举办权及 6 家江能成员医疗机构的举办权	
环球医疗	<p>医疗机构布局方面，2023 年 7 月完成收购北京环康中兴医院管理，2023 年 12 月收购重庆大渡口长征医院、洛阳河柴医院、洛阳市颐康苑老年护理、四〇八医院、北京国通环康医院管理和北京市海淀区西三旗街道新材社区卫生服务站</p> <p>专科医疗业务方面，2023 年 7 月收购毕士大（成都）肾病专科医院和海阳森之康医院（血透中心）加大肾病专科布局；与国际小型化质子诊疗设备领先企业迈胜医疗集团合资成立肿瘤精准医学服务公司环球迈胜，作为双方国内肿瘤放疗服务的唯一平台</p> <p>设备全周期管理业务方面，并购凯思轩达及山东拓庄医疗科技，该业务板块已服务全国客户 720 家，资产管理总规模近人民币 200 亿元，2023 年收入 242.7 百万元</p>	

(+241%)

数字化医疗业务方面，并购国内智慧健康养老头部企业山东青岛软通信息技术股份有限公司，双方将积极探索数字化技术与医疗康复、疾病预防、健康养老深度结合的一体化医养结合服务的发展模式

康华医疗	2023年11月完成收购康心医院剩余40%股权；2024年1月完成收购康华血液透析集团（经营13家血透中心）	康华·清溪分院（500张住院床位+800张护理康复床位）一期建设项目预计于2024年4月前完成主体结构建设及验收，于2025年3月投入运营
眼科 希玛眼科	2023年8月佛山希玛眼科医院开业；2024年2月深圳福田口岸牙科诊所开业	预计2024年资本开支为1.5-2亿，主要用于建设罗湖口岸综合医院和口岸医疗布局
朝聚眼科	新建舟山朝聚和张家口朝聚2家眼科医院，分别于2023年2月、7月开始营业	公司拟持续推进华北核心区域的网络布局，预期于2024年收购更多医院，也计划通过并购及建立新医院和视光中心持续拓展其在长三角核心区域的布局
德视佳	2023年完成收购北京明玥眼科诊所、巴彦淖尔市旭东眼科医院、巴彦淖尔朝聚眼视光、五原县旭栋眼科医院、乌拉特前旗旭栋眼科门诊部、宁夏朝聚开明眼科医院及宁夏开明视光配镜	集团正积极寻求并购机会，并计划以欧洲及亚洲（中国大陆以外地区）著名的私人眼科诊所为目标，亦会考虑在美洲对眼科诊所进行战略收购。集团今后将加快进程，并预期将在未来24个月内将其于2019年10月15日在联交所主板上市所筹集的资金用于并购工作。
辅助生殖 锦欣生殖	2024年4月1日，公司宣布与印尼Morula签署股权投资协议，锦欣生殖将成为Morula最大的战略投资人，双方将携手开拓印尼及东南亚辅助生殖行业市场；Morula现已在印尼拥有10家辅助生殖中心，是印尼最大的辅助生殖医疗集团	锦欣生殖始终围绕区域进行布局，2023年投资华平，希望与其在非主要区域的并购机会进行协同，华平基金业务之一是对辅助生殖企业的收购、孵化和培育。公司投资团队始终保持独立运行几个核心区域试管婴儿医院的并购。公司仍将持续强化和扩大海外战略，除美国外，东南亚将会是海外布局的重要区域
肿瘤 海吉亚医疗	2023年5月9日公司宣布收购宜兴海吉亚医院89.2%股权；2023年7月25日公司宣布收购长安医院100%股权；2023年11月30日公司宣布收购曲阜城东医院100%股权。三家医院的收购为公司长三角、西北地区进一步扩张并建立三级诊疗网络打下坚实基础，进一步巩固公司在山东省的竞争优势。	积极并购优质医院标的，通过投后整合提高标的医院肿瘤医疗服务能力
口腔 美皓集团	2023年12月公告收购温州欧海洁来雅口腔门诊51%股权、乐清口腔医院98.5%股权	公司将在浙江省或邻省寻求潜在策略性收购，出了综合眼科、正畸、种植，也将进一步渗透儿童牙科市场，扩张计划也针对产业链上下游延伸
瑞尔集团	2023年9月签订投资协议收购广州瑞华口腔门诊部85%股权	拟使用全球发售所得款项中的4.42亿港元用于业务扩张，截至2023年9月底已使用0.635亿港元
精神病 康宁医院	2023年收购了娄底康宁医院51%的股权和洞口乐宁医院51%的股权，以及并购控股成都怡宁医院，扩大了精神专科领域的网络战略性布局	
中医 固生堂	2023年收购昆山明泰门诊部、无锡李同丰中医医院、武汉颐德中医门诊部、上海宝中堂中医门诊部、上海宝中堂峨山中医门诊部、上海巨衍健康管理咨询、苏州姑苏爱民诊所，进一步扩大在华东及华中地区的线下医疗服务网络及市场份额	
ICL 康圣环球	2023年11月发布公告称和武汉布斯成立合伙企业，投资位于武汉的生物医药和医疗保健领域的优秀非上市公司，为公司临床特检业务带来协同；2023年6月发布公告称和天津海泰海河成立合伙企业，主要投资精准医疗领域的早期创业公司	ICL领域并购及对外投资机会显著增多，公司从自身经营出发，积极寻求对外并购与投资的机会，将着重考察标的企业的团队、技术、市场及规模情况，优先布局在专科特检业务上有核心竞争力的企业

资料来源：各公司公告、中邮证券研究所

3 外部因素分析：经济环境影响较大，反腐影响有限，政策更多为利好

3.1 经济环境对国内外消费类医疗服务影响皆较大，对基础诊疗类影响小

2023 年经济环境对国内及国际消费医疗皆造成一定影响，例如英国屈光需求由于英国脱欧带来的宏观经济挑战而下跌，德国屈光需求也因为经济衰退出现疲软。反观基础诊疗类医疗服务，眼科基础诊疗客单价维持原有水平，德视佳针对长者老花眼和白内障的晶体置换手术在其经营的德国、丹麦、英国、中国 4 个地区均取得收入双位数增长。

3.2 反腐对终端医疗服务影响有限，当前较多省份公布药事会召开时间要求

根据上文对反腐影响的分析，我们发现反腐对综合医疗略有影响，对其他医疗服务影响不大，且根据赛柏蓝统计，截至 4 月 8 日，已经有 20 个省市公布了药事会召开的时间要求：

- (1) 1 个月内建议启动药事会的有 6 个省份：上海、江苏、河北、广西、甘肃、北京；
- (2) 2 个月内建议启动药事会的有 3 个省份：福建、内蒙古、吉林；
- (3) 3 个月内建议启动药事会的有 10 个省份：陕西、海南、山东、湖南、安徽、湖北、四川、浙江、广东、江西；
- (4) 及时召开：山西。

我们认为，反腐影响更大的是药品市场的结构性变化，例如院内用药目录更偏向国谈产品，但从终端服务量来看，反腐整体影响不大，且随着药事会的正常召开，医疗服务机构将恢复常态经营。

3.3 政策：医疗服务价格改革深化，医保政策对较多标的形成利好

- (1) 医疗服务价格改革深化，利好综合医院、中医、康复等医疗机构

2021 年，河北唐山、江苏苏州、福建厦门、江西赣州、四川乐山等五个城市率先探索医疗服务价格新机制，2024 年 3 月内蒙古、浙江、四川三省在全国已试点五个城市的基础上将全面开展医疗服务价格改革试点工作，接下来，国家医保局将直接指导 3 个省份、继续指导 5 个试点城市，实践形成可在全国复制推广的改革经验，深化医疗服务价格改革未来可期。

全国五个试点城市在三年试点期间已按新机制平稳实施两轮调价，分别涉及 1398 项和 5076 项医疗服务价格，**一批价格处于低位、技术劳务价值高的项目价格上调，包括护理、手术、中医等**，同时设备物耗占比为主、费用影响大的检查检验类项目，价格有所下降。

厦门将价格长期处于低位但技术劳务价值高的**抢救、换药、注射等**项目价格上调；同时下调磁共振、糖化血红蛋白测定等检查化验类项目价格。

唐山市 2023 年降低设备物耗占比高的检查检验价格 13 项，提高体现技术劳务价值的医疗服务项目价格 401 项，重点向国家支持的**中医、儿科、重点学科医疗服务**方向倾斜，涉及调增金额 6779 万元，调减金额 4427 万元。

我们认为，**以基础诊疗为主的综合医疗机构、中医医疗机构、康复医疗机构将更为受益医疗服务价格改革。**

(2) 医保政策对较多标的形成利好

锦欣生殖：辅助生殖部分项目医保报销加快落地，渗透率有明显提升。继北京(2023 年 7 月 1 日)、广西(2023 年 11 月 1 日)、内蒙古(2024 年 2 月 1 日)、甘肃(2024 年 2 月 1 日)4 省(市、自治区)将部分辅助生殖项目纳入医保报销后，2024 年 4 月 1 日起，山东省将 11 个辅助生殖类医疗服务项目纳入医保支付范围，医保个人先行自付比例由各统筹区自行确定，原则上控制在 20%左右，且提出有条件的市可将治疗性辅助生殖费用纳入定制型商业医疗保险赔付范围。**从已实施的地区情况来看，渗透率有明显提升**，广西实施 5 个月，全自治区辅助生殖机构门诊量达 60.77 万次，同比增长 35.64%，医保基金支出约 1.14 亿元，报销比例 59.13%。北京实施 7 个月以来，北京市职工就诊 2.7 万人，总费用 2.2 亿元，职工医保基金支出 1.5 亿元，在年度测算基金安全运行范围内。

环球医疗：集采及医保支付方式改革促进其精细化运营提升医院结余率。关注费用结构优化，通过诊疗能力提升、精益改善和药品耗材的合理使用等举措提高有效医疗收入占比，从 2022 年的 56.9% 提升至 2023 年的 58.5%，通过实施对各项业务成本及费用的管控，医疗业务成本占收入比较 2022 年下降 0.6pct，有效支撑医疗板块结余提升。

康宁医院：当地医保支付标准提高，淮南康宁医院、菏泽怡宁医院和冠县怡宁医院三家医院经营情况明显改善，盈利能力逐步恢复。

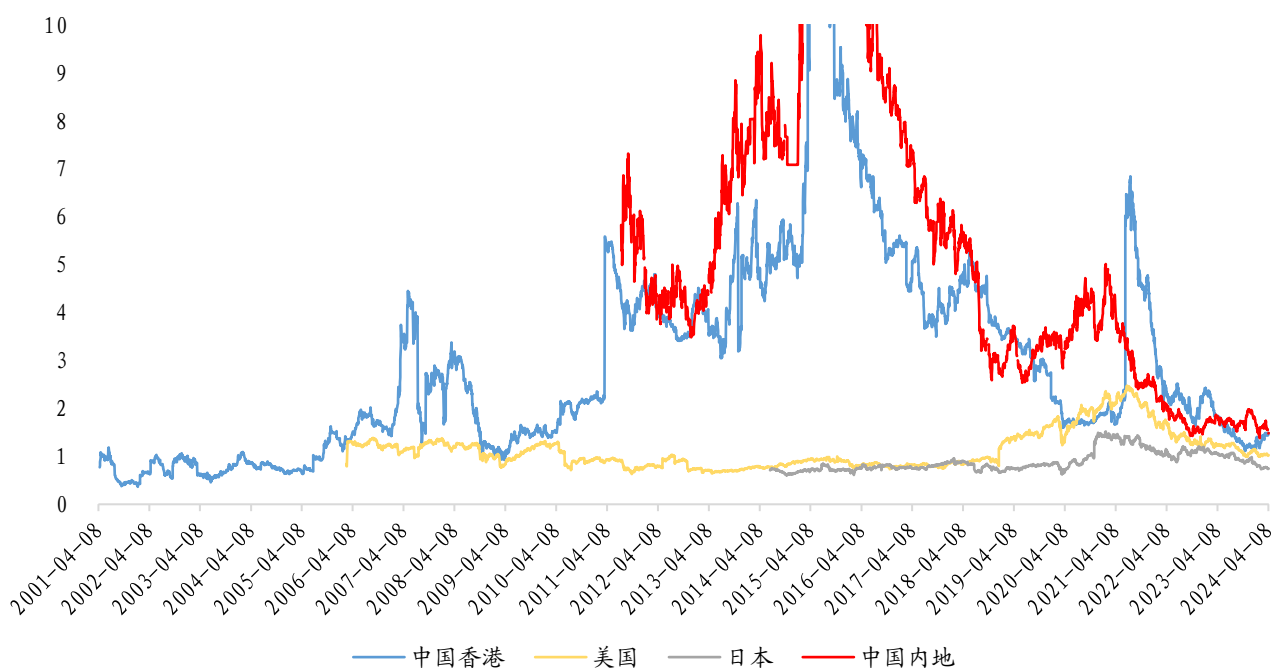
固生堂：中医医疗服务暂不执行诊断相关分组付费制等，在医保端加大了对中医药服务的支持。2022 年 5 月，国务院办公厅印发《深化医药卫生体制改革 2022 年重点工作任务的通知》，提出“推进医保普通门诊统筹，逐步将多发病、常见病的普通门诊费用纳入统筹基金支付范围”，促进公司门诊服务的快速发展。

4 估值分析

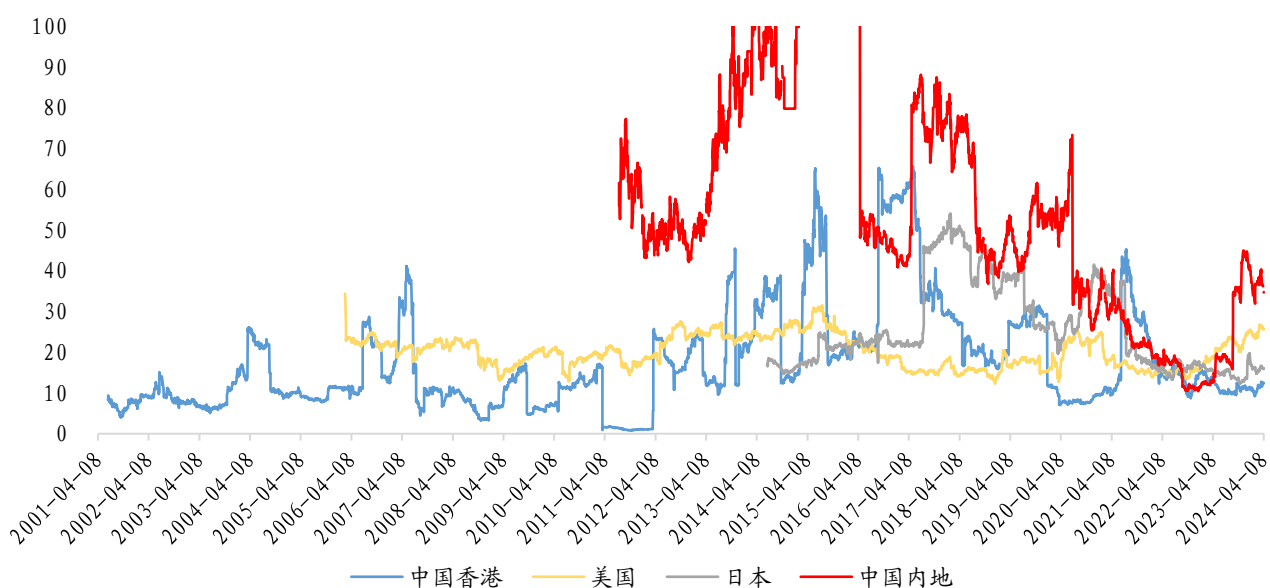
我们选取“WIND 保健护理服务”中的港股、美股、日股及 A 股进行估值对比，从 PS 来看，日本稳定在 1 倍左右，美国相对高一些，最高接近 2.5 倍，2022 年至今逐步回落至 1 倍，中国内地和香港在 2010-2020 年 PS 处于较高水平，目前皆明显回落，两者皆在 1.5 倍左右。

但结合成长性来看，根据 Wind，中国香港保健护理服务近 3/5/10/15 年收入 CAGR 分别为 14.2%/21.6%/21.5%/9.8%，美国保健护理服务近 3/5/10/15 年收入 CAGR 分别为 5.9%/6.1%/5.1%/7.9%，日本保健护理服务近 3/5/10/15 年收入 CAGR 分别为 3.0%/1.7%/0.4%/3.3%。中国香港保健护理服务板块整体成长增速明显高于美国和日本。

从 PE 来看，截至 2024 年 4 月 9 日，中国香港保健护理服务板块 PE 为 12.5 倍，低于日本（16.1 倍）、美国（25.7 倍）、中国内地（34.7 倍），处于明显较低水平。基于以上，我们认为中国香港保健护理服务板块估值仍有较大提升空间。

图表6：近 20 年中国内地、中国香港、美国、日本保健护理服务（WIND）板块 PS（TTM）


资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表7：近 20 年中国内地、中国香港、美国、日本保健护理服务（WIND）板块 PE（TTM）


资料来源：Wind、中邮证券研究所

5 投资建议

我们看好受经济影响较小的基础诊疗服务，需求稳健且价格稳定，包括综合医疗、肿瘤服务、诊疗类眼科服务、辅助生殖、ICL、体检等细分领域，在此

基础上更看好有积极并购预期、政策利好（如辅助生殖部分项目纳入医保报销）、新业务/新技术拓展（如布局专科/研发新的服务项目）的具备更大业绩弹性的医疗服务标的。

推荐标的：海吉亚医疗。

受益标的：锦欣生殖、固生堂、环球医疗、希玛眼科、朝聚眼科、爱帝宫、云康集团。（以上标的排名不分先后）

6 风险提示

宏观经济影响消费力；医保支付方式改革影响中短期医保收入。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048