

证券研究报告|行业专题报告

医疗服务

行业评级 强于大市（维持评级）

2024年4月25日



# HCA Healthcare: 强者只会更强大

**证券分析师:**

盛丽华 执业证书编号: S0210523020001

请务必阅读报告末页的重要声明

- **HCA Healthcare是全球最大的连锁医疗集团。**公司集医、护、保、教、管全产业链为一体，全球范围内共有**183家医院**，**300多家急救中心**，**约5万张病床**，**超过45000名医务人员**，是当之无愧的全球龙头之一。
- **公司战略已从早期以并购医院为主晋级为以提升运营效率为主，进入低投入高回报时代。**公司已从早期并购其他医院实现扩张转型的战略转型，不再追求医院数量的快速增加，而是着眼于增加独立手术中心数量，2023年公司已有124家手术中心。此外，公司还在控制医院数量的同时提升床位数、利用率、拓展门诊业务，公司已进入低投入高回报时代。
- **疫情与宏观因素对公司费用端影响出清，业绩韧性强。**受疫情与通胀影响，2020年公司薪资占比激增，创历史新高。然而2023年公司**控费成效显著**，工资费用率略低于疫情前水平，**展现出极强的业绩韧性**。
- **风险提示：**监管风险，医保报销费率波动的风险，人力资源面临缺口的风险，信息与数据安全风险，利率波动的风险，行业竞争加剧风险。

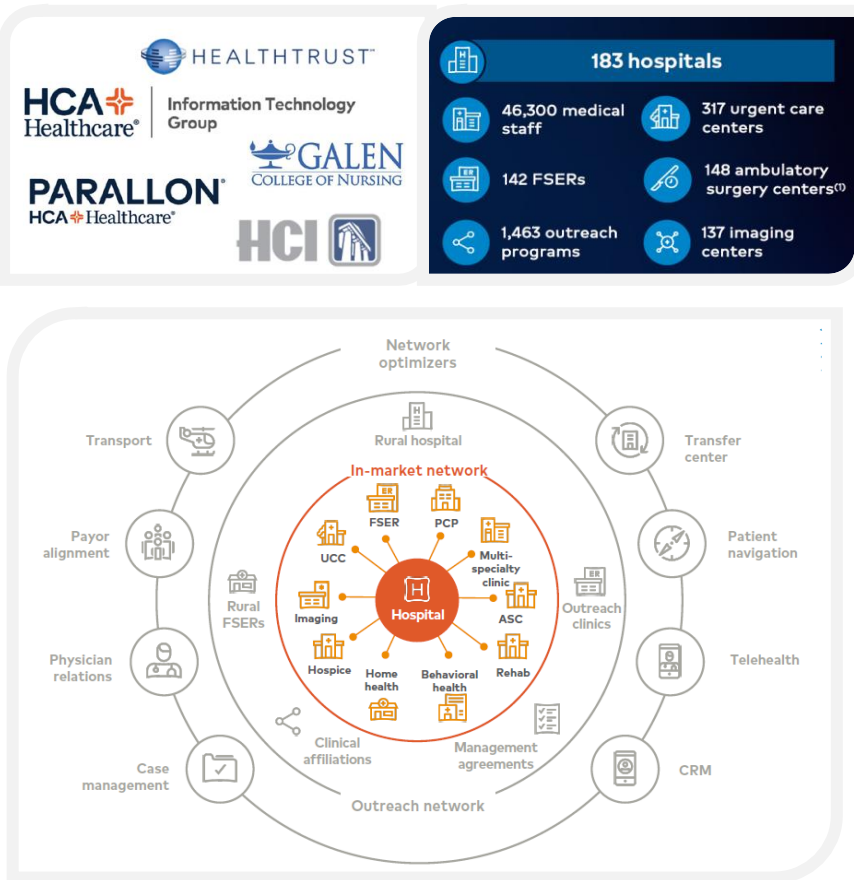
# 目 录

- 01 行业及公司概况
- 02 历史及股价复盘
- 03 业绩及财务
- 04 疫情影响
- 05 支付分析
- 06 风险提示

# 公司概况：医、护、保、教、管全产业链国际龙头

- Hospital Corp America / HCA Healthcare是全球最大的连锁医疗集团。全球共**183家医院**，**300多家急救中心**，约**5万张病床**，超过**45000名医务人员**。
- 公司主营业务网络全面覆盖医院、诊所、门诊手术中心、独立急诊中心、急护中心、诊断中心、精神病院等，全年接诊量超**4000万例**。
- 公司在美国发源地为美国Nashville。当前医疗网络最密集且业绩贡献最大的地区为**Florida和Texas**。
- 除医疗服务外，公司广泛涉及大健康产业各大重要环节，业务全产业链覆盖形成闭环：

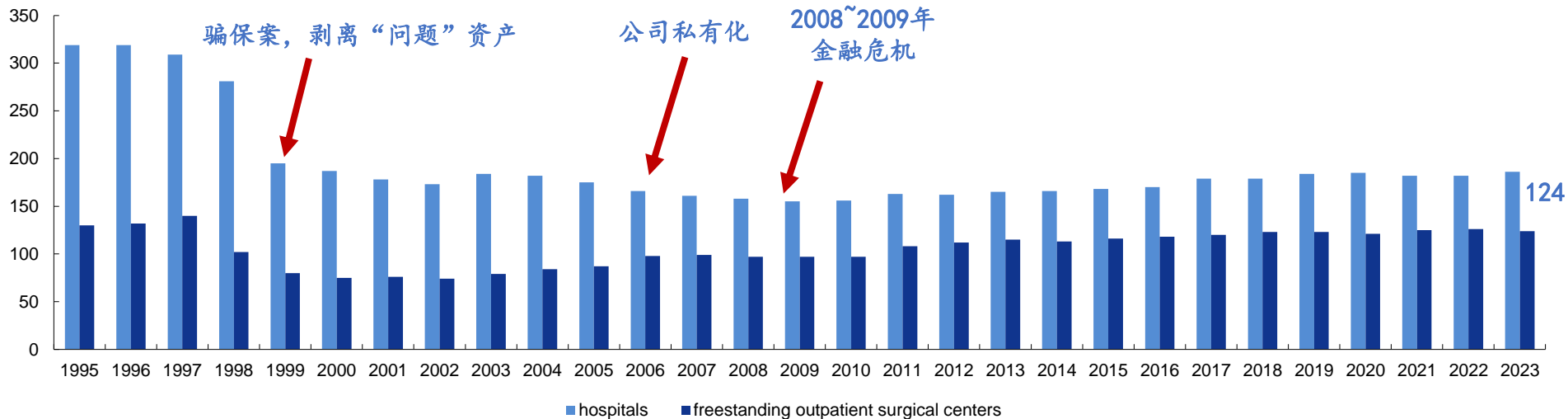
- ◆ **医疗教学**：全美53所教学医院中有4所属于HCA旗下；此外，公司2020年收购Galen护理学院，在全行业面临护士短缺的困境中实现了人才资源内生补给。
- ◆ **医疗责任保险业务**：在发生医疗事故、纠纷等情况下对医护人员的保护。
- ◆ **其他**：控费管理/催收PARALLON、数字化等业务可提升患者诊疗质量、帮助医患双方节省费用，同时提升医疗系统运作效率等。



# 医院扩张情况：不再追求多，手术中心是关键

- ❑ 1994年HCA与Columbia合并，1995年公司经营319家医院，并拥有130家手术中心。
- ❑ 1997年公司遭遇史上最大骗保案调查，此后公司开始大规模出售资产，从1996年鼎盛时期的319家医院削减至2002年的173家。
- ❑ 2011年公司重新上市后，医院数量长期控制在185家以内。
- ❑ 另一方面公司一直在增加独立手术中心数量，从2011年的108家增加至2023年的124家。

图：公司历史医院及手术中心数量



# 目 录

- 01 行业及公司概况
- 02 历史及股价复盘
- 03 业绩及财务
- 04 疫情影响
- 05 支付分析
- 06 风险提示

# 2011~18复盘：经济周期+政策+政治驱动

公司2011年再度IPO之后，股价走势可分为**两大阶段**：第一阶段主要受**各类政策影响**，特别是两次ACA改革对HCA及行业带来重大利好，以及2016年**特朗普**当选总统被行业视作重大利空。

图：公司股价复盘2011~2018



2011/3: 公司重新上市, 是最大的上市连锁医疗集团公司

2012/6: 最高法院支持并认可ACA扩容

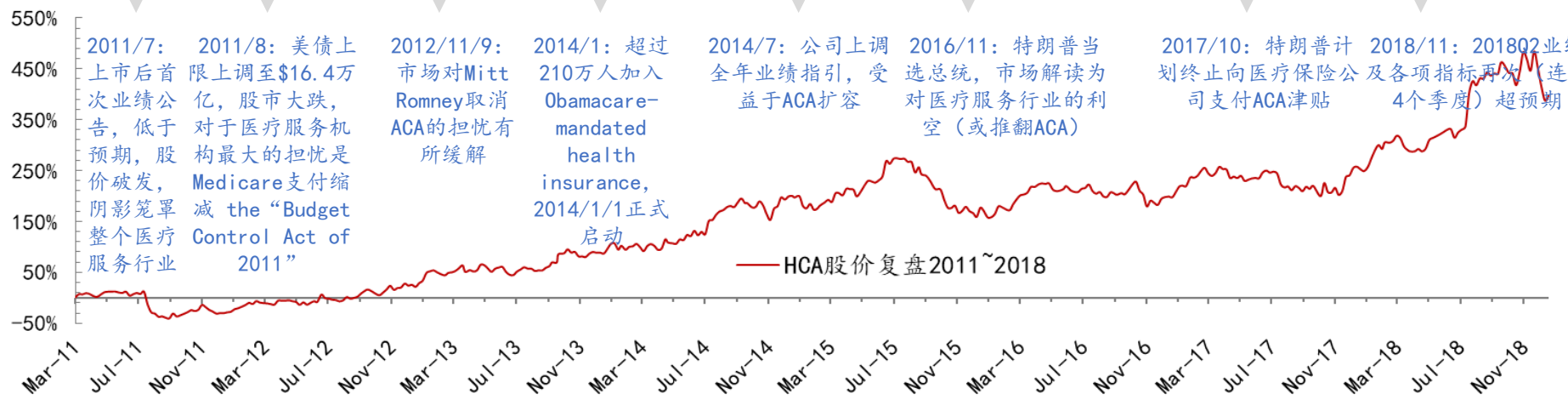
2013/4: Medicare建议对医院的医保支付比例提升0.8%

2014/4: 公司收购澳洲医疗服务公司 Healthscope

2015/12: 美联储加息0.25% (每年至2017), 反应美国经济已经从08年金融危机中复苏

2017/3: GOP 试图替换ACA

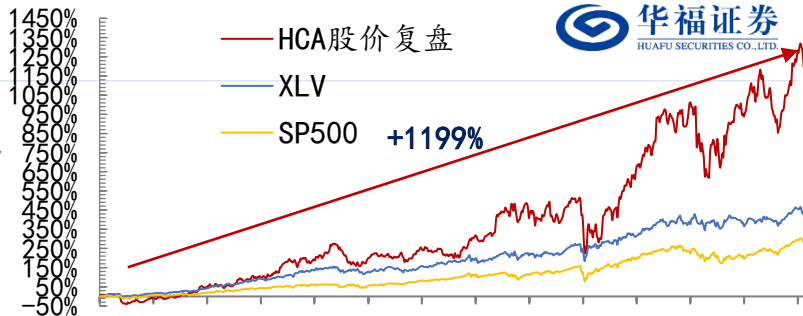
2017/7: GOP 试图推翻ACA的计划以失败告终



资料来源：Seekingalpha, CNN Business, 华福证券研究所

# 2019~24Q1复盘：疫情+宏观经济驱动

- 第二阶段主要受**疫情影响**：1) 宏观放水、加息、通胀出现回落征兆，2) 财政对医疗服务行业的补贴，3) 公司优效控费，业绩屡屡超预期带动股价一路高增长。
- 2023年公司继续因**医院业务回暖**等因素，业绩突出，股价逆势增长。而后又因宏观因素回调。



图：公司股价复盘2019~2024/3

2019/8: 2020/3: Bernie Sanders在 2020/6: 新冠 2020/11: 2020年 2021/4: Q1业  
2019Q2业绩 内华达州党团会议上胜出， 疫情导致手术 美国总统大选， 绩超预期，上 2022/4: 劳动力缺口问题扩 2022/10: 市场预期 2023/7: 因HCA业绩指引仅  
低于预期 他曾公开表态建议由政府保 量持续下滑 拜登获胜，利好 调业绩指引 大，导致公司业绩低于预期 美联储加息幅度或将 仅只是符合预期，一众医  
险替代高保，支持全民医保 医疗产业 缩小 疗服务公司纷纷下跌





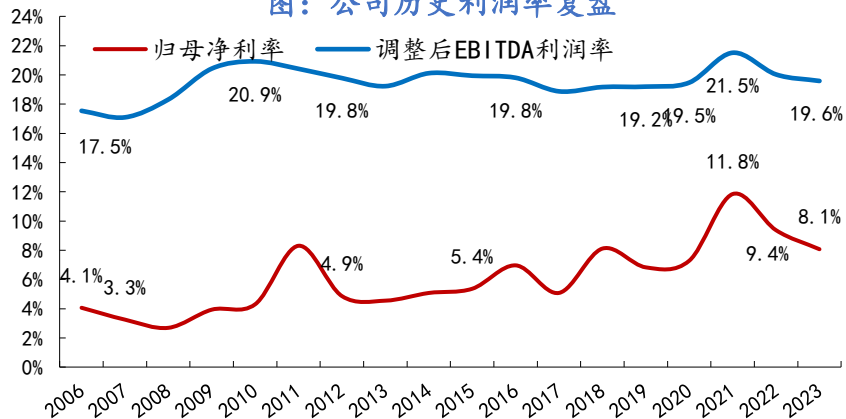
# 目 录

- 01 行业及公司概况
- 02 历史及股价复盘
- **03 业绩及财务**
- 04 疫情影响
- 05 支付分析
- 06 风险提示

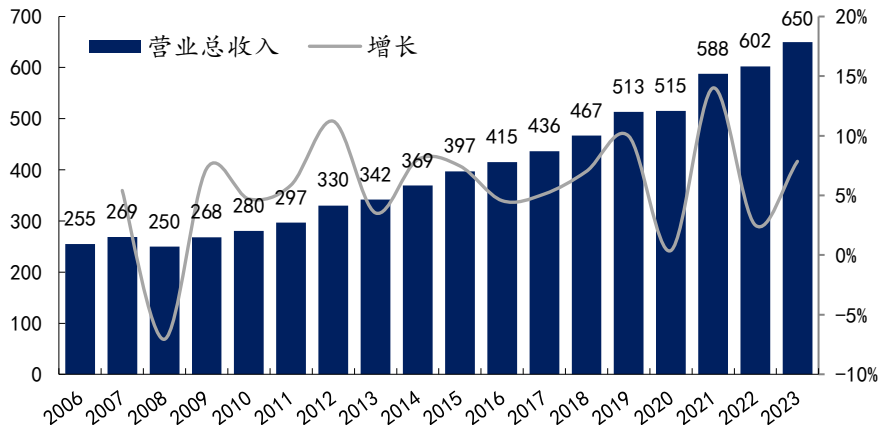
# 业绩分析：多年稳健增长，利润率持续提高

- 公司2023年收入650亿，增长8%；调整后EBITDA为127亿，增长5%；归母净利润为52.4亿，同比下滑7%。三者过去10年CAGR分别为：6.6%、6.8%、12.9%。
- 调整后EBITDA (adjusted EBITDA) 为NON-GAAP统计口径，更贴近真实经验情况。自2010年以来调整后EBITDA利润率较为稳定，一直保持在19.5%左右。
- 归母净利润整体呈现上升趋势，从2010年的4.3%增长至2023年的8.1%。

图：公司历史利润率复盘



图：公司历年营业收入



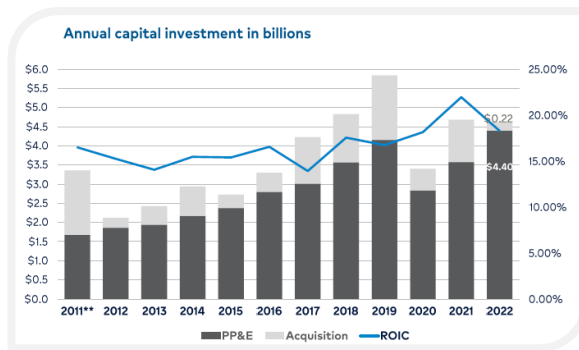
图：公司历年归母净利润



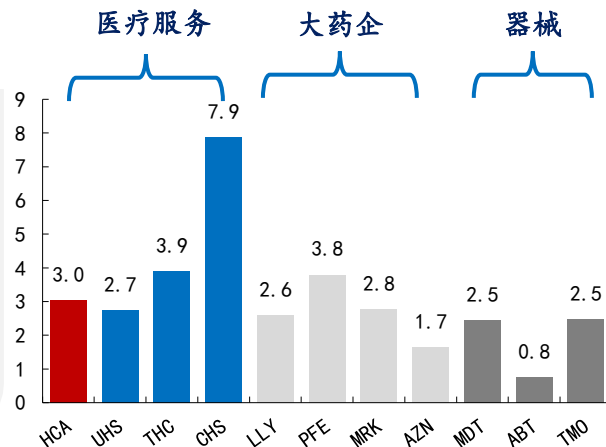
# 其他财务：杠杆率持续降低，资本支出逐年提高

- 根据MarketScreener数据，公司2023年杠杆率（Debt to EBITDA）为3.0，在同类上市公司中偏低，但相较制药企业和医疗器械企业偏高。
- 公司杠杆率持续降低，根据我们计算，HCA长期借款/调整后EBITDA从2006年的6.3x降低至2021年的最低点2.7x。
- 公司资本支出占现金流比例逐年提升，从2011年的42.7%提升至2019年的54.7%；2020年因疫情支出缩减，但从2022年开始再度回到50%以上。

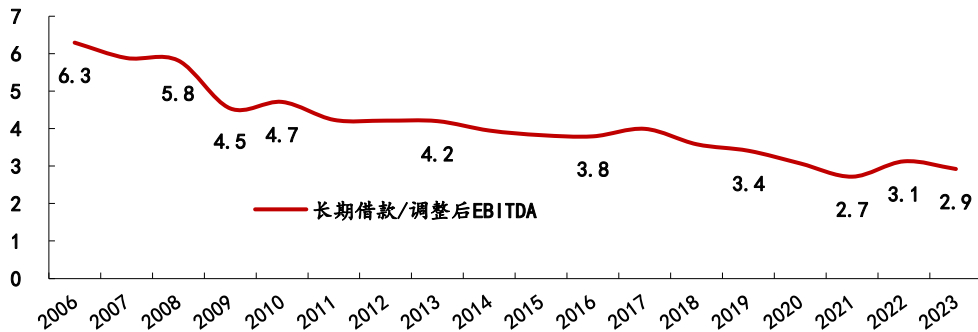
图：公司CapEx和ROIC



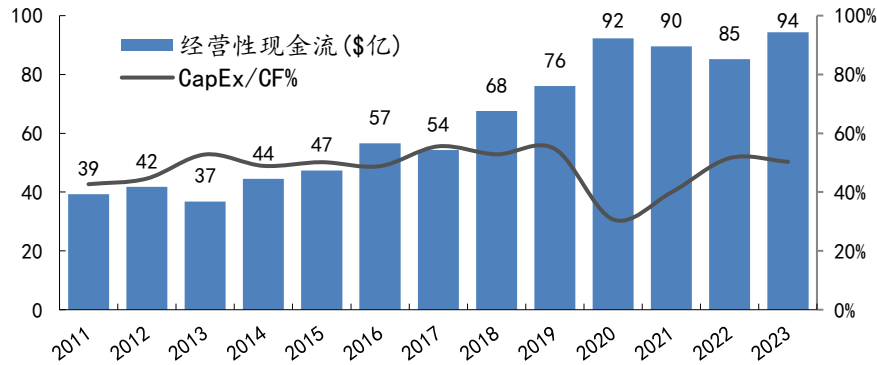
图：各公司2023年杠杆率对比



图：HCA历年杠杆率（长期借款/调整后EBITDA）



图：公司历年经营性现金流及资本支出占比



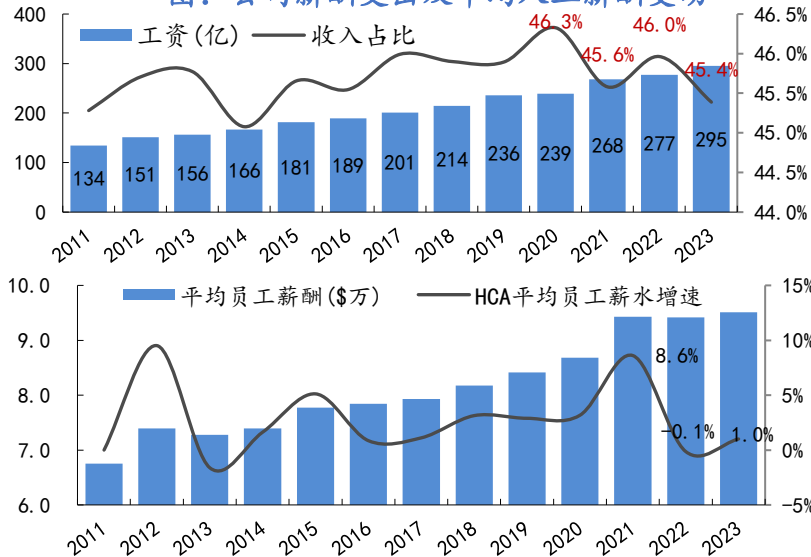
# 目 录

- 01 行业及公司概况
- 02 历史及股价复盘
- 03 业绩及财务
- 04 疫情影响
- 05 支付分析
- 06 风险提示

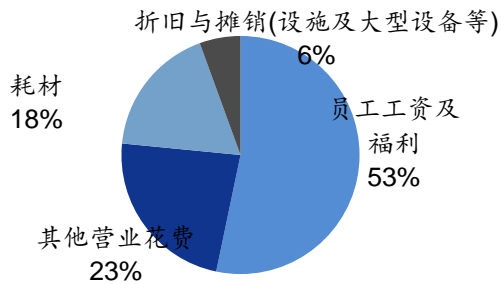
# 疫情影响：薪酬支出显著提高，影响利润率

- 公司主要营业花费为员工工资及福利，2023年占费用的53%，占收入的45%。主要因医疗服务产业重人工服务，需花费大量人力资本；其次为其他营业花费，占比23%。耗材占比仅18%。
- 疫情爆发后，由于美国劳动力缺口较大，平均工资水平大幅提升，直接和间接导致了高通胀，又进一步促进薪水上涨，恶性循环。这也导致了2020年公司员工薪水占比创新高，达到46.3%
- 实际上，早在疫情前大健康领域就已经出现了较大劳动力缺口的情况。
- 然而2023年，公司控费成效显著，并且工资费用率低于疫情前的水平。此外，2022年公司员工平均薪水同比略微下降，而同期美国总体公司水平增长还在4%以上，侧面体现了HCA控费成效、抗风险、以及化危为机的能力。

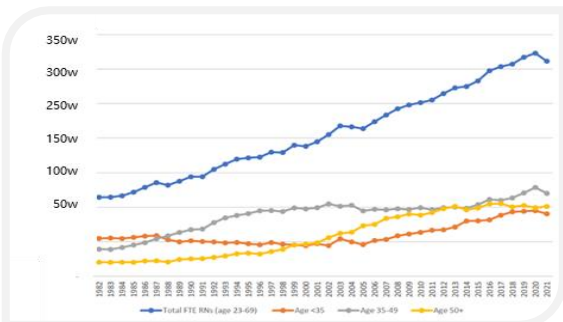
图：公司薪酬支出及平均人工薪酬变动



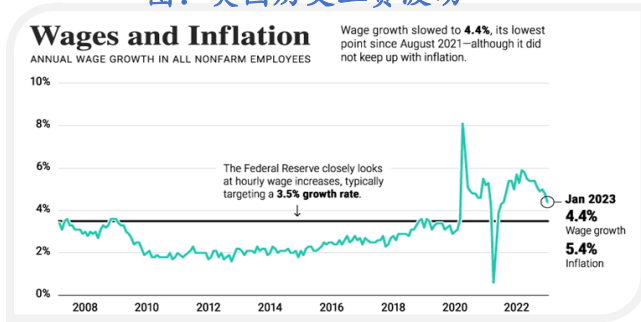
图：2023年Patient Care Cost费用拆分



图：美国历史护士数量



图：美国历史工资波动



# 目 录

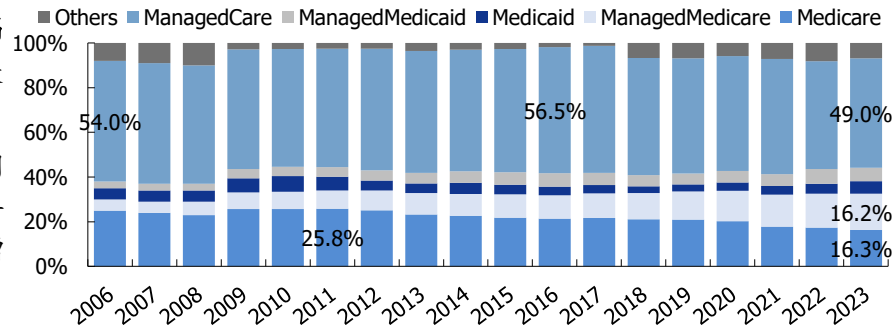
- 01 行业及公司概况
- 02 历史及股价复盘
- 03 业绩及财务
- 04 疫情影响
- 05 支付分析
- 06 风险提示

# 支付构成：大头在商保，MA将继续扩大

图：美国医院以及HCA支付方构成

	Total net revenue	Average percent of payor mix	Average percent of total days
Medicare	\$178B	18.9%	35.6%
Medicaid	\$141B	13.5%	9.4%
Private/self/other	\$759B	68.9%	56.5%

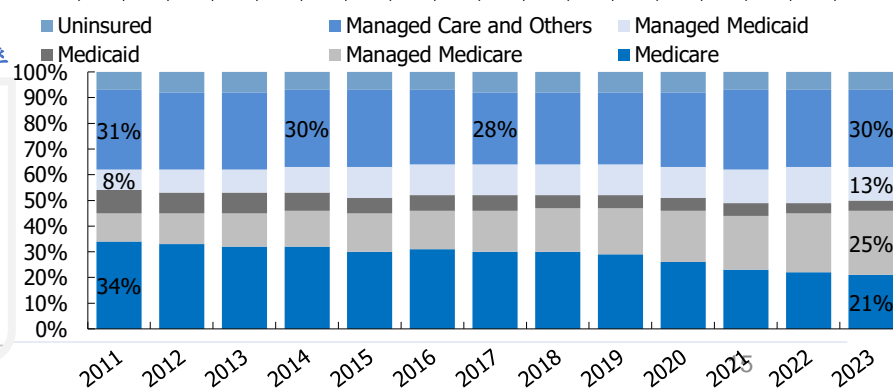
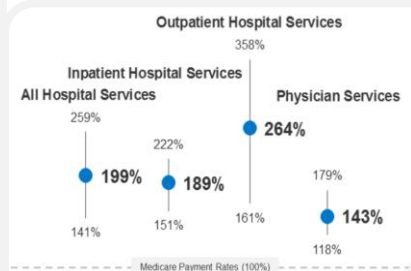
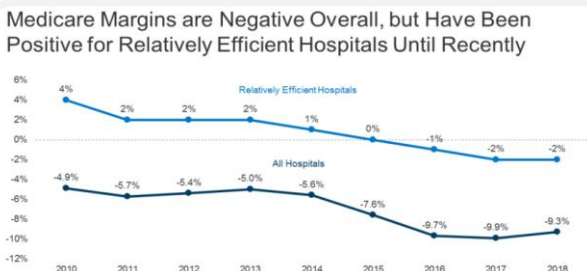
- 公司收入主要来自于包括美国国家医保以及商业保险的**第三方支付机构**。
- 2023年Medicare+Medicaid合计贡献收入的22%，低于美国平均水平，其他管理医疗（含商业保险）占比最大，约71%。其余约7%包括自费、海外业务等。
- 从入院构成来看（下图），Managed Care比例常年在30%左右；而从收入端（上图）来看，其比例则高达53%左右，说明**Managed Care**多为“高净值客户”。有研究表示若将2021年所有商保换成Medicare，则可以为美国医疗支出节省3500亿。
- 几个关键时间点：1) 2010年ACA法案通过，更多人用上了国家医保，因此Medicare比例提高；2) 2014年ACA扩容，无保险比例减少；3) 2020年疫情以来，Managed Medicaid（低收入人群）+ Managed Medicare比例增加；



注：Managed Medicare/Medicaid 实际上属于商业保险。

图：医院Medicare收入利润率通常为负

图：以Medicare为参考标准的商保费率



资料来源：公司官网，KFF, Definitive Healthcare, 华福证券研究所

# 目 录

- 01 行业及公司概况
- 02 历史及股价复盘
- 03 业绩及财务
- 04 疫情影响
- 05 支付分析
- 06 风险提示



- 监管风险：医疗行业重监管，如有违规情况，或将面临巨额罚/赔款及停业整顿等风险。
- 医保报销费率波动的风险：若医保相关政策变动导致医保报销费率变化，可能对公司业务产生较大影响。
- 人力资源缺口的风险：目前全美护士缺口问题还在继续扩大，如无法及时解决则可能影响医疗质量。
- 信息与数据安全风险：公司拥有海量患者数据，且目前正在逐渐将日常运营转向数字化/AI辅助，一旦遭受骇客入侵，则可能面临数据丢失，日常运营瘫痪等风险。
- 利率波动的风险：公司杠杆率较高，如经济环境不稳定则可能会影响日常经营。
- 行业竞争加剧的风险。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

**在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。**

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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	评级	评级说明
公司评级	买入	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在20%以上
	持有	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于10%与20%之间
	中性	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来6个月内，行业整体回报高于市场基准指数5%以上
	跟随大市	未来6个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与5%之间
	弱于大市	未来6个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的6~12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

诚信专业 发现价值

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路1436号陆家嘴滨江中心MT座20楼

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn

