



华安证券  
HUAAN SECURITIES

# 长坡厚雪，品牌沉淀性极强的长赛道

——医疗服务行业研究框架及相关赛道

分析师：谭国超（S0010521120002）

联系人：陈珈蔚（S0010122030002）

2022年9月7日

华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、[www.bj-xinghe.com](http://www.bj-xinghe.com)、微信群（13462421224）同步分享更新

## 核心观点

### 一、研究框架/方法论

- 我们对医疗服务的整体观点：人口结构的不可逆变化，如人口老龄化&低生育率，对我国公共卫生与康养资源形成了严峻挑战。人均医疗消费支出占GDP的持续增长彰显群众对医疗服务一直以来的需求。公立医院资源始终稀缺，产能几乎饱和、提升缓慢，持续膨胀的需求将通过民营医院的持续发展满足；在政策一以贯之鼓励社会办医的春风下，以民营医院为主要行业模式的医疗服务板块有望获得永续发展。

- ✓ 1.1 医疗体系框架
- ✓ 1.2 供给
- ✓ 1.3 需求
- ✓ 1.4 支付
- ✓ 1.5 盈利模式

### 二、医疗服务细分赛道及相关标的

- ✓ 眼科
- ✓ 口腔
- ✓ 肿瘤
- ✓ 中医
- ✓ 康复
- ✓ 辅助生殖
- ✓ 植发

### 三、行业可能的催化剂

- ✓ 短期
- ✓ 中期
- ✓ 长期

### 四、风险提示

# 建议关注标的



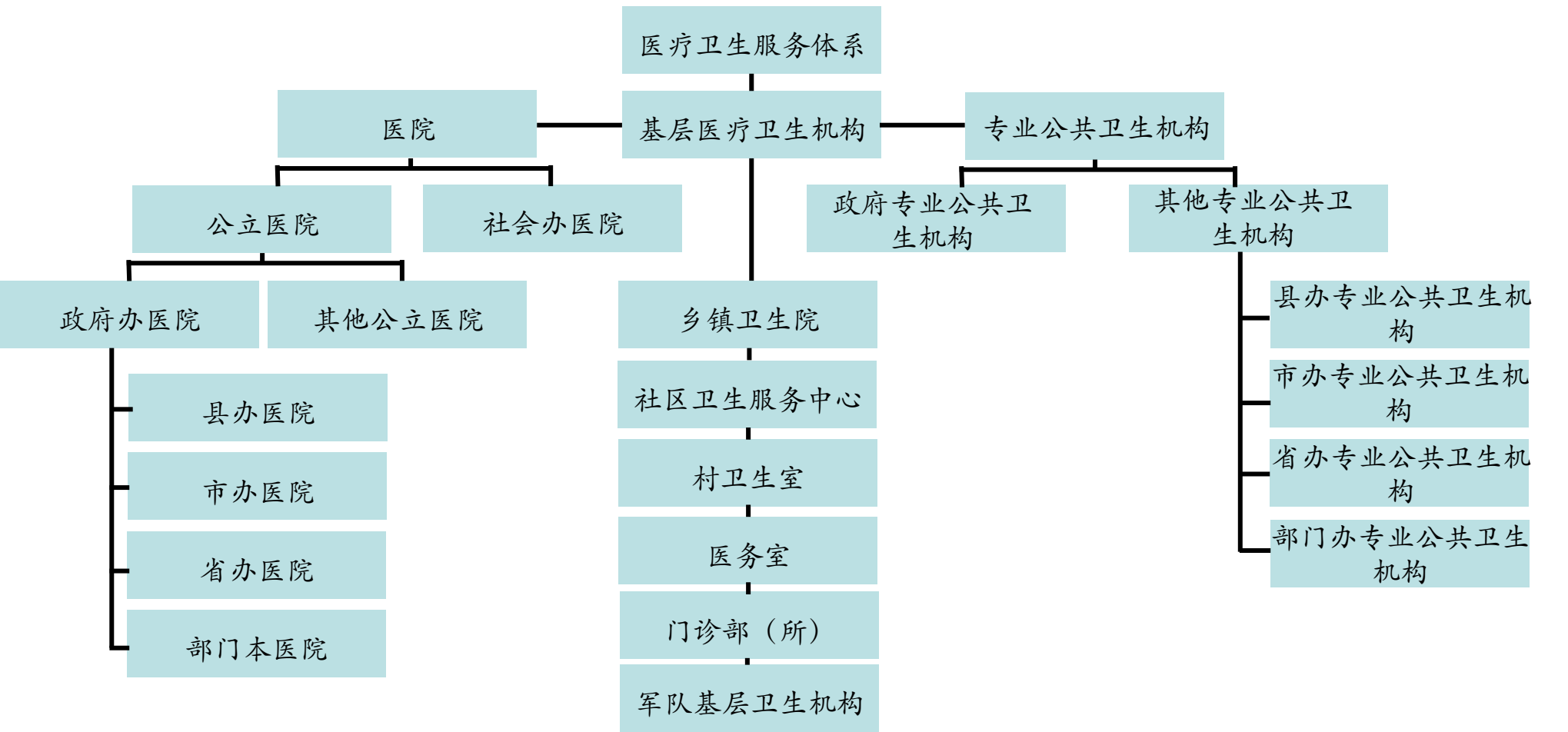
资料来源：华安证券研究所整理

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (13462421224) 同步分享更新

华安证券研究所

# 1.1 我国医疗卫生机构体系



资料来源：wind、华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

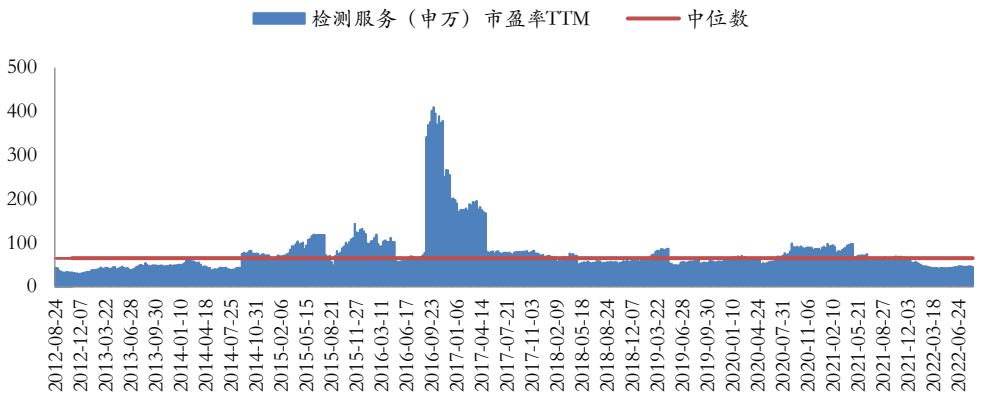
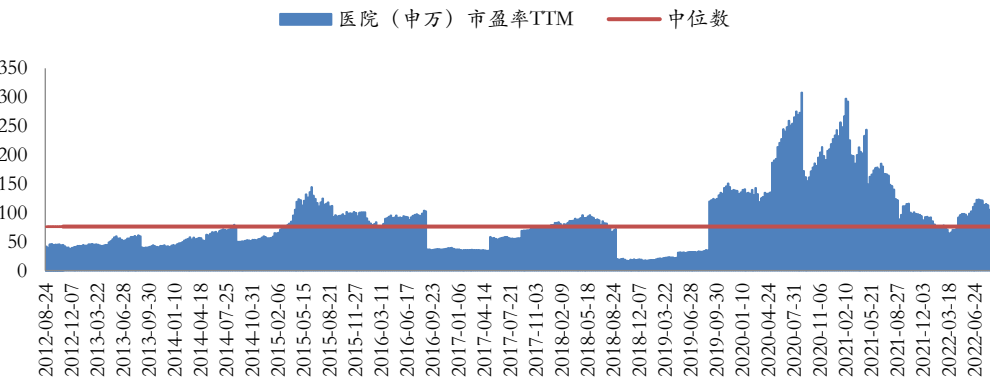
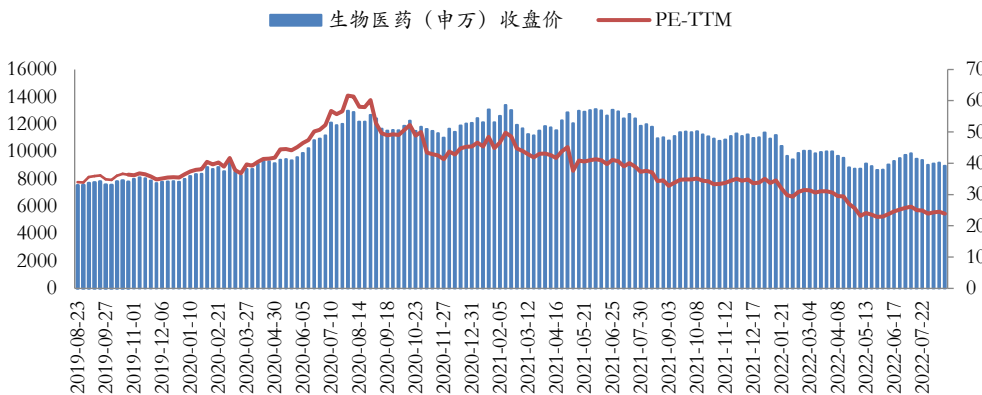
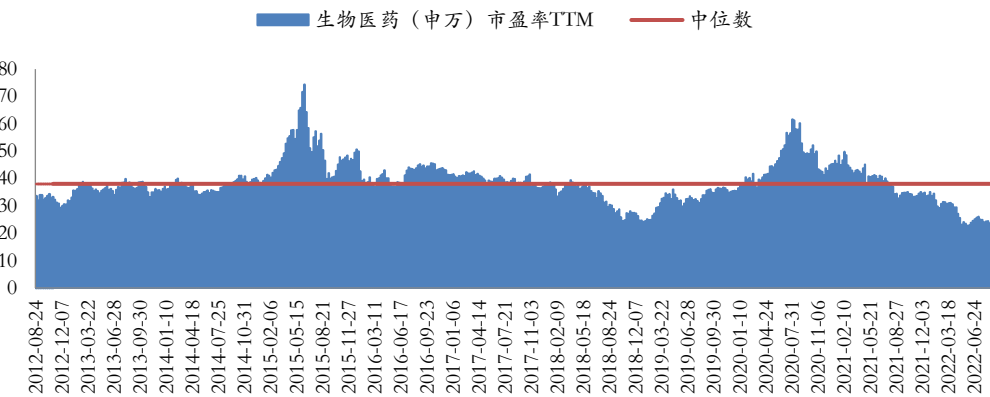
华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (13462421224) 同步分享更新

# 1.1 复盘

从整体生物医药历史市盈率板块看，现阶段生物医药板块市盈率低于历史中位数，未来期待板块估值修复。从细分板块看，医院板块历史PE TTM位于历史中位数水平，估值合理，可以持续跟踪；检测服务板块历史PE TTM低于历史中位数，具备修复机会。



资料来源：wind、华安证券研究所，其中板块均为申万2021分类

敬请参阅末页重要声明及评级说明

找报告，上“数据理河”

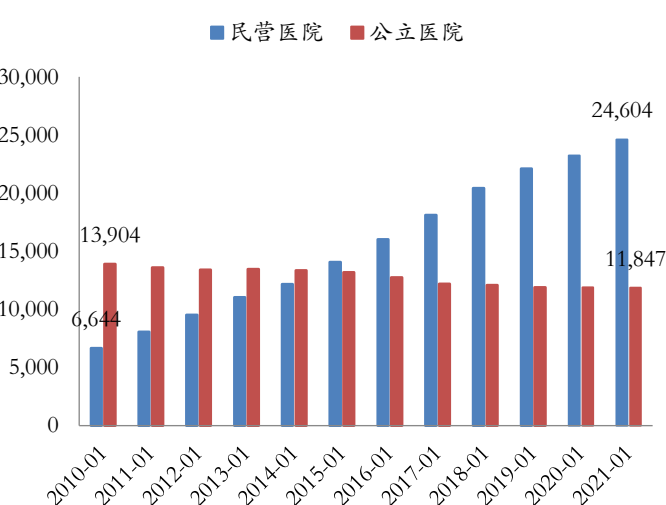
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (13462421224) 同步分享更新

华安证券研究所

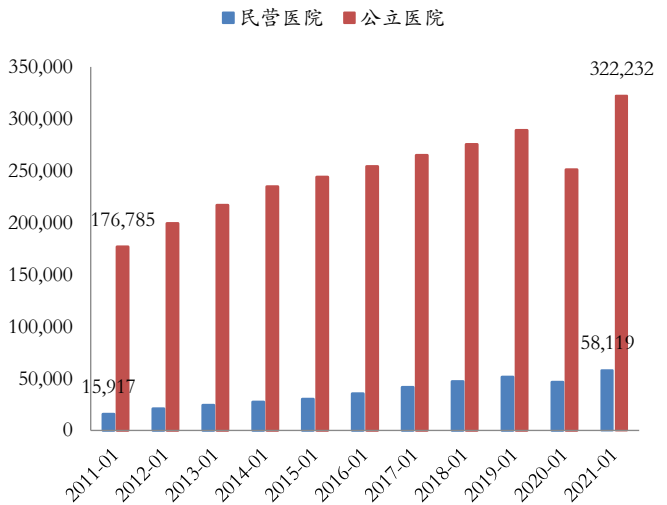
# 1.2 供给：公立医院数量缓慢下降，民营医院跃升

- 公立医院数量缓慢下降，民营医院数量逐年上升，社会办医逐步受到重视。我国民营医院从6644家增至2010年的2.46万家、公立医院从2010年的1.39万家下降至2011年的1.18万家（11月数据），民营医院正以稳定的增速在全国范围内扩张，作为公立医疗资源的补充和未来医疗资源供给的中坚力量。
- 民营医院诊疗人次缓步增加，公立医院依旧占据患者主要心智；民营医院诊疗人次增速快，患者就诊意识有所改变。虽然民营医院数量增加较快，但总诊疗人次基数和公立医院相比仍有差距，2021年民营医院总诊疗人次5.81亿人次而公立医院总诊疗人次达32.22亿人次，民营医院渗透率仍有很大提升空间。从诊疗人次增速看，民营医院诊疗人次增速一直高于公立医院，民众对于民营医院的接受度持续提高。

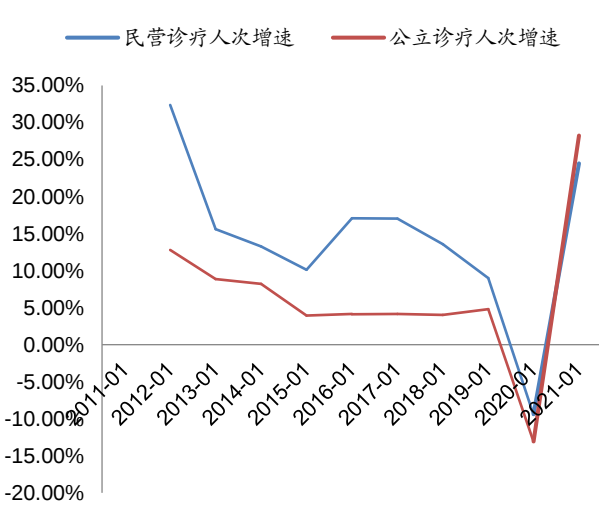
公立&民营医院数量（家）



公立&民营医院总诊疗人次（万人）



公立&民营医院总诊疗人次增速



资料来源：国家卫计委、wind，华安证券研究所；其中医院数量为单月值，诊疗人次为当年累计值  
找报告，上“数据理河”

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (13462421224) 同步分享更新

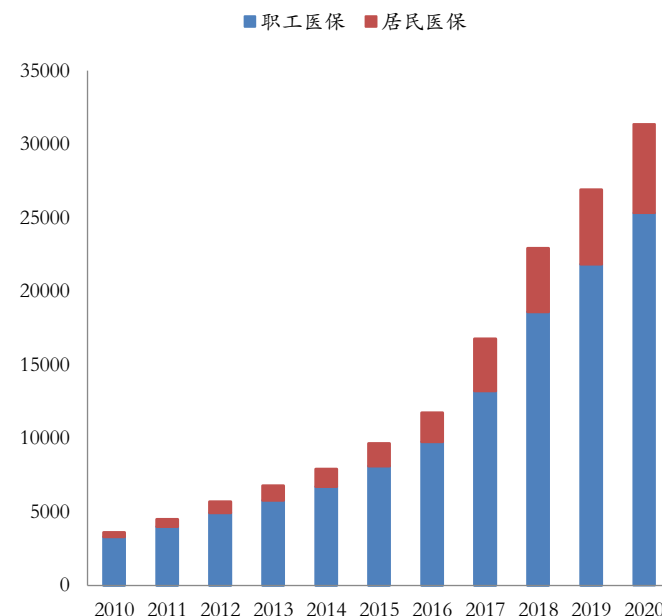
## 1.2 供给：公立医院医保结余率下滑，民营医疗服务迎来发展黄金期

- 部分公立医院负结余，医保控费压力逐步显现：2020年我国共有4000余家公立医院出现结余率为负的情况，占比近50%，主要原因在于公立医院的公益属性和由于满足疫情防控需要而进行的疫情防控优先任务等。在疫情常态化的背景下，公立医院的收入将面临长时间低于历史水平，保持现金流平衡和永续发展将面临很大的挑战；数量和规模双增的民营医院有望作为公立医疗资源的良好补充，成为患者的选择。基本医疗保险基金结余逐年升高，医保控费的压力和目标未变，医院面临调整收入结构的以适应长期规划的挑战。在公立医院数量逐渐减少、床位产能逐步饱和、医保结余率下滑的情况下，未来民营医院将成为医疗服务的主要资源供给方。

| 医院                | 结余率    |
|-------------------|--------|
| 上海市皮肤病医院          | 18.59% |
| 上海市养志康复医院         | 12.43% |
| 上海市第六人民医院         | 10.00% |
| 上海中医药大学附属龙华医院     | 8.97%  |
| 上海市中医医院           | 8.49%  |
| 华东医院              | 7.23%  |
| 上海市第一人民医院         | 5.38%  |
| 上海中医药大学附属曙光医院     | 2.61%  |
| 上海市第六人民医院东院       | 0.25%  |
| 上海市胸科医院           | 0.11%  |
| 上海交通大学医学院附属第九人民医院 | -0.53% |
| 上海市同济医院           | -0.89% |
| 上海交通大学医学院附属瑞金医院   | -3.40% |
| 上海交通大学医学院附属仁济医院   | -3.43% |
| 上海市儿童医院           | -3.50% |
| 上海市肺科医院           | -4.12% |
| 上海交通大学医学院附属瑞金医院北院 | -4.15% |
| 上海交通大学附属新华医院      | -4.82% |
| 上海市第十人民医院         | -6.91% |

| 医院                | 结余率     |
|-------------------|---------|
| 华中科技大学同济医学院附属协和医院 | 13.61%  |
| 华中科技大学同济医学院附属同济医院 | 12.79%  |
| 北京大学第一医院          | 9.07%   |
| 中南大学湘雅医院          | 7.75%   |
| 北京大学第三医院          | 4.28%   |
| 中山大学附属第一医院        | 3.17%   |
| 中国医学科学院北京协和医院     | 1.40%   |
| 四川省人民医院           | 1.11%   |
| 重庆医科大学附属第二医院      | 0.23%   |
| 上海交通大学医学院附属第九人民医院 | -0.53%  |
| 北京大学口腔医院          | -4.69%  |
| 中国医学科学院整形外科医院     | -5.01%  |
| 重庆医科大学附属第一医院      | -5.62%  |
| 四川大学华西医院          | -6.35%  |
| 四川大学华西口腔医院        | -6.35%  |
| 南方医科大学南方医院        | -8.80%  |
| 中山大学眼科中心          | -10.93% |
| 广东省人民医院           | -14.85% |

2011-2020基本医疗保险基金结余情况 (rmb 亿元)



资料来源：各医院官网、健康界，华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (13462421224) 同步分享更新

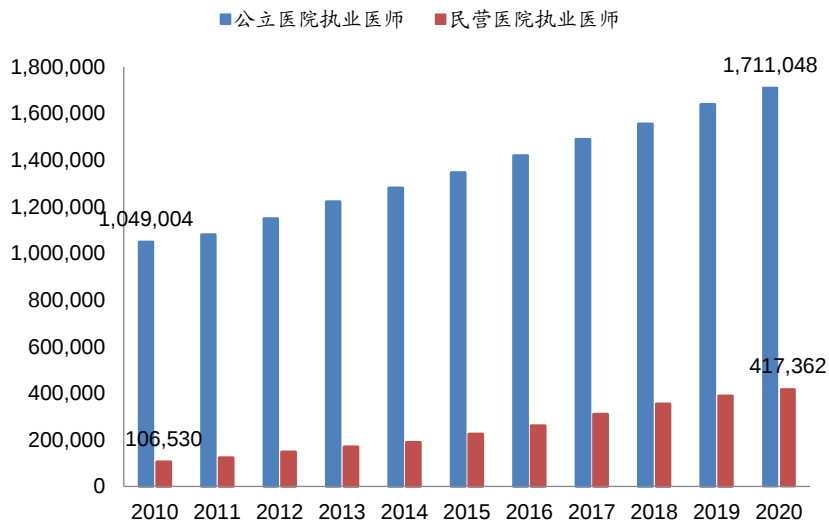
敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

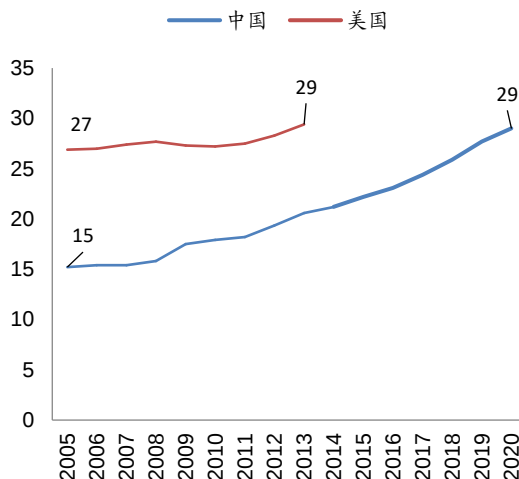
## 1.2 供给：医师资源整体稀缺

- 我国医师资源总体来说较紧缺，公立医院吸引更多医师。2020年我国公立医院共有执业医师171.10万名，民营医院共有41.74万名，公立医院的医师资源基础更雄厚。民营医院医师的复合增速高于公立医院，2010-2020年公立医院也是数量CAGR 5.01%，而民营医院同期医师数量复合增速14.63%，民营医院的认知程度逐年提高，未来医师资源将进一步集中。
- 横向对比其他国家，我国床位资源处于偏紧缺状态：2017年我国每千人拥有床位数4.31张，略高于世界均值（2.89）但低于欧盟（5.41），远低于日本（13.05）和韩国（12.27）；2020年我国每万人拥有医师数29名，和2013年的美国持平，还存在很大的提升空间。

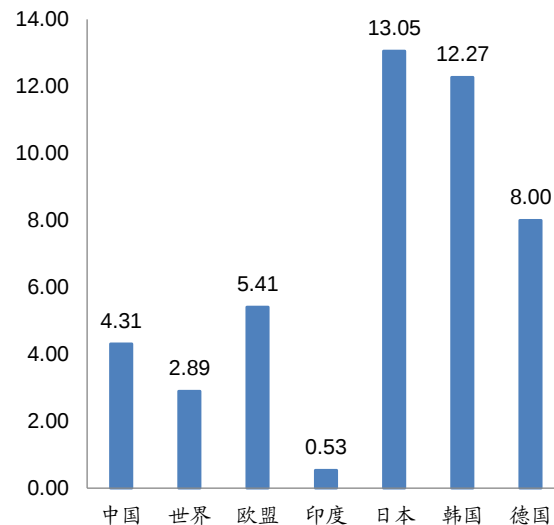
我国公立&民营医院医师数量（人）



中美每万人拥有医师数（名）



各国每千人拥有床位数（2017）



资料来源：国家卫计委，美国卫生及公共服务部、wind，华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新

## 1.2 政策：一以贯之支持社会办医

- 国家一以贯之支持社会资本办医，医疗服务迎来发展黄金期。

| 时间   | 颁布方      | 文件名                       | 文件内容                                                                                |
|------|----------|---------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|
| 2009 | 中共中央国务院  | 《关于深化医药卫生体制改革的意见》         | 鼓励和引导社会资本发展医疗卫生事业。提出形成投资主体和方式多样化的办医体制，引导社会资本参与公立医院改制，鼓励社会资本兴办非营利性医疗机构，适度降低公立医疗机构比重。 |
| 2010 | 国务院办公厅   | 《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构的意见》 | 明确鼓励社会资本进入医疗服务领域。放宽社会资本准入限制，鼓励社会资本参与公立医院改制，调整和新增医疗资源优先社会资本，优化社会资本办医环境。              |
| 2013 | 中共中央国务院  | 《关于促进健康服务业发展的若干意见》        | 鼓励形成以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多元办医格局，完善医疗卫生服务体系。                |
| 2014 | 国务院卫生计生委 | 《关于加快发展社会办医的若干意见》         | 将社会办医纳入区域卫生规划统筹考虑，优先支持社会资本举办非营利性医疗机构，加快形成以非营利性医疗机构为主体、营利性医疗机构为补充的社会办医体系。            |
| 2015 | 国务院办公厅   | 《关于促进社会办医加快发展的若干政策措施》     | 进一步放宽准入；拓宽投融资渠道；推动医师多点执业；社会办医纳入医保定点范围等。                                             |
| 2016 | 中共中央国务院  | 《“健康中国2030”规划纲要》          | 优先支持社会力量举办非营利性医疗机构，推进和实现非营利性民营医院与公立医院同等待遇，鼓励医师利用业余时间、退休医师到基层医疗卫生机构执业或开设工作室。         |
| 2017 | 国务院办公厅   | 《关于支持社会力量提供多层次多样化医疗服务的意见》 | 打造有较强服务竞争力的社会医疗机构，形成具有影响力的特色健康服务产业集聚区。                                              |
| 2018 | 国家卫健委办公厅 | 《关于优化医疗机构和医护人员准入服务的通知》    | 压缩营利性医疗机构设置审批时间；精简审批材料；优化医疗机构诊疗科目登记，逐步实现营利性医疗机构床位数由投资主体自主决定。                        |
| 2019 | 国家卫健委等部门 | 《促进社会办医持续健康规范发展的意见》       | 社会办医作为医疗领域民营经济的重要形式和重要组成部分；公立医疗机构与社会办医分工合作。                                         |

资料来源：中国政府网、wind，华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新

## 1.2 政策：一以贯之支持社会办医

| 时间   | 颁布方        | 文件名                               | 文件内容                                                                                                                                                            |
|------|------------|-----------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2020 | 国家卫健委      | 《关于开展“民营医院管理年”活动的通知》              | 树立推广一批管理规范、质量过硬、群众满意、社会认可的民营医院典型，为民营医院的发展营造良好氛围。                                                                                                                |
| 2021 | 全国人大       | 《关于国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》 | 在全面推进健康中国建设”中明确指出“支持社会办医”。                                                                                                                                      |
| 2021 | 湖南省人民政府办公厅 | 《健康湖南“十四五”建设规划》                   | “推动社会办医健康规范发展”，1、完善创新社会办医的政策措施，引导社会办医疗机构走差异化发展道路，与公立医院形成功能互补、良性有序的发展格局。2、支持高端医疗服务发展，推动高水平社会办医聚集发展。3、鼓励支持社会办大型三级医院做大做强，支持其符合条件的优势特色专科创建省级临床重点专科。4、鼓励发展专业性医院管理集团。 |
| 2021 | 国家医疗保障局    | 《国家医疗保障局关于政协委员提案答复函》              | 鼓励引导社会力量依法举办医疗卫生机构。社会办医是我国医疗服务体系的重要组成部分，是增加医疗机构资源有效供给、满足群众多层次多样化健康服务需求的重要力量。完善政策措施，优化服务流程，对纳入医保定点的医疗机构加强事中事后监管，引导民营医疗机构依法诚信执业，树立良好社会形象。                         |
| 2021 | 北京市卫健委     | 《北京市医疗卫生设施专项规划（2020年-2035年）》      | 积极引导和鼓励社会力量举办医疗机构。按照每千常住人口1.5张床位为社会办医疗卫生机构预留规划空间。除核心区外，其他区域可结合CBD、使馆区、丽泽商务区等重点功能区以及大兴国际机场临空经济区、“三城一区”等区域，综合利用医疗卫生用地或其他可兼容用地，积极发展社会办医疗机构。                        |
| 2022 | 山西省卫健委     | 《支持鼓励社会力量发展医疗卫生事业若干举措》            | 鼓励社会力量举办医疗机构：简化连锁医疗机构审批、鼓励社会办医疗机构开展3D打印等前沿医学研究、支持医师在公立医疗机构和社会办医疗机构间自由、快捷流动执业。                                                                                   |

资料来源：中国政府网、国家医疗保障局、湖南省人民政府官网，华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新



华安证券  
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

## 1.2 三明医改带给我们的启示

► **背景：**2012年，在本土医保基金面临“穿底”风险的情况下，福建省三明市“三明医改”正式启动。

- 三明医改开始于2012年，其根本原因在于医疗费用增长过快，医保收不抵支。2005-2011年，三明市22家县级以上公立医院收入年均增17.30%，而同期三明市城镇居民人均可支配收入年均仅增10.53%，医疗费用增长大幅高于居民收入增长。2011年三明市城镇职工医保统筹基金超支7553万元，收不抵支。为了解决医保收支不平衡的问题，三明市医改于2012年拉开序幕。
- 三明市自2012年起推进公立医院综合改革，从管理体制、医药体制、医疗体制以及医保体制几个维度入手，进行了全面而卓有成效的改革。加大对三明医改经验的推广力度，以降药价为突破口，同步推进医疗服务价格、薪酬、医保支付等综合改革，也成为今年以来的重点工作。
- **医药领域：**招标采购“一品两规、唯低价取、单一货源制”，压低中标价格；实行“两票制”提升流通企业集中度；药品零加成，破除以药养医。
- **医疗领域：**调整医疗服务价格；改革薪酬体制，提升医生阳光薪酬；控制过度检查和用药。
- **医保领域：**三保合一；试行单病种付费制度；推行分级诊疗，提高医疗资源使用效率；药品定价基准价模式初现苗头；第三次精确补偿，减轻患者负担；医保直接结算制度和预付配送企业结算款制度。

资料来源：人民网、东南网，华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

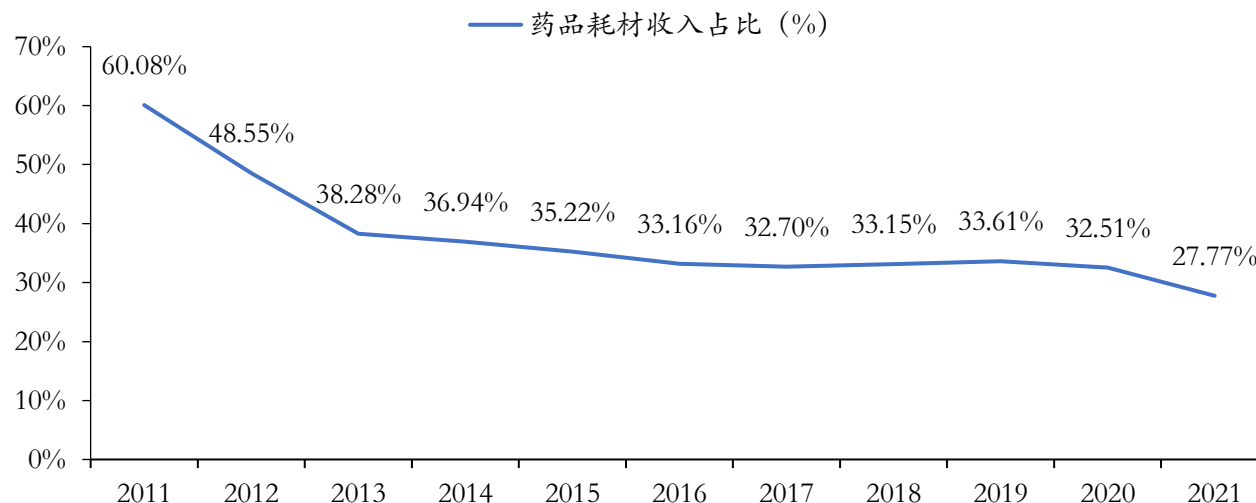


## 1.2 “三明医改”成效：医药领域

➤ 医药领域：压缩药品在工业企业、流通、医院的利润，降低药品价格，减轻医保支付压力。

- 具体做法如下：1) 全市22家公立医院全部实行**药品和耗材零加成**。2) 实行**限价采购**，一品两规（一个品种两个规格），每个品规只取一个厂家，选最低价录取。3) 委托市第一医院对全市医疗卫生机构临床使用的医用耗材（检验试剂）**全部实行联合限价采购**，确定外科等4大类33种进行第一批联合限价采购。4) 医保与配送企业直接结算，**资金不经过医院**。5) **两票制**：暨从药品到供应商开一张发票，供应商到医院开一张发票，药品流通渠道要求和发票一致，防止中间供应商过票，减少加价环节。

三明市22家公立医院药品耗材占比从改革前的60.08%降至27.77%



资料来源：三明市医药卫生体制改革领导小组办公室网站，华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (13462421224) 同步分享更新

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

# 1.2 “三明医改”成效：医药领域

- 调整医疗费用，提升医务收入占比。
  - 药品加成减少的收入80%左右通过医疗服务价格提升回补。2013-2015年三明市先后发布5个文件调整医疗服务价格，总共调整四千多项服务价格。

2015 年第三轮改革中部分眼科手术价格调整情况

| 项目名称             | 调整前<br>价格（元/次） | 调整后价格 |         | 三级医院调整幅<br>度 | 二级及以下医院<br>调整幅度 |
|------------------|----------------|-------|---------|--------------|-----------------|
|                  |                | 三级医院  | 二级及以下医院 |              |                 |
| 白内障超声乳化摘除术       | 900            | 1350  | 1305    | 50%          | 45%             |
| 白内障囊外摘除+人工晶体植入术  | 900            | 1350  | 1305    | 50%          | 45%             |
| 白内障青光眼联合手术       | 1080           | 1620  | 1566    | 50%          | 45%             |
| 穿透性角膜移植联合白内障囊外摘除 | 1350           | 2025  | 1958    | 50%          | 45%             |
| 白内障摘除联合玻璃体切割术    | 1350           | 2025  | 1958    | 50%          | 45%             |
| 球内异物取出术联合晶体玻璃体切除 | 2070           | 3105  | 3002    | 50%          | 45%             |

- 医疗领域：改革薪酬体制，推行年薪制。
  - 按照当地平均收入的3-5倍制定薪酬，住院医师、主治医师、副主任医师、主任医师封顶年薪分别为10万、15万、20万、25万，院长年薪一般在25-35万区间内。员工薪酬由基础工分（职务、职称和工龄等）、工作量工分（门诊人次数、出院人次数等）和奖惩工分（药占比、每门诊和住院次均费用等）组成。改革后，2015年医务人员人均年工资8.90万元比2011年增长110.90%。

资料来源：三明市政府官网，华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新



华安证券  
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

## 1.2 “三明医改”成效：医保领域

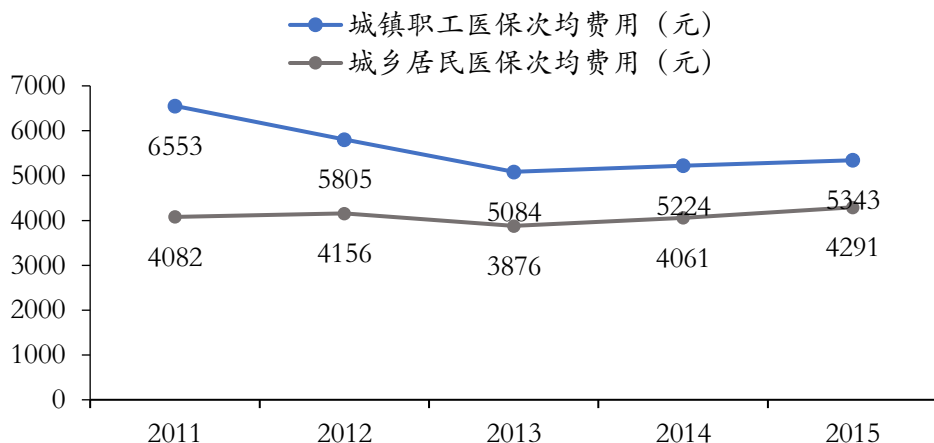
➤ 医保领域：提升医保运行效率，将原先24个医保基金经办机构整合，成立市医疗保障基金管理中心。

- 1) 理顺管理体系，提高了政策执行效率，有效防止各部门间推诿扯皮情况的发生；2) 有利于信息统计搜集整理，加强了对定点医疗机构的监管力度；3) 全市统筹，提高了统筹基数，增强了基金抗风险能力。试行单病种付费制度改革，减少不必要的检查和用药。
- 三明市对阑尾炎、子宫肌瘤、生育分娩等30种疾病进行了按病种付费改革，城镇职工报销比例三级医院70%、二级医院80%，城乡居民报销比例三级医院60%，二级医院70%。按病种付费使得每个病种都有标准的临床路径，杜绝了滥用检查和药品，减轻了国家和患者的负担。

➤ 医保领域：医保基金从亏转盈，次均费用得到有效控制。

- 2015年三明市城镇职工医保统筹基金结余9977万元，医改前的2011年超支7553万元；医改有效缓解了三明市的财政压力，改革效果显著。城镇职工医保次均费用从改革前的6553元/次降至2015年的5343元/次，降幅达18.47%。

三明市按病种付费举例（单位：元）



资料来源：三明市医药卫生体制改革领导小组办公室网站，华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (13462421224) 同步分享更新



华安证券  
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

## 1.2 三明医改经验全国推广

| 政策                              | 时间      | 具体内容                                                                                                                                        |
|---------------------------------|---------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 《关于2016年深化经济体制改革重点工作的意见》        | 2016.3  | 首次提出：“在部分综合医改试点省推广福建省三明市医改做法和经验”。                                                                                                           |
| 《深化医疗服务价格改革试点方案》                | 2021.8  | “5+3+4”。5项机制：建立总量调控、价格分类形成、价格动态调整、价格项目管理及价格监测考核机制等。3项支撑：优化管理权限配置、完善定调价程序及加强管理能力建设等。4项配套政策：深化公立医院综合改革、改进医疗行业综合监管、完善公立医疗机构政府投入机制、衔接医疗保障制度改革等。 |
| 《关于深入推广福建省三明市经验深化医药卫生体制改革的实施意见》 | 2021.10 | 意见提出深入推广三明医改经验，试点推动重点改革持续深化，并加强组织实施。其中关于药品集采方面的，《意见》提出常态化制度化开展国家组织药品耗材集中带量采购工作，逐步扩大采购范围，力争2022年底前采购药品通用名数超过300个。                            |
| 《关于进一步推广福建省和三明市深化医药卫生体制改革经验的通知》 | 2021.11 | 一是总结经验，提炼思路，推广福建省和三明市深化医改经验；二是明确未来重点任务，包括7大方面24项任务，并提出了具体目标要求和落实时间节点；三是加强组织实施，强调学习福建和三明经验，不能简单照搬抄，不搞“一刀切”。                                  |
| 《深化医药卫生体制改革2022年重点工作任务》         | 2022.5  | 全面推进健康中国建设，深入推广三明医改经验，促进优质医疗资源扩容和均衡布局，深化医疗、医保、医药联动改革，持续推动从以治病为中心转变为以人民健康为中心，持续推进解决看病难、看病贵问题。                                                |

资料来源：中国政府网，卫健委官网，健康界，华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新

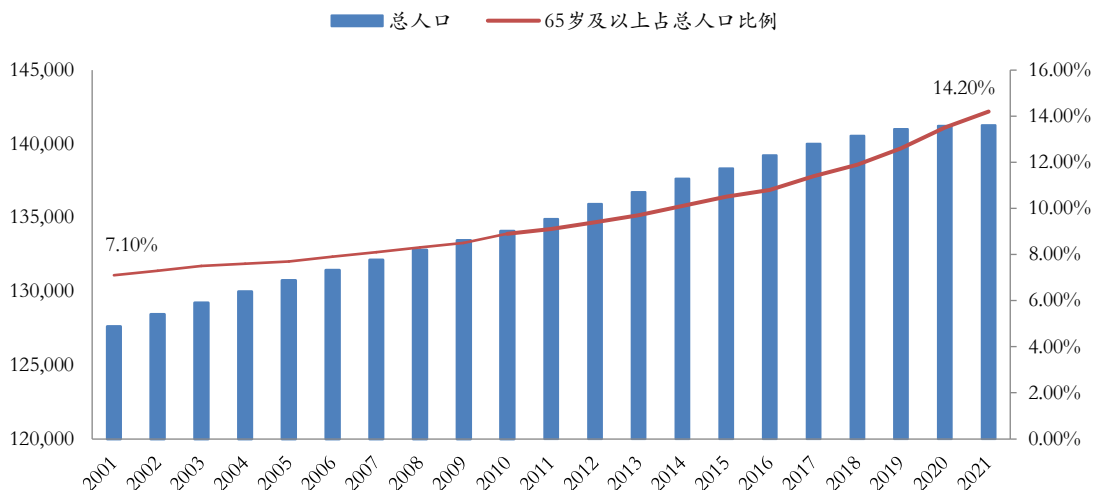
华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

## 1.3 需求：刚需+消费性需求同步膨胀

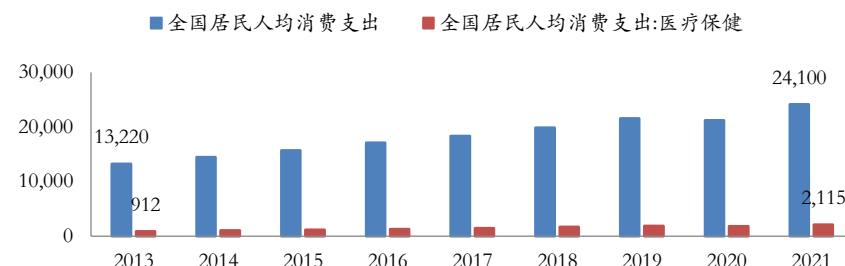
- 医疗服务行业兼刚性需求和消费性需求：中国医疗服务市场规模巨大，需求迅速膨胀。

- ✓ **人口老龄化的不可逆趋势显现：**我国总人口从2001年的12.76亿人增至2021年的14.13亿人，其中65岁及以上人口从2001年的9062万人增至2021年的2.01亿人，2001-2021 CAGR 4.05%，远超总人口增速；2021年65岁及以上人口占总人口比例达14.2%，2001-2021 CAGR 3.53%。
- ✓ **慢病患病率提高：**我国主要慢病发病率持续提高，随着人口老龄化程度的加深和人均寿命逐渐增长，慢性病发病率持续上升，慢病管理需求持续扩大。
- ✓ **消费升级，人均医疗消费支出持续增加：**我国居民人均消费支出从2013年的1.32万元增至2021年的2.41万元，2013-2021 CAGR 7.79%；我国人均医疗保健支出从2013年的912元增至2021年的2115元，复合增速11.09%，超过整体消费支出增速，居民对于医疗保健的重视程度逐步提高，刚性医疗需求占比扩大。



资料来源：国家统计局、wind，华安证券研究所

| 主要慢病发病率      | 2008   | 2013    | 2018    |
|--------------|--------|---------|---------|
| 内分泌、营养、代谢及免疫 | 12.90% | 39.10%  | 62.50%  |
| 循环系统         | 85.50% | 180.30% | 231.00% |
| 呼吸系统         | 14.70% | 15.60%  | 26.10%  |
| 消化系统         | 24.50% | 24.90%  | 43.80%  |
| 泌尿生殖         | 9.30%  | 10.30%  | 16.30%  |
| 肌肉&骨骼结缔组织    | 31.00% | 37.30%  | 58.60%  |



找报告，上“数据理河”

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (13462421224) 同步分享更新

## 1.4 支付：医疗服务价格调整落地在即——云南

- 加快推进医疗服务价格调整等改革任务，云南省发改委于2021年10月在官网上公布了《云南省2021年省级公立医疗机构医疗服务价格调整方案》：本次拟调整项目数共1300项，平均调增幅度28.25%，拟调增项目为1113项，平均增幅36.4%；拟调减项目187项，平均降幅20.1%；整体呈上升趋势。
- 调增项目：**综合医疗服务类40项，医技诊疗类29项(其中：病理检查21项，放射治疗8项)，临床诊疗类 979项(其中：临床各系统诊疗211项，经血管介入诊疗30项,手术治疗699项，物理治疗与康复39项)，中医及民族医诊疗类65项，平均增幅36.4%。
- 调减项目：**医学影像16项，超声检查9项，核医学类16项，放射治疗4项，检验类138项，血型与配血2项，病理检查2项，平均降幅20.1%。

云南省部分调整项目（元/次）

| 项目名称     | 项目内涵                   | 除外内容  | 计价单位 | 说明          | 调整前最高限价 |     |     | 财务分类 | 调整后最高限价 |      |     |
|----------|------------------------|-------|------|-------------|---------|-----|-----|------|---------|------|-----|
|          |                        |       |      |             | 一类      | 二类  | 三类  |      | 一类      | 二类   | 三类  |
| 静脉高营养液配制 | 包括一组或多组                |       | 次    |             | 20      | 20  | 20  | E    | 30      | 30   | 30  |
| 洗胃       | 含插胃管及冲洗，以洗净为一次。        | 一次性胃管 | 次    |             | 30      | 30  | 30  | E    | 60      | 60   | 60  |
| 侧脑室穿刺术   | 含引流、注药                 |       | 次    | 不得另收引流装置材料费 | 200     | 170 | 150 | D    | 300     | 255  | 255 |
| 眼部冷冻治疗   | 包括治疗炎性肉芽肿、血管瘤、青光眼、角膜溃疡 |       | 次    |             | 30      | 25  | 22  | E    | 35      | 30   | 26  |
| 角膜移植术    |                        |       |      |             | 1000    | 800 | 600 | G    | 1300    | 1040 | 780 |

资料来源：云南省医保局、华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新

## 1.4 支付：医疗服务价格调整落地在即——陕西

- 为加强医疗服务价格管理工作，进一步规范医疗服务价格行为，在梳理历年出台的新增修订医疗服务项目价格基础上，陕西省在2022年3月发布了《陕西省医疗服务项目价格（2021版）》，对医疗机构项目价格做出一系列调整，如增加一级/二级医院服务项目1255/49项，加收儿童手术价格由10%增至20%，将检验、诊疗、中医等1281项医疗服务项目价格由二级医院价格的75%提高至80%等。
- 同年7月，西安市医疗保障局发布执行《西安地区县级及以下公立医疗机构调整医疗服务项目价格方案》。此次县级及以下公立医疗机构调整医疗服务项目价格，按照“总量控制、结构调整、有升有降、逐步到位”的原则，共调整医疗服务项目价格646项（县级和一级及下公立医疗机构各323项），均为设备物耗占比较高的检查、检验和大型设备治疗项目。价格平均降幅为9.31%，对取消药品加成后财政补助差异部分的平均冲抵比例为100.1%。经测算，县级及以下公立医疗机构执行新的医疗服务项目价格后，医疗机构医疗服务收入增长幅度为3.63%。

《陕西省医疗服务项目价格（2021版）》新增修订内容

| 主题           | 具体内容                                                                         |         |
|--------------|------------------------------------------------------------------------------|---------|
| 完善医疗机构项目价格   | 增加二级医院医疗服务项目价格49项，增加一级医院医疗服务项目价格1255项。                                       |         |
| 提高部分医疗服务项目价格 | 6周岁（含）以下儿童手术价格                                                               | 10%→20% |
|              | 中医特色优势突出的22项医疗服务项目价格                                                         | 上调15%   |
|              | 二级医院医疗机构检验、诊疗、康复、中医等1281项医疗服务项目价格                                            | 75%→80% |
| 规范部分医疗服务项目价格 | 新增修订了161项/类医疗服务项目价格，并对临床诊疗类、经血管介入诊疗、手术治疗三类说明进行了修订，将一次性大小便器从可单独收费的特殊卫生材料库中剔除。 |         |

资料来源：陕西省医保局、西安市医保局，华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新



## 1.4 支付：医疗服务价格调整落地在即——北京

- 北京市人力资源和社会保障局于今年发布《关于规范调整部分医疗服务价格项目的通知》，自22年3月26日开始实行，要求：1) 规范调整本市公立医疗机构63项医疗服务价格项目，同时明确基本医疗保险和工伤保险报销政策。其中项目价格为最高指导价格，下浮幅度不限；2) 同步废止13项现行相关医疗服务价格项目；3) 各公立医疗机构要严格按照价格政策规定和临床诊疗规范向患者提供服务并收取费用，不得收取未列明的费用。要求各公立医疗机构、非营利性医疗机构建立健全内部价格管理制度，严格规范自身价格行为；严格执行医疗服务价格公示制度，在服务场所显著位置通过多种方式公示医疗服务项目、价格及服务规范等内容。

基本医疗保险和工伤保险报销政策

| 项目      | 是否纳入医保、工伤保险报销范围 |
|---------|-----------------|
| 可收费耗材名称 | 是，是             |
| 超声乳化套刀  | 是，是             |
| 高压注射针筒  | 是，是             |
| 胰岛素注射针  | 是，是             |
| 营养袋     | 是，是             |
| 对比剂     | 是，是             |
| 药管      | 是，是             |
| 取药接口    | 是，是             |

废止项目表

| 项目                   | 项目          |
|----------------------|-------------|
| 胚胎评分                 | 辅助生育技术安全性措施 |
| 胚胎染色体病诊断             | 超声乳化套刀      |
| 卵裂球/极体活检术            | B超下采卵术      |
| 卵子冷冻保存               | 胚胎培养        |
| 卵子冷冻                 | 胚胎移植术       |
| 卵子冷冻复苏               | 宫腔内人工授精术    |
| 体外受精早期胚胎辅助孵化透明带激光打孔术 |             |

资料来源：北京政府网、北京市医保局，华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

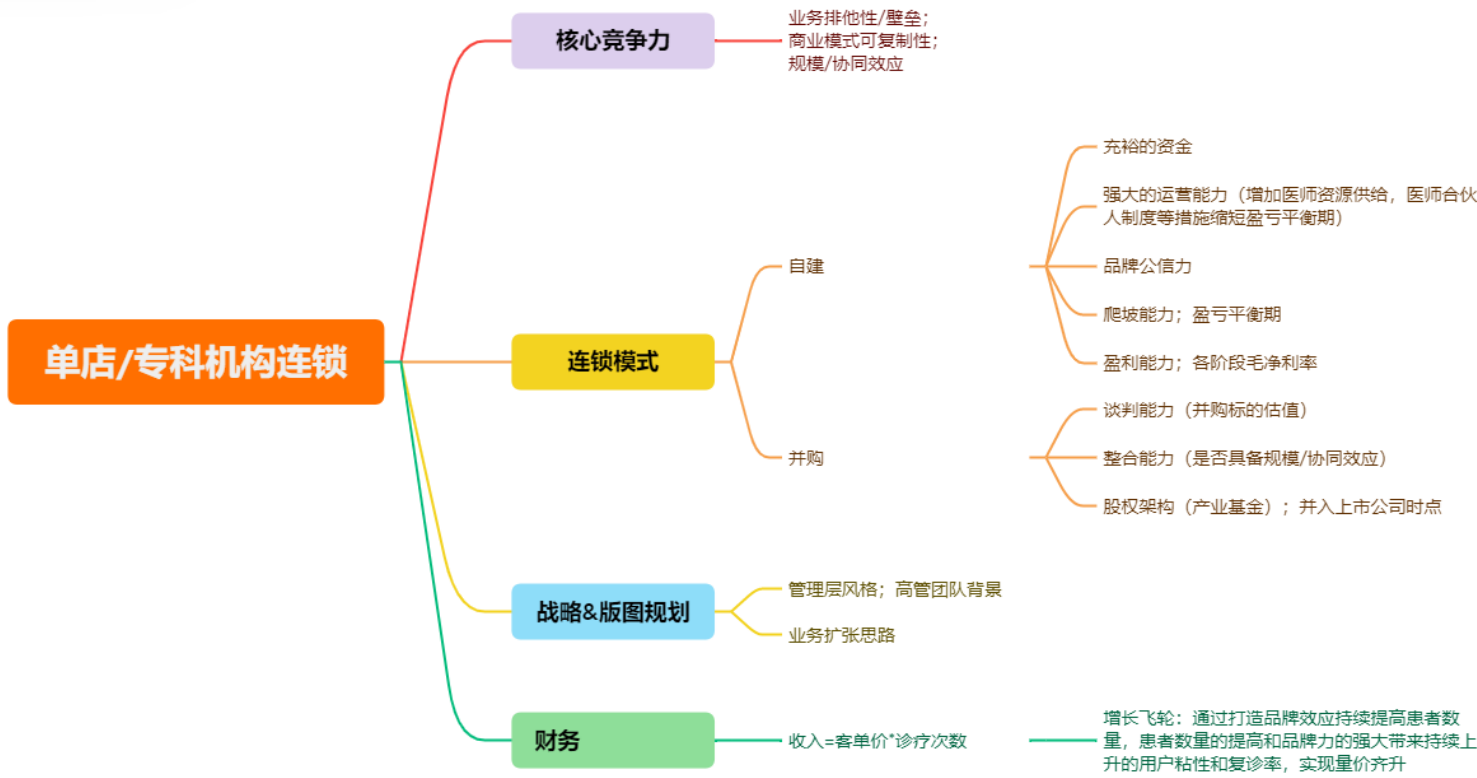
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

# 1.5 医疗服务盈利模式

- 医疗服务机构的盈利模式可以分为两个板块：1) 单店/专科连锁医疗机构；2) 综合性医院。
  - ✓ 单店/专科连锁医疗机构



资料来源：华安证券研究所整理

敬请参阅末页重要声明及评级说明

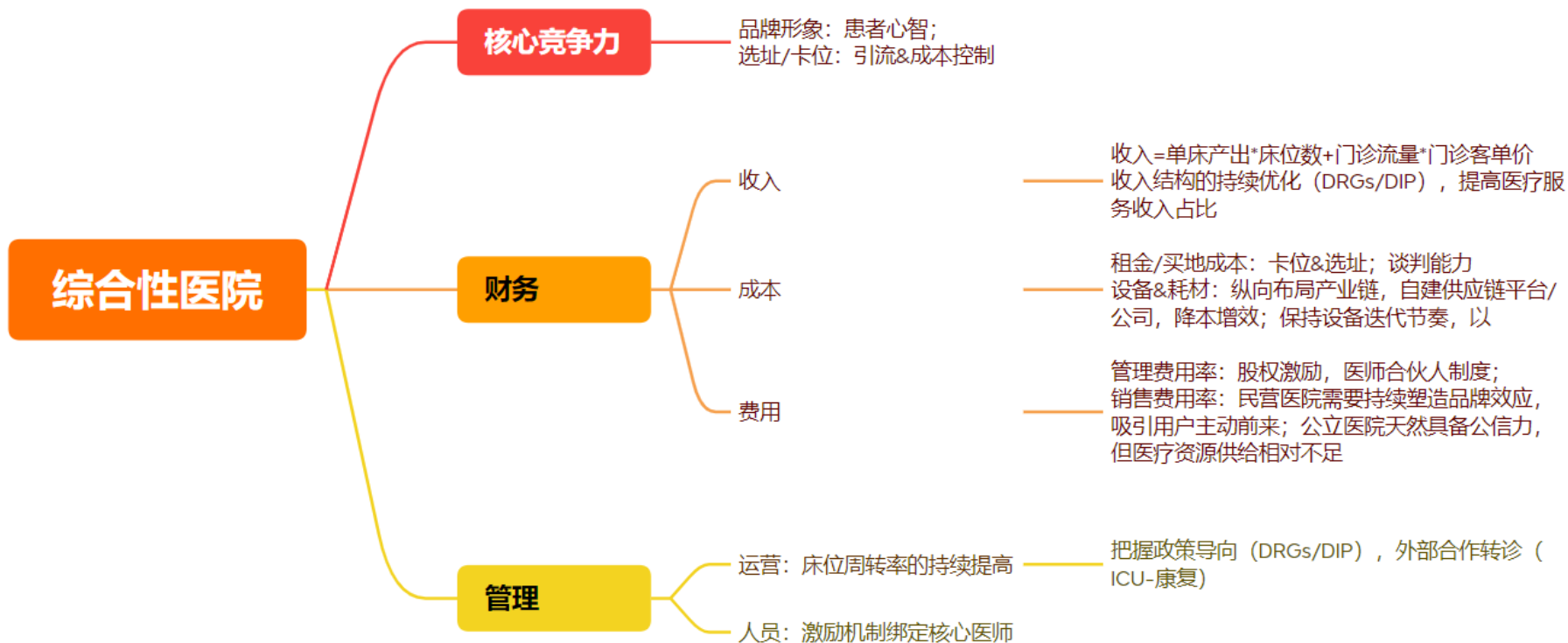
找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新

华安证券研究所

## 1.5 医疗服务盈利模式

- 医疗服务机构的盈利模式可以分为两个板块：1) 单店/专科连锁医疗机构；2) 综合性医院。  
✓ 综合性医院



资料来源：华安证券研究所整理

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

## 二、医疗服务细分赛道及相关标的

- ✓ **眼科**：消费医疗极具潜力的赛道之一，细分服务项目具备量价齐升的潜力
- ✓ **口腔**：具备较大的自主定价权，需求持续爆发，激烈的市场竞争下具备先发优势的连锁集团更具竞争力
- ✓ **肿瘤**：规模大增速稳壁垒高，公立医院资源极度稀缺，需求外溢至民营肿瘤医院是大势所趋
- ✓ **中医**：中医服务行业沧海遗珠，具备可复制性商业模式的连锁集团有望突破
- ✓ **康复**：政策利好叠加需求释放，市场潜力大；全国连锁布局的集团有望突出重围成为业内龙头
- ✓ **生殖**：牌照驱动的高壁垒蓝海赛道，具备先发优势的龙头将持续领跑
- ✓ **植发**：千亿市场可期，基数大&渗透率低为业内玩家提供发展空间

资料来源：华安证券研究所整理

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明



华安证券

HUAAN SECURITIES

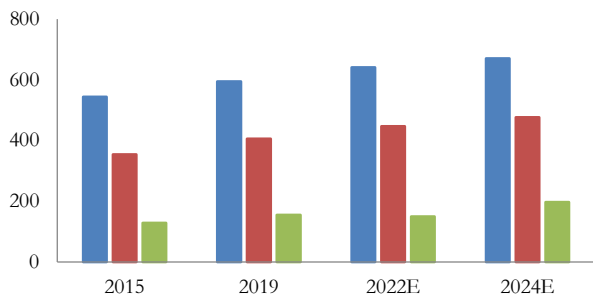
华安研究·拓展投资价值

## 2.1 眼科：消费医疗高景气赛道，细分项目空间广阔

- 眼病发病率持续提高，病种复杂化和人群广泛化成为行业特点。我国人口结构呈现不可逆的老龄化趋势，而老龄人口普遍受远视和白内障等眼病的困扰，相关眼科疾病的治疗需求逐步提升。电子产品的广泛使用叠加不健康的生活方式，使得人们尤其是青少年群体中近视等眼健康问题频发。多种因素导致中国白内障等眼科疾病及近视、远视等亚健康症状发病率逐年提升。在总人数基本不变的情况下，近视、老视和白内障的患病人口从2015年的5.43亿人、3.54亿人和1.28亿人增长至2019年的5.94亿人、4.05亿人和1.55亿人，预计2024年将达到6.70亿人、4.76亿人和1.97亿人，对于眼病的治疗需求急速扩大。此外，人均收入的提高带来了人们对健康的重视和医疗消费水平的提高。随着城镇和农村人均收入的提高，城市人均医疗保健支出从2015年的1443元增至2020年的2172元，农村人均医疗保健支出从2015年的846元上升至2020年的1418元。消费能力的提升叠加眼病的高发病率，眼科医疗服务行业需求膨胀，市场规模水涨船高，发展空间广阔。2019年我国眼科医疗服务规模1275亿元人民币，2015-2019 CAGR 15%；预计2024年将达到2231亿元人民币，2019-2024E CAGR 12%，眼科医疗服务将持续保持稳定增长。
- 民营医院逐步成为国内眼科医疗资源主要供应商。在国家一以贯之鼓励社会办医的背景下，我国民营医疗服务市场不断扩大，民营医院市场规模从2015年的67亿元增长至2024年（预计）的236亿元，2015-2024E CAGR 15.02%。

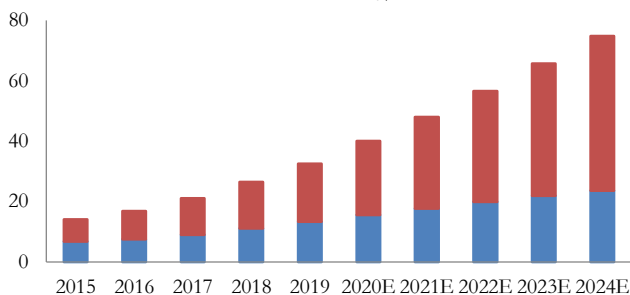
眼病患病人口（百万人）

■ 近视 ■ 老视（45岁以上） ■ 白内障（45岁以上）

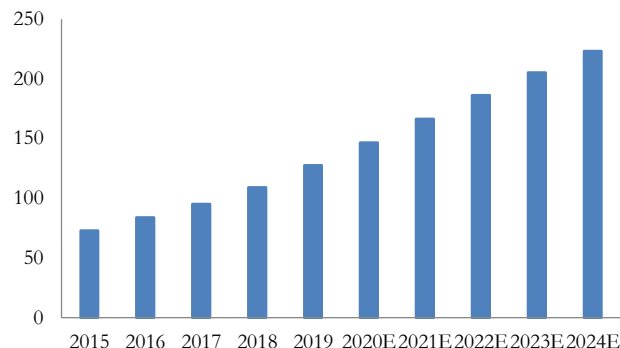


眼科专科医院市场规模（rmb bn）

■ 公立医院 ■ 民营医院



眼科医疗服务市场整体规模（rmb bn）



资料来源：弗若斯特沙利文、wind、华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

华安证券研究所

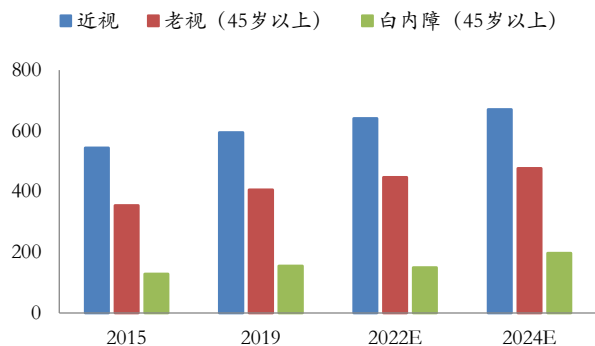
敬请参阅末页重要声明及评级说明

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新

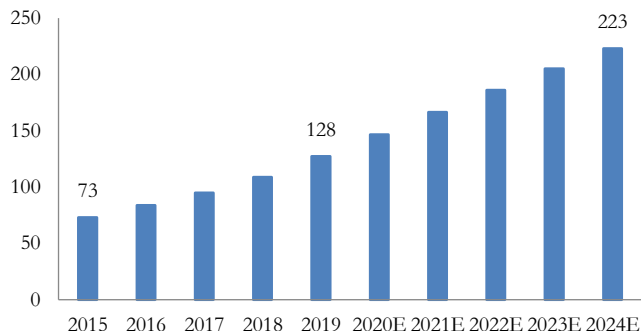
## 2.1 眼科：消费医疗高景气赛道，细分项目空间广阔

- 眼病发病率持续提高，病种复杂化和人群广泛化成为行业特点。**我国人口结构呈现不可逆的老龄化趋势，而老龄人口普遍受远视和白内障等眼病的困扰，相关眼科疾病的治疗需求逐步提升。电子产品的广泛使用叠加不健康的生活方式，使得人们尤其是青少年群体中近视等眼健康问题频发。多种因素导致中国白内障等眼科疾病及近视、远视等亚健康症状发病率逐年提升。在总人数基本不变的情况下，近视、老视和白内障的患病人口从2015年的5.43亿人、3.54亿人和1.28亿人增长至2019年的5.94亿人、4.05亿人和1.55亿人，预计2024年将达到6.70亿人、4.76亿人和1.97亿人，对于眼病的治疗需求急速扩大。此外，人均收入的提高带来了人们对健康的重视和医疗消费水平的提高。随着城镇和农村人均收入的提高，城市人均医疗保健支出从2015年的1443元增至2020年的2172元，农村人均医疗保健支出从2015年的846元上升2020年的至1418元。消费能力的提升叠加眼病的高发病率，眼科医疗服务行业需求膨胀，市场规模水涨船高，发展空间广阔。2019年我国眼科医疗服务规模1275亿元人民币，2015-2019 CAGR 15%；预计2024年将达到2231亿元人民币，2019-2024E CAGR 12%，眼科医疗服务将持续保持稳定增长。
- 民营医院是国内眼科医疗服务主要供应商。**在国家一以贯之鼓励社会办医的背景下，我国民营医疗服务市场不断扩大，民营医院市场规模从2015年的67亿元增长至2019年的192亿元，预计2024年将达到236亿元，2015-2024E CAGR 15.02%。

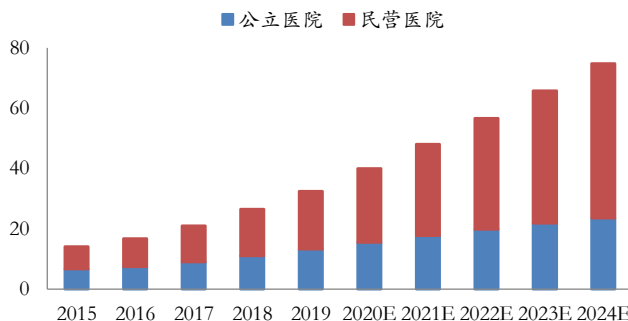
眼病患病人口（百万人）



眼科医疗服务市场整体规模（rmb bn）



眼科专科医院市场规模（rmb bn）



资料来源：弗若斯特沙利文、wind、华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新



华安证券

HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

## 2.1 眼科：消费医疗高景气赛道，细分项目空间广阔

- 眼健康纳入发展政策规划，未来想象空间巨大。除了鼓励社会资本进入医疗服务领域、发展民营医院的政策之外，国家也出台相关规划和政策鼓励眼科医疗服务的发展，呼吁人们关注眼健康。“十四五”全国眼健康规划出台，针对如何发展我国眼科医疗服务体系、加强眼病防治及具体的目标做出了指导，极大程度助推了眼科医疗服务市场的发展和规模的扩大。

### 中国“十四五”眼健康规划

※为什么要出台？党中央高度重视眼健康问题。而我国眼科医疗资源总量不足、分布不均的问题依然存在，眼健康工作任务重道远。

※任务和具体目标？一是0-6岁儿童每年眼保健和视力检查覆盖率达到90%以上；二是有效屈光不正矫正覆盖率的不断提高。三是全国百万人口白内障手术率达到3500以上，有效白内障手术覆盖率不断提高。

※如何加强眼病防治工作？推动白内障复明手术技术下沉，提升县医院白内障复明手术能力；推动眼底病、青光眼等眼病的早发现、早诊断、早治疗，完善慢性眼病患者管理模式等。



※指导思想和原则？坚持预防为主防治结合、聚焦重点人群和重点眼病。以满足人民群众多层次多样化的眼健康需求为出发点和落脚点，努力为群众提供覆盖全生命期的眼健康服务。

※如何发展我国医疗服务体系？一是加强综合医院眼科和眼科专科医院建设；二是提升眼科医疗服务能力，重点关注儿童、老年患者，重点提升近视科学矫治、白内障复明手术；三是优化眼科专业技术人员队伍。

资料来源：国家卫健委，华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

敬请参阅末页重要声明及评级说明

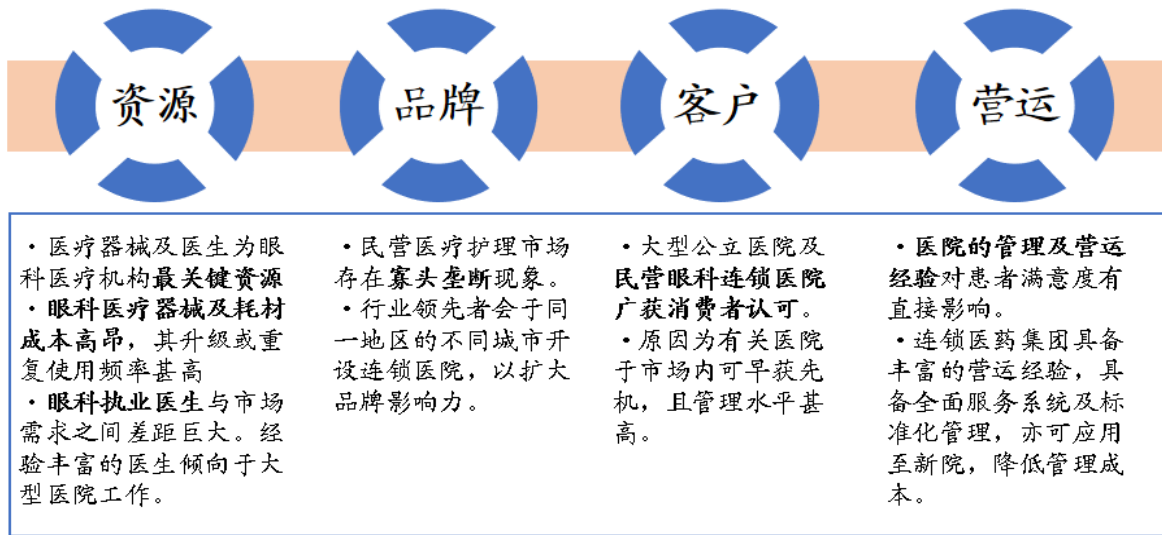
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新

华安证券研究所

## 2.1 眼科：消费医疗高景气赛道，细分项目空间广阔

- 眼科医疗服务领域进入难度中等，存在一定市场壁垒，先进入者具备先发优势。其一，眼科医疗器械及眼科医生是眼科医疗机构最关键的资源，眼科医院的建立需要较高的启动资金和持续的投入，市场的成熟参与者由于进入市场早，具备一定的市场渗透率，对资源具备一定的控制权；其二，品牌识别度和知名度是消费者进行决策的最重要因素，民营医院市场容易凭借品牌知名度的长时间积累形成寡头垄断优势；其三，客户忠诚度，连锁机制的医疗机构往往凭借其品牌形象和口碑积累忠实客户，在一个区域实现高覆盖率之后，由于公司已经建立起品牌和可复制的运营模式，对外扩张的难度会持续降低；其四，医院的运营对患者满意度也会存在直接影响，高效率的就诊流程能帮助公司降本增效、提高用户体验。

眼科医疗服务市场壁垒



资料来源：朝聚眼科招股书，华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新

## 2.1 眼科技术迭代催生新需求，高技术企业带来强大品牌效应

- 中国屈光手术及晶状体置换手术所用技术于过去二十年间出现翻天覆地的改变和迭代。眼科医疗服务设备的更新迭代既能提高治疗效果也能提高成功率。例如，随着人工晶状体由单焦点发展至三焦点晶状体，该等优质人工晶状体能为患有老视及白内障的人士提供全距良好视力。具备先发优势的眼科医疗服务机构有能力配备不同类型手术所需的相关医疗器械和相关经验丰富的医师，在快速发展迭代的行业始终占据市场份额。

主流眼科治疗技术介绍

| 技术             | 描述                                   | 适应症                                         | 优点                                      | 市场价格            |
|----------------|--------------------------------------|---------------------------------------------|-----------------------------------------|-----------------|
| 全飞秒激光手术        | 激光手段矫正屈光不正                           | 可治疗不超过1,200度的近视、不超过600度的散光及不超过600度的远视       | 由半飞秒技术发展而言，可以减少术后干眼症等副作用                | 15,000 – 25,000 |
| 半飞秒激光手术        | 结合飞秒激光和准分子激光的手术                      | 可治疗不超过1,200度的近视、不超过600度的散光及不超过600度的远视       | 提升切口精确度，比传统LASIK手术更为理想                  | 13,000 – 16,000 |
| 表层全激光手术        | 结合Trans PRK手术表面切割法及崭新Smart Pulse技术优势 | 可治疗不超过800度（或1200度）的近视、不超过600度的散光及不超过600度的远视 | 术后疼痛更轻微，适合特殊职业（如军人、运动员）                 | 6,000 – 20,000  |
| ICL技术          | 植入隐形眼睛治疗高度近视                         | 通常用于治疗高度近视及散光。此手术一般适用于18~45岁的患者。            | 患者因角膜过薄或不规则、严重干眼或有极端程度的屈光不正而不适合进行激光屈光手术 | 30,000 – 40,000 |
| 角膜塑形镜          | 为一种使用特殊设计的硬性透气隐形眼镜                   | 治疗不超过600度的近视                                | 儿童不适合做激光手术，建议采用OK镜                      | 3,000 – 15,000  |
| 超声乳化联合人工晶状体植入术 | 为治疗白内障的主流手术                          | 白内障                                         | 全球公认治疗白内障最有效                            | 10000-30000     |
| 飞秒激光辅助白内障超声乳化术 | 结合飞秒激光和传统超声乳化术治疗白内障                  | 白内障                                         | 术后视力和安全性方面卓越                            | 15,000 – 40,000 |

资料来源：朝聚眼科招股书、健康界，华安证券研究所；市场价格为元/双眼睛

敬请参阅末页重要声明及评级说明

找报告，上“数据理河”

华安证券研究所

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新



华安证券  
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

## 2.1 眼科赛道玩家众多，爱尔一骑绝尘

- 眼科赛道玩家众多，行业内竞争较为激烈。公立医院由于声誉优势，在病人心中地位较高，较一般民营医院更有竞争力，但受限于其公立属性，规模难以进一步扩张，市场空间有限。民营眼科方面，爱尔眼科从布局范围及规模都远胜其他公司，市场份额最大，是民营眼科赛道绝对的龙头，目前爱尔眼科在部分城市已拥有超越公立医院的技术水平，主要竞争对手是以北京同仁眼科中心等为代表的国内顶尖眼科医院。

|        | 代表       | 分布范围                                                     | 规模（2021年）                                                                      |
|--------|----------|----------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------|
| 民营眼科连锁 | 爱尔眼科     | 国内完成90%省会城市覆盖、80%地级市覆盖，海外延伸                              | 眼科医疗机构中国内地610家（上市公司旗下292家），中国香港7家、美国1家、欧洲93家、东南亚12家；年门诊量1019.61万人次，年手术量81.73万例 |
|        | 华厦眼科     | 覆盖17个省及46个城市，辐射国内华东、华中、华南、西南、华北等地区                       | 内地56家眼科专科医院；年门诊量167.14万人次，年手术量29.28万例；营收规模30.64亿元                              |
|        | 普瑞眼科     | 已在全国18个城市包括北京、上海、成都、重庆、武汉、昆明、兰州、合肥、郑州、哈尔滨、西安、贵阳、沈阳等地创办医院 | 内地21家眼科医院及3家眼科门诊部；上半年门诊量46.87万人次，上半年手术量4.57万例；营收规模17.10亿元                      |
|        | 朝聚眼科     | 扎根华北，布局内蒙古、浙江省、江苏省、山西省及河北省                               | 内地18家眼科医院；年门诊量88.73万人次，年住院量4.6万例；营收规模9.98亿元                                    |
|        | 何氏眼科     | 深耕辽宁，进军全国，已在北京、上海、成都、重庆、海南等地创办医疗机构                       | 内地90家眼科医疗机构，辽宁占81家；年门诊量119万余人次，年手术量4.6万余例；营收规模9.62亿元                           |
|        | 希玛眼科     | 立足香港，辐射大湾区                                               | 眼科医疗机构共64家；年手术量3.51万人次；营收规模11.13亿港元                                            |
| 公立眼科医院 | 北京同仁眼科中心 | 位于北京市，国家重点学科，三大眼科中心之一                                    | 年手术量约6万例（仅眼科）（2016年数据）<br>估计营收规模为7.5~8.0亿元（2016年数据）                            |
|        | 复旦眼耳鼻喉医院 | 位于上海市，国家重点学科，三大眼科中心之一                                    | 年门诊量约87.1万人次（2016年数据）<br>年手术量约5.7万例（2016年数据）<br>估计营收规模为7.0~7.5亿元（2016年数据）      |
|        | 中山大学眼科中心 | 位于广州市，国家眼科重点实验室所在地（唯一），三大眼科中心之一，亚太眼科学会永久总部               | 年门诊量约101万人次（2016年数据）<br>年手术量超过6万例（2016年数据）<br>估计营收规模为7.5~8.0亿元（2016年数据）        |

资料来源：各公司公告、招股说明书及官网，华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

## 2.1 眼科：朝聚眼科

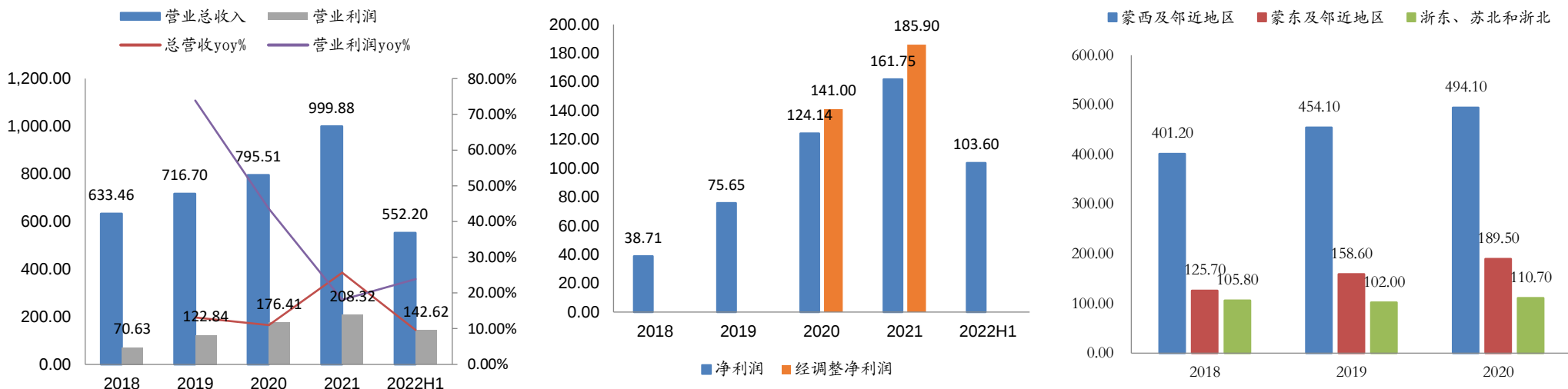
### ➤ 深耕内蒙、辐射华东，区域领先的眼科医疗服务集团，快速把握眼科服务广阔市场需求

- 区域眼科医疗服务龙头，知名度和发展潜力双高。朝聚眼科为拥有百年历史的民营眼科医疗服务集团，主营业务包括基础眼科及消费眼科服务，涵盖眼科护理全阶段及流程，如早期筛查、预防及早期诊断、治疗及康复。
  - ✓ 业绩增长显著，2021年实现营业总收入10.00亿元（+25.69%），2018-2021 CAGR 16.40%，其中消费眼科收入5.17亿元（占比52%），基础眼科收入4.80亿元；净利润1.62亿元（+30.30%），2018-2021 CAGR 75.41%；毛利4.49亿元（+28.37%），2018-2021 CAGR 22.35%，毛利率44.97%，业绩增长明显。
  - ✓ 公司发展快速、行业排名居前，根据弗若斯特沙利文的数据，以2021年全国民营眼科医院总收入为统计口径，公司排名内蒙古第一、全国第四；按2020年华北地区每百万人口收入覆盖，公司排名第一。
- 集群化运营具备可复制性，协同效应初现，扩张计划有序开展。
  - 公司战略明晰，根据不同区域市场情况定制发展方案、根据地理区位进行区域内集群化运营，实现区域内资源共享。截至目前，公司旗下经营管理18家营利性医院、24家视光中心，覆盖5个省及自治区。
  - 公司集中化方式管理药物及医疗耗材采购，降本增效收效明显，口碑的积累帮助公司吸引客户和人才，形成良性循环，2021年公司医院门诊就诊次数88.73万次（+36.10%），次均消费647元；医院住院就诊次数4.60万次（+3.90%），次均消费7415元。
  - 集中化管理使得公司的业务模式具备可复制性，公司新医院筹建期和盈亏平衡期显著低于同业，3000~4000平方米新医院筹建期13个月（行业平均1-2年），新医院盈亏平衡期1年（行业平均3-5年）。
  - 公司在手现金充裕，2021年期末现金余额12.57亿元人民币，充裕的现金流有助于公司中长期业务版图扩张战略的持续顺利落地。



## 2.1 眼科：朝聚眼科

- 收入稳定增长，处于高速发展期。公司收入保持稳定增长，从2018年的6.33亿元增长到2021年的10.00亿元，2018-2021 CAGR 16.40%；2020年虽然受疫情影响，但依旧实现11%增速，2021年快速恢复，同比增长25.69%，后疫情时代业绩恢复迅速，彰显公司强大的运营管理能力。公司营业利润稳步上升，2021年实现2.08亿元，2018-2021 CAGR 43.41%。公司盈利能力强，净利润快速提高，从2018年的0.39亿增长至2021年的1.62亿元，2018-2021 CAGR 61.07%，净利润复合增速远高于收入的复合增速，盈利能力快速提高。22H1公司实现营业收入532.7百万元，同比增长6.5%；实现毛利244.3百万元，同比增长7.4%；实现纯利101.8百万元，同比增长29.4%；净利率19.1%。
- 深耕内蒙、辐射华东，公司逐步成长为民营眼科医疗服务领军企业。从收入地域分布来看，公司的营收绝大部分来自蒙西及邻近地区，蒙东地区收入贡献占比紧随其后，另有部分收入来自于浙北、浙东和苏北。公司深耕内蒙，凭借正确的战略布局和深厚的口碑基础为公司带来强大的收入存量，截至目前蒙西和蒙东均保持15%以上的增长，驱动公司收入持续稳定增长。随着公司在浙北、苏北和浙东地区的稳步扩张，相关区域的门店爬坡将为公司带来外延增长新动力。



资料来源：wind，华安证券研究所；营收/营业利润/净利润单位为rmb mn

找报告，上“数据理河”

华安证券研究所

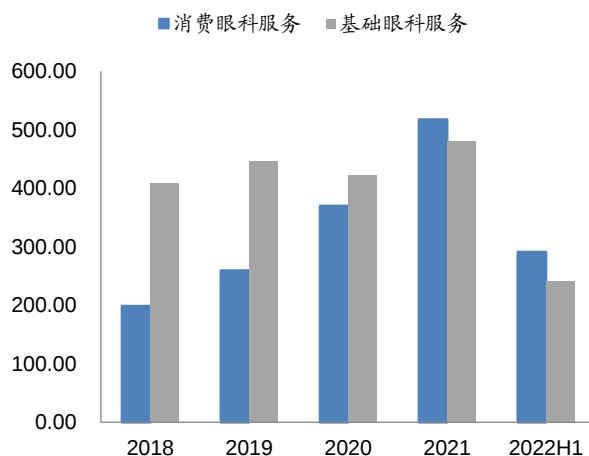
敬请参阅末页重要声明及评级说明

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (13462421224) 同步分享更新

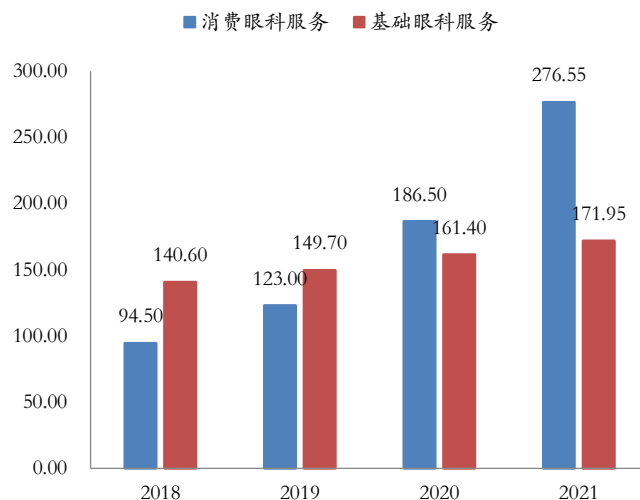
## 2.1 眼科：朝聚眼科

- 重点布局消费眼科服务，收入稳步增长。公司消费眼科服务收入占比不断提高，从2018年的31.41%提升至2021年的51.84%，2021年贡献收入过半并超过基础眼科服务，未来有望成为公司增长新亮点。消费眼科收入则从2018年的1.99亿元提升至2021年的5.17亿元，2018-2021 CAGR 36.37%。消费眼科服务盈利能力逐步提高，成为未来利润新增长点。从毛利角度看，2021年公司消费眼科服务板块贡献收入2.77亿元人民币，同比增长48.28%，2018-2021 CAGR 43.04%，在消费眼科需求的不断膨胀下增速预计将持续提高；2021年公司基础眼科板块贡献毛利1.72亿元人民币，同比增长6.54%，2018-2021 CAGR 6.94%，增速较为稳定。2022年上半年公司消费眼科服务收入291.05百万元（占比54.6%），毛利率50.4%；基础眼科服务241.69百万元（占比45.4%），毛利率40.4%。公司持续深耕消费眼科服务，消费眼科毛利率显著更高，这主要系：和基础眼科服务相比，消费眼科服务大部分不纳入医保，因此不受医保限价的影响，公司自主定价的前提下可以获得较高的毛利率，带动公司整体毛利率上升。

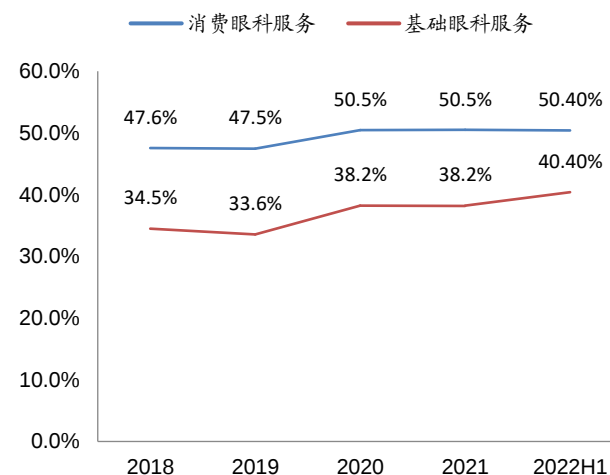
消费眼科服务收入增速强劲 (rmb mn)



消费眼科毛利逐年提高 (rmb mn)



公司消费眼科业务毛利率亮眼



资料来源：公司招股书、公司公告，华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (13462421224) 同步分享更新

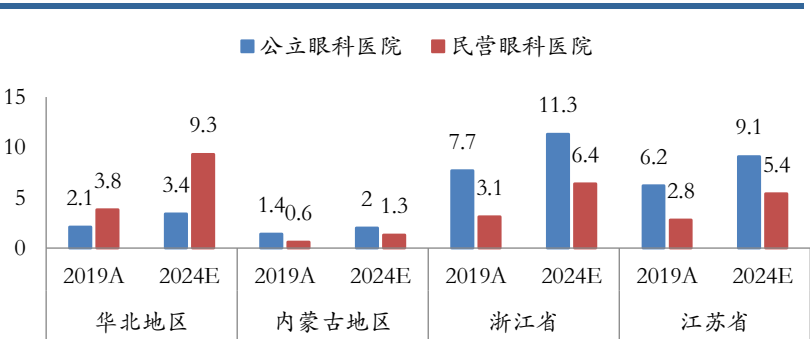
敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

## 2.1 眼科：朝聚眼科

- 持续巩固总部优势，选择性开拓新市场。公司深耕内蒙古地区，在蒙西眼科医疗服务市场具备超过30年的运营经验，积累了深厚的医院经营和业务扩展复制经验。从区域战略看，由于内蒙古与华东地区的市场规模、竞争格局、供需水平各有不同，朝聚在不同的市场制定了具备针对性的扩张和运营战略。
  - ✓ 1) 在内蒙古地区，公司是民营眼科医疗服务龙头，具备诸多优势，客户忠诚度高；考虑到内蒙地区竞争态势较为缓和、且行业规模稳步提升（2024年预计民营眼科医院市场规模达13亿元）公司的重点在于保持其内蒙地区的领先地位，这又往往能吸引优秀的医生资源，这又进一步提高了龙头医院的获客能力，为公司提供了增长的基础。
  - ✓ 2) 在江浙地区，由于长三角地区民营眼科机构数量众多，竞争较为激烈，公司采取的扩张战略为以眼科服务渗透率较低的以二三线城市为扩张重点，大力发展消费眼科业务以提高品牌知名度和口碑，从而提高区域覆盖率。
- 从市场规模及增速看，公司布局的内蒙古及华东地区眼科医疗服务市场具备持续增长潜力，在继续巩固内蒙古及周边地区的领先地位、开拓江浙区域以提高覆盖率的战略下，公司有望实现内生和外延的持续扩张。

公司旗下医院所在地区市场规模（rmb bn）



集群化业务模式



- 医院集群化运作提高区域内医院协同效应，使得业务模式可复制，提高公司的扩张能力。朝聚对其旗下医院按照地域进行集群化运作，实现区域内的协同效应和规模效益。公司的对外扩张逻辑分为以下几个步骤：1) 在进入一个新市场前，公司会针对当地市场进行深入调研，如对浙江省和江苏省的竞争业态、供给需求等进行分析，并以调研结果为依据，选择合适的地址建立第一家医院。2) 集团为首家医院的经营发展持续赋能，通过精细化运营积累口碑后，选择合适地址继续进行扩张，相较于第一家医院会更有效率。3) 最终，公司在该区域内逐步形成医院簇，开展集群化运作。

资料来源：朝聚眼科招股书，华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (13462421224) 同步分享更新

## 2.1 眼科：朝聚眼科——单体医院步入成熟期，收入稳定增长

- 包头医院**位于蒙西，在财务及医院运营方面非常优秀。包头医院作为公司旗舰医院之一，拥有深厚的运营管理经验，2012年荣获国家临床重点专科建设项目单位。在医院设施方面，截至2020年末，包头医院建筑面积15710平方米，病床数120张，拥有186名医疗专业人员。财务方面，2020年包头医院收入1.79亿元，毛利0.96亿元，毛利率始终保持在50%以上。医院运营方面，2020年，门诊就诊次数12.54万人次，次均消费从2018年的532元增长至2020年的802元，住院就诊次数和平均消费则保持稳定。
- 呼市医院**成立于2016年，位于蒙西。呼市在设施方面，截至2020年末，其建筑面积共7697平方米，病床数100张，拥有183名医疗专业人员。财务方面，2020年，呼市医院收入为1.87亿元，毛利0.95亿元，毛利率始终保持在45%以上。医院运营方面，2018年至2020年，门诊就诊次数保持稳定，平均消费从571元增长至784元，住院就诊次数和平均消费亦保持稳定。
- 赤峰医院**位于蒙东。设施方面，截至2020年末，赤峰医院建筑面积共7662平方米，病床数100张，拥有121名眼科专业人员。财务方面，2020年，赤峰医院收入为1.10亿元，毛利0.55亿元，毛利率始终保持在40%以上。医院运营方面，2018年至2020年，门诊就诊次数保持稳定，平均消费从610元增长至947元，住院就诊次数和平均消费亦保持稳定。

| 2020年旗舰医院运营数据 | 包头医院    | 呼市医院    | 赤峰医院   |
|---------------|---------|---------|--------|
| 收入（百万元）       | 179.10  | 187.20  | 109.90 |
| 占有所有医院收入占比    | 25%     | 26%     | 15%    |
| 毛利（百万元）       | 95.70   | 95.20   | 54.70  |
| 毛利率           | 53%     | 51%     | 50%    |
| 门诊就诊次数（人次）    | 125,384 | 147,630 | 78,351 |
| 门诊平均消费（元）     | 802     | 784     | 947    |
| 住院就诊次数（人次）    | 8,540   | 7,867   | 5,283  |
| 住院平均消费（元）     | 9,204   | 9,089   | 6,758  |

资料来源：朝聚眼科招股书，华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明



华安证券  
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

## 2.1 眼科：朝聚眼科——投资建议

- 公司为华北地区民营眼科医疗行业龙头，眼科医疗服务市场的蓬勃需求和优质医疗资源的紧缺为公司提供广阔发展空间。我们看好公司布局消费眼科带来的业务高增长可能，医院集群化运作进一步提高公司运营及扩张效率。
- 预计公司2022~2024年将实现营业总收入1251/1560/1934百万元人民币，同比+25.15%/24.65%/23.98%；实现净利润217/275/345百万元人民币，同比+33.88%/26.86%/25.52%；建议关注，给予“买入”评级。（汇率因素0.81）

| 单位：Rmb mn | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入      | 1000   | 1251   | 1560   | 1934   |
| 收入同比 (%)  | 25.69% | 25.15% | 24.65% | 23.98% |
| 净利润       | 162    | 217    | 275    | 345    |
| 净利润同比 (%) | 30.30% | 33.88% | 26.86% | 25.52% |
| 毛利率 (%)   | 44.97% | 45.20% | 45.35% | 45.51% |
| ROE (%)   | 7.68%  | 9.32%  | 10.58% | 11.72% |
| 每股收益 (元)  | 0.23   | 0.31   | 0.39   | 0.49   |
| P/E       | 22.64  | 10.40  | 8.20   | 6.53   |
| P/B       | 1.72   | 0.97   | 0.87   | 0.77   |
| EV/EBITDA | 8.26   | 3.56   | 3.90   | 2.66   |

资料来源：wind、华安证券研究所；图表及截图单位为人民币百万元

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (13462421224) 同步分享更新

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明



华安证券

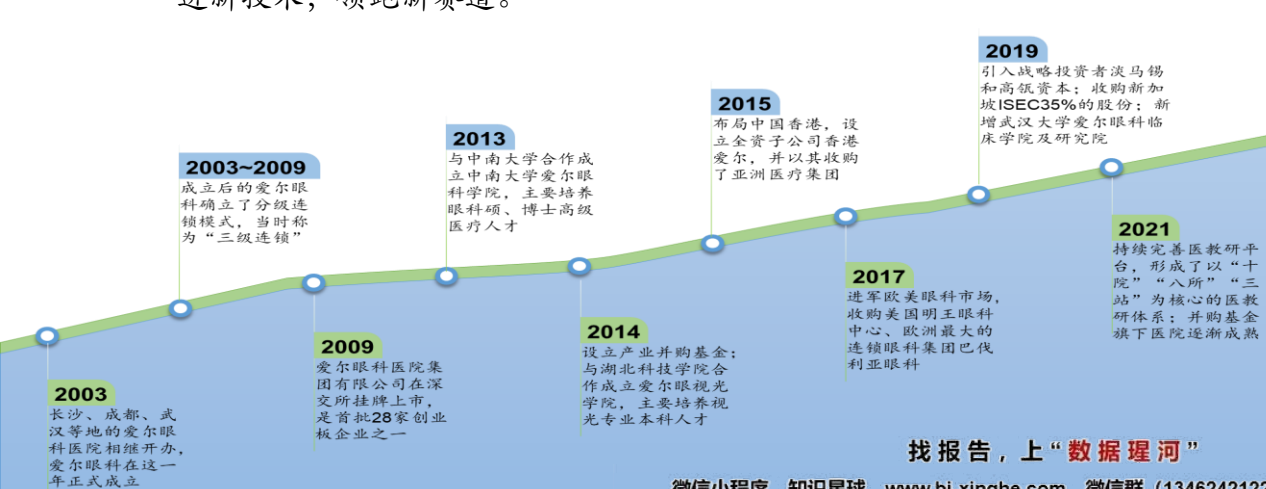
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

## 2.1 眼科：爱尔眼科

➤ 公司是民营眼科医疗先行者，先发&规模优势滚雪球，多维度竞争优势奠定高质量成长基石

- 爱尔眼科是目前全球规模最大的眼科医疗连锁机构和眼科医疗服务先行者，本身具备远超同行业的规模优势及先发优势。凭借长期积累的品牌口碑、深厚底蕴及成熟的标准化模式，持续抢占市场，已完成省会城市90%覆盖，地级市80%覆盖，为行业内其他竞争者开拓市场带来不小的难度，形成了天然的竞争壁垒；2021年公司实现营业收入150.01亿元，2009~2021年CAGR 30.66%，实现归母净利润23.23亿元，2009~2021年CAGR 30.87%，净利率逐年提升，由2009年的14.83%提升至2021年的16.47%。
- 多维度竞争优势奠定高质量成长基石。1) “并购基金+合伙人”模式打破了民营连锁机构扩张过程中的“人才、资金”双瓶颈，驱动扩张提速。自2014年成立并购基金以来，公司旗下医院数量由2014年初的50家快速扩张至2021年底的292家，公司并购基金旗下仍有318家医院存量，未来扩张需求可顺利落地。2) 全面分级连锁及全球化生态战略帮助公司在优化资源配置、实现技术资源高效迭代的同时，将优质医疗服务持续下沉，高效满足患者的个性化就医需求。目前公司在部分省会城市已经拥有超越公立医院的技术水平，同时分级连锁网络已经完成省会城市90%覆盖、地级市80%覆盖，新十年1+8+N战略还将持续深化公司分级诊疗网络。3) 医教研体系建设及人才培养计划为公司乃至行业输送眼科人才，为高速扩张提供了人员及技术支撑。截至2020年底，公司眼科医生共计6000余人，约占全国总眼科医师的1/8，人才聚集效应明显。4) 持续创新奠定公司长期发展基石。公司抓住新发展机遇。高端术式占比已达到较高水平，且仍处上升趋势；角膜塑形镜为公司视光业务主力，有望实现价量齐增；创新开设干眼门诊等特色门诊，利用全球化布局优势持续引进新技术，领跑新赛道。



找报告，上“数据理河”

资料来源：wind、公司官网

华安证券研究所

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (13462421224) 同步分享更新

## 2.1 眼科：爱尔眼科——老牌医院实力雄厚，新增医院快速爬坡

- 根据成立时间，公司体内医院分为老牌医院和新增医院两类。老牌医院是公司上市前成立的医院，均有超过十年的发展史，经营成熟，底蕴雄厚，其中以成都爱尔、武汉爱尔、衡阳爱尔、株洲爱尔、长沙爱尔、沈阳爱尔、重庆爱尔、广州爱尔这8家医院作为老牌医院的代表。新增医院是2009年公司上市后通过自建、并购或从并购基金并入成立的医院，承担开拓市场，扩大品牌影响力的任务，自2009年初至2021年底，公司体内内地新增医院共275家，海外新增医院113家（含香港），部分新增医院表现亮眼，以深圳爱尔、东莞爱尔等为代表。

部分医院2021年基本情况

|           | 门店名称    | 地点 | 类型     | 开业时间    | 建筑面积（平方米） | 收入（万元） | 净利润（万元） |
|-----------|---------|----|--------|---------|-----------|--------|---------|
| 核心老牌医院    | 成都爱尔    | 成都 | 成立     | 2002.12 | 6,313     | 41,699 | 12,667  |
|           | 武汉爱尔    | 武汉 | 成立     | 2003.7  | 18,409    | 53,760 | 14,695  |
|           | 衡阳爱尔    | 衡阳 | 成立     | 2003.9  | 3,465     | 19,120 | 4,588   |
|           | 株洲三三一爱尔 | 株洲 | 成立     | 2004.9  |           | 16,489 | 3,845   |
|           | 长沙爱尔    | 长沙 | 成立     | 2004.12 | 8,957     | 45,794 | 17,699  |
|           | 沈阳爱尔    | 沈阳 | 收购     | 2005.8  | 6,069     | 42,397 | 9,834   |
|           | 重庆爱尔    | 重庆 | 成立     | 2006.7  | 21,000    | 25,964 | 4,906   |
|           | 广州爱尔    | 广州 | 成立     | 2008.2  | 36,000    | 24,502 | 4,034   |
| 上市后部分新增医院 | 深圳爱尔    | 深圳 | 成立     | 2013.5  | 6,568     | 29,826 | 5,305   |
|           | 东莞爱尔    | 东莞 | 体外并入体内 | 2014.8  | 11,535    | 23,165 | 5,862   |
|           | 滨州沪滨爱尔  | 滨州 | 体外并入体内 | 2014.12 | 8,000     | 20,303 | 3,843   |
|           | 佛山爱尔    | 佛山 | 体外并入体内 | 2014.12 | 6,970     | 11,937 | 2,974   |
|           | 长沙湘江爱尔  | 长沙 | 成立     | 2015.7  | 7,042     | 11,063 | 2,974   |

资料来源：爱尔眼科公告，华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

华安证券研究所

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新

## 2.1 眼科：爱尔眼科——老牌医院实力雄厚，新增医院快速爬坡

- 新增医院增长能力强劲，快速爬坡。新增医院为上市后通过自建、直接并购、并购基金并购三种方式成立的新医院，受益于公司标准化模式及品牌效应的不断增强，近年来新增医院业绩亮眼，爬坡速度非常快，不少医院在开业后第二年即可实现盈利并在之后的年度实现更高质量的发展。

部分新增医院经营情况

| 门店名称   | 开业时间    | 收入增速   |        |        |       |       |       |       | 净利率    |       |       |       |       |       |       |
|--------|---------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|        |         | 2015   | 2016   | 2017   | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  | 2015   | 2016  | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  |
| 深圳爱尔   | 2013.5  | 115.9% | 30.6%  | 37.5%  | 51.1% | 29.0% | 4.6%  | 22.6% | 2.0%   | 5.4%  | 11.0% | 14.9% | 13.7% | 21.5% | 17.8% |
| 东莞爱尔   | 2014.8  |        | 127.6% | 97.9%  | 45.6% | 39.2% | 18.3% | 20.5% | -15.2% | 22.6% | 20.4% | 23.5% | 26.9% | 27.9% | 25.3% |
| 滨州沪滨爱尔 | 2014.12 |        | 77.6%  | 15.0%  | 7.7%  | 19.8% | 14.5% | 12.7% |        | 22.5% | 18.5% | 17.3% | 15.8% | 18.1% | 18.9% |
| 佛山爱尔   | 2014.12 |        |        |        |       |       | 11.8% | 18.0% | -79.5% |       |       |       | 16.4% | 20.6% | 24.9% |
| 长沙湘江爱尔 | 2015.7  |        |        | 100.0% | 27.5% | 29.9% | 19.6% | 13.9% |        | 3.6%  |       | 14.8% | 21.7% | 22.0% | 26.9% |
| 深圳爱尔   | 2013.5  | 115.9% | 30.6%  | 37.5%  | 51.1% | 29.0% | 4.6%  | 22.6% | 2.0%   | 5.4%  | 11.0% | 14.9% | 13.7% | 21.5% | 17.8% |

资料来源：公司公告，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

找报告，上“数据理河”

华安证券研究所

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新



华安证券  
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

## 2.1 眼科：爱尔眼科

- 公司是民营眼科医疗服务绝对领导者，新十年将按照1+8+n战略完善医院布局，打造世界级眼科医学中心，通过业务内生增长及医院外延并购扩张保持业绩增速，通过医教研创新平台打造医师资源壁垒，实现长期发展。
- 预计公司2022-2024年将实现营业总收入187.60/232.32/286.90亿元人民币，同比+25.06%/23.84%/23.49%；预计实现归母净利润32.30/43.57/57.50亿元人民币，同比+39.03%/34.88%/31.98%；建议关注，给予“买入”评级。

| Rmb mn    | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入      | 15001  | 18760  | 23232  | 28690  |
| 收入同比 (%)  | 25.93% | 25.06% | 23.84% | 23.49% |
| 归属母公司净利润  | 2323   | 3230   | 4357   | 5750   |
| 净利润同比 (%) | 34.78% | 39.03% | 34.88% | 31.98% |
| 毛利率 (%)   | 51.92% | 52.61% | 52.86% | 53.08% |
| ROE (%)   | 20.54% | 22.18% | 23.01% | 23.28% |
| 每股收益 (元)  | 0.43   | 0.60   | 0.81   | 1.06   |
| P/E       | 97.55  | 49.25  | 37.64  | 29.30  |
| P/B       | 20.21  | 10.50  | 8.20   | 6.40   |
| EV/EBITDA | 43.75  | 27.19  | 21.64  | 17.32  |

数据来源：wind，华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (13462421224) 同步分享更新

## 2.1 眼科：summary

- 行业：眼科医疗服务是消费医疗极具潜力的赛道之一，眼病患者遍布各个年龄段，需求同时具备刚性&消费属性，千亿规模仍将保持稳定增长势头。
- 玩家：民营眼科机构数量占比逐年提高，消费者选择民营眼科医院或诊所就诊是大势所趋。在民营眼科医疗服务连锁接连上市的背景下，一超多强的竞争格局逐步清晰；优质的品牌凭借其较强的商业模式复制能力、多年积累的品牌效应，能够在赛道内持续领跑。
- 建议关注标的：爱尔眼科（眼科连锁赛道龙头，海内外同步发展，业绩持续领跑，已覆盖）；朝聚眼科（内蒙起家深耕华北，百年历史基础扎实，集群化运营具备可复制性，进入浙江收效良好，已覆盖）；普瑞眼科；何氏眼科；华夏眼科。

数据来源：华安证券研究所整理

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

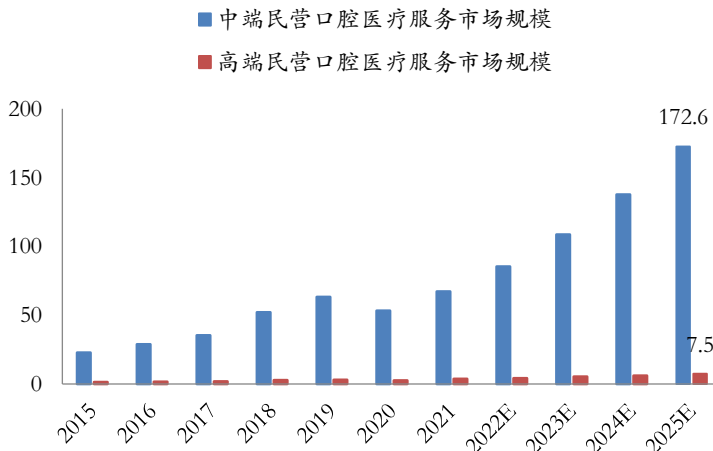
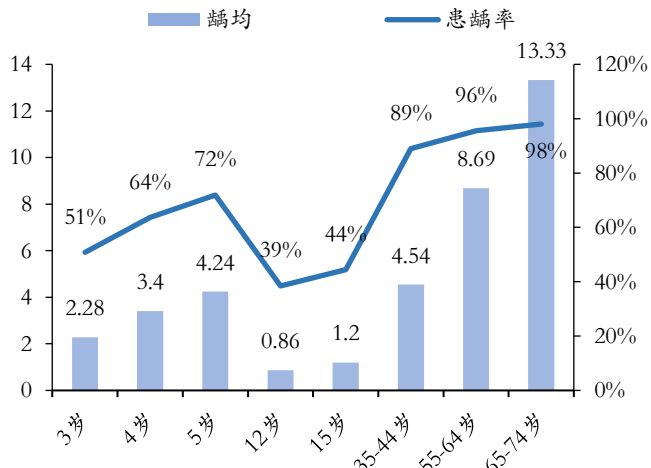
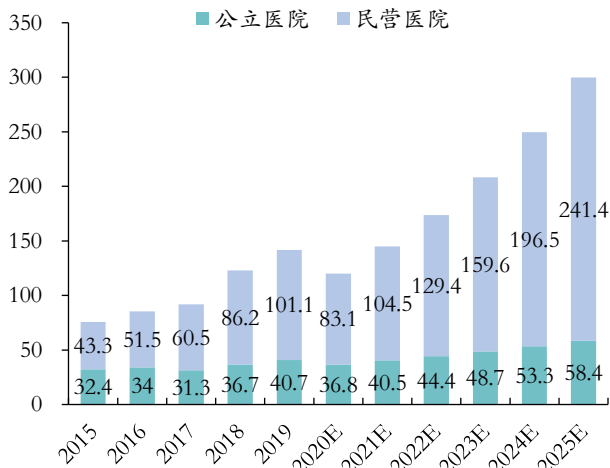
## 2.2 口腔：规模持续扩大，中高端市场快速发展

- **民众口腔健康问题刻不容缓，民营医院为主要供给商：**第四次中国口腔健康流行病学调查报告显示，2018年我国各年龄段民众患龋率及龋齿数量均处于高位，12岁以后口腔问题严重性随年龄上涨，65-74岁人群平均患有13.33颗龋齿。
- **我国口腔医疗市场高速发展。**2019年市场规模共计1418亿元，2015-2019CAGR达16.99%，预计在2025年将达到2998亿元，2019-2025CAGR达13.29%。民营医院占比迅速提高。2019年民营医院占比达71.30%，预计在2025年将达到80.52%。
- **中高端市场同步上升：**按照目标客户群体进行划分，口腔医疗服务可以分为高端、中端和经济型口腔医疗服务，高端服务面向上层市场消费主体，服务范围更加全面，质量更高；中端口腔医疗服务面向中上阶层。由于人民消费能力的上涨，中高端民营口腔医疗服务规模均保持高速增长趋势，2020年中端民营口腔医疗服务规模达67.2亿元，高端民营口腔医院规模达3.7亿元，预计中、高端民营口腔服务市场规模将于2025年达到172.6亿元、7.5亿元。

2015-2025E我国口腔医疗市场规模 (rmb bn)

2018年各年龄段民众患龋率和龋均数量 (颗)

2015-2025E我国中高端民营口腔医疗服务市场规模发展 (rmb 亿元)



资料来源：弗若斯特沙利文、国家卫健委、第四次中国口腔健康流行病学调查报告，华安证券研究所  
找报告，上“数据理河”

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (13462421224) 同步分享更新

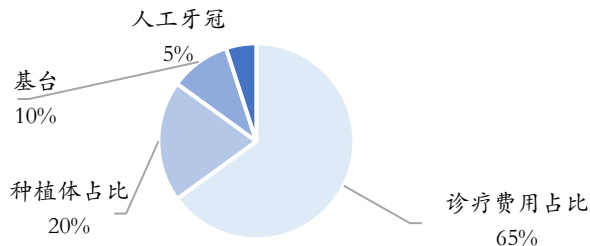
## 2.2 口腔：种植为口腔治疗主流疗法

- 种植成为主流疗法，诊疗费用占比最高：口腔种植是目前的主流口腔修复诊疗方式，相较其他疗法具备更高美观度和舒适度，且使用寿命更长。种植费用构成中，诊疗占比最高，达65%，其次是种植体本身，占20%。**种植发展迅速**。2020年，我国种植体市场规模达431亿元，2015-2020CAGR达22.07%，预计在2030年将达到1911亿元。

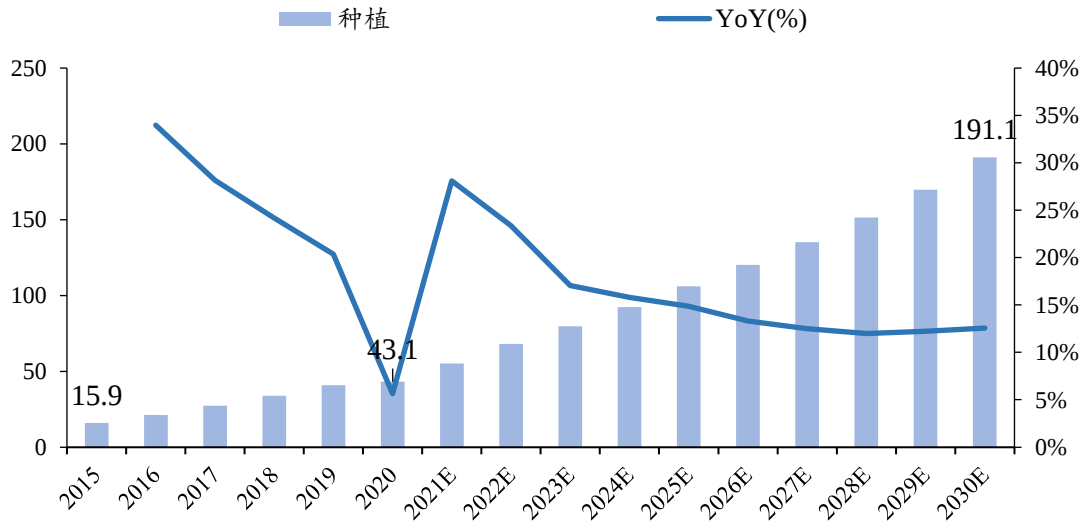
补牙方式对比

|      | 舒适度 | 美观度 | 客单价       | 使用寿命   |
|------|-----|-----|-----------|--------|
| 种植牙  | 优   | 优   | 0.3k-1w   | 半永久    |
| 活动义齿 | 较优  | 较优  | 0.2k-0.7k | 3-5年   |
| 固定义齿 | 较差  | 无   | 7.5k-2.5w | 10-15年 |

种植体费用构成



2015-2030E我国种植体市场规模 (rmb bn)



资料来源：卫生统计年鉴、灼识咨询报告、宫萍主编《口腔种植学》；华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (13462421224) 同步分享更新



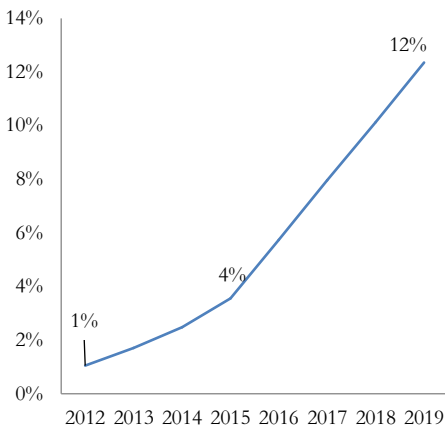
华安证券  
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

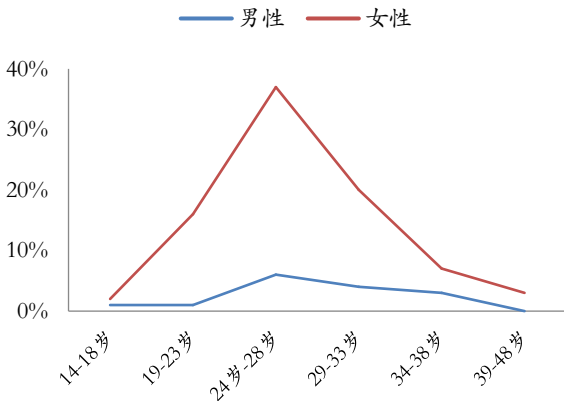
## 2.2 口腔：正畸逐步流行，需求群体扩大

- 爱美之心驱动正畸发展，女性为主要消费群体，大量潜在的男性需求亟待被转化。我国错颌畸形患者群体庞大，2020年底中国错颌畸形病例数为 10.4 亿（美国错颌畸形病例数2.45亿）、发病率74%，但同年正畸治疗渗透率仅为美国的 17%，市场依旧具备很大提升空间。
- 目前正畸人群主力集中于24-34岁的成年女性，其中24-28岁女性青年正畸比例最高，渗透率达37%。爱美之心驱动正畸高速发展，2020年市场规模达647亿元，2015-2020 CAGR 4.31%，受疫情影响略有下滑；预计在2030年市场规模将达到1275亿元，2020-2030E CAGR 7.02%。
- 隐形矫治由于美观、舒适、易于清洁、就诊时间短、频率低，符合人们对生活质量以及矫治期间牙齿美观的需求，近年来市场规模不断扩大，2020年市场规模共计15亿美元。根据灼识咨询的预测，2030年我国隐形正畸市场规模将有望触及119亿美元，2020-2030 CAGR 23.1%，和全球规模复合增速（14.2%）相比有较明显的提高。

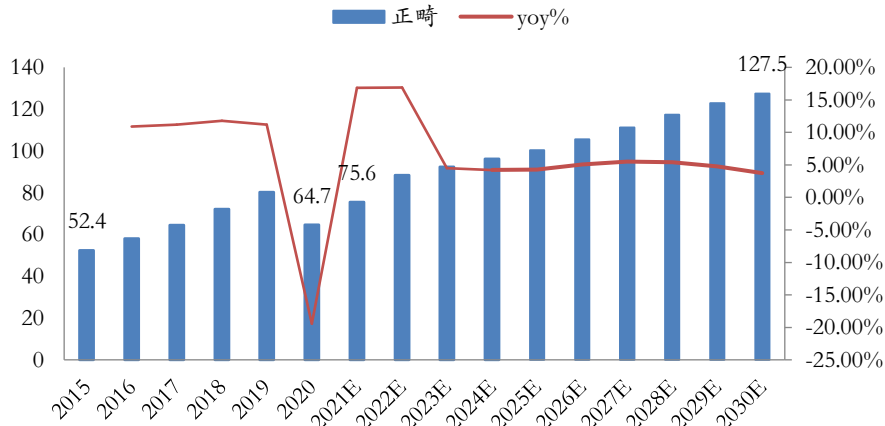
2012-2019隐形正畸占比持续提高



各年龄段正畸人群占比（按性别分）



2015-2030E正畸市场规模（rmb bn）



资料来源：卫生统计年鉴、灼识咨询报告、汉瑞祥、观研天下、时代天使招股书、贝致网，华安证券研究所  
找报告，上“数据理河”

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新

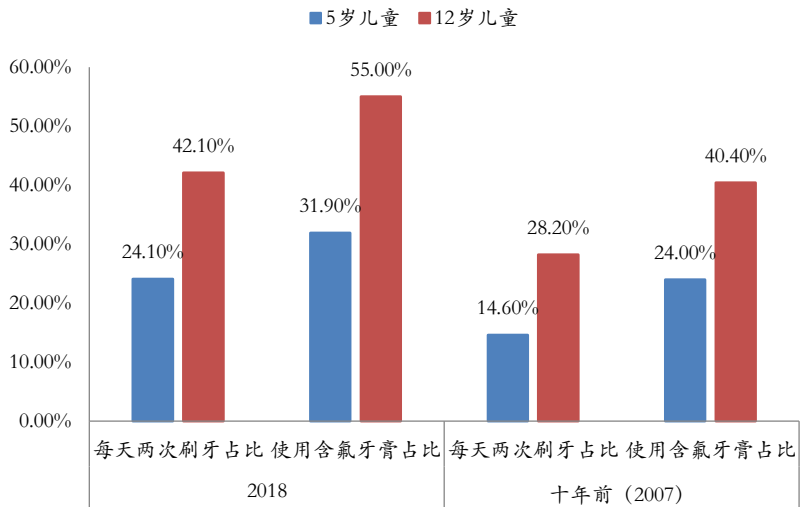
## 2.2 口腔：青少年口腔

- 青少年存在较严重的口腔问题，但口腔健康意识正在逐步提升。人有两次换牙期，第一次6个月开始，2-3岁长齐20颗乳牙，第二次6岁开始，12-13岁长齐28-32颗恒牙。儿童齿科对于这两个阶段儿童口腔进行维护，在牙齿成长初期给予矫正和管理。近年来青少年口腔意识不断提高，2018年《第四次全国口腔健康流行病学调查报告》显示，十年间青少年两次刷牙率、使用含氟牙膏率均有明显提高。但儿童口腔问题仍不容小视，相比十年前的第三次调查，青少年龋齿患病率和治疗率反而有所上升，带来儿科口腔业务的强需求。

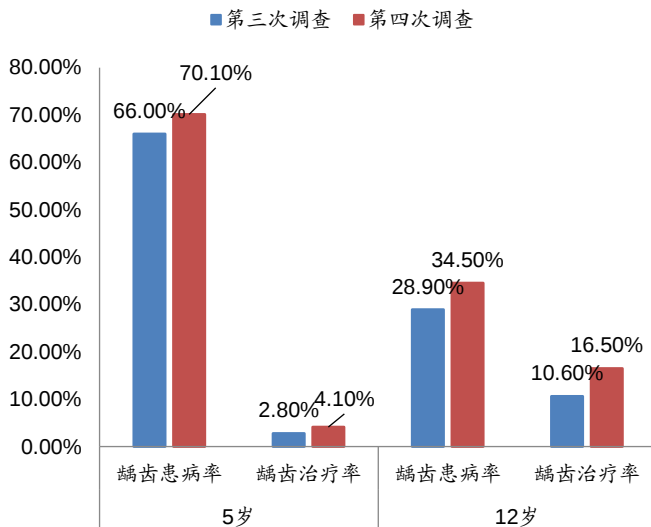
儿童齿科项目介绍

| 项目   | 介绍                     |
|------|------------------------|
| 检查   | 首次体检、X线检查              |
| 蛀牙预防 | 单次涂氟防龋、窝沟封闭、预防性充填、儿童洗牙 |
| 蛀牙治疗 | 补牙、前后牙树脂冠、牙髓治疗、乳牙间隙管理  |
| 矫正项目 | 儿童矫正、青少年矫正             |
| 外科项目 | 乳牙拔除、运动护齿器、松牙固定        |
| 舒适治疗 | 焦虑舒缓治疗、全麻下治疗           |

青少年口腔保健意识不断提高



儿童龋齿患病率及治疗率变化情况



资料来源：《第四次全国口腔健康流行病学调查报告》、极橙儿童牙科；华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (13462421224) 同步分享更新

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

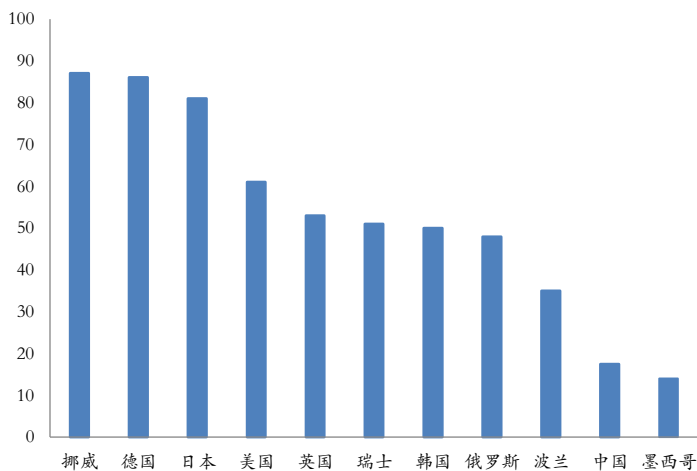
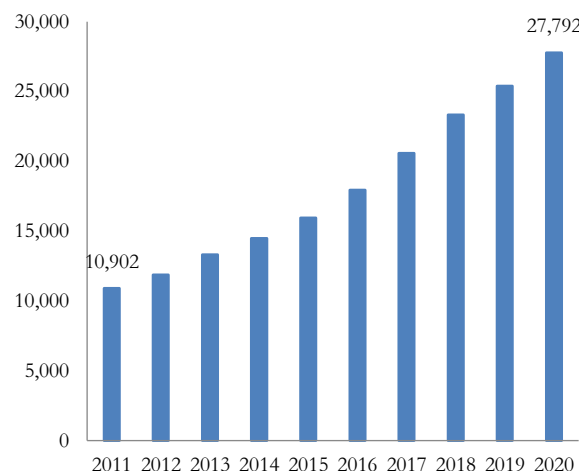
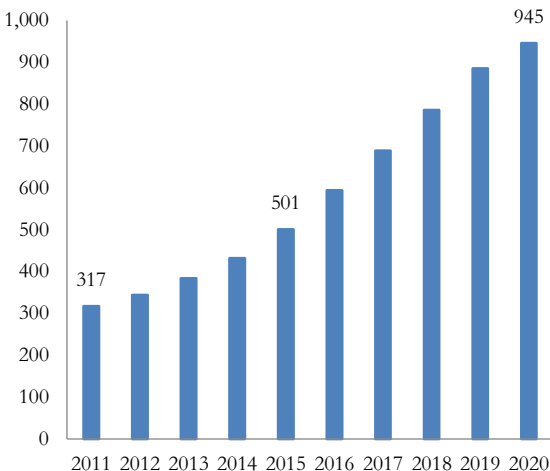
## 2.2 口腔

- 专科医院火热，执业医师保持高增长。2020年口腔专科医院数量在所有专科医院中占比第二（10%），仅略低于眼科医院；我国口腔专科医院从2011年的317家增至2020年的945家，2011-2020 CAGR 12.90%。
- 我国口腔执业医师数量稳定增加，由2011年的1.09万人增至2020年的2.78万人，2011-2020 CAGR 10.96%。相较于其他国家，我国牙医供给不足。2019年每十万人人口牙医数量排名中，中国在该指标上显著低于发达国家和部分发展中国家，仅17.5人/每十万人人口，是挪威的20.11%，美国的28.69%及韩国的35%。牙医供给仍处于低位。
- 正畸人才短缺严重。相较于美国，中国牙医更倾向于成为全科牙医，而非专业的正畸医生。2019年中国全科牙医医师21万名，正畸医生仅5300名；美国全科牙医医师15.82万名，而正畸医师10800名；中国每十万人中只有0.4名正畸医生，美国有3.3名。在相同人口基数的情况下，美国正畸医生数量将是中国的十倍。我国正畸领域发展空间巨大。

2012-2019中国口腔专科医院数量（家）

中国口腔执业(助理)医师数（人）

不同国家每十万人人口牙医数（2019）



资料来源：国家卫计委、OECD.Stat，华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

华安证券研究所

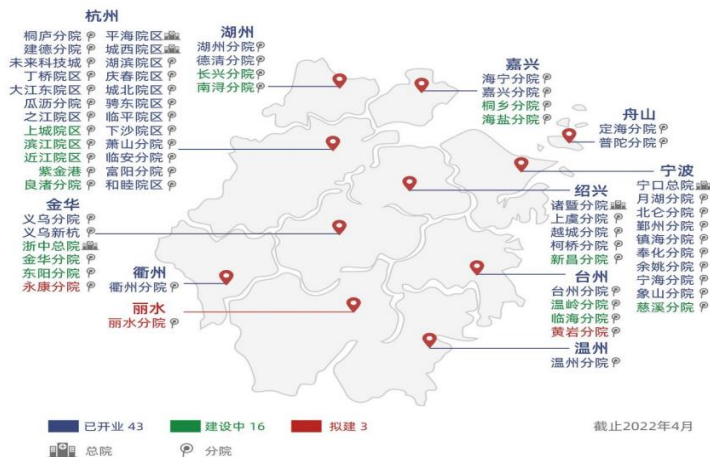
敬请参阅末页重要声明及评级说明

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (13462421224) 同步分享更新

## 2.2 口腔：通策医疗

- 通策医疗为中国民营口腔医疗的龙头企业。公司参与公立医院改制，于2006年收购杭州口腔医院集团，多年以浙江省为大本营（2021年浙江地区贡献90%收入），在浙江省内采用“区域总院+分院”扩张模式，目前已在浙江省内形成以平海路、城西、宁口为中心的3个“总院+分院”医院集群，并在全国范围内逐渐扩张。截至2022H1，公司拥有已营业口腔医疗机构65家。公司业绩增长稳健，营收从2007年的0.91亿元增至2021年的27.81亿元，2007-2021 CAGR 27.67%，归母净利润从0.1亿元增至7.03亿元，CAGR 35.5%。2022年上半年实现营业收入13.2亿元，同比增长0.1%；实现归母净利润3亿元，同比下降15.7%；扣非后归母净利润2.9亿元，同比下降16.2%。
- 民营眼科龙头加密华东，布局全国。省内，公司采用蒲公英计划进入下沉市场，目前已有口腔医疗机构43家，还有8家分院分别处于筹备、建设、验收阶段，10家分院已经完成立项，即将开始建设。蒲公英医院规模在30-100张牙椅之间（对应医生25-85名之间）。此外，公司利用体外存济医院进行省外布局，优先发展长三角、珠三角，并驻扎武汉、西安、成都三个中心城市。武汉存济口腔医院2021年门诊为108704人次，比2020年增长82%，营收较去年增长63%，实现盈亏平衡，其首家蒲公英分院也将于今年开业。西安存济医学中心由口腔、眼科、妇产联合组成，2020年10月试营业，优于武汉存济同期水平，发展符合预期。

浙江省内口腔医院建设规划图



通策集团全国医疗机构图



资料来源：通策医疗招股说明书，华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新



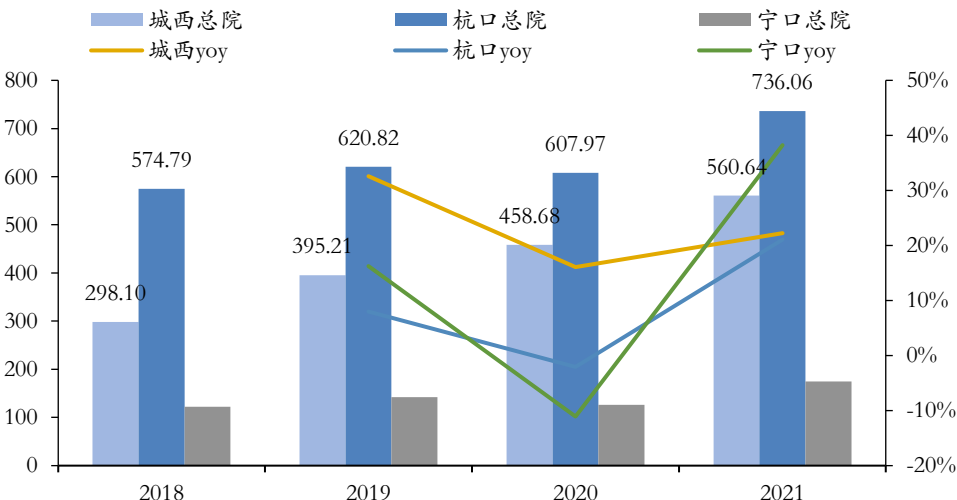
华安证券  
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

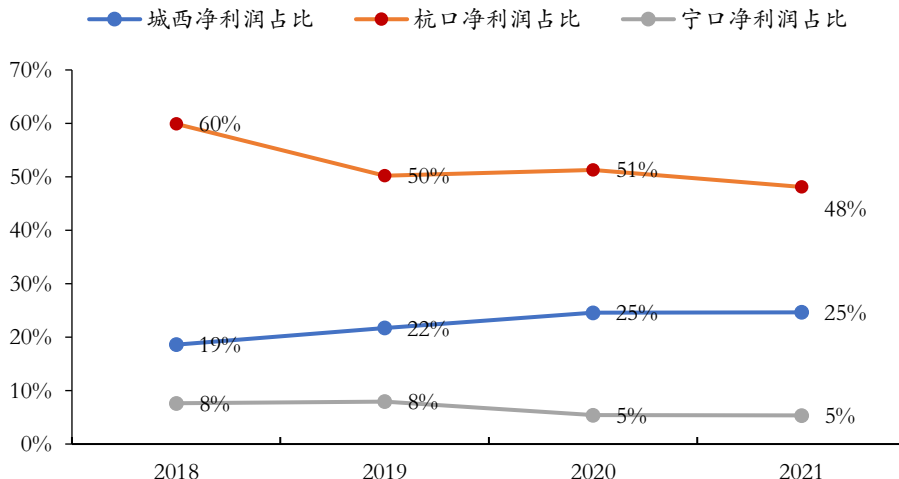
## 2.2 口腔：通策医疗

- “总院+分院”模式日渐成熟。总院负责品牌培育和技术输出，分院负责扩大市场份额，目前，公司浙江省内的口腔医院以杭州口腔医院平海院区、城西院区和宁波口腔医院三家总院为中心，加上各自具有管理关系的分院，构成3个“总院+分院”的区域医院集群。总院发展稳健，贡献大部分利润。2021年，城西、宁口和杭口三大总院收入分别为5.61亿元、7.36亿元和1.76亿元，同比增长22.23%、38.25%和22.07%。2021年，三大总院所占利润达78%，虽近年来随着分院逐步成熟而有所下降，但仍处于高位。
- 公司启动“蒲公英计划”成果显著，总院收入占比从2018年的64.1%到2H1的48.9%，上虞、诸暨等分院表现亮眼。2022H1已有7家蒲公英医院开业，预计下半年将会有8-10家新院陆续开业，蒲公英扩张计划持续推进，与此同时在人力储备方面公司也提前布局，业绩有望恢复正常增长。

2018-2021三大总院收入情况 (rmb mn)



2018-2021三大总院利润贡献



资料来源：通策医疗招股说明书，华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (13462421224) 同步分享更新



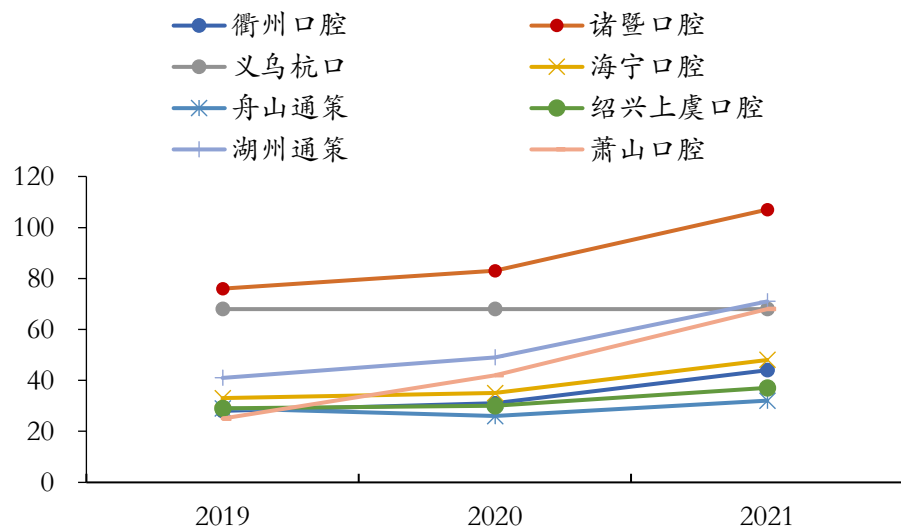
华安证券  
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

## 2.2 口腔：通策医疗

- 分院增长迅猛。**总院负责品牌培育和技术输出，分院负责扩大市场份额，目前，公司浙江省内的口腔医院以杭州口腔医院平海院区、城西院区和宁波口腔医院三家总院为中心，加上各自具有管理关系的分院，构成3个“总院+分院”的区域医院集群。
- 总院发展稳健，贡献大部分利润。**2021年，城西、宁口和杭口三大总院收入分别为5.61亿元、7.36亿元和1.76亿元，同比增长22.23%、38.25%和22.07%。2021年，三大总院所占利润达78%，虽近年来随着分院逐步成熟而有所下降，但仍处于高位。

省内分院收入增长情况（百万元）



公司省内新建分院培养周期明显缩短

| 医院名称   | 成立时间 | 注册资本  | 盈亏平衡期 |
|--------|------|-------|-------|
| 衢州口腔   | 2007 | 300万  | 4年    |
| 萧山口腔   | 2015 | 2500万 | 5年    |
| 诸暨口腔   | 2013 | 1000万 | 1-2年  |
| 海宁口腔   | 2014 | 1000万 | 3-4年  |
| 舟山通策   | 2014 | 500万  | 1-2年  |
| 绍兴越城口腔 | 2015 | 1000万 | 3-4年  |
| 湖州通策   | 2015 | 1000万 | 2-3年  |
| 绍兴上虞口腔 | 2015 | 1000万 | 1-2年  |
| 杭州庆春   | 2016 | 3000万 | 2-3年  |
| 宁波北仑   | 2016 | 500万  | 2-3年  |
| 杭州城北   | 2016 | 1000万 | 2-3年  |
| 义乌新杭口  | 2018 | 100万  | 0-1年  |
| 杭州和睦   | 2019 | 500万  | 0-1年  |

资料来源：通策医疗公告、Wind，华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新

华安证券研究所

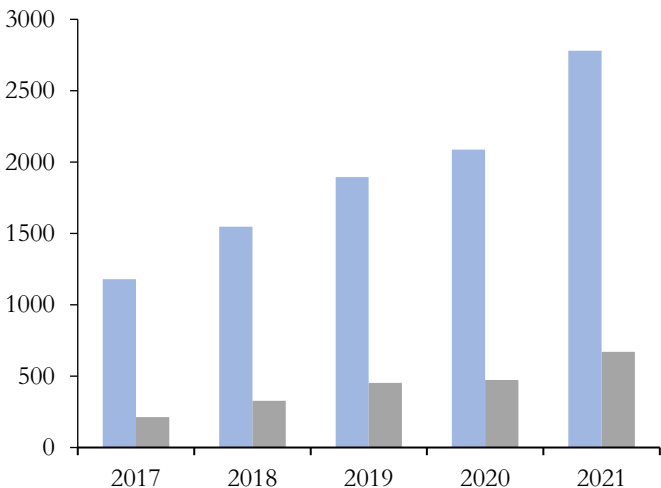
敬请参阅末页重要声明及评级说明

## 2.2 口腔：通策医疗

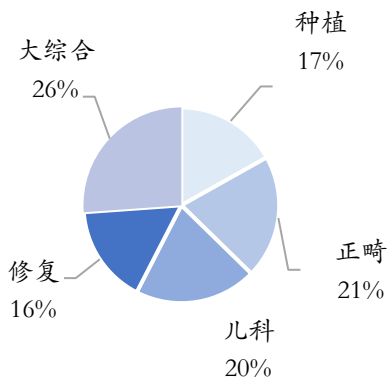
- 公司收入及利润高速增长。2021年公司实现营业收入27.81亿元，同比增长33.19%，扣非归母净利润6.71亿元，同比增长41.74%。五大口腔医疗板块支持发展，口腔医疗实现量价齐升。公司收入主要来自正畸、种植等五大口腔医疗业务，其中大综合占比最高，正畸位居其后，占21%。近年来公司口腔医疗服务发展良好，实现量价齐升，2021年门诊量达2.80亿人次，同比增长27.73%；客单价达934.64元，同比增长2.63%。

省内分院收入增长情况

■ 营业收入（百万元） ■ 扣非归母净利润（百万元）

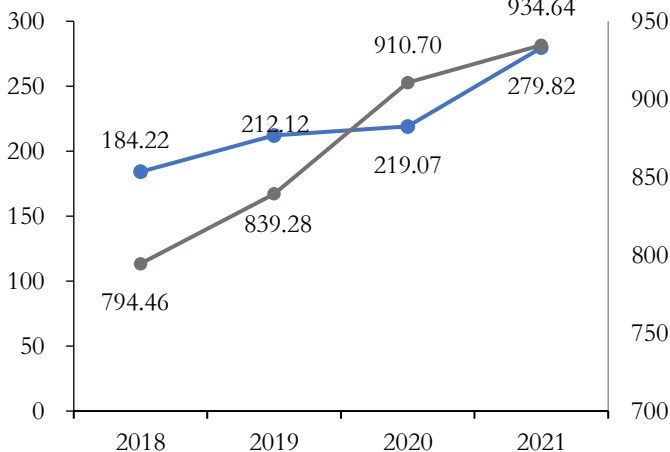


2021年公司各板块收入占比



口腔医疗实现量价齐升

— 门诊量（万人次） — 客单价（元）



资料来源：通策医疗招股书、公司公告、Wind，华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

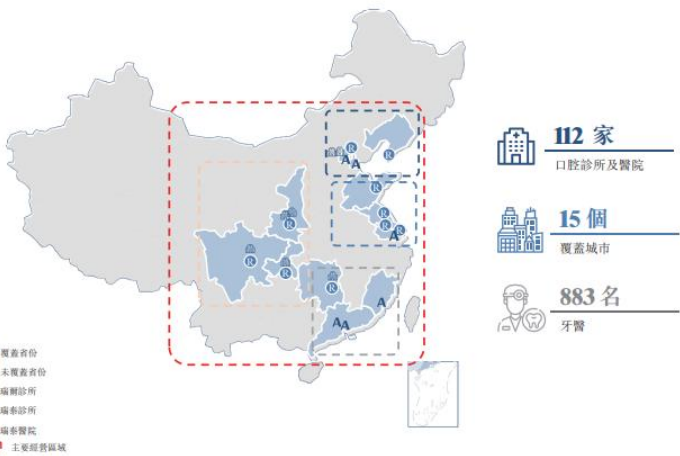
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新

## 2.2 口腔：瑞尔集团

- **高端民营口腔医疗领航者。**瑞尔集团创立至今已逾23年。自1999年以来，公司一直秉持顾客为本的经营理念，截至2022年3月31日，公司在全国15个城市运营112家诊所及医院（51家瑞尔口腔诊所、54家瑞泰口腔诊所&7家瑞泰口腔医院），拥有883名资深牙医。公司定位中高端民营口腔医疗服务，深耕北上广深等一线城市。2022年9月公司正式进入港股通，流动性释放可期。
- **双品牌战略驱动公司高速发展。**公司旗下运营瑞尔和瑞泰两个品牌，其中瑞尔是国内领先的高端口腔医疗服务品牌，主要针对一线城市中具有高购买力和较高终身价值的富裕患者；瑞泰是性价比更高的的口腔医疗服务，以更实惠的价格提供服务，并占领更大的中端口腔医疗服务市场。

公司旗下两大品牌基本情况（截至2022.3.31）

公司业务版图（截至FY2022）



|         | 瑞尔品牌                                                                                | 瑞泰品牌                                                                                |
|---------|-------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|
|         |  |  |
| 品牌定位&受众 | 高端口腔医疗服务品牌，以卓越的口腔医疗服务质量和患者护理收取溢价，主要针对一线城市中具有高购买力和较高终身价值的富裕患者                        | 中端口腔医疗服务品牌，以更实惠的价格提供高质量的口腔医疗服务，主要针对一线城市和核心二线城市的中产阶层消费者                              |
| 定价标准    | 高端口腔医疗服务挂牌价格较三级甲等医院提供同类型口腔医疗服务的标准挂牌价格高出至少25%                                        | 中端口腔医疗服务挂牌价格较三级甲等医院提供同类型口腔医疗服务的标准挂牌价格高出约10%                                         |
| 门店数量    | 51家诊所                                                                               | 54家诊所；7家医院                                                                          |
| 覆盖地区    | 7个城市：北京、上海、深圳、广州、杭州、天津、厦门                                                           | 10个城市：北京、成都、西安、泰州、重庆、青岛等                                                            |

资料来源：瑞尔集团招股书、公司公告，华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新



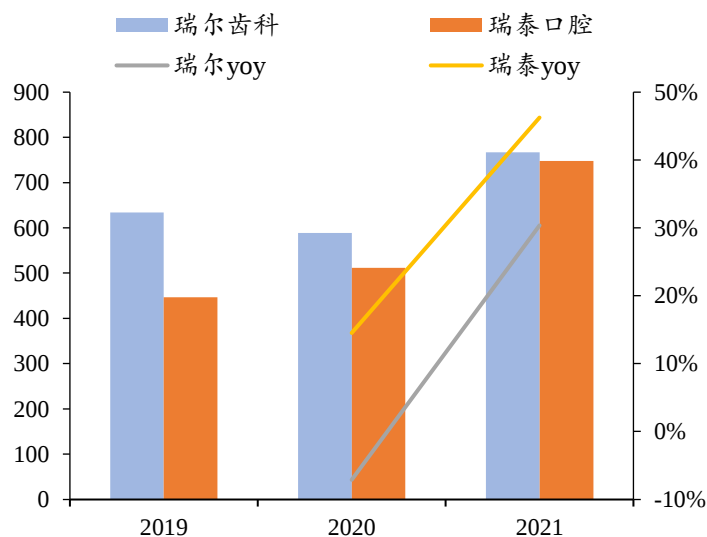
华安证券  
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

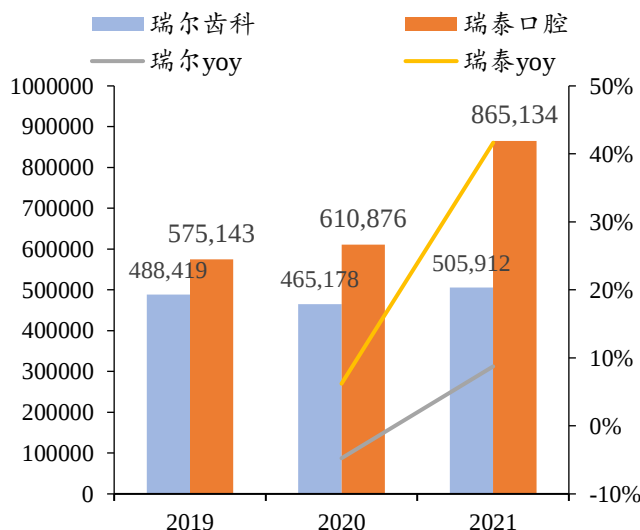
## 2.2 口腔：瑞尔集团

- 瑞尔品牌聚焦高端人群，保持稳定增长。2021年该品牌实现收入7.48亿元，同比增长30.37%。客户满意度较高，接诊人次达50.59万人次，同比增长8.76%，并具备47.8%的客户复诊率。虽然布局超一线城市受到疫情直接影响，但就诊患者总体仍呈上升趋势，公司长期深耕高端口腔医疗的口碑效应显著。
- 瑞泰品牌发展迅速，业务扩展顺利。2021年该品牌实现收入7.67亿元，同比增长46.26%。接诊人次达86.51万人次，同比增长41.62%，客户复诊率44.7%。瑞泰口腔在2020年疫情扰动的因素下依旧实现接诊人次和收入的同步上升，彰显公司在环境下行期间依旧优秀的经营管理能力。

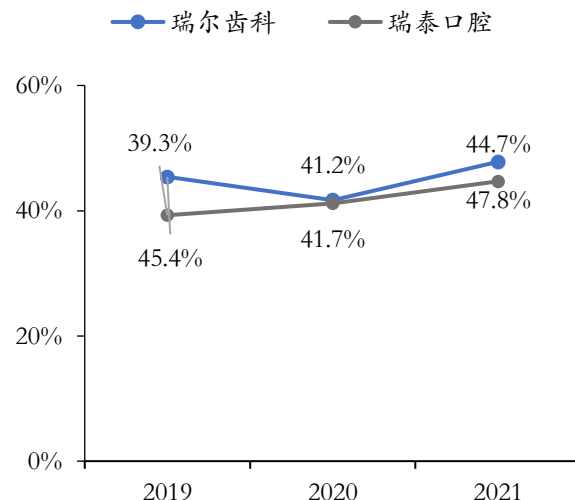
2019-2021公司收入分品牌拆分（百万元）



2019-2021公司接诊人次分品牌拆分



旗下双品牌客户复诊率



资料来源：瑞尔集团招股书、公司公告，华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (13462421224) 同步分享更新

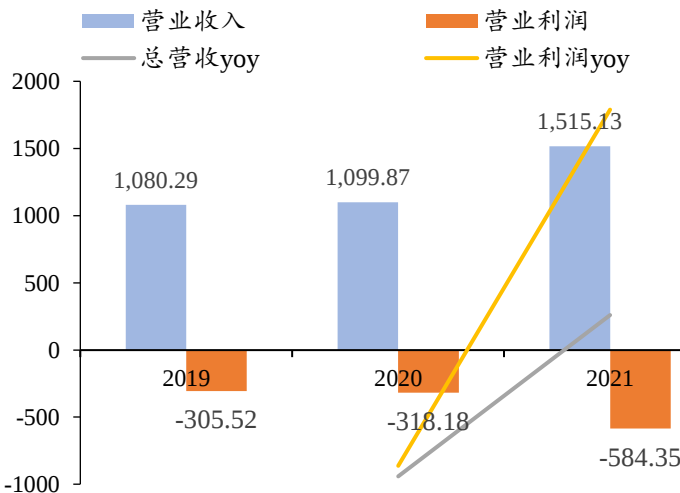
华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

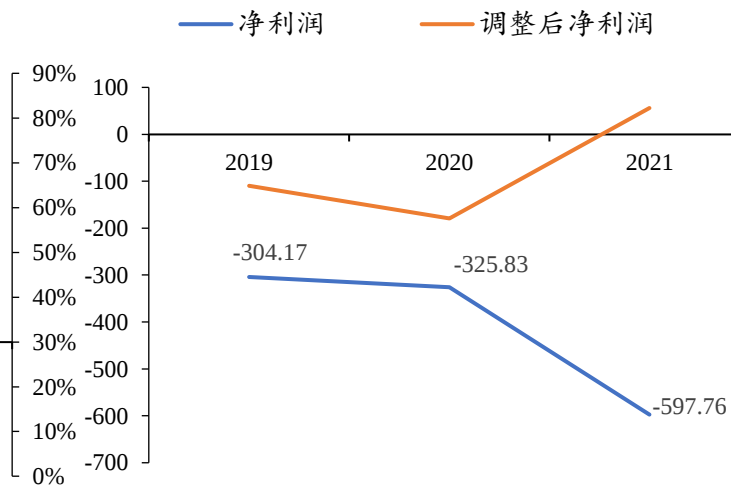
## 2.2 口腔：瑞尔集团

- 收入稳定增长，经营状况良好。公司2021财年实现营业总收入15.13亿元人民币，同比增长8.32%，FY2019-FY2021 CAGR 18.48%、FY2019-FY2022 CAGR 14.99%。经调整净利润扭亏为盈，未来利润增速可期。公司2021财年实现净亏损5.98亿元，但将非经常性损益调整项加回后，公司2021财年即实现盈利，经调整净利润55.91百万元人民币。控费效果良好，口碑积累显著。公司销售费用率一直保持低水平，2021财年销售费用率5.22%，自2019财年起稳定下降，彰显公司通过运营口碑而非大手笔营销而获客的强大能力；管理费用率FY2019-FY2021整体平稳，2021财年管理费用率10.40%，财务费用率一直保持低位。整体来看公司控费效果良好。

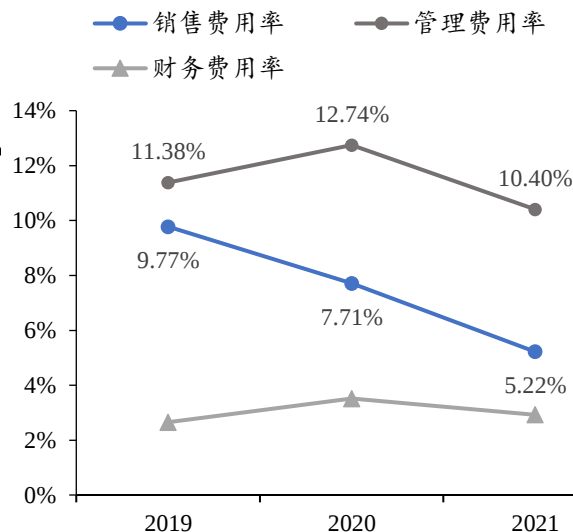
2019-2021公司收入及营业利润情况（百万元）



2019-2021公司利润情况（百万元）



旗下双品牌客户复诊率



资料来源：瑞尔集团招股书、公司公告，华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

华安证券研究所

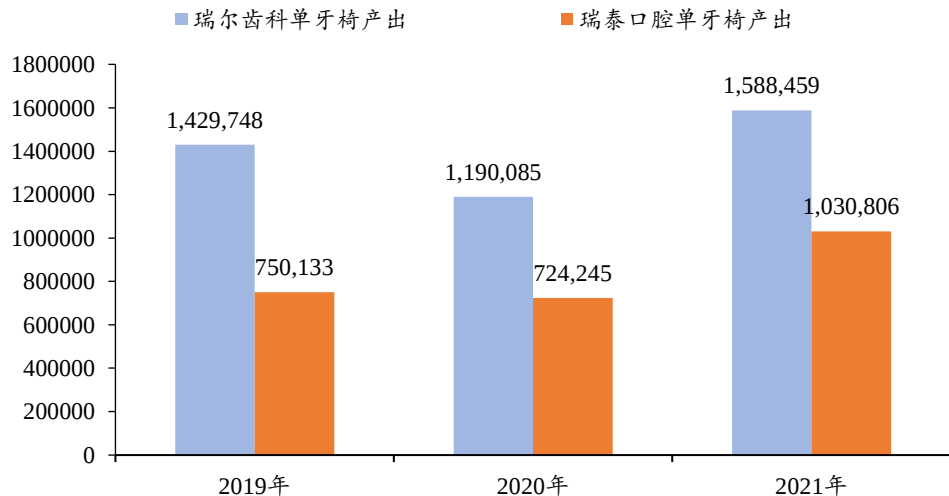
敬请参阅末页重要声明及评级说明

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (13462421224) 同步分享更新

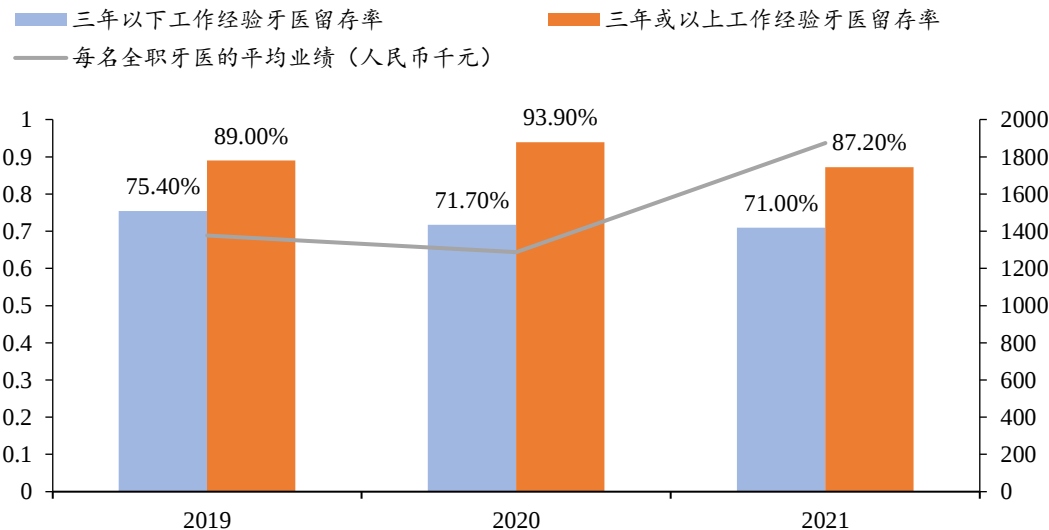
## 2.2 口腔：瑞尔集团

- 单牙椅收入持续提高，医院及诊所运营优良。按品牌分，FY2022瑞尔齿科和瑞泰口腔分别实现单牙椅收入169.1/106.1万元，除2020财年因疫情影响有所下降以外，其他年份均实现上升。
- 资深牙医的留存率更高，获客与口碑形成螺旋上升效应。瑞尔完备的医师招聘及培养体系为在公司就职的牙医提供了一流的学术资源和激励措施，使医师能够在提高自身水平的同时为患者提供最优质的服务。根据公司招股书的数据，具备三年或以上工作经验的牙医具备较高的留存率，2019-2021年始终保持在85%以上；而公司具备三年以下工作经验的牙医留存率也保持在70%以上。

公司平均单牙椅收入逐年上升 (rmb 万元)



旗下双品牌客户复诊率



资料来源：瑞尔集团招股书、公司公告，华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (13462421224) 同步分享更新

## 2.2 口腔：瑞尔集团

- 公司是国内高端民营口腔医疗服务供应商，23年历史厚积薄发，我们认为公司将持续以双品牌战略为基础，迎合市场对高端口腔医疗服务的需求，以标准化个性化的服务进行口碑运营，使得公司效率持续提高，业务版图持续扩张，实现永续增长。我们预计公司2023~2025财年将实现营业收入19.27/22.59/26.30亿元人民币，同比增长17%/17%/16%；实现净利润0.43/0.93/1.51亿元人民币，同比增长106%/107%/62%；实现经调整净利润1.22/1.64/2.14亿元人民币，同比增长85%/35%/30%。建议关注，给予“买入”评级。

| Rmb mn       | FY2022A | FY2023E | FY2024E | FY2025E |
|--------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入         | 1642    | 1927    | 2259    | 2630    |
| 营收同比 (%)     | 8%      | 17%     | 17%     | 16%     |
| 净利润          | -701    | 43      | 93      | 151     |
| 净利润同比 (%)    | -17%    | 106%    | 107%    | 62%     |
| 经调整净利润       | 66      | 122     | 164     | 214     |
| 经调整净利润同比 (%) | 18%     | 85%     | 35%     | 30%     |
| 毛利率 (%)      | 21%     | 22%     | 23%     | 24%     |
| ROE (%)      | -45%    | 3%      | 5%      | 8%      |
| 每股收益 (元)     | -1.21   | 0.07    | 0.16    | 0.26    |
| P/E          | -9.73   | 79.35   | 37.07   | 22.59   |
| P/B          | 4.36    | 2.10    | 1.99    | 1.83    |
| EV/EBITDA    | 29.52   | 10.76   | 8.47    | 5.97    |

数据来源：wind，华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (13462421224) 同步分享更新

## 2.2 口腔：summary

- 行业：口腔医疗服务市场规模大、空间广阔，未来复合增速近10%。口腔医疗需求随人均消费支出的上升而膨胀，消费升级驱动口腔行业发展，市场培育度高。口腔医疗服务处在口腔医疗行业产业链下游，主要包括综合医院口腔科、口腔医院、诊所。
- 玩家：口腔医疗服务竞争格局极度分散，民营机构数量繁杂而规模普遍偏小，以诊所为主要存在形式，连锁化率较低。口腔医疗服务行业具备强手工属性，具备充足医师资源、强大品牌力的民营口腔医疗服务机构有望获得竞争优势。
- 建议关注标的：通策医疗（民营口腔医疗机构龙头，“总院+分院”模式成熟，蒲公英计划&存济品牌助力公司打造全国范围布局版图）；瑞尔集团（高端口腔服务第一品牌，瑞尔+瑞泰双品牌战略塑造用户心智，复购率&用户满意度双高，已覆盖）。

数据来源：华安证券研究所整理

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新

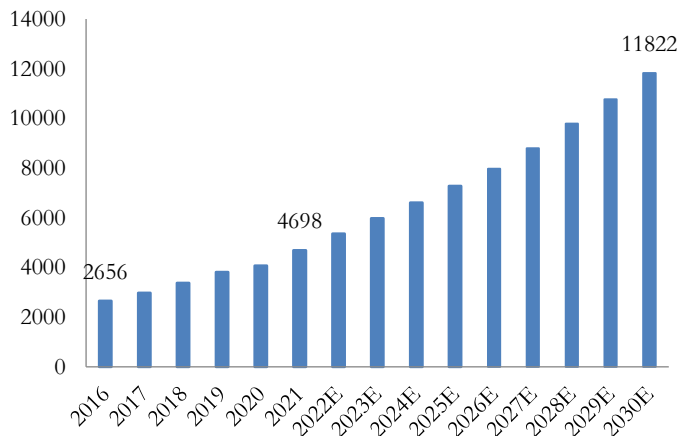
敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

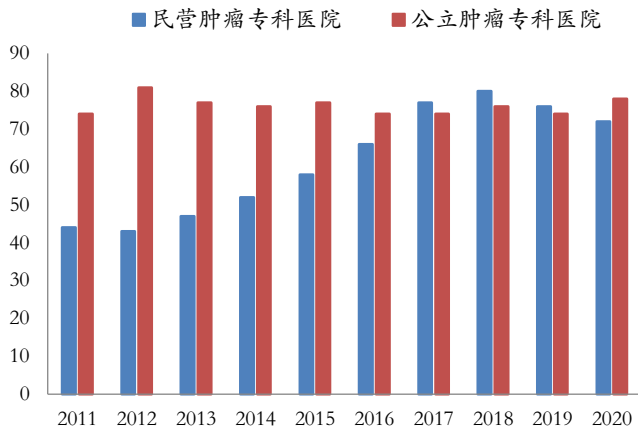
## 2.3 肿瘤：纵深护城河打造进入壁垒，刚需持续扩大，行业永续发展

- 肿瘤医疗市场规模逐年扩大，民营肿瘤医院收入占比不断提高：**根据弗若斯特沙利文的数据，2021年中国肿瘤医疗服务市场整体规模4698亿元，预计2030年将增至11822亿元，2016-2021 CAGR 12.08%，2021-2030 CAGR 10.80%，市场规模大、增速稳定。**民营肿瘤医院数量不断上升：**从2003年至今，我国公立肿瘤专科医院数量维持稳定状态，民营肿瘤医院数量增长迅速；自2017年起民营肿瘤医院数量超过公立医院，2020年民营肿瘤医院共72家，和2019年相比略有减少，主要系疫情扰动；未来在政策的确定性扶持下有望持续蓬勃发展。**我国肿瘤医院病床使用率居高不下、常年超负荷运转，肿瘤医疗资源稀缺：**2019年肿瘤医疗机构的病床使用率达106.07%，2020年由于疫情影响床位使用率降至86.2%，2011-2019年肿瘤床位使用率均超100%，肿瘤科室常年满床运转，床位数亟待扩充。

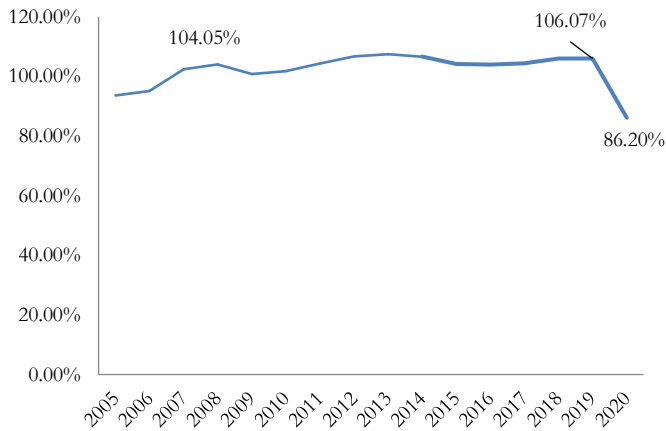
肿瘤医疗服务市场规模 (rmb 亿元)



我国肿瘤专科医院数量 (家)



肿瘤医院病床使用率



资料来源：wind、华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

华安证券研究所

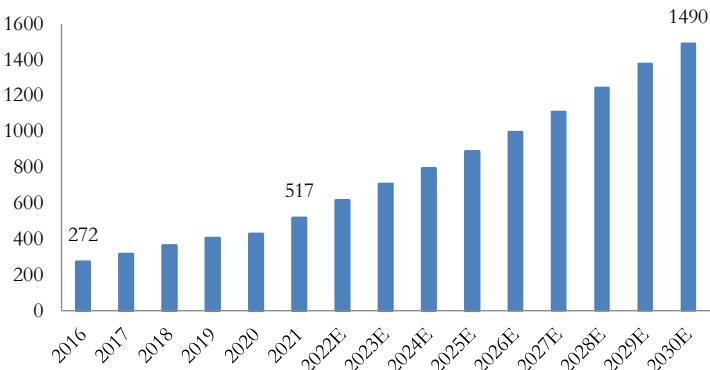
敬请参阅末页重要声明及评级说明

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (13462421224) 同步分享更新

## 2.3 肿瘤：放疗适应性高，受患者欢迎

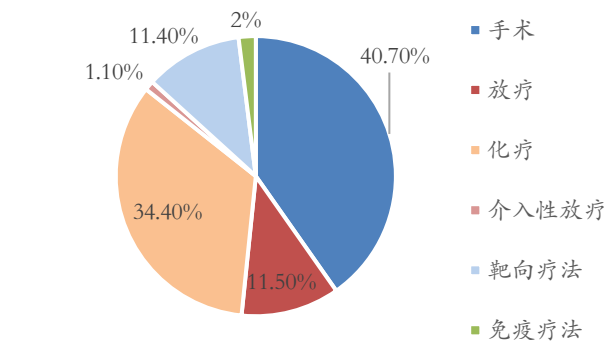
- **肿瘤医疗服务治疗方法多样、壁垒高，放疗治疗适用场景广。**肿瘤治疗手段共有六种，其中放疗治疗贯穿70%肿瘤患者的疾病治疗阶段，且对95%的肿瘤类型都有治疗效果，广泛应用于鼻咽癌、淋巴瘤等多种部肿瘤的基础治疗、手术或化疗前后的辅助治疗，目前已证实在肿瘤的局部控制方面十分有效，可以实现更高的五年存活率。
- **与整体肿瘤服务收入市场相比，放疗治疗的收入市场规模增速更快。**中国肿瘤医院放疗治疗收入从2016年的272亿元增至2021年的517亿元，2016-2021 CAGR 13.71%；预计2030年放疗市场将达到1490亿元人民币的规模，2021-2030E CAGR 12.48%。
- **我国放射性治疗的渗透率较低且以公立医院为主，提升空间广阔。**根据医科达的研究，经济越发达、医疗理念越先进的国家，采用放疗的肿瘤患者比例越高，美国为63%，加拿大、瑞典、荷兰、澳大利亚等发达均超过40%，而中国、俄罗斯、印度、越南和菲律宾等国家均低于25%。2018年中国大陆地区提供放疗服务的企业共1463家，其中公立医院1211家、部队医院92家、民营医院140家、其他性质20家。2019年放疗在六种肿瘤治疗方案中的市场份额也仅有11.5%。未来随着放疗设备的普及、医师资源的丰富、患者对放疗治疗的进一步认知，我国肿瘤医疗服务中放疗治疗的市场仍有很大的提升空间。

放疗市场规模 (rmb 亿元)



| 治疗手段  | 治疗费用            |
|-------|-----------------|
| 手术    | 10000-50000元/疗程 |
| 放疗    | 10000-30000元/次  |
| 化疗    | 50-300元/天       |
| 介入性放疗 | 10000-40000元/次  |
| 靶向疗法  | 400-800元/天      |
| 免疫疗法  | 500-1500元/天     |

2019年中国肿瘤治疗手段市场份额



资料来源：卫生健康统计年鉴、弗若斯特沙利文、海吉亚招股书、wind，华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (13462421224) 同步分享更新

## 2.3 肿瘤：进入壁垒高，肿瘤MDT是发展新方向

- 肿瘤病症的复杂性和高死亡率使得肿瘤医疗服务提供商需要具备更专业的医师团队与设备，天然形成行业进入壁垒。
  - ✓ 开设放疗中心的高标准和诸多限制条件天然形成行业的高进入壁垒。1) 放疗治疗的设备与维修保养价格十分昂贵，伽马刀、直线加速器等常见的放疗设备单体价格均在百万元以上，进口设备上千万；TOMO放疗设备购置价格数千万元，此外每年保修费数百万元；顶尖质子刀设备更是高达上亿元。此外，国家对放疗中心的开展有严格要求，在医护人员配置和设备都有准入限制。
  - ✓ 公立医院配置大型诊疗设备的流程较为复杂，因而已经进入肿瘤医疗服务领域的民营肿瘤医院在资金使用、购置流程上更加灵活，能够形成差异化竞争优势，形成高质量高毛利的产品矩阵。目前，盈康生命、海吉亚医疗为我国民营肿瘤医疗服务代表标的，且在放疗设备领域均有布局：1) 盈康生命旗下全资子公司玛西普为公司提供放疗设备支持，目前拥有三款头部&体部伽玛刀产品是国内率先通过FDA和SS&D双认证、达到国际领先水平的头部伽玛刀，具备旋转聚焦、三维自动摆位等多个核心技术，拥有11项国内专利、3项美国专利、37项软件著作权；同时在医用直线加速器、Protom质子刀领域均有布局；2) 海吉亚医疗旗下拥有立体定向放疗设备供应商伽马星。
- 肿瘤MDT是未来发展新方向，具备实力雄厚的会诊组的医院具备更强的竞争力。
  - ✓ MDT (Multiple Disciplinary Team) 即多学科专家联合会诊，以其统一的治疗标准和更对疑难杂症病例更准确的判断而逐步成为医院未来发展探索的目标。肿瘤专科医生的分科化明显，先天具有MDT属性，可以通过对医院肿瘤科托管实现价值增长和平台拓展，同时诊疗水平和患者五年生存率提高推动医生集团品牌提升。
  - ✓ 国家卫健委于2018年颁布《肿瘤多学科诊疗试点工作方案（2018-2020年）》，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，通过建立肿瘤MDT标准化操作流程对医护人员加强意识建设。同时，鼓励试点医院探索符合本院特点的MDT长效机制。该方案是对MDT的肯定和推广，国内肿瘤诊疗水平和MDT普及度有望提高。

放疗中心对从业医师有数量和质量要求

不同放疗设备性质对比

| 医疗人员配置要求   | 放疗医师      | 医学物理师    |
|------------|-----------|----------|
| 总人数<500    | 最低3, 最优6  | 最低2, 最优3 |
| 常规放疗每+1000 | 最低3, 最优6  | 最低2, 最优3 |
| 精准放疗每+1000 | 最低8, 最优10 | 最低4, 最优6 |

| 设备名称  | 适应病灶大小及数量 | 单次治疗时间   | 医保情况 |
|-------|-----------|----------|------|
| TOMO  | 任意大小；多个   | 3~8min   | 部分报销 |
| 伽马刀   | <4cm；<4个  | 10~15min | 不报销  |
| 射波刀   | <4cm；单个   | 30~70min | 不报销  |
| 直线加速器 | 任意大小；较多   | 10~15min | 部分报销 |



资料来源：卫健委，国家肿瘤诊疗质控中心，2020年中国卫生健康事业发展公报，华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

华安证券研究所

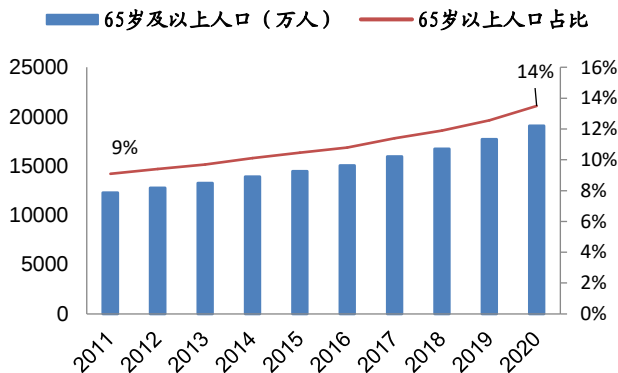
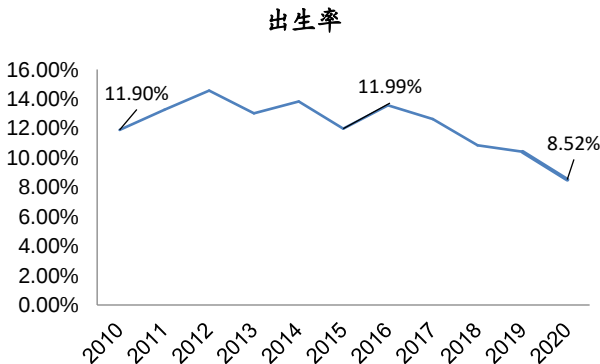
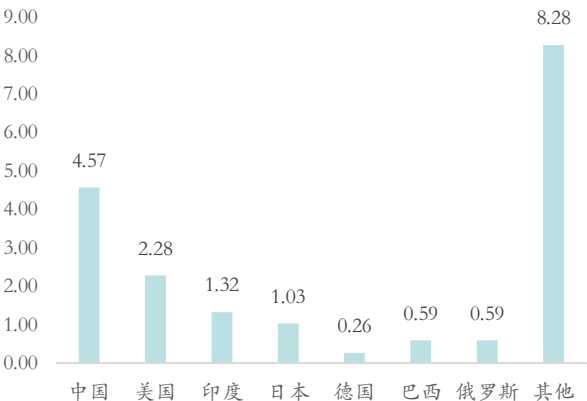
敬请参阅末页重要声明及评级说明

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (13462421224) 同步分享更新

## 2.3 肿瘤：我国肿瘤治疗需求旺盛

- 中国癌症发病率居世界首位，负担重需求大。受我国工业化城镇化进程不断加快、环境污染日益严重、生活工作压力不断增大、人口老龄化趋势加速显现等众多因素的影响，中国癌症患者数量逐年增加。根据弗若斯特沙利文的数据，2015年中国癌症病发总数395万人，2019年增长至440万人，2015-2019 CAGR 2.7%；预计2025年将达到511万人，病发数量庞大且治疗负担呈上升趋势。从全球新发病例数量结构来看，2020年我国癌症病发457万例、死亡300万例，均居世界首位，病发占全球病发总数的24%。**人口老龄化和出生率的下降将带来更大基数的患癌人群。**《中国发展报告2020：中国人口老龄化的发展趋势和政策》中提到，目前我国老年人口数量持续上升、出生率持续降低，2020年我国65岁及以上人口达1.9亿人次，占总人口的13.5%，和2000年的6.9%相比有大幅提高，人口老龄化程度持续加深且不可逆转。**癌症的发病率随着年龄的上升而提高，更大基数的患癌人群意味着更大的肿瘤治疗负担和大批潜在的、未被满足的医疗需求；同时出生率的持续走低将进一步加深社会的老龄程度，进一步扩大潜在需求群体。**我国肿瘤患者多集中在三线及以下城市，低线城市肿瘤发病率高死亡率高。根据中华肿瘤杂志的数据，我国城市地区恶性肿瘤发病率高于农村地区，但农村死亡率高于城市。2019年三线及以下城市肿瘤发病人数约330万，一线城市约29万，二线城市约80万，不同级别城市之间肿瘤治疗需求差别较大。三线及以下城市的癌症患者数量最多且呈现快速增长的趋势，2015-2019 三线及以下城市病发数 CAGR 2.8%，高于一线城市（2.1%）和二线城市（2.4%）。

2020年各国癌症病发宗数（百万人）



资料来源：IARC，华安证券研究所

## 2.3 肿瘤：海吉亚医疗：民营肿瘤医疗服务领军企业

- 海吉亚医疗是中国最大的民营肿瘤医疗服务集团，以放疗业务起家，逐步发展为以肿瘤业务为核心的综合性医院服务供应商。2009年海吉亚通过收购立体定向放疗设备制造商伽玛星进入肿瘤医疗器械领域，2010年与宣威放疗中心合作启动第三方放疗中心业务，2011年通过收购邯郸仁和医院正式进入医疗实体经营阶段，2020年6月在港股上市；2021年11月30日，公司获纳入MSCI中国全股票指数正式生效。截至2021年末共经营11家肿瘤特色医院、22家第三方放疗中心及1家托管医院。

目前运营管理医院基本情况（截至2021，其中贺州广济医院21年7月并表）

| 医院名称（自运营/托管）  | 所处位置  | 建筑面积（平方米） | 医院类型 | 收购/自建开始运营日期 | 执业医师数量 | 注册床位 |
|---------------|-------|-----------|------|-------------|--------|------|
| 龙岩博爱医院        | 福建龙岩  | 24048     | 收购   | 2015.9      | 137    | 390  |
| 苏州沧浪医院        | 江苏苏州  | 14975     | 收购   | 2015.11     | 171    | 294  |
| 单县海吉亚医院       | 山东单县  | 72024     | 自建   | 2016.5      | 166    | 400  |
| 安丘海吉亚医院       | 山东安丘  | 6898      | 收购   | 2016.12     | 8      | 99   |
| 成武海吉亚医院       | 山东菏泽  | 7149      | 收购   | 2017.1      | 43     | 120  |
| 重庆海吉亚医院       | 重庆沙坪坝 | 28219     | 自建   | 2018.4      | 88     | 200  |
| 菏泽海吉亚医院       | 山东菏泽  | 52171     | 自建   | 2018.12     | 83     | 260  |
| 苏州永鼎医院        | 江苏苏州  | 83000     | 收购   | 2021.4      | /      | 540  |
| 贺州广济医院        | 广西贺州  | -         | 收购   | 2021.6      | 200+   | 548  |
| 邯郸仁和医院        | 河北邯郸  | 11564     | 收购   | 2011.7      | 43     | 90   |
| 开远解化医院（新转营利性） | 云南开远  | 15249     | 收购   | 2012.11     | 22     | 186  |
| 邯郸兆田医院        | 河北邯郸  | 7125      | 收购   | 2015.8      | /      | /    |

海吉亚医疗业务布局（截至2021年底）

通过内生及外延增长不断扩大医疗服务网络



资料来源：海吉亚公告、海吉亚招股书，华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

华安证券研究所

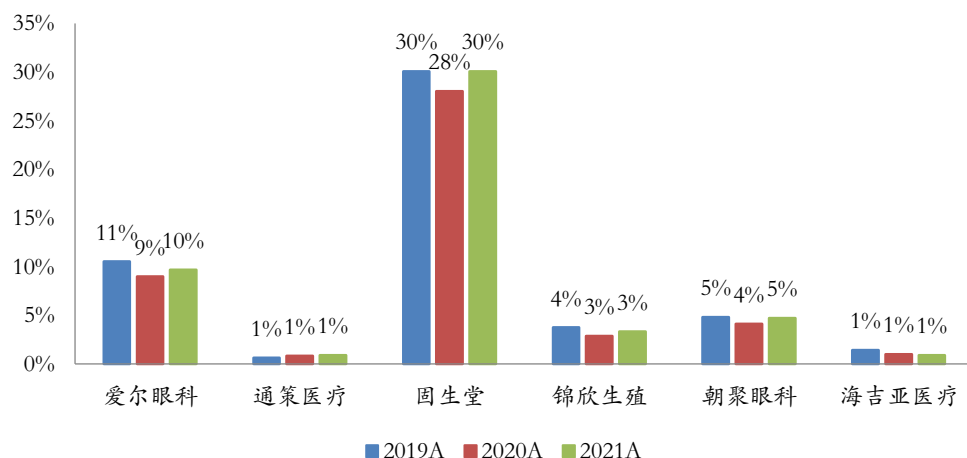
敬请参阅末页重要声明及评级说明

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新

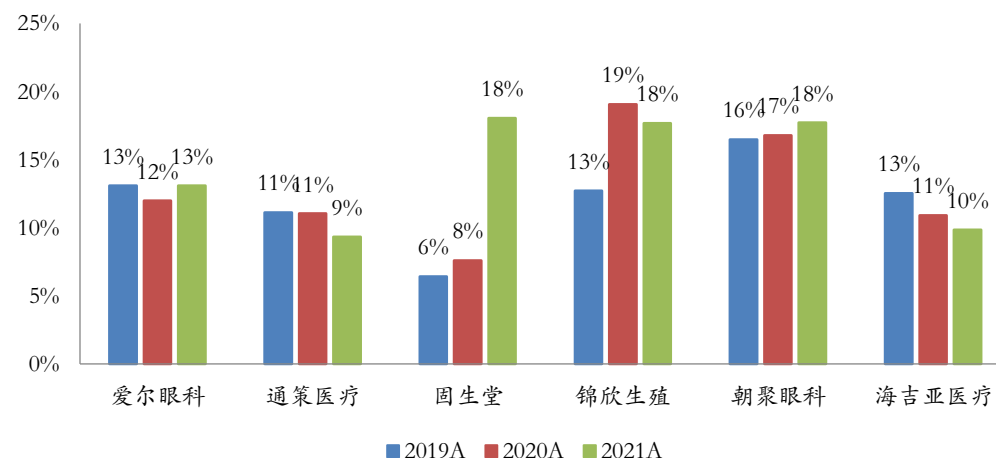
## 2.3 肿瘤：海吉亚医疗：民营肿瘤医疗服务领军企业

- 现金流健康、资本支持、费用支出合理、整合经营管理能力强。**从费用角度看，海吉亚的销售费用率在行业内处于低位，加上公司拥有强大的自建综合性医院能力，可以做到以低于业内平均水平的时间达到盈亏平衡点（**海吉亚从投入运营到开始盈利平均耗时约9个月，最快3个月**），未来收入与净利润稳定增长的确定性高。相反，以爱尔眼科、通策医疗为代表的专科医疗服务供应商以连锁为商业盈利模式，通过标准化和可复制性的单店模型进行快速扩张，因此资金是其要解决的最主要问题，其次是医师服务团队的专业性、所在地专科医疗机构的竞争等因素。先规模、后品牌的发展路径特点使得专科医疗服务机构在扩张时期的回本和盈利时间都较长。海吉亚医疗以自建和收购两种方式深耕品牌，提高知名度，打造口碑，有助于公司业务的快速扩张，以更短的时间达到规模效应。

2019-2021医疗服务标的销售费用率对比（%）



2019-2021医疗服务标的管理费用率对比（%）



资料来源：wind、华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

敬请参阅末页重要声明及评级说明

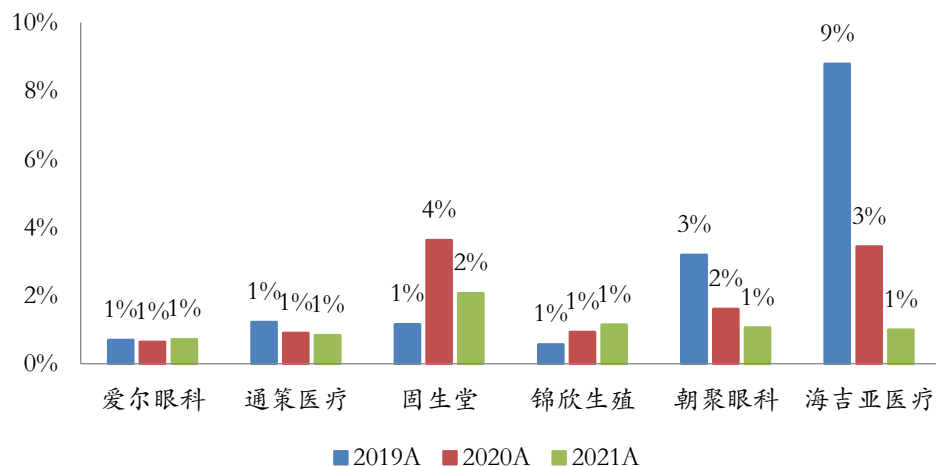
华安证券研究所

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新

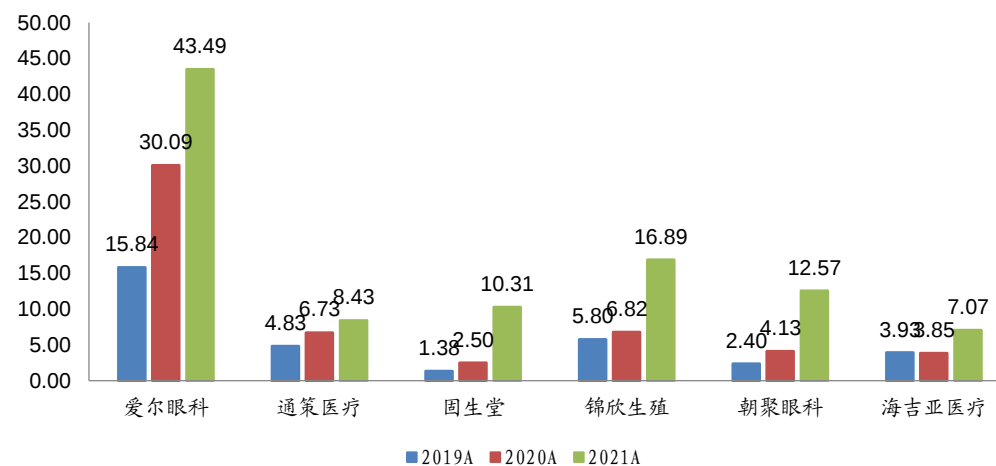
## 2.3 肿瘤：海吉亚医疗：民营肿瘤医疗服务领军企业

- 从肿瘤治疗收费的角度看，放疗治疗收费由国家发改委决定，民营医院与公立医院并无具体区别。但是一些特殊种类的放疗，比如**质子放疗**，目前国家没有对其做明确的规定，故具备质子放疗技术资质的民营医院可以按照市场化机制定价运作，为以海吉亚为代表的具备放疗设备资源优势的优质民营医院提供了发展契机。在保证医疗服务质量的前提下，明星医疗服务项目将有望通过市场化定价和精细化运营成为公司未来的收入增长推动力。
- 从融资角度看，海吉亚医疗在上市前吸收了顶尖医疗投资机构的融资，给予了公司充裕的现金流和丰富的投后资源，让公司能够在肿瘤医疗服务这一高壁垒、高门槛的赛道内成为龙头。2021年公司经营性现金流4.3亿元，充足的在手现金使得公司能够在医院业务方面持续发力。

### 2019-2021 医疗服务标的财务费用率对比



### 2019-2021 医疗服务标的期末现金余额 (rmb 亿元)



资料来源：wind、华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (13462421224) 同步分享更新

**华安证券研究所**

敬请参阅末页重要声明及评级说明



## 2.3 肿瘤：海吉亚医疗：民营肿瘤医疗服务领军企业

- 战略卡位需求大省弥补供需缺口，肿瘤治疗的特点为公司打开增长新思路：
  - 我国肿瘤市场供需矛盾突出，二三四线城市肿瘤医疗服务资源不普及，渗透率与一线城市差距较大，底线城市医疗资源与病患供需错配；三四线城市严重缺少放疗设备，中国放疗设备对标全球发达国家仍呈现较为短缺及分布不均的局面。作为民营肿瘤医疗服务龙头的海吉亚医疗战略性布局在肿瘤治疗需求大省，匹配下沉市场的大规模需求，在民营医疗赛道内具备先发优势。
  - 从公立医院诊疗现状看，一二线城市公立医院肿瘤科床位紧张，在拥有肿瘤科室的公立医院中，肿瘤内科和肿瘤外科一共约有60~80张床位，只能满足20%左右的市场需求；一般在公立医院就诊并确诊后要7~14天才能安排入院治疗。大量未被满足的治疗需求给了民营肿瘤专科医院巨大的机会，加之肿瘤医疗的增量服务主体正向民营医院倾斜，公司可乘东风，享受公立医院肿瘤患者溢出的红利。
  - 从肿瘤的阶段和期数看，对于恶性肿瘤的最简单的分类方法是将其分为早中晚期，放疗治疗主要针对中期和晚期肿瘤病人，确诊中晚期恶性肿瘤的患者大约有50%~60%需要接受放疗治疗。普通放疗的治疗频率约为每周五次，持续六周左右。较长的治疗周期意味着从时间和金钱两个维度上都更高的治疗成本，对于人均收入水平较低、支付能力不高的低线城区患者而言，选址卡位三四线城市的海吉亚医院距离更近成本更低，对其而言是更好的选择。此外，从医保角度考虑，三线及以下的农村医保在一线城市就医的医保报销比例低于城市职工和城市居民医保，前往一线城市治疗的农村患病人群的经济压力会更大；但是农村肿瘤发病率是一线城市的数倍，巨大的需求亟待被满足。海吉亚战略卡位在人口大省的低线城市，可以快速填补市场空缺。

资料来源：华安证券研究所整理

找报告，上“数据理河”

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (13462421224) 同步分享更新

## 2.3 肿瘤：海吉亚医疗：民营肿瘤医疗服务领军企业

### • 领先行业的技术积累与资源优势：

- 设备技术资源：**公司于2009年收购伽玛星而获得其主营产品陀螺刀（陀螺旋转式钴60立体定向放射外科治疗系统）的使用权和独家知识产权，在伽马刀的基础上进一步进行精准放疗技术的研发，2010年启动第三方放疗业务并逐步打通放疗服务全产业链，实现从采购放射源、设备制造到后续安装维护售后的一体化操作，对设备保有强把控力，这帮助公司在肿瘤医疗服务领域构筑了深厚的护城河。第三方放疗业务依靠这些优势可以迅速吸引更多的客户合作，且该业务不仅可以为公司赚取利润，还可以作为自有医院实行连锁扩张的媒介，进而帮助公司实现快速复制医院单店运营模式的扩张诉求，实现良性循环。商业化的放疗中心盈利模式较为成熟、具备高度可复制性，通过向合作伙伴提供全流程服务，公司可以极大程度缩短盈亏平衡期，保持健康的现金流循环。
- 医师资源：**公司创始人朱义文是肿瘤科医师出身，肿瘤治疗经验与行业人脉资源非常丰富，本身具有引流效应。公司在发展过程中也注重培养自有医师团队，截至2020年底，公司共储备2386名医疗专业人员，其中副高及以上级别医生251人；拥有226名全职肿瘤专家；全面覆盖呼吸、消化、生殖、神经、血液及头颈等癌症领域；2021年上半年，公司共有62名医生晋升至高一级职称，不断提高公司专业医疗水平；2021年12月，重庆海吉亚与苏州永鼎医院共17名医生获得高级职称。考虑到医生职级晋升不受医院属性影响，海吉亚医师团队未来将持续向专业、顶尖的方向迈进。此外，公司于2018年推行了医院合伙人计划和员工持股平台，并于2021年11月授予567名员工期权，极大提高了员工留存率。
- 患者粘性：**肿瘤患者群体社群聚集特征明显，久病成医，对医疗设备和主治医生都很看中，医疗资源等信息会密切互换，因此优秀的医师和治疗中心会被更快传播。公司深耕口碑的经营，导流成本低于一般医院；且公司目标市场多为低线城市，医院或放疗中心的建立能为当地解决就业、贡献税收，当地政府持欢迎态度，在医保对接方面也会有直接的优势，进一步提高患者粘性。

资料来源：华安证券研究所整理

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

## 2.3 肿瘤：海吉亚医疗：民营肿瘤医疗服务领军企业

- 正外部性的底层逻辑使得民营医院赛道具备超长期发展的潜力，支付政策改革对公司影响不大：
  - 推动民营医疗服务领域长期稳定发展的底层逻辑是医疗服务本身的正外部性，社会资本进入医疗服务领域能够极大程度缓解公立医院患者溢出、医疗资源紧张的问题，为社会良好发展贡献价值。根据前文梳理的一系列扶持民营医院发展的政策（如纳税、财政补贴、治疗领域准入牌照等）我们可以看出国家对社会资本进入医疗服务领域的支持，社会办医正在逐步纳入医疗保障体系和分级诊疗制度，民营与公立相互补充，民营依靠自身特点吸引患者，形成良性发展趋势。
  - 近期医疗服务的震荡主要来自于政策的不确定性，其中DRGs、DIP支付政策改革的全国推行更是加大了市场对民营医院住院端运营和收益模式不确定性的担心。但是根据公司单体医院的经营数据和公司调整业务结构、加大医疗服务项目占比的战略规划，我们认为政策端的变化对公司的经营和财务表现不会造成市场担心的大幅度影响。且公司本身具备两个特性：1）区别于公立医院，形成差异化发展的优势；2）通过肿瘤放疗治疗解决公立医院短期内难以解决的医疗需求。在政策的指引下，海吉亚在民营医院的赛道内会发展的更快更好。
  - 目前，公司旗下龙岩博爱医院采用DIP；贺州广济医院采用DRG。龙岩博爱医院的收入和利润保持原先的同比增速，贺州广济医院由于是老牌公立医院，所以内部需要整改的内容较龙岩博爱更多，7月并表之后全年的收入整体相差不大，但在改革之后单月收入有下降，22、23年通过调整结构、提高单床产出，特别是22年放疗机房可以开始运营，肿瘤服务的开展带来的收入提振可期。



## 2.3 肿瘤：海吉亚医疗：投资建议

- 海吉亚本身具备两个特性：1) 区别于公立医院，形成差异化发展的优势；2) 通过肿瘤放疗治疗解决公立医院短期内难以解决的医疗需求。我们认为，公司的肿瘤医疗服务商业模式具备高度可复制性，具备通过自建和并购进行业务扩张的强劲实力，公司旗下已发展至成熟期的单体旗舰医院的长期发展潜力与新建医院的爬坡能力；加之公司具备远超行业平均的经营管理能力，现金流稳定充裕，公司未来收入增长确定性高。在政策的指引下，公司在民营专科医院的赛道内会发展的更快更好。
- 我们预计2022-2024年将实现营业总收入33.1/43.5/57.0亿元人民币，同比增长43%/31%/31%；2022-2024年将实现净利润5.6/8.4/10.5亿元人民币，同比增长27%/49%/26%；建议关注，给予“买入”评级。

| Rmb mn    | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 2318  | 3312  | 4348  | 5698  |
| 收入同比 (%)  | 65%   | 43%   | 31%   | 31%   |
| 净利润       | 441   | 560   | 835   | 1051  |
| 净利润同比 (%) | 160%  | 27%   | 49%   | 26%   |
| 毛利率 (%)   | 33%   | 32%   | 34%   | 35%   |
| ROE (%)   | 10%   | 11%   | 14%   | 15%   |
| 每股收益 (元)  | 0.71  | 0.91  | 1.35  | 1.70  |
| P/E       | 55.34 | 39.41 | 26.45 | 21.00 |

数据来源：wind，华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (13462421224) 同步分享更新

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

## 2.3 肿瘤：盈康生命：“一体两翼”战略助推公司长远发展

- 盈康生命成立于1998年，前身为东莞市星河实业有限公司，主营鲜品食用菌的研发生产与销售；2015年8月进行资产重组，收购放疗设备制造商玛西普，通过收购和新建肿瘤医院切入肿瘤医疗器械领域；2019年实施股权转让，公司实控人变为海尔集团，借助海尔集团在大健康领域的丰富经验和医疗资源实现公司华丽转型。海尔集团入主公司后，将公司纳入其医疗大健康生态品牌盈康一生，为公司长期发展赋能。盈康一生已孵化出海尔生物（688139.SH）、盈康生命（300143.SZ）两家上市公司，在全国范围内布局20余家医院，同时拥有新兴产业品牌海尔国际细胞库。
- 目前公司旗下运营三家单体医院，1) **四川友谊医院**：公司旗下大型成熟医院，持股100%，2021年前三季度实现营业收入3.22亿元；2) **重庆华健友方医院**：公司持股51%，2021年前三季度实现营业收入0.66亿元；3) **苏州广慈肿瘤医院**：公司2021年11月正式并入上市公司体内，2020年实现收入3.95亿元（同比+17%），2021年上半年收入2.37亿元，预计未来将持续贡献收入。此外公司托管运城第一医院和长春盈康医院，有望增厚业绩。2021年上市公司将体内长沙盈康、杭州怡康、长春盈康剥离至体外孵化，上市公司财务数据有望改善。目前四川友谊医院与运城第一医院都具备**互联网医疗资质**，未来线上+线下同步发展将进一步提高医院影响力。
- 2022年1月12日，公司发布2022年限制性股票激励计划，彰显公司发展信心：根据公告内容，公司拟向131名激励对象授予的限制性股票总量为418.90万股，约占本激励计划草案公告时公司股本总额6.42亿股的0.65%。

| 公司股权激励情况 |                                                                                      |
|----------|--------------------------------------------------------------------------------------|
| 指标       | 内容                                                                                   |
| 营收增长率    | 2022~2024年触发营收增长率分别为20%/44%/73%                                                      |
| 授予价      | 限制性股票授予价格7.27元/股                                                                     |
| 激励对象     | 共131人，包括公告激励计划时在公司任职的董事、高级管理人员及核心骨干员工，其中授予董事、高级管理人员共5人，其余核心骨干员工126人，获授股票均未超过公司总股本的1% |
| 行权       | 股票期权分三次行权，对应等待期分别为自股票期权授予日起12个月、24个月、36个月，对应行权比例分别为30%、30%、40%                       |

| 公司旗下单体医院运营情况 (rmb mn) |      |      |      |        |        |        |
|-----------------------|------|------|------|--------|--------|--------|
| 单位: rmb mn            |      | 2016 | 2017 | 2018   | 2019   | 2020   |
| 四川友谊医院                | 营业收入 | 173  | 259  | 337.64 | 337.86 | 359.84 |
|                       | yoy% | 54%  | 50%  | 29.91% | 0.07%  | 6.51%  |
| 重庆华健友方医院              | 营业收入 |      |      | 63     | 79     | 80     |
|                       | yoy% |      |      |        | 25.40% | 1.27%  |



资料来源：盈康生命公告、盈康生命官网、wind，华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新



华安证券  
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

## 2.3 肿瘤：盈康生命：“一体两翼”战略助推公司长远发展

|      | 医院        | 级别   | 性质   | 持股比例   | 床位   |
|------|-----------|------|------|--------|------|
| 控股医院 |           |      |      |        |      |
| 盈康生命 |           |      |      |        |      |
| 1    | 四川友谊医院    | 三家综合 | 营利性  | 100%   | 600  |
| 2    | 苏州广慈肿瘤医院  | 二甲专科 | 营利性  | 100%   | 483  |
| 3    | 重庆华健友方医院  | 二级综合 | 营利性  | 51%    | 300  |
| 医疗平台 |           |      |      |        |      |
| 4    | 运城第一医院    | 三家综合 | 营利性  | 100%   | 1500 |
| 5    | 上海永慈康复医院  | 三级专科 | 民非   | 100%   | 800  |
| 6    | 长春盈康医院    | 二级综合 | 营利性  | 100%   | 101  |
| 7    | 青岛盈海医院    | 一级综合 | 营利性  | 100%   | 0    |
| 8    | 长沙东协盛医院   | 二级综合 | 营利性  | 100%   | 380  |
| 9    | 长沙协盛康复医院  | 二级专科 | 营利性  | 100%   | 150  |
| 10   | 长沙盈康医院    | 二级综合 | 营利性  | 100%   | 101  |
| 11   | 上海盈康护理院   | 二级综合 | 民非   | 100%   | 819  |
| 12   | 杭州怡康护理院   | 二级综合 | 营利性  | 86.30% | 499  |
| 托管医院 |           |      |      |        |      |
| 13   | 白鹤养护院     | -    | 民非   | -      | 137  |
| 14   | 徐泾镇养护院    | -    | 民非   | -      | 511  |
| 15   | 上海嘉定区安亭医院 | 二乙综合 | 事业单位 | -      | 173  |
| 16   | 香花桥养护院    | -    | 民非   | -      | -    |
| 参股医院 |           |      |      |        |      |
| 17   | 湖南泰和医院    | 三级综合 | 营利性  | 40%    | 1000 |
| 18   | 乐山老年病专科医院 | 三乙专科 | 营利性  | 48%    | 800  |

资料来源：盈康生命公告，华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

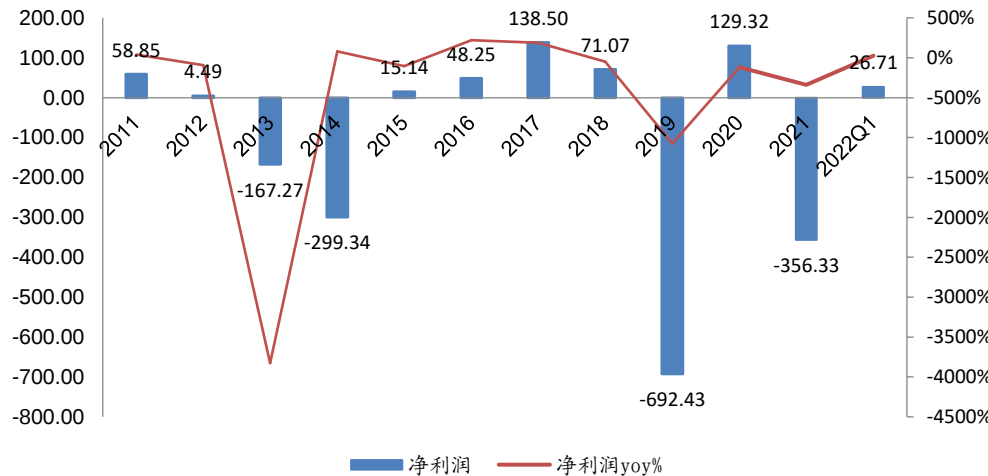
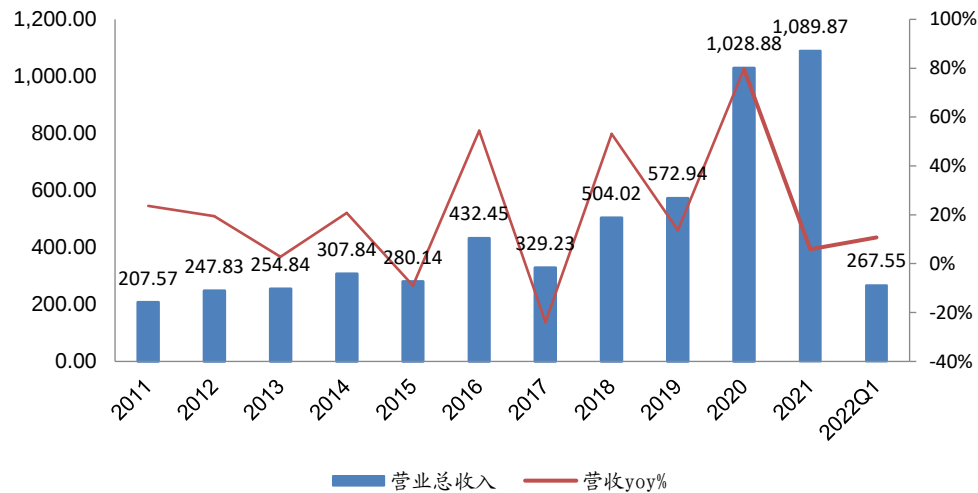
华安证券研究所

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新

敬请参阅末页重要声明及评级说明

# 1.3 财务情况——转型成功提振业绩，收入利润静待释放

公司在2015年涉足肿瘤医疗服务领域之前营业收入遇到瓶颈，2015年收购玛西普尝试转型后效果良好，收入迎来增长，2017年由于收购杭州怡康100%股权和四川友谊医院75%股权，公司当年费用增加较多，影响收入。2018年公司收购重庆华健友方医院51%股权和四川友谊医院25%股权，受上市公司体内四川友谊医院、重庆华健友方医院并表影响，收入有较大幅度增加。2019年由于公司计提商誉减值，净利润有所影响。2020年，公司在疫情的环境下仍然实现收入利润双增，可见公司优秀的经营管理能力，我们认为未来在后疫情时代，公司将进一步发挥其在医疗服务领域的专长，进一步提高公司旗下医院爬坡速度。2021年公司剥离亏损医院出体外，进行重大资产重组，装入苏州广慈肿瘤医院，基本面进一步夯实。2021年公司实现营业总收入10.90亿元，同比增长5.93%；归母净利润-3.64亿元，同比下降345.13%；22H1公司实现营业总收入5.75亿元，同比增长7.34%；实现归母净利润0.47亿元，同比增长13.71%；实现扣非归母净利润0.45亿元，同比增长702.95%。未来随着运城第一医院和长春盈康医院的托管稳定运营、大股东解决同业竞争问题的逐步兑现、中心旗舰医院的加速布局，公司业绩有望进一步增长。



资料来源：Wind、华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (13462421224) 同步分享更新



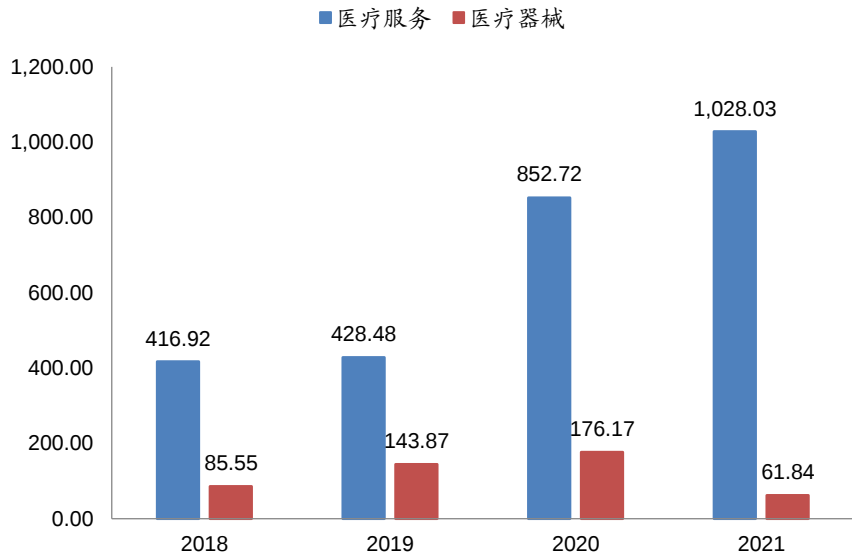
华安证券  
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

## 1.3 财务情况——转型成功提振业绩，收入利润双增

- 分业务来看，公司业务来源主要分为医疗服务和医疗器械：1) 医疗服务贡献最主要收入来源；2) 医疗器械板块主要通过销售伽玛刀获得收入，主要有直接销售、代理销售、经销商品三种模式。从收入占比来看，医疗服务收入占总收入的69.30%，其次为伽玛刀业务（15.42%），第三为经销商品收入（15.23%）；从毛利占比来看，医疗服务毛利占总体的54.36%，伽玛刀其次，占总毛利的35.37%，经销商品贡献毛利的10.23%。公司2021年总营收10.90亿元，其中医疗服务板块收入10.28亿元，占总营收的94.33%，同比增长20.56%；医疗器械板块收入0.62亿元，占总营收的5.67%，同比减少64.90%。
- 公司医院业务贡献最大部分收入，22H1四川友谊医院实现营业收入2.21亿元、净利润42.75百万元；苏州广慈医院实现营业收入2.44亿元、净利润25.07百万元；重庆华健友方医院实现营业收入0.44亿元、净利润5.15百万元。公司医院业务持续保持肿瘤技术优势，运城第一医院在报告期内三、四级手术占比78%，广慈医院肿瘤收入同比增长30%、手术量同比上升47%，优势学科持续发力。公司上半年承压于疫情，就诊量有所影响，进入下半年以来疫情逐步常态化，我们认为下半年公司旗下医院有望实现就诊量的持续恢复，期待业绩释放。公司广泛开展互联网医疗服务，四川友谊医院2021年3月获得互联网医疗资质后，在线医疗服务400万+次，新增用户13万+，与线下诊疗形成良好的协同效应。公司未来将聚焦“中央厨房”大学科中心建设，线上线下一体化发展，突出差异化服务特色，夯实公司大专科+强综合的竞争优势。
- 公司医疗器械板块22H1实现营业收入58.42百万元，同比增长172.29%；报告期内实现高增长主要系经销商品增加及伽玛刀换源销量增加。下半年公司伽玛刀产品在配置证持续推进的预期下有望迎来订单落地，同时经销业务稳定性较高，有望持续保持增速。

公司收入拆分 (rmb mn)



资料来源：wind、华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (13462421224) 同步分享更新



华安证券  
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

## 2.3 肿瘤：盈康生命：投资建议

- 盈康生命以食用菌业务起家，在海尔集团加持下由生物科技成功转型肿瘤医疗服务，通过“一体两翼”战略打造医疗服务+医疗器械双轮驱动的业务模式，二者相辅相成，形成强大的协同效应，共同推动公司发展。
- 1) 医疗服务方面，公司体内**四川友谊医院**是三级甲等综合医院，同时布局互联网医疗，打通线上线下全诊疗体系，打造新增长曲线。**重庆华健友方医院**于2020年新引进高端放疗设备TOMO刀、引进重庆医科大学专家入院参与会诊，医院营收和净利润将重回快速增长的爬坡趋势，有望在2022、2023年达到收入增速顶峰，2024年进入稳定期。**苏州广慈肿瘤医院**2018年被海尔集团收购，2021年上半年床位使用率达98%、床位周转天数7.51天，2021年11月纳入上市公司体内，有望进一步提振收入。公司同时在体外孵化运城第一医院、长春盈康医院，以收取托管费形式获得收入，其中运城第一医院在2022~2024年的托管费率分别为5%/4%/3%、长春盈康医院在2022~2024年的托管费均为5%，有望在未来进一步实现规模效应。
- 2) 医疗器械方面，公司自有伽马刀品牌玛西普国内市场份额50%、全球装机量突破110台，未来有望进一步放量；同时公司以研发、参股等多种方式积极布局直线加速器、小质子刀等多种新型放疗设备，医疗器械版块有望持续发力。
- 我们预计公司22~24年分别实现营业收入14.03/17.42/21.48亿元，同比增长29%/24%/23%；实现归母净利润1.95/2.79/3.88亿元，同比增长154%/43%/39%。建议关注。

| Rmb mn    | 2021A   | 2022E  | 2023E | 2024E |
|-----------|---------|--------|-------|-------|
| 营业收入      | 1090    | 1403   | 1742  | 2148  |
| 收入同比 (%)  | 5.9%    | 28.8%  | 24.1% | 23.3% |
| 归属母公司净利润  | -364    | 195    | 279   | 388   |
| 净利润同比 (%) | -345.1% | 153.5% | 43.0% | 39.2% |
| 毛利率 (%)   | 23.9%   | 31.5%  | 35.9% | 39.4% |
| ROE (%)   | -20.5%  | 9.9%   | 12.4% | 14.8% |
| 每股收益 (元)  | -0.57   | 0.24   | 0.30  | 0.38  |
| P/E       | —       | 46.57  | 37.10 | 28.49 |
| P/B       | 5.11    | 3.64   | 3.33  | 2.99  |
| EV/EBITDA | 63.49   | 32.28  | 28.23 | 22.04 |

资料来源：wind、华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (13462421224) 同步分享更新

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

## 2.3 肿瘤：summary

- 行业：肿瘤医疗服务市场约4000亿规模，稳步扩大且将保持10%左右复合增速，尚未看到天花板。我国肿瘤发病率显著高于其他国家，刚需属性&紧迫性使得肿瘤治疗需求持续扩大；肿瘤医疗资源整体紧缺，无论是床位数还是肿瘤医师数都呈现整体供给不足状态。
- 玩家：作为严肃医疗的代表，患者天然倾向于选择专家资源丰富、历史悠久的公立肿瘤医院进行治疗，公立医院医疗资源持续紧张，能够承接外溢需求的民营肿瘤医疗机构有望获得竞争优势。承接外溢需求的根本是丰富的医疗资源和强大的运营管理能力，因此具备卡位需求大省意识、优秀运营管理团队、强大医师资源的民营医疗服务机构有望突出重围。
- 建议关注标的：海吉亚医疗（国内民营肿瘤医疗服务领军企业，通过内生增长+外延并购+合作第三方放疗中心进行业务版图扩张，具备远超行业平均的运营管理能力以及并购整合能力，肿瘤服务模式具备可复制性，业绩确定性高，已覆盖）；盈康生命（医疗服务+医疗器械双主业，以盈康一生为平台、肿瘤预诊治康一站式服务为长期发展战略，辅以放疗设备的稳步放量，业务版图具备长期发展稳定性，已覆盖）；信邦制药。

数据来源：华安证券研究所整理

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新

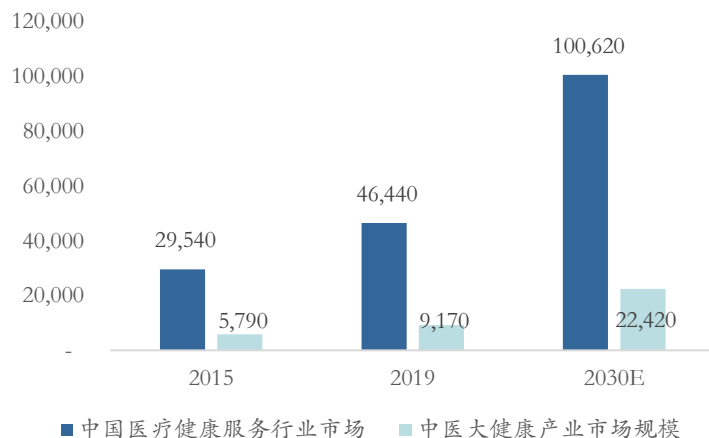
华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

## 2.4 中医：顺应消费升级和人口结构改变，爆发期悄然来临

- 医疗健康服务行业是医疗大健康产业的重要组成部分，规模大增速快。2019年中国医疗健康服务行业市场规模达到4.6万亿元，2015-2019 CAGR 12%，预计2030年将达到10万亿元；2019年医疗健康服务板块占据医疗健康产业市场份额的57.1%。
- 中医大健康历史悠久，独具中国特色，是医疗健康服务行业的重要子赛道。我国中医大健康产业也伴随医疗健康服务行业的发展而扩大。2019年中医大健康市场规模9170亿元，2030年中医产业规模预计达到22420亿元人民币，预计2019-2030 CAGR 11.3%。
- 中医大健康服务市场可以拆分为六大领域：**中医诊断和治疗服务**、**中药**、**中医保健品**、**中医信息基础设施建设**、**中医健康监测设备**、**中医诊断和治疗设备**，2019-2030年 CAGR 将分别达到**18.2%**/**2.3%**/**7.5%**/**18.9%**/**31.1%**/**17%**，增速可期。中医诊断治疗与中药细分赛道的蓬勃发展将有效带动整个中医健康行业扬帆起航。

中医大健康产业是中国医疗健康服务的主要组成部分  
(rmb 亿元)



中医健康服务领域细分市场规模 (亿元)



资料来源：固生堂招股书、弗若斯特沙利文，华安证券研究所  
找报告，上“数据理河”

华安证券研究所

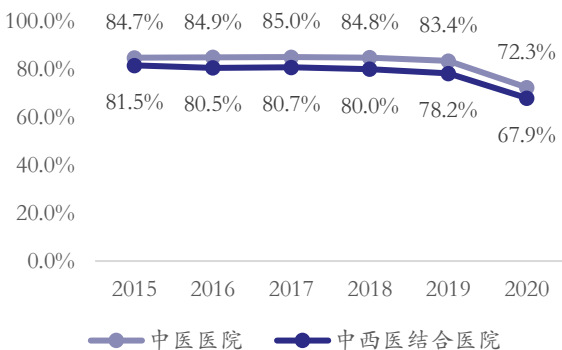
敬请参阅末页重要声明及评级说明

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (13462421224) 同步分享更新

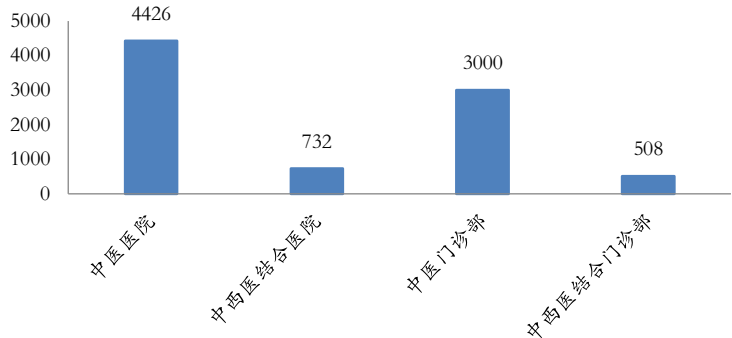
## 2.4 中医：顺应消费升级和人口结构改变，爆发期悄然来临

- 根据中国卫生健康统计年鉴的定义，中医类医疗卫生机构包括中医类医院、中医类门诊部、中医类诊所和中医类研究机构，其中中医类医院、中医类门诊部、中医类诊所，其中中医类又细分为中医、中西医结合、民族医。
- 2020年我国中医医院合计4426家**，城市和农村分布相当、公立和私立数量相当；中医门诊部数量次于中医医院，2020年共计3000家，绝大部分集中在一线城市。中西医结合医院和中西医结合门诊部占比低，其中中西医结合医院共732家，门诊部508家。中医医院、中西医结合医院、中医门诊部、中西医结合门诊部共计8666家。
- 从执业人员数量上看，**中医医院依旧排名第一**，2020年共登记卫生技术人员和其他人员共112.74万人，其中执业医师（正式+助理）66.31万人。中西医结合医院共有卫生机构人员14.94万名，其中执业医师共8.93万人。中医门诊部和中西医结合门诊部由于其数量少，执业人员也明显少于医院，2020年中医门诊部和中西医结合门诊部分别拥有医疗卫生机构人员41015和7033名，其中执业医师分别为36847和5803名。
- 床位使用率总体保持高位；中医医院的病床使用率高于中西医结合医院。病床使用率在2015~2019年一直维持稳定水平，2020年有较为明显的下降，主要系疫情因素影响，2020年中医医院病床使用率72.3%，中西医结合医院为67.9%。
- 分区域来看，中医医院和中西医结合医院的床位以华东地区为首，主要系其医院的区位分布所致。

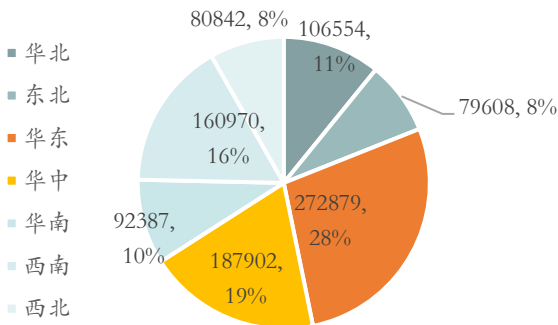
医院病床使用率



医院病床使用率



2020年各地区中医医院床位数分布



资料来源：《中国卫生健康统计年鉴2021》、华安证券研究所  
找报告，上“数据理河”

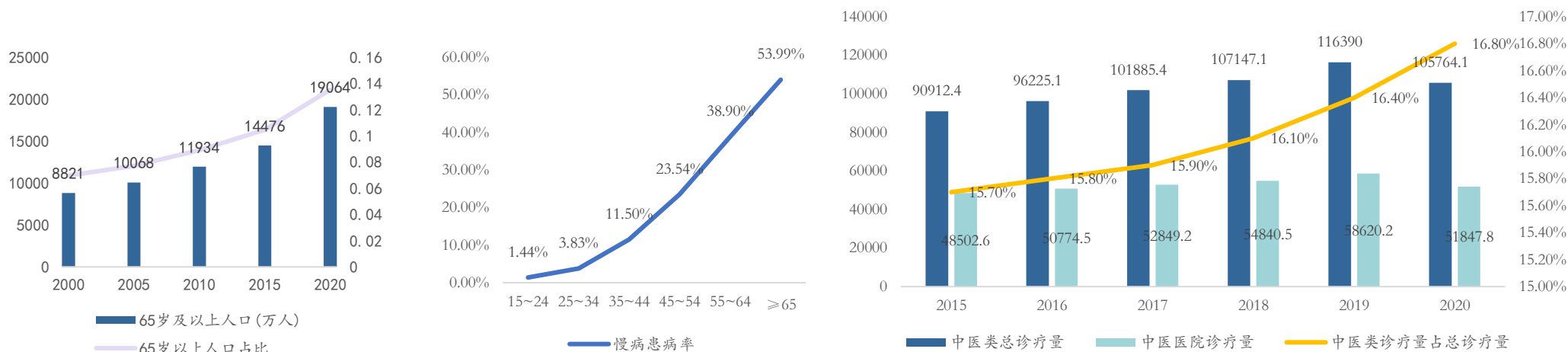
华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (13462421224) 同步分享更新

## 2.4 中医：人口结构、消费习惯的变化培养潜在需求，转化率有待提高，未来具备较大发展空间

- 人口老龄化叠加慢病普及，民众对于治未病的需求愈发增强，中医作为日常健康管理的重要途径愈加受到关注。我国人口老龄化的不可逆转趋势已经显现，2020年我国65岁及以上人口共计1.9亿人次，占比达13.5%，老年人对医疗的需求不可忽视。加之慢性疾病的发病率随年龄增长而上升，亚健康人口占比持续上升，民众对于慢性疾病的认知不断加深，对于日常健康管理和防护的意识不断加强。而中医相较于西医而言更注重日常的健康管理，以周期和疗程的概念对患者进行持续全面深入的调理，通过望闻问切的独特手段针对患者提供个性化中药处方，促进长期生活方式的改善。
- 中医诊疗人次缓慢增长，庞大的潜在需求待转化。从诊疗人次看，2020年**中医医院（中医综合医院+中医专科医院）**共有5.18亿人次接受诊疗，2015-2020 CAGR 1.3%。若剔除疫情扰动，2015-2019 CAGR 4.9%，总体来看增速缓慢。**中医类总诊疗量包括中医类医院诊疗量、中医类门诊部诊疗量、中医类诊所诊疗量、其他机构中医类临床科室诊疗量**，2020年中医类总诊疗10.58亿人次，2015-2020 CAGR 3.1%。若剔除疫情扰动，2015-2019 CAGR 6.4%，中医医院诊疗复合增速超过中医类总诊疗，发展增速可期。**2020年中医类诊疗量占总诊疗量的16.8%**，和2015年15.7%的渗透率相比增量不大，就诊人次和快速膨胀的需求相比仍处于较低的水平。



资料来源：国家统计局、《中国卫生健康统计年鉴》、华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (13462421224) 同步分享更新

## 2.4 中医：政策确定性利好，供给侧放开

- 国家出台多条政策支持中医药产业发展。有关中医的政策久已有之，前期由于在医改过程中对中成药有诸多限制，市场对中医药赛道持谨慎态度；但近期落地的速度更快、频率更高，有关医药行业的十四五规划也有涉及中药，中医药行业有望乘政策东风，推动新一轮发展。
  - 2021年12月30日国家医疗保障局联合国家中医药管理局颁布《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》，对中医药服务正式提出发展指引和相关意见，明确支持中医药发展。
  - 我们认为这是对中医药行业发展的重大促进性政策，且国家层面的政策具备强延续性，因此接下来对于中医药的针对性细节政策会逐步具化和落地，将极大程度利于中医药行业发展。

中医药相关政策梳理

| 时间   | 内容                                                                                                  |
|------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2010 | 《中医坐堂医诊所管理办法(试行)》                                                                                   |
| 2016 | 《中医药发展战略规划纲要(2016~2030)》<br>《中华人民共和国中医药法》                                                           |
| 2017 | 《关于促进中医药产业健康发展的指导意见》<br>《关于支持社会力量提供多层次多样化医疗服务的意见》<br>《十三五中医药科技创新专项规划》<br>《关于推进中医药健康服务与互联网融合发展的指导意见》 |
| 2019 | 《中医药一带一路发展规划(2016~2020)》<br>《关于在医疗联合体建设中切实加强中医药工作的通知》<br>《中共中央国务院关于促进中医药传承创新发展的意见》                  |
| 2020 | 《国家药监局关于促进中药传承创新发展的实施意见》<br>《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》                                                    |
| 2021 | 《推进妇幼健康领域中医药工作实施方案(2021~2025)》<br>《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》                                            |

资料来源：固生堂招股书、华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (13462421224) 同步分享更新

## 2.4 中医：政策确定性利好，供给侧放开

| 《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》 |                         |                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
|------------------------|-------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                        | 主题                      | 内容                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| 1                      | 充分认识医保支持中医药传承创新发展的重要意义  | 传承创新发展中医药是新时代中国特色社会主义事业的重要内容，也是打造中医药和西医药相互补充、协调发展的中国特色卫生健康发展模式的必然要求。 <b>中医药以其独特优势和作用在抗击新冠肺炎疫情阻击战中发挥了重要作用。</b> 医保支持中医药传承创新发展是贯彻落实习近平总书记关于中医药工作的重要论述，继承好、发展好、利用好中医药的具体措施。                                                                                                                  |
| 2                      | 将符合条件的中医医药机构纳入医保定点      | 按规定将符合条件的提供中医药服务的基层医疗卫生机构和康复医院、安宁疗护中心、护理院以及养老机构内设中医医疗机构纳入医保定点管理； <b>开展互联网诊疗的定点中医医疗机构</b> ，按规定与统筹地区医保经办机构签订补充协议后，将其提供的“互联网+”中医药服务纳入医保支付范围。                                                                                                                                                |
| 3                      | 加强中医药服务价格管理             | 建立目标导向的中医服务价格项目管理机制，优化现有中医价格项目，完善新增中医服务价格项目管理政策，丰富中医价格项目；建立健全灵敏有度的价格动态调整机制； <b>公立医疗机构从正规渠道采购中药饮片，严格按照实际购进价格顺加不超25%销售。</b>                                                                                                                                                                |
| 4                      | 将适宜的重要和中医医疗服务项目纳入医保支付范围 | <b>按规定将符合条件的中药饮片、中成药、医疗机构中药制剂等纳入医保药品目录；</b> 充分利用“双通道”药品管理机制，将参保患者用药的渠道拓展到定点零售药店，更好地保障参保群众用药需求；加大对中医特色优势医疗服务项目的倾斜力度，鼓励各地将疗效确切、体现中医特色优势的中医适宜技术纳入医保支付范围。规范使用中医医疗服务项目，医保支付不得设置不合理限制；注重发挥中医药在重大疫情防控中的积极作用，建立完善符合疫情诊疗规范的中医药费用按规定纳入医保支付范围的机制。                                                   |
| 5                      | 完善适合中医药特点的支付政策          | 加强医保总额预算管理，根据中医医疗机构的特点合理确定总额指标，加大对基层医疗卫生机构开展中医药服务的支持力度；推进中医医保支付方式改革； <b>中医医疗机构可暂不实行按疾病诊断相关分组（DRG）付费，对已经实行DRG和按病种分值付费的地区，适当提高中医医疗机构、中医病种的系数和分值，</b> 充分体现中医药服务特点和优势。对康复医疗、安宁疗护等需长期住院治疗的中医优势病种，可按床日付费。探索对治疗周期长、风险可控、需持续治疗的中医病种，开展日间中医医疗服务，实施按病种付费，合理确定付费标准，国家统一制定日间病房的病种目录；支持基层医疗机构提供中医药服务。 |
| 6                      | 强化医保基金监管                | 加强日常监督管理，健全常态化日常监管机制，加强对定点中医医疗机构、中药零售药店医保基金支出管理，防范医药机构虚假就医、住院、购药、虚开诊疗项目等骗取医保基金行为；健全综合监管制度，适应中医药服务管理特点，建立并完善医保部门和中医药主管部门相互配合、协同监管的综合监管制度。                                                                                                                                                 |

资料来源：中国政府网、华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

华安证券研究所

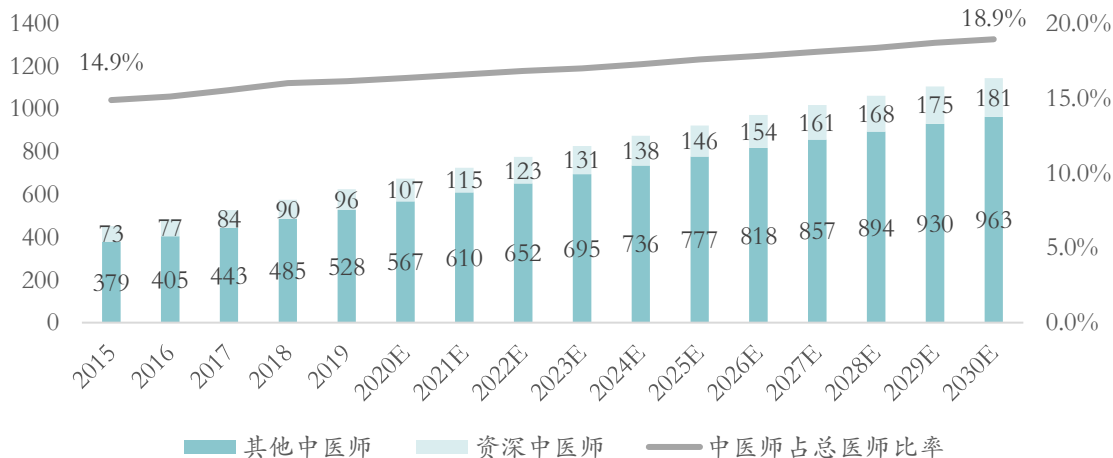
敬请参阅末页重要声明及评级说明

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新

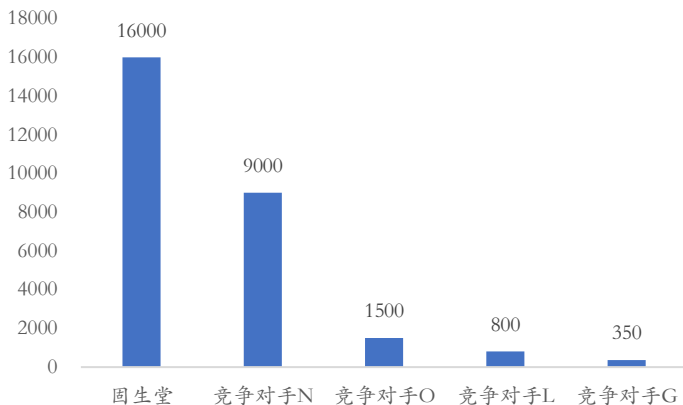
## 2.4 中医：市场分散、医师稀缺，竞争格局尚未定型，发展不设限

- 专业中医师仍为稀缺资源，是各大中医机构的核心优势资源。从医师数量来看，根据弗若斯特沙利文的数据，我国中医医师数量由2015年的45.2万人增加至2019年的62.4万人，2015-2019 CAGR 8.4%，2030年预计将达到114.3万人，2019-2030 CAGR 5.7%。但从资深中医师数量上来看，2015年资深中医师占比16.2%，2019年降为15.4%，预计2030年将保持在15-16%水平，与目前持平，增量不大，**资深中医师逐渐成为存量资源**。
- 玩家散乱小，行业待整合：目前中医医疗服务赛道内玩家众多，规模不等，分布极其分散。根据弗若斯特沙利文的数据，按照中医诊疗于2020年产生的收入排名来看，固生堂在前十位中排名第八，市占率0.6%，排名靠前但市占率低，可见行业分散，行业并购存在很大机会。2020年全国中医医院4426家、业内中医诊所总数近6万家，多为私立小型诊所，良莠不齐，尚未形成规模和品牌。从机构拥有的医师数量来看，固生堂的医师团队数量全国第一。整体来看竞争格局未定，行业待洗牌，高分散度使得行业内并购机会众多。

资深中医师是稀缺资源，中医师数量整体占比较低



中医医疗服务机构中医师数量对比



资料来源：固生堂招股书，华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (13462421224) 同步分享更新

## 2.4 中医：赛道内玩家发展模式各有千秋

- 头部玩家竞争激烈，发展模式各有千秋。**  
 从发展模式看，目前头部玩家根据自身品牌特点采取不同的发展模式，同仁堂采取中医药产业集群模式；广云堂融合“传统中医与现代西医”，寻找中医药发展新突破；鹤年堂聚焦“中医养生”发展之路；泰坤堂专注女性中医药现代化发展。从中医师数量上看，目前头部玩家中固生堂在国医大师，国家级名老中医，省市级名老中医上均处于领先地位。

| 机构名称  | 国医大师 | 国家级名老中医 | 省市级名老中医 |
|-------|------|---------|---------|
| 固生堂   | 5    | 24      | 66      |
| 君和堂   | 0    | 8       | 30      |
| 济华中医馆 | 0    | 8       | 65      |
| 云南圣爱  | 1    | 2       | 39      |
| 泰坤堂   | 0    | 6       | 10+     |

### 同仁堂：中医药产业集群模式

同仁堂以中医、中药为主攻方向，目前在经营格局上形成了以制药工业为核心，以健康养生、医疗养老、商业零售、国际药业为支撑的五大板块，构建了集种植（养殖）、制造、销售、医疗、康养、研发于一体的中医大健康产业链条。发展至今，同仁堂旗下已经拥有2400多家零售终端和医疗机构，36个生产基地、110多条现代化生产线，可生产六大类、20多个剂型、2600多种药品和保健食品。

### 广云堂：融合“传统中医与现代西医”，寻找中医药发展新突破

广云堂融合传统中医和现代西医提供安全、有效的医药产品。在中西医结合道路上打造出了自己独特的品牌亮点。广云堂致力于中成药研发，已经与华润三九、天士力、花红等知名药企建立深度合作，推出覆盖感冒、儿妇、慢病、消化、皮肤、抗病毒、抗菌消炎类等丰富产品线，包括中成药、处方药、OTC、保健食品、医疗器械及耗材等超300余种品类。

### 鹤年堂：聚焦“中医养生”发展之路

北京鹤年堂始建于公元1405年，比同仁堂早264年，是京城历史悠久的国医老字号。鹤年堂秉承中医药治病、防病、养生“三位一体”的理念，形成集中医诊疗、药膳、食养、动调于一体的“鹤年堂中医药养生文化”。近年来，鹤年堂依托中华老字号的优势，大力弘扬中医药养生文化，已发展为以中医药产业为龙头、以养生保健项目和产品为主，具有集团优势的综合性健康养生的产业集团。

### 泰坤堂：专注女性中医药现代化发展

泰坤堂是我国首家现代中医妇科医疗连锁集团，创立之初就将发展的业务集中在对于女性健康的关注上，围绕女性健康构建商业模式，为女性患者提供中医治疗妇科病的方法。泰坤堂在名誉院长、中西医结合生殖医学家俞瑾教授带领下，从中医补肾入手，形成了中医为主、中西医结合治疗多囊卵巢综合征、卵巢功能低下型不孕症、养颜理容等多个研究方向，并将其应用于女性疾病的治疗。

资料来源：健康界、各公司官网、华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新

## 2.4 中医 固生堂：历经12年锤炼，探索新中医医疗服务模式

- 立足中医医疗服务，致力于打造全流程健康管理，线上线下业务全面布局。固生堂成立于2010年，创立初期名为北京固生堂，集传统中医医疗、传统中医教学、中医推广、线上互联网中医平台运营等为一体，通过经营中医院为患者提供医疗服务，满足客户多样化的医疗健康管理需求，打造中医医疗全生命周期的场景。公司以OMO行业平台型商业模式为发展的底层逻辑进行业务扩张，2021年12月10日登录港交所，2022年3月7日纳入港股通。
- 公司是中医连锁品牌先行者，以连锁化、品牌化的模式进行扩张，布局华北、华东、华南等地区。公司立足广州，辐射北京、深圳、佛山、中山、无锡、南京、福州、上海、苏州、昆山、成都、宁波等地区，截至2022年中期，公司管理线下私立营利性医疗机构44家（其中33家线下医疗机构系并购，11家为自建）、覆盖11个城市，线上医疗健康服务平台覆盖全国56个城市；截至目前，公司总计为31个省、343个城市的客户提供线上线下服务。



资料来源：固生堂招股书、公司公告，华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

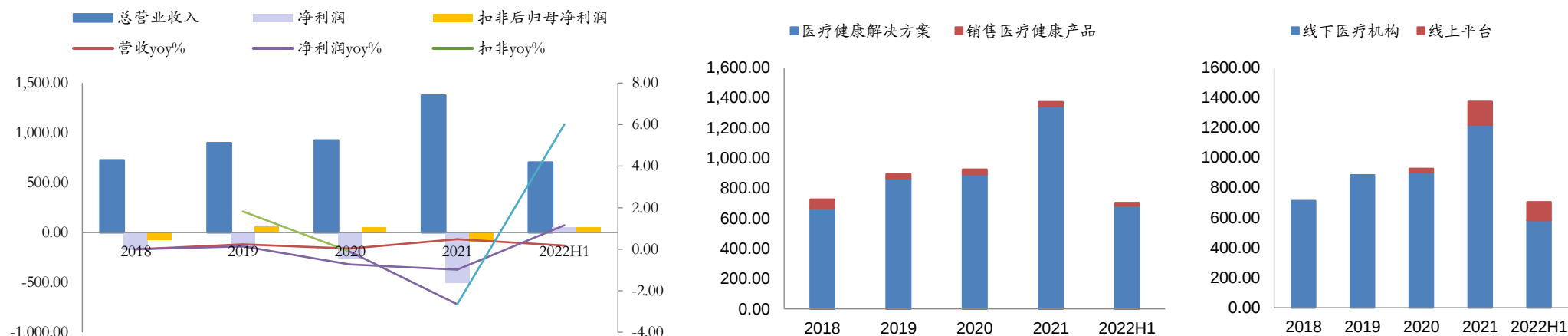
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (13462421224) 同步分享更新

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

## 2.4 中医 固生堂：收入持续扩大，非经营性开支影响已剔除，未来利润可期

- 公司营业收入规模自2018年以来不断扩大，2021实现营业总收入13.75亿元，**2018-2021 CAGR 24%**；2022上半年实现营收7.03亿元人民币，同比增长17.5%。从净利润端看，公司目前处于亏损状态，这主要系：1) 公司上市前通过可转换可赎回优先股融资，需在每个会计年度重估公允价值；2) 公司上市前实施股权激励计划，在2018至2021H1产生331.3/924.3/1536.1/4374.8万非经营性开支；3) 公司上市的一次性开支在2020/2021H1分别为848.2/1121.6万；4) 公司D轮融资发行的可转债按公允价值计量在2018/2019/2021H1产生6680.8/2417.2/993.7万非经营性开支。**公司调整后净利润在2019年已为正，实现盈利。**随着公司上市事宜落定，净利润不再受非经营性费用影响，2022年中报实现扭亏，由2021年上半年的净亏损349.7百万元人民币增加至盈利55.8百万元人民币，盈利能力在表现得到体现。经调整净利润从21H1的45.9百万元增至22H1的64.3百万元，盈利能力持续增强。
- 从业务板块看，公司的收入来源可以分为**药品和医疗产品销售以及提供企业医疗保健解决方案**两项，其中医疗健康解决方案包括医疗费（客户通过自付、国家报销计划和商业医疗保险保单支付的咨询费）、处方服务、煎药服务、理疗等，销售的医疗健康产品包括贵细药材，例如阿胶、冬虫夏草、燕窝、石斛及西洋参；营养品，例如复方阿胶浆、阿胶糕、蜂蜜、养生茶、即食花胶及即食燕窝。**医疗健康解决方案2018/2019/2020/2021毛利率40.64%/43.26%/47.53%/45.22%。**
- 从业务场景看，2020年公司收购线上中医健康服务平台白露、2021年收购万家平台（后并入白露），发挥强大的业务整合能力，**2021年实现线上收入1.53亿元，同比增长526.31%，2022H1线上收入1.22亿元**，成为新第二增长曲线。



资料来源：wind，华安证券研究所；图表单位均为rmb mn

找报告，上“数据理河”

华安证券研究所

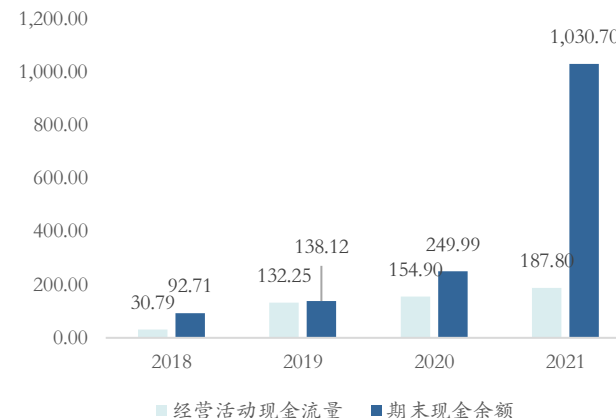
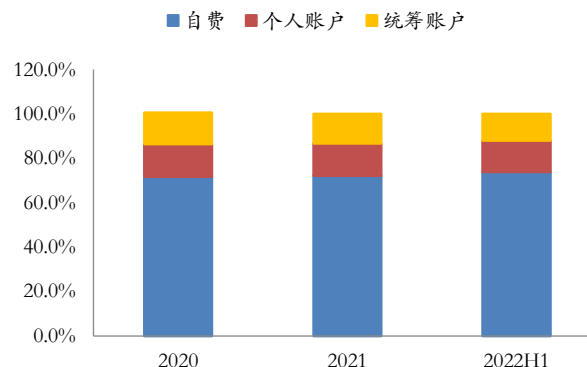
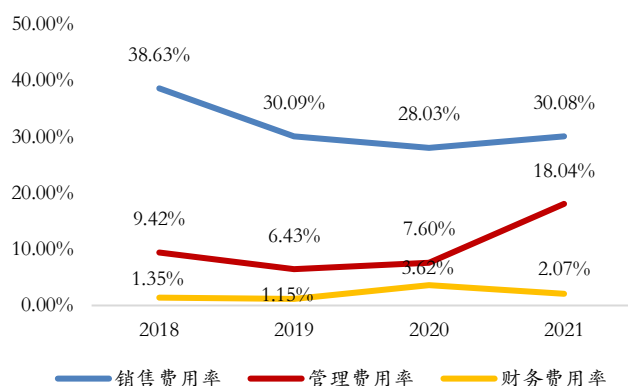
敬请参阅末页重要声明及评级说明

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (13462421224) 同步分享更新

## 2.4 中医 固生堂：盈利&控费能力强，医保占比低，业绩稳定性高

- 公司销售费用率逐年下降，管理费用率基本平稳，财务费用率略有波动。总体来看公司控费效果良好；2021年公司三费率有所上升，主要系准备上市导致所需开支增加。根据招股书的数据拆分销售费用率，可以发现公司营销开支占比极低，获客和增长主要依靠口碑运营。公司年均支出约300万元用于第三方app广告投放（微医、好大夫等）。
- 从运营能力看：公司在手现金和经营现金流充裕，2021年现金余额10.31亿元。充足的流动资金彰显公司健康的现金流和应对风险的能力，公司短中期内的扩张计划落地确定性高、长期稳定发展也具备了强有力支撑。
- 从医保收入结构看，虽然公司旗下中医医疗服务机构大多数为医保定点机构，但受国家医保报销方案的报销比例和基准的变化影响，公司的医保收入占比低，2021年占比27.8%，收入端72%的部分来自患者自费。这反应出：1) 客户对固生堂的品牌、疗效、服务等认可度高，自费意愿强烈；2) 固生堂单体医院收入质量高，较少程度依赖医保收入，受医保相关政策影响小。拆分医保收入，公司医保收入中个人账户和统筹账户占比几乎没有差别。

公司经营现金流充裕 (rmb mn)



资料来源：wind，华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (13462421224) 同步分享更新



## 2.4 中医 固生堂：线上+线下+第三方服务构筑OMO新中医服务模式

- 公司的主营业务可以分为线下医疗机构、线上健康管理平台和第三方管理服务，成功结合线上和线下两个业务场景的特点并且取得了一定的效果，满足了不同患者的多元化医疗需求，通过多元化的业务场景和多种途径的用户触达，持续塑造患者心智，并且能够在线下完成诊疗后通过远程健康管理和多样化服务去进一步提高用户粘性，提高患者留存率。
- ◆ **从医疗健康服务来看**，截至2021年底，除北京鼓楼固生堂、佛山固生堂南海店、佛山市顺德区固生堂中医门诊及中山市固生堂中医门诊外，公司的医疗机构均为**定点医疗机构**。北京鼓楼店预计今年获得医保资质，进一步吸引本地患者就医。
- ◆ **从线上平台来看**，公司先后收购白露、万家平台，为患者提供便利的线上就诊服务，所提供的服务和线下医院形成良好补充，为患者提供自诊前、诊中至诊后的全流程线上可视化管理，便捷实现医生和患者的预约、看诊、抓药标准化。**线上平台是公司线下业务扩展的“前哨站”**（eg河南郑州），公司以线上业务相关运营数据为基础选择最适合的城市进行异域扩张，能够有效节省成本、提高效率、缩短盈亏平衡期。此外线上平台也为线下中医医院赋能，为跨市患者提供线上复诊的服务，极大节省用户时间成本。
- ◆ **从供应链来看**，公司自2017年开发并使用自有云HIS对公司供应链进行高效管理，**实现从上游中药采购到下游配送的全流程控制**。在HIS基础上，公司自2019年7月起逐步开展第三方管理服务业务，通过授予中小型医疗机构自有“**百会云医中医诊所系统**”的使用权限来收取第三方管理费。截止目前，共有302家来自277个品牌的中医诊所与公司签订年度合作协议，对其开放百会云医中医诊所系统的使用权限。

| 业务      | 服务项目                            | 定价及收益模式                                                   | 支付方式                     |
|---------|---------------------------------|-----------------------------------------------------------|--------------------------|
| 线下医疗机构  | 首次及随访咨询诊断、处方服务、汤剂服务、理疗及医疗健康产品销售 | 医疗费用包括咨询费、药费、处理费、理疗费。医保定点机构的医疗费用按当地医疗卫生部门制定的国家报销服务和产品定价指引 | 医保报销、商业保险、现金、银行卡或第三方支付平台 |
| 线上平台    | 随访咨询诊断、处方服务、煎药服务、医疗健康产品销售       | 医疗费用包括咨询费、药费、处理费，根据政策指引进行定价和调节                            | 通过银行卡、第三方支付平台            |
| 第三方管理服务 | 将自有HIS系统提供给中小型中医诊所，为其提供日常运作支持   | 一次性定额许可费                                                  | -                        |

资料来源：固生堂招股书，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

找报告，上“数据理河”

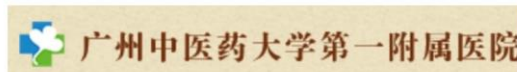
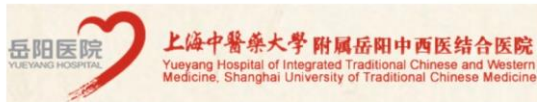
华安证券研究所

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新

## 2.4 中医 固生堂：强有力的医师资源本身具备引流和创收效应，叠加精细化运营使用户粘性和边际增速双高

- 中医馆能否持续稳定经营，最重要的因素之一是中医师资源是否丰富、专业。我们认为公司之所以能够稳步扩张业务版图，其重要原因是公司在中医师资源方面具备强有力的竞争力。公司推出合伙人模式，医师出资入股单店并签订排他协议，与公司共同经营；邀请三甲医院即将或已经退休的老牌中医和世代相传的名医后代等优质中医师加入，成立“名医工作室”，通过老带新的模式提高；在线下医馆配备坐堂医生，方便患者随时进院挂号就诊。目前公司多点执业医师占85.4%左右，挂号费80%抽成；独家执业的医师占14.6%左右，挂号费50%抽成，公司另给予独家执业医师每月固定收入。
- 公立医院背书，塑造患者心智。公司与多家大型医院和公立机构合作，为固生堂提供：1) 医师培训、进修机会；2) 外派优秀医师提供多点执业服务或技术指导。大型公立医院的加盟帮助公司树立了良好的口碑，扭转患者对于私立民营医疗机构的天然排斥，吸引患者前往固生堂就医。截至目前，公司与全国前十大公立医院中的六家都建立了合作关系，在北京与广安门医院合作成立医联体、在广州与广东省中医院合作，吸引了大批省内外患者前来就诊。
- 此外，公司对线上出诊医师签订合作协议，加大对网络医师的执业规定，极大程度提高网络医师留存率，提高在线问诊客户数量；目前公司在线上拥有2%独家执业医师。

### 公司的公立中医医院合作伙伴



#### 合伙人模式

- 医生可以以单店入股的形式，与固生堂一起开办中医馆。固生堂占股70%，医生占股30%，由固生堂负责运营管理，医生负责出诊。

#### 多点执业

- 与全国排名前十的三甲中医院的六家建立合作关系，公立医院支持院内医生多点执业，提高公司兼职医生粘性。

#### 名医工作室

- 为名医做学术传承，搭配小团队提高医生的粘性，提高就诊效率和患者满意度。
- 以“老带新”模式培养自有医生，夯实医师资源优势。

资料来源：固生堂招股书，华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

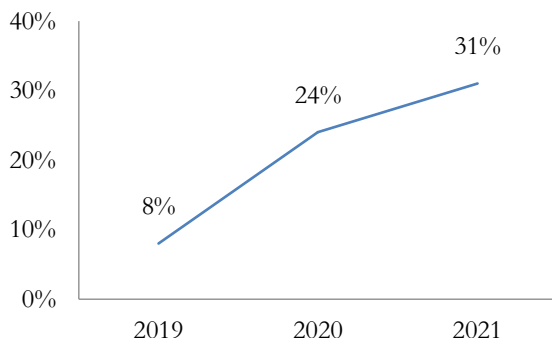
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (13462421224) 同步分享更新

## 2.4 中医 固生堂：持续加强会员体系，收入贡献逐步提升；获客成本极低，口碑运营收效明显；高复购率打造规模增长的基石

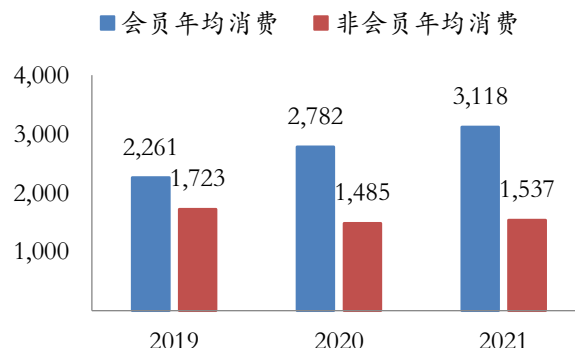
- 创行业先河开展会员体系建设，提振收入效果显著。会员公司持续探索会员体系的建设，会员服务费299/年，2021年公司会员收入占比31%（同比+7pct），2022年目标40%，会员回头率87.3%。会员消费力强，2021年会员年均消费3100元，非会员年均消费1500元。
- 获客成本低，精细化运营口碑。公司目前用户来源主要依赖于口碑和患者相互吸引、互相宣传。公司营销广告投入很少，2021年的患者结构中，53%的患者来自于线下门店，38%是来自于微信小程序，4%是通过集团客服中心，只有5%来自于第三方平台（微医、好大夫等），引流成本0.3%。

|           | 2019   | 2020   | 2021    |
|-----------|--------|--------|---------|
| 会员回头率     | 88.2%  | 89.1%  | 87.3%   |
| 年末会员人数（人） | 25,310 | 55,373 | 139,039 |
| 会员就诊人次（千） | 133    | 369    | 752     |

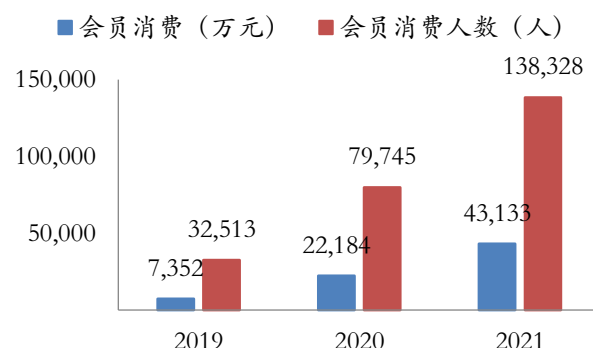
会员收入占比



年均消费对比（rmb 元）



会员消费总额&人数



资料来源：固生堂推介材料，华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新

## 2.4 中医 固生堂：非标准化→标准化，商业模式复制的关键

- 公司始终在标准化运营的方向上努力，标准化系统化带来业务模式的可复制性。自成立以来，固生堂一直致力于持续迭代，实现标准化，与其他民营连锁医疗业态相关数据对比，我们可以发现，固生堂快速增长的背后逻辑来源于公司的标准化诊疗、标准化服务流程、标准化供应链体系等。
  - ✓ **供应链体系标准化：**固生堂在业内是最早一批尝试向上渗透饮片供应链与向下辐射配送体系的公司。公司对饮片质量进行严格控制，严选上游原材料供应商，对供应商管控采取闭环ERP系统，保证饮片产地直采，今年筹备自建饮片厂；持续优化供应链，通过规模效应降低采购成本。今年公司在亳州建饮片厂，建设完毕后对饮片质量的把控和利润会有提升。
  - ✓ **门店服务流程标准化：**公司在开店扩张期间持续探索技术赋能，在每家店配备核心管理人员以保证就诊流程的标准化，基于HIS系统，统一专家预约与强流程的闭环管理，提升服务体验。
  - ✓ **医生遴选与评价：**公司对于执业医师有完整的评选体系，对于医院满号、评价高、回头率高的医生优先。
  - ✓ **诊疗标准化：**公司持续开发线上健康管理平台，探索诊断、治疗、开方的临床标准化，通过AI等技术手段赋能医生，进一步解放生产力。
  - ✓ **并购整合标准化：**统一并购城市、门店的进入指标标准，建立并购整合的统一标准。
- 高可及性和高复购率是公司规模增长的关键。1) 中医诊所开设门槛较其他专科连锁医疗服务机构相比更低，牌照备案制、设备均价以10~30万为主，且中医服务渗透基层（中医占基层门诊量比例41.4%），触达性高。2) 中医相较于西医而言就诊流程简单，只需看诊→开方，而西医通常要经过出诊→检查→复诊→开药/手术等多个环节，便利性高。3) 公司平均单次诊疗费用（513元）眼科连锁（8000+元）/齿科连锁（1000+元）/植发连锁（13000+元），受众群体广。触手可及的诊疗服务、低客单价、便捷标准化的就诊流程和个性化的诊疗方式使得公司具备高复购率，从而打造公司增长飞轮。

| 可比公司数据 (FY 2021) | 雍和医疗  | 固生堂    |
|------------------|-------|--------|
| 客户年均消费 (元)       | 13244 | 1818   |
| 复购率              | 19%   | 61%    |
| LTV周期 (1/流失率)    | 1.2年  | 2.5年   |
| 净利率              | 5.50% | 11.40% |
| LTV净利 (元)        | 896   | 531    |
| LTV投放获客成本 (元)    | 5137  | 61     |
| 平均单客户ROI (倍)     | 0.2x  | 8.7x   |

资料来源：投资者演示资料，华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (13462421224) 同步分享更新

## 2.4 中医 固生堂：投资建议

- 固生堂是行业领先的中医诊疗服务提供商，将传统中医和现代诊疗手段相结合，打造OMO线上+线下业务联动的模式并得到成功验证。我们认为公司具备强大的业务整合、外延扩展和内生管理的能力，疫情扰动下仍能持续扩大线下业务覆盖区域、优化线上平台，最终打造成为中国最大的智能化、产品化、平台化的新中医体系。我们看好公司强大的业务整合能力，精细化运营、HIS系统进一步为公司赋能，建议大家关注，给予“买入评级”。我们预计2022-2024年将实现营业总收入17.3/23.0/30.2亿元人民币，同比增长26%/33%/31%；2022-2024年将实现净利润1.7/2.8/3.9亿元人民币，**实现经调整净利润2.2/3.1/4.0亿元人民币**，同比增长42%/41%/30%。

| Rmb mn    | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入     | 1375   | 1730   | 2303   | 3022   |
| 同比 (%)    | 48%    | 26%    | 33%    | 31%    |
| 归属于母公司净利润 | -507   | 171    | 278    | 391    |
| 同比 (%)    | 98%    | -134%  | 62%    | 41%    |
| 经调整净利润    | 156.7  | 220    | 310    | 403    |
| 同比 (%)    |        | 41.94% | 40.91% | 30.05% |
| P/E       | -15.05 | 35.78  | 22.06  | 15.65  |
| 毛利率       | 45%    | 46%    | 46%    | 47%    |
| 净利率       | -37%   | 10%    | 12%    | 13%    |
| ROE       | -33%   | 10%    | 14%    | 16%    |

资料来源：wind，华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

华安证券研究所

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (13462421224) 同步分享更新

## 2.4 中医：summary

- 行业：中医医疗服务行业渊源流长，行业规模大增速高。中国中医大健康产业市场规模9200亿元，2030年预计将达到2.97万亿元，2019-2030 CAGR 11.3%。人口老龄化、慢病普及叠加不健康的生活方式，推动民众日常健康管理需求膨胀。国家对中医药的发展规划久已有之，2021年12月30日国家医保局、中医药管理局发布关于医保支持中医药传承创新的指导意见，为中医药行业发展提供明确支持，行业东风已至。
- 玩家：私立中医诊疗服务提供商的市场规模占整个中医医疗服务行业的42%，中医医疗服务机构多私立运营且数量繁杂，2020年底全国共6万+中医诊疗机构，未形成品牌效应，行业亟待洗牌。拥有异地扩张能力和成熟商业模式的机构有望获得竞争优势，领跑行业，持续提高市占率。
- 建议关注标的：固生堂（中医连锁品牌先行者，以连锁化、品牌化的模式进行扩张，布局华北、华东、华南等地区，业绩增长确定性高，已覆盖）。

数据来源：华安证券研究所整理

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明



华安证券

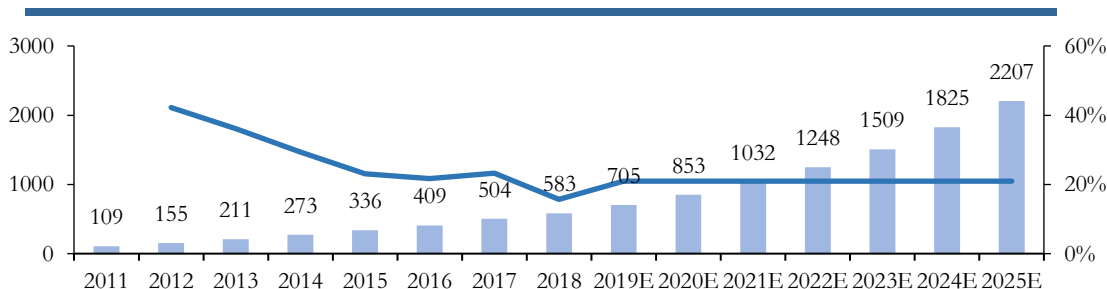
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

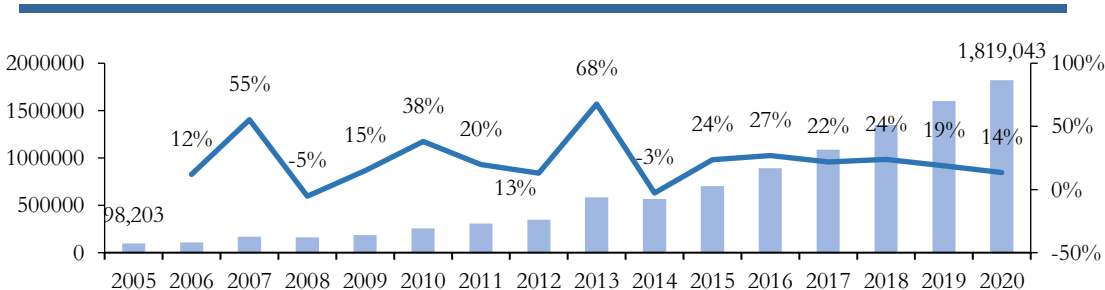
## 2.5 康复：供不应求，规模稳增，民营医院具备优势

- 中国康复医疗市场规模逐步扩大，增速稳定。中国康复医疗服务能力近年来不断加强，发展势头良好；公立综合医院已探索并初步建立康复医学科体系，民营专科医院也逐步形成规模化、体系化的发展态势。然而从整体角度看，中国康复医疗整体规模较小，与发达国家相比仍存在差距。中国康复医疗市场服务总规模由2011年的109亿元增至2018年的583亿元，CAGR 26.9%，**预计康复医疗服务的市场规模2025年将达到2207亿元**，康复医疗千亿市场亟待挖掘。随着中国康复医疗市场规模的不断扩大，中国康复医院总收入也实现快速增长。根据历年《中国卫生健康统计年鉴》，中国康复医院总收入呈增长态势，从2005年的9.8亿元增至2020年的182亿元，2005-2020 CAGR 21%，2011-2020 CAGR 22%，复合增速保持高增长。

我国康复医疗市场规模及增速 (rmb 亿元)



康复医院医疗收入及增速 (rmb 万元)



- 和发达国家相比，我国康复医疗行业仍处于发展初期。作为世界上康复医疗领域发展历史最悠久的国家之一，美国的康复医疗体系经历了三个阶段，主要以支付方式的不同来区分。目前，美国已经形成了较为完善的三级康复诊疗制度，通过住院康复机构（IRFs）、长期急性护理机构（LTACs）、专业护理机构（SNFs）提供不同类型的康复治疗，具有借鉴意义。在英国，康复医疗机构主要分为五类：1) 专门康复机构；2) 综合医院中的康复科室；3) 日间康复门诊；4) 社区康复中心；5) 军事康复中心。康复专业医师需在医疗机构进行4年专业进修后通过考试取得康复医师执照后才可从业。绝大多数居民可以免费享受康复医疗服务。日本已经基本建立了完善的“医疗保险+介护保险”机制，为老龄残疾人提供完备的康复体系，根据康复疗效收费。

- 对比我国，根据毕马威《康复医疗趋势引领新蓝海》中的分析，2017年中国人均康复医疗消费约为5.5美元，远低于同年美国人均康复花费54美元水平。虽然康复体系的硬件基础已初具规模，但我国整体康复医疗服务市场仍处于发展初期和机构数量扩展阶段，与发达国家相比仍存在差距。

资料来源：毕马威、前瞻产业研究院、《中国卫生健康统计年鉴》，华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (13462421224) 同步分享更新

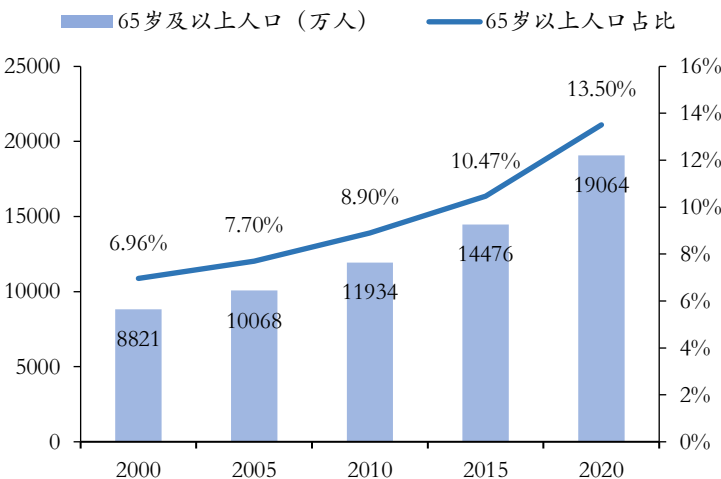
华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

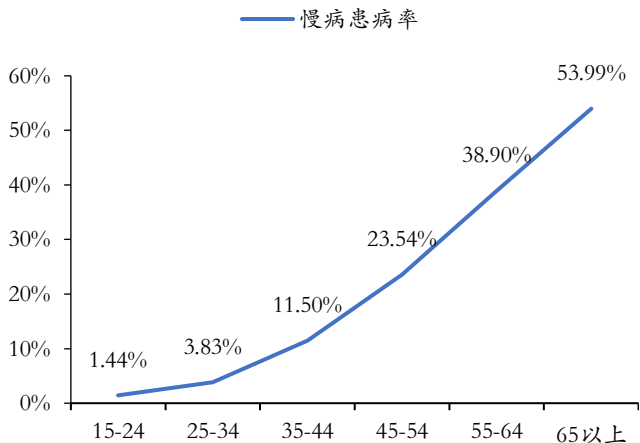
## 2.5 康复：潜在需求快速膨胀，转化率亟待提高

- 中国医疗健康需求急速增长，康复需求板块潜力大。随着基本医疗保险渗透率的不断提高，刚性的医疗需求逐步得以释放；同时随着消费的升级，我国居民的医疗健康消费不仅总量急剧增长，结构也在缓慢裂变，越来越呈现出多元化、层次化、动态化的特征，特别是对重症性疾病的康复需求持续增长。根据《柳叶刀》发表的研究统计，我国是全球康复需求最大的国家，2019年具有康复需求的总人数达到4.6亿人。
- 康复医疗需求群体结构多样。存在康复需求的人群主要包括术后康复群体、残疾人群体、慢性病群体、年老体弱群体、产后恢复群体等。
- ✓ 人口老龄化的不可逆趋势为康复医疗提振刚性需求。第七次全国人口普查数据显示，中国60岁及以上人口已超2.64亿人次，占总人口的18.70%，全国有6省老年人口超1000万人，人口老龄化呈加速趋势，未来老龄相关性疾病的患者群体规模，如神经、骨科、心血管疾病等患者群体将大幅增加，中国老年群体将成为康复医疗市场的最主流群体之一，据国家卫健委统计，2018年底中国60岁及以上的老年人为2.49亿，其中患有慢性病的老年人为1.5亿，失能、半失能的老年人达4400万。

人口老龄化趋势凸显



慢病发病率随年龄上升而增加



老年康复病患群体细分

| 老年患病群体   | 具体内容                                                     |
|----------|----------------------------------------------------------|
| 身体功能残疾   | 具有明确的身体或功能残疾的老年人（如心肌梗塞、脑中风、骨质疏松等引起的重度残疾）                 |
| 脏器功能障碍   | 各种慢性疾病引起的脏器功能障碍的老年人（如慢性心肺疾患、脑血管病、高血压、营养不良、失眠等）           |
| 生理/病理性老化 | 因生理或病理性老化引起的日常生活能力下降的老人（如帕金森症或老年痴呆引起的活动受限、认知障碍、跌倒与步态失常等） |

资料来源：国家统计局，华安证券研究所；第七次全国人口普查自2020年开始进行

找报告，上“数据理河”

敬请参阅末页重要声明及评级说明

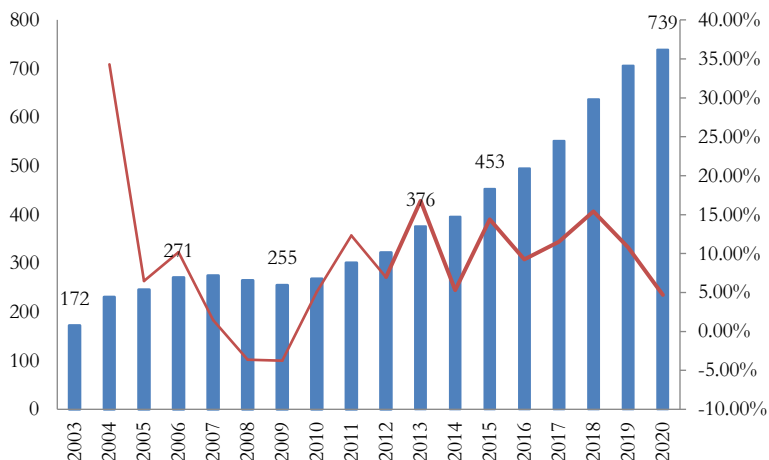
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (13462421224) 同步分享更新

华安证券研究所

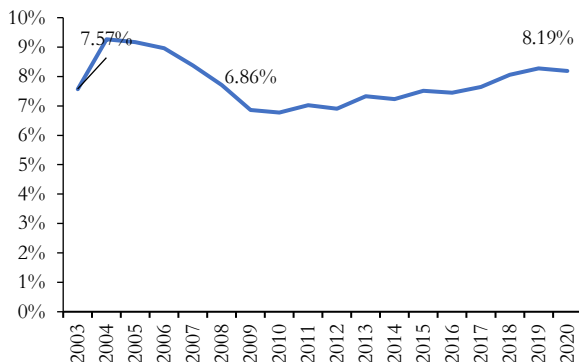
## 2.5 康复：供给存在缺口，床位整体紧张，政策助力发展

- 中国康复医院市场供给亟待弥补，资源相对匮乏。虽然康复医疗服务市场规模整体近千亿，但无论是我国综合医院康复医学科及康复专科医院数量，还是康复床位的数量，目前均呈现供应不足的状态，进而导致系统完备的康复医疗供给体系长期未定型。康复医疗机构中，先进的康复医疗设施储备相对不足，且机构普遍存在规模小、床位少、资源分散、服务项目少等问题。根据中国卫生健康统计年鉴的数据，我国康复专科医院数量从2011年的172家增加至2020年的739家，2010-2020 CAGR 10.7%，增速平稳；但截至2020年底，中国专科医院总量为9021家，康复专科医院占比仅为8.2%，2010年至2020年平均占比仅为7.5%，且每年占比均低于10%，康复专科医院存量仍较低。
- 康复床位总体紧缺，康复医疗资源供给缺口亟待弥补。根据《中国卫生健康统计年鉴》，我国用于康复医学学科的床位从2007年的5.5万张增加到2018年的24.6万张，2010-2020 CAGR 16.6%，**康复床位增速快于康复医院增速**。截至2018年底，中国专科医院床位总量为105.4万张，康复专科床位数仅占总床位数的23.4%，中国每千人口康复床位仅0.18张。根据《北京市医疗卫生服务体系规划（2016年-2020年）》中的标准，康复床位配置设定2020年的目标为每千人口0.5张康复护理床位，因此当前康复医院床位供给上仍存在较大缺口，以每千人0.5张估算2030年全国康复床位总目标，缺口将达到45万张，我国康复医疗仍存在很大提升空间。

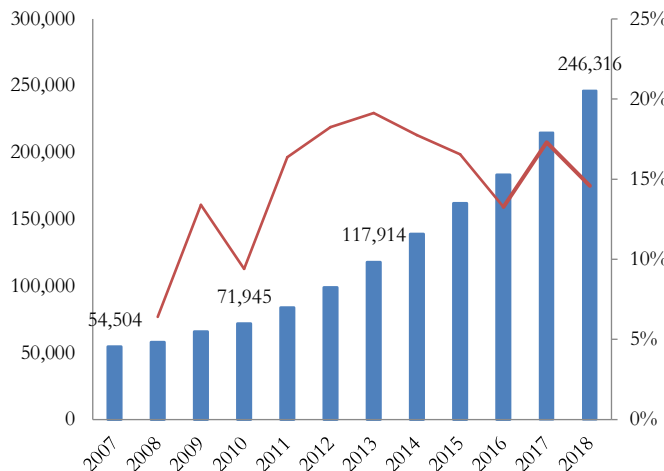
我国康复医院数量逐年上升，增速减缓（家）



2003-2020中国康复专科医院相对专科医院总量占比基本稳定



2007-2018中国康复医学科床位数及增速（张）



资料来源：《中国卫生健康统计年鉴》，华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新

## 2.5 康复：供给存在缺口，床位整体紧张，政策助力发展

- 政策持续支持康复医疗行业发展，供给侧边际放松。康复医疗是卫生健康事业的重要组成部分，为了进一步增加康复医疗供给，满足人民多样医疗需求，保障民众康复需求得到满足，国家近年来持续出台激励政策推动康复医疗服务行业发展。
- 在支持康复医疗发展的背景下，我国康复医疗行业将迎政策东风，持续不断完善发展。我国卫生部提出要建立完善的三级康复医疗体系，未来有望对标美国成熟康复医疗体系，茁壮成长，康复治疗的质量和整个康复体系协同性也将随着分级诊疗制度的推进和社会办医进程的加快而逐步提高。2021年6月，国家卫健委、发改委等八部委制定了《关于加快推进康复医疗工作发展的意见》，为康复医疗的行业建设提供了顶层指导。意见指出，到2022年，我国将会逐步建立数量合理、素质优良的康复医疗专业队伍，每10万人口康复医师达到6人、康复治疗师达到10人，到2025年，每10万人口康复医师达到8人、康复治疗师达到12人的目标。根据前述我国康复医疗行业情况，距离该目标的实现仍有一定距离，我国康复医疗行业存在很大发展空间。

### 国家一以贯之支持康复医疗行业发展

| 时间      | 发布单位   | 政策                           | 主要内容                                                                         |
|---------|--------|------------------------------|------------------------------------------------------------------------------|
| 2010年9月 | 卫生部    | 《关于将部分康复项目纳入基本医疗保障范围的通知》     | 将1项评定项目和8项治疗项目纳入医保支付范围，标志康复医疗正式得到政府支持                                        |
| 2011年4月 | 国家卫生部  | 《综合医院康复医学科建设与管理指南》           | 二级以上（含二级）综合医院应当独立设置科室开展康复医疗服务，科室名称统一为康复医学科。鼓励有条件的综合医院开展心理康复咨询工作              |
| 2011年8月 | 国家卫生部  | 《关于开展建立完善康复医疗服务体系试点工作的通知》    | 鼓励建立三级康复医疗服务体系，并要求在14省进行试点。鼓励社会资本举办康复医疗服务机构，满足群众不同层次的康复医疗服务需求                |
| 2012年2月 | 国家卫生部  | 《“十二五”时期康复医疗工作指导意见》          | 鼓励有条件的二级综合医院（包括企事业办医院）转型为以康复医疗服务为主的综合医院或康复医院                                 |
| 2015年3月 | 国务院办公厅 | 《全国医疗卫生服务体系规划纲要（2015-2020年）》 | 鼓励社会办医院提供康复、老年护理等紧缺服务，对公立医院形成补充                                              |
| 2015年9月 | 国务院办公厅 | 《国务院办公厅关于推进分级诊疗制度建设的指导意见》    | 明确指出将健全的康复体系作为中国医疗体系的一部分，通过分级诊疗提高康复医疗的地位，并大力推进社会办医，鼓励符合条件的医师开办个体诊所，就近为基层群众服务 |

资料来源：毕马威《康复医疗趋势引领新蓝海》、卫健委、中国政府网，华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新



## 2.5 康复：供给存在缺口，床位整体紧张，政策助力发展

| 时间       | 发布单位     | 政策                                    | 主要内容                                                                                                                  |
|----------|----------|---------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2016年3月  | 国家卫生计生委  | 《关于新增部分康复项目纳入基本医疗保障支付范围的通知》           | 新增20项康复项目与原支付范围内的9项康复项目，一并纳入基本医疗保险“B”类诊疗项目管理，进一步提高参保人员康复医疗保障水平，降低个人负担                                                 |
| 2016年9月  | 国务院办公厅   | 《国务院办公厅关于印发国家残疾预防行动计划（2016—2020年）的通知》 | 加强康复服务，推广疾病早期康复治疗，减少残疾发生，减轻残疾程度。将残疾人健康管理和社区康复纳入国家基本公共服务清单。支持社会力量举办医疗、康复、辅助器具等相关服务机构，并鼓励其参与承接政府购买服务                    |
| 2017年2月  | 国务院      | 《残疾预防和残疾人康复条例》                        | 社会力量举办的康复机构和政府举办的康复机构在准入、执业、专业技术人员职称评定、非营利组织的财税扶持、政府购买服务等方面执行相同的政策                                                    |
| 2017年2月  | 国务院      | 《“十三五”国家老龄事业发展和养老体系建设规划》              | 加强老年康复医院、护理院、临终关怀机构和综合医院老年病科建设；加强康复医师、康复治疗师、康复辅助器具配置人才培养，广泛开展认知知觉功能康复训练等老年康复护理服务                                      |
| 2017年4月  | 国务院办公厅   | 《关于推进医疗联合体建设和发展的指导意见》                 | <b>鼓励护理院、专业康复机构等加入医联体。</b> 建立医联体内转诊机制，重点畅通向下转诊通道，将急性病恢复期患者、术后恢复期患者及危重症稳定期患者及时转诊至下级医疗机构继续治疗和康复                         |
| 2017年5月  | 国务院办公厅   | 《关于支持社会力量提供多层次多样化医疗服务的意见》             | 支持社会力量深入专科医疗等细分服务领域，鼓励在康复、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                                                                  |
| 2017年10月 | 国家卫生计生委  | 《康复医疗中心基本标准（试行）》《护理中心基本标准（试行）》        | 鼓励康复医疗中心集团化、连锁化经营，建立规范、标准的管理与服务模式。并对申请举办集团化、连锁化康复医疗中心优先设置审批                                                           |
| 2019年6月  | 卫生健康委    | 《促进社会办医持续健康规范发展意见》                    | 规范调整医疗服务项目价格。提高本市中医、病理、康复、精神、手术等5类医疗服务项目价格                                                                            |
| 2019年11月 | 卫生健康委办公厅 | 《国家卫生健康委办公厅关于开展加速康复外科试点工作的通知》         | 在全国32个省、自治区和直辖市分别选取195家试点医院，确定关节外科、脊柱外科、创伤骨科、骨肿瘤外科、足踝外科作为试点病种，加强对医务人员和患者的宣教，将康复理念融入相关疾病的诊疗                            |
| 2020年2月  | 国务院      | 《中共中央国务院关于深化医疗保障制度改革的意见》              | 逐条将门诊医疗费用纳入基本医疗保险统筹基金支付范围。补齐护理、儿科、老年科、精神科等紧缺医疗服务短板；推广按疾病诊断相关分组付费，医疗康复、慢性精神疾病等长期住院按床日付费，门诊特殊慢性病按人头付费；探索对紧密型医疗联合体实行总额付费 |
| 2021年6月  | 卫健委等     | 《关于印发加快推进康复医疗工作发展意见的通知》               | 建立健全康复医疗服务体系，加强康复医疗人才培养和队伍建设，提高康复医疗服务能力，创新康复医疗模式，加大支持保障力度。                                                            |

资料来源：毕马威《康复医疗趋势引领新蓝海》、卫健委、中国政府网，华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新

## 2.5 康复：供给存在缺口，床位整体紧张，政策助力发展

| 地区 | 文件                                | 发布时间    | 相关内容                                                                                                                                                                                                                          |
|----|-----------------------------------|---------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 北京 | 北京市建立完善老年健康服务体系<br>的实施方案          | 2021.1  | 完善康复医疗服务体系建设。充分发挥康复医疗在老年医疗服务中的作用，推进分级诊疗和双向转诊，为老年患者提供早期、系统、专业、连续的康复医疗服务。优化康复医疗资源配置，提高康复医疗服务质量和服务能力，满足老年患者的康复医疗需求。建立和完善康复医学学科及康复治疗人才培养制度。提高综合医院、社区卫生服务中心康复医疗服务能力。                                                               |
|    | 关于推动第四批公立医疗机构康复<br>转型有关工作的通知      | 2020.1  | 利用3年时间，各转型机构在市、区卫生健康委、财政局及有关部门的指导、支持下，加强康复人才队伍建设、夯实硬件基础提升康复医疗服务能力、提高医院管理水平；至2021年底各转型机构的床位、科室、房屋、设备等资源配置标准应符合国家《康复医院基本标准（2012年版）》的有关二级康复医院的要求。能够承担本辖区康复患者诊疗、转诊等延续性医疗服务功能，为区域内疾病稳定期患者提供系统、专业、综合的康复治疗服务，促进区域内康复医疗服务体系和分级诊疗制度建立。 |
| 重庆 | 重庆市加快推进康复医疗工作发展<br>实施方案           | 2021.12 | 力争到2022年底，每10万人口康复医师达到6人、康复治疗师达到10人；到2025年底，每10万人口康复医师达到8人、康复治疗师达到12人，逐步建立一支数量合理、素质优良的康复医疗专业队伍。三级综合医院100%设置康复医学科；每个区县至少有1所区县级公立医院设置康复医学科门诊和康复医学科病房。原则上，全市至少设置二级及以上康复医院10家，“一区两群”康复医学资源布局合理。                                   |
| 天津 | 天津市康复医疗服务试点工作方案                   | 2022.05 | 经过一年的试点探索，形成较完善的康复医疗服务体系，多元化康复医疗服务模式，有利于康复医疗服务发展的政策措施等有益做法和典型经验，加快推动天津市康复医疗服务发展取得实效                                                                                                                                           |
|    | 天津市加快推进康复医疗服务工作<br>发展实施方案         | 2021.11 | 力争到2022年，在我市逐步建立一支数量合理、素质优良的康复医疗专业队伍，每10万人口康复医师达到6人、康复治疗师达到10人。到2025年，每10万人口康复医师达到8人、康复治疗师达到12人。康复医疗服务能力稳步提升，服务方式更加多元化，康复医疗服务领域不断拓展，人民群众享有全方位全周期的康复医疗服务。                                                                      |
| 四川 | 加快推进康复辅助器具产业发展有<br>关支持政策执行口径的补充通知 | 2022.05 | 根据部分单位和地区在政策执行中反馈的意见和建议，为进一步明确政策口径，精准政策执行，提升政策实效，就《四川省加快推进康复辅助器具产业发展支持政策》第十八条“政采贷”融资支持政策作出补充通知                                                                                                                                |
|    | 关于正式公布144项新增和修订医<br>疗服务价格项目及价格的通知 | 2022.03 | 新增康复项目共计25项进入医保，包含下肢功能步行反馈训练、体适能训练、肌力训练、动静态平衡训练、人机界面训练、情景互动训练等强化运动功能、和能力的康复训练项目；音乐疗法首入医保                                                                                                                                      |
|    | 四川省加快发展康复医疗服务工作<br>实施方案           | 2021.11 | 力争到2022年，逐步建立一支数量合理、素质优良的康复医疗专业队伍，每10万人口康复医师达到6人、康复治疗师达到10人。到2025年，每10万人口康复医师达到8人、康复治疗师达到12人。康复医疗服务能力稳步提升，服务方式更加多元化，服务领域不断扩展，逐步构建规模适宜、功能明确、富有效率的康复医疗服务体系，让人民群众享有全方位全生命周期的康复医疗服务。                                              |
|    | 四川省加快推进康复辅助器具产业<br>发展支持政策         | 2019.10 | 在政府采购项目中标或成交的康复辅助器具制造、经销商，凭借政府采购合同享受优于同期一般企业的贷款利率和便捷程序直接向银行申请信用贷款，无需其它任何抵押”，即给予“政采贷”融资支持                                                                                                                                      |

资料来源：各地卫健委、各地医保局、中国政府网，华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新

## 2.5 康复：供给存在缺口，床位整体紧张，政策助力发展

| 地区 | 文件                                      | 发布时间    | 相关内容                                                                                                                                                                                                                                                             |
|----|-----------------------------------------|---------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 浙江 | 学习推广三明医改经验 深化“三医联动”“六医统筹”改革2022年度全省重点任务 | 2022.03 | 引导社会力量举办康复、护理、安宁疗护、儿科等专科医疗机构；加强中医医院康复科设置，力争三级中医医院和二级中医医院设置康复（医学）科的比例分别达到100%和80%；加快发展康复医疗服务。落实浙江省加快发展康复医疗服务实施方案，健全康复医疗服务体系、加强康复医学学科建设，加强康复医学人才培养、创新康复医疗服务模式，推动加速发展基层、社区和居家康复医疗，完善价格支付政策等。                                                                        |
|    | 浙江省加快发展康复医疗服务实施方案                       | 2021.11 | 力争到2022年，逐步建立一支数量合理、素质优良的康复医疗专业队伍，每10万人口康复医师达到6人、康复治疗师达到10人。到2025年，每10万人口康复医师达到8人、康复治疗师达到12人。康复医疗服务能力稳步提升，服务体系初步完善服务方式更加多元化，康复医疗服务领域不断拓展，人民群众享有全方位全周期的康复医疗服务。                                                                                                    |
| 广东 | 广东省加快发展康复医疗服务工作的实施方案                    | 2022.01 | 力争到2022年，逐步建立一支数量合理、素质优良的康复医疗专业队伍，每10万人口康复医师达到6人、康复治疗师达到10人。到2025年，每10万人口康复医师达到8人、康复治疗师达到12人；有条件的基层医疗机构开设康复门诊，社区医院设立康复医学科。康复医疗服务体系逐步完善，服务能力稳步提升，服务方式更加多元化，康复医疗服务领域不断拓展，人民群众享有全方位全周期的康复医疗服务                                                                       |
|    | 关于落实2014年度广东省康复治疗师培训项目的通知               | 2015.05 | 康复治疗师是推动康复医学发展的一支重要力量。通过加强康复治疗师队伍培养，造就一支医德好、理念新、业务精、能力强的康复治疗师团队，带动我省各级各类医疗机构康复治疗工作规范化、科学化建设，提高康复治疗整体水平，构建“防、治、康”相结合的医疗服务体系                                                                                                                                       |
| 河南 | 河南省加快推进康复医疗工作发展实施方案                     | 2021.11 | 力争到2022年，逐步建立一支数量合理、素质优良的康复医疗专业队伍，每10万人口康复医师达到6人、康复治疗师达到10人。到2025年，每10万人口康复医师达到8人、康复治疗师达到12人。康复医疗服务能力稳步提升，服务方式更加多元化，康复医疗服务领域不断拓展，人民群众享有全方位全周期的康复医疗服务。                                                                                                            |
| 山东 | 山东省康复医疗服务试点工作方案                         | 2022.03 | 经过1年的试点工作，探索形成比较完善的康复医疗服务体系，增加康复服务供给，提升康复医疗能力，发展多元化康复医疗服务模式，总结有利于康复医疗服务发展的政策措施和典型经验并逐步推广，促进全省康复医疗服务事业高质量发展。                                                                                                                                                      |
|    | 山东省康复医师转岗培训工作方案（2022-2025年）             | 2022.01 | 指导全省更好落实各项重点任务，切实推动康复医疗专业队伍建设，增加康复医师从业人员数量，更好地满足人民群众康复医疗服务需求                                                                                                                                                                                                     |
|    | 山东省加快推进康复医疗工作发展实施方案                     | 2021.11 | 在全省建立一支数量合理、素质优良的康复医疗专业队伍，到2022年，每10万人口康复医师达到6人、康复治疗师达到10人；到2025年，每10万人口康复医师达到8人、康复治疗师达到12人，提升从事康复医疗服务的中医类执业医师数量。全面加强全省康复医疗服务体系建设，到2025年，每个设区的市至少设置1所二级及以上康复医院和1所残疾人康复中心，二级以上综合医院、中医院、妇幼保健院全部设立康复医学科。康复医疗服务能力持续提升，康复医疗服务方式更加多元，康复医疗服务领域不断拓展，人民群众享有全方位全周期的康复医疗服务。 |

资料来源：各地卫健委、各地医保局、中国政府网，华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新

## 2.5 康复：三星医疗：电表+康复医院双主线，长期稳定发展

- 历史悠久，智能配用电&医疗服务双业务线共同发展。三星医疗原名三星电气，紧抓智能电网的行业机遇，凭借在配电业深耕多年打下的深厚基础，持续领跑在智能配电领域；2015年，公司更名为宁波三星医疗电气股份有限公司、证券简称变更为三星医疗，通过收购宁波明州医院切入康复医疗领域。公司主营业务分为两部分，其中智能配用电为公司支柱业务，持续领跑行业；康复医疗服务是公司战略布局的业务重点，截至目前，公司旗下共有13家医院，同时通过托管、并购、自建、合资等多种方式在体外培育和筹建20+家医院（其中正在运营医院13家），扎根浙江、辐射全国。公司通过股权激励方式保证业绩长期增长的高确定性。根据股权激励的考核目标，公司在2022-2024年每年预计将新增10家医院（并购+自建），规模效应可期，全国连锁布局稳步推进。
- 公司股权结构稳定，创始人郑坚江先生为实际控制人，其中直接持股14.95%；奥克斯集团有限公司下设宁波元兴实业投资公司（65%）和宁波元和电器科技有限公司（35%），其中郑坚江先生分别各持有85%股权，因此通过奥克斯集团间接持股28.06%，整体结构稳定，有利于公司长期发展。



| 年份   | 第四期股权激励——解锁条件                                                         |
|------|-----------------------------------------------------------------------|
| 2022 | 医疗服务收入目标值 18.19 亿元（较 20 年增长不低于 30%）；新增项目医院数不低于 10 家                   |
| 2023 | 医疗服务收入目标值 22.38 亿元（较 20 年增长不低于 60%）；新增项目医院数不低于 10 家                   |
| 2024 | 医疗服务收入目标值 27.98 亿元（较 20 年增长不低于 100%）；新增项目医院数不低于 10 家                  |
| 年份   | 第五期股权激励——解锁条件                                                         |
| 2022 | 智能配用电扣非净利润目标值 5.91 亿元（较 20 年增长不低于 30%）、触发值 4.73 亿元（较 20 年增长不低于 24%）   |
| 2023 | 智能配用电扣非净利润目标值 7.72 亿元（较 20 年增长不低于 70%）；触发值 6.18 亿元（较 20 年增长不低于 56%）   |
| 2024 | 智能配用电扣非净利润目标值 10.00 亿元（较 20 年增长不低于 120%）；触发值 8.00 亿元（较 20 年增长不低于 96%） |

资料来源：三星医疗公告、官网、wind，华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

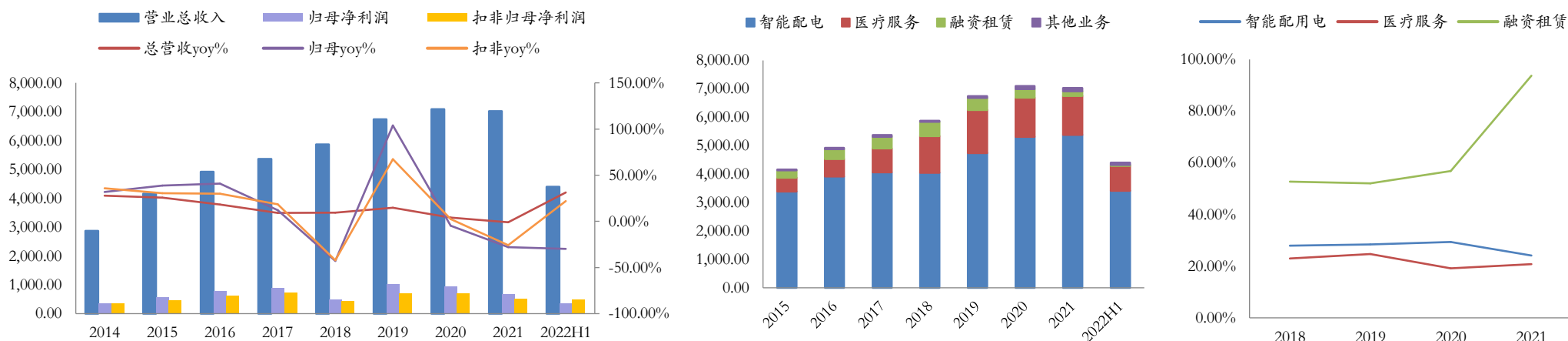
华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (13462421224) 同步分享更新

## 2.5 康复：三星医疗：电表+康复医院双主线，长期稳定发展

- 公司营业收入稳定增长，2021年公司实现营业总收入70.2亿元，同比下降0.98%；**2022年一季度实现收入19.82亿元(+42.77%)，实现归母净利润1.64亿元(-3.23%)，实现扣非归母净利润2.02亿元(+40.63%)**，疫后彰显强劲的运营管理能力。归母净利润2018年较低，主要是由于坏账损失增加所致；2019年增速较高（10.36亿元），主要系公司出售医思健康、现代牙科、东阳光药等金融资产产生的投资收益影响所致，2020年达9.56亿元水平，同比下降7.72%，主要系疫情影响等因素扰动。2021年归母净利润6.90亿元，同比降低27.83%。**2021年公司归母净利润有所下降，主要系受到人民币汇率波动、原材料价格上涨、部分产品招投标价格下降等多个因素影响。2022上半年公司实现营业总收入43.98亿元人民币，同比增长31.47%；实现净利润3.61亿元，同比下滑28.19%；实现归母净利润3.51亿元，同比下滑29.76%；实现扣非规模净利润4.91亿元，同比增长21.91%。**从收入结构看，公司的主营业务可以分为智能配用电、医疗服务、融资租赁，其中**智能配电板块占比最大，2022年上半年实现收入34.18亿元，同比增长33%；医疗服务其次，2022年上半年贡献8.67亿元，同比增长37.25%**。融资租赁并非公司主业，主要用作公司医疗服务板块的过渡且公司正在主动缩减融资租赁板块业务规模以更好地聚焦主业，2020年占总收入4%，2021年收入1.58亿元。**2021年公司整体毛利率25.37%，融资租赁业务毛利率最高，2021年毛利率93.74%（+36.92pcts）；智能配用电其次，2021年毛利率24.06%（-5.29pcts）；医疗服务最低，2022年上半年公司毛利率26.49%。**从成本结构看，1）公司医疗服务板块中人工工资占最大比例，2021年人工支出占33.86%；药品成本2021年有所下降，占比23.53%。2）公司智能配用电板块中直接材料占最大比例，2020年占比90.80%。



资料来源：wind，华安证券研究所；图表单位均为rmb mn

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (13462421224) 同步分享更新

敬请参阅末页重要声明及评级说明

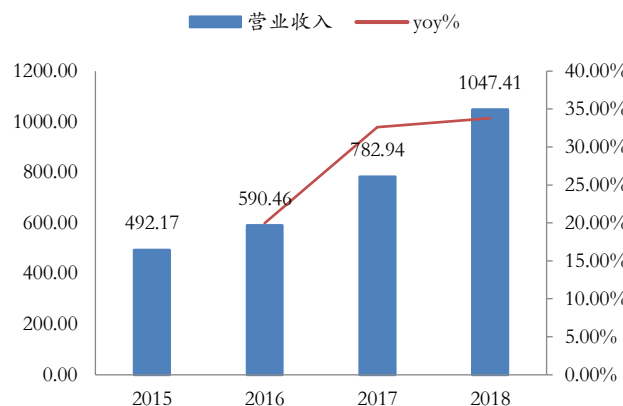
华安证券研究所

## 2.5 康复：三星医疗：电表+康复医院双主线，长期稳定发展

- 公司体内医院——浙江大学明州医院：业绩增长稳定，管理经验丰富。**浙江大学明州医院（**宁波明州医院**）是一所按三级甲等医院标准投资建设，集医疗、科研、教学、预防、康复为一体的大型综合性医院。医院占地面积140亩，建筑面积17万平方米，于2006年5月投入运营，迄今已16年；核定床位900张，现有职工1800余人；共有4个康复病区，科室优势强劲；2015年挂牌浙江大学明州医院，2017年增挂鄞州妇女儿童医院；是宁波市医保定点机构、浙江省一卡通定点单位。宁波明州医院是目前浙江省内规模最大、标准最高的大型**综合性医院**之一，单体医院年营收已超过10亿元，单床收入在100万元左右。医院确立了“一切以病人为中心，打造人性化医院”的办院宗旨，在运营管理、人才培养等方面具有丰富的经验积累，可为后续医疗产业拓展提供管理经验；荣膺中国最具价值民营医院、全国改革创新企业医院等荣誉。
- 浙江大学明州医院为公司医院板块利润主体。**2015-2017年宁波明州医院经营能力不断提升，收入端与归母净利润端都实现超过20%以上的增长。2018年医院二期全面投入使用，科室规模扩大并引进了多名学科带头人，医院营业收入突破10亿。2019年由于2018年基数较低以及公司扩建，归母净利润有了显著提升，共1.58亿元人民币，相比2018年的0.75亿元人民币实现翻倍增长，2020年及2021年上半年由于疫情影响，净利润有所下降，2020年医院实现净利润1.31亿元人民币（-16.91%），下滑主要系疫情扰动；**2021年贡献0.87亿元净利润（-34.03%），主要系医院旗下参控股子公司（浙江明州和大浙北体检中心）分红的波动导致投资收益减少3000+万元，医院实际经营并未出现问题。**

浙江大学明州医院相关运营数据

| 指标     | 内容                                                                                     |
|--------|----------------------------------------------------------------------------------------|
| 床位     | 开放床位1130张、核定床位1050张                                                                    |
| 职工     | 共有职工1800+人，其中高级职称以上150+人                                                               |
| 相关运营数据 | 2018年门急诊量89.8万人次，年出院3.88万人次，年手术量1.72万例次，其中住院分娩新生儿总数为0.65万人次； <b>2021年康复科床位使用率90%左右</b> |



资料来源：医院官网，华安证券研究所；图表单位均为rmb mn

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新

华安证券研究所

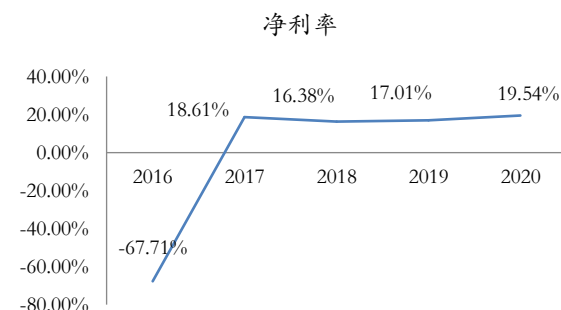
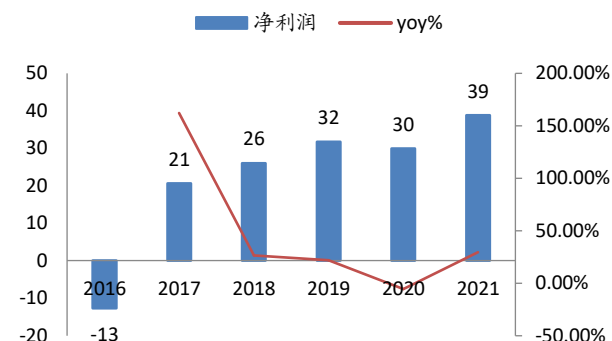
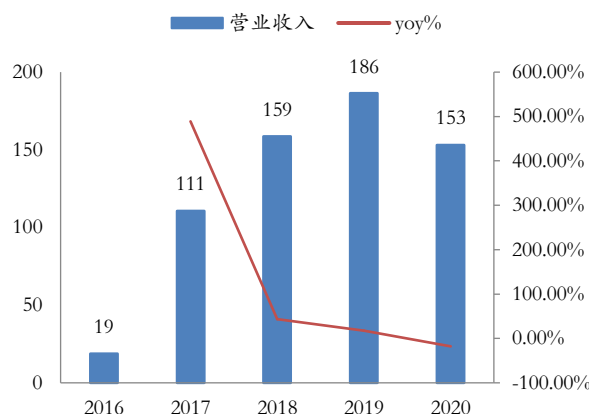
敬请参阅末页重要声明及评级说明

## 2.5 康复：三星医疗：电表+康复医院双主线，长期稳定发展

- 公司体内医院——浙江明州康复医院：重症康复为特色，业绩稳步增长。浙江明州康复医院是以重症康复为特色的康复专科医院。浙江明州康复成立于2016年，作为专科特色品牌医院，对接公立三甲医院的ICU、神经内外科、骨科等病人转诊至医院做康复，运营状况良好。浙江明州康复医院院长是浙江省康复医学会组委委员，医院核心成员在浙江康复行业内有很大影响力；获2019届康复医院50强第32位（非公性质第10）。重症康复、儿童重症康复为浙江明州康复医院重点建设学科。浙江明州康复医院是**区级重症康复优势专科**，截止目前已收治病人3000余例，包括颅脑损伤、呼吸衰竭、心力衰竭、骨关节康复等患者。
- 自2017年被宁波明州医院收购后，浙江明州康复医院业绩迎来爆发式增长，营业收入相比2016年增长约489%。2020年及2021年上半年由于疫情影响，归母净利润有所下降，2020下降约5.6%，2021年上半年归母净利润约为2326万元；**2021年净利润快速恢复，实现38.76百万元，同比增长30%**。医院净利率总体来看较为稳定，自2017年以来微增，2020年净利率19.54%，在业内保持领先水平。

浙江明州康复历史运营数据

|          | 2016 | 2017  | 2018  |
|----------|------|-------|-------|
| 就诊人数（万）  | 0    | 0.02  | 0.03  |
| 床位周转率    | 0.38 | 1.45  | 2.3   |
| 营业收入（万元） | 1877 | 11061 | 15870 |
| 营业成本（万元） | 1900 | 7573  | 10269 |
| 毛利率      | -1%  | 32%   | 35%   |
| 管理费用（万元） | 1076 | 638   | 1065  |
| 销售费用（万元） | 141  | 368   | 900   |
| 净利润（万元）  | 1271 | 2059  | 2600  |



资料来源：三星医疗公告、医院官网，华安证券研究所；图表单位均为rmb mn

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所



华安证券  
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

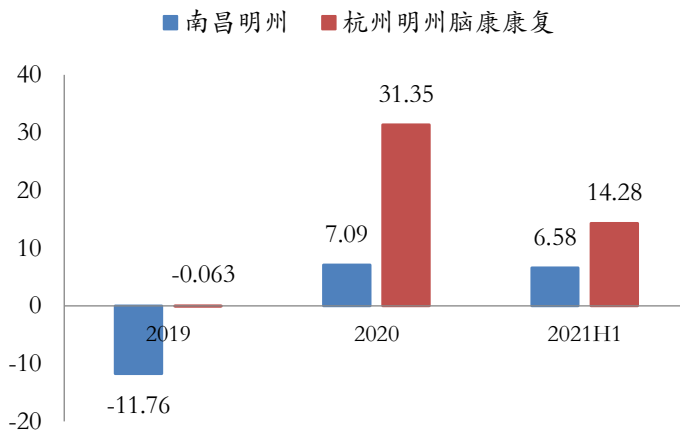
## 2.5 康复：三星医疗：电表+康复医院双主线，长期稳定发展

- 公司体内医院——2021年收购2家医院落地，持续纵深布局康复医疗服务领域。公司2021年完成了对南昌明州康复医院85%股权、杭州明州脑康康复医院84%股权的收购和工商变更，两家医院并至上市公司体内。两家医院主营重症康复业务，是公司在康复医疗领域持续布局的又一落地成果，以重症康复为特色，注重打造差异化、连锁化、品牌化的竞争优势。本次收购帮助公司进一步实现康复医疗业务异地复制和国内多点发展，扩大公司康复医疗业务版图，与公司现有医疗业务形成良好的协同效应。根据公司公布的信息，截至2020年，杭州脑康明州康康医院共有医护人员237名，其中医生60名，护士177名，总床位485张；南昌明州康康医院共有医护人员66名，其中医生19名，护士47名，总床位276张。
- 经营业绩良好，并表后进一步增厚公司业绩。根据公司披露的医院审计报告，2021年上半年南昌明州实现净利润6.58百万元，杭州明州脑康康康14.28百万元；2021年全年分别实现扣非净利润988万和3,876万。

杭州脑康&南昌明州基本情况

|          | 杭州脑康明州康康                              | 南昌明州康康              |
|----------|---------------------------------------|---------------------|
| 所设主要科室   | 康复医学科、重症医学科、高压氧科、医技科室、手术室、小针刀特色门诊、胃镜室 | 康复医学科、重症医学科、医技科室    |
| 医生数量     | 60                                    | 19                  |
| 护士数量     | 177                                   | 47                  |
| 总床位      | 485                                   | 276                 |
| 开放床位     | 485                                   | 129                 |
| 就诊人次     | 门诊：2775<br>住院：2629                    | 门诊：1123<br>住院：747   |
| 次均费用     | 门诊：856元<br>住院：7.1万元                   | 门诊：534元<br>住院：5.8万元 |
| 床位周转率（次） | 7                                     | 7.8                 |

南昌明州&杭州脑康净利润（rmb mn）



资料来源：三星医疗公告、医院官网，华安证券研究所；其中床位周转率=出院病人数/平均占床数

找报告，上“数据理河”

华安证券研究所

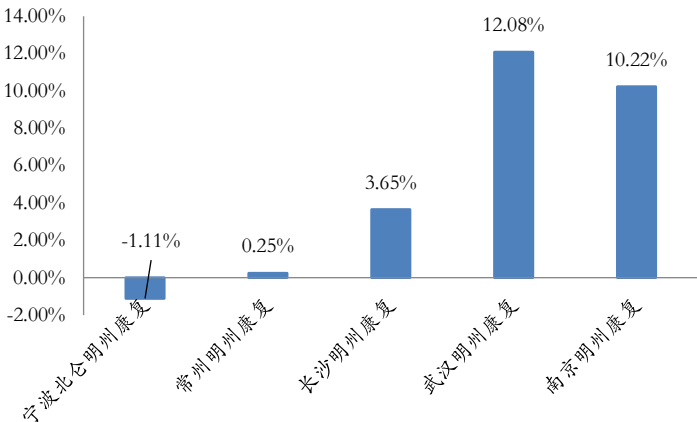
敬请参阅末页重要声明及评级说明

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新

## 2.5 康复：三星医疗：电表+康复医院双主线，长期稳定发展

- 2022年4月公司发布公告，临时股东大会通过审议，以自有资金收购南京明州康复、武汉明州康复、长沙明州康复、常州明州康复、宁波北仑明州康复5家医院100%股权；2022年6月1日公司发布公告宣布完成工商变更，5家医院将纳入公司合并报表范围。此后上市公司旗下医院数量达到13家，进一步深化康复专科医院连锁和全国化布局。在未来，公司将继续以持续精进的康复医疗技术与资源为依托，以康复专科连锁为定位、重症康复为特色进行差异化运营，务实笃行，持续打造康复医疗服务知名品牌。
- 根据公司公告，5家新收购医院在未来五年预计运营情况将持续保持稳定，收入和净利润逐年稳定增加，床位利用率稳步提高，康复医疗领域版图扩张确定性高。
- 根据公司披露数据，我们对5家医院的净利率和收入增速进行测算，发现公司爬坡期医院净利率整体维持在12%~15%，收入增速在培育期能达到15%+，医院成熟之后维持在3%~7%。

公司22年收购医院2021运营情况及21年净利率



|              | 2021年收<br>入 (rmb<br>mn) | 2021年净<br>利润<br>(rmb mn) | 占床数<br>量 (床) | 总床数<br>量 (床) | 病床使<br>用率 | 床日均费用<br>(rmb mn) | 住院收入<br>(rmb mn) |
|--------------|-------------------------|--------------------------|--------------|--------------|-----------|-------------------|------------------|
| 宁波北仑明州<br>康复 | 24.22                   | -0.27                    | 72           | 270          | 27%       | 10.00             | 21.69            |
| 常州明州康复       | 82.93                   | 0.2076                   | 231          | 287          | 80%       | 12.34             | 81.87            |
| 长沙明州康复       | 53.44                   | 1.95                     | 117          | 274          | 42%       | 13.31             | 53.16            |
| 武汉明州康复       | 88.76                   | 10.72                    | 210          | 337          | 62%       | 12.28             | 88.06            |
| 南京明州康复       | 109.13                  | 11.15                    | 232          | 353          | 65%       | 12.94             | 106.47           |

资料来源：三星医疗公告，华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (13462421224) 同步分享更新

## 2.5 康复：三星医疗：电表+康复医院双主线，长期稳定发展

- 体外——借助平台孵化，医院进展顺利，扩张稳步推进。在公司股权激励计划的相关指引、内部强大的运营管理能力的赋能下，公司后续的并购扩张战略或将持续落地，助力公司进一步扩大医院业务版图。目前在所有体外孵化医院中开业的仅20家左右，10-12家注册在先，未来会逐步开业。

公司体外孵化医院情况

| 医院类型 | 医院名称        | 省份 | 医院类型  | 上市公司持股比例 | 床位数 | 收购/成立时间  |
|------|-------------|----|-------|----------|-----|----------|
| 明州医院 | 杭州明州医院      | 浙江 | 综合性医院 | 34.67%   | 200 | 2015年9月  |
|      | 湖州浙北明州医院    | 浙江 | 综合性医院 | 34.50%   | -   | 2016年2月  |
|      | 衢州明州医院      | 浙江 | 综合性医院 | 24.03%   | -   | 2019年12月 |
| 康复医院 | 重庆明州康复医院    | 重庆 | 专科医院  | 34.67%   | 310 | 2017年10月 |
|      | 杭州明州姑娘桥康复医院 | 浙江 | 专科医院  | 24.03%   | 106 | 2020年8月  |
|      | 余姚明州康复医院    | 浙江 | 专科医院  | 24.03%   | 299 | 2020年6月  |
|      | 乐清明州康复医院    | 浙江 | 专科医院  | 24.03%   | 100 | 2020年8月  |
|      | 泰州明州康复医院    | 江苏 | 专科医院  | 24.03%   | 300 | 2017年12月 |
|      | 南昌明州赣北康复医院  | 江西 | 专科医院  | 24.03%   | -   | 2020年12月 |
|      | 郑州明州康复医院    | 河南 | 专科医院  | 24.03%   | 350 | 2020年6月  |
|      | 深圳明州康复医院    | 广东 | 专科医院  | 24.03%   | 470 | 2020年3月  |
|      | 上海明州甬嘉康复医院  | 上海 | 专科医院  | 17.50%   | -   | 2020年10月 |
|      | 泉州明州康复医院    | 福建 | 专科医院  | -        | 135 | 2020年11月 |
|      | 江苏明州康复医院    | 江苏 | 专科医院  | -        | 100 | -        |
|      | 扬州明州康复医院    | 江苏 | 专科医院  | -        | -   | 2020年5月  |

资料来源：三星医疗公告、三星医疗年报、企查查，华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (13462421224) 同步分享更新

## 2.5 康复：三星医疗：电表+康复医院双主线，长期稳定发展

- 医教研一体化发展，抚州医学院落地在即。除管理运营体内外医院外，公司也在布局医教研一体化体系，与抚州医学院合作，计划建设非营利性民办本科院校。抚州医学院即南昌大学抚州校区，占地面积580余亩，建筑面积25万平方米，全日制在校生8600多人；本次合作将为集团旗下系列医院和后续发展提供医学人才，医师资源得到良好补充。

### 抚州医学院规划进程梳理

| 时间        | 事件                                                                                                                                                                                                                                       |
|-----------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2015.4.20 | 奥克斯医院投资与南昌大学抚州医学院签订《南昌大学抚州医学院与宁波奥克斯医院投资管理有限公司共建“南昌大学附属抚州医院”协议书》，由奥克斯医院投资独家投资10亿元建设南昌大学附属抚州医院。                                                                                                                                            |
| 2020.2.6  | 公司全资子公司宁波奥克斯医学教育投资管理有限公司取得抚州医学院(筹)的举办权                                                                                                                                                                                                   |
| 2020.5.18 | 公司审议通过《关于签订南昌大学抚州医学院办学改制合作协议的议案》，与抚州市人民政府签订《关于南昌大学抚州医学院办学改制（筹建抚州医学院）合作协议》，协议约定由公司全资子公司医学教育投资管理有限公司投资不少于8.25亿元建设抚州医学院(筹)，取争在2023年，将抚州医学院建设成为非营利性民办本科院校，预计将在校生规模发展至15000人（南昌大学抚州医学院现有在校生8625人，其中本科生3771人、专科生4854人），为公司定向培养符合公司产业发展领域的医疗人才。 |

- 内部培养机制：定期案例经验分享；核心的专家院长专职到医院做核心岗位，为核心医师赋予股权激励。
- 股权激励/合伙人：上市公司后期对医院进行收购之后，也会针对人才做股权激励，对核心人才做绑定。2021年底公司完成了医疗板块的股权激励，范围覆盖200人左右，包括核心的专家人员和中层的骨干团队

资料来源：wind、三星医疗公告，华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新

## 2.5 康复：三星医疗：电表+康复医院双主线，长期稳定发展

- 医教研一体化发展，抚州医学院落地在即。除管理运营体内外医院外，公司也在布局医教研一体化体系，与抚州医学院合作，计划建设非营利性民办本科院校。抚州医学院即南昌大学抚州校区，占地面积580余亩，建筑面积25万平方米，全日制在校生8600多人；本次合作将为集团旗下系列医院和后续发展提供医学人才，医师资源得到良好补充。

### 抚州医学院规划进程梳理

| 时间        | 事件                                                                                                                                                                                                                                       |
|-----------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2015.4.20 | 奥克斯医院投资与南昌大学抚州医学院签订《南昌大学抚州医学院与宁波奥克斯医院投资管理有限公司共建“南昌大学附属抚州医院”协议书》，由奥克斯医院投资独家投资10亿元建设南昌大学附属抚州医院。                                                                                                                                            |
| 2020.2.6  | 公司全资子公司宁波奥克斯医学教育投资管理有限公司取得抚州医学院(筹)的举办权                                                                                                                                                                                                   |
| 2020.5.18 | 公司审议通过《关于签订南昌大学抚州医学院办学改制合作协议的议案》，与抚州市人民政府签订《关于南昌大学抚州医学院办学改制（筹建抚州医学院）合作协议》，协议约定由公司全资子公司医学教育投资管理有限公司投资不少于8.25亿元建设抚州医学院(筹)，取争在2023年，将抚州医学院建设成为非营利性民办本科院校，预计将在校生规模发展至15000人（南昌大学抚州医学院现有在校生8625人，其中本科生3771人、专科生4854人），为公司定向培养符合公司产业发展领域的医疗人才。 |

- 内部培养机制：定期案例经验分享；核心的专家院长专职到医院做核心岗位，为核心医师赋予股权激励。
- 股权激励/合伙人：上市公司后期对医院进行收购之后，也会针对人才做股权激励，对核心人才做绑定。2021年底公司完成了医疗板块的股权激励，范围覆盖200人左右，包括核心的专家人员和中层的骨干团队

资料来源：wind、三星医疗公告，华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新



## 2.5 康复：三星医疗：竞争优势小结

- **康复医疗赛道具备正外部性特点，长期发展动力足。**从政策端看，我国政策一以贯之支持康复医疗行业发展，十四五将康复医疗行业发展纳入规划；医疗服务价格改革为康复医疗服务加量齐升提供新机会；康复医疗纳入医保范围的项目数量逐年增多，支付政策改革为康复医疗发展提供全新可能性。从设备和医师端看，康复医院平均设备价值和对康复医师的要求均处于中等水平，对高端康复师的依赖程度中等，整体进入壁垒处于连锁医疗服务行业中等水平，先进入者具备优势。从患者端看，在公立医院医疗资源紧张、床位稀缺的背景下，患者特别是重症患者有意愿前往康复医院就诊，民营康复医院获客成本低。从需求端看，康复医疗受众群体广泛，细分学科需求渗透率较低。在人口老龄化、亚健康生活方式逐步普遍、康复理念逐渐普及的前提下，大批康复需求亟待挖掘。
- 在行业迎来发展黄金期的背景下，以公司为代表的民营医疗服务公司将迎来利好，同时公司具备多维度竞争优势，有望打造国内领先的连锁康复医院品牌：
- **1) 差异化打造康复医疗品牌，收购&自建扩张业务版图，经验丰富。**公司自2015年开始切入康复医疗领域，明州康复品牌旗下20+家医院，在全国范围内规模领先，2019届康复医院排名非公立第十、全第32，深度覆盖浙江和珠三角区域，辐射全国。在康复业务方面，公司旗下医院以重症康复为亮点，探索ICU/HDU、高压氧舱等特色服务项目，开展科室除康复外也包括体检、妇儿等，充分体现公司走差异化、连锁化、品牌化道路的战略。
- **2) 注重人才培养与医教研一体化建设，提高医师留存率。**公司与名校名院名医深度合作，医院选派名医前往公司所在医院负责医疗服务日常业务，通过明星意识团队吸引患者前来就医，同时通过日常合作，帮助公司自有医生提高专业技术能力。此外公司与明星医师深度合作，共同以股权为方式参与医疗项目投资，打造合伙人计划，提高医师留存率。
- **3) 业务模式具备可复制性，盈利能力稳健增强。**公司旗下各家医院盈利能力稳定，两家主体医院净利润同比增速具备稳定提升的潜力；2021年公司收购的两家医院（南昌明州、杭州明州脑康康复）的2020年净利润同比2019年增速分别为160.29%、49861.90%，净利润大幅提升；2022年公司收购的五家医院虽然处在爬坡期但净利润率表现依旧亮眼，说明公司在康复医疗服务上已经具备了业务模式的可复制性，具备异地扩张的实力。此外从床位周转率看，公司旗舰医院宁波明州2018年床位周转率34次，行业领先；浙江明州康复从2016年的0.38快速上升至2018年的2.3次，增速高且有很大发展空间；新收购医院南昌明州和杭州明州脑康康复在2020年分别实现床位周转率7次和7.8次，处于快速爬坡期。
- 公司在多维度都具备竞争优势，有望后期持续凭借丰富的管理经验和人才管理、充沛的资金储备、优秀的单体医院模型实现版图扩张。

资料来源：三星医疗公告，华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新

## 2.5 康复：summary：三星医疗收入预测

|             | 2021A    | 2022E    | 2023E    | 2024E     |                         |
|-------------|----------|----------|----------|-----------|-------------------------|
| 医疗服务收入      | 1,370.00 | 1,760.45 | 2,251.62 | 2,870.81  |                         |
| yoy%        | -0.93%   | 28.50%   | 27.90%   | 27.50%    |                         |
| 医疗服务成本      | 1085.92  | 1,449.70 | 1,899.11 | 2,478.34  |                         |
| yoy%        | -2.94%   | 33.50%   | 31.00%   | 30.50%    |                         |
| 医疗服务净利率     | 7.04%    | 14.90%   | 15.20%   | 15.10%    |                         |
| 医疗服务净利润     | 96.51    | 262.31   | 342.25   | 433.49    |                         |
| yoy%        | 3.36%    | 171.79%  | 30.48%   | 26.66%    |                         |
| PE          |          | 17.91    | 13.73    | 10.84     | 截至2022-09-07 市值 162 29% |
| 医疗服务净利润贡献占比 | 14%      | 29%      | 29%      | 29%       |                         |
| 医疗服务毛利      | 284.08   | 310.75   | 352.50   | 392.47    |                         |
| yoy%        | 7.56%    | 9.39%    | 13.44%   | 11.34%    |                         |
| 医疗服务毛利率     | 20.74%   | 17.65%   | 15.66%   | 13.67%    |                         |
|             | 2021A    | 2022E    | 2023E    | 2024E     |                         |
| 智能配用电收入     | 5,382.65 | 6,755.23 | 8,437.28 | 10,470.66 |                         |
| yoy%        | 1.39%    | 25.50%   | 24.90%   | 24.10%    |                         |
| 智能配用电成本     | 4,087.34 | 4,876.20 | 5,788.05 | 6,829.89  |                         |
| yoy%        | 8.97%    | 19.30%   | 18.70%   | 18.00%    |                         |
| 智能配用电净利润    | 611.10   | 649.94   | 824.88   | 1036.08   |                         |
| yoy%        | -18.29%  | 6.36%    | 26.92%   | 25.60%    |                         |
| 智能配用电净利率    | 11.35%   | 9.62%    | 9.78%    | 9.90%     |                         |
| PE          |          | 17.70    | 13.94    | 11.10     | 截至2022-09-07 市值 162 71% |

- 公司深耕智能配用电和医疗服务两个领域，其中智能电表领域公司经验丰富、有口皆碑，预计未来将持续保持业内领先优势；康复医疗领域公司运营明州系列医院，打造精品康复专科医院连锁品牌，复制性已经得到验证，体外孵化医院储备量大质优，若并表将进一步增厚未来业绩。我们看好公司在两个领域的运营管理实力。
- 预计公司2022-2024年实现营业总收入87.90/109.71/136.32亿元人民币，同比增长25.2%/24.8%/24.3%；将实现归母净利润9.05/11.59/14.61亿元，同比增长31.1%/28.1%/26.1%。

| 单位：rmb mn | 2021A  | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 7023   | 8790  | 10971 | 13632 |
| 收入同比 (%)  | -1.0%  | 25.2% | 24.8% | 24.3% |
| 归属母公司净利润  | 690    | 905   | 1159  | 1461  |
| 净利润同比 (%) | -27.8% | 31.1% | 28.1% | 26.1% |
| 毛利率 (%)   | 25.4%  | 27.2% | 29.2% | 31.1% |
| ROE (%)   | 7.8%   | 9.3%  | 10.6% | 11.8% |
| 每股收益 (元)  | 0.50   | 0.65  | 0.84  | 1.05  |
| P/E       | 32.62  | 17.61 | 13.75 | 10.91 |
| P/B       | 2.55   | 1.63  | 1.46  | 1.29  |
| EV/EBITDA | 24.60  | 13.05 | 9.60  | 6.99  |

资料来源：wind、华安证券研究所；图表单位rmb mn

找报告，上“数据理河”

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (13462421224) 同步分享更新

## 2.5 康复：summary

- **行业：中国康复医疗市场规模逐步扩大、增速稳定**，中国康复医疗市场服务总规模由2011年的109亿元增至2018年的583亿元，CAGR 26.9%，预计康复医疗服务的市场规模2025年将达到2207亿元，千亿市场亟待挖掘。我国整体康复医疗服务市场仍处于发展初期和机构数量扩展阶段，与发达国家相比存在差距。**康复医疗行业供需整体错配**，需求群体结构多样，人口老龄化的不可逆趋势为康复医疗提振刚性需求。政策持续支持康复医疗行业发展，供给侧边际放松。康复专业人才的储备不足，供给的缺失一定程度上制约康复医疗行业扩容。
- **玩家：康复医院市场供给亟待弥补，资源相对匮乏，床位总体紧张**。我国康复专科医院数量从2011年的172家增加至2020年的739家；但截至2020年底，中国专科医院总量为9021家，康复专科医院占比仅为8.2%，存量低。康复医院总资产在全部专科领域中处于中等偏上水平、对高价值设备需求不高，新进入者需要具备一定的实力，但复制难度不至于过大，先进入者具备先发优势。具备可复制的商业模式、一定规模的医院连锁版图的康复医疗品牌有望突出重围。
- **建议关注标的：三星医疗（智能配用电&医疗服务双业务线共同发展，智能电表领域公司经验丰富、有口皆碑，康复医疗领域公司运营明州系列医院，打造精品康复专科医院连锁品牌，复制性已经得到验证，体外孵化医院储备量大质优，未来三年每年10家节奏并表规划清晰，业绩增长确定性高，已覆盖）；盈康生命（布局康复医疗领域，已覆盖）；大湖股份。**

数据来源：华安证券研究所整理

找报告，上“数据理河”

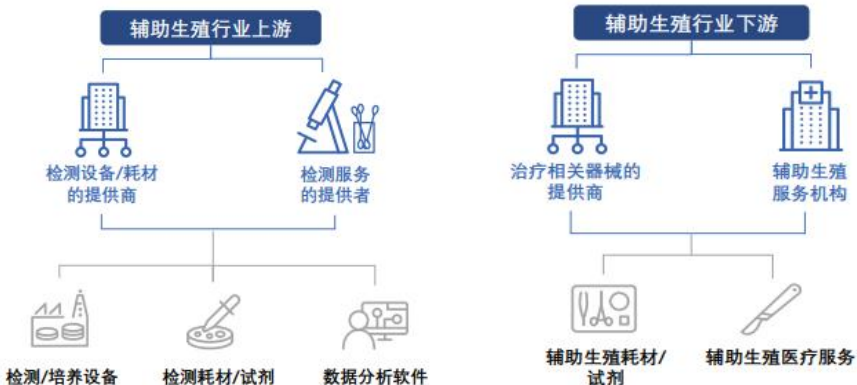
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

## 2.6 生殖：监管严壁垒高，社会意义深远，市场空间广阔

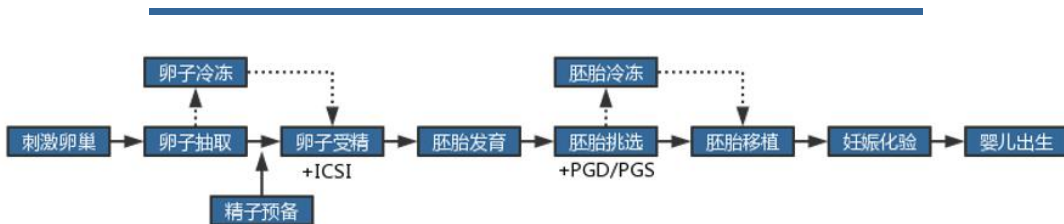
- 产业链：**辅助生殖上下游囊括诸多细分领域，发展潜力大。1) 辅助生殖上游领域可以总结为IVF相关的健康检测，具体内容包括检测设备、进入辅助生殖周期前的检测工具制造商，以及生殖健康检测服务提供者；2) 辅助生殖下游领域可以总结为与IVF相关的治疗实施，具体内容包括IVF相关耗材设备生产商和检测服务内容。
- 治疗流程：**IVF治疗的完整流程一般在2个月左右，治疗周期在12~20天。选择进行IVF的患者需要在治疗前先进行相关体检，根据不同患者的需求来进行男科以及妇科的治疗。进入治疗后：1) 首先用药物刺激卵巢，抽取合适的卵子后将卵子直接完成受精或先冷冻起来选取适当的时机完成受精；2) 在培养液中完成胚胎的发育；3) 形态稳定后用PGD/PGS进行诊断和筛查，筛选出优质健康囊胚；4) 用冷冻技术保存或直接移植，最后进行妊娠化验来判断受孕是否成功。
- 以IVF为代表的辅助生殖技术目前已经历三次迭代，是现今治疗不育症或遗传问题最有效的辅助生殖技术之一。



IVF迭代历史



IVF治疗流程



资料来源：头豹研究院、弗若斯特沙利文、锦欣生殖招股书、华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

华安证券研究所

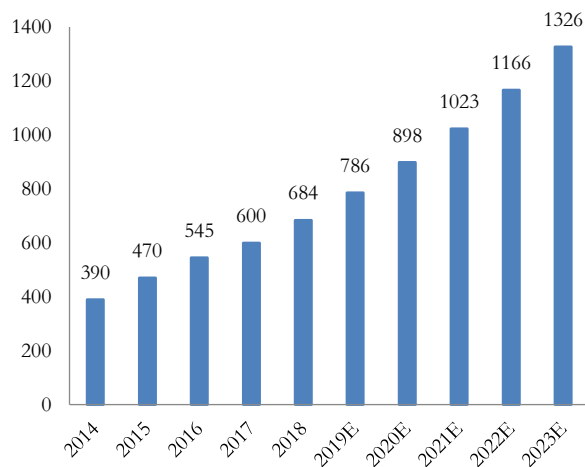
敬请参阅末页重要声明及评级说明

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新

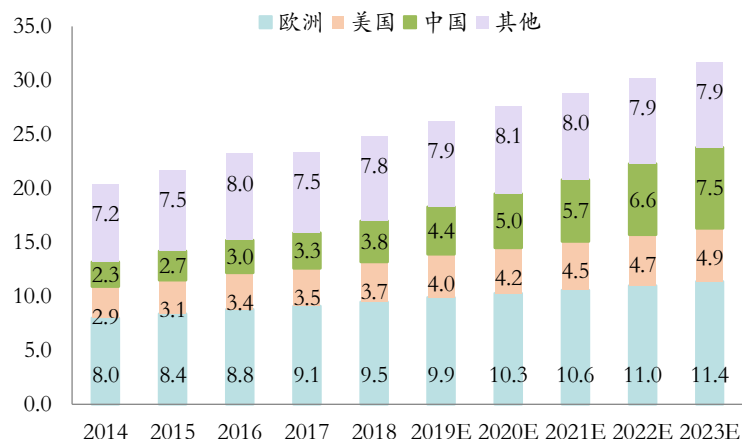
## 2.6 生殖：监管严壁垒高，社会意义深远，市场空间广阔

- IVF周期数逐年增长，辅助生殖市场规模持续扩大。在辅助生殖医疗机构数量不断增加、辅助生殖技术治疗水平不断发展、人们认知水平不断提高的背景下，中国IVF取卵周期数不断增长，从2014年的39万个增至2018年的68.4万个，2014-2018 CAGR 15.1%，预计2023年IVF取卵周期数将达到132.6万个，2018-2023E CAGR 14.2%。此外我国2018年的辅助生殖市场约为39亿美元，2014-2018 CAGR 13.6%；预计2023年将达到75亿美元，2018-2023E CAGR 14.5%。未来随着高附加值新技术的不断研发、客单价的持续提升，辅助生殖市场将有望激发更大的空间。
- 横向对比世界其他辅助生殖市场，我国辅助生殖仍属蓝海，大批潜在需求亟待挖掘。我国辅助生殖渗透率远低于美国，不孕夫妇占育龄夫妇比例提高，提升空间巨大。根据弗若斯特沙利文的数据统计，2018年我国辅助生殖渗透率仅为7.0%，相较于美国的30.2%而言存在较大差距。从育龄夫妇的体量来看，2016-2023年，育龄夫妇数量有所下降而不孕夫妇数量呈上升趋势，不孕夫妇占全体育龄夫妇的比例小幅上升，对于辅助生殖的需求也逐步扩大。随着我国人均可支配收入的持续增加，治疗费用可负担性预计持续提升，我国IVF有望持续提高渗透率。

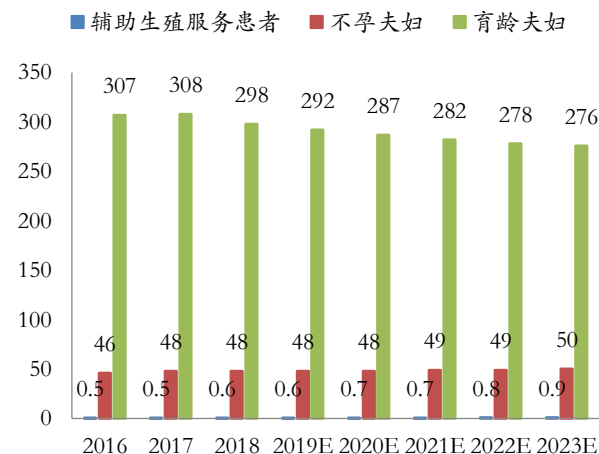
2014-2023E中国IVF取卵周期数（千）



2014-2023E各国辅助生殖市场规模（usd bn）



2016-2023E中国辅助生殖需求拆分（百万人）



资料来源：弗若斯特沙利文、锦欣生殖招股书，华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所



## 2.6 生殖：监管严壁垒高，社会意义深远，市场空间广阔

- **辅助生殖领域管控严格，进入壁垒高。**辅助生殖医疗机构开展服务的基础是有相关牌照且持续完成规定数量的辅助生殖服务。由于国家对于辅助生殖机构的监管比较严格，牌照审批较为谨慎，因此总体来看我国发放的辅助生殖牌照数量有限、获批周期长。一般来说，从申请到获得IVF全牌照大约需要4-5年时间，且对拥有牌照的机构的经营有较高要求，总体来说形成了辅助生殖行业的进入壁垒，也提高了小型辅助生殖机构持续经营的难度。

### 辅助生殖牌照申请资格及流程

| IVF牌照申请资格                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   | IVF牌照申请流程                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <ol style="list-style-type: none"> <li>1) 申请试管婴儿牌照机构必须是国家批准的三级医院；</li> <li>2) 实验室负责人和临床试验负责人必须是高级职称；</li> <li>3) 医生每人每年主持试管婴儿治疗周期数不得少于50例；</li> <li>4) 实验室技术人员每人每年完成的试管婴儿周期数不得少于50；</li> <li>5) 机构每年进行的试管婴儿周期数不得少于150例，临床妊娠率在机构成立第一年不得低于15%、第二年不得低于20%，每两年检测一次；</li> <li>6) 中心至少配备12名以上通过国家指定的辅助生殖技术培训基地的培训工作人员。</li> </ol> | <ol style="list-style-type: none"> <li>1) <b>论证、评审：</b>省卫计委组织专家论证，场地建设人员培训，国家卫计委专家组评审；</li> <li>2) <b>生殖中心牌照：</b>评审通过后至少试运行一年，国家卫计委专家对试运行复评，通过后正式运行生殖中心；</li> <li>3) <b>申请IVF资质：</b>人工授精(AID/AIH)正式运营后才能申请试管婴儿资质，每2年一次效验，不通过者被暂停运行；</li> <li>4) <b>申请基因筛查/基因诊断(PGT)资质：</b>获得三级医院资质且IVF运行4-5年后可申请。</li> </ol> |

资料来源：产业信息网、智研咨询、锦欣生殖公告，华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (13462421224) 同步分享更新

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明



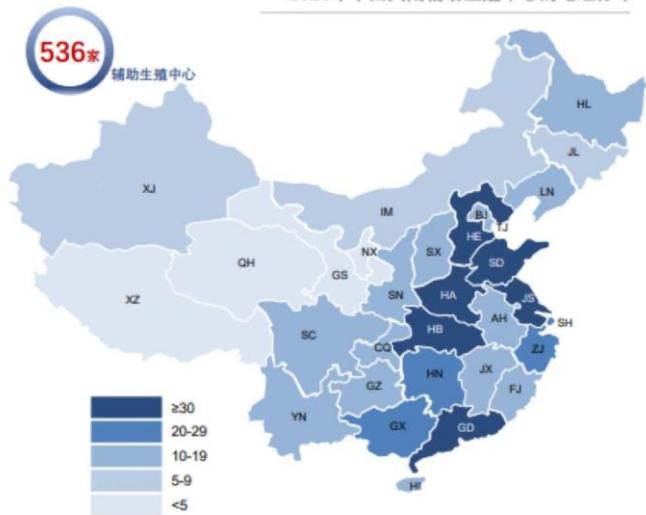
华安证券  
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

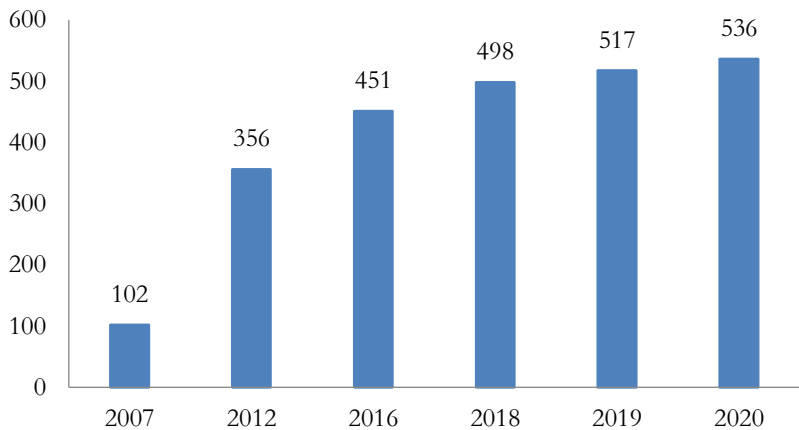
## 2.6 生殖：牌照限制给予行业内玩家先发优势

- 辅助生殖机构数量增速较缓，牌照是主要制约因素。截至2016年底，我国拥有许可的辅助生殖机构共451家，其中拥有IVF牌照的机构327家，民营辅助生殖中心数量35家，占有IVF牌照生殖中心比重约为10.7%，占有辅助升值机构比重约7.8%。根据卫健委披露的数据，2020年我国获批的辅助生殖机构共有536家，除原有的广东省，另外在河南、江苏、山东、湖北、湖南地区也拥有超过30家的辅助生殖机构，整体呈现快速增长趋势，但从整体家数上看仍为稀缺资源。随着国家牌照发放速度的逐步减缓，新进入者的门槛被进一步提高。
- 在辅助生殖牌照发放速度的放缓、牌照申请条件的越发严苛、审批流程的漫长等多种因素作用下，未来行业的准入门槛有可能进一步提高，已拥有牌照的机构将获得先发优势。

2020年中国大陆辅助生殖中心的地理分布



2007-2020中国获批的辅助生殖机构数量（家）



资料来源：国家卫健委、智研咨询、弗若斯特沙利文，华安证券研究所

找报告，上“数据星河”

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新

## 2.6 生殖：牌照限制给予行业内玩家先发优势

- 政策春风已至，赛道内玩家具备先发优势。我国对辅助生殖行业的管理和政策由来已久，1) 从国家层面来看，我国对于辅助生殖领域的管控在逐步放开，诸多支持辅助生殖服务开展的指引性文件出台，经批准开展人类辅助生殖技术和设置人类精子库的医疗机构数量在不断增加；2) 从各省市地区层面来看，重庆、江苏等多个省市也出台了相应的政策扶持辅助生殖业务开展，鼓励有需求的夫妇选择进行辅助生殖，行业受益于生育鼓励政策，已经在赛道内深耕的玩家具备先发优势。未来，随着三胎政策的进一步落地、北京地区将辅助生殖纳入医保且未降价、育儿费用纳入个人所得税专项附加扣除等多项利好政策的出台，我国辅助生殖行业将迎来全新发展机会。

| 时间       | 单位     | 文件                             | 内容                                                                                                              |
|----------|--------|--------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 国家指导性政策  |        |                                |                                                                                                                 |
| 2003年6月  | 原卫生部   | 《人类辅助生殖技术规范》；《人类精子库基本标准和技术规范》  | 首个辅助生殖领域的技术规范、基本标准和伦理原则文件，促进和规范我国人类辅助生殖技术和人类精子库技术的发展，对控制多胎妊娠、提高减胎技术、严格掌握适应症、严禁供精与供卵商业化和卵胞浆移植技术等方面提出了更高的技术和伦理要求。 |
| 2020年4月  | 卫计委    | 《经批准开展人类辅助生殖技术和设置人类精子库的医疗机构名单》 | 开展人类辅助生殖技术和设置人类精子库的医疗机构。                                                                                        |
| 2021年1月  | 卫计委    | 《人类辅助生殖技术应用规划指导原则》             | 更加注重保障社会公益、更加注重优化资源供给效率，更加注重提升服务质量。原则包括质量安全优先、分类指导管理、合理规划布局、稳妥有序发展。                                             |
| 地方性补贴政策  |        |                                |                                                                                                                 |
| 2014年6月  | 长沙市政府  | 《长沙市计划生育爱心助孕特别行动方案》            | 免费援助：一个周期试管婴儿助孕；优惠服务：试管儿最高不超2.3万元                                                                               |
| 2015年8月  | 陕西省卫计委 | 《关于进一步做好计划生育特殊困难家庭扶助工作的通知》     | 鼓励符合政策的计划生育特殊困难家庭再生育，对失独家庭确需实施辅助生殖的，卫生计生部门免费提供一次辅助生殖技术服务，所需经费由省级财政承担。                                           |
| 2016年2月  | 广西省政府  | 《计划生育特殊家庭辅助生育服务实施方案》           | 独生子女死亡且患有不孕症等情况的计划生育特殊家庭可以获得试管婴儿等辅助生殖技术方面的救助，最高补助5万元。                                                           |
| 2016年6月  | 河南省政府  | 《安阳市龙安区实施试管婴儿辅助生殖技术补贴》         | 在符合规定条件的前提下，在有资质的医疗保健机构实施试管婴儿的夫妻可以申请补贴。实施试管婴儿辅助生殖技术的，给予一次性补贴10000元。                                             |
| 2017年12月 | 湖南省卫计委 | 《湖南省财政厅关于全面开展计划生育爱心助孕特别行动的通知》  | 人工授精助孕（含术前常规检查费）6000元/周期/对夫妇；试管婴儿助孕（含术前常规检查和解冻周期助孕费）42000元/对夫妇。                                                 |

资料来源：中国政府网、各地政府信息公开、弗若斯特沙利文、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

找报告，上“数据理河”

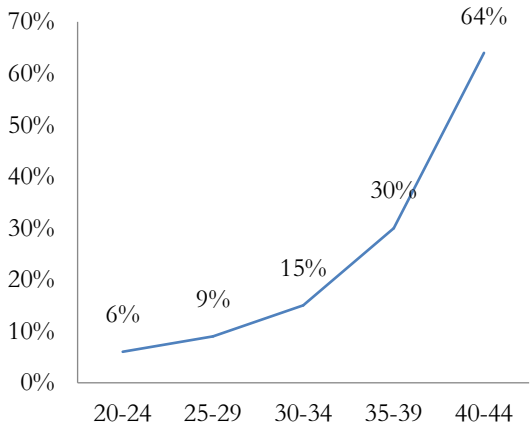
华安证券研究所

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新

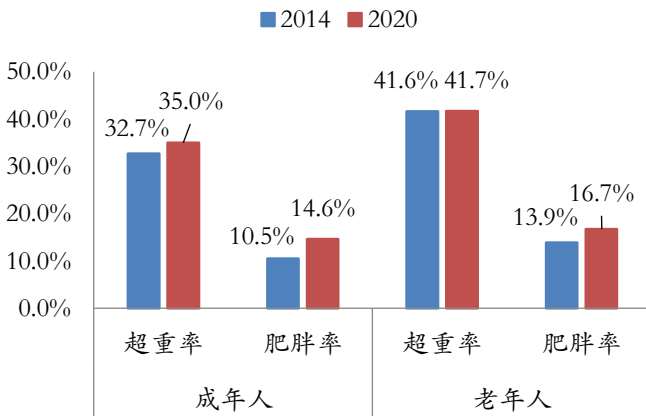
## 2.6 生殖：晚婚晚育&肥胖率导致不孕率提升，IVF需求膨胀

- 近年来，随着经济社会的不断发展、人们生活节奏不断加快、压力不断加大，生活方式越发不健康，我国的不孕率也逐渐上升，对于辅助生殖的需求也水涨船高。在诸多因素中，**晚婚晚育以及肥胖率的持续提高，是导致不孕率上升的主要因素**。根据国际生殖健康/计划生育杂志刊登的文献，女性年龄增加后，由于卵巢储备功能降低，更容易导致不孕和生育力下降，不孕率随着年龄的上升显著增加。此外，根据艾媒咨询的数据显示，2019年我国肥胖人数数量已经超过2.5亿人次；根据2020年国民体质检测公报的数据，2020年我国成年人的超重率和肥胖率分别为35.0%和14.6%；肥胖和超重会引发糖尿病、高血压、高血脂、脂肪肝等疾病，造成激素紊乱，进而可能造成排卵障碍，最终导致不孕率的增加。
- 我国不孕率与美国基本持平，增速快于美国**。根据弗若斯特沙利文的数据，2018年中美不孕率均为16%，根据预测，2023年我国不孕率预计将达到18.20%，超过美国（17.90%），辅助生殖领域未来需求挖掘空间大。

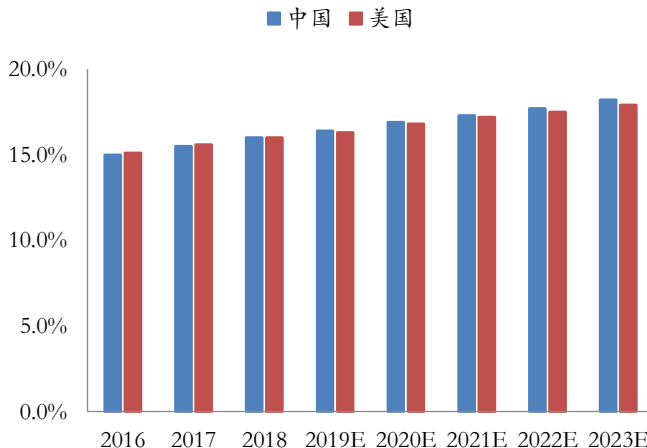
我国不孕率随年龄上升而增加



2014至2020我国超重率&肥胖率变化



中美不孕率对比



资料来源：国际生殖健康/计划生育杂志、第五次国民体质监测公报、弗若斯特沙利文，  
找报告，上“数据理河”

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (13462421224) 同步分享更新



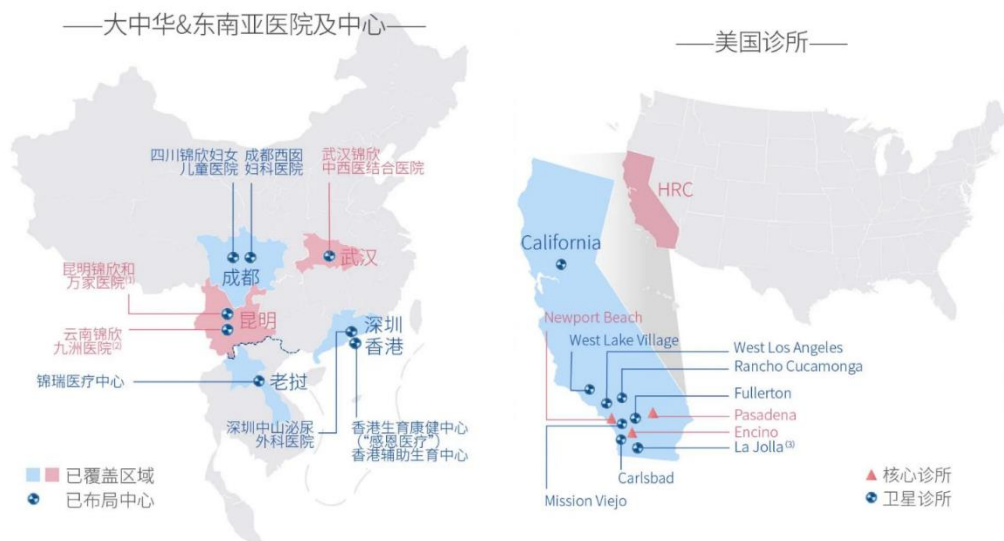
华安证券

HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

## 2.6 生殖：锦欣生殖：经验丰富、辐射全球的辅助生殖机构

- 深耕西南、辐射全国、遍及全球，辅助生殖龙头扬帆起航。锦欣生殖（01951.HK）是中美领先的辅助生殖服务供应商，专注于辅助生殖服务、管理服务及其他辅助医疗服务。医疗集团有限公司起步于2003年，以锦江IVF中心为基础开展辅助生殖工作（于2006年获得IVF牌照），2017年收购深圳中山医院，2019年于香港联交所上市，是在中美地区领先的辅助生殖服务供应商。



| 时间     | 内容                                                                                                                  |
|--------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1951   | 成都市第二区妇幼保健站成立                                                                                                       |
| 2003.1 | 锦江生殖中心获准提供AIH治疗                                                                                                     |
| 2006.7 | 锦江生殖中心获常规IVF-ET和ICSI牌照                                                                                              |
| 2010.3 | 成都西因医院成立                                                                                                            |
| 2016.5 | 开始提供VIP不孕症治疗服务                                                                                                      |
| 2016.9 | 成都西因医院开始运营                                                                                                          |
| 2017.6 | 锦欣妇女儿童医院获得国际JCI认证的三级妇女儿童医院。                                                                                         |
| 2018   | HRC management通过管理服务协议开始间接管理HRC Medical，进入美国西部市场。                                                                   |
| 2019.6 | 在香港挂牌上市                                                                                                             |
| 2020.3 | 业务扩展至东南亚，在老挝成立美国HRC东南亚中心；在老挝收购IVF牌照。<br>成都西因医院获得互联网医院牌照，通过加强与妇幼媒体和互联网媒体的联系，如大姨妈和播种网等，进一步扩展获客渠道，专科医院+区域线上不孕不育门诊模式成立。 |
| 2020.7 | 武汉锦欣中西医结合妇产合医院全面开诊。                                                                                                 |
| 2021.2 | 获批国家三甲医院；与苏州麦迪斯顿医疗科技股份有限公司（603990.SH）达成战略合作协议，在海南探索建立医疗服务产业基地，并建立辅助生殖医联体，共同试点打造“锦欣-麦迪”旗舰繁殖中心。                       |
| 2021.4 |                                                                                                                     |

- 根据弗若斯特沙利文的数据，2018年锦欣IVF成功率54%（全国平均45%），在全国ARS市场中排名第三，在非国有ARS供应商中排名第一，完成2.1万个IVF取卵周期，约占中国总市场份额的3.1%。2021年公司实现取卵周期数2.7万个，同比增长19.6%。

资料来源：锦欣生殖官网、年报、招股书，华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

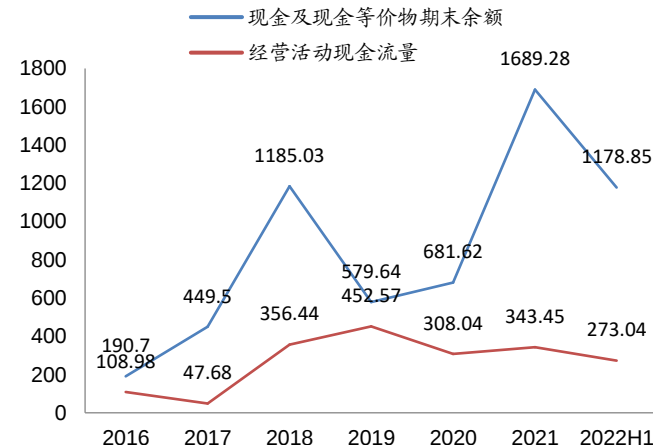
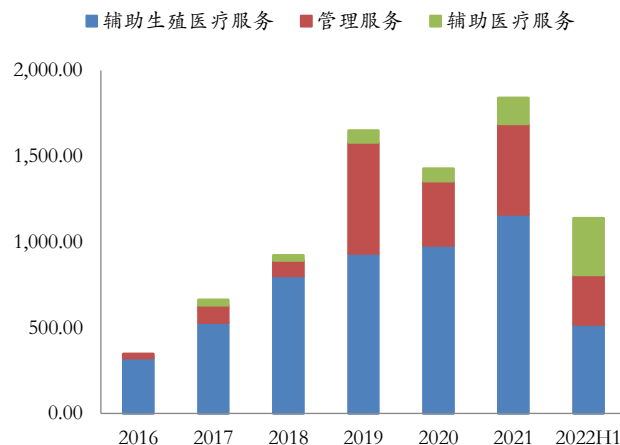
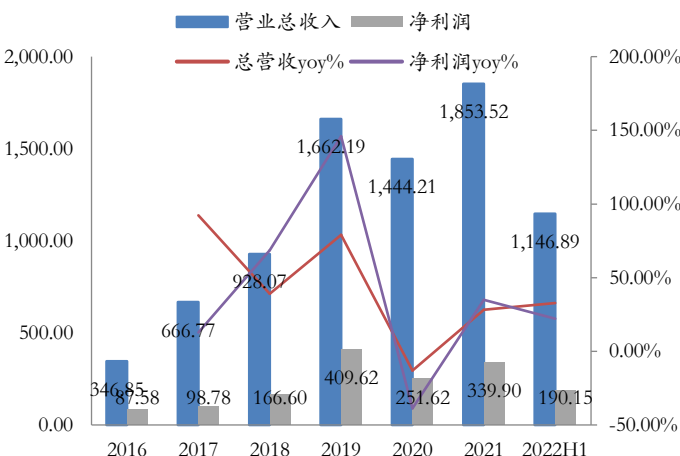
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

## 2.6 生殖：锦欣生殖：经验丰富、辐射全球的辅助生殖机构

- 收入快速增长，长期发展动力强劲；净利润略有波动。公司营业收入维持高速增长，营业总收入从2016年的3.47亿元人民币增至2022H1的11.38亿元，2016-2021 CAGR 39.6%。2020年总营收降低主要系2020年新冠疫情带来的影响，以及因疫情而受冲击的出境旅游和因此被波及的公司的海外业务等；2021年上半年公司业绩快速反弹，彰显公司在疫情后期强大的恢复和运营管理能力。公司净利润从2016年的0.88亿元增至2021年的3.40亿元，2016-2021 CAGR 31.2%，2020年下滑也主要系疫情影响；归母净利润从2016年的0.88亿元增至2020年的2.35亿元，CAGR 30.09%。22H1公司实现归母净利润1.90亿元人民币，同比增长22.17%；实现经调整净利润2.61亿元人民币，同比增长13.2%；期末现金余额11.79亿元人民币。
- 以辅助生殖业务为核心、三条业务线同步发展，协同效应明显。公司的主营业务可以分为辅助生殖服务、辅助医疗服务和管理服务，其中辅助生殖服务为最主要收入来源，2021年公司辅助生殖服务实现11.60亿元人民币收入，占总收入的63.1%；管理服务实现5.28亿元人民币，占总收入的28.7%；辅助医疗服务实现收入1.50亿元人民币，占总收入的8.2%。



资料来源：wind，华安证券研究所；图表单位为人民币百万元

找报告，上“数据理河”

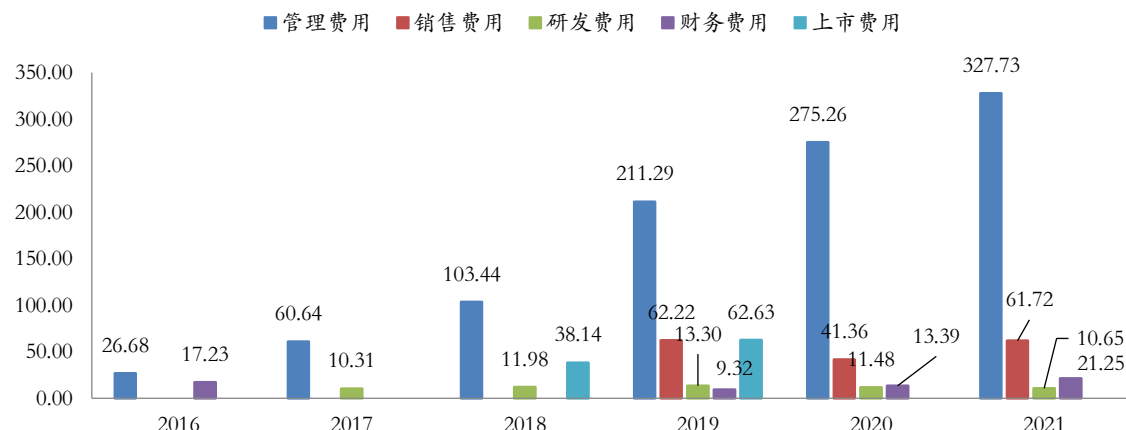
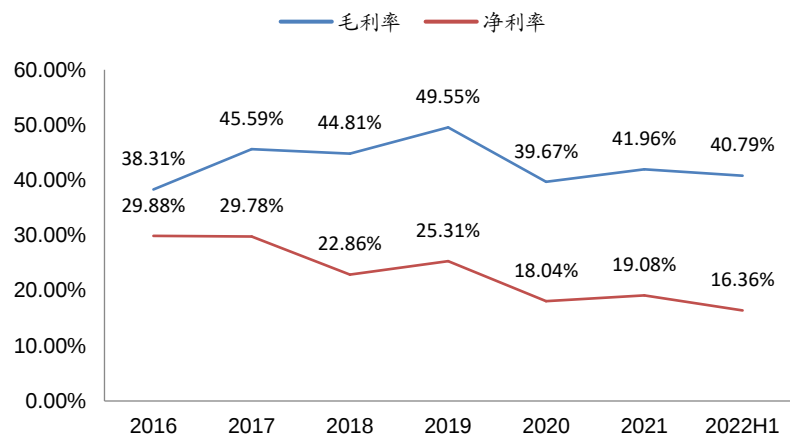
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (13462421224) 同步分享更新

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

## 2.6 生殖：锦欣生殖：经验丰富、辐射全球的辅助生殖机构

- 从盈利能力看：2020年由于受疫情影响，公司旗下医院客户存量增量双减，而固定成本持续支出，加之2020年收购武汉锦欣仍处于亏损阶段等多个因素影响，毛利率和净利率有一定程度的下滑，2022年上半年公司毛利率和净利率分别为40.79%和16.36%，未来有望稳步提升。
- 从费用端看：1) 公司在2016-2018年均无销售费用，主要靠公司精细化运营树立良好口碑、医生转介绍以及患者主动搜索等途径获客。2019年由于合并美国业务，公司在销售、分销等方面产生了相关推广开支。2) 2018、2019年期间，由于公司准备上市相关事宜，产生了一次性费用。3) 公司一直注重科研，研发费用支出从2017年的10.31百万元人民币增至2019年的13.30百万元人民币，2020年受疫情影响，所用材料成本略有下滑。公司在深圳中山医院进行辅助生殖技术项目、2020年设立锦欣医疗创新研究中心，持续加大研发投入，在辅助生殖领域不断探索。4) 公司管理费用从2016年的26.68百万元人民币增至2020年的275.26百万元人民币，主要系公司持续加强对医院内部管理系统和人员管理体系的完善，不断更新医院质控管理标准，以及旗下医院评选三甲资质、引进医学人才等因素导致的费用支出。



资料来源：wind，华安证券研究所；其中费用单位为人民币百万元

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (13462421224) 同步分享更新

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明



华安证券

HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

## 2.6 生殖：锦欣生殖：注重人才培养，股权激励提高优秀医师留存率

- 中国在辅助生殖领域经验丰富的医师数量较少，且大多选择在公立辅助生殖医疗机构工作。对于私立辅助生殖机构而言，丰富的医师资源能帮助公司树立口碑，塑造用户心智，进一步吸引患者。但和辅助生殖机构的体量类似，我国辅助生殖领域有经验的医师数量极少，且大部分就职于公立医院。
- 为提高医师留存率、吸引明星医师加入，公司设立**医生合伙人制度**，对核心员工进行激励和绑定，引进在辅助生殖领域的资深医师、学科带头人、辅助生殖公立医院的明星医生等加入医师团队，整体来看股权结构较为分散，股份授予也能为医生制造归属感，如在收购深圳中山泌尿外科医院时保留创始人梅骅教授15%股权。公司的医生合伙人制度分为三类，其中一级合伙人不超过总人数的1%，二级合伙人不超过总人数的5%（含一级），三级合伙人不超过总人数的10%（含一级和二级）
- 国内外同步招揽人才，为公司长期发展保驾护航。目前公司在海内外均有营业医院布局，并同步招揽医师人才：在国内，公司共有生殖医生约60名，在美国，公司配备专业医师超10名。截至目前，公司已组建起一支在辅助生殖领域从业经验超20年的专业医师团队，如池玲博士、John G. Wilcox 医生、耿嵩博士（深圳中山医院副主任医师）、杨菁医生（武汉锦欣医院执行董事，武汉大学人民医院妇产科中心主任）、朱明辉医生（成都西囡医院质量控制主管）、徐望明医生（武汉大学人民医院主任医师，武汉锦欣医院医疗院长）等，经验丰富的医生团队支撑公司持续领跑辅助生殖市场，声誉地位双收。从公司端看，优秀的医师资源可以支持公司未来的业务扩张；从医师端看，锦欣的国际化布局也可以为医生培养国际化视野，提高医师自身水平，进一步提高医师留存率，进而吸引更多患者，形成良性循环。
- 公司具备成熟的医师培养体系，医师数量与质量呈现螺旋式上升。成为一名优秀的辅助生殖医师需要有大量的案例储备和临床经验积累，培养经验丰富的医师需要大量时间与资源；目前公司实行**医生带组的人才培养方案**，1个大医生、2个周期医生以及4个医生助理组成一个医疗组共同进行IVF取卵周期，可以快速帮助新医生积累经验，为公司长期发展提供充沛的医师资源储备。
- 设立锦欣学苑，持续提供人才输出。公司于2021年成立锦欣学苑，即“行业千人青年妇产医生培训计划”，通过锦欣学苑平台为公司 and 整个辅助生殖行业输送人才，2021年10月开设第一期课程，报名学员885人，涉及462家医院和机构，非锦欣体系学员占比76%。2022年锦欣学苑计划开办3-4期，参加培训人数>1000人，新引进5-8名新的授课教授。公司已经形成**对外吸引行业领袖、对内培养行业新星的双轮驱动模式**培养辅助生殖人才，长期发展动力足。

资料来源：wind，华安证券研究所；其中费用单位为人民币百万元

找报告，上“数据理河”

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新



## 2.6 生殖：锦欣生殖：vip特需服务打造差异化优势，吸引各圈层患者

- 开创性打造vip差异化服务套餐，打开受众圈层，有望快速抢占市场份额。2016年5月公司在成都西囡医院推出vip治疗服务，主推个性化定制，由多学科联合专家组量身定制治疗方案、以更高的安全性、更大的时间弹性、更精准的胚胎植入时间、更私密的就诊过程和更全面的治疗安排等优势吸引患者前来就诊，精准迎合有IVF需求客户愿意以更高价格换取更优质服务的偏好，更好的与公立医院的治疗流程区分开，实现差异化竞争优势。
- 差异化优势为公司带来优秀的现金流。从人均消费的角度来看，vip业务的推出能够提高锦欣的客单价，从而带动盈利能力的增强。目前公司vip服务的价格大多集中在5-10万，随着套餐的迭代升级，未来还有较大的提价空间。目前公司成都西囡医院及锦江生殖中心的vip服务渗透率由2019年的5.8%增至2020年的10.8%，深圳中山医院2020年vip渗透率6-7%，随着深圳可用面积的扩大，未来vip服务的渗透率将持续扩大。

公司VIP服务特色

| 内容 |                     |
|----|---------------------|
| 1  | 多学科联合，医疗专家组量身定制治疗方案 |
| 2  | 先进的胚胎培养系统，提高胚胎选择精准化 |
| 3  | 精准选择胚胎植入时间          |
| 4  | 快速完成全程就诊            |
| 5  | 一对一医生助理，全程守护        |
| 6  | 家属陪同移植              |

公司IVF周期收费区间（人民币万元）

| 收费区间（人民币万元） |        |
|-------------|--------|
| 中国公立医院      | 3-4    |
| 锦欣中国平均      | 4-5    |
| 锦欣中国vip平均   | 6.5-10 |
| 锦欣老挝预期      | 8-10   |
| 锦欣美国        | 14-20  |

资料来源：锦欣生殖官网、公告，华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

## 2.6 生殖：锦欣生殖：多渠道获客+口碑积累，构筑品牌护城河

- **构筑互联网医疗体系，线上线下资源持续整合。**近年来互联网医疗的相关利好政策逐步出台，疫情也为线上问诊带来大量需求，公司抓住发展机遇，在国内布局线上诊疗，成都西囡医院在2020年2月开启互联网线上问诊平台，免费为患者线上问诊超6000人次，持续塑造用户心智，通过线上渠道触达地理上无法前去医院就诊的患者；并于2020年7月获得互联网医院牌照，互联网医院在原有的基础服务上加入了线上购药、慢病管理等服务，形成了锦欣互联网医疗生态的闭环，形成了“**辅助生殖专科医院+N个区域线上不孕门诊**”的模式。在互联网就诊平台不断发展的同时，锦欣也注重口碑运营，开诊至今患者满意度超99.5%，2020年10月锦欣互联网医院客户满意度99.8%。同时公司与明星医师合作，吸引其来到互联网就诊平台多点执业，明星医师自带流量，能够进一步吸引新患者前来就诊，实现良性循环。2021年，公司新增线上直播，持续吸引目标客户并积极提高患者转化率。
- **双向转诊提高公司影响范围、扩大服务半径，进一步拓展获客渠道。**双向转诊在国内是吸引病人和提升品牌知名度的重要手段，公司十分重视转诊与医院间的合作，2018年起即在成都地区开展合作探索，截至2020年底，成都西囡医院与66家医疗机构已经达成了合作，方式包括双向转诊与专科联盟合作协议。成都西囡医院深耕西南地区，有口皆碑，通过双向转诊有望带四川省的患者。2020年西囡医院双向转诊带来的客源达20%，目前西囡医院省外的患者占比仅有10%，对比中信湘雅的省外病人所占比重60%，双向转诊仍然有希望给西囡医院带来成都市外，甚至省外云南、贵州一带的患者。2022年1-2月，锦欣妇女儿童医院IVF转诊至妇产的病人数量同比增长87%、妇产转诊至IVF的病人数量同比增长78%，协同效应已经显现。2020年7月，深圳中山医院在广东省推广双向转诊，2020年第四季度有百余人实现双向转诊，预计21年双向转诊有望贡献1000个患者。
- **公司在海外市场也采取多种方式提高知名度，从而进行获客。**HRC Fertility建立内部营销团队，专注于塑造消费者心智及业务数字化信息化。公司采取集中营销推广，创意、媒体、活动、社交媒体、数码及内容制作活动一体化，具备降本增效的战略意义。此外，公司会定期组织教育及推广研会，邀请HRC Medical的医生作为教育及推广研会的嘉宾，以推广辅助生殖服务，同时研讨会通过Facebook实况转播，进一步为公司引流，增加获客渠道。HRC Fertility也关注信息化和数字化，通过数据挖掘和分析来管理辅助生殖市场发展趋势，今儿对内完善发展战略与相关绩效指标，对患者私隐和数据安全保护。

资料来源：锦欣生殖公告，华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明



华安证券  
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

## 2.6 生殖：锦欣生殖：summary

- 辅助生殖赛道长坡厚雪，锦欣生殖作为国内辅助生殖民营集团龙头，有望在鼓励生育的政策春风下驶上发展快车道。我们预计公司2022-2024年将实现营业总收入24.7/30.7/37.7亿元人民币，同比增加33%/24%/23%，实现净利润5.3/6.7/8.2亿元人民币，同比增长55%/27%/22%，建议关注，给予“买入”评级。（汇率因素统一按照0.81处理）
- 风险提示：国内外疫情反复带来的影响；收购医院发展不及预期；行业管理政策波动风险

| 单位：rmb mn | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 1854  | 2470  | 3066  | 3769  |
| 收入同比 (%)  | 28%   | 33%   | 24%   | 23%   |
| 归属母公司净利润  | 340   | 528   | 671   | 819   |
| 净利润同比 (%) | 35%   | 55%   | 27%   | 22%   |
| 经调整净利润    | 455   | 598   | 783   | 1022  |
| 毛利率 (%)   | 42%   | 46%   | 47%   | 47%   |
| ROE (%)   | 4%    | 6%    | 7%    | 8%    |
| 每股收益 (元)  | 0.14  | 0.22  | 0.28  | 0.34  |
| P/E       | 52.05 | 17.51 | 13.70 | 11.19 |
| P/B       | 2.02  | 1.03  | 0.96  | 0.88  |
| EV/EBITDA | 48    | 7.58  | 7.11  | 4.84  |

资料来源：wind，华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (13462421224) 同步分享更新

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

## 2.6 生殖：summary

- 行业：辅助生殖行业应宏观环境变迁与发展而产生的产业，生育问题已上升至国家层面高度，因而行业整体发展速度快，2020年我国辅助生殖行业规模434.1亿元，预计未来将以14%或以上的五年复合增速持续发展。人口结构的改变（老龄化的不可逆趋势&出生率的持续下降）使得辅助生殖受国家政策倾斜明显，自2001年起国家持续支持并规范辅助生殖行业发展。
- 玩家：我国辅助生殖中心由2016年的451家增至2020年的536家，辅助生殖医疗资源整体缺口较大，主要系辅助生殖技术壁垒高、牌照发放与监管严格等，具备牌照优势和机构布局的玩家有望通过提高辅助生殖服务的可及性获得竞争优势，为行业发展带来更多可能。
- 建议关注标的：锦欣生殖（国内辅助生殖民营龙头企业，国内外同步布局（川渝、大湾区、云南、湖北、美西、老挝等），纵深布局业务打造生育全周期服务，拥有资深医师团队以吸引患者，已覆盖）。

数据来源：华安证券研究所整理

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新

华安证券研究所

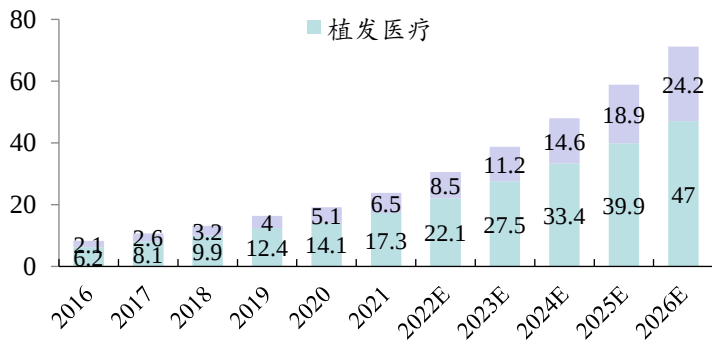
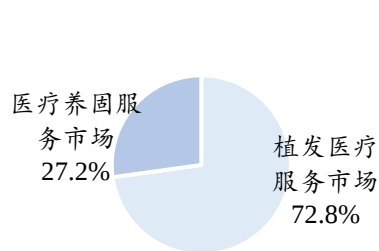
敬请参阅末页重要声明及评级说明

## 2.7 植发：消费升级下的蓝海，需求刚性强

- 中国毛发医疗服务市场规模扩张迅速，植发医疗发展空间广阔：毛发医疗服务可以细分为植发医疗及医疗养固两种品类（区分标准为是否需要手术），植发医疗服务占据72.8%市场规模，是主流毛发服务项目。据灼识咨询统计，中国毛发医疗服务市场规模由2016年的83亿元快速增长至2021年的238亿元，2016-2021 CAGR 23.5%，预计2021年至2026年将以24.5%的复合增速达到712亿元规模。其中植发医疗2021年的市场规模为174亿元，对应CAGR为22.8%，预计到2026年市场规模将进一步扩大到470亿元，CAGR 也将稳定在22.1%左右。
- 民众脱发患病问题严峻，养植一体将成为未来发展方向：虽然脱发疾病是临床的常见病、多发病，但我国脱发患者人口基数庞大，脱发患病率持续走高，截至2021年底，我国脱发人口约2.67亿人，占总人口的18.9%，预计至2026年底这一数字将进一步升至约3.43亿人，占总人口比重提升至24.2%。且随着养植一体的治疗方案出现，扩大植发医疗服务，大大增加了其创新性和可及性。
- 植发医疗市场渗透率低，成长潜力无限：当前人们对毛发健康问题认识不足、脱发患者的诊治率较低，与中国实际患脱发人数相比，接受植发医疗服务的人数相对较少，2020年在中国进行的植髮手术仅约为51.6万例，其植发渗透率（按接受植发人数除以脱发患者人数计算）于2020年仅约为0.2%；2021年一线和新一线城市脱发诊断率仅约为 20%，其他城市约10%。这表明植发医疗市场仍存在巨大的未获满足的市场需求及庞大的增长潜力，机构规模不断扩大与密度加深趋势有望推动未来市场渗透率的持续提升。

毛发医疗服务市场细分市场占比

2016-2026E中国毛发医疗服务市场规模（十亿）



|          | 治疗手段                     | 治疗周期                         | 有效率                 | 价格(元)             |
|----------|--------------------------|------------------------------|---------------------|-------------------|
| 药物<br>治疗 | 口服非那雄胺；<br>涂抹米诺地尔        | 3个月脱落减少—6<br>个月有效—1年明<br>显有效 | 64%-90%；<br>50%-85% | 2160/年；<br>1500/年 |
| 医美<br>治疗 | 注射肉毒素；激<br>光治疗；中胚层<br>疗法 | 6-8个月有效；>3<br>个月；4-6疗程       | 75%                 | 11400/疗<br>程      |
| 植发<br>治疗 | 植发手术                     | 6-8月明显有效（期<br>间有脱落期）         | 90%                 | 26000/次           |

资料来源：灼识咨询、弗若斯特沙利文，华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新

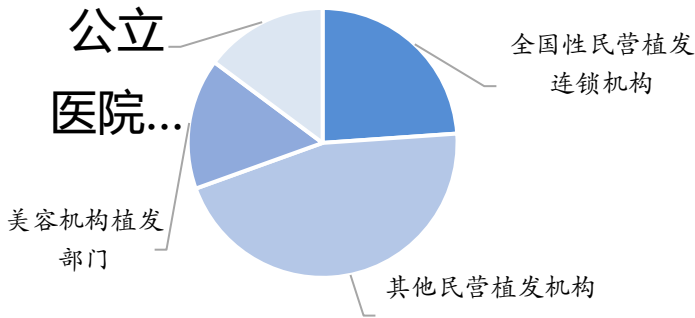
## 2.7 植发：消费升级下的蓝海，需求刚性强

- 植发医疗服务行业处于产业链中心：**植发医疗服务行业处于产业链中心：植发医疗上游主要为相关药品、医疗器械如毛囊检测仪、取发器械、种植器械及耗材制造商；中游主要为各类植发医疗服务提供商，包括公立医院植发科室、民营医美整容机构的植发科室、全国民营连锁植发机构、民营非连锁植发机构四大类；下游主要为营销端及终端消费者，其中根据渠道方式不同还可分为线上营销渠道（百度、小红书、知乎、抖音、豆瓣、微博等）及线下渠道（公交站、地铁、电梯等），终端消费者则覆盖了多类型客户人群。
- 民营连锁机构拥有高市场份额：**植发医疗服务提供商对市场的占有较为分散，但作为主要参与者的民营机构在2020年占据市场份额85.2%，其中在民营机构中占据主体地位的连锁植发机构占据份额高达23.9%，远高于其他机构，分析其原因，相比于公立医院有限的医生资源有限，薄弱的消费者体验和服务；美容机构的不透明性、非专业性，连锁植发机构由于其标准化及质量保证等特点，受到潜在患者青睐，极具发展潜力。

植发医疗服务产业链



2020年植发医疗服务市场份额占比



资料来源：弗洛斯特沙利文，华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (13462421224) 同步分享更新

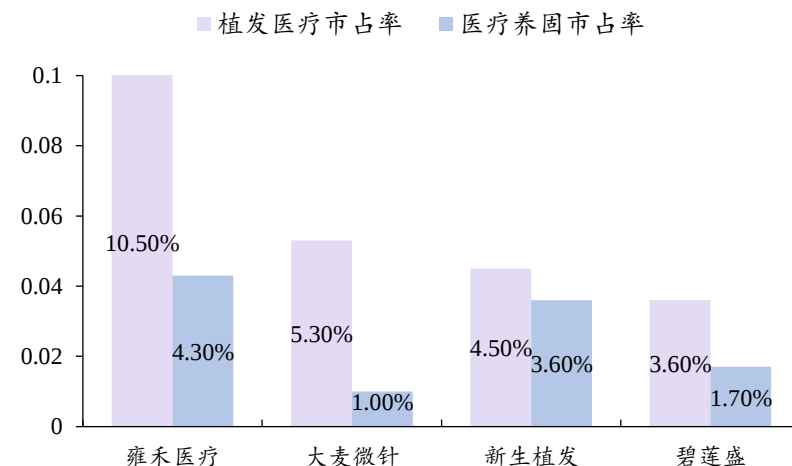
## 2.7 植发：消费升级下的蓝海，需求刚性强

- 行业格局分散，连锁民营有望推动市场集中度进一步提升：在我国植发医疗服务机构市场中，连锁民营医疗机构占据主导，据弗洛斯特沙利文的统计数据，2020年植发医疗CR4分别为雍和医疗、大麦植发、新生植发以及碧莲盛，其中雍和医疗以10.5%的植发医疗市场份额及4.3%的医疗养固市场份额位居行业之首，大麦植发则定位一线城市中高端，植发手术平均客单价比肩龙头雍和医疗，远高于碧莲盛与新生植发。

2020 年中国植发医疗机构CR4比较

|      | 项目         | 雍和医疗   | 大麦植发 | 新生植发   | 碧莲盛   |
|------|------------|--------|------|--------|-------|
| 收入情况 | 植发收入（亿）    | 14.13  | 7.12 | 6.00   | 4.85  |
|      | 养固收入（亿）    | 2.13   | 0.5  | 1.8    | 0.85  |
| 患者情况 | 植发患者数（万）   | 5.1    | 2.8  | 3.7    | 2.5   |
|      | 植发客单价（万/人） | 2.79   | 2.58 | 1.62   | 1.94  |
| 规模情况 | 医疗机构数（家）   | 48     | 28   | 30     | 32    |
|      | 注册医生数      | 189    | 60   | 70     | 55    |
| 单店情况 | 单店医生数      | 3.94   | 2.14 | 2.33   | 1.72  |
|      | 单店患者数      | 1062.5 | 1000 | 1233.3 | 781.3 |
|      | 单店总收入（亿）   | 0.34   | 0.27 | 0.26   | 0.18  |

2020 年中国植发医疗服务市场CR4 市占率



资料来源：雍和医疗招股说明书、大麦微针招股说明书，华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

敬请参阅末页重要声明及评级说明

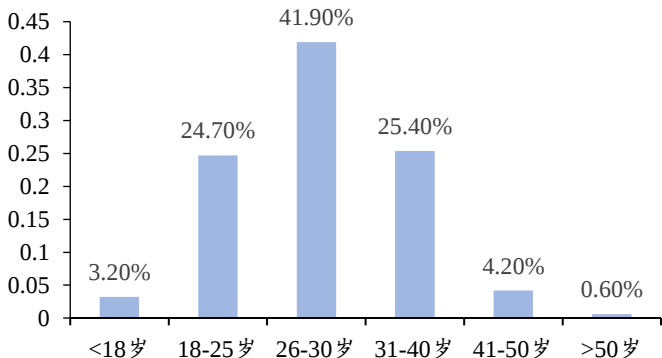
华安证券研究所

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新

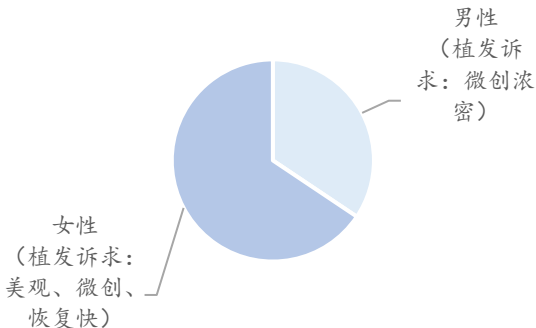
## 2.7 植发：消费升级下的蓝海，需求刚性强

- 需求端：30岁以下人群占比占70%，脱发群体逐步年轻化，植发需求逐渐向多年龄群体扩展：在《2020国民健康洞察报告》中，有约27%的调查者被脱发问题困扰。而根据国家卫生健康委员会数据显示，2019年中国约有2.5亿脱发人群，占总人口数的18%，男性脱发人数约为女性脱发人数的1.8倍，分别达1.63亿人和0.88亿人，占比约为65%和35%，在诉求上两者存在一定区别，男性植发大多以浓密为诉求，而女性更多关注美观；在年龄分布上30岁以下脱发人群占比高达70%，其中90后脱发人群占比由2017年的36.1%增长至2021年的39.3%，已经超过80后（37.9%），呈现年轻化趋势，而这类具备高收入、高学历、高工作强度以及低年龄、低脱发时间等特点的年轻化人群，相比于其他群体更注重自身的形象管理，具有一定的消费和支付能力，因此也更愿意接受与尝试植发。

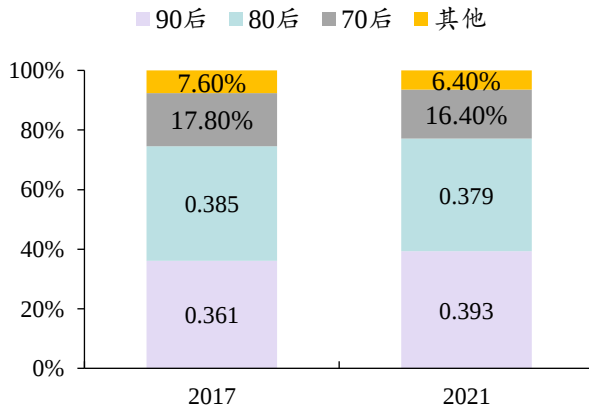
中国人脱发患者人群年龄分布



中国脱发患者人群性别及诉求分布



脱发群体逐步年轻化



资料来源：国家卫生健康委员会，2020国民健康洞察报告，华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

华安证券研究所

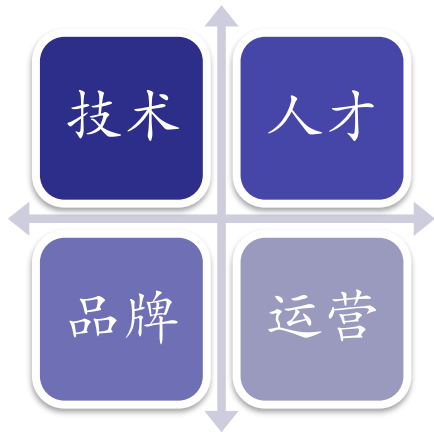
敬请参阅末页重要声明及评级说明

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新

## 2.7 植发：消费升级下的蓝海，需求刚性强

- 供给端：多重行业壁垒提升竞争门槛，服务规划优化升级加速行业发展：
  - ✓ **技术与人才**：植发手术对精准度有极高的要求，作为一种微创小切口手术，不仅需要先进的技术，还依赖于技术娴熟与经验丰富的医疗团队，所有手术医师都需要受到严格专业的训练及长时间实践经验的积累。
  - ✓ **品牌与运营**：植发机构对消费者的吸引依赖于其口碑营销，尤其头部企业以更强的合规性和满意程度的考核，保障了消费者的体验，以专注于品牌营销，提高了品牌的知名度。与此同时，可复制的可规模化的商业模式迅速占据市场份额，高效的运营与优质的服务，进一步积累了优质品牌声誉，致使新进入市场参与者难以与领先的服务供应商竞争。
  - ✓ **服务升级与规范度优化**：在《深化医药卫生体制改革意见》等政策的引导与支持下，行业规范度不断提升，随着植发医疗行业服务更加优质化，消费价格也愈加公开透明，民营连锁发力崛起，未来植发行业将向多城市、多群体加速渗透。

植发医疗服务市场多重行业壁垒



植发医疗服务市场发展趋势

| 发展趋势      | 趋势分析                                          |
|-----------|-----------------------------------------------|
| 技术导向服务趋势  | 植发市场经历了从FUT到FUE的重大技术进步，并进一步发展至其他先进技术，如微针植发技术等 |
| 服务多元化趋势   | 美学植发服务的需求不断增长，推动了市场向更加多元化的服务方向发展的趋势           |
| 规范透明化趋势   | 全国性民营服务供应商提供标准化服务，建立了良好的行业惯例，影响其他市场参与者采用相同的标准 |
| 广泛渗透趋势    | 未来全国性民营植发医疗集团的扩张与客户教育改善有望推动三四线城市脱发患者对植发服务的需求  |
| 在线诊断及回访趋势 | 互联网问诊平台将会在日后逐渐普及，成为轻度或中度脱发患者接受保健建议的有效途径       |
| 综合诊疗服务趋势  | 从问诊、诊断、手术治疗、非手术服务到客户回访，综合服务供应商可以根据患者情况制定治疗计划  |

资料来源：雍和医疗招股说明书、大麦微针招股说明书，华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新

## 2.7 植发：雍禾医疗

- 雍禾医疗作为中国植发医疗服务行业的开创者之一，从植发医疗业务起家，向外拓展医疗养固服务，目前已是国内唯一拥有植发技术自主知识产权的头部企业。2005-2010年间，公司首次建立**雍禾品牌**，并自主研发了无痕植发技术，2012年获得了毛囊干细胞等领域的技术专利，2017年雍禾医疗引入了中信产业基金，同时收购了**史云逊**中国内地业务，此后以**店中店**的模式拓展医疗养固业务，2021年收购显赫植发香港业务并于2021年12月在港交所上市。截至目前，雍禾医疗拥有54家医疗机构，覆盖中国26个省、自治区及直辖市以及中国香港在内的53个城市；形成“治疗、养护、植发、假发”于一体的一站式医学毛发管理服务体系。此外，高管团队从业经验丰富且经验互补，在植发及技术研发、运营及营销、战略规划等多个领域都有长时间的积累，为公司的长期发展保驾护航。

公司业务版图（截至2021年底）



目前运营管理医疗机构基本情况（截至2021年底）

| 地区 | 覆盖省份              | 数量 |
|----|-------------------|----|
| 华东 | 上海、浙江、江苏、福建、江西、安徽 | 23 |
| 华南 | 广东、广西             | 10 |
| 华北 | 北京、天津、河北及山西       | 4  |
| 西南 | 四川、贵州、云南及重庆       | 4  |
| 华中 | 河南、湖北及湖南          | 4  |
| 西北 | 陕西、甘肃及新疆          | 3  |
| 东北 | 黑龙江及辽宁            | 3  |
| 香港 |                   | 1  |

| 品牌                                                                                    | 定位                                                   |
|---------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------|
|    | 中国毛发健康领域领军品牌，22年深耕植发技术创新研发，服务包括发际线种植、艺术种植、头发种植、疤痕种植等 |
|   | 美国假发品牌，史云逊健发中心增发项目所用品牌                               |
|  | 医学健发中心，以非术后养固业务为主，全国共55家独立健发中心（不计算店中店），2020年复购率28.9% |
| 发之初                                                                                   | 女性养发、植发及头皮抗衰品牌                                       |

资料来源：雍禾医疗招股书、公司公告，华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

华安证券研究所

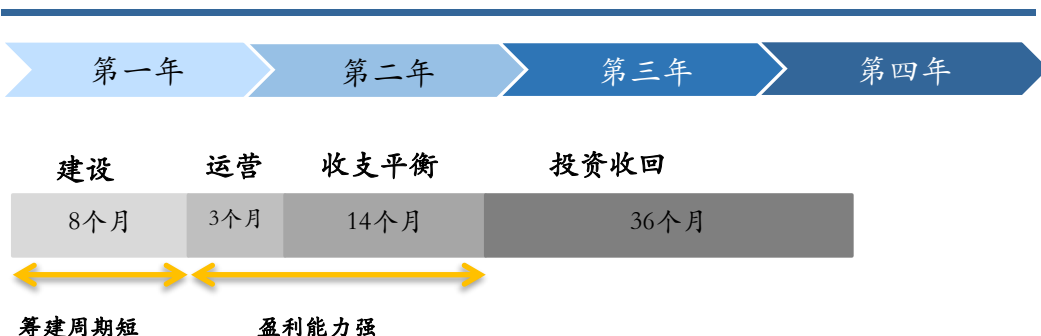
敬请参阅末页重要声明及评级说明

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新

## 2.7 植发：雍禾医疗

- 等级服务体系，多选择业务项目，建立一站式体系，满足消费者多样化需求：雍禾医疗通过手术、仪器、药物等多种治疗方式，解决患者的脱发问题，致力于给顾客带来优质的体验：1) 根据患者可支付能力、需求、及医生经验技能，提供多等级服务包含普通级、优质级、雍享级三大级别在内的多等级服务，满足患者个性化需求。2) 不断推出新的服务项目以应对不断变化的市场需求，在传统的植发手术基础上增加了一系列毛发连带业务如眉毛种植、鬓角种植、发际线种植等手术，扩大女性消费群体。3) 建立从前端养固到终端植发的全流程一站式体系，前端养固以非手术方式为主如毛发洗护、诊疗，终端则为手术植发，一站式服务有效提高品牌知名度，加强顾客黏性。

单店运营模式成熟



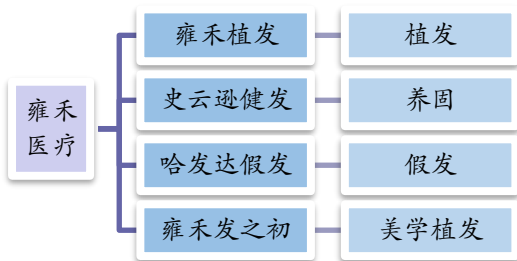
雍禾医疗医疗植发、养固服务经营数据

|              | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  |
|--------------|-------|-------|-------|-------|
| 接受植发医疗服务患者人数 | 35177 | 43087 | 50694 | 58464 |
| 每名患者的平均开支    | 26097 | 27799 | 27868 | 26643 |
| <b>三级服务</b>  |       |       |       |       |
| 接受普通级服务人数    | 35037 | 42235 | 48575 | 53776 |
| 接受优质级服务人数    |       | 512   | 1827  | 4435  |
| 接受雍享级服务人数    | 140   | 340   | 292   | 253   |
| 复购率          |       | 15.6% | 28.9% | 29.0% |

公司植发医疗业务拆分



公司全流程一站式体系



资料来源：雍禾医疗招股书、公司公告、wind，华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新



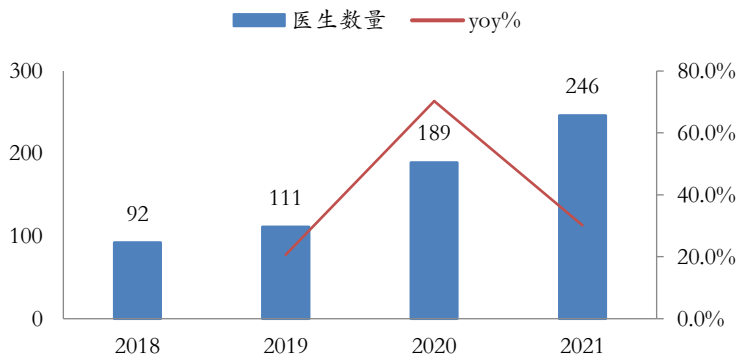
华安证券  
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

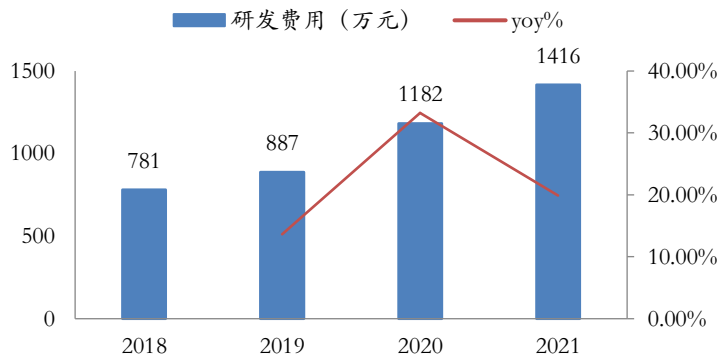
## 2.7 植发：雍禾医疗

- “总部+区域+院部”管理实行标准化运营：总部统筹集团安全合规、品牌营销、采购财务及信息技术，确保医疗服务质量和资源分配效率；区域监督其区域内医疗机构质量保证、经营管理及成本控制；院部负责日常运营。总部、区域、院部组成的组织架构和标准化运作促进集团规模化扩张。
- 运营能力促进医疗机构建设升级：根据弗若斯特沙利文数据，公司平均盈亏平衡期为3个月，平均现金投资回收期为14个月，低于中国民营医疗机构的平均水平，同时基于品牌连锁化，在高标准化医疗流程和医生培训系统加持下，营收将能更快稳定上升。
- 重视研发提升患者体验：2007年公司率先引进FUE植发技术，后研发LATTICE点阵加密技术，改善因天生头发细软，脱发导致头顶稀疏等情况。在提升能力的同时与外界合作，已分别与中山大学、四川大学华西医院达成合作，提升研发水平，公司目前持有八项医疗技术发明专利，进一步提高了手术的安全性和品质。
- 医师资源丰富，团队支撑公司长期发展：截至2021年底，公司共有246名执业医师及919名护士，医师资源丰富；旗下养固发品牌史云逊内部拥有诸多发理学专家，产品研发迭代能力强。

2018-2021公司注册医生增长情况



2018-2021研发费用及研发费用率情况 (rmb 万元)



资料来源：雍禾医疗招股书、公司公告，华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (13462421224) 同步分享更新

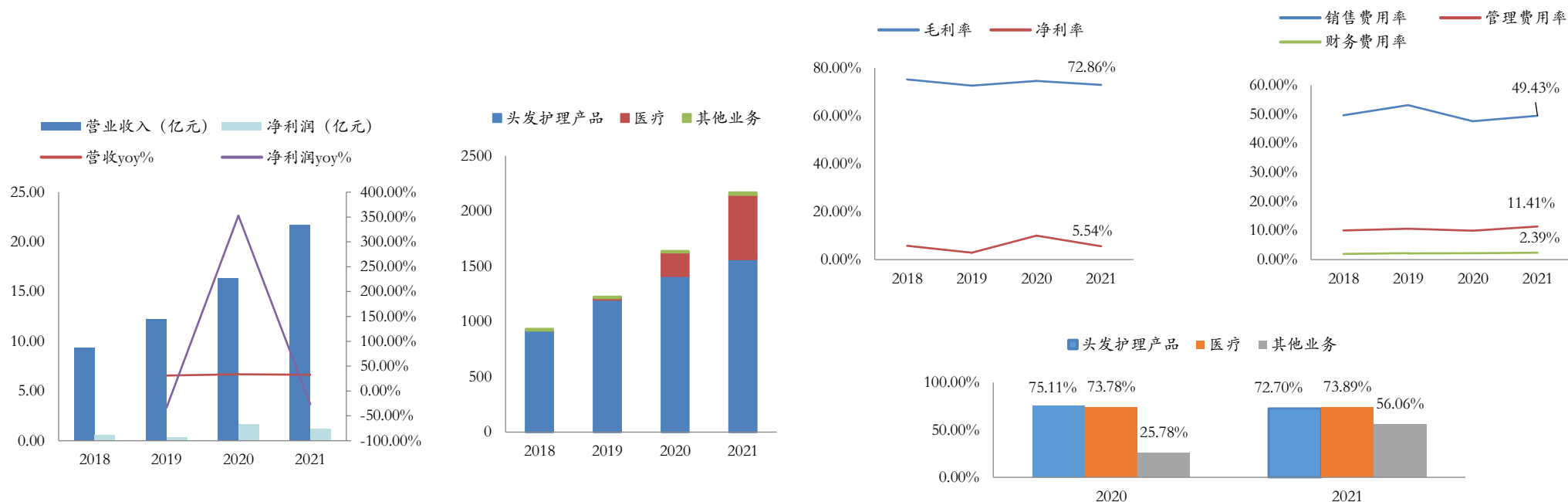


华安证券  
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

## 2.7 植发：雍禾医疗

- 公司整体经营情况良好，营业收入实现稳定增长，2021年营业收入21.69亿元，同比增长32.42%；2021年实现净利润为1.2亿元，同比下滑26.4%，但剔除上市费用支出后，调整后净利润为1.81亿元，同比增长32.8%，增长快速。公司盈利能力较强，毛净利率均维持稳定，其中毛利率稳定在70%以上，2021年集团层面毛利率72.86%，人员招聘带来的成本增长引起小幅波动；净利率为5.54%，经调后为8.35%，与2020经调整净利率8.33%相比略有增长。公司控费效果明显，销售费率与管理费率也呈现较小波动，销售费用率由于大量营销费用的投入，于50%左右波动，但随着品牌的客户积累和口碑的逐步提升，已出现下降趋势。



资料来源：雍禾医疗招股书、wind，华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (13462421224) 同步分享更新

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所



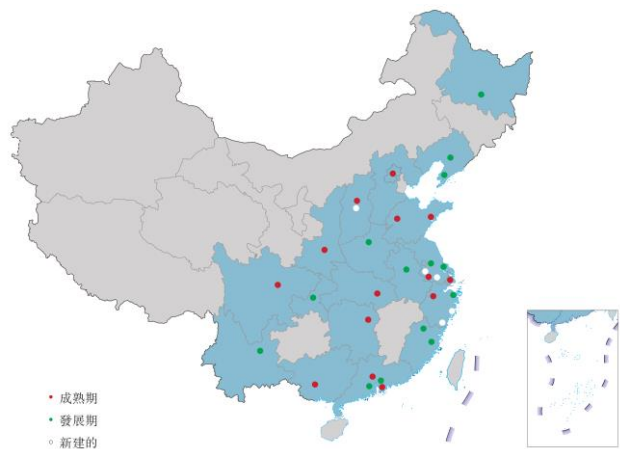
华安证券  
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

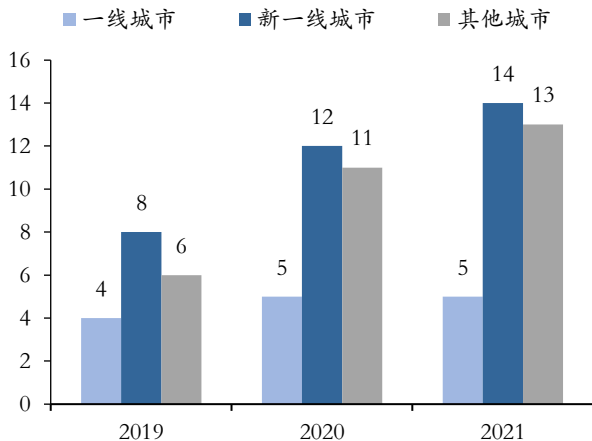
## 2.7 植发：大麦植发

- 大麦植发是我国中高端毛发诊疗服务行业内首家提供微针技术，结合问诊、诊断、微针植发、固发和养发为一体的全方位毛发诊疗服务集团：其创始人李兴东早在2004年就进入植发行业，于2006年将世界领先的微针技术引入中国，2011成立大麦医疗，2016年公司首家提供微针植发的医疗团队，2018年制定了《2018 微针植发技术标准制定白皮书》，2021发布其最新科研技术并改制为股份有限公司。其专业医疗团队由具有丰富医学背景及诊疗服务经验的180名注册医生及690名其他医疗专业人员组成。目前服务范围遍及中国31个城市，2021年以5.2%的市占率位居我国一线城市毛发医疗市场份额首位，机构数量由2019年底的18家增加至2021年底的32家，其中一线/新一线/其他城市机构数分别达5/14/13家，并获首家毛发诊疗互联网医院的服务许可。

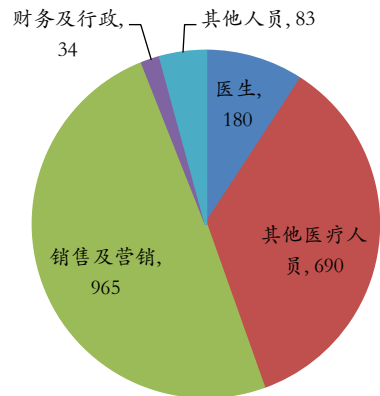
大麦医疗机构网络



公司机构分布（按城市区分）



2021 年公司团队人员结构



资料来源：大麦植发招股书、公司公告、wind，华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (13462421224) 同步分享更新



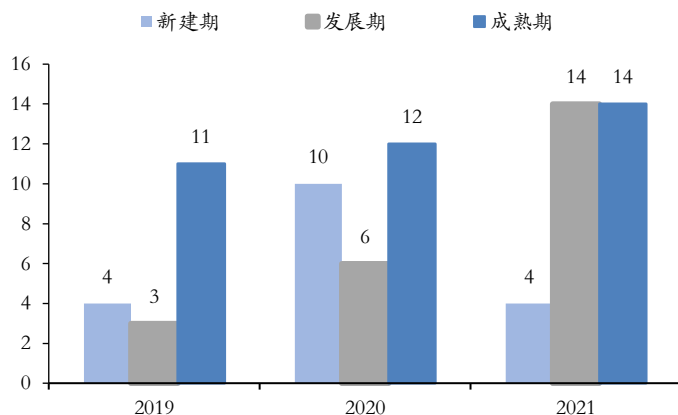
华安证券  
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

## 2.7 植发：大麦植发

- 大麦微针定位一线城市中高端消费市场，以微针技术差异性切入植发行业：1) 微针分离引领FUE植发新潮，FHF双活因子+无痕植发保障毛囊高存活率及手术优质体验流程。2) 线上+线下双轨营销模式：线上与新媒体合作，通过短视频、直播、社群等渠道广告营销引流；线下与传统媒体合作，通过公共交通、广告牌等场所投放广告获客，并定期邀请专家举办讲座或交流会。
- 目前大麦植发在一线城市及新一线城市打造出北上广深杭五大标杆城市门店，2019-2021年五大城市合计收入分别5.36/5.02/6.12亿元，2021年北京/上海/深圳三大门店年度收入破亿，分别达1.57/1.69/1.38亿元，在线级城市营收结构中长期占据主导地位。
- 扩张速度稳定，成熟期门店收入贡献度高：截至2021年末公司成熟期/发展期/新建期门店数分别达14/14/4家，其中成熟期门店总收入达8.38亿元，占比高达82%，为公司收入主力，发展期门店收入占比由2019年的6.8%提升至2021年的16.9%，爬坡潜力可期。

大麦机构数量（按门店层级划分）



| 前五城市 | 雍和医疗  |       |      |       |      | 大麦植发  |       |      |        |      | 新生植发  |       |      |       |      |
|------|-------|-------|------|-------|------|-------|-------|------|--------|------|-------|-------|------|-------|------|
|      | 收入    | 人次    | 单价   | 面积    | 坪效   | 收入    | 人次    | 单价   | 面积     | 坪效   | 收入    | 人次    | 单价   | 面积    | 坪效   |
| 北京   | 15237 | 6683  | 2.28 | 3000  | 5.08 | 13969 | 7488  | 1.87 | 3000   | 4.66 | 15679 | 8962  | 1.75 | 3000  | 5.23 |
| 上海   | 12981 | 5129  | 2.53 | 4000  | 3.25 | 13154 | 6350  | 2.07 | 4000   | 3.29 | 16894 | 8323  | 2.05 | 4000  | 4.22 |
| 广州   | 11029 | 5028  | 2.19 | 2722  | 4.05 | 9468  | 5662  | 1.67 | 2722   | 3.48 | 9462  | 6792  | 1.39 | 2722  | 3.48 |
| 深圳   | 8688  | 4587  | 1.89 | 2000  | 4.23 | 8926  | 5654  | 1.58 | 4000   | 2.23 | 13848 | 8834  | 1.57 | 4000  | 3.46 |
| 杭州   | 5712  | 3235  | 1.77 | 1000  | 5.71 | 4675  | 3313  | 1.41 | 1000   | 4.68 | 5347  | 4051  | 1.32 | 1000  | 5.35 |
| 合计   | 53646 | 24662 | 2.18 | 12722 | 4.22 | 50192 | 28467 | 1.76 | 147222 | 3.41 | 61230 | 36871 | 1.66 | 14722 | 4.16 |

资料来源：大麦植发招股书、雍禾医疗公告，华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

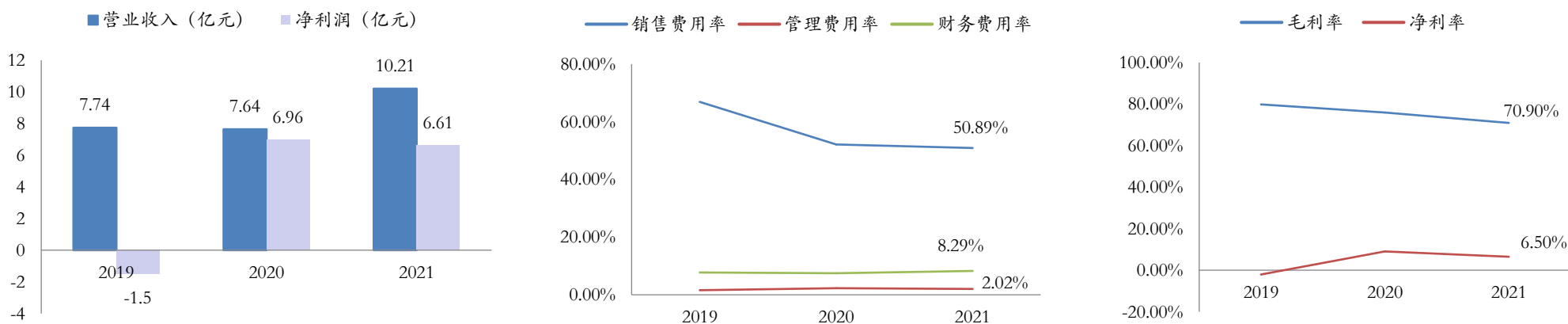
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

## 2.7 植发：大麦植发

- 销售费率逐年下降，扩张推动营收增长：**2019-2021年间集团毛利率达79.8%/75.9%/70.0%，净利率达-2.0%/9.1%/6.5%，对应净利润达-0.15/0.70/0.66亿元。由于公司近年开始拓展毛利率相对较低的养发与固发服务，同时新建医疗机构，低盈利水平致使公司毛利率下行；但2019-2021年集团营收稳步增长，分别达7.47亿元/7.64亿元/10.21亿元，其中2021年营收同比增速达33.58%，表现良好；2019年由于公司将品牌升级为大麦，将总收入67%用于品牌升级，因此净利润为负，但随着对销售费用的控制，2020年以来已明显下降，2021年回落至51%，并改善净利润0.66亿元，净利率至6.5%。



资料来源：大麦植发招股书、公司公告、wind，华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (13462421224) 同步分享更新



华安证券  
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

## 2.7 植发：summary

- 行业：伴随着脱发、养护等多种头发护理需求的持续增长和民众消费意识的觉醒，2021年我国毛发医疗市场规模达238亿元，其中植发与养固市场占比分别达72.8%和27.2%，过去5年复合增速超20%，行业处于快速发展期。至2021年底我国脱发人口约2.67亿人，占总人口比重的18.9%，但渗透率（脱发就诊率）不及20%，渗透率低，未来行业发展想象空间大。
- 玩家：植发行业格局分散，民营植发医疗服务机构多见于市场（2020年民营植发服务机构占总市场的85%），连锁植发机构更有可能攫取用户心智。多重因素构成行业壁垒，具备精坚技术、强大医师团队、强大品牌力、可复制商业模式的企业有望打造“患者&口碑&客单价&回头率”共同增长的飞轮。
- 建议关注标的：雍禾医疗。

数据来源：华安证券研究所整理

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所



华安证券  
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

## 三、行业可能的催化剂

### 短期

- 疫情常态化下需求的延迟爆发+持续扩大的刚需&消费性医疗需求
- 医疗服务整体板块的估值修复与回升
- 期待医疗服务相关标的业绩恢复与释放

### 中期

- DRG/DIP改革利于医疗服务收入结构改善和控费，引导社会资本办医下沉
- 医疗服务价格全国范围内调整，下降品类

### 长期

- 医疗服务的需求持续增长，赛道坡长雪厚，具备可复制性的商业模式的医疗服务连锁会获得永续现金流
- 注册制为民营医疗服务机构走向资本市场提供便利途径

## 3.1 短期：疫情常态化后的需求激增和板块估值修复

✓ 需求不会消失，疫情常态化时代的医疗需求由递延+新增构成，永续增长。

- 固生堂（2273.HK，中医医疗服务龙头&第一股，商业模式成熟可复制性高，复购率60%+，22H1经调整净利润同比+40%）
- 海吉亚医疗（6078.HK，肿瘤医疗服务龙头，自建&并购稳步发展，22H1经调整净利润同比+47%）
- 三星医疗（601567.SH，康复医疗&智能配用电双主营，22H1经调整净利润同比+22%、22H1新增医院8家、22H1 在手订单87亿元，储备充足）
- 朝聚眼科（2219.HK，内蒙眼科连锁龙头，22H1净利润同比+29%，持续扩张版图至华东&华北地区，长期稳定发展可期）
- 爱尔眼科（300015.SZ，眼科服务连锁领跑行业，22H1净利润+15%，海内外同步发展，业绩稳定性极高，现阶段估值合理）

✓ 生物医药板块PE处于历史低位，性价比高。

资料来源：华安证券研究所整理

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

## 3.2 中期：支付政策改革使优质民营医疗服务企业强者更强

- DIP（按病种分值结算）是通过分析大量病历数据，将各类因素以点数方式体现，根据点数总和分值单价，以总额预算的形式对各机构按点数付费。DRGs（疾病诊断相关分组）是指根据疾病类型、患者特征、治疗方式等将患者分为不同的诊断组，根据分组情况向医院划拨医保基金，盈亏由医院自己承担。
- 我国关于支付政策改革的探索和尝试可以追溯至上世纪90年代，对于DRG的改革始于2004年。

| 时间      | 颁布方     | 政策名                           | 内容                                                              |
|---------|---------|-------------------------------|-----------------------------------------------------------------|
| 2004    | 原卫生部办公厅 | 《关于开展按病种收费管理试点工作的通知》          | 选择6个省份试点，拉开了我国各地按病种收付费改革的序幕。                                    |
| 2004    | 国务院     | 《关于推进开展按病种收费管理试点工作的通知》        | 要求试点地区积极研究制订按病种收费管理办法，有效控制医药费用不合理增长。                            |
| 2009    | 中共中央国务院 | 《关于深化医药卫生体制改革的意见》             | 完善支付制度，积极探索实行按人头付费、按病种付费、总额预付等方式。                               |
| 2012    | 人社部     | 《关于开展基本医疗保险付费总额控制的意见》         | 用两年时间，在所有统筹地区范围内开展总额控制目标。                                       |
| 2016    | 发改委等部门  | 《关于印发推进医疗服务价格改革意见的通知》         | 到2016年底，城市公立医院综合改革试点地区实行按病种收费的病种不少于100个。                        |
| 2017    | 发改委等部门  | 《关于推进按病种收费工作的通知》              | 遴选了320个病种，作为各地推进按病种收费改革、制定收费标准的参考。                              |
| 2020.2  | 中共中央国务院 | 《关于深化医疗保障制度改革的意见》             | 提出了“1+1+4+2+2”的医疗保障总体改革框架，明确提出大力推进大数据应用，推行以按种付费为主的多元复合式医保支付方式改革 |
| 2020.1  | 医保局     | 《关于印发区域点数法总额预算和按病种分值付费试点工作方案》 | 用两年时间，在所有统筹地区范围内开展总额控制目标。                                       |
| 2020.11 | 医保局     | 《区域点数法总额预算和按病种分值付费 试点城市名单》    | 选择27个省71个市作为试点城市，推进按病种付费。                                       |
| 2020.11 | 医保局     | 《国家医疗保障按病种分值付费（DIP）技术规范》      | 明确了DIP的数据基础及适用条件，阐明了原理与方法，确定了分值计算及医保基金结算的具体方法。                  |

资料来源：中国政府网、国家医保局，华安证券研究所  
找报告，上“数据理河”

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新

### 3.2 中期：支付政策改革使优质民营医疗服务企业强者更强——国家级三年计划给予指引

- **DRG/DIP三年行动计划**叠加**十四五计划**，将进一步加强基础建设，加快DRG/DIP全国覆盖的速度，建立全国统一的医保对医疗机构的高效支付管理、激励与约束机制。
  - ✓ **关键时点：**1) 2022~2024年全面完成DRG/DIP付费方式改革任务；2) 到2024年底，全国所有统筹地区开展DRG/DIP付费改革工作；3) 到2025年底，DRG/DIP支付方式覆盖所有符合条件的开展住院服务的医疗机构，基本实现病种、医保基金全覆盖。
  - ✓ **意义：**1) 改变医院原有收入结构，降低药耗占比、提高服务项目占比，优质医疗服务机构适应及转变速度更快；2) 引导医疗服务进一步下沉，提高基层医疗服务机构数量；3) 降低住院天数，提高病床周转率，提升各类医疗机构运营效率。

DRG/DIP三年行动计划相关目标

|      | 计划                                               | 2022 | 2023 | 2024 |
|------|--------------------------------------------------|------|------|------|
| 统筹地区 | 以省/自治区/直辖市为单位，启动统筹地区开展DRG/DIP支付方式改革并付费（原则上每年不少于） | 40%  | 30%  | 30%  |
| 医疗机构 | 符合条件+开展住院服务的速度（原则上每年不低于）                         | 40%  | 30%  | 30%  |
| 病种   | 累计覆盖（原则上每年速度不低于）                                 | 70%  | 80%  | 90%  |
| 医保基金 | DRG/DIP付费医保基金支出占统筹区内住院医保基金支出（原则上累计不低于）           | 30%  | 50%  | 70%  |

资料来源：中国政府网、国家医保局、健康界，华安证券研究所  
找报告，上“数据理河”

敬请参阅末页重要声明及评级说明

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新

## 3.2 中期：支付政策改革使优质民营医疗服务企业强者更强——部分省级政策

- 2022年是支付政策改革落地的元年。2019年以来，国家医保局先后启动30个城市的DRG付费试点和71个城市的DIP付费试点。试点三年以来，试点城市基本进入实际付费阶段，各试点城市医疗机构的医疗行为逐渐规范。我们认为在未来，随着尝试的不断推进和变革的不断深入，我国医疗服务体系会进入更加规范化体系化的运营阶段，各级医院将持续调整内部医疗服务项目结构以适应新支付政策，在此趋势下，体量规模更大、地域分布更广、运营模式可被复制的民营连锁医疗服务机构受影响相对较小。
  - ✓ 2022年3月23日，四川达州召开全面启动DRGs付费改革动员会，DRG付费改革将在达州市各医疗机构全面启动。
  - ✓ 2022年3月22日，湖南湘潭2022年度DRG改革权重谈判工作在市中心医院举行，本次调整原则上适当提高疑难重症病组的权重值、降低普通轻症病组的权重值。

| 时间         | 地区 | 文件名                                      | 政策内容                                                                                                                                                                                                                                                     |
|------------|----|------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2021.12.29 | 甘肃 | 《甘肃省DRG/DIP支付方式改革三年行动方案的通知》              | 自2022年起，全省14个市州及省本级和甘肃矿区全面启动DRG/DIP支付方式改革工作，2024年底，实现全省DRG/DIP付费方式全覆盖。2025年，形成全省统一、上下联动、内外协同、标准规范、管用高效的覆盖所有开展住院服务定点医疗机构的医保支付新机制。                                                                                                                         |
| 2022.3.23  | 上海 | 《上海市DRG/DIP支付方式改革三年行动计划实施方案（2022-2024年）》 | 2022年实现符合条件开展住院服务的医疗机构DRG/DIP付费全覆盖，提前2年完成国家医疗机构全覆盖任务。2022年实现DRG/DIP付费病种覆盖率达到95%以上，适宜病例入组率达到90%以上，提前2年完成国家付费病种全面覆盖任务。2022年实现DRG/DIP付费医保基金支出占住院医保基金支出达到70%，提前2年完成国家医保基金全面覆盖任务。同步探索居民基本医疗保险DRG/DIP付费，2022年开展可行性研究，2023年开展试点，2024年面上推广。实现DRG/DIP付费支出占比达到80%。 |
| 2022.3.29  | 浙江 | 《浙江省全面推进医保支付方式改革三年行动计划》                  | 从2022年到2024年，分期推进门诊支付方式改革，迭代升级住院DRG支付方式改革。2022年底，完成门诊支付方式改革顶层设计和信息系统建设，继续推进浙江省医疗保障疾病诊断相关分组细分组目录修订工作；2023年底，全省所有统筹地区全面实施门诊按人头包干结合门诊病例分组支付方式改革；2024年底，实现住院DRG和门诊APG支付改革区域全覆盖、费用全覆盖、人群全覆盖、医疗机构全覆盖。                                                          |
| 2022.7.13  | 北京 | 《关于印发CHS-DRG付费新药新技术除外支付管理办法的通知（试行）》      | 试行CHS-DRG付费新药新技术除外支付管理办法，该项支付办法，明确创新药、创新医疗器械、创新医疗服务项目可以不按DRG方式支付，单独据实支付。                                                                                                                                                                                 |

资料来源：各省医疗保障局官网、中国医院协会信息专业委员会，华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新



### 3.2 中期：医疗服务价格调整落地在即，民营医疗服务迈入增长新阶段

- 2021年8月31日，国家医保局等八部委联合印发《深化医疗服务价格改革试点方案》。
  - 背景：本次改革是是国内医改政策的延伸和落地，进一步在全国范围推广三明医改经验。
  - ✓ 目标：通过3~5年在试点探索形成可复制可推广的医疗服务价格改革经验；到2025 年向全国推广。
  - ✓ 意义：适应公立医院高质量发展的要求，从规模扩张转向提质增效；积极应对医疗保障水平面临的新挑战，尤其是人口老龄化带来的医保筹资及支出问题。

#### 《深化医疗服务价格改革试点方案》——“5+3+4”

| 五项机制                                                                                                                                                                                             | 三项支撑                                                                                                                                                    | 四项配套政策                                                           |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------|
| 1.更可持续的总量调控机制，加强对医疗服务价格宏观管理，在总量范围内突出重点、有升有降，避免大水漫灌；<br>2.规范有序的价格分类形成机制；<br>3.灵敏有度的价格动态调整机制，明确调价的启动条件和约束条件；<br>4.目标导向的价格项目管理机制，促进医疗技术创新发展和临床应用；<br>5.严密高效的价格监测考核机制，构建监测考核评估与医疗服务价格之间的激励约束关系和传导机制。 | 1.优化管理权限配置，反映医疗资源的属地化特征,更好地匹配国家、省、地市等各个层级的管理能力；<br>2.完善定调价程序，最大限度用规则代替自由裁量，更好地兼顾效率与公平；<br>3.加强管理能力建设，包括加强上下衔接、区域联动、信息共享，提升医疗服务价格管理信息化水平，加强医疗服务价格管理队伍建设等 | 1.深化公立医院综合改革<br>2.改进医疗行业综合监管<br>3.完善公立医疗机构政府投入机制<br>4.衔接医疗保障制度改革 |

- 2022年7月19日，国家医保局发布《关于进一步做好医疗服务价格管理工作的通知》，从宏观管理、动态调控、医疗服务项目组成、不直接与集采挂钩等多个角度对深化医疗服务价格改革进行指导，医疗服务价格体系进一步明朗清晰。
  - 宏观管理，动态调控：主动规范完善医疗服务价格日常管理的内容、方式和工具，医疗服务价格管理将日常化、本土化、灵活化，以更快速进行医疗服务价格总量调控和动态调整。
  - 建立医疗服务价格动态调整机制：使医疗服务价格调整与经济社会总体形势和医保基金收支等基本面相适应，这与医疗服务价格有升有降、整体上升的发展趋势相符。
  - 突出技术劳务价值：量化指引，每次价格调整方案中技术劳务价值为主的项目数量和金额原则上占总量的60%以上，客观反映技术劳务价值。
  - 不直接与集采挂钩：明确医疗服务价格和药品耗材集中采购各自的功能定位，价格调整触发机制与药品耗材集中采购不直接挂钩，调整总量不直接平移置换。
- 我们认为该通知是对医疗服务领域的中期利好，医疗服务价格体系将向更健康可持续方向发展，与社会经济总体形势、医保收支等基本面相适应。

### 3.3 长期：医疗服务坡长雪厚，民营医疗服务将成为医疗资源的绝佳补充

- ✓ 需求：人均医疗消费水平持续提升，对高医疗质量和品质服务的追求增加；人口结构变化带来的慢病管理等刚需。
- ✓ 供给：政策持续放松，鼓励社会办医，顶层设计具备持续性；公立医疗资源紧缺，外溢的需求流入民营医院，社会资本办医成为长期趋势。
- ✓ 市场准入：注册制为民营医疗服务机构走向资本市场提供便利途径（eg 何氏眼科创业板上市）。
- ✓ 永续性：医疗服务本质上具备正外部性，社会意义深远。

资料来源：wind、华安证券研究所

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

## 风险提示

- ✓ 海内外疫情反复风险
- ✓ 自建医院爬坡不及预期风险
- ✓ 收并购医院整合不及预期风险
- ✓ 政策风险
- ✓ 行业竞争加剧风险

资料来源：华安证券研究所整理

找报告，上“数据理河”

敬请参阅末页重要声明及评级说明

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新

华安证券研究所



华安证券

HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

### 行业评级体系

增持：未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；

中性：未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持：未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

### 公司评级体系

买入：未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持：未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性：未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持：未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出：未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。



华安证券  
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

# 谢谢！

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新

华安证券研究所