

人口结构演变背景下的医疗服务投资机会

东吴证券联席所长、医药首席分析师 朱国广
执业证书编号：S0600520070004
2021.07.19

中国人口结构改变，老龄化趋势下酝酿医疗服务大机会。一方面，我国社会老龄化加剧，60岁以上老年人数量从2010年的1.78亿快速增长到2020年的2.6亿人，占总人口比例从2010年13.3%增长至2020年18.7%。老龄化群体扩大带来医疗服务需求大幅增长；而近年来国内医疗体系逐步健全和人均收入水平提升，推动老年人就诊频率明显提升。2018年55-64岁、65岁以上人群两周就诊率分别为32.7%和42.6%，横向来看，显著高于55岁以下人群；纵向来看，分别高于2013年的19.7%和26.4%。参考日本经验，老龄化趋势下国民医疗费用支出占GDP比重持续提升。另一方面，我国出生率持续下降，不孕率预计将提升到2023年18.2%（Frost&Sullivan数据），而2018年辅助生殖渗透率仅为7%，远低于美国30.2%，我们预计辅助生殖需求也将持续增长。

政策利好，鼓励社会办医。2014年国家卫计委发文切实将社会办医纳入区域卫生规划统筹考虑，2015年国务院发文进一步放宽社会办医准入，控制公立医院规模。此后多次出台政策，从准入条件、行政审批、投融资渠道、分级诊疗等多方面鼓励社会办医，支持优质社会办医扩容。2019年以来，政策强调支持社会办医深入各个专科医疗服务领域，在眼科、骨科、口腔、妇产、儿科、肿瘤、精神、医疗美容等专科以及中医、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。**在零加成和带量采购等政策背景下，医院重点科室发生转型及倡导医生收入阳光化，医技医疗服务收费很可能提价。**

民营医院迅速发展，综合医院与专科连锁并行。2010-2019年，公立综合医院数量、公立专科医院数量、公立医院总诊疗人次的复合增长率为-3%、0%、6.4%，而民营综合医院数量、民营专科医院数量、民营医院总诊疗人次的复合增长率分为13%、13%、14.7%。社会办医模式，综合医院+专科连锁并行：1）民营综合医院：对医生资源要求程度高、盈利周期长、复制难度高，发展策略力争与地方公立医院品牌合作和差异化竞争，建立品牌学科策略有助整体发展。2）专科连锁医院：医生依赖程度低、设备依赖程度高的专科更易于复制；公立医院重视程度低的眼科、体检等民营专科满足巨大需求；公立医院产能有限的肿瘤放疗、康复医院等溢出效应明显；个性化、高端化医疗在民营医院实现。

投资策略：综合医院：推荐信邦制药、盈康生命，建议关注国际医学等；专科连锁，推荐爱尔眼科、通策医疗、美年健康，建议关注锦欣生殖、三星医疗、海吉亚等。

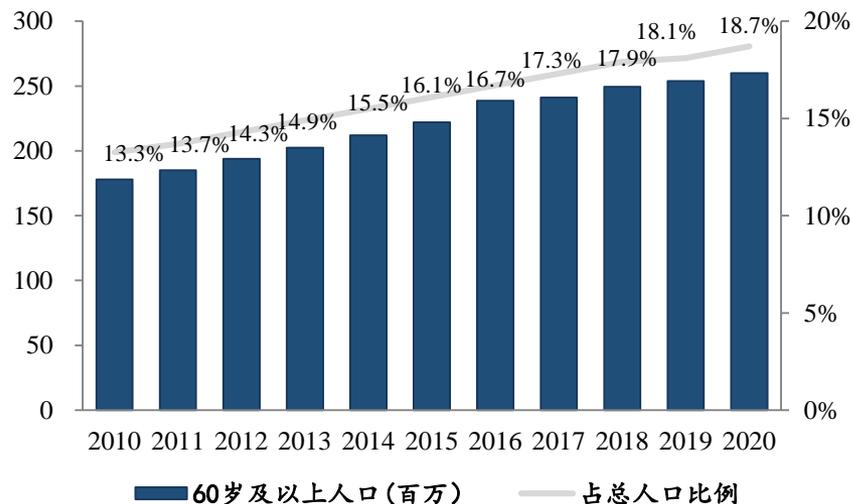
风险提示：医院扩张不及预期的风险，商誉减值的风险，医疗事故和医疗纠纷的风险，行业政策不确定性风险。

- 一、人口结构演变，酝酿医疗服务大机遇
- 二、政策持续利好，鼓励社会办医
- 三、社会办医模式，综合+专科连锁并行
- 四、相关投资标的梳理
- 五、风险提示

一、人口结构演变，酝酿医疗服务大机遇

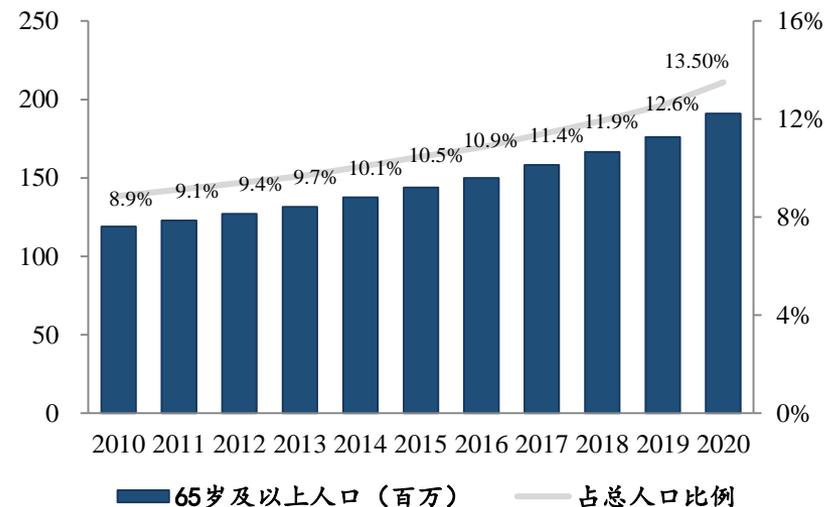
- 人口结构演变：中国60岁以上老年人数量从2010年的1.78亿快速增长到2020年的2.6亿人，占总人口比例从2010年13.3%增长至2020年18.7%；65岁以上老人数量则从2010年的1.19亿增长至2020年1.91亿，占总人口比例从2010年的8.9%上升至2020年的13.5%。伴随人口出生率下降、人口死亡率下降、预期寿命提高等，中国老龄化趋势日益加剧。

中国60岁以上老人数量及占总人口比例



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

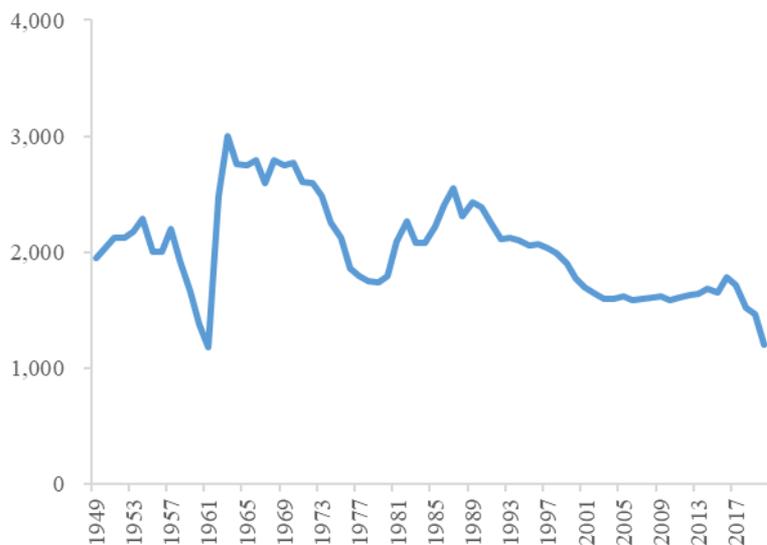
中国65岁老人数量及占总人口比例



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

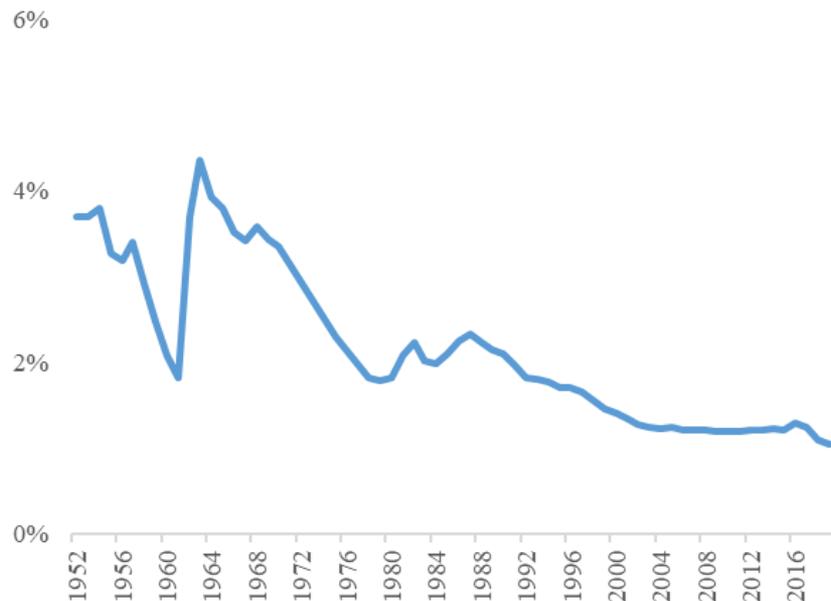
- 第七次人口普查显示，中国人口出生率持续下降：由于计划生育等政策影响，建国后中国新生儿数量在历经了60年代和80年代两波婴儿潮后持续下降，2016年二胎政策全面放开后有小幅反弹，随后继续快速下滑。2020年中国新生儿数量为1200万，为1962年后最低水平；出生率为0.85%，是建国后最低水平。**东吴证券医药团队预测：1962年-1972年第一波婴儿潮出生的2.4亿人，在2030年都相应进入60岁，60岁以上人口占比高达33%以上。**

中国新生儿数量（万人）



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

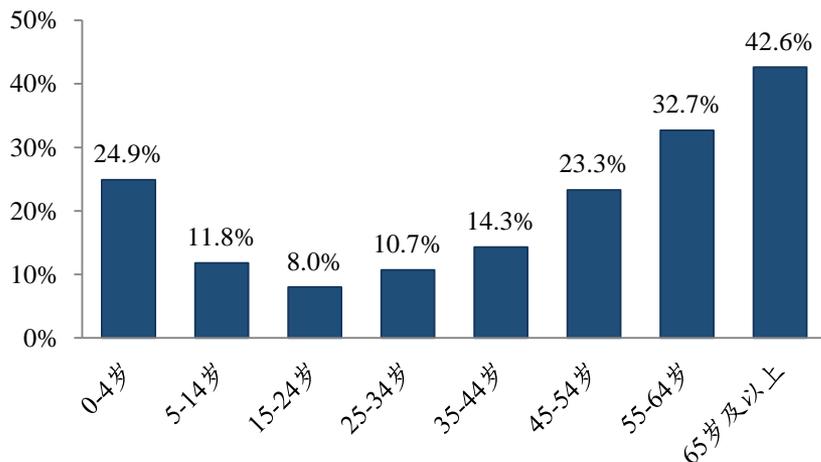
中国出生率



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

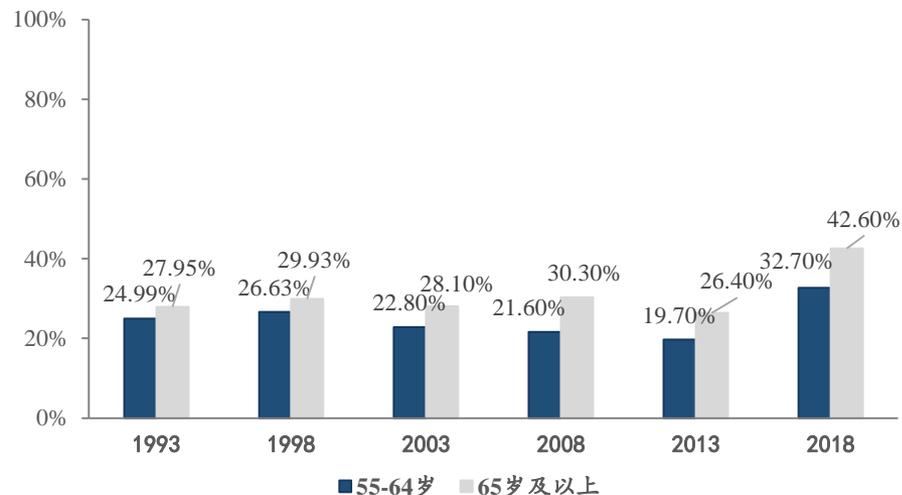
- 老龄化提升医疗服务需求：2018年55-64岁、65岁以上人群两周就诊率分别为32.7%和42.6%，显著高于55岁以下人群，人口老龄化将显著提高医疗服务需求。
- 纵向看，近年来随着国内医疗体系逐步健全和人均收入水平提升，老年人就诊频率显著提升。2018年55-64岁、65岁以上人群两周就诊率分别为32.7%和42.6%，分别高于2013年的19.7%和26.4%。

2018年中国调查地区居民两周就诊率



数据来源：卫生统计年鉴，东吴证券研究所

中国调查地区55-64岁和65岁以上人群两周就诊率



数据来源：卫生统计年鉴，东吴证券研究所

- 50岁以上群体患眼科、骨科类疾病、心脑血管疾病、肿瘤的发病率都大大增加。以骨科为例，根据卫计委发布《2018中国卫生健康统计年鉴》显示，我国居民在14岁以下骨科类疾病发病率为2.8%，15-44岁的发病率为20.8%，而45岁以上的发病率则达到了76.4%。骨质疏松症更是中老年人最常见的骨骼疾病，60岁以上男性患病率10.7%，女性患病率为惊人的51.6%。

各年龄段高发疾病

20-30岁 传染病、皮肤病、生殖系统疾病

30-40岁 糖尿病

40-50岁 心血管疾病、乳腺及妇科疾病（乳腺癌、宫颈癌等）、胃肠道疾病（胃癌、结直肠癌）、肺癌

50岁以上 骨科类疾病、胃肠道疾病（萎缩性胃炎、肠息肉、慢性溃疡等）、心脑血管疾病

不同性别中老年人排名前四的高发重疾

男性高发重疾

女性高发重疾

40-59岁

恶性肿瘤50.1%、急性心肌梗塞18.2%、脑中风后遗症9.6%、严重冠心病5.4%

恶性肿瘤81.5%、脑中风后遗症4.2%、急性心肌梗塞2.5%、良性脑肿瘤2.5%

60岁以上

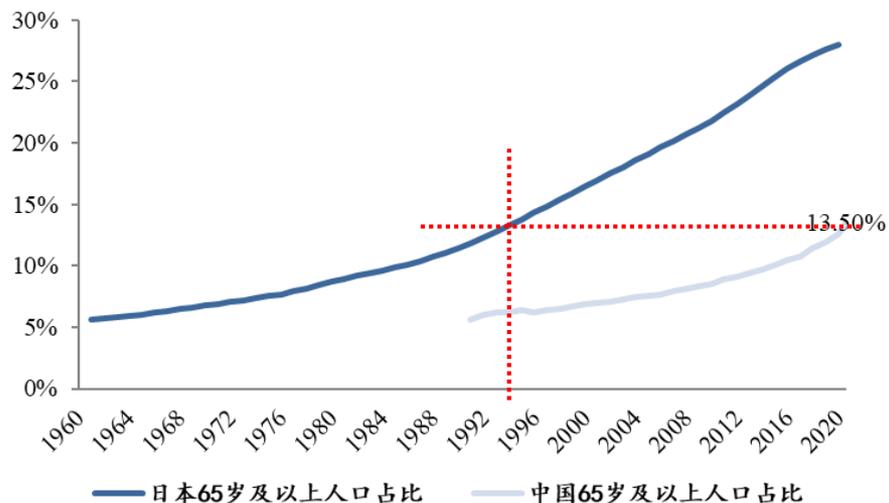
恶性肿瘤81.5%、脑中风后遗症9.6%、急性心肌梗塞8.1%、良性脑肿瘤2.5%

恶性肿瘤65.1%、脑中风后遗症9.6%、急性心肌梗塞8.1%、冠状动脉搭桥术3.1%

注：① 60岁以上男性恶性肿瘤主要包括肺癌、结直肠癌、胃癌、肝癌和食道癌；② 60岁以上女性恶性肿瘤主要包括肺癌、乳腺癌、结直肠癌、甲状腺癌和子宫颈癌；③ 高龄老人的高发重疾还有严重阿尔兹海默病，该病占比在85岁以上男性中可达20%左右，女性达30%左右。

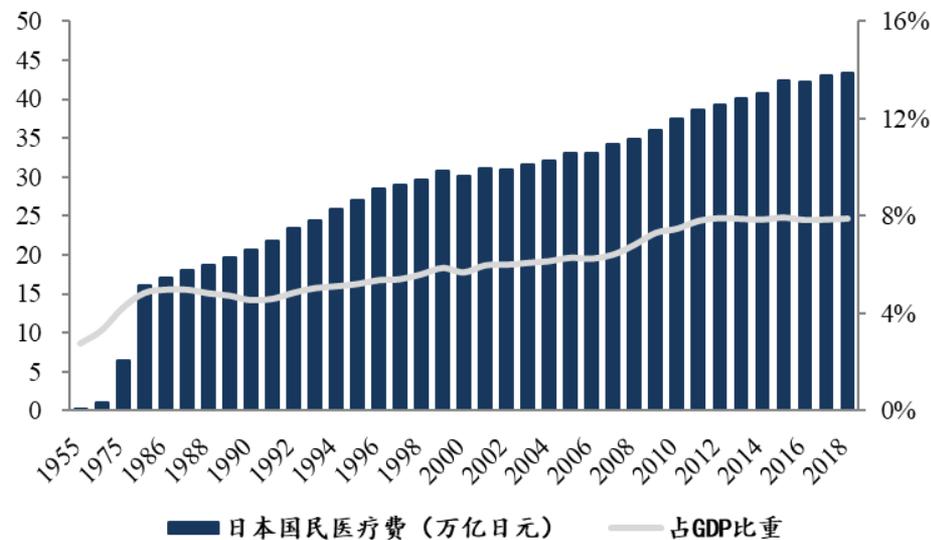
- 日本老龄化现象严重，截至2020年日本65岁以上人口占比为28.4%，中国65岁以上人口占比为13.5%，目前老龄化阶段处于日本1994年水平左右。
- 随老龄化现象加剧，日本国民医疗费用支出不断增长，2018年达到43.4万亿日元，占整个GDP约为7.9%。

中、日两国65岁以上人口占比对比



数据来源：wind、中国经济网，东吴证券研究所

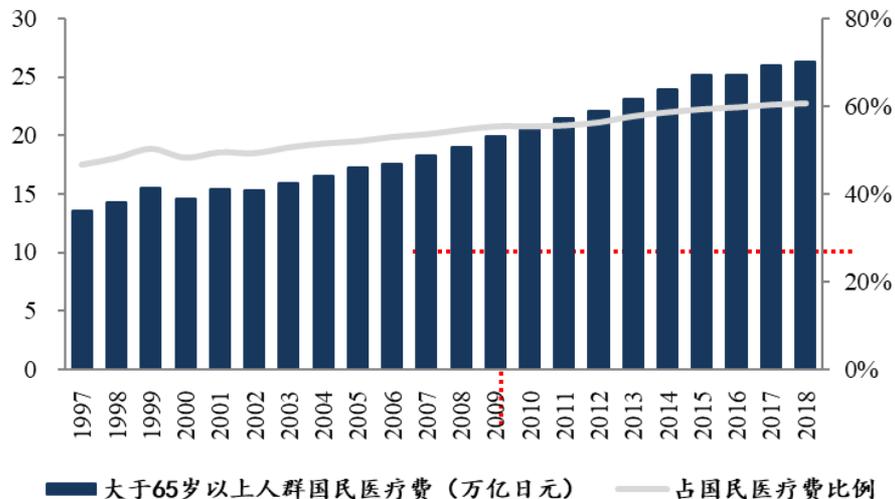
日本国民医疗费及占GDP比重



数据来源：Wind，东吴证券研究所

- 随着老年人数量增加，国民治疗费中的65岁以上老年人的费用逐年增长，从1997年的13.5万亿日元增长到2018年的26.3万亿日元，在整个国民治疗费中的比例也从1997年的46.7%增长至2018年的60.6%。
- 日本国民治疗费中，住院治疗费用保持相对稳定，2020年达到38.1%。

日本大于65岁以上人群国民医疗费及其占比



数据来源：wind，东吴证券研究所

日本国民医疗费中住院医疗费用占比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

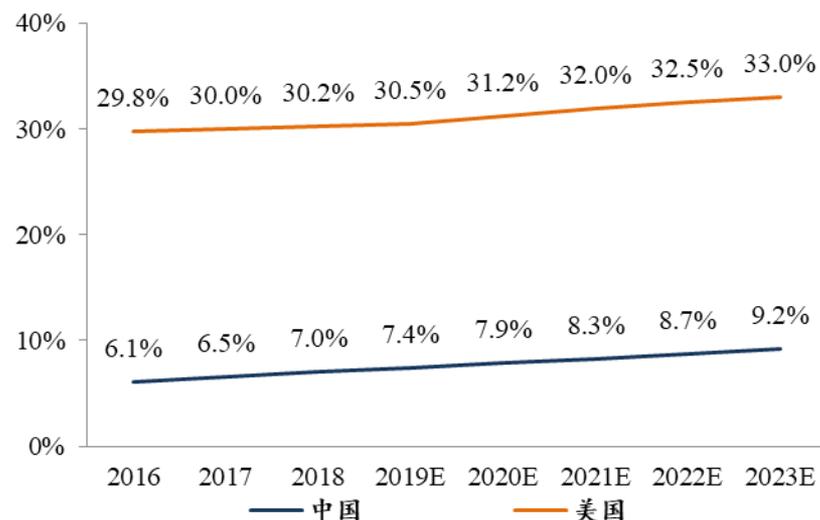
- 随着生活方式和环境变化，晚婚晚育趋势加剧和高龄妊娠比例上升等，我国不孕不育患病率逐年提升。根据弗若斯特沙利文数据，2018年中国约有4780万对不孕不育夫妇，预计此数量将于2023年将增至5030万对；同时育龄夫妇的不孕不育率也将从2018年的16.0%攀升至2023年18.2%。
- 中国辅助生殖市场渗透率较低，提升空间大。2018年中国辅助生殖服务渗透率仅为7%，远低于美国30.2%，未来随着人们对辅助生殖技术的认知加深、人均可支配收入提高、鼓励生育的政策放开等，中国辅助生殖的渗透率有望持续提升，辅助生殖市场有望持续扩容。

中国不孕率及不孕不育夫妇数量



数据来源：弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

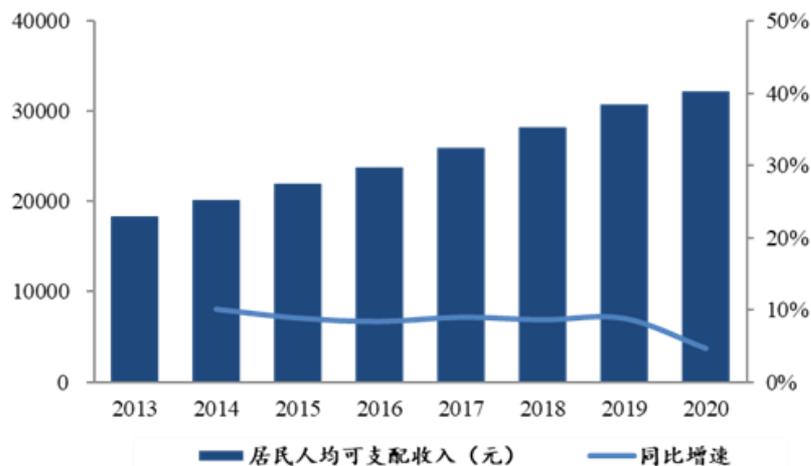
中国及美国辅助生殖服务渗透率



数据来源：弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

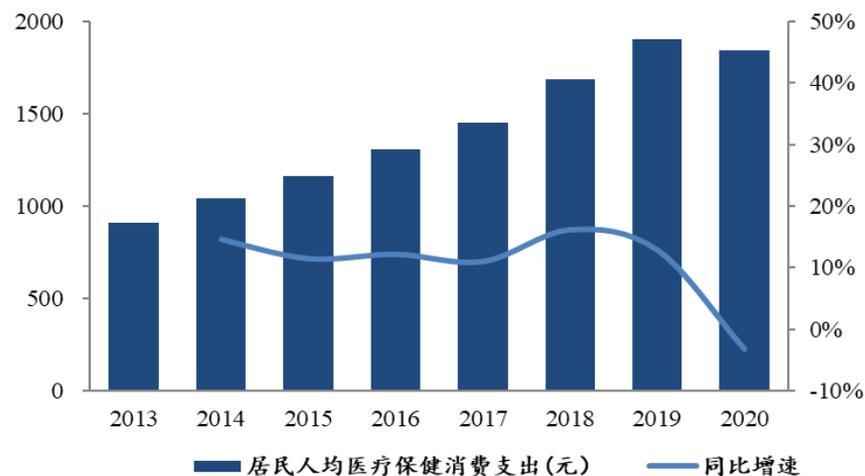
- 我国人均可支配收入水平持续提升，2020年达到3.2万元，2013-2020年复合增长率为8.4%。同时我国人均医疗保健支出也在稳健增长，2019年达到1902元，同比增长12.9%，2013-2019年复合增长率为13%。2020年受疫情影响略有下降。
- 伴随着支付能力增强和健康意识提升，医疗服务呈现消费升级态势，消费性医疗、私营高端医疗等可选医疗服务需求持续增长，也为民营医疗服务带来发展机遇。

我国居民人均可支配收入



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

我国居民人均医疗保健消费支出



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

二、政策利好：鼓励社会办医

- 2014年，国家卫计委发文切实将社会办医纳入区域卫生规划统筹考虑，持续提高社会办医的管理和质量水平。2015年，国务院发文进一步放宽社会办医准入，控制公立医院规模。此后国家多次出台政策，从准入条件、行政审批、投融资渠道、分级诊疗等多方面鼓励社会办医，多次强调鼓励社会办医、支持优质社会办医扩容。此外，2019年以来，国家政策强调支持社会办医深入各个专科医疗服务领域。

将社会办医纳入国家体系

- 2014年，《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。优先支持社会举办非营利性医疗机构，持续提高社会办医的管理和质量水平。
 - 放宽举办主体要求、服务领域要求、大型医用设备配置，完善配套支持政策，加快办理审批手续。
- 2014年，《关于非公立医疗机构医疗服务实行市场调节价有关问题的通知》
 - 非公立医疗机构医疗服务价格实行市场调节；
 - 营利性非公立医疗机构可自设服务项目；
 - 非营利性非公立医疗机构按照《全国医疗服务价格项目规范》设立服务项目。

从准入条件、行政审批、投融资渠道、分级诊疗等多方面鼓励社会办医

- 2015年，《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，清理规范医疗机构审批事项，减少运营审批限制，控制公立医院规模；
 - 拓宽投融资渠道，加强财政资金扶持，丰富筹资渠道，优化融资政策；
 - 促进资源流动和共享，推动医师多点执业，加强业务合作；
 - 优化发展环境，将社会办医纳入医保定点范围。
- 2017年，《关于支持社会力量提供多层次多样化医疗服务的意见》
 - 打造一大批较强服务竞争力的社会办医疗机构，形成若干具有影响力的特色健康服务产业集聚区，服务供给基本满足国内需求，逐步形成多层次多样化医疗服务新格局。
- 2018年，《关于进一步改革完善医疗机构、医师审批工作的通知》
 - 深化“简政放权、放管结合、优化服务”改革，二级及以下医疗机构设置审批与执业登记“两证合一”。
- 2019年，《中华人民共和国基本医疗卫生与健康促进法》
 - 鼓励社会力量举办医疗卫生机构，支持与规范公立与非公立医疗机构的合作，对基本医疗服务实行分级诊疗制度
- 2019年，《促进健康产业高质量发展行动纲要（2019-2022年）》
 - 支持优质社会办医扩容，支持符合条件的高水平民营医院跨区域办医
- 2021年，《关于深化“证照分离”改革进一步激发市场主体发展活力的通知》
 - 全面执行诊所备案制、三级以外医疗机构取消“设置医疗机构审批书”、诊所执业由许可管理转为备案管理、对社会办医大型医用设备许可建议审批等。

鼓励社会办医深入专科医疗服务领域

- 2019年，《加大力度推动社会领域公共服务补短板强弱项提质量促进形成强大国内市场的行动方案》
 - 支持社会力量深入专科医疗等细分服务领域，在眼科、骨科、口腔、妇产、儿科、肿瘤、精神、医疗美容等专科以及中医、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。
- 2019年，《关于深入推进医养结合发展的若干意见》
 - 鼓励社会力量举办医养结合机构，政府对社会办医养结合机构区域总量不作规划限制，按照“非禁即入”原则。
- 2021年，《关于加快推进康复医疗工作发展的意见》
 - 支持和引导社会力量举办规模化、连锁化康复医疗中心，增加提供康复医疗服务的医疗机构和床位数量。

- 2017年，国务院办公厅发布《关于支持社会力量提供多层次多样化医疗服务的意见》，进一步激发医疗领域社会投资活力，调动社会办医积极性，支持多种社会办医服务内容和模式。2019年再度提出，支持社会力量深入专科医疗等细分服务领域，在眼科、骨科、口腔、妇产、儿科、肿瘤、精神、医疗美容等专科以及中医、康复、护理、体检等领域，加快打造一批具有竞争力的品牌服务机构。

鼓励发展 全科医疗服务

发展社会力量举办、运营的高水平全科诊所，建立包括全科医生、护士等护理人员以及诊所管理人员在内的专业协作团队，为居民提供医疗、公共卫生、健康管理等签约服务。符合条件的社会办医疗机构提供的签约服务，在转诊、收付费、考核激励等方面与政府、消毒供应、血液净化、安宁疗护等专业机构，面向区域提供相关服务。办医疗机构提供的签约服务享有同等待遇。鼓励社会办全科诊所提供个性化签约服务，构建诊所、医院、商业保险机构深度合作关系，打造医疗联合体。

加快发展 专业化服务

积极支持社会力量深入专科医疗等细分服务领域，扩大服务有效供给，培育专业化优势。**在眼科、骨科、口腔、妇产、儿科、肿瘤、精神、医疗美容等专科以及康复、护理、体检等领域，加快打造一批具有竞争力的品牌服务机构。**鼓励投资者建立品牌化专科医疗集团、举办有专科优势的大型综合医院。支持社会力量举办独立设置的医学检验、病理诊断、医学影像

全面发展 中医药服务

充分发挥中医药独特优势，鼓励社会力量以名医、名药、名科、名术为服务核心，提供流程优化、质量上乘的中医医疗、养生保健、康复、养老、健康旅游等服务。**促进有实力的社会办中医诊所和门诊部（中医馆、国医堂）等机构做大做强，实现跨省市连锁经营、规模发展。**有条件的地方可相对集中设置只提供传统中医药服务的中医门诊部和中医诊所，打造中医药文化氛围浓郁的中医药服务区域，并推动从注重疾病治疗转向同时注重健康维护，发展治未病、康复等多元化服务。推进国家中医药健康旅游示范区、示范基地和示范项目建设。

有序发展 前沿医疗服务

鼓励有实力的社会办医疗机构瞄准医学前沿，组建优势学科团队，提供以先进医疗技术为特色的医疗服务。适应生命科学纵深发展、生物新技术广泛应用和融合创新的新趋势，稳妥有序推动精准医疗、个性化医疗等服务发展。推动经依法依规批准的新型个体化生物治疗产品标准化规范化应用。推广应用高性能医疗器械。持续推动成熟可靠的前沿医疗技术进入临床应用的转化机制建设。

积极发展 个性化就医服务

鼓励社会办医疗机构建立方便快捷的就医流程，营造舒适温馨的就医环境，为有需要的患者提供远程会诊、专人导医陪护、家庭病房等多种个性化的增值、辅助服务，全面提高服务品质。积极探索诊疗、护理、康复、心理关怀等连续整合的服务，进一步提升就医体验，多方位满足患者身心健康需要。

推动发展 多业态融合服务

促进医疗与养老融合，支持社会办医疗机构为老年人家庭提供签约医疗服务，建立健全与养老机构合作机制，**兴办医养结合机构。**促进医疗与旅游融合，发展健康旅游产业，以高端医疗、中医药服务、康复疗养、休闲养生为核心，丰富健康旅游产品，**培育健康旅游消费市场。**促进互联网与健康融合，发展智慧健康产业，促进云计算、大数据、移动互联网、物联网等信息技术与健康服务深度融合，**大力发展远程医疗服务体系。**促进体育与医疗融合，支持社会力量兴办以科学健身为核心的体医结合健康管理机构。

我国于1954年首次提出药品加成制度，允许医疗机构在零售药品时，可在批发价格基础上进行加成形成药品的零售价格，加剧了医疗行为的趋利性，形成了“以药养医”、“以药养院”的局面。

- 2009年推行“新医改”，提出药品零加成销售并逐步实施；
- 2012-2013年，零加成在更多县级医院实施；
- 2013-2014年，部分省级市级三级医院进行试点；
- 2017年，全国所有公立医院要在2017年9月30日前全面取消药品加成政策。

我国药品零加成发展历程

1950s-1980s

实行药品加成，医疗机构盈亏全由政府负担

1980s-2009

“新医改”严控药品价格，推行零加成

2009-至今

扩大零加成实行范围，全国公立三级医院以全面取消药品加成

我国药品零加成相关政策

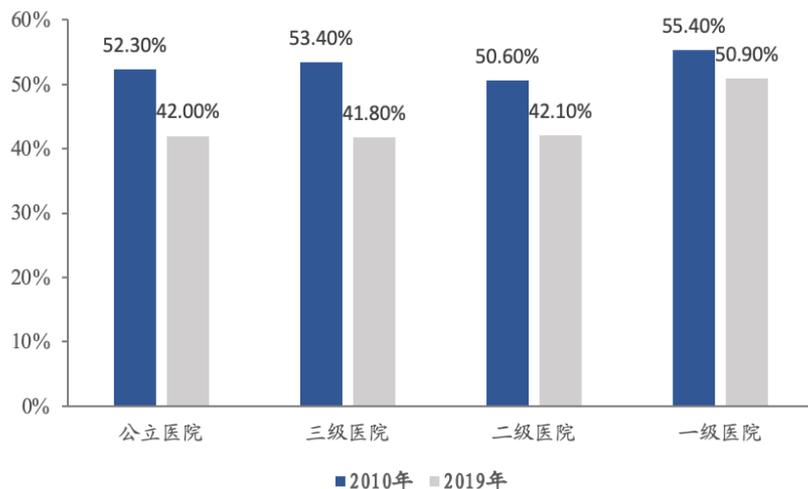
时间	颁布单位	文件名称	主要内容
2004年	发改委	《关于推进2004年经济体制改革意见》	探索实行医药收支两条线，逐步实行医药分开改革医药养医机制。
2006年	发改委等八部委	《关于进一步整顿药品和医疗服务市场价格秩序的意见》	明确规定县级以上公立医院在药品销售过程中的加价率不得超过15%。
2009年	国务院	《关于深化医药卫生体制改革的意见》	要求改革药品加成政策并逐步取消。
2010年	国务院办公厅	《医药卫生体制五项重点改革2010年度主要工作安排》	印发了公立医院医药分开的试点工作安排。
2012年	国务院	《“十二五”期间深化医药卫生体制改革规划暨实施方案的通知》	坚持公立医院公益性性质，按照“四个分开”的要求，以破除“以药补医”机制为关键环节，以县级医院为重点，推进药品供给、价格机制等方面的综合改革。
2015年	国务院办公厅	《关于全面推开县级公立医院综合改革的实施意见》	在全国所有县级公立医院，以管理制度、医保支付、价格机制等方面为重点，破除以药补医。
2017年	发改委	《关于全面深化价格机制改革的意见》	巩固取消药品加成成果，指出2017年9月30日前所有公立医院要全面取消药品加成政策。

数据来源：国务院，发改委，东吴证券研究所

数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

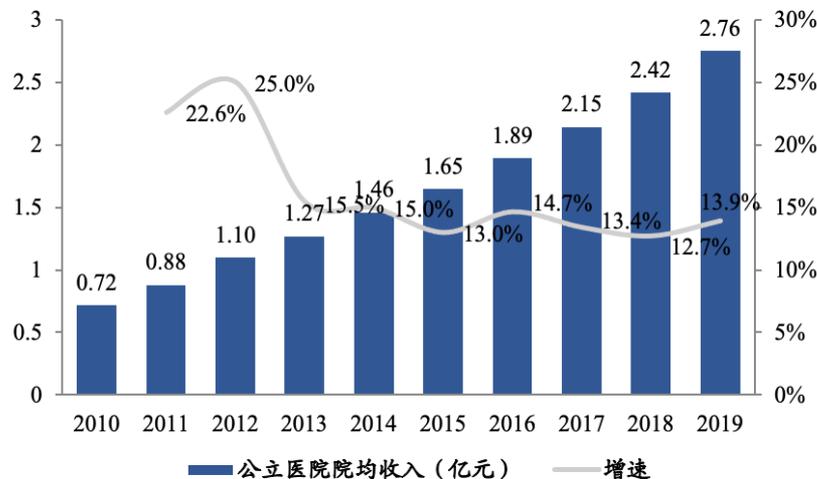
- 零加成政策促使医院收入结构发生显著变化，**药费占比持续下降**，公立医院门诊病人均药费占比由2010年的52.3%下降至2019年的42.0%，其中三级医院降幅最大，同比下降11.6pct；公立医院院均收入（公立医院总收入/其数量）于2013年起增速明显放缓，院均收入增速由2012年的25.0%降至2013年的15.45%。
- 以药养医机制破除，医院收入补偿机制主要有调整医疗服务价格、财政补助和医院内部消化等方式。**其中最**主要体现在医疗服务方面，如手术、康复、中医等体现医务人员劳动价值的项目价格提升，介入、麻醉、腔镜等技术含量较高的项目收费规范提高，以及先进前沿疗法项目带来的高附加值。同时，精细化运营效率成为医院管理的核心，并需通过设计合理的内部绩效考核体系，提升医务人员积极性和正向待遇。

门诊病人均药费占比



数据来源：中国卫生健康统计年鉴，东吴证券研究所

公立医院院均收入及增长情况



数据来源：中国卫生健康统计年鉴，东吴证券研究所

- 自2018年起，国家持续推进药品集中带量采购制度改革，从第一批“4+7”带量采购试点，到第五次全国集采，均实现了中标品种的大幅降价，促使药品价格回归合理水平。且高值医用耗材的带量采购也在逐步推进，促使高值耗材挤掉销售费用、合理使用。
- 当前国家带量采购已经进入常态化，大幅节省了医保费用，同时对医院精细化运营提出挑战。加强内部药品和耗材的管理，提升医务人员的积极性和正向待遇，设计合理的内部绩效考核体系等，成为医院运营亟需解决的难题。

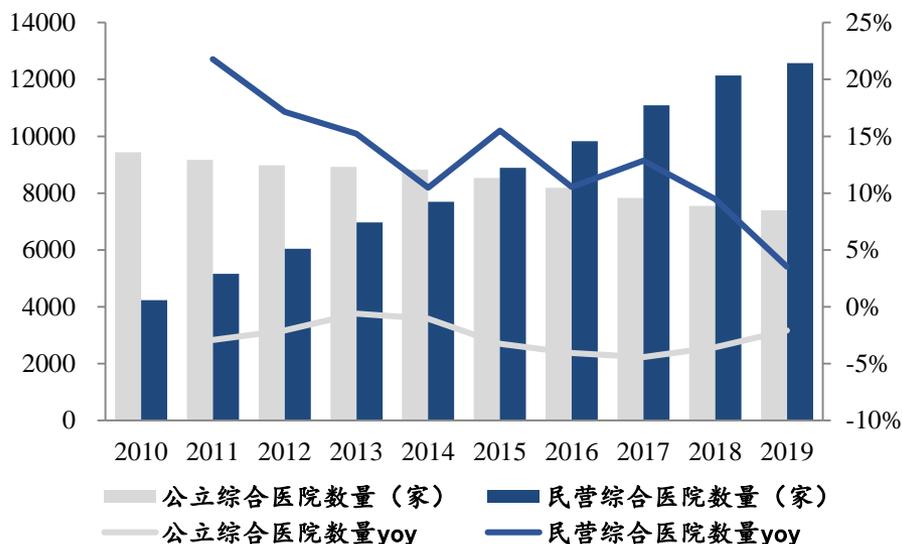
药品带量采购政策及结果梳理

时间	政策	覆盖范围	集采品种数量	降价情况
2018年11月	《4+7城市药品集中采购文件》	北京、天津、上海等11个城市	25个	平均降幅52%，最高降幅96%
2019年9月	《联盟地区药品集中采购文件》（4+7扩面）	山西、内蒙古、辽宁等25个省市	25个	与联盟地区2018年最低采购价相比，拟中选价平均降幅59%；与“4+7”试点中选价格水平相比，平均降幅25%。
2019年12月	《全国药品集中采购文件（GY-YD2019-2）》	全国集采	33个	平均降价幅度达到53%，最高降幅达到93%
2020年8月	《全国药品集中采购文件（GY-YD2020-1）》	全国集采	56个	55个通用名品种中标，平均降价幅度超过70%，最高降幅高达98.7%
2021年1月	《全国药品集中采购文件（GY-YD2021-1）》	全国集采	45个	平均降价52%，最高降幅近95%
2021年6月	《全国药品集中采购文件（GY-YD2021-2）》	全国集采	62个	平均降价幅度达56%，最高降幅达95%以上

数据来源：上海阳光采购网、国家卫健委等，东吴证券研究所

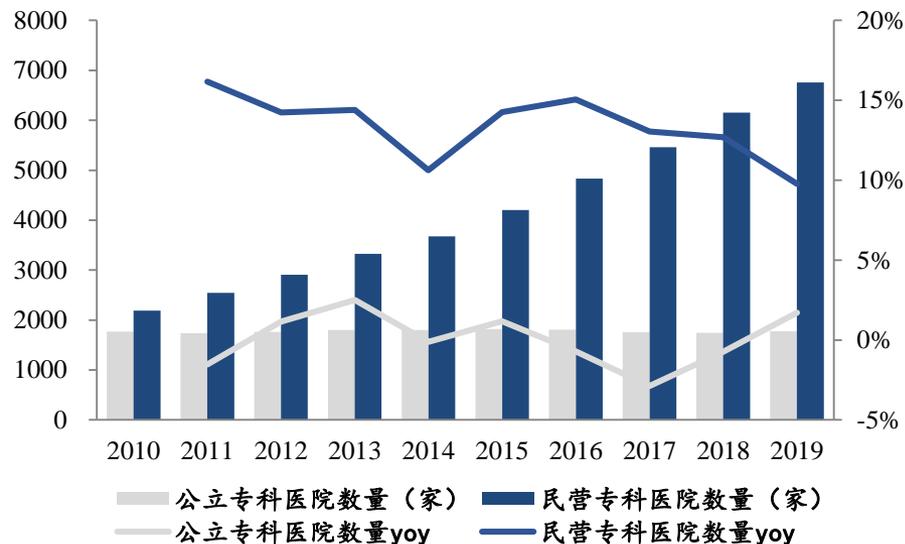
- 2019年公立综合医院数量7391家，2010-2019年复合增长率为-3%；2019年民营综合数量12572家，2010-2019年复合增长率为13%。数量和增速上，民营综合医院显著更高。
- 2019年公立专科医院数量1775家，2010-2019年复合增长率为0%；2019年民营专科医院数量为6756家，2010-2019年复合增长率为13%。数量和增速上，民营综合医院显著更高。

公立综合与民营综合医院数量及增长情况



数据来源：中国卫生健康统计年鉴，，东吴证券研究所

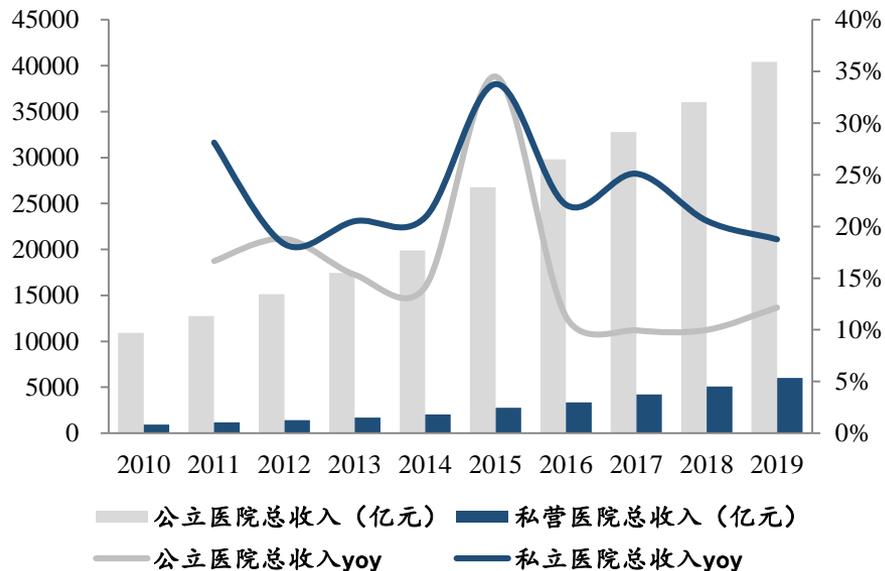
公立专科与民营专科医院数量及增长情况



数据来源：中国卫生健康统计年鉴，，东吴证券研究所

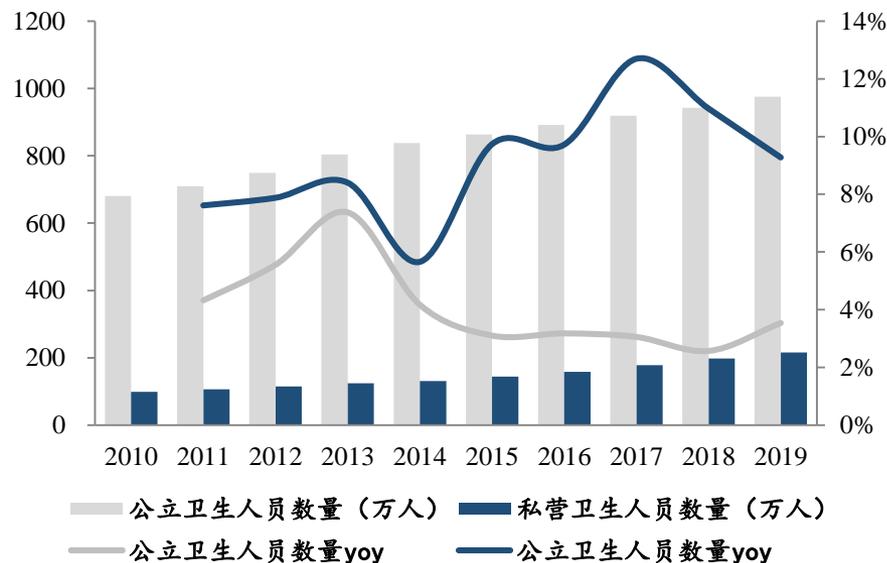
- 2019年公立医院总收入为40426亿元，2010-2019年复合增长率为15.7%；2019年私营医院总收入为6016亿元，2010-2019年复合增长率为23.0%，增速明显高于公立医院。
- 2019年公立医院卫生人员总数为975万人，2010-2019年复合增长率为4.1%；2019年私营医院卫生人员总数为216万人，2010-2019年复合增长率为9.1%，增速明显高于公立医院。

公立和私营医院年总收入及增长情况



数据来源：中国卫生健康统计年鉴，东吴证券研究所

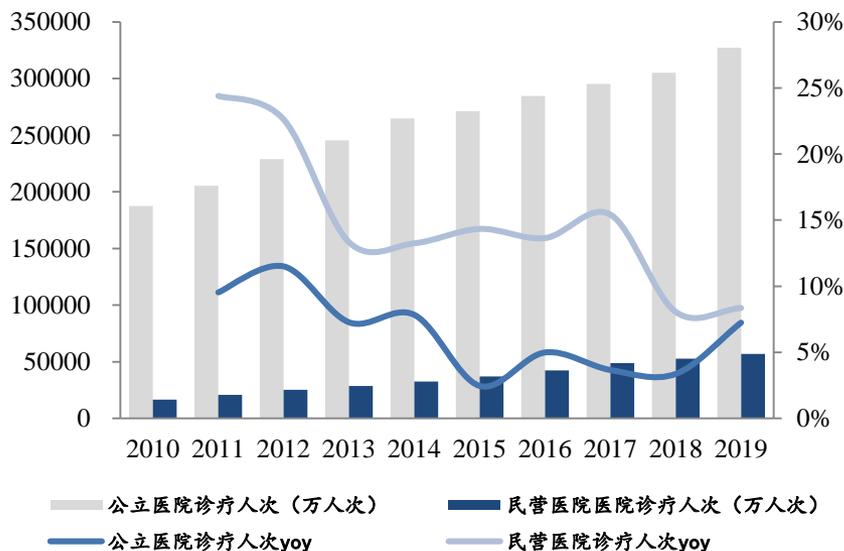
公立和私营医院历年卫生人员数量及增长情况



数据来源：中国卫生健康统计年鉴，东吴证券研究所

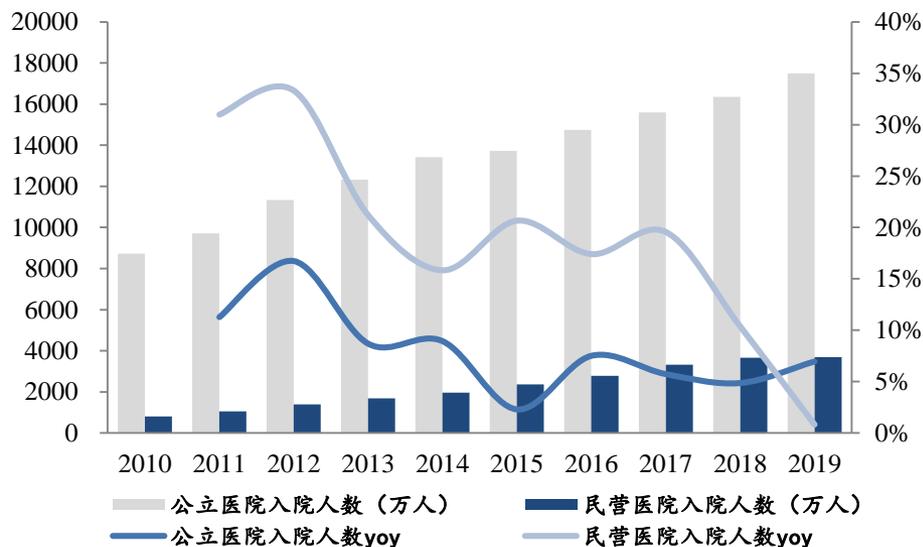
- 2019年公立医院总诊疗人次为32.7亿人次，2010-2019年复合增长率为6.4%；2019年民营医院总诊疗人次为5.7亿人次，2010-2019年复合增长率为14.7%，增速明显高于公立医院。
- 2019年公立医院入院人次为1.75亿人次，2010-2019年复合增长率为8%；2019年民营医院入院人次为3700万人次，2010-2019年复合增长率为18.5%，增速明显高于公立医院。

公立医院和民营医院诊疗人次及增长情况



数据来源：中国卫生健康统计年鉴，东吴证券研究所

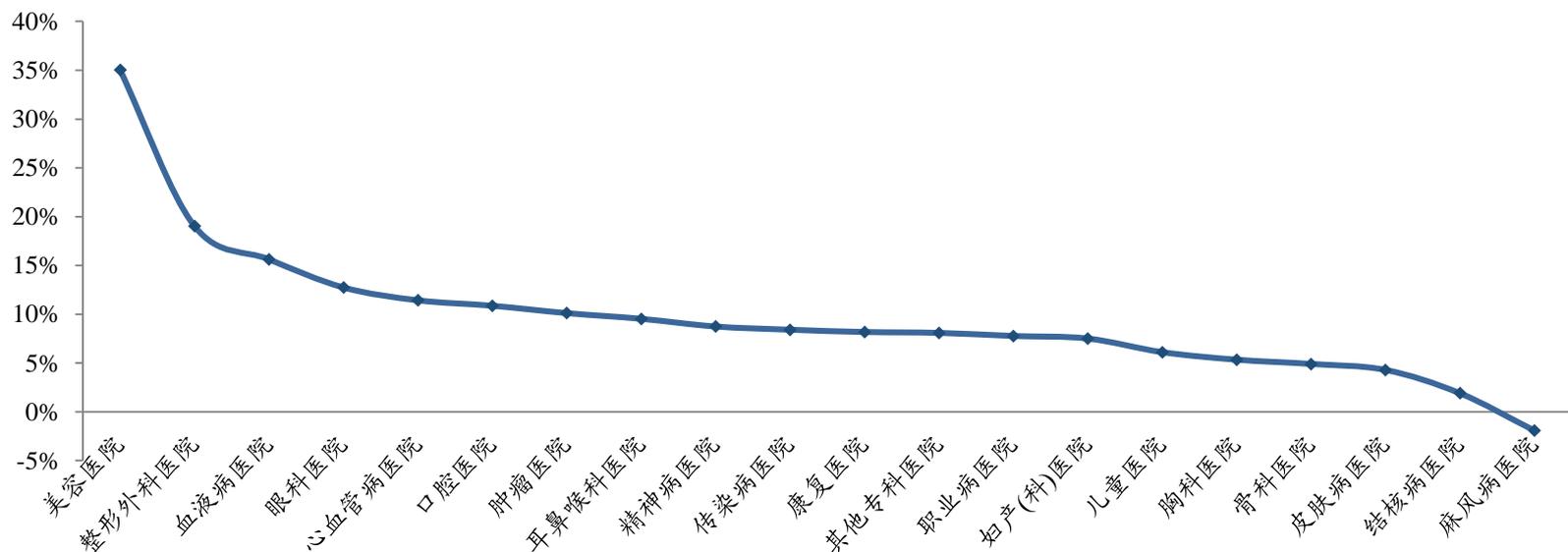
公立医院和民营医院入院人次及增长情况



数据来源：中国卫生健康统计年鉴，东吴证券研究所

- 近年来，美容整形、心血管病科、血液病、肿瘤科、眼科、骨科、口腔医院等诊疗人数增长明显，随着人口老龄化的加剧，我们认为未来口腔、眼科、肿瘤、骨科、心脑血管等专科有望持续受益；随着晚婚晚育趋势和出生率的下降，我们认为辅助生殖等需求释放，行业持续扩容。

各类专科医院诊疗人次复合增长率(2013-2019年)



数据来源：《中国卫生健康统计年鉴》，东吴证券研究所

三、社会办医模式：综合+专科连锁并行

➤ 综合性医院发展路径不同：信邦制药模式；国际医学模式；

综合医院相关上市公司对比

公司	市值(亿元)	2020年收入(亿元)	2020年归母净利润(亿元)	2021年归母净利润预测(亿元)	2021年PE	管理医院数量(截至2020年年报)
信邦制药	185	58.5	1.7	2.8	66	7家
国际医学	328	15.1	0.5	0.5	729	3家

专科连锁医院必要条件：

1、医生依赖程度低、设备依赖程度高；2、公立医药重视程度低，眼科、体检等；3、公立医院很强，但产能有限，肿瘤放疗、康复医院等；4、个性化医疗，高端性；

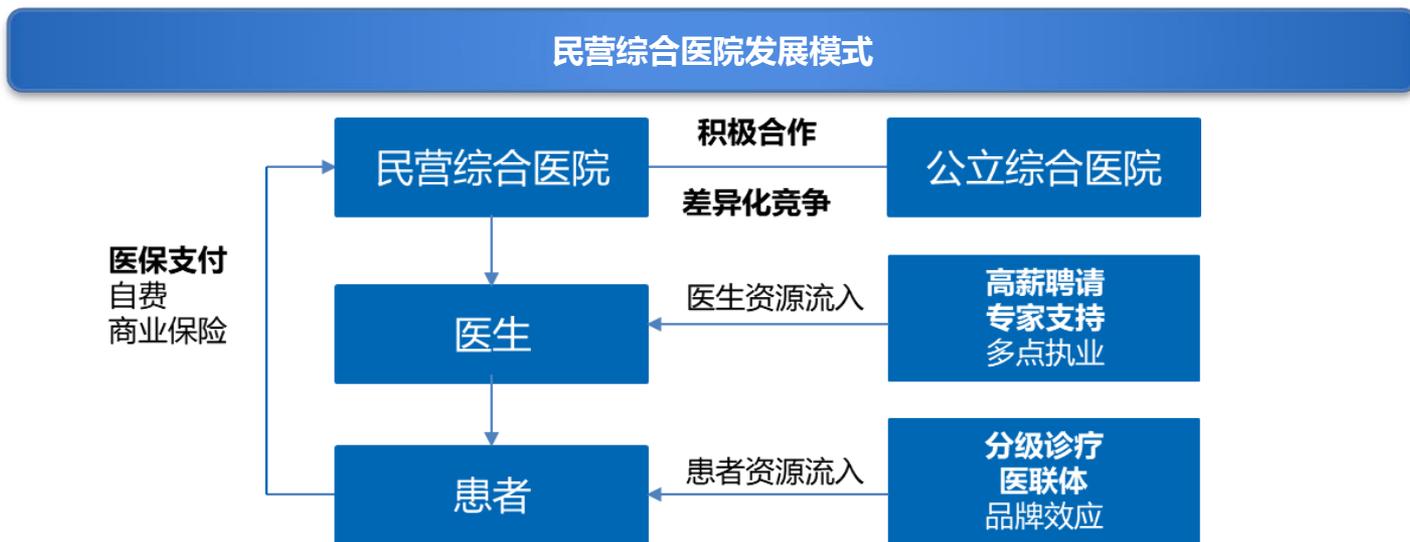
专科连锁医院相关上市公司对比

公司	市值(亿元)	2020年收入(亿元)	2020年归母净利润(亿元)	2021年归母净利润预测(亿元)	2021年PE	管理医院数量(截至2020年年报)
爱尔眼科	3520	119.2	17.2	23.6	149	境内医院146家， 门诊部88家
海吉亚医疗	578(港币)	14	1.7	3.9	124	10家
锦欣生殖	408(港币)	14.3	2.5	3.7	92	6家

数据来源：wind、各公司公告、东吴证券研究所

注：爱尔眼科、信邦制药为内部预测，国际医学、海吉亚医疗、锦欣生殖为wind一致预期，预测时间为2021年7月18日

- 综合医院为患者提供多学科的医疗服务。相对于公立医院，民营综合医院在项目投资与服务方面可选择错位互补，实现与公立医院的合作与差异化竞争。合作模式如医联体、第三方服务、专家支持、学科共建、远程医疗合作等，建立特色专科是差异化重要部分。相对于专科医院，民营综合医院学科门类多、发展速度与规模不一，采取品牌学科建立策略有助整体发展。
- 优质医生是必要条件：高薪聘请公立医院退休医生；公立医院医生跳槽；公立医院医生多点执业；公立医院专家支持；与医科院校合作储备人才，自行培养人才梯队。
- 合作模式带来更多患者：（1）分级诊疗、医联体：区域内大型三甲医院牵头，联合二级以下医院，形成上下联动、分级诊疗、双向转诊，公立医院患者可分流至民营医院；（2）形成大型综合医院品牌效应与特色专科，吸引部分患者。
- 支付方式：医保支付是主要方式，医保定点资格解决民营综合医院患者支付顾虑，民营综合医院医保定点范围增多，且同级别医院报销比例与公立医院一致。另外，部分综合医院同商业保险公司寻找合作模式，补充患者支付方式。
- 相较于专科医院，民营综合医院对资源要求程度更高，管理难度更大，前期重资产投入，盈利周期长，可复制性低。



资料来源：东吴证券研究所整理

- 建立错位发展理念，以重点学科带动整体发展
- 民营综合医院可研究本地同级别医院的薄弱学科和不足之处，充分考虑和同级医院的互补与错位发展，形成自身优势的同时与同级其他类型医院共同为社会服务，谋求共同发展。
- 公立医院定位是基本医疗服务，民营综合医院可以在开展基本医疗服务的基础上错位发展，挖掘患者深度需求，结合地区实际开展VIP服务、高级产院、高端体检服务、健康管理延伸服务等。
- 参考政府公布的疾病流行病学数据、根据周边医院的技术水平和人才情况确定重点发展学科。对全院学科实行统筹规划，打造出新的重点学科，以重点学科带动民营综合医院整体发展。

建立品牌重点学科方法

学科的规模达到或者超过同行业的水平

规模

学科的设备条件设备设施的先进性处于一流水平

硬件

学科的技术水平处于领先水平

技术



优质医生来源

- 掌握优质的医生资源是民营医院竞争的核心，在政策不断鼓励社会化办医的基础上，允许在职医生多点执业、民营医院卫生技术人员在职称申报、评审方面与公立医疗机构卫生专业技术人员享有同等待遇等政策打破优质医生外流的障碍。
- 零加成和带量采购等政策推进，在薪酬改革推进的短时间内，医生收入水平面临下降，优质医生在收入驱使下可能外流至民营医院。
- 军改的推进让民营医院获得大量优质医生资源。



患者来源

- 同公立医院的合作可拓宽民营医院的患者来源。医联体模式促使患者分流；专科联盟使得民营医院品牌扩增，市场辐射延伸；第三方服务使民营医院资源充分利用，专家支持及学科共建模式提升民营医院口碑和服务能力。
- 医疗资源失使患者拓展就医渠道，而具有较高医疗水平和服务能力的民营医院将获得稳定增加的患者。
- 互联网医院模式带来更多获客可能。通过同医院、相关APP合作，获取患者流量，对综合医院进行引流。未来各层级医院可能会自发开办互联网医院，互联网医疗公司、医疗平台也会抢夺好的三甲资源。在信息较快传播的互联网时代，高水平民营综合医院或获得更多患者资源。

表：国际医学中心部分专家团队

专家	原职务	现职务
王海昌	西京医院、唐都医院心内科原主任	中心医院心脏病医院院长
吴昌归	西京医院呼吸内科原主任	中心医院胸科医院院长
朱运奎	原兰州军区总医院呼吸内科主任	中心医院胸科医院副院长
高国栋	唐都医院脑科医院原院长	中心医院脑科医院院长
梁英民	唐都医院血液科原主任	中心医院血液病医院院长
徐丽婷	原兰州军区总医院药学部主任	中心医院药学部主任

综合医院发展到较大规模后，业务或将从医疗板块向全生命周期健康服务拓展，以国际医学为例，集团化管理、分院区运营、医教研一体、上下游协同的健康服务平台是民营大型综合医院的未来发展方向。

民营大型综合医院运营模式



健康板块

- 健康管理中心
- 医养康复中心
- 康养社区

科研板块

- 院士工作站
- 生命科学研究院

医疗板块

- 医学中心医院
- 国际医学中心
- 生殖医学中心
- 中医医院
- 老年病医院
- 妇儿专科医院
- 医学美容中心
- 社区卫生中心

教学板块

- 医学院
- 护理学院
- 国医规培中心

互联网+板块

- 健康云平台
- 互联网医院

集团化管理

分院区运营

医教研一体

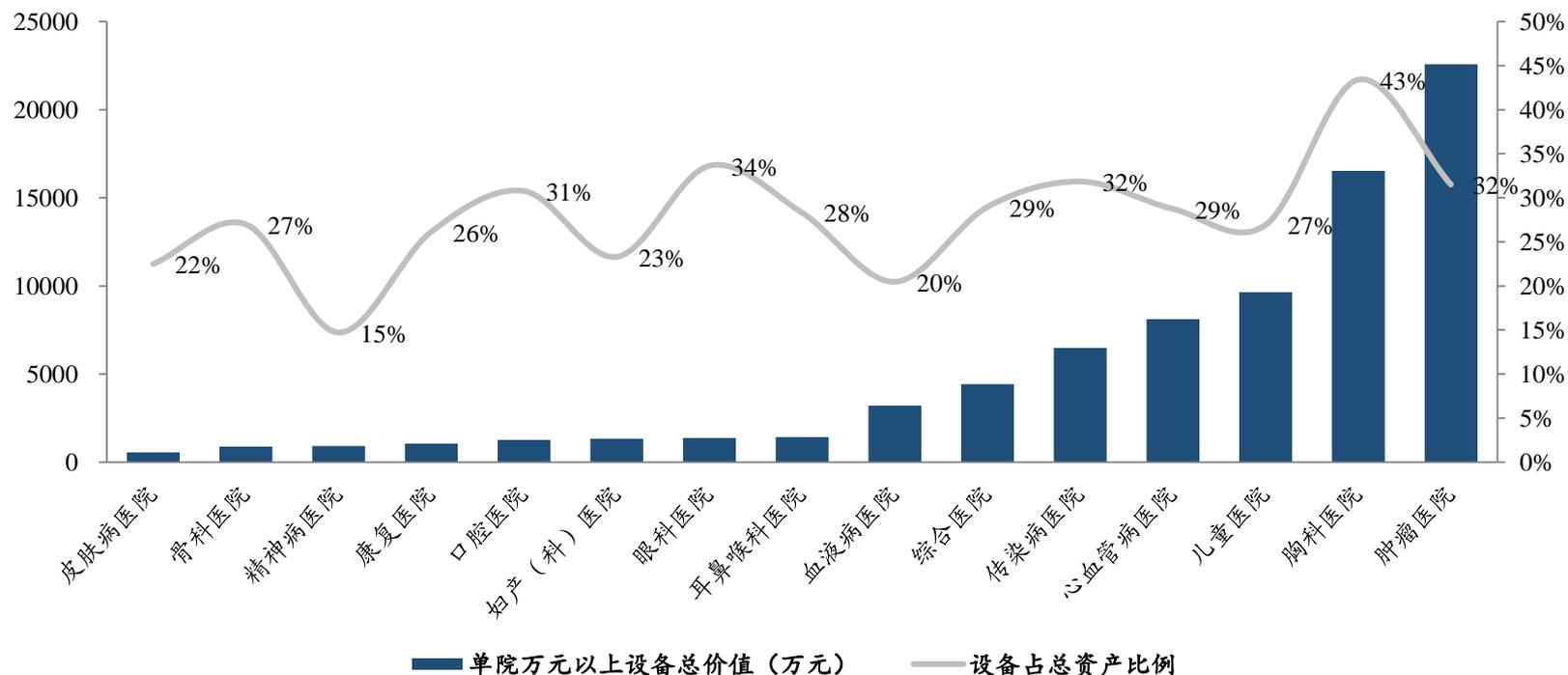
上下游协同

网络化合作

专科连锁医院必要条件：设备依赖程度较高

- 医疗设备是医院必要的初始投入固定资产，设备投入低会导致行业进入门槛较低，市场竞争过于分散和激烈；过高的设备投入又会导致进入和退出成本较高。因此例如骨科、康复、口腔、眼科、心血管、肿瘤等专科医院的万元以上设备价值占总资产的比例在25%-34%，属于设备依赖程度较高、且容易扩张的专科医院领域。

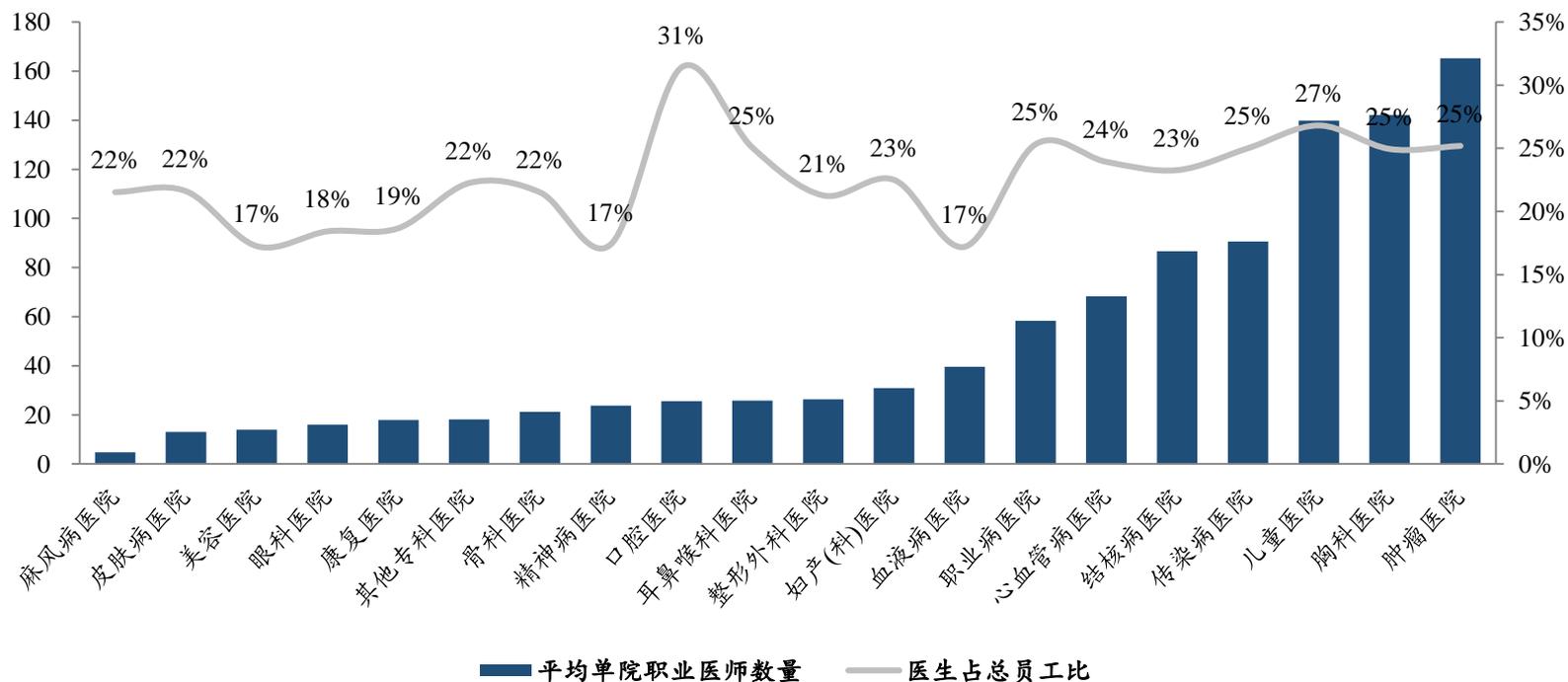
2019年各专科医院平均单院万元以上设备价值（万元）与占总资产比例



专科连锁医院必要条件：医生依赖程度较低

- 医疗服务行业的本质是服务，医生人才是决定连锁扩张速度和规模的核心因素。对医生依赖程度低的专科医院更有利于快速扩张，形成规模优势。从执业医师数量占单院总员工数量的比例来看，口腔医院对医生程度最高，口腔医生的技艺和口碑容易形成患者粘性。医疗美容、眼科、康复对于医生的依赖程度相对低。

2019年各专科医院平均单院执业医师数量（人）及占总员工数的比例

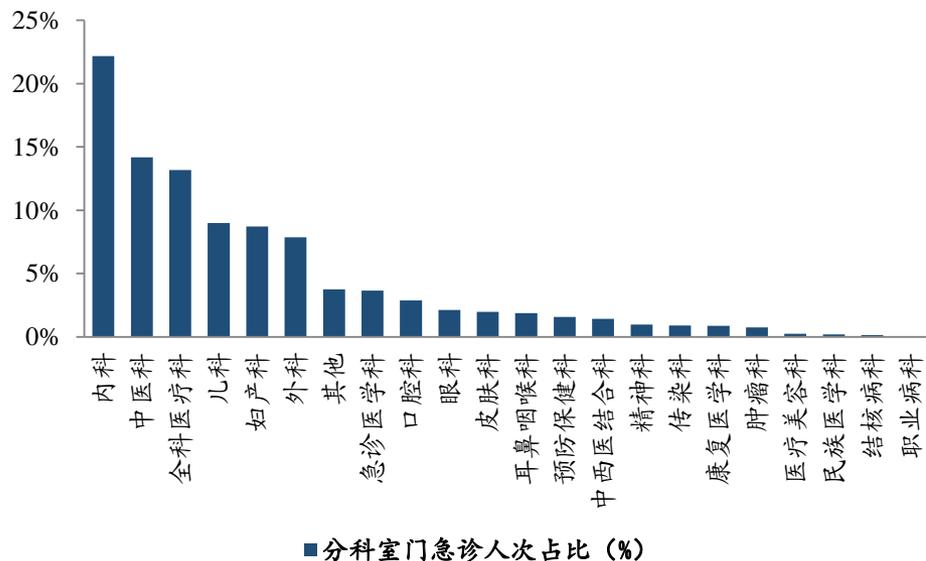


数据来源：2020年中国卫生健康统计年鉴、东吴证券研究所

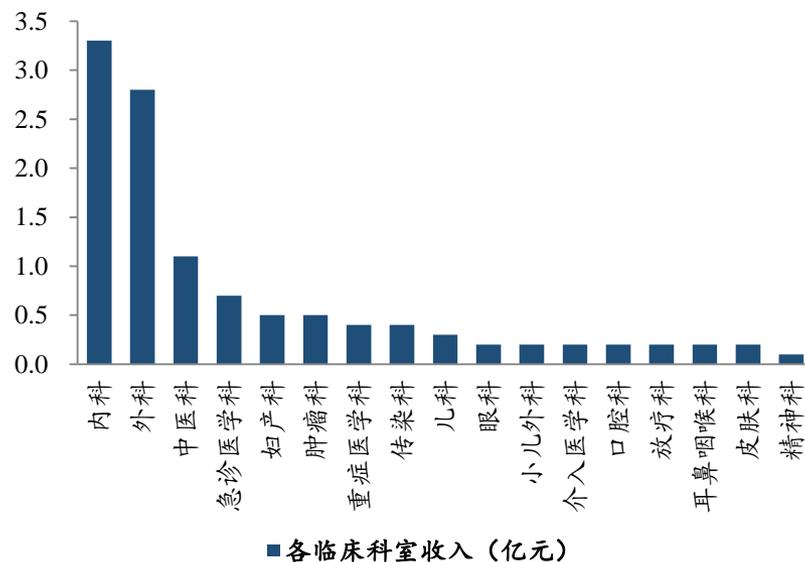
专科连锁医院必要条件：公立医院重视程度较低

- 公立综合医院科室众多，又具备“公益性”特点，从各个临床科室的就诊人次和临床科室收入来看，内科、外科、中医科、急诊科、妇产科、肿瘤科等是公立综合医院的创收大科室，也有更多的医生和设备等资源配置；而眼科、口腔科、放疗科、康复科、皮肤科等科室的规模普遍偏小，在公立综合医院的受重视程度也相对较低，但适合专科医院连锁发展。

2019年医疗卫生机构分科门急诊人次占比



2015年公立三级综合医院各个临床科室收入 (亿元)

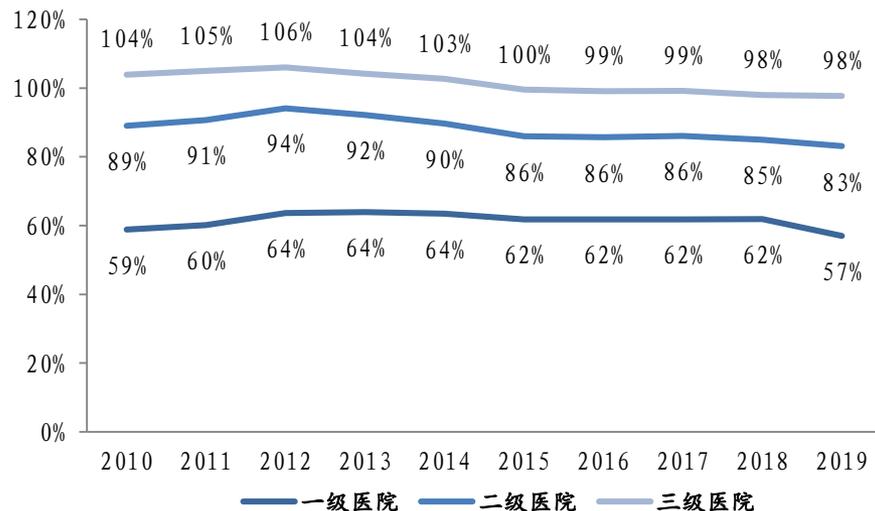


数据来源：2020年中国卫生健康统计年鉴，HIA《中国首部公立医院成本报告》、东吴证券研究所

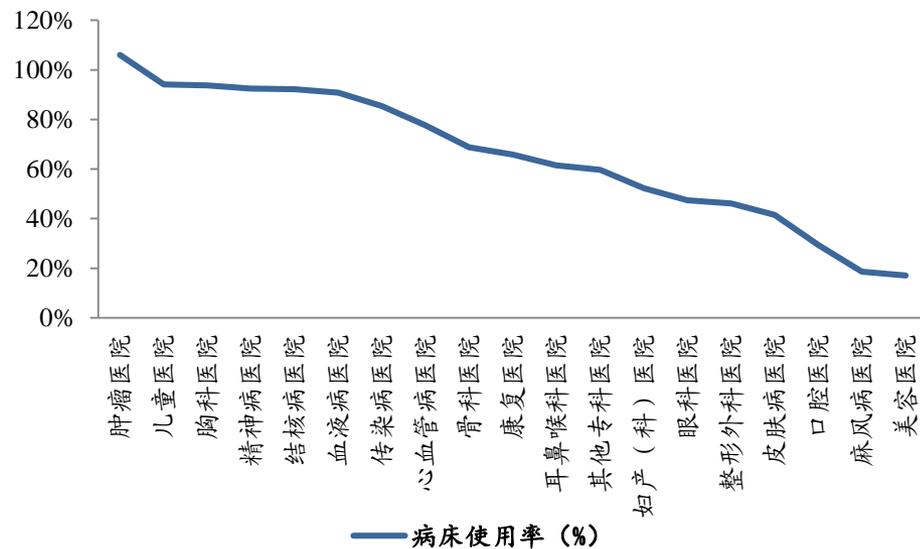
专科连锁医院必要条件：公立医院产能有限

- 由于医疗资源的供需不均衡，导致三级医院几乎满负荷运作，尤其如肿瘤科。专科医院的病床使用率也高达106%。医疗需求巨大，但公立医院产能有限。

各级医院病床使用率



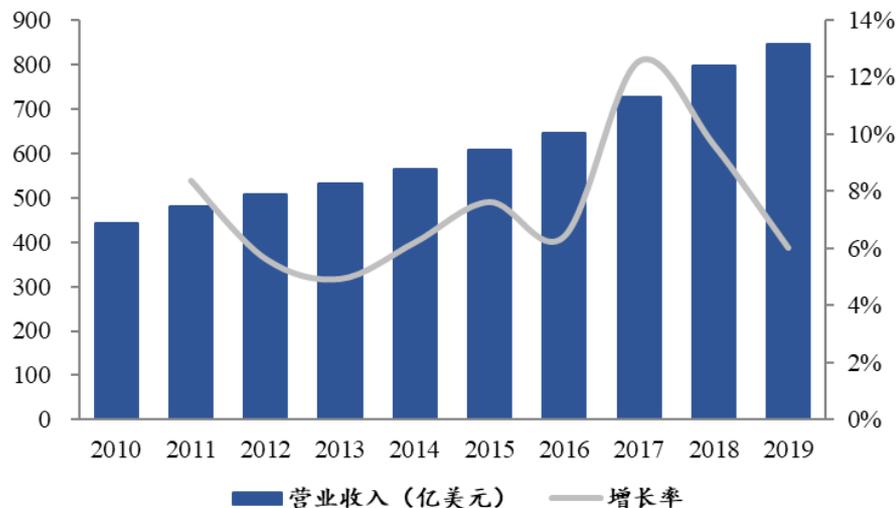
2019年各专科医院病床使用率情况



数据来源：2020年中国卫生健康统计年鉴，HIA《中国首部公立医院成本报告》、东吴证券研究所

- 凯撒医疗集团总部位于美国加州奥克兰市，成立于1945年。是美国最大的健康维护组织（HMO）。截至2019年，公司营业收入已达845亿美元，净利润约27亿美元；会员数量在2019年增加了81000名。现会员总数为1220万，医生23000名。
- 凯撒医疗集团通过收取固定会费，预付给医疗服务提供方，为会员提供全周期、一站式的综合卫生保健服务，并注重对公众健康产生的实际效用和价值，是一种自负盈亏的整合型医疗服务模式。

凯撒医疗集团营业收入及增速



凯撒医疗集团会员及员工情况

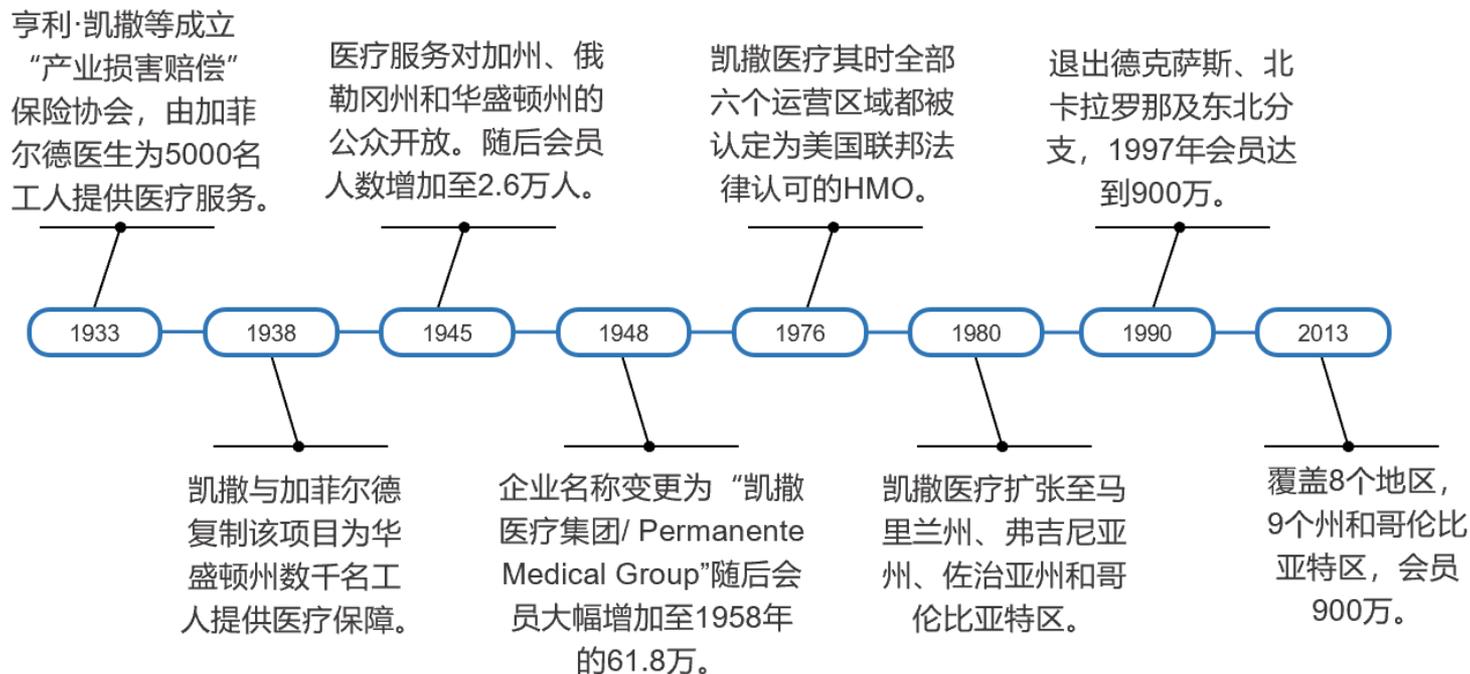
	1945	2019		
医院	1家	39家	↗	39倍
用户	2.6万人	1220万人	↗	469倍
医生	26人	23000人	↗	885倍
员工	210人	21.7万人	↗	1033倍

数据来源：凯撒医疗集团官网，东吴证券研究所

数据来源：凯撒医疗集团官网，东吴证券研究所

- 凯撒医疗集团最初仅向凯撒工业集团工人提供医疗保险服务，后逐步向公众开放，经过多年发展，凯撒医疗集团已成为美国最大的HMO集团。

凯撒医疗集团发展历程梳理

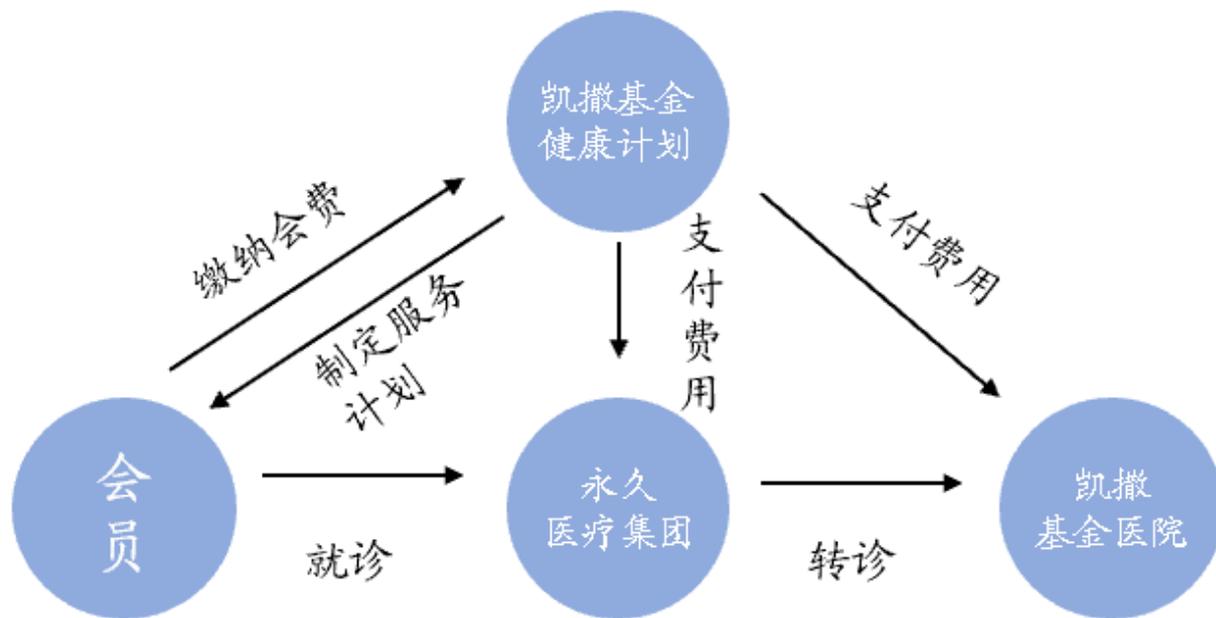


数据来源：凯撒医疗集团官网，东吴证券研究所

凯撒医疗集团由三个实体采取闭环一体化方式管理运作。

- 凯撒基金健康计划：担任保险方和支付方的角色，对集团财务进行统一管理，为会员提供不同的医疗保险服务，基本医疗服务、专科医疗服务等在内的综合性医疗服务计划。
- 永久医疗集团：由医生和医生团队组成，为会员提供家庭医生服务。
- 凯撒基金医院：负责诊治疑难杂症，并通过与社区医院合作，为会员提供基本医疗服务。

凯撒医疗集团管理运营模式



- 凯撒集团一体化管理模式的关键在于预付款制度、分级诊疗制度、健康管理以及信息系统的建立。

制度	主要内容
预付款制度	凯撒基金健康计划预付给永久医疗集团和凯撒基金医院一定比例的资金，提高了医院方节省资金的动力。激励医疗机构及医生由“以治病为中心”转向“以健康管理为中心”。
分级诊疗制度	家庭医生判断会员病情，医疗诊所提基础疾病诊治，当会员病情超过家庭医生诊治范围时，由专科医生诊治，若需住院治疗，则由专科医生将其转诊至凯撒基金医院。分级诊疗制度有利于合理配置医疗资源。
健康管理	医院和医生收入与健康管理结果挂钩，凯撒医疗集团把会员的健康管理作为控费的关键因素，强调预防为主，通过提供预防接种、健康教育、健康体检、疾病风险评估等多元化服务，对会员进行综合性健康管理。
高效信息系统	通过医疗信息系统，医院和医生能对会员进行精细化健康管理，并使全科医生和专科医生之间的合作更加高效。通过数据库医务人员能有效避免重复的询问和检查，提高效率和针对性，而且能有效减少会员实地到访医院从而降低医疗费用。
闭环管理系统	集团采用会员制，医疗服务方一般不会为非会员提供医疗服务，凯撒基金也不会和其他医疗服务机构直接联系。三个实体之间紧密联系，利益共享。

四、相关投资标的梳理

国内外医疗服务公司对比

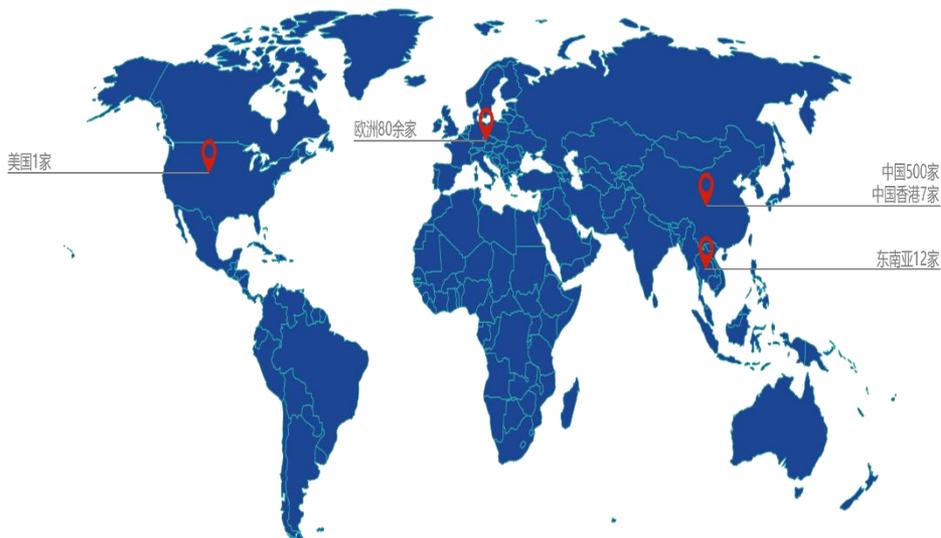
成立年份	2020年营收 (亿元)	2020年净利润 (亿元)	2020年毛利率 (%)	2020年员工 人数	当前总市值 (亿元)	
国内公司						
爱尔眼科	2003	119.12	18.77	51.03	22808	3590.89
通策医疗	1995	20.88	5.45	45.17	4118	1215.80
美年健康	1991	78.15	6.45	37.05	34950	328.41
海吉亚医疗	2009	14.03	1.70	34.25	2989	571 (港币)
锦欣生殖	2003	14.26	2.60	39.67	1421	407 (港币)
国际医学	1996	16.07	0.35	-9.21	6737	338.20
三星医疗	2007	70.93	9.61	28.74	5840	235.86
信邦制药	1995	58.46	2.21	21.42	5778	187.52
盈康生命	1998	6.61	1.29	33.70	1360	132.54
国外公司						
HCA	1968	515.33亿美元	37.54亿美元	37.32	275000	724.80亿美元
Tenet	1975	176.40亿美元	3.99亿美元	35.33	110000	71.15亿美元
CHS	1985	117.89亿美元	5.11亿美元	37.45	70000	18.75亿美元
Fresenius	1912	362.77亿欧元	17.07亿欧元	28.44	305706	249.42亿欧元

数据来源：wind，Capital IQ，各公司年报，东吴证券研究所。注：各公司选取2020年年报数据，股价截至2021年7月19日

“三级连锁”发展模式，全球化业务布局

- **三级连锁模式**：把以上海爱尔为例的临床及科研能力最强的中心城市连锁医院作为一级医院，定位为技术中心和疑难眼病患者的会诊中心；把具有一定规模和较强临床能力、位于省会城市的连锁医院作为二级医院，定位为着力开展全眼科服务、代表省级水平的疑难眼病会诊中心；把建立在地市级城市的医院作为三级医院，侧重于眼视光及常见眼科疾病的诊疗服务。
- 通过上级医院对下级医院进行技术支持，下级医院的疑难患者可以得到集团专家会诊或转诊到上级医院帮助，该分级模式帮助爱尔眼科实现了资源配置的最优化和患者就诊的便利化。
- **全球化布局**：爱尔眼科在中国内地、欧洲、东南亚拥有3家上市公司(中国深圳：爱尔眼科，300015;西班牙：CBAV;新加坡：40T)，在全球具有重要影响力，旗下眼科医院及中心数量达600余家，其中中国内地500余家、中国香港7家、美国1家、欧洲80余家，东南亚12家，中国内地年门诊量超1000万人次。

爱尔眼科全球布局情况



数据来源：爱尔眼科官网，东吴证券研究所整理

“三级连锁”模式



数据来源：公司年报，东吴证券研究所整理

投资逻辑

- 1) 我国是全球眼病患者最多的国家，根据灼识咨询数据，2015-2019年，眼科医疗市场从507亿元增长至1037亿元，年复合增长率达19.6%，预计2020年至2025年保持17.5%的复合增速快速增长。爱尔眼科是眼科医疗服务赛道上的龙头企业，以总收入计算的市占率约10%，发展潜力巨大。
- 2) 公司坚持分级连锁发展模式，实现上下级医院的分工配合与互相协助，并向基层渗透，解决中国眼科医疗资源分布不均的痛点，实现了资源配置的最优化和患者就诊的便利化。公司体外产业基金孵化优质资产，扩张并购稳步推进，在全球范围内累计网点达600余家，覆盖中国、欧美以及东南亚，具备全球影响力。
- 3) 随着医院网络不断扩大升级，公司品牌影响力和规模效应显著，并通过加大科技创新力度、提升科研学术能力等，加强全球竞争力与龙头地位，实现长期稳健增长。

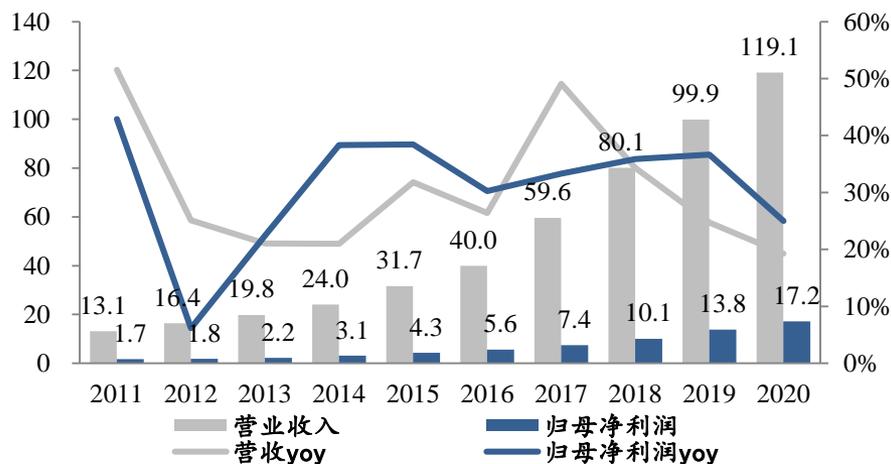
盈利预测与投资评级

- 我们预计 2021-2023 年公司营业收入分别为151.54亿元、193.12亿元、243.64亿元，归母净利润分别为 23.58亿元、30.14亿元、39.59亿元，对应当前市值的估值分别为 152倍、119倍、91倍。维持“买入”评级。

风险提示

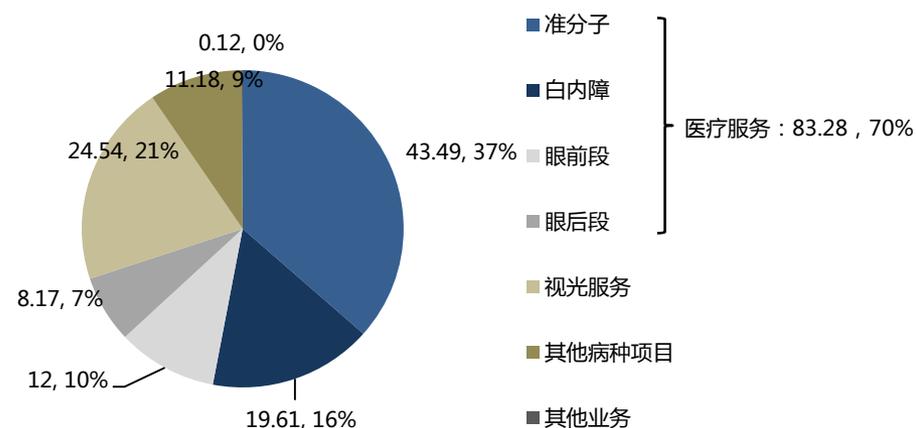
- 新院建设不及预期；疫情反复；医疗纠纷等。

图表：爱尔眼科收入和归母净利润（亿元）



资料来源：wind，东吴证券研究所

图表：2020年爱尔眼科收入结构（亿元）



资料来源：wind，东吴证券研究所

■ “区域总院+分院”发展模式，蒲公英计划持续推进

- 区域总院平台对医生医疗服务技能、学术地位形成支撑，并在区域内形成品牌影响力，分院作为总院的“护城河”可将品牌影响力快速推开，实现医疗资源的优化及患者就诊便捷，在较短时间内积累客户资源、获取市场份额。目前，公司在浙江省内已经拥有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，绍兴区域医院集团也已经成立，由此扩张分院，形成多个“区域总院+分院”区域医院集群。公司独特发展模式较大程度抵御了口腔医疗行业的手工业性质带来的管理和扩张的风险。
- 持续推进蒲公英分院计划，稳步扩张业务版图。蒲公英计划主打种植、正畸、儿科业务，把事情做简单，努力形成标准化的管理。分院建设参数化、模块化，依托存济医生集团资源，将种植天团、正畸天团配置在蒲公英各分院提供医疗服务。截至2021年4月，公司省内开业医院数量已经达到 33 家(不包括三叶)，新开分院包括临平、下沙、普陀、镇海、临安、富阳、和睦、台州、奉化、嘉兴等分院。公司计划5年内于省内共计建设 100 家医院。

截至2020年4月蒲公英计划的进展情况



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

投资逻辑

- 1) 中国口腔医疗市场空间广阔、量价齐升，2011-2019年中国口腔医疗服务行业市场规模CAGR约为16%，Med+研究院预计2020年中国口腔医疗服务市场行业规模将达到1155亿元，消费升级驱动高端业务增长。
- 2) 公司“总院+分院”发展模式具有出众的扩张能力和盈利能力，目前已在浙江省内形成多个“区域总院+分院”区域医院集群，该模式在浙江省内已初见成效。浙江省外，公司体外存济总院获客成本处于较低水平，总院效益获初步验证，远期未来有望复制公司省内总院+分院发展；
- 3) 蒲公英计划稳步进行，公司网点遍布浙江省每个区域，省内开业医院数量已经达到33家，另外省外探索也成效显著，省外收入持续增长。

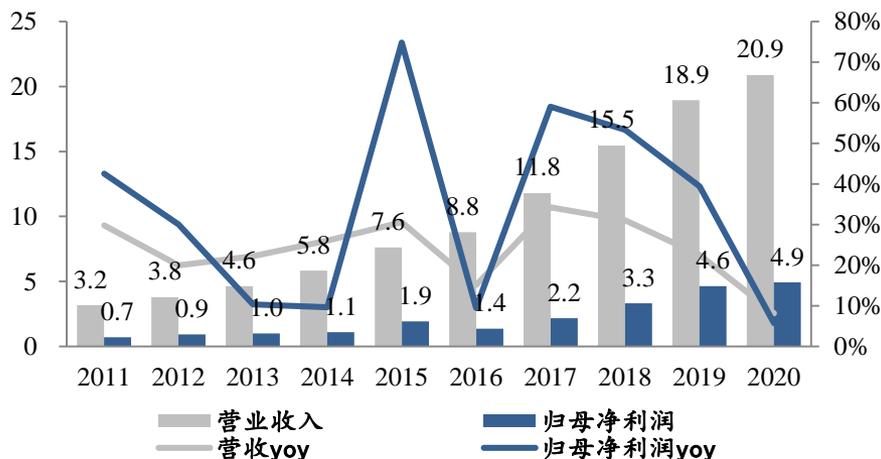
盈利预测与投资评级

- 我们预计2021-2023年公司营业收入分别为28.77亿元、37.11亿元、48.88亿元，归母净利润分别为7.38亿元、9.75亿元、12.95亿元，对应当前市值的估值分别为165倍、125倍、94倍。维持“买入”评级。

风险提示

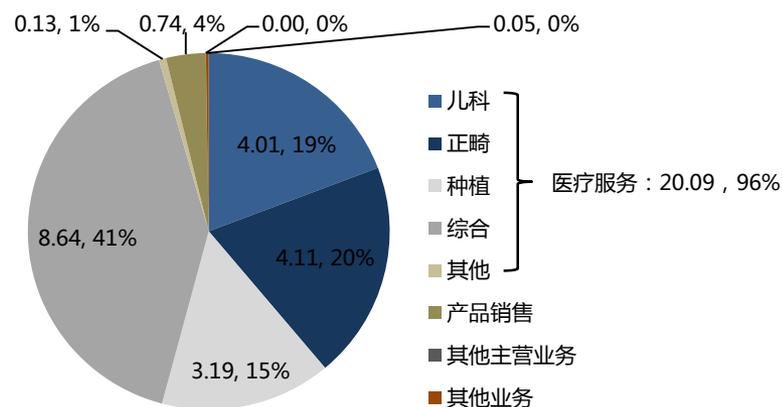
- 新院扩建速度不及预期；医疗政策变化的风险；核心医疗人才流失风险。

图表：通策医疗收入和归母净利润（亿元）



资料来源：wind，东吴证券研究所

图表：2020年通策医疗收入结构（亿元）



资料来源：wind，东吴证券研究所

■ 健康体检龙头企业，注重质控与技术创新

- 公司是目前全国最大的健康体检连锁企业，旗下有“美年大健康”、“慈铭”、“奥亚”、“美兆”四大品牌。在大众健康体检市场方面以“美年大健康”和“慈铭”体检两大品牌为市场核心覆盖，中高端团体健康体检、高端个人健康体检及综合医疗服务市场则分别通过“奥亚”、“美兆”体检提供高水准的优质服务。公司通过开展多层次、全方位、精准化、个性化的健康服务，使体检内涵不断提升。
- 公司是国内规模领先、分布最广的专业体检及医疗机构。截至2020年底，公司旗下体检中心数量为605家，其中控股体检中心266家，参体检中心339家，已覆盖除港澳台外的31个省市自治区的308个城市。公司持续加强规范“四级医疗质量和安全管理体系”（包括：集团督察-省级巡查-市级检查-分院自查），以查促改，落实“检前-检中-检后”各环节的质控要求。
- 公司注重质控与技术创新，在检验领域拥有300余家区域检验中心及临检实验室构成的完善实验室网络，还与多家符合ISO15189的医学实验室建立合作关系。在影像领域通过人工智能（AI）技术和专业影像医生相结合的方式，将AI技术广泛应用于乳腺、甲状腺的超声影像检查，以及眼科的糖尿病视网膜病变筛查等领域，为客户打造贯穿检前、检中、检后的服务闭环，实现了对客户全生命周期的健康管理。公司的全国三级影像质控体系是目前全球最大的AI医疗影像应用平台。

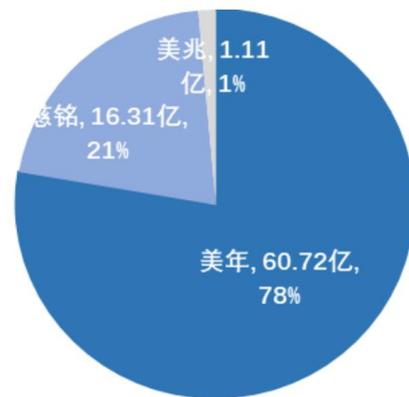
全面覆盖：2020年公司各地区营业收入情况



2016-2020年公司旗下参股和控股体检中心数量情况



2020年公司各品牌营业收入和占比情况



注：2020年收入前五大区域北京、上海、广东、湖北和川渝的营业收入占比分别为13.6%、11.6%、9.3%、6.6%和6.3%

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

投资逻辑

- 1) 居民健康体检意识不断加强，我国健康体检人次从2017年的4.06亿人次增长到2019年的4.44亿人次，2019年体检覆盖率仅为31.71%，美国、日本为代表的发达国家在2017年其体检覆盖率就超过了70%，我国健康体检市场仍具有较大的发展空间。从市场规模看，2018年我国健康体检市场规模达到了1511亿元，若未来以约10%的年均增速增长，预计到2025年，我国健康体检市场规模或将突破3000亿元。
- 2) 公司全面布局，四大体检品牌协同发展，稳居行业龙头地位，截止2020年末，公司旗下共有体检中心605家，其中控股体检中心266家（与2019年持平）、参股体检中心339家（新增6家）；
- 3) 公司目前控股体检中心中五年以上中心占比已上升至57%，随着未来低线城市的下沉及体检中心逐渐成熟，整体盈利水平有望提升，另外，未来随着公司不断增强技术基底与丰富个检产品组合，客单价仍有继续提升空间，助力公司业绩增长。

盈利预测与投资评级

- 我们预计 2021-2023 年归母净利润分别为 9.53亿元、11.64亿元、14.02 亿元，EPS 分别为 0.24 元、0.30元、0.36 元。当前股价对应估值分别为 34、28倍、23倍。维持“买入”评级。

风险提示

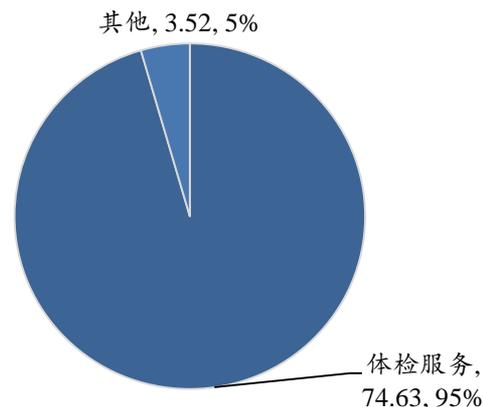
- 体检中心扩张过程中的管理风险；服务风险；政策变动风险。

图表：美年健康收入和归母净利润（亿元）



资料来源：wind，东吴证券研究所

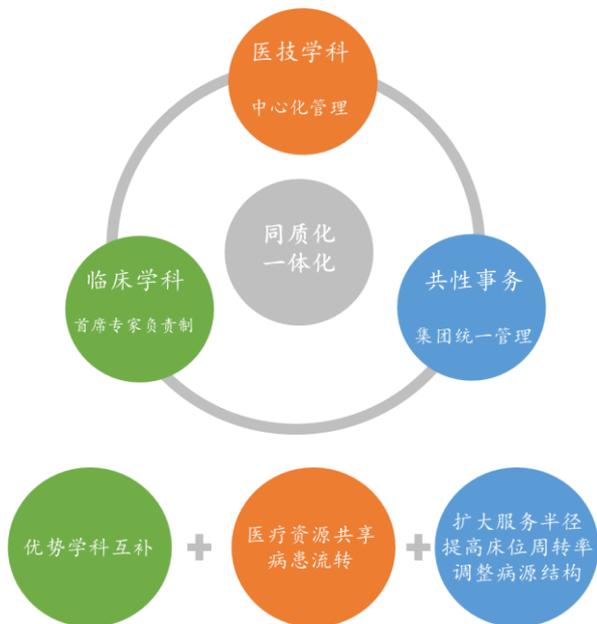
图表：2020年美年健康收入结构（亿元）



资料来源：wind，东吴证券研究所

- 集团化一体化管理，医院体系协同发展。**公司在多年实践中探索出了适合的管理模式，从集团层面对旗下医院进行同质化、一体化管理，以三大医院为基础在集团内复制，并逐步推广。临床学科方面，通过首席专家负责制，将各医院的医疗资源、病患资源等整合和共享，带动特色学科整体发展。医技学科方面，实行中心化管理和统筹调配，提高医技工作室的效率，并减少设备的投入。共性事务方面，将行政、医保和后勤部门统一管理，降低医院运营成本。从而提升医疗服务能力、医院运营效率。
- 稳步推进医院建设，中期实现省内复制，长期有望实现省内外扩张。**在集团统一化管理，医院协同发展下，公司将持续稳步推进医院体系建设和扩张。公司旗下医院现有床位近5000张，现有医院在未来即有望实现床位数7500张以上（肿瘤医院1500、白云医院3000、乌当医院1000张、四家县级医院分别至少500张）。长期发展来看，公司将有希望在成熟的管理模式下，实现省内外扩张。

信邦制药管理运营模式



数据来源：东吴证券研究所整理

信邦制药旗下医疗机构及优势学科



数据来源：公司公告、各医院官网，东吴证券研究所

投资逻辑

- 1) 贵州省医疗服务发展潜力较大。2018年贵州省医疗机构总收入规模达799亿元 (+12%)，我们预计2025年全省医疗机构收入规模可达1474亿元，癌症治疗市场规模达128亿元，省内即存在千亿级潜在市场空间。
- 2) 公司定增过会，股权与治理结构理顺，未来将聚焦发展医疗服务。医疗服务板块收入占比已从2014年的17.92%提升至2020的33.66%。
- 3) 公司旗下医院资产优良，其中肿瘤医院为省内实力超前且唯一的三甲专科肿瘤医院，最强品牌聚集省内优质资源；白云医院与乌当医院依托贵州医科大，教学与科研并长将利于培养人才梯队、打造品牌声誉；7家医院在首席专家制、专科联盟等推动下协同发展。集团精细化运营将利于降低成本、提质增效，在医药流通业务协同下，医疗服务利润贡献有望持续提升。

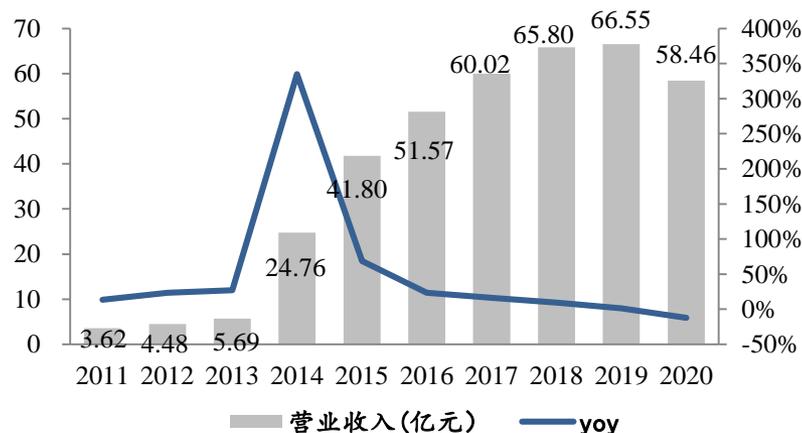
盈利预测与投资评级

- 我们预计 2021-2023 年归母净利润分别为2.80亿元、3.60亿元、4.49亿元，EPS 分别为 0.17元、0.12元、0.27元。当前股价对应估值分别为 67倍、52倍、42倍。维持“买入”评级。

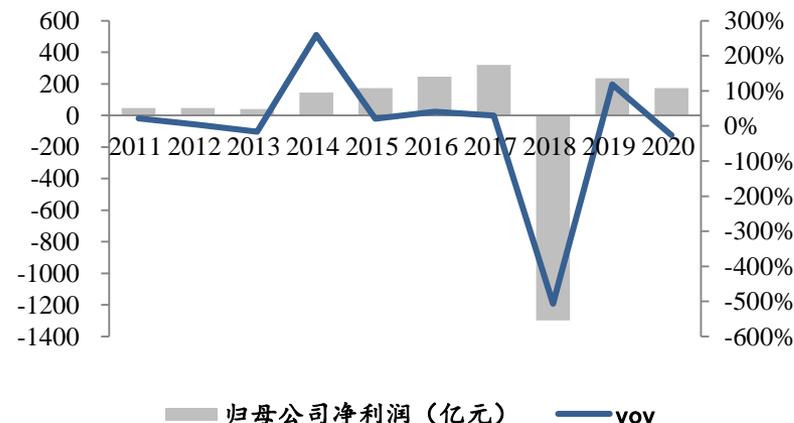
风险提示

- 医院盈利能力提升不达预期；医院建设项目进度不达预期；医药行业政策变化风险；医疗事故风险。

图表：信邦制药营业总收入情况（亿元）



图表：信邦制药归母净利润情况（亿元）



投资逻辑

- 1) 公司成功转型肿瘤治疗综合服务商，实控人变更为海尔集团，有望带来产业资源和协同效应。公司于2015年通过收购全资子公司玛西普进入肿瘤放射治疗器械领域；2017、2018年通过陆续收购3家医院、设立2家医院，转型为肿瘤治疗综合生态品牌。2019年3月，公司实际控制人变更为海尔集团，有望借助其产业资源拓展业务边界和增强竞争实力。2) 非公立肿瘤医院发展前景广阔，公司“1+N+n模式”肿瘤医疗服务网络已具雏形。中国肿瘤治疗负担沉重，但医疗资源供给不足。在医疗资源供需不平衡、国家鼓励社会办医的情况下，非公立肿瘤医院迎来发展契机。公司旗下四家医院已形成以西南为核心，辐射华东、华中、东北的区域肿瘤医疗服务网络，未来随着集团医院资产注入与持续外延扩张，将着力推进“1+N+n模式”肿瘤医疗服务网络建设，打造肿瘤治疗综合服务品牌，实现营收规模与盈利能力双升。

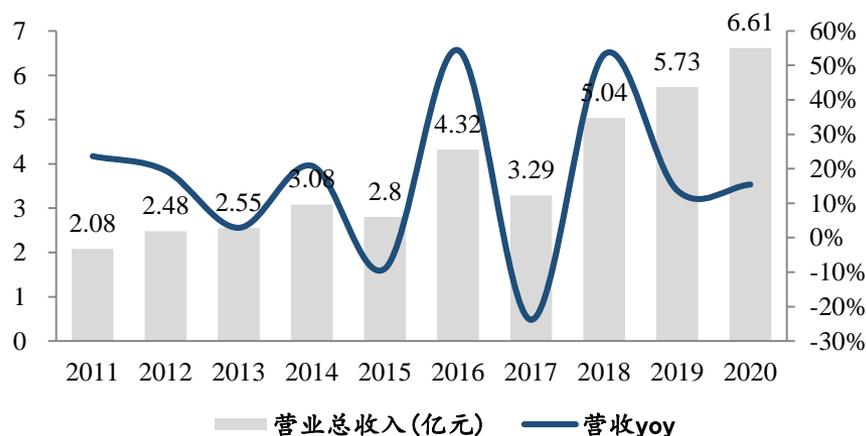
盈利预测与投资评级

- 我们预计 2021-2023 年归母净利润分别为2.54亿元、3.27亿元、4.38亿元，EPS 分别为 0.40 元、0.51元、0.68 元。对应当前股价的估值分别为52倍、41倍、30倍。维持“买入”评级。

风险提示

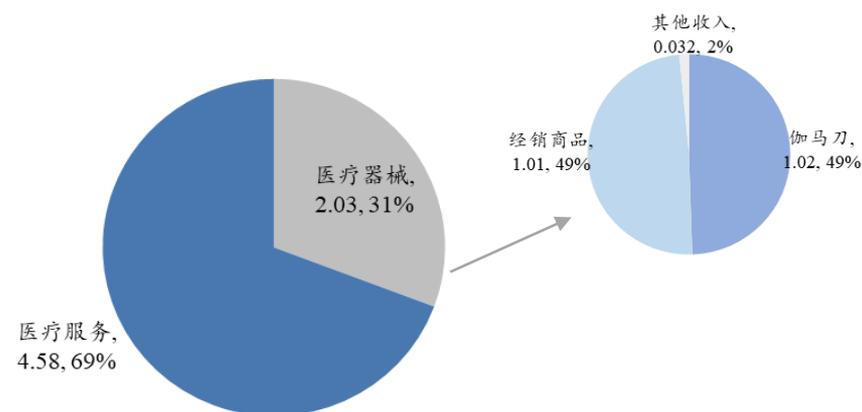
- 医疗服务业务推进不及预期风险；医疗事故或医疗纠纷的风险，伽玛刀订单不及预期的风险。

图表：盈康生命营业总收入情况（亿元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

图表：2020年盈康生命收入结构（亿元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

集团化管理+分院区经营、医教研一体、互联网医疗

- 公司旗下拥有西安国际医学中心医院、西安国际医学高新医院、西安国际医学商洛医院及在建中的西安国际医学康复中心。
- 聚焦中国中西部地区，采用“一个集团+四大院区”的战略构架，采取集团化管理+分院区经营的模式，形成搜大综合医疗院区。
- 公司旗下综合医疗学科齐全，重点专科优势突出，在提供医疗服务的同时，公司成立了由中科院院士领导的生命科学研究院，开展基因与干细胞领域的临床研究。
- “互联网+医疗”模式，与阿里健康合作打造互联网平台，打造跨区域联体合作网络。

国际医学四大院区

西安国际医学高新医院



国内首家民营三级甲等医院

总床位1500张

2002年6月9日正式开诊

西安国际医学中心医院



国内已建成的最大单体医院，
获国际JCI认证

总床位5037张

2019年9月25日正式开诊

西安国际医学商洛医院



集团第一家外埠连锁医疗机构

规划总床位1800张

新院区于2021年3月28日正式开诊

西安国际医学康复医院



集产、学、研、培训、康复于一体的全球超大大专业康复医学中心

规划总床位3600张

预计2022年正式开诊

■ 内生增长与外延并购双轮驱动

- 内在增长：**1) VIP 服务成为增长亮点，公司西囡医院从2016年5月开始提供VIP服务，是目前国内开设最早、规模最大、配置科室最完善的VIP就诊者闭环式服务，并通过增设备孕、保胎等新业务和不断优化服务质量，满足消费者多层次、多方面需求，公司目前已在成都、深圳两地的医院运行VIP服务，计划进一步在其他医院进一步推行VIP服务。2) “1+N个区域”方面，公司运用在互联网医疗领域的战略布局，将互联网与专科医院进行联盟协同，吸引大量线上及线下精准患者追随进入公司生殖专科医院流量池，由国内三甲医院主任医师组成的强大医师团队确保优质服务与先进技术水平，逐步形成“辅助生殖专科医院+N个区域线上不孕门诊”模式。
- 外延并购：**国内市场方面，公司立足于成都大本营，已布局深圳及武汉三地布局业务，并通过双向转诊与医院相关联，拓宽合作网络。海外市场方面，公司已布局美洲（美国）、东南亚（老挝）市场，跨境业务增长潜力大。2021年，合计间接收购云南九洲和昆明和万家各19.33%的股权，扩大西南市场影响力。此外，公司在收购扩张市场的同时，公司通过品牌影响力、医生团队为并购标的赋能。

外延并购



内在增长

专科联盟品牌医生：线下是大牛，线上可快速创立其互联网品牌，大批患者线上追随，品牌迁移：



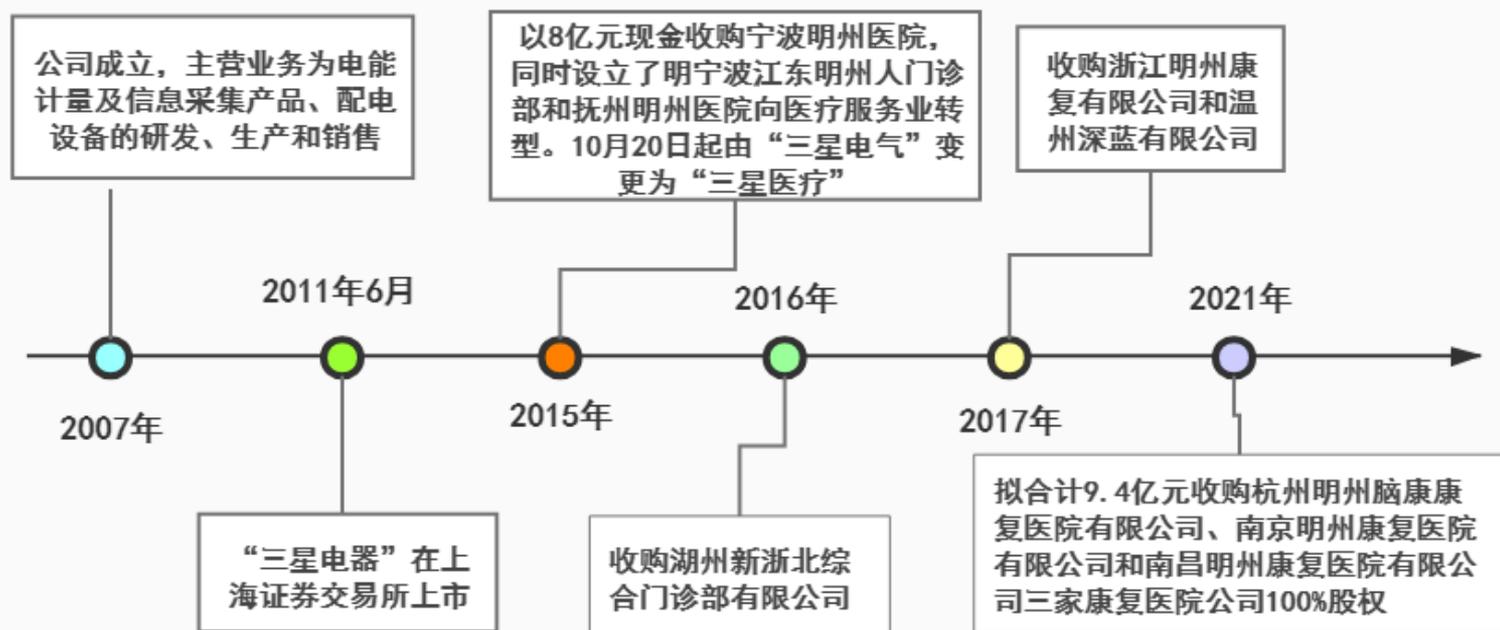
辅助生殖专科医院+N个区域线上不孕门诊模式逐步创立

数据来源：公司演示资料、东吴证券研究所

数据来源：东吴证券研究所整理

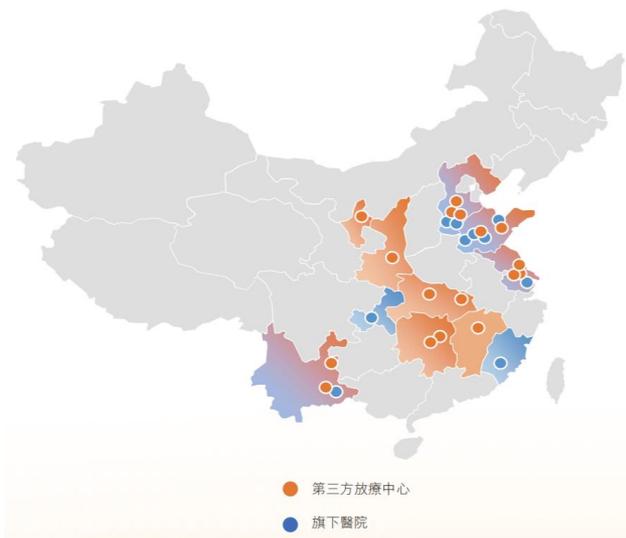
- 公司制定了以实体医院为核心，制定了以“名校、名院、名医”为医疗服务发展模式的“三名模式”。在与名校、名院、名医的合作中，充分发挥双方优势，共同致力于提升公司医疗临床业务及专业技术能力。
- 公司依托南昌大学优质资源，打造一所“名医汇集、学科齐全、特色鲜明”的医学教育和医学研究中心，实现医学教研一体化，该院设立可为公司乃至社会输送大量专业人才，为医院的快速扩张提供坚实的人才保障。
- 公司以重症康复为特色，同时覆盖妇儿、体检等产业。公司致力于创新康复医疗模式，与综合医院有效协同，走差异化、连锁化、品牌化发展道路。

三星医疗发展历程



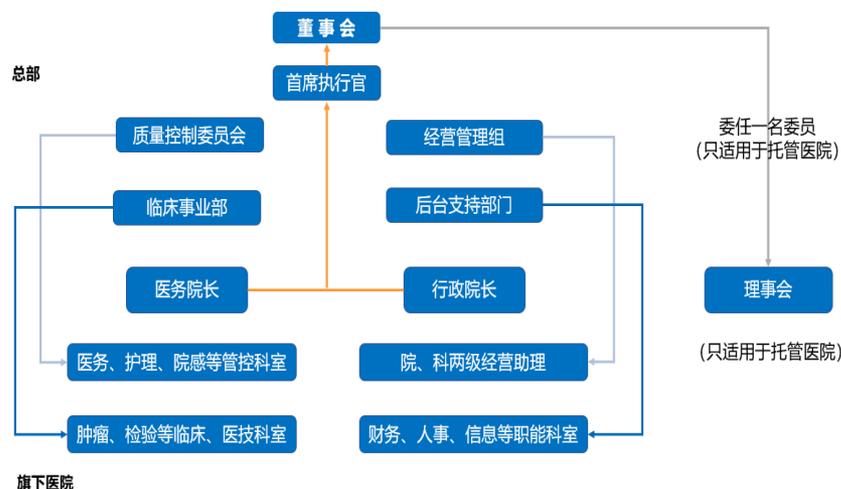
- **自建+并购+合作，不断扩大医疗服务网络。**海吉亚通过内生性增长、战略收购及与医院合作伙伴合作，建立了覆盖中国多省市的以肿瘤科为核心的医院及放疗中心网络。截至2021年6月，公司自有、并购及托管的医院遍布中国7个省、自治区、直辖市及特别行政区的8个地级市。目前集团已经拥有9家民营营利性医院，管理3家民营非营利性医院，以及向17家医院合作伙伴就其放疗中心提供服务。公司不断通过内生性增长和外延式扩张，旨在打造中国旗下最大的民营肿瘤医疗服务集团。
- **模块化+双院长管理模式，确保经营质量。**公司旗下医院采取模块化管理，对众多业务进行拆分形成模块，覆盖了医院的医疗和管理内容，每个模块体系背后有专业的经营管理团队关注，包括质量控制委员会、临床事业部、经营管理组和后台支持部门。团队各司其职，评估完各模块情况后，有针对性地提供反馈，是联结高层决策和医院经营管理的纽带。在医院双院长管理制度下，医务院长负责医疗和质控并直接对行政院长负责，行政院长则直接对首席执行官负责，医院经营表现和医疗质量均有保障。

海吉亚医院分布



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

模块化+双院长管理模式



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

五、风险提示

■ 医院扩张不及预期的风险

- 无论是民营综合医院还是专科连锁医疗，医院扩张是规模化发展的关键，但由于资金、医生、医院运营管理等多方面影响因素的不确定性，可能导致医院数量和规模扩张不及预期的风险。

■ 商誉减值的风险

- 考虑到收购资产是实现医院扩张的重要方式，但可能因为大量溢价收购或收购标的经营业绩不达预期而导致商誉减值的风险。

■ 医疗事故和医疗纠纷的风险

- 随着医院规模扩大，管理难度上升，可能出现医疗事故或医疗纠纷导致公司声誉受损、影响公司正常经营的风险。

■ 行业政策不确定性的风险

- 医疗行业受政策影响极大，且政策变化存在不确定性。

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月行业指数涨跌幅相对大盘在5%以上；

中性：预期未来6个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园