

回溯与展望：医疗服务价格改革深度专题

证券分析师：陈烨远 A0230521050001

研究支持：余玉君 A0230120070001

联系人：余玉君

2021.12.28



■ 我们与市场观点不同的看法：

- 2021年9月，国家医保局等8部门联合印发《深化医疗服务价格改革试点方案》，引发市场对医疗服务价格改革方向的一系列探讨和担忧。我们通过对国内医疗服务价格改革相关政策、以及部分先行试点城市进行深入分析，认为市场对医疗服务价格下行风险的担忧是过多悲观的，改革不是一刀切的单边涨价和单边降价，而是有升有降、结构调整。
- 我们对试点城市进行分析，发现医疗服务改革的总体趋势是：
 - 医疗服务价格过去缺乏合理的调整机制，整体服务价格处于偏低水平，未来3-5年将进入医疗服务价格改革深水区，服务价格将回归医务技术价值本身。
 - 药械价格将持续调整，过度检验趋势将进一步遏制，终端医疗服务占比将持续提升，体现医务技术价值的医疗服务价格将进入上涨通道。

■ 医疗服务板块整体观点：

- 短期层面，由于国内散发疫情，对医院就诊量造成一定负面影响，随着新冠疫苗的接种、特效药的研发，疫情有望得到逐步控制，预计2022年终端门诊量将逐步恢复；中长期层面，国内医疗服务价格改革进入深水区，预计未来3-5年体现医务技术价值的医疗服务项目将进入涨价周期，民营医疗作为公立医疗重要的补充，长期将受益于供给端价格改革和国内老龄化趋势下的需求拉动。
- **建议关注**：严肃医疗和消费医疗两个维度：消费医疗板块，相关公司主要有眼科（爱尔眼科）、口腔（通策医疗）、植发（雍禾医疗）；严肃医疗板块，相关公司有综合医院（国际医学）。
- **风险提示**：个股内生外延整合不及预期、医疗质量规范风险、疫情风险

主要内容

1. 药械价格改革先行，医疗服务价格改革正当时
2. 价值回归初探：以试点城市看医疗服务价格改革方向
3. 相关公司分析
4. 风险提示

1.1 医院收入结构解析

- **医院收入结构解析：药械占比高，国内医疗服务行业价格体系不合理现象仍存，结构持续改善中**
 - 2020年，我国公立医院平均单家医院总收入2.83亿元，主要包括医疗事业收入和财政收入。医疗事业收入中，以药品收入、卫生材料收入、检查收入、治疗收入、手术收入为主，合计占总收入比重高达78%。
 - 对比2015年和2020年公立医院医疗事业收入构成，变化趋势主要有（1）药品收入比重下降；（2）卫生材料和检查收入比重占比提升4个百分点；（3）治疗和手术类医疗服务收入占比提升了2.7个百分点。

图1：2015年我国公立医院单家总收入构成

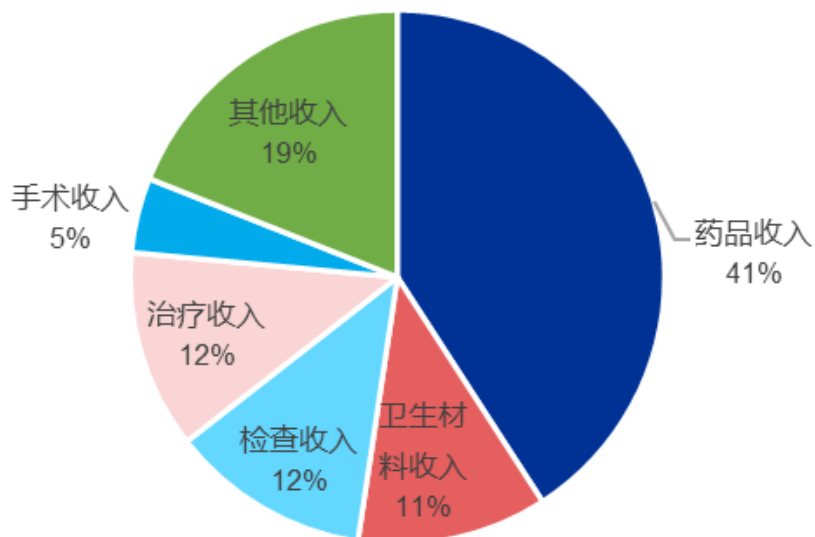
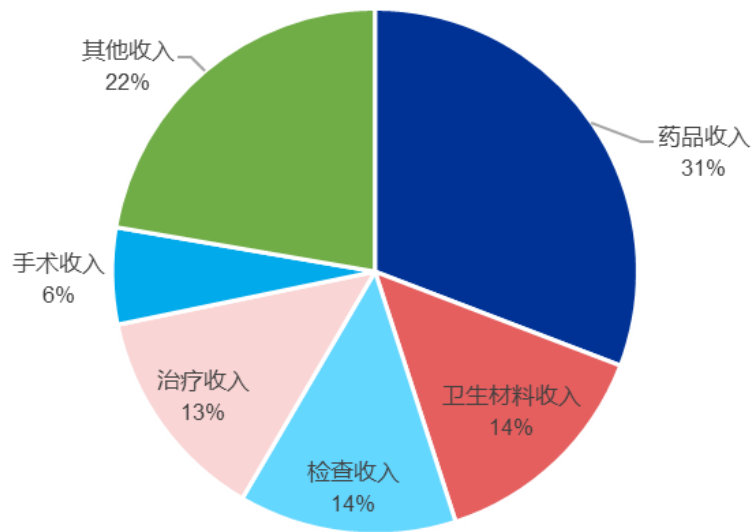


图2：2020年我国公立医院单家总收入构成



1.1 医院收入结构解析

■ 医院收入结构解析：以药养医问题破除，以械养医问题也将逐步缓解

- 以药补医逐步在被破除，然而“以械养医”的现象还没有根除：2015-2020年，检查类收入和卫生材料收入比重总体呈上升走势，从2015年的23.6%提升至2020年的27.6%，提升4个百分点。
- 2019年下半年起全国耗材集采试点全面加速，2020年11月首批国家集采结果完成，2021年推进第二批全国集采。除了已经纳入集采的冠脉支架和人工关节，骨科其他品类、球囊、眼科晶体、手术耗材等地区试点品种均为未来集采热门。

图3：2015-2020年公立医院检验收入占比

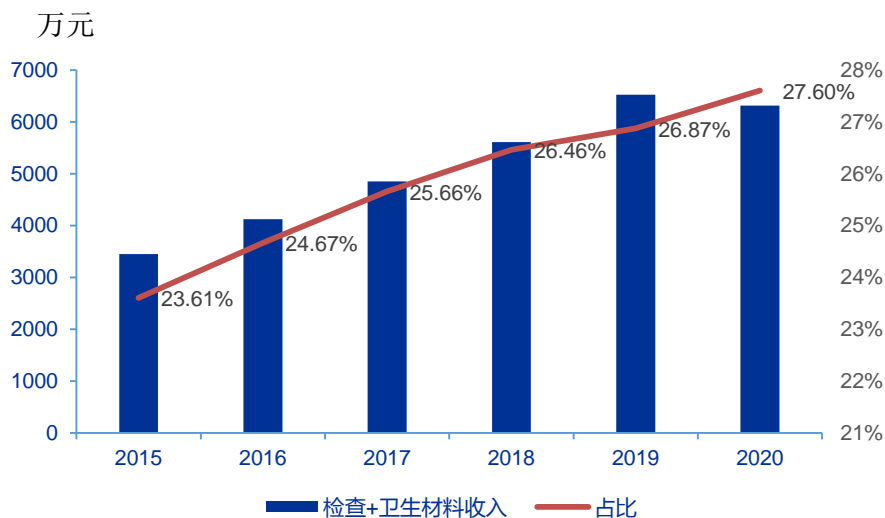


图4：耗材带量采购相关梳理

- 2019年7月，安徽省试点脊柱植入类共计10家企业的7组套件中选
- 2019年至2020年，江苏省、安徽省、京津冀3+N、福建省、渝黔滇豫4省、陕西10省、上海市等，陆续开展地方试点，
- 2020年7月，全国冠脉支架集采文件出台，首批集采品种为钴基支架。11月5日开标，平均降幅93%
- 2021年8月，国家医用高值耗材第二批集采文件发布，集采品种为人工关节，包含初次置换人工全髋关节、初次置换人工全膝关节两部分。9月14日开标，平均降幅82%。

1.2 药械价格改革先行，医疗服务价格改革正当时

■ 组合拳政策，药械价格改革先行

- 价格改革的第一步从主导国内医疗产业的药械品价格入手，通过取消药品加成+两票制+带量采购等组合拳政策，控制药占比，逐步降低药械产品价格。

图5：2015-2020年我国公立医院药品占总收入比重

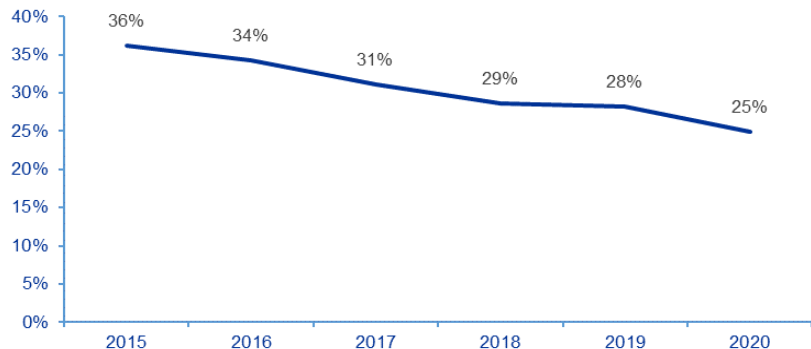
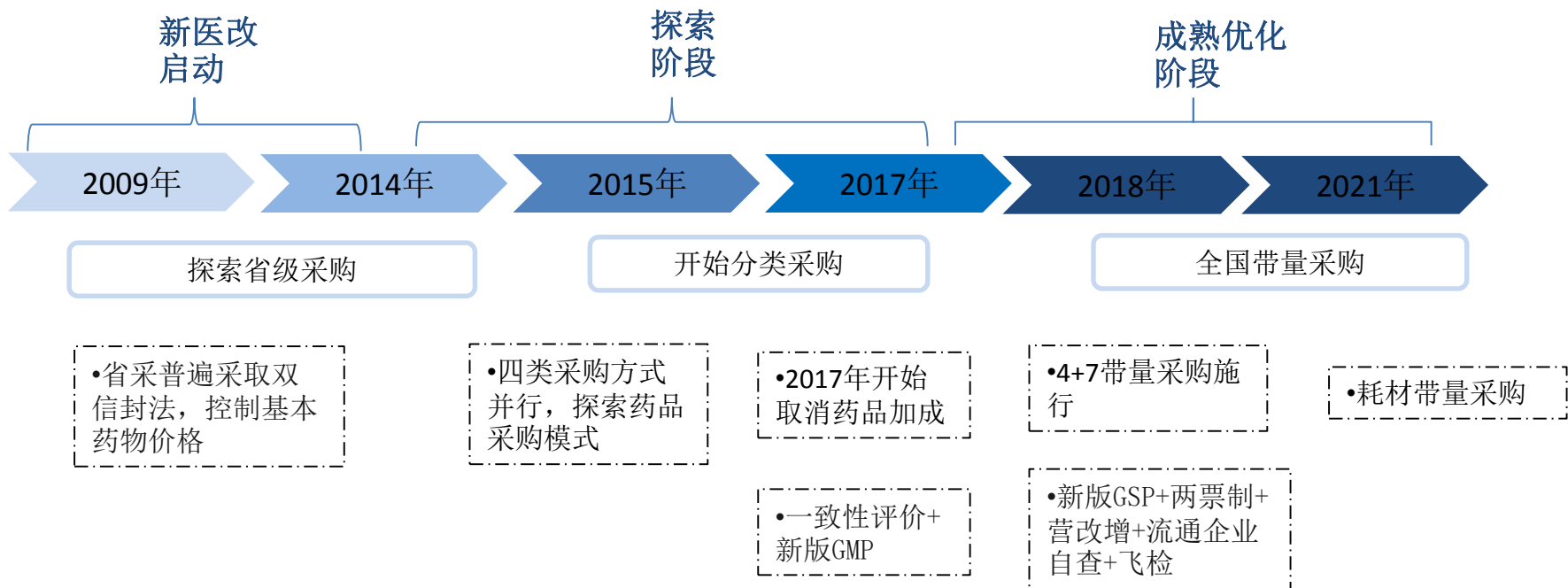


图6：十年医改路梳理

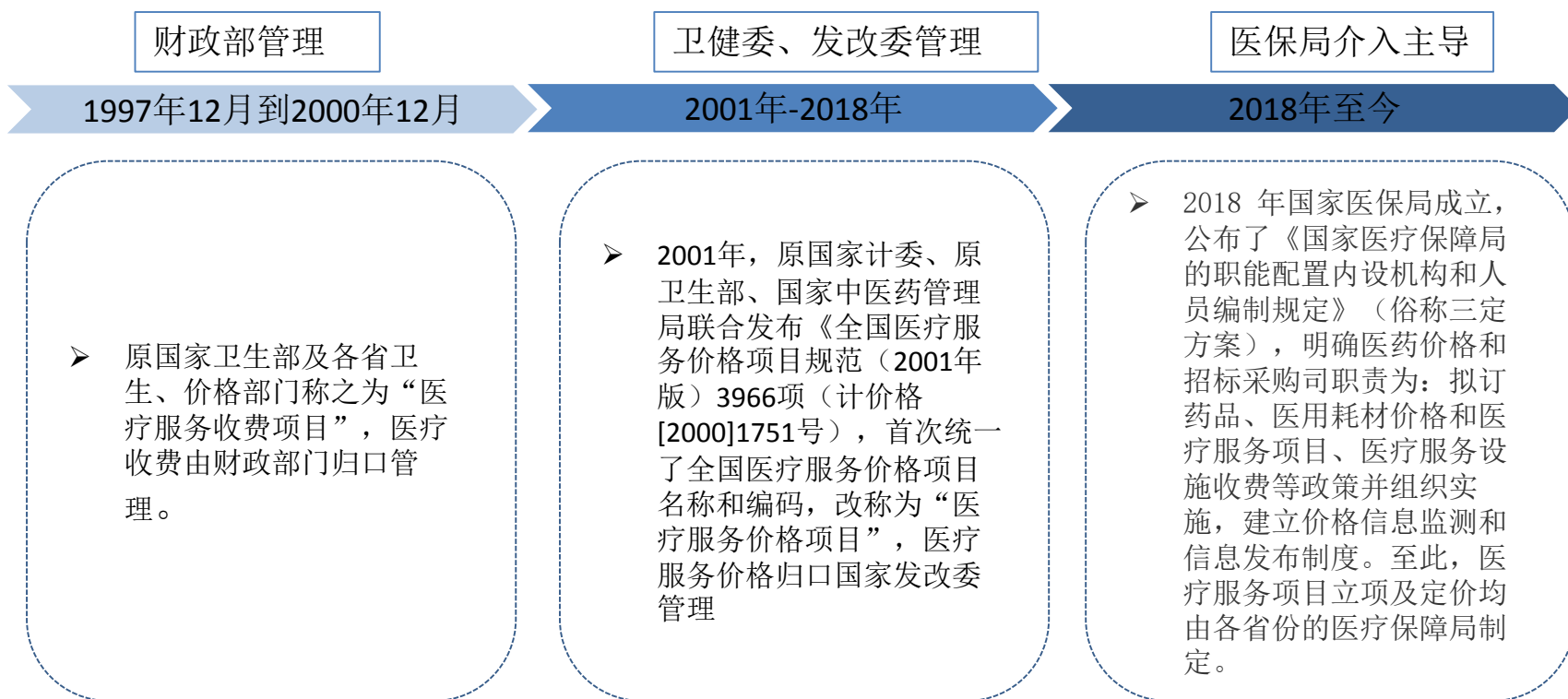


1.2 药械价格改革先行，医疗服务价格改革正当时

■ 组合拳政策，进入医药价格联动改革时代

- 由于医疗服务属于公共服务的范畴，具有福利和商品的双重属性，因而其价格不是通过市场供求的调节自发形成的，而是由政府有关部门通过理论价格来确定价格。

图7：医疗服务价格管理部门变迁史

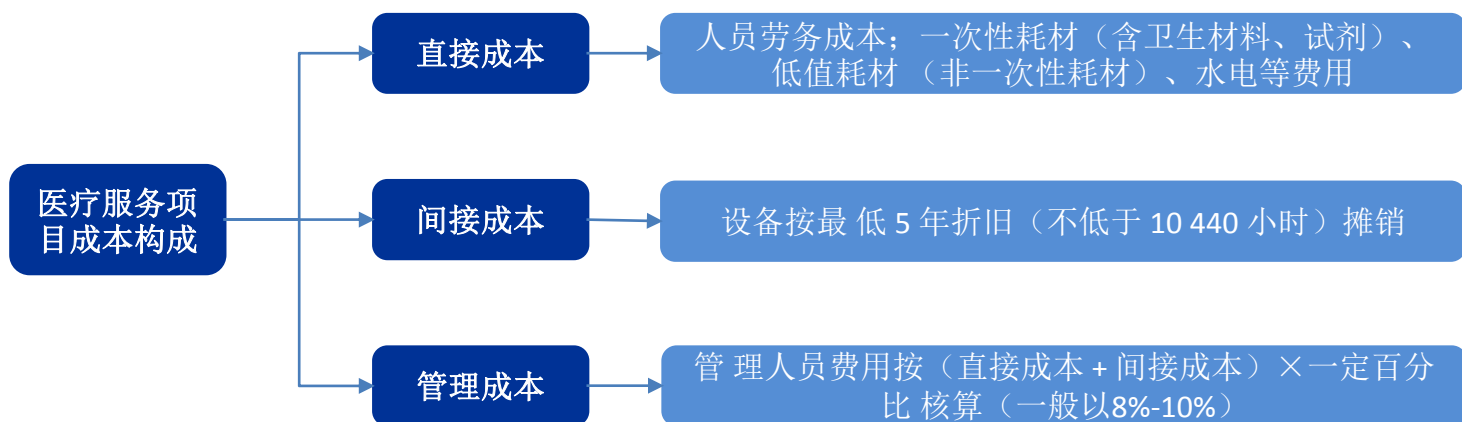


1.3 纠偏医疗服务价格，优化医院盈利结构

■ 纠偏定价机制，启动医疗服务价格改革

- 2001 年原国家计委、卫生部《关于印发（医疗服务项目成本分摊测算办法）（试行）的通知》，规定医院实行成本核算。因此医疗服务价格形成机制是在成本测算的基础上，综合考虑政府补偿和医疗服务收费等因素，对现有的医疗服务项目进行定价和调价的制度安排。
- 在操作环节将更多精力集中于人员工资、房屋设备折旧等有形资本，缺乏对医疗工作人员技术成本的测算，而这恰恰是医疗服务的灵魂与核心。从这个角度来看，成本法并未充分体现医疗服务的价值，通过这种方法得到的医疗服务价格与服务价值有所背离。

图8：医疗服务项目成本构成



1.3 纠偏医疗服务价格，优化医院盈利结构

■ 纠偏定价机制，启动医疗服务价格改革

- 与服务终端价值背离现象相对应的是公立医院陈旧的人力资源系统。由于我国的医疗服务价格定价机制不科学，诊疗费和护理费等人员成本比重较大的项目服务价格远低于其实际市场价值。
- 根据2020年《王隽，冯达：医疗服务价格动态调整政策现状调研分析》文章，对于现有的医疗服务价格，55.05%的调查对象认为有些不合理，24.09%的调查对象认为基本合理，而17.63%的调查对象认为很不合理；对于医院医疗服务定价整体，77.63%的调查对象认为偏低。

图9：医疗服务价格评价

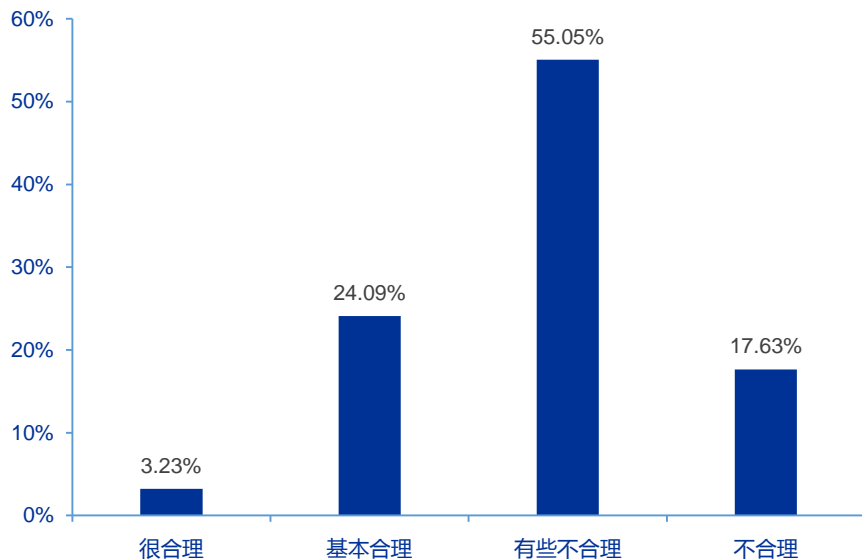
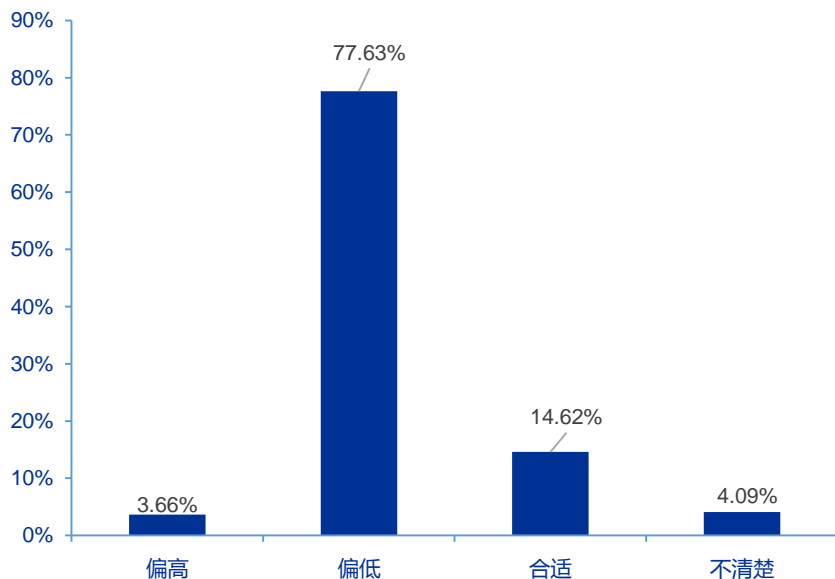


图10：医疗服务定价整体水平评价



主要内容

1. 药械价格改革先行，医疗服务价格改革正当时
2. 价值回归初探：以试点城市看医疗服务价格改革方向
3. 相关公司分析
4. 风险提示

2.1 试点城市逐步积累经验，探索医疗服务价格改革方向

■ 多城市启动试点，改革方向愈加清晰

- 2016年，国家发展改革委、当时的国家卫生计生委、人力资源和社会保障部等四部委发布了《推进医疗服务价格改革的意见》，明确指出，按照“总量控制、结构调整、有升有降、逐步到位”的要求，积极稳妥推进医疗服务价格改革，合理调整医疗服务价格，同步强化价格与医疗、医保、医药等相关政策衔接联动。
- 依据改革总原则，全国各地区根据各自实际情况采取了不同形式的改革实践，主要代表省份城市有福建、云南、江苏、浙江、安徽、山东、青岛、上海、天津等。
- 从这些试点城市的改革思路来看，总体思路为：通过提高手术、诊疗、护理等能够体现医务人员技术劳务价值的医疗服务价格来弥补取消药品加成后给公立医院造成的政策亏损，同时降低部分大型医疗设备检查检验类项目价格来构建合理的医疗服务价格内部结构。

北京、深圳



通过设立新的服务项目（医事服务费）的方式来弥补政策亏损

浙江、天津、青海、
江苏、山东、安徽



提高医疗技术性服务项目价格、降低检查化验类项目价格

上海



对医疗服务成本进行精细量化核算，将医务人员的人力成本充分体现在医疗服务价格中，较为科学地确定被调项目的价格

2.1 试点城市逐步积累经验，探索医疗服务价格改革方向

■ 多城市启动试点，改革方向愈加清晰

表1：医疗服务改革试点城市示例

省份/城市	主管部门	文件	时间
北京	北京市医保局、卫健委、人社局	关于规范调整手术等医疗服务价格项目的通知	2019年5月14日
深圳	深圳市发改委、卫健委、人社局	关于开展深圳市公立医疗机构第一阶段-第三阶段医疗服务价格改革有关工作的通知	2016/12/7至2018-12-24
广东	广东省医保局	关于建立公立医疗机构医疗服务价格动态调整机制的指导意见	2020年5月24日
浙江	浙江省医保局、卫健委	浙江省省级公立医院医疗服务价格改革方案	2019年7月1日
天津	天津市医保局、卫健委	天津市医疗服务项目价格目录（2021）	2021年11月1日
陕西	山西省物价局、卫健委、人社厅	陕西省城市公立医院医疗服务价格改革方案	2016年12月30日
安徽	安徽省医保局、卫健委	关于调整省属公立医院部分医疗服务价格的通知	2019年12月23日
河南	河南省医保局、卫健委	关于省管公立医疗机构全面取消医用耗材加成调整医疗服务价格的通知	2019年12月20日
云南	云南省医保局、卫健委	云南省2021年省级公立医疗机构医疗服务价格调整方案	2021年5月10日

2.2 初探试点城市改革效果

■ 地方试点1：三明模式——历经十余年的医疗服务价格改革，成果显著

➤ 福建省三明市从2012年开始三明医改，至今经历了近十轮医疗服务价格调整。

表2：福建省三明市2013-2021年医疗服务价格调整政策

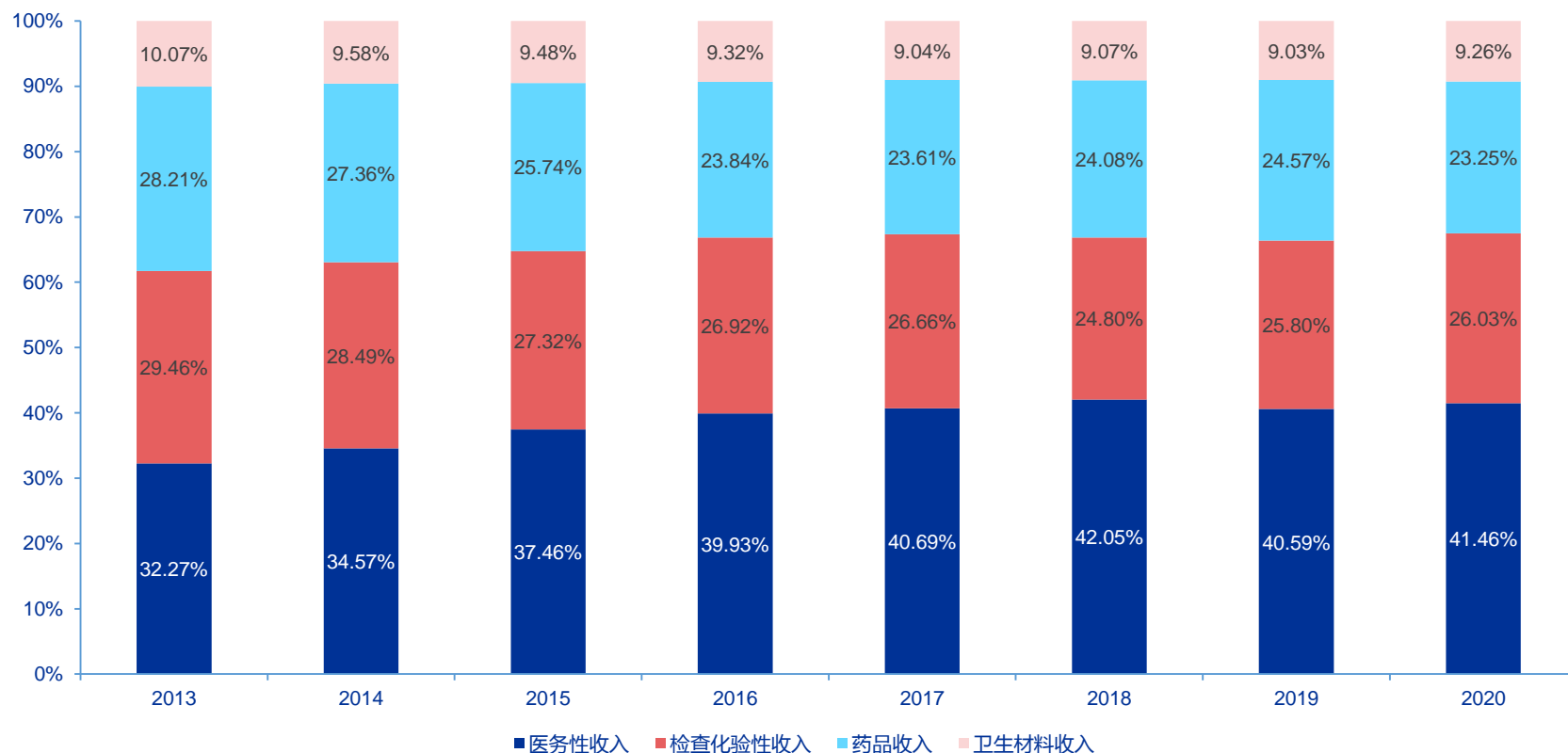
轮次	文件	发布时间	调整项目	涉及项目数量	具体调整情况
第1轮	关于县级以上医院实施药品零差率销售改革的通知	2013年1月30日	就诊项目、护理项目、治疗项目、手术项目等80项医疗服务价格进行调整	80	调增79项，增幅11%-167% 调减1项，降幅100%
第2轮	关于调整县级以上公立医院部分医疗服务项目价格的通知	2014年6月1日	降低大型医用设备检查、化验、检验项目价格，适当提高诊查治疗费、手术费和其他体现医务人员技术劳务价值的医疗服务项目价格	392	价格调高256项，增幅20%-30% 价格调低136项，降幅15%-30%
第3轮	关于调整县级以上公立医院部分医疗服务项目价格的通知	2015年6月1日	降低检查、检验类项目价格；适当提高护理费、手术费、中医类项目价格，适当提高床位费，取消空调费、取暖费	4295	价格调增3337项，增速3%-150% 价格调低958项，降幅10%左右
第4轮	关于调整理顺基层医疗卫生机构医疗服务价格的通知	2015年11月9日	降低检查、检验类价格，适当提高一般医疗服务、一般检查治疗类价格	292	价格调增175项，增幅3%-600% 价格调低117项，降幅4%-35%
第5轮	关于核定一批新增和取消的医疗服务项目价格的通知	2016年7月15日			
第6轮	关于进一步调整医疗服务项目价格工作的通知	2017年9月1日		125	价格调增71项 价格调减54项
第7轮	关于进一步调整三明市公立医疗机构医疗服务项目价格的通知	2019年8月9日	降低磁共振扫描检查化验项目，提高部分小儿医疗服务项目		
第8轮	关于进一步完善三明市公立医疗机构部分医疗服务项目价格的通知	2020年9月11日			
第9轮	关于三明市公立医疗机构部分医疗服务项目价格的公告	2020年12月9日			

2.2 初探试点城市改革效果

■ 地方试点1：三明模式——历经十余年的医疗服务价格改革，成果显著

- 结构调整趋势：医务性收入占比持续提升至41.46%，与此同时值得注意的是，三明市定期调整检验项目价格，在控制检验收入的经验值得参考。

图11：福建省三明市2013-2020年公立医院运营情况



2.2 初探试点城市改革效果

■ 地方试点2：云南省——对1300余项医疗服务项目进行调整

- 云南省现行医疗服务项目价格共 5700 余项，期间进行了约1400 余项局部调整，其余大部分项目执行 2005 年制定的价格，至今已有 16 年。
- 调价方案：共选取 1300 项医疗服务项目为拟调整项目。**优先选择体现技术劳务价值的手术、治疗等项目，**兼顾中医、特色专科医疗服务项目，所选项目为公立医疗机构广泛、普遍开展和学科代表性的项目（明确了手术类项目年服务例数 50 例以上，非手术类项目年服务例数 100 例以上作为项目遴选标准）。
- 拟调整的 1300项医疗服务项目，其中：调增 1113 项，平均增幅 36.4%；调减187 项，平均降幅 20.1%。

表3：云南省医疗服务改革部分项目价格调整表

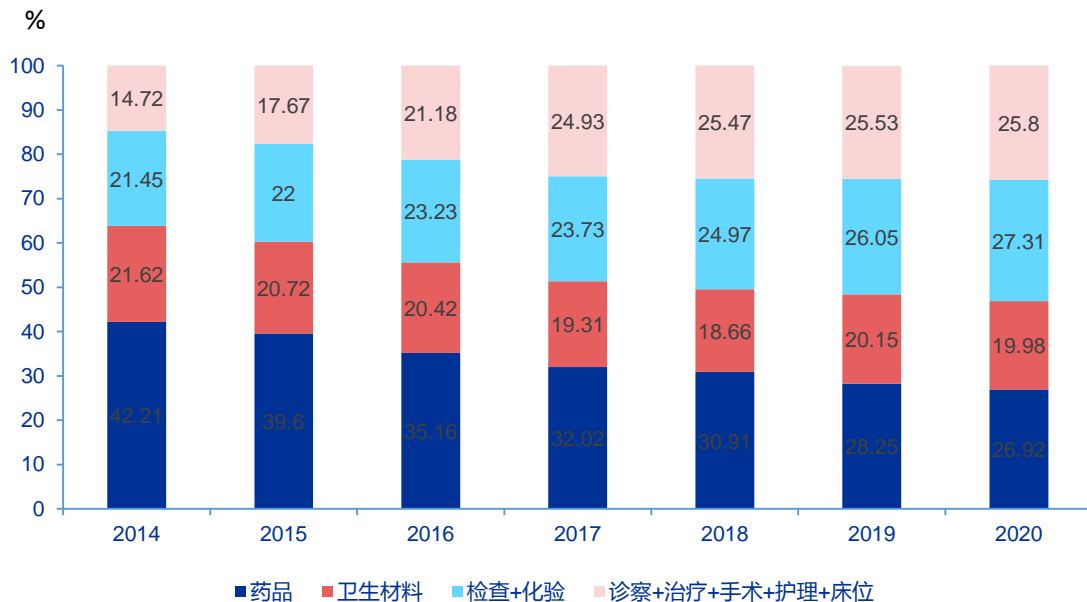
	项目名称	调整前价格（元）			调整后价格（元）			价格涨幅		
		一类价格	二类价格	三类价格	一类价格	二类价格	三类价格			
调增项目	肝穿刺活检术	120	102	90	170	145	128	41.67%	42.16%	42.22%
	经皮肾盂镜异物取除术	1000	850	750	1300	1105	975	30.00%	30.00%	30.00%
	髓外硬脊膜病变切除术	2700	2160	1620	4100	3280	2460	51.85%	51.85%	51.85%
调减项目	磁共振平扫 (≥0.5T)	400	400	400	320	320	320	-20.00%	-20.00%	-20.00%
	B超胸部检查	15	15	15	12	12	12	-20.00%	-20.00%	-20.00%
	伽玛刀治疗(一个靶点)	14000	12600	11200	11200	10080	8960	-20.00%	-20.00%	-20.00%

2.2 初探试点城市改革效果

■ 地方试点3：青岛市——经过多年医疗服务价格改革，医院盈利结构逐步调整

- 青岛市公立医院综合改革进程推进了一系列改革政策：一是取消药品加成、耗材加成；二是调整医疗服务价格，采取有升有降的结构性调整策略。具体而言，为进一步快速优化医疗服务价格，该医院重点提高了可以体现医务人员技术劳务价值的医疗服务价格。例如，涵盖手术诊疗项目、护理、中医与康复等，同时进一步降低检验项目和大型医用设备治疗价格；三是逐步建立成本和收入结构变化相适应为基础的价格动态调整机制，规范调整医疗服务项目价格，理顺医疗服务比价关系；四是药品和医用耗材实行带量集中采购，降低了药品和医用耗材价格。

图12：青岛市公立医院2014-2020年医疗收入构成情况（%）



✓ 2016年开始，护理收入、手术收入占比上升幅度明显，包含诊察、手术、治疗、护理等收入在内的项目构成占比之和从2014年的13.55%上升至2020年的24.30%。由此可以看出，医务人员技术劳务价值得到了更多体现。

✓ 与此同时，检查、化验类收入占比提升，从2014年的21.45%提升至2020年27.31%，检验类项目控制尚不到位，还需进一步降低大型设备检验检查类项目收费标准。

2.2 初探试点城市改革效果

■ 地方试点4：浙江省——对比综合医院和专科医院在医疗服务价格改革中的差异化表现

- 浙江省自2019年8月1日起正式实施了医疗服务价格改革方案。调整项目共 11 类、940 项，价格提高项目 879 项、价格降低项目 59 项，重点提高体现医务人员劳务价值和专家技术价值的三类四类手术项目、麻醉类项目以及诊查、护理等基本医疗服务项目的价格。
- 对比综合医院和专科医院2019年1-7月和8-12月的数据来看，综合医院和专科医院的医疗服务占比收入均有显著提升；专科医院服务收入占比相对高，药占比相对低。由于政策实施前医院药占比指标就达到了控费政策的考核目标，价格调整后医院可能会通过增加药品收入来弥补医院收入损失。

图13：浙江省部分综合医院2019年1-12月医疗收入构成情况（%）

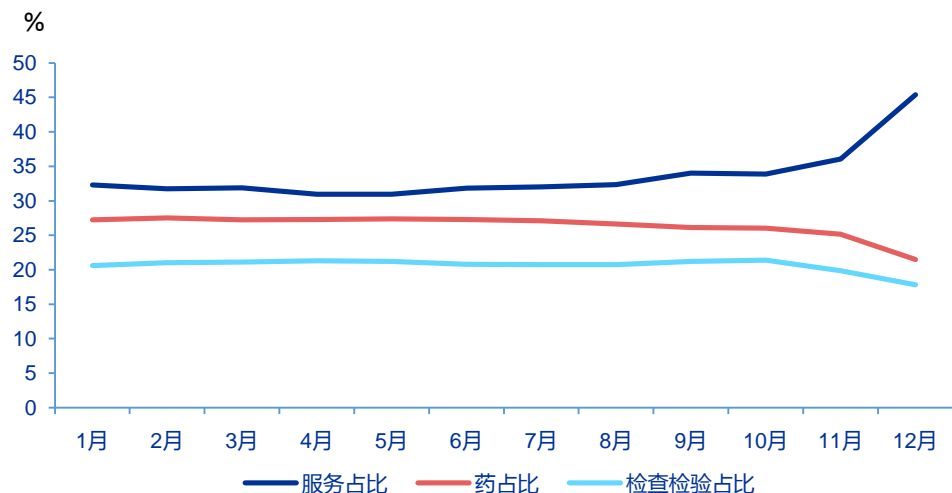
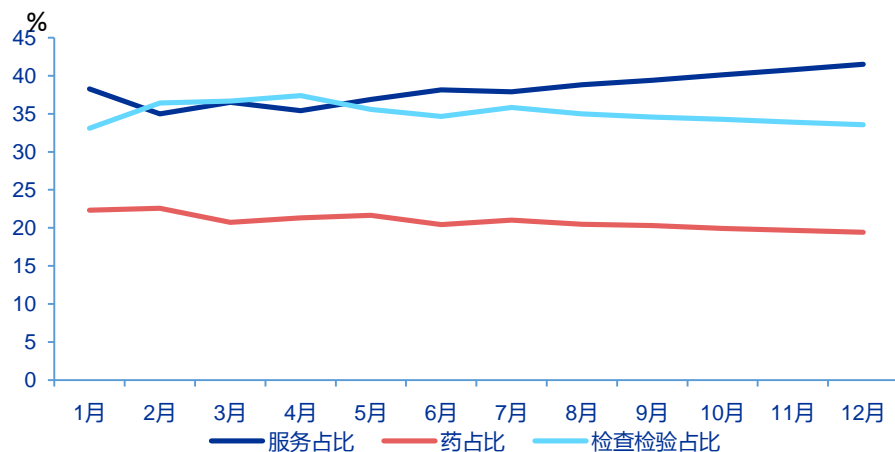


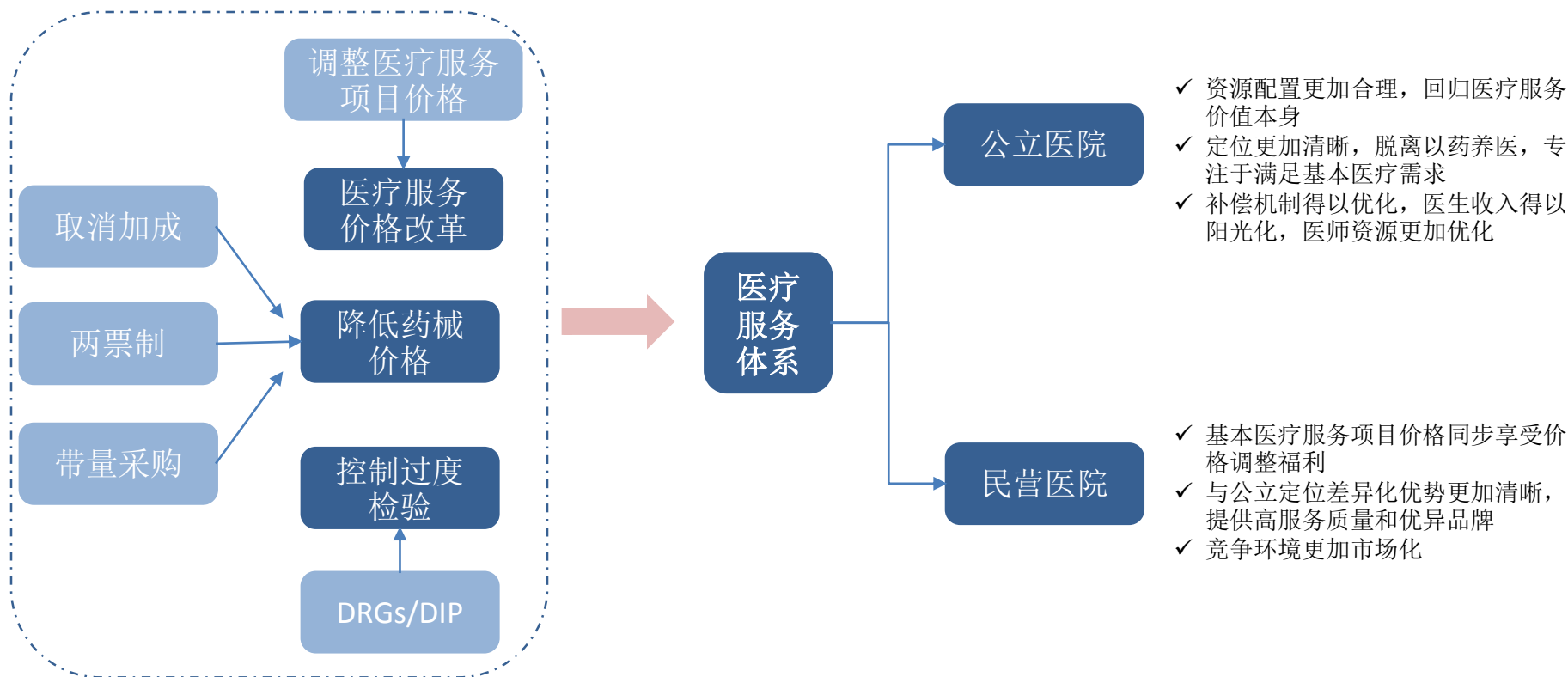
图14：浙江省部分专科医院2019年1-12月医疗收入构成情况（%）



2.3 总结：总量控制、结构调整、有升有降、逐步到位

■ 提升体现技术劳务价值的医疗服务项目价格，医疗服务板块进入价格调整周期

- 医疗服务价格过去缺乏合理的调整机制，整体服务价格处于偏低水平，未来3-5年将进入医疗服务价格改革深水区，服务价格将回归医务技术价值本身。
- 行业趋势：药械价格将持续调整，过度检验趋势将进一步遏制，终端医疗服务占比将持续提升，整体服务价格进入上涨通道。



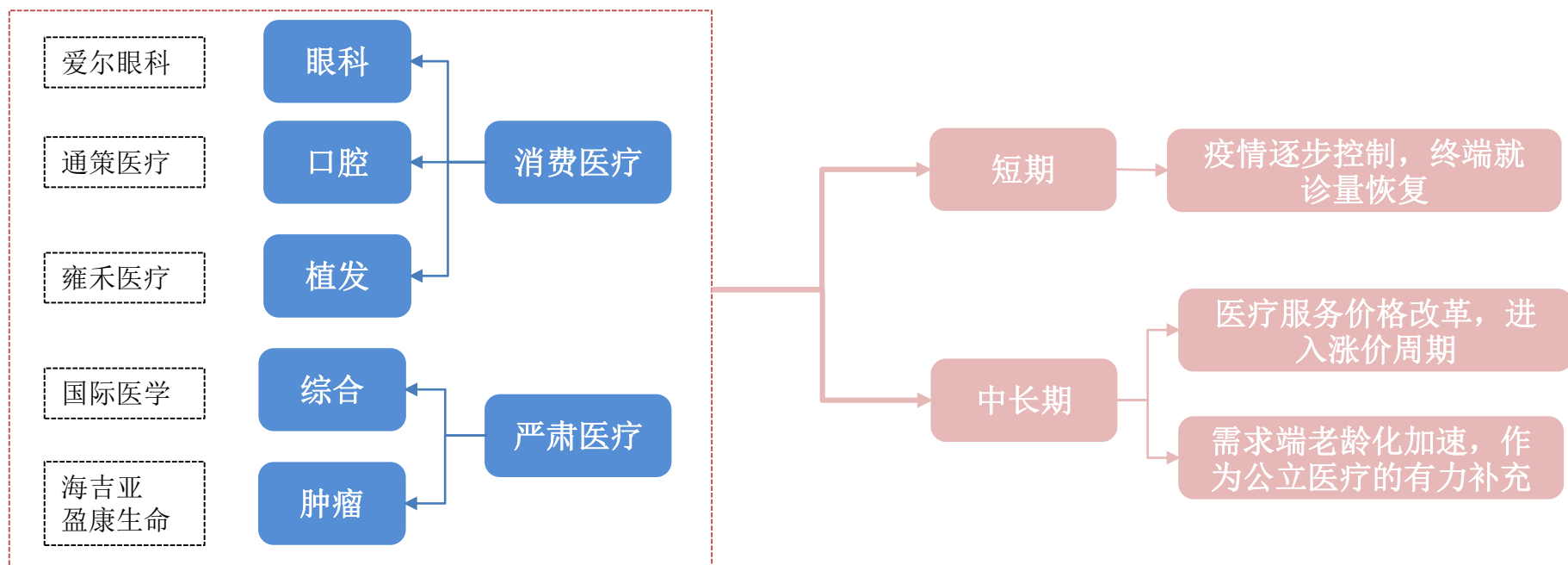
主要内容

1. 药械价格改革先行，医疗服务价格改革正当时
2. 价值回归初探：以试点城市看医疗服务价格改革方向
3. 相关公司分析
4. 风险提示

3.1 短期终端有望逐步恢复，中长期受益于价格改革和 需求拉动

■ 精选消费医疗和严肃医疗优质个股

- 短期层面，由于国内散发新冠病例，对医院就诊量造成一定负面影响，随着新冠疫苗的接种、特效药的研发，疫情有望得到逐步控制，预计2022年终端门诊量将逐步恢复；中长期层面，国内医疗服务价格改革进入深水区，预计未来3-5年体现医务技术价值的医疗服务项目将进入涨价周期，民营医疗作为公立医疗重要的补充，长期将受益于供给端价格改革和国内老龄化趋势下的需求拉动。
- 从严肃医疗和消费医疗两个维度，建议关注优质个股：消费医疗板块，建议关注眼科（爱尔眼科）、口腔（通策医疗）、植发（雍禾医疗）；严肃医疗板块，建议关注综合医院（国际医学）、植发（雍禾医疗）；严肃医疗板块，建议关注综合医院（国际医学）。



3.2.1 爱尔眼科

■ 全面领先布局，绝对的眼科王者

➢ 已搭建全国眼科医院门诊网络：截止到2021年9月30日，上市公司并表的国内医院161家，视光门诊或诊所114家。

图15：爱尔眼科体内外医院数量爬坡趋势

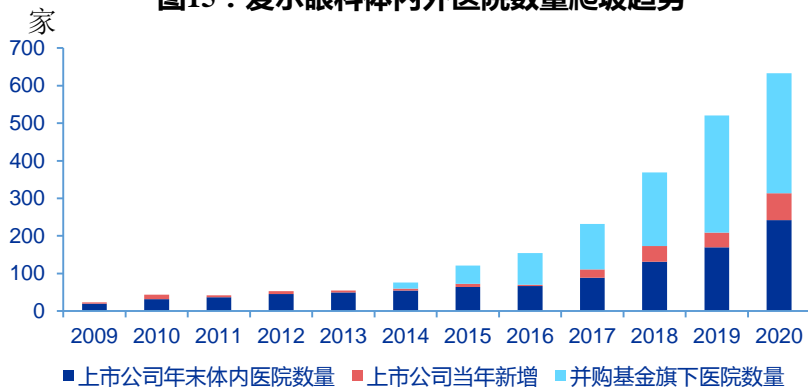


图16：爱尔眼科体内医院区域结构

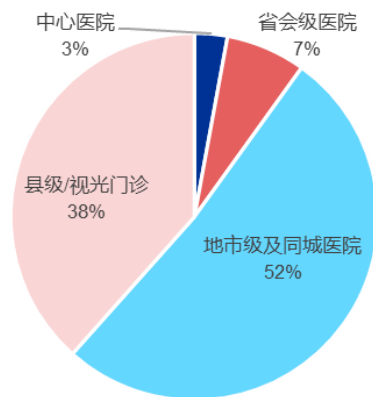
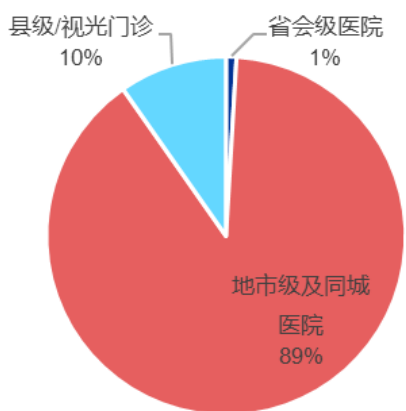


图17：爱尔眼科体外医院区域结构



➢ 海外版图：2016年布局香港（收购亚洲医疗集团100%股权）、美国（收购AW Healthcare 75%股权），2017年收购Clinical Bavaria（欧洲最大眼科集团），2019年收购ISEC（东南亚），全球版图已经成型。

图18：爱尔眼科全球布局（2020年）



图19：爱尔眼科海外区域营业收入构成



3.2.1 爱尔眼科

■ 全面领先布局，绝对的眼科王者

➤ 黄金眼科赛道，视光、屈光、白内障、眼病业务，爱尔已建立客户基础和品牌认知，技术迭代下量价齐升。

图20：2021年H1爱尔眼科收入按业务结构

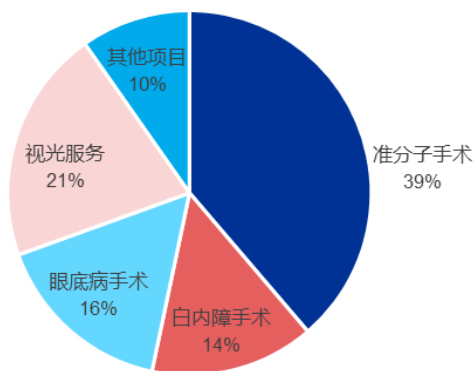


表4：眼科赛道各项业务长期空间预测

	患病率	适用人群 (百万)	治疗人数 (百万)	渗透率	2020年国内市场规模 (亿元)	远期渗透率 目标	市场空间 (亿元)	十年CAGR
屈光手术	近视眼发生率 48.5%	500	1.5	0.3%	200	1.5%	1125	18.85%
视光-角膜 塑形镜		111	2	1.8%	160	10%	666	15.33%
视光-配镜		700	150	21.4%	884	40.00%	1400	4.71%
白内障	四十岁以上发病率20%，六十岁以上发病率70%	130	4.5	3.5%	200	8%	832	15.32%
干眼症	21%	300	0.27	0.1%	15	1.50%	135	24.57%

资料来源：眼科行业协会，知网，申万宏源研究

➤ 干眼病业务：国内市场需求还待挖掘。我国的干眼发病率为21%，潜在干眼症患者超过2亿人。物理治疗方式主要有：Lipi flow（睑板腺热脉动治疗）、OPT（强脉冲光），主要适用于睑板腺功能障碍（MGD）。

表5：干眼病治疗方式梳理

	SPA	OPT（强脉冲光）	Lipi Flow（睑板腺热脉动治疗）
适用人群		睑板腺功能障碍相关的蒸发过强型干眼及混合型干眼	
治疗原理	雾化、热敷、按摩、冷敷	利用光子的特定波长、能量可以减轻睑板腺炎症，活化睑板腺腺体功能，减轻睑板腺开口堵塞。	唯一——一个已通过FDA、CE与CFDA三重认证的。其治疗原理，采用无药作用机制，将热量和压力传送到眼睑处，帮助清除被堵塞的腺体。
治疗频率	1次/周 4-5次/疗程	1次/2-4周，4次/疗程	1次/疗程
对比	稳定性一般	不易复发，稳定性较好	单次治疗效果能够维持6个月的时间，不易复发，稳定性好 舒适度高
治疗费用	150-200元/次	3600元/疗程	8000-11000元/次

3.2.2 通策医疗

■ 立足浙江，放眼全国

➤ 总院+分院，深耕浙江：公司凭借总院+分院发展模式具有出众盈利能力与扩张能力。

表6：2020年三大总院梳理

	开业时间	建筑面积（m ² ）	牙椅数（张）	2020年营业收入（亿元）	占公司营收比重	2020年净利润（亿元）	占公司净利润比重	单张牙椅营收（万/年）
杭州口腔平海路总院	2006	33000	410	5	23.95%	2.18	40.00%	121.95
杭州口腔城西分院	2008	15000	198	4.59	21.98%	1.34	24.59%	231.82
宁波口腔总院	2007年开业 2020年扩建	26000	194	1.26	6.03%	0.29	5.32%	64.95

➤ 浙江省内持续开拓，蒲公英计划+总院扩建快速稳步推进，奠定成长潜力。

图21：2017-2020年浙江省内牙椅数量及产出

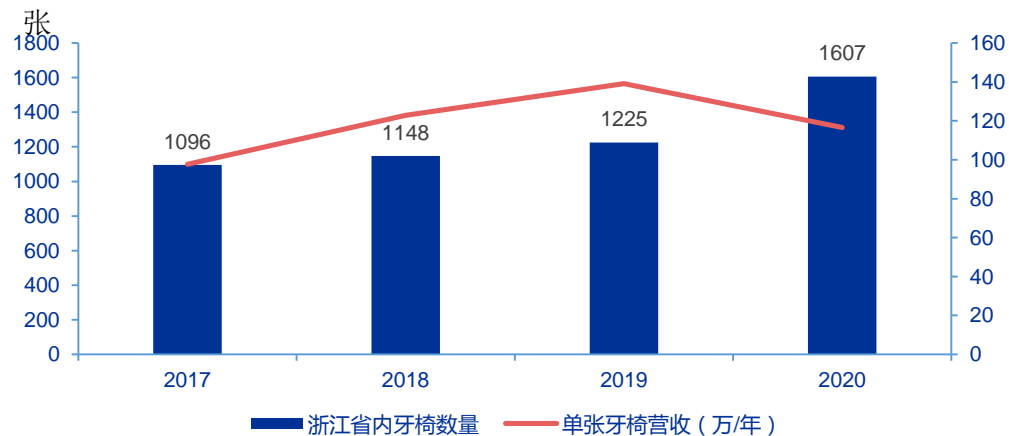


表7：通策医疗浙江省开院/扩建计划

定位	医院	规划面积（m ² ）	规划牙椅数（张）	投入使用时间
中心医院	杭州口腔医院紫金港中心医院	58868	540	预计2023年
	望江分院		100	预计2024年
总院扩建	城西新总部	21000	250	预计2023年
分院建设	蒲公英医院		150	

3.2.2 通策医疗

■ 立足浙江，放眼全国

- 蒲公英计划省内稳步扩建：2018年6月提出省内扩张的蒲公英计划，在浙江省内的各县市区由公司联合医生集团和合伙人共同出资建设分院，蒲公英约1500万元(房租、装修、设备)投入，牙椅数量30-100张。

表8：2019-2021年蒲公英开设情况

门店	城市	开业时间	股权结构
德清分院	湖州	2019年5月	51%杭口，15%蒲公英基金，5%王维倩
奉化分院	宁波	2019年7月	51%宁口，17%高源，9%蒲公英基金，23%其他
柯桥分院	绍兴	2020年3月	51%杭口，24%蒲公英基金
普陀分院	舟山	2020年4月	51%宁口，17%蒲公英基金
下沙分院	杭州	2020年4月	51%杭口，19%蒲公英基金
镇海分院	宁波	2020年4月	51%宁口，12%蒲公英基金
临平分院	杭州	2020年5月	51%杭口，16%蒲公英基金
台州分院	台州	2020年12月	51%杭口，14%蒲公英基金，35%祝莹颖
和睦分院	昂周	2021年3月	52%杭口，20%赵敏，20%李小凤，8%宋佳丽
富阳分院	杭州	2021年3月	51%杭口，34%蒲公英基金
嘉兴分院	嘉兴	2021年3月	51%杭口，37.5%蒲公英基金
临安分院	杭州	2021年3月	100%杭口
桐庐分院	杭州	2021年4月	51%杭口，9%蒲公英基金
温州分院	温州	2021年7月	70%杭口，30%钱建华

- 省外存济医院孵化中：2018年武汉存济口腔开业，2019年重庆存济口腔开业，2020年西安存济医学中心开业，成都存济医院2021年下半年开业，上海和广州正在筹备存济医院。

表9：省外存济医院

医院	开业时间	面积	收入（百万）			
			2018	2019	2020	2021H1
武汉存济	2018年1月	1.8万m ²	18	36	44	35
重庆存济	2019年2月	2万m ²		5	6	5
西安存济	2020年10月	6.8万m ²			5	12
成都存济	2021年9月	3万m ²				

3.2.3 雍禾植发

➤ 雍禾：国内绝对的植发行业龙头。

- 雍禾医疗创始人张玉，于2005年开始在北京经营植发业务，2010年正式成立雍禾品牌。
- 雍禾医疗是国内植发行业的开创者和领路人，是中国唯一拥有植发技术自主知识产权的植发机构，也是国内唯一通过国际化标准组织ISO9001：2008权威认证的植发机构。

图22：雍禾医疗发展历程



图23：2017-至今雍禾医疗门店数量扩张节奏

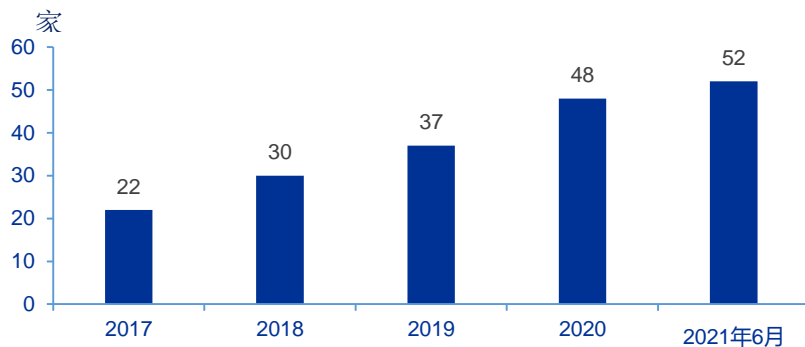
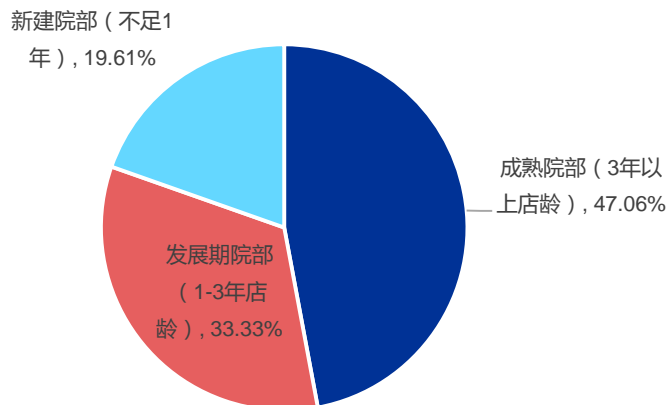


图24：2020年雍禾医疗门店店龄结构

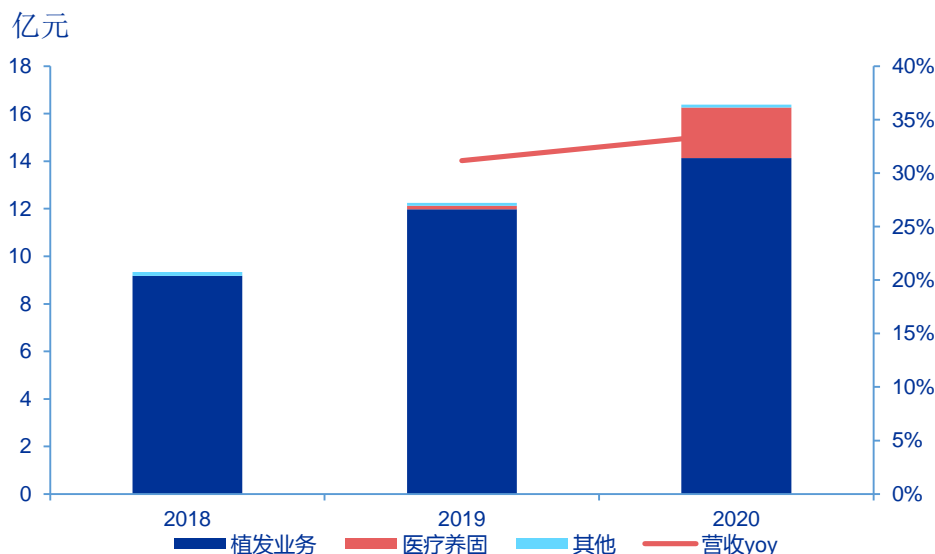


3.2.3 雍禾植发

➤ 雍禾：养固业务正逐年提升占比。

- 自2019年开始，雍禾开始提供医疗养固服务，按照「店中店」模式在每家植发医疗机构建立史云逊医学健发中心，目前已在51家机构都内设史云逊医学健发中心。
- 医疗养固业务2020年收入占比已达13%，患者数量达5.91万人，人均客单价达3606元，且复购率从2019年的15.6%提升至2020年的28.9%。客单价和复购率还有望进一步提升。

图25：2018-2020年雍禾营收结构



资料来源：雍禾招股说明书，申万宏源研究

图26：史云逊健发中心门店图



图27：史云逊健发中心部分套餐列示

团购		随时退	过期退
头皮深层清洁	[头皮检测] [头部Spa] 头皮深层清洁...	购买	半年消费53
¥99	¥473		
必须预约	2人团¥89/人		
头皮清洁止痒	[头皮检测] 头皮清洁止痒 (O2+sd)	购买	半年消费32
¥139	¥473		
必须预约			
头皮控油调理	[深层清洁] [头皮护理] 头皮控油调理	购买	半年消费22
¥199	¥758		
必须预约			
头皮消炎止痒	[健康洗发] [头部养护] 头皮舒缓止痒	购买	半年消费10
¥199	¥758		
必须预约			
毛发健康检测	[头皮检测] [检测] 毛囊健康检测	购买	
¥1	¥28		
必须预约			

资料来源：大众点评网，申万宏源研究

3.2.3 雍禾植发

➤ 雍禾有望成长为百亿收入规模的植发龙头。

- 通过建立单店收入模型，根据不同人口数量城市类别进行预测，国内植发行业有望孕育出百亿收入规模的植发龙头机构。2020年底雍禾国内达到48家，收入规模仅16亿，还有大幅成长空间。

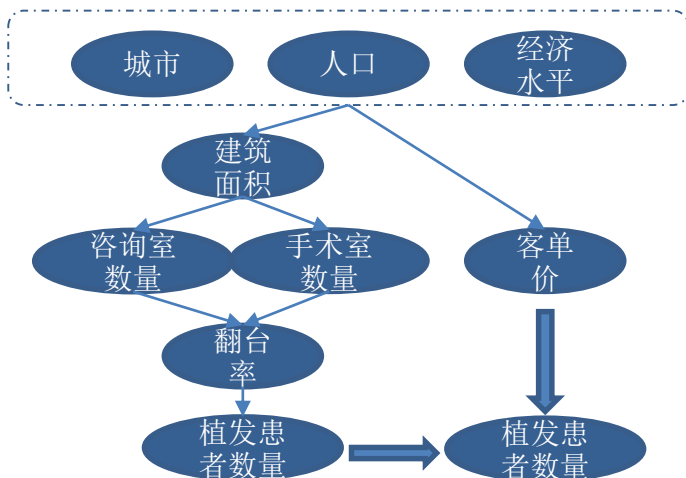


表10：植发机构单店收入模型

参数	
建筑面积	2000m ²
咨询室数量（个）	4
手术室数量（个）	3
翻台率（次）	3
患者人数（人）	2700
客单价（元）	25000
单店收入规模（万元）	6750

表11：连锁植发机构收入空间预测

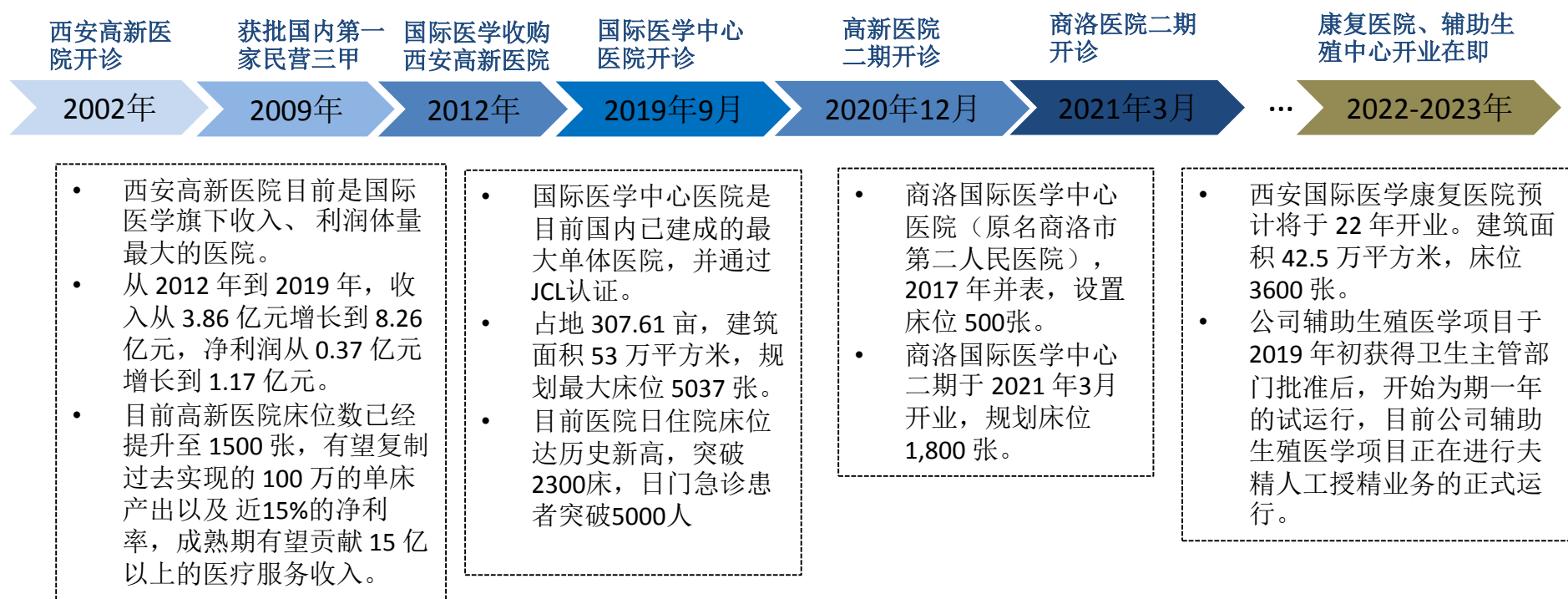
	1500万以上人口城市	1000-1500万人口城市	500-1000万人口城市
城市数量（个）	6	12	73
门店规划面积（m ² ）	8000	4000	2000
咨询室数量（个）	12	8	4
手术室数量（个）	10	6	3
翻台率（次）	5	4	3
患者人数（个）	15000	7200	2700
客单价（元）	35000	30000	25000
单店收入规模（万元）	52500	21600	6750
收入总规模（亿元）	31.5	25.92	49.275

3.2.4 国际医学

■ 盈利拐点在即，稀缺的民营综合医院

- 国际医学为国内稀缺的民营综合医院标的，经过多年布局打造了西北五省最强的民营医疗体系。
- 国际医学从最初的高新医院800张床位，到目前三大院区及至四家医院 12000 张床位的规划，完成了综合+专科医院的全方位布局。

图28：国际医学集团旗下医院梳理



3.2.4 国际医学

■ 盈利拐点在即，稀缺的民营综合医院

- 西安高新医院目前是国际医学旗下收入、利润体量最大的医院，并表以来收入规模基本保持稳步增长。

图29：2012-2021H1高新医院收入水平

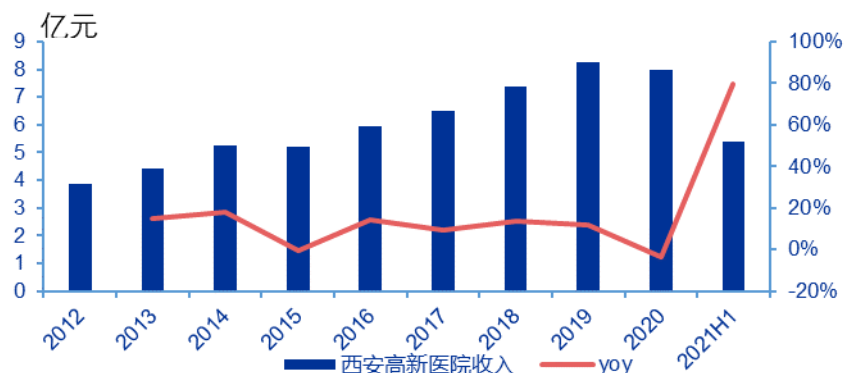


图30：2012-2021H1高新医院净利润水平



- 国际医学中心医院，2019年开业以来，诊疗量及经营规模快速增长，盈利逐步改善。

图31：国际医学中心医院单日在院患者量爬坡趋势

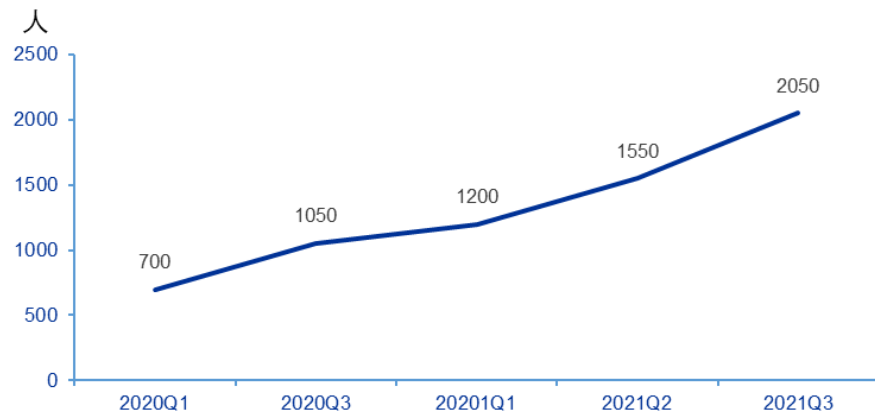
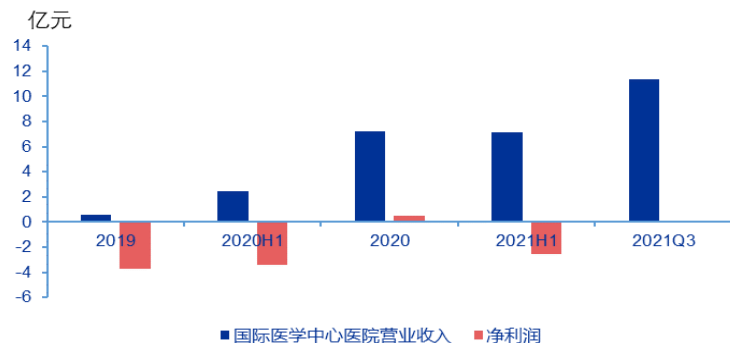


图32：国际医学中心医院收入和净利润爬坡趋势



注：2021Q3净利润未披露。

主要内容

1. 药械价格改革先行，医疗服务价格改革正当时
2. 价值回归初探：以试点城市看医疗服务价格改革方向
3. 相关公司分析
4. 风险提示

4.1 风险提示

- **个股内生外延整合不及预期**：医疗服务的标的主线逻辑之一是外延扩张，包括自建和并购，但竞争环境、执照获批、现金流、消费力等多方面因素，都会对外延扩张进度产生一定影响。
- **医疗质量规范风险**：医院或诊所以从事手术或诊断相关业务为主，医生操作规范、个体病例的突发情况，都会对医疗效果产生不确定性影响，医疗机构都存在医疗质量规范风险。
- **疫情风险**：国内散发的新冠病例对医院或诊所的客流造成一定影响，如中高风险地区存在门诊暂停营业的情况，对短期业绩会造成一定波动。

4.2 相关上市公司估值表

表12：重点上市公司估值表

证券代码	证券简称	2021/12/27		预测EPS（元，港股单位为港币）				PE		
		收盘价（元）	总市值（亿元）	2020A	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
300015.SZ	爱尔眼科	43.99	2,333.82	0.42	0.43	0.57	0.74	102	77	59
600763.SH	通策医疗	200.36	620.44	1.54	2.30	3.05	4.00	87	66	50
000516.SZ	国际医学	11.14	251.95	0.02	-0.22	0.10	0.23	-51	111	48
2279.HK	雍禾医疗	16.10	83.71	0.39	0.24	0.44	0.63	67	37	26

资料来源：wind，申万宏源研究

注：盈利预测为wind一致预期；港股单位为港币

信息披露 证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东A组	陈陶	021-33388362	chentao1@swyhsc.com
华东B组	谢文霓	021-33388300	xiewenni@swyhsc.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swyhsc.com
华南组	陈左茜	0755-23832751	chenzuoxi@swyhsc.com

A股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

港股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (BUY)	：股价预计将上涨20%以上；
增持 (Outperform)	：股价预计将上涨10-20%；
持有 (Hold)	：股价变动幅度预计在-10%和+10%之间；
减持 (Underperform)	：股价预计将下跌10-20%；
卖出 (SELL)	：股价预计将下跌20%以上。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

本报告采用的基准指数：恒生中国企业指数 (HSCEI)

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司<http://www.swsresearch.com>网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。

简单金融·成就梦想

AVirtueofSimpleFinance



申万宏源研究微信订阅号



申万宏源研究微信服务号

上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)

陈烨远
chenyy@swsresearch.com