

2016年01月15日

急需康复的中国

——康复医疗行业深度报告

看好

相关研究

"新医疗：下一个五年的投资机会之七种武器_2015-11-15" 2015年11月25日
"分享医疗服务行业变革的投资机会：医疗服务行业深度报告_2014_02-24" 2014年2月24日

证券分析师

杜舟 A0230514080008
duzhou@swsresearch.com

研究支持

孙辰阳 A0230115080002
suncy@swsresearch.com

联系人

周子露
(8621)23297818×7456
zhouz@swsresearch.com

本期投资提示：

- **康复医疗：四大医学之一，我国目标建立完善三级康复医疗体系。**康复治疗与临床、保健、预防合称为“四大医学”，其通过理疗、作业、运动等疗法减轻、弥补和重建人的功能障碍。按病种分，康复医疗包括：神经系统疾病康复（脑卒中等）、骨关节肌肉疾病和伤残康复（截肢骨折等）、心血管及呼吸系统疾病康复、老年康复、儿童疾病康复、精神残疾康复等六大类。2011年颁布的《关于开展建立完善康复医疗服务体系试点工作的通知》则明确提出我国将要学习发达国家，**建立完善的三级康复医疗体系，即：(1)急性期：综合医院(2)康复期：康复医院(3)长期随访期：社区医院的三级康复医疗体系。**
- **六大要素共振，促进康复医疗产业爆发性增长。**中国康复医疗产业方兴未艾，处于发展初期，即将迎来高速增长黄金时期。中国康复医疗体系中的六大要素协同共振，促进产业爆发性增长：**(1)市场需求巨大：**中国康复市场规模现今为200亿元，据我们预测未来整个市场规模至少上千亿元。**(2)供给不足：**我国康复医护人员、康复医疗机构与发达国家相比严重不足。**(3)与综合性医院上下游协同：**康复医疗机构与综合医院是合作非竞争竞争关系，综合性医院的康复患者通过转诊至合作康复医疗机构，可以帮助综合医院提升营收与病床周转率，促进双方收益率与运营效率的提升。**(4)助力医保控费：**康复医院的每日费用支出远低于综合性医院，而其提供的康复服务更加专业；专业的康复服务使患者更好、更快康复，从而减少了后期的医疗支出，从而从根本上助力国家医保控费。另外，我国需要进一步制定、完善、执行更加标准化、精细化的康复评定、诊疗、报销制度。**(5)符合国家“新医改”方向：**大力发展康复医疗，可促进分级诊疗，急性期大病到大型综合医院，康复期到专业的康复医院，解决大医院看病难看病贵的问题。**(6)高度关注康复智能：**未来康复机器人、康复机械化、康复信息化及互联网医疗的发展，将对康复医疗产业产生大的促进作用，需要高度关注。
- **中国康复产业发展之路：新建增量，盘活存量。**未来康复医院扩容可通过：新建康复医院；或与综合医院合建康复中心、二级及以下综合医院转型康复医院相结合的方式。在我国，康复医院的净利润同样有望达到10%-15%。**(1)如澳洋科技，**其旗下顺康医院，2014年康复医疗业务收入1300万，净利润195万，净利率在15%以上，公司2.59亿建设新的康复医疗项目，包括新建一所港城康复医院和合建30家连锁康复科室，预计建设周期三年，建成后项目年均销售收入1.78亿，年均税后利润4522万。**(2)湖南发展旗下的湘雅博爱康复医院，**2012年正式投入运营，14年收入1亿元，达到盈亏平衡，2015年预期收入1.5亿，净利润约1600万元，净利率约10%。
- **他山之石：美国康复产业发展之路。**美国康复医疗行业经历了四大发展时期，医保支付变革促进康复医疗产业发展。急性期康复周期缩短直接导致患者对急性后康复治疗需求猛增，使康复专科医院得到迅猛发展。**HealthSouth 是全美最大的住院康复连锁医疗机构，**旗下拥有22000雇员，运营着107家康复医院、29家康复诊所、165家家家庭康复机构，7095张床位。公司1984在美国阿拉巴马州伯明翰市建立，1986年纳斯达克IPO，公司采取大举扩张、连锁经营的模式。使HealthSouth真正进入高速发展的是世纪90年代一系列总价值超过25亿美元的大型并购活动，期间公司收入盈利水平不断增强，同时股价也随之攀升。
- **投资建议：**康复医疗在我国处于发展初期，正在高速爆发性增长的前夜。许多上市公司积极布局介入康复医疗服务行业，如我们2014年发布的医疗服务行业深度报告，我们看好：**(1)“背靠大树”：**拥有“大树”医疗资源（拥有基地医院可对外输出品牌、管理、医师人才等）**(2)复制扩张：**拥有好的扩张复制能力和商业模式（如澳洋科技的“轻重资产相结合”，以旗舰医院为核心，计划与30-50家医院建立合作连锁康复中心）**(3)对接导流：**与当地及扩张地区的综合性医院用良好合作关系可导流。符合三类标准的上市公司。**重点关注推荐：(1)康复医疗龙头：澳洋科技、湖南发展(2)积极布局，潜力较大：和佳股份、华邦健康、万方发展、汉森制药(3)康复机械及康复机器人：金明精机、东富龙。**



投资案件

投资评级与估值

康复医疗在我国处于发展初期，正在高速爆发性增长的前夜。许多上市公司积极布局介入康复医疗服务行业，如我们 2014 年发布的医疗服务行业深度报告，我们看好：**(1)“背靠大树”**：拥有“大树”医疗资源（拥有基地医院可对外输出品牌、管理、医师人才等）**(2)复制扩张**：拥有好的扩张复制能力和商业模式（如澳洋科技的“轻重资产相结合”，以旗舰医院为核心，计划与 30-50 家医院建立合作连锁康复中心）**(3)对接导流**：与当地及扩张地区的综合性医院用良好合作关系可导流。符合三类标准的上市公司。**重点关注推荐**：**(1)康复医疗龙头**：澳洋科技、湖南发展 **(2)积极布局，潜力较大**：和佳股份、华邦健康、万方发展、汉森制药 **(3)康复机械及康复机器人**：金明精机、东富龙。

关键假设点

医疗服务改革顺利推进，逐步建立完善三级康复医疗体系

康复医疗市场规模持续快速增长

有别于大众的认识

(1) 市场认为康复医疗在我国现存规模较小，未来潜力不大；我们认为康复医疗在我国随处发展初期，但未来潜力巨大，据我们预测未来整个市场规模至少上千亿元。

(2) 市场认为康复医疗扩张速度受限、盈利能力较低；我们认为康复医疗在我国已进入爆发增长的黄金时期，上市公司等可通过新建康复医院、或与综合医院合建康复中心、二级及以下综合医院转型康复医院相结合的方式。从盈利能力来讲，在我国康复医院的净利润同样有望达到 10%-15%，现金流好，盈利稳定。国家大力促进医疗服务改革，鼓励民营资本介入医疗服务领域，国家医保进一步完善康复医疗的医保报销制度。

股价表现的催化剂

上市公司加速介入（新建、并购、共建等）康复医疗领域；旗下康复医疗机构盈利超预期

政府政策进一步促进鼓励康复医疗发展；加快发展社会办医的政策进一步落实；国家加快建立完善三级康复医疗体系

康复医疗医保政策进一步优化落实，增加纳入可报销的康复种类、康复机构等

核心假设风险

政府医疗服务改革力度及进度低于预期

上市公司在康复医疗机构的推进进度（新建、并购、共建等）不达预期

上市公司旗下康复机构运营及盈利能力提升低于预期

目 录

1. 康复医疗：6大要素共振，促爆发增长	6
1.1 康复医疗：四大医学之一	6
1.2 康复医疗产业链：上中下游	8
1.3 我国建立三级康复医疗体系	9
1.4 中国康复医疗：6大要素共振，促进爆发增长.....	9
2. 中国康复医疗：需求巨大、供给不足	11
2.1 2016年，我国康复医疗行业进入黄金爆发期	11
2.2 中国康复医疗：千亿级市场，需求巨大	11
2.3 中国康复医疗：供给不足	13
2.4 国家政策破冰：大力支持康复医疗发展	16
2.5 中国康复医疗：与综合医院的上下游协同	17
2.6 中国康复医疗：助力医保控费	18
3. 中国康复医疗发展之路	20
3.1 政府政策大力支持	20
3.2 增量思维，建立新医院	21
3.3 存量思维，盘活现有资源	24
4. 智能康复：高度关注康复机器人+康复信息化	26
5. 他山之石：美国康复医疗发展之路	28
5.1 医保支付变革促进康复医疗产业发展	28
5.3 美国康复医疗龙头 HealthSouth	30
6. 投资建议	33

图表目录

图 1: 康复医疗图例	6
图 2: 康复医疗机构分类	8
图 3: 康复医疗产业链	8
图 4: 我国三级康复医疗体系	9
图 5: 中国康复医疗体系六大要素共振	10
图 6: 我国康复医疗市场规模预测	11
图 7: 2012 年全国康复科就诊人次	12
图 8: 山东居民康复治疗认识程度抽样调查	12
图 9: 山东居民康复治疗认知途径	12
图 10: 我国脑卒中发病率	13
图 11: 2007 年我国脑卒中致残率、死亡率、复发率	13
图 12: 我国 60 岁以上人口数量预测 单位: 亿	13
图 13: 我国人口两周患病率统计	13
图 14: 康复治疗床位占全国医疗机构总床位比	14
图 15: 康复治疗从业人员占医疗卫生从业人员总数比	14
图 16: 我国医院收入结构失衡	16
图 17: 中、美、德平均住院天数对比	17
图 18: 湘雅医院、博爱康复医院床日收费对比 (元)	19
图 19: 澳洋顺康医院 2014 年营收分解 (万元)	22
图 20: 澳洋顺康医院 2014 年净利润分解 (万元)	22
图 21: 澳洋顺康医院康复业务 2014 年盈利状况	23
图 22: 澳洋募投康复医疗项目盈利预测	23
图 23: 湘雅博爱盈利周期为 3 年, 净利率低于 10%	23
图 24: 各类医院盈利周期对比	23
图 25: 二、三级综合医院诊疗人数对比	24
图 26: 智能化穿戴式康复器械	26
图 27: 智能化下肢康复器械	26
图 28: 智能上肢康复机器人	26

图 29: 智能外骨骼机器人	26
图 30: 远程康复治疗示意图	27
图 31: 美国康复医学发展历程	28
图 32: 发达国家地区三级康复体系	29
图 33: HealthSouth 康复机构分布图	30
图 34: HealthSouth 2008-2014 年旗下医院数	30
图 35: HealthSouth 2008-2014 年旗下床位数	30
图 36: HealthSouth 下属医院近年盈利稳定	31
图 37: HealthSouth 近年股价走势	31
图 38: 1994-1997 年公司旗下康复床位数	32
图 39: 1994-1997 年公司旗下医院数	32
图 40: 1994-1997 年公司盈利水平快速提升	32
图 41: 1994-1997 年公司股价大幅跑赢指数	32
表 1: 康复治疗按病种分类	7
表 2: 康复治疗按治疗方式分类	7
表 3: 康复从业者分类	15
表 4: 政策不断出台支持康复医疗发展	17
表 5: 康复治疗报销项目	18
表 6: 政策推进为社会办医铺平道路	20
表 7: 康复专科与综合医院竞争力对比	21
表 8: 综合、康复基本人员配置对比	22
表 9: HealthSouth 高速发展期并购案	31
表 10: 康复医疗重点公司相对估值表	39

1. 康复医疗：6大要素共振，促爆发增长

1.1 康复医疗：四大医学之一

康复医学是一门新兴的学科，是20世纪中期出现的一个新的概念。康复医学和预防医学、保健医学、临床医学并称为“四大医学”，它是一门以消除和减轻人的功能障碍，弥补和重建人的功能缺失，设法改善和提高人的各方面功能的医学学科，也就是功能障碍的预防、诊断、评估、治疗、训练和处理的医学学科。康复治疗按病种可分为6大类：神经系统疾病康复（脑卒中等）、骨关节肌肉疾病和伤残康复（截肢骨折等）、心血管及呼吸系统疾病康复、老年康复、儿童疾病康复、精神残疾康复等。康复治疗按治疗方法可分为6大种：物理治疗康复、作业治疗、言语治疗、心理治疗、康复工程、中医疗法等。

图 1：康复医疗图例



表 1：康复治疗按病种分类

种类	细分病种
神经系统疾病和伤残	脑损伤:脑卒中(偏瘫及其他残疾),颅脑损伤,帕金森病,儿童脑性瘫痪;脊髓损伤:截瘫、四肢瘫及其他残疾;周围神经疾病和损伤,脊髓灰质炎(小儿麻痹)后遗症等
骨关节肌肉疾病和伤残	截肢、断肢再植术后,腰腿痛及颈椎病,手外伤,各类关节炎、关节置换术后,骨折后及骨关节其他手术后,脊柱侧弯畸形
心血管及呼吸系统疾病	冠心病(冠状动脉搭桥术后、急性心肌梗塞后),原发性高血压病,周围血管疾病,慢性阻塞性肺部疾患
老年康复	帕金森病、骨质疏松症、老年性痴呆等
儿童疾病康复	脑性瘫痪、智力发育迟滞、孤独症等
精神残疾	精神病,精神神经症

资料来源:申万宏源研究

表 2：康复治疗按治疗方式分类

治疗方式	内容
物理治疗	物理因子(如光、电、磁以及传统医学中的物理方法作用于患病机体,引起体内一系列生物学效应,达到消除病因改善功能的作用
作业治疗	通过对日常生活的功能性活动进行锻炼以达到改善功能的作用
言语治疗	利用较强听觉和语言刺激对聋哑、语言功能障碍患者进行治疗,改善患者语言功能
心理治疗	用心理学方法,通过语言或非语言因素,对患者进行训练、教育和治疗,用以减轻或消除身体症状,改善心理精神状态
康复工程	以各种工艺技术为手段,使用康复器械帮助残疾人最大限度地开发潜能,恢复其独立自主能力
中医疗法	以针灸、推拿、中药等传统中医手段调节患者身体状况,达到改善功能的作用

资料来源:申万宏源研究

世界卫生组织指出:残疾并不是注定要发生的,也并不是不可控制的。利用现有的技术可以使至少 50%的残疾得以控制或使其延迟发生。在发达国家,康复治疗在整个治疗过程中扮演着极为重要的角色,可以说 70%疗效在临床、30%疗效在康复。据统计,发达国家“中风”的残疾率为 30%左右,而在中国,残疾率则高达 75%以上,主要原因就是患者缺少康复治疗环节。在脑血管意外存活患者中,积极康复治疗可使 90%患者重新获得行走和生活自理能力,30%患者恢复工作。若不进行康复治疗,上述两方面恢复者仅为 6%和 5%。在儿童先天残障领域,如语言障碍、听力障碍、运动障碍等,尽早接受康复治疗,有极大可能得到治愈,获得正常生活。

康复治疗机构可分为：康复医院（康复专科医院）、康复科（综合医院中的康复科）、康复门诊（康复诊所）、康复医疗院、准康复医疗机构（如长期留治机构、病残护理院等）等。

图 2：康复医疗机构分类

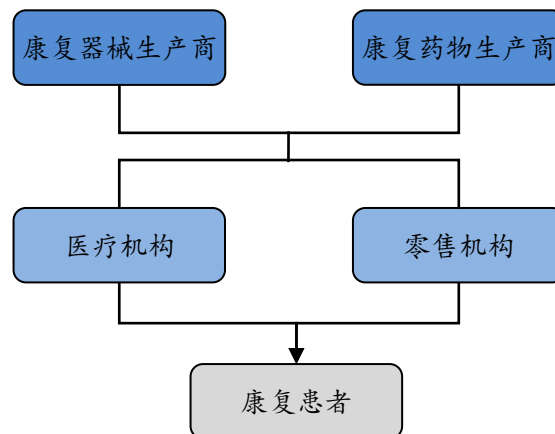


资料来源：申万宏源研究

1.2 康复医疗产业链：上中下游

康复医疗产业链大致可以分为三个部分：上游是康复器械、药物生产商；中游是包括综合医院康复科、康复医院、社区康复中心等在内的康复医疗机构，以及部分出售康复药物及器械的零售药店等机构；终端则是需要接受康复治疗的患者。

图 3：康复医疗产业链



资料来源：申万宏源研究

1.3 我国建立三级康复医疗体系

国家政策大力支持。随着我国医疗卫生体系改的的不断深化，近年来中央不断推出政策，拉开康复医疗发展大幕。2010年颁布的《关于将部分康复项目纳入基本医疗保障范围的通知》首次将九项康复项目纳入医保支付范围，标志着康复医疗正式得到政府支持；2011年颁布的《关于开展建立完善康复医疗服务体系试点工作的通知》则明确提出我国将要学习发达国家，建立完善的三级康复医疗体系：**(1)急性期：综合医院(2)康复期：康复医院(3)长期随访期：社区医院**，的三级康复医疗体系

图 4：我国三级康复医疗体系



资料来源：申万宏源研究、政府文件

1.4 中国康复医疗：6大要素共振，促进爆发增长

康复医疗产业是医疗服务行业的一个重要组成部分，在美国等发达国家，康复医疗已经历了高速发展，非常成熟，在其全民医疗服务体系中发挥中重要作用。中国康复医疗产业方兴未艾，处于发展初期，即将迎来高速增长黄金时期。**中国康复医疗体系中的六大要素协同共振，促进产业爆发性增长：**

(1)我国康复医疗市场需求巨大：中国康复市场规模现今为 200 亿元，据我们预测未来整个市场规模至少上千亿元。我国的康复患者需要更好的康复服务，更好的康复疗效，以及减轻自己的医疗负担。

(2)供给不足，新建增量与盘活存量是发展方向：我国康复医护人员、康复医疗机构严重不足，每 10 万人口 1.2 名康复医师和 1.1 名康复治疗师，与欧美日本等发达国家每 10 万人口 30 至 70 人相比严重不足。未来提升供给可通过：新建康复医院；或与综合医院合建康复中心及二级及以下综合医院转型康复医院相结合的方式进行。

(3)与综合性医院上下游协同：康复医疗机构与综合医院是合作非竞争关系，二者分处于医疗服务产业链的上下游；综合性医院的康复患者通过转诊至合作康复医疗机构，可以帮助综合医院提升营收与病床周转率，促进双方收益率与运营效率的提升。

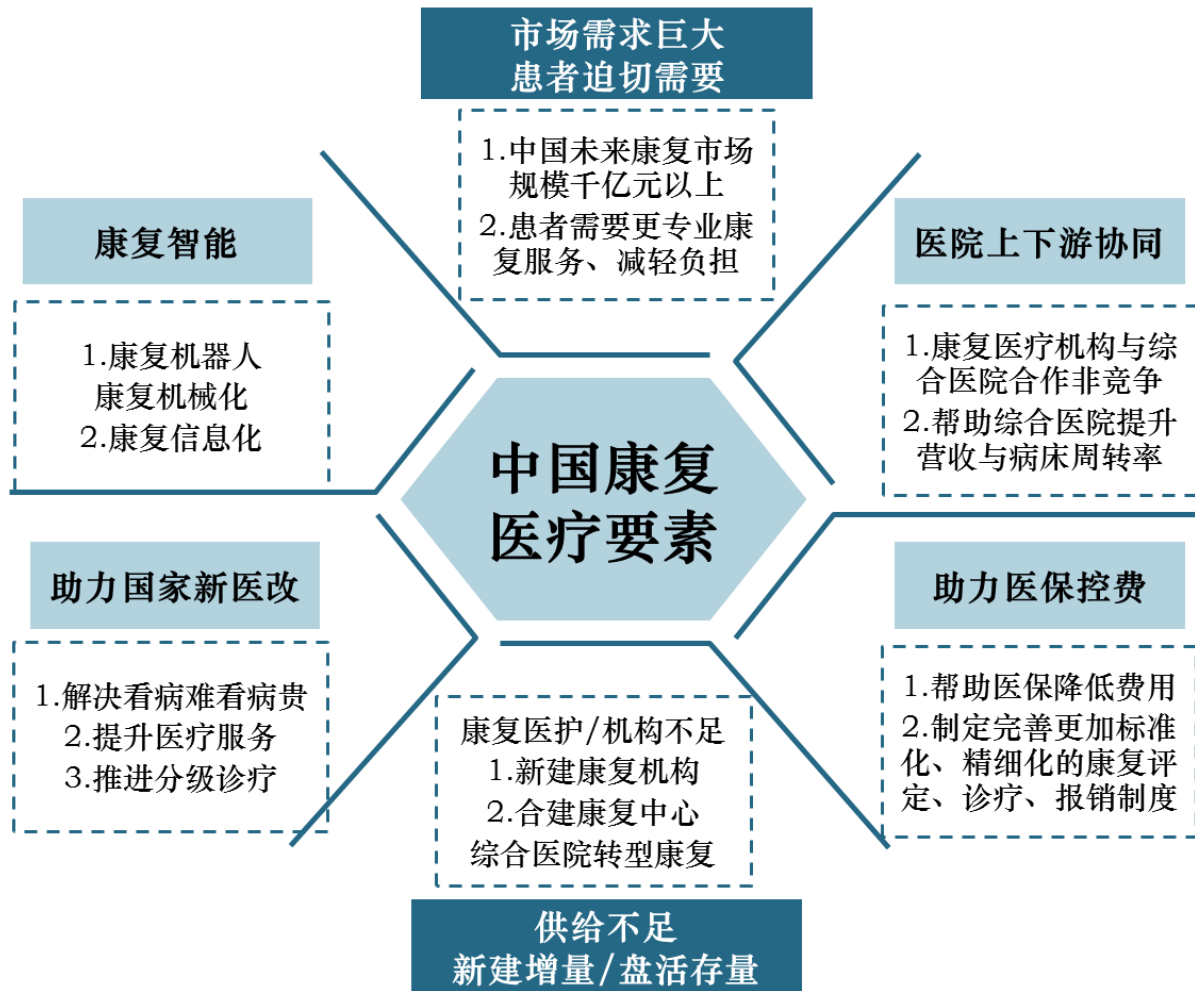
(4)助力医保控费：康复医院的每日费用支出远低于综合性医院，而其提供的康复服务更加专业；专业的康复服务使患者更好、更快康复，从而减少了后期的医疗支出，从而从

根本上助力国家医保控费。另外，我国需要进一步制定、完善、执行更加标准化、精细化的康复评定、诊疗、报销制度。

(5)符合国家“新医改”方向：大力发展康复医疗，可促进分级诊疗，急性期大病到大型综合医院，康复期到专业的康复医院，解决大医院看病难看病贵的问题，促进专业分工，提升国家整体医疗服务质量。

(6)高度关注康复智能：未来康复机器人、康复机械化、康复信息化及互联网医疗的发展，将对康复医疗产业产生大的促进作用，需要高度关注。

图 5：中国康复医疗体系六大要素共振



资料来源：申万宏源研究

2. 中国康复医疗：需求巨大、供给不足

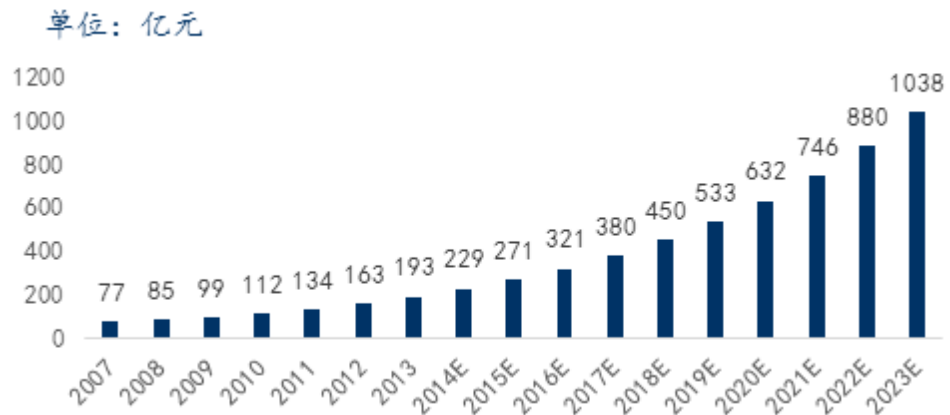
2.1 2016 年，我国康复医疗行业进入黄金爆发期

中国康复医疗产业方兴未艾，处于发展初期，市场需求巨大，而供给严重缺乏。康复医疗符合国家医改的大方向：促进分级诊疗，促进医保控费，提高专业康复医疗服务效率与质量，从康复医疗的角度解决老百姓看病难、看病贵的问题。随着国家政策的促进，民营资本加大力度介入医疗服务（特别是康复医疗行业），新建增量，盘活存量，合作共建，合作共赢，2016 年，我国康复医疗行业进入到黄金发展的爆发期。相较发达国家已经极为成熟的康复医疗体系，我国康复医疗行业需求巨大，供给严重不足，这是挑战，更是机遇。

2.2 中国康复医疗：千亿级市场，需求巨大

中国康复医疗：千亿级市场。数据显示到 2013 年，目前美国康复医疗市场规模在 200 亿美元左右（人均 80 美元），若包括长期护理在内则有 2000 亿美元；而同期我国国内康复医疗市场规模仅有 200 亿人民币（人均 15 元人民币）。如果按照基本满足我国康复需求的水平测算，则市场规模将会在 1000 亿人民币以上，而如果按照发达国家标准，则市场规模会在 6000 亿人民币以上。据预测，至 2023 年我国康复医疗产业规模有望达到 1038 亿元，年复合增长率不低于 18%。

图 6：我国康复医疗市场规模预测



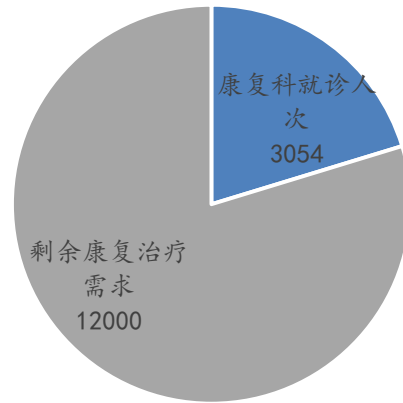
资料来源：申万宏源研究

根据第二次残疾人抽样调查结果，我国自 2010 年起拥有超过 8500 万残障人士，涉及 2.6 亿家庭，其中有康复需求的残障人士占总残障人数的 70% 以上，超过 5950 万。同时，我国正逐渐步入老龄化社会，人口整体发病率逐步提高。据民政部统计：至 2012 年我国 60 岁以上人口已达到 1.94 亿，其中大约 50%，即接近 1 亿的老年人口有康复需求。而目前需要康复治疗的人群中超过 4/5 都没能及时接受正规的康复治疗。

图 7：2012 年全国康复科就诊人次

仅5分之1康复需求得到满足
单位：万人次

- 康复科就诊人次
- 剩余康复治疗需求



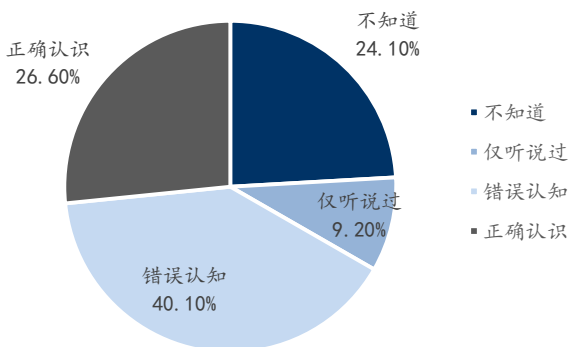
资料来源：申万宏源研究、卫生统计年鉴

社会认知不足。我国绝大部分患者依旧持有“以药养病”的观念，怀疑康复治疗的效果，甚至一部分人群根本不知道康复医疗的存在。而医生在患者脱离急性期之后也往往只是提出康复训练的建议，并不会为患者安排详细的康复治疗计划，导致患者错过最佳康复时机。以我国地方情况为例，广东术后接受康复治疗病人的比例约为 7%—8%，而在苏州，这一比例低于 5%。

根据一份山东中医药大学于 2014 年对山东省社区居民的抽样调查统计结果来看，有 24.1%的居民不知道康复治疗，9.2%的居民仅仅是听说过康复治疗，40.1%的居民简单的把康复治疗当做护理或者理疗。在知道康复治疗的 337 人中，只有 13.6%的居民是从通过医生介绍知道的，这也导致了社会大众对于康复治疗作用的认识偏差，其中超过 10%的居民不知道康复治疗可以用治疗哪些疾病。

图 8：山东居民康复治疗认识程度抽样调查

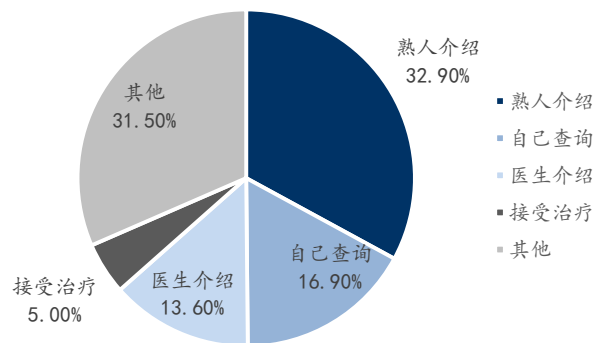
山东地区康复治疗普遍为正确认知不到三成



资料来源：申万宏源研究整理、山东中医药大学

图 9：山东居民康复治疗认知途径

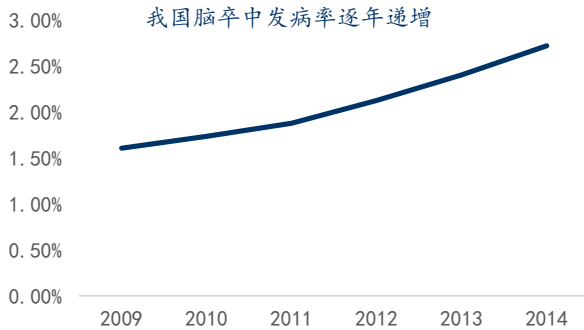
仅13%居民从医生处得知康复治疗



资料来源：申万宏源研究整理、山东中医药大学

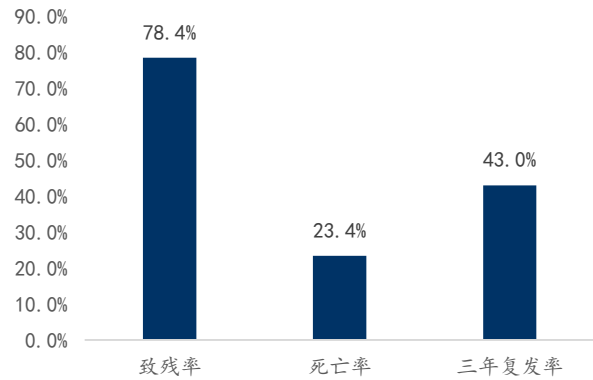
需求持续增加。正如我们之前提到的，我国目前有 5950 万有康复需求的残障人士，同时，我国正逐渐步入老龄化社会，人口整体发病率逐步提高，以脑卒中为例，我国脑卒中致残率、死亡率居高不下，且康复意识缺失导致的反复发病现象尤为严重。另外根据联合国人口司预测，我国 60 岁以上人口将会在 2020 年达到 2.45 亿，其中大约 50% 的老年人口有康复需求。

图 10：我国脑卒中发病率



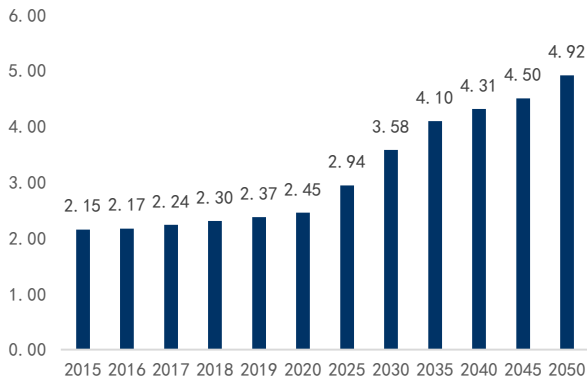
资料来源：申万宏源研究、卫计委

图 11：2007 年我国脑卒中致残率、死亡率、复发率



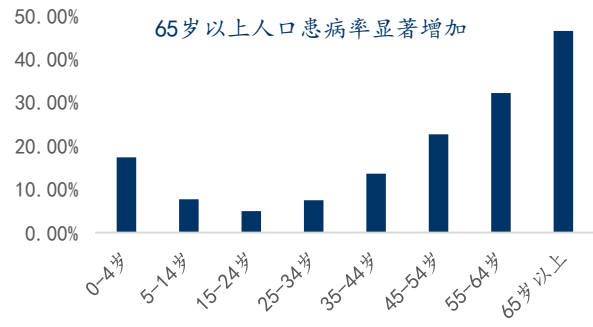
资料来源：申万宏源研究

图 12：我国 60 岁以上人口数量预测 单位：亿



资料来源：申万宏源研究、联合国

图 13：我国人口两周患病率统计



资料来源：申万宏源研究、卫生统计年鉴

2.3 中国康复医疗：供给不足

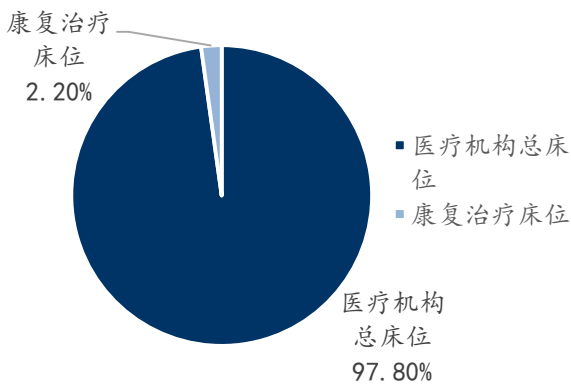
由于长期以来得不到国家政策以及社会大众的普遍重视，康复医疗体系不完善等原因，我国康复领域缺少投入，供给严重不足，呈现出专业人才稀缺、康复机构少、治疗水平落后、配套设备不足的状况。在我国，综合医院康复科及康复专科医院数为 3800 家，占比 28.4%；康复床位数 98992，占比 2.2%，康复医护人员数 39833 占比 0.72%，未形成系统、完备、充足的康复医疗供给体系。

表 3：康复机构、床位、人员供给不足

2012	综合医院康复科及康复专科医院数	康复床位数量	康复医护人员数量
现有数量	3800	98992	39833
占比	28.40%	2.20%	0.72%

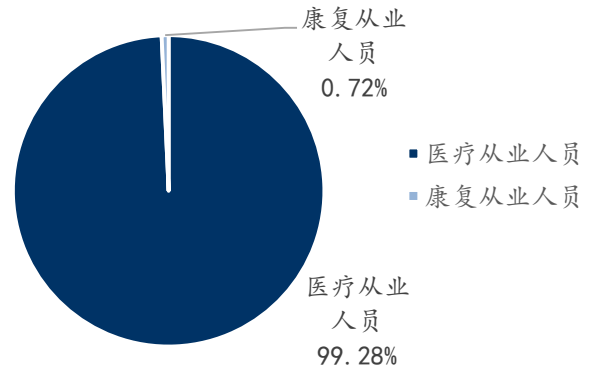
资料来源：申万宏源研究、卫生统计年鉴

图 14：康复治疗床位占全国医疗机构总床位比



资料来源：申万宏源研究、卫生统计年鉴

图 15：康复治疗从业人员占医疗卫生从业人员总数比



资料来源：申万宏源研究、卫生统计年鉴

(1)专业康复人才缺乏。根据中国康复医学会的调查结果，目前在职康复医师大约有 16000 名、康复治疗师 14000 名，即每 10 万人口 1.2 名康复医师和 1.1 名康复治疗师，而在欧美、日本等发达国家，则要求这一比例达到每 10 万人口 30 至 70 人。目前中国需要大约 12 万康复治疗师才能基本满足需求，而如果按照国际水平测算，则缺口在 20 万人以上。目前我国开设康复治疗学的本科院校不到 100 所，每年康复科(包含医生和治疗师)毕业生在 1 万名左右，按这个培养速度需要十年才能基本达到基本满足的标准。

相比综合医院医师，康复治疗师培训周期短，随着行业发展将会有更多人才加入。而康复医师这一核心人才则培养时间较长，现存的康复医师大都供职于综合医院康复科，且收入水平只有国外从业人员的六分之一。借鉴发达国家经验，专业化、市场化并以康复人才为中心的康复医院的建立，将会给国内康复从业者一个更大的平台，满足其提高收入和社会地位的迫切需求。

康复科从业人员在公立医疗系统得不到重视，虽有国家编制的保障，但收入极低。民营资本市场化运作能力极强，能够通过康复专科医院的身份提高接收病患的流量来提高医院整体收入，则具有以市场化薪资吸引人才的强大优势。

表 3：康复从业者分类

岗位	工作内容
康复医师	接诊病人并制定康复治疗计划，同时主持康复专业协作组全面开展治疗工作。
康复护士	执行基本护理任务，协助其他治疗师执行治疗任务，并密切观察患者身心状况。
物理治疗师	主要负责躯干、肢体运动功能的评定和训练，特别是对神经肌肉骨关节和心肺功能的评定与训练。经评定后制定和执行体疗理疗计划。
作业治疗师	指导患者进行有目的的作业活动，恢复上肢及手的运动功能，生活自理、学习和工作能力。教会永久性残疾患者使用各种器具，或调整家居和工作环境的条件，以弥补功能的不足。
语言治疗师	对言语能力进行检查评定；对由神经系统病损、缺陷引起的言语交流障碍进行言语训练；对发音构音障碍者进行发音构音训练；对有吞咽功能障碍者进行治疗和处理。
假肢及矫形治疗师	对患者进行肢体测量及功能检查，确定假肢 / 矫形器制作处方。辅助患者试穿并改进。
心理治疗师	为患者提供心理咨询及进行必要的心理治疗，帮助协作组和患者本人恰当地确定治疗目标。
职业咨询师	了解、评估患者的职业兴趣、基础和能力，组织患者进行求之技能训练。
中医师	从中医观点对制定患者康复治疗计划提出建议，并开出中药处方、医嘱。
针灸师	根据医师要求，经诊察后对需要用针灸镇痛，治疗瘫痪、麻木或其他症状的患者进行针灸，促进康复。
推拿按摩师	根据医师要求，经诊察后对患者进行手法治疗，以促进运动和感知觉功能的康复，缓解疼痛，调整内脏功能，并预防继发性残疾。

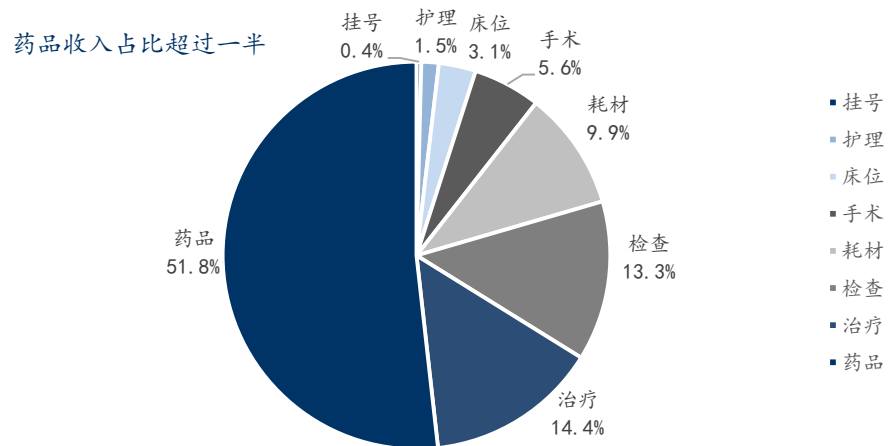
资料来源：申万宏源研究

(2) 康复机构及床位数量不足。由于起步较晚及社会认识不够导致的需求端被抑制，康复科室不能带来药品收入使其在综合医院始终得不到重视，康复专科医院也数量稀少。面前所有综合医院康复科和康复专科医院的床位数总共只有 98992 张，只占全国医疗机构床位的 2.2%，而其中又有一部分床位并不被用于康复治疗。

发达国家的康复治疗体系分为三个等级：综合大型医院康复科-专科康复医院-社区康复中心，并且三者之间具备流畅高效的转诊体系。我国仅 3500 家设有康复科室的综合医院，322 家康复专科医院，社区卫生中心则基本不具备提供正规康复治疗的能力。即使在近两年在陆续建立了一些康复专科医院，患者依然处于一床难求的局面；特别是在在康复意识较强的地区，如北京、上海、江浙、广东等沿海地区，部分度过急性期，或者无力承担三甲医院费用的患者选择转入费用较低的公立康复专科医院急需接受治疗，往往一床难求，甚至长达月余都等不到床位无法入住接受治疗。我国康复医疗体系一直未充分完善建立，原因主要有：

1) 综合大医院康复科室不受重视，众所周知，与发达国家的医疗机构收入主要为患者对医生的知识、技术买单不同，我国的医疗机构主要收入药品，而康复治疗却并不能为医疗机构带来这些收入，综合医院的一个康复病床一天可以为医院带来 300-500 元收入，而如果将病床给外科，则一天收入在 3000-5000 元。因而综合大医院并不重视康复科室，往往建立康复科室也只是满足政策要求，不但病床数极少，甚至有些医院设备也不齐全，无法提供有效治疗。

图 16：我国医院收入结构失衡



资料来源：申万宏源研究、卫生统计年鉴

2) 过去民营医院盈利难使社会资本止步不前。过去一方面由于对康复医疗认识不足，对大多数病人来说，只有临床治疗是刚需，康复治疗则不是，再加上过去民营医院没有被纳入医保定点范围，又进一步抑制了患者接受康复治疗的意愿；另一方面，综合大医院为了增加收入，再加上没有政策规定必须转诊，各科室往往等到患者痊愈或者失去治疗价值才会安排其离开，而不是主动安排患者前往康复医院接受治疗，这就进一步导致民营康复医院流量不足。这种状况迫使大部分民营康复医院提高价格以弥补损失，走向“高端”路线而进一步抑制需求，形成恶性循环。长年亏损经营的风险与社会资本逐利的本质相违背，极大阻碍其投资意愿。

2.4 国家政策破冰：大力支持康复医疗发展

随着我国医疗卫生体系改的不断深化，近年来中央不断推出政策，拉开康复医疗发展序幕。2010年颁布的《关于将部分康复项目纳入基本医疗保障范围的通知》首次将九项康复项目纳入医保支付范围，标志着康复医疗正式得到政府支持；2011年颁布的《关于开展建立完善康复医疗服务体系试点工作的通知》则明确提出我国将要学习发达国家，建立完善的三级康复医疗体系：

表 4: 政策不断出台支持康复医疗发展

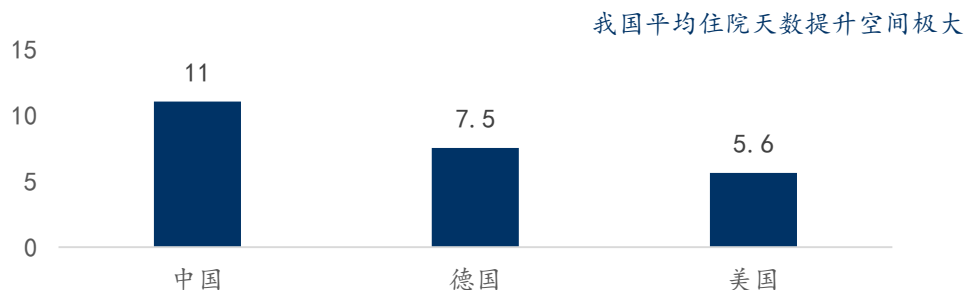
时间	部门	政策	内容
2008	国务院	关于促进残疾人事业发展的意见	提高残疾人医疗保障水平
2009	国务院	关于深化医药卫生体制改革的意见	结合预防、治疗和康复以提高医疗保障水平
2010	卫生部	关于将部分康复项目纳入基本医疗保障范围的通知	将九项康复项目纳入医保支付范围
2011	卫生部	关于开展建立完善康复医疗服务体系试点工作的通知	建立三级康复医疗体系，并在 14 省试点康复医疗体系
2011	国务院	中国残疾人事业“十二五”发展纲要	残疾人普遍加入基本医保，提高医疗和保障水平
2011	卫生部	综合医院康复医学科建设与管理指南	要求所有二级以上综合医院必须建设康复医学科
2012	卫生部	“十二五”时期康复医疗工作指导意见	加强康复机构、人才队伍建设管理，初步建立分级康复体系
2012	卫生部	关于印发《康复医院基本标准(2012 年版)》的通知	更新修订康复医院建设基本标准
2014	卫计委	关于加快发展社会办医的若干意见	鼓励社会资本投向稀缺领域及满足多元需求服务领域

资料来源：申万宏源研究、卫计委、国务院

2.5 中国康复医疗：与综合医院的上下游协同

康复医疗机构是综合性医院的好伙伴，双方非竞争关系，而是密切的上下游合作关系，其可帮助上游综合医院提升运营绩效。参考发达国家情况，随着我国医保控费改革的推进，医疗机构的收入结构将不再以药品收入为主，而是主要为医生的知识、医术买单的长期趋势不可逆转。在一个病人的全部治疗过程中，急性期治疗带来的收入会大大提高，而稳定期为医院贡献的收入则大幅下降。对于综合大医院来说，将稳定期的病人向下级医院转诊，降低患者平均住院天数（ALOS）以提高病床周转率，为更多急性期病人（单位价值量更高的病人）进行治疗，有助于提升医院运营效率，提高营收，做到术业有专攻。

图 17: 中、美、德平均住院天数对比



资料来源：申万宏源研究

目前中国患者平均住院天数在 11 天左右，与发达国家中具有代表性的德国 7.5 天、美国 5.6 天还有较大差距，可提升空间在 30% 以上。为了直观说明康复专科医院帮助综合大医院提高收入的实际效果，我们以湖南湘雅医院和湖南湘雅博爱康复医院为例。目前湘雅医院的平均住院天数已由 11.4 降至 10.2 天。湘雅医院重点专科神经内科、神经外科、骨科及脊柱外科等科室占了 10 万人的出院病人的 25%，若神经科和骨科将平均住院日降到 9 天，则可为湘雅医院提供 9000 个增量病人，假设单人收费为 3 万，基本可增加 2.7 亿收入。

2.6 中国康复医疗：助力医保控费

病患难以承受康复治疗费用。在我国的一些康复医院中，患者在治疗过程中患者需要接收“偏瘫肢体训练”、“平衡训练”、“运动训练”、“手功能训练”、“作业训练”等科目，再加上器械使用费、住院费、人工费等，日均花费在 500-600 元，月均在 15000 元-20000 元，通常的康复治疗时间又需要一月至数月不等。患者往往在临床治疗之后已经消耗大量家庭财富，无力支撑长时间的康复治疗。直到 2010 年我国医保将 9 项康复治疗项目纳入医保报销目录，才一定程度上缓解了康复医疗无法进医保的难题。但报销项目远少于实际需求，且对于治疗的次数和期限都有严格的限制，实际报销比例不到 50%。

表 5：康复治疗报销项目

治疗类型	治疗细则
运动疗法	限器质性病变导致的肌力、关节活动度和平衡功能障碍的患者，1 个疾病过程支付不超过 3 个月；每日支付不超过 2 次（包括项目合并计算）。 与偏瘫、脑瘫或截瘫肢体综合训练同时使用时只支付其中 1 项。
偏瘫肢体综合训练	1 个疾病过程支付不超过 3 个月。与运动疗法同时使用时只支付其中 1 项。
脑瘫肢体综合训练	限儿童。3 岁以前，每年支付不超过 6 个月；3 岁以后，每年支付不超过 3 个月。支付总年限不超过 5 年。与运动疗法同时使用时只支付其中 1 项。
截瘫肢体综合训练	1 个疾病过程支付不超过 3 个月。与运动疗法同时使用时只支付其中 1 项。
作业疗法	限器质性病变导致的生活、工作能力障碍。1 个疾病过程支付不超过 3 个月；每日支付不超过 1 次。
认知知觉功能障碍训练	限器质性病变导致的认知知觉功能障碍。1 个疾病过程支付不超过 3 个月。
言语训练	限器质性病变导致的中、重度语言障碍。1 个疾病过程支付不超过 3 个月；每日支付不超过 1 次。
吞咽功能障碍训练	限中、重度功能障碍；限三级医院康复科或康复专科医院使用。 1 个疾病过程支付不超过 3 个月。
日常生活能力评定	限本目录所列康复项目在具体实施中涉及的日常生活能力评定。 1 个疾病过程支付不超过 4 次。

资料来源：申万宏源研究、医保目录

未来我国的医保支付的格局将会随着“分级医疗”的推进呈现不断下沉的趋势，即通过缩减综合大医院急性临床治疗之外的报销额度，提高下级康复医院的报销比例来不断引导病患向下导流的趋势。2015年年初，长沙开展脑卒中等5个单病种两级康复治疗住院医疗费用单病种包干结算试点。改革之下，医保对康复治疗的实际报销比例达到85%-95%。

表 6: 长沙康复医改试点费用包干额度

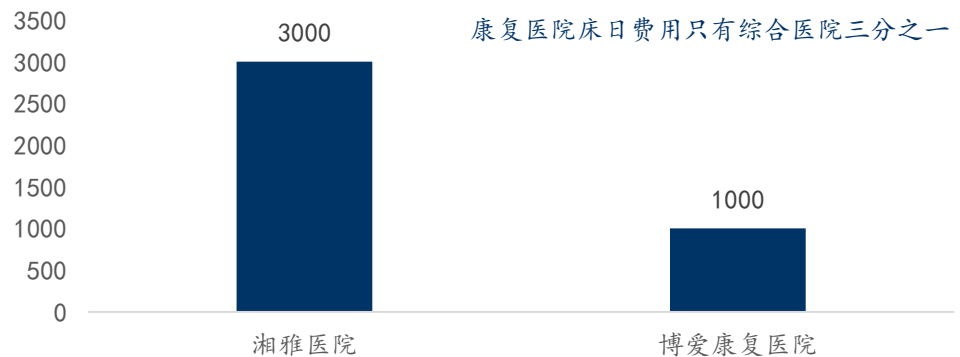
项目	首次康复	第二次康复
脑出血、脑梗塞	18000	12600
颅脑损伤	15000	12600
脑肿瘤术后	15000	12600
脊柱（脊髓）损伤	15000	12600
人工髌/膝关节置换术	15000	12600

资料来源：申万宏源研究、长沙市医疗保险管理服务局

从治疗效果的角度来说，以中风病人为例，我国中风病人每年住院次数3-4次，而如果没有及时接受康复治疗，第一次中风之后导致功能障碍迫使病人在综合医院接受住院治疗，会使医保基金花费更多的钱；而及时接受康复治疗，84%的病人可以恢复自理能力。

从住院费用的角度来说，同样以湘雅医院和湘雅博爱康复医院为例，湘雅医院作为三甲综合医院，平均床日收费在3000元左右，而博爱康复医院的平均床日收费尽在1000元左右

图 18: 湘雅医院、博爱康复医院床日收费对比（元）



资料来源：申万宏源研究

以美国等发达国家为代表，以治疗效果为评价标准的医保支付体系尤其对我国对康复治疗的次数和期限有严格限制的报销政策有着巨大的借鉴意义。通过改革试点地区（江苏、湖南）的康复医疗的医保改革可以看出，方向大致为垂直下沉、增加项目、纳入民营，即为在康复专科医院接受治疗的患者提高实报比例；增加可报销的康复种类，取消次数和期限限制；并且未来会不断把符合规范的民营医院纳入医保支付体系。

3. 中国康复医疗发展之路

3.1 政府政策大力支持

目前我国正处于医疗体系重构的风口浪尖。随着我国人口结构老龄化程度的加深，以往以药养医，医疗资源短缺、分配不均等矛盾日益凸显。国家陆续出台政策，推进“医保控费”、“分级医疗”的相关政策。而康复医疗体系的发展符合现有医院、支付方、康复患者等多方利益。

过去虽然有不少社会资本看好医疗行业的投资机会，然而社会办医却面临着种种困难，其中最困难的莫过建立综合性民营医院。多数医生只愿留在公立医院、民营医院难以纳入医保体系，政府部门对土地、税收、人才流动配套政策不健全等因素严重制约着民办医院的发展。根据已有资料显示，目前社会资本办医发展最好的地区，其床位数大概能够占到13%—15%的比例。一些社会资本办医较为落后的地区，民营医院床位仅占4%左右。

政策密集出台，引领社会办医。从2009年起，国家不断出台政策，放宽市场准入标准，拓宽投融资渠道，推进社会资本参与医疗行业发展建设，国务院办公厅于3月16日出台的《全国医疗卫生服务体系规划纲要》明确规定，至2015年，民营医院床位数要占全国医疗机构的20%，至2020年，公立医院床位数与社会办医院床位数配比要达到3.3: .5。而人社部近日出台的《关于完善基本医疗保险定点医药机构协议管理的指导意见》，明确规定，2015年底前，各地要全面取消社会保险行政部门实施的两定资格审查项目，改为直接对其进行协议管理。国家政策的密集出台为社会资本大举进入医疗行业奠定了坚实的基础。

表 6: 政策推进为社会办医铺平道路

时间	部门	政策	内容
2009	国务院	中共中央国务院关于深化医药卫生体制改革的意见	鼓励社会参与，建立覆盖城乡的基本医疗制度
2010	国务院	关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构的意见	放宽社会资本的准入范围
2012	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	引导社会资本参与公立医院改制
2013	国务院	国务院关于促进健康服务业发展的若干意见	鼓励发展专业医院管理集团，放宽市场准入
2013	卫计委	关于加快发展社会办医的若干意见	加大社会办医支持力度
2015	国务院	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，促进资源流动共享
2015	国务院	关于第一批取消62项中央指定地方实施行政审批事项的决定	取消定点医疗机构资格审查，将民营医院纳入医保体系
2015	人社部	关于完善基本医疗保险定点医药机构协议管理的指导意见	2015年底全面取消定点医疗机构资格审查，改为协议管理

资料来源：申万宏源研究、政府文件

康复医院凭借其独特优势将会受到社会资本的青睐。不同于各要素要求极高的综合医院，康复医院的建立要容易得多，具有的人才要求低、盈利周期短、易复制扩张的优点。同时，康复医疗领域是目前公立医疗系统的痛点所在，给予社会资本介入的良机。对于社会资本而言，无论是以 PPP 的模式与公立医院合作，还是建立纯民营医院，都是极好的选择。对于公立医疗系统而言，民营资本具有市场化程度高、运作灵活高效的优势可以与其完美互补。

表 7：康复专科与综合医院竞争力对比

	公立综合医院	民营综合医院	康复医院
病源	社会	社会	上级医院
人才配置	需要各科医师	需要各科医师	少量康复医师、 大量治疗师
设备配置	大型医疗设备	大型医疗设备	轻型康复设备
单床投资	50-100 万	50-100 万	30-50 万
净利率	4%-6%	15%-20%	15%
盈利周期	5 年以上	10 年	3 年
行业关系	竞争对手	竞争对手	上下游
扩张能力	低	低	高
扩张方式	新建	新建、公立 改制	新建、公立改制（二 级医院转型）

资料来源：申万宏源研究

3.2 增量思维，建立新医院

新建康复医院。以湘雅医院和湘雅博爱康复医院为例。博爱康复的医疗体系由湘雅医院全面托管，学科带头人、医疗副院长、临床科室主任和主要职能部门负责人均由湘雅医院本部骨干精英担任。其余专业技术人员均由湘雅医院相关科室进行临床规范化培训，并与湘雅医院共享科研教学资源；职称晋升体系纳入省级医疗机构统一管理，符合中南大学人才引进标准的可调入湘雅医院，然后再由湘雅医院委派到湘雅博爱康复医院工作。顺应国家对公立医院控制平均住院天数的要求，湘雅医院平均住院日已由 11.4 天降至 10.2 天，湘雅医院重点专科神经内科、神经外科、骨科及脊柱外科等科室占了 10 万人的出院病人的 25%，若神经科和骨科将平均住院日降到 9 天，则可为湘雅医院提供 9000 个增量病人，假设单人收费为 3 万，基本可增加 2.7 亿收入。神经科和骨科为常见肢体功能障碍，后期需要康复治疗患者居多，博爱康复医院平均床日收费是一千块，为湘雅医院的 1/3，预计转诊病人引流到湘雅博爱康复医院的数量将大幅提升。博爱康复获得了初期快速发展的能力，湘雅医院提高了自身收入，形成双方共赢的稳定机制。

人才设备投入少，利润空间大。我国综合医院的平均单床投资额在 50 万-100 万人民币之间，而康复医院的平均单床投资额则只要 30 万-50 万之间。

按照我国《康复医院基本标准（2012年版）》每床卫生技术人员应该达到 1.4，高于三级综合医院的每床 1.03，但实际上其中的主要配置是康复治疗师和护士，而不是医师。康复医师的工作主要为诊断病情及制定康复计划，具体实施康复计划则由康复治疗师和护士来完成。不同于医学院毕业的临床医生，我国康复治疗师的培训周期为 50 天，且只要求大专学历，人工成本远低于医生。同时，康复治疗不依赖大型器械，设备以小型，轻量化为主，价格较低，减轻医院负担。而作为团队核心的康复医师，由于其工作高技术含量、低劳动和低耗时的特点，再加上我国目前政策鼓励的大环境，可以吸引更多继续改善生活的三甲医院康复科医生进行多点执业。

表 8：综合、康复基本人员配置对比

三级综合医院	三级康复医院
每床 1.03 卫生技术人员	每床 1.4 卫生技术人员
	每床 0.2 医师
	每床 0.4 康复治疗师
每床 0.4 护士	每床 0.3 护士

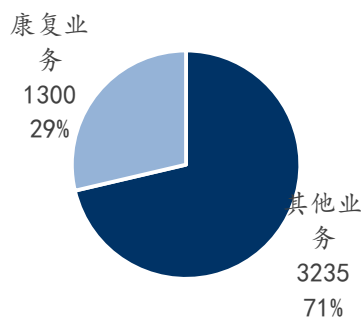
资料来源：申万宏源研究、卫生部

民营资本运作灵活高效迅速切入细分市场。各个医院都有自己的重点科室，康复医院也不例外。而重点科室的建立，可以根据地区发展状况、消费者习惯等差异有针对性、差异化的建设。如在我国重工业、制造业等产业聚集、工伤事故高发的地方，例如东三省、河南、河北、广东等地，重点建立工伤康复为主的康复专科医院。在相对寒冷的东三省和相对潮湿的沿海省份，风湿病属于高发兵种，可重点建立风湿康复为主的康复专科医院。在山西、陕西、甘肃等干旱、缺少蔬果的地方重点建立中风康复的康复专科医院。

按照投入/产出比来计算，康复医疗的收入绝不低于其他科室。据统计，我国公立医院的平均净利率仅为 4%-6%，经过改制的公立医院或者民营医院的净利率在 15%-20%，而康复医院的净利润同样有望达到 15% 以上。

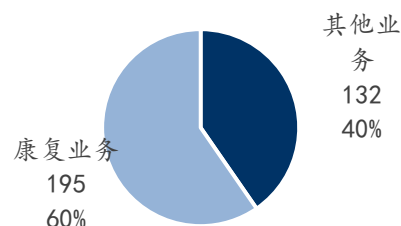
以澳洋科技旗下顺康医院为例，其 2014 年的康复医疗业务收入 1300 万，净利润 195 万，净利率在 15% 以上。2015 年澳洋科技计划投资 2.59 亿建设新的康复医疗项目，包括新建一所港城康复医院和 30 家连锁康复科室，预计建设周期三年，建成后项目年均销售收入 1.78 亿，年均税后利润 4522 万。其盈利周期短、标准化程度高，可复制性强。

图 19：澳洋顺康医院 2014 年营收分解（万元）



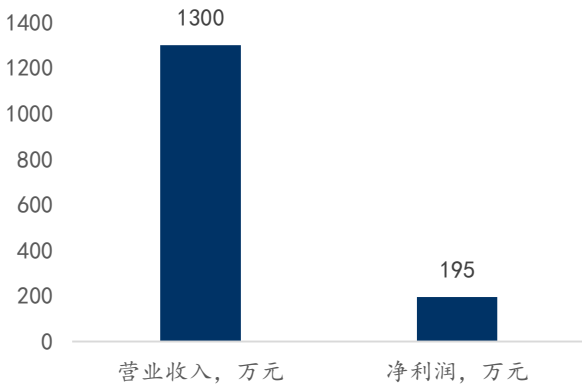
资料来源：申万宏源研究

图 20：澳洋顺康医院 2014 年净利润分解（万元）



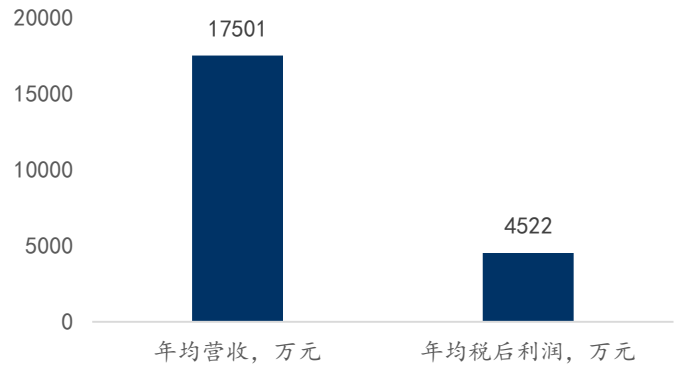
资料来源：申万宏源研究

图 21：澳洋顺康医院康复业务 2014 年盈利状况



资料来源：申万宏源研究

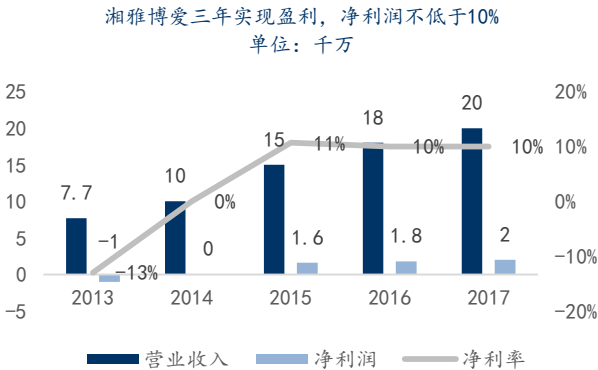
图 22：澳洋募投康复医疗项目盈利预测



资料来源：申万宏源研究、公司公告

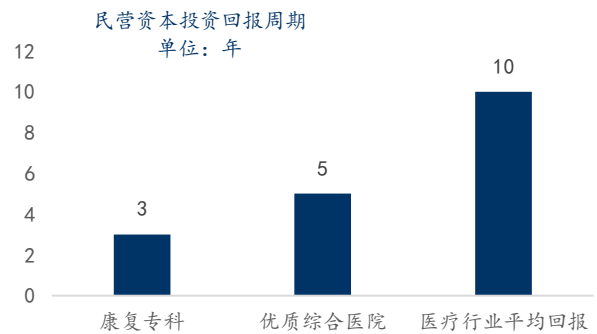
同样以湖南发展旗下的湘雅博爱康复医院为例，湘雅博爱康复医院于 2012 年正式投入运营，14 年收入 1 亿元，达到盈亏平衡，2015 年预期收入 1.5 亿，净利润约 1600 万元，净利润率约 10%。院长周江林承诺 2015-2017 年的净利润不低于 1600、1800、2000 万元，即其盈利周期只需要 3 年。根据中国医学会的统计，综合性民营医院中少部分发展顺利医院的回报期在 5 年以上，国内医疗行业平均投资回报期则在 10 年以上。

图 23：湘雅博爱盈利周期为 3 年，净利率低于 10%



资料来源：申万宏源研究

图 24：各类医院盈利周期对比



资料来源：申万宏源研究

不同于临床急性期，接受康复治疗的病人病情已经稳定，其治疗方案相对**标准化、模块化**。同时，又由于其专业人才培养周期短、门槛低，且不依赖大型设备带来的**初始投资少**的特点，康复专科医院在复制扩张性上具有极强的可操作性，扩张速度也远远超过综合医院。

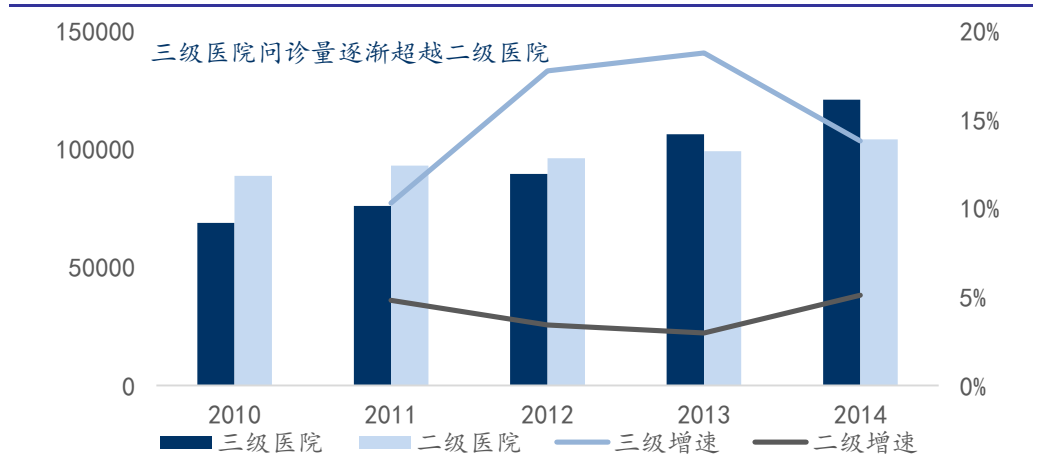
3.3 存量思维，盘活现有资源

相比建立新的医院，参与现有公立医院改革无疑是更加容易的一条道路。公立医院不但可以在转型中获得社会资本的支持，更可以在后续的整体管理运作方面获得高度市场化的竞争力。对社会资本而言，与政府合作奠定的良好基础，将为后续的复制扩张拓宽道路。

与现有医院共建康复中心。我国现有二级以上综合医院中仅有一半设立了康复科室，且建设水平相对落后，为了应对控费、改革浪潮，提高大病科室床位周转率，增加收入，不少综合医院谋求与社会资本共建康复医学科。以澳洋科技为例，公司总计将会投资1亿2000万元，在华东经济发达地区建立与当地医院共同建立康复科室。公司将会与医院共同运营管理康复科室，由医院提供场地和培养关键医疗人才，公司投入运营资金、设备。这一模式同样可以解决人才培养问题，且由于立足于当地医院，可以极大程度上节省场地建设、品牌推广开支。

二级综合医院谋求转型。过去一些地方施行分级诊疗制度，公费医疗患者都与附近医院有签约关系，必须先在这些医院就诊，不能轻易上转，因此二级医院有固定的病人群体。但随着医改推进，分级制度被废除，人们更愿意前往三级医院就医，二级医院失去固定病人群体，走向衰落。闲置的二级医院对社会医疗资源是极大的浪费，因此国家在《“十二五”时期康复医疗工作指导意见》中鼓励医疗资源丰富地区的二级综合医院转型康复医院。目前仅上海地区就有6家二级综合医院转型康复医院，总计新增2400个床位。

图 25：二、三级综合医院诊疗人数对比



资料来源：申万宏源研究、卫生统计年鉴

a) 流量对接更容易。一个成熟的康复医疗体系中，康复医院最大的病源必然是上级医院康复期病人转诊。相对于民办医院而言，二级医院在转型后依然属于公立医疗体系编制，在与上级医院对接上有更显著的优势，而对于支付方医保基金来说也不需要像民营医院一样经过审核。

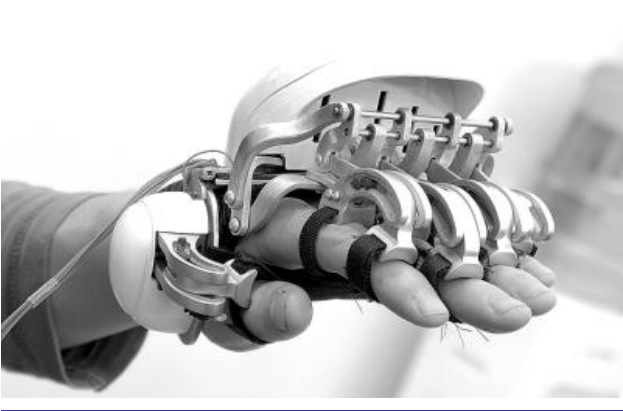
b) 资本投入更低。在人才、设备方面，一些不愿轻易离开体制的医生同样可以获得新的发展机会，背靠国家，在招聘人才上更具吸引力。同时，二级医院原有的设备、场地将会为民营资本节省大笔费用，以轻资产模式运作的民营资本，运营、业绩压力较小。

c) 覆盖率更高。我国二级医院数量众多，主要区域基本实现覆盖。参考成熟国家三级康复医疗体系，最下层是社区康复中心，然而以我国目前的康复行业发展情况来看，短时间内难以大规模建立社区中心。所以根据实际情况，以转型的二级医院作为小型康复医疗中心实现地区覆盖是最好的选择。

4. 智能康复：高度关注康复机器人+康复信息化

康复智能器械，万物互联。在我国同步推进工业 4.0 和康复医疗建设的背景下，未来康复器械将会是医疗物联网的一部分。康复器械除了被用于治疗患者，同时还可以收集数据，在云平台上进行分析，帮助医生精确掌握患者的康复情况。更进一步则是智能机器人，康复器械具有 AI，可以在相当程度上替代康复医生、治疗师的作用。以下肢康复训练为例，传统的作业治疗是依次通过卧位、坐位、站立、步行训练逐步改善患者下肢功能。但传统作业治疗具有周期过长、需要治疗师长期陪伴、治疗人数受制于治疗师人数等效率低下的特点。而智能康复机器人则可以有效改变这一状况，甚至疗效还要强于人工治疗，从临床数据来看，同样治疗 20 次后，智能机器人在屈髋度、踝背屈、膝关节肌力等方面显著优于传统训练模式。

图 26：智能化穿戴式康复器械



资料来源：申万宏源研究

图 27：智能化下肢康复器械



资料来源：申万宏源研究

图 28：智能上肢康复机器人



资料来源：申万宏源研究

图 29：智能外骨骼机器人



资料来源：申万宏源研究

实现康复医疗信息化。随着互联网技术的发展，康复病人从临床到康复的转诊将会全面实现信息化，各个医疗机构之间实现信息共享，病人可以在三级康复医院之间流畅转诊，

这也将为我国未来实现 FRGs 预付制打下基础。甚至以信息技术实现远程康复指导，以解决部分康复医疗资源紧张的问题。

图 30：远程康复治疗示意图



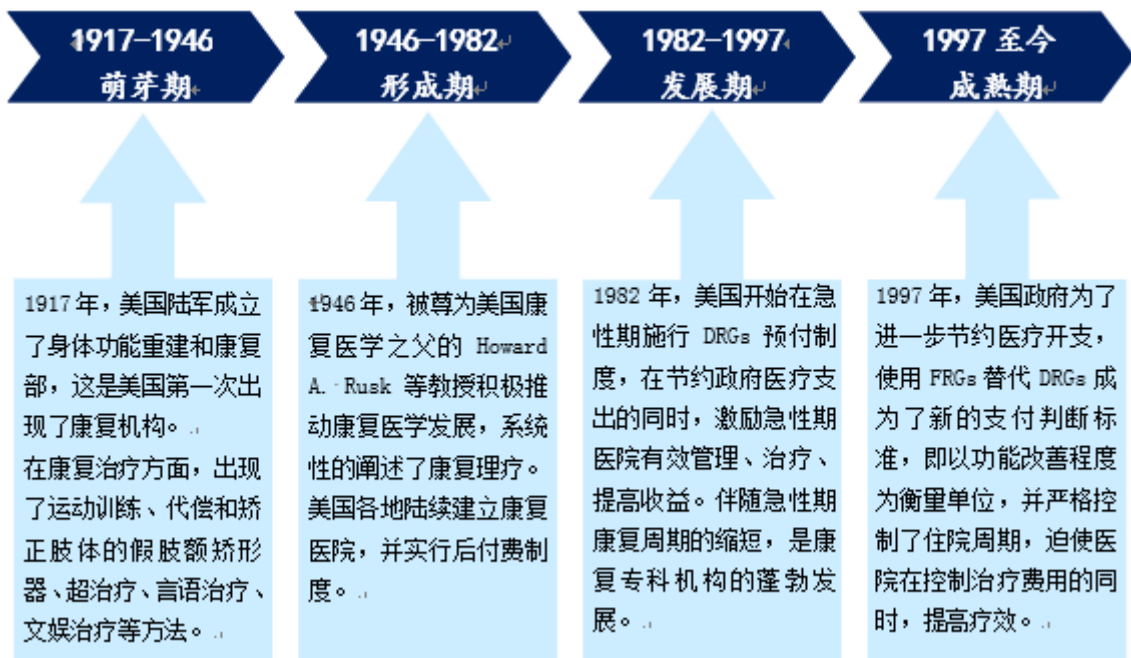
资料来源：申万宏源研究

5. 他山之石：美国康复医疗发展之路

5.1 医保支付变革促进康复医疗产业发展

美国康复医疗：四大时期；医保支付变革促进康复医疗产业发展。美国康复医疗行业从1917年开始到今天经过了近100年的发展，历经了萌芽期、形成期、发展期与成熟期。其中以1982年确立的DRGs为标准的预付制度，和1997年确立的FRGs为标准的预付制度促进了整个产业的发展。1982年以前美国实行后付款制度，其易导致过度医疗的特性使得美国政府医疗卫生开支近1000亿美元，医保难以负荷。为了有效控制费用增长，美国政府对急性期康复实行DRGs分组的预付款制度，限定治疗费用总额，缩短治疗周期，成功的使得医疗开支增速降低三分之二。**急性期康复周期缩短直接导致患者对急性后康复治疗需求猛增，使康复专科医院得到迅猛发展。**然而依旧使用后付款制度的康复专科依旧使得美国医疗开支迅速增长，1985-1995年间康复治疗开支增速近20%。为了进一步控制医疗费用，同时提高治疗效果，1997年起美国政府命令急性后康复机构同样使用预付款制度，并将DRGs改为FRGs。不同于DRGs按病种分类，FRGs以患者功能进行计量，并根据FIM对疗效进行评估决定最终支付额度。这一举措在提高患者疗效的同时有效遏制了快速增长的康复治疗开支。

图 31：美国康复医学发展历程

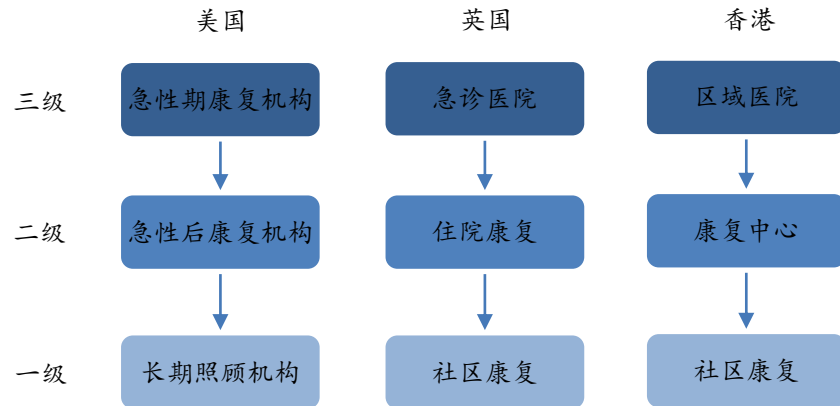


资料来源：申万宏源研究、康复医疗概论

完善的三级康复医疗体系。康复医学界普遍将需要康复治疗的病患按病情分为三个阶段，分别是急性期、后急性期和长期照料期。因而，与之相对应的三级康复医疗网是发达国家及地区康复医疗服务体系的共有模式。

美国的三级康复医疗服务体系大致分为急性期康复机构-急性期后治疗机构-长期照顾机构。英国的三级康复医疗服务体系分为急诊医院、政府购买服务的专科康复医院(住院康复)-社区康复。在我国香港地区，康复医疗服务体系分为区域医院（相当于内地综合医院）-康复医院/中心（相当于康复专科）-社区康复服务（日间医院或专科门诊）。

图 32：发达国家地区三级康复体系



资料来源：申万宏源研究

流畅高效的转诊制度。在三级康复医院中间，以功能评价为依据的康复流程使得上下联通，成为一个有机整体。在美国，当患者度过急性期后，医生会根据独立功能量表（Function Independent Measure）对患者的情况进行评估，并迅速转向康复病房、专业康复护理机构；不需要住院康复的也会尽快转向社区机构。在英国，针对不同疾病有相应标准操作流程指导康复，患者在综合医院、专科康复医院或诊所以及社区康复机构之间的转诊遵循康复流程。

以治疗效果为核心的，以主动治疗为导向的支付体系。在美国，医保首先以功能分组（Function Related Groups）法将患者进行分组，并根据功能障碍水平、年龄、并发症等级进行预算费用，再根据患者的治疗效果调整支付额度。以此引导康复机构不断完善提高自我。而在德国则更为先进，通常是第一次康复治疗医保支付额度较高。如果不参加第一次康复治疗，再次发病后的治疗费用不予报销，由此引导患者积极主动接受康复治疗，以提高社会效益。

完善的人才培养。全美国有 761 所高等院校设有康复医学专业，完全能够满足康复医疗行业对人才的需求。在工作中，从业人员通常以团队为单位进行协作，各类人才配置齐全，兼顾患者所有治疗需要。一个基本单位通常包含康复医师、理疗师、作业治疗师、语言治疗师、心理治疗师、护士和社工，其中康复医师作为团队领袖，负责制定治疗计划，并由康复治疗师具体实施。康复治疗师收入水平合理，以理疗师为例，根据其治疗水平，薪资从 5 万-10 万美元不等。

5.3 美国康复医疗龙头 HealthSouth

HealthSouth Corp. 是全美最大的住院康复（Inpatient rehabilitation）连锁医疗机构，在中风、神经紊乱、脊柱损伤、心脏及肺部疾病、整形和截肢领域具有极高的医疗水准，目前旗下拥有 22000 雇员，运营着 107 家康复医院、29 家康复诊所、165 家家家庭康复机构，总计 7095 张床位。实现对阿拉巴马、亚利桑那、加利福尼亚、科罗拉多、佛罗里达等 33 个州的全覆盖。公司于 1984 在美国阿拉巴马州伯明翰市建立，并于 1986 年纳斯达克 IPO 时受到华尔街投行们的热烈欢迎。1988 年，公司转板至纽交所。公司创立之初就立足于康复治疗领域，采取大举扩张、连锁经营的模式。截至 1992 年，HealthSouth 已经成为了年收入 4 亿美元，拥有超过 50 家医院的大型连锁康复医院管理集团。

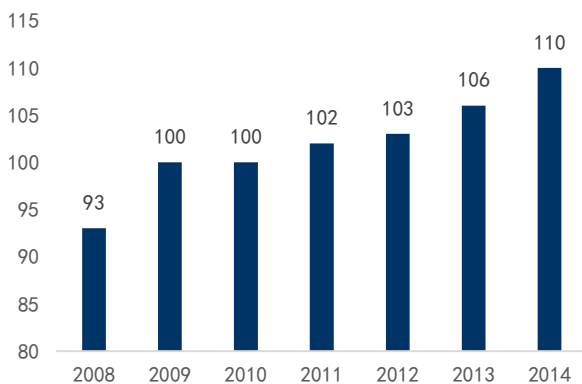
图 33: HealthSouth 康复机构分布图



资料来源：申万宏源研究

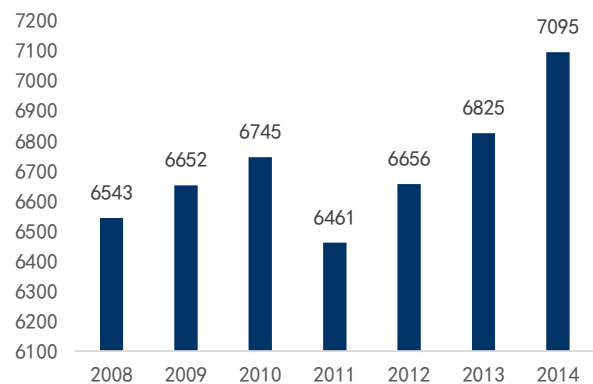
公司旗下康复医院运营状况良好，收入处于稳定增长期，净利润始终维持在 10% 以上。根据公司年报，未来收入将会以 3% 的年复合速度稳健增长。

图 34: HealthSouth 2008-2014 年旗下医院数



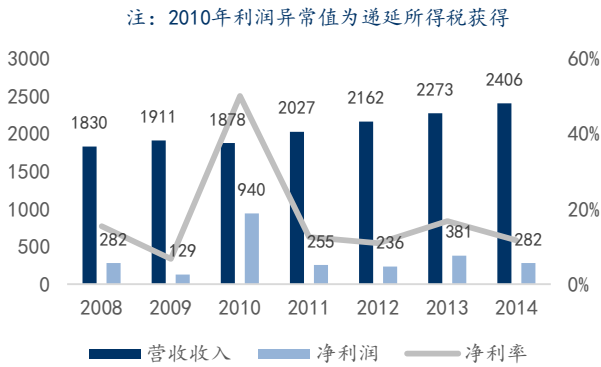
资料来源：申万宏源研究

图 35: HealthSouth 2008-2014 年旗下床位数



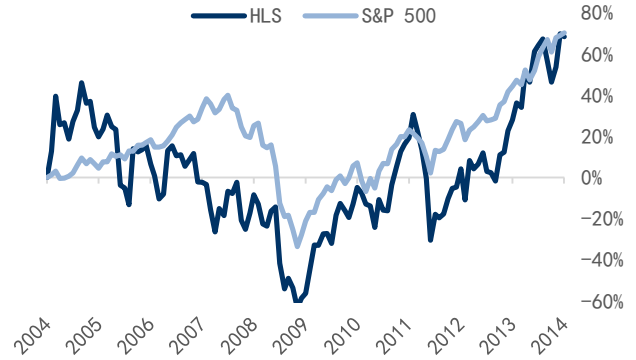
资料来源：申万宏源研究

图 36: HealthSouth 下属医院近年盈利稳定



资料来源：申万宏源研究、公司年报

图 37: HealthSouth 近年股价走势



资料来源：申万宏源研究、Yahoo

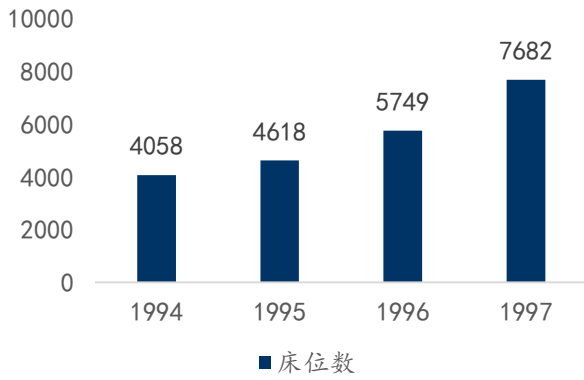
使 HealthSouth 真正进入高速发展的则是上世纪 90 年代一系列总价值超过 25 亿美元的大型并购活动。1993 年，公司以 10 亿美元的价格从 National Medical Enterprise 收购了 28 家医院和 45 家社区中心。1994 年以 1 亿 8000 万美元收购同一地区的 ReLife 公司，形成区域垄断。1995 年公司以超过 1 亿 5000 万和 2 亿的价格分别收购了 Surgical Health Corporation 和 Novacare 旗下康复医院。1997 年，又分别以 6.5 亿收购了 Horizon/CMS 和 5 亿价格收购 Columbia/HCA 旗下手术部门。随着一系列并购案的进行，HealthSouth 盈利水平不断增强，同时股价走势也非常抢眼，远高于同期标普 500 走势。

表 9: HealthSouth 高速发展期并购案

时间	金额	被收购方
1993	10 亿	National Medical Enterprise
1994	1.8 亿	ReLife
1995	1.5 亿	Surgical Health Corporation
1995	2.15 亿	Novacare
1997	6.5 亿	Horizon/CMS
1997	5 亿	Columbia/HCA

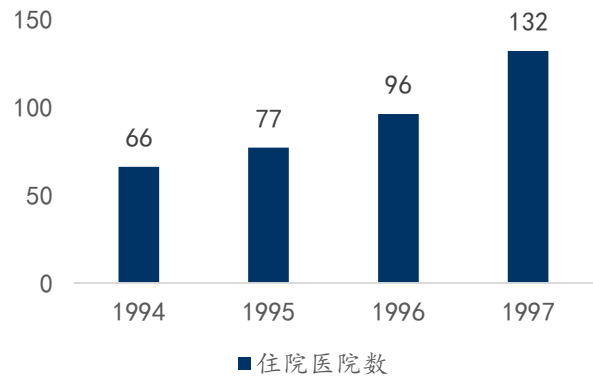
资料来源：申万宏源研究、公司年报

图 38: 1994-1997 年公司旗下康复床位数



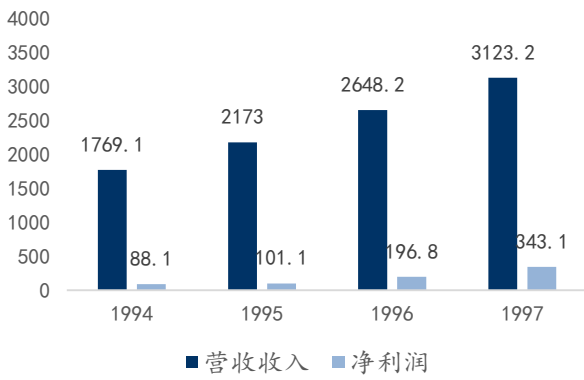
资料来源: 申万宏源研究、公司年报

图 39: 1994-1997 年公司旗下医院数



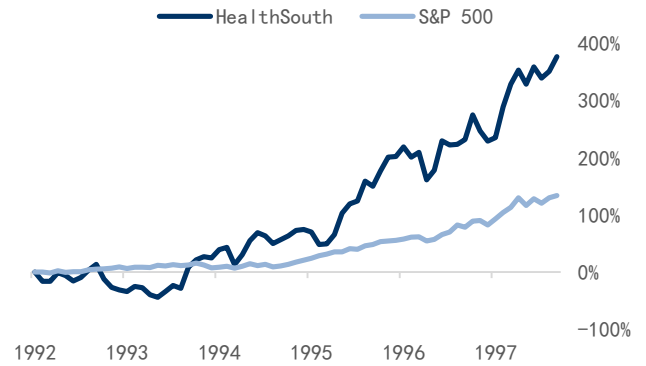
资料来源: 申万宏源研究、公司年报

图 40: 1994-1997 年公司盈利水平快速提升



资料来源: 申万宏源研究、公司年报

图 41: 1994-1997 年公司股价大幅跑赢指数



资料来源: 申万宏源研究、彭博

6. 投资建议

投资逻辑：康复医疗在我国处于发展初期，正在高速爆发性增长的前夜。许多上市公司积极布局介入康复医疗服务行业，如我们 2014 年发布的医疗服务行业经典深度报告《分享医疗服务行业变革的投资机会》中指出，我们看好：

(1) “背靠大树”：拥有“大树”医疗资源（拥有基地医院可对外输出品牌、管理、医师人才等）。

(2) 复制扩张：拥有好的扩张复制能力和商业模式（如澳洋科技的“轻重资产相结合”，以旗舰医院为核心，计划与 30-50 家医院建立合作连锁康复中心）。

(3) 对接导流：与当地及扩张地区的综合性医院用良好合作关系可导流。符合三类标准的上市公司。

重点关注推荐：(1) 康复医疗龙头：澳洋科技、湖南发展 (2) 积极布局，潜力较大：和佳股份、华邦健康、万方发展、汉森制药 (3) 康复机械及康复机器人：金明精机、东富龙。

1. 澳洋科技 (002172)

医疗服务提供全新增长动力：澳洋科技于 2015 年 7 月完成收购澳洋建投，在主营业务粘胶豆纤之外，再获全新增长点。澳洋建投旗下医院资产有澳洋医院、杨舍医院、三兴医院和顺康医院，其中杨舍医院主要提供老年服务、三兴医院助攻肿瘤治疗、顺康医院则是康复医疗；总院澳洋医院作为二级甲等综合医院发展优秀，是目前张家港市所有医院中门诊量第二大，民营医院中第一大的综合医院。顺康医院作为集团下属医院，在张家港地区具有强大品牌影响力，同时与集团其他下属医院协同运作，转诊优势明显，且助力集团其他医院提高病床周转率，提高集团整体收益。

康复医疗再加码：公司与 2015 年 11 月发布定预案，计划募集总额 9.6 亿元用于项目投资，实际控制人认购 1 亿，2.6 亿将用于港城康复医院与康复连锁医院的建设，1.8 亿用于澳洋医院三期综合大楼建造，4.5 亿补充流动资金。公司经过对顺康医院的运作，在康复人才、技术、规模化运作经验上都具有相当程度的积累。准备积极布局康复医疗产业。

1) 港城康复医院：项目将按照二级康复医院标准建设 10 层的康复医院大楼，楼内设置骨关节、神经脑卒中、脊髓损伤、脊髓损伤等康复医学科，业务诊疗范围涵盖中风后遗症、颅脑外伤术后、颅脑肿瘤术后、各种骨科手术术后、多发伤术后、儿童残障、颈肩腰腿痛、重症肌无力、帕金森氏病、老年内科慢性病等各年龄段各专业，规划核定床位总数 300 张，建筑面积共计约 20,000 平方米。在提供专业医疗服务的同时，港城康复医院还将在在病区内配备文化、娱乐等人性化配套服务设施，为病人创造良好的康复诊疗环境。项目建成后将成为华东地区最专业的康复专科医院之一。

2) 康复医院连锁：项目计划在华东范围内选择经济发达、缺少专业康复医院的地区，与当地医院合作共建康复医学科，其中由合作医院提供场所和医护人员，公司协助科室进

行管理，提供康复医疗器械以及市场推广等服务，并定期组织专家对康复医师进行专业培训。双方按照约定比例分配收入。未来三年内，公司计划与 30~50 家医院进行合作，初步建立覆盖华东地区的康复医疗网络。

康复产业项目预计将在 3 年后全部建成。项目建成后，预计运营期年均销售收入 17,750 万元，年均税后利润 4,522 万元，年均收益率超过 18%，盈利周期在 9 年左右。

2. 湖南发展 (000722)

受益湖南地区国企改革加速：公司实际控制人是湖南省人民政府，实际控制人通过信托或其他资产管理方式控制公司。目前湖南地区国企改革走在全国前列，作为湖南发展资产管理集团旗下唯一上市平台，有望获得政府政策、资源等支持，鼓励公司做强做大。公司主业水电贡献稳定现金流支撑康复医疗事业的发展。旗下湘雅博爱康复医院被副总理刘延东高度赞扬为“湘雅模式”。

联手湘雅博爱康复医院，展开全面合作：公司与湘雅医院采取不投资、不占股的合作模式，将博爱康复医院冠以“湘雅”品牌之名，借助湘雅医院强大的品牌影响及医疗技术展开全面合作，湘雅博爱医院在导入湘雅医院病患资源方面具备优势。在转诊资源的共享的前提下，湘雅博爱康复医院支付湘雅医院的品牌费、技术使用费、多点执业等费用，二者在品牌冠名和技术支持方面以固定费用的形式合作，当床位数超过一定数量后双方将进一步洽谈合作模式。

湘雅博爱康复医院人才充裕、设备齐全：其中医疗体系由湘雅医院全面托管，学科带头人、医疗副院长、临床科室主任和主要职能部门负责人均由湘雅医院本部骨干精英担任。其余专业技术人员均由湘雅医院相关科室进行临床规范化培训，并与湘雅医院共享科研教学资源；职称晋升体系纳入省级医疗机构统一管理，符合中南大学人才引进标准的可调入湘雅医院，然后再由湘雅医院委派到湘雅博爱康复医院工作。配备了康复医疗的最新设备，位于国内康复医疗设备第一方阵。医院配备了德国西门子 1.5T 核磁共振、16 排 CT、DR、全自动生化仪、彩超、高压氧舱、百级净化手术室等先进的医疗设备。用于各种康复治疗的设备近 400 台（件），其中原装进口的康复机器人、步态分析、手功能评定与训练系统等是当今世界上领先的康复设备。

2014 年湘雅博爱康复医院基本实现收入约 1 亿，连续两年收入增速均超过 50%。在湘雅博爱康复医院 2015 年 H1 的收入结构中，40%来自三项基本医保，30%为病人自己付费，20%来自工伤和财政，10%来自其它途径。大概 20%病人来自于湘雅医院，80%的病人来自于其他医疗机构，病人的来源体现出多元化特性，百姓对于康复的意识在逐步提高。2014 年湘雅博爱康复医院一改往年大幅亏损的情况，基本实现盈亏平衡。博爱医院创始人周江林签订业绩承诺，2015-2017 年净利润不低于 1600、1800、2000 万元，净利润增速不低于 10%，

3. 和佳股份 (300273)

积极布局大医疗平台：公司是国内医疗设备的龙头企业之一，通过积极的创新及并购发展，旗下业务囊括肿瘤微创综合治疗、医用气体净化工程、医学影像与常规诊疗设备、血液净化、医疗信息化、移动医疗、医院整体建设运营、融资租赁。公司力图通过资源整合，打造一个完整的医疗服务生态圈。

与国内外顶尖医院合作，布局康复医疗：公司在 2015 年 4 月与郑州人民医院医疗管理有限公司就投资建立营利性康复医院的合作事宜签订了《战略合作协议》，郑州人民医院管理公司占康复医院的 20% 股权。双方将以投资设立的康复医院作为合作基地，进行医院管理、人才培养、技术交流开发等方面的长期深入合作。康复医院重点科室是神经康复科和骨伤康复科，并力图将其打造成高端连锁康复医疗的领头羊。康复医院预计 2016 年 2 月正式运营。与郑医合作最大的亮点在于，河南作为人口大省，郑州医院对降低平均住院天数的需求最为迫切。背靠郑医的康复医院将会获得巨大的患者流量导入，有望缩短盈利周期，进入高速发展期。

2015 年 4 月公司同时还与美国犹他大学医疗集团合作，双方就康复医疗建设签订了《合作框架意向书》，其包含康复医院或中心的设计指导、康复流程开发、医护人员培训、外遣专业医护人员、引入康复教育项目、CARF 认证指导、远程教育开发、咨询和医疗投入等康复全方位服务。

犹他大学医疗集团是美国一个历史悠久、高水平的医疗集团，以犹他州为中心，覆盖内华达、怀俄明、科罗拉多、蒙大拿、爱达荷、亚利桑那等多个州。旗下康复医疗中心成立于 1965 年，重点业务如脑损伤、中风、脊柱损伤、各类创伤、痉挛、截肢方面具有国际一流水平。每年在犹他大学医疗机构接受康复治疗的患者在 100 万以上。

借助产业资本实现快速扩张：公司的拟定的发展计划是，以郑医的流量和犹他的品牌，将郑州和佳康复医院打造成业内最高水平的精品旗舰店，随后借助产业资本在全国范围内通过并购实现大规模扩张，预计将会以每年 10 家的速度，在未来三到五年内年内建立 30-50 家康复医院，最终实现 100 家的长期目标。

4. 华邦健康 (002004)

勇猛转型“大华邦医疗联盟”：公司积极转型医疗领域，原有农化业务剥离至子公司颖泰嘉和，于 10 月 8 号在新三板顺利上市。旗下华邦制药及下属子公司拥有超过 20 年的生产经验，积累了丰富的皮肤病和结核病处方药产品线，实力雄厚，2014 年收购百盛药业进一步加强了公司在处方药领域的实力。2015 年公司发布定增预案，募集 2 亿元布局线上，建立“皮肤病互联网医疗平台”。我们预计公司将会通过线上建立平台、线下拓宽渠道的整合模式形成完整的皮肤健康 O2O 生态闭环。

全球化收购，强势进入康复领域：在国内公司与权威学术机构积极开展合作，今年公司与重庆医科大学附属第二医院合作设立的宽仁康复医院开业运营，并于 5 月份被顺利纳

入医保支付点，主要科室包括骨科、内科、运动伤害、心脑血管疾病和静脉疾病等，床位数达到 330 张。预计公司后续将会持续扩张高端路线的康复医院。

公司同时还通过海外并购获取宝贵医疗资源，将国际最先进技术引入国内，使 O2O 生态链线下部分获得强大竞争力。

1) 莱茵医院：

德国康复医疗体系最成熟、完善、人性化。莱茵医院是一家专业从事医疗康复、护理（含住院治疗）的医疗机构，在骨科、内科、运动伤害、心脑血管疾病和静脉疾病等领域拥有丰富的康复医疗经验。莱茵医院先进的医疗设备、精湛的医疗技术以及人性化的医疗理念为患者提供了优质的康复医疗服务，在康复医疗领域树立了良好的口碑。公司收购莱茵医院旨在为“大华邦医疗联盟”提供战略支持。公司预计康复医疗产业将会成为新的利润增长点。公司将积极吸取莱茵医院的运营管理经验，将德国的康复医疗技术吸收并引进到国内。

2) 瑞士生物：

现任瑞士医院院长托马斯重点研究当今西医难以攻克的莱姆病、风湿性关节炎、肠易激综合症、结肠炎、纤维肌痛、慢性疲劳、癌症和其他退行性或炎症性疾病。他是公认的生物医学领域领导者，在欧洲和北美地区被尊称为“现代生物医学理论体系创建者”、最有影响力的生物医学科学家，其在欧美享有极高的知名度。

瑞士生物下属的瑞士医院涉及肿瘤治疗、生物医学抗衰老、各类慢性病治疗和康复、生物牙科、身体全面检查和诊断等领域；其中最权威的治疗领域是乳腺癌和前列腺癌、恶性非霍奇金淋巴瘤和白血病等领域。

瑞士医院不单纯地以治疗疾病症状为主，而是通过改变患者体内环境，激活自我修复、调节能力的方式治疗病人。细胞活化疗法是瑞士医院的核心疗法，该疗法通过对人体机能的全面检测，制定出适合个体的治疗方案，实现精准医疗。该医院主打整体细胞活化疗法，该疗法除了细胞排毒、细胞营养以外，还有细胞活化；整体细胞活化疗法可以让人体细胞更加有活力，可恢复人体年轻状态下最强大的组织再生能力和自我修复能力，从而获得并保持健康，实现治疗和预防慢性疾病的作用。

5. 万方发展（000638）

转型医疗，产业资本为核心，并购打造医疗集团：公司与北京鹤山投资合作设立产业基金，计划募集 10 亿人民币。北京鹤山投资是一家立足医疗领域股权投资机构，在医药产业股权投资、并购方面的丰富经验是公司目前转型期迫切需要的。公司将会通过并购，同时打造线上、线下两条线，实现 O2O 医疗集团的转型。

并购执象网络、义幻网络，打造医疗云 HIS 平台：公司之前参股执象网络，切入互联网医疗领域，执象网络通过覆盖零售药店作为前端仓储和电商平台构建药品 B2C；目前旗下

有 PC 端的国药健康网、药店网，和移动端的药店会员 app，覆盖全国 15% 左右的零售药店。义幻网络通过为医院提供微信绑定免费 WIFI 与微信公众号，为患者提供移动挂号与诊间支付的服务，还将陆续进一步向医疗云服务转型，提供处方电子处方，病历查询，缴费，取药等环节的线上服务。

与四川卫计委战略合作，获得公公立优质资源：除了目前公司的服务已经在华西第二医院上线之外，公司还与四川卫计委签署战略协议，确定万方为四川省医疗领域重要合作伙伴，共同推进医疗信息化平台建设、“互联网+医疗”创新诊疗中心、“iTV 健康频道”、“数字口腔”等项目，以及共同成立四川省医疗卫生信息化创新创业政策性投资引导基金，募集总额为 30 亿人民币。目前公司已经与接近十家医院（包括两家三甲医院）签订协议，公司计划到为明年年中将与 30-40 家三甲医院签署合作协议。

拟收购和谐康复医院，跨入康复领域：北京和谐康复医院北京市第二家中性专业康复机构，目前北京和谐康复医院拥有 120 个床位，年利润在 1500 万左右。公司拟全资收购医院。和谐康复医院主要以脑瘫针刀微创与微手术康复治疗为特色，重点科室在脑瘫、偏瘫、截瘫、骨科、术后康复等领域。院长任月林是中国针刀微创治疗脑瘫技术创始人、中国脑病微创学术委员会主任委员，从事脑瘫研究和诊疗 30 余年。借助与四川卫计委的战略协议和在四川省覆盖的三甲医院，公司在四川当地建立新的康复医院，有望快速实现转诊制度的建立。

6. 汉森制药（002412）

中医药为核心，拓展大健康产业链：公司主营业务是生产中药制剂，其中贡献营收前三的品种分别为：四磨汤口服液、银杏叶胶囊和缩泉胶囊。2013 年公司收购云南永孜堂，收获天麻醒脑胶囊、八味肉桂胶囊等 7 个独家品种。2014 年公司设立汉森健康，以中医药向核心拓展上下游，打造大健康产业链。

向上拓展中药材种植：2014 年 8 月公司公布中药材种植及加工示范基地可行性研究报告，预计建设 2300 亩种植加工基地，项目包含了商业经济区、中药种植观赏区、中药养生保健区、中药科研展示区、药用植物育种区等，涵盖中药材收购、加工、储存、检测及展示销售全产业链，并选取了木香、枳壳、白芷、白术等总共 11 味中草药进行种植、炮制饮片。公司向上游中药材将会获得更强大的成本控制能力和产业链竞争力。公司预计项目投资约 8000 万元，投资建设期 3 年，项目建成后中药材产值每年 1058 万，中药饮片产值每年 2867 万。

向下拓展中医养老康复：公司建立的 2300 亩中药材基地除了种植加工功能外，还将建设“中医药科研展示中心”，提供以中医药为核心的治疗、护理、康复医疗服务。公司将秉承“寓休闲于治病，寓治病于休闲”的理念，将基地打造为保健养生、特色旅游、文化传播为一体的疗养中心。除此之外，公司还将积极借助资本力量，寻找对周边地区医院的并购机会，打造区域医疗体系，实现有效导流。

7. 金明精机 (300281)

主业空间触顶，积极寻求转型：公司核心产品是薄膜吹塑机、薄膜/纸加工成套设备，合计贡献利润占比在 80%以上。目前公司主业稳定，但预计增长率将常年维持在个位数，因此公司积极谋求转型。公司看好医疗行业这一永远的朝阳行业，将利用自身在制造业积累的技术、经验大举进入医疗服务机器人制造业。

产学联合，提供强大竞争力：2015 年 7 月公司公告与清华大学机械系康复工程研究团队联合成立“清华大学（机械工程系）与广东金明精机股份有限公司智能康复机器人联合研究中心”，并向研究中心提供三年累计不少于 1500 万经费。公司重点针对我国康复专业人才少、设备配置率低的现状，结合清华大学的“研发”与公司的“制造”，开发偏瘫患者上肢神经康复训练机器人、外骨骼步行训练康复机器人、智能假肢、残疾人和老年人生活辅助技术用品等产品。清华大学机械系康复工程研究团队是我国最早进入该领域的团队，

康复机器人需求将爆发：目前我国同时推进机器人产业及康复医疗行业发展，康复机器人恰好属于重叠部分，将获得巨大的国家政策支持力度。公司对我国康复需求巨大，人员及设备供给不足的特点，有针对性的进入康复机器人领域。行业内预计市场规模将达到百亿级别，相比国外品牌的高昂价格，公司产品维持高质量的同时具备强大的价格竞争力，前景光明。

8. 东富龙 (300171)

国内冻干设备龙头，持续并购增厚业绩：公司是国内冻干设备制造商中的绝对龙头，渗透冻干设备、无菌隔离装置、自动进出料系统、自产配液系统、安剖联动等各个环节。此外，公司是不断并购，积极拓展产业链，先后投资了典范医疗、建中医疗、上海瑞派、诺诚电气、伯豪生物等公司。

布局精准医疗：公司 2015 年发布公告称将在广州、重庆、上海、北京、武汉设立 5 大医疗中心。目前重庆精准医疗服务中心已经建成，目标搭建基因测序平台、独立实验室、诊断产品研发生产基地、免疫细胞产品研发生产中心，打造精准医疗创新创业平台。

收购诺诚电气，涉足康复领域：诺诚电气成立于 1997 年，主要产品包括脑电图仪、肌电图和诱发电位仪、术中神经监护仪、系列化康复设备等产品销往全国市场。诺诚电气积极布局康复医疗，参考发达国家三级康复体系，建立综合医院→社区卫生服务中心→社区卫生服务站本土化三级康复体系。公司预计诺诚电气 2015/16/17 年的净利润分别为 900 万、1500 万、2300 万。

表 10: 康复医疗重点公司相对估值表

公司名称	公司代码	收盘价 1/15	总市值 百万元	EPS				PE				PEG
				2013	2014	2015E	2016E	2013	2014	2015E	2016E	
核心推荐公司												
湖南发展	000722	15.50	7192	0.34	0.42	4.85	5.94	46	37	3	3	0.12
澳洋科技	002172	9.91	6887	0.03	(0.15)	0.95	1.33	341	(68)	11	8	0.31
和佳股份	300273	15.60	12293	0.22	0.28	0.31	0.70	73	58	52	23	0.68
华邦健康	002004	10.00	20350	0.15	0.21	0.20	0.25	71	50	53	42	2.00
万方发展	000638	27.50	8498	(0.04)	0.01	1.39	1.82	(688)	2750	20	15	0.66
金明精机	300281	12.08	2923	0.23	0.25	1.76	2.33	55	51	7	5	0.21
东富龙	300171	19.65	12478	0.42	0.53	0.56	0.70	49	39	37	29	1.55
汉森制药	002412	15.83	4686	0.38	0.40	9.67	12.22	45	43	2	1	0.08

资料来源: 申万宏源研究、WIND

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，资格证书编号为：ZX0065。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

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

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。

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。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到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。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

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。