

投资评级：推荐（维持）

分析师

赵浩然 0755-83511405

Email: zhaohaoran@cgws.com

执业证书编号: S1070515110002

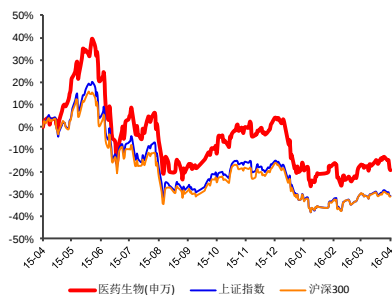
联系人:

彭学龄 0755-83515471

Email: pengxueling@cgws.com

从业证书编号: S1070115090023

行业表现



数据来源: wind

相关报告

医生资源流动，看好协同机遇

——医生集团专题报告

投资建议

伴随新医改深入推进，医生集团作为医生执业的新方式受到市场较多关注，我们认为医生集团能够促进医生资源流动，契合当前医改方向、能够提升医生个人价值且降低从业风险，具有较好的市场前景。

患者是医生集团生存和发展基础，而现阶段我国患者对医院平台的认可程度远大于对医生个人，患者导流更多是依赖医院平台，因此我们看重医生集团与终端医院相结合带来的投资机会，从利益链角度出发，更为看好长病程管理如肿瘤领域、心脑血管领域等标的，重点推荐益佰制药、乐普医疗等。

要点

■ 要点 1. 医生集团具有较好发展机遇

医生集团即为团体执业，是多数发达国家和地区医生自由执业的主要方式，我国医疗资源分布不平衡迫切需要医生流动，新医改背景下，政策出台多项措施推动医生多点执业，但是在医院管理层态度暧昧、医生顾虑重重的情况下，效果不甚理想，相比较而言，医生集团较传统的走穴方式具有风险小、收入稳定等优势，有望成为未来医生多点执业的主要方式。

■ 要点 2. 医生集团既要吸引医生又要拦截患者

医生集团最重要的资产是优质的医生资源，而我国长期公立医院主导的医疗卫生体系使得绝大部分医生资源局限在体制内，吸引体制内医生加盟将会是近期医生集团获取资源的主要方式。

三甲医院拥有较多优质医生资源，且多点执业医生需满足第一执业地点的工作安排，医生集团更多是利用专家、技术优势，向二三线城市投放，对患者进行截流。

■ 要点 2. 医生集团发展联合医院抑或联合保险

我国医生集团根据来源和运营方式可以划分为体制内、体制外、平台型几种类型，各有千秋，作为新兴事物，不同类型仍在探索适合自身的盈利模式。

从美国医生集团的发展历程来看，主要有“医生-医院”模式、“医生-保险”模式，前者避免了初期大规模的固定资产、人员配套等投入，成为我国大多数医生集团发展的首选，代表企业有张强医生集团等。我国商保市场欠缺是制约“医生-保险”模式发展的主要原因，平安集团主

导的平安健康试图以医疗起步，打通医疗、保险之间的通道，将会是国内该模式最主要的尝试方向。

■ 要点 3。医生集团准入门槛不高，看好协同效应

我们认为作为医生多点执业的手段，医生集团的市场准入门槛不高，伴随国内医生资源的独立，数量增加、竞争加剧将会是大概率事件，而目前医生集团依赖的患者入口主要集中医院终端，因此更看好两者相结合的协同效应。

从利益链角度出发，更为看好长病程管理如肿瘤领域、心脑血管领域相关标的，重点推荐益佰制药、乐普医疗等。

■ 风险提示

医改政策风险、竞争加剧风险、市场估值风险

目录

1. 医生集团简介	5
2. 发展机遇：切合政策、医生、需求多方利益	6
2.1 国内医疗资源不平衡需要医生流动	6
2.2 多点执业推进过程中医生顾虑重重	7
2.3 医生集团有望成为多点执业新方式	8
3. 医生集团：模式百花争鸣，逐步探索前行	9
4. 发展模式：联合医院还是联合保险？	11
5. 投资机会：患者是基础，看好协同机遇	15
5.1 市场竞争加剧，患者是一切的基础	15
5.2 民营医院受益，关注长病程管理标的	16
6. 重点公司推荐	18
6.1 益佰制药（600594）：布局抗肿瘤领域，推动医生集团发展	18
6.2 乐普医疗（300003）：闭环生态圈+医疗服务平台，有望受益医生流动	19
7. 风险提示：	20

图表目录

图 1:	2014 年美国医生执业模式占比情况.....	5
图 2:	三级医院对医疗资源的垄断情况.....	6
图 3:	我国三级医院及医院总诊疗人次对比情况.....	6
图 4:	我国三级医院及医院总出院人数对比情况.....	6
图 5:	我国民营医院数量变动情况.....	9
图 6:	我国民营医院及公立医院病床利用率对比情况.....	9
图 7:	医生集团促使医生流动和患者分流.....	11
图 8:	美国两种典型的 PHP 合作模式.....	12
图 9:	医生-保险结合模式.....	13
图 10:	2014 年凯撒医疗集团主要经营数据.....	13
图 11:	张强医生集团签约合作医院情况.....	14
图 12:	神州海德集团与医院合作情况.....	14
图 13:	平安健康发展情况.....	14
图 14:	医生集团-医院平台利益分配.....	17
图 15:	2011-2015 年前三季度益佰制药营业收入变动情况.....	18
图 16:	2011-2015 年前三季度益佰制药净利润变动情况.....	18
图 17:	2011-2015 年前三季度益佰制药营业收入变动情况.....	18
图 18:	2011-2015 年前三季度益佰制药净利润变动情况.....	18
图 19:	2011-2015 年乐普医疗营业收入变动情况.....	19
图 20:	2011-2015 年乐普医疗净利润变动情况.....	19
图 17:	2015 年乐普医疗营业收入构成情况.....	20
图 18:	2015 年乐普医疗毛利润构成情况.....	20
表 1:	新医改以来我国关于医生多点执业的政策.....	7
表 2:	部分省市有关医生多点执业的规定.....	7
表 3:	三种不同类型医生集团对比.....	10
表 3:	我国主要医生集团.....	15
表 5:	不同医生类型集团竞争优势对比.....	15
表 6:	部分涉足民营医院的上市公司标的.....	16

1. 医生集团简介

医生集团(medical group)是指由多个医生团队组成的联盟或者组织机构,即为团体执业,一般是独立法人机构,以股份形式运作,按照治疗领域可以划分为单一专科的执业和多专科执业,前者意味着一个团队只提供一个专科的医疗服务,如心内科等;后者可以提供多个专科服务,如全科医疗等。

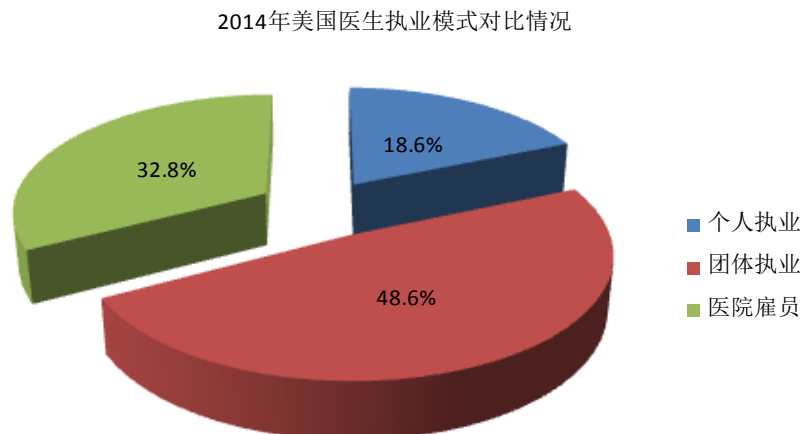
医生集团起源于 1863 年的美国,目前依然是多数发达国家和地区医生自由执业的主要方式,据统计数据显示,在全美范围内,估计有二十几个执业团体,近一半为医生集团,独立于传统的单独执业模式、医院雇员模式之外。

- ✓ 单独执业模式: 就是医生并不附属于任何医院或者其他执业机构,一般是以诊所的形式出现,独立执业通常只需要较少的辅助人员,来服务较小的病源。优势在于,根据医生的喜好来设计、发展自己的诊所,而且可以跟病人发展更多的私人关系,但必须要独立承担财务、医疗风险,对技术水平、个人品牌要求较高。
- ✓ 医院雇员模式: 医生成为医疗团体或者医院的雇员,在医院病房或者诊所上班,好处就是比较稳定,不需要担心行政管理事务,专心临床看诊,具有固定工资保障,但同时也需要遵循单位规定、政策等,丧失话语权。
- ✓ 医生集团模式: 一般由两个或两个以上的医师组成的法人主体,特点在于彼此共享收入、共担损失、共享设备等。

对比三种模式,我们可以清晰看到,医生集团具有以下几点优势:

- 第一, 财务稳定性更高,由于团体执业中医生数量多,病源基础大,相对来说承受财务风险的能力较强;
- 第二, 医生在团体执业里可以分工合作,互相帮助,同时也有很多辅助人员帮助医生处理其他事宜,减轻个人压力;
- 第三, 团体执业中医生拥有更多的时间灵活度,既不用像单独执业那样身陷其中,又不用像医院雇员那样固定工作时间,能够协调工作和娱乐之间的安排。

图 1: 2014 年美国医生执业模式占比情况



资料来源: 长城证券研究所

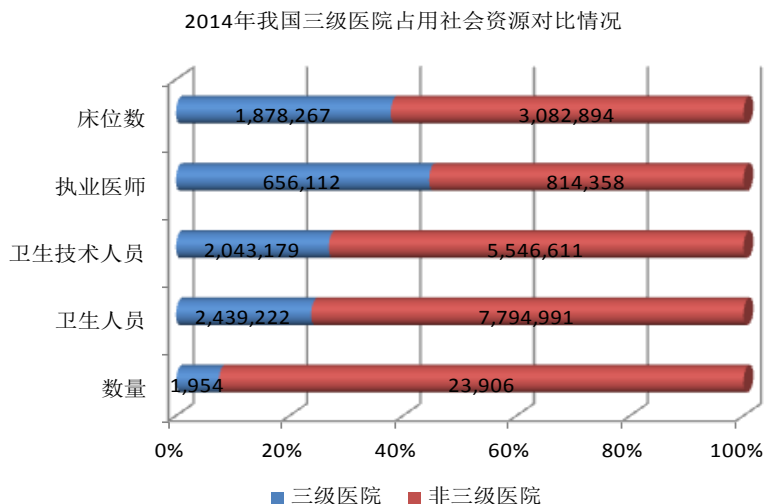
2. 发展机遇：切合政策、医生、需求多方利益

2.1 国内医疗资源不平衡需要医生流动

一直以来我国医疗服务体系是以公立医院为主导，而公立医院中医生同医院往往绑定在一起，现行《执业医师法》第二章第十四条明确规定“医师经注册后，可以在医疗、预防、保健机构中按照注册的执业地点、执业类别、执业范围执业，从事相应的医疗、预防、保健业务。”

再加上事业单位人事权限制，医生所注册的医院掌握他退休、晋升、职称等福利以及上升途径，对医生具有巨大的控制力，部分公立医院通过绑定医生达到垄断病人的目标，加剧了医疗资源分布的不合理性。

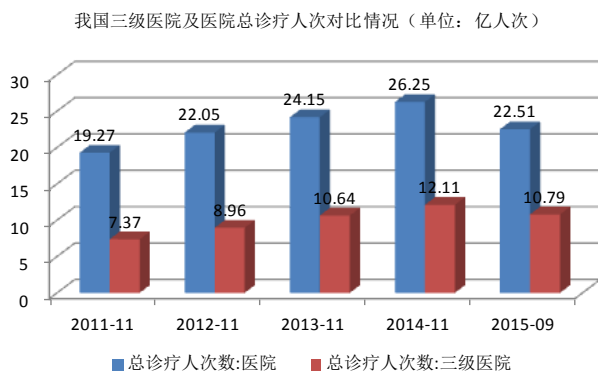
图 2：三级医院对医疗资源的垄断情况



资料来源：wind、长城证券研究所

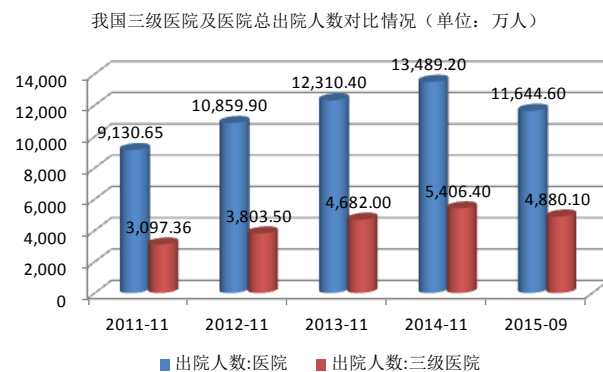
伴随城乡居民支付能力的提升，对优质医疗资源的追求使得患者纷纷涌向北上广等少数几个三甲医院。

图 3：我国三级医院及医院总诊疗人次对比情况



资料来源：长城证券研究所

图 4：我国三级医院及医院总出院人数对比情况



资料来源：长城证券研究所

2.2 多点执业推进过程中医生顾虑重重

新医改推进过程中，放开定点执业的限制被认为是提高医生服务收入和工作积极性、平衡医疗资源的重要方式之一，2009 年国务院发布《中共中央国务院关于深化医药卫生体制改革的意见》明确提出“稳步推动医务人员的合理流动，促进不同医疗机构之间人才的纵向和横向交流，探索探索注册医师多点执业，同年原卫生部下发《关于医师多点执业有关问题的通知》，“允许医师多点执业”在多个政策性文件中被提及。

表 1: 新医改以来我国关于医生多点执业的政策

时间	部门	规定	要求
2009 年 03 月	国务院	关于深化医药卫生体制改革的意见	稳步推动医务人员的合理流动，促进不同医疗机构之间人才的纵向和横向交流
2009 年 09 月	卫生部	关于医师多点执业有关问题的通知	
2011 年 07 月	卫生部	关于扩大医师多点执业试点范围的通知	扩大医师多点执业试点范围
2013 年 10 月	国务院	关于促进健康服务业发展的若干意见	加快推进规范的医师多点执业
2014 年 01 月	卫计委	关于推进和规范医师多点执业的若干意见	优化医师多点执业政策环境，规范医师多点执业
2016 年 03 月	国务院	关于促进医药产业健康发展的指导意见	推动医生多点执业，提升基层医疗机构服务能力，加快落实分级诊疗
2015 年 06 月	国务院	关于促进社会办医加快发展的若干政策措施	推动医师多点执业
2015 年 09 月	国务院	关于推进分级诊疗制度建设的指导意见	通过组建医疗联合体、对口支援、医师多点执业等方式，鼓励城市二级以上医院医师到基层医疗卫生机构多点执业，或者定期出诊、巡诊，提高基层服务能力
2016 年 04 月	国务院	2016 年深化医改重点	开展公立医院在职或退休主治医师以上医师到基层医疗机构执业或开设工作室试点

资料来源：长城证券研究所

政策指引下，全国大多数省份均发布医师多点执业管理办法，原则上同意医师多点执业，但在是否需要第一执业单位的审评上仍存在较大不同处理。如北京市 2014 年新规定对医生申请多点执业并没有取得第一执业地点同意或至第一执业地点备案的要求，而河南、安徽、上海等省市则明确要求须经第一执业点同意，广东省则要求向第一执业地点进行书面报备。

表 2: 部分省市有关医生多点执业的规定

时间	省市	规定	要求
2011 年 09 月	河南省	河南省医师多点执业管理办法(试行)	医师多点执业应当经第一执业地点同意
2011 年 11 月	上海市	关于在本市开展医师多点执业试点工作的通知	能够完成第一执业点的工作，并取得第一执业点医疗机构的书面同意
2014 年 08 月	北京市	北京市医师多点执业管理办法	无要求
2014 年 12 月	浙江省	浙江省医师多点执业实施办法	无要求
2015 年 03 月	广东省	转发国家卫生计生委等五部门关于推进和规范医师多点执业的若干意见的通知	事先向第一执业医院进行书面报备
2015 年 8 月	江苏省	江苏省医师多点执业管理办法	医师应当与多点执业医疗机构签订执业劳务协议，并报第一执业医疗机构留存，
2015 年 9 月	安徽省	安徽省医师多点执业管理办法	第一执业地点全日制工作的执业医师须取得医疗机构备案同意；

时间	省市	规定	要求
2016 年 1 月	山东省	山东省医师多点执业实施办法（试行）	向第一执业地点报送多点执业协议副本，履行知情报备手续

资料来源：长城证券研究所

多点执业放开后，并未出现医生大规模流动情况，以北京市为例，2014 年北京仅有 3,000 多名医师申请多点执业，占执业医师总数不足百分之五，并未达到促使医生资源流动的目的，我们认为政策遇冷主要在以下几个方面：

首先，医院方面，前面我们提到，医院的核心竞争力体现在优质的医生资源，对于医院管理者而言，允许优秀医生多点执业无疑可能导致人力资源流失、核心团队不稳定、患者外流等诸多问题，很难投赞同票。

其次，医生方面，留在公立医院具有较多优势：

第一，目前在公立医院中工作的医生往往具有事业单位编制，铁饭碗具有较强的吸引力和退休后的保障。

第二，我国规定医师晋升需要种种限制条件，如科研、论文、外语等，公立医院往往影响力大、科研条件充足、培训机制健全，具有较好的晋升发展空间。

第三，公立医院在应对医疗风险上具有较好的处理机制，而民营医院或个人执业存在先天性的不足。

综上所述，公立医院虽然汇聚了丰富医疗人才资源、部分医生也有时间和精力去进行多点执业的尝试，丁香园网站调查显示，55%的医生称“所在医院医生‘走穴’现象普遍”，近三成医生表明“本人曾‘走穴’过”。

但是在医院管理层态度暧昧，医生顾虑重重的情况下，多点执业变得可意会而不可言传，让医生跟领导去坦白或协商自己外出接私活的想法较为困难，走穴这种隐蔽的方式依旧是目前部分医生进行多点执业的主要途径。

2.3 医生集团有望成为多点执业新方式

2014 年 7 月 1 日，跳出体制的张强医生成立大陆地区首家跨专科医生集团，随后全国各地均有类似医生集团成立，如深圳名医汇、杏香园医生集团、孙宏涛体制内医生集团、广州“私人医生工作室”等等

2016 年 3 月 16 日，国内首张医生集团的营业执照-深圳博德嘉联医生集团医疗有限公司落户深圳，作为推动医生多点执业的尝试，医生集团得到了主管部门、社会公众的逐步认可。

对比之前的医生个人多点执业，医生集团的优势体现在：

1、风险把控上，根据《关于推进和规范医师多点执业的若干意见》中提到“医师多点执业过程中发生医疗损害或纠纷，应当由发生医疗损害或纠纷的当事医疗机构和医师按照有关法律法规处理，其他非当事医疗机构均不承担相关的医疗损害或纠纷处理责任。医疗机构和医师应当通过合同或协议明确发生医疗损害或纠纷时各自应当承担的责任及解决方法。”，但具体如何实施及相关的责任认定并没有做相关的规定，医疗机构有可能为了规避责任，将责任全部归因于医生，一旦出现医疗事故，医生个人需要花费大量精力

应付相关事宜，并承担潜在的经济和名誉损失，而医生集团则可以通过法律援助等方式给予成员进行支持。

2、专业服务上，医生集团可以负责帮助签约医生处理各类外部事务和内部管理相关事项，如患者筛选、手术安排、平台选择、医院协调等，使得医生可以专心放在自己擅长领域操作。

3、收入保障上，公立医院模式下，患者就诊往往是先认可的医院，然后才是医生，医生留在医院即可获得稳定收入，多点执业可能更多需要依赖医生个人口碑、品牌等，存在缺少病人导致收入下降的情况，而医生集团作为法人，通过集体签约等方式，有效保障了病人数量及收入来源。

我们认为，医生集团通过捆绑，增强了医生的话语权，同时降低其多点执业的顾虑，有望逐步替代个人走穴，成为医生多点执业的主流趋势，未来几年内医生集团将会迎来较好的发展机遇：

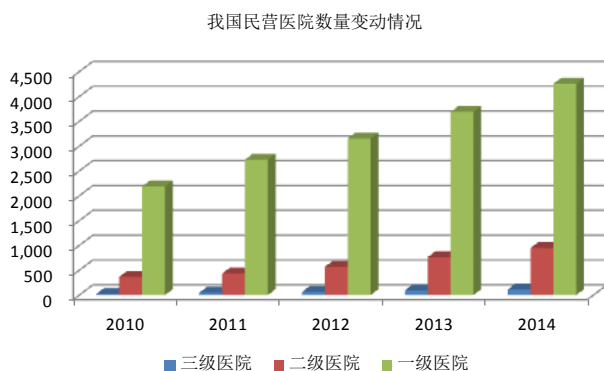
首先，医生集团的形成，有助于医生资源流动，在促使医疗服务均等化方面切合当前新医改政策的引导方向，有望得到主管部门的鼓励，迎来较佳的政策发展期。

其次，限制公立医院扩张后，公立医院尤其是三甲医院基本上已经处于超负荷运转状态，然而在现行的医师培训体系下，不断有人晋升，造成僧多粥少的局面。

第三，在平衡原执业医院的利益后，不离开体制、签约医生集团的方式即无后顾之忧，又能增加自身收入将会得到越来越多的医生的青睐，为其快速发展提供充足的人才支撑。

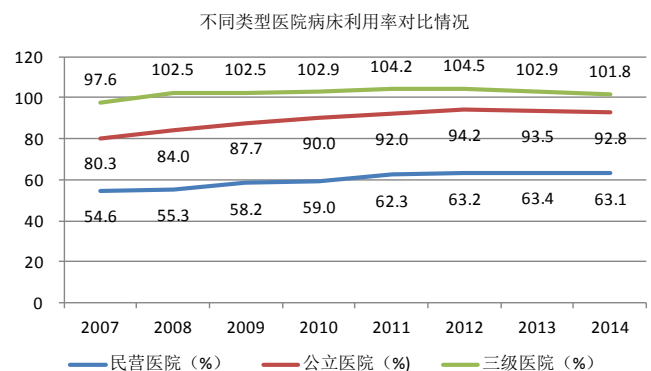
第四，“民营医院+医生集团”属于双赢局面，一方面有助于化解民营医院高端医疗人才不足的困境，另一方面也保障了医生集团的病人来源，民营医院的快速发展为医生集团奠定市场基础。

图 5：我国民营医院数量变动情况



资料来源：长城证券研究所

图 6：我国民营医院及公立医院病床利用率对比情况



资料来源：长城证券研究所

3. 医生集团：模式百花争鸣，逐步探索前行

我们理解医生集团本质就是医生创业，不同的医生可能借助不同的资源，这也就使得现阶段国内医生集团的商业模式层出不穷，简单来看，根据医生来源和企业管理的不同基本上可以分为：体制外医生集团、体制内医生集团、平台型医生集团。

表 3: 三种不同类型医生集团对比

类型	来源	运营	优势	劣势	代表
体制外医生集团	体制外	合伙人制	医生具有较强的话语权，内部管理机制高效	成本风险较大，扩张受制于人才	张强医生集团、万峰医生集团、冬雷脑科医生集体...
体制内医生集团	体制内		依旧在体制内，可以享受原有福利待遇，稳定性好	受制于第一执业单位，体制束缚明显	大家医联、博德嘉联、心血管医生集团...
平台型医生集团		经纪人制	能够享受平台的支持服务，如患者引流等	医生话语权较弱，自主性较差	三甲医生集团、微医集团...

资料来源：长城证券研究所

对比三种不同类型的医生集团，我们认为：

- 体制外医生集团强在内部管理，虽然现阶段对医生资源吸引力不够，但是能够通过股权、激励等方式增加医生粘性；
- 体制内医生集团在医生资源的获得以及依托公立医院打造自身品牌效应方面有得天独厚的优势，但受体制束缚严重，市场竞争上略显不足；
- 平台型医生集团通过互联网的方式把大量优质医生资源、患者资源链接在一起，然后进行快速分配，优势在于资源易得，但品牌效应及对医生行为管控能力较弱。

整体上，由于医生集团在国内还是新兴事物，结合我国社会现状探索成熟的发展、盈利模式仍需要持续一段时间。

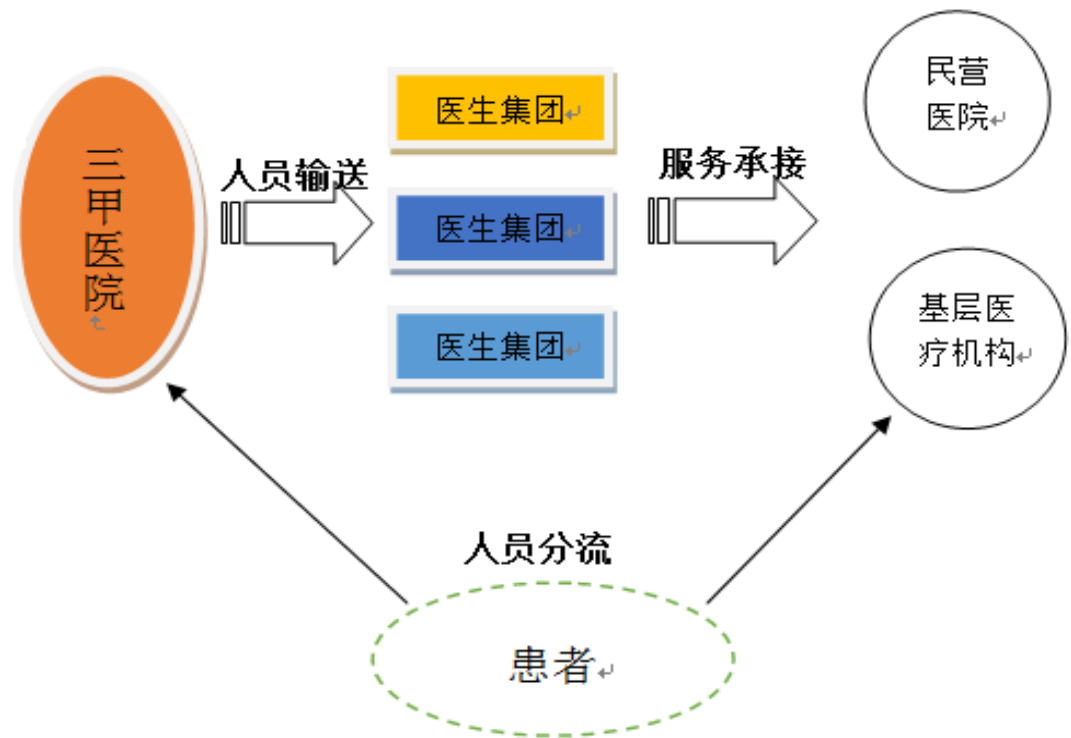
既然是创业，那么医生集团发展的先决条件就是优质的医生资源，我国长期公立医院主导的医疗卫生体系决定了绝大多数医生资源集中在公立医院体制中，而且医生集团在短期内也不可能培育出一大批优秀的医生，只能通过系统内部流动获取所需医生资源。

相对于张强医生跳出体制，国内大多数医生缺乏这样的勇气，医生集团如何让让体制内的医务工作者，无需离开医院，即可以安心在医院做临床、搞科研、升职称的同时，又可以有更多发展的空间，以及长期持续的收益和福利，实现个人价值最大化，才能对高端医疗人才产生吸引力。

基于这样的理解，我们认为，公立医院尤其是三甲医院未来将会是医生集团医生资源的主要输出方，而民营医院、基层医疗机构拥有现成的配套设备、人员，则是其服务承接方。

一方面三甲医院拥有较多优质医生资源，对个人品牌的依赖性较弱；另一方面多点执业医生需满足第一执业地点的工作安排，这也就使得医生集团可能在医疗资源较为扎堆的大中城市的发展空间有限，更多是利用专家、技术优势，向二三线城市投放，对患者进行截流。

图 7: 医生集团促使医生流动和患者分流



资料来源: 长城证券研究所

4. 发展模式：联合医院还是联合保险？

美国医生集团经过多年的发展，基本上形成了“医生-医院”和“医生-保险”两大模式：

✓ “医生-医院”模式：

医生集团作为独立主体，和医院建立起合作伙伴关系（PHP 模式、Physician Hospital Partnership），目的在于催生高效率、高质量的医疗服务，同时降低医疗成本，具体合作模式由双方协商灵活制定，主要有：共同管理、按需租赁、合资企业、雇佣制度等。

共同管理：医生团队通过与医院签约，参与并共同管理医疗服务，施展高水平的手术同时，根据治疗结果获取对等的报酬。

按需租赁：医生集团根据医疗需要从医院处租赁所需要的特殊服务或设施，如手术室、护理团队等。

合资企业：医生团队和医院共同投资，建立手术中心，分别占有股份，共享临床设施等资源，并一起承担风险和收益。

雇佣制度：医院完全雇佣医生团队，根据医疗产出或管理职责支付薪水和奖金。

医生集团最终都是要为患者提供医疗服务，往往需要配套的设备 and 人员，因此与现有医院的结合具有天然的基础，双方的合作关系可以是松散的“合约服务”、也可以是紧密的“合资共建”。

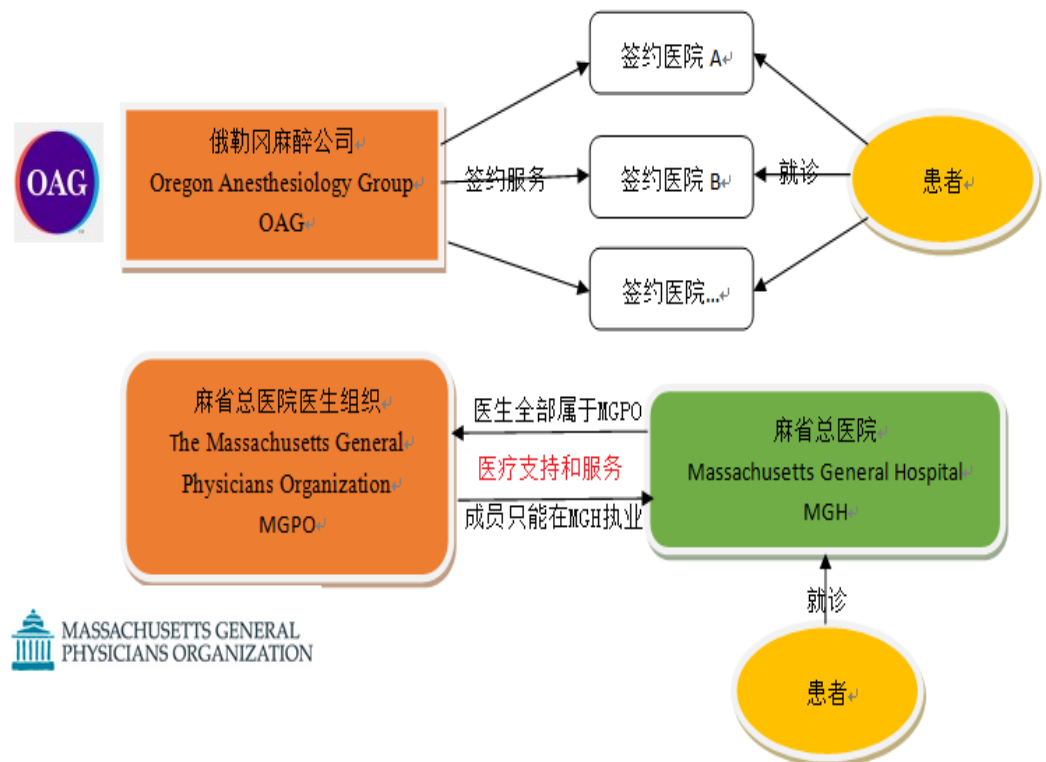
该模式下，医生集团不再隶属任何一家医院，而是作为一个独立的平台与医院签约，双方关系转变为平等合作，医生集团通过签约医院获得稳定的收入来源，而医院则通过招揽合作方迅速切入新的治疗领域。

代表案例有俄勒冈麻醉公司（Oregon Anesthesiology Group, OAG）、麻省总医院医生组织（The Massachusetts General Physicians Organization, MGPO）等。

OAG 组建于 1989 年，是美国西北地区最大的单一专业的、股份制的麻醉服务公司，目前拥有 230 余名麻醉医师，以合同的形式与各家医院建立业务关系，服务全州大部分的医院门诊和手术中心。

MGPO 是致集治疗、教学、研究为一体的多专科医生集团，同哈佛大学医学院附属麻省总医院（MGH）建立紧密的合作关系，所有的麻省总医院医生都属于 MGPO，同时医生组织也限制旗下的医生只能在麻省总医院执业，为其患者服务。

图 8：美国两种典型的 PHP 合作模式



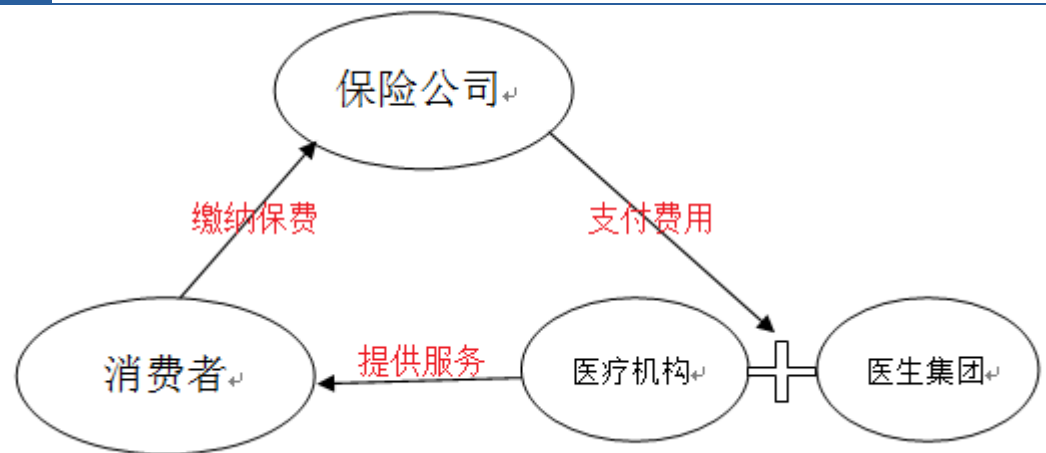
资料来源：长城证券研究所

✓ “医生-保险”模式：

客户通过购买不同等级的保险从而享受与保险等级相对应的医疗保健服务，预付保费用于支付医院、医生开支，医生对会员进行健康管理，使其不生病或少生病，降低医疗成本，节约大量医药支出费用用于医生的收益分配。

在这三层合作关系中，保险公司向签约医院、医生集团付费，集团内的医生在签约医院执业，为保险会员提供服务，核心在于通过调整服务模式从而更好地控制成本。

图 9: 医生-保险结合模式

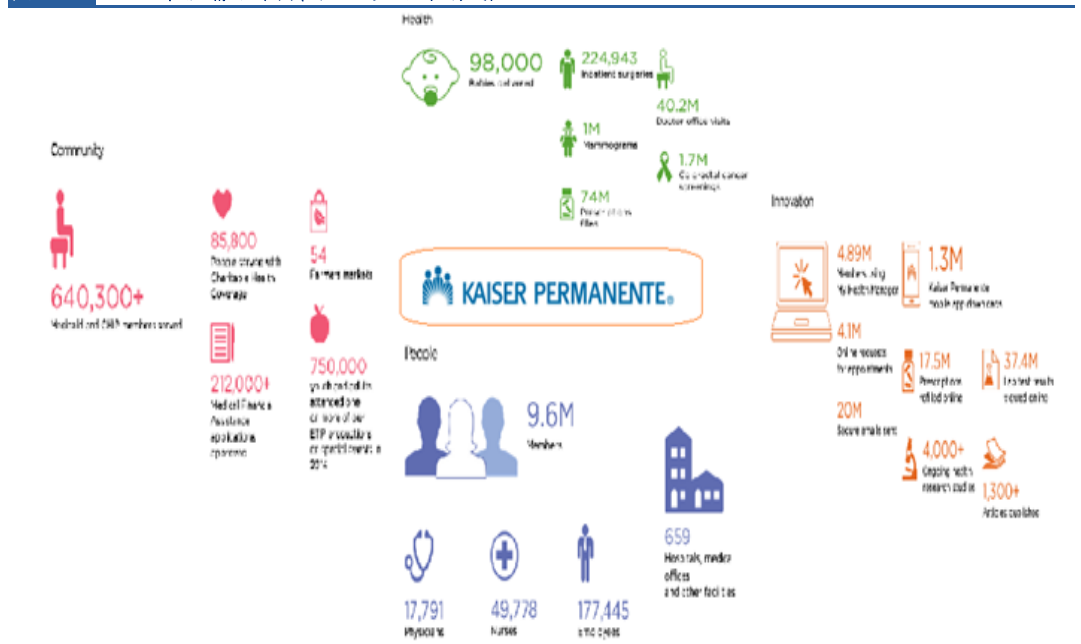


资料来源: 长城证券研究所

代表企业有成立于 1945 年美国凯撒医疗集团 (Kaiser Permanente), 2014 年公司在美国拥有 960 万会员、177,445 员工 (近 5 万名护士、1.78 万名医生) 和 659 家医院或治疗中心, 覆盖 8 个地区、9 个州和哥伦比亚特区, 年营业收入 564 亿美元, 净利润 31 亿。

凯撒采取一个高度整合的医疗体系, 集医疗保险和医疗服务于一体, 改变了在按项目付费方式下, 医疗机构缺乏节约资金动力的问题, 整合式医疗为会员们提供从疾病预防、疾病诊疗到病后康复全方位一体化的健康服务, 并通过前端的努力减少医疗支出。

图 10: 2014 年凯撒医疗集团主要经营数据



资料来源: 年报, 长城证券研究所

美国市场上, 医生集团相对独立, 市场地位也得到确立, 再加上医生是医疗服务的主体, 既可以联合医疗诱导需求增加医疗开支, 又可以倒向保险机构将控费压力传导给医疗机构, 因此始终是医院、医疗保险机构都争取的重要对象, 是医生集团两大运营模式形成的主要原因。

目前国内医生集团尚处于起步阶段,“医生-医院”模式避免了初期大规模的固定资产投入,不会对其造成较大的财务压力,成为了大多数医生集团的选择,如张强医生集团签约和睦家等9家国际医院、冬雷脑科医生集团与上海国际医学中心开展合作等等。

以神州海德集团(万峰医生集团)为代表的部分医生集团逐步同医院开展更深层次的合作,公司网站披露海德集团已经拥有三家独立的心血管专科医院、十多家合作共建科室和五十多家技术合作中心,未来仍将计划投资建立实体连锁心血管专科医院。

图 11: 张强医生集团签约合作医院情况



资料来源: 长城证券研究所

图 12: 神州海德集团与医院合作情况

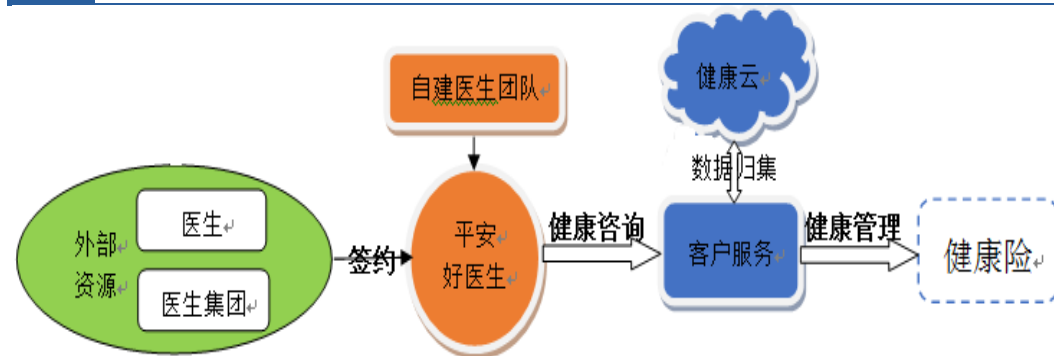


资料来源: 长城证券研究所

医生-保险模式方面, 由于我国商保体系尚不健全, 医疗市场上最大的出资方是政府主导的医保基金, 控费动力弱于商保公司, 这也就意味着类似美国医生集团那样直接同保险机构结合的发展模式短期在国内还不具备条件。

但是在新医改进程中, 部分险资主导进入医疗市场成为有中国特色的医生-保险结合模式, 平安集团旗下全资子公司平安健康互联网股份有限公司(平安健康)是较为典型的代表, 平安健康通过组建或签约医生团队, 打造在线健康信息咨询服务(平安好医生), 提供问诊挂号、诊断/检查、健康管理、家庭医生、导医导诊、企业客户服务、企业员工福利、保险整合以及医疗控费等服务, 一方面解决用户最常见的健康问题咨询, 另一方面建立“健康云”平台进行数据采集、健康管理等, 在集团的支持下, 基于大数据分析拓展服务领域, 如健康险“再设计”等等, 打通医疗、保险之间的通道, 是该模式主要的尝试探索方向。

图 13: 平安健康发展情况



资料来源: 长城证券研究所

5. 投资机会：患者是基础，看好协同机遇

5.1 市场竞争加剧，患者是一切的基础

伴随医生集团的涌现，市场给予其越来越多的关注，也吸引了众多竞争者的参与，2015年以来便有数十家医生集团涌出，服务、流通、工业、互联网企业争先利用自身资源涉足其中，引导或加速国内医生集团的形成和发展。

表 4: 我国主要医生集团

序号	名称	创建时间	执业地点	创始人	类型	治疗领域	运营方式
1	神州海德集团	1998 年	青岛、德州、长沙	万峰	体制外	心血管内科	建立实体连锁心血管医院，团队的收入与当地医院分成
2	张强医生集团	2014 年	上海、北京、杭州	张强		心血管内科	投资建立杭州日间手术中心，与医院签约服务
3	杏香园医生集团	2015 年	杭州	沈法荣		心血管内科	多学科团队执业，收取管理费
4	大家医联	2015 年	北京	孙宏涛	体制内	多科室	空闲时间参与多点执业
5	哈特瑞姆心律专科医生集团	2015 年	河北	刘兴鹏		心内科	专家集体会诊和多学科专家组协作诊疗模式
6	博德嘉联	2015 年	广州	林锋		多科室	在工作室进行咨询和诊断，但不进行治疗，手术引导到第一执业单位开展。
7	中欧医生集团	2015 年			平台型	多科室	负责打理运营、法务等事项，定位于“医生创业孵化器”，收取入住医疗机构一定量的加盟费。
8	三甲医生集团	2015 年				多科室	为医生提供品牌传播、客户开发、运营、支付、法律风险控制等一站式服务
9	微医集团	2015 年				多科室	匹配优化专家的品牌、经验和年轻/基层医生的时间，使跨区域甚至跨学科的医生结成团队，共同为患者提供线上线下全程医疗服务

资料来源：长城证券研究所

单就医生集团本身而言，我们认为，无论是定位合作人制、还是经纪人制，都不具有太高的准入壁垒，伴随医生资源独立，市场将会形成不同性质的医生创业团队，数量增加、竞争加剧将会是大概率事件。

充分市场竞争下，医生集团的竞争优势主要体现在两端（医生资源的获得、患者资源的获得）、内部（管理执行力、股权架构、品牌效应）等方面。

表 5: 不同医生类型集团竞争优势对比

类型	医生端		内部管理			患者端
	资源获得	医生粘性	管理执行力	股权结构	品牌效应	患者资源获得
体制外	+	+++	+++	+++	++	++
体制内	+++	++	+	++	+++	+
平台型	++	+	++	+	+	+++

资料来源：长城证券研究所

我们理解完整的医疗行为需要医院、医生、患者、保险四方参与，其中患者是一切的基础，而医生集团保持盈亏的关键在于患者数量，能否招揽更多患者将会是医生集团生存和发展的核心要素。

而患者导入主要通过以下几种方式：一是对医生个人品牌的认可；二是支付方通过报销比例引导，三是通过医院平台导入。

目前国内医疗市场上存在的现象是：医生品牌尚未树立，患者对医院品牌的认可程度远大于医生个人；商业保险市场规模较小，社保基金控费动力较弱，对患者治疗场所引导力不强。因此医生集团获取患者流量更多是要依赖签约医院平台。

再加上，为了避免医疗风险，医生集团往往对合作医院的软硬件设施有较多要求，而拥有合格资质的医院往往具有一定稀缺性，在合作方的选择上具有天然的优势。

结合以上两点，我们判断医生集团的发展受下游医院影响较大，相对于单纯的医生集团投资，我们更为看好医院平台与医生集团相结合的发展机遇。

5.2 民营医院受益，关注长病程管理标的

新医改以来，政府出台多个文件鼓励社会资金进入医疗服务行业，多家上市公司通过改制、并购、自建等方式涉足其中，但不能回避的是，人才储备不足一直是国内民营医院发展瓶颈，医生集团的发展有望带来人的突破，缓解我国民营医院发展的痛点，利好整个民营医院的发展。

表 6: 部分涉足民营医院的上市公司标的

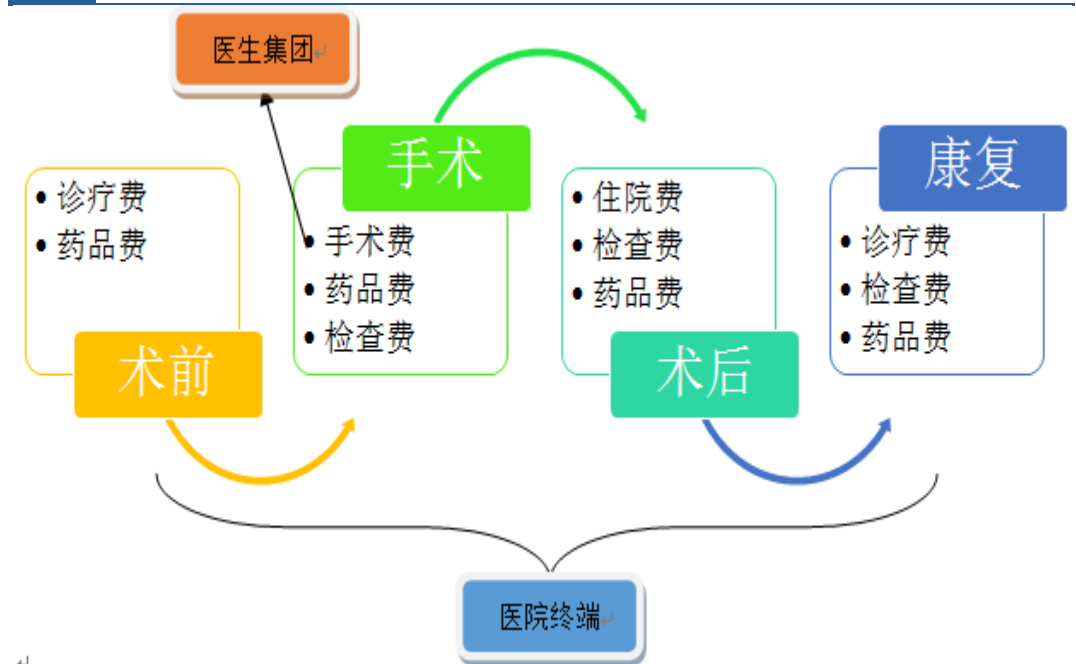
序号	证券代码	上市公司	医院资产	类别
1	000516	国际医学	西安高新医院	综合
2	000700	模塑科技	无锡明慈心脑血管医院	专科
3	000788	北大医药	北京北大医疗肿瘤医院管理有限公司	医院管理
4	000919	金陵药业	宿迁市人民医院、仪征医院、安庆市石化医院	综合
	000990	诚志股份	丹东市第一人民医院	综合
5	002030	达安基因	昌都市达安医院投资管理有限公司	医院管理
6	002172	澳洋科技	张家港港城康复医院、张家港澳洋顺康医院有限公司、江苏澳洋医院有限公司	综合
7	002219	恒康医疗	萍乡市赣西医院、德阳美好明天医院、蓬溪健顺王中医(骨科)医院、资阳健顺王体检医院、大连辽渔医院、邛崃福利医院	综合、骨科
8	002424	贵州百灵	贵州百灵中医糖尿病医院	专科
9	002390	信邦制药	贵州省肿瘤医院、贵医安顺医院	肿瘤
10	300009	安科生物	北京惠民中医儿童医院有限公司	儿科
11	300015	爱尔眼科	西安、成都和重庆等不同地区 62 家眼科医院	眼科
12	300049	福瑞股份	内蒙古医大福瑞蒙中医院投资管理有限公司	医院管理
13	300244	迪安诊断	温州美生健康医院	专科
14	600079	人福医药	武汉人福医疗集团有限公司、人福医疗管理有限公司、黄石人福医药有限公司、大冶有色医药管理有限公司	医院管理、综合
15	600085	同仁堂	北京同仁堂鞍山中医医院、北京同仁堂王府井中医医院、北京同仁堂鞍山中医医院	中医院

序号	证券代码	上市公司	医院资产	类别
16	600196	复星医药	佛山市禅城区中心医院、岳阳广济医院、宿迁市钟吾医院、安徽济民肿瘤医院、青岛山大齐鲁医院投资管理有限公司、上海复星医院投资(集团)有限公司	综合、肿瘤、医院管理
17	600240	华业资本	重医三院、	综合
18	600587	新华医疗	山东新华昌国医院投资管理有限公司、济南新华医院投资管理有限公司	医院管理
19	600594	益佰制药	灌南县人民医院、淮南朝阳医院	综合
20	600664	哈药股份	三精女子专科医院	专科
21	600763	通策医疗	杭州、昆明等地区 15 个口腔医院和 1 家口腔门诊部，昆明市妇幼保健生殖医学医院	口腔、生殖中心
22	603309	维力医疗	上海韦士泰医院投资管理有限公司	医院管理

资料来源：公司公告、wind、长城证券研究所

在利益分配上，医生集团把握最核心的手术端，医院平台或将收获术前、术后、康复等环节利润，从这个角度来说，治疗周期长、手术前后端收费较高如肿瘤领域、心脑血管领域的相关标的获益更为明显。

图 14：医生集团-医院平台利益分配



资料来源：长城证券研究所

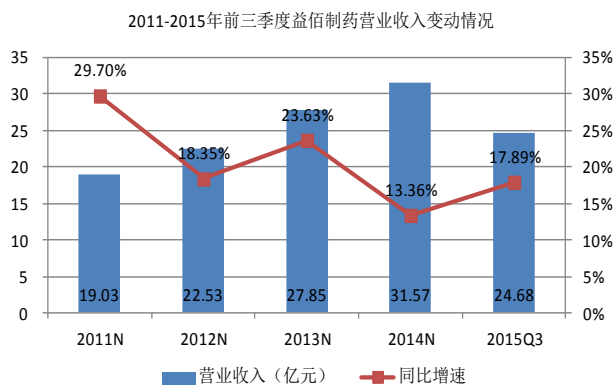
6. 重点公司推荐

6.1 益佰制药（600594）：布局抗肿瘤领域，推动医生集团发展

公司简介：

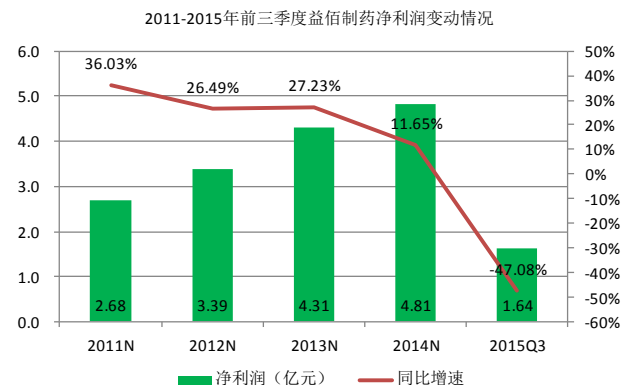
贵州益佰制药是一家集新型药品的研究、开发、生产和销售为一体的高新技术企业，产品主要涵盖抗肿瘤类、心血管类、镇咳类三大领域，2015 年前三季度实现营业收入 24.68 亿元，同比增长 17.89%，实现净利润 1.64 亿元，同比下滑 47.08%。

图 15: 2011-2015 年前三季度益佰制药营业收入变动情况



资料来源: wind、长城证券研究所

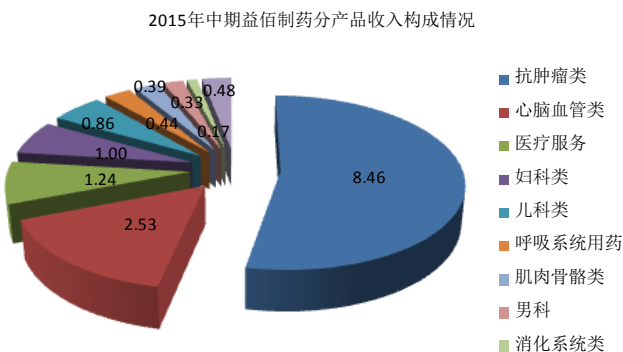
图 16: 2011-2015 年前三季度益佰制药净利润变动情况



资料来源: wind、长城证券研究所

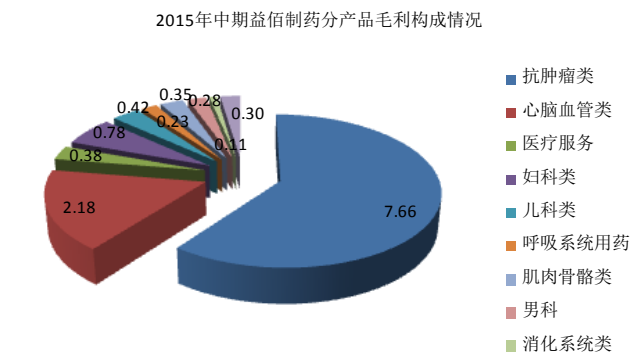
分产品来看，2015 年上半年公司抗肿瘤类药物收入 8.46 亿，毛利率 90.58%，分别在当期主营收入、毛利润占比为 53.20%、60.36%，对公司业务贡献突出。

图 17: 2011-2015 年前三季度益佰制药营业收入变动情况



资料来源: wind、长城证券研究所

图 18: 2011-2015 年前三季度益佰制药净利润变动情况



资料来源: wind、长城证券研究所

投资逻辑：

- **工业积累资源：**益佰以医药工业起家，抗肿瘤用药领域有艾迪、康赛迪、艾愈、聚积铂、科博肽等核心产品，产品线丰富，营销覆盖全国 1,100 余家主要的三级医院，专科医生资源丰富。

- **布局线下服务：**2004 年公司通过改制灌南县人民医院进入医疗服务领域，2015 年以来相继公告设立肿瘤医疗产业并购基金、在金沙洲医院设立肿瘤中心、设立贵州百洋益佰肿瘤复诊大数据有限公司和上海益佰肿瘤医疗投资管理有限公司、收购淮南朝阳医院管理公司，全产业链布局肿瘤治疗的前端、治疗、康复领域。
- **协同效应呈现：**公司在肿瘤治疗领域积累了丰富的人脉资源，4 月 9 日在安徽成立医生集团，未来仍将会继续跑马圈地，推动各省市肿瘤医生集团的成立，并通过自建、托管等方式布局线下肿瘤中心，能够对患者进行导流，有望形成良性循环，带动公司全产业链获益。

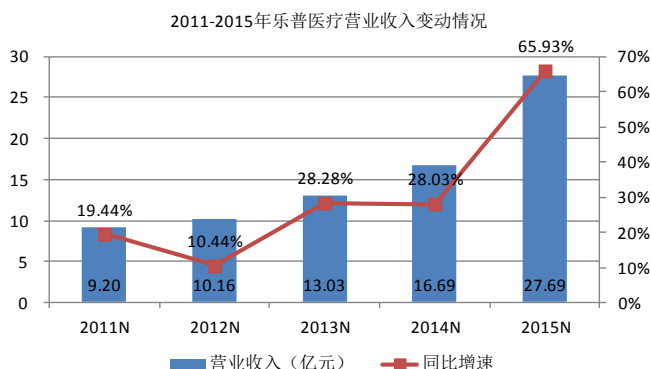
6.2 乐普医疗（300003）：闭环生态圈+医疗服务平台，有望受益医生流动

公司简介：

乐普医疗主要从事冠状动脉药物支架、先心封堵器、心脏瓣膜、造影机等心血管疾病介入诊疗器械设备及心血管药品研发、生产与销售，产品临床应用覆盖全国 1200 家以上心脏诊疗中心，已发展成为国内领先的心血管病介入诊疗器械、设备与药品的高端医疗产品产业集团。

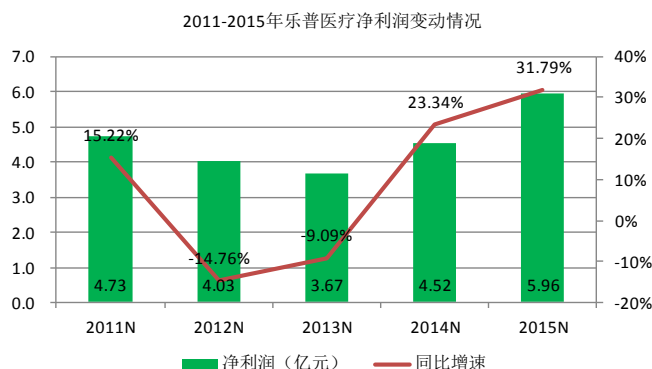
2015 年公司实现营业收入 27.69 亿、净利润 5.96 亿元，分别同比增长 65.93%、31.79%，业务布局上初步构建了器械、制药、服务和移动医疗四位一体的心血管全产业链平台，形成良性发展协同效应。

图 19：2011-2015 年乐普医疗营业收入变动情况



资料来源：wind、长城证券研究所

图 20：2011-2015 年乐普医疗净利润变动情况



资料来源：wind、长城证券研究所

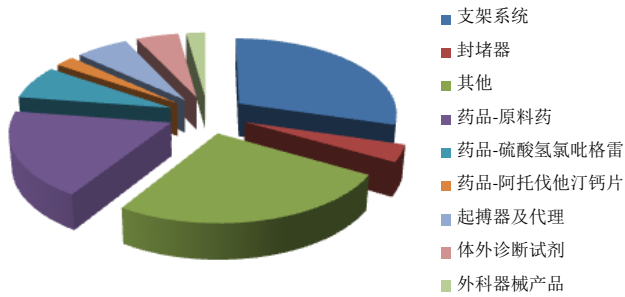
推荐逻辑：

- **全产业链平台：**乐普外延扩张积极主动，上市以来，相继收购（或控股）荷兰 Comed B.V.、秦明医学、新帅克等企业，在心血管领域形成器械、制药、服务全产业链平台，并不断嫁接新业务，如药品流通、第三方检测、竞争医疗等，打造闭环生态圈；
- **医疗服务平台：**公司已与一百余家县级医疗机构合作建立介入导管治疗室，为其提供所需的医疗器械耗材、药品和服务，以东直门门诊部实体医疗机构为平台，与知名医院以及著名医生专家合作建立乐普心血管远程网络医院平台，为基层诊所患者提供诊断咨询、导医转诊以及术后健康服务等远程医疗服务。

- **有望受益医生集团：**乐普拥有心血管领域全产业链平台、终端医疗服务平台资源，具备了与医生集团合作的患者基础和变现能力，甚至可以主导或对接医生流动，加快打造闭环生态圈。

图 21: 2015 年乐普医疗营业收入构成情况

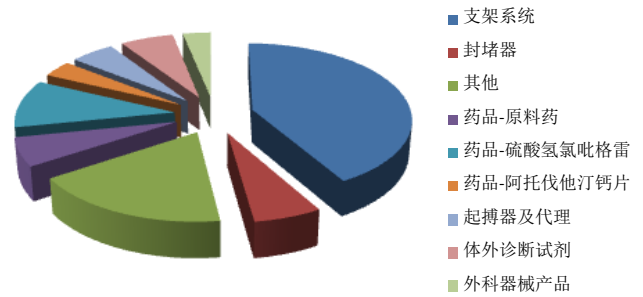
2015 年乐普医疗营业收入构成情况



资料来源: wind、长城证券研究所

图 22: 2015 年乐普医疗毛利润构成情况

2015 年乐普医疗毛利润构成情况



资料来源: wind、长城证券研究所

7. 风险提示:

医改政策风险、竞争加剧风险、市场估值风险。

研究员介绍及承诺

赵浩然：南开大学理学学士，天津大学理学硕士，曾在医药化工行业工作四年，2011-2015 年在中航证券金融研究所工作，2015 年 9 月加入长城证券，任医药行业研究员。

彭学敏：中山大学理学硕士，2011-2015 年在深圳国家高新技术产业创新中心工作，2015 年 9 月加入长城证券，任医药行业研究员。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证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他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级：推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部**深圳联系人**

刘 璇：0755-83516231, 18938029743, liux@cgws.com
李双红：0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com
黄永泉：0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com
李小音：0755-83516187, 18562591899, lixiaoyin@cgws.com
吴林蔓：075583515203, 13418560821, wulinman@cgws.com

北京联系人

赵 东：010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com
王 媛：010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com
李珊珊：010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com
申 涛：010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com
杨徐超：010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚：021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com
徐佳琳：021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com
凌 云：021-61683504, 18621755986, lingyun@cgws.com
王 一：021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼

邮编：200135 传真：021-61680357

网址：<http://www.cgws.com>