

2025 易凯资本中国健康产业白皮书

医疗与健康服务篇

2025.05

一、2024 年发生了什么？

(一) 中国医疗服务市场规模持续扩大，其中人口结构的持续变化带来的影响较为显著，科技的发展使医疗服务的可及性和交付效率大为提升，也成为促进整体市场扩大的有力推手

1、2024 年中国医疗服务市场规模在政策、技术和需求的多重驱动下持续扩大，整体规模预计超过 10 万亿元人民币



根据国家统计局和卫健委数据，中国医疗服务市场规模从 2015 年的约 4 万亿增长到 2023 年的约 9 万亿，年均复合增长率（CAGR）约为 10-12%。若按此增速推算，2024 年市场规模将接近或超过 10 万亿。10 万亿规模的预测基于历史增速和政策目标，老龄化是核心增长动力，医保控费和集采可能抑制价格但提升服务量，预计三者叠加后市场规模仍保持增长，但增速可能从过去的 12% 放缓至 8-10%，技术创新和支付能力提升是未来关键变量。

政府卫生支出、社会卫生支出（医保）和个人现金支出的持续增加共同推动市场规模持续扩大。老年人口（65岁以上占比14%以上）医疗需求显著高于其他年龄段。慢性病管理、康复护理、肿瘤治疗等需求激增，直接扩大市场规模。基层医疗、医养结合服务占比提升，可能拉低单次服务价格，但总量增加。DRG/DIP付费改革、药品耗材限价等压缩单项目收入，可能降低短期市场规模增速，但是促进了效率提升以及倒逼医院优化服务结构，高附加值服务（如高端手术、特需医疗）占比可能上升，部分抵消控费影响。

截至2024年末，全国医疗卫生机构总数达109.2万个¹，较2023年增加2.1万个，增速2.0%，总体数量保持相对稳定。其中，医院总数维持在3.9万家，公立、民营医院分别有1.2万家和2.7万家，均较上年呈持平态势。整体资源持续向基层倾斜，基层医疗卫生机构（卫生服务中心、卫生院等）数量增长显著，同比增长2.4万家，总数达到104万家。全国诊疗人次总量恢复性增长，但增速放缓，2024年全国总诊疗人次达到101.1亿，较2023年同比增长5.9%，增速低于2023年的7.3%。结构分化特点持续突出，三级医院和基层诊疗人次同比增速领跑行业。民营医院在过去一年的发展中，总体呈现专科连锁化趋势加深，同时普遍单体规模偏小，头部大型医院标的稀缺的特点。细分赛道如肿瘤、康复、眼科等专科化民营机构占比超70%，新设民营机构多以专科为主。

2、随着老龄化社会的加速，叠加持续的低生育率，医疗服务需求结构发生显著变化

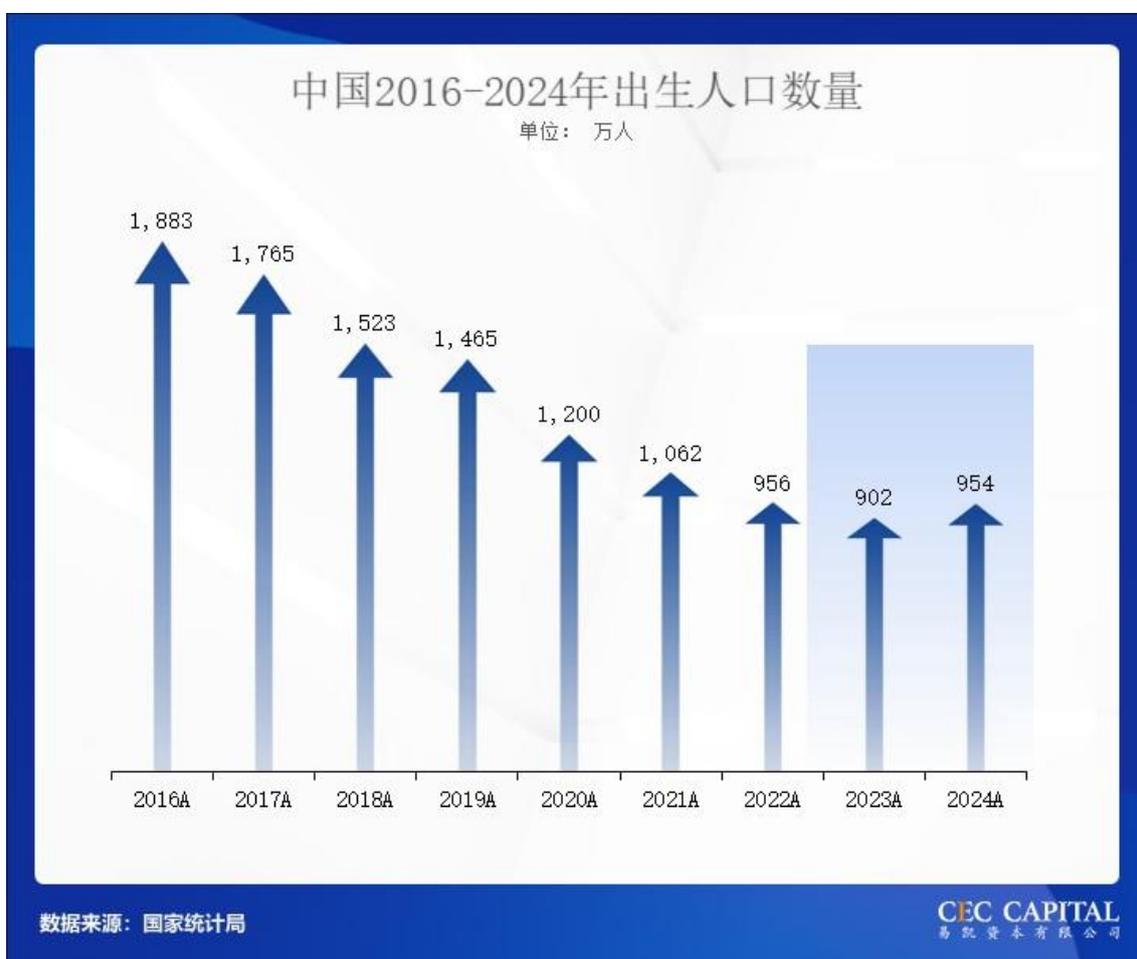
中国老龄化规模与速度呈现“双超”特征，社会保障与养老服务持续承压。老年人口规模超大：截至2024年，中国60岁及以上人口达3.1亿（占总人口22%），65岁及以上人口2.2亿（占15.6%），已进入中度老龄化阶段。未来10年（2025-2035年），60岁及以上人口将每年净增超1000万，到2035年突破4亿，占总人口比重超30%，进入重度老龄化阶段。2050年前后，老年人口规模将达峰值4.87亿，占全球老年人口的四分之一，老龄化水平升至34%，比世界平均速度快一倍。

老龄化速度超快：从2000年老龄化率10%到2025年预计超20%，再到2035年超30%，仅用35年完成从轻度到重度的跨越，远快于欧美国家。**劳动人口同步缩减：**2035年劳动人口（20-64岁）预计减少4700万，2050年减少1.24亿，劳动力供给与养老需求的矛盾加剧。严

¹ 医疗机构数量及诊疗人次数据均引用自《2024年国民经济和社会发展统计公报》，国家统计局

重的老龄化带来诸多挑战，老年抚养比持续上升，养老金缺口、医疗及长期护理需求激增：例如，2050 年失能老人护理潜在劳动力需求或达 7396 万人，占劳动人口的 11%。城乡差异显著：农村老龄化程度高于城市，但养老服务资源相对匮乏。

我国现阶段生育率持续低迷对妇科和产科领域形成了短期显著冲击。2023 年出生人口降至 902 万，总和生育率跌至 1.02 的历史低点²，直接导致产科资源面临过剩危机，全国妇产科床位数从 2018 年的 47.32 万张缩减至 2021 年的 44.29 万张³，部分基层医院产科因业务量锐减被迫关停。受此影响，妇产科医生收入下降近三成。产科诊疗模式被迫转型，传统孕产服务占比下降，部分医院将产科病区合并改造。与此同时，儿科门诊量同步也面临下滑危机。



然而，生育需求的长期韧性并未消失，而是呈现“延迟释放”特征。年轻群体普遍存在“生育意愿滞后化”现象，2024 年龙年生育反弹（出生人口当年同比新增 52 万人）印证了生育决

² 数据来源：国家统计局

³ 数据来源：全国卫生健康统计年鉴

策的周期性特征。我国初婚年龄持续推后，生育优先级下降与生物性生育力衰退（女性最佳生育年龄窗口缩短至 24-29 岁）的矛盾，正加速构建“生育需求储蓄池”。经济压力与生育成本高企虽抑制短期生育意愿，但催生了更为精细化的生育规划需求，推动辅助生殖技术从“最后手段”转向“主动选择”。同时，政策支持与技术突破也为生育需求释放提供了双重动力。国家通过《“十四五”健康老龄化规划》强化生育友好环境建设，全国 31 个省份陆续将辅助生殖技术纳入医保试点。

3、2024 年，中国医疗改革进入深水区，这场改革正以前所未有的魄力重构医疗生态，为行业高质量发展开辟新路

医保集采以“灵魂砍价”将阿司匹林肠溶片压至 3 分钱一片，医疗反腐风暴从医院蔓延至药店，这场触及行业根基的变革在争议中推进。表面看，药品价格断崖式下跌、医生执业行为遭遇严查引发阵痛，国家医保局数据显示，2018 年以来累计节约药费 4400 亿元，其中 80% 用于支持创新药支付。表面争议背后，是更深层的结构性优化。一方面是质量监管体系全面升级，2024 年飞行检查中仿制药合格率达 99.2%，较改革前提升 15 个百分点。上海瑞金医院提出的“麻药不睡、血压不降”等问题，推动国家建立不良反应快速响应机制，2024 年药品召回率同比下降 40%。另一方面是医院用药结构优化，北京某三甲医院数据显示，集采后药占比从 42% 降至 21%，但医疗服务性收入增长 28%，倒逼医院从“卖药”转向“治病”。

尽管改革初见成效，质疑声仍存，有患者质疑“3 分钱药片是否安全”，医生担忧“薪酬阳光化后收入缩水”。这些争议恰恰折射出改革的核心矛盾在于效率与公平间寻找平衡点。为此，国家药监局建立“一物一码”追溯系统，对集采中选产品实行“双盲抽检”，即同时检测药品质量和真实世界疗效，确保“降价不降质”。深圳试点“年薪制+健康绩效”，薪酬与开药量脱钩后，医生将更多精力投入疑难病例研究和健康科普，患者满意度持续提升。在我们的理解来看，医疗生态的重构没有终点，但每一次刀刃向内的改革，都在为“健康中国”写下更坚实的注解。

4、与此同时，科技与医疗的深度融合以前所未有的速度重构医疗服务的形态

人工智能、基因编辑、脑机接口等技术的突破，不仅让疾病诊疗更精准高效，更推动医疗

资源向基层下沉，为全民健康构建起智能化、普惠化的新生态。以医疗大模型为例，相较于 2023 年的概念验证与初步探索，2024 年医疗大模型在技术成熟度、应用场景深度、政策支持力度及商业化进程上均取得了显著进展，标志着大模型技术从实验室走向临床。2024 年以来，医疗大模型经历了垂直领域的持续优化，例如商汤“大医”模型通过 300 亿 token 医学数据训练，覆盖 20 个细分场景，病历生成准确率提升至 96%，腾讯开发的混合大模型整合影像、病理、基因组数据，在口腔颌面手术中实现术中 3D 实时配准，导航精度达 0.1mm。从应用落地场景来看，也从此前的集中于影像识别和早期问诊向诊疗全流程渗透。大模型厂商也开始批量进入规模化落地与盈利模式验证阶段，医渡“数据中台+AI 中台”解决方案获三甲医院订单超 200 单，百度“文心医疗”与 30 家药企合作，腾讯健康 AI 预问诊系统开始按次收费等。我们认为从 2023 年的“技术惊艳”到 2024 年的“价值落地”，大模型技术的成熟速度超于预期，2025 年将是检验大模型临床实用化的关键一年，在临床决策权、人机协作规范等维度或将进一步明晰责任边界和诊疗规范。

（二）政策和监管环境变化对行业产生显著影响

1、2024 年是医疗反腐的关键一年，反腐纠偏是行业未来更高质量发展的保障性举措。在延续 2023 年高压态势的基础上，呈现出更深层次覆盖，更智能化监控的鲜明特征

在 2024 年 12 月的十四届人大第十三次会议上，国家监察委员会提到医疗领域乱象整治方面，“全国已共立案 5.2 万人，处分 4 万人，移送检察机关 2,634 人”，整体覆盖范围极广，从医疗机构到医疗院校，从三甲医院到乡镇卫生院，遍及全国 31 个省份。同时，2024 年反腐工作也实现了从“人海战术”向“数字治理”的智能化转型。例如中央正积极推动建设纪检监察一体化工作平台、大数据办案中心、基层公权力大数据平台等建设，精准识别医疗领域反腐交织问题；全国人大代表、辽宁省蒙医医院内分泌科主任王红梅医生提到当地检察机关研发了“特种病药物”“异常人员就医”“空刷医保统筹基金账户”等数十种诈骗医保基金案件大数据法律监督模型，通过大数据串并分析实现类案精准打击。此外，2025 年爆火的 DeepSeek 等前沿技术均已被实时全面接入医疗监管体系，标志着医疗反腐进入“数智驱动、系统防控”的新阶段。这场医疗反腐风暴对医药产业链企业的正积极影响已逐步凸显，倒逼医疗产业体系价值重构。最新年报数据显示，A 股 471 家医药企业销售费用同比下降近 6%，其中 39 家企业降幅超 20%，上海医药、白云山等龙头企业销售费用率创十年新低。在支付端，DRG/DIP 支付

改革覆盖率达 92%，部分医院主动革新，缩短手术平均住院日，降低药耗占比，为患者带来切身实惠。

2、在医保集采支付改革和持续深化的医疗反腐双重推动下，中国医疗体系正加速转型，而三明医改正是转型过程中的实践范本

三明医改的核心在于通过“三医联动”（医疗、医保、医药协同改革），打破旧有利益格局，重构以健康为中心的医疗服务体系。福建三明市通过药品耗材联合限价采购，将 1.2 万个药品规压缩至 2287 个，价格平均降幅达 50%-90%，累计节约药耗支出 124 亿元。推行医生年薪制，切断收入与药品、检查收入的关联，代之以技术难度、患者满意度等指标考核。医生平均年薪从 2011 年的 5.65 万元增至 2023 年的 19.56 万元，人员支出占比从 25% 升至 46%，优化了医院收入结构。同时将职工医保、居民医保、新农合“三保合一”，增强医保基金的战略购买力；推行按病种付费（DRG），倒逼医院控制成本、提升效率。组建县域医共体（总医院），整合县乡村三级医疗资源，推动优质资源下沉；医保基金按人头打包支付给医共体，结余留用，激励医疗机构从“治病”转向“防病”。同时，对慢性病患者实施“防、筛、诊、治、管、康”全周期管理，构建“以健康为中心”的服务模式。2021 年，习近平总书记到福建视察三明医改时指出，三明医改体现了人民至上、敢为人先，其经验值得各地因地制宜借鉴。2024 年 7 月国务院办公厅发布的《深化医药卫生体制改革 2024 年重点工作任务》，明确提出要求“深入推广三明医改经验”，各地要按照“腾空间、调结构、保衔接”的路径，结合实际加大探索，支持指导三明医改向纵深推进。借鉴三明经验，降低人均医疗费用，遏制医疗腐败，DRG 付费与年薪制结合，促使医院优化流程、减少冗余检查，推动医疗服务从“量”向“质”转变。站在一级市场的角度，我们认为三明医改会对医疗服务市场产生深远影响。**第一，加速公立医院和民营医疗机构之间的医疗人才流动。**从历史经验来看，医改背景下，医生年薪制使得部分资深高职专家流向民营机构，民营机构拥有更为市场化的薪酬机制，且愿意为专家提供相对成熟的“临床-科研-转化”三位一体的职业发展体系，积极推动专家临床课题转化临床实践，执业环境相对自由，考核标准相对灵活，提高民营机构对高端人才的吸引力。**第二，医疗服务价格动态调整机制的实施，推动医疗机构从“规模扩张”转向“价值创造”。**在试点地区，中医类项目

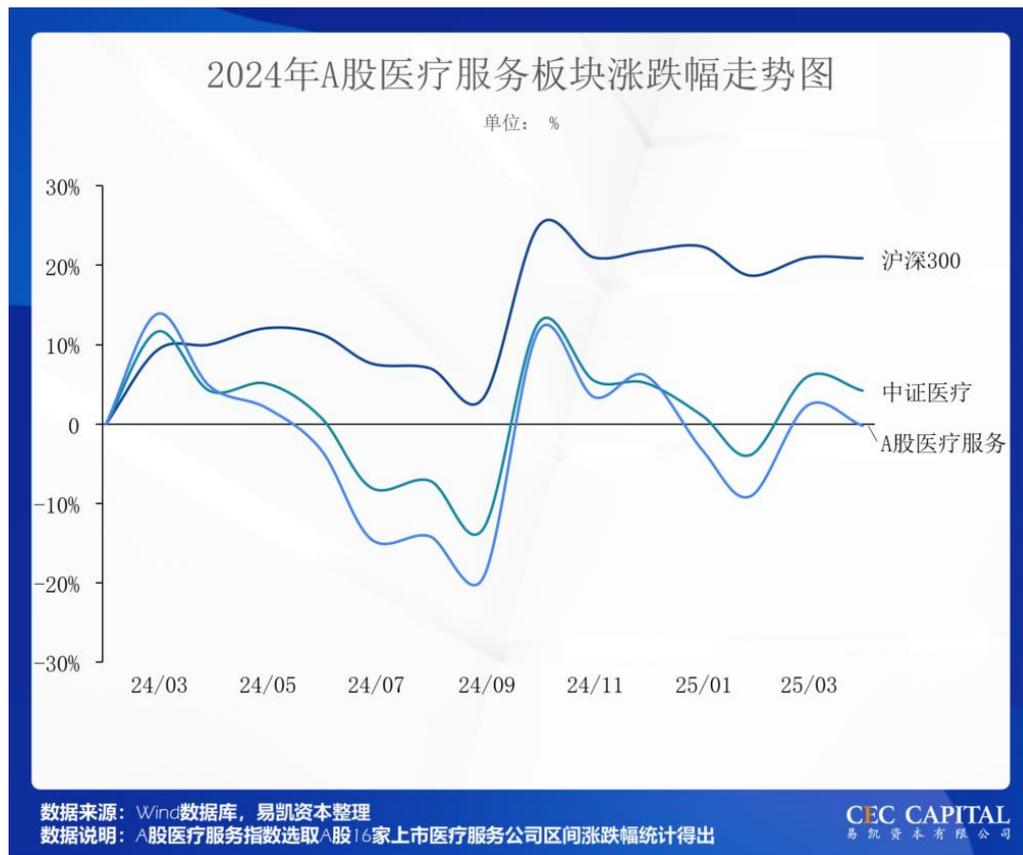
价格平均上调 25%，四级手术收费提升 30%，而 CT 检查费用下降 40%⁴。总结来看，这类“有升有降”的调整主要体现为传统药械检查项目的价格下降，医疗服务为主的高附加值项目价格上调，整体利好增值服务能力更强，对市场响应速度快，服务产品套餐开发能力突出的医疗机构。第三，强调县域医共体的紧密运作和全面铺开，催生了对智慧医疗系统的刚性需求。三明市通过建设“六大医疗技术中心”（心电诊断、远程会诊等），实现基层检查、上级诊断的 100% 覆盖，基层诊疗量占比提升至 57%。这背后是每年超 2 亿元的数字化投入，涵盖电子病历互通、检查检验数据共享、慢病管理系统开发等模块。市场机遇随之显现：2024 年福建县域医共体信息化招标规模达 15 亿元，创业慧康、卫宁健康等企业中标率超 40%。这种“基础设施+智能应用”的组合，正在打开基层医疗数智化服务的增量市场。

（三）行业面临的问题困境与机会

1、2024 年 A 股医疗服务板块呈现“先深跌后反弹、全年震荡分化”的特征

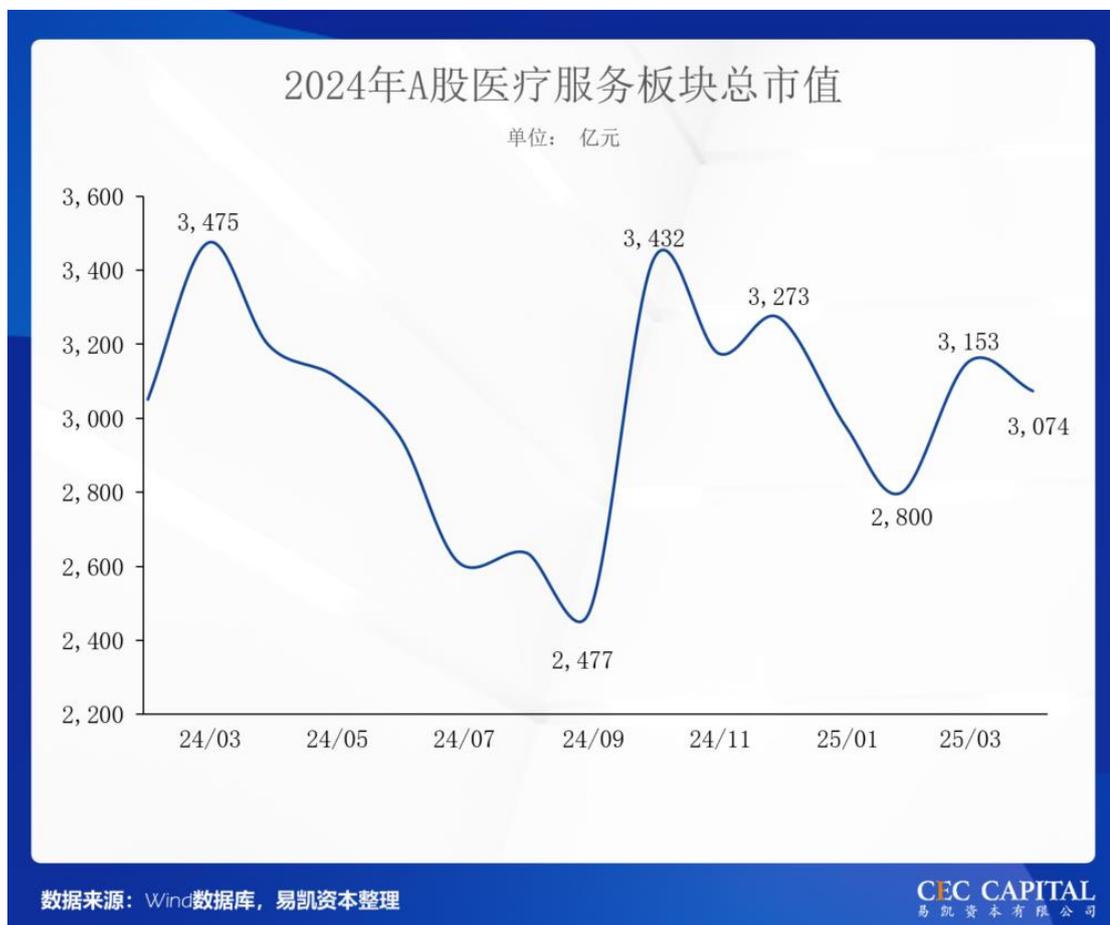
A 股年内波动较为剧烈，但全年综合走势来看，总体跌幅有限，较 2023 年全年下行走势而言具有明显区别，可见价格调整已基本到位，然相较于沪深 300 大盘，整体医疗服务赛道仍处于估值底部。

⁴ 数据来源：全国卫生健康统计年鉴



2024年一季度初始, 医疗服务领域迎来一波小行情, 主要得益于2023年以来医疗需求恢复性增长, 此前因观望集采政策而延后就诊的白内障、综合眼病、口腔种植牙等患者需求陆续释放, 带动医疗服务企业2023年全年业绩普遍迎来双位数增长。然而, 伴随医疗反腐力度持续深入, 相关多家医疗上市企业董事长或高管被留置, 市场恐慌情绪加重, 叠加集采扩围、医保资金收支压力增大等利空政策影响, 医疗板块与大盘情绪出现分化, 走势急转直下, 医疗服务板块在8月一度跌幅达到19%。市场的转折出现在9月, 中国人民银行、金融监管总局、证监会等三部门宣布降低存款准备金率和政策利率, 存量房贷利率降低且统一房贷最低首付比例, 推动房地产市场压力释放, 凸显中央“保5%”增长的决心, 证券、基金、保险公司互换便利和股票回购、增持专项再贷款措施出台, 两项金融工具保守估算将每年至少给A股市场带来4000亿至5000亿的增量资金。在此短期刺激下, A股在9-10月出现暴力拉升, 但整体居民消费信心未见明显提振, 叠加地缘政治因素, 中美关税贸易战等影响, 二级市场持续震荡。截至2025年3月, 医疗服务板块股价回到24年初水平。我们认为虽然当前中美关税扰动对二级市场影响较大, 但医疗行业出口主要集中于原料药、医疗器械和低值耗材等领域, 对医疗服务行业的影响较为间接。在国际贸易前景不甚明朗, 中美关税战仍在持续的背景下, 国内经济内循

环的重要性将被进一步放大，现有 A 股上市医疗服务企业均服务国内市场诊疗需求为主，短期内受关税影响较小，但若关税扰动持续长期化，医疗服务终端价格或将上涨，从而对行业产生实质性改变。



根据 Wind 数据，截至 2025 年 3 月 A 股医疗服务相关上市企业共 16 家，年内未有新的 IPO 上市企业。A 股医疗服务企业总市值从年初的 3,051 亿元一度下跌至年中的 2,477 亿元后反弹，截至 2025 年 3 月总市值为 3,074 亿元，与年初持平。2024 年内波峰相较波谷总市值差异 998 亿元，振幅（基准日：2024/1/31）达到 33%。



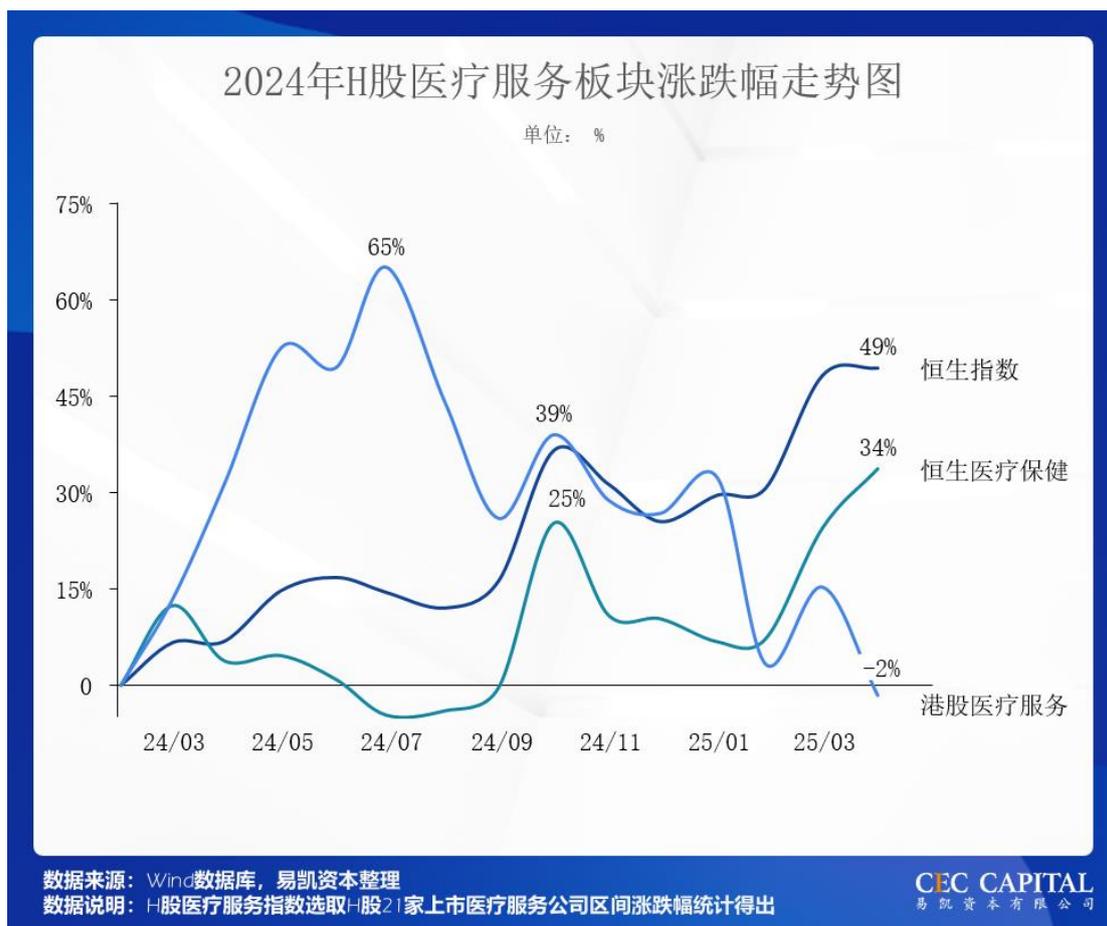
从估值角度来看，PE TTM 和 PS TTM 与市值走势波动趋势一致，PE TTM 从年初 33.4 倍冲高至 2 月的 38.4 倍后震荡下行，6 月触及 30.3 倍低点，年末回升至 34.0 倍；PS TTM 则从 3.4 倍波动至 8 月的 2.7 倍低点，9 月反弹至 3.8 倍后，年末收于 3.3 倍。进入 2025 年，行业波动延续，PE TTM 持续在 32 倍-35 倍区间，PS TTM 持续在 3-4 倍区间震荡，表明市场对政策预期与业绩修复的博弈仍在持续。总体来看，行业全年处于政策与市场情绪驱动的宽幅调整周期，2025 年初仍未脱离震荡格局。

2、港股对比 2024 年 A 股市场持续遇冷，港股在历经连续 4 年的下跌后迎来结构性上升，呈现“冰火两重天”

据香港财政司司长表示，2024 年香港市场投资情绪持续好转，恒生指数重回 2 万点，2024 年以来平均日成交额突破 1,320 亿港元，较 2023 年同比增长超 25%，新股 IPO 募资总额超 800 亿港元，排名全球第四。纵观 2024 年全球市场，港股成为表现最好的全球市场之一，也是本轮中国资产修复中表现最为亮眼的主力市场。总结分析来看，港股医疗服务在 2024 年的强势

表现主要来自于宏观环境和细分行业的多重利好，一方面港股经历长期调整后，成为市场估值洼地，在美联储降息后，不少国际资金回流香港，同时南向资金从 A 股流向港股，2024 年南向资金流入超 8000 亿港币，创历史新高，受益于医疗服务板块上半年的强势业绩表现，股价上涨领跑行业。另一方面，由于国内医疗服务企业 IPO 受限，港股医疗服务企业囊括了多个服务细分赛道的稀缺标的资产，包括中医第一股固生堂、辅助生殖第一股锦欣生殖、第三方医学影像中心第一股一脉阳光等。以其中的辅助生殖赛道为例，2024 年迎来密集利好政策，包括三孩政策、地方生育补贴等鼓励生育措施陆续出台，辅助生殖以前所未有的速度迅速在各地纳入医保，在前后不到一年时间内，内地 31 个省份/自治区/直辖市已全面将辅助生殖纳入医保报销范围并出台细化落地方案。辅助生殖纳入医保后，以北京为例，行业层面出诊量增长约 30%，同时收费标准并无明显变化。宏观利好加推稀缺资产标的股价上涨，锦欣生殖市值一度超过 120 亿港币。

进入 2025 年，由于投资者短期获利了结，加上中美关税扰动，国际资金求稳流出香港，叠加上医疗板块内投资情绪轮动到生物医药细分赛道等多重因素影响，港股医疗服务资产出现短期下跌趋势。



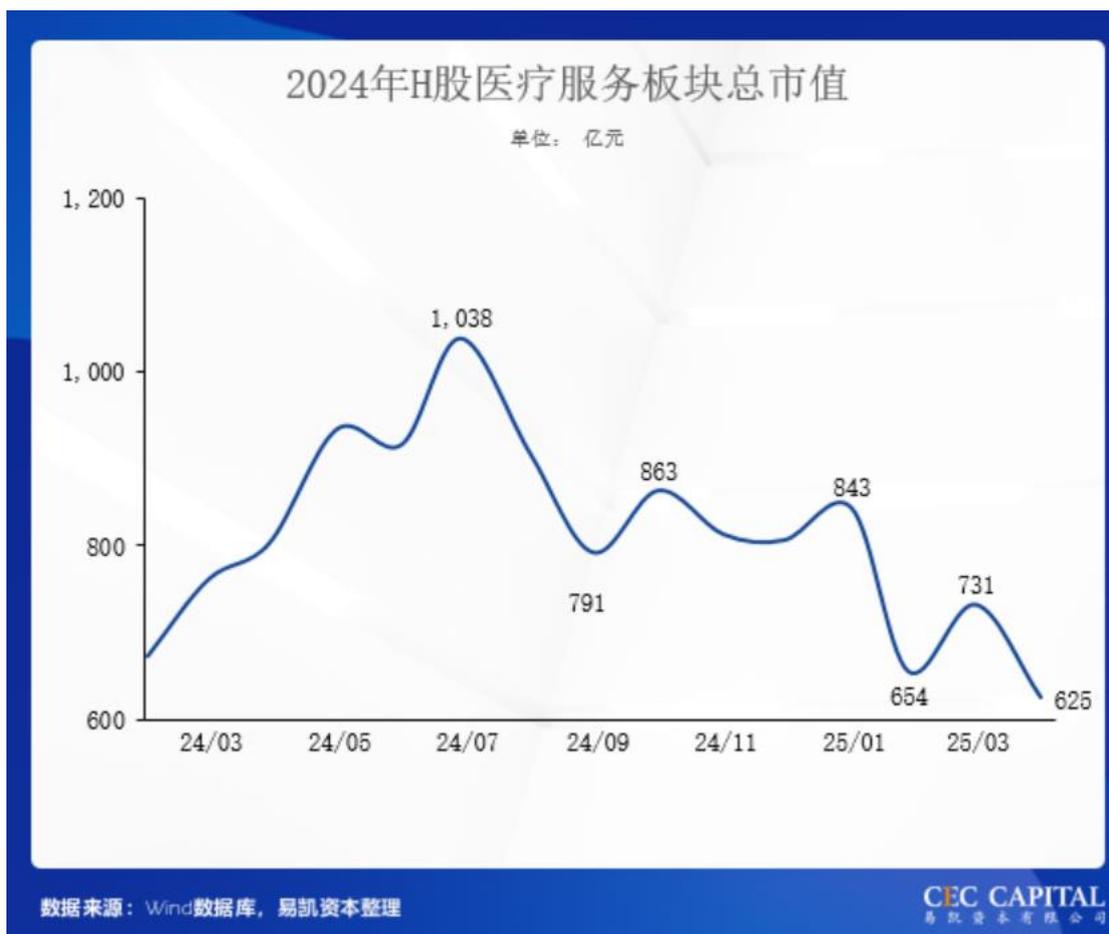
在 A 股市场 IPO 持续收紧大环境下，港股凭借其灵活的上市机制成为国内医疗服务企业资本化的核心出口。2024 年，随着中国证监会与香港证监会合作优化审批流程（如对合格 A 股公司实施 30 个工作日快速审批机制），叠加港股对未盈利生物科技企业的包容性（如 18A 规则），医疗服务领域掀起赴港上市热潮。以一脉阳光为例，该公司于 2024 年 6 月登陆港股，首日市值突破 50 亿港元，成为“医学影像服务第一股”。其股价在半年内区间涨幅达 374%，最高触及 72.8 港元，反映出市场对第三方影像诊断赛道的认可。无独有偶，华东地区最大民营综合医院集团明基医院在三次递表后于 2025 年 4 月通过港交所聆讯，其 2024 年净利润超 1.7 亿元，上市进程进入最后阶段。另有肿瘤专科连锁佰泽医疗、中高端私立医疗诊所集团卓正医疗等医疗服务企业在 2024 年大幅减亏或首次实现盈利后，向港交所递交了 IPO 招股书。这一趋势的核心逻辑在于 A 股 IPO 的财务门槛提升与审核周期延长。据不完全统计，2024 年超 50 家医疗企业撤回材料，迫使企业转向港股寻求融资窗口。而港股市场通过制度优势，吸引细分领域龙头实现“差异化突围”。尽管部分企业仍面临盈利压力，但行业长期增长逻辑如老龄化、消费升级等概念加持下，叠加 2024 年港股流动性改善，共同支撑了医疗服务板块的资本化活

证券代码	证券简称	申请状态	业务类型	上市日期/交表日期
2522.HK	一脉阳光	已上市	第三方医学影像	2024/6/7
H01987.HK	明基医院	聆讯通过	综合医院	2024/4/3
H02071.HK	问止中医	排队中	中医	2025/1/9
H01528.HK	微医控股	排队中	互联网医疗	2024/12/31
H02053.HK	大众口腔	排队中	口腔	2024/11/29
H02021.HK	同仁堂医养	排队中	中医	2024/6/28
H02000.HK	卓正医疗	排队中	诊所	2024/5/16
H01992.HK	佰泽医疗	排队中	肿瘤	2024/4/26
H01954.HK	爱维艾夫	排队中	辅助生殖	2023/12/22

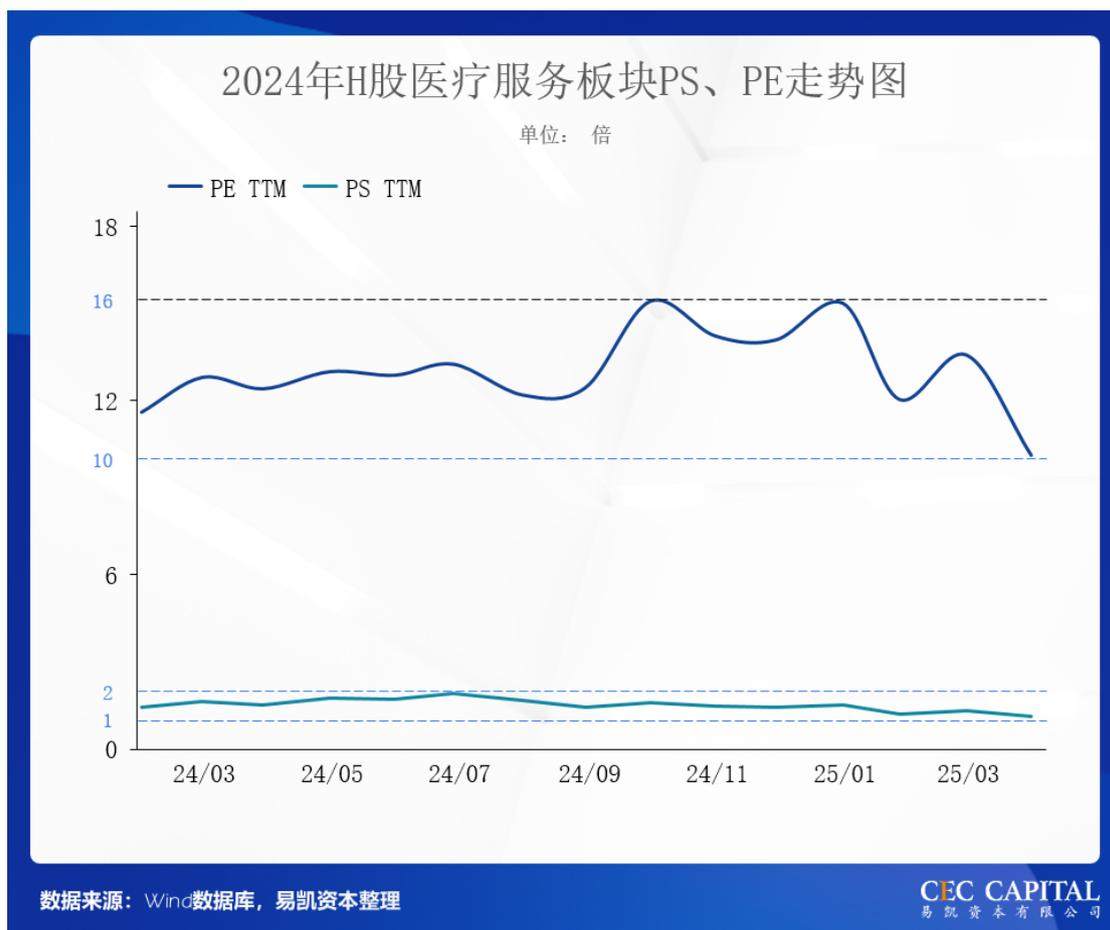
数据来源: Wind数据库, 易凯资本整理

CEC CAPITAL
易凯资本有限公司

根据wind数据统计,截至2025年3月,港股医疗服务上市企业共有21家,总市值呈现显著波动。2024年上半年市值持续攀升,从1月的672亿元增长至6月峰值1038亿元,增幅达54.4%。但下半年开始回调,7-8月连续下跌至791亿元,9月短暂回升至863亿元后再度走低,至2025年3月降至625亿元,较峰值缩水39.8%。



2024年港股医疗服务板块PE TTM估值区间在10倍到16倍区间波动，在9月份一度达到15倍高值后回落。PS TTM估值区间在1倍至2倍区间浮动，在6月份触及2倍的周期高点。

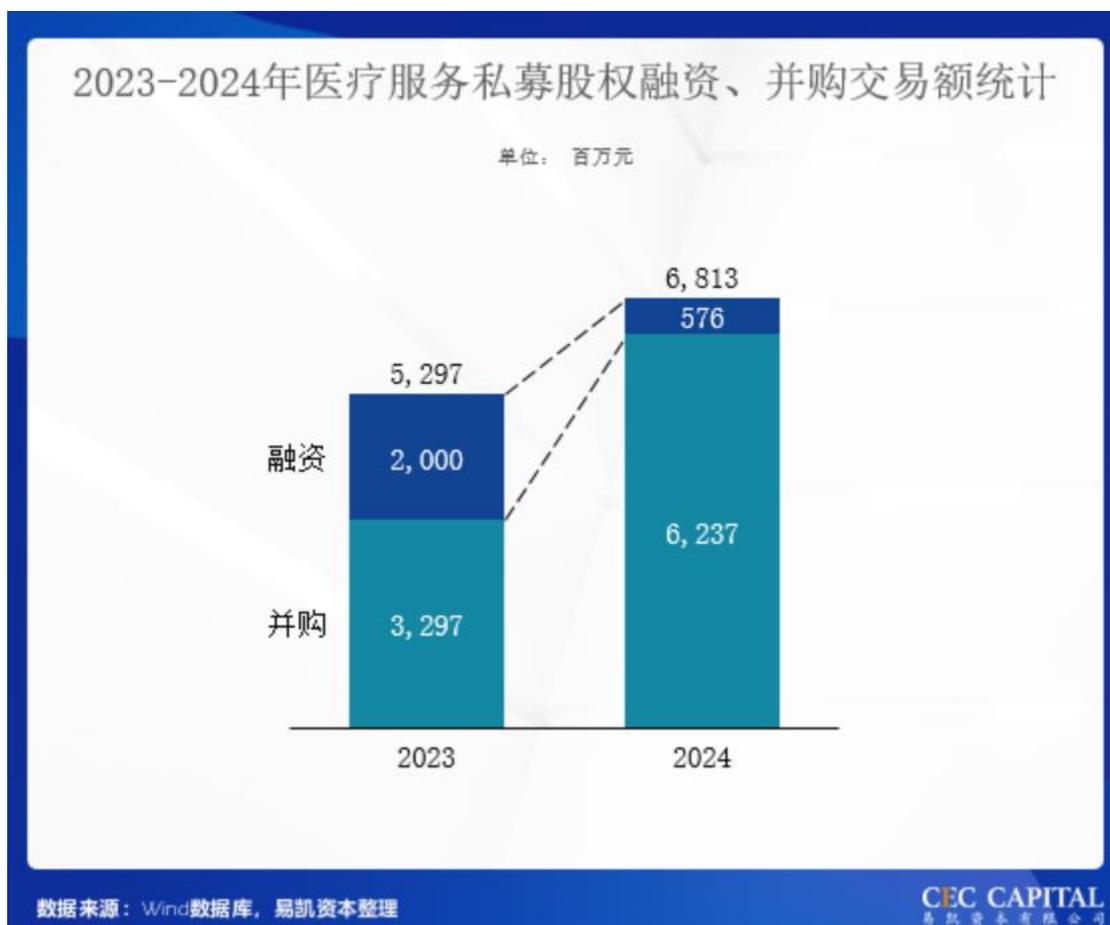


3、从一级市场表现来看，2024年市场主体呈现两大趋势，一是进一步向并购视角深化转型，另一方面是传统融资交易投早、投小的交易特点进一步明晰

2024年全年医疗服务领域共发生并购交易29起，交易总额近63亿元，交易总额同比增长89%，交易规模已接近2019-2021年一级市场融资交易如火如荼之际医疗服务领域的融资交易规模体量。说明经历过去一段时间市场低迷背景下，部分资产价格已调整到位，产业投资方和机构投资者开始陆续进场收购优质标的。

2024年全年医疗服务领域少数股权融资交易共发生41起，虽然在交易数量上较去年同比增长105%，但从交易体量来看，2024年融资交易总额仅为6亿元人民币，同比去年萎缩超71%，交易数量的增长与交易额的下落说明单笔融资规模在进一步减小，A轮及之前的融资交易居多。这一现象也跟二级市场的波动有关，2024年二级市场整体走势较为震荡，从而对一级市场产生传导影响，在“现金为王”的宏观资产策略指引下，现有投资人对中晚期成长企业的大额融

资相对更为谨慎，估值评估对标二级市场更为紧密，不少投资机构选择关注更为早期的孵化项目，或者选择相对收益略固定的投资方案结构，从而尽可能降低投资策略组合的系统性风险。



从细分赛道来看，相较于并购交易，融资交易的分布赛道相对更为广泛，覆盖中医、康养、心血管、肿瘤、眼科、医美、血透等 16 个细分赛道，更侧重消费医疗领域的开拓。反观并购交易，则赛道相对更为集中，消费医疗领域医美、眼科、口腔、中医居多，严肃医疗领域综合医院、妇产科、肿瘤等赛道为主，这与上市公司产业方投资人所处赛道存在部分重叠契合性。总结来看，在 2023 年热门的医美、眼科、康养赛道基础上，中医行业交易量在 2024 年明显增多。

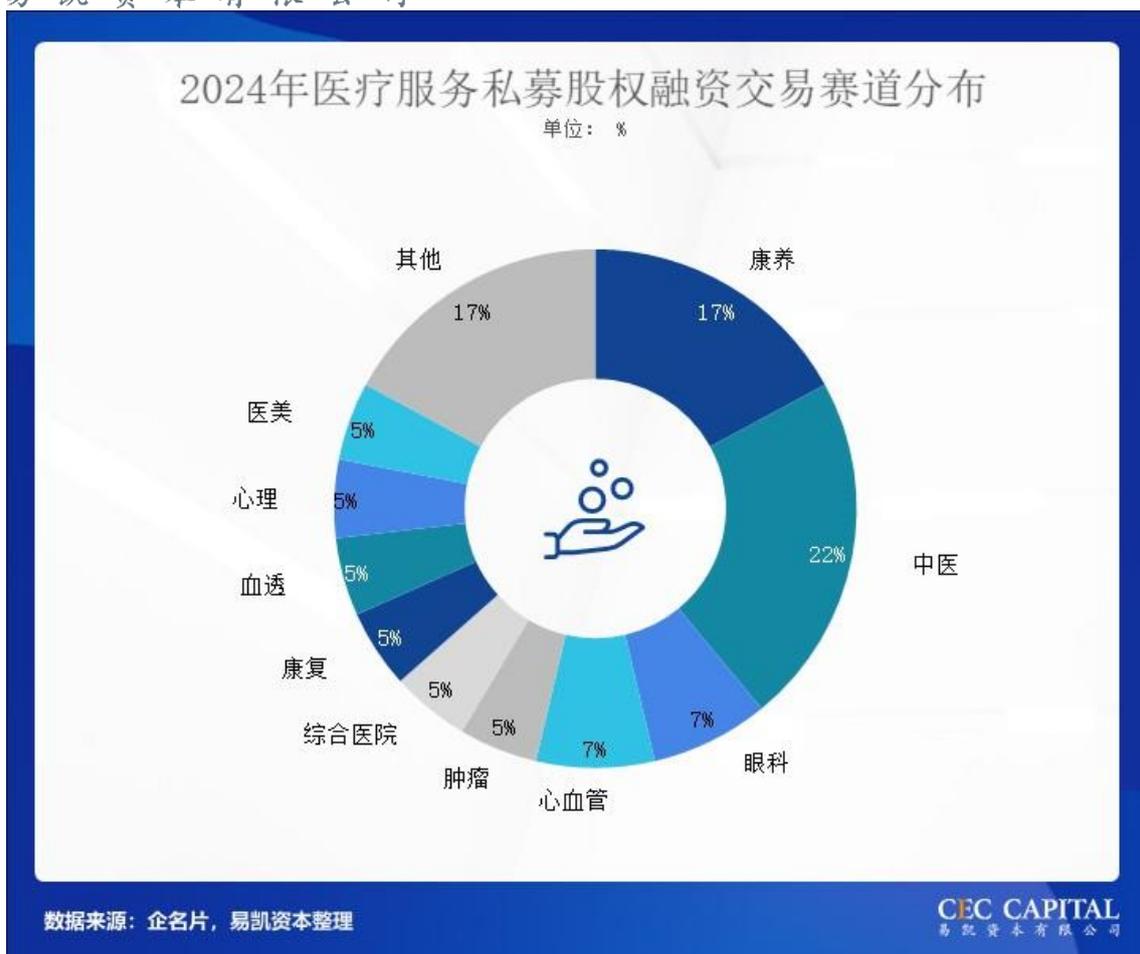
2024年医疗服务私募股权并购交易赛道分布

单位：%



数据来源：企名片，易凯资本整理

CEC CAPITAL
易凯资本有限公司



4、二级市场疲软，一级市场交易撮合难度高，当下民营医疗服务机构需进一步明确定位，实现与公立医疗的差异化竞争，才能在资本市场凸显价值

当前医疗行业面临的资本环境挑战确实对民营医疗机构提出了更高要求。在公立医疗体系占据主导地位的市场格局下，民营机构需构建更具差异化的发展路径。我们观察到现阶段超过 60% 民营机构集中在医美、口腔、眼科等消费医疗领域，市场呈现供给过剩态势。同时，在支付端我国医疗服务市场基本医保支付占比超过 70%，商保渗透率不足 6%，且我国宏观经济环境和地缘政治冲突背景下，居民端消费情绪收缩，制约高端民营医疗服务发展空间。

在此基础上，民营医疗机构逐渐开始更为聚焦专科领域，从“大而全”的综合系统搭建转向特色专科运营。或下沉至二三线市场，选择地方公立医疗相对弱势的专科进行布局，或者直面一二线市场，以高品质服务和灵活化套餐选择为亮点提高患者满意度。考虑到当前资本市场更关注可复制盈利模型与抗周期能力，我们建议更为关注以下三类企业，一是专科市占率高，

学术领先、口碑显著的头部品牌，二是在 DIP/DRG 政策运行下，单病种控费超行业均值的精细化运营标杆团队，三是拥有特色技术或专利产品，构建自有商品矩阵的消费医疗创新主体。

以消费行业的视角来说，现今是流量为王的时代，医疗服务在传统概念中很难像消费品牌一样做大规模品宣推广，因此如何留住患者，围绕核心专科构建全周期产品服务，充分挖掘患者价值，提高患者留存，将成为评估民营医疗机构竞争力的重要一环。

5、医养深度融合，积极看好康复相关产业在未来 5-10 年内的的发展

随着我国老龄化进程加速，慢性病、术后康复及失能人群的医疗护理需求激增，医养深度融合成为破解养老难题的关键路径。康复医疗产业作为“预防-治疗-康复”闭环的重要环节，将在未来 5-10 年迎来爆发式增长。同时，我们观察到医养产业现阶段存在区域发展失衡的特点，从而凸显结构性机遇。尽管全国医养结合床位已达 200 万张，但优质资源集中于长三角、珠三角及一线城市，二三线城市乃至部分准一线城市仍面临“医养分离”困境，存在康复资源匮乏的问题，现有机构密度仅为北上广地区的 1/3，且服务覆盖半径有限，此类区域缺口为民营机构与连锁化模式提供扩张空间。

当前产业仍面临三大瓶颈：一是专业人才短缺，养老护理员流失率高；二是医保覆盖深度不足，部分地区长护险试点尚未全面铺开；三是基层康复设施薄弱，居家养老配套服务滞后。未来，随着医保支付模式革新、商保介入及“互联网+康复”场景深化，我们预计医养产业将向连锁化、专科化（如神经康复、老年康复等细分赛道）方向演进。

综上，康复医疗产业在政策、需求与技术协同下，将成为大健康领域的黄金赛道。企业需抓住区域资源错配机遇，把握时间窗口，通过差异化服务与技术创新尽早占据市场领先地位。

二、当前最重要的投资主题

（一）老龄化给医疗服务相关细分领域带来最直接的发展机遇，在特医食品、慢病管理、康复及失能照护等方面表现明显

1、特医食品市场需求正随着人口结构变化和疾病谱演变呈现爆发式增长

老龄化影响下，我国慢性病高发问题日益严峻，有数据显示 40 岁以上居民中，心血管疾病、癌症、糖尿病等四大慢性病总患病率达 34.3%，其中 80% 的慢性病患者存在营养失衡问题。住院患者群体中，老年患者营养不良发生率高达 65%，住院期间体重丢失超过 5% 的比例达 42%，显著增加感染风险和住院时长。特医食品通过精准营养干预有效破解这一困局。临床数据显示，规范使用特医食品的老年患者，肌肉流失速度减缓 35%，感染发生率降低 28%，平均住院周期缩短 12 天。以糖尿病特医食品为例，含抗性糊精和膳食纤维的配方可使餐后血糖波动降低 40%，2024 年相关产品市场规模突破 75 亿元。肿瘤特医食品领域，含 ω -3 脂肪酸和精氨酸的配方帮助患者体重维持率提升至 78%，较普通营养支持方案提高 26 个百分点。

市场规模方面，中国特医食品市场以 30% 年复合增长率扩张，2024 年达 234.2 亿元，预计 2030 年将突破 800 亿元，形成万亿级银发经济新增长极。这一领域正从医疗辅助工具向日常健康管理转型。

政策端也在持续释放行业利好，2023 年新版《特医食品注册管理办法》将审批周期压缩至 18 个月，优先审评产品实现 30 天快速过审，2024 年国产特医食品获批 196 款，覆盖全营养、特定全营养及非全营养三大类。同时，以无锡为首的多个城市逐渐将特医食品纳入医保范畴，推动行业渗透率加速提升。

这个赛道近年来也逐渐被资本关注，涌现多笔大额交易，在供给侧和需求侧的双轮推动下，我们建议重点关注企业在以下三个方向的革新技术，一是打破行业技术壁垒，展现产品研发实力，实现细分产品的国产化替代，二是合成生物学技术的应用突破，获取成本端的相对竞争优势，三是融合 AI 技术，构建 AI 驱动的个性化营养方案输出，形成差异化行业竞争。

2、慢病管理行业正经历从被动治疗到主动管理的范式重构

我国现有慢性病患者超 4.6 亿，其中 65 岁以上人群患病率达 62.3%。心脑血管疾病、糖尿病等慢性病导致的医疗支出占比超 70%，催生千亿级健康管理市场。

慢病健康管理行业发展已久，行业生态圈覆盖药企、医院、药房、居家、保险五大场景，现有玩家从不同视角和资源点切入，例如以阿里健康、京东健康为代表从医药电商切入流通环节，借助流通环节优势向服务端延伸，以平安好医生等为代表的险资，以险资用户为基础切入，以方舟健客为代表借助医生资源切入问诊购药场景等，**各类玩家各显神通，向庞大的慢病患者**

群体提供持续院内外问诊购药服务，其中患者数量的积累和如何构建各环节间的业态闭环是评估玩家竞争力的关键。

我们认为 AI 大模型的蓬勃发展会给这个赛道注入新的活力，诱发互联网健康管理行业新的机遇，帮助患者真正实现主动式慢病管理干预。以 AI 模型构建的动态风险预测系统为例，可基于海量患者数据，提前 6 个月预测急性并发症风险，降低慢性疾病并发症等，再例如个性化行为矫正引擎，采用强化学习算法，动态调整干预策略，通过分析患者饮食、运动数据，生成定制化干预方案，实现慢性患者的长期合理饮食等。医疗 AI 大模型正推动慢病管理进入预测性、预防性、个性化、参与性的现代医学模式新阶段，具备数据、算法、生态三位一体能力的企业有望占据市场主导地位。

3、康复医疗产业成为精准化转型中的黄金赛道，康复医疗的刚性需求持续释放

我国康复医疗市场规模已超 7000 亿元，其中老年康复占比达 58%。从统计数据来看，60 岁以上人群中 60% 存在康复需求（如脑卒中、骨折术后、认知障碍等），2024 年潜在康复服务人次超 1.45 亿。典型康复医疗场景包括神经康复——脑卒中患者康复治疗黄金窗口期为发病后 3-6 个月，但 2024 年仅 38% 患者及时接受系统康复，外科术后康复——如膝关节置换术后患者康复需求集中于术后 3 个月内，但公立医院康复床位平均等待时间达 4.2 周，老年综合症康复——失能老人中 72% 需要物理治疗+认知训练综合干预，但现有服务覆盖率不足 20%。

现有康复医疗机构以民营为主，供给严重不足。2024 年全国康复医院仅 823 家（公立医院 152 家，民营 671 家），每千万人口仅对应 6.1 家康复医院，远低于 OECD（经济合作与发展组织）国家均值（15.3 家）。我国康复医学科床位占比仅 1.8%（2024 年 32.7 万张），而美国该比例达 12%。

国家明确鼓励民营康复医院连锁化发展，《“十四五”数字经济发展规划》明确提出“支持社会力量举办连锁化、集团化康复医疗机构，推动康复医疗服务向社区和家庭延伸”，《关于促进社会办医持续健康规范发展的意见》允许民营康复医院突破区域总床位限制，连锁品牌可申请“一照多址”备案制等，同时还有多重建设补贴、税收优惠指引等红利，鼓励民营机构积极发展。

因此，我们积极看好民营康复医疗机构在未来 3-5 年的发展，重点关注拥有精细化运营管

理能力的团队。同时，康复相关智能化硬件辅具市场需求也在持续扩大，VR/AR 技术、外骨骼机器人辅助系统、3D 打印等新兴技术叠加 AI 算法的应用，带来康复辅具行业的智能化进展。

4、失能照护服务成为专业化、标准化建设的关键攻坚

我国失能老人数量已达 4500 万，其中重度失能占比 32%，平均照护需求周期达 7.3 年，年均护理费用超 5 万元，市场需求在老龄化推动下爆发。但与之相对应的却是我国失能照护服务的供需严重失衡，按 4500 万失能人口计算，国际标准需配置 1:3 的护理床位（即每 3 名失能老人需 1 张护理床位），同时叠加考虑失智症、术后康复等潜在需求，专业护理床位实际需求在 800-1000 万张，而据民政部统计，2024 年全国养老机构护理型床位约 320 万张，存在 600 多万张的床位缺口。

在此背景下，国家积极推动民营机构在医养结合领域的投入发展。卫健委推出了多套组合拳，在审批方面减少审批流程，实现备案管理，实行设置审批和执业登记“两证合一”等政策提高行政效率，在建设方面对社会办医养结合机构的区域总量不作规划限制，将符合条件的养老机构内设医疗机构及时纳入医保定点管理，鼓励地方通过设置产业投资基金的方式来支持医养结合的发展等举措推动民营医养机构发展。老龄化加速使长护险与失能照护成为万亿级市场，而公立体系在服务效率、技术迭代、支付灵活性三方面的短板，为民营机构创造了结构性机遇。具备连锁化运营能力、智慧化服务能力、产业链整合能力的头部企业，有望在 2030 年占据 70% 以上市场份额。

（二）人工智能 AI 对医疗服务的影响既迅速又广泛

截至目前，我国 AI 问诊领域已有超过百家企业推出相关产品或服务，涵盖医疗影像、临床决策支持、病理诊断等多个细分领域，头部玩家包括讯飞医疗、华为和腾讯觅影等多家巨头，讯飞医疗的“智医助理”已覆盖全国 610 个区县的 6 万家基层医疗机构，华为联合瑞金医院开发的“瑞智病理大模型 RuiPath”覆盖 90% 以上中国癌症类型，单切片诊断时间从 40 分钟缩短至秒级，腾讯觅影已在 30 家省级及以上公立医院部署，影像结果与 AI 建议同步给临床医生辅助决策。综合来看，这些头部企业的共性是在 2023 - 2024 年间，陆续完成了与大型公立医院或连锁医疗机构的正式系统对接，并通过多批次的临床验证（通常为数千例对照研究）确保

了 AI 问诊建议的安全性和合理性。

对比海外，从数量上来看，我国 AI 问诊相关产品数量略低于美国，处于全球第二梯队，但相较于国内主要集中于辅助诊断工具定位（如影像分析、分诊）等，海外更多技术更聚焦底层创新。例如谷歌的 AMIE 系统在模拟诊断中准确率超初级医生，且能通过多模态数据生成个性化诊疗方案。从临床进展来看，虽然国内头部企业已完成多家医院的对接，但尚未形成像美国那样的统一监管审批体系，更多以地方先行和企业自律为主，散状式试点布局为主，监管有待后续进一步完善。在产品成熟度上，美国和欧洲的 AI 问诊系统更侧重与医保系统的深度打通，且多款产品已完成超过万人级别的大规模临床验证，但我们认为国内市场在技术迭代方向上具有弯道超车的优势，且在临床数据积累量上具有基础优势，拥有后发先至的无限潜能。

（三）机器人正加速从概念走向落地，涵盖手术机器人、康复机器人和养老陪伴机器人等各类产品，其应用场景日趋丰富，商业价值不断凸显

手术机器人协助医疗服务机构实现微创精度与运营效率双升级。手术机器人自引入海外高端医疗机构后，凭借机械臂的高精度和稳定性，迅速成为民营医院提升微创手术水平的首选。国内多家连锁专科医院已先后部署诸如腹腔镜手术机器人等，用于胆囊切除、疝气修补等常见普外手术；同样，骨科私立医院也引入了关节置换机器人等，实现了术中导航和植入精准度控制在毫米级别。民营机构引入此类系统后，不仅提升了手术质量，还通过“机器人手术中心”品牌溢价，吸引了区域高端患者。

康复机器人在私营康复医疗机构中落地同样迅速。国内康复专科连锁机构先后引进了外骨骼步态训练机器人和上肢功能训练机器人等，通过程序化、量化的康复训练，帮助中风、脊髓损伤等患者更快恢复行走和手臂功能。其核心优势在于可根据每位患者的力量、关节角度和疲劳度，自动调整辅助力度和训练节奏，并实时记录大数据指标，便于医生和物理治疗师制定精准的康复方案。国外的 Hocoma（瑞士）和 Bionik Laboratories（加拿大）等前沿厂商，也在多家私立康复机构推广其智能循环训练平台，数据显示，患者的步态稳定性和肌力改善时间比传统物理治疗平均缩短 30%。

此外，民营养老机构引进陪伴型服务机器人，已成为提升服务品质的新亮点。部分国产陪护机器人，可实现语音互动、基础健康监测（心率、血压）、视频连线家属以及简单的物品递

送，在上海、深圳等地的高端养老社区已上线试用，入住老人的满意度显著提升。国际上，日本的松下、SoftBank Robotics 的 Pepper 机器人，则具备更丰富的情感识别和危机预警功能，能够在老人跌倒或出现异常生理信号时，第一时间向护理人员报警。

展望未来，医疗机器人在医院场景中仍有多重创新方向和商业价值可挖掘。比如智能导诊与导航机器人，可结合室内定位与人脸识别，机器人可在大型综合性民营医院中为患者提供一站式导诊、科室引导和动态排队提醒，减少人工成本并优化患者体验。一体化消毒与配送机器人可在术后或隔离病区，集自动环境消毒和医用物资配送于一身，可大幅提升院内感染控制效率和运行效率。超声与内镜机器人在未来可见会朝小型化、一次性探头与机器人臂结合的方向发展，通过远程操控进行床边超声检查或内镜下诊治，尤其适用于基层或社区医疗中心。再比如，精准放疗与病理取样机器人借助高精度机械臂与智能影像识别，机器人可在放射科中执行自动化靶区校准，或在病理科进行快速、微创的活检标本采集，提高诊断速度与安全性。

（四）2024 年中国医疗服务领域的并购交易呈现出明显的行业整合与跨界融合趋势

从交易主体来看，行业龙头通过横向并购加速市场集中，爱尔眼科年内连续收购重庆眼视光、运城爱尔等多家地方眼科医院，以 51%-97% 的控股比例构建全国性眼科网络，专科医疗机器的连锁化扩张进入深水区。与此同时，蚂蚁集团收购好大夫在线布局数字医疗生态，京东健康拟控股弘慈医疗探索“互联网+实体”模式，太古集团控股心血管专科德达医院切入高增长赛道，这种“产业资本+专业运营”的组合正在打破传统医疗服务的边界。

标的资产选择凸显出资本对高附加值领域的战略聚焦。消费医疗属性显著的专科医院成为并购焦点，眼科、医美、口腔等医保依赖度低、市场化定价能力强的赛道占据超 60% 交易量，朗姿股份收购丽都医疗、雅美整形等医美机构完善产业链，金发拉比控股珠海韩妃等区域医美品牌，反映出轻医美服务的标准化复制潜力。在数字化转型浪潮下，数字医疗标的获得资本密集加持，强联智创、透彻未来等 AI 医疗企业获得亿元级融资，太医管家、华美浩联等保险医疗平台推动“健康管理+支付”模式创新，显示出市场对轻资产扩张模式的偏好。

当前并购活动正从单体收购向生态化布局演进，产业链纵向延伸趋势显著，华人健康、全

亿健康等流通企业通过收购终端药房强化渠道控制，应对带量采购下的利润挤压，头部企业市场占有率预计三年内将提升至 50% 以上。

这些交易正在深刻重构行业生态。市场集中度加速提升使得眼科、医美等赛道 CR5 有望突破 50%，中小机构面临“被整合或边缘化”的生存考验，但同时也催生了县域医疗的估值洼地——一朝聚眼科收购明玥眼科等案例显示，三四线城市专科医院的并购溢价较一线城市低 40%-60%，为后续下沉市场布局提供机会。

三、新玩家和新玩法

（一）外商独资与“科技巨头”的新视角引人关注

1、外商独资医院试点政策突破，推动高端医疗资源下沉与分级诊疗体系完善

2024 年 9 月，商务部等发布通知，拟允许在北京、天津、上海、南京、苏州、福州、广州、深圳及海南等 9 个地区设立外商独资医院（中医类除外，不包括并购公立医院）。同年 11 月，国家卫健委等四部委印发《外商独资医院试点方案》，明确定位试点建设综合医院、专科医院、康复医院等，引进国际高水平资源、优化营商环境。这标志着中国医疗服务领域对外开放迈出关键步伐。这一政策突破迅速吸引国际资本落地，例如鹏瑞利集团以天津鹏瑞利医院为起点，打造中国首家外商独资三级综合医院。该院于 2024 年 12 月获批，2025 年 2 月在天津西青区正式开诊，总投资约 10 亿元，500 张床位，覆盖骨科、心血管、肿瘤等科室，并配备国际医疗部，还宣布与广州白云区政府合作，在广州建设粤港澳大湾区白云国际大健康医养城，总投资约 50 亿元，其中首期 10 亿元用于建设“鹏瑞利国际医院”，预计 2025 年投入运营。绿叶医疗集团则抓住深圳试点机遇，与深圳市卫健委签约建设国际医疗总部及外商独资专科医院。该项目聚焦肿瘤、心血管等专科领域，计划引入国际多学科协作（MDT）诊疗模式，配套建设质子治疗中心等先进设施。作为全国首个落地的外商独资专科医院，其核心优势在于整合新加坡医疗资源，将新加坡中央医院（SGH）的癌症精准治疗方案引入深圳。

2、科技巨头则聚焦数字化能力输出

京东健康将供应链管理系统植入弘慈医院，使药品库存周转效率提升 38%；蚂蚁集团并购好大夫在线后，将支付宝的 8 亿用户流量与 6000 名医生资源对接，日均问诊量突破 15 万次。更值得关注的是，这些企业正尝试将消费互联网的“用户运营”思维移植到医疗领域，试图破解传统医疗服务的低频低粘性问题。字节跳动继 2021 年收购美中宜和后，2025 年获批在北京市朝阳区中关村朝阳园北区建设“北京爱瑞医院”，为中外合资合作的三级综合营利性医院，通过整合线上平台的流量优势与线下医疗资源，字节跳动有望打造“线上+线下”一体化的医疗服务模式，提升医疗服务的可及性和效率。

随着国内医疗服务领域对外开放政策持续深化，政策红利不仅加速外资从“参股合作”转向“控股运营”，更吸引了各类产业玩家新进，推动医疗服务整体市场实现技术赋能、服务升级和模式创新，为行业注入效率提升与资源优化的双重动能。

（二）除外商独资外，增量社会资本对医疗服务行业的投资较以往明显缺失

尽管政策端持续释放外资准入和资本化红利，新玩家跨界入场者众，但中国医疗服务一级市场的融资与并购活动整体表现不活跃，呈现“局部活跃、整体审慎”的特点，产生“新玩家多、资本冷”的矛盾局面。

对于国内现有存量资本来说，对医疗服务行业的投资逻辑趋于理性，尤其对重资产、长回报周期的综合性医院持谨慎态度。尽管政策鼓励社会办医，但医保支付、资质审批等环节仍存在地方性差异，外资与本土资本均需在合规性、区域布局上反复权衡。且现有一级市场资产标的估值分化，优质标的（如区域龙头）估值居高不下，而中小型医院因盈利能力、规模化不足难以吸引资本。且现阶段二级市场退出渠道有限，医疗服务资产证券化难度较高，导致资本更倾向通过长期持有或产业协同（如与保险、地产联动）实现价值释放，而非短期套利。

对新进入市场的玩家来说，一方面，外商独资医院试点政策确实在上海、海南等区域落地，但政策红利更多集中于区域试点和高端专科，尚未形成全国性扩散效应。另一方面，我们观察到大多数新玩家都选择自建旗舰医院为主，且考虑到当下宏观经济后续走势，整体投资建设周期拉长，布局以单体医院为主，连锁化扩张节奏相对审慎。以字节跳动为例，虽然整体看好医疗方向的发展，认为 AI 医疗应用层会在近 1-2 年内迎来爆发，已组建专门团队基于豆包做医疗产品开发，且大笔投资了美中宜和与爱瑞医院，但对一级市场的医疗服务资产融资并购保持

审慎态度，更希望基于体系内打造中国版梅奥，聚焦北京+天津核心区域，长期持有发展。我们认为产业资方所持观点基本类似，更倾向于试点单体医院以契合协同开展主业业务，很难与存量市场化资本做补位。

总的来说，2024年医疗服务领域的资本活跃度受政策与行业特性的双重拉扯，呈现“新资金试水、存量资本观望”的格局。未来，我们预计伴随政策落地效率提高、专科赛道创新及轻资产模式探索等，或将是激活市场资金的关键变量。

（三）新产业玩法

1、中医加速获得认可和支持，无论传统中医诊疗，或是借助创新人工智能 AI 中医均获得超出以往的快速发展

近年来，随着政策支持与技术进步的双重推动，中医药在国内外迎来了前所未有的发展机遇。无论是传统中医诊疗，还是借助 AI 技术的创新中医模式，都展现出快速发展的态势。中医药凭借其“治未病”理念和个性化诊疗优势，持续获得患者认可，特别是在新冠以后，不少人群有长期慢性“新冠综合症”，没有器质性病变，但反复持续的不适感提高了对中医诊疗的关注度和需求。同时 AI 技术积极应用在舌诊、脉诊、观面等环节，推动中医诊疗的标准化和客观化。这种“守正创新”既体现在屠呦呦团队运用 AI 分析百万病例优化青蒿素提取工艺，也展现在 AI 辅助辨证系统对《黄帝内经》理论的数字化重构，标志着中医药正从经验医学向循证医学跨越。我们认为中医疗效评估的客观化，诊疗手法的标准化将一方面有助于推动民营中医机构的规模化扩张，另一方面也是对资本市场评估中医资产的一个有力抓手，能助推资本化交易进行。

2、医院信息化进入 AI 时代，利用 AI 对数据的高效处理和整合，适应新的控费和监管需求

随着人工智能技术深度融入医院信息化体系，医疗数据正从“碎片化”向“结构化、智能化”跃迁。AI 重构了医院运营效率，更精准适配医保控费、医疗质量监管等政策要求，推动医疗服务向“价值医疗”转型。例如 AI 技术打通电子病历（EMR）、影像归档系统（PACS）、检验系统（LIS）、医保结算等 20 余类系统的数据壁垒，构建统一数据湖，提升临床数据调用效率，为 DRG/DIP 支付改革提供实时、精准的数据支撑。同时，接入 AI 辅助推荐循证医学最优

路径，能有效改善药耗使用，降低单病种成本。对院方而言，通过实时监测超量开药、分解住院等违规行为，可识别规避医保诈欺，降低医保费用违规率。总体来说，AI 正推动医院信息化从“工具辅助”迈向“智能决策”新阶段，助力医疗行业实现“控费增效”目标，改善盈利能力。

3、上市公司的直接并购明显多于以往，形式上从发起产业孵化基金的形式，更多向借助优势利率下的并购贷款或基金完成优质资产的获取

随着整体融资环境趋于宽松、央行持续降准降息，上市公司在扩张医疗服务版图时，开始更多地采用并购贷款等杠杆融资方式来收购医院资产，而此前较为常见的由产业孵化基金发起并推动医院资产并购、整合的模式正逐步减少。过去，许多上市公司在收购医院资产时常采用发起产业孵化基金的模式，通过联合 PE 等投资机构，共同设立基金再进行收购及后续运营整合。这种模式虽然在初期能够解决资金来源和初步布局问题，但对于上市公司来说，其管理成本较高，而且战略执行过程中往往存在合作伙伴协调、利益分配的复杂性以及关联交易来自监管层面的关注压力等。因此在当前利率下降的背景下，企业获得资金的成本大幅降低，使得上市公司能够以较低的融资成本实施大额并购计划。例如，低利率环境下，通过并购贷款收购医院资产，不仅能加速资金回笼，同时降低并购交易整体的财务杠杆风险，提高资金运用效率。但与此同时，收购后的整合能力和风险管理也将成为衡量企业长期成功的关键因素。