



德邦证券
Topsperity Securities

2023年10月17日
证券研究报告 | 行业深度

HCA：逆境使其更强大

What Does Not Kill HCA Makes It STRONGER



证券分析师

姓名：陈铁林

资格编号：S0120521080001

邮箱：chentl@tebon.com.cn

更多免费行业报告

并购家

www.ipopo.cn

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

投资要点

- **行业需求旺盛，Medicare助力扩张**：美国**人口增长+老龄化**使其医疗服务供需不平衡的情况日益加重，叠加**Medicare Advantage**增速高于普通Medicare，根据Grand Review Research，医院行业市场规模预计在2030年将达到**2.55万亿美元**（2023~2030 **CAGR 7.7%**）。
- **HCA是全球最大的营利性连锁医院运营商**：公司集医、护、保、教、管全产业链为一体，业务横跨美洲、欧洲，无论是从资产规模、员工数量，还是市值体量等层面评估均为全球龙头之一。
- **多方位提升运营效率**：公司已从早期靠“收/并购大型医院”实现扩张晋级到控制医院数量的同时提升床位数、利用率、拓展门诊业务即护理业务等**低投入高回报**的阶段。
- **疫情期间突显其抗风险能力**：
 - 疫情叠加宏观层面原因使医疗服务行业供给端人力**薪资大幅提升**导致行业层面利润率受到极大压力，HCA通过收购Galen护理学院不仅实现了人才的**内生补给**，还为行业做出了巨大贡献。
 - 疫情催化了公司运营向**数字化/AI**转型，一方面在疫情期间为患者的治疗提供了保障，更重要的是在疫情影响褪去后还继续发挥着降本增效的作用。
 - 所以，**疫情不但没压垮HCA，反而使其更强大**。
- **盈利预测**：根据公司业绩指引及行业一致性预期，**2023~2025收入640亿美元+6%、675亿美元+5%、713.6亿美元+6%，EBITDA为126亿美元+4%、133.3亿美元+6%，141.4亿美元+6%。**
- **风险提示**：新冠疫情反复、医保政策变动、利率波动、人力资源缺口、IT/信息风险、监管风险、行业竞争加剧等风险。

目录 CONTENTS

- 
- | | |
|------------|------------|
| 01 行业及公司概况 | 07 数字化趋势 |
| 02 历史及股价复盘 | 08 人口趋势 |
| 03 同行对比 | 09 盈利预测与估值 |
| 04 业绩及财务 | 10 风险提示 |
| 05 疫情影响 | |
| 06 支付分析 | |

目录 CONTENTS

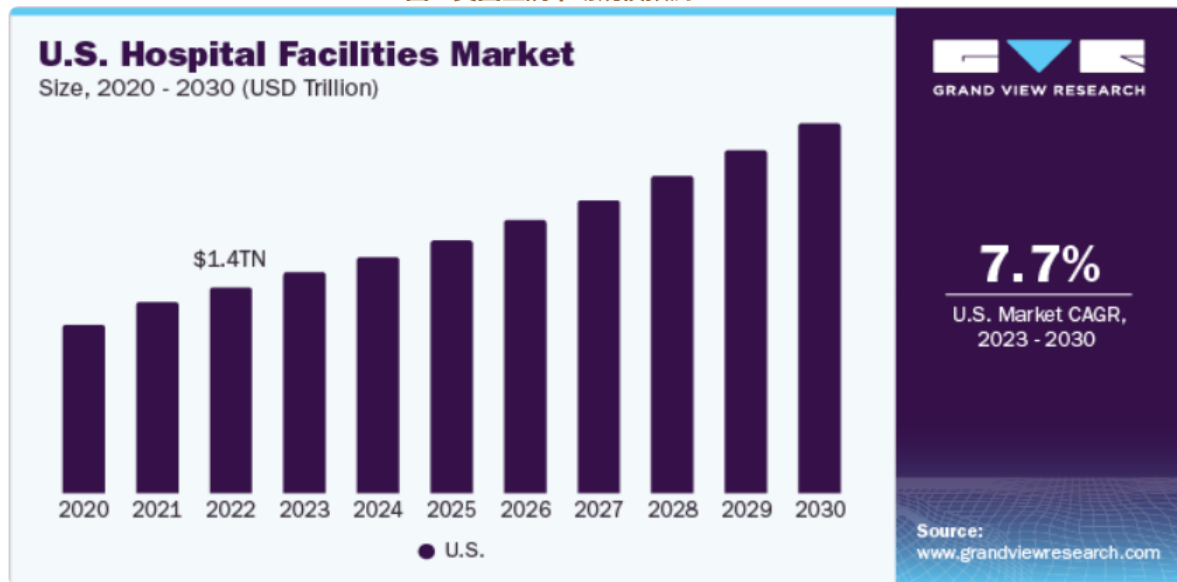
01 - 行业及公司概况



行业概况：2022年市场规模1.4万亿美元

- 根据Grand Review Research统计：2022年美国医院总体市场规模约1.4万亿美元，2023~2030 CAGR约7.7%，即2030年市场规模预计将达到2.55万亿。
- 医院系统市场规模快速增长的主要原因为：**1) 科技/科学发展**，**2) 人口增长+老龄化趋势**。
- 据美国CDC统计：每10个美国人就有6个患有包括癌症、中风、心脏病、糖尿病等在内的慢性病。
- 此外，目前美国医疗服务**供需不平衡**的情况越来越严重，促进医疗服务费用的快速上涨。
- 疫情加速了inpatient向outpatient转向的趋势，通过远程技术/数字化/AI等科技缩短患者在院时间，**从而提升医院周转率，同时降低医院运作成本**，有利于医疗系统的长期高成长。

图：美国医院市场规模预测



数据来源：Grand Review Research，德邦研究所

公司概况：医、护、保、教、管全产业链国际龙头

- Hospital Corp America / HCA Healthcare是全球最大的连锁医疗集团。全球共**182家医院及2000多家门诊网点**，约5万张病床，员工超**25万**（不包括合同医生）。鼎盛时期业务曾横跨美、欧大洲。
- 公司主营业务网络全面覆盖**医院、诊所、门诊手术中心、独立急诊中心、急护中心、诊断中心、精神病院**等，全年接诊量超**3700万例**。
- 公司在美国发源地为美国Nashville。
- 除医疗服务外，公司广泛涉及大健康产业各大重要环节，业务全产业覆盖形成闭环：
 - **医疗教学**：全美53所教学医院中有4所属于HCA旗下；此外，公司2020年收购Galen护理学院，在全行业面临护士短缺的困境中实现了人才资源内生补给。
 - **医疗责任保险业务**：在发生医疗事故、纠纷等情况下对医护人员的保护。
 - **其他**：控费管理/催收PARALLON、数字化等业务可提升患者诊疗质量、帮助医患双方节省费用，同时提升医疗系统运作效率等。

图：2022年HCA旗下资产及接诊量

Our Network *

Hospitals	FSERs	ASCs	UCCs
182	130	126	270

Our Patients *

Patient Encounters	ER Visits	Admissions	Deliveries
37.2M	9.0M	2.1M	218k

Our People *

Medical Staff	Colleagues	RNs
45k	294k	93k

图：HCA在美国的业务布局地图



*As of or for the year ended December 31, 2022

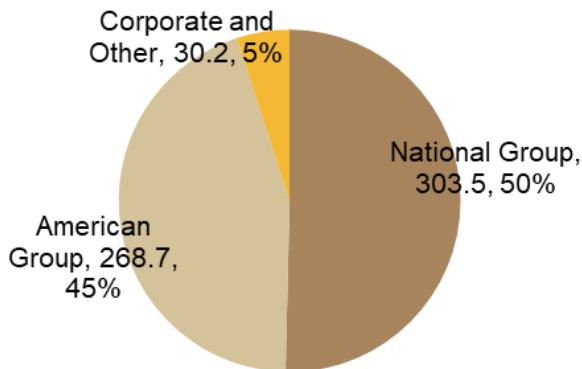
图：HCA除医院外其他资产



管理层资历：借鉴连锁酒店/快餐模式，所以管理>临床

- 创始人：Thomas Frist Jr.和Sr是一对父子，二人均为医生；第一个投资人是Jack Massey，他曾收购KFC并将其以连锁快餐形式在美国快速扩张。T.F.Jr.正是受到了KFC和**连锁酒店**营业模式的启发，才将“连锁”模式运用到了医院行业。

图：管辖地域划分及3大地区收入比例（\$亿）

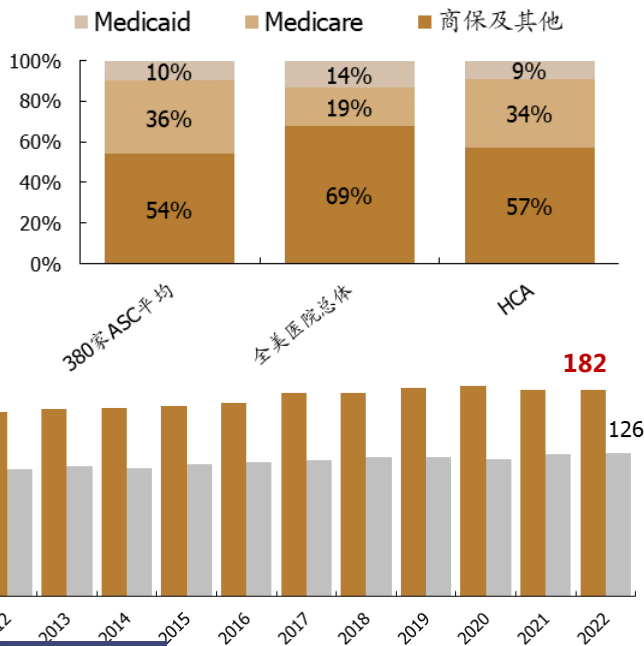


57 Hospitals 17,862 Beds	61 Hospitals 17,077 Beds	57 Hospitals 13,454 Beds
American Group	Atlantic Group	National Group
Austin Brownsville Central LA Corpus Christi Dallas Denver El Paso Houston New Orleans** San Antonio The Valley Wichita	Augusta Charleston Miami Jacksonville Kansas City Myrtle Beach North Central FL Orlando Panhandle West Savannah Tallahassee Tampa	Chattanooga Las Vegas Los Robles Nashville North Carolina Northern VA Richmond Riverside San Jose Southwest VA Utah West Hills

医院扩张情况：不再追求多，手术中心是关键

- 1994年HCA与Columbia合并，公司直接从193家医院扩大到**311**家，同时收获了103家手术中心。
- 1997年公司遭遇史上**最大骗保案调查**，此后公司开始大规模出售资产，从1996年鼎盛时期的319家医院削减至2002年的**173**家。
- 2011年公司重新上市后，医院数量**长期控制在185以内**。
- 另一方面公司一直在增加**独立手术中心**数量，从2011年的108家增加至2022年的**126**家。

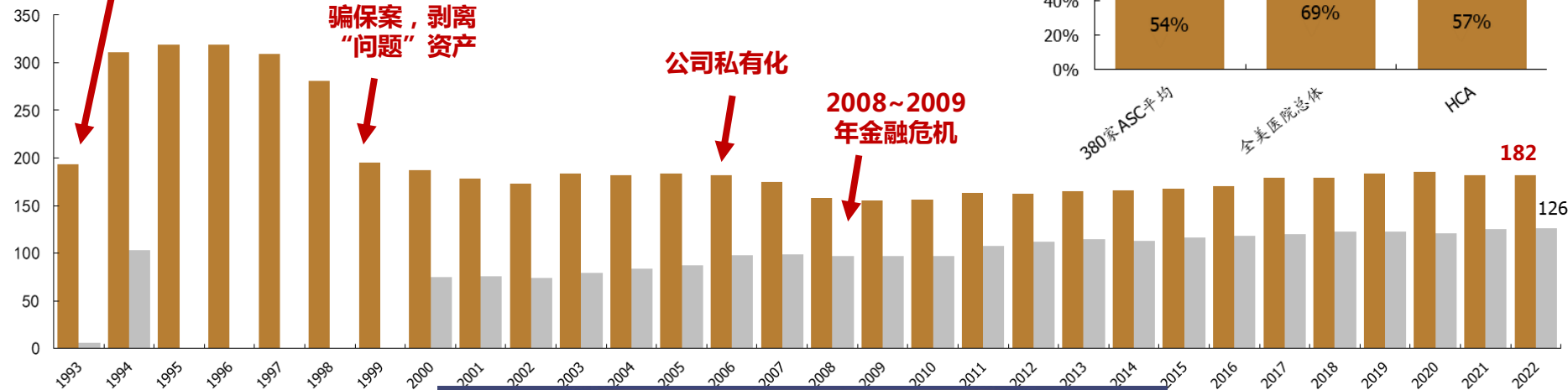
图：医院支付方构成（按费用算）



图：公司历史医院及手术中心数量

hospitals freestanding outpatient surgical centers

HCA与Columbia合并



主营业务：围绕医院扩张门诊业务

□ 医院Hospital：

- 住院医疗服务，包括手术、ICU、急诊、诊断；
- 门诊医疗服务，包括门诊手术、实验室、放疗、呼吸、心血管、物理治疗等。

□ 门诊手术中心Ambulatory Surgery Center ASC：

- 医院更方便、快捷、轻松，不提供诊断业务，仅接纳已确定治疗方案的患者；
- ASC最常做的手术包括白内障、胃肠镜等；
- 2014年CMS医保扩面后，手术从医院向ASC转移的趋势。

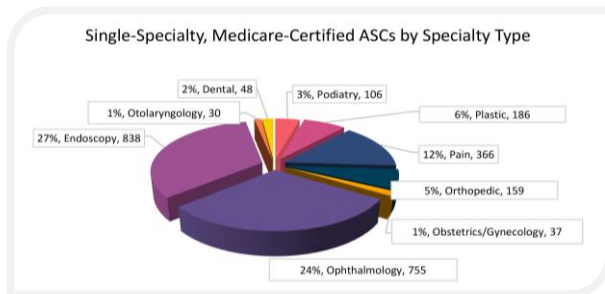
□ 独立手术中心 Freestanding Surgery Centers FSSC：与ASC的区别为其属于医院管辖范围内。

□ 急护中心 Urgent Care Facilities UCF：与ER的主要区别在于：

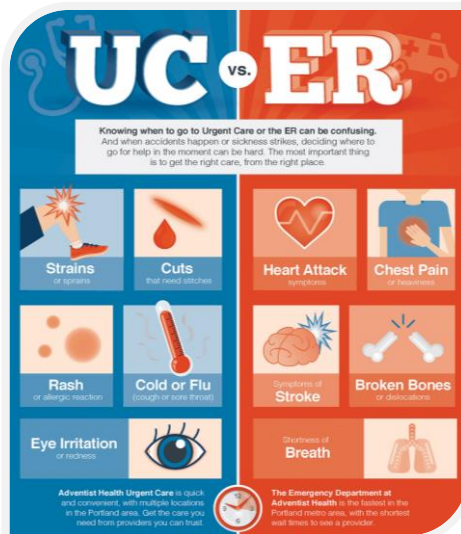
- ER接诊遵循谁严重，谁先治的原则，UCF则是先来先到；
- ER接诊的患者更重症、更急需救治，UCF的紧急程度介于PC和ER之间
- 通常ER费用更高。

□ 其他：独立急症 Freestanding Emergency Care Facilities，无需预约的诊所 Walk-in Clinics，影像诊断中心 Diagnostic & Imaging Centers，放化疗肿瘤中心 Radiation & Oncology Therapy Centers，康复中心 Comprehensive Rehabilitation & Physical Therapy Centers，医生诊所 Physician Practices，居家健康护理 Home Health，临终关怀 Hospice，门诊 outpatient 物理治疗等。

图：美国ASC数量和最常做的手术项目



图：UC和ER的区别



数据来源：Beckersasc, Adventisthealth，德邦研究所

目录 CONTENTS

02 - 历史及股价复盘



历史：55年历史，跨越经济周期，经历3次IPO

- HCA成立于1968年，**历经3次IPO**，多次大型并购/整合，目前是全球最大的连锁医疗集团。
- 现在的HCA是当年HCA+Columbia的合并产物。1980~1990年代Columbia在行业中逆势扩张，业绩蒸蒸日上，主要功劳在于其创始人Scott的野心。然而这份野心让公司陷入了史上最大的骗保案，导致公司**赔款20亿**，从300多家医院降至目前的180多家。

表：HCA自成立以来历史大事

时间	事件
1968	公司成立
1969	NYSE第一次IPO
1970	John A.Hill任命CEO, Thomas Frist VC+CMO
1972	当年已扩张为全球第一大上市医院
1975	公司向美国以外地区扩张
1977	合同管理及保险部门/子公司成立
1978	收购3家澳大利亚公司 原保险公司退休CEO加入集团，进一步拓展融资渠道
1980	成为NYSE上市公司中首个成立10年营收过10亿的公司
1981	收购竞争对手HAI，获得全美1/5私立医院； 收购Health Care Corporation，因为其在精神领域的垄断地位险些被FTC叫停
1982	试图收购龙头医疗器械公司American Hospital Supply Corporation，但输给竞争对手Baxter
1983	靠HCC发展精神科，成立HCA Psychiatric Company
1986	医疗健康保险业务开始亏钱，公司重组，试图剥离一部分偏远地区医院
1987	Health-Trust共104家医院正式被剥离
1988	51亿leveraged management buyout将公司私有化
1989	另一家公司，Columbia Hospital Corporation正在逐渐壮大，4家医院，833个床位
1990	这一年CHC营收超过5亿 同年公司通过与Sutter合并成功上市

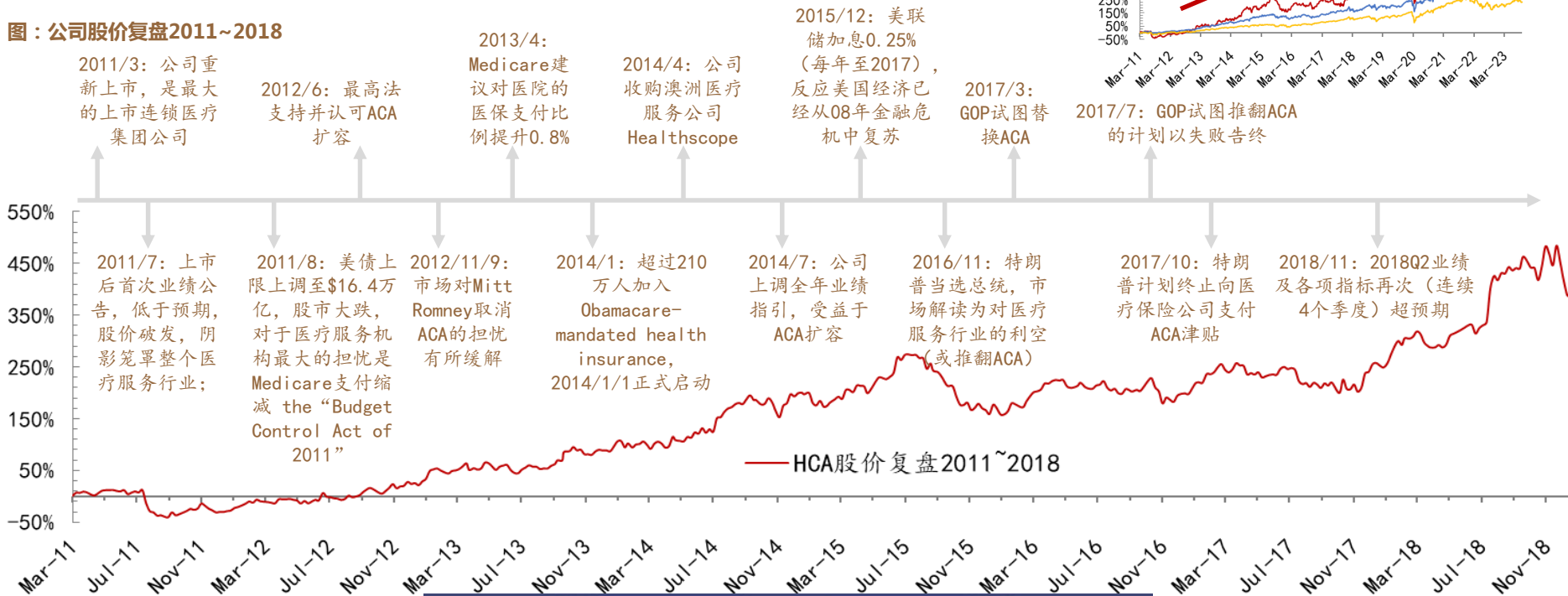
时间	事件
	与MCAD成立JV，打入美国最大的手术中心网络
1992	CHC继续扩张至24家医院
1993	CHC与Galen Health Care合并，获得74家医院
1994	HCA与CHC合并，成立Columbia/HCA
1996	合并后的公司Columbia/HCA在这一年收入达到170亿
1997	公司与Value Health（专科护理）合并， 公司被起诉骗保，是医疗行业历史上最大的骗保案 公司通过出售资产瘦身/聚焦业务，共卖掉了33家手术中心、40家医院等
1998	与美国政府就1997年“骗保”的civil claims达成和解，罚款7.5亿
2000	CEO Scott退休，Frist重新作回CEO力挽狂澜
2001	最终通过各项赔款以及罚款共计20亿了结此事，“诈骗案”和解金额创纪录
2002	公司将“Columbia”除名，重新启用“HCA”
2003	Bill Frist内幕交易事件
2005	公司再一次亿私有化
2006	公司最终以2000万就2005年的“内幕交易案”与各位股东达成和解
2007	新CEO Braken上台
2009	HCA宣布将再次IPO，预计募资达到40-60亿美金
2010	HCA IPO登陆纽交所，出售1.262亿股，美股30美金，募资37.9亿美金。
2011	

时间	事件
2012	公司收购Galichia Heart Hospital，新增82个床位
2013	公司将收购3所Tampa Bay医院，新增约700个床位
2014	公司收购Grandview Medical Center，新增70个床位 从CareNow收购24家急救中心
2015	公司从Urgent Care Extra收购拉斯维加斯的14家急救中心
2017	公司从CHS收购两所德州医院，增加400多个床位 从Tenet收购3所休士顿医院，增加超过1000个床位
2018	公司以15亿收购Mission Health，增加约1000个床位
2019	公司收购24所MedSpring急救中心，总数达到160所
2020	公司成为Galen College of Nursing的大股东（9.4万注册护士）
2021	公司加大对临床医、护的教育投资 出售4家Georgia医院 收购Brookdale Health Care Services的多数股权，壮大治疗后护理业务
	计划在佛罗里达自建3所医院，预计增加250个床位
	从Steward Health Care收购5家医院
2022	Galen College of Nursing新建护士学院，应对全美护士短缺问题 收购MD Now 59个急救中心； 与McKesson Corporation联合成立肿瘤研究中心
2023	将从FastMed收购41家急救中心

2011~18复盘：经济周期+政策+政治驱动

□ 公司2011年再度IPO之后，股价走势可分为**两大阶段**：第一阶段主要受各类**政策影响**，特别是两次**ACA**改革对HCA及行业带来重大利好，以及2016年**特朗普**当选总统被行业视作重大利空。

图：公司股价复盘2011~2018



2019~23复盘：疫情+宏观经济驱动

- 第二阶段主要受**疫情影响**：1) 宏观放水、加息、通胀出现回落征兆，2) 财政对医疗服务行业的补贴，3) 公司优效控费，业绩屡屡超预期带动股价一路高增长。
- 2023年公司继续因**医院业务回暖**等因素，业绩突出，股价逆势增长。而后又因宏观因素回调。

图：公司股价复盘
2019~2023/10

2019/8: 2019Q2
业绩低于预期

2020/3: Bernie
Sanders在内华达州党团
会议上胜出，他曾公开
表态建议由政府保险替
代商保，支持全民医保

2020/6: 新冠
疫情导致手术
量持续下滑

2020/11: 2020
年美国大选，拜登获胜，
利好医疗产业

2021/4: Q1业
绩超预期，上
调业绩指引

2022/4: 劳动
力缺口问题扩
大，导致公司
业绩低于预期

2022/10: CPI数据预示通胀
或有放缓趋势，市场预期美
联储加息幅度或将缩小

2023/7: 因HCA业绩指引
仅仅是符合预期，一众
医疗服务公司纷纷下跌

2020/3: 新冠
疫情恐慌
带来的大盘
整体下跌

2020/4: 新冠疫情影响
和导致医院就诊量下
降，同时通胀、人力
成本提升等因素导致
利润不及预期，且公
司下调全年业绩指引，
且暂停分红

2020/7: 业绩虽下
滑，但一定程度上
受益于政府刺激金
补贴CARES ACT以及
better payer mix,
因此业绩优于预期

2021/2: 2020Q4
业绩反弹并超预期，COVID平均收
费较高，抵消入
院量下滑的负面
影响

2021/7: Q2业绩
继续超预期，再
次上调全年指引

2022/7: Q3业绩超预
期，合同护士比例下
降，控费管理效果明
显，利润率反转优化

2023/4: Q1业绩再次
超预期，非新冠业务
反弹明显，护士缺口
问题进一步缓解

Delta Surge

Omicron Surge

HCA股价复盘2019~2023

图：HCA历史股价涨跌幅



德邦证券
Topsperity Securities

目录 CONTENTS

03 – 同行对比



同行对比：当之无愧全球龙一，估值合理

□ 根据Healthcare Readers统计：

➢ HCA在全球连锁医疗集团中排名第一，虽然**医院数量并非最多**，但其员工数量最多，且市值最大。

➢ 排名前10的连锁医院中，**前5均来自美国**；且除Ascension Health外，其余均为营利性医院。

□ 估值情况：根据SeekingAlpha统计，美股上市的连锁医疗集团平均PE为16.5X，EV/EBITDA为11.1X，P/CF为10.6X，HCA均偏低。

表：同类公司估值对比（截止至2023/9/25）

	P/E TTM	P/E FWD	PEG TTM	PEG FWD	PS	EV / Sales	EV / EBITDA	PB	P/CF
HCA	12.51	13.78	NM	1.43	1.15	1.81	9.08	NM	7.05
UHS	13.29	12.54	NM	1.17	0.66	1.02	8.10	1.46	7.59
THC	14.95	11.94	NM	1.83	0.36	1.23	6.72	5.23	3.94
EHC	21.00	20.23	0.56	1.71	1.52	2.28	10.95	4.76	10.37
ACHC	23.98	20.71	NM	2.09	2.30	2.89	13.47	2.21	17.97
ENSG	22.30	19.81	1.27	1.32	1.53	1.98	18.18	3.78	16.88
平均	18.00	16.50	0.92	1.59	1.25	1.87	11.08	3.49	10.63

表：全球TOP10连锁医疗集团

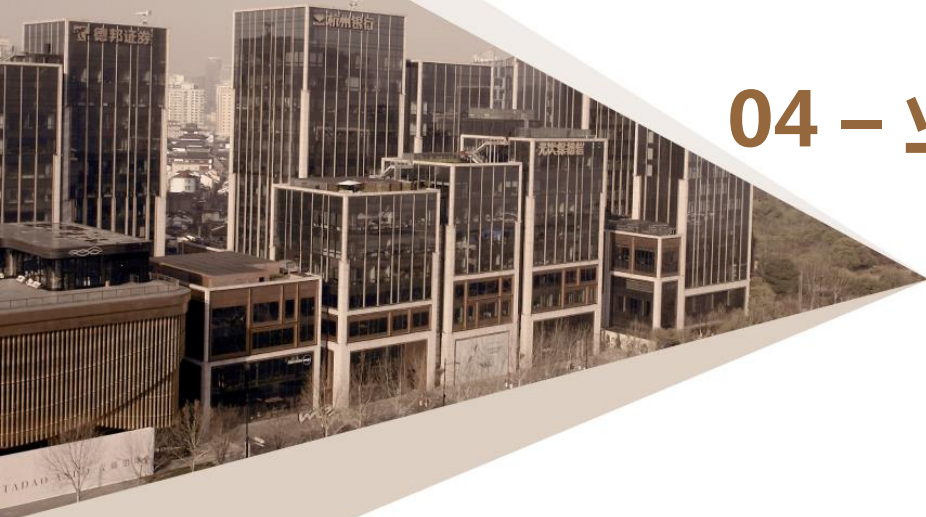
排名	集团	起源地	成立	性质	上市	2021年医院数量	员工数量 (万)	市值\$亿 (9/27)
1	HCA Healthcare	美国	1968	营利性	NYSE	185	28	676
2	Ascension Health	美国	1999	非营利性	-	150	15	-
3	Community Health Systems (CHS)	美国	1985	营利性	NYSE	85	6.5	3.8
4	Universal Health Services (UHS)	美国	1979	营利性	NYSE	400*	9	87
5	Tenet Healthcare	美国	1969	营利性	NYSE	65	11	67
6	Ramsay Health Care	澳大利亚	1964	营利性	ASX	230	7.7	77
7	IHH Healthcare	马来西亚	1974	营利性	BURSA	80	6.5	111
8	Apollo Hospitals	印度	1983	营利性	NSE	70	4	87
9	Mediclinic International	南非	1983	营利性	LSE	80	3.7	50
10	NMC Health	阿联酋	1975	营利性	LSE	-	2	0.12

数据来源：SeekingAlpha，Healthcare Readers，HCA官网，德邦研究所



目录 CONTENTS

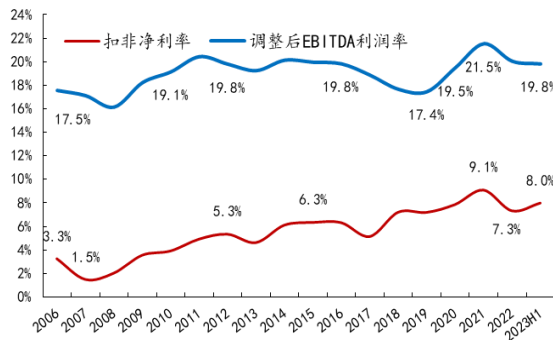
04 – 业绩及财务



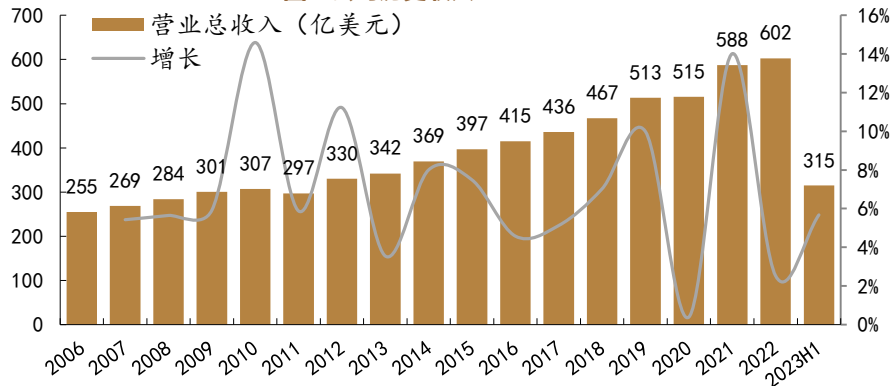
业绩分析：多年稳健增长，利润率持续提高

- 公司2022年收入602亿美元，增长3%；调整后EBITDA为121亿美元，下滑5%；扣非后归母净利润为44.2亿美元，同比下滑17%。三者过去10年CAGR分别为：6.2%、6.3%、9.6%。
- 调整后EBITDA (adjusted EBITDA) 为NON-GAAP统计口径，更贴近真实经验情况。自2010年以来调整后EBITDA利润率较为稳定，一直保持在19.5%左右。
- 扣非后归母净利率上升趋势明显，从2010年的3.9%增长至2023H1年的8%。
- 2023H1收入315亿美元，同比增长6%，调整后EBITDA为62亿美元，同比增长4%；扣非后归母净利润为26亿美元，同比增长2%，业绩明显回暖。

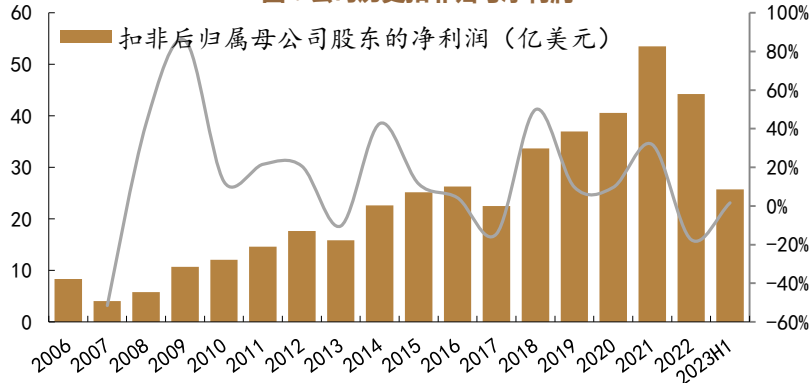
图：公司历史利润率复盘



图：公司历史收入

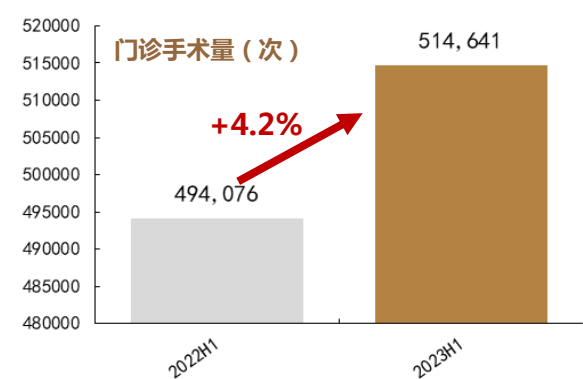
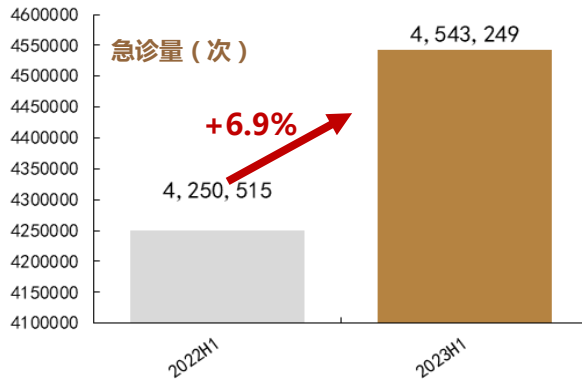
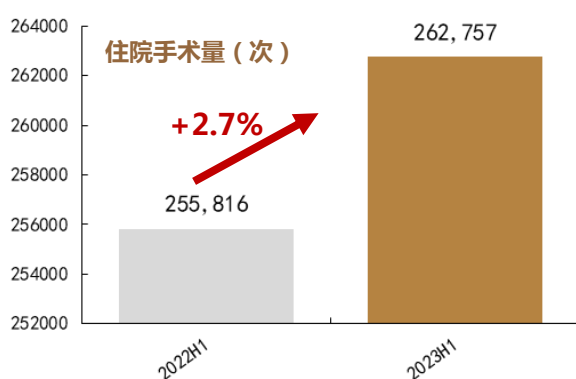
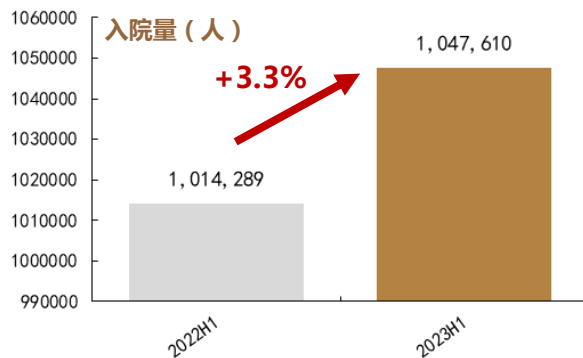


图：公司历史扣非归母净利润



2023H1业绩分析：走出疫情阴霾，各项指标明显反弹

- 2023H1收入315亿美元，同比增长6%，调整后EBITDA为62亿美元，同比增长4%；扣非后归母净利润为26亿美元，同比增长2%，业绩明显回暖。
- 从各项Same Facility（去除因资产收购或剥离带来的波动因素）数据来看，业绩回暖主要因医疗服务行业在疫情波动趋于平缓后整体回暖，**其中手术和急诊反弹尤为明显：**
 - H1入院量增长3.3%，Q2同比增长2.2%；
 - H1住院手术量增长2.7%，Q2同比增长1.8%；
 - H1门诊手术量增长4.2%，Q2同比增长3.3%
 - H1急诊量增长6.9%，Q2同比增长3.7%。



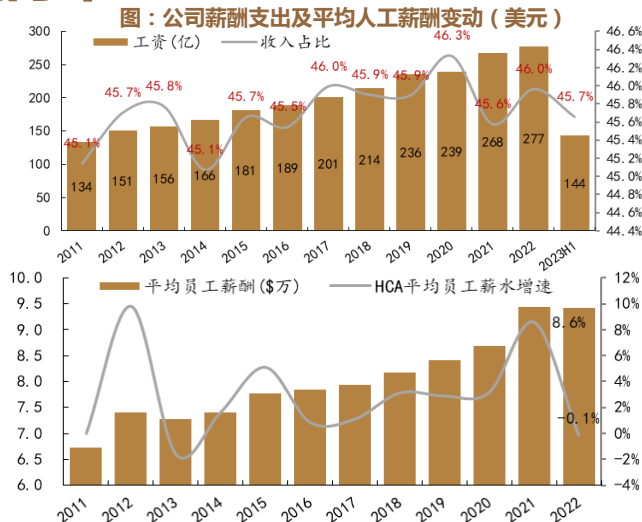
目录 CONTENTS

05 – 疫情影响

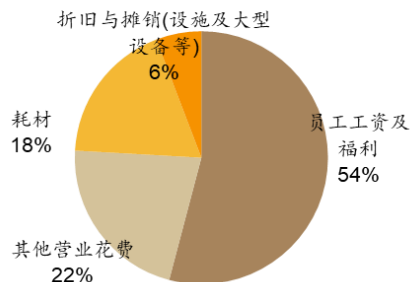


疫情影响：薪酬支出显著提高，影响利润率

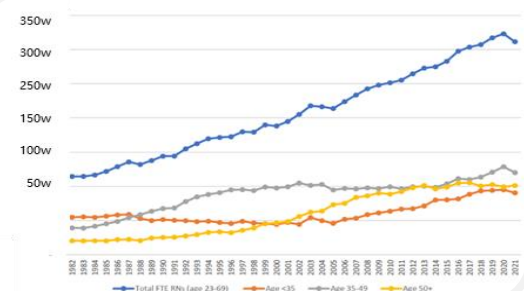
- 公司主要营业花费为**员工工资及福利**，2022年占费用的54%，占收入的46%。主要因医疗服务产业重人工服务，需花费大量人力资本；其次为其他营业花费，占比22%。耗材占比仅18%。
- 疫情爆发后，由于美国劳动力缺口较大，**平均工资水平大幅提升**，直接和间接导致了高通胀，又进一步促进薪水上涨，恶性循环。这也导致了2020年公司员工薪水占费用比创新高，达到46.3%。
- 实际上，**早在疫情前**大健康领域就已经出现了较大劳动力缺口的情况。
- 然而2023H1，公司**控费成效显著**，工资费用率低于疫情前的水平。此外，2022年公司员工平均薪水同比略微下降，而同期美国总体工资水平增长还在4%以上，侧面体现了HCA控费成效、抗风险、以及化危为机的能力。



图：2022年Patient Care Cost费用拆分



图：美国历史护士数量

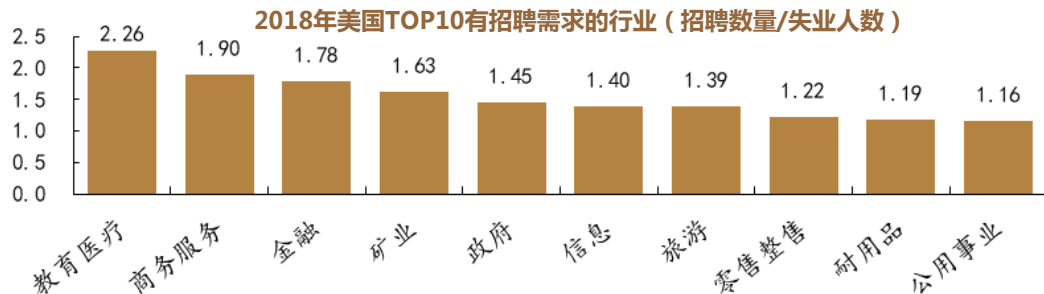


图：美国历史工资波动



TIPs - 美国护士缺口问题始于疫情前

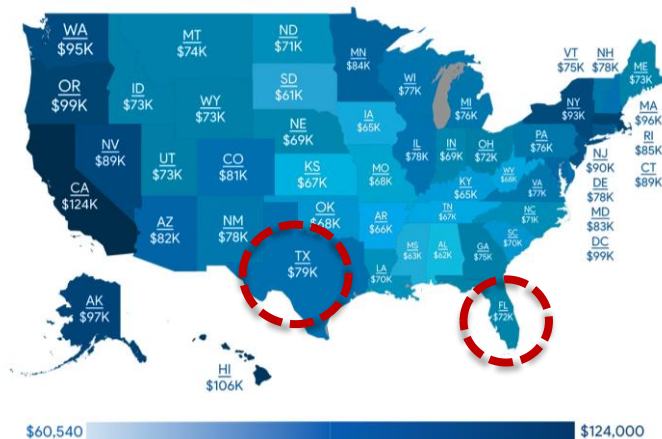
- 实际上早在**疫情之前**，美国就已经出现医护人员缺口扩大的问题；供、需两个层面均有造成此问题的原因：
 - 需求端**：1) 老龄化加速，医疗服务需求增长；医保改革使得医疗服务可及性提升，实际可实现的需求提升。
 - 供给端**：1) 医护人员退休率提升；2) 疫情导致医疗体系、医护人员超负荷运作；3) 医疗教育、人才培养效率落后于实际需求。
- HRSA BHW预计2025年**全美护士缺口将达到7.9万**，2030年下降至6.4万，到2035年才会出现供给过量的问题。
- 由于疫情期间护士短缺的问题特别严重，HCA不得不以**“合同工contract”**形式补给劳动力，因此费用有明显提升。而公司在逆境中较高的抗风险能力有两大主要因素：
 - 公司超过一半的收入来自Texas和Florida，护士平均薪资在全美低于中位水平；
 - 公司于2020年成为**Galen College of Nursing**教学机构的大股东，帮助HCA实现内部人才培养+补给。



数据来源：Nurseslabs, cbsnews, 德邦研究所

请务必阅读正文之后的信息披露及法律声明。

图：美国各州护士平均工资



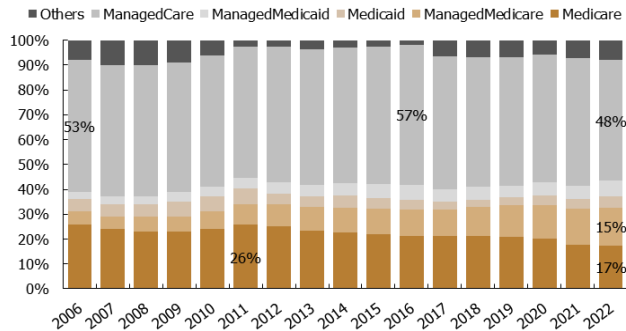
目录 CONTENTS

06 – 支付分析



支付构成：大头在商保，MA将继续扩大

- 公司收入主要来自于包括美国国家医保以及商业保险的**第三方支付机构**。
- 2022年Medicare + Medicaid合计贡献收入的22%，低于美国平均水平，**其他管理医疗（含商业保险）占比最大**，约70%。其余约7~8%包括自费、海外业务等。
- 从入院构成来看（下图），Managed Care比例常年在30%左右；而从收入端（上图）来看，其比例则高达53%左右，**说明Managed Care多为“高净值客户”**。
- 几个关键时间点：1）2010年**ACA**法案通过，更多人用上了国家医保，因此Medicare比例提高；2）2014年**ACA**扩容，无保险比例减少；3）2020年**疫情**以来，Managed Medicaid（低收入人群）+ Managed Medicare比例增加；
- 注：Managed Medicare/Medicaid实际上属于商业保险。

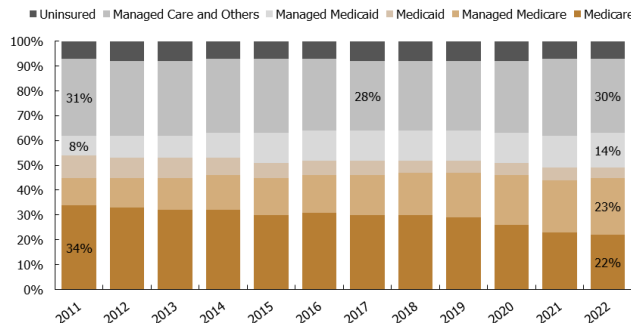
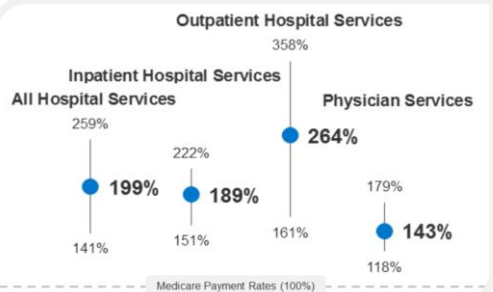


图：医院Medicare收入利润率通常为负

Medicare Margins are Negative Overall, but Have Been Positive for Relatively Efficient Hospitals Until Recently



图：以Medicare为参考标准的商保费率



小笔记 - Managed Medicare

- ❑ 又名Medicare Part C (All in One Plan) / Medicare Advantage (MA) , 始于1997年 , 为配合Balanced Budget Act of 1997财政预算控费而诞生 ;
- ❑ MA实际上是与Medicare签合约的商业保险 ; **参保人需要在Medicare和MA中2选1** ;
- ❑ Medicare主要报销服务项目(A/B) ; 而MA则覆盖服务、药品(D)及其他Medicare不包含的项目 , 其自费比例或低于Medicare , 但医疗服务提供方的选项可能相对有限 ;
- ❑ 2010年ACA进一步刺激MA参保 , **2009~2017登记数增长80%** ;
- ❑ 截止2023年已有超过3000万美国人参与MA , **渗透率超51%** , 且预计当年MA的医疗支出将首次超越Original ;
- ❑ **预计2032年MA渗透率将达到62%** , 金额约9430亿 ; 金额快速上涨一方面因为参保比例提升 , 另一方面因MA实际支付费用略高于Original , 据MedPAC , **MA约多付4%**。

图 : Medicare和MA花费对比

图 : MA参保人数

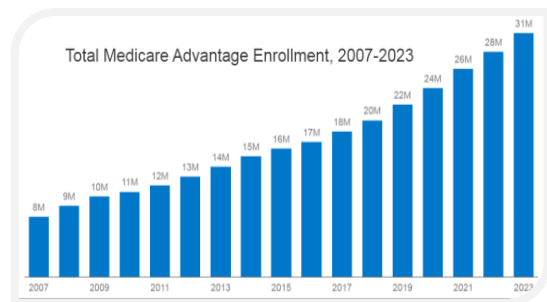
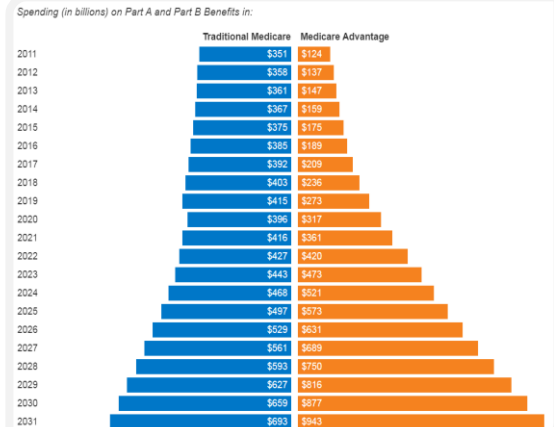
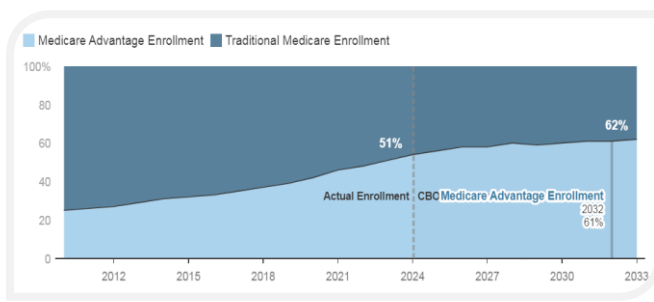


图 : MA参保比例逐年提升



目录 CONTENTS

07 – 数字化转型



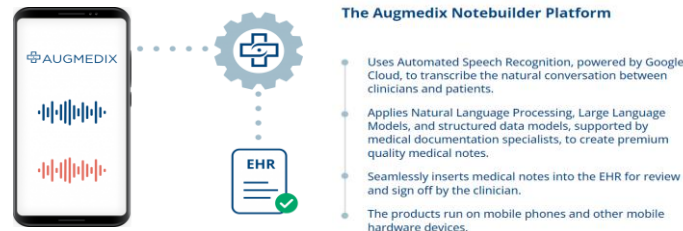
AI：重视数字化，但也伴随一定风险

- 由于HCA业务体量庞大且复杂，叠加疫情推动，公司越来越重视通过数字化运营及AI辅助诊疗来**提升效率、医疗质量，以及卫生安全**。

时间	事件
2014	收购PatientKeeper APP以提升医生工作效率及对患者信息了解的全面度
2019	通过AI技术实现败血症早诊且挽救了8000多条生命
2020	收购Valify并通过其技术帮助客户降低医疗服务费用
2020	与Google Cloud和SADA合作以提升社区对新冠疫情的防控效率
2020	与EVERFI合作，通过数字化教学模式对中学群体进行心理健康辅导及普及
2021	再度与Google Cloud合作以加速公司的数字化转型
2022	第三次与Google Cloud合作，利用Generative AI提升医护人员的工作效率



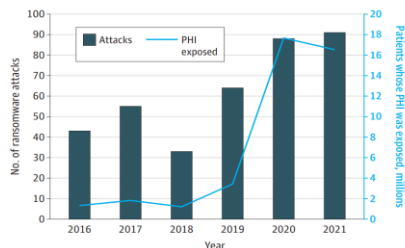
图：AUGMEDIX APP界面及功能



- 除外部合作，公司拥有自己的信息技术中心**HCA ITG**，主要负责启用patient interface和患者病历电子/数字化(EHR)。
- 然而过度依赖科技也有一定的弊端，2023年7月，HCA曾遭受了一次**史上规模最大的网络攻击**，医院系统被入侵造成部分患者信息被
- 事实上整个美国医院系统近年来遭受的骇客网络攻击次数越来越频繁。据JAMA文献(2022;3(12):e224873)报道单单是ransomware这一种，2021年数量就超过了90起，较2016年翻了一倍，且预防难度以及后续数据恢复难度也越来越大。因此AI虽然提升了HCA的运作效率，但一定程度上也提升了公司的运营风险。

图：2016~2021年美国医院遭遇网络攻击次数

Figure 1. Number of Ransomware Attacks on US Hospitals, Clinics, and Other Health Care Service Delivery Organizations, 2016-2021



图：HCA遭遇医疗行业史上最大规模的网络攻击



目录 CONTENTS

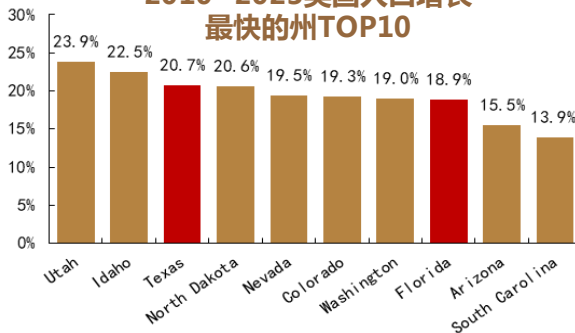
08 – 人口趋势



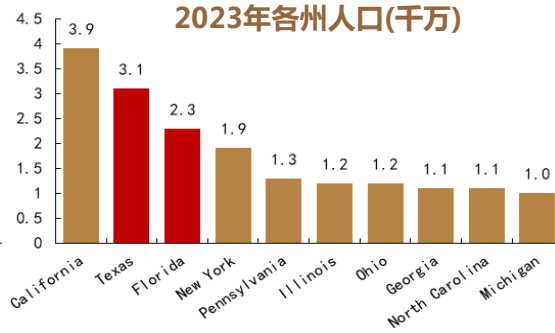
人口趋势：人口增长+老龄化利好医疗服务产业

- 人口增长与医疗服务行业的发展息息相关。
- HCA两大核心业务地段**Texas和Florida**均上榜**2010~2023年美国人口增长最快的州TOP10**。
- 此外TX和FL也是美国2023年人口排名第**2、第3**的州。
- FL和TX的单个医院平均床位数高于其他地区，且近10年来两地床位数占全国的比重均有稳中上升。说明公司将持续深耕TX和FL，**暂时没有在其他地区大规模拓展的计划**。

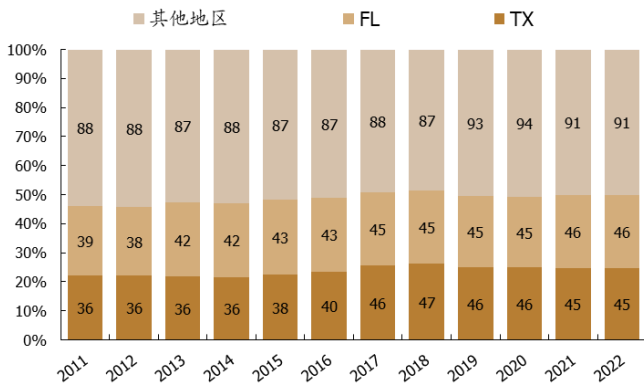
2010~2023美国人口增长最快的州TOP10



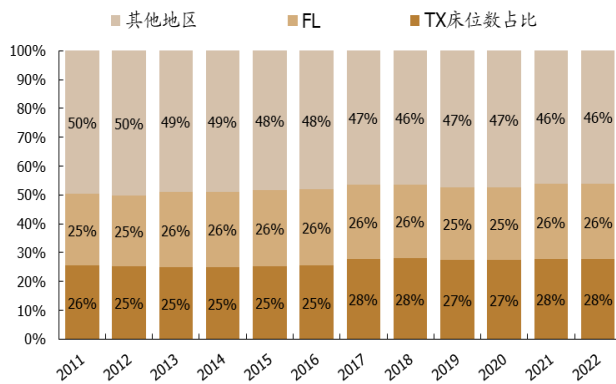
2023年各州人口(千万)



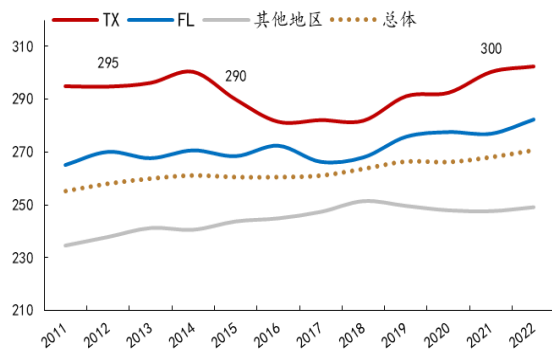
HCA各地医院数量占比



HCA各地医院床位数比例



HCA当地医院平均床位数(个)



目录 CONTENTS

09 – 盈利预测与估值



盈利预测与估值

盈利预测：

- 公司于2023Q2业绩会上调全年业绩指引，预计收入632.5~647.5亿，中位增速6%。调整后EBITDA为123~128亿，增速4%。
- 根据MarketScreener一致性预期，2024、2025收入及EBITDA分别为：675亿+5%、713.6亿+6%，133.3亿+6%，141.4亿+6%。

图：公司2023年业绩指引

2023 Revised Guidance

The 2023 guidance ranges for the year have been revised from our first quarter release as follows:

	Previous 2023 Guidance Range as of April 21, 2023	2023 Guidance Range as of July 27, 2023
Revenues	\$62.5 to \$64.5 billion	\$63.25 to \$64.75 billion
Net Income Attributable to HCA Healthcare, Inc.	\$4.750 to \$5.160 billion	\$4.900 to \$5.255 billion
Adjusted EBITDA	\$12.1 to \$12.7 billion	\$12.3 to \$12.8 billion
EPS (diluted)	\$17.25 to \$18.55 per diluted share	\$17.70 to \$18.90 per diluted share

数据来源：MarketScreener，HCA官网，德邦研究所

图：MS盈利预测一致性预期2023~2025

Fiscal Period : December	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Net sales ¹	51 533	58 752	60 233	63 933	67 496	71 357
EBITDA ¹	10 037	12 644	12 067	12 609	13 329	14 142
EBIT ¹	7 316	9 791	9 098	9 538	10 067	10 685
Operating Margin	14,2%	16,7%	15,1%	14,9%	14,9%	15,0%
Earnings before Tax (EBT) ¹	5 430	9 833	8 580	7 589	8 077	8 635
Net income ¹	3 754	6 956	5 643	5 130	5 439	5 836
Net margin	7,28%	11,8%	9,37%	8,02%	8,06%	8,18%
EPS ²	10,9	21,2	19,2	18,5	20,3	22,7
Free Cash Flow ¹	6 397	5 382	3 102	4 501	4 979	6 068
FCF margin	12,4%	9,16%	5,15%	7,04%	7,38%	8,50%
FCF Conversion (EBITDA)	63,7%	42,6%	25,7%	35,7%	37,4%	42,9%
FCF Conversion (Net income)	170%	77,4%	55,0%	87,7%	91,5%	104%
Dividend per Share ²	0,43	1,92	2,24	2,38	2,52	2,70
Announcement Date	02/02/21	27/01/22	27/01/23	-	-	-

¹USD in Million ²USD

Estimates

目录 CONTENTS

10 – 风险提示



风险提示

- 新冠疫情反复，新变异病毒导致疫情严重程度加剧的风险。
- 政策变动导致医保报销费率波动的风险。
- 利率波动的风险：公司杠杆率较高，如经济环境不稳定则可能会影响日常经营。
- 人力资源缺口的风险：目前全美护士缺口问题还在继续扩大，如无法及时解决则可能影响医疗质量。
- IT/信息风险：公司拥有海量患者数据，且目前正在逐渐将日常运营转向数字化/AI辅助，一旦遭受骇客入侵，则可能面临数据丢失，日常运营瘫痪等风险。
- 监管风险：医疗行业重监管，如有违规情况，或面临巨额罚/赔款，及停业整顿等风险。
- 行业竞争加剧的风险。

分析师与研究助理简介

陈铁林 德邦证券研究所副所长，医药首席分析师。研究方向：国内医药行业发展趋势和覆盖热点子行业。曾任职于某疫苗上市公司、西南证券、国海证券。所在团队获得医药生物行业卖方分析师2019年新财富第四名，2018年新财富第五名、水晶球第二名，2017年新财富第四名，2016年新财富第五名，2015年水晶球第一名。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	买入	相对强于市场表现20%以上；
		增持	相对强于市场表现5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。

免责声明

分析师声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明：

德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

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。市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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、服务标记及标记如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。



德邦证券
Topsperry Securities

德邦证券股份有限公司

地 址：上海市中山东二路600号外滩金融中心N1幢9层

电 话：+86 21 68761616 传 真：+86 21 68767880
400-8888-128