

医药生物

见微知著，从行业龙头看医疗服务的致胜之道 -基于爱尔眼科、通策医疗、美年健康的比较分析

评级：增持（维持）

分析师 江琦

执业证书编号：S0740517010002

电话：021-20315150

Email: jiangqi@r.qlzq.com.cn

研究助理：孙宇璐

Email: sunyy@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	345
行业总市值(百万元)	7776361.3
行业流通市值(百万元)	5544496.8

行业-市场走势对比



相关报告

- 1 美年健康(002044)-公司深度研究：求变、赋能、起势，再看美年的平台价值-(中泰证券_江琦)-20200706
- 2 通策医疗(600763)-公司深度研究：成长路径清晰，口腔连锁龙头步入新纪元-(中泰证券_江琦)-20200223

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020	2021E	2022E		
爱尔眼科	45.3	0.33	0.38	0.53	0.73	135	118	85	62	3.13	买入
通策医疗	191.59	1.44	1.88	2.54	3.38	133	102	75	57	2.99	买入
美年健康	16.67	-0.22	0.02	0.23	0.33	-75	1003	73	51	2.93	买入

备注：数据截止 2020.8.21

投资要点

- 截止 2020 年 8 月 21 日，医疗服务板块自年初以来股价涨幅喜人，其中爱尔眼科和通策医疗更是持续创新高。医疗服务公司在二季度受到疫情冲击较大，业绩均出现不同程度下滑，二季度进入快速恢复期，我们认为支撑其股价亮眼表现的主要有三大逻辑：1) 内需+刚需，不受全球局势影响，板块确定性较高；2) 疫情之下中小型连锁面临淘汰压力，优质医疗资源加速向龙头集中；3) 长期受益于老龄化和消费升级，疫情一过性影响不改长期趋势。

- 本篇报告我们通过回答以下五大问题，剖析医疗服务企业的成长之路和未来走向，重点推荐：爱尔眼科、通策医疗、美年健康。

- 具备何种特质的专科能够孕育出具有跨区域影响力的连锁医疗机构？

对比国内发展快速的专科，具备以下共同点：1) 满足公立医院未能满足的医疗需求，诊疗需求刚性，消费升级趋势下，患者支付意愿强；2) 注重医生梯队建设，引入大专家医生，医疗质量比肩公立医疗；3) 激励机制优化，运营模式可复制扩张。眼科和体检行业已率先完成格局出清，爱尔眼科和美年健康稳居各自行业龙头，领先优势持续扩大；口腔行业集中度正在提高，以通策医疗为首的具有强区域影响力、并着眼全国布局的口腔连锁龙头值得期待。爱尔、美年、通策上市以来一直保持了较快的成长速度，医疗技术壁垒相对不高、相对轻资产运行，标准化程度高、较强的可复制性是他们共同经营特征。

- 优质赛道的长期空间与驱动力何在？

人群基数高和支付能力提升是核心。居民医疗支出意愿提升及消费升级、人口老龄化、医保年筹资的稳步提高驱动医疗服务行业稳步增长。眼科、牙科以及健康体检是受益于消费升级最为显著的朝阳行业，目前眼科和牙科医疗市场规模千亿元左右，体检市场规模超 1500 亿，行业需求正在持续释放。眼科的屈光、视光、白内障业务具备长期成长空间；牙科的种植、正畸业务正在迎来渗透率的快速提升；体检市场份额向民营转移的趋势明显，专业体检机构成为公立医院的有效补充；未来十年眼科、牙科、体检行业均有望保持两位数的复合增速。龙头企业具备人才、品牌、管理多方面优势，综合实力持续强化，市占率提升空间大。

- 各专科的头部玩家是如何诞生的？

优秀的医疗服务连锁企业是良好单体经营和良好规模化经营的统一体。医生资源和品牌建设仍是单体医院提高盈利能力的核心要素，单体经营的盈利能力取决于患者流量和诊疗单价。而良好规模化经营的基础是企业基于专科特性采取不同的商业模式，资本运作能力、品牌、医技、规模优势四大要素相辅相成。爱尔通过分级连锁+并购基金，体内外双轮驱动下从两湖走向全国；通策走区域化中心化之路，体外存济品牌有望打开省外市场；美年依靠高效的资本运转+标准化运营体系，实现弯道超车，全国性布局已基本完成。

- 龙头企业下一步棋子将落在何处？

下一步聚焦渠道下沉和服务内容拓宽升级，量价齐升是共同的长期成长逻辑。爱尔眼科的分级连锁已推进至县级医院，全国网络布局日益完善，县域蓝海市场开拓和眼科品类升级是未来 3-5 年业绩高速增长的重要驱动力。通策医疗通过蒲公英计划实现在浙江省内进一步渠道下沉，有望带来现有体量翻倍成长；种植正畸业务发展势头强劲，带动整体客单价每年 10% 左

右增长。美年健康积极推动产品和医质升级，三四线城市下沉空间广阔，有望成为新的蓝海市场。

■ **长期看，龙头企业的成长天花板由什么决定？**

联结外部产业资源的能力奠定企业长期发展空间，围绕主业打造医疗生态圈成为共同趋势。公司通过引导上下游产业链参与者加入，构建生态系统，并最终实现价值共创、开拓新市场。爱尔眼科从眼科疾病向眼科服务拓展，眼健康生态圈建设已经初具规模；通策医疗通过团队诊疗模式和供应商培训实现模式创新，口腔数字化将极大提升牙科服务可复制性；美年健康打造癌症早筛诊断到治疗的综合体，携手阿里打通线上线下，体检机构的平台价值正在加速兑现。

■ **投资建议：**眼科、牙科以及健康体检是我们认为具备长期高景气潜力的优质赛道，受益于人口老龄化和消费观念升级，行业需求持续释放，未来十年间均有望保持两位数增长。龙头公司如爱尔眼科、通策医疗、美年健康，已经在资本运作能力、品牌、医技、规模四大竞争维度树立优势，综合实力持续强化，后续市占率提升空间广阔，维持重点推荐。

■ **风险提示事件：**商誉减值风险；医疗事故风险；宏观经济发展程度对各医疗服务公司市场下沉的影响风险；市场容量测算基于一定前提，存在假设条件不达预期的风险。

内容目录

优质赛道成长空间广阔，头部玩家价值凸显.....	- 6 -
消费医疗正当时，专科龙头竞峥嵘.....	- 6 -
眼科：疾病谱变化+消费升级，眼健康市场前景广阔.....	- 7 -
牙科：需求释放前期，种植正畸渗透率有望快速提升.....	- 9 -
体检：健康体检进入快速发展通道，民营有望占据主导.....	- 12 -
从单体到规模化，解码龙头企业的成功要素.....	- 14 -
剖析单体医院盈利模型：核心仍是医生资源和品牌建设.....	- 14 -
各显千秋：商业模式引向不同的连锁复制之路.....	- 21 -
殊途同归：聚焦渠道下沉，深挖基层诊疗需求.....	- 24 -
产业链共振，未来是围绕主业的生态圈打造.....	- 27 -
爱尔眼科：品类升级拓展，眼健康生态圈建设步伐加快.....	- 27 -
通策医疗：上下游协同，团队诊疗+数字化释放牙医生产力.....	- 28 -
美年健康：打造生态闭环，平台价值加速兑现.....	- 30 -
盈利预测与投资建议.....	- 31 -
风险提示.....	- 32 -

图表目录

图表 1：居民人均可支配收入与医疗支出情况.....	- 6 -
图表 2：国内公立医院和民营医院的数量对比情况（千）.....	- 6 -
图表 3：不同专科盈利能力对比（亿）.....	- 6 -
图表 4：2013-18 年收入复合增速前五的专科情况.....	- 6 -
图表 5：医疗服务龙头企业行业关键指标对比.....	- 7 -
图表 6：国内眼科专科医院数快速增长.....	- 8 -
图表 7：2011-18 年国内眼科市场规模.....	- 8 -
图表 8：国内屈光市场规模（不含 PRK/LAREK）.....	- 8 -
图表 9：国内屈光潜在市场容量测算（亿）.....	- 8 -
图表 10：国内白内障治疗市场规模（亿）.....	- 9 -
图表 11：国内白内障潜在市场容量测算（亿）.....	- 9 -
图表 12：中国 20 岁以下近视患病人数（百万）.....	- 9 -
图表 13：国内角膜塑形镜潜在市场容量测算（亿）.....	- 9 -
图表 14：国内口腔专科医院数快速增长.....	- 10 -
图表 15：2011-18 年国内口腔市场规模.....	- 10 -
图表 16：各地区每百万人牙医数量对比.....	- 10 -
图表 17：2018 年各地区牙科服务普及率对比.....	- 10 -

图表 18: 全球种植牙市场份额分布	- 11 -
图表 19: 主要国家种植牙渗透率 (每万人种植牙颗数)	- 11 -
图表 20: 2013 年中国种植牙市场份额分布	- 11 -
图表 21: 2018 年中国种植牙市场份额分布	- 11 -
图表 22: 隐形正畸矫治流程 (以隐适美为例)	- 11 -
图表 23: 2010-18 年医疗机构健康检查人次 (单位: 亿)	- 12 -
图表 24: 我国健康体检覆盖率	- 13 -
图表 25: 国内体检市场规模 (亿)	- 13 -
图表 26: 2015 年中国体检机构数量情况	- 13 -
图表 27: 2015 年中国健康体检收入规模情况	- 13 -
图表 28: 未来十年健康体检市场规模测算	- 14 -
图表 29: 2019 年爱尔眼科收入构成	- 14 -
图表 30: 2019 年爱尔眼科不同业务毛利率	- 14 -
图表 31: 2019 年通策医疗收入构成	- 15 -
图表 32: 2019 年通策医疗不同业务毛利率	- 15 -
图表 33: 2019 年美年健康个检、团检比例	- 15 -
图表 34: 2019 年美年健康不同业务毛利率	- 15 -
图表 35: 爱尔眼科、通策医疗、美年健康标杆门店盈利情况对比	- 15 -
图表 36: 爱尔眼科整体费用拆分	- 16 -
图表 37: 单家眼科医院初始投资成本构成	- 16 -
图表 38: 通策医疗整体费用拆分	- 16 -
图表 39: 单家口腔医院初始投资成本构成	- 16 -
图表 40: 美年健康整体费用拆分	- 17 -
图表 41: 单家体检中心初始投资成本构成	- 17 -
图表 42: 单体医院的盈利影响因素	- 17 -
图表 43: 爱尔眼科医教研一体化的人才培养体系	- 18 -
图表 44: 通策医疗与高校合作引入学术资源	- 18 -
图表 45: 爱尔眼科三次股权激励完成情况	- 19 -
图表 46: 爱尔眼科省会合伙人医院收入增长情况 (万)	- 19 -
图表 47: 爱尔眼科省会合伙人医院净利润增长情况 (万)	- 19 -
图表 48: 通策首家合伙制医院诸暨口腔成立以来盈利水平快速提升 (万)	- 19 -
图表 49: 通策部分其他合伙人制分院营收实现快速增长 (万)	- 19 -
图表 50: 三家公司销售费用率对比	- 20 -
图表 51: 三家公司销售人员占比对比	- 20 -
图表 52: 不同民营专科医院数量分布	- 20 -

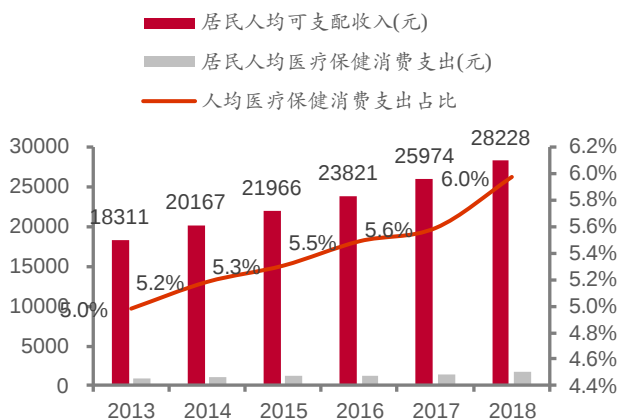
图表 53: 爱尔眼科眼前后段手术收入增长快速.....	- 20 -
图表 54: 连锁医疗机构核心竞争要素解析.....	- 21 -
图表 55: 三家公司按地区收入结构.....	- 21 -
图表 56: 爱尔眼科各级眼科医院分布情况 (含体外并购基金)	- 22 -
图表 57: 爱尔眼科参与投资的并购基金.....	- 22 -
图表 58: 通策医疗扩张路径.....	- 23 -
图表 59: 美年健康相关并购基金基本情况.....	- 23 -
图表 60: 美年健康 2012-19 年在营体检中心数量.....	- 24 -
图表 61: 美年健康 2012-19 年体检人次 (万)	- 24 -
图表 62: 全国县域眼科医疗市场规模测算.....	- 24 -
图表 63: 未来十年浙江省牙科市场规模测算.....	- 25 -
图表 64: 部分三四线城市体检机构竞争格局.....	- 26 -
图表 65: 美年健康 2019 年 4 月部分收购体检中心情况.....	- 26 -
图表 66: 三四线城市体检市场容量测算.....	- 26 -
图表 67: 眼科临床品类升级.....	- 27 -
图表 68: 中国全飞秒、ICL 手术渗透率远低于德国.....	- 27 -
图表 69: 各地每百万人牙医数量.....	- 28 -
图表 70: 2013-18 年接受 Osstem AIC 培训的中国牙医数量.....	- 28 -
图表 71: CM 团队诊疗模式优势.....	- 29 -
图表 72: 口腔数字化主要技术及应用领域.....	- 29 -
图表 73: Ortholink 优领正畸方案设计平台功能.....	- 30 -
图表 74: 美年健康参股外延标的情况.....	- 30 -
图表 75: 美年健康积极布局癌症早筛.....	- 31 -
图表 76: 标的公司估值与盈利预测.....	- 31 -

优质赛道成长空间广阔，头部玩家价值凸显

消费医疗正当时，专科龙头竞峥嵘

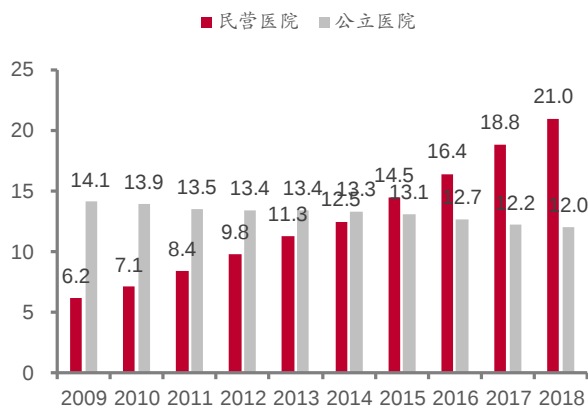
- 消费医疗正当时，优质赛道高景气持续。人口结构和生活方式的变化带来了以老年病、慢性病为代表的疾病治疗需求的增长。持续的收入改善和多元化医疗保险的覆盖，显著加强了消费者的支付能力。横向对比国内主要专科，消费属性较强的专科如妇产、眼科、口腔等，也获得了更多社会资本的青睐。这些发展较快的专科具备以下几点共同点：1) 诊疗需求刚性，市场前景广阔；2) 患者经过培养教育，支付意愿很强，因而利润丰厚得以快速增长；3) 运营模式较为标准化，可复制性强，地区扩张的协同效益最佳。

图表 1：居民人均可支配收入与医疗支出情况



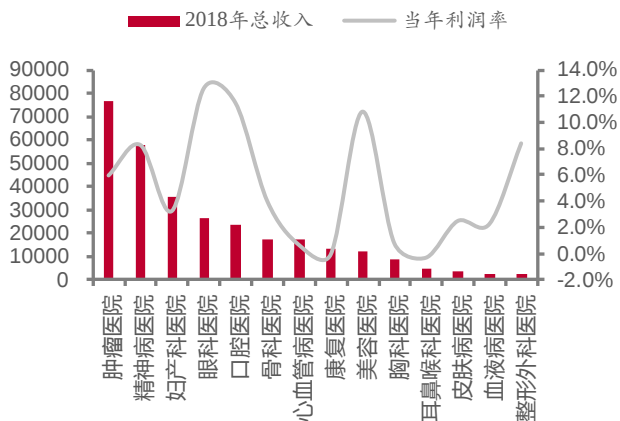
来源：卫生统计年鉴，中泰证券研究所

图表 2：国内公立医院和民营医院的数量对比情况(千)



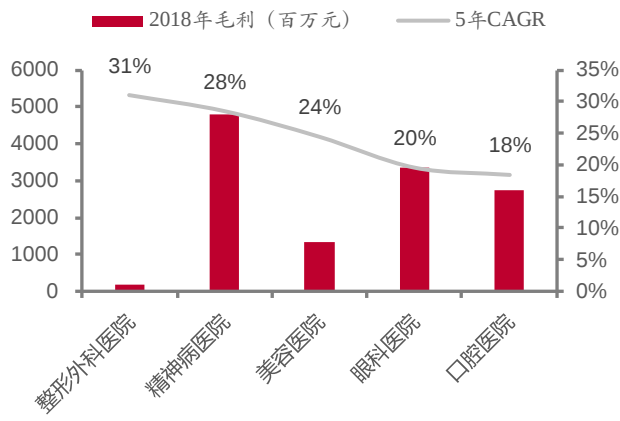
来源：卫生统计年鉴，中泰证券研究所

图表 3：不同专科盈利能力对比(亿)



来源：卫生统计年鉴，中泰证券研究所

图表 4：2013-18 年收入复合增速前五的专科情况



来源：卫生统计年鉴，中泰证券研究所

- 眼科和体检行业已率先完成格局出清，口腔行业集中度正在提高。高景气的医疗服务赛道经过多年的竞争，已经诞生了具有跨区域影响力、乃至全国影响力的连锁医院龙头。眼科和健康体检行业率先完成洗牌，眼科行业爱尔眼科领先优势持续扩大，以爱尔为首的“一超多强”格局已

经基本奠定；随着阿里与美年的战略合作达成，健康体检行业的两大龙头美年健康和爱康国宾也有望从竞争走向合作，美年作为体检行业唯一的上市公司其龙头地位不可撼动。而口腔行业虽尚未出现覆盖全国的知名品牌，以通策医疗为代表的具有强区域影响力、并着眼全国布局的口腔连锁龙头正在崭露头角。此外，在此次新冠疫情的冲击下，中小型连锁遭遇闭店潮，民营医疗服务行业集中度有望进一步提高。

- **可复制性较高是共同特征，龙头企业价值突出。**爱尔、美年、通策上市以来一直保持了较快的成长速度，医疗技术壁垒相对不高、相对轻资产运行，标准化程度高、较强的可复制性是他们的共同经营特征。目前行业竞争格局出清，专科连锁龙头在品牌、人才、管理方面均已构筑较高的竞争壁垒，未来成长路径清晰，着力提升医技医质和服务水平，持续强化竞争壁垒。

图表 5： 医疗服务龙头企业行业关键指标对比

	爱尔眼科	通策医疗	美年健康
细分领域	眼科	口腔	健康体检
所在市场规模	1062亿	928亿	1450亿
非公规模占比	约20%	约50%	约30%
公司市占率	7.5%	1.6%	5.8%
经营区域	全国	主要集中在浙江	全国
销售模式	2C	2C	2B+2C
人才依赖度	★★★	★★★★	★★
设备依赖度	★★★	★★	★★★★
高附加值业务比重	★★★★	★★☆	★★
服务流程标准化	★★★	★★	★★★★

来源：wind，卫生统计年鉴，中泰证券研究所（注：市场规模与市占率均为 2018 年数据）

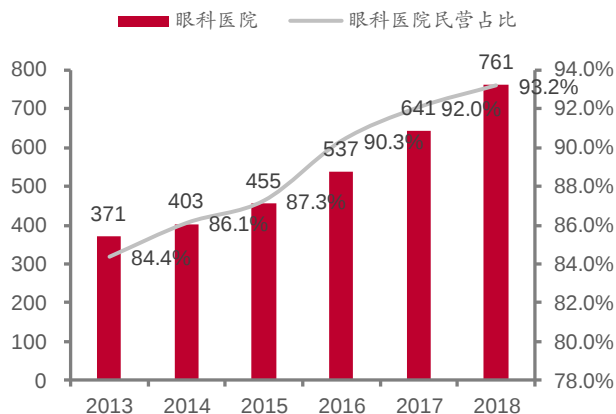
眼科：疾病谱变化+消费升级，眼健康市场前景广阔

- **眼科：最具潜力的细分专科之一，未来有望在疾病谱变化和消费升级驱动下保持高增长。**2008-2018 年间国内眼科专科医院的住院人数和收入情况分别实现了 23.1%和 26.7%的复合增速，是专科医疗成长最好的领域之一。如果说过去眼科行业的高增长主要来自于压抑的医疗需求释放，那么未来的主要动力将来自于疾病谱变化和消费升级。
- **疾病谱变化角度：**60 岁以上老人白内障高发，每年增量患者超过 100 万，老龄化加速的趋势下患病人数正逐年递增；“屏幕前的一代”正在兴起，电脑、手机等电子设备占据越发多的日常时间，用眼过度导致干眼症、结膜炎、视力下降等眼部疾病高发；国内有超 1.1 亿的糖尿病患病人群，血糖控制率不足 40%，历史数据发现糖尿病

10 年患者超 50%会患有不同程度的视网膜病变、白内障等糖尿病眼病。

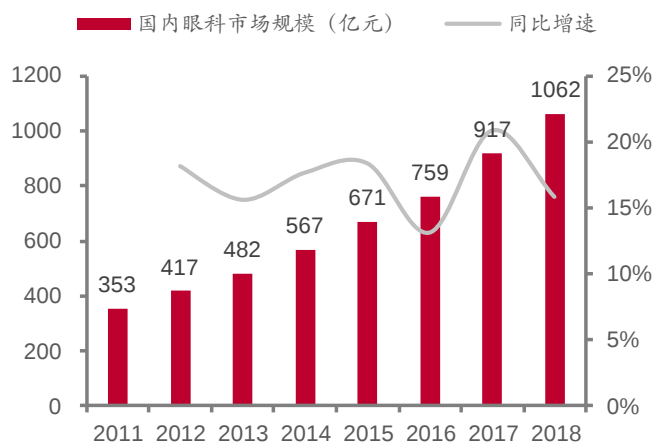
- **消费升级角度：**眼科诊疗技术不断更迭，MCT 角膜塑形镜、全飞秒激光手术等高端医疗手段成为近视患者的新选择，更多的白内障患者开始选择高端晶体，和最先进的飞秒辅助手术方案等。

图表 6：国内眼科专科医院数快速增长



来源：卫生统计年鉴，中泰证券研究所

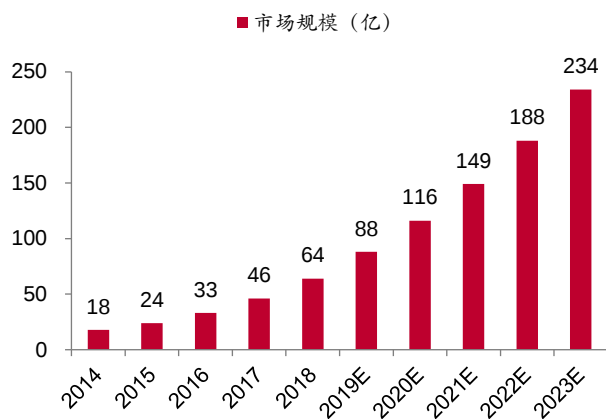
图表 7: 2011-18 年国内眼科市场规模



来源：卫生统计年鉴，中泰证券研究所（注：眼科市场规模=眼科总门诊量*（眼科医院收入/眼科医院门诊人数））

- **屈光、视光、白内障三大业务引领眼科市场持续快速发展。**国内拥有庞大的近视和白内障患者人群，而手术渗透率大幅低于发达国家，具备较大的提升空间。在手术率提升、技术进步和消费升级的驱动下，市场空间分别有望增加 2-3 倍，屈光潜在市场容量有望达 536 亿，白内障有望达 672 亿。此外，以医学配镜为主导的视光业务也将成为眼健康市场扩容的重要驱动力。假设 2030E 选择角膜塑形镜治疗方式的比例达 4.65%（2018 年为 0.88%，渗透率增速约 20%），终端价格为 4000 元/人，则仅角膜塑形镜的市场规模就达 356 亿。

图表 8: 国内屈光市场规模 (不含 PRK/LAREK)



来源：德视佳招股说明书，中泰证券研究所

图表 9: 国内屈光潜在市场容量测算 (亿)

近视人口 (5.5亿)

✖

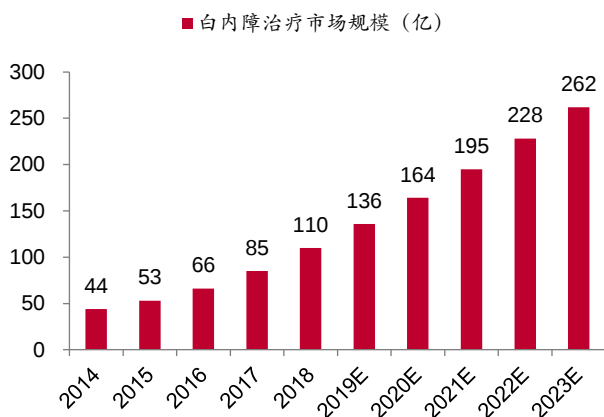
手术率 (0.65%) **=** 屈光手术
潜在市场容量
536亿

✖

ASP (15000元/双眼)

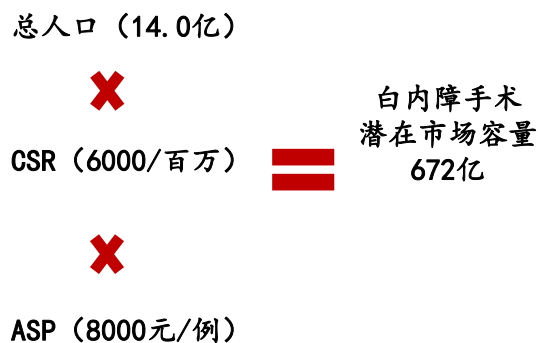
来源:中泰证券研究所(注:美国近视人群屈光手术比例在0.6%-0.7%,假设中国屈光渗透率达到同等水平)

图表 10: 国内白内障治疗市场规模 (亿)



来源: 德视佳招股说明书, 中泰证券研究所

图表 11: 国内白内障潜在市场容量测算 (亿)



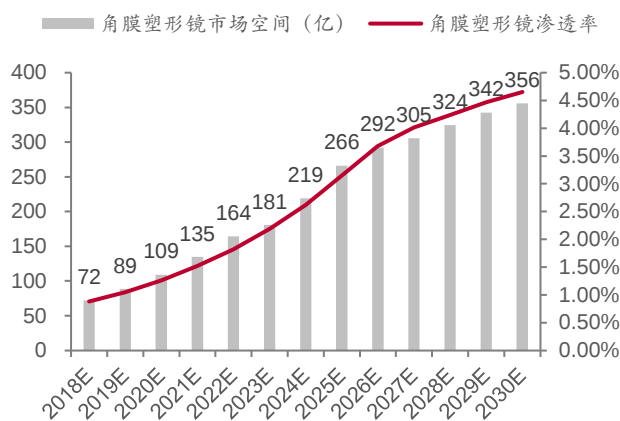
来源: 中泰证券研究所 (注: 目前国内 CSR 约 2200, 保守假设 CSR 达到与印度相当的水平, 即 6000/百万人)

图表 12: 中国 20 岁以下近视患病人数 (百万)



来源: Frost & Sullivan, 中泰证券研究所

图表 13: 国内角膜塑形镜潜在市场容量测算 (亿)

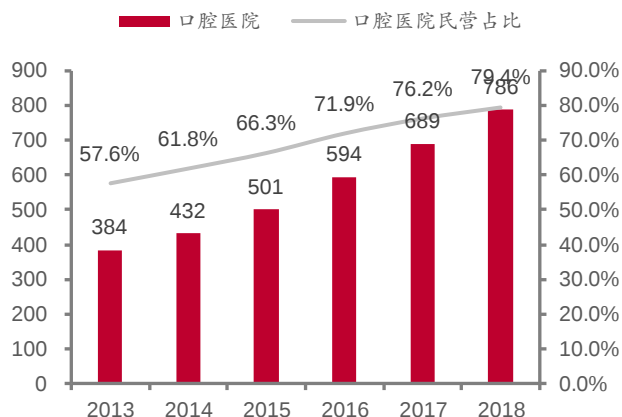


来源: Frost & Sullivan, 中泰证券研究所 (测算未考虑换镜)

牙科: 需求释放前期, 种植正畸渗透率有望快速提升

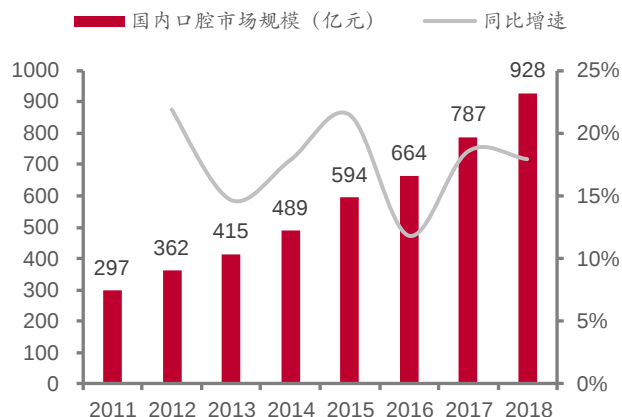
- 牙科: 需求释放前期, 老龄化和消费升级仍是主要驱动力, 种植、正畸渗透率提升带动市场快速扩容。2018 年我国牙科市场规模接近千亿, 但牙科服务普及率仅为 17.9%, 与美国 68.8% 的普及率相比提升空间较大。趋于老龄化的社会人口结构下, 牙齿缺失和牙科疾病等发病率大幅上升, 也将显著推动口腔医疗需求释放。此外, 美学意识扩张和支付能力提升引导着消费者选择相对弹性、客单价更高的牙科医疗服务, 种植、正畸的渗透率有望快速提高, 带动整体口腔医疗市场的持续扩容。

图表 14：国内口腔专科医院数快速增长



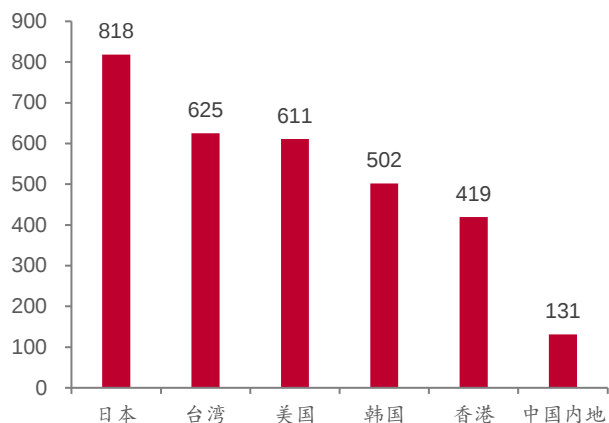
来源：卫生统计年鉴，中泰证券研究所

图表 15：2011-18 年国内口腔市场规模



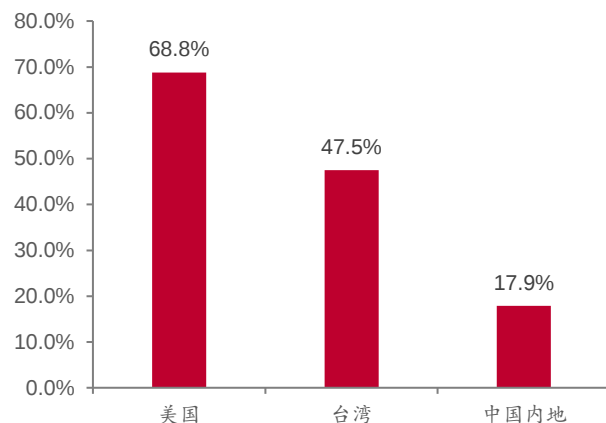
来源：卫生统计年鉴，中泰证券研究所（注：口腔市场规模=口腔总门诊量*（口腔医院收入/口腔医院门诊人数））

图表 16：各地区每百万人牙医数量对比



来源：Frost & Sullivan，中泰证券研究所

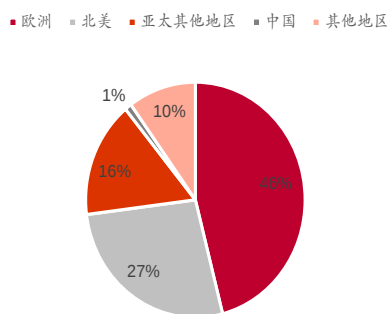
图表 17：2018 年各地区牙科服务普及率对比



来源：Frost & Sullivan，中泰证券研究所

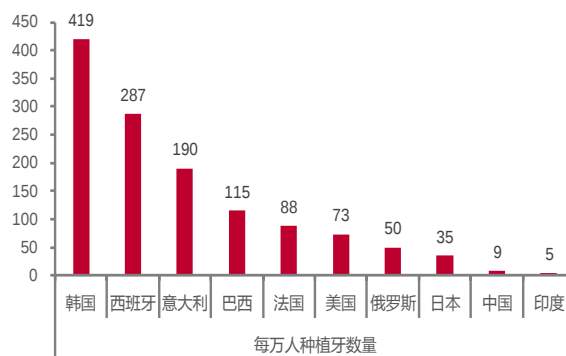
- **种植：支付能力推动渗透率提高，潜在市场规模超千亿。**2018 年国内种植牙市场规模约 300 亿。从种植牙渗透率来看，大部分发达国家都达到每万人 90 颗以上的平均植入率，韩国更是达到了每万人 400 颗以上，而我国目前仅为每万人 9 颗，可待挖掘潜力大。种植体低价化趋势叠加国民收入提升，双重因素驱动种植牙渗透率加速提升。假设到 2030E 种植牙渗透率提升至每万人 90 颗，客单价较目前略有下降至 8000 元/人，则种植牙市场规模可达 1008 亿元，十年间复合增速约为 14%。

图表 18: 全球种植牙市场份额分布



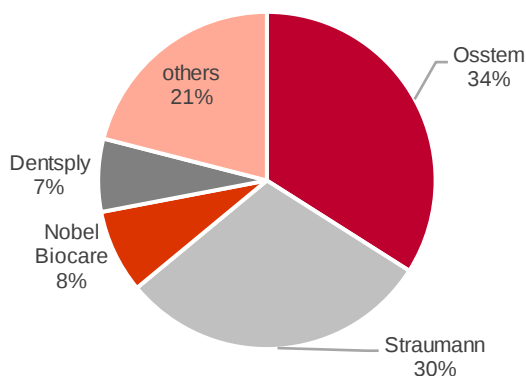
来源: Straumann 年报, 中泰证券研究所

图表 19: 主要国家种植牙渗透率(每万人种植牙颗数)



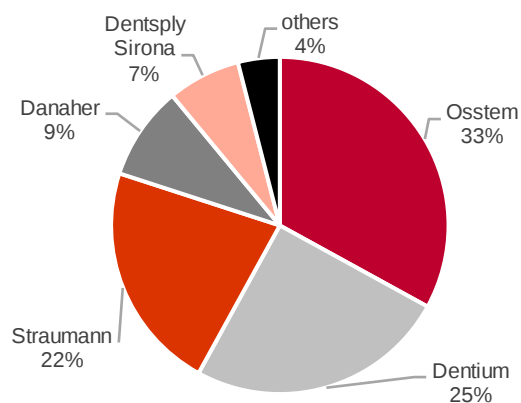
来源: Straumann 年报, 中泰证券研究所

图表 20: 2013 年中国种植牙市场份额分布



来源: Osstem, 中泰证券研究所

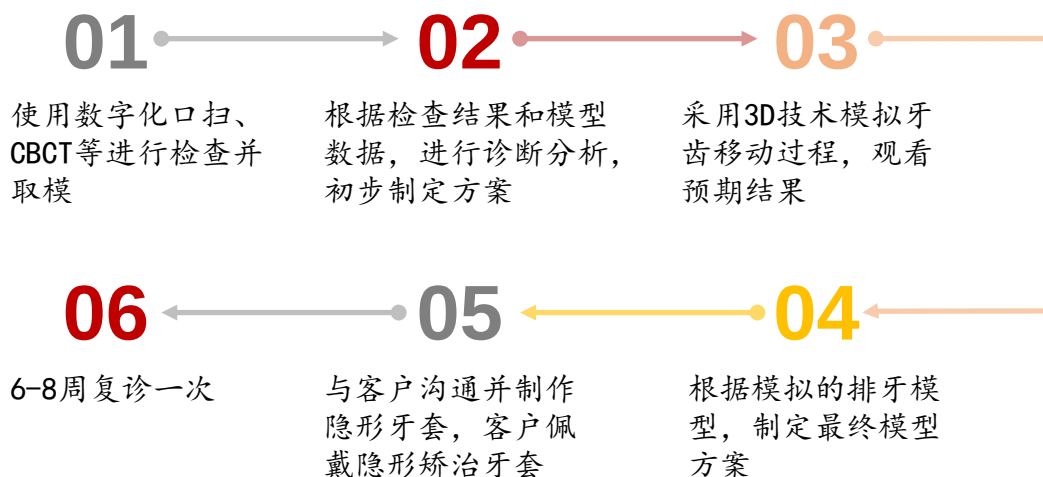
图表 21: 2018 年中国种植牙市场份额分布



来源: Osstem, 中泰证券研究所(注: Danaher 2014 年收购了 Nobel Biocare)

- **正畸: 美学意识扩张, 处于渗透率快速提升阶段。**2018 年我国正畸病例量约为 230 万例, 整体市场规模约 300 亿, 其中隐形正畸市场规模约 15 亿元左右, 隐适美和时代天使两大品牌合计占据 80% 以上的市场份额。国产隐形正畸矫治器的价格逐渐向传统固定矫治靠拢, 对于患者来说, 隐形正畸还具备舒适美观、清洁方便、精准度更高的优点, 除了一些疑难病例需要借助钢丝矫治, 隐形正畸适用于大多数患者。对于医生来说, 数字化口扫、3D 打印等新技术的应用大大释放了生产力, 颠覆了临床制取印模、翻制石膏模型的传统操作流程, 将原先历经多道琐碎程序时长 7 天缩短至 1 个小时内完成。因此我们认为隐形正畸有望成为新的增长点, 新产品的迭代将会推动行业渗透率加速提升。假设正畸渗透率提升一倍至年 600 万例病例量, 人均诊疗费用为 1.5 万(目前客单价 1.2 万左右), 我国正畸市场规模有望达 900 亿, 与目前相比成长空间较大。

图表 22: 隐形正畸矫治流程(以隐适美为例)

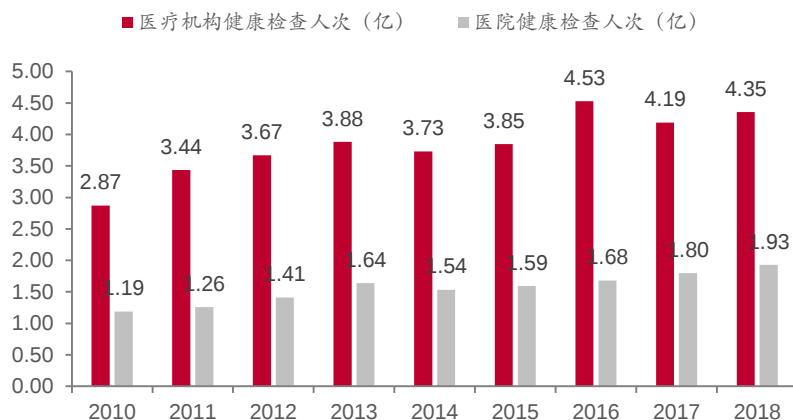


来源：隐适美官网，中泰证券研究所

体检：健康体检进入快速发展通道，民营有望占据主导

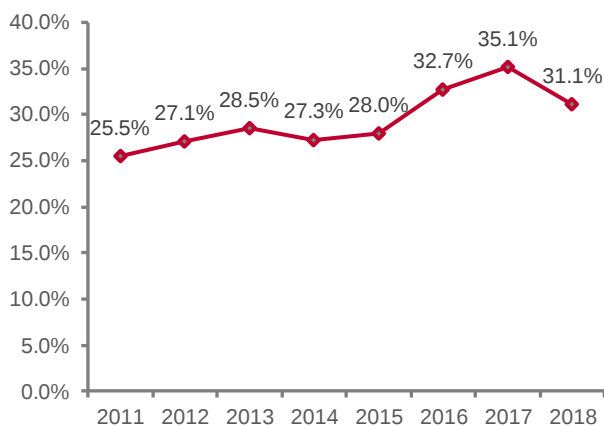
- **消费升级驱动下，健康体检需求释放，市场快速扩容。**近年来医疗机构健康检查人数不断上升，2010-18年间复合增速5.34%。得益于日益增强的全民保健意识和消费升级，我国健康体检覆盖率从2010年的25%提高至2018年的31%，人均医疗保健消费支出占比已近6%。我们认为国内健康体检需求旺盛，随着我国老龄化进程的加快以及重大疾病的发病率不断攀升，未来健康体检人次将继续保持较快增长，带动健康体检市场快速扩容。

图表 23：2010-18 年医疗机构健康检查人次（单位：亿）



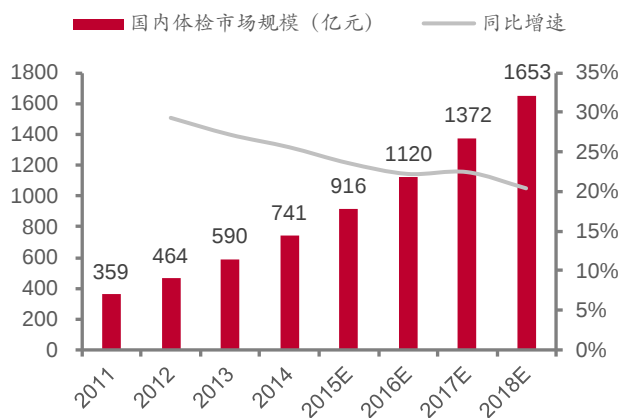
来源：统计局，中泰证券研究所

图表 24：我国健康体检覆盖率



来源：卫生统计年鉴，中泰证券研究所

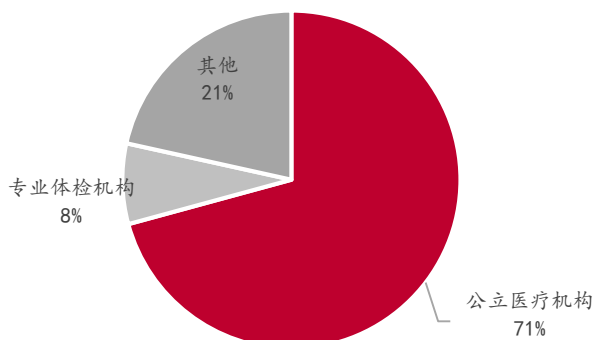
图表 25：国内体检市场规模（亿）



来源：瑞慈医疗招股说明书，中泰证券研究所

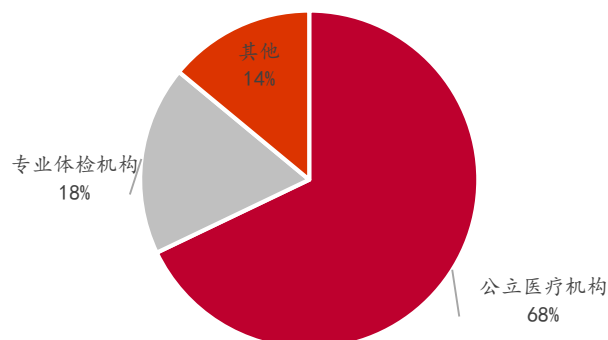
- **公立占据主导，民营体检份额逐渐提升。**我国健康体检市场仍然以公立医院为主导，Frost & Sullivan 的数据显示，公立医疗机构无论是机构数量还是收入规模都占据了健康体检市场 70% 左右的市场份额。尽管专业体检机构市占率仍然较低，但由于其专业性强、服务品质和可及性都更胜一筹，近年来发展势头强劲，其收入占比从 2011 年的 14.7% 提高到 2015 年的 18.1%。自 2015 年起，非公立体检机构覆盖的体检人次保持 15% 以上增长，增速在 2017 年达到 18.88%，远超同年公立医院 4.97% 的增速，民营体检正处于快速发展的黄金时期。

图表 26：2015 年中国体检机构数量情况



来源：瑞慈医疗招股说明书，中泰证券研究所

图表 27：2015 年中国健康体检收入规模情况



来源：瑞慈医疗招股说明书，中泰证券研究所

- **专业体检机构拥有服务体验佳和性价比高两大优势，预计未来仍将维持高速增长态势。**一二线城市的大型公立医院虽然也开始重视体检业务，但因常年超负荷运转，在价格和服务体验上均不及专业体检机构。而在三四线城市，专业体检机构的设备配置领先于公立医院，同时还具备价格优势，性价比明显优于公立医院。我们判断未来在健康体检行业整体规模不断扩张的同时，专业体检机构将会挤占公立医院份额，增长速度快于整体。假设年参检人次稳步增加，以专业体检龙头企业服务人次代表

行业，则至 2030 年预计专业体检市场规模可达 2500 亿，占整体体检市场的一半左右。

图表 28：未来十年健康体检市场规模测算

	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
总体体检市场														
健康体检人次（万）	41856	43535	47453	50300	53318	55984	58783	61134	63580	65487	67452	68801	70177	71580
yoy	10%	9%	6%	6%	5%	5%	4%	4%	3%	3%	2%	2%	2%	2%
客单价	320	349	377	407	435	466	494	523	555	588	612	636	661	688
yoy	9%	8%	8%	7%	7%	6%	6%	6%	6%	4%	4%	4%	4%	4%
总体体检市场规模（亿）	1339	1518	1788	2046	2321	2608	2902	3200	3527	3851	4125	4376	4642	4924
yoy		13%	18%	14%	13%	12%	11%	10%	10%	9%	7%	6%	6%	6%
专业体检市场														
健康体检人次（万）	7000	8680	10416	12291	14503	16679	19181	21482	23630	25993	27553	29206	30959	32816
yoy	24%	20%	18%	18%	15%	15%	12%	10%	10%	6%	6%	6%	6%	6%
客单价	400	428	454	481	505	530	557	585	614	644	677	711	746	783
yoy	7%	6%	6%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
专业体检市场规模（亿）	280	372	473	591	732	884	1068	1256	1450	1675	1864	2075	2310	2571
yoy		33%	27%	25%	24%	21%	21%	18%	16%	16%	11%	11%	11%	11%
专业体检市场占有率	21%	24%	26%	29%	32%	34%	37%	39%	41%	43%	45%	47%	50%	52%

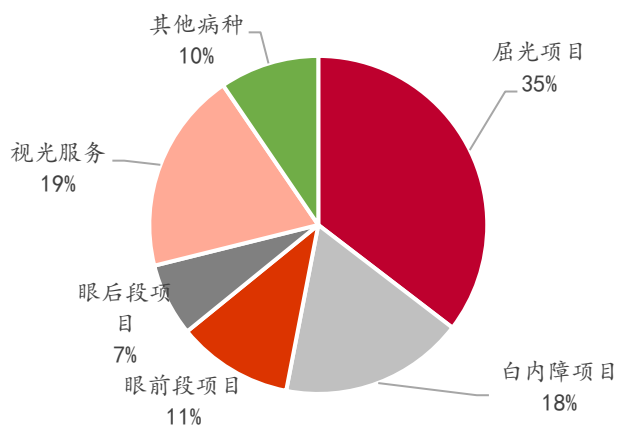
来源：国家统计局，公司公告，中泰证券研究所

从单体到规模化，解码龙头企业的成功要素

剖析单体医院盈利模型：核心仍是医生资源和品牌建设

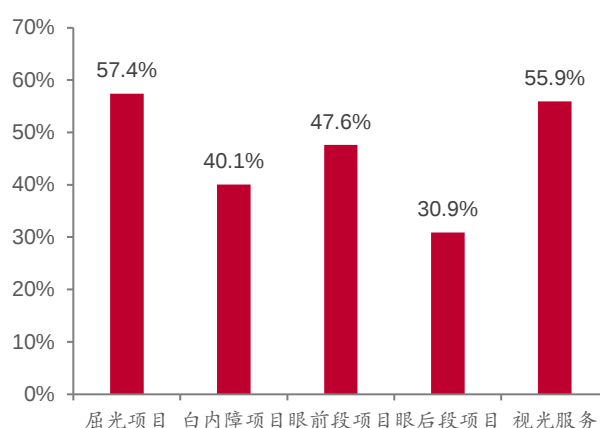
- 优秀的医疗服务连锁企业是良好单体经营和良好规模化经营的统一体，单体经营的盈利能力取决于患者流量和诊疗单价，这其中的影响因素包括品牌、诊疗水平、定价能力以及新技术和大型设备的应用等。爱尔眼科 2019 年门诊量 663 万，手术量 60.8 万，人均诊疗费用约为 1507 元，屈光、视光业务毛利率均高于 55%；通策医疗 2019 年门诊量 212 万，人均诊疗费用约 840 元/人，种植、正畸业务毛利率约 45%；美年健康 2019 年合计服务了 2602 万体检人次，美年和慈铭加权平均客单价 502 元/人，据我们估算其中个检客单价约 650 元/人。

图表 29：2019 年爱尔眼科收入构成



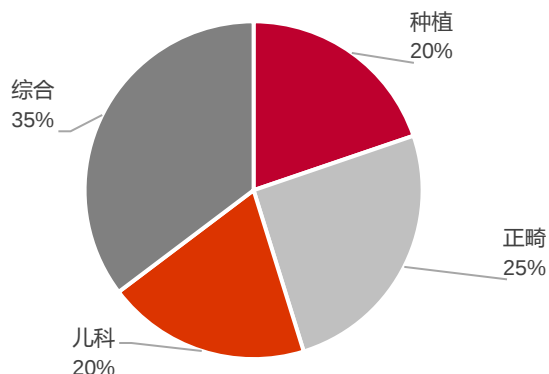
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 30：2019 年爱尔眼科不同业务毛利率



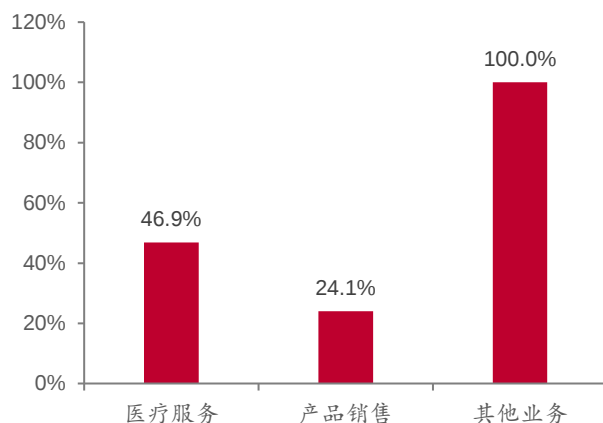
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 31：2019 年通策医疗收入构成



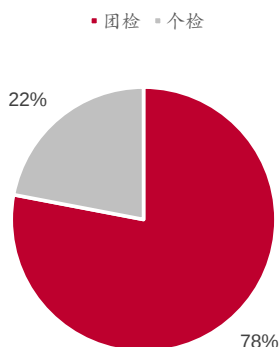
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 32：2019 年通策医疗不同业务毛利率



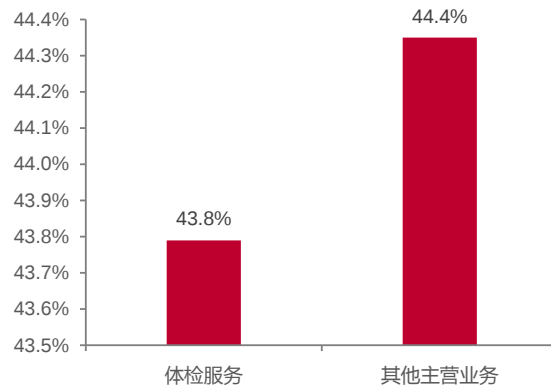
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 33：2019 年美年健康个检、团检比例



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 34：2019 年美年健康不同业务毛利率



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 35：爱尔眼科、通策医疗、美年健康标杆门店盈利情况对比

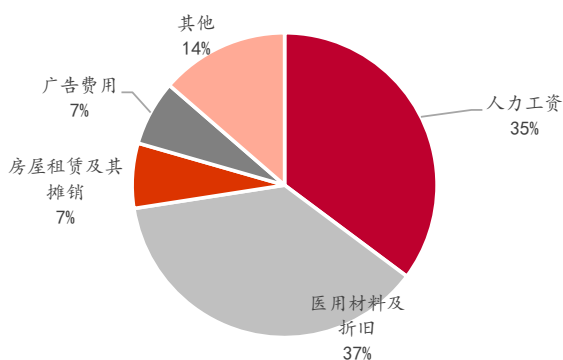
	爱尔眼科	通策医疗	美年健康
标杆门店构成	长沙、武汉、成都、沈阳、重庆、衡阳、广州、深圳 8 家眼科医院	杭州口腔医院、城西口腔医院、宁波口腔医院	沈阳、成都、郑州、西安、上海、深圳 6 地体检中心
收入占比	25.6%	61.1%	43.5%
近三年收入复合增速	19.5%	18.7%	-
单店平均收入（万）	31983	38603	7118
净利润占比	42.7%	79.9%	53.5%
近三年净利润复合增速	23.3%	40.5%	-
单店平均净利润（万）	7636	13523	1177
平均净利润率	23.9%	35.0%	16.5%

来源：公司公告，中泰证券研究所（注：美年健康未公开单个体检中心数据，单店收入/利润=地区总收入/利润÷当年该地区门店数）

■ 从成本端来看，医院经营成本的主要包括折旧摊销、土地/房租、员工薪酬等固定成本，以及销售费用、药品耗材等可变成本。专科特性不同，企业的成本结构也各有差异。

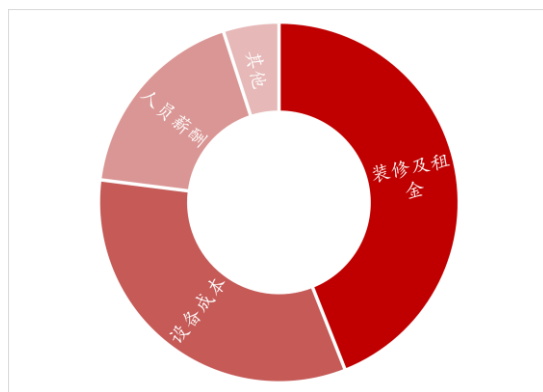
- 1) **人力成本口腔最高**：通策医疗人力工资占整体费用的 57%，主要是由于口腔医疗仍以手工业态为主，对牙医依赖度较高；而美年健康虽然人力工资占据整体费用的 47%，其中销售人员工资占人力工资的 43%左右，健康体检通常返聘退休医生，相对成本较低。
- 2) **装修及租金成本占比眼科最高**：眼科医院对营业场所改造要求较高，因而此项支出在初始投资和后续折旧中有所体现。
- 3) **设备投入占比体检最高**：单家体检中心的初始投资成本中设备成本约占 40%-50%，原因在于体检行业对设备先进性要求较高，尤其在健康体检向着高端化发展的趋势下，CT、MRI 等高端影像设备逐渐成为标配。

图表 36：爱尔眼科整体费用拆分



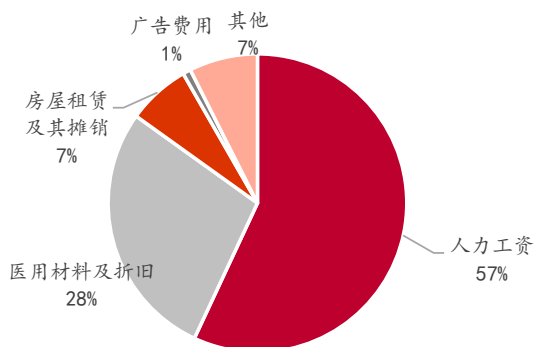
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 37：单家眼科医院初始投资成本构成



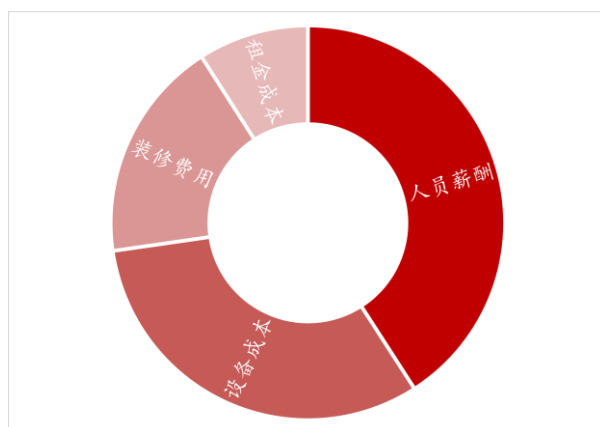
来源：深圳爱尔眼科医院建设项目可行性研究报告，中泰证券研究所

图表 38：通策医疗整体费用拆分



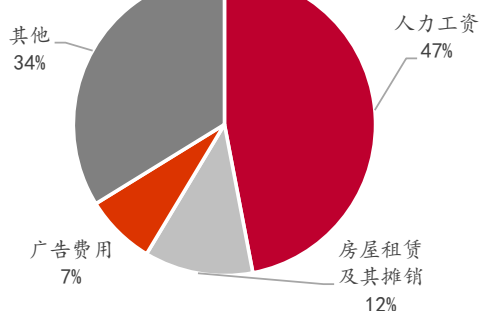
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 39：单家口腔医院初始投资成本构成



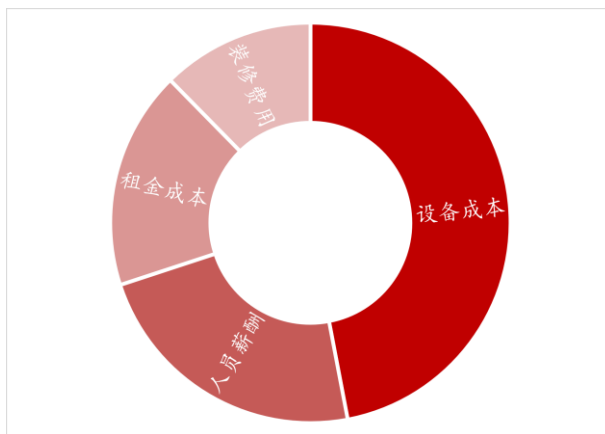
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 40：美年健康整体费用拆分



来源：公司公告，中泰证券研究所

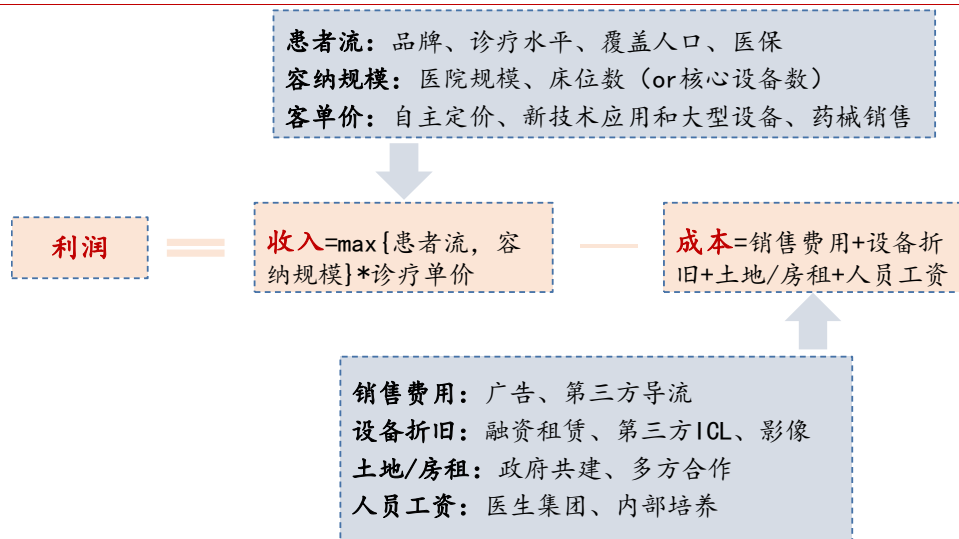
图表 41：单家体检中心初始投资成本构成



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **企业长期积淀的医生资源和品牌力是单体医院提高盈利能力的核心要素。**我们把单体医院的微观盈利模型抽象出来，发现支撑单体医院提高收入、控制成本的底层逻辑仍然是医生资源和品牌力。医生资源和品牌力同时解决收入端和成本端的问题，通过以口碑代替营销，在实现患者引流的同时，有效控制了销售费用的支出。并且依靠高水准医技和良好品牌形象形成的影响力具有长期效应，可以一定程度上扩大单体医院的服务半径，其盈利天花板也随之抬高。

图表 42：单体医院的盈利影响因素



来源：中泰证券研究所

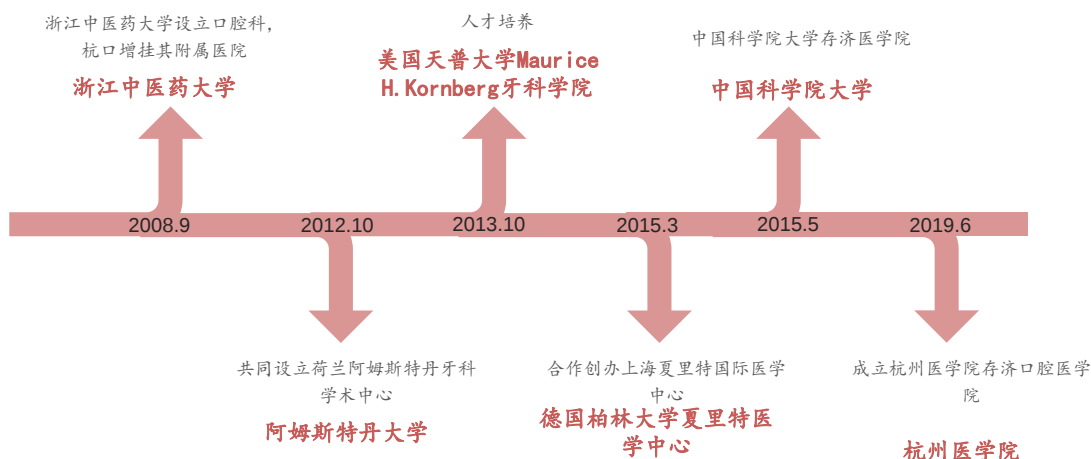
- **构建学术平台筑巢引凤，人才壁垒不断筑高。**眼科和口腔均注重自身医生人才造血能力的培养，积极与高等院校开展合作，建立起了较为完备的医教研一体化的培养机制。爱尔眼科依托三院、七所、两站的科研学术平台，持续强化人才优势；目前拥有超 5000 名眼科医生，占全国总数的十分之一以上。通策医疗则是通过与中科大、浙大、杭州医学院等高校展开深入合作，积极引进学术资源，就职于通策旗下口腔医院即享有同公立医院对等的评级和聘用机会，为医生提供自我增值的通道。

图表 43：爱尔眼科医教研一体化的人才培养体系



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 44：通策医疗与高校合作引入学术资源



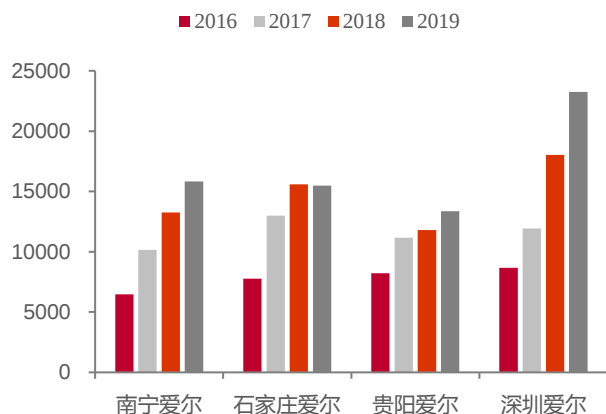
来源：公司公告，中泰证券研究所

- **股权激励与合伙人制提供多层次激励，充分激发核心人才能动性。**1) 从 2011-2016 年，爱尔眼科先后实施了三次股权激励，实际业绩完成情况均大幅超过行权条件，激励效果良好。自 2014 年推出的合伙人计划更进一步实现对内部骨干医生和医院管理人才的绑定。2) 通策医疗通过设立员工基金参与投资新建医院项目，全资子公司通胜医疗与 42 名员工共同设立杭州赢湖创造、杭州赢湖共享，参与对分院的投资。此外公司在新建口腔医院时向老院的核心管理团队和技术人员开放投资认购，激发了核心骨干的能动性。3) 美年健康员工持股计划覆盖员工 4000 余人，实现了对公司高管人员及核心员工较大范围内的激励。

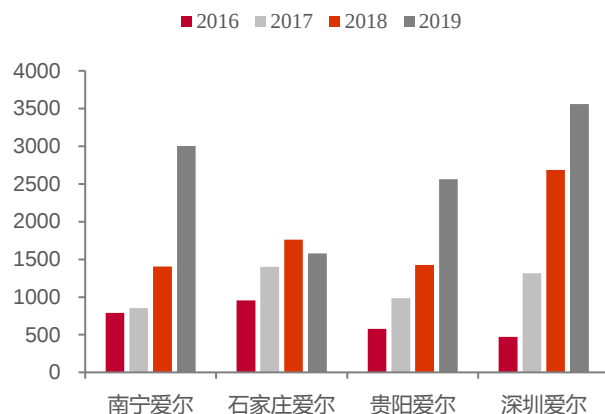
图表 45: 爱尔眼科三次股权激励完成情况

时间	2011年股票期权 (1+6年)				2013年限制性股票 (1+3年)				2016年限制性股票 (1+4年)	
	净利润增长率条件	实际值	净资产收益率条件	实际值	净利润增长率条件	实际值	净资产收益率条件	实际值	净利润增长率条件	实际值
2011	20%	42.9%	9.6%	13.2%						
2012	40%	51.7%	9.6%	13.1%						
2013	65%	85.8%	9.6%	14.8%	20%	22.4%	10%	14.8%		
2014	90%	157.0%	10.0%	17.3%	40%	69.4%	10%	17.3%		
2015	110%	255.8%	10.0%	21.1%	65%	134.5%	10%	21.1%		
2016	140%	363.4%	10.0%	21.4%					20%	30.2%
2017									40%	73.5%
2018									60%	135.7%
2019									80%	222.1%

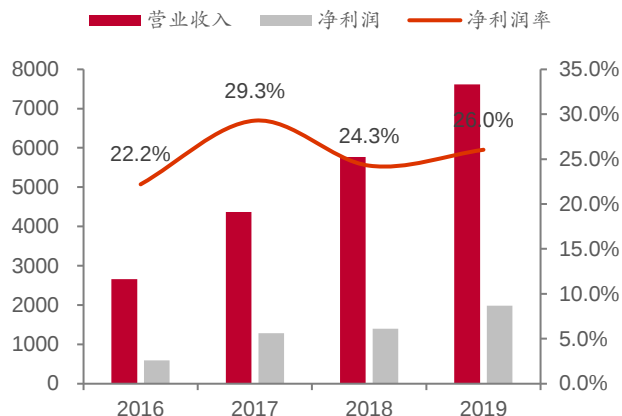
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 46: 爱尔眼科省会合伙人医院收入增长情况(万)


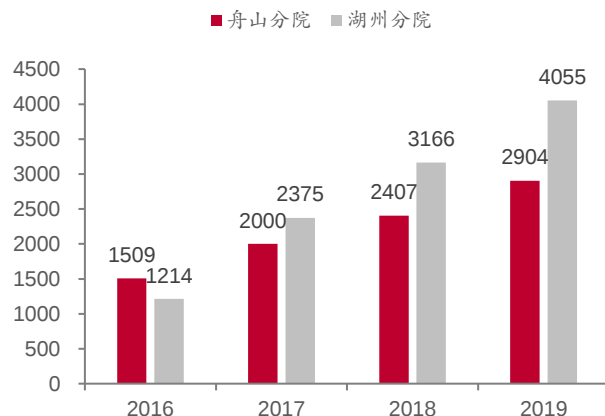
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 47: 爱尔眼科省会合伙人医院净利润增长情况(万)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 48: 通策首家合伙制医院诸暨口腔成立以来盈利水平快速提升(万)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

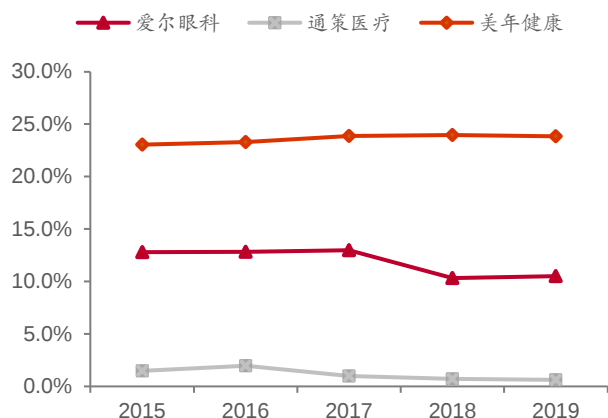
图表 49: 通策部分其他合伙人制分院营收实现快速增长(万)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- **品牌输出润物无声, 来源于企业在专科领域的长期投入积淀。**品牌影响力的背后是医疗实力的持续强化建设加上区域内的潜心深耕, 二者缺一不可。从销售费用率的对比来看, 通策医疗销售费用率最低, 常年维持

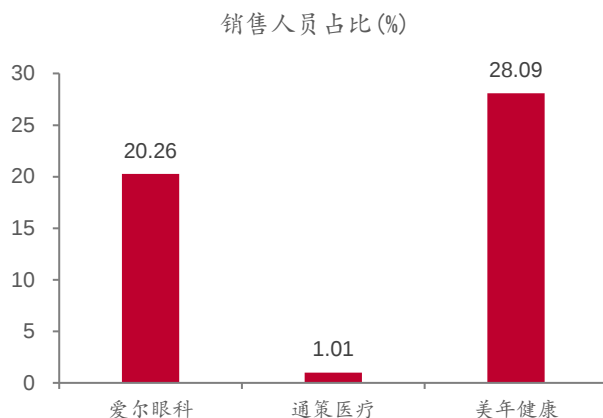
在 1%左右，通策从改制具有公立背景的杭州口腔医院起步，在浙江地区深耕多年从而在区域内拥有强大品牌影响力。公司正联手国科大培育存济新品牌，以实现从浙江省向全国范围扩张。美年健康销售费用率居首，在于体检行业医疗属性较弱，销售人员一定程度上承担着家庭医生指导体检项目选择的角色。公司现已完成从大众体检到高端体检市场的多品牌梯队布局，随着与阿里的合作逐渐深入，作为健康产业的入口未来将承接阿里庞大的线上流量，销售费用有望大幅下降。

图表 50：三家公司销售费用率对比



来源：公司公告，中泰证券研究所

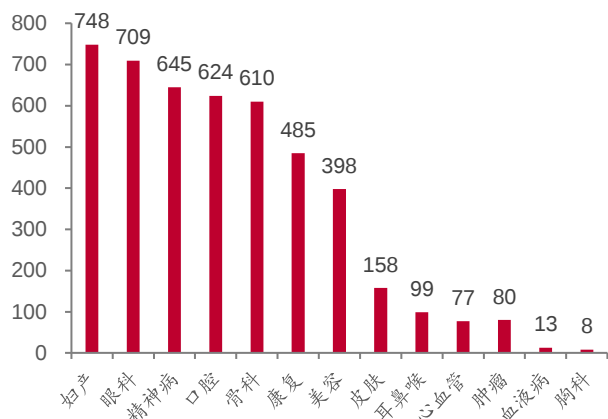
图表 51：三家公司销售人员占比对比



来源：公司公告，中泰证券研究所

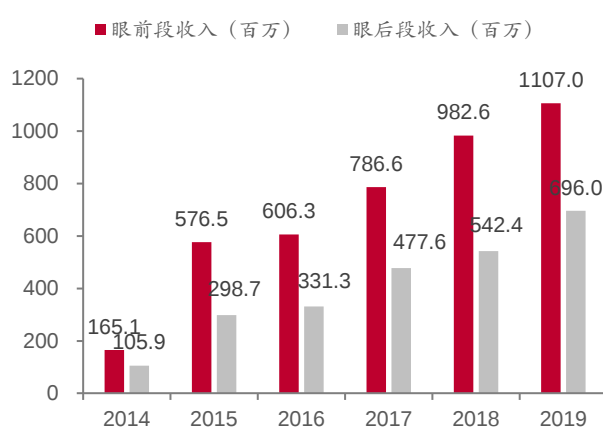
■ 另一方面企业的品牌影响力也体现在各自专科领域的实力得到认可。一直以来社会资本参与医疗服务的投资多集中在诊疗难度相对较低、在公立医疗体系中占比较小的专科，从卫生统计年鉴的数据可见，妇产、眼科民营专科医院数量占据总数的 90%以上，而诸如心血管、肿瘤、血液病等复杂专科则寥寥无几。即使是同一专科领域，不同病种的诊疗难度也相差较大。以爱尔眼科为例，得益于持续加强学科建设，已经拥有与公立三甲医院比肩的学术地位，公司眼前后段手术收入的高增长可以体现一二，此类眼病对医疗技术水平要求较高，原本患者更倾向于到公立医院进行眼前后段手术，随着爱尔品牌影响力的提升，这两项业务收入增长快速，近五年收入复合增速均超 45%。

图表 52：不同民营专科医院数量分布



来源：2018 年卫生统计年鉴，中泰证券研究所

图表 53：爱尔眼科眼前后段手术收入增长快速

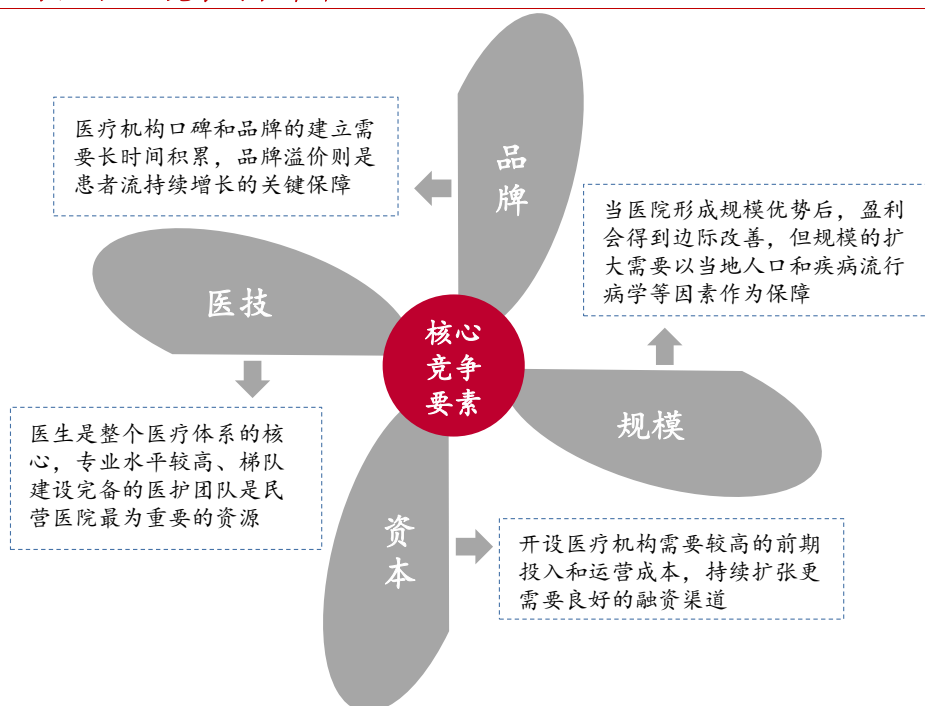


来源：公司公告，中泰证券研究所

各显千秋：商业模式引向不同的连锁复制之路

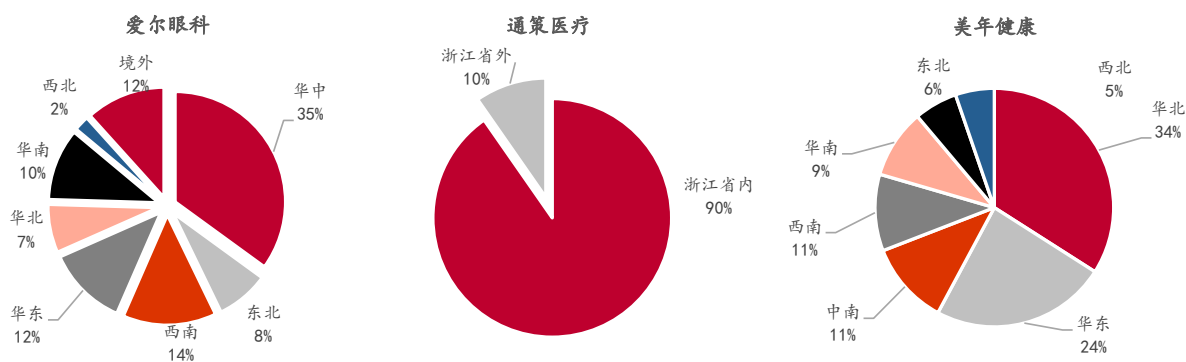
- 为了实现持续高增长，连锁医疗机构的发展路径通常是由区域集中向跨区域、全国范围内拓展市场。从单体医院走向连锁复制的过程中，资本运作能力是底层基础，这一能力在企业扩张初期显得尤为重要，爱尔眼科在 2006 年获得世界银行的长期融资，美年健康在上市前就经历多轮融资，都为企业跑马圈地提供坚实后盾；其次，品牌和医技是单体医院盈利的核心，也是不可或缺的发展引擎，上文已经详细论述在此不再赘述；最后，企业一旦形成规模优势，医院之间联动放大品牌效应，随着成熟医院增多，企业现金流充沛亦能为进一步开疆辟土提供助力，进一步强化规模优势。

图表 54：连锁医疗机构核心竞争要素解析



来源：中泰证券研究所

图表 55：三家公司按地区收入结构

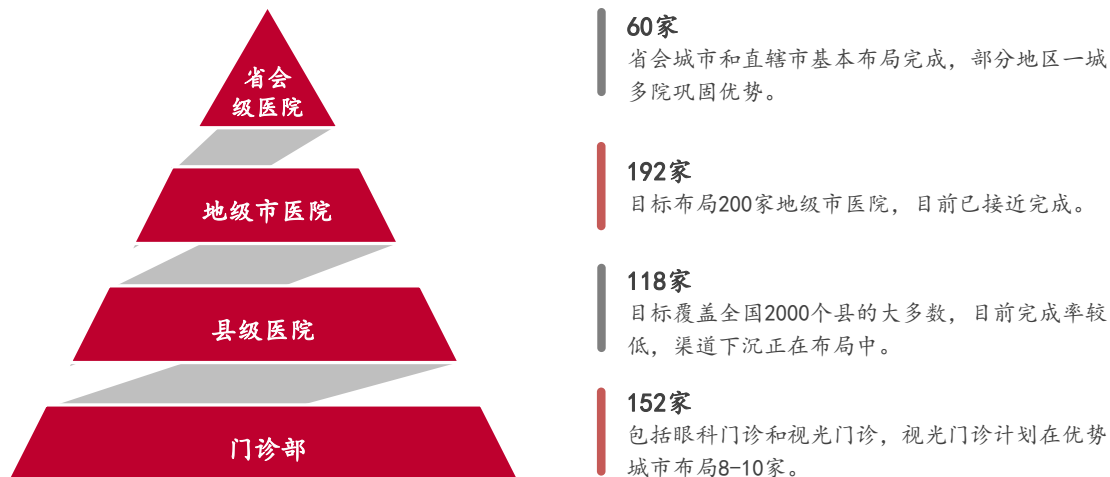


来源：公司公告，中泰证券研究所

- 爱尔眼科：分级连锁+并购基金，体内外双轮驱动下从两湖走向全国。

基于我国眼科医疗行业“全国分散，地区集中”的现状，爱尔确立了“分级连锁”发展模式，即将眼科医院划分为“旗舰医院-省会医院-地市医院-县级医院和眼科诊所”多层次，以实现内部资源的打通和转化。同时，爱尔通过体外并购基金加速对县市级医院的扩张，截止 2019 年底公司体内已有眼科医院 105 家、门诊部 65 家；并购基金旗下医院 275 家、门诊部 37 家。目前省会与地级市的布局已经基本完成，部分优势地区通过一城多院的形式巩固优势，县级医院和门诊正在持续布局中。

图表 56：爱尔眼科各级眼科医院分布情况（含体外并购基金）



来源：公司官网，企查查，天眼查，中泰证券研究所（注：查询数据截止5月底）

图表 57：爱尔眼科参与投资的并购基金

名称	深圳前海东方爱尔医疗产业并购合伙企业	湖南爱尔中钰眼科医疗产业投资合伙企业	南京爱尔安星眼科医疗产业投资中心	湖南亮视交银眼科医疗合伙企业	湖南亮视长银医疗产业投资基金合伙企业
成立时间	2014/3/27	2014/12/31	2016/6/7	2016/12/21	2018/1/4
募集规模	2亿元	10亿元	10亿元	20亿元	10亿元
爱尔眼科出资比例	10.00%	9.80%	19.00%	19.50%	19.00%
GP	深圳前海东方创业金融控股有限公司	中钰资本管理（北京）有限公司	深圳市前海安星资产管理有限公司	上海锦傲投资管理有限公司	深圳市前海安星资产管理有限公司
GP出资比例	3.33%	0.20%	0.10%	0.05%	0.10%

来源：公司公告，中泰证券研究所

- **通策医疗：区域化中心化是口腔连锁的成功关键。**2006 年杭口通过改制并表进入通策，通策于 2007-2008 年开启第一轮扩张。由于当时仍处于品牌培育期，多点开花式的省外扩张并不顺利。08 年开设的瑞安、嘉兴分院后因经营不佳分别转让或结业清算；京朝口腔因盈利困难陆续转至体外基金，黄石现代口腔医院在 2016-17 年均处于亏损，沧州口腔医院 2015-2017 年增长乏力，营收维持在 2000 万左右。自 2013 年起，通策通过中心旗舰医院+分院共建区域品牌，开启了第二轮扩张。相继设立的诸暨、海宁、上虞、湖州分院，在杭口总院的品牌辐射下均在 1-2 年内实现盈亏平衡，区域内分院盈利速度提升明显。

图表 58：通策医疗扩张路径



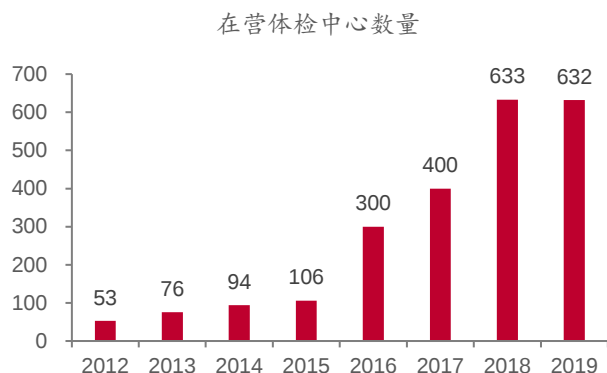
来源：公司公告，中泰证券研究所

- **美年健康：高效的资本运转+标准化运营体系，实现弯道超车。**美年健康在上市之前就进行过多轮融资，实现了门店快速扩张，逐步完成全国网点布局。上市后，公司通过股份支付、定向增发、设立并购基金等多种形式，筹得大量资金加速扩张。目前公司体检中心数量的增长主要通过并购基金参股的形式进行，另有少量体内新建。公司现已形成标准化运营体系，各地新开门店在市场宣传、财务管理、业务管理、采购系统方面与总部一致，实现标准化，而地方则负责经营销售，极大提高了单店运营效率。全国性布局已基本完成，公司在营体检中心 600 余，2019 年体检量 2602 万人，整体收入规模是行业第二名爱康国宾的 3 倍左右，规模优势显著。

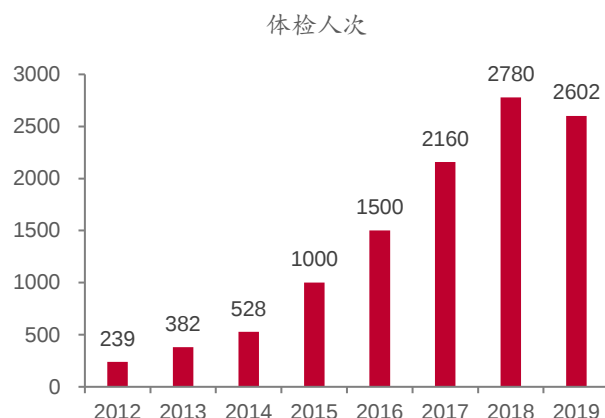
图表 59：美年健康相关并购基金基本情况

并购基金名称	设立时间	合作方	基金规模	“美年系”资本占比
上海美年大健康一期股权投资基金合伙企业	2016.3	上海子公司美年大健康、中融鼎泓与中融鼎新	10亿	14.56%
美年医疗体检中心投资基金合伙企业	2017.3	国投瑞银资本管理有限公司、海峡汇富	4.52亿	14.82%
上海健亿投资中心（有限合伙）	2017.4	上海天亿资产管理有限公司、丝路华创投资管理（北京）有限公司、丝路华创资本（北京）有限公司、上海天亿投资（集团）有限公司、银河金汇证券资产管理有限公司、长城国融投资管理有	5.02亿	20.12%
嘉兴信文淦富股权投资合伙企业（有限合伙）	2017.6	上海中孵创业投资管理有限公司、北京信文资本管理有限公司、华泰证券（上海）资产管理有限公司	6.51亿	24.98%
南通美兆美年健康产业并购投资基金（有限合伙） 合伙协议	2017.12	上海舜喜投资管理有限公司、上海中孵创业投资管理有限公司、招商证券资产管理有限公司、杭州海立美兆投资管理合伙企业、上海天亿实业控股集团有限公司	5.02亿	19.92%
美年健康并购基金合伙企业（有限合伙）	2018.1	中兵慧明投资基金管理（珠海）有限公司、平安财智投资管理有限公司、德邦证券股份有限公司	10亿	20%

来源：中泰证券研究所，公司公告

图表 60：美年健康 2012-19 年在营体检中心数量


来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 61：美年健康 2012-19 年体检人次（万）


来源：公司公告，中泰证券研究所

殊途同归：聚焦渠道下沉，深挖基层诊疗需求

- **爱尔眼科：分级连锁下沉至县级，带来新的蓝海市场。**以常见眼病白内障为例，大约有 20% 的县级综合医院目前仍然无法独立开展白内障复明手术，基层地区的医疗水平落后较多，存在大量未被满足的诊疗需求。爱尔县级市场的网络布局尚在初期，县级医院一方面提供以白内障+视光为主的诊疗服务，另一方面诸如屈光、复杂眼病等则会向上级医院转诊，发挥基层客流输送的作用。经过我们测算，一个百万人口的县级城市眼科医疗市场收入容量超 6 亿元，我国共有 263 个人口数百万以上的县级市（总数 1700+），那么县域眼科市场总规模至少可达 1620 亿，有望成为眼科医疗新的蓝海市场。爱尔凭借其超强的医生和学术资源，县级市占率有望得到大幅提升，带来现有规模 3-5 倍增量市场。

图表 62：全国县域眼科医疗市场规模测算

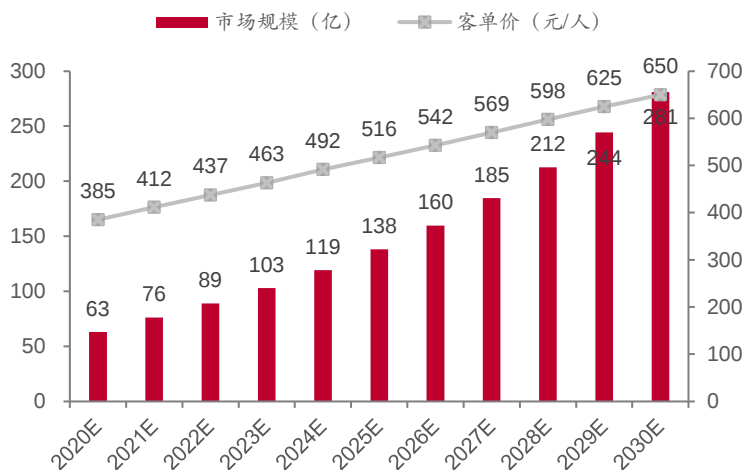
单个百万人口的县级城市的眼科医疗市场收入容量超6亿					
	人口（万人）	发病率	潜在患者人数（万人）	平均治疗费用（元/人）	潜在市场空间（亿元）
视光（6-40岁）	100*46%	50%	23.0	800	1.84
白内障（60岁以上）	100*18%	80%	14.4	3000	4.32
合计					6.16
全国人口数百万以上的县级市数量为263个，则县域市场总规模至少可达1620亿					
假设县城市占率		20%	30%	40%	50%
县域增量空间（亿）		324	486	648	810

来源：国家统计局，中泰证券研究所

- **通策医疗：蒲公英计划助推渠道下沉，浙江省内成长空间广阔。**浙江省人均可支配收入位列全国第三，得益于较高水平的可支配收入及良好的民营创业发展，浙江的牙科服务市场得以快速发展。考虑到浙江 65 岁以上老龄人口占比 14.27%，仅次于辽宁和上海，老龄化将持续促进对牙科服务的需求，预计未来十年浙江牙科市场规模仍将保持 15%-19% 的复合增速，到 2030E 整体规模可达 280 亿。2018 年通策推出“蒲公英计划”，规划目标 3-5 年在浙江省内建设 100 家分院，合计 3000 张牙椅。假设经过公司数年培育经营，蒲公英分院单张牙椅产出达到与省内分院相当的水平，即为每年 100 万元/张，则全部蒲公英分院有望每年贡献不低于 30 亿的收入。

图表 63：未来十年浙江省牙科市场规模测算

复合年增长率	2014-2018 年	2019E-2023E	2024E-2030E
牙科市场规模	19.1%	19.0%	15.4%
客单价	9.0%	6.4%	4.7%



来源：Frost & Sullivan，中泰证券研究所

- **美年健康：率先抢占三四线蓝海市场，持续推进渠道下沉。**截至 2019 年底，公司已有约 47% 的体检中心分布于三四线及以下城市。由于公司设备先进，在三四线城市比肩甚至优于当地公立医院，加上三四线城市竞争不充分，因此体检价格基本无折扣，客单价反而较一二线城市更高。此外，三四线城市体检中心房屋租金、人员薪酬等费用也显著低于一二线城市，展现出了较强的盈利能力。以公司 2019 年 4 月收购的一批体检中心为例，基本都在一年左右实现了盈亏平衡。部分体检中心的净利率与成熟门店相当，如西宁美年是公司在青海布局的首家体检中心，于 2017 年 4 月开始营业，2018 年全年净利率即达到 21.7%，超过绝大多数成熟门店。

图表 64：部分三四线城市体检机构竞争格局

省份	城市	常住人口 (万)	城市等级	体检机构合 计	美年健康	其他民营体 检机构	医院	
							三级	二级及以下
河南	洛阳	688.8	三线	22	2	4	9	7
	南阳	1001.4	三线	25	2	0	6	17
	安阳	512.8	四线	12	1	0	6	5
	开封	456.5	四线	15	1	1	4	9
湖北	荆州	574.4	三线	17	1	0	7	9
	宜昌	411.5	三线	24	1	4	7	12
	黄冈	629.1	四线	13	1	0	2	10
	十堰	338.3	四线	19	1	1	4	13
山东	临沂	1031.2	三线	14	5	1	3	5
	潍坊	927.7	三线	22	2	4	6	10
	德州	574.2	四线	16	1	3	2	10
	聊城	597.1	四线	10	1	1	4	4
四川	绵阳	485.7	三线	24	1	1	5	17
	泸州	432.4	四线	5	1	0	4	0
	乐山	326.7	四线	6	1	0	2	3

来源：统计局，瑞康体检网，中康体检网，中泰证券研究所

图表 65：美年健康 2019 年 4 月部分收购体检中心情况

公司名称	营业日期	收入 (万)	净利润 (万)	净利率	未来三年业绩承诺 (万)			标的估值
					2019	2020	2021	
自贡美年	2016.11	1,970.20	68.26	3.5%	500	500	500	4,000
庆阳美年	2016.12	2,387.99	549.04	23.0%	650	650	650	4,500
眉山美年	2017.3	3,225.12	560.27	17.4%	583.33	583.33	583.33	4,500
西宁美年	2017.4	2,772.60	600.99	21.7%	670	670	670	4,960
泸州美年	2017.7	3,372.47	81.62	2.4%	500	500	500	3,900
驻马店美年	2017.9	2,600.24	450.17	17.3%	650	650	650	4,800
聊城美年	2017.10	1,704.95	31.59	1.9%	450	450	450	3,200
内江美年	2017.10	2,463.04	77.96	3.2%	500	500	500	3,850
唐山美年	2017.12	4,484.13	172.88	3.9%	700	700	700	6,500
临沧美年	2018.2	2,006.89	206.97	10.3%	500	500	500	3,850
宿州美年	2018.4	1,869.22	7.68	0.4%	450	450	450	3,500
桂林美年	2018.9	4,168.31	1,133.01	27.2%	1000	1000	1000	7,200

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 我们对三四线城市体检市场容量进行了测算，核心假设包括：1）每 50 万人新建一家体检中心，则三四线城市理论可容纳体检机构接近 2000 家；2）未来三四线城市体检渗透率达到 35-50%；3）客单价 600-1000 元/人。根据测算结果，三四线城市体检市场容量可达 1800 亿，未来专业体检机构下沉空间广阔。

图表 66：三四线城市体检市场容量测算

常住人口 (万)	≥600万	300万-600万	100万-300万
城市数量	13	121	124
理论可容纳体检机构数量	260	1210	496
合计	1966		
	体检渗透率	客单价 (元/人)	市场容量 (亿)
乐观	50%	1000	2825
中性	40%	800	1808
悲观	35%	600	1187

来源：各地统计局，中泰证券研究所

产业链共振，未来是围绕主业的生态圈打造

- 医疗机构的连锁复制达到一定规模之后，规模扩张所带来的边际效应是递减的，对于企业来说，从以数量为导向向着以医疗价值为导向的转型是必然的，包括技术的更迭和服务内容的拓宽等。另一方面，医疗服务企业与外部联结的能力、建立关系网的能力一定程度上决定了企业的天花板。对于医疗服务企业而言，推动从产品为中心到客户为中心的转变势在必行，引导上下游产业链参与者加入，构建生态系统，并最终实现价值共创、开拓新市场。

爱尔眼科：品类升级拓展，眼健康生态圈建设步伐加快

- 从眼科疾病向眼科服务拓展，品类升级拓展将成为重要驱动力。屈光业务的全飞秒激光和 ICL 晶体植入手术，其手术价格为 2-3.5 万元/双眼，与德国等发达国家相比渗透率提升空间大；视光业务的角膜塑形镜，单价 5 千到 1 万元不等，每一年半重配一副，需求旺盛；即使是市场已经相对成熟的白内障业务，以非球面和多焦点晶体为代表的高端晶体取代传统人工晶体、飞秒激光的渗透，都在推动客单价的持续提升。

图表 67：眼科临床品类升级

类别	手术类型		视力障碍				眼疾
			近视	远视	散光	老花眼	
晶体置换手术 (45 岁以上)	先进晶体置换手术	三焦点	✓	✓	✓	✓	✓
	传统晶体置换手术	双焦点	✓	✓	✓	✓	✓
		单焦点			✓		✓
屈光手术 (18 至 45 岁)	晶体植入	后房型人工晶体(ICL)	✓	✓	✓		
		全飞秒激光手术	✓		✓		
	屈旋光性激光手术	准分子激光角膜原位磨镶	✓	✓	✓		
		PRK/LASEK	✓	✓	✓		

来源：德视佳招股说明书，中泰证券研究所

图表 68：中国全飞秒、ICL 手术渗透率远低于德国

全飞秒激光手术	18 至 45 岁中低度近视个案数 (百万)	全飞秒激光手术量	全飞秒激光手术的渗透率 (每百万人)
中国	260.9	174,407	668.5
德国	10.0	14,237	1,423.7
后房型人工晶体 (ICL) 植入术	18 至 45 岁高度近视个案数 (百万)	后房型人工晶体 (ICL) 植入术量	后房型人工晶体 (ICL) 植入术的渗透率 (每百万人)
中国	71.6	44,248	618.0
德国	1.7	4,520	2,651.1

来源：德视佳招股说明书，中泰证券研究所

- 围绕眼科主业的眼健康生态闭环建设步伐加快。爱尔眼科计划打造以眼科医院网络生态为基础、打造国际化生态、移动医疗+社区线下的眼健

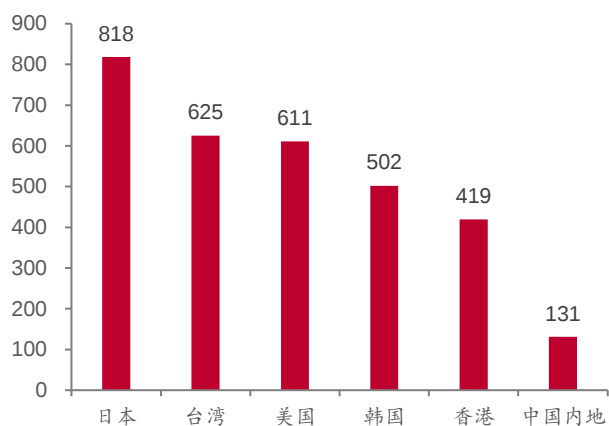
健康管理生态、科技创新生态、眼健康金融共五大生态的产业链闭环。

- 1) **国际化生态**: 爱尔现已完成 ISEC 的要约收购, 将持有其 56.53% 的股权, 继香港亚洲医疗、美国 MingWang 眼科中心、欧洲 Clinica Baviera.S.A 之后, 公司再次向人口基数大的东南亚市场进军, 全球化布局稳步推进。
- 2) **互联网医疗+社区线下的眼健康管理生态**: 上市公司和并购基金一起成立的湖南极视互联网科技有限公司是未来眼健康管理业务的重要载体。通过线上“云服务平台”和线下“爱眼 e 站”的协同, 打造线上线下结合的眼健康服务模式。一方面实现基础服务在社区、疑难病症向医院转诊、康复回社区的目标; 另一方面建立眼科垂直领域的线上云服务平台, 导入更多的患者流量打通。
- 3) **科技创新生态**: 公司发起设立爱尔全球科技创新投资孵化基金, 计划规模 1 亿美金, 投资方向包括可穿戴设备、人工智能、移动医疗和眼病治疗的新技术和新设备。目标是逐步建立眼科及视觉科学产业技术转化和新技术孵化平台, 补充爱尔的产品和服务链, 增强核心竞争力, 推动整个眼科行业的技术革新。

通策医疗: 上下游协同, 团队诊疗+数字化释放牙医生生产力

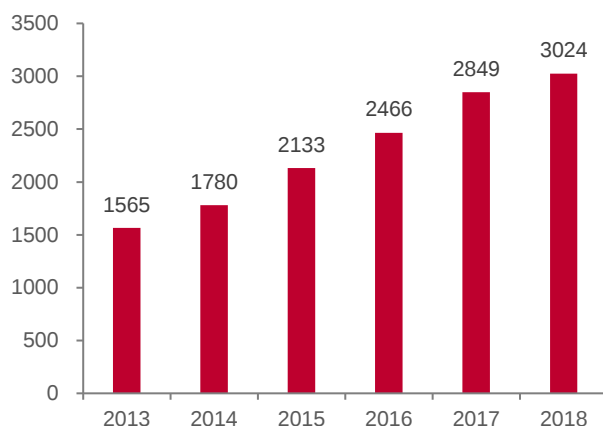
- **产业链上下游协作, 人才培养模式创新**。牙科行业发展的重要制约因素在于供给端牙医不足, 中国每百万人牙医数仅为 131 位, 远低于美日韩等国家, 在种植和正畸领域牙医的紧缺更为突出。上游厂商所提供的牙医培训, 为牙医提供快速成长的通道。以韩国种植体品牌 Osstem 为例, 迄今为止共为 1.9 万名中国牙医 (约占我国牙医总数的 9%) 接受了 Osstem 的种植牙培训。我国并没有官方颁发的植牙资质认证 (植牙的医疗机构需要牌照), 医生仅需接受种植牙相关专业培训。同样的, 隐适美在中国拥有成都和上海两个培训中心, 仅 2019 年 Q4 就有超 3200 名中国医生接受培训, 这些都是增量的正畸医生。

图表 69: 各地每百万人牙医数量



来源: Frost & Sullivan, 中泰证券研究所

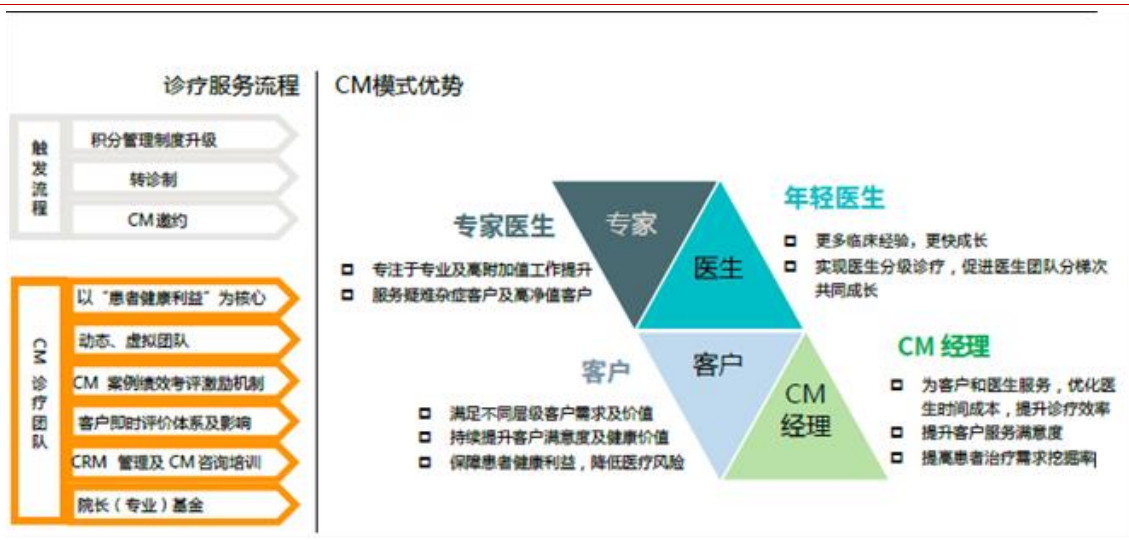
图表 70: 2013-18 年接受 Osstem AIC 培训的中国牙医数量



来源: Osstem, 中泰证券研究所

- **对标梅奥，团队诊疗大幅提升服务效率。**公司对标梅奥诊所，对中高端客户实行以患者为中心的 CM（Case Manager）团队接诊模式。CM 诊疗模式下，主治医师作为团队中心，专注于病人的诊断和治疗方案制定，有精力服务更多高净值客户、疑难杂症客户；同时年轻医生也获得更多临床成长机会。跨学科的组合也使得患者有机会一次性解决多种牙科问题。目前团队诊疗模式已在城西口腔医院践行实施并取得良好效果，2019 年城西医院的单张牙椅产出为 214 万/张，远高于整体 113 万/张的水平。未来随着团队诊疗模式在公司体系内其他医院推广，围绕单个患者的服务效率和产出均有望大幅提升。

图表 71: CM 团队诊疗模式优势



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **数字化口腔引领行业变革，隐秀系统有望解放牙医生产力。**目前口腔领域数字化技术的应用仍处于初步阶段，种植和正畸领域有望率先实现数字化，椅旁一体化、口内扫描、3D 打印等技术已经在临床诊治中有所应用。通策集团自主研发的正畸方案设计平台——“Ortholink 优领”和隐形矫治器——“Hibeauty 隐秀”，即采用创新的数字化技术和服务模式，将正畸流程分解成多个可操作的标准模块，通过全流程数字化，降低正畸治疗难度，提升牙医的正畸治疗效率。未来数字化在口腔领域的普及将驱动口腔医疗逐步摆脱手工业态，极大提高牙科医生的生产力。

图表 72: 口腔数字化主要技术及应用领域

技术	应用领域
VR/AR	虚拟现实和增强现实可以彻底改变口腔医学的教育、培训，甚至远程诊断和治疗
3D 打印	彻底改变耗材、设备制造市场，有可能未来直接完成牙床、牙齿和软组织整体修复
云计算、设计、SaaS	针对个人口腔的大数据，预测、预防、治疗和护理的个人档案和针对性强的方案。完成产业链上的大数据，使得整个产业的演变和发展更加有效
新材料	寻找可以 3D 打印的新材料，以及和人体协同的可以生长和修复的生物材料
椅旁一体化	将整个解决方案呈现在牙医的身边，使得诊断、治疗能够在椅旁完成，使得牙医能够聚焦分析、判断和治疗
口内扫描	直接扫描患者口腔内部获取三维信息，应用于口腔医学临床诊疗，便于医生进行模型分析、修复体制作、治疗设计的精度需求，省却繁琐的传统步骤，简化临床操作流程

来源：医趋势，中泰证券研究所

图表 73: Ortholink 优领正畸方案设计平台功能



来源：公司官网，中泰证券研究所

美年健康：打造生态闭环，平台价值加速兑现

- **体检机构作为健康产业链入口，延展性极强。**从医药产业链来看，体检机构上游连接医药企业、医疗器械企业及其分销商，下游直接面对消费者，并受保险机构影响，与第三方实验室有联系，是连接医疗体系上下游的重要环节。美年健康通过参股关键赛道，如彩超、胶囊胃镜、诊断设备等硬件公司，打造开放的平台；将健康大数据平台、远程医疗、智能诊断、健康保险、慢病防治的企业接入美年的平台，美年在其中承担基础流量平台的角色，平台价值极高。

图表 74: 美年健康参股外延标的情况

公司	股权关系	主营业务
美因健康	参股48.61%	依托美年大健康每年近2000万的体检表型数据库和不断丰富的中国人群疾病基因数据库，可为用户筛选精准的基因检测靶点；基于美年大健康辐射全国的营销渠道，实现高性价比的基因检测服务；专业的遗传咨询师和医师、营养师团队和运动管理师,能够精准定位中国人群需求，可以提供基于个人基因组的健康管理服务。
好卓数据	参股11.4%	好卓通过健康物联网、云计算、移动互联网等技术，融合集团旗下优秀医疗资源和千万级别的海量医疗健康数据，为个人、家庭、企业等提供健康管理相关的技术服务和大数据的决策分析。旗下有优健康APP。
大象医生	同一实际控制人	大象医生是以远程医疗为核心的创新医疗服务公司。目前已开展覆盖全国的远程影像服务，服务的客户近百家；同时正在建设远程诊室，实现从远程会诊到治疗再到转诊，构建中国最大的远程医疗综合服务体系。
美维口腔	同一实际控制人	美维口腔是一家口腔投资及连锁诊所运营商，集口腔投资、输出标准、品牌管理于一体，基于云平台信息化、数字化耗材与设备等技术手段。目前已投资收购维乐口腔、新桥口腔、中山口腔、DUANG DUANG少儿口腔、美尔口腔、爱齿口腔、韩美口腔、致美口腔、清华阳光口腔、厚诚口腔、恒美口腔、小白兔口腔共15家口腔连锁品牌，覆盖35座城市，拥有145家口腔医院与门诊部。

来源：公司公告，中泰证券研究所

- **向健康管理中心纵向延伸，打造癌症早筛诊断到治疗的综合体，平台价值加速兑现。**美年积极布局癌症早筛，在宫颈癌、肠癌、乳腺癌等高发癌症领域率先发力；美年好医生实现“检存管医保”一体化，打造健康

管理闭环式服务。此外，公司与中日友好医院呼吸中心、中山大学中山眼科中心、南方医科大学南方医院胸外科、中部战区总医院等多家医院联手，共同打造医联体。通过体检中心+专科医联体的模式，实现了筛查+诊疗一站式服务，完成了检后服务闭环。随着政策的开放和技术的进步，未来医生多点执业、远程会诊等新形式也将得以应用。一旦客户与体检中心建立起类似家庭医生的“熟人关系”，让体检获得的数据成为真正有用的医疗数据，体检机构作为数据通道的意义得以实现。

图表 75：美年健康积极布局癌症早筛

宫颈癌早筛	TCT、HPV、妇科超声
肠癌早筛	DNA甲基化血检、DNA突变粪检、便潜血FIT
乳腺癌早筛	开展乳腺超声筛查，在体检行业内率先引进飞利浦AI Breast 乳腺超声智能导航系统，用最新科技提升阳性检出率
胃癌早筛	大规模普及磁控胶囊胃镜，开展消化道肿瘤和其他病变检查
肝癌早筛	部署数字化肝超声设备，普及了肝纤维量化检测，阻断高危人群逐步向肝癌进展
肺癌早筛	基本实现低剂量螺旋CT对传统DR检查的替代

来源：公司官网，中泰证券研究所

盈利预测与投资建议

- 眼科、牙科以及健康体检是我们认为具备长期高景气潜力的优质赛道，受益于人口老龄化和消费观念升级，行业需求持续释放，未来十年间均有望保持两位数增长。龙头公司如爱尔眼科、通策医疗、美年健康，已经在资本运作能力、品牌、医技、规模四大竞争维度树立优势，综合实力持续强化，后续市占率提升空间广阔，维持“买入”评级。

图表 76：标的公司估值与盈利预测

代码	公司简称	股价	总市值 (亿元)	EPS				PE				PEG
				19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E	
300015.SZ	爱尔眼科	45.3	1742	0.33	0.38	0.53	0.73	135.40	118.15	84.77	62.21	3.13
600763.SH	通策医疗	191.59	511	1.44	1.88	2.54	3.38	132.66	101.89	75.37	56.64	2.99
002044.SZ	美年健康	16.67	584	-0.22	0.02	0.23	0.33	-75.41	1003.46	72.60	51.22	2.93

来源：wind，中泰证券研究所（数据截止 2020.08.21）

风险提示

■ 商誉减值风险

爱尔眼科和美年健康因溢价收购后积累较多商誉，占资产比例，若未来业绩不达预期，存在一定商誉减值风险。

■ 医疗事故风险

随着公司规模化经营范围不断扩大，管理难度亦随之提高，一旦发生医疗事故则将对公司整体品牌形象产生影响。

■ 宏观经济发展程度对各医疗服务公司市场下沉的影响风险

本文对于下沉市场规模的测算均基于宏观经济稳健发展的假设，若假设条件不符，实际市场规模将会有所偏差。

■ 市场容量测算基于一定前提，存在假设条件不达预期的风险

本文对于眼科、口腔、体检行业市场规模的测算均基于一定假设，若假设条件不符，实际市场规模将会有所偏差。

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。