

连锁医疗系列对比之二：

消费需求新趋势，连锁医疗价值依旧

——基于通策医疗、爱尔眼科、美年健康的比较分析

国金证券医药健康研究中心

曾秋林 邮箱：zengqiulin@gjq.com.cn

李敬雷 邮箱：lijingl@gjq.com.cn，分析师 SAC执业编号：S1130511030026

- ▶ 国金医药健康研究中心持续覆盖连锁医疗服务领域的机遇，包括健康体检、眼科、口腔、辅助生殖、检验外包、影像服务、肿瘤中心、血透、宠物医疗等不同连锁业态。
- ▶ 研究过程中我们发现，市场同类研究多侧重在单一业态的行业分析，对于不同连锁业态的比较分析进行的较少。而实际上医疗连锁服务不同业态之间有一定的类似点，尤其是用成熟连锁业态指引新的模式，对投资可能有更大的价值。
- ▶ 基于此研究需求，我们于2018年3月发布连锁医疗对比系列的首篇报告，详见《连锁医疗服务，拥抱健康消费升级的蓝海市场——基于美年健康、爱尔眼科、通策医疗的比较分析》。
- ▶ 2018年下半年，行业监管环境优化，新需求趋势逐渐明晰，随着社会办可独立设置医疗机构对主流连锁业态的加速放开，连锁医疗迎来新一轮黄金发展期。作为本系列的第二篇报告，借助国金医药团队深度研究的三家上市公司：**通策医疗、爱尔眼科、美年健康**，结合**口腔服务、眼科服务**以及**健康体检**的行业供需转折与发展机遇，以全新的对比维度进行分析。内容涉及：**业务可复制性、医疗服务定位、竞争壁垒、医疗网络建设模式、内生驱动机制、外延增长路径**等多个维度的内容。

■ 本文以行业探讨为主，参考了我们此前发布的各公司及行业深度报告，涉及到相关投资标的的盈利预测和投资建议，请以最新研究报告内容为准。

■ **通策医疗公司深度研究报告：**

➤ 2018年6月：口腔龙头地位稳固，医疗资源奠定发展新基础

■ **美年健康公司深度研究报告：**

➤ 2017年09月：生态圈平台价值重估，大健康事业扬帆远航

➤ 2015年07月：体检行业潜力大，把握龙头投资机会

➤ 2015年05月：健康体检行业，孕育千亿机会

■ **爱尔眼科公司深度研究报告：**

➤ 2016年08月：民营连锁，复制经典

➤ 2014年05月：创新经营，公司进入新的平台化发展阶段

➤ 2013年04月：先发优势，强者恒强

➤ 2011年07月：先发优势，一骑绝尘

➤ 2010年02月：双引擎驱动公司高成长

行业观点：

- **拥抱新趋势，连锁医疗迎黄金发展期：**当下，疾病谱的衍变与新消费观的认知强化使国民的疾病治疗意识和医疗的消费属性实现双提升，在国民健康需求下沉具备客观条件的前提下，带动我国健康刚性需求扩容背景下保持高增长。随着社会办可独立设置医疗机构对更多业态的加速放开以及“国家级”标准的配套发布，使专科连锁模式在扩张层面更加有据可依，商业模式领先的连锁医疗迎来新一轮发展机遇。
- **格局出清，可复制性联动细分行业价值链重构：**业务属性是决定行业可复制性的先导因素。眼科服务与健康体检借助可复制性优势已优先于口腔服务验证全国扩张，竞争格局出清。当前，口腔行业正处于集中度逐步提升，以区域品牌主导，极力构筑竞争壁垒的变革时代。随着3D数字化辅助系统在口腔诊治应用范围的扩大，以及对资本投入带来技术提升和高端设备升级依赖度提升，口腔可复制性难度出现突破性转折，上下游供需端联动下口腔产业链价值重构。
- **成长逻辑，连锁医疗价值依旧：**行业新趋势明晰，以通策医疗（口腔连锁）、爱尔眼科（眼科连锁）、美年健康（体检连锁）为代表的优质龙头价值依旧，竞争优势显著，以其专业度、可复制化模式维持稳定增长，成长逻辑延续。

投资建议：

- 口腔服务、眼科服务以及健康体检是我们未来看好的受益消费升级的朝阳细分领域。在新消费观驱动下，我国健康需求增量市场进一步扩容。我们看好连锁医疗行业的成长空间和发展逻辑。我们建议关注商业模式领先，竞争壁垒显著的优质企业。相关A股标的包括通策医疗、爱尔眼科、美年健康。

- 本系列是市场上首份最具深度的连锁服务业态比较研究报告，因为以下原因难免有偏颇之处，敬请理解：
- 公司所在行业不同、业务不同、商业模式有所不同，单纯财务层面的比较会有失偏颇；
- 文章内容包含部分基于主观判断的板块比较和推断；
- 不同公司的发展特性和发展周期可能存在抽样误差；
- 不同公司的盈利预测、估值方法仅做研究探讨使用；

- **风险提示：**
- 各公司实地调研带来的各公司异地扩张能力主观判断差异；
- 由于各公司的服务中心数量多、存在抽样分析与预测风险；
- 医疗服务行业、医改政策风险、管理风险、人才流动风险；
- 突发医疗事故等行业风险对龙头公司的后续经营放缓导致业绩低于预期等影响、技术的风险；
- 宏观经济发展程度对各医疗服务公司中心下沉至三线城市以下的影响风险等。
- 股票质押风险；限售股解禁的流动性风险。



总目录

CONTENTS

- (一) 拥抱新趋势，连锁医疗迎黄金发展期
- (二) 格局出清，可复制性联动细分行业价值链重构
- (三) 浮华褪去，“匠心”办医回归本质
- (四) 核心竞争力护航，优质企业强者恒强
- (五) 聚焦渠道下沉，释放基层医疗需求
- (六) 量价逻辑未变，注入内生造血能力
- (七) 成长逻辑延续，连锁医疗价值依旧
- (八) 投资建议、风险提示
- (九) 附录：各业态服务业务与关键财务指标对比



(一) 拥抱新趋势，连锁医疗迎黄金发展期

- “国家级”标准奠定复制基础，政策监管环境持续优化
- 新消费观驱动市场扩容，疾病谱衍变基层需求亟待开发
- 国民健康医疗需求刚性，下沉具备客观条件
- 医疗技术国际接轨，特色医疗迎错位发展新机遇

“国家级”标准奠定复制基础， 政策监管环境持续优化

■ 近三年，我国民营医疗资源和服务量迅速增长，医疗卫生服务新产业、新业态、新模式不断涌现，社会办医投资领域拓展。

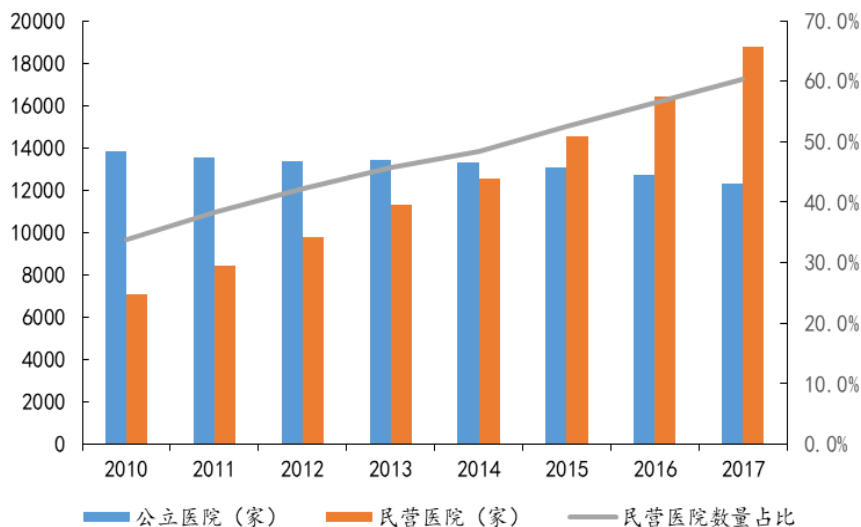
■ 自2016年起，在国家卫计委逐步放开社会力量举办独立设置的医疗机构后，已陆续针对10类可独立设置的医疗机构分别出台定性且定量的基本标准与管理规范

■ 历经20余年探索，专科连锁模式优势突出，是当前民营办医最成功的商业模式。

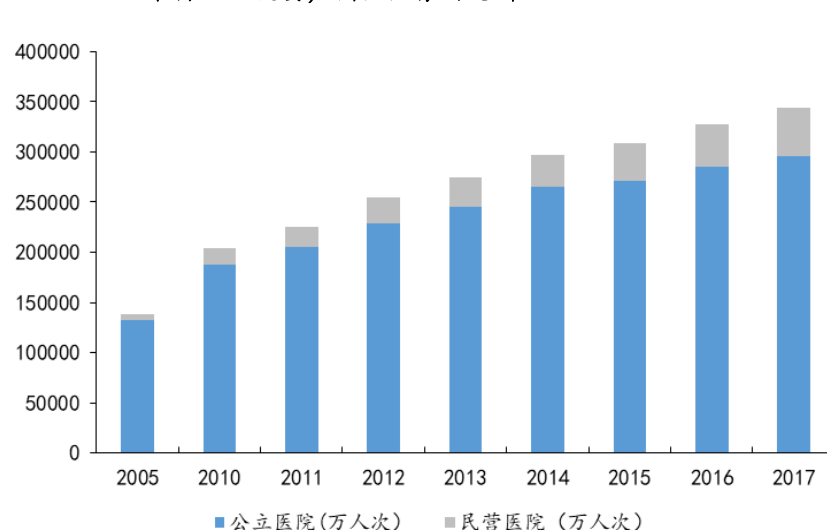
■ “国家级”标准的发布使民营连锁在扩张复制层面更加有据可依

发布时间	文件名称	
2016年8月12日	国家卫生计生委关于印发医学影像诊断中心基本标准和管理规范（试行）的通知	国卫医发〔2016〕36号
2016年12月21日	国家卫生计生委关于印发血液透析中心基本标准和管理规范（试行）的通知	国卫医发〔2016〕67号
2016年12月21日	国家卫生计生委关于印发医学检验实验室基本标准和管理规范（试行）的通知	国卫医发〔2016〕37号
2016年12月21日	国家卫生计生委关于印发病理诊断中心基本标准和管理规范（试行）的通知	国卫医发〔2016〕65号
2017年2月9日	国家卫生计生委关于印发安宁疗护中心基本标准和管理规范（试行）的通知	国卫医发〔2017〕7号
2017年11月8日	国家卫生计生委关于印发康复医疗中心、护理中心基本标准和管理规范（试行）的通知	国卫医发〔2017〕51号
2018年6月11日	关于印发医疗消毒供应中心、健康体检中心、眼科医院的基本标准和管理规范（试行）的通知	国卫医发〔2018〕11号

来源：卫计委，国金证券研究所



来源：卫生统计年鉴，国金证券研究所



来源：卫生统计年鉴，国金证券研究所

新消费观驱动市场扩容， 疾病谱衍变基层需求亟待开发

需求端

存量市场

增量市场

口腔

- 口腔防治意识低，疾病知晓率低，病症明显时就诊
- 以一般综合口腔业务为主；
- 口腔外科（拔牙）；
- 口腔内科（牙周、补牙）；
- 一般修复（活动义齿修复、烤瓷单冠修复）；
- 严重牙缺失修复（种植）。

- 保健意识提升，科学护理观念普及，新消费观驱动市场扩容
- 小儿保健性治疗：窝沟封闭、正畸；
- 年轻人对美观、保健等消费需求：牙齿美白（洁牙）、牙齿整形（瓷贴面等）、正畸（隐形正畸）；
- 中老年牙周健康状况差，牙缺失率高，疾病治疗意识和消费属性双提升，牙种植市场渗透率随患者认知度与接受度提高，空间广阔。

眼科

- 眼健康意识缺乏，眼病认知以传染性病变为主
- 眼病认知局限，以沙眼，传染性结膜炎等眼表疾病为主；
- 用眼习惯差：青少年近视问题严重、白内障、青光眼高发；
- 传统致盲性眼病知晓率诊出率低。

- 在青少年近视防控，近视手术，屈光白内障手术，眼底病等慢性眼病治疗等领域前景广阔
- 现代用眼行为改变使各类眼病患病率呈高发态势，退行性病变突出；
- 新致盲性眼部疾病谱具有中国特色，代谢相关眼底病发病率增长迅速，具有患病人群大，认知度低，诊出率低，潜在服务需求空间巨大；
- 青少年近视防控重视度提高，成年人“摘镜”需求提升。

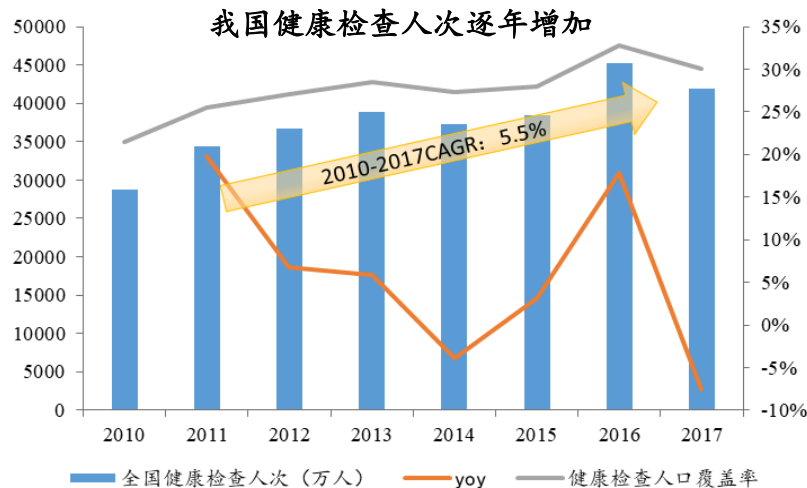
健康体检

- 就业、参军或入学等目的的强制性体检；
- 企业福利：员工每年例行健康体检。

- 提早发现健康隐患，疾病防控观念主导的新消费型需求；
- 高端体检；
- 健康管理。

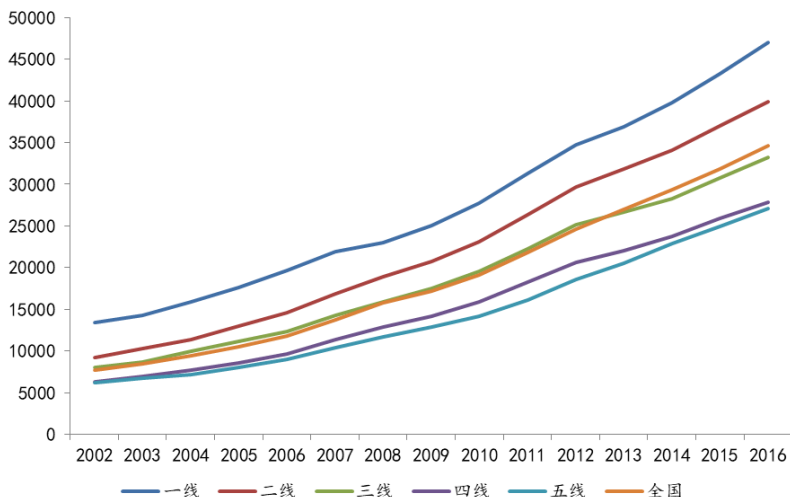
国民健康医疗需求刚性，下沉具备客观条件

- 国民医疗支出意识尚浅，未来医疗支出将大幅提升。
- 未来随着人口老龄化、医保支付压力的逐渐显现，国民医疗健康支出占家庭支出的比重将大幅提升。在国家“预防为主、防治结合”的指导方针下，国民在健康防治的花费意识和消费比重提升。
- 非一线城市的人均可支配收入提升，国民医疗健康消费需求下沉具备客观条件
- 我们对200多个城市取样分析，过去14年里，三线、四线、五线城市的人均可支配收入提升速度快于一二线城市。最近5年里，这一趋势更为明显



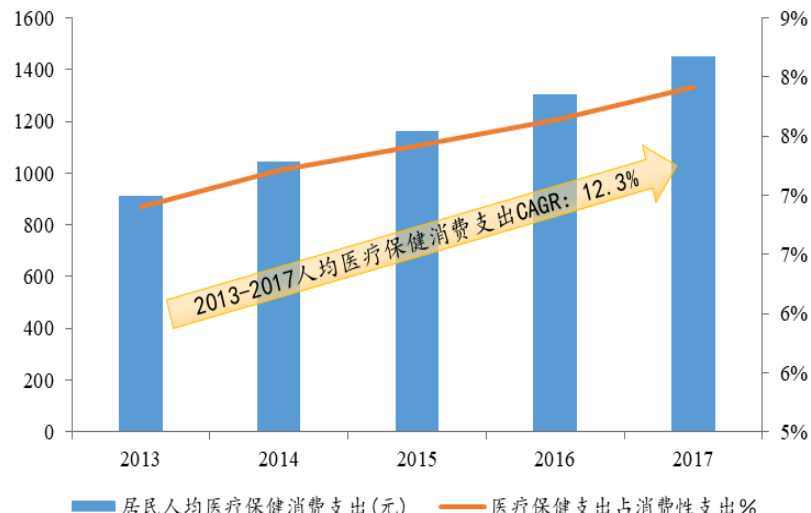
来源：卫生统计年鉴，国金证券研究所

各线城市人均可支配收入增长变化



来源：国家统计局，国金证券研究所

我国居民人均医疗保健消费支出逐年增长



来源：卫生统计年鉴，国金证券研究所

供给端

驱动因素

制约因素

口腔

- 医疗技术突破，种植、正畸等国际先进技术与设备的引进与普及；
- 3D数字化系统与影像设备（CBCT）作为辅助技术，在种植、正畸等的运用，加强了诊治精准性，提高医生效率；
- 国产创新起步，医疗影像设备、牙种植系统、隐形正畸等国产替代趋势初显；
- 社会资本介入，快速补充区域市场。

- 区域强势公立口腔机构独大，民营机构分散，形成区域集中度高，全国品牌割裂的格局；
- 口腔人才紧缺，培养周期长；
- 业务属性可复制性低；
- 个体差异大，依赖医生度高，技术创新无法完全替代临床综合诊治能力；
- 患者依从性高，独立品牌粘性难建立。

眼科

- 引进国际领先的学术理念、药物以及医疗设备实现手术等医疗技术的突破，西医眼科已逐步与国际接轨，具备复杂疑难眼病诊治能力；
- 传统致盲性眼病（白内障，青光眼，黄斑变性）、屈光角膜激光矫正手术等常见眼病手术及耗材实现普及；
- 社会资本介入，突破公立医院引进大型高值眼科医疗设备困难；
- 中医眼科国际学术影响力逐步提升，眼内科临床运用与治疗效果显著。

- 眼科人才培养周期长，尤其眼底病医生；
- 我国眼科学和临床学术起步晚，视光屈光等新兴学科人才紧缺，学科建设有待完善；
- 优质眼科医疗资源分布不均，基层眼健康服务能力亟待提高。

健康体检

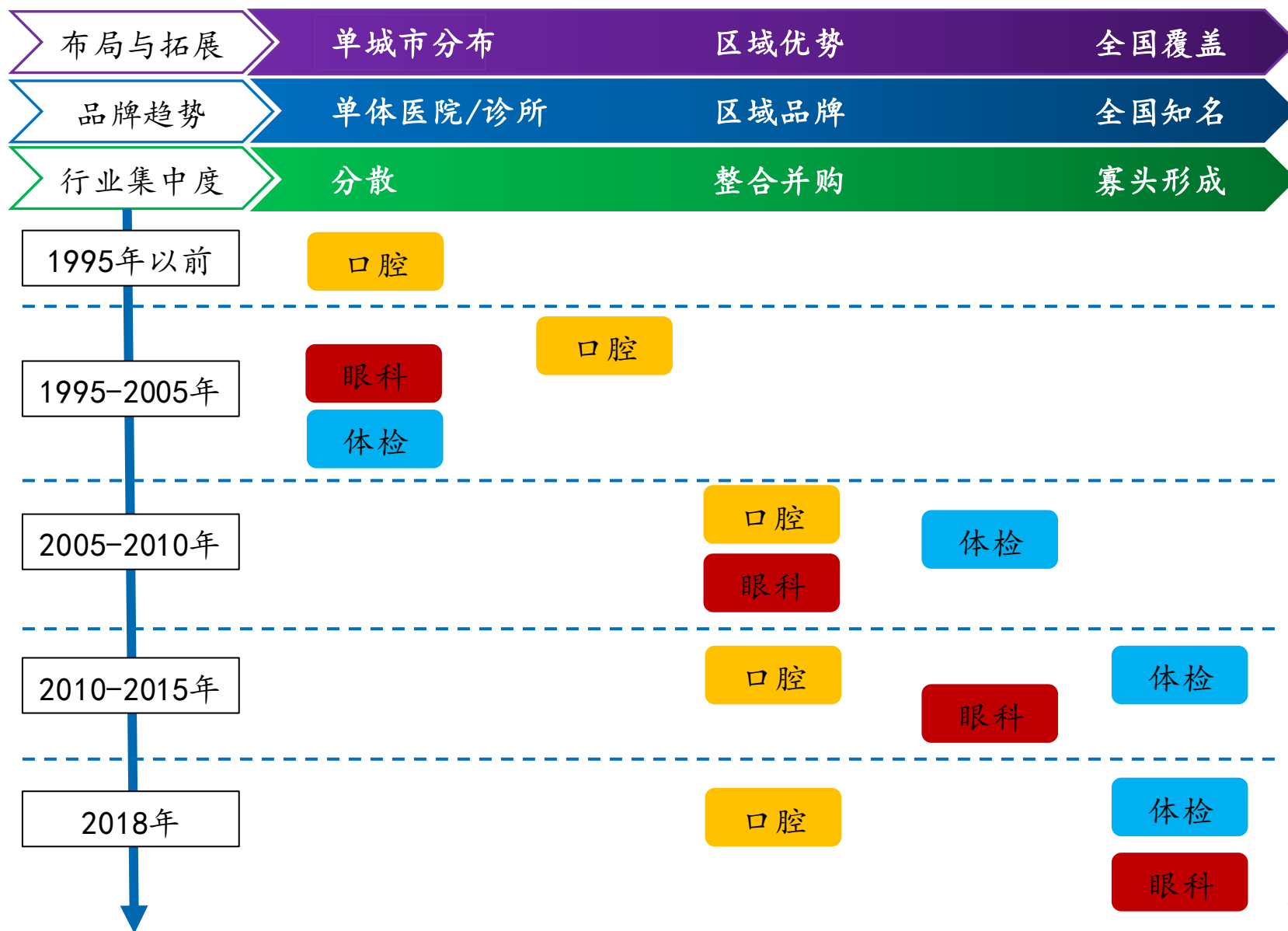
- 填补国内全科医生空白的商业逻辑，社会资本运作，推动专业体检业态快速扩张下沉；
- 疾病检测技术与医疗影像设备不断迭代升级；
- 互联网及信息技术助力，完善检前检后服务；
- 大型医疗设备许可管理审批下放；
- 第三方独立实验室等产业链配套业态发展。

- 影像医师短缺，体检医师紧缺；
- 多点执业尚未完全落地；
- 行业规范度与体检质量有待提高。



(二) 格局出清，
可复制性联动细分行业价值链重构

健康体检与眼科服务行业竞争格局已优先出清



可复制性是影响连锁医疗全国扩张的关键因素

- 从业务属性出发，四大指标解读连锁医疗业态的可复制性：治疗标准化程度，高附加值业务比重，人才依赖度，服务工作效能
- **可复制性排序：体检>眼科>口腔**
- 体检：体检中心、体检流程、体检产品标准化程度高；不具备治疗属性，以提出诊断建议（健康建议）为主要职能
- 眼科：民营眼科医院的90%以上的业务聚焦在设备依赖度高，治疗技术成熟且标准化的业务上，以常见病种的屈光，白内障，青光眼，视光配镜服务可支撑一个二级专科医院。且对比口腔，眼科项目的平均客单价高于口腔
- 口腔：由于患者个体差异极大，无法采用标准化治疗流程，依赖医生的临床诊治能力。虽然高附加值的种植牙和正畸项目在技术难度上已实现普及，而就中小规模口腔诊所而言，50%以上的业务是口腔保健防治为目的普通治疗项目，不仅拉低了综合客单价，也很大程度上压缩了盈利空间。

	体检	眼科	口腔
民营办医涉及的业务种类	基于健康状态评价与疾病筛查的各种检查项目	屈光、白内障、眼前段、眼后段、视光配镜	种植、正畸、修复、洁牙、外科（拔牙）、内科（牙周、补牙）
对标公立医疗机构，业务覆盖度	★★★★★	★★★★	★★★★☆
其中：高附加值业务比重	-	★★★★☆	★★☆
流程标准化程度	★★★★★	★★★★☆	★★
人才依赖度	★★	★★★	★★★★★
设备依赖度	★★★★★	★★★	★★
服务工作效能	★★★★★	★★★★★	★★★
服务效能指标	日均单台B超检查人次：30-40	医师日均担负诊疗人次：10	医师日均担负诊疗人次：7

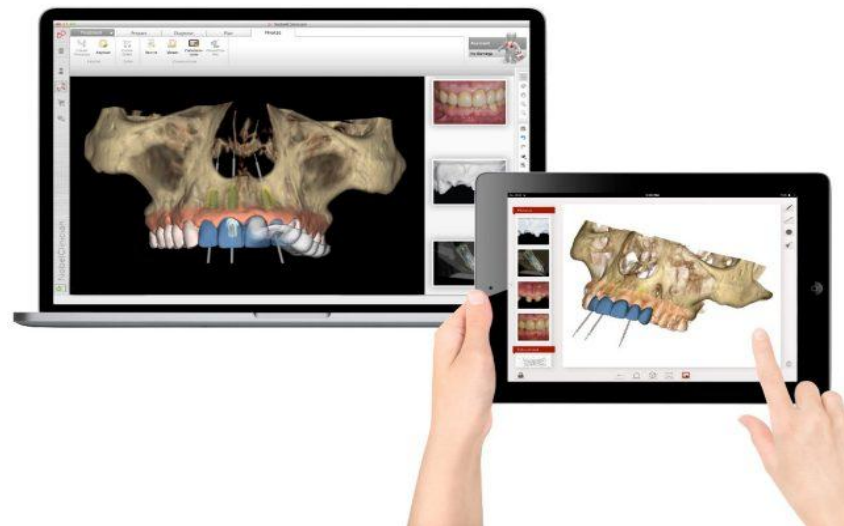
- 消费升级驱动市场扩容，口腔发展趋势出现了转向：由于增量项目更依赖资本投入带来技术提升、高端设备、人才培养和就诊环境改善，这就为连锁复制提供了可标准化的前提。
- 由于个体差异大，新兴数字技术更多起到辅助和参考作用，尤其3D数字化系统的在牙种植与正畸的运用，能加强诊治精准性，降低诊疗难度，大幅提高医师效率，一定程度上减少了对医生的临床应变处置能力的依赖。

案例：Nobel Biocare®领銜口腔种植发展，独创NobelGuide®引领口腔种植迈入数字化时代

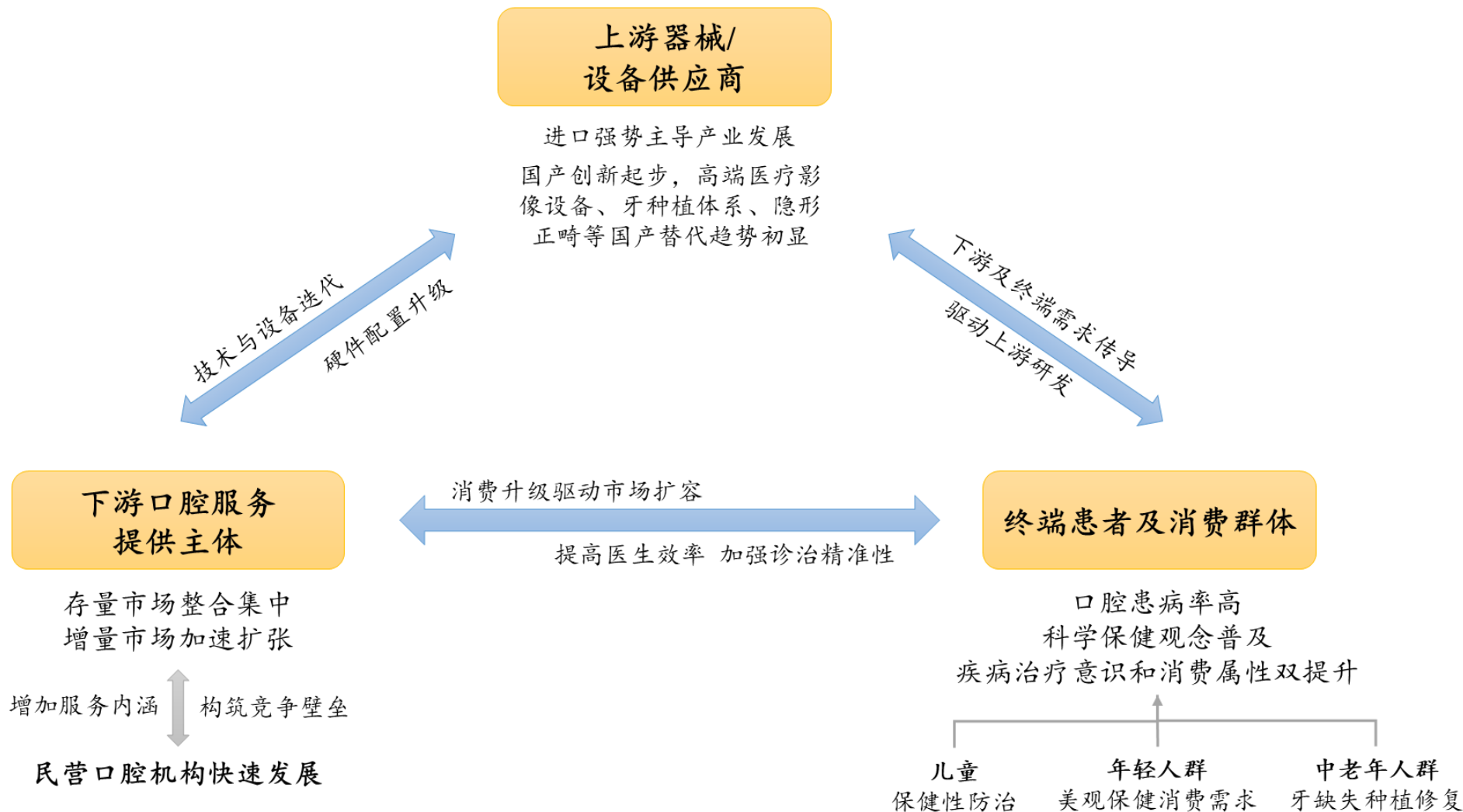
- Nobel Biocare创始于1952年，在口腔种植领域的创新之路已经拥有超过60年的历史。
- 作为口腔种植领域的先行者，公司推出的包括即刻种植Immediate Function、All-on-4®、On1™、NobelProcera®等许多先进的治疗理念与解决方案，树立了多项行业标准。
- 2005年，NobelGuide®作为全球首款数字化诊疗软件及引导式种植手术方案问世，将整个口腔种植领域带入数字化时代。



- 1 **Full-arch rehabilitation with only four implants:**
Two axial anterior implants and two implants tilted up to 45° in the posterior.
- 2 **Immediate Function**
(Fixed acrylic bridge) for patients meeting criteria for immediate loading of implants.
- 3 **A graftless procedure**



口腔服务：可复制性提升驱动产业链价值重构



■ 对标公立三甲眼科，民营眼科业务呈“偏科”倾向

科室设置	主要眼部疾病	对民营眼科的业绩贡献度
屈光手术中心	应用的大型激光设备矫治各种稳定性近视、远视及散光	★★★
医学视光中心	视光学亚科诊断和处理各类屈光问题，包括近视、远视、散光、老花等	★★★
白内障中心	常规白内障以及先天性白内障、伴发葡萄膜炎的白内障、硬核白内障等复杂白内障手术	★★★
青光眼科	青光眼、恶性青光眼、难治性青光眼	★★☆
眼整形科	眼部整形美容手术、眼睑手术、结膜手术、泪器疾病治疗、眼窝整复治疗	★★
眼底科	视网膜脱离、糖尿病视网膜病变、高度近视、黄斑部疾病、眼底肿瘤	★☆
眼肿瘤科	眼部肿瘤	☆
眼外伤科	白内障摘除、人工晶状体植入、晶状体脱位半脱位摘除、人工晶状体/张力环脱位半脱位复位、玻璃体切除，眼内异物取出、视网膜嵌顿、视网膜脱离复位等	★☆
眼角膜科	角膜疾病、结膜疾病、巩膜疾病、眼表疾病相关的干眼和泪道疾病等	★☆
眼肌科	斜视、弱视、屈光不正等儿童眼病；各种器质性儿童眼病的视力训练及康复、视疲劳、调节集合障碍等眼视光相关疾病；复视、眼睑痉挛等神经眼科传出疾病	★★
眼中医科	运用中医、中西医结合手段治疗眼病，病种涉及多种非手术眼病及部分围手术期眼病	☆

来源：北京同仁医院眼科中心官网，国金医药整理绘制，国金证券研究所

■ 筛查项目同质化

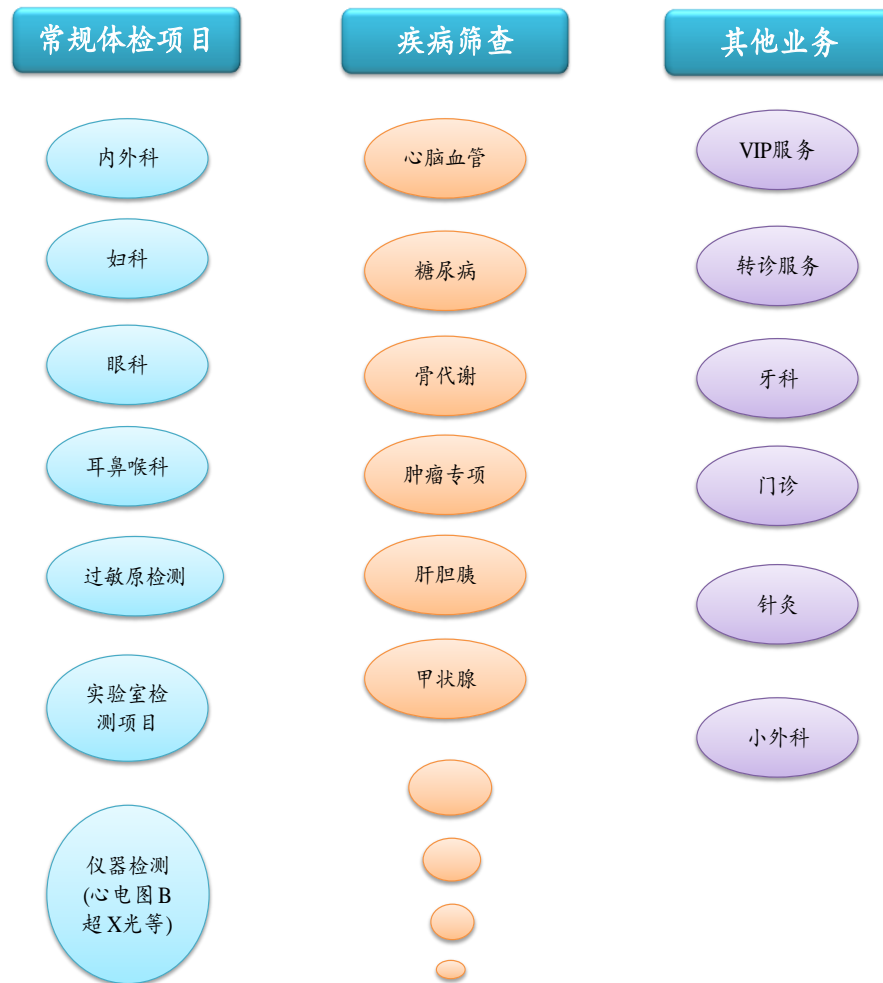
➢ 我国专业健康体检机构当前主要提供常规体检项目、疾病筛查服务和其他增值服务。

■ 体检流程程式化

■ 健康体检的服务流程大致可分为检前预约、体检、检后服务三部分：

- 检前：问诊、判诊、订制体检服务内容
- 检中：基础检查、影像检查、实验室检查
- 检后：报告讲解、健康评估、健康管理

■ 在中国，检前准备不足的情况存在于大部分体检机构中，因而医师不能提供受检者个性化体检的服务建议，导致所有体检者进入了流水线般的程式化检查流程。体检结束后，多数体检机构无法做到对受检者进行详细的体检报告讲解，以及后续跟踪服务，更无法做到对受检者提供健康管理计划和慢病管理方案。

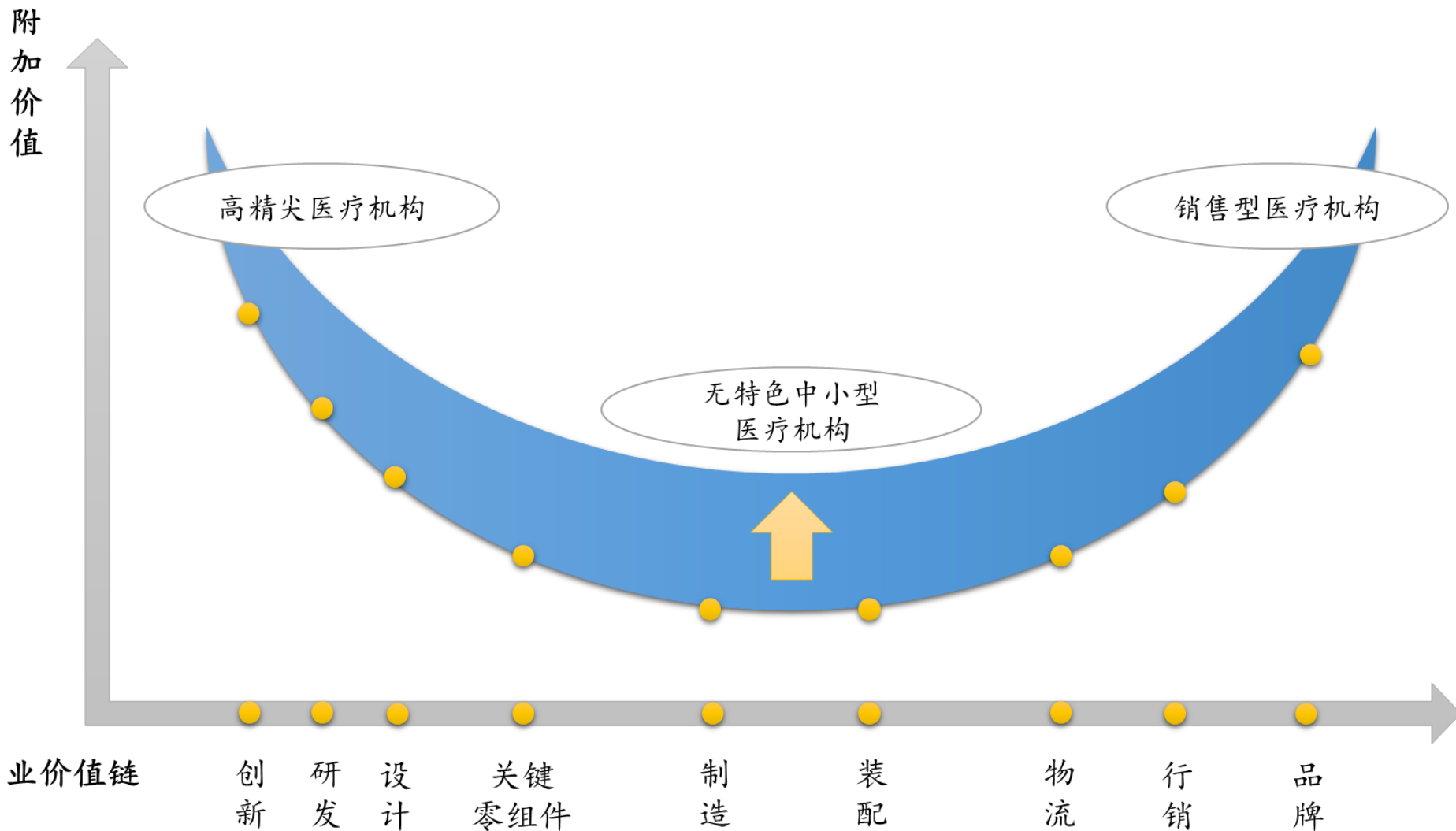


来源：各体检公司资料，国金证券研究所



(三) 浮华褪去，“匠心”办医回归本质

定位新趋势：差异化、专业化



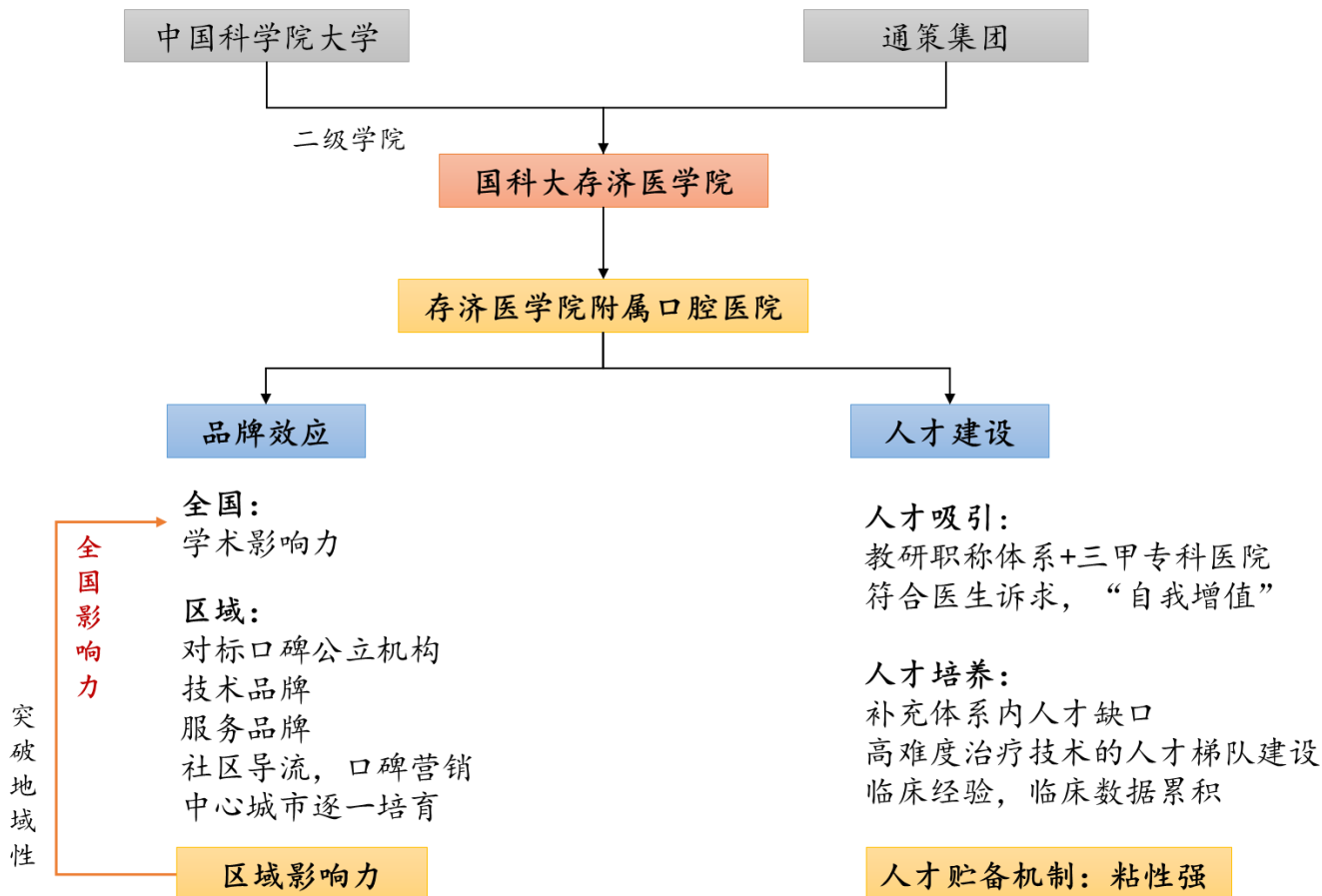
- 人才是限制我国口腔行业发展的核心因素。公司前瞻性在人才建设方面布局，是业内最早开始渗透院校的口腔医疗机构。
- 学术资源在口腔连锁医疗的作用体现在：口腔医疗技术、人才梯队建设
 - 通策医疗的人才贮备机制具有人才黏性强、医生实现自我“增值”的优点
 - 教学科研体系医生职称体系下，合作院校为医科大学属性，就职于通策旗下口腔医院即等于获得了参评教学科研体系的准入资格，加强了人才黏性，让医生实现了自我“增值”。

时间	院校名称	合作项目	项目概览
2008年9月	浙江中医药大学	浙江中医药大学设立口腔科，杭口增挂其附属医院	杭州口腔医院自2006年起即与浙江中医药大学在口腔教学和见习方面进行合作，并于2007年开始后续的口腔临床实习合作。2008年9月5日，成为其附属医院，“浙江中医药大学附属杭州口腔医院”正式挂牌
2012年10月	阿姆斯特丹大学	共同设立 Academic Centre for Dentistry Amsterdam (荷兰阿姆斯特丹牙科学术中心)	颁发学位证书国际合作教育项目 职业培训 远程教育项目 设立牙科医疗研发项目
2013年10月	美国天普大学Maurice H. Kornberg牙科学院 (简称：TU-KSOD)	人才培养	TU-KSOD 为通策医疗体系内的牙医和体系外的牙医举办全面的、符合美国牙科协会继续教育论证项目(ADA CERP)标准的口腔继续教育项目
2015年3月	德国柏林大学夏里特医学中心	合作创办上海夏里特国际医学中心	该国际医学中心将以骨科、口腔、健康管理等专科特色为主，旨在提高高端医疗服务和加强国际医学方面的交流与合作
2015年5月	中国科学院大学	中国科学院大学存济医学院	中国科学院大学与通策集团通过联合创办中科院大学存济医学院，将达到合作共赢模式。依托于中国科学院大学存济医学院，公司将筹建各中心型大城市的中国科学院大学存济医学院附属口腔医院
2016年12月	杭州医学院	将开展合作办学，联合创办妇幼、口腔医学相关二级分院，并在产学研等方面开展深度合作	1) 开展合作办学，联合创办杭州医学院存济妇产临床医学院、杭州医学院存济口腔医学院两个杭州医学院的二级学院 2) 开展深度合作，共同建设浙江省生殖医学研究中心 3) 引入德国 Charité (夏里特) 医院的先进管理理念和医疗技术，建设浙江存济妇女儿童医院

来源：公司资料，国金证券研究所

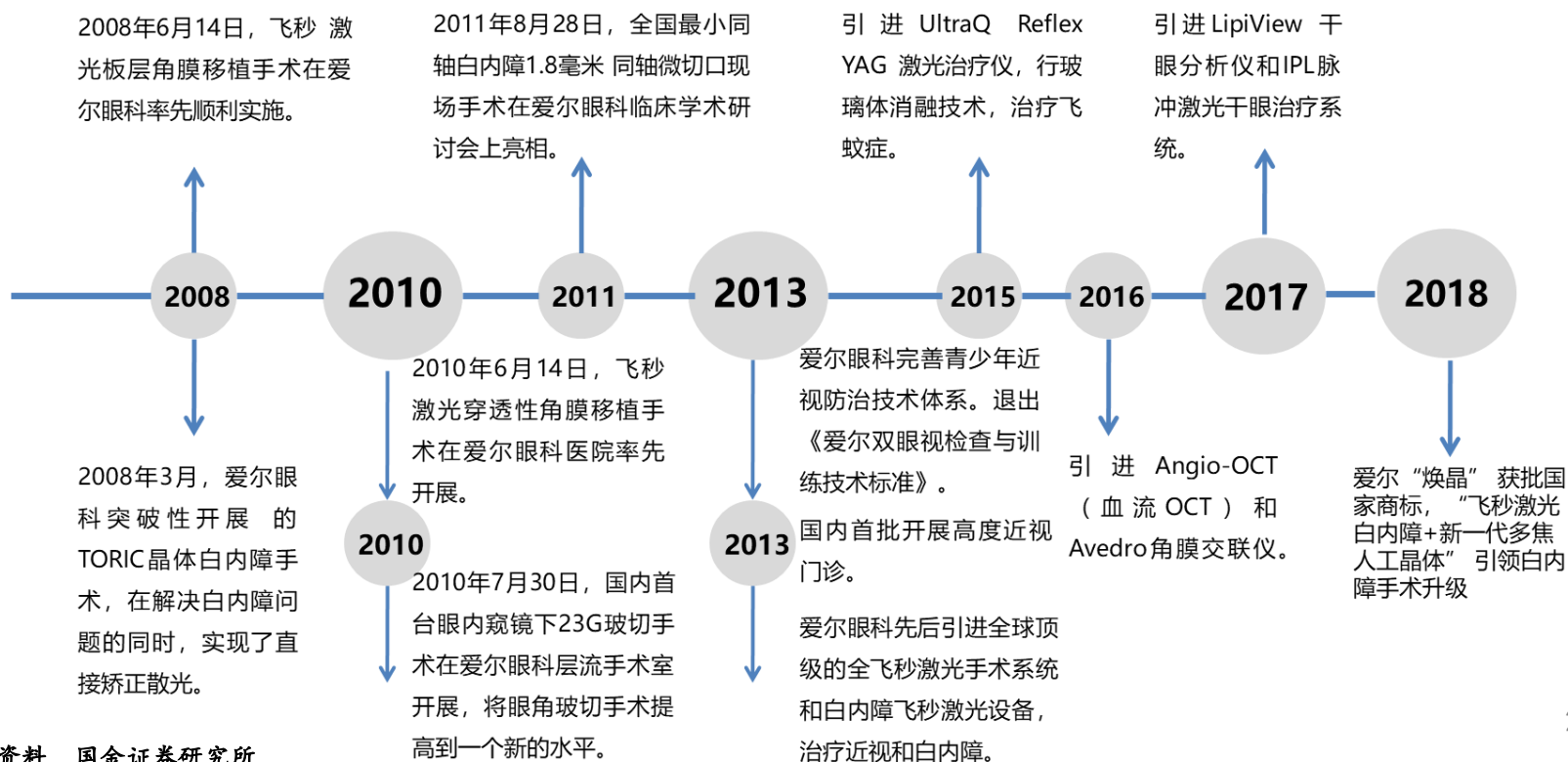
通策医疗：存济模式人才壁垒突出， 全国品牌扩张序幕开启

- “存济模式”打造高配置高粘性人才壁垒：医院平台突出，人才吸纳与培养两者兼备
- “存济模式”真正的用意在于人才建设和品牌效应两个方面。就短期来看，人才建设的作用将大于其品牌效应。“医学院附属三甲口腔医院”的设定符合医生对教研体系下的职称晋升诉求，在吸引人才的同时，也搭建了内化的人才培养体系，时间积累下有望形成梯队式人才供给。
- 品牌效应方面，六大旗舰城市逐一突破，各区域品牌本地化深度耕耘，联动下有望最终形成全国品牌。同时，医学院学术影响力为全国品牌奠定长期基础。



- 爱尔眼科通过先进手术和治疗设备的引进，将飞秒激光/准分子激光手术等医疗技术普及应用，率先在业务层面实现差异化。
- 公司注重眼科医疗技术发展，以接轨国际先进水平为目标，在屈光、白内障、视光等治疗领域持续更新迭代。
- 针对我国眼科医疗资源区域集中、分布不均的现状，公司独创的“分级连锁”模式所形成的多层次服务体系将优质的眼科医疗服务延伸至基层地区。

爱尔眼科：技术与设备引进历程



■ 爱尔眼科拥有与公立三甲医院可媲美的学术地位

- 在“两院、两所、两站”的科教研平台基础上，与近期设立的“角膜研究所”共同推动与国际顶尖医疗机构科研合作，进一步夯实了公司“产、学、研”一体化的战略布局，持续提升整体技术水平。
- 随着公司国际化战略的稳步实施，科技创新全球化布局的推进，公司共享全球眼科人才和眼科技术的进程将进一步加快。

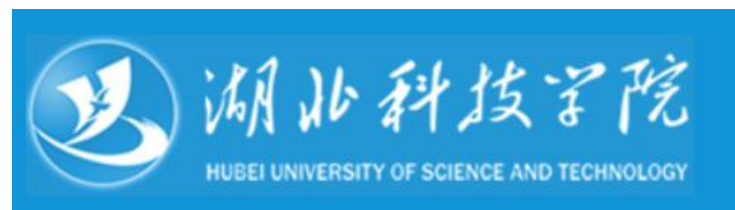
■ 校企办学已见成效，人才培养模式验证

- 中南大学爱尔眼科学院：改写了我国没有眼科医学院的历史，也是社会资本在医疗领域划时代的创举。



- 截止2018年7月，中南大学爱尔眼科学院自2013年5月成立已累计招收研究生二百余人，为行业输送中高端眼科专业人才近百名，标志着著名高校与行业领先企业联合办学这一眼科专业人才创新培养模式已见成效。

- 湖北科技爱尔眼视光学院：以培养视光专业本科，专科人才为主，将打造为国内重要的视光人才培养基地之一。



- 由湖北科技学院与爱尔眼科医院集团股份有限公司合作共建、共同管理的二级学院(隶属湖北科技学院五官医学院)，是湖北省第三批高校改革试点学院。

■ 布局高端品牌美兆、奥亚，服务能力多维化：

- 公司致力于打造多品牌战略，实现从大众体检到高端体检市场的全面布局
- 美年健康先后收购了慈铭体检、美兆医疗，丰富了自身的品牌，进行了从大众体检到高端体检市场的全面布局。

大众品牌



中端品牌



高端品牌



来源：公司资料，国金医药整理绘制，国金证券研究所

- 不同的品牌之间市场定位不同，满足了不同层次健康人群的需求。随着消费升级和疾病防控意识的提升，高端体检是未来的发展趋势。
- 近期，公司根据整体战略，加大对合规运营、医质规范方面的力度和管理权重，加强信息化管理的投资和医疗专业人才储备建设，进一步提升完善内控体系，持续提高服务品质和医疗质量等级。医质合规与服务创新将强化公司的长期可持续发展能力。

美年健康：平台价值持续注入专业化附加值

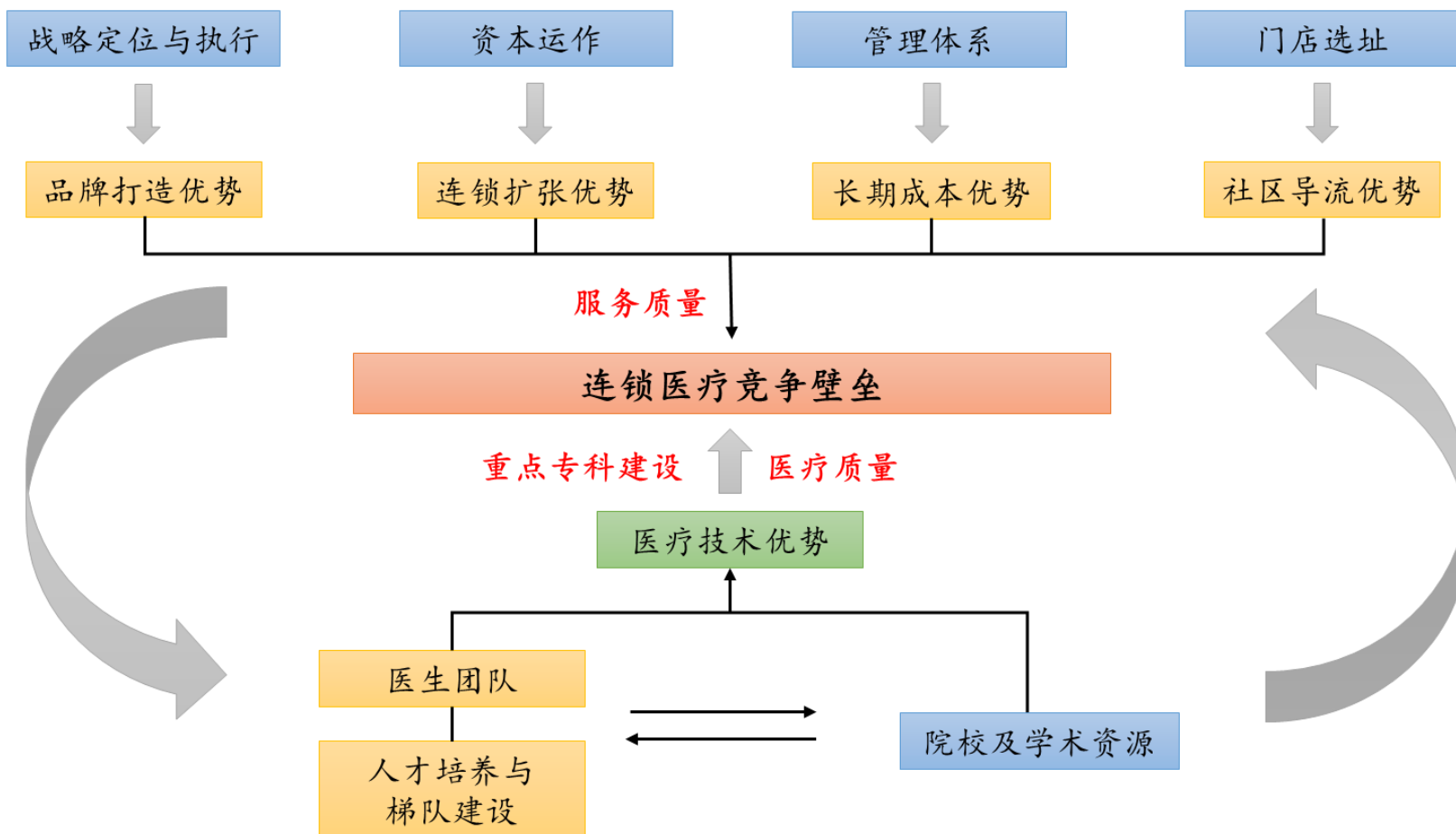
时间	合作方	合作项目	平台/渠道价值赋予美年健康更多专业化附加值
2016年7月	大象医生	远程读片服务	美年健康将影像设备与大象医生的影像平台对接，由大象医生提供具备相应资质的医生来提供远程影像阅片服务。对于CT、核磁、胶囊胃镜的远程阅片服务，大象医生将按阅片数量向体检中心收取服务费；未来也将为体检阳性检出患者和普通患者提供影像学专家的会诊服务。目前大象医生的日读片量已经超过5000张。
2017年4月	万东医疗	医学影像、人工智能等方面的远程医疗合作	美年健康与万东医疗各自在远程医疗方面进行了成功探索，2018年3月，万东医疗子公司万里云目前在医学影像、人工智能方面与美年大健康开展了试点合作。双方未来可以进行相关方面的资源共享，包括读片专家、患者/受检者、第三方影像中心等。
2018年2月	国家呼吸临床研究中心 中日友好医院呼吸中心	体检人群呼吸疾病筛查及管理项目合作协议	双方就体检人群呼吸疾病的筛查、诊治、随访和队列研究等达成战略合作共识，就肺功能检测和胸部低剂量CT（LDCT）检查纳入常规体检范畴，并与国家级呼吸专科医联体内的医疗机构诊疗服务全面对接，创新性建立“体检中心-专科医联体”的“筛查-诊疗”模式。
2018年4月	联络智能	睡眠检测产品纳入团检及个检的体检套餐中	全力打造睡眠呼吸监测业务，已经完成在美年体检门店中主要三大区域——华东地区、西南地区以及华南地区的战略布局
2018年5月	诺华制药（中国）	眼科及中枢神经系统疾病	双方将率先在眼科及中枢神经系统疾病领域开展深度合作，共同探索全病程管理与数字化医疗的创新模式，挖掘大数据在新药研发领域的应用价值，形成单病种闭环管理模式以及探索全病程管理与数字化医疗。
2018年5月	唯医、大象医生	骨科领域“体检-诊疗-健康管理”闭环，推进中国骨科病症的早期预防的发展	共同建立骨科疾病体检筛查标准、人工智能辅助诊断、开展远程医疗及患者转诊、打造国内骨科领域专业医疗服务闭环。组织骨科专家，逐步建立骨科细分领域检查标准；美年体检分院落户骨科相关体检筛查项目；三方利用远程医疗、人工智能辅助诊断的互补优势，共享数据，共同开展人工智能阅片，筛查所得数据由大象医生进行分析诊断形成报告，异常者进一步转诊到唯医专家线上平台。
2018年11月	华润JCI医院管理（北京）有限公司	JCI国际认证框架协议	双方将就JCI理念的医疗质量和安全改进及相关JCI评审工作展开全方位合作。美年大健康与JCI此次战略合作的达成将推动中国预防医学及健康管理事业的进一步发展，促使美年与国际一流的服务标准接轨，进一步提升体检中心在经营管理制度、工作流程及医疗安全等方面的工作水平，是美年大健康在实现专业化、标准化的同时，进一步走向国际化的重要一步。
2018年12月	平安好医生、中国人保财险、优健康、大象医生	美年好医生	该产品开启了美年健康从体检服务向闭环式医疗服务模式迈进的重要一步。“美年好医生”包括五大核心服务：全面体检、健康银行、健康咨询、就医直通与保险保障。



(四) 核心竞争力护航，优质龙头强者恒强

■ 我们认为，专科连锁医疗模的竞争壁垒由两个维度的竞争优势组成：

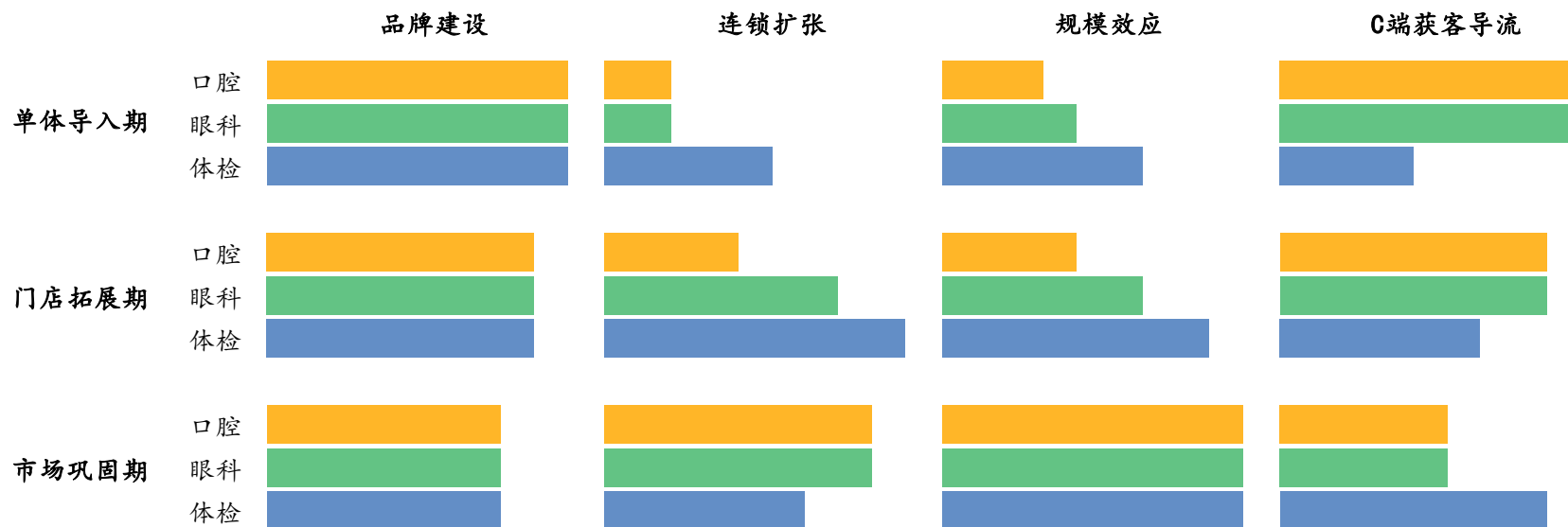
- 1) 围绕医疗质量与技术：院校及学术资源，人才梯队及培养体系；
- 2) 商业模式中各盈利支持环节的关键点：战略定位与执行、资本运作、管理体系和门店选址。



医疗技术维度：不同核心竞争力依赖程度



商业模式维度：核心要素在不同发展时期的重要程度

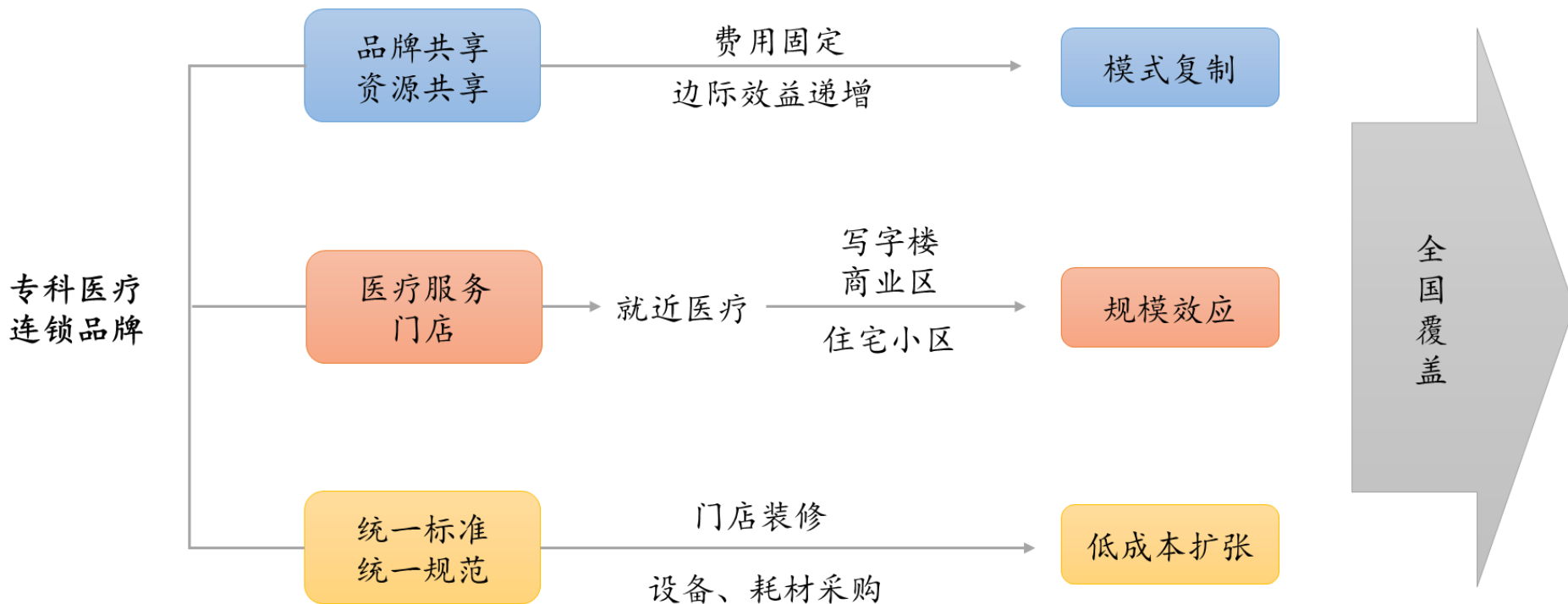


行业龙头竞争壁垒的构筑情况

行业龙头	健康体检 美年健康	眼科服务 爱尔眼科	口腔服务 通策医疗
	全国性品牌	全国性品牌	区域医院集团战略
品牌定位	<p>打造多品牌战略，实现从大众体检到高端体检市场的全面布局，服务能力多维化</p> <p>大众品牌：美年健康、慈铭体检 中端品牌：慈铭奥亚 高端品牌：美兆医疗</p>	<p>眼健康生态圈</p> <p>连锁网络生态、眼健康互联网+生态、国际化生态、科技创新生态、医疗金融生态</p>	<p>区域医院集团战略：旗舰总院+分院</p> <p>浙江省：杭口+宁口优势旗舰医院 全国：存济医学院附属口腔医院</p>
	参股模式+并购基金 撬动社会资源	体外并购基金+合伙人计划 助力医院城市布局下沉	投资基金助力全国发展 蒲公英计划加快省内下沉
资本运作	<p>利用并购基金盘活资金，加速布局美年、慈铭、奥亚、美兆多个子品牌上市公司以参股的方式与大股东/产业并购基金/投资机构一同出资设立体检机构。待体检机构符合上市公司收购要求时就注入上市公司</p>	<p>公司于2014年开始设立并购基金，在体外开设医院。体外医院达到一定成熟期后，再分批注入上市公司。首批体外培育眼科医院纳入上市公司，并购基金孵化项目落地</p>	<p>浙江省内：1) 赢湖创造与赢湖共享共同参与投资了9家口腔医院，其中杭口分院有7家，宁口分院2家；2) 蒲公英计划推行加速省内扩张</p> <p>全国：通策口腔医疗投资基金定向投资建设北京、武汉、重庆、成都、广州和西安六家大型口腔医院</p>
门店数量	400+	250+	30+
成熟门店内生增速	平均客单价提升5-10%	2018H1前十大医院收入增长约24%	成熟期牙椅单产增速15-20%
扩张战略	<p>各线城市门店布局均衡，网点集中于一二线城市，三线、四线城市已实现多点布局，并已优先下沉到五线城市</p>	<p>并购基金注入</p> <p>近三年增长点看地级市医院</p>	<p>未来3-5省内蒲公英计划下沉</p> <p>体系外培育异地大学口腔医院</p>
管理体系	长期成本优势，标准化管理，集采优势，HIS系统、ERP系统等管理系统支持，规模效应等		
医疗技术	<p>横纵向产业链延伸的平台与渠道价值：体现在筛查项目，集约读片，专科医联体等多维度体检质量的提升</p>	<p>“产、学、研”一体化的战略布局，“两院、两所、两站”+“角膜研究所”造就强势科研平台，国际合作联动。通过集团学术委员会各学组的日常组织和医院的高效联动，持续增加人才储备，完善人才培养体系</p>	<p>公司已与国内外八所院校建立了战略合作关系，形成丰厚的人才储备和临床技术积累。与院校共建医学院附属口腔医院一方面内化人才培养体系，形成核心技术的人才建设梯队，另一方面教研体系的大医院平台有助于人才吸引。</p>



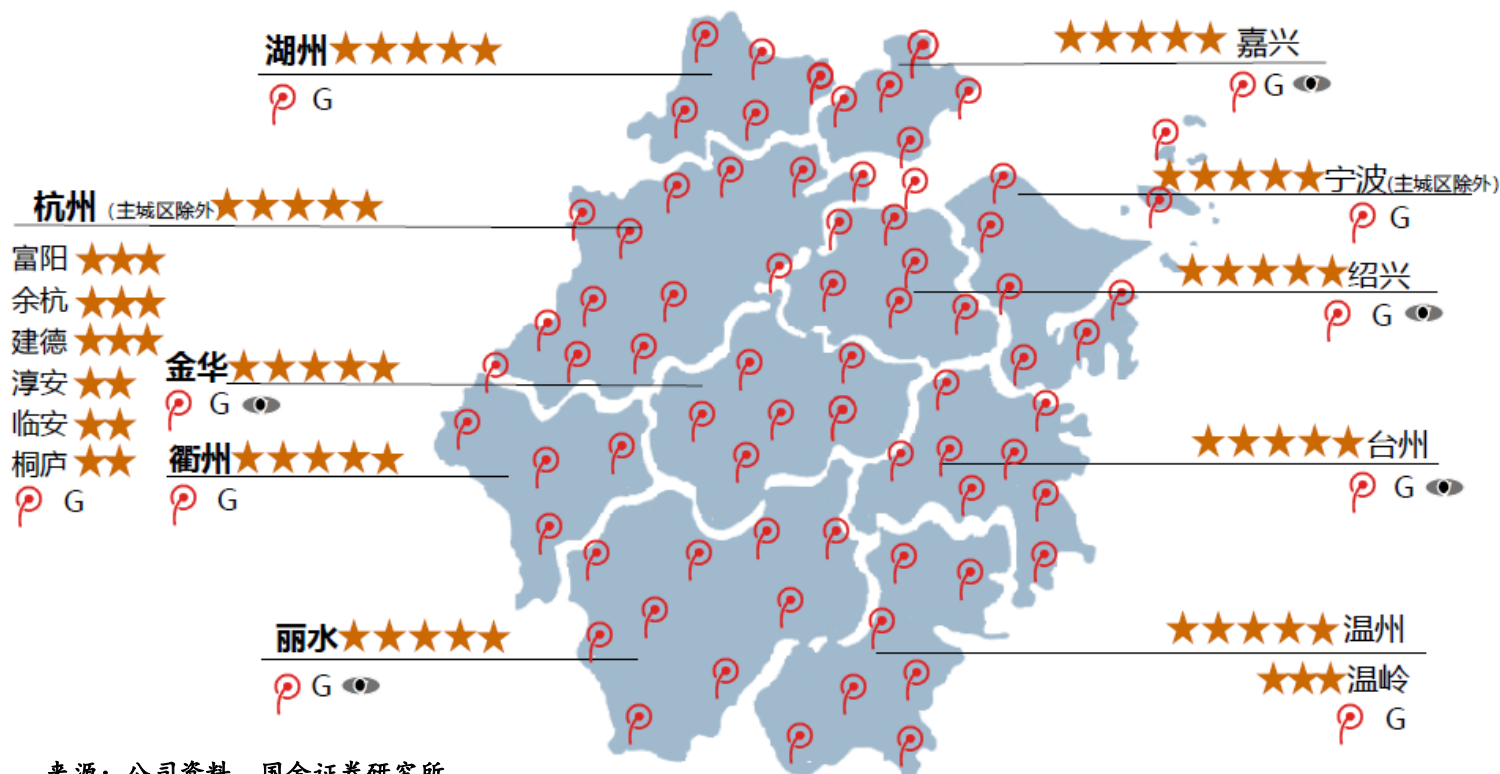
(五) 聚焦渠道下沉，释放基层医疗需求



- 医疗资源积淀是蒲公英计划推行基础。经过十一年的发展，杭州口腔医院已经在浙江省奠定了坚实基础，已到收获时节。
- 2018年6月，公司正式推出蒲公英计划，由杭口集团在浙江省内的各县市区（不含杭州市主城区和宁波市主城区），联合各地有威望的口腔医生，投资建设杭州口腔医院分院的创业活动计划。全面推进蒲公英计划是杭口集团未来3-5年的最重要的任务。

■ 蒲公英计划发展规划

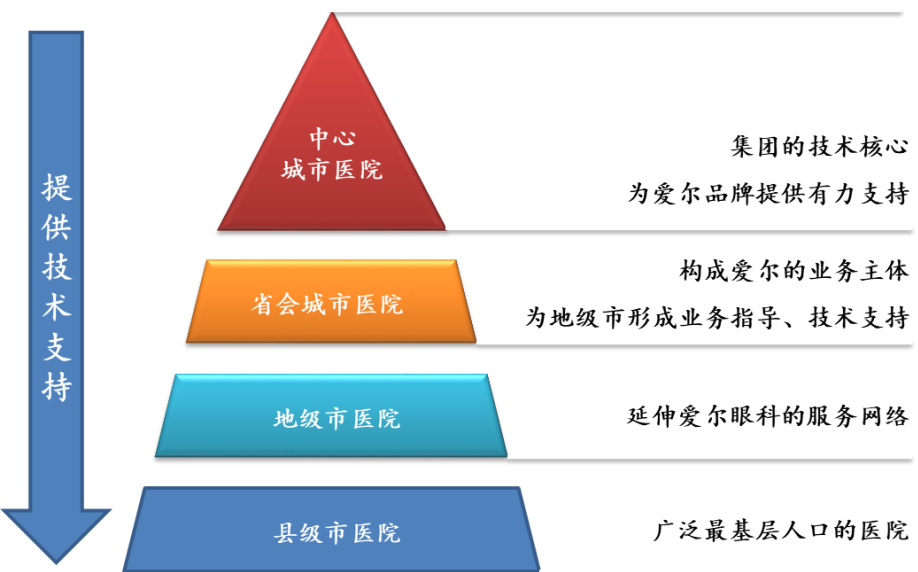
重要性 ★ 蒲公英计划 P 医生集团 G 眼科 E



爱尔眼科：分级连锁，构建多层次网络布局

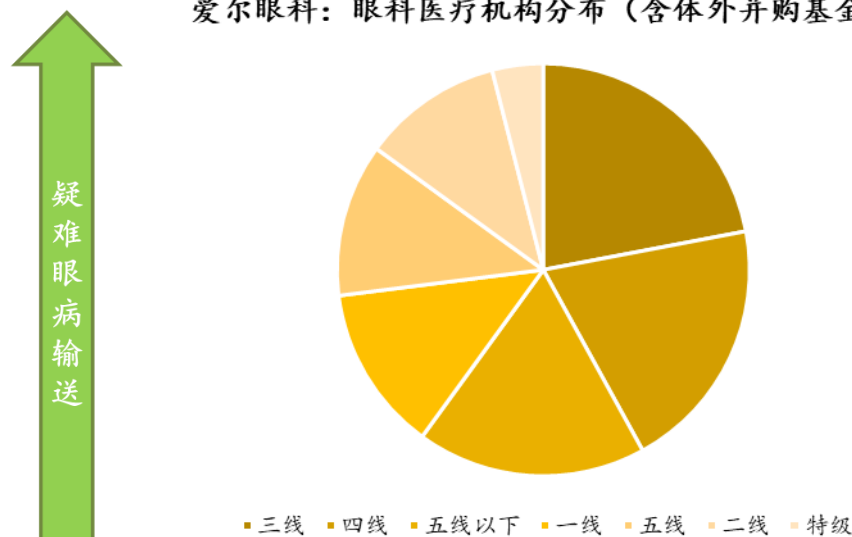
- 基于我国眼科医疗服务行业“全国分散，地区集中”的现状，创造性的确立了“分级连锁”发展模式。

- 根据我们的推算，爱尔眼科的眼科医院（算上体外并购基金培育）在三线及以下城市的占比已达到70%。



来源：公司资料，国金证券研究所

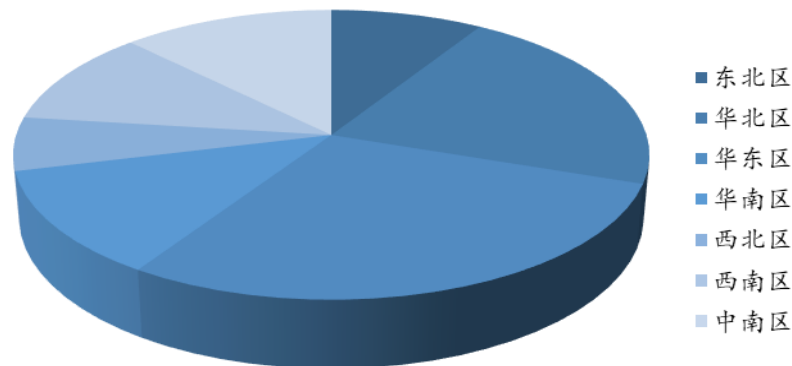
爱尔眼科：眼科医疗机构分布（含体外并购基金）



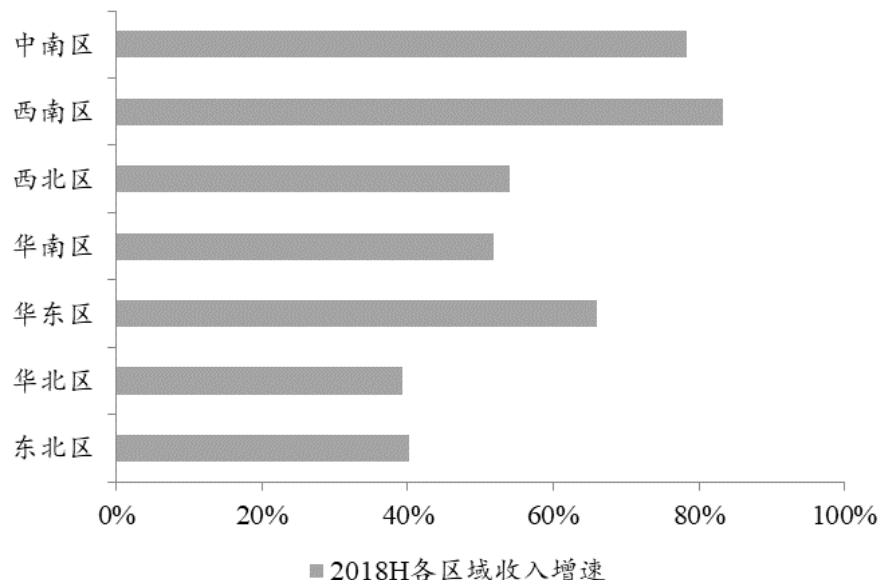
来源：公司公告，国金医药测算，国金证券研究所

- 针对该行业特征，公司从发达地区不断向发展中地区扩张。
- 我国大部分专业体检机构集中于一线城市和比较发达的省会级城市，二、三线城市相对较少，四线五线城市薄弱；公立医院下属体检中心大部分集中在一二线城市，三四线城市相对较少、且专业化程度、服务能力不高。
- 公司率先实现了全国重要城市的布点。从2016年下半年开始，公司的新开体检中心就重点聚焦在三线（及以下）城市。
- 目前公司网点集中于一二线城市，三线、四线城市已实现多点布局，并已优先下沉到五线城市。
- 就体检中心数量而言，公司各线城市门店布局均衡，形成了较为完善的体检网络。
- 截止2018年半年报，公司各区域营收比重分布均衡，各区域上半年营业收入均有不同程度的提升。

图表：美年健康2018H各区域收入占比



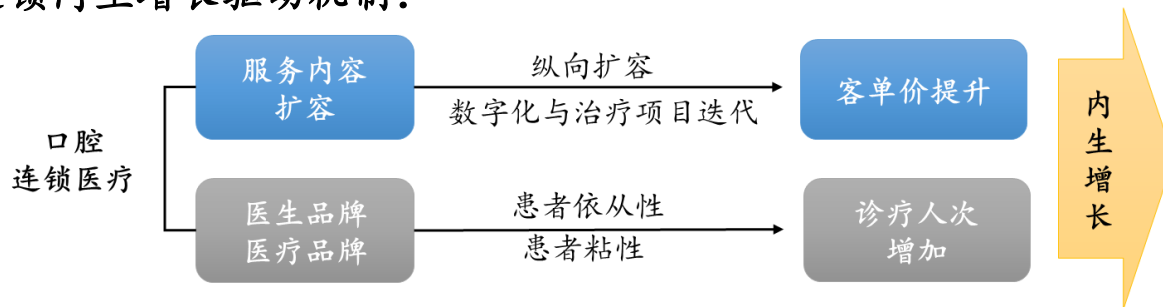
图表：美年健康2018H各区域收入增速





(六) 量价逻辑未变，注入内生造血能力

■ 口腔专科连锁内生增长驱动机制：



■ 纵向扩容案例：医疗技术与材质突破，美观需求提升，正畸方式多元化

- Hibeauty隐秀是通策集团创立并整合口腔临床医学、数字化口腔、生物力学、网络云和工业4.0等技术打造的全流程数字化正畸生态系统。
- 隐秀隐形矫治通过计算机三维成像，对错颌畸形模型进行模拟矫正，在模拟牙齿移动过程中制作一系列上下牙列的定制式隐形矫治器。利用定制式隐形矫治器的弹性，逐渐矫正错颌的牙齿。

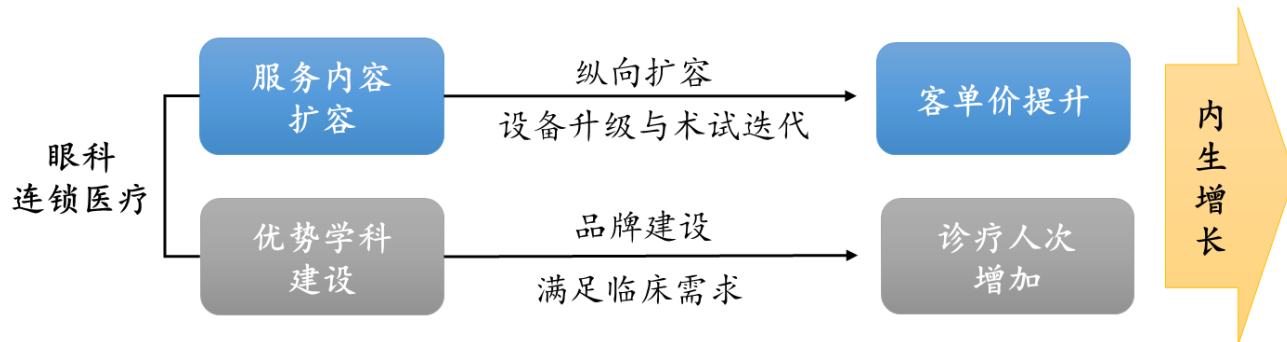


图表：不同正畸方式梳理对比

矫治类型	常规钢丝托槽矫治	透明陶瓷托槽半隐形矫治	舌侧隐形矫治	透明牙套隐形矫治
原理	通过粘固剂将矫正附件粘固于压面，将金属托槽和钢丝加装到牙齿上，由医师定期手工调整加大压力，长时间佩戴可达到矫正效果	通过陶瓷托槽挤弓丝等装置矫正	将矫治器安装与牙齿舌侧面矫正牙齿	通过透明的可自行摘带的无托槽隐形矫治器矫正牙齿
美观	牙面清晰可见钢丝托槽，对美观有一定影响	托槽几乎透明，隐蔽性好	矫治器在舌侧，外观无痕	矫治器透明，难以察觉
卫生	托槽和弓丝上残留碎渣，滋生细菌	托槽和弓丝上残留碎渣，滋生细菌	托槽和弓丝上残留碎渣，滋生细菌	可自行穿戴，易于清洁
舒适	牙套中弓丝和托槽会刺激口腔，造成异物感	牙套中弓丝和托槽会刺激口腔，造成口腔磨损	牙套中弓丝和托槽会刺激口腔，造成异物感	没有托槽与弓丝，无不适感
时间	2年	2年	2年	12-18个月
价格	价格最低廉	大于钢丝矫治，小于隐形矫治	最贵	较贵，国外品牌在40000~60000元不等

来源：公开资料整理，国金证券研究所

■ 眼科服务内生增长驱动机制：



■ 纵向扩容案例：近视激光矫正手术的迭代与升级

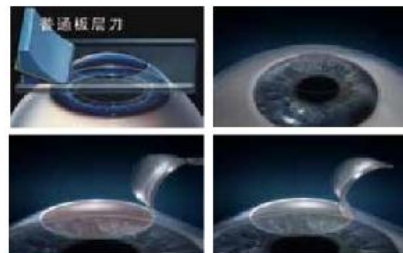
传统LASIK与飞秒LASIK的特点示意图

传统LASIK用机械刀对角膜制瓣后，进行准分子激光切削；

飞秒LASIK用飞秒激光对角膜制瓣后，进行准分子激光切削。

传统LASIK、飞秒LASIK，均需要对角膜制瓣，存在缺点：

- 制瓣对角膜生物力学改变较大
- 制瓣对角膜神经损伤较多
- 角膜瓣术后层间愈合较差



全飞秒激光近视手术特点示意图

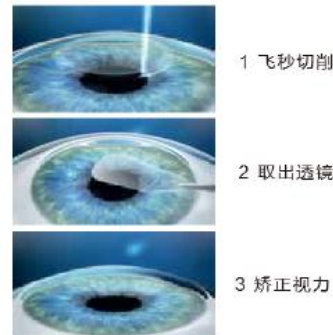
精确、微创、无刀

全飞秒激光微小切口透镜切除术

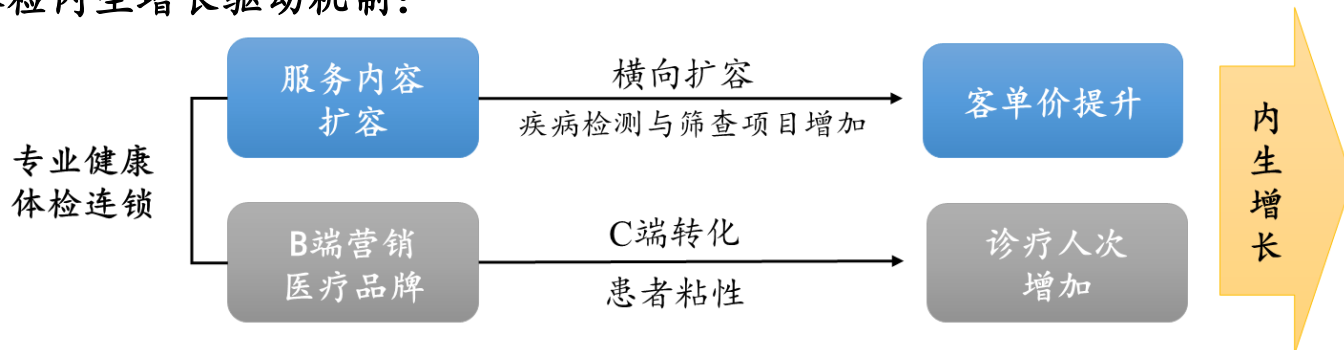
步骤 1：制作角膜基质透镜和一个微小的角膜切口（3mm），无需制作角膜瓣。

步骤 2：通过小切口取出角膜基质透镜组织，因为没有制作角膜瓣，所以角膜周边的神经没有被切断，角膜的生物力学和病理损伤小，较传统LASIK治疗有很大的改善。

步骤 3：取出基质透镜后角膜屈光力就得到了精确的重塑。



健康体检内生增长驱动机制：



横向扩容案例：美年健康渠道价值的兑现，新筛查项目的嫁接

➤ 叠加项目：胶囊胃镜

➤ 内容：旨在解决早期肠胃检查的体检痛点，避免一般检查使用插管胃镜对器官的拉伤影响。

➤ 套餐形式：3650套餐等



◆ 叠加项目：基因检测

➤ 内容：30+基因检测套餐，覆盖人体14个系统，1000多种疾病，3000多项指标。

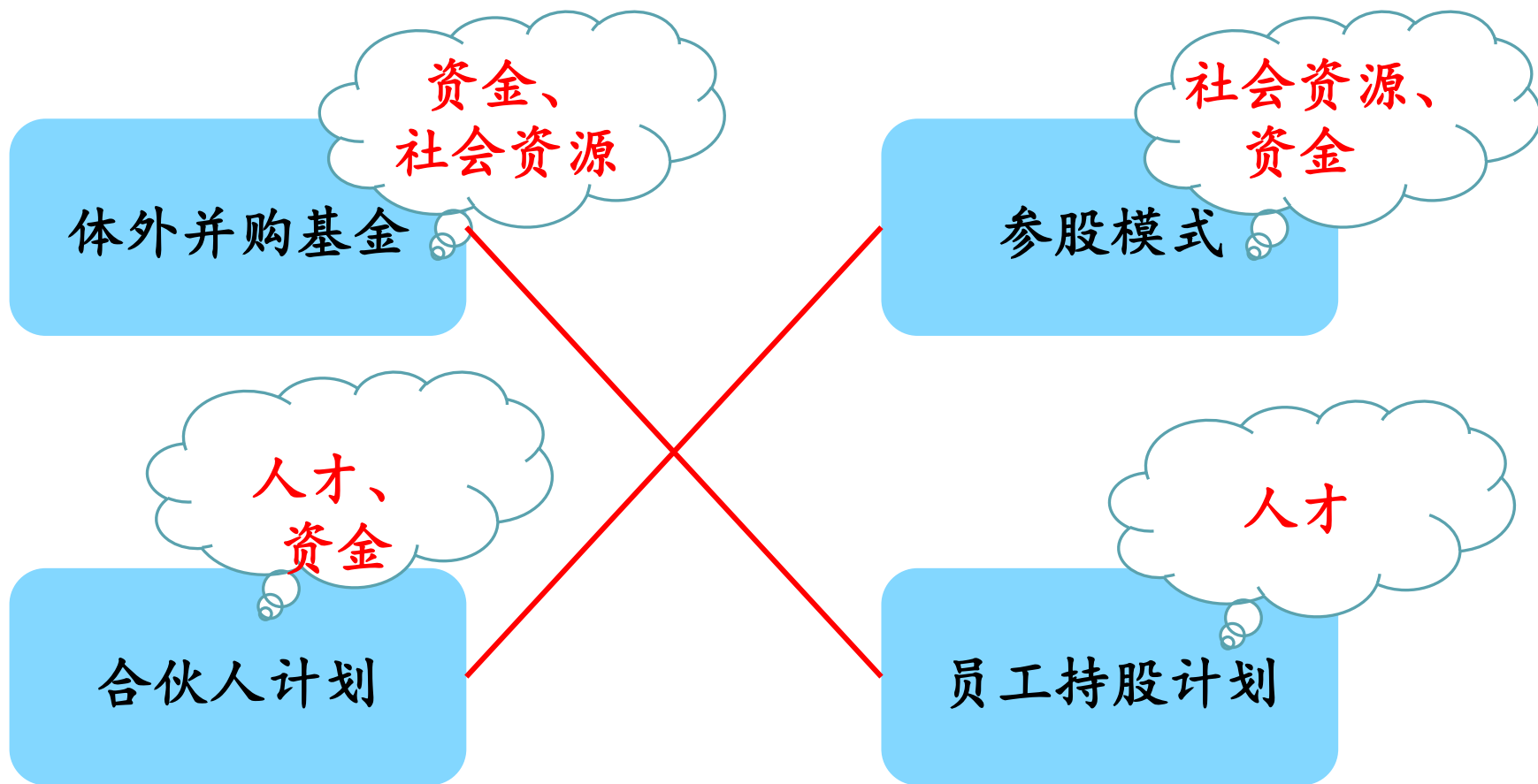
➤ 套餐形式：八大肿瘤筛查专项卡等





(七) 成长逻辑延续，连锁医疗价值依旧

- 研究三个公司的发展脉络，我们能够看出，各公司的扩张复制均离不开资本市场的大力支持。各公司也积极运用资本杠杆，例如，体外并购基金、参股模式、合伙人计划、员工持股计划等，调动资本和各方资源，规避培育期对业绩拖累影响的同时，实现稳健增长。



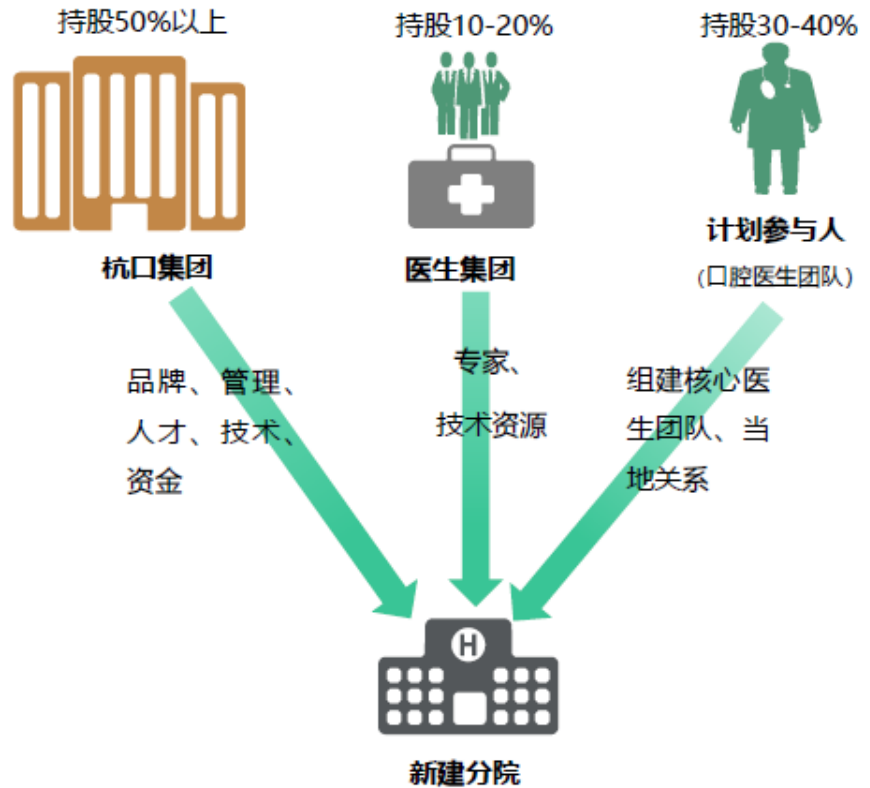
图表：各连锁服务业态投资金额等要素分析

	美年健康	爱尔眼科	通策医疗
共同点	医疗属性、受卫健委（原卫计委）监管		
专业领域	体检	眼科	口腔
占地（平米）	2000	3000	3000-3500
初始投资额（万）	1500	3000	2000-2500
培育期（年）	1-2年	省会医院一般3-4年 地级医院2-3年	2-3年
成本回收期（年）	2-3年	5-6年	5-6
单店产能限制因素	B超检线	手术设备台数 视光验配医师数	牙椅数 种植室/手术室
成熟期净利率	25%	30%	30%
单店盈利能力	C端客户转化 C端比重提升	高附加值业务占比： 屈光、视光、白内障	高附加值业务占比： 种植、正畸、儿童口腔
关键因素	品牌、可复制、规模效应		
政策监管	较松		
产业链中的话语权	较强	较强	较强
风险点	管理水平、扩张能力、资金风险		

来源：公司公告、草根调研，受限于样本的差异，仅供参考，国金证券研究所

- 2017年新院步入收获期，2018年起将梯队式步入业绩释放期，成为营收新增量。
- 杭口品牌效益显现，公司旗下口腔医院培育期缩短，由平均4年缩短至2.5年。
- 目前，医院经营周期分布比较健康，为蒲公英计划奠定业绩基础。
- 该模式下，实质将口腔医生变成了公司的事业共同体，同时通过股权安排将医生和公司形成了利益共同体。而医生资源又是作为公司的优势加分项，使该模式具备可复制性，有望加速公司扩张。

由杭口集团、医生集团与计划参与人共同出资，在计划参与人当地新建建设杭口分院。



来源：公司资料，国金证券研究所

- 考虑到直接由上市公司新建医院，要承受2—3年左右的亏损期，因此直接由上市公司新建医院可能对当期业绩造成一定拖累，公司于2014年开始设立并购基金，在体外开设医院。体外医院达到一定成熟期后，再分批注入上市公司。
- 公司参与设立的体外并购基金包括：北京华泰瑞联并购基金中心(有限合伙)、深圳前海东方爱尔医疗产业并购基金、湖南爱尔中钰眼科医疗产业并购投资基金、南京爱尔安星、湖南亮视交银眼科医疗合伙企业、宁波梅山保税港区盈韵轩投资管理合伙企业、宁波力合共创医疗产业投资合伙企业(有限合伙)、湖南亮视长星医疗产业管理合伙企业(有限合伙)等。
 - 首批体外培育眼科医院纳入上市公司，并购基金孵化项目落地
 - 9家医院中有两家是湖南中钰体外培育、7家为深圳前海东方体外培育，并入上市公司。

项目类型	项目名称	收购医院 股份比例	项目投 资总额
眼科医院 收购项目	滨州沪滨爱尔眼科医院	70%	20,885
	朝阳眼科医院	55%	3,725
	东莞爱尔眼科	75%	9,848
	泰安爱尔光明医院	59%	3,014
	太原市爱尔康明眼科医院	90%	5,830
	佛山爱尔眼科医院	60%	3,536
	九江爱尔中山眼科医院	68%	3,106
	清远爱尔眼科医院	80%	2,645
	湖州爱尔眼科医院	75%	5,426
	合计		58,013

美年健康：参股模式+并购基金撬动社会资源， 合理调节扩张速度强化长期发展力

公司下属子公司与嘉兴信文淦富拟投资体检中心总体情况

序号	公司名称	投资方式	投前信息 (万元)			本次转让、增资金额		投后信息			
			注册资本	美年占比	他股东占	转让	增资	注册资本	美年占比	基金占比	其他股东占比
1	青岛美年	股转+增资	617	19%	81%	1,216	1,500	2,117	19%	81%	
2	台州美兆	股转+增资	1,975	19%	81%	468	1,800	3,160	12%	47%	41%
3	济南美年	股转	1,800	10%	90%	1,620		1,800	10%	90%	
4	天津慈爱	股转	1,000		100%	1,000		1,000	10%	90%	
5	南京美楷	股转	1,800	10%	90%	1,620		1,800	10%	90%	
6	郑州美健	股转	2,000		100%	2,000		2,000	10%	90%	
7	邵阳美年	股转	1,500	16%	84%	1,260		1,500	16%	84%	
8	儋州美年	股转	2,000	19%	81%	820		2,000	19%	41%	40%
9	永州美年	股转	1,500	16%	84%	900		1,500	16%	60%	24%
10	深圳美阳	股转	1,800	10%	90%	1,620		1,800	10%	90%	
11	天津奥亚	股转	3,600		100%	3,600		3,600	10%	90%	
12	广州美宜	增资	4,083	19%	81%		3,100	6,427	12%	36%	51%
13	深圳奥亚	增资	3,101	14%	86%		6,147	4,857	9%	36%	55%
14	吉林昌邑美年	增资	841	17%	83%		778	1,619	9%	48%	43%
15	长春奥亚	增资	700		100%		2,300	3,000	10%	51%	39%
16	上海美楷	增资	500	100%			4,000	4,500	11%	56%	33%
17	青岛奥亚				新设			3,000	10%	70%	20%
18	花都美年				新设			1,800	10%	41%	49%
19	增城美年				新设			1,800	10%	41%	49%
20	广州科学城美年				新设			1,800	10%	51%	39%
21	广州奥亚				新设			3,000	10%	90%	39%
22	莆田美年				新设			1,800	10%	51%	39%
23	上海美嘉				新设			2,500	10%	90%	
24	上海美富				新设			2,000	10%	51%	
25	金山美年				新设			2,000	10%	90%	
26	奉贤美年				新设			2,500	10%	90%	
27	武汉大健康				新设			5,400	15%	85%	
28	太仓美年				新设			2,000	10%	41%	49%
29	东莞美年				新设			1,800	10%	90%	
30	龙泉美年				新设			1,800	10%	90%	
31	成都万达美年				新设			1,800	10%	90%	
32	颍上美年				新设			1,600	10%	41%	49%
33	杭州慈铭				新设			1,800	10%	90%	
34	桐庐美年				新设			1,500	10%	41%	49%
35	清远奥亚				新设			3,000	10%	41%	49%
	合计		28,817			16,124	19,625	85,581			

- 美年健康利用参股模式与并购基金盘活资金，加速布局美年、慈铭、奥亚、美兆多个子品牌。
- 2018年8月以来，公司根据整体战略，更加注重稳健长期发展，合理调节扩张速度，强化公司的长期可持续发展能力。
- 在合理扩大业务规模的同时，加大对合规运营、医质规范方面的力度和管理权重，加强信息化管理的投资和医疗专业人才储备建设，进一步提升完善内控体系，持续提高服务品质和医疗质量等级。



(八) 投资建议、风险提示

行业观点：

- **拥抱新趋势，连锁医疗迎黄金发展期：**当下，疾病谱的衍变与新消费观的认知强化使国民的疾病治疗意识和医疗的消费属性实现双提升，在国民健康需求下沉具备客观条件的前提下，带动我国健康刚性需求扩容背景下保持高增长。随着社会办可独立设置医疗机构对更多业态的加速放开以及“国家级”标准的配套发布，使专科连锁模式在扩张层面更加有据可依，商业模式领先的连锁医疗迎来新一轮发展机遇。
- **格局出清，可复制性联动细分行业价值链重构：**业务属性是决定行业可复制性的先导因素。眼科服务与健康体检借助可复制性优势已优先于口腔服务验证全国扩张，竞争格局出清。当前，口腔行业正处于集中度逐步提升，以区域品牌主导，极力构筑竞争壁垒的变革时代。随着3D数字化辅助系统在口腔诊治应用范围的扩大，以及对资本投入带来技术提升和高端设备升级依赖度提升，口腔可复制性难度出现突破性转折，上下游供需端联动下口腔产业链价值重构。
- **成长逻辑，连锁医疗价值依旧：**行业新趋势明晰，以通策医疗（口腔连锁）、爱尔眼科（眼科连锁）、美年健康（体检连锁）为代表的优质龙头价值依旧，竞争优势显著，以其专业度、可复制化模式维持稳定增长，成长逻辑延续。

投资建议：

- 口腔服务、眼科服务以及健康体检是我们未来看好的受益消费升级的朝阳细分领域。在新消费观驱动下，我国健康需求增量市场进一步扩容。我们看好连锁医疗行业的成长空间和发展逻辑。我们建议关注商业模式领先，竞争壁垒显著的优质企业。相关A股标的包括通策医疗、爱尔眼科、美年健康。

- 本系列是市场上首份最具深度的连锁服务业态比较研究报告，因为以下原因难免有偏颇之处，敬请理解：
- 公司所在行业不同、业务不同、商业模式有所不同，单纯财务层面的比较会有失偏颇；
- 文章内容包含部分基于主观判断的板块比较和推断；
- 不同公司的发展特性和发展周期可能存在抽样误差；
- 不同公司的盈利预测、估值方法仅做研究探讨使用；

- **风险提示：**
- 各公司实地调研带来的各公司异地扩张能力主观判断差异；
- 由于各公司的服务中心数量多、存在抽样分析与预测风险；
- 医疗服务行业、医改政策风险、管理风险、人才流动风险；
- 突发医疗事故等行业风险对龙头公司的后续经营放缓导致业绩低于预期等影响、技术的风险；
- 宏观经济发展程度对各医疗服务公司中心下沉至三线城市以下的影响风险等。
- 股票质押风险；限售股解禁的流动性风险。



(九) 附录：
服务业务与关键财务指标对比

行业龙头：服务业务对比

	美年健康	爱尔眼科	通策医疗
所在行业	健康体检	眼科	口腔
现有行业规模	约1200亿	约1000亿	约900亿
总市值（亿元）	467.61	700	143.23
2018H并表中心数量	228	100	26
2018H体外中心数量	202	150+	6
2017年门诊量（万人次）	2000+	500 (手术量：52)	158
2017年平均客单价	B端：~400	全飞秒：18800	750
	C端：400-3650	白内障：6000 视光：~1000	
非公立规模占比	约25%	约20%	约50%
民营替代公立的难度	★	★	★★
民营龙头集中度	★★★★	★★★★	★★
销售模式	B2B2C+B2C	B2C	B2C
业务是否交叉	口腔	否	眼科
产业链可延展性	★★★★	★★	★★
其他业务延展/并购	频繁的新器械、 检测技术嫁接	海外眼科	数字正畸，眼科 综合妇幼，辅助生殖

来源：公司公告，国金医药整理，国金证券研究所

行业龙头：关键财务指标对比

	美年健康	爱尔眼科	通策医疗
成立时间	2004年	2003年	1995年
2018年营收端预计（亿元）	87.6	83.3	15.66
营业收入过往5年复合增速	50%	29.4%	25.5%
2018年利润端预计（亿元）	8.43	10.34	3.18
净利润过往5年复合增速	50%	34.0%	18.9%
经营性现金流（亿元）	14.45	13.30	3.47
预收款金额（亿元）	10.93	0.85	0.12
毛利率	47.0%	46.3%	41.4%
营业利润率	14.5%	18.6%	23.8%
归母净利率	11.0%	13.6%	17.5%
销售费用率	23.9%	13.0%	1.0%
财务费用率	1.8%	0.7%	1.0%
资产负债率	44.7%	41.2%	38.7%
ROE	12.5%	18.6%	23.9%
ROA	7.5%	11.9%	14.7%
存货周转天数	7.0	27.0	13.2
应收账款周转天数	65.6	24.1	9.1
应付账款天数	47.1	63.6	32.7

特别声明：

- 国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。
- 本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。
- 本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。
- 本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。
- 在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。
- 本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。
- 根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。
- 此报告仅限于中国大陆使用。

THANKS

2018/12/19



国金证券
SINOLINK SECURITIES

www.gjzq.com.cn