

医药生物行业专题研究

民营专科连锁医疗(以眼科、口腔为例) 渐入佳境

2019年09月30日

【投资要点】

- ◆ 从需求端看，口腔、眼科市场需求仍然很大；从供给端看，国际/国内先进技术与设备、社会资本介入、互联网信息化等推进相关专科快速发展。品牌效应推动诊疗人次的加快增长，技术更迭提升服务价格，发展模式可复制促进连锁化，友好的政策环境进行加持，共同促进行业的稳定较好增长。随着“跑马圈地”的不断推进，规模达到了一定程度，对于连锁医疗来说，更重要的是要做好精细化管理，提升盈利能力，控制好费用，真正发挥规模效应。

【配置建议】

- ◆ 眼科医疗龙头企业爱尔眼科；
- ◆ 口腔医疗龙头企业通策医疗；

【风险提示】

- ◆ 行业增长不达预期；
- ◆ 新设医院增长不达预期；
- ◆ 医疗安全事故；

东方财富证券
Eastmoney Securities
挖掘价值 投资成长

强于大市 (维持)

东方财富证券研究所

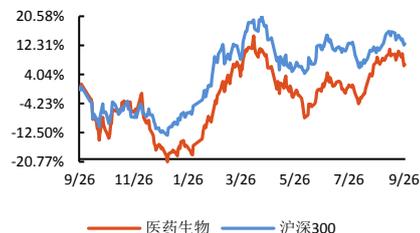
证券分析师：何玮

证书编号：S1160517110001

联系人：马建华

电话：021-23586480

相对指数表现



相关研究

《卫健委公布 118 个医联体试点城市名单，药品终端市场再迎分化》

2019. 08. 15

《2019H1 年疫苗批签发数据解读：法规政策逐步完善，行业需求徐徐释放》

2019. 08. 09

《首个治疗系统性红斑狼疮新药——贝利木单抗的国内上市申请获批》

2019. 07. 05

《鼓励创新、提高质量、保障用药》

2019. 07. 04

《第一批国家重点监控合理用药药品目录发布，药品使用结构调整》

2019. 07. 03

正文目录

1. 医疗服务大有可为	4
1.1. 医疗服务板块近十年增长强劲	4
1.1.1. 医疗服务行业享受高估值	4
1.1.2. 医疗服务企业增长迅猛	5
1.2. 专科民营医疗服务快速增长	8
1.2.1. 专科民营医院快速增长	8
1.2.2. 近年民营医院床位保持 20%速度增长	9
1.2.3. 卫生人员配备在不断完善	10
1.2.4. 专科民营医院诊疗/入院接待能力在增强	12
1.2.5. 社会卫生费用支出比例在提升	13
2. 为什么是民营专科连锁医疗?	14
2.1. 快速发展的眼科/口腔科	15
2.1.1. 市场空间大 潜在需求多	15
2.1.2. 品牌效应推动 诊疗人次增长	18
2.1.3. 技术更迭进行 提升服务价格	19
2.2. 友好的政策环境	20
2.3. 可复制的发展模式	22
2.4. 行业竞争格局良好	24
2.4.1. 民营眼科承担起更重要角色	24
2.4.2. 口腔市场目前比较分散	25
3. 配置建议	27
4. 风险提示	27

图表目录

图表 1: 近年医疗服务行业指数走出独立行情	4
图表 2: 医疗服务行业享有较高的估值 (PE)	4
图表 3: 医疗服务行业享有较高的估值 (PB)	5
图表 4: 医疗服务行业享有较高的估值 (PS)	5
图表 5: 申万医疗服务板块企业	6
图表 6: 医疗服务板块市值变化 (亿元, %)	6
图表 7: 医疗服务企业数量变化 (家)	6
图表 8: 医疗服务公司营收情况 (亿元, %)	7
图表 9: 医疗服务公司归母净利润情况 (亿元, %)	7
图表 10: 医疗服务行业集中度有提升之势 (%)	7
图表 11: 2018 年医疗服务公司 CR8 营收情况 (亿元)	7
图表 12: 我国民营医院增长较快 (家)	8
图表 13: 我国专科医院增长较快 (家, %)	8
图表 14: 2017 年我国医院分布情况 (家)	8
图表 15: 2017 年我国十大专科医院情况 (家)	8
图表 16: 2017 年我国公立医院分布情况 (家)	9
图表 17: 2017 年我国非公立医院分布情况 (家)	9
图表 18: 2017 年我国不同医疗机构床位情况 (万张)	9
图表 19: 2017 年我国医院床位增长情况 (万张, %)	9
图表 20: 我国公立/民营医院床位占比变化 (%)	10

图表 21: 我国公立/民营医院床位增长 (万张, %)	10
图表 22: 2017 年我国医院床位分布 (家)	10
图表 23: 2017 年我国专科医院床位分布 (家)	10
图表 24: 我国每千人口卫生人员情况 (人)	11
图表 25: 2017 年我国不同地区每千人口卫生人员 (人)	11
图表 26: 2017 年我国全科医生情况 (万人)	11
图表 27: 2017 年我国不同地区全科医生数量 (万人, 人)	11
图表 28: 我国执业 (助理) 医师构成情况 (%)	12
图表 29: 我国分科室执业 (助理) 医师占比 (%)	12
图表 30: 我国专科医院诊疗人次增速快 (亿人次, %)	12
图表 31: 我国民营医院诊疗人次增速快 (亿人次, %)	12
图表 32: 我国专科医院入院人数增长快 (万人, %)	13
图表 33: 我国民营医院入院人数增长快 (万人, %)	13
图表 34: 我国卫生总费用支出情况 (亿元, %)	13
图表 35: 我国人均卫生费用变化情况 (元, %)	13
图表 36: 我国卫生总费用构成变化 (%)	14
图表 37: 我国医保基金收支情况 (亿元, %)	14
图表 38: 我国医院次均医药费用情况 (元, %)	14
图表 39: 我国医院住院人均医药费用情况 (元, %)	14
图表 40: 爱尔眼科 9 年上涨约 15 倍 (%)	15
图表 41: 通策医疗 9 年上涨约 20 倍 (%)	15
图表 42: 公司营收情况对比 (亿元, %)	15
图表 43: 公司归母净利润情况对比 (亿元, %)	15
图表 44: 65 岁以上人群比例逐步上扬 (%)	16
图表 45: 55 岁以上群体年均医疗花费明显增加 (元)	16
图表 46: 城乡居民医疗保健支出能力提高 (元, %)	16
图表 47: 我国眼科行业市场规模达千亿 (亿元, %)	16
图表 48: 我国健康口腔行动方案	17
图表 49: 我国口腔行业市场规模近千亿元 (亿元, %)	17
图表 50: 2005-2016 年各专科医院收入 CAGR (%)	17
图表 51: 2005-2016 年各专科医院数量 CAGR (%)	17
图表 52: 眼科、口腔科单院投入相对低 (万元)	18
图表 53: 眼科、口腔科单院建筑面积相对小 (平方米)	18
图表 54: 爱尔眼科门诊量/手术量情况 (万人次, %)	18
图表 55: 通策医疗浙江区域门诊量情况 (万人次, %)	18
图表 56: 通策医疗正畸/种植业务增长良好 (百万元, %)	20
图表 57: 通策医疗平均客单价变化 (元)	20
图表 58: 近年主要相关政策	20
图表 59: “蒲公英计划”分院持股比例规划	23
图表 60: 通策医疗医院的的增长情况 (家)	23
图表 61: 爱尔眼科新设医院模式	23
图表 62: 爱尔眼科门店/门诊量增长情况 (家, 万人次)	23
图表 63: 专科连锁医疗有望成为民营医院的主要模式	24
图表 64: 我国眼科医疗诊疗/入院情况 (万人次, %)	25
图表 65: 我国眼科专科医院市场格局 (%)	25
图表 66: 国内部分主要眼科专科医院比较	25
图表 67: 我国主要口腔连锁医院情况	26
图表 68: 我国口腔医院诊疗情况 (万人次, %)	26
图表 69: 口腔相关公司对比 (亿元, %)	26
图表 70: 公司服务业务对比	27
图表 71: 公司关键财务指标对比	27
图表 72: 主要相关公司	27

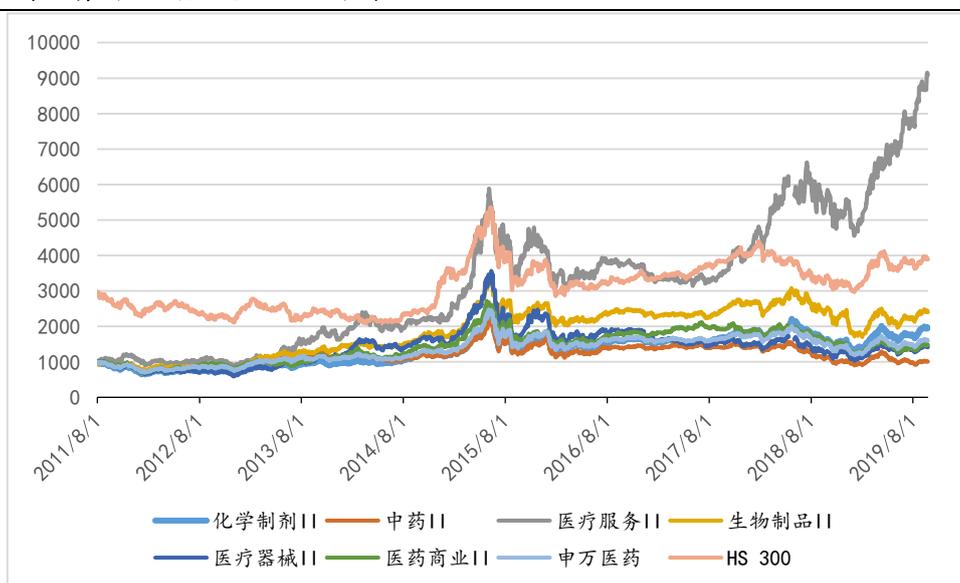
1. 医疗服务大有可为

1.1. 医疗服务板块近十年增长强劲

1.1.1. 医疗服务行业享受高估值

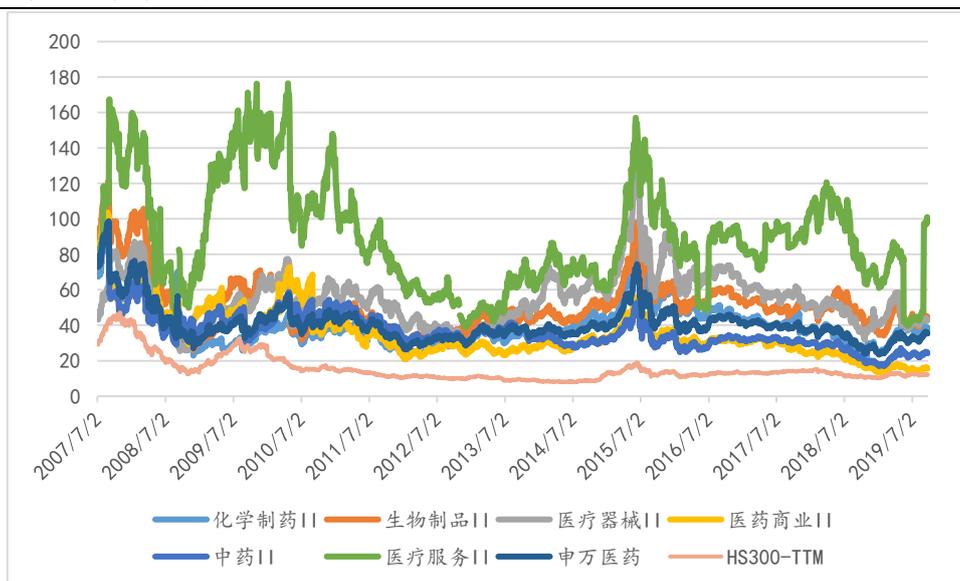
从历史来看，医疗服务行业指数相较于其他申万二级医药行业指数表现更佳，尤其是2018年以来，医疗服务行业走出一波独立行情。无论从PE、PB还是PS来看，医疗服务行业都享有较高的估值。

图表 1：近年医疗服务行业指数走出独立行情



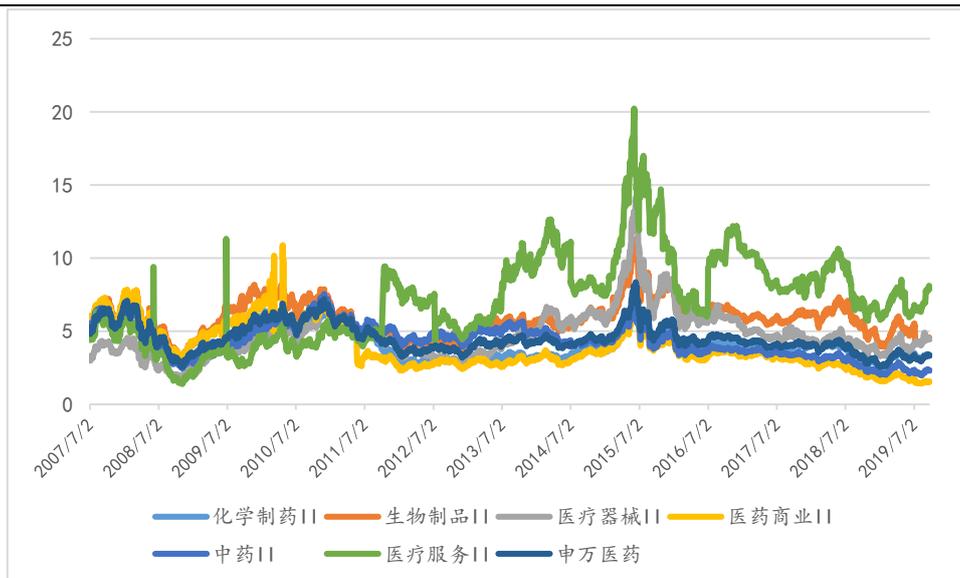
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 2：医疗服务行业享有较高的估值（PE）



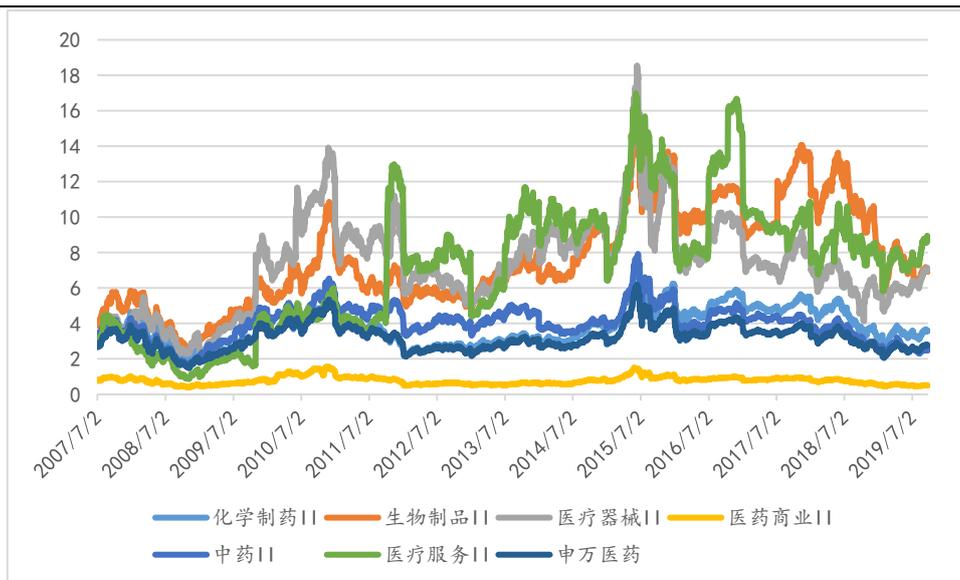
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 3：医疗服务行业享有较高的估值（PB）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 4：医疗服务行业享有较高的估值（PS）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

1.1.2. 医疗服务企业增长迅猛

截止 2019 年 9 月 23 日，按照申万二级行业分类，医疗服务板块共有 22 家公司，占比 A 股医药生物企业的 7.2%；市值合计 5068.67 亿元，占比 A 股医药生物企业的 11.9%。板块主要包括研发外包 CRO、专科连锁、检验/诊断服务，以及其他医疗健康/服务。本文将主要讨论以眼科、口腔为代表的民营专科连锁医疗服务。

图表 5: 申万医疗服务板块企业

证券代码	证券名称	主营业务	总市值 (亿元)	年初至今 涨跌幅 (%)	证券代码	证券名称	主营业务	总市值 (亿元)	年初至今 涨跌幅 (%)
603259.SH	药明康德	研发外包 CRO	1,352.74	55.46	603108.SH	润达医疗	IVD 综合服务	63.63	53.99
300015.SZ	爱尔眼科	眼科连锁医疗	1,093.22	75.37	000150.SZ	宜华健康	医疗/养老服务	54.24	-41.25
300347.SZ	泰格医药	研发外包 CRO	455.70	114.13	002219.SZ	恒康医疗	医疗服务	52.23	-18.60
002044.SZ	美年健康	体检	442.40	-4.81	300143.SZ	盈康生命	医疗健康	45.31	-8.69
600763.SH	通策医疗	口腔连锁医疗	319.68	110.03	600896.SH	览海投资	医疗健康	42.33	29.18
300759.SZ	康龙化成	研发外包 CRO	279.06	456.77	002524.SZ	光正集团	医疗健康	39.66	67.54
603882.SH	金域医学	检验/诊断外包	251.79	147.52	300404.SZ	博济医药	研发外包 CRO	36.23	138.52
000503.SZ	国新健康	医药电子商务	173.74	21.73	002173.SZ	创新医疗	医疗服务	29.47	-10.74
603127.SH	昭衍新药	研发外包 CRO	103.33	89.23	600721.SH	*ST 百花	研发外包 CRO	22.90	8.95
000516.SZ	国际医学	医疗服务	95.79	-0.10	000509.SZ	华塑控股	医疗服务	21.21	-4.81
300149.SZ	量子生物	研发外包 CRO	75.87	4.26	600767.SH	ST 运盛	医疗信息服务	18.14	12.47

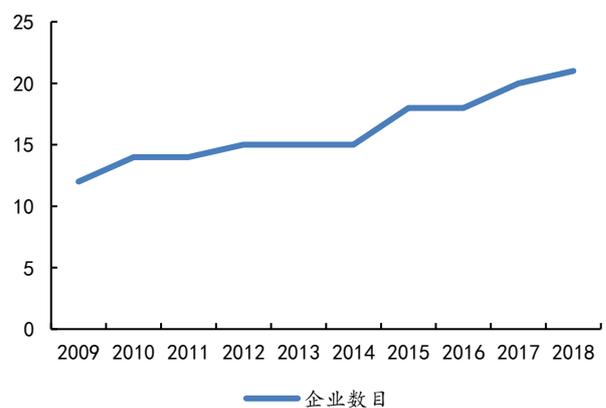
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所。注: 数据截至 20190923。

申万医疗服务企业由 2009 年的 12 家增加到 2018 年底的 21 家, 板块总市值由 415 亿元提升至 3212 亿元, 翻了 7 倍之多; 平均市值也由 35 亿元提升到 153 亿元, 增长 337%。2011-2015 年医疗服务企业市值出现了速度不断提升的增长, 尤其 2015 年市场高潮期市值同比快速翻倍。

图表 6: 医疗服务板块市值变化 (亿元, %)



图表 7: 医疗服务企业数量变化 (家)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

从医疗服务企业业绩来看: 板块营业收入由 2009 年 66 亿元, 增长到 2018 年的 605 亿元, 翻了 9 倍多; 板块企业同区间平均营收也由 4 亿元增长到 27 亿元, 翻了 6 倍多。板块归母净利润由 2009 年的 4 亿元增长到 2018 年的 68 亿元, 翻了 16 倍之多; 平均归母净利润由 0.29 亿元增长到 3.08 亿元, 增长 10 倍多。

图表 8: 医疗服务公司营收情况 (亿元, %)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

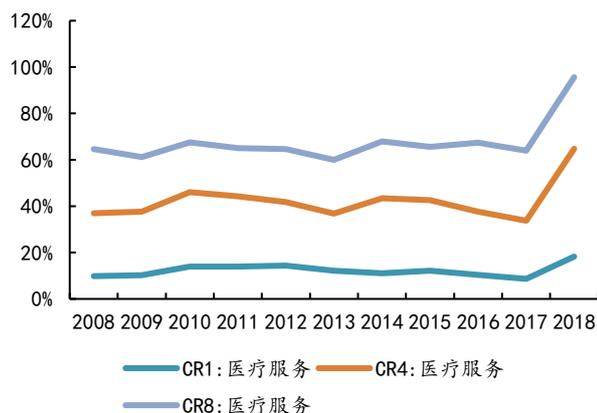
图表 9: 医疗服务公司归母净利润情况 (亿元, %)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

从行业集中度来看: 2008 年以来, 医疗服务企业 CR1、CR4、CR8 分别在 12%、40%和 65%左右, 而 2018 年相应值均出现了较大的提升, 分别为 18%、65%和 96%。主要原因为大公司药明康德的上市以及 CRO 公司营收的较快增长、体检和眼科专科企业业绩的较快增长。

图表 10: 医疗服务行业集中度有提升之势 (%)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 11: 2018 年医疗服务公司 CR8 营收情况 (亿元)

证券代码	证券名称	2017	2018
603259.SH	药明康德	77.65	96.14
002044.SZ	美年健康	62.33	84.58
300015.SZ	爱尔眼科	59.63	80.09
603108.SH	润达医疗	43.19	59.64
603882.SH	金城医学	37.92	45.25
002219.SZ	恒康医疗	33.99	38.38
300759.SZ	康龙化成	22.94	29.08
300347.SZ	泰格医药	16.87	23.01

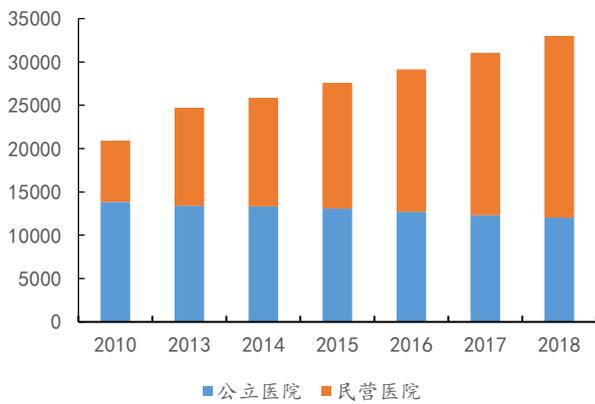
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

1.2. 专科民营医疗服务快速增长

1.2.1. 专科民营医院快速增长

截止 2018 年，我国共有医院 33009 家，其中公立医院 12032 家，占比 36%；民营医院 20977 家，占比 64%。相比于 2010 年，2018 年我国公立医院减少 1818 家；而民营医院增加 13909 家，增长 197%，占比从 34% 上升到 2018 年的 64%，提升了 30 个百分点。按机构类别分，我国专科医院增长最快，近十年平均增速在 8.6%。

图表 12：我国民营医院增长较快（家）



资料来源：国家卫计委，东方财富证券研究所

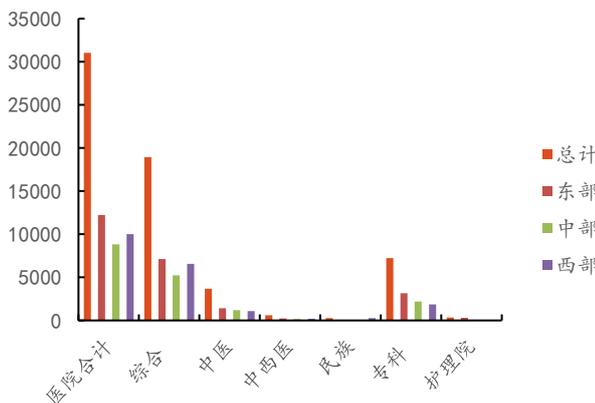
图表 13：我国专科医院增长较快（家，%）



资料来源：国家卫计委，东方财富证券研究所

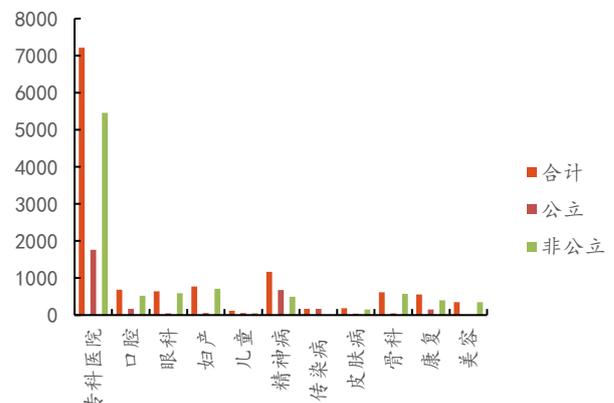
从地域分布来看，我国医院主要分布在东部，西部次之。从 2017 年我国十大专科医院来看，数量较多的有精神病医院（1170 家）、妇产医院（773 家）、口腔医院（689 家）、眼科医院（641 家）、骨科医院（617 家）等。其中，除了监管较严的精神病、传染病专科，公立医院数量明显多于民营医院外，其他专科均是民营医院在数量上明显占优（其中儿童医院两种性质医院数量相当，美容医院全部为民营性质）。这也映射出我国社会办医的明显成效。

图表 14：2017 年我国医院分布情况（家）



敬请阅读本报告正文后各项声明

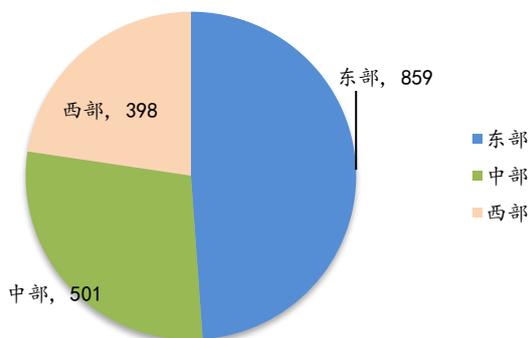
图表 15：2017 年我国十大专科医院情况（家）



资料来源：国家卫计委，东方财富证券研究所

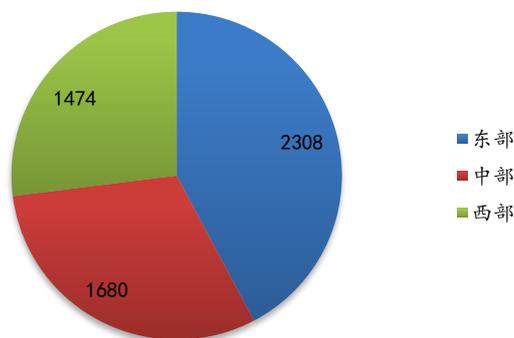
资料来源：国家卫计委，东方财富证券研究所

图表 16：2017 年我国公立医院分布情况（家）



资料来源：国家卫计委，东方财富证券研究所

图表 17：2017 年我国非公立医院分布情况（家）



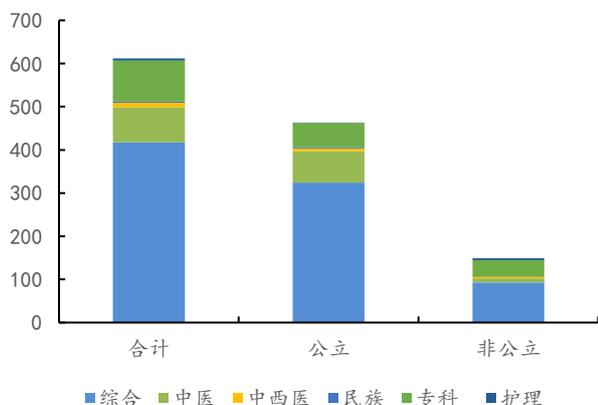
资料来源：国家卫计委，东方财富证券研究所

1.2.2. 近年民营医院床位保持 20%速度增长

床位是衡量医院承载能力的一个重要指标。2017 年，我国各类医疗机构床位有 612 万张，其中公立机构 463 万张，非公立机构 149 万张。我国公立医院床位仍占主要比例，但民营医院床位所占比例逐渐在提升，由 2010 年的 11% 提升到 2017 年的 24%。近年来，民营医院床位增长速度保持在 20% 左右，而公立医院床位增长速度在 4% 左右。

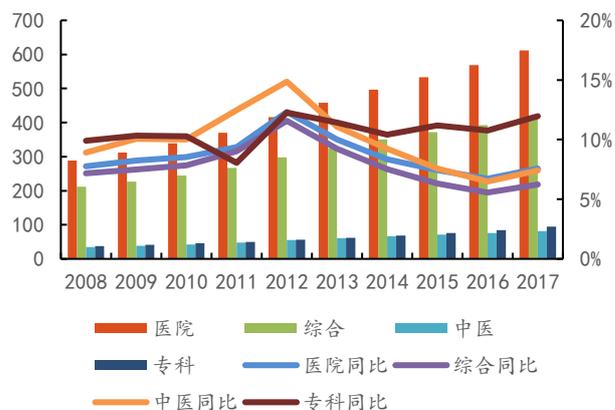
从不同类型医院的床位变化情况来看，2008-2012 年是各种类型医院床位增长提速的时间段（2006-2008 年推进基本医疗保险制度建设），2012-2016 年速度出现了下滑（2012 年医改进入深水区，更加注重医疗服务质量），2017 年速度又出现了一个提升。但是专科医院床位增速总体上高于其他类型医院，且在 2012 年以来速度基本保持 11% 的较高数值增长。

图表 18：2017 年我国不同医疗机构床位情况（万张）



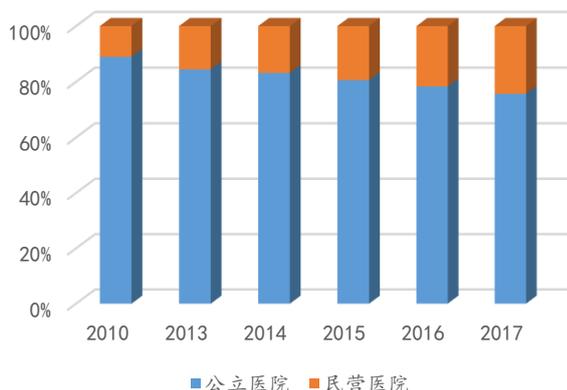
资料来源：国家卫计委，东方财富证券研究所

图表 19：2017 年我国医院床位增长情况（万张，%）



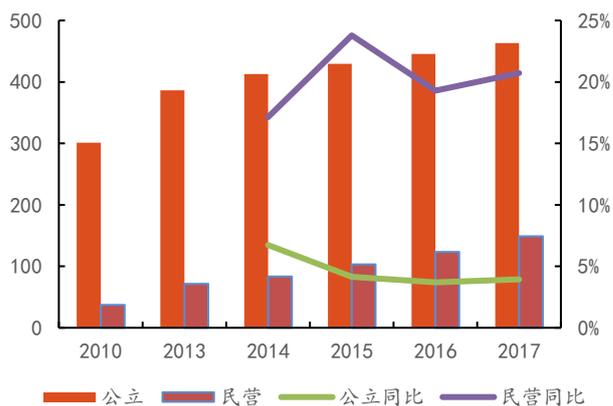
资料来源：国家卫计委，东方财富证券研究所

图表 20: 我国公立/民营医院床位占比变化 (%)



资料来源: 国家卫计委, 东方财富证券研究所

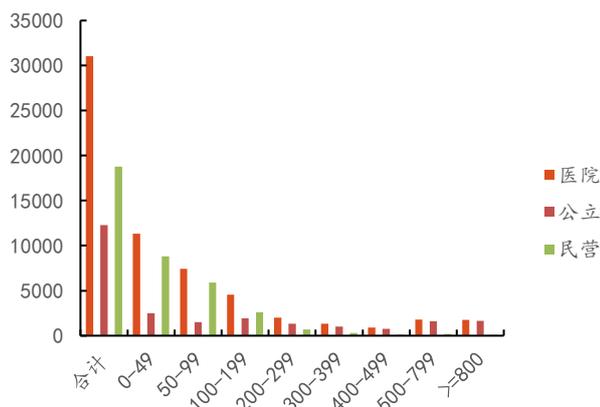
图表 21: 我国公立/民营医院床位增长 (万张, %)



资料来源: 国家卫计委, 东方财富证券研究所

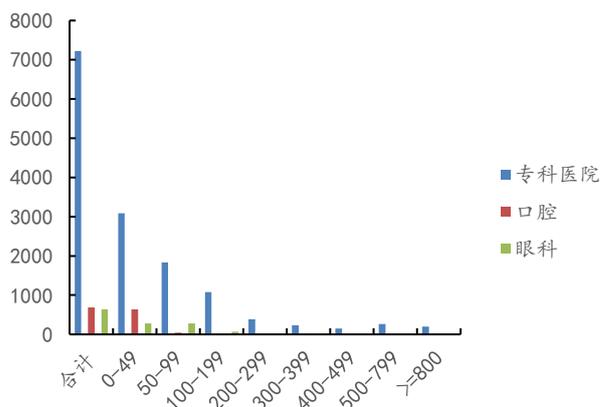
我国专科民营医院以中小型医院为主。2017 年, 规模在 200 张床位以下的医院中, 民营医院明显占优, 而 200 张床位以上的公立医院要多于民营医院。在专科医院类别中, 200 张床位以下的医院占比 83%。2017 年我国专科医院中非公立性质占比 76% (如图 15)。

图表 22: 2017 年我国医院床位分布 (家)



资料来源: 国家卫计委, 东方财富证券研究所

图表 23: 2017 年我国专科医院床位分布 (家)

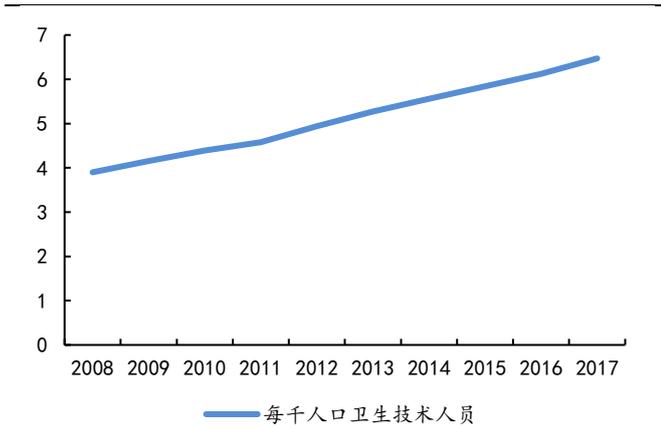


资料来源: 国家卫计委, 东方财富证券研究所

1.2.3. 卫生人员配备在不断完善

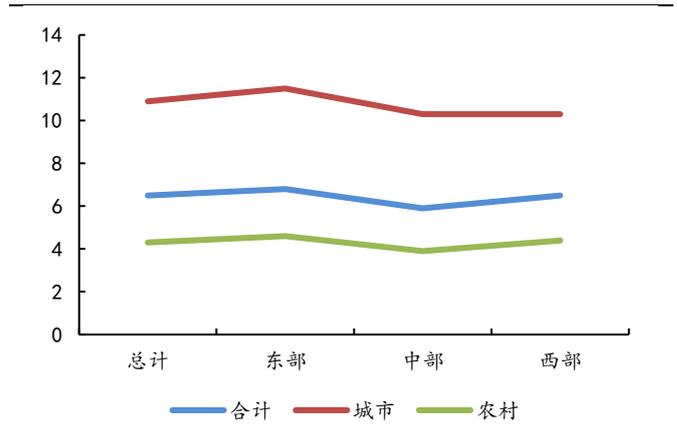
近十年, 我国卫生人员队伍逐渐壮大, 为广大的人民群众提供了更多优质的医疗服务。2017 年, 我国每千人拥有卫生技术人员 6.47 人, 相比 2008 年提高 2.57 人。其中, 东部的城市卫生人员的配备最高, 达到每千人口 11.5 人, 中部的农村最低 (每千人口 3.9 人)。从全科医生来看, 2017 年我国共有全科医生 25.3 万, 同比增长 21%, 其中医院 4.9 万人 (同比+43%)、社区卫生中心 8.4 万人 (同比+7%)、乡镇卫生院 11.1 万人 (同比+20%)。全国每万人口有全科医生 1.82 人, 其中东部最高, 为 2.42 人。

图表 24: 我国每千人口卫生人员情况 (人)



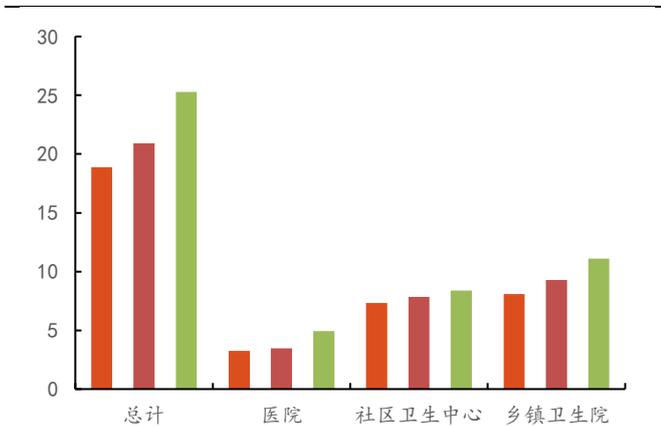
资料来源: 国家卫计委, 东方财富证券研究所

图表 25: 2017 年我国不同地区每千人口卫生人员 (人)



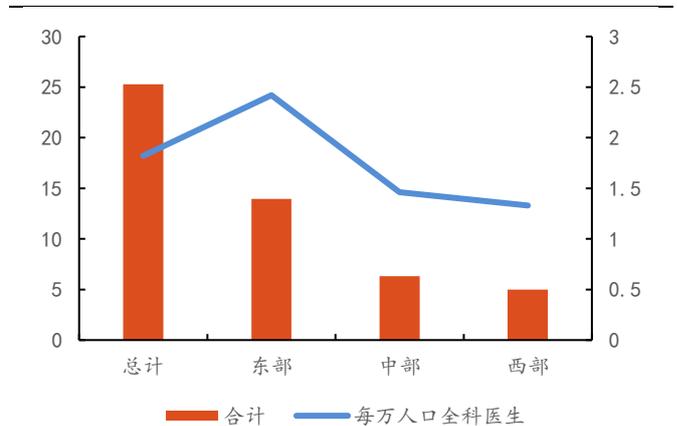
资料来源: 国家卫计委, 东方财富证券研究所

图表 26: 2017 年我国全科医生情况 (万人)



资料来源: 国家卫计委, 东方财富证券研究所。注: 全科医生-注册为全科医学专业或取得全科医生培训合格证的执业(助理)医师

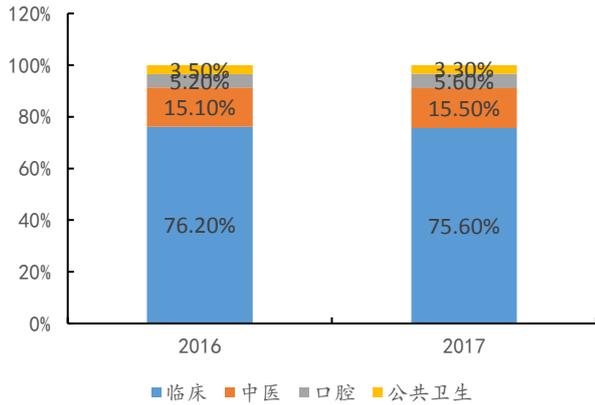
图表 27: 2017 年我国不同地区全科医生数量 (万人, 人)



资料来源: 国家卫计委, 东方财富证券研究所

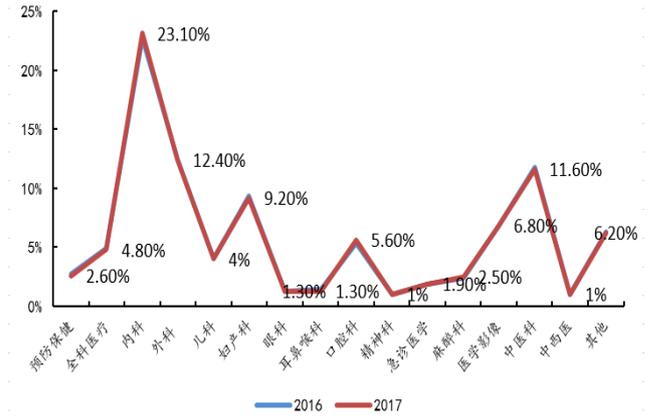
从近年数据来看, 临床类执业(助理)医师仍然占比 75%以上, 中医、口腔类执业(助理)医师所占比例有提升趋势。分科室来看, 内科、外科、妇产科、中医科执业(助理)医师居多。

图表 28: 我国执业 (助理) 医师构成情况 (%)



资料来源: 国家卫计委, 东方财富证券研究所

图表 29: 我国分科室执业 (助理) 医师占比 (%)



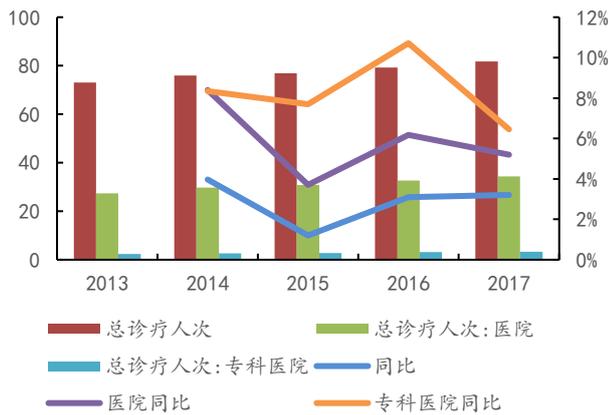
资料来源: 国家卫计委, 东方财富证券研究所。注: 占比1%及以上的科室。

1.2.4. 专科民营医院诊疗/入院接待能力在增强

2017年, 我国医疗机构总诊疗人次达到 81.8 亿人次, 同比增长 3.2%; 其中医院为 34.4 亿人次, 同比增长 5.2%; 专科医院为 3.3 亿人次, 同比增长 6.45%。2017 年我国公立医院总诊疗人次 29.5 亿人次, 同比+3.5%; 民营医院 4.9 亿人次, 同比+16.7%。

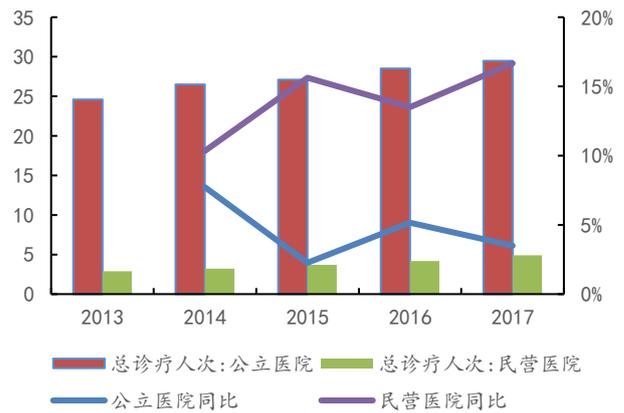
2017 年我国医疗机构入院人数为 2.44 亿人, 同比增长 7.5%; 其中医院 1.89 亿人, 同比+7.91%; 专科医院 0.17 亿人, 同比+10.35%。2017 年我国公立医院入院人数为 1.56 亿人, 同比+5.7%; 民营医院 0.33 亿人, 同比+19.6%。

图表 30: 我国专科医院诊疗人次增速快 (亿人次, %)



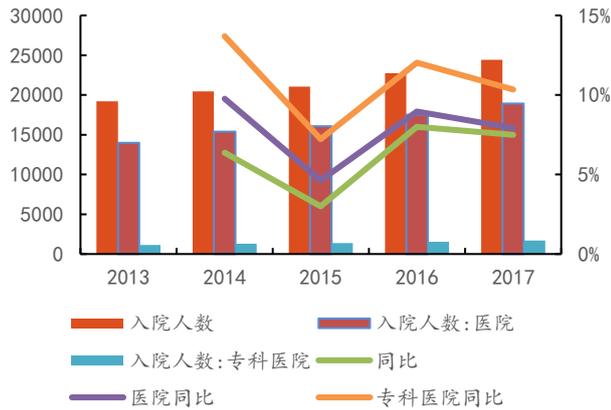
资料来源: 国家卫计委, 东方财富证券研究所

图表 31: 我国民营医院诊疗人次增速快 (亿人次, %)



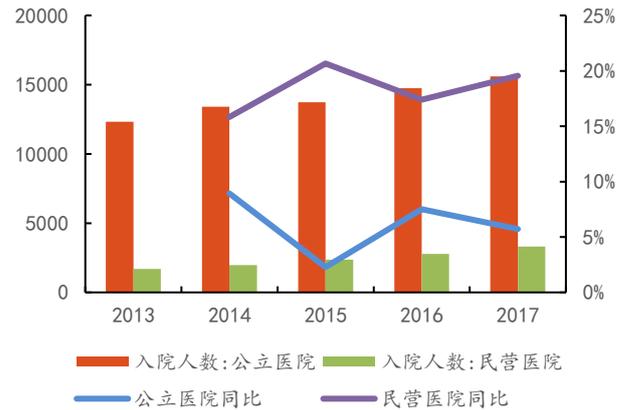
资料来源: 国家卫计委, 东方财富证券研究所

图表 32: 我国专科医院入院人数增长快 (万人, %)



资料来源: 国家卫计委, 东方财富证券研究所

图表 33: 我国民营医院入院人数增长快 (万人, %)



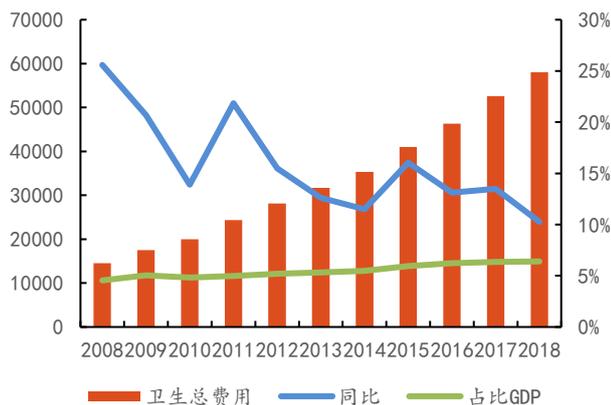
资料来源: 国家卫计委, 东方财富证券研究所

1.2.5. 社会卫生费用支出比例在提升

2018 年, 我国卫生总费用达到 57998 亿元, 同比增长 10.3%, 占 GDP 比例由 2008 年的 4.6% 提升到 6.4%。2018 年我国人均卫生费用为 4148 元, 同比增长 9.6%。从卫生总费用构成来看, 政府支出由 2008 年的 25% 上升到 28%, 个人支出由 2008 年的 40% 下降到 29%, 而社会支出由同区间的 35% 上升到 43%。

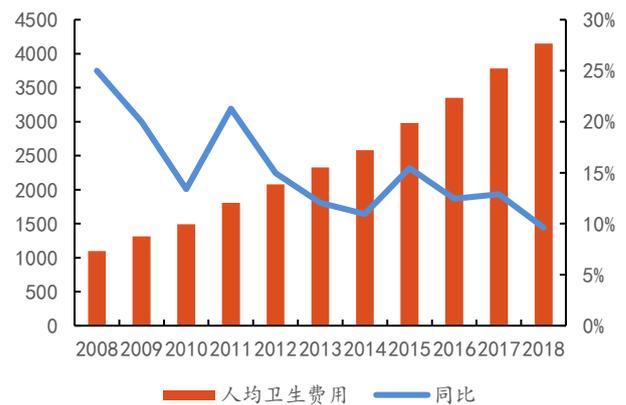
从医保基金来看, 2018 年我国医疗保险基金收入 21090 亿元, 同比增长 17.6%; 医保基金支出 17608 亿元, 同比增长 22.1%。截至 2018 年末, 我国医保基金累计结存 23234 亿元, 同比增长 19.8%, 其中职工医保结存 18605 亿元、居民医保结存 4628 亿元, 分别占比 80% 和 20%。

图表 34: 我国卫生总费用支出情况 (亿元, %)



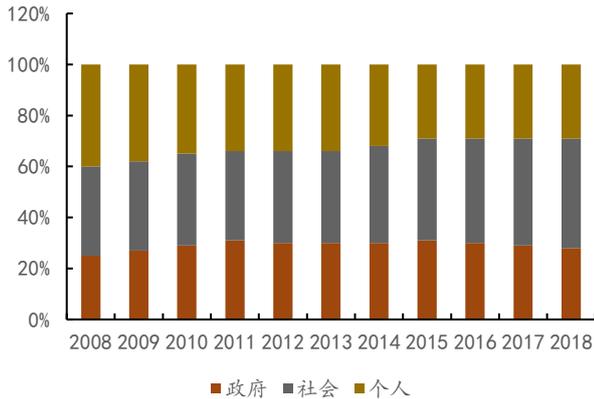
资料来源: 国家卫计委, 东方财富证券研究所

图表 35: 我国人均卫生费用变化情况 (元, %)



资料来源: 国家卫计委, 东方财富证券研究所

图表 36: 我国卫生总费用构成变化 (%)



资料来源: 国家卫计委, 东方财富证券研究所

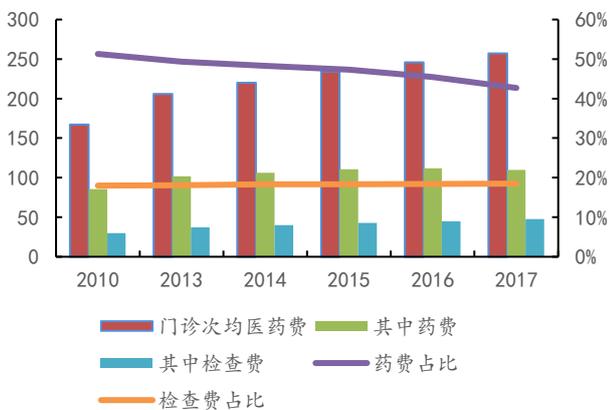
图表 37: 我国医保基金收支情况 (亿元, %)



资料来源: 国家卫计委, 东方财富证券研究所。注: 2017年统计口径变化, 城乡居民基本医疗保险数据包括原城镇居民基本医疗保险和已整合的新型农村合作医疗数据。

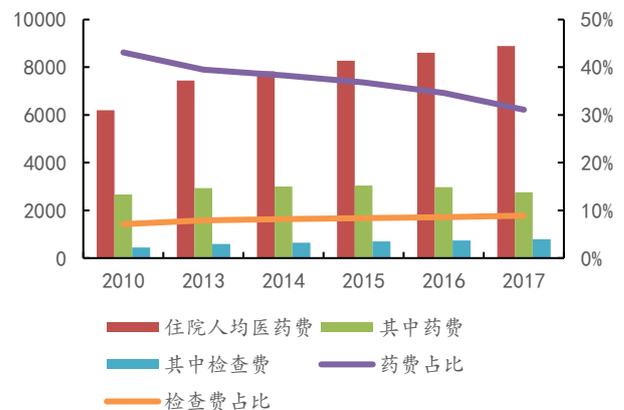
从药费、检查费用占比来看, 2017 年我国门诊次均医院费用为 257 元, 其中药费 109.7 元, 占比 42.7% (比例由 2010 年的 51.3% 逐年下降); 检查费用为 47.6 元, 占比 18.5%。2017 年我国住院人均医药费用为 8891 元, 其中药费 2765 元, 占比 31.1% (比例由 2010 年的 43.1% 逐年下降); 检查费用 791 元, 占比 8.9%。因而, 治疗类相关服务性费用占比得到相应的提升。

图表 38: 我国医院次均医药费用情况 (元, %)



资料来源: 国家卫计委, 东方财富证券研究所

图表 39: 我国医院住院人均医药费用情况 (元, %)



资料来源: 国家卫计委, 东方财富证券研究所

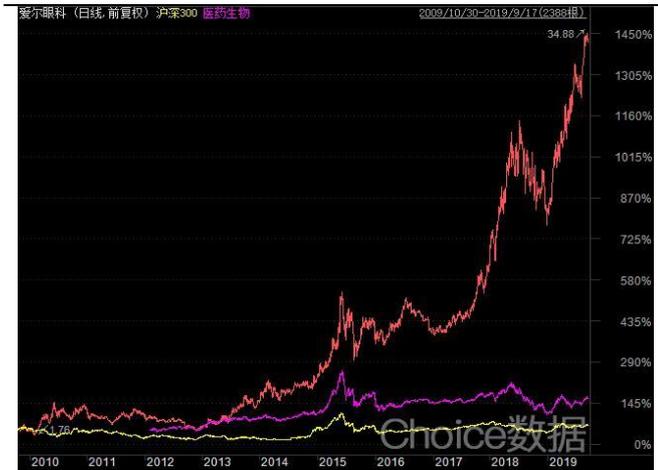
2. 为什么是民营专科连锁医疗?

近年来, 以眼科、口腔科为代表的连锁医疗服务企业, 在营收利润、公司市值上均取得了不俗的成绩, 尤其爱尔眼科近日市值突破了 1000 亿元大关。截止 2019 年 9 月 23 日收盘, 爱尔眼科市值达 1093 亿元, 通策医疗市值为 320 亿元。

2018 年爱尔眼科营收达到 80.09 亿元, 同比增长 34.3%, 近五年 CAGR 达到 35.1%; 通策医疗营收达到 15.46 亿元, 同比增长 31.1%, 近五年 CAGR 达到 27.6%。2018 年爱尔眼科归母净利润为 10.09 亿元, 同比+35.9%, 近 5 年 CAGR

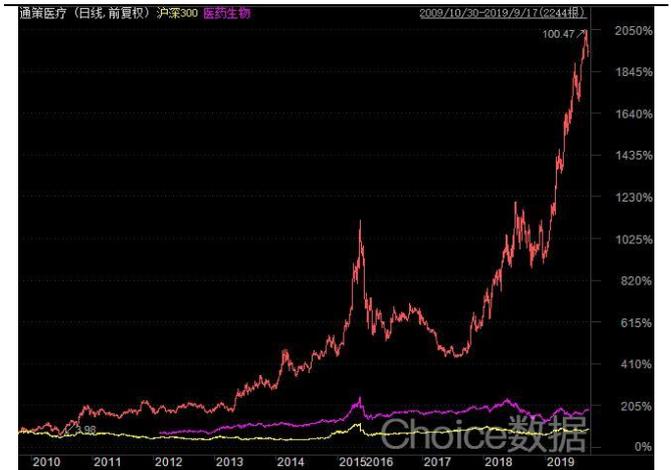
为 34.5%;通策医疗归母净利润为 3.32 亿元,同比+53.3%,近 5 年 CAGR 为 31.8%。

图表 40: 爱尔眼科 9 年上涨约 15 倍 (%)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 41: 通策医疗 9 年上涨约 20 倍 (%)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 42: 公司营收情况对比 (亿元, %)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 43: 公司归母净利润情况对比 (亿元, %)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所。注: 通策医疗2016年增速下滑明显, 主要是因为2015-2016年新建6家分院的影响。

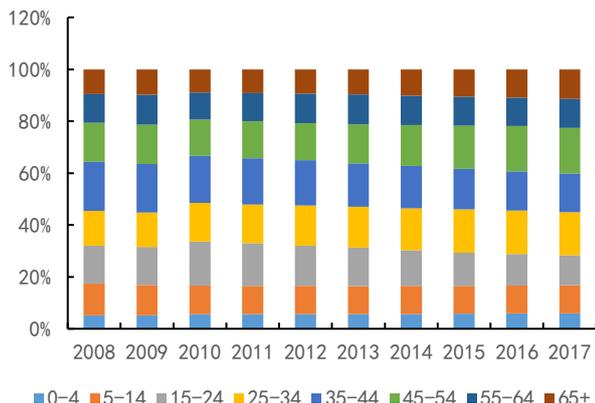
是什么使得连锁专科医疗(眼科、口腔科)渐入佳境? 我们认为这主要得益于: 快速发展的专科医疗; 友好的政策环境; 可复制的发展模式。

2.1. 快速发展的眼科/口腔科

2.1.1. 市场空间大 潜在需求多

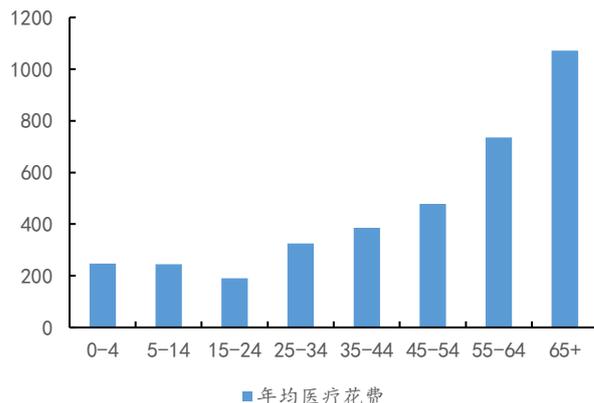
随着老龄化的加剧、居民医疗健康支付能力的提高, 人们对眼睛、口腔健康的重视程度不断提升, 将带来眼科、口腔医疗市场的消费升级, 潜在需求不断释放, 从而带动行业的快速发展。

图表 44: 65 岁以上人群比例逐步上扬 (%)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 45: 55 岁以上群体年均医疗花费明显增加 (元)



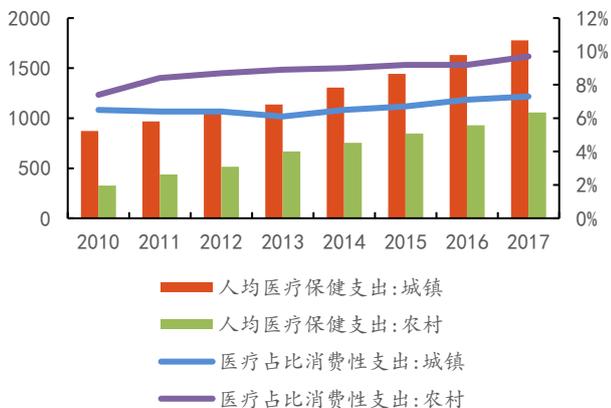
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所整理

眼科医疗市场主要分为激光近视手术、眼病诊疗和医学检光三大块。激光近视手术为近视治疗手术;眼病诊疗的服务范围最广,主要针对玻璃体、视网膜疾病,青光眼,白内障、视神经病变等多种眼部疾病,以药物和手术为治疗手段;目前眼科市场中,手术治疗与药物治疗比为 3:1。

WHO 研究报告显示,目前我国近视患者达 6 亿,青少年近视率已高居世界第一,其中初高中生和大学学生的近视率均已超过 70%,小学生的近视率也接近 40%。白内障是一种可治疗的致盲性眼病,患者可以通过手术治疗获得复明。据国家防盲网发布的《2018 年全国白内障手术报送情况排名》,2018 年全国白内障手术总计约 370 万台。

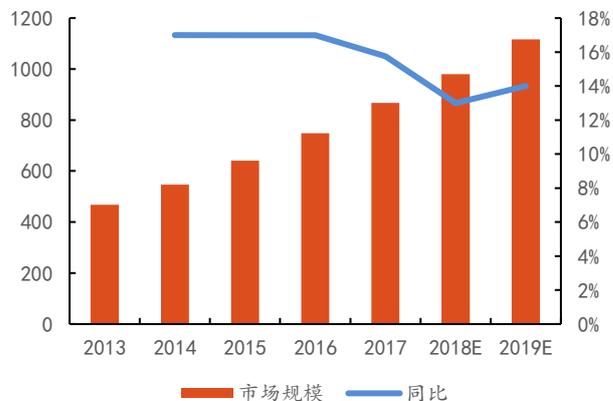
据中华医学会眼科分会统计,我国 60-70 岁人群白内障发病率为 80%,90 岁以上人群白内障发病率达 90%以上。因此,我国白内障的理论风险患病人群为 1.4 亿,现国内已确诊的白内障患者 3000 多万,每年新增患者 40-50 万人。2017 年,我国的白内障复明手术率大约为美国的 13%和日本的 18%。眼科行业规模目前近千亿元,预计未来 5 年将保持 13-16%的年均速度增长,是目前相对稀缺的高确定性成长行业。

图表 46: 城乡居民医疗保健支出能力提高 (元, %)



资料来源: 国家卫计委, 东方财富证券研究所

图表 47: 我国眼科行业市场规模达千亿 (亿元, %)



资料来源: 中商产业研究院, 东方财富证券研究所。

口腔科一般主要进行正畸、美白、齿科修复 (包括美白修复) 等诊断和治

疗，同时开展牙髓病、牙周病、根尖周病、根管治疗、玻璃离子、复合树脂光固化补牙及儿童牙病的预防和治疗等。我国口腔疾病的患病率高，特别是儿童、中老年人患龋率非常高，就诊治疗率低。其中，老年人患龋率高 98.4%，而儿童患龋治疗率仅为 2.8%，65-74 岁老年人组患龋治疗率只有 1.9%。

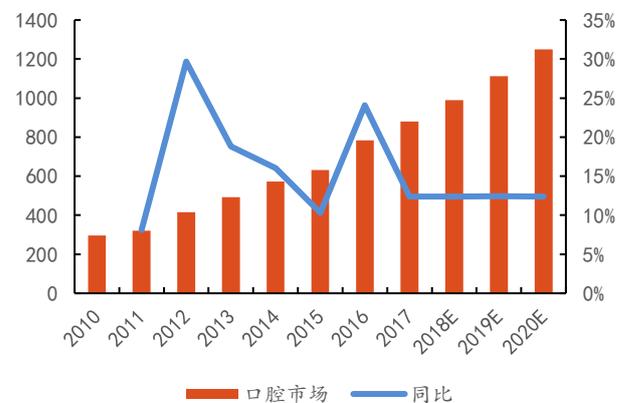
根据国家卫生健康委员会发布的《健康口腔行动方案（2019—2025 年）》，我国将不断深入推进“三减三健”健康口腔行动，预计 2020 年 12 岁儿童龋患率控制在 32% 以内，2025 年控制在 30% 以内；2020 年和 2025 年 12 岁儿童龋齿充填治疗比预计分别达到 20% 和 24%；儿童窝沟封闭服务覆盖率预计到 2020 年达到 22%，到 2025 年达到 28%；预计 2020 年 65-74 岁老年人存留牙数为 23 颗，而 2025 年预计达到 24 颗。随着健康口腔行动方案的逐步实施，我国口腔疾病就诊患者数量将会大幅提高，未来口腔医疗行业市场前景乐观。

图表 48：我国健康口腔行动方案

主要指标	基线(2016年)	2020年	2025年	属性
12岁儿童龋患率(%)	34.5%	控制在32%以内	控制在30%以内	预期性
12岁儿童龋齿充填治疗比(%)	16.5%	20%	24%	预期性
儿童窝沟封闭服务覆盖率(%)	19.4%	22%	28%	预期性
成人每天2次刷牙率(%)	36.1%	40%	45%	倡导性
65-74岁老年人存留牙数(颗)	22.5	23	24	预期性

资料来源：国家卫健委，东方财富证券研究所

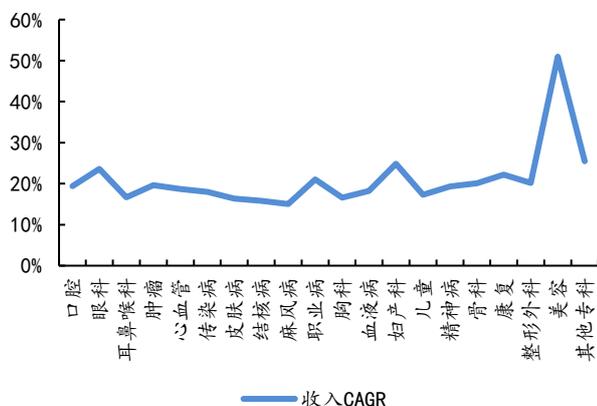
图表 49：我国口腔行业市场规模近千亿元(亿元，%)



资料来源：前瞻网，东方财富证券研究所。

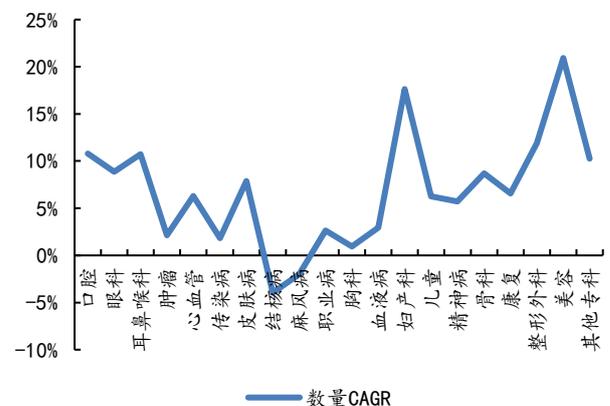
行业“性价比”相对较高。相对而言，眼科、口腔科、美容科单个医院平均投入较低、大型医疗设备依赖较小、建筑面积较小。而从 2005-2016 年专科医院数量增长、收入增速来看，上述专科均处于相对较好发展水平。

图表 50：2005-2016 年各专科医院收入 CAGR (%)



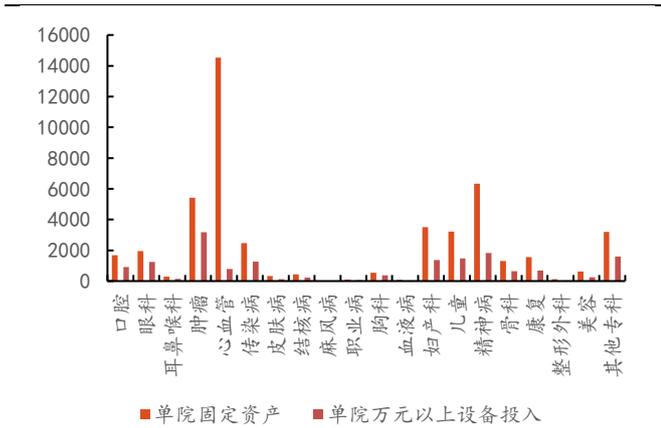
资料来源：国家卫健委，东方财富证券研究所

图表 51：2005-2016 年各专科医院数量 CAGR (%)



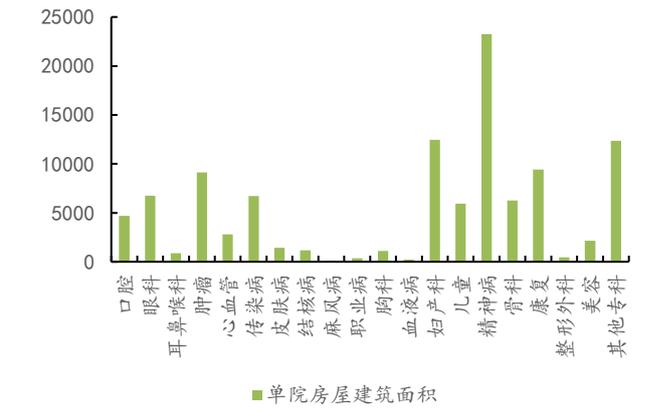
资料来源：国家卫健委，东方财富证券研究所。

图表 52: 眼科、口腔科单院投入相对低 (万元)



资料来源: 国家卫健委, 东方财富证券研究所

图表 53: 眼科、口腔科单院建筑面积相对小 (平方米)



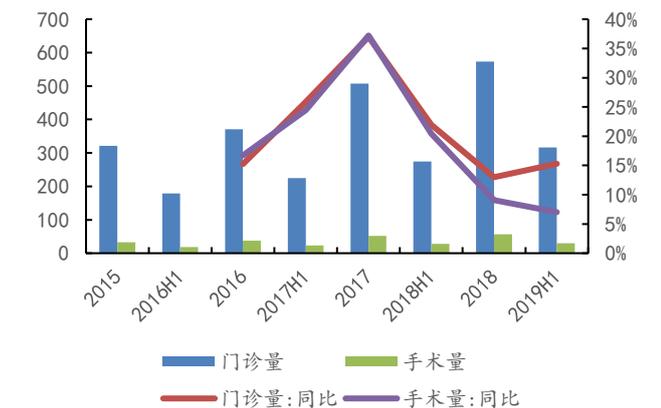
资料来源: 国家卫健委, 东方财富证券研究所。

2.1.2. 品牌效应推动 诊疗人次增长

凭借六十多年的杭口品牌, 通策医疗总院搭建平台, 发挥“蓄水池”作用, 吸引并培育大量医生和客户资源, 主动输送到区域分院并支持分院发展, 实现资源有效配置。2019 年上半年, 浙江区域口腔门诊 87.13 万人次, 其中总院 32.47 万人次, 同比+4.02%; 分院 54.66 万人次, 同比+25.60%。

随着居民眼健康意识的不断增强, 国家近视防控战略的推动, 加上眼科技术和产品的创新升级, 爱尔眼科十余年品牌推进门诊量/手术量的稳定增长。2019H1, 公司实现门诊量 316.43 万人次, 同比增长 15.31%; 手术量 29.96 万例, 同比增长 7.02 %。

图表 54: 爱尔眼科门诊量/手术量情况 (万人次, %)



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 55: 通策医疗浙江区域门诊量情况 (万人次, %)



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所。

2.1.3. 技术更迭进行 提升服务价格

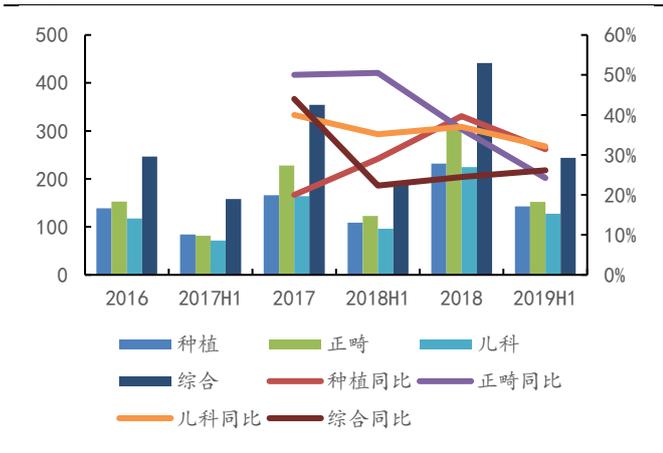
美国 AVEDRO 医疗器械公司开发的治疗早期近视的新型眼科器械产品—KXL System，其工作原理是利用热能来“熨平”凸起的角膜，使其恢复平伏状态，从而起到矫正近视的作用。ICL（植入式接触型人工角膜）技术的出现，给近视患者一个新的选择，其具有更大范围矫治屈光不正、视觉效果更佳、不切削角膜组织等显著优点。美国一家公司还开发出一种名为“毫微微秒”辅助激光手术刀新型眼科器械产品，它能取代现有手术激光刀，更精确地对混浊晶状体组织进行摘除手术，从而大大提高手术成功率，有效恢复白内障患者的正常视力。爱尔眼科眼底病学组专家团队与合作伙伴成功研发眼科智能诊断系统，该系统对病患基数巨大的糖尿病性视网膜病变（DR）和年龄相关性黄斑变性（AMD）的诊断准确率目前已达到 95%以上，达到了国际领先水平，推动了眼科行业人工智能诊断技术提高。

2016 年，北京正齐口腔医疗技术有限公司推出数字化正畸解决方案，其基于多源数据融合、自动排牙、互联网平台、3D 打印及智能制造，带给用户前所未有的专业、精确、高效的正畸医疗服务。2016 年，北京朗视仪器有限公司自主研发的国产口腔锥束 CT 系统 HiRes3D 正式进入国内高端医疗机构北京大学口腔医院开展临床应用，成功打破了国产医疗器械难以进入国内高端市场的局面。HiRes3D 专业口腔 CBCT 是一款包含 3D 影像、全景、测颅功能的大视野口腔 CBCT，能够提供患者的口腔颌面部高精度三维影像，进而为口腔临床提供最全面可靠的诊断依据。

伴随着光学、机械、电子学科的结合，以及 VR/AR 技术、3D 打印、云计算、新材料等技术的应用，必将对口腔、眼科专科的发展产生重大影响。更迭的技术提高了治疗效果，多元服务提升了服务体验，进而一定程度上促进价格的提升。以白内障为例，全国白内障出院人数由 2011 年的 28 万增长到 2016 年 63.23 万，人均医药费也从 5004 元增长到 6536 元。

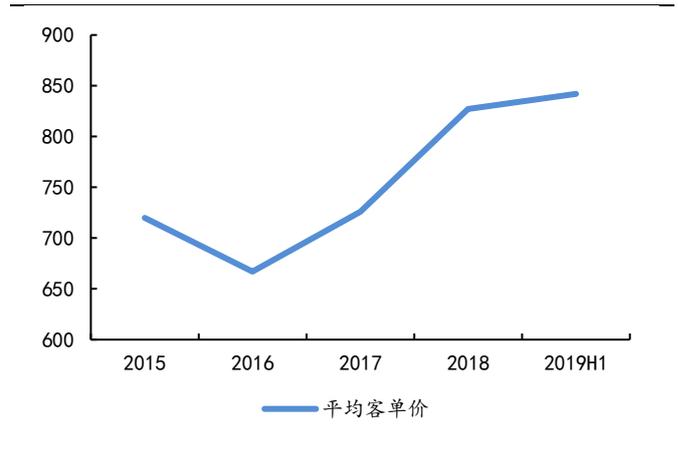
通策医疗不断引进推广口腔新技术新项目，在显微根管、儿童早期矫正、微创美学修复、无痛舒适化治疗、种植新型骨增量技术，以及数字化隐形矫正技术的临床开展，全方位服务好各类患者，提高了患者的满意度。正畸、种植业务均为附加值较高的项目，公司平均客单价近年提价 10%-15%/年。2019H1，公司口腔正畸服务营收 1.52 亿元，同比增长 24.24%；种植医疗服务 1.43 亿元，同比增长 31.44%；儿科医疗服务 1.28 亿元，同比增长 32.14%；综合医疗服务（常见牙病和口腔疾病综合治疗，包括口腔内科、外科及修复等）2.44 亿元，同比增长 26.15%。

图表 56: 通策医疗正畸/种植业务增长良好 (百万元, %)



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 57: 通策医疗平均客单价变化 (元)



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所。

2.2. 友好的政策环境

国家历来重视社会办医, 尤其在眼科、口腔、妇产、骨科、儿科、肿瘤、精神、医疗美容等专科领域, 从人才培养、技术进步、资金来源、发展环境优化等方面提供强大支持, 优化医疗服务价格, 提升医疗服务性收入, 简化医疗机构审批流程, 扩大医疗机构的对外开放力度。

图表 58: 近年主要相关政策

时间	部门	文件/会议	相关内容	相关影响
2018 年	卫健委	《近视防治指南》	提出从幼儿园时期, 应定期检查孩子的眼健康, 建立儿童眼屈光发育档案, 从而分档管理并制定相应干预措施。赋予眼科医疗机构更大社会责任, 也为更广泛更全面更优质的服务人民眼健康需求提供了更好的政策环境。	眼健康; 眼科医疗渠道下沉
2018 年	教育部等	《综合防控儿童青少年近视实施方案》	为贯彻落实习近平总书记重要指示批示精神, 切实加强新时代儿童青少年近视防控工作。《实施方案》指出, 儿童青少年近视问题已成为一个关系国家和民族未来的大问题; 各级政府、各相关部门以及全社会都要高度重视。《实施方案》明确, 对学生要定期开展视力监测, 要加强学生的视力健康管理; 出现视力变化的学生应尽早到眼科医疗机构检查和治疗; 鼓励高校培养更多眼视光专业人才。国家综合防控儿童青少年近视工作的开展, 将对眼科医疗机构在人才培养、技术进步、资金、发展环境优化等方面提供强大支持, 带来宝贵发展机遇。	
2016 年	原卫计委	《“十三五”全国眼健康计划 (2016-2020 年)》	提出到 2020 年要实现“县级综合医院普遍开展眼科医疗服务, 90%以上的县有医疗机构能够独立开展白内障复明手术、每个县均有合格的验光师提供验光服务”等目标。	
2019 年	国务院	《“健康中国 2030”规划纲要》	提出全民健康生活方式行动和健康口腔专项行动, 要求到 2030 年基本实现以县 (市、区) 为单位全覆盖; 明确要求加强口腔卫生, 到 2030 年要将 12 岁儿童患龋率控	口腔健康发展 口腔医疗渠道下沉

			制在 25%以内。	
2017 年	科技部	《“十三五”医疗器械科技创新专项规划》	提出在口腔种植修复材料与系统领域，要重点开发高生物相容性的口腔种植修复体、数字化精确牙体预备装置、口腔三维影像手术导航系统。	
2017 年	国务院	中国防治慢性病中长期规划（2017-2025 年）	明确指出本规划所称慢性病主要包括心脑血管疾病、癌症、慢性呼吸系统疾病、糖尿病和口腔疾病。	
2019 年	浙江省医保局、卫健委	《浙江省省级公立医院医疗服务价格改革方案》	方案实施范围为 13 家省级公立医院，调整 11 类、938 项医疗服务项目价格，其中价格提高项目 879 项、价格降低项目 59 项， 提高价格偏低的技术劳务型医疗服务项目价格，降低价格偏高的大型医用设备检查治疗和检验等价格 ；取消可单独收费医用耗材加成政策，实行零差率销售。 该方案将进一步优化医院收入结构，提高体现医务人员劳务价值的医疗服务项目收入的占比，降低药品、医用耗材、检查、检收入入的占比。	医疗服务价格改革
2019 年	国务院	《深化医药卫生体制改革 2019 年重点工作任务》	督促指导各地建立有利于理顺比价关系、优化收入结构的公立医院医疗服务价格动态调整机制，动态调整医疗服务价格 ；持续深化卫生健康领域“放管服”改革，优化审批服务，清理歧视性政策，对社会办医疗机构一视同仁对待并给予扶持； 鼓励支持社会力量开办诊所，加大政府购买服务力度。	支持社会办医健康发展； 支持社会力量深入专科医疗领域； 优化医疗服务价格
2019 年	国家发改委等	《加大力度推动社会领域公共服务补短板强弱项提质量促进形成强大国内市场的行动方案》	支持社会力量举办、运营高水平全科诊所，建立专业协作团队为居民提供医疗、公共卫生、健康管理等签约服务； 支持社会力量深入专科医疗等细分服务领域，在口腔、眼科、妇产、骨科、儿科、肿瘤、精神、医疗美容等专科以及中医、康复、护理、体检等领域，加快打造一批具有竞争力的品牌服务机构 ；鼓励有实力的社会办医疗机构瞄准医学前沿，组建优势学科团队，提供以先进医疗技术为特色的医疗服务。督促各地落实社会办医疗机构跨部门全流程综合审批指引，精简优化审批流程。	
2019 年	卫健委、发改委、科技部等	《关于促进社会办医持续健康规范发展的意见》	严格控制公立医院数量和规模，为社会办医留足发展空间 ；支持社会办医与公立医院开展医疗业务、学科建设、人才培养等合作；进一步扩大社会办医纳入医保定点的覆盖面；鼓励公立医院与社会办医按规定合作开展远程医疗服务，制定出台互联网诊疗收费政策和医保支付政策；鼓励商业保险机构与社会办医联合开发多样化、个性化健康保险产品，与基本医疗保险形成互补。	
2018 年	卫健委	《关于进一步做好分级诊疗制度建设有关重点工作的通知》	进一步明确各级卫生健康行政部门在规划布局医联体过程中，要将社会力量举办医疗机构纳入医联体；对于具备条件的社会力量举办医疗机构，也可以牵头组建医联体。	
2017 年	国务院	《关于支持社会力量提供多层次多样化医疗服务的意见》	1) 积极支持社会力量深入专科医疗等细分服务领域，扩大服务有效供给，培育专业化优势；2) 在眼科、骨科、口腔、妇产、儿科、肿瘤、精神、医疗美容等专科以及康复、护理、体检等领域，加快打造一批具有竞争力的品牌服务机构。鼓励投资者建立品牌化专科医疗集团、举办有专科优势的大型综合医院。	

2018 年	卫健委	《关于进一步改革完善医疗机构、医师审批工作的通知》	提出医疗机构可以委托独立设置的医学检验实验室、病理诊断中心、医学影像诊断中心、医疗消毒供应中心或者有条件的其他医疗机构提供医学检验、病理诊断、医学影像、医疗消毒供应等服务，或将帮助医院节约成本，提高效能。 明确要求地方各级卫生健康行政部门深化医疗领域“放管服”改革，简化医疗机构审批申请材料；二级及以下医疗机构设置审批与执业登记“两证合一”；全面实施医护电子化注册管理。	简化医疗机构审批； 提升对外开放水平
2017 年	原卫计委	《关于深化“放管服”改革激发医疗领域投资活力的通知》	1) 对二级及以下医疗机构设置审批与执业登记“两证合一”，进一步简化三级医院的设置审批；2) 进一步提升医疗领域对外开放水平。外国医疗机构、公司、企业和其他经济组织以合资或者合作形式设立的诊所，放宽外方投资股权比例不超过 70% 的限制。	
2018 年	卫健委等	《关于开展建立健全现代医院管理制度试点的通知》	逐步提高诊疗费、护理费、手术费等医疗服务收入在医院总收入中的比例；提高医院人员支出占业务支出的比重，提高职工人均工资性收入； 探索医疗服务多元化发展，开展特需服务，满足多层次、多样化健康服务需求；积极参与多种形式的医联体建设，提高向下级医疗机构、接续性医疗机构转诊率。	提升医疗服务性收入； 分级诊疗多元发展
2017 年	原卫计委	《医师执业注册管理办法》	通过建立区域注册制度、电子注册制度、注册信息公开和查询制度，改进医师执业注册管理，促进优质医疗资源平衡有序流动和科学配置，不断满足人民群众多层次多样化的医疗服务需求。	医师执业管理

数据来源：政府官网，东方财富证券研究所

2.3. 可复制的发展模式

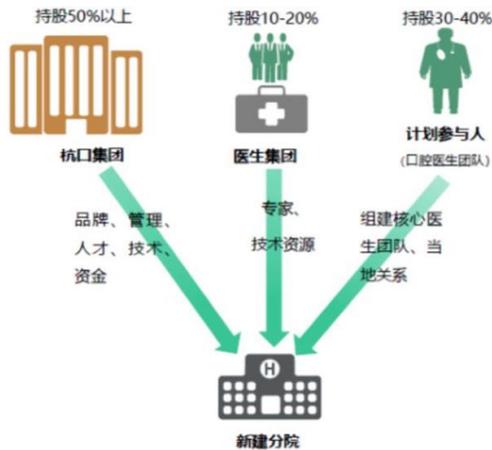
在分级诊疗的大背景下，渠道下沉、提高覆盖率、实现连锁化是民营医院与公立医院竞争的关键之一。通过上级医院对下级医院提供平台技术支持，下级医院的疑难患者可以得到上级医院专家会诊或转诊到上级医院，将品牌影响力快速推广，实现资源配置的有效配置和患者就诊的便捷化。同时，公司的快速扩张离不开资本市场的大力支持，调动资本和各方人才、资源，充分运用资本杠杆，如体外并购基金、参股、合伙人计划、员工持股计划等。

通策医疗坚持“区域总院+分院”的发展模式，在浙江省内持续完善医院集团的布局，目前形成杭州口腔医院、杭州城西口腔医院、宁波口腔医院等 3 家总院，近 30 家分院的格局。通过口腔基金公司在武汉、重庆、西安等区域重点打造三级专科医院规模的区域总院，并将以杭口总院为示范，在重点省会城市打造近 10 家医院集团。“总院+分院”的发展模式能够帮助分院在 1-2 年内实现盈亏平衡（部分成熟的分院可实现当年盈利），以保障医疗机构的可持续发展和医生合伙团队的利益。

通策医疗于 2018 年底正式启动“蒲公英计划”，规划 3-5 年内完成全省县市区和重点乡镇 100 家口腔医疗机构布局。“蒲公英计划”分院按照杭口集团持股 50% 以上比例规划，关联方蒲公英合伙企业持股比例 10%-20%，当地医生

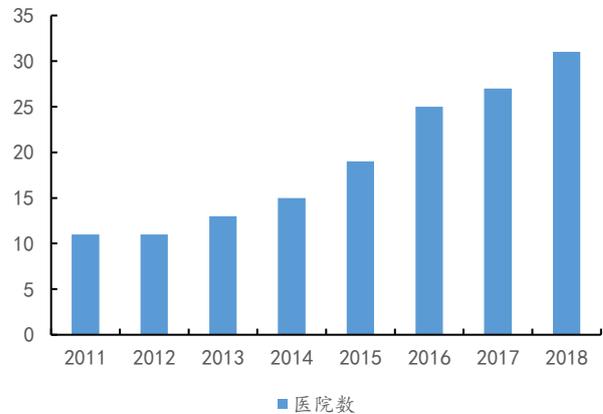
团队持股比例 30%-40%的方式设立。这充分调动了医生集团和骨干医生合伙人与公司共同打造发展平台的积极性。

图表 59：“蒲公英计划”分院持股比例规划



资料来源：东方财富证券研究所整理

图表 60：通策医疗医院的增长情况（家）



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

中国 70%以上的人口分布于地级市和县，但大部分优质医疗资源却集中于中心城市，公司推行“中心城市—省会—地级市—县级”医院的分级连锁布局模式，有望在一定程度上解决“看眼难”的问题。爱尔眼科从三级模式逐步转变为四级模式，逐渐提高网点分布密度；多个省区逐步形成“横向成片、纵向成网”的布局。网点模式的标准化具有较好的可复制性，能够减少新设医院的成长时间，缩短扩张与业绩增长的距离。

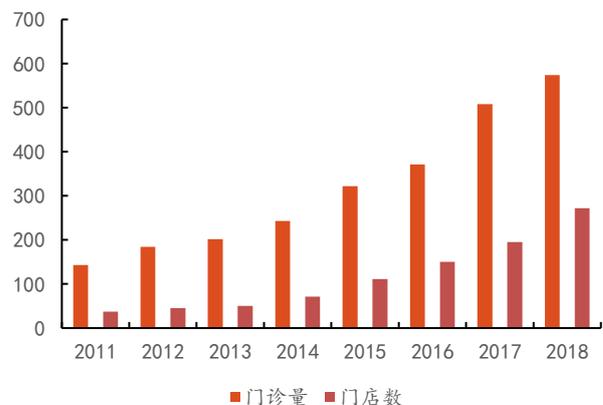
通过“分级连锁”、“合伙人”、“股权激励”等模式与方式，爱尔眼科进一步锁定客户资源，吸引优秀医疗人才，激发员工积极性，推动业绩长期稳定增长。在资本助力下，2011 年到 2018 年，公司门店数从 37 家增长到 270 余家，门诊量从 143 万人次增长到 574 万人次。

图表 61：爱尔眼科新设医院模式



资料来源：公司年度社会责任报告，东方财富证券研究所

图表 62：爱尔眼科门店/门诊量增长情况（家，万人次）



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所。注：包括并购基金旗下医院

综合来说，随着社会资本的大量进入，专科需求尤其基层需求的不断释放，

渠道下沉的迅速推进，专科连锁医疗模式将会成为民营医疗服务越来越重要的商业模式。

图表 63：专科连锁医疗有望成为民营医院的主要模式

主要优势	主要体现
市场空间大，潜在需求多	我国 70%以上的人口分布于地级市和县，类似“中心城市—省会—地级市—县级”的分级连锁布局模式，有望在一定程度上解决“看病难”的问题，更快地在综合医疗资源薄弱的地方快速抢占市场份额。
品牌效应推动，形成规模效应	聚焦专科，打造专业品牌形象，提高服务质量，从而吸引更多的患者，连锁集团具备规模优势、集团采购优势和资金优势等。如通策医疗 60 多年的杭口品牌、爱尔眼科十余年的名声在外，推动医院门诊量、手术量的增长。
符合政策导向，打造社会专科医疗集团	国家历来重视社会办医，尤其在眼科、口腔、妇产、骨科、儿科、肿瘤、精神、医疗美容等专科领域，倡导打造专业化、品牌化的专科医疗集团。
发展模式可复制，加快全国扩张	在分级诊疗的大背景下，渠道下沉、提高覆盖率、实现连锁化是民营医院与公立医院竞争的关键之一。通过上级医院对下级医院提供平台技术支持，下级医院的疑难患者可以得到上级医院专家会诊或转诊到上级医院，将品牌影响力快速推广，实现资源配置的有效配置和患者就诊的便捷化。专科医院在异地扩张中可复制性强，有利于全国快速扩张。

资料来源：东方财富证券研究所整理

2.4. 行业竞争格局良好

2.4.1. 民营眼科承担起更重要角色

2017 年我国眼科诊疗人次达到 2635 万人次，同比增长 13.4%，近 5 年 CAGR 为 12%；眼科入院人数为 176 万人，同比增长 17.9%，近 5 年 CAGR 为 21%。国内眼科服务机构主要包括两类：1) 综合医院的眼科科室，如协和医院、华西医院眼科；2) 眼科专科医院，公立医院如中大眼科中心，民营医院如爱尔眼科、何氏眼科等。公立医院为国内眼科市场的主力，综合医院眼科门诊量占比预计在 80%左右，但是近年民营专科逐渐承担起更重要的角色。

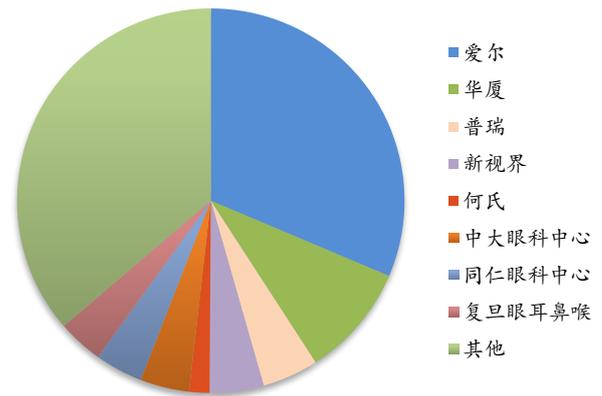
爱尔眼科在专科医院中一家独大。由于眼科医疗服务半径有限，全国分布很多中小型规模的眼科连锁医院，整体眼科市场呈现“全国分散、地区集中”的特点。眼科资源缺乏且分布不均衡，全国约 70%的眼科医生分布在大中型城市，但是国内 70%的眼科患者分布在地级以下基层地区，因而未来国内基层的眼科医疗市场潜力较大。伴随着社会办医的春风，以爱尔眼科为代表的行业龙头通过连锁扩张逐渐形成规模优势和品牌优势，在专科医院中占有约 30%的市场份额（按营业收入计，占整个眼科市场约 7.3%）。

图表 64: 我国眼科医疗诊疗/入院情况 (万人次, %)



资料来源: 国家卫计委, 东方财富证券研究所

图表 65: 我国眼科专科医院市场格局 (%)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所整理

图表 66: 国内部分主要眼科专科医院比较

医院名称	成立时间	医院规模	医疗团队	年门诊量	年手术量	分布地区	市场地位
爱尔眼科 (A 股主板)	2003 年	270 余家	医务人员 约万名	574 万	56 万	全国	国内最大的 民营连锁眼 科医院
华厦眼科	1997 年	近 50 家	-	300 万 (2017)	20 万 (2017)	福建、北京、 上海、重庆、 深圳、湖北、 安徽等多个 省市	国内最具规 模的眼科医 疗集团之一
普瑞眼科	2005 年	16 家	专家团队近 400 人, 副高 以上近 150 人	-	-	主要分布于 省会城市, 包 括北京、上 海、成都、重 庆、郑州、南 昌等	国内知名专 业眼科连锁 医院
何氏眼科	1995 年	12 家	1600 多名医 护人员	20 万 (2017)	1 万多 (2017)	辽宁省为主	辽宁省具有 较好的品牌 知名度
爱瑞阳光眼 科 (新三板退 市)	2008 年	16 家 (2017)	-	-	-	四川、重庆等 川渝地区	西南地区具 有较高的品 牌度
中大眼科中 心	1953 年	1 家	300 多名专业 眼科医生, 其 中高级职称 200 余人	101 万 (2016)	6 万 (2016)	广州市	三大眼科中 心之一

数据来源: 各医院网站, 东方财富证券研究所整理

2.4.2. 口腔市场目前比较分散

口腔市场目前比较分散, 行业仍然处于“跑马圈地”阶段。通策医疗为国内主板唯一一家以口腔医疗服务为主业上市的企业(按照 2018 年营业收入计,

市场份额为 1.4%)，在行业内有不可替代的地位，最大竞争对手拜博口腔、公立口腔医院、及其他新三板挂牌的较小企业，如拜瑞口腔（退市）、华美牙科、小白兔、可恩口腔、同步齿科（退市）等。上述小企业收入来源相对比较分散，不存在优势特别突出的核心医院，新设的网点基本处于亏损状态。

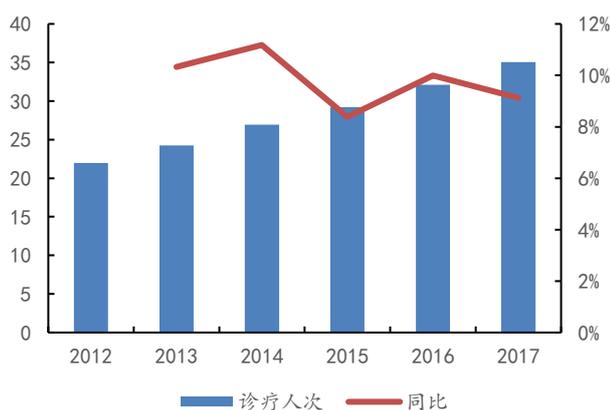
拜博口腔采用了连锁诊所的模式，在联想控股注资后，门店数量从 2014 年的 75 家上涨到 2017 年的 213 家，同时段营业收入由 2.99 亿元增长至 14.34 亿元。然而这种“跨越式”的扩张导致了诸多问题，比如管理、人才、服务等未能跟上，因而未实现利润的同步增长。2015-2017 年，拜博合计亏损 22.79 亿元。

图表 67：我国主要口腔连锁医院情况

公司名称	成立时间	注册资本(万元)	注册地	连锁数量(家)
拜博口腔	1993 年	-	深圳	200+
佳美医院	2007 年	2222.46	北京	100+
瑞尔齿科	1997 年	100.00	北京	90+
欢乐口腔	2007 年	-	北京	70+
摩尔齿科	2013 年	7920.50	上海	30+
通策医疗	1995 年	32064.00	杭州	30+
同步齿科	2006 年	2000.00	深圳	24
拜瑞口腔	2008 年	1500.00	珠海	18
华美牙科	2011 年	2100.00	成都	16
小白兔	2011 年	3328.00	西安	16
可恩口腔	2011 年	4541.16	山东	13

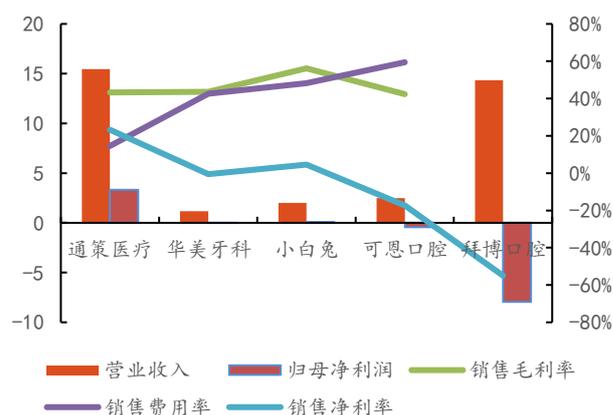
数据来源：Choice, 东方财富证券研究所整理

图表 68：我国口腔医院诊疗情况（万人次，%）



资料来源：国家卫计委，东方财富证券研究所

图表 69：口腔相关公司对比（亿元，%）



资料来源：国家卫计委，东方财富证券研究所。注：拜博口腔为 2017 年数据。

3. 配置建议

近年来，以眼科、口腔科为代表的专科民营医院快速发展。从需求端，口腔、眼科市场需求仍然很大；而从供给端，国际/国内先进技术与设备、社会资本介入、互联网信息化等是推进相关专科发展的重要因素。品牌效应推动诊疗人次的加快增长，技术更迭提升服务价格，发展模式可复制促进连锁化，友好的政策环境进行加持，共同促进行业的稳定较好增长。随着“跑马圈地”的不断推进，规模达到了一定程度，对于连锁医疗来说，更重要的是要做好精细化管理，提升盈利能力，控制好费用，真正发挥规模效应。龙头企业集团集中采购的方式带来较强的议价能力，强大的品牌口碑、稳定的病患者基础，加上可复制的管理模式，使得其在行业内独占鳌头。看好口腔专科龙头企业通策医疗、谨慎看好眼科龙头企业爱尔眼科。

图表 70：公司服务业务对比

	爱尔眼科	通策医疗
所在行业	眼科	口腔科
行业规模	约 1100 亿元	约 1100 亿元
总市值	1093 亿元	320 亿元
2018 中心数量	270+	30+
2018 门诊量 (万人次)	534 (手术量: 56)	184
平均客单价 (约数)	全飞秒: 18800 元	827 元
	白内障: 6000 元	
	视光: 约 1000 元	
成熟门店内生增速	约 20%/年	15-25%/年
民营规模占比	约 20%	约 50%
扩张战略	并购基金注入, 近年重点看地级市医院	“蒲公英计划”下沉到浙江省市、县级
管理体系	成本优势、标准化管理、集采优势、HIS 系统、ERP 系统、规模效应等	

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所整理

图表 71：公司关键财务指标对比

	爱尔眼科	通策医疗
成立时间	2003 年	1995 年
2018 年收入 (亿元)	80.1	15.5
近 5 年 CAGR	29%	26%
2018 年净利润 (亿元)	10.7	3.6
近 5 年 CAGR	34%	19%
经营性现金流 (亿元)	14	4.69
销售毛利率	47%	43%
销售净利率	13.3%	23.2%
销售费用率	10.3%	0.7%
管理费用率	13.4%	12.3%
财务费用率	0.6%	1.6%
ROE 加权/扣除	19.9%	28.2%

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所整理

图表 72：主要相关公司

代码	简称	总市值 (亿元)	PE (倍)			股价 (元)	评级
			TTM	2019E	2020E		
300015	爱尔眼科	1095	92	80	63	35.35	增持
600763	通策医疗	327	79	65	50	102.00	买入

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所。注: 数据截至 20190926

4. 风险提示

行业增长不达预期;
新设医院增长不达预期;
医疗安全事故;

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格
分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究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本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。