



中航证券金融研究所

沈文文, CFA

证券执业证书号: S0640513070003

电话: 010-59562524

邮箱: shenww@avicsec.com

## 精选赛道, 御风而行——

## 医疗服务行业系列报告之一

行业分类: 医药生物

2019年12月17日

### 投资要点:

- **诊疗市场平稳增长, 专科市场潜力突出。**近年来, 我国诊疗市场以正增长的态势逐年扩大。在综合医院、专科医院、中医医院、中西医结合医院和民族医院五种不同类型的诊疗体系中, 专科医院的表現稍显突出。增速情况上, 专科医院的年诊疗人次、手术人次及入院人次增速相对平稳, 稳定在较高水平。2018年, 剔除占比较小的中西医结合医院、民族医院, 专科医院诊疗人次、入院人次增速排名第一, 入院手术人次增速排名第二。综合来看, 在我国诊疗市场中, 专科医院过去十年来的诊疗、手术人次占比上升的趋势, 体现了专科市场在未来保持较好发展前景的潜力。
- **老龄化持续推进, 医疗服务需求量价齐升。**市场需求角度来看, 医疗保健价格指数和医疗服务价格的水涨船高, 体现了我国医疗消费向上提升的趋势。同时, 侧面反映了我国人民对医疗保健方面需求正在逐步扩大, 需求端的上升趋势不可阻挡。随着我国人口结构发生变化, 老龄化进程的持续推进使得未来我国相关方面疾病诊疗需求也将持续提升。以眼科为代表的一系列疾病的诊疗市场需求就很好的说明了我国医疗需求的潜在市场规模逐年增长的趋势不会变化。
- **医疗供给小幅增长。**营收规模方面, 专科医院、中医医院十年来平均增速超过我国总医院市场规模平均增速。医院数量变化情况来看, 专科医院数量增速高于综合医院和中医医院。总体来看, 三类主要医疗机构中, 专科医院拥有更高的增速和更好的市场需求。
- **支付能力持续提升。**我国城镇、农村居民人均可支配收入增速依然维持在较高的水平; 横向来看, 同其他国家相比, 医疗卫生支出占比相对偏低, 有较大上升空间。从医保基金收入和支出的变动情况来看, 医保盈余增长趋势尚未发生显著变化。具体到医保基金统筹和个人积累方面, 我国医保基金的支付水平平稳上升。从支付端来看, 医疗消费的物质基础短期无忧。
- **专科市场增长不一, 口腔、眼科、医美表现突出。**通过分析市场占比提升幅度、盈余占比变化情况和民营专科医院数量变动情况, 不同专科医疗机构差异明显。
- **投资建议:**综合考虑成长能力、盈利能力和行业壁垒三个维度, 我们发现口腔、眼科和医美表现出来良好的市场化运行潜力。建议关注通策医疗、爱尔眼科和华熙生物。
- **风险提示:**行业政策风险, 医疗事故风险

股市有风险 入市须谨慎

中航证券金融研究所发布 证券研究报告

### 请务必阅读正文后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航资本大厦中航证券有限公司  
公司网址: www.avicsec.com  
联系电话: 010-59562524  
传 真: 010-59562637

## 目录

一、医疗市场运行情况 .....	5
二、需求端量价齐升 .....	7
三、医疗供给稳中有升 .....	10
四、支付能力保障需求释放 .....	12
五、专科医院运行状况 .....	15
六、投资建议 .....	24



AVIC

## 图表目录

图表 1: 我国诊疗总人次及增速.....	5
图表 2: 细分我国诊疗人次及增速.....	5
图表 3: 我国 2018 年诊疗人次构成.....	5
图表 4: 我国诊疗人次占比构成情况变化.....	5
图表 5: 我国入院总手术人次及增速.....	6
图表 6: 细分我国入院手术人次(万)及增速.....	6
图表 7: 我国 2018 年入院手术人次构成.....	6
图表 8: 我国入院手术人次占比构成变化情况.....	6
图表 9: 我国十年入院人次及增速.....	7
图表 10: 细分我国入院人次及增速.....	7
图表 11: 我国居民消费价格指数及医疗消费价格指数.....	7
图表 12: 我国按年龄人口分布趋势.....	8
图表 13: 2018 年我国按年龄人口分布.....	8
图表 14: 我国男女比例趋势(%).....	9
图表 15: 2018 年我国男女人口比例(%).....	9
图表 16: 眼科疾病出院按年龄统计.....	9
图表 17: 2018 年我国眼科疾病出院按年龄统计.....	9
图表 18: 视网膜疾病出院按年龄统计.....	10
图表 19: 老年性白内障疾病出院按年龄统计.....	10
图表 20: 老年白内障、60 岁以上人口数量及增速.....	10
图表 21: 我国医院总营收及增速.....	11
图表 22: 细分医院营收及增速.....	11
图表 23: 我国医院营收结构.....	11
图表 24: 2018 年我国医院营收结构.....	11
图表 25: 综合医院、专科医院营收趋势.....	12
图表 26: 我国医院数量变化情况.....	12
图表 27: 不同类别医院数量变化及增速.....	12
图表 28: 城镇人均可支配收入和医疗支出情况.....	13
图表 29: 2018 年城镇人均医疗支出占比.....	13
图表 30: 农村人均可支配收入和医疗支出情况.....	13
图表 31: 2018 年农村人均医疗支出占比.....	13
图表 32: 我国与部分国家人均医疗卫生支出.....	14
图表 33: 我国与部分国家医疗卫生支出增速.....	14
图表 34: 美国人均可支配收入和医疗卫生支出.....	14
图表 35: 2016 年美国人均医疗支出占比.....	14
图表 36: 我国基本医保基金收入及增速.....	14
图表 37: 我国基本医保基金支出及增速.....	14
图表 38: 我国医保基金支出盈余及增速.....	15
图表 39: 我国医保基金统筹结存及增速.....	15
图表 40: 我国医保基金个人积累及增速.....	15
图表 41: 2018 年我国十九类专科医院市场营收(亿元)及占比.....	16

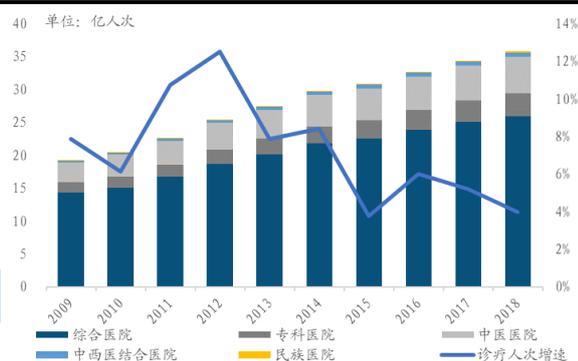


图表 42: 我国近年来十类专科医院在专科市场占比上升情况及营收增速 .....	16
图表 43: 我国近年来九类专科医院在专科市场占比上升情况及营收增速 .....	17
图表 44: 部分专科医院市场占比上升 .....	19
图表 45: 专科市场及部分专科医院营收增速情况 .....	19
图表 46: 医院及五类医院机构盈余占比 .....	19
图表 47: 专科医院细分盈余占比 .....	19
图表 48: 部分专科医院盈余占比 .....	21
图表 49: 我国近年来八类专科医院在专科医院数量占比上升情况及数量变化 .....	21
图表 50: 我国近年来十一类专科医院在专科医院数量占比下降情况及数量变化 .....	22

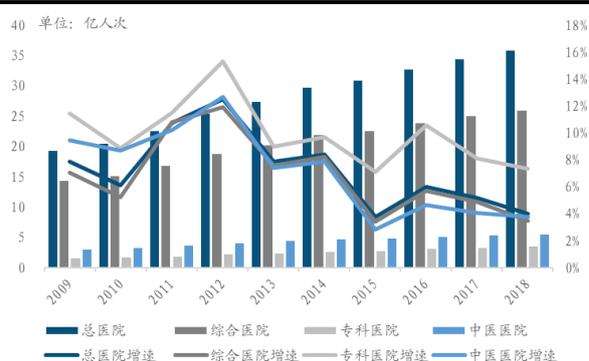


## 一、 医疗市场运行情况

根据医疗机构基本标准，我国医院可以分为五类：综合医院、专科医院、中医医院、中西医结合医院和民族医院。2018年我国医院总诊疗人次为35.77亿人次，同比增速3.99%，较2017年小幅下滑1.22%。细分来看，2018年综合医院、专科医院、中医医院、中西医结合医院以及民族医院诊疗人次分别为25.89亿、3.56亿、5.48亿、0.68亿和0.14亿人次，同比增速分别是3.47%、7.37%、3.77%、7.20%和19.15%，根据增速高低差异，从高到低依次是民族医院、专科医院、中西医结合医院、中医医院和综合医院。从诊疗结构来看，综合医院、中医医院和专科医院占比较大。

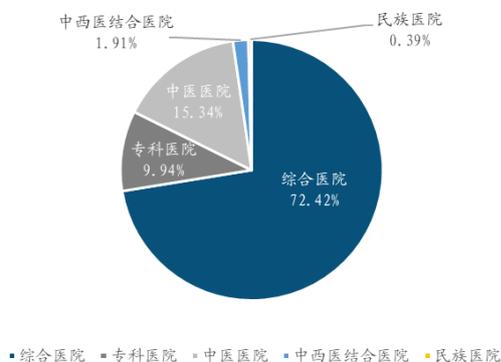
**图表 1: 我国诊疗总人次及增速**


资料来源: Wind、中航证券金融研究所

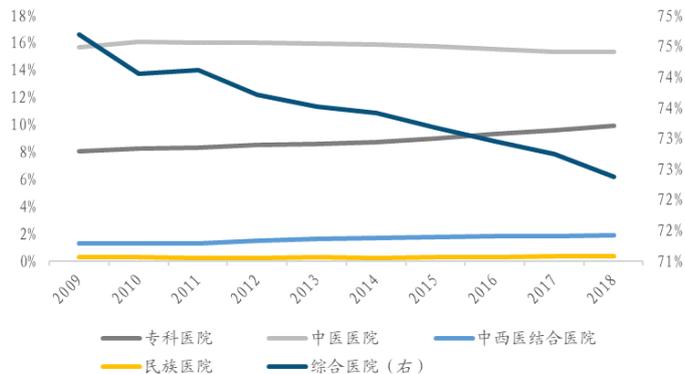
**图表 2: 细分我国诊疗人次及增速**


资料来源: Wind、中航证券金融研究所

具体来看，2018年综合医院以72.42%的诊疗人次占比位居第一，其次为中医医院、专科医院、中西医结合医院和民族医院，占比分别为15.34%、9.94%、1.91%和0.39%。从2009年至2018年诊疗人次占比构成变化情况来看，综合医院2009年占总医院诊疗人次74.70%，结构占比一直处在下滑的通道，2018年下降至72.42%；专科医院2009年占总诊疗人次8.04%，2009年至2018年占比逐年上升，2018年占比为9.94%；中医医院十年间占比变化较低，2009年为15.69%，2018年为15.33%；中西医结合医院和民族医院略有上升，分别从2009年的1.27%和0.28%上升至2018年的1.91%和0.39%。

**图表 3: 我国 2018 年诊疗人次构成**


资料来源: Wind、中航证券金融研究所

**图表 4: 我国诊疗人次占比构成情况变化**


资料来源: Wind、中航证券金融研究所

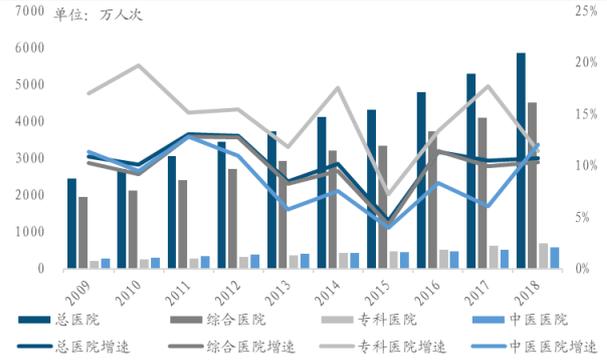
2018年我国入院手术总人次达到5860.26万，同比增速10.71%。其中，2018年综合、专科、中医、中西医结合和民族医院入院手术人次分别是4514.66万、681.00万、568.33万、86.84万和9.22万，同比增速分别为10.33%、11.37%、12.05%、17.05%和11.60%。根据增速差异，从高到低依次是中西医结合医院、中医医院、民族医院、专科医院和综合医院。从趋势上看，专科医院平均增速高于综合医院及中医医院。

图表 5: 我国入院总手术人次及增速



资料来源: Wind、中航证券金融研究所

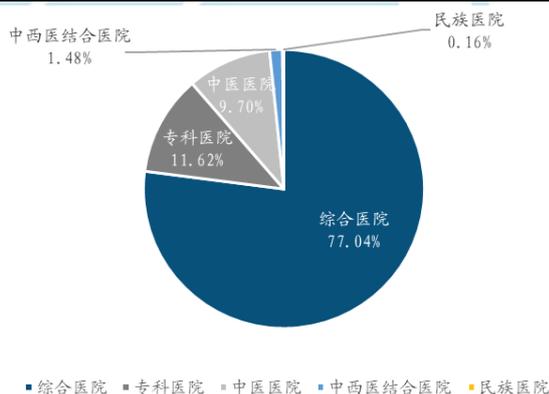
图表 6: 细分我国入院手术人次 (万) 及增速



资料来源: Wind、中航证券金融研究所

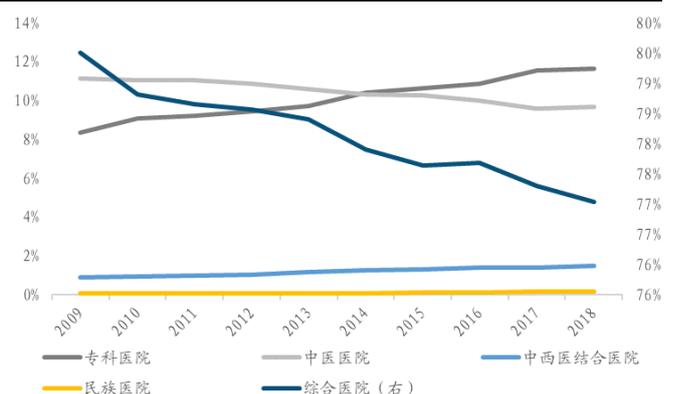
从我国入院手术人次构成来看，2018年综合医院占77.04%、专科医院占11.62%、中医医院占9.70%、中西医结合医院和民族医院合占1.64%。回顾我国十年来手术人次占比变化情况，综合医院2018年占比77.04%，较2009年79.51%下降2.47%；专科医院、中西医结合医院、民族医院在十年中占比都有所攀升，其中专科医院上涨幅度最明显，由2009年8.35%提升至2018年的11.62%，增长3.27%；中西医结合医院由0.92%增长至1.48%、民族医院由0.09%涨至0.16%；中医医院由11.13%下降至9.70%。

图表 7: 我国 2018 年入院手术人次构成



资料来源: Wind、中航证券金融研究所

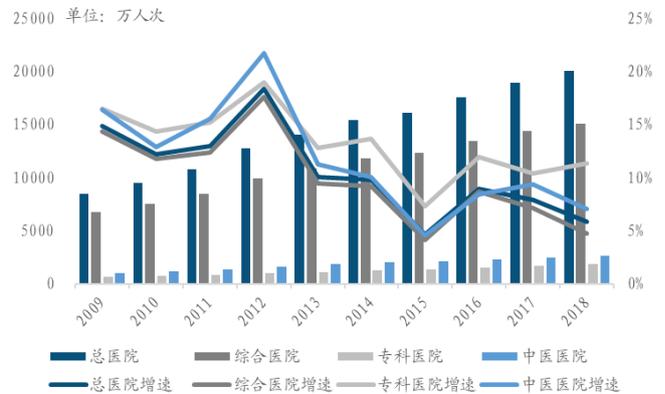
图表 8: 我国入院手术人次占比构成变化情况



资料来源: Wind、中航证券金融研究所

2018年我国入院总人次为20016.95万人次，同比增速5.83%。细分来看，我国入院人次仍旧以综合医院为主，2018年综合、专科、中医、中西医结合和民族医院入院人次分别是15040.35万、1899.60万、2668.92万、289.05万和92.55万人次，同比增速分别是4.74%、11.36%、7.06%、10.62%和23.74%。

**图表 9：我国十年入院人次及增速**

**图表 10：细分我国入院人次及增速**


资料来源：Wind、中航证券金融研究所

资料来源：Wind、中航证券金融研究所

从我国诊疗人次、手术人次及入院人次角度分析，我国诊疗市场以正增长的态势逐年扩大，但近年来市场增速整体呈逐年下滑趋势。细分来看，在综合医院、专科医院、中医医院、中西医结合医院和民族医院五种不同类型的诊疗体系中，专科医院的表现稍显突出。增速情况上，专科医院的年诊疗人次、手术人次及入院人次增速相对平稳，稳定在较高水平。2018年，剔除占比较小的中西医结合医院、民族医院，专科医院诊疗人次、入院人次增速排名第一，入院手术人次增速排名第二。

诊疗结构方面，综合医院在医院总诊疗人次中占比逐年下降，专科医院占比逐年上升，且上升幅度较大。综合来看，在我国诊疗市场中，专科医院过去十年来的诊疗、手术人次占比上升的趋势，体现了专科市场在未来保持较好发展前景的潜力。

## 二、需求端量价齐升

从近年我国医疗保健、医疗服务消费价格指数走势来看，价格水平不断走高。2009年至2018年，我国居民消费价格指数由99.3上升至102.1；医疗保健由101.4上升至104.3；医疗服务由101上升至106.5。医疗保健价格指数和医疗服务价格的水涨船高，体现了我国医疗消费向上提升的趋势。同时，侧面反映了我国人民对医疗保健方面需求正在逐步扩大，需求端的上升趋势不可阻挡。

**图表 11：我国居民消费价格指数及医疗消费价格指数**

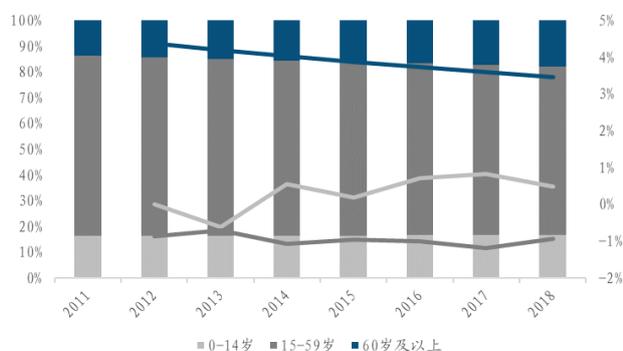
年份	居民消费价格指数	医疗保健	
		医疗保健	医疗服务
2009	99.3	101.4	101
2010	103.3	103.3	100.9
2011	105.4	102.9	100.6
2012	102.6	101.7	100.7
2013	102.6	101.5	101.5
2014	102	101.7	101.2
2015	101.4	102.7	102.7
2016	102	103.8	103.5

2017	101.6	106	106.5
2018	102.1	104.3	---

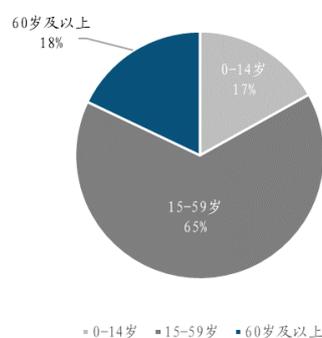
资料来源：中国卫生健康统计年鉴、中航证券金融研究所

从我国人口构成角度分析，2009年我国总人口数量为13.35亿人，0-14岁、15-59岁、60岁以上人口占比分别是16.50%、69.80%和13.70%。2018年我国总人口数量为13.95亿人，0-14岁、15-59岁、60岁以上人口占比分别是16.86%、65.26%和17.90%。增速方面来看，0-14岁人口数量增速基本维持在0%-0.5%之间；15-59岁人口增速长期为负值，占比逐年下降；60岁以上人口增速维持在3%-5%之间，占比逐步上升。从性别构成来看，我国男女比例近年来维持在51:49左右，较为稳定。2018年，我国男女比例为51.13:48.87。无论如何，随着老龄人口基数的增长和人口占比的逐步提高，医疗市场的潜在需求逐年增长。

图表 12：我国按年龄人口分布趋势

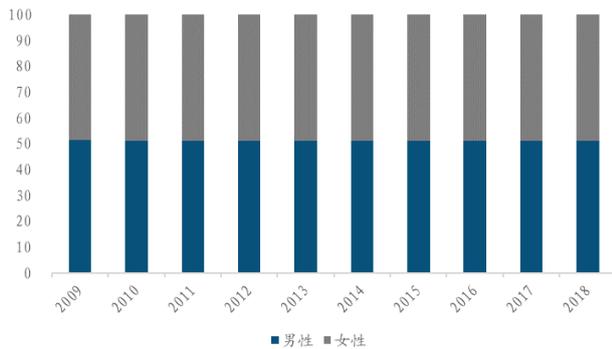


图表 13：2018年我国按年龄人口分布

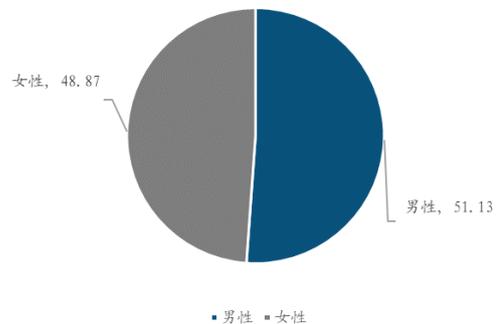


	0-14岁	15-59岁	60岁及以上
2011	16.50%	69.80%	13.70%
2012	16.50%	69.20%	14.30%
2013	16.40%	68.71%	14.90%
2014	16.49%	67.98%	15.50%
2015	16.52%	67.33%	16.10%
2016	16.64%	66.66%	16.70%
2017	16.78%	65.87%	17.30%
2018	16.86%	65.26%	17.90%

资料来源：Wind、中航证券金融研究所

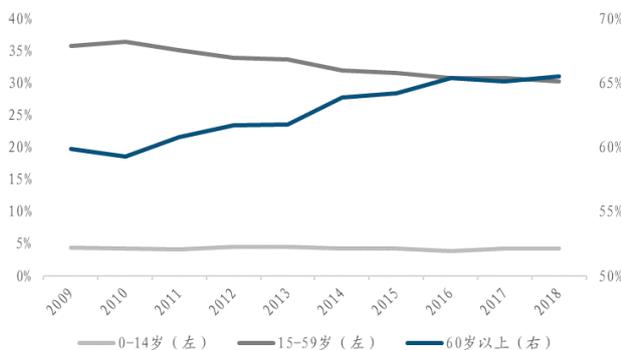
**图表 14: 我国男女比例趋势 (%)**


资料来源: Wind、中航证券金融研究所

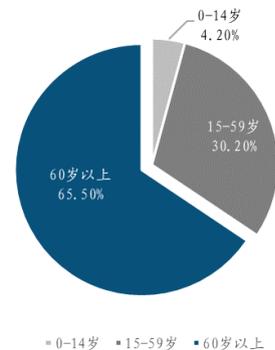
**图表 15: 2018 年我国男女人口比例 (%)**


资料来源: Wind、中航证券金融研究所

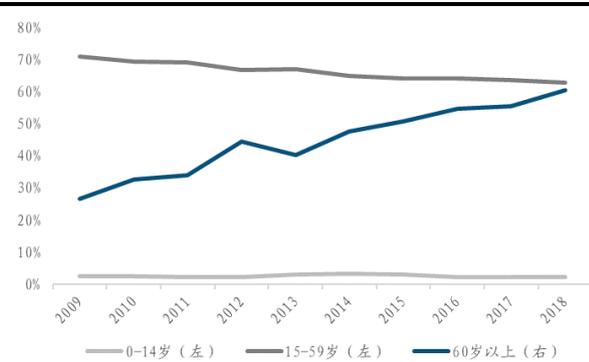
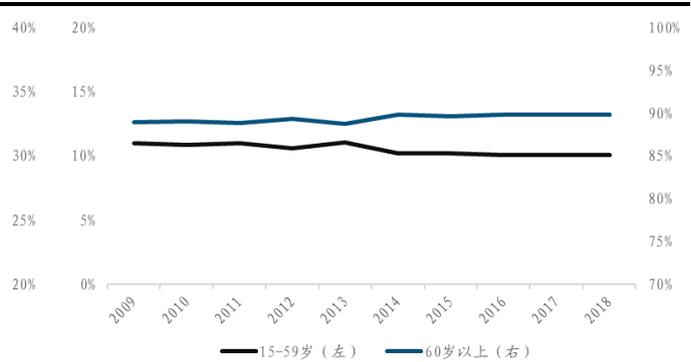
以眼科疾病为例,在我国眼科疾病出院人数中,老龄患者数量占比逐步提高。根据 0-14 岁、15-59 岁、60 岁以上人口分类统计,2009 年三类人群患者占比分别为 4.40%、35.70%和 59.90%。2018 年,0-14 岁人群出院比例为 4.20%,占比基本保持稳定;15-59 岁人群占 30.20%,下降 5.50%,下滑明显;60 岁以上人群出院占比为 65.50%,较 2009 年上升 5.60%,攀升趋势明显。可以发现,老龄人口的增长是医疗需求释放的重要驱动力之一。

**图表 16: 眼科疾病出院按年龄统计**


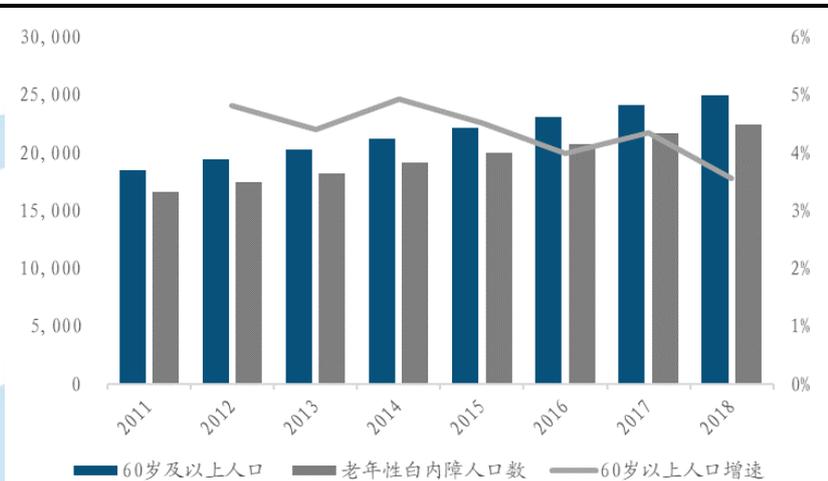
资料来源: Wind、中航证券金融研究所

**图表 17: 2018 年我国眼科疾病出院按年龄统计**


具体来说,以视网膜疾病为例,其 60 岁以上出院占比近年有所上升,2009 年出院占比 26.70%,2018 年为 35.10%。老年性白内障疾病患者出院占比波动幅度较低,同 2009 年相比,2018 年白内障患者出院占比为 89.90%,提高 0.90%。我国 2018 年 60 岁以上人口数量为 24949 万人,并且该数字正随着我国老龄化进程的推进不断增加,白内障在 60 岁以上人口发病率为 80%以上。因此,随着老龄人口占比的提升和平均发病率的提高,医疗需求将维持平稳增长的趋势。

**图表 18: 视网膜疾病出院按年龄统计**

**图表 19: 老年性白内障疾病出院按年龄统计**


资料来源: Wind、中航证券金融研究所

**图表 20: 老年白内障、60 岁以上人口数量及增速**


资料来源: Wind、中航证券金融研究所

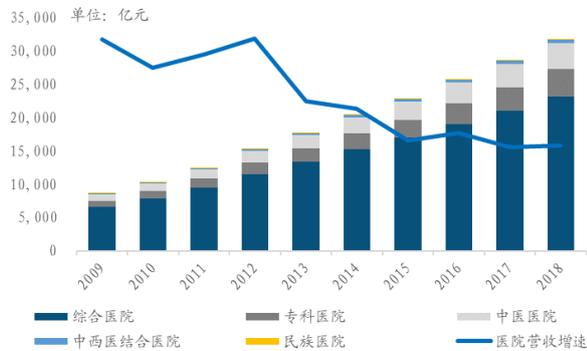
总体来看,随着我国人口构成发生变化,老龄化进程的持续推进使得未来我国相关方面疾病诊疗需求也将持续提升。以眼科为代表的一系列疾病的诊疗市场需求就很好的说明了我国医疗需求的潜在市场规模逐年增长的趋势不会变化。

### 三、 医疗供给稳中有升

从营收规模来看,2009 年我国医院市场规模为 8595.15 亿元,同比增速 22.73%,2018 年为 31889.88 亿元,同比增速 11.27%。过去十年时间我国医院市场规模增长 3.71 倍。细化到三类主要医院机构类别,市场规模方面,综合医院 2009 年实现收入 6617.97 亿元,2018 年实现收入 23131.96 亿元,十年增长 3.50 倍;专科医院 2009 年实现营业收入 925.17 亿元,2018 年实现收入 4200.39 亿元,十年增长 4.54 倍;中医医院 2009 年实现营业收入 944.41 亿元,2018 年实现收入 3815.54 亿元,十年增长 4.12 倍。从市场增长角度来看,专科医院、中医医院十年来增长倍数超过我国总医院市场规模增长倍数,综合医院增长则略低于总医院。从营收增速趋势方面,综合医院、专科医院和中医医院都呈现了下滑状态的增速趋势,2009 年增速分别为 22.40%、23.41%和 24.07%,2018 年为 10.08%、16.91%和

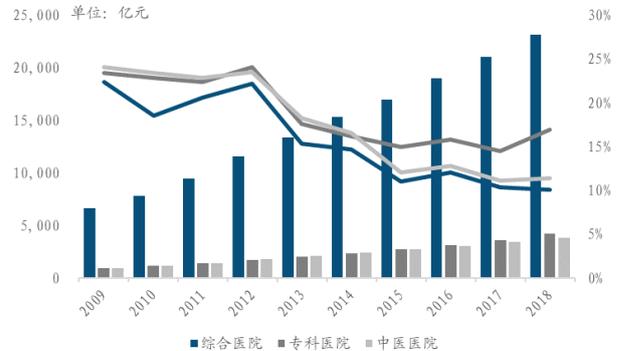
11.37%，分别下降 12.32%、6.5%和 12.7%，其中，专科医院增速下滑幅度最小。总体来看，三类主要医疗机构中，专科医院拥有更高的增速和更好的市场需求。

图表 21: 我国医院总营收及增速



资料来源: Wind、中航证券金融研究所

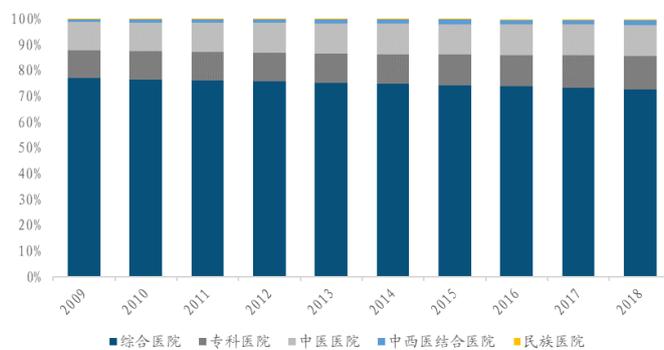
图表 22: 细分医院营收及增速



资料来源: Wind、中航证券金融研究所

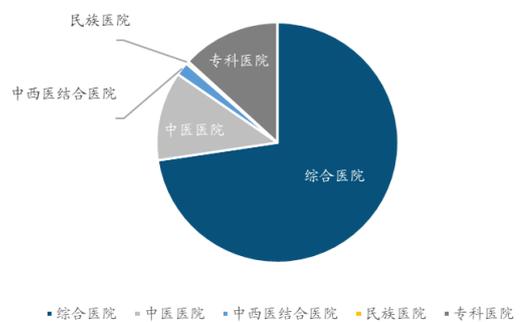
从营收构成来看，综合医院、专科医院和中医医院是我国医院营收的三大重要来源，2009 年分别占医院总营收 77.00%、10.76%和 10.99%，2018 年为 72.54%、13.17%和 11.96%。我们将综合医院与专科医院对比，十年来综合医院营收在医院总营收占比上呈逐年下滑趋势，市场对综合医院需求逐年放缓，占比由 77.00%下降到 72.54%，下降了 4.46%；专科医院营收在占比上逐年上升，上升 2.41%；中医医院营收占比呈上升趋势，上升 0.97%。综合来看，专科医院重要性和市场需求越来越高。

图表 23: 我国医院营收结构

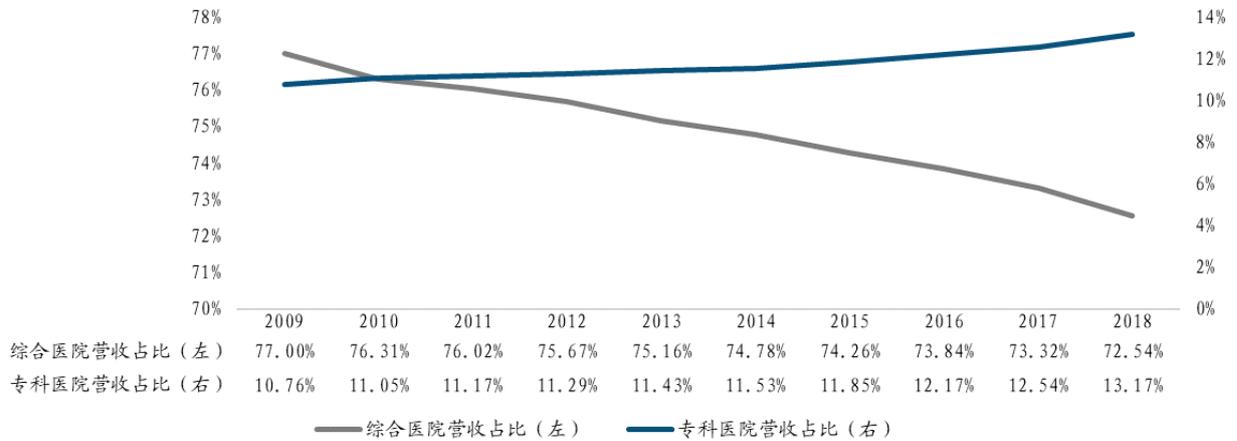


资料来源: Wind、中航证券金融研究所

图表 24: 2018 年我国医院营收结构



资料来源: Wind、中航证券金融研究所

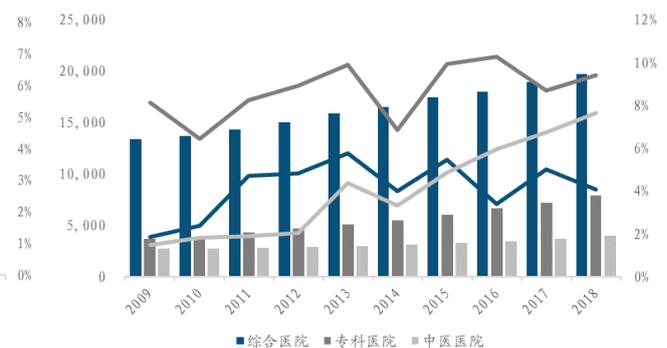
**图表 25: 综合医院、专科医院营收趋势**


资料来源: Wind、中航证券金融研究所

从医院数量变化情况来看,我国 2009 年拥有医院 20291 个,其中,综合医院 13364 个、专科医院 3716 个、中医医院 2728 个和其他医院(中西医结合医院及民族医院)483 个;2018 年医院数量增加到 33009 个,综合医院、专科医院、中医医院和其他医院数量分别是 19693 个、7900 个、3977 个和 1439 个,分别增长了 0.47 倍、1.13 倍、0.46 倍及 1.99 倍。从医院数量增速方面来看,十年来综合医院增速保持在 2%-5%,专科医院增速维持在 8%-10%,中医医院数量增速在 2%-8% 浮动,专科医院数量增速高于综合医院和中医医院。

**图表 26: 我国医院数量变化情况**


资料来源: Wind、中航证券金融研究所

**图表 27: 不同类别医院数量变化及增速**


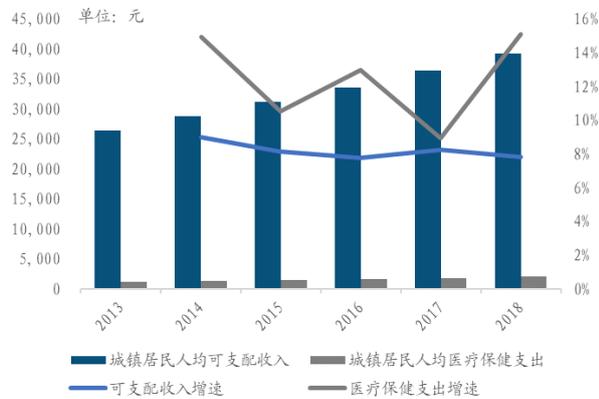
资料来源: Wind、中航证券金融研究所

## 四、支付能力保障需求释放

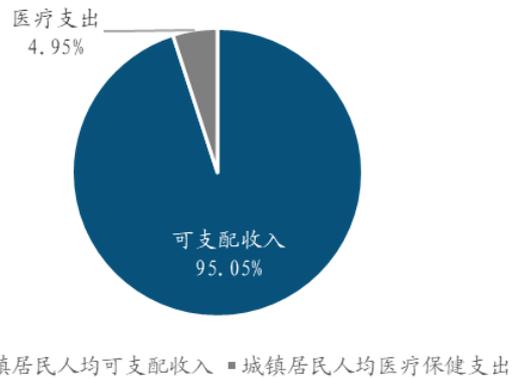
医疗需求释放离不开收入端的支持,我们通过人均收入及医保基金近年来的变动情况对收入端进行分析。在人均医疗保健开销方面,2018 年我国城镇居民人均可支配收入为 39250.84 元,增速为 7.84%、城镇居民人均医疗保健支出为 2045.65 元,增速为 15.12%,城镇医疗保健支出占可支配收入 4.95%;农村居民人均可支配收入 2018 年为 14617.03 元,增速为 8.82%、人均医疗保健支出为 1240.11 元,增速为

17.10%，农村医疗保健支出占可支配收入 7.82%。尽管医疗支出增速较快，但占比较低，收入端的持续增长为医疗需求的释放提供了良好的物质基础。

图表 28：城镇人均可支配收入和医疗支出情况



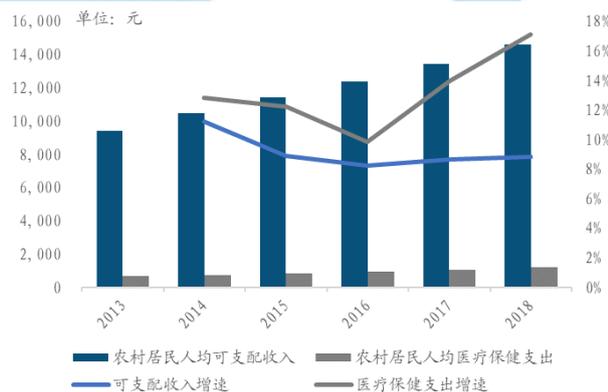
图表 29：2018 年城镇人均医疗支出占比



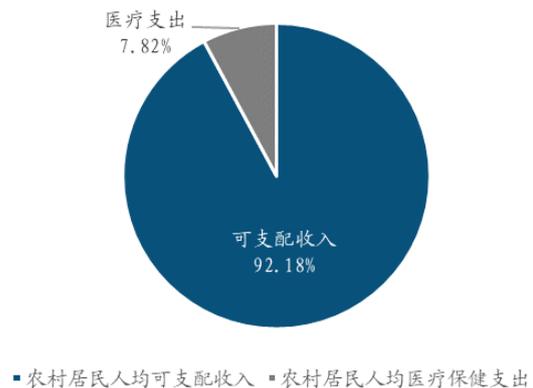
资料来源：Wind、中航证券金融研究所

资料来源：Wind、中航证券金融研究所

图表 30：农村人均可支配收入和医疗支出情况



图表 31：2018 年农村人均医疗支出占比



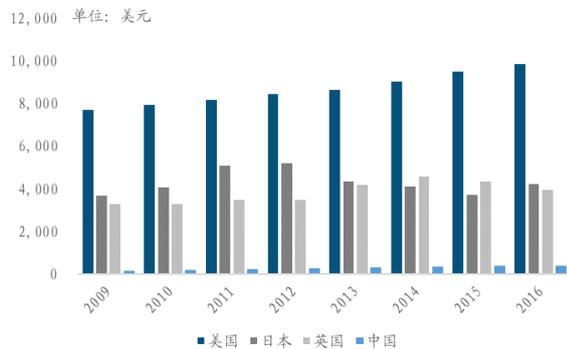
资料来源：Wind、中航证券金融研究所

资料来源：Wind、中航证券金融研究所

横向来看，2016 年我国人均卫生支出为 398.33 美元，同年美国、日本、英国人均卫生支出分别是 9869.74 美元、4233.03 美元和 3958.02 美元。增速方面，中国、美国、日本、英国 2016 年人均卫生支出增速分别是 1.40%、3.63%、13.37%和-9.13%，总体上我国卫生支出增速保持较低水平。

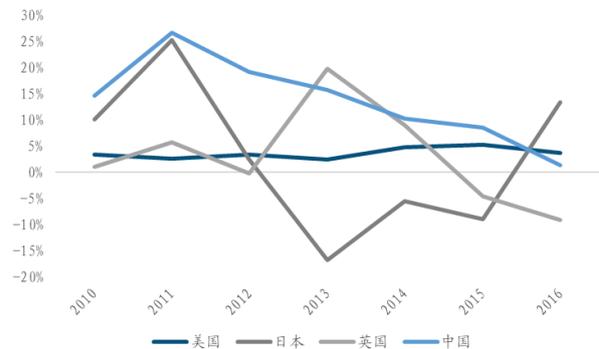
以美国为例，2016 年美国人均可支配收入为 43812.00 美元，其卫生支出占人均可支配收入 18.39%。同美国等发达国家相比，我国居民的卫生支出占比仍有很大的提高空间

图表 32: 我国与部分国家人均医疗卫生支出



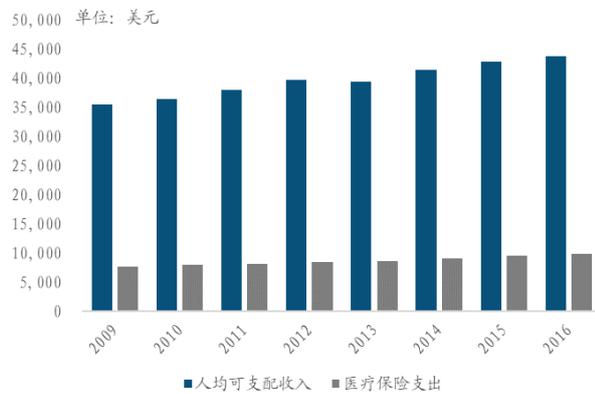
资料来源: Wind、中航证券金融研究所

图表 33: 我国与部分国家医疗卫生支出增速



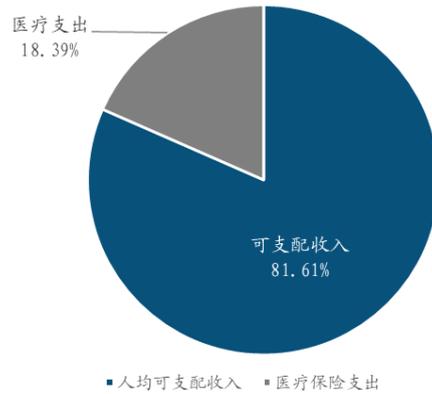
资料来源: Wind、中航证券金融研究所

图表 34: 美国人均可支配收入和医疗卫生支出



资料来源: Wind、中航证券金融研究所

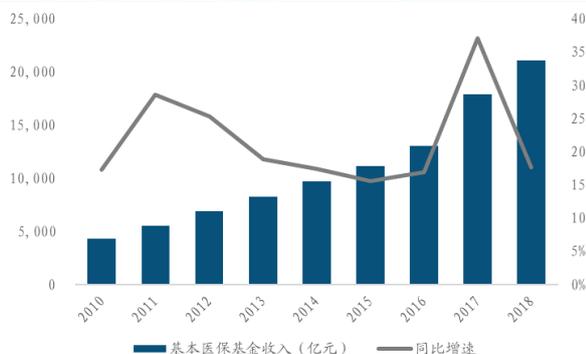
图表 35: 2016 年美国人均医疗支出占比



资料来源: Wind、中航证券金融研究所

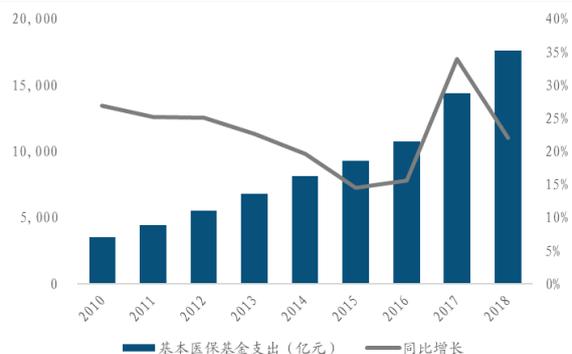
2018 年, 我国基本医保基金收入 21090 亿元, 增速为 17.61%, 较 2010 年 4309 亿元增长 4.14 倍; 同年我国基本医保基金支出为 17607 亿元, 增速为 22.08%, 较 2010 年 3538 亿元增长 3.98 倍。医保基金盈余方面, 2009 年我国医保基金盈余 885 亿元, 2018 年提高至 3483 亿元, 增长 2.94 倍。从趋势来看, 我国医保基金盈余情况尚未出现下滑趋势。

图表 36: 我国基本医保基金收入及增速

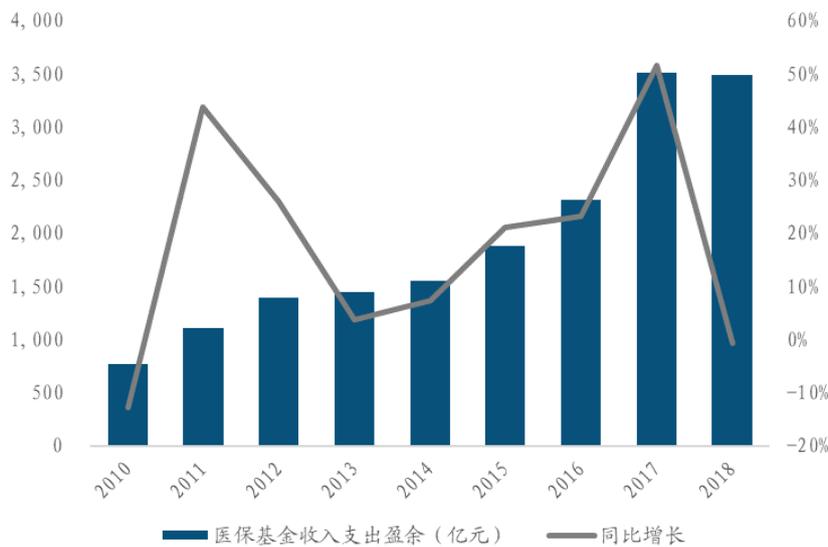


资料来源: Wind、中航证券金融研究所

图表 37: 我国基本医保基金支出及增速

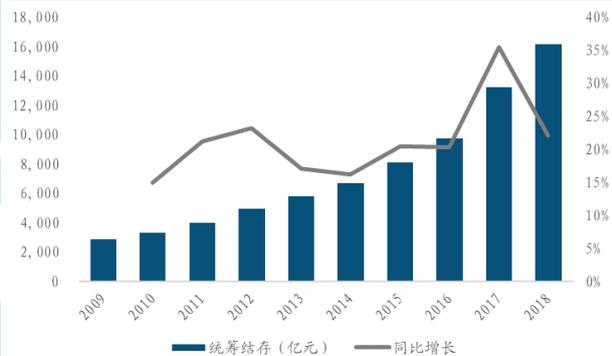


资料来源: Wind、中航证券金融研究所

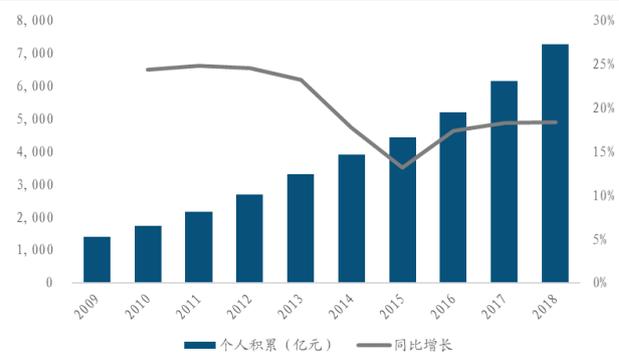
**图表 38: 我国医保基金支出盈余及增速**


资料来源: Wind、中航证券金融研究所

我国医保基金统筹结存 2009 年结存金额为 2882 亿元; 2018 年为 16156 亿元, 增速 22.08%; 十年中增长 6.08 倍。医保基金个人积累方面, 2018 年为 7284 亿元, 增速 18.40%, 较 2009 年 1394 亿元增长 4.23 倍。

**图表 39: 我国医保基金统筹结存及增速**


资料来源: Wind、中航证券金融研究所

**图表 40: 我国医保基金个人积累及增速**


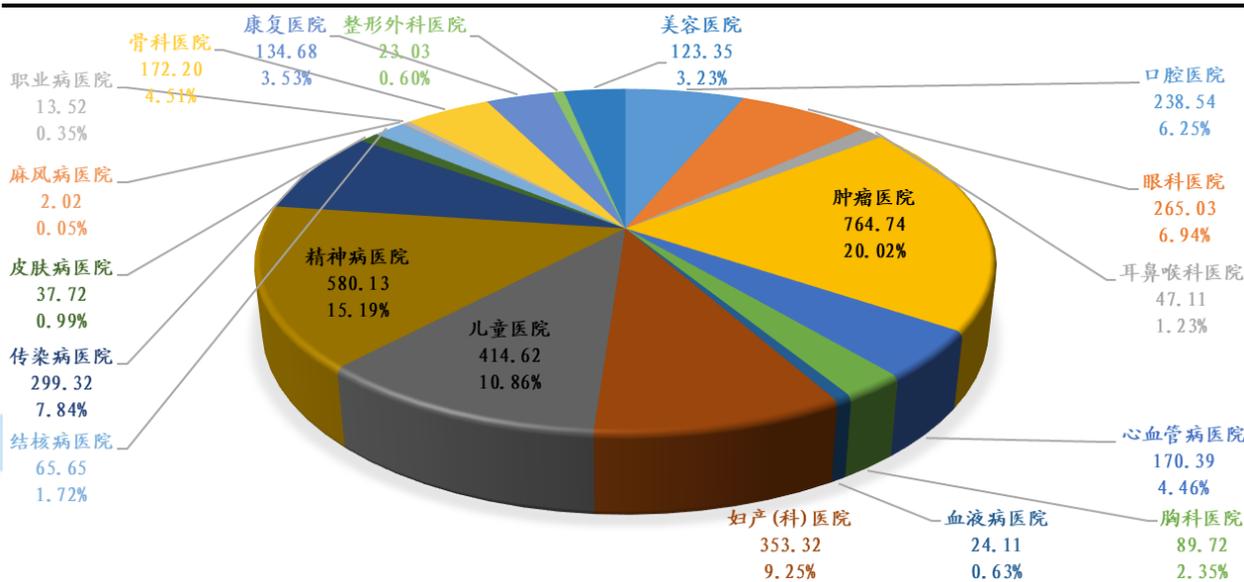
资料来源: Wind、中航证券金融研究所

我国城镇、农村居民人均可支配收入增速依然维持在较高的水平; 横向来看, 同其他国家相比, 医疗卫生支出占比相对偏低, 有较大上升空间。从医保基金收入和支出的变动情况来看, 医保盈余增长趋势尚未发生显著变化。具体到医保基金统筹和个人积累方面, 我国医保基金的支付水平平稳上升。从支付端来看, 医疗消费的物质基础短期无忧。

## 五、 专科医院运行状况

我国专科市场 2009 年实现收入为 925.17 亿元，2018 年 4200.39 亿元，在 2009 年至 2018 年中规模增长 3275.22 亿元，是所有医院机构类型中增速最快、上升空间最大的医疗市场。专科医院按科室可分为十九类主要专科医院，以市场营收来看，肿瘤医院、精神病医院和儿童医院是专科市场在 2018 年营收最高的三类专科医院，营收分别达到 764.74 亿元、580.13 亿元和 414.62 亿元，市场占比分别是 20.20%、15.19% 和 10.86%。

图表 41：2018 年我国十九类专科医院市场营收（亿元）及占比



资料来源：Wind、中航证券金融研究所

由专科市场细化到各类专科医院市场，我们通过十九类专科医院在专科市场中占比情况观察其十年来市场增减情况，共有 10 类专科医院市场占比走高。2009 年美容医院在专科市场占比为 0.50%，2018 年为 2.94%，年平均营收增速为 45.35%，美容医院以 10 年上升 2.43% 的市场占比成为十九类专科医院中上升幅度最大的专科医院；眼科医院市场占比 2009 年为 4.18%，2018 年为 6.31%，市场占比上升 2.13%，在十九类专科医院中排名第二；康复医院、口腔医院、妇产医院 2018 年专科市场占比分别为 3.21%、5.68% 和 8.41%，十年上升 1.19%、1.03% 和 0.76%，排名在第三、第四和四五。

图表 42：我国近年来十类专科医院在专科市场占比上升情况及营收增速

年份	美容医院		眼科医院		康复医院		口腔医院	
	市场占比	营收增速	市场占比	营收增速	市场占比	营收增速	市场占比	营收增速
2009	0.50%	51.05%	4.18%	23.11%	2.01%	14.95%	4.65%	19.64%
2010	0.73%	76.65%	4.17%	22.43%	2.26%	37.96%	4.59%	21.32%
2011	0.99%	66.80%	4.35%	27.68%	2.21%	19.89%	4.64%	23.76%
2012	1.04%	31.02%	4.30%	22.73%	2.02%	13.05%	4.68%	24.90%
2013	1.32%	48.56%	4.53%	23.89%	2.88%	67.77%	4.65%	17.00%
2014	1.50%	31.80%	4.74%	21.48%	2.41%	-2.73%	4.83%	20.62%
2015	1.67%	28.05%	5.20%	26.14%	2.59%	23.54%	5.14%	22.35%
2016	1.96%	35.85%	5.36%	19.27%	2.84%	27.07%	5.13%	15.63%
2017	2.49%	45.78%	5.86%	25.17%	3.02%	21.82%	5.44%	21.36%
2018	2.94%	37.89%	6.31%	25.92%	3.21%	23.93%	5.68%	22.02%

占比增长	2.43%		2.13%		1.19%		1.03%	
年份	妇产医院		心血管病医院		耳鼻喉医院		精神病医院	
	市场占比	营收增速	市场占比	营收增速	市场占比	营收增速	市场占比	营收增速
2009	7.65%	23.74%	3.63%	21.09%	0.92%	14.55%	13.69%	21.17%
2010	7.69%	23.39%	3.76%	27.29%	0.89%	18.69%	14.48%	29.96%
2011	7.71%	22.80%	3.76%	22.32%	0.92%	26.61%	14.94%	26.29%
2012	7.74%	24.52%	4.05%	33.58%	0.92%	23.64%	14.12%	17.24%
2013	7.49%	13.77%	3.85%	11.81%	0.89%	14.78%	13.85%	15.33%
2014	7.87%	22.07%	3.76%	13.58%	0.88%	14.78%	13.77%	15.50%
2015	7.98%	16.49%	3.49%	6.43%	0.93%	21.46%	13.93%	16.28%
2016	9.13%	32.56%	3.62%	20.29%	0.88%	9.49%	13.69%	13.80%
2017	8.95%	12.24%	3.76%	18.81%	0.90%	16.45%	13.95%	16.69%
2018	8.41%	9.85%	4.06%	26.23%	1.12%	45.97%	13.81%	15.74%
占比增长	0.76%		0.42%		0.20%		0.12%	
年份	整形外科医院		皮肤病医院					
	市场占比	营收增速	市场占比	营收增速				
2009	0.43%	13.05%	0.79%	21.99%				
2010	0.43%	23.44%	0.81%	24.48%				
2011	0.42%	18.71%	0.79%	19.51%				
2012	0.46%	34.68%	0.82%	29.23%				
2013	0.39%	0.62%	0.93%	33.93%				
2014	0.43%	26.94%	0.93%	16.14%				
2015	0.44%	20.08%	0.91%	12.57%				
2016	0.48%	25.22%	0.92%	16.39%				
2017	0.55%	30.70%	0.93%	16.47%				
2018	0.55%	16.68%	0.90%	12.44%				
占比增长	0.12%		0.10%					

资料来源: Wind、中航证券金融研究所

在十九类专科医院中,九类专科医院市场占比出现下滑。其中,下降最明显的是儿童医院,专科市场占比由2009年13.03%降低到2018年9.87%,下降3.16%;肿瘤医院专科市场占比由2009年20.54%降低到2018年18.21%,下降2.33%;传染病医院、胸科医院、结核病医院市场占比下降1.71%、1.44%和0.55%,分别位于专科医院市场占比下降最快的三至五名。

图表 43: 我国近年来九类专科医院在专科市场占比上升情况及营收增速

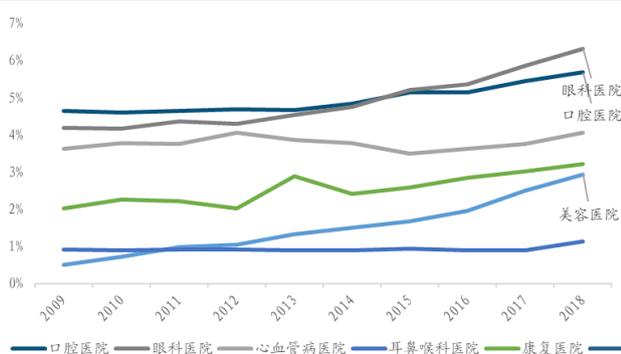
年份	儿童医院		肿瘤医院		传染病医院	
	市场占比	营收增速	市场占比	营收增速	市场占比	营收增速
2009	13.03%	20.69%	20.54%	24.03%	8.84%	20.12%
2010	13.05%	22.98%	20.11%	20.30%	8.41%	16.95%
2011	12.39%	16.18%	20.12%	22.44%	8.66%	25.99%
2012	12.18%	21.99%	20.55%	26.71%	8.51%	21.87%
2013	11.98%	15.61%	20.63%	18.01%	8.26%	14.09%

2014	11.94%	15.89%	20.56%	15.83%	8.00%	12.62%
2015	11.74%	13.02%	20.13%	12.53%	7.91%	13.60%
2016	10.65%	5.02%	19.21%	10.50%	7.64%	11.93%
2017	10.28%	10.47%	18.27%	8.89%	7.30%	9.30%
2018	9.87%	12.29%	18.21%	16.50%	7.13%	14.16%
占比降低	-3.16%		-2.33%		-1.71%	
年份	胸科医院		结核病医院		骨科医院	
	市场占比	营收增速	市场占比	营收增速	市场占比	营收增速
2009	3.58%	20.19%	2.12%	26.89%	4.55%	34.96%
2010	3.37%	15.91%	2.17%	25.93%	4.21%	13.74%
2011	2.98%	7.99%	2.18%	22.83%	4.21%	22.30%
2012	2.83%	17.83%	2.11%	19.99%	4.57%	34.66%
2013	2.63%	9.30%	2.09%	16.85%	4.71%	21.34%
2014	2.38%	5.43%	1.94%	7.77%	4.91%	20.99%
2015	2.36%	13.99%	1.86%	10.11%	3.89%	-8.93%
2016	2.26%	10.70%	1.81%	12.61%	3.85%	14.73%
2017	2.33%	17.81%	1.68%	6.53%	4.00%	18.87%
2018	2.14%	7.33%	1.56%	8.56%	4.10%	19.83%
占比降低	-1.44%		-0.55%		-0.45%	
年份	职业病医院		血液病医院		麻风病医院	
	市场占比	营收增速	市场占比	营收增速	市场占比	营收增速
2009	0.54%	44.75%	20.54%	24.03%	0.14%	1.01%
2010	0.53%	20.54%	20.11%	20.30%	0.12%	3.06%
2011	0.53%	23.27%	20.12%	22.44%	0.11%	11.67%
2012	0.31%	-26.79%	20.55%	26.71%	0.09%	9.04%
2013	0.29%	8.46%	20.63%	18.01%	0.09%	20.17%
2014	0.33%	31.44%	20.56%	15.83%	0.10%	19.01%
2015	0.40%	40.77%	20.13%	12.53%	0.10%	20.20%
2016	0.46%	31.76%	19.21%	10.50%	0.08%	-4.53%
2017	0.33%	-17.34%	18.27%	8.89%	0.06%	-14.19%
2018	0.32%	14.33%	18.21%	16.50%	0.05%	-9.98%
占比降低	-0.22%		-0.09%		-0.09%	

资料来源：Wind、中航证券金融研究所

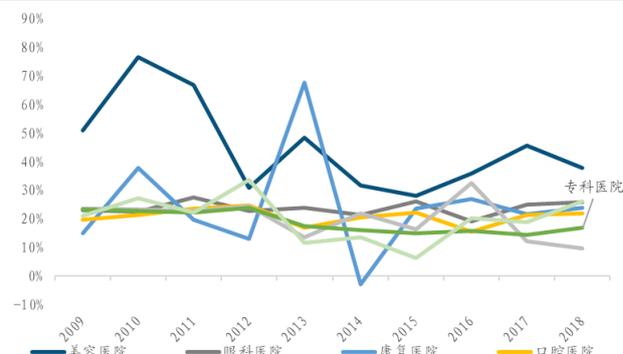
十类专科市场占比上升的医院中，排除上升趋势较为平缓的耳鼻喉医院、精神病医院、整形外科医院和皮肤病医院，余下六类医院中美容医院、眼科医院和口腔医院市场占比走高趋势较为明显。营收增速方面，美容医院、眼科医院、口腔医院、康复医院及心血管医院跑赢专科市场平均营收增速，其中，美容医院近年表现明显优于其他专科医院，2018年营收增速为37.89%，市场呈现较为明显的高增长态势；眼科医院及口腔医院2018年营收增速为25.92%和22.02%，与美容医院的市场高增速不同，十年来眼科、口腔医院营收增速十分稳定，波动幅度低，长期且持续的增速带动了眼科和口腔专科市场的持续增大。

图表 44: 部分专科医院市场占比上升



资料来源: Wind、中航证券金融研究所

图表 45: 专科市场及部分专科医院营收增速情况



资料来源: Wind、中航证券金融研究所

盈利能力方面, 我们通过总收入减去总支出模拟各类医疗机构盈余收益, 以盈余收益与总收入之比计算医院盈余占比, 利用各类医院盈余占比观察医院盈利能力及变化情况。2018 年, 医院、综合医院、专科医院、中医医院、中西医结合医院及民族医院盈余占比分别是 2.65%、2.40%、5.16%、1.87%、0.01% 及 2.63%。同 2009 年相比, 五类医疗机构盈余占比均有所下滑, 其中民族医院、中西医结合医院盈余下降较为明显, 专科医院盈余占比相对稳定。

图表 46: 医院及五类医院机构盈余占比

年份	医院	综合医院	专科医院	中医医院	中西医结合	民族医院
2009	4.24%	4.12%	5.60%	3.56%	5.15%	13.56%
2010	4.36%	4.00%	6.19%	4.88%	5.34%	8.32%
2011	3.79%	3.37%	7.20%	3.17%	4.85%	2.56%
2012	4.89%	4.78%	6.58%	3.97%	4.40%	4.70%
2013	4.58%	4.34%	6.70%	4.06%	3.26%	12.14%
2014	4.57%	4.41%	5.70%	4.40%	4.45%	6.76%
2015	3.29%	2.92%	5.66%	3.01%	3.61%	9.32%
2016	3.17%	2.86%	5.66%	2.54%	2.19%	9.12%
2017	2.65%	2.41%	5.25%	1.55%	1.05%	3.28%
2018	2.65%	2.40%	5.16%	1.87%	0.01%	2.63%

资料来源: Wind、中航证券金融研究所

细分至专科各类医院中, 2018 年专科市场占比增长的十类专科医院中, 美容医院、眼科医院、康复医院、口腔医院、妇产医院、心血管医院、耳鼻喉医院、精神病医院、整形外科医院和皮肤病医院的盈余占比分别是 10.81%、12.59%、-0.10%、11.48%、3.23%、0.62%、-0.35%、8.27%、8.39% 和 2.45%。其中美容医院盈余占比相对较高, 眼科医院、整形外科医院、肿瘤医院及口腔医院盈余占比相对稳定, 并保持在较高的占比比重。静态来看, 2018 年专科医院盈余占比前五名是眼科医院、口腔医院、美容医院、整形外科医院和精神病医院。

图表 47: 专科医院细分盈余占比

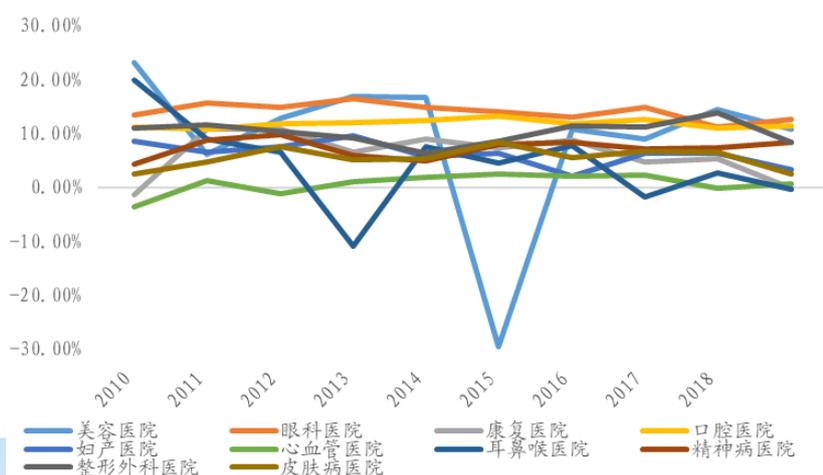
年份	美容医院	眼科医院	康复医院	口腔医院	妇产医院
2009	23.22%	13.37%	-1.47%	11.26%	8.49%

2010	6.18%	15.63%	10.69%	10.78%	6.59%
2011	12.81%	14.75%	10.71%	11.83%	7.59%
2012	16.88%	16.53%	6.45%	11.92%	9.65%
2013	16.73%	14.83%	8.95%	12.44%	5.74%
2014	-29.62%	14.03%	7.41%	13.14%	6.36%
2015	10.77%	13.06%	8.83%	11.82%	2.11%
2016	9.00%	14.74%	4.74%	12.54%	6.29%
2017	14.34%	11.22%	5.37%	11.04%	6.31%
2018	10.81%	12.59%	-0.10%	11.48%	3.23%
年份	心血管医院	耳鼻喉医院	精神病医院	整形外科医院	皮肤病医院
2009	-3.65%	19.91%	4.22%	11.00%	2.40%
2010	1.25%	8.88%	8.71%	11.56%	4.69%
2011	-1.24%	6.52%	9.77%	10.38%	7.60%
2012	1.09%	-10.96%	6.00%	9.25%	5.19%
2013	1.93%	7.53%	4.89%	6.35%	5.36%
2014	2.39%	4.52%	8.01%	8.55%	8.36%
2015	2.08%	7.78%	8.29%	11.43%	5.51%
2016	2.30%	-1.72%	7.17%	11.27%	6.81%
2017	-0.16%	2.69%	7.32%	13.76%	6.50%
2018	0.62%	-0.35%	8.27%	8.39%	2.45%
年份	儿童医院	肿瘤医院	传染病医院	胸科医院	结核病医院
2009	5.61%	6.86%	-1.16%	2.20%	-3.98%
2010	6.45%	6.48%	-2.13%	3.16%	-1.26%
2011	5.71%	7.07%	1.50%	2.20%	-6.52%
2012	5.57%	7.70%	-0.26%	-0.31%	-6.25%
2013	7.37%	7.32%	0.87%	2.72%	-8.00%
2014	4.45%	6.27%	0.58%	1.67%	-4.83%
2015	3.60%	6.96%	-1.74%	0.51%	-3.57%
2016	2.00%	6.39%	-1.73%	1.28%	-3.07%
2017	1.64%	5.69%	-2.55%	0.06%	-3.61%
2018	1.57%	5.93%	-0.82%	0.76%	-5.96%
年份	骨科医院	职业病医院	血液病医院	麻风病医院	
2009	6.06%	2.62%	0.31%	4.15%	
2010	1.08%	8.29%	-1.60%	0.35%	
2011	7.63%	10.02%	1.78%	1.63%	
2012	6.04%	6.05%	9.58%	-6.09%	
2013	5.91%	3.26%	4.40%	-0.27%	
2014	5.14%	11.25%	8.98%	6.24%	
2015	2.23%	-1.53%	-0.01%	3.85%	

2016	4.82%	4.46%	2.56%	3.91%	
2017	3.83%	-0.45%	0.86%	2.48%	
2018	3.97%	2.69%	2.23%	7.52%	

资料来源: Wind、中航证券金融研究所

图表 48: 部分专科医院盈余占比



资料来源: Wind、中航证券金融研究所

医院运营方面可划分为民营医院和公立医院, 在专科医院行业门槛和行业景气方面, 我们以各类民营专科医院十年来数量在民营专科医院数量合计中的占比变化情况, 衡量该专科行业的相对市场壁垒强弱程度和需求度。2018 年各类民营专科医院占专科总数量超过 10% 的包括妇产科医院、眼科医院、精神病医院和口腔医院, 占比分别达到 12.15%、11.52%、10.48% 和 10.14%。占比上升较快的五类专科医院分别是精神病医院、口腔医院、美容医院、康复医院和眼科医院。

图表 49: 我国近年来八类专科医院在专科医院数量占比上升情况及数量变化

年份	民营精神病医院		民营口腔医院		民营美容医院		民营康复医院	
	医院数量	专科占比	医院数量	专科占比	医院数量	专科占比	医院数量	专科占比
2009	76	3.91%	126	6.48%	63	3.24%	108	5.56%
2010	90	4.11%	140	6.40%	82	3.75%	118	5.39%
2011	111	4.36%	159	6.25%	109	4.29%	155	6.10%
2012	136	4.68%	187	6.44%	131	4.51%	173	5.96%
2013	172	5.18%	221	6.65%	163	4.91%	214	6.44%
2014	211	5.74%	267	7.26%	191	5.20%	230	6.26%
2015	279	6.64%	332	7.90%	227	5.40%	289	6.88%
2016	371	7.68%	427	8.84%	274	5.67%	332	6.87%
2017	492	9.01%	525	9.61%	345	6.32%	400	7.32%
2018	645	10.48%	624	10.14%	398	6.47%	485	7.88%
占比增长		6.57%		3.65%		3.22%		2.32%
年份	民营眼科医院		民营儿童医院		民营耳鼻喉科医院		民营职业病医院	
	医院数量	专科占比	医院数量	专科占比	医院数量	专科占比	医院数量	专科占比

2009	184	9.47%	18	0.93%	29	1.49%	0	0%
2010	208	9.50%	17	0.78%	35	1.60%	1	0.05%
2011	235	9.24%	20	0.79%	45	1.77%	1	0.04%
2012	271	9.33%	27	0.93%	54	1.86%	1	0.03%
2013	313	9.42%	30	0.90%	64	1.93%	1	0.03%
2014	347	9.44%	30	0.82%	71	1.93%	1	0.03%
2015	397	9.45%	45	1.07%	79	1.88%	1	0.02%
2016	485	10.04%	49	1.01%	85	1.76%	1	0.02%
2017	590	10.80%	57	1.04%	91	1.67%	2	0.04%
2018	709	11.52%	72	1.17%	99	1.61%	3	0.05%
占比增长		2.05%		0.24%		0.12%		0.05%

资料来源: Wind、中航证券金融研究所

在十九类专科医院中,十一类民营专科医院数量占比出现下滑。2018年,民营骨科医院、民营妇产科医院、民营肿瘤医院数量分别是610家、748家和80家,占专科医院比重分别为9.91%、12.15%和1.30%。十一类医院中,民营骨科医院占比下滑最多,由2009年14.31%下降到9.91%,民营妇产科医院、民营肿瘤医院下降排名分别是第二和第三,下降1.07%和-0.86%。

图表 50: 我国近年来十一类专科医院在专科医院数量占比下降情况及数量变化

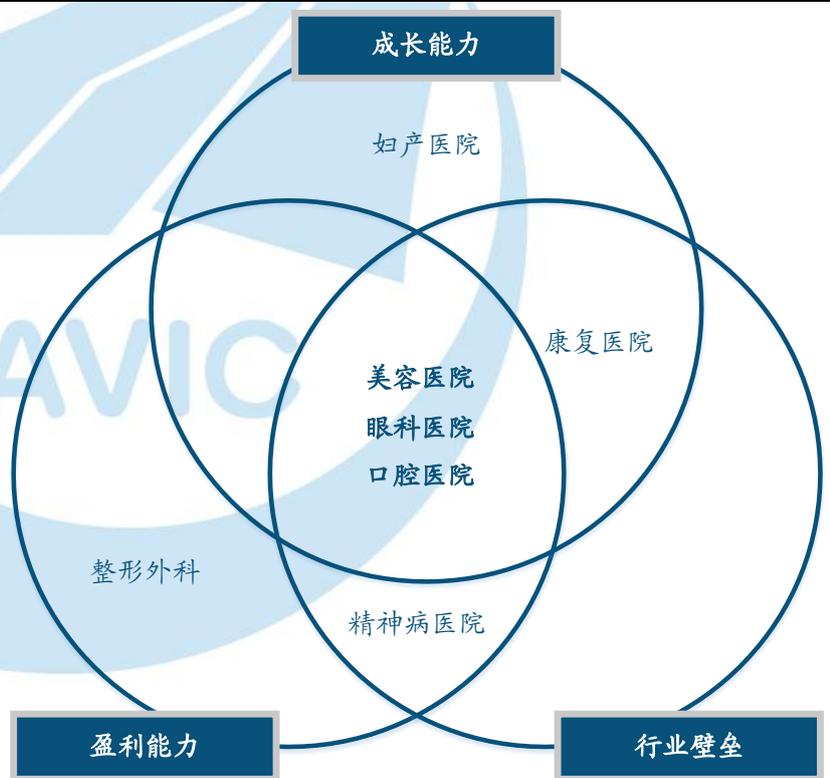
年份	民营骨科医院		民营妇产科医院		民营肿瘤医院		民营整形外科医院	
	医院数量	专科占比	医院数量	专科占比	医院数量	专科占比	医院数量	专科占比
2009	278	14.31%	257	13.23%	42	2.16%	31	1.60%
2010	298	13.61%	329	15.03%	40	1.83%	35	1.60%
2011	349	13.72%	379	14.90%	44	1.73%	39	1.53%
2012	397	13.67%	432	14.87%	43	1.48%	40	1.38%
2013	435	13.09%	499	15.02%	47	1.41%	39	1.17%
2014	463	12.60%	559	15.21%	52	1.41%	46	1.25%
2015	501	11.93%	634	15.10%	58	1.38%	54	1.29%
2016	549	11.36%	690	14.28%	66	1.37%	59	1.22%
2017	569	10.42%	715	13.09%	77	1.41%	56	1.03%
2018	610	9.91%	748	12.15%	80	1.30%	50	0.81%
占比降低		-4.40%		-1.07%		-0.86%		-0.78%
年份	民营心血管病医院		民营皮肤病医院		民营传染病医院		民营血液病医院	
	医院数量	专科占比	医院数量	专科占比	医院数量	专科占比	医院数量	专科占比
2009	32	1.65%	57	2.93%	6	0.31%	6	0.31%
2010	36	1.64%	58	2.65%	5	0.23%	6	0.27%
2011	37	1.45%	63	2.48%	4	0.16%	6	0.24%
2012	46	1.58%	77	2.65%	4	0.14%	6	0.21%
2013	50	1.50%	102	3.07%	3	0.09%	7	0.21%
2014	54	1.47%	111	3.02%	3	0.08%	7	0.19%
2015	59	1.40%	121	2.88%	3	0.07%	8	0.19%
2016	69	1.43%	143	2.96%	2	0.04%	10	0.21%

2017	74	1.35%	147	2.69%	4	0.07%	11	0.20%
2018	77	1.25%	158	2.57%	2	0.03%	13	0.21%
占比降低		-0.40%		-0.37%		-0.28%		-0.10%
年份	民营胸腔科医院		民营结核病医院		民营麻风病医院			
	医院数量	专科占比	医院数量	专科占比	医院数量	专科占比		
2009	3	0.15%	1	0.05%	1	0.05%		
2010	4	0.18%	0	0%	0	0%		
2011	5	0.20%	0	0%	0	0%		
2012	5	0.17%	0	0%	0	0%		
2013	5	0.15%	0	0%	0	0%		
2014	6	0.16%	0	0%	0	0%		
2015	5	0.12%	0	0%	0	0%		
2016	5	0.10%	1	0.02%	1	0.02%		
2017	7	0.13%	1	0.02%	1	0.02%		
2018	8	0.13%	2	0.03%	2	0.03%		
占比降低		-0.02%		-0.02%		-0.02%		

资料来源：Wind、中航证券金融研究所

综合考虑，从成长能力（收入占比提升幅度）、盈利能力（2018年盈余占比）和行业壁垒（民营数量占比）三个维度分析各类专科医院，我们发现口腔、眼科和医美表现出来良好的市场化运行潜力。

图表 51：医疗机构三维分析结果



资料来源：Wind、中航证券金融研究所

## 六、 投资建议

随着我国人口结构的变化、医保基金支付能力的平稳增长，医疗服务市场的增长动力十足。尽管医院总营业收入增速下滑，我们看好量价齐升的医疗需求在未来平稳释放。通过对不同类别的医院进行分析，专科医院优势突出。

通过不同的标准对各类专科医院进行分析，优势专科的结论不完全一致，综合考虑成长能力、盈利能力和行业壁垒，我们发现口腔、眼科和美容表现出来良好的市场化运行潜力。结合不同细分领域的公司运行情况，根据强者恒强的逻辑，建议优先关注爱尔眼科、通策医疗和华熙生物等。



## 投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。  
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。  
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。  
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。  
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

## 分析师简介

沈文文，CFA，SAC 执业证书号：S0640513070003，2011年7月加入中航证券金融研究所。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

### 免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。