

医药生物行业专题研究

连锁医疗比较研究(眼科、口腔、体检): 潜力巨大, 未来可期

2022年12月30日

【投资要点】

- ◆ 在我国, 民营医疗机构指国有和集体以外的医疗机构, 是公立医疗资源的重要补充。其中民营专科医院中, 以眼科、口腔科、体检、肿瘤科、康复科等赛道发展较为迅速; 在连锁化程度上, 眼科、口腔、体检、医美走在了发展的前列。我们认为眼科、口腔和体检作为民营专科医院连锁市场中极具代表性的三个赛道, 有着相似的发展背景和发展逻辑, 具有一定的可比性和互相借鉴的意义。
- ◆ 民营医疗的良好发展会成为连锁医疗的沃土: 民营医疗增长迅猛, 已然成为公立医疗的重要补充; 国家医疗建设短板为民营医疗发展提供巨大机遇; 国家连年出台相关政策为民营医疗发展提供坚实基础。总体来看, 专科连锁医疗稳定增长, 未来可期。
- ◆ 单店盈利逻辑相似, 业绩增长有迹可循。从连锁医疗服务行业的需求来看, 口腔和眼科赛道的推动因素相似; 体检赛道发展推动因素是老龄化、慢性病和亚健康人群数量的增加。价格方面, 眼科口腔预期以价换量, 体检行业呈现量价齐升。销售费用是影响医疗服务连锁公司利润的重要因素之一, 相比口腔和体检赛道, 眼科广宣费用率近年来一直维持在较高的水平, 美年健康和通策医疗的广宣费用率较为接近, 且稳定地保持在占比收入较低的水平。从各公司在人力成本方面的支出分析, 口腔对于医生的依赖度最高, 体检次之, 眼科最低。在量、价、成本因素之外, 患者对于医疗服务的消费频次也是影响连锁医疗业绩表现的因素之一。
- ◆ 各连锁医疗服务行业在连锁扩张方面的成长逻辑极为相似, 从地域扩张来说, 均是由单城市扩张到区域覆盖, 最后走向全国; 从品牌力角度看, 是由单家诊所扩张到区域连锁品牌最后成为全国知名品牌; 就行业内的竞争而言, 行业发展初期是分散的竞争, 逐渐通过整合并购或自建新店的方式扩张, 最后行业中的寡头或龙头出现。目前眼科、口腔和医疗服务行业均以出现各自的龙头, 分别为爱尔眼科、通策医疗和美年健康。

【配置建议】

- ◆ 我们重点关注眼科医疗龙头企业爱尔眼科(300015); 看好口腔医疗龙头企业通策医疗(600763); 建议关注体检赛道龙头美年健康(002044)。

【风险提示】

- ◆ 集采政策对于行业的负面影响高于预期; 疫情反复, 相关政策变化; 连锁扩张不达预期; 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

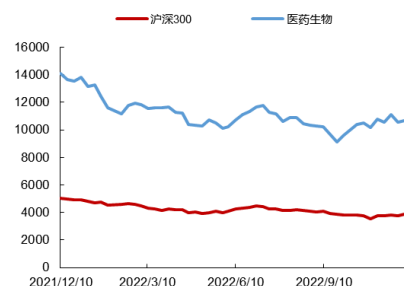
证券分析师: 侯伟青

证书编号: S1160522110001

联系人: 侯伟青

电话: 021-23586362

相对指数表现



相关研究

《系列二: 中药为未来重点方向》

2022. 12. 26

《系列一: 创新药走出至暗时刻, 高临床价值国内放量及国际化迎新机》

2022. 12. 14

《见微知著, 中医药创新与国际化行则将至》

2022. 12. 12

《创新药之双抗: 平台技术百花齐放, 靶点可实现差异化》

2022. 12. 07

《创新药之双抗: 靶点组合精彩纷呈, 商业化浪潮来袭》

2022. 12. 01

正文目录

1. 民营连锁医疗发展迅猛，国家政策不断优化.....	4
1.1. 民营医疗的良好发展会成为连锁医疗的沃土.....	4
1.1.1. 民营医疗增长迅猛，已然成为公立医疗的重要补充.....	4
1.1.2. 国家医疗建设短板为民营医疗发展提供巨大机遇.....	5
1.1.3. 连年出台相关政策为民营医疗发展提供坚实基础.....	6
1.2. 专科连锁医疗稳定增长，未来可期.....	7
2. 单店盈利逻辑相似，业绩增长有迹可循.....	7
2.1. 盈利量价逻辑相似，发展趋势不同.....	7
2.1.1. 连锁医疗服务行业潜在需求扩张，未来享有巨大发展空间.....	7
2.1.2. 眼科口腔预期以价换量，体检行业呈现量价齐升.....	11
2.2. 成本控制折射竞争格局、品牌建设和医生依赖度.....	14
2.2.1. 从广宣费用率看各赛道竞争格局和品牌建设.....	14
2.2.2. 从人力成本占比看医疗服务对医生的依赖程度.....	16
2.3. 量价之外，患者黏性和复购率影响连锁医疗服务业绩.....	17
3. 连锁扩张成长轨迹雷同，赛道龙头均已显现.....	18
3.1. 不同行业特点决定不同的单店可复制性.....	19
3.1.1. 连锁扩张不再受到严苛的牌照束缚.....	19
3.1.2. 口腔医疗诊疗标准化难度最高，体检最易实现标准化.....	20
3.1.3. 体检单店投入门槛高，设备水平要求高.....	20
3.1.4. 获医能力是连锁医疗扩张中的关键因素.....	20
3.2. 赛道龙头公司初步形成医疗技术优势.....	21
3.2.1. 积极布局人才储备，应对连锁扩张中的获医难题.....	21
3.2.2. 引进普及先进诊疗方式，提升诊疗核心竞争力.....	22
3.3. 分级连锁扩张+投资体外基金成为连锁医疗公司普遍商业模式.....	23
4. 爱尔眼科是连锁医疗中的成功典范，口腔和体检龙头相比之下仍有差距	24
5. 投资建议.....	25
6. 风险提示.....	26

图表目录

图表 1: 我国公立民营医院数量变化.....	5
图表 2: 公立医院和民营医院诊疗人次对比.....	5
图表 3: 每万人口医师数量对比.....	5
图表 4: 每万人口口腔医师数量对比.....	5
图表 5: 每百万人口眼科医师数量对比.....	6
图表 6: 健康体检覆盖率对比.....	6
图表 7: 鼓励社会办医政策一览.....	6
图表 8: 口腔医疗服务市场规模（单位：十亿元）.....	7
图表 9: 眼科医疗服务市场规模（单位：亿元）.....	7
图表 10: 中国健康体检市场规模（单位：亿元）.....	7
图表 11: 全国健康检查人数（单位：亿人）.....	7
图表 12: 不同年龄阶段对应不同的眼科健康问题.....	8
图表 13: 中国屈光不正患者人数及患病率变化.....	8

图表 14: 中国屈光手术市场规模 (单位: 亿元)	8
图表 15: 中国医学视光市场规模 (单位: 亿元)	8
图表 16: 中国白内障患者人数变化及患病率	9
图表 17: 中国白内障手术市场规模 (单位: 亿元)	9
图表 18: 不同年临段对应不同的眼科健康问题	9
图表 19: 中国儿童患龋率	9
图表 20: 中国正畸市场规模 (单位: 拾亿元)	10
图表 21: 中国种植市场规模 (单位: 拾亿元)	10
图表 22: 日本老龄化与医疗支出	10
图表 23: 中国老龄化与医疗支出	10
图表 24: 2020 年中国亚健康人口	11
图表 25: 中国居民慢性病患病率	11
图表 26: 人工晶体成本占白内障项目比例	12
图表 27: 白内障手术量价关系	12
图表 28: 白内障项目占营业收入比重	12
图表 29: OK 镜单价成本及业务占比 (何氏眼科)	12
图表 30: 种植牙费用结构	13
图表 31: 美年健康体检客单价变化	14
图表 32: 公立民营体检价格比较 (以最热销入职体检价格为例)	14
图表 33: 连锁医疗广宣费用率对比	15
图表 34: 2020 年中国前十大口腔连锁品牌上市情况	16
图表 35: 口腔、体检、眼科人力成本分析	17
图表 36: 通策医疗业务结构	17
图表 37: 爱尔眼科业务结构	17
图表 38: 连锁医疗扩张进度	18
图表 39: 华夏眼科连锁医院分布	19
图表 40: 通策医疗连锁医院分布	19
图表 41: 美年健康分地区收入占比	19
图表 42: 爱尔眼科分地区收入占比	19
图表 43: 爱尔眼科人才学历结构	21
图表 44: 通策医疗人才学历结构	21
图表 45: 连锁医疗服务单店可复制性难度的比较	21
图表 46: 连锁医疗新设备新技术引进情况	22
图表 47: 爱尔眼科四级医院生态网络	23
图表 48: 何氏眼科三级眼健康医疗服务模式	23
图表 49: 通策医疗“总院+分院”模式	24
图表 50: 美年健康城市分级连锁制度	24
图表 51: 爱尔连锁眼科医院数量变化	25
图表 52: 美年健康体检中心数量和营收变化对比	25
图表 53: 爱尔、通策、美年营收利润对比	25
图表 54: 爱尔、通策、美年毛利率对比	25
图表 55: 眼科、口腔、体检连锁医疗发展异同汇总	26
图表 56: 行业重点关注公司	26

在我国，民营医疗机构指国有和集体以外的医疗机构，是公立医疗资源的重要补充。其中民营专科医院中，以眼科、口腔科、体检、肿瘤科、康复科等赛道发展较为迅速；在连锁化程度上，眼科、口腔、体检、医美走在了发展的前列。我们认为眼科、口腔和体检作为民营专科连锁市场中极具代表性的三个赛道，有着相似的发展背景和发展逻辑，具有一定的可比性和互相借鉴的意义。本篇报告将从单店盈利×连锁扩张的角度深入比较眼科、口腔和体检三个赛道连锁发展的情况，并讨论眼科的发展之路是否对于眼科和口腔科具有启迪意义，眼科和口腔科的龙头离成为各自赛道中的爱尔眼科又有多远的距离。

1. 民营连锁医疗发展迅猛，国家政策不断优化

1.1. 民营医疗的良好发展会成为连锁医疗的沃土

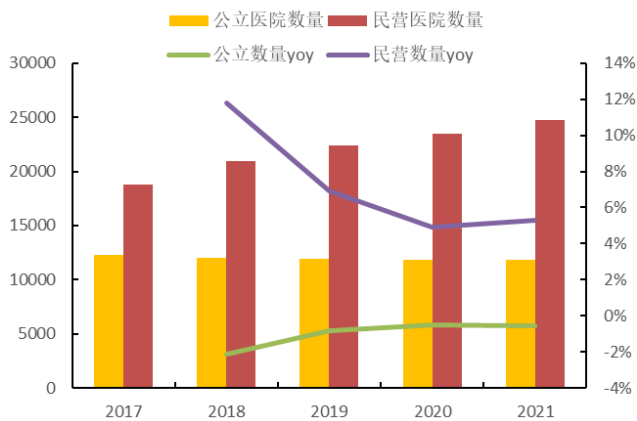
我国所有的民营连锁医疗机构都有着相同的良好发展背景。在国家连年出台支持民营医疗相关政策的支持下，我国的民营医院发展态势良好，数量已经超过公立医院数量的两倍，可以很好的作为公立医疗资源的补充。但对标公立医院的诊疗人次以及发达国家人均医师数量，我国的医疗发展短板明显，未来依旧有重大的发展空间，民营医疗会在未来的医疗建设中发挥重要的作用。

1.1.1. 民营医疗增长迅猛，已然成为公立医疗的重要补充

民营医疗对于公立医疗的补充作用意义重大。和民营医疗相比，公立医院对于差异化需求较为旺盛的专科配置较弱。例如眼科、口腔等科室，均以满足基本的医疗需求为主，可供消费选择的项目较少，且就诊人次较多，排队多，患者就诊体验差。而非公医疗可以应对更多的特异性需求，处理不太紧急的治疗项目，集预防、治疗、康复为一体，弥补公立医院的短板，根据客户的不同需求提供不同档次和价位的诊疗服务，提供更加舒心的诊疗环境。

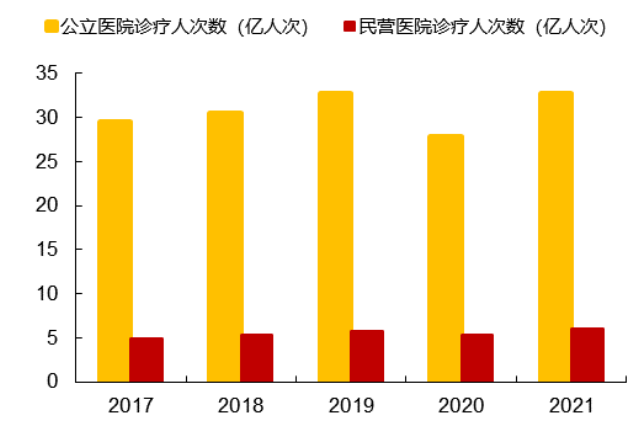
在过去的五年时间中，我国民营医院数量连年增长，发展迅猛。随着人均可支配收入的提高，仅凭公立医院已经无法满足人民的医疗需求。民营医院作为公立医疗资源的重要补充，以市场化运作的方式为居民提供更加多元化和个性化的医疗服务。和公立医院比较来看，2017年我国民营医院的数量约为公立医院的1.5倍，到2021年已经超过了公立医院的2倍数量。然而，作为医院中少数派的公立医院却承担着我国约85%的诊疗人次，平均每家非公立医院的诊疗人次远远低于公立。从医师日均担负的诊疗人次来看，公立医院医师日均负担7人次，而民营医院医师仅为4.7人次，在分担公立医院就诊压力的路上，民营医院还有巨大的发展空间。

图表 1：我国公立民营医院数量变化



资料来源：卫生健康事业发展统计公报，东方财富证券研究所

图表 2：公立医院和民营医院诊疗人次对比



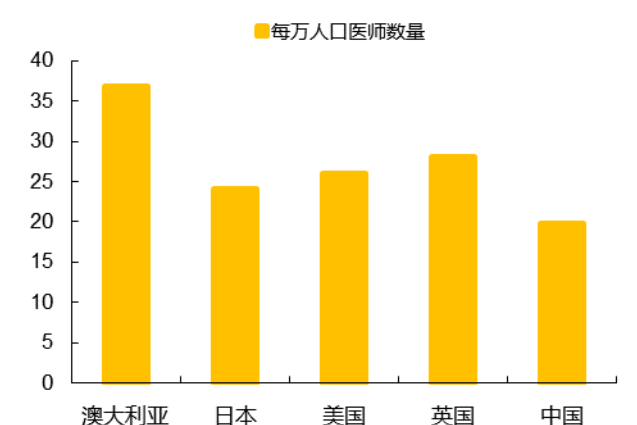
资料来源：卫生健康事业发展统计公报，东方财富证券研究所

1.1.2. 国家医疗建设短板为民营医疗发展提供巨大机遇

从供给方面来看，横向对比发达国家，我国医疗建设短板短缺明显。根据 2020 年中国卫生统计年鉴的数据，中国每百万人口拥有的医师数量仅为 19.8 人，每万人拥有口腔医师 4.5 人，每百万人拥有眼科医生 33 人，和美国、日本以及欧洲国家相比都有巨大的差距。

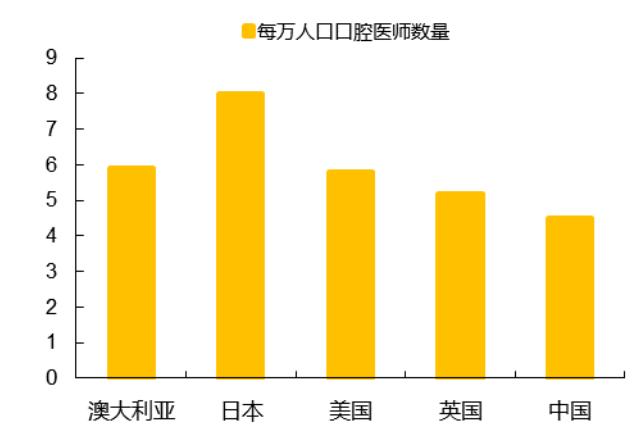
按照 2020 年卫生健康年鉴统计结果，公立卫生人员数约为非公立卫生人员数的三倍计算，每万人口医师数量增加 1 人，就意味着中国的医师数量增加了约 14 万人，民营医疗医师数量增加约 3.5 万人。中国和发达国家每万人口拥有医师数量的巨大差距意味着民营医疗建设拥有广阔的空间。在未来医疗补足短板的过程中，民营医疗将扮演相当重要的角色。

图表 3：每万人口医师数量对比



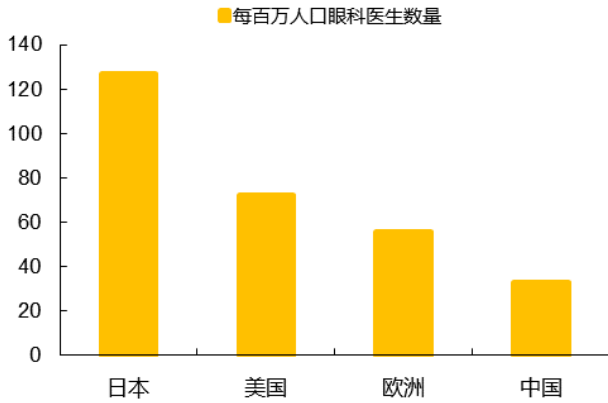
资料来源：卫生健康事业发展统计公报，东方财富证券研究所

图表 4：每万人口口腔医师数量对比



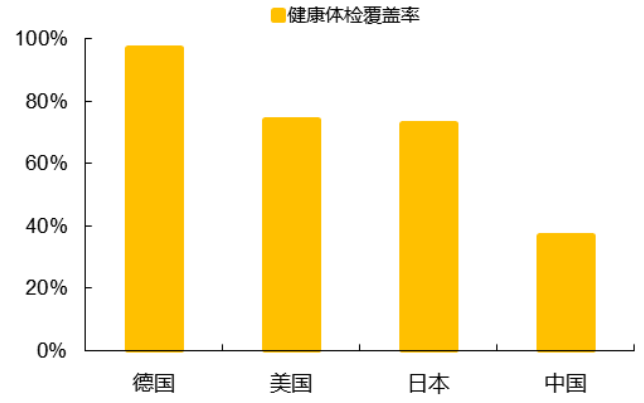
资料来源：卫生健康事业发展统计公报，东方财富证券研究所

图表 5: 每百万人口眼科医师数量对比



资料来源: 研报报告网, 东方财富证券研究所

图表 6: 健康体检覆盖率对比



资料来源: 研报报告网, 东方财富证券研究所

1.1.3. 连年出台相关政策为民营医疗发展提供坚实基础

近十几年来, 国家对于社会办医一直持鼓励态度, 出台多条政策支持社会办医, 政策要求也在逐步细化。首先, 国家逐步放宽民营医疗的市场准入门槛, 鼓励医师办诊所, 允许社会办医与公立医院开展合作参与改制, 取消部分审批前置条件, 限制批复部门的答复时间, 大大方便了民营医院的成立。其次, 国家取消了对社会办医数量以及规划布局上的限制, 并且给予税收优惠政策助力非公医院的发展。在国务院印发的《“健康中国 2030”规划纲要》中所指出的坚持预防为主、防治结合以及鼓励医师多点执业、退休医师开设工作室等政策都在为非公医疗的发展推波助澜。

图表 7: 鼓励社会办医政策一览

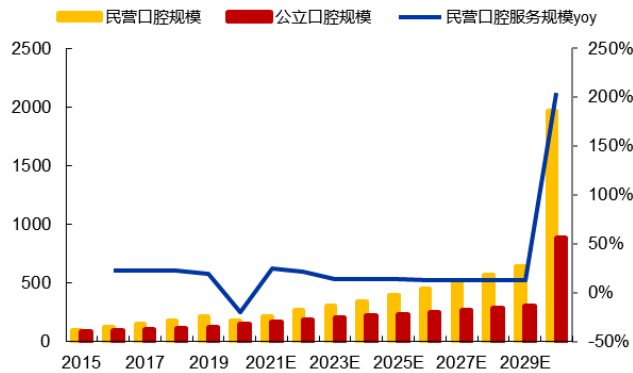
时间	名称	具体内容
2010年11月26日	关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构意见的通知	鼓励和引导社会资本举办医疗机构, 抓紧清理和修改涉及非公立医疗机构准入、执业、监管等方面的文件, 消除阻碍非公立医疗机构发展的政策障碍, 促进非公立医疗机构持续健康发展。
2015年6月11日	关于促进社会办医加快发展的若干政策措施	按照“非禁即入”原则, 全面清理、取消不合理的前置审批事项, 完善社会办医疗机构设立审批的属地化管理, 进一步促进社会办医。
2016年10月25日	《“健康中国 2030”规划纲要》	进一步优化政策环境, 优先支持社会力量举办非营利性医疗机构, 推进和实现非营利性民营医院与公立医院同等待遇。鼓励医师利用业余时间、退休医师到基层医疗卫生机构执业或开设工作室。个体诊所设置不受规划布局限制。破除社会力量进入医疗领域的不合理限制和隐性壁垒。
2017年5月16日	关于支持社会力量提供多层次多样化医疗服务的意见	利用全社会资源加快补齐医疗事业发展短板, 充分释放社会办医潜力和活力, 加大力度消除社会办医的体制机制障碍, 降低准入门槛, 简化审批流程, 提高审批效率, 加快转变政府职能, 把工作重心从事前审批转到加强事中事后监管,
2019年06月10日	关于印发促进社会办医持续健康规范发展意见的通知	落实“十三五”期间医疗服务体系规划要求, 严格控制公立医院数量和规模, 为社会办医留足发展空间。社会办医可按规定申请认定高新技术企业, 享受相应税收优惠。
2022年01月12日	关于印发医疗机构设置规划指导原则(2021-2025年)的通知	总体要求包括完善城乡医疗服务体系、加快完善分级诊疗体系、构建优质均衡高效的医疗服务体系、建立健全分级分层分流的重大疫情救治体系、加强医疗急救服务体系建设、深化医养结合、鼓励社会办医、健全中医药服务体系八个方面。

资料来源: 国务院部门文件, 东方财富证券研究所

1.2. 专科连锁医疗稳定增长，未来可期

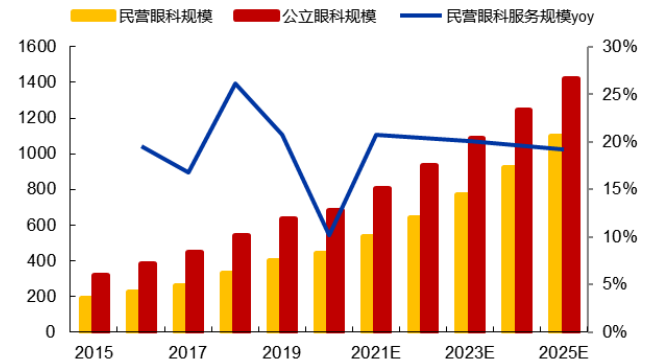
在民营医疗发展向好的基础之上，我们重点关注的口腔、眼科和体检赛道市场规模逐年增长，预计将在未来继续保持良好的增长态势。其中民营口腔的市场规模已经超过了公立口腔规模，2015-2020年的年复合增长率达12.27%。民营眼科市场从2015年的189亿增长至2019年的402亿，复合增长率为20.76%。虽然规模在规模上仍未有压过公立医院的趋势，但整体增速平稳。2020年，全国健康体检人次达4.31亿人次，截止2021年末，体检赛道市场规模1890亿元，年复合增长率9.18%。

图表 8：口腔医疗服务市场规模（单位：十亿元）



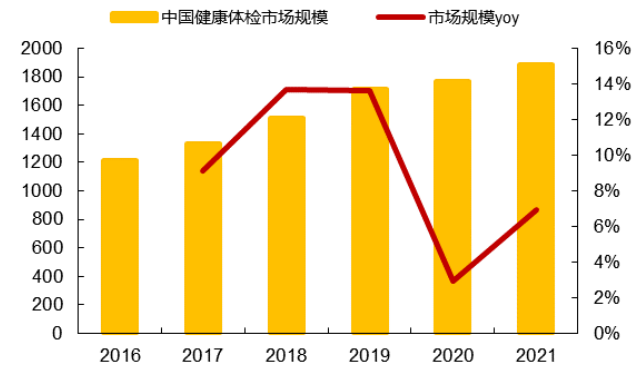
资料来源：牙博士招股说明书，东方财富证券研究所

图表 9：眼科医疗服务市场规模（单位：亿元）



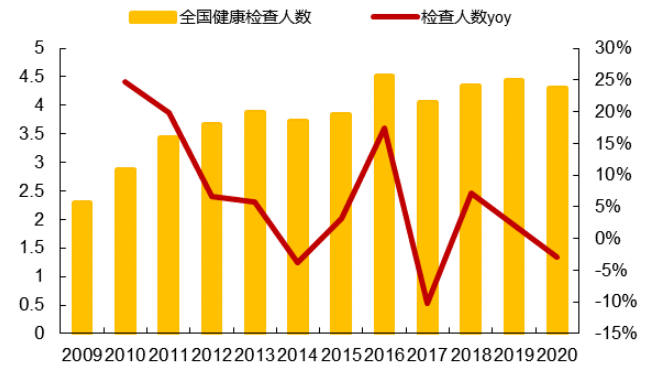
资料来源：灼识咨询，东方财富证券研究所

图表 10：中国健康体检市场规模（单位：亿元）



资料来源：智研咨询，东方财富证券研究所

图表 11：全国健康检查人数（单位：亿人）



资料来源：卫生健康统计年鉴，东方财富证券研究所

2. 单店盈利逻辑相似，业绩增长有迹可循

2.1. 盈利量价逻辑相似，发展趋势不同

2.1.1. 连锁医疗服务行业潜在需求扩张，未来享有巨大发展空间

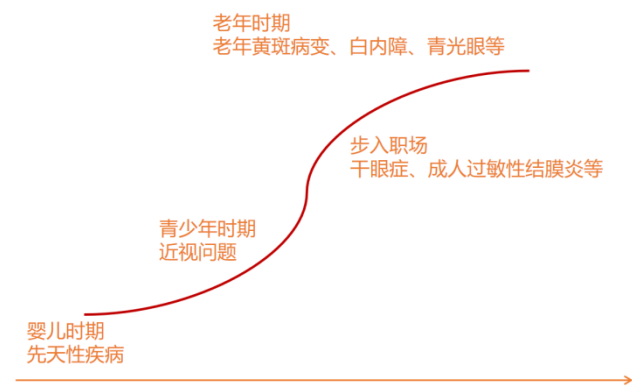
从连锁医疗服务行业的潜在需求来看，口腔和眼科赛道的推动因素相似。庞大的患者群体基础、各细分领域逐年上升的患病率以及低水平的渗透率共同推动了口腔眼科医疗服务行业过去以及未来持续稳定的市场规模增长。对于体

检行业而言，需求量的主要推动因素可归结为人口老龄化和慢性病与亚健康的催生。

就眼科而言，婴儿出生后，面临的眼科疾病有先天性白内障和早产儿视网膜病变。三岁之后面临过敏性结膜炎和斜弱视等问题；八岁之后，儿童开始面临近视问题，发病率高达 50%，防控儿童青少年近视已经上升为国家战略；十八岁后，高度近视的发病率达 13%。20-50 岁的年龄段中，患者面临的主要眼部疾病有干眼症、成人过敏性结膜炎、中心性浆液性脉络膜视网膜病变以及视网膜静脉阻塞和糖尿病视网膜病变。随着年龄的增长，老年黄斑病变、白内障、青光眼等眼部疾病发病率增高，相关方面的眼科诊疗的需求不断扩大。

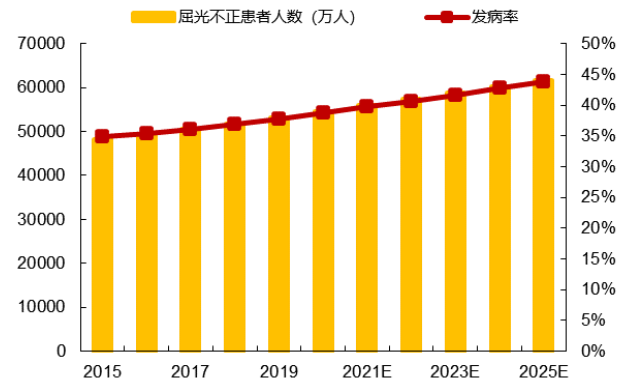
以中国眼科医疗服务市场规模占比较大的屈光手术、医学视光以及白内障手术市场为例来看眼科医疗的需求情况：屈光不正的患者人数占到我国总人口的三分之一以上，庞大的患者群体基础和稳定增长的发病率使得屈光市场和医学视光市场规模发展迅速，2015-2019 年复合年均增长率分别为 32.25% 和 26.19%。白内障在人群中的发病率同样连年攀升，推动白内障手术需求持续增长，2015-2019 年复合年均增长率达 14.99%。

图表 12：不同年龄阶段对应不同的眼科健康问题



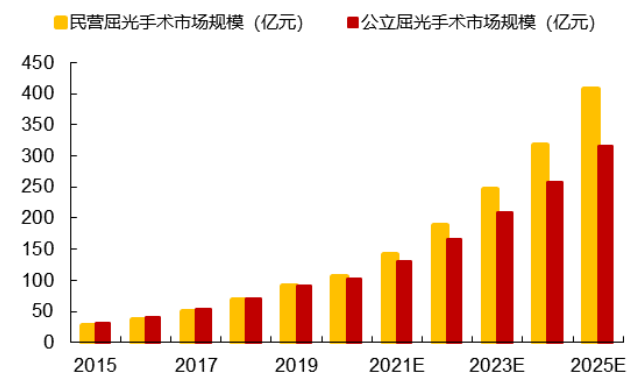
资料来源：中国眼病疾病负担现状三十年变化趋势，东方财富证券研究所

图表 13：中国屈光不正患者人数及患病率变化



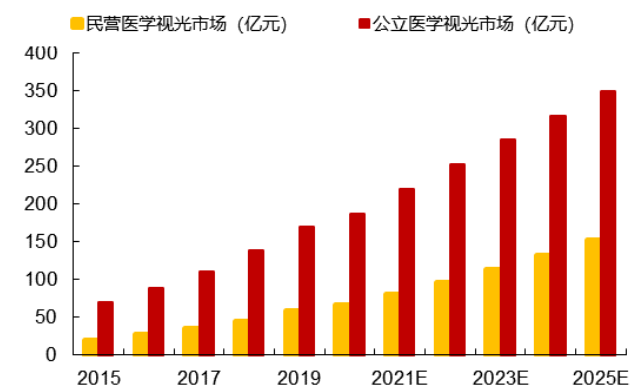
资料来源：华夏眼科招股说明书，东方财富证券研究所

图表 14：中国屈光手术市场规模（单位：亿元）



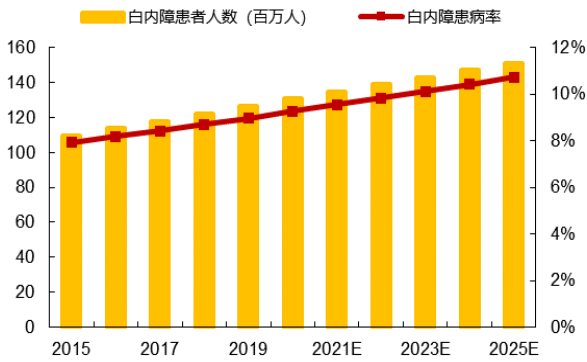
资料来源：华夏眼科招股说明书，东方财富证券研究所

图表 15：中国医学视光市场规模（单位：亿元）



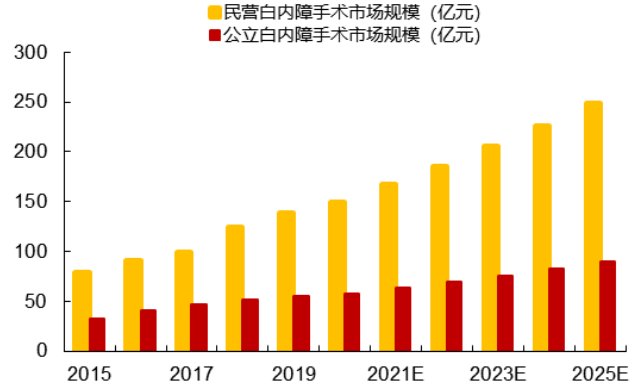
资料来源：华夏眼科招股说明书，东方财富证券研究所

图表 16: 中国白内障患者人数变化及患病率



资料来源: 华夏眼科招股说明书, 东方财富证券研究所

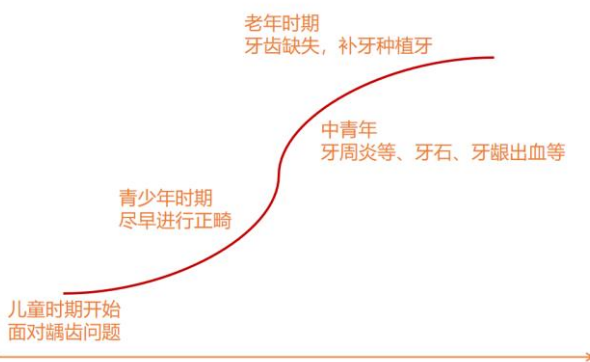
图表 17: 中国白内障手术市场规模 (单位: 亿元)



资料来源: 华夏眼科招股说明书, 东方财富证券研究所

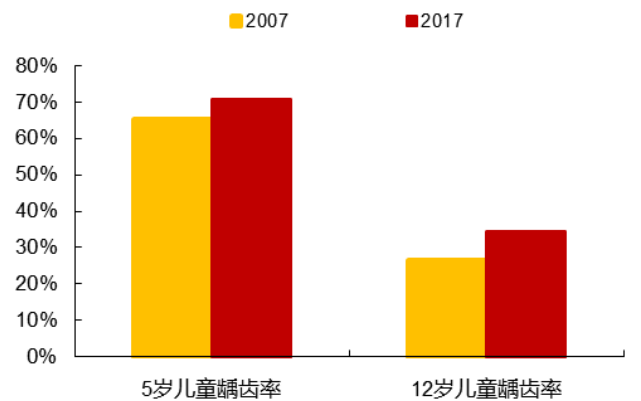
与眼科类似, 不同的牙科问题也会伴随人的一生。根据 2017 年发布的第四次全国口腔健康流行病学调查显示, 我国 12 岁儿童恒牙龋患率为 34.5%, 比十年前上升了 7.8 个百分点。5 岁儿童乳牙龋患率为 70.9%, 比十年前上升了 5.8 个百分点, 儿童患龋情况呈现上升态势。青少年时期对于正畸的需求也构成了牙科医疗中相当重要的一部分。由于面型的差异, 中国复杂性错颌畸形患病率比美国高。2019 年, 中国错颌畸形病例数高达 1036.6 百万例, 已治疗的仅有 2.9 百万例 (治疗率 0.28%), 相比美国 1.85% 的治疗率仍有较大差异, 证明牙科在正畸赛道未来有巨大的需求量。中青年时期面临的主要牙科问题变为牙周炎, 再到老年时期由于牙齿缺失引起的补牙种植牙成为主要需求。而种植牙在中国口腔服务市场的普及率处于较低水平, 2020 年中国每万人种植牙人数为 21 人, 对比美国的 85 人和韩国的 630 人, 中国种植牙市场存在巨大发展潜力。

图表 18: 不同年龄阶段对应不同的眼科健康问题



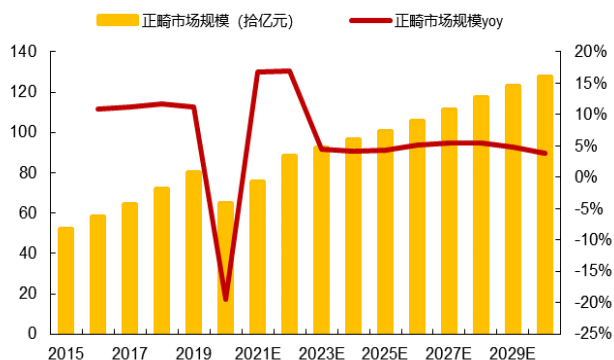
资料来源: 第四次全国口腔健康流行病学调查报告, 东方财富证券研究所

图表 19: 中国儿童患龋率



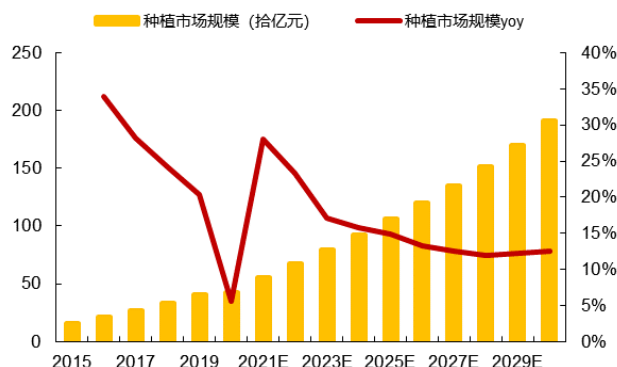
资料来源: 第四次全国口腔健康流行病学调查, 东方财富证券研究所

图表 20：中国正畸市场规模（单位：拾亿元）



资料来源：时代天使招股说明书，东方财富证券研究所

图表 21：中国种植市场规模（单位：拾亿元）

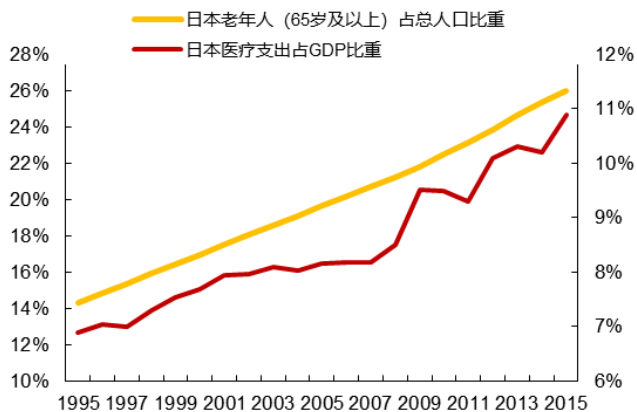


资料来源：时代天使招股说明书，东方财富证券研究所

中国的老龄化趋势显著，根据日本和中国老龄化与医疗支出占 GDP 的比重，老龄化和医疗支出有明显的正相关关系。随着年龄的增加，各种疾病的发生率提高，带动医疗服务行业的需求增加。目前我国的人口老龄化水平以及医疗支出情况和日本九十年代中期相近，参考日本的发展情况，我们预估在未来二十年中国的医疗支出会继续与老龄化人口占比呈正相关关系，带动包括体检在内的医疗服务行业向前发展。未来的二十年，60 后和 70 后逐渐老去，对于健康管理和疾病预防的需求较为迫切，而他们 80 后和 90 后的子女是健康观念取得很大进步的一代，更愿意为上一辈的体检支出费用，势必推动体检人次增加。

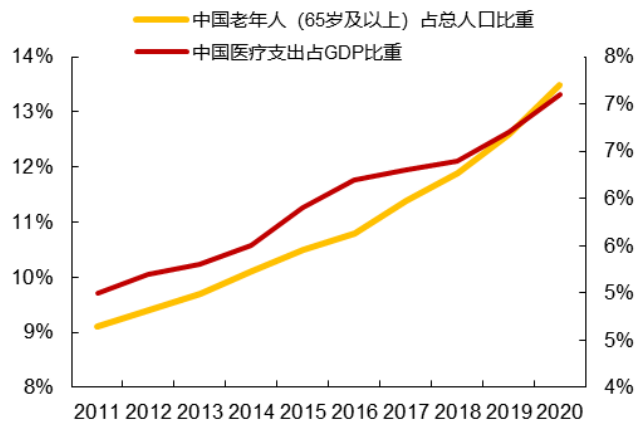
慢性病和亚健康人群催生体检需求。“初老症”入侵年轻男女，各种疾病愈发年轻化。根据《叮当快药》发布的《80、90 后养生报告》，80 后和 90 后的白领成为亚健康重灾区，人群亚健康比例高达 82.8%。冠心病、恶性肿瘤等疾病的发病率激增，癌症的高发期由 50-60 岁下降到 30-40 岁。在这种背景下，养生成为年轻人的新风潮，超七成人加入了养生大军。而 80 后和 90 后恰巧是现在社会收入和进行消费的主力军，对于健康和养生的意识觉醒使得体检项目成为新的可能消费场景。

图表 22：日本老龄化与医疗支出



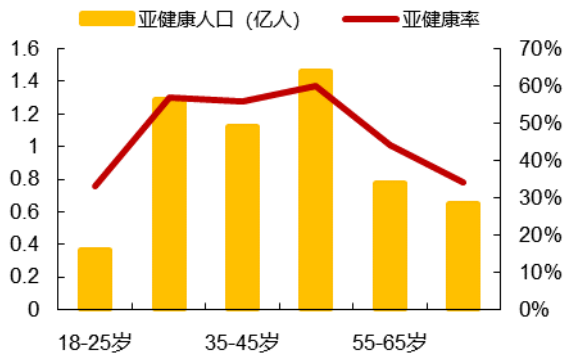
资料来源：Choice数据库，东方财富证券研究所

图表 23：中国老龄化与医疗支出



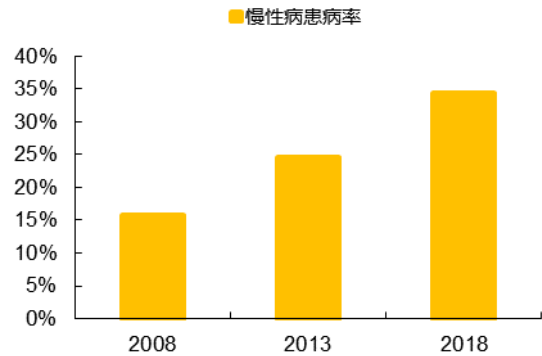
资料来源：艾瑞咨询，东方财富证券研究所

图表 24：2020 年中国亚健康人口



资料来源：中国卫生健康统计年鉴，东方财富证券研究所

图表 25：中国居民慢性病患病率



资料来源：中国卫生健康统计年鉴，东方财富证券研究所

2.1.2. 眼科口腔预期以价换量，体检行业呈现量价齐升

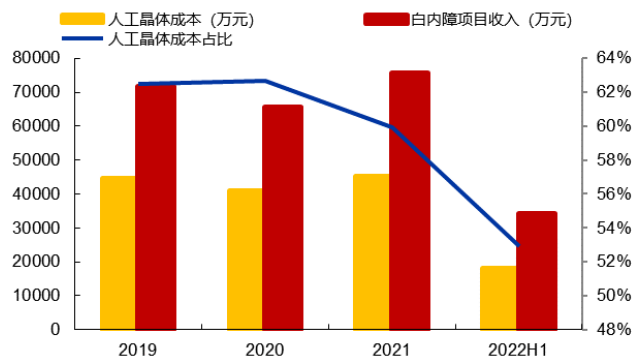
民营连锁医疗服务的价格会受到国家集采的政策的影响以及赛道本身发展趋势的影响。

2021 年 6 月份，经国务院同意，八部门联合印发《关于开展国家组织高值医用耗材集中带量采购和使用的指导意见》，为开展国家组织药品、高值医用耗材集采提出总体规范和要求。集采对于体检行业的影响较小，在这里我们主要分析集采对于眼科和口腔行业价格的影响情况。

眼科耗材类医疗器械主要分为一次性眼科无源手术器械、眼科无源辅助手术器械、眼科矫治和防护器具与眼科植入物及辅助器械。目前受到集采影响较大的器械之一是人工晶状体，它能显著改善眼睛在昏暗条件下和夜间的视力，有的还具有散光矫正功能，主要用于白内障的治疗。但作为高价值医用耗材，人工晶状体价格虚高，过度使用。在 2021 年 4 月的集采过后，中选产品平均价格由 3074 元降为 1418 元，最高降幅达到 90%。

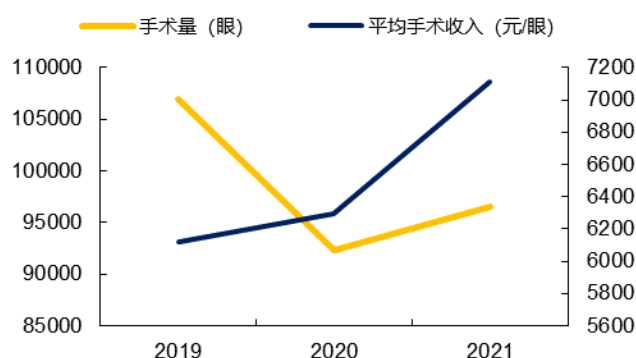
根据各眼科医院的年报披露，在人工晶状体集采之前，受到疫情等因素的影响，白内障业务的收入占比和业务量已经出现下滑趋势。人工晶状体集采之后，平均价格下跌百分之五十以上，降低平均客单价，有望促进先前受到疫情影响以及在观望价格走势的患者进入医院接受手术，达到以价换量实现白内障业务收入增长的目的。根据华夏眼科年报披露的数据估算，人工晶体成本在集采前约占到整体手术费用的 63%，按照中选产品平均降幅 53.87% 计算，集采后手术平均价格降幅可达 33.94%。2021 年手术平均价格为 7110.02 元，集采完成后平均白内障手术价格可降至 4696.96 元，参考前三年白内障手术的量价关系，白内障手术的需求量可增加超 50%。

图表 26: 人工晶体成本占白内障项目比例



资料来源: 华夏眼科年报, 东方财富证券研究所

图表 27: 白内障手术量价关系

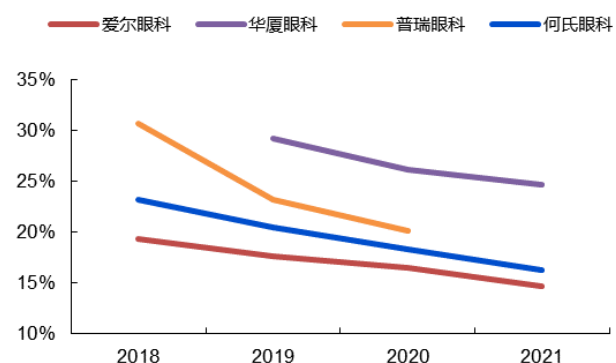


资料来源: 华夏眼科年报, 东方财富证券研究所

另一被纳入眼科集采的器械是角膜塑形镜, 即 OK 镜, 该器械主要用于减缓青少年近视加深, 国家卫健委曾指出长期配戴角膜塑形镜对解决我国儿童青少年近视率不断攀升等问题具有重要意义。集采前, OK 镜的终端收费在 7000-15000 元/副, 且在一年到一年半的时间内就需要更换镜片, 对于家长而言是不小的经济负担。今年的 10 月 26 日, OK 镜首次被纳入集采范围, 具体是否实施集中带量采购以及相关的招投标细则都尚未明确。不过从其销售链条来看, 受到集采影响最大的将是代理渠道, 对单纯产品商的影响有限。

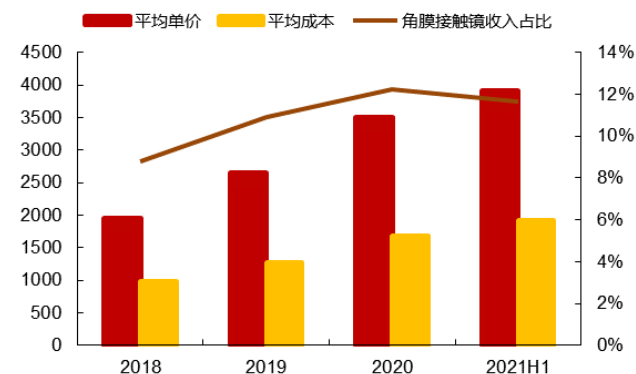
从何氏眼科招股说明书披露的情况来看, 与白内障业务不同, OK 镜的平均单价增长明显, 且占到总收入的比重呈上升趋势, 未来业务表现可能会受到集采的影响。参考其他医疗器械集采后价格的降幅, OK 镜有望走进更多近视青少年的家庭, 销售量的增加也可期待。

图表 28: 白内障项目占营业收入比重



资料来源: 各公司年报, 东方财富证券研究所

图表 29: OK 镜单价成本及业务占比 (何氏眼科)



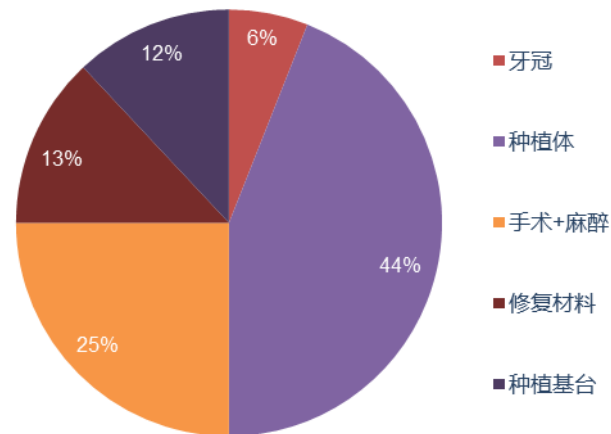
资料来源: 何氏眼科招股说明书, 东方财富证券研究所

2022 年 9 月 11 日, 国家医疗保障局发布了《关于开展口腔种植医疗服务收费和耗材价格专项治理的通知》。口腔种植的费用大致分为种植体、牙冠和医疗服务三个部分。口腔种植体将进行集采, 牙冠进行竞价挂网, 种植牙医疗服务进行价格调控, 例如, 三级公立医院医疗服务价格全流程调控目标为一颗牙 4500 元。然而从整体来看, 种植体是种植牙的核心部分, 种植体成本占 44%, 牙冠成本占 6%, 手术+麻醉占到 25%, 修复材料占 13%, 种植基台占

12%。由此可见，只是种植牙原材料被集采的情况下，种植牙的价格调整不会过大。但是国家对于种植牙出台的集采政策在一定程度上对于种植业务进行了科普和宣传，可以预见的是未来种植量会有较大程度的提高。

除种植集采外，正畸赛道也被囊括进集采政策的影响范围内。在正畸耗材方面，目前市场上有固定托槽和隐形矫治器两种，耗材费在整体价格中占比较低，为 30%左右，主要费用集中在医生治疗费。目前正畸集采的耗材是托槽和颊面管，颊面管产品最低有效降幅为 10%，托槽最低有效降幅为 30%。和眼科赛道的集采相比，牙科的价格降幅相对较小，政策也主要针对公立医院，对于私立医院的价格影响不大。反而价格的适当下调叠加民营医疗服务机构的服务优势，以价换量将会成为未来连锁医疗服务赛道的趋势。

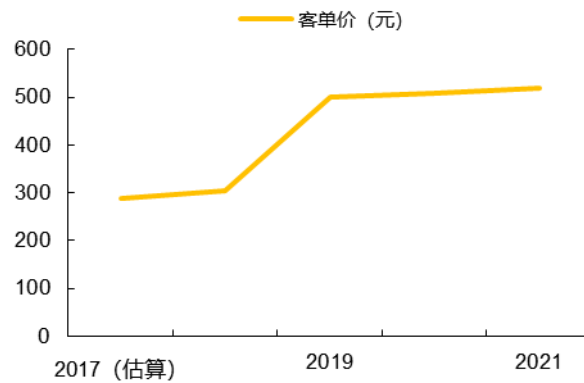
图表 30：种植牙费用结构



资料来源：前瞻产业研究院，东方财富证券研究所

根据美年健康年报披露的数据，民营体检行业的客单价稳步提升，由 2017 年的每人次 288.6 元提升至 2021 年每人次 520 元。从机构自身来看，民营机构针对不同人群定制不同价格层级不同体检项目的体检套餐。受众为白领的体检套餐就有十几种，价格从 528 元到 2219 元不等，满足了对体检有不同要求的客户需求，有效拉高平均客单价。再对比民营体检机构和公立体检中心的价格，我们发现在体检项目类似的情况下，民营体检机构的价格处于较高水平。而民营机构的设备优势、专业服务优势使得消费者能够接受高于公立医院的价格，赛道整体呈现量价齐升的良好趋势。

图表 31：美年健康体检客单价变化



资料来源：美年公司年报，东方财富证券研究所

图表 32：公立民营体检价格比较（以最热销入职体检价格为例）

体检中心	套餐名	价格(元)	体检项目
美年大健康	精英入职体检套餐	350	一般检查、内科、外科、视力、静态心电图、血常规、肝功能 5 项、肾功能 3 项、空腹血糖、尿常规、多普勒彩超、CT
上海同济医院体检中心	入职体检套餐	270	一般检查、内科、外科、眼科、血常规、尿常规、肝功能、心电图、X 线胸片
上海东方医院南院体检中心	入职体检套餐	348	内科、外科、视力、辨色力、耳鼻喉科、听力、血常规、空腹血糖、尿常规、肝功能六项、肾功能三项、心电图、DDR 胸片、肝胆脾胰肾 B 超
上海市公共卫生临床中心	轻松入职套餐	231	一般检查、内科、外科、血常规、尿常规、肝功能、肾功能、心电图、胸部 DR 正位摄影
上海曙光医院东院体检中心	入职体检/居住证	385	一般检查、内科、外科、眼科、五官科、血常规、空腹血糖、尿常规、肝功能 9 项、肾功能 3 项、心电图、DR 胸片、彩色 B 超

资料来源：美年大健康官网，康康体检网，东方财富证券研究所

2.2. 成本控制折射竞争格局、品牌建设和医生依赖度

2.2.1 从广宣费用率看各赛道竞争格局和品牌建设

销售费用是影响医疗服务连锁公司利润的重要因素之一，其中广告宣传费用的支出反应了公司对于品牌推广的投入以及市场竞争的激烈程度，本节重点分析各连锁医疗赛道广告宣传方面的成本投入。

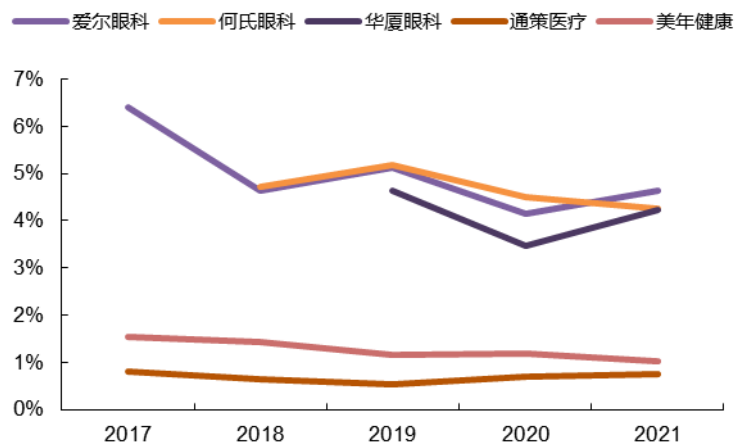
眼科连锁医疗进入门槛高，先发效应强，也是目前 A 股中连锁医疗上市公司最多的赛道，现在已经形成了“一超多强”的竞争格局。虽然华夏、普瑞、何氏等公司从收入体量上看短期内无法与爱尔眼科匹敌，但各公司间竞争激烈，抢占客户投入较多，广告宣传力度较大。爱尔眼科在为患者提供标准化服务的同时，积极开发个性化高端医疗服务，实现医疗服务的多层次化，持续提升公司的品牌形象和社会影响力。何氏眼科宣传自身的方式包括派出数十支医疗队伍深入所在地社区、村镇为人群提供公益检查服务，提高知名度和渗透率。华夏眼科则充分利用线上推广、结合展会楼宇墙体以及户外广告等多种渠道进行品牌宣传，并提供会员服务和术后关怀，以达到患友宣传推荐就诊的目的。

相比口腔和体检赛道，眼科广宣费用率近年来一直维持在较高的水平。爱尔眼科作为眼科连锁医疗的领头羊，规模优势和平台优势逐步显现，广宣费用率有明显的下降趋势。

而口腔和体检赛道国内竞争较为相似。目前 A 股上市的牙科连锁医疗和体检连锁机构各一家，分别是通策医疗和美年健康。中国口腔医疗集团和牙博士已经向港交所递交招股说明书，拟在香港主板上市。瑞尔齿科已于今年三月成功登陆港交所，时代天使紧随其后，六月正式在港交所上市。剩余表现值得关注的牙科连锁机构尚处于前期融资阶段或暂时没有上市计划，对于业内领先公司威胁较小。体检赛道除美年健康外，瑞慈医疗于 2016 年在香港上市，爱康国宾于 2014 年在美国纳斯达克上市。

从数据来看，美年健康和通策医疗的广宣费用率较为接近，且稳定地保持在占比收入较低的水平。公司良好的品牌信誉是保持低广宣费用的关键，在连锁医院覆盖地域拥有口碑效应，患者间的相互介绍推广就能为医院吸引到新的客户，而不用投入大量资金用于宣传引流。通策医疗口腔连锁存量医院增加口腔保健宣传投入以及新建医院前期普及宣传投入增加导致了广宣费用绝对数值 42.22% 的增长，在公司完成蒲公英计划后，该项支出有望继续降低，进一步控制成本端支出。

图表 33：连锁医疗广宣费用率对比



资料来源：各公司年报，东方财富证券研究所

图表 34：2020 年中国前十大口腔连锁品牌上市情况

排名	品牌	是否上市/融资进度
1	通策医疗	2007 年，通策医疗借壳“中燕纺织股份有限公司”上市。
2	泰康拜博口腔	2018 年，泰康保险旗下子公司泰康人寿以 20.62 亿元收购拜博医疗 51.56% 股份，更名泰康拜博，目前尚未上市。
3	瑞尔齿科	2022 年 3 月 22 日瑞尔集团成功登陆港交所，成为第二家主板上市得口腔医疗服务企业。
4	欢乐口腔	2013 年引入天使轮融资，五年后融到 B 轮，累计金额超过 8 亿元。
5	佳美口腔	暂无上市相关信息。
6	美维口腔医疗	美维口腔医疗在 2021 年完成了超 10 亿元 B 轮融资。
7	爱康齿科	港股公司希玛眼科宣布收购内地牙科保健服务公司深圳爱康健齿科的 55% 股权。交易完成后，深圳爱康健齿科成为希玛眼科的间接非全资附属公司。
8	美奥齿科	2020 年上海美奥医疗管理集团有限公司完成新一轮 3 亿元人民币融资。
9	摩尔齿科	2017 年 12 月完成了 B 轮融资。
10	极橙口腔	2018 年，极橙口腔宣布获数千万级 A+轮融资。

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

2.2.2 从人力成本占比看医疗服务对医生的依赖程度

由于不同连锁医疗服务的业务结构特点不同，各赛道对于医生的依赖程度也有所不同。从各公司在人力成本方面的支出分析，口腔对于医生的依赖度最高，体检次之，眼科最低。

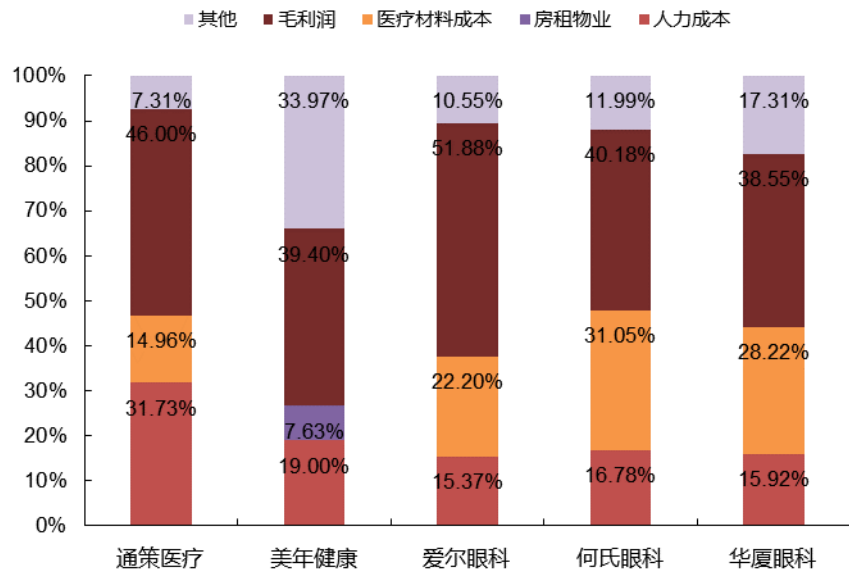
医疗属性较强的赛道和项目具有较高的可复制性，常规门诊手术和检查对于医生定制个性化服务的要求低，对于富有经验和高水平的医师需求相对较弱，因此在人力成本方面的支出会偏低。

口腔科的业务主要包括种植、正畸、儿科、修复以及综合科。以占到总业务约 21% 的正畸业务为例，因其能够显著改善患者面型外观，该业务具有较强的消费属性。正畸过程中需要主治医师对于具体案例具体分析，针对患者进行定制服务，治疗效果的好坏与否很大程度上取决于医生本身的能力经验和水平。因此口腔连锁医疗中人力成本占到了医疗服务收入的 31.73%，远远超过眼科和体检的占比。

体检行业的服务目的是发现消费者潜在的患病可能性，行业内的医护人员更注重对于检测结果的解读而非疾病治疗。因此体检行业对于医生资源需求较低。另一方面，我国医疗体系还未摆脱“重治疗、轻预防”的模式，居民没有形成完整的健康档案，因此给了专业体检机构为患者提供个性化解决方案的机会，比如建立医疗档案，提供健康管理服务等。综合来看，体检行业是标准化+个性化结合的服务模式。

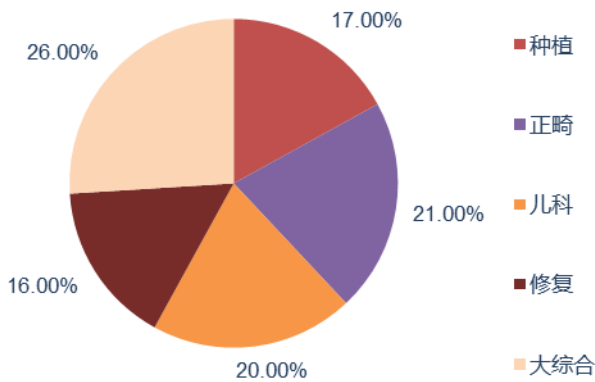
眼科医疗服务主要涵盖的业务包括屈光项目、白内障项目、眼前段项目、眼后段项目、视光服务等。几乎所有类别都具有很强的医疗属性，治疗方式在患者之间差异性较小，标准化服务流程极易实现，因此其人力成本占比在所关注赛道中占比最低，行业头部公司保持在 15% 左右的水平。

图表 35：口腔、体检、眼科人力成本分析



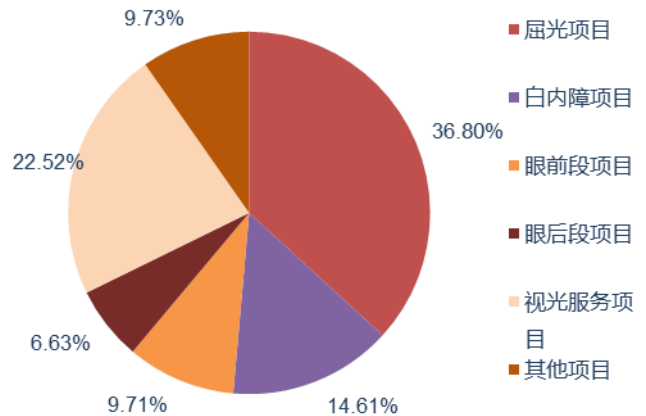
资料来源：各公司年报，东方财富证券研究所

图表 36：通策医疗业务结构



资料来源：通策医疗年报，东方财富证券研究所

图表 37：爱尔眼科业务结构



资料来源：爱尔眼科年报，东方财富证券研究所

2.3. 量价之外，患者黏性和复购率影响连锁医疗服务业绩

在量、价、成本因素之外，患者对于医疗服务的消费频次也是影响连锁医疗业绩表现的因素之一。眼科除验光配镜业务外，大多数为一次性消费，提高患者中的口碑，通过口口相传为医院吸引新的患者是眼科赛道的特点。而口腔医疗服务治疗周期较长，复诊率要求高，考验患者对于诊所的黏性。

爱尔眼科大部分医院已上线智慧医院，并不断优化、升级智慧医院功能，协同互联网医院，为患者提供健康咨询、复查复诊、预约转诊、在线处方开具和线上购药等服务，构建了以患者为中心的“医+诊+药”全流程闭环服务，通过提升患者就医体验而提高口碑和病友间的知名度。

美年健康引领体检行业变革，推出了“检”“存”“管”“医”“保”健康管理全保障体系，这是一个由单次客流和客单价向持久粘性服务的转变。检前、检中、检后全程的健康管理保障完善了服务体验，针对不同年龄不同人群的体检套餐为消费者可能的复购行为提供了足够的选择。

3. 连锁扩张成长轨迹雷同，赛道龙头均已显现

各连锁医疗服务行业在连锁扩张方面的成长逻辑极为相似，从地域扩张来说，均是由单城市扩张到区域覆盖，最后走向全国；从品牌力角度看，是由单家诊所扩张到区域连锁品牌最后成为全国知名品牌；就行业内的竞争而言，行业发展初期是分散的竞争，逐渐通过整合并购或自建新店的方式扩张，最后行业中的寡头或龙头出现。

目前眼科、口腔和医疗服务行业均以出现各自的龙头，分别为爱尔眼科、通策医疗和美年健康，但地域扩张和品牌力建设尚未完成，存在地区发展不均衡以及分店未触及全国范围的情况。未来的连锁医疗服务行业在扩张方面依旧任重道远。

从各医疗服务公司连锁医院的分布情况以及分地区收入情况来看，眼科、口腔和体检三赛道均处于由区域覆盖走向全国的进程中。爱尔眼科、华夏眼科以及美年健康虽然在全国各地都有所布局，且连锁机构数量多分布广，但是机构和营收主要分布或来源于东部南部地区，对于西北和东北的布局较少。何氏眼科业务主要集中在东北地区，2021年辽宁省内市场占到营业收入比重的97.61%，全国化的连锁扩张处于起步阶段。通策医疗浙江省内市场占比达89.99%，正在积极部署其他省份的连锁医院建设，但尚未辐射至东北西北地区。

图表 38：连锁医疗扩张进度



资料来源：各公司年报，各公司官网，东方财富证券研究所

图表 39：华夏眼科连锁医院分布



资料来源：华夏眼科招股说明书，东方财富证券研究所

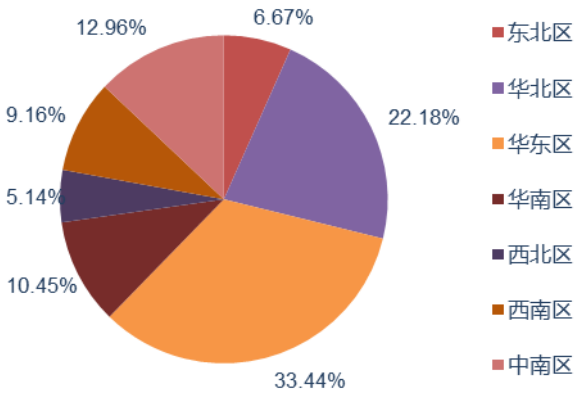
图表 40：通策医疗连锁医院分布

通策集团全国医疗机构图



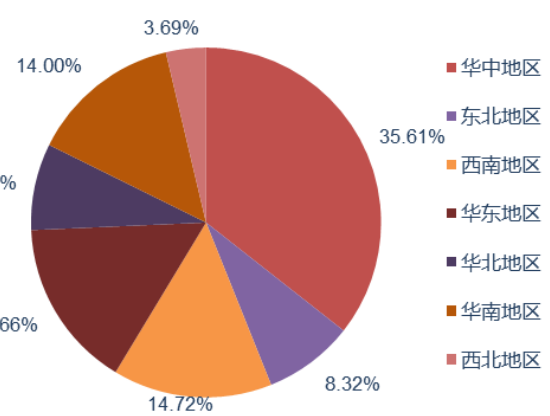
资料来源：通策医疗年报，东方财富证券研究所

图表 41：美年健康分地区收入占比



资料来源：美年健康年报，东方财富证券研究所

图表 42：爱尔眼科分地区收入占比



资料来源：爱尔眼科年报，东方财富证券研究所

本部分从单店的可复制性、医疗技术优势以及商业模式三个维度对眼科、口腔和体检赛道连锁扩张进行比较分析。

3.1. 不同行业特点决定不同的单店可复制性

3.1.1 连锁扩张不再受到严苛的牌照束缚

在国家政策大力鼓励社会资本办医的背景下，民营医院不再受苛刻的牌照约束，眼科、口腔以及体检行业呈现高速增长的态势。

国家已出台政策指出在审批专科医院等医疗机构设置时，将审核重点放在人员资质与技术服务能力上，在保障医疗质量安全的前提下，动态调整相关标准规范。在审批方面推进一站式受理，落实连锁经营的服务企业可由企业总部统一办理工商注册登记手续的政策，鼓励健康服务企业品牌化连锁化经营。这些政策大大降低了连锁医疗行业扩张的阻力。

3.1.2 口腔医疗诊疗标准化难度最高，体检最易实现标准化

口腔患者个体差异大，无法采用标准化的诊疗流程，对于医生个人的水平要求高，在所关注的连锁医疗行业中诊疗标准化的困难程度最高。但是随着数字化系统在口腔诊疗中适用范围的扩大以及对高端设备依赖度的提高，未来口腔诊疗的可复制性难度会有所降低，降低品牌连锁扩张的难度。

眼科业务可分为简易业务和疑难杂症，总体来看较易实现标准化。简易业务包括屈光问题、白内障、青光眼以及配镜服务等，发病率较高，患者人数较多，其诊疗已经形成了成熟的标准化流程，对于医生的专业性依赖不强，且在民营眼科的业务中占比高。眼部肿瘤、炎症及其他疑难杂症对于主治医师的水平要求高，难以实现标准化，一般接诊后会转移至层级较高的医院进行治疗。

体检服务有“重服务，轻治疗”的特点，流程程式化，使得其扩张具备了较快复制的可能性。且二三线城市可以与一线城市享受相同的体检标准化服务，检验服务、疾病筛查能力以及健康管理能力可以做到全国统一，便于品牌的建设和良好口碑的形成。

3.1.3 体检单店投入门槛高，设备水平要求高

眼科和口腔门诊开设要求相对较低，单店租房面积从数十至数百平方米不等，投资额不会超过 1000 万。眼科医院的投入成本又高于牙科医院，不会因为开店成本过低而出现和牙科一样许多医师自主执业而不愿加入连锁品牌的困难。

与眼科和口腔医疗不同，体检机构的核心支出为设备、房租与人力成本。随着体检项目的增多和对疾病检查的要求升级，CT、核磁、彩超等大型设备逐渐演化为体检机构常规配备。美兆健康、慈铭奥亚等定位高端的体检品牌对于设备的要求更高，且提供全方位的服务，包括饮食建议和运动管理等，单店的成本更高。综合来看，体检扩张的单店投入高于眼科和口腔。

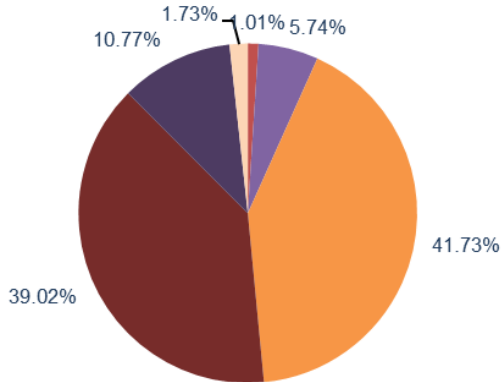
3.1.4 获医能力是连锁医疗扩张中的关键因素

医生资源的获取是连锁扩张中至关重要的环节，稳定的获医能力是连锁医疗扩张的基础。连锁医疗服务获取医生难度的排名为口腔>眼科>体检。

由于业务对于医生技能的依赖，富有经验的牙科医生培养周期长，口腔医疗服务人才紧缺，人才成为口腔连锁扩张中的关键制约因素。且由于口腔诊所的开店成本相比其他连锁服务较低，所以有资质的医生选择加入牙科连锁品牌的概率低于眼科赛道。合格的眼科医生培养同样需要 5-10 年较长周期的培养，但眼科的龙头公司已经建立起完善的人才培养输送体系，大大降低了获医难度。

图表 43: 爱尔眼科人才学历结构

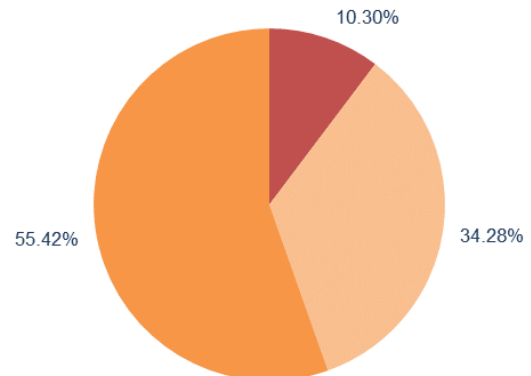
■博士 ■硕士 ■本科 ■大专 ■中专/高中 ■中专/高中以下



资料来源: 爱尔眼科年报, 东方财富证券研究所

图表 44: 通策医疗人才学历结构

■硕博及以上 ■本科 ■大专及以下



资料来源: 通策医疗年报, 东方财富证券研究所

相较而言, 体检机构获医难度最小。专业体检机构通过与三甲医院等公立医院开展转诊绿色通道合作、医院医师的多点执业、外聘国内外名医、返聘离退休专科主任医师等多方式解决医护资源问题。

图表 45: 连锁医疗服务单店可复制性难度的比较

	眼科	口腔	体检
是否受到严苛的牌照束缚	否	否	否
诊疗标准化难易程度	中	高	低
单店投入门槛高低	中	低	高
获医难度	中	高	低

资料来源: 东方财富证券研究所

3.2. 赛道龙头公司初步形成医疗技术优势

3.2.1 积极布局人才储备, 应对连锁扩张中的获医难题

为了解决连锁扩张过程中的获医难题, 眼科和口腔服务行业的解决思路较为相近, 可分为人才引进、人才培养和人才激励三个部分。

爱尔眼科继与中南大学、湖北科技学院、武汉大学、暨南大学, 安徽医科大学合作后, 又分别与天津大学、四川大学、天津职业大学、深圳职业技术学院以及河南大学签署战略合作协议。华夏眼科公司下属医院与厦门大学、北京大学等院校建立合作关系, 进行人才培养、学术共建、临床研究等各项合作。何氏眼科从 2001 年开始, 公司先后和中国医科大学、沈阳药科大学、大连医科大学、辽宁中医药大学、锦州医科大学等院校建立合作, 联合培养硕士研究生、博士研究生, 公司多位专家担任上述高校硕士或博士研究生导师。通策医疗则依托中国科学院大学、浙江大学、杭州医学院等国内外知名院校, 扩大各学科名医为核心的存济医生集团。与高校的深入合作在很大程度上缓解了连锁

扩张过程中的人才引进难题，高校中的高学历人才可以进入连锁医疗行业助力扩张。

疑难杂症眼科手术和眼科的诊疗对于医生水平的要求高，相关方向的人才培养周期长，因此完善的人才培养体系是进行连锁扩张的必要铺垫准备。目前爱尔眼科已经打造出一个眼科培养高地，包括“八所、二站、二基地、三中心”。人才培养体系的完善使得人才储备持续增加，为高质量发展提供了人才保障。通策医疗采用学院制模式，创办通策学院商学院与牙学院，聘请教授专家进行内部标准化培训，为蒲公英计划做人才储备。

在引进人才以及完成成长周期的人才培养后，留住人才也是各连锁医疗服务企业共同面对的问题。爱尔眼科选择的方式是建立有竞争力的薪酬体系以及进行股权激励。上市以来，公司先后实施了股票期权、限制性股票以及合伙人计划、省会医院合伙人计划等多形式、多层次激励措施，让越来越多的核心骨干与公司结成长期利益共同体。通策医疗则建立医生合伙人分级激励机制。“医生集团”模式，让医生参股，既能调动积极性，又能为医院留住优秀的人才，既提高了工作效率，又降低了人力资源成本。

在人才储备方面，爱尔眼科已经形成了成熟完善的引进、培养及激励体制，在眼科服务以及整个连锁医疗领域都处于领先地位。

3.2.2 引进普及先进诊疗方式，提升诊疗核心竞争力

先进设备和技术的引进是提升连锁医疗服务核心竞争力的重要手段。新技术的引进不仅能提高诊断准确率和手术质量，让客户享受更优质的服务，在一定程度上也能促进服务的流程标准化，便于连锁扩张。

爱尔眼科作为连锁医疗中走在前列的公司，在引进先进诊疗技术方面也走在前列。公司通过国际收购引进国外先进技术，并建立全球眼科医生共享平台，且拥有香港亚洲医疗、美国 MING WANG 眼科中心、欧洲 ClínicaBaviera.S.A、东南亚 ISEC Healthcare Ltd 等领先的海外眼科机构。这让爱尔眼科的学术能力在同行中脱颖而出，稳坐赛道龙头位置。

图表 46：连锁医疗新设备新技术引进情况

公司名称	设备/技术引进情况
爱尔眼科	引进“无刀微创”青光眼治疗新技术-超声降眼压术；硫酸阿托品滴眼液获批应用于儿童青少年近视防控；推进屈光飞秒 ICL、白内障飞秒激光等新技术的应用和升级
何氏眼科	检查设备：引进光学相干断层扫描血管成像系统（OCTA）、角膜共聚焦显微镜（Cornea Confocal Microscope）、超广角眼底扫描激光成像系统（SLO）、日本尼德克 OPD-Scan III 视觉质量分析仪、德国 OCULUS 眼前节分析测量系统、Pentacam 眼前节分析仪等先进检查设备 手术设备：引进德国蔡司 Visu Max 3.0 全飞秒激光系统、MEL90 准分子激光系统以及德国阿玛仕 1050Rs 千频准分子激光系统、美国 KXL 角膜交联系统、强生全视 Catalys 飞秒激光治疗系统
华夏眼科	在国内率先引进美国爱尔康公司 3D 手术显微镜和 Constellation 玻切超乳一体机，德国蔡司术中 OCT 显微镜和全飞秒 VisuMax、德国 AMARIS 准分子激光手术系统、iFS 第五代飞秒激光系统、美国 RetCam 新生儿数字化广域眼底成像系统

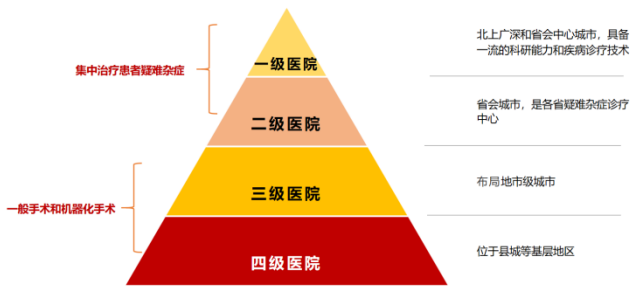
通策医疗	儿童 MRC 早期干预治疗、全程数字化种植技术、即刻种植即刻修复技术、ATB 自体牙骨增量技术、CGF 技术、高难度软硬组织增量技术、水激光应用、颞下颌关节诊疗
美年健康	引进最先进的全容积乳腺超声检测系统，全面上线眼科 PACS 系统，增设眼底相机、眼科 OCT 等设备

资料来源：该公司年报，东方财富证券研究所

3.3. 分级连锁扩张+投资体外基金成为连锁医疗公司普遍商业模式

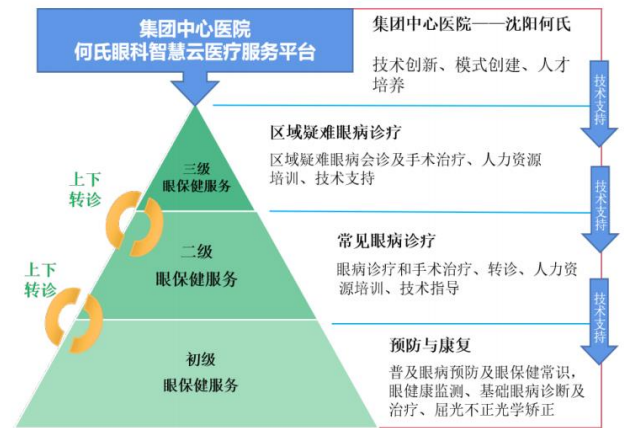
多数已上市的连锁医疗服务企业采用分级连锁的方式进行扩张，常见的分级方式有两种。对于眼科和口腔赛道，企业以医院能提供的诊疗难度为分级依据，高层级医院承担区域疑难杂症患者的集中诊治。低级别医院覆盖基层，提供一般性机械化的简单手术或其他诊疗服务。层级高的医院或区域总院被打造为当地水平规模领先的医院，在区域拥有一定的品牌影响力；低层级的医院则可以迅速积累客户资源，获取市场份额。这样的分级方式提高了医疗资源利用效率以及渠道下沉的性价比。体检赛道中，美年健康的分级方式是根据目标客户人群的画像进行划分，有针对高端客户的品牌和服务，也有针对大众体检消费的品牌，针对大众体检的品牌又分为布局一二线城市的慈铭体检和覆盖人群最广泛的美年大健康。这种策略在加强一二线城市占有率的同时，巩固了下沉市场，使美年健康覆盖到的区域内的居民尽量能享受到标准专业的服务，便于形成规模优势。

图表 47：爱尔眼科四级医院生态网络



资料来源：爱尔眼科年报，东方财富证券研究所

图表 48：何氏眼科三级眼健康医疗服务模式



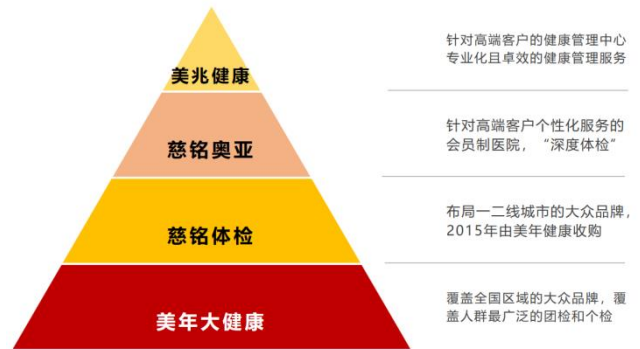
资料来源：何氏眼科招股说明书，东方财富证券研究所

图表 49：通策医疗“总院+分院”模式



资料来源：通策医疗年报，东方财富证券研究所

图表 50：美年健康城市分级连锁制度



资料来源：美年健康年报，东方财富证券研究所

除了企业的分级连锁扩张，各赛道公司另一个共同的策略是投资基金加快市场下沉或新地域的扩张。爱尔眼科通过产业基金培育体外标的，再以定向增发和自有现金完成收购闭环，保证体外优质资产持续注入。通策医疗通过口腔基金设立布局武汉、西安、成都、上海四个根据地，建立三级口腔医院集团，优先发展长三角和珠三角大湾区，为通策医疗长期的发展奠定基础。美年通过参与并购基金的方式，与专业投资机构建立长期合作共赢机制，在全国投资美年、美兆、慈铭、奥亚体检中心，既把握住了商业机会又规避了直接收购体检中心带来的风险。

从长远看，这种基金模式是阶段性的，过渡性的。随着公司体量的增加和资金实力的增强，产业基金会慢慢退出历史舞台。爱尔眼科已经停止了并购基金模式的运行，因为其运转良好，已经为公司储备了足够多的高成长性项目。未来爱尔将储备的医院分批装入上市公司。

4. 爱尔眼科是连锁医疗中的成功典范，口腔和体检龙头相比之下仍有差距

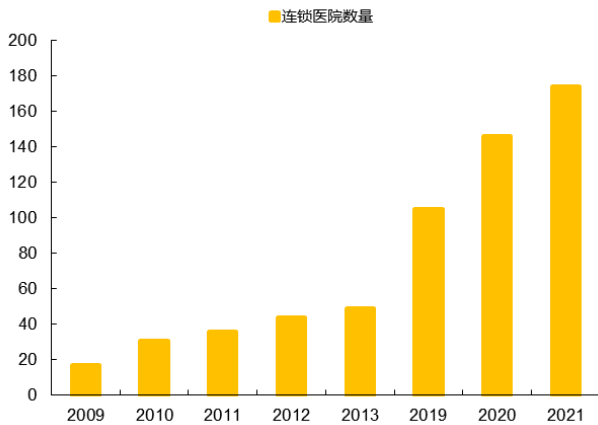
眼科、口腔和体检三者拥有相似的发展背景和相似的发展逻辑，综合前文的分析，眼科、口腔和体检赛道虽然均已出现龙头企业，但爱尔眼科是目前走在最前列的。通策医疗和美年健康离成为各自赛道中的爱尔眼科还有一定的距离，爱尔眼科的发展对于其他赛道的公司而言也具有一定的参考价值和借鉴意义。

爱尔眼科于 2009 年上市，彼时仅拥有连锁眼科医院 17 家，营业收入 6.06 亿元，至 2021 年，爱尔眼科已经拥有 174 家医院，营业收入高达 150.01 亿元，实现了营收规模和医院数量的飞速增长。

通策医疗上市虽早于爱尔眼科，但受制于高可复制性难度以及拓展省外市场的难度，目前连锁医院数量只有 60 家。虽然收入体量和品牌不及爱尔眼科，但净利润率在三赛道的龙头中最高，整体来看发展稳步增长，势头良好。

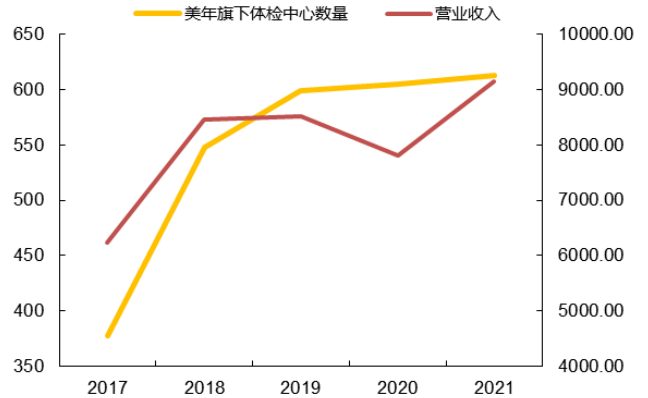
美年健康上市于 2005 年，截止到 2021 年底，公司旗下体检中心数量为 613 家，其中控股体检中心 274 家，其连锁规模远超爱尔眼科，但受制于体检服务盈利能力，单店营收不及爱尔眼科，销售费用投入高，净利润数值并不理想，仅为 1.75%。毛利率方面通策医疗和爱尔眼科差距不大，且均呈现稳步增长趋势，而美年健康今年毛利率受挫，表现劣于眼科赛道和口腔赛道龙头。自 2017-2021 年五年期间，美年健康扩张迅速，体检中心数量翻了接近一番，对应折旧摊销和销售费用也有了大幅增长，而新店盈亏尚未平衡，总体收入增长幅度不及扩张速度，导致利润下滑。

图表 51：爱尔连锁眼科医院数量变化



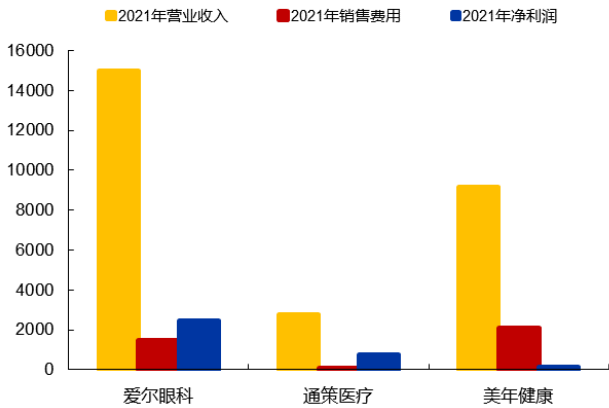
资料来源：爱尔眼科年报，东方财富证券研究所

图表 52：美年健康体检中心数量和营收变化对比



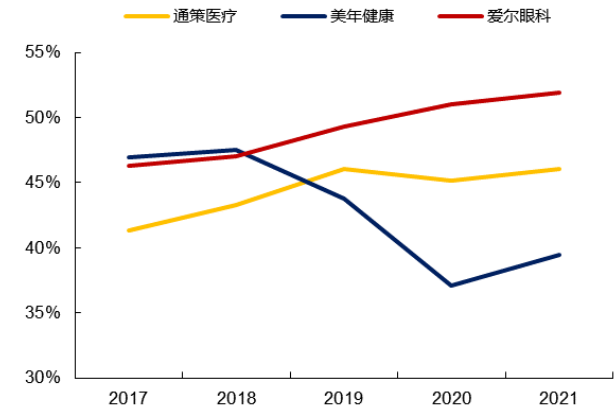
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 53：爱尔、通策、美年营收利润对比



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 54：爱尔、通策、美年毛利率对比



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

5. 投资建议

民营连锁医疗背靠国家政策的大力支持，需求端既有医疗属性的刚性需求，也有消费者对于个性化高端化医疗服务的追求，未来的上升空间可观。在近十年的发展中，各赛道中的公司已逐渐摸索出一套相对完整的发展战略，并在实践中得到了检验。目前眼科、口腔和体检连锁医疗依然属于成长阶段，全国化连锁的阶段尚未达到，行业天花板尚未呈现。综合考量，我们看好眼科、口

腔和体检连锁医疗行业，重点关注眼科医疗龙头企业爱尔眼科（300015）；看好口腔医疗龙头企业通策医疗（600763）；建议关注体检赛道龙头美年健康（002044）。

图表 55：眼科、口腔、体检连锁医疗发展异同汇总

同	连锁医疗发展背景同	民营医疗增长迅猛，已然成为公立医疗的重要补充
		国家医疗建设短板为民营医疗发展提供巨大机遇
		连年出台相关政策为民营医疗发展提供坚实基础
	连锁扩张成长路径同	需求量巨大，未来持续有上升空间
		地域：单城市→区域覆盖→全国覆盖
		品牌力：单家诊所→区域连锁→全国知名
连锁扩张战略同	竞争格局：分散竞争→自建新店/整合并购→龙头/寡头出现	
	眼科、口腔和体检三赛道均已出现龙头，且处于由区域覆盖走向全国的进程中	
	拥有相似的人才引进培养激励体系	
异	量价发展趋势不同	均积极引进先进设备和新的诊疗方式
		均采用分级连锁扩张模式，辅以投资体外基金
	竞争格局和品牌建设不同	集采政策后，眼科口腔预期以价换量
		体检行业呈现量价齐升
		眼科连锁医疗形成“一超多强”的竞争格局
	单店可复制性不同	口腔和体检赛道国内竞争较为相似
眼科广宣投入比例相较口腔和体检赛道较多		
体检最易实现标准化，眼科次之，口腔难度最高		
		体检扩张的单店投入高于眼科和口腔
		连锁医疗服务获取医生难度的排名为口腔>眼科>体检

资料来源：东方财富证券研究所。

图表 56：行业重点关注公司

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE(倍)			股价 (元)	评级
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E		
300015.SZ	爱尔眼科	2141.48	0.58	0.74	**	51.45	40.32	**	29.84	增持
600763.SH	通策医疗	481.12	2.31	2.95	3.59	64.96	50.86	41.80	150.05	买入
002044.SZ	美年健康	202.76	0.03	0.11	0.15	200.75	48.51	35.7	5.18	未评级

资料来源：Choice，东方财富证券研究所。注：未评级公司盈利预测均来自于 Choice 一致性盈利预测，截止 2022-12-26。

6. 风险提示

集采政策对于行业的负面影响高于预期；
疫情反复，相关政策变化；
连锁扩张不达预期；
医疗安全事故；

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。