



华安证券
HUAAN SECURITIES

证券研究报告

医疗服务行业2022中报总结与展望——疫情造成需求积压，期待下半年医疗服务量价反弹

分析师：谭国超（S0010521120002）

联系人：陈珈蔚（S0010122030002）

2022年9月5日

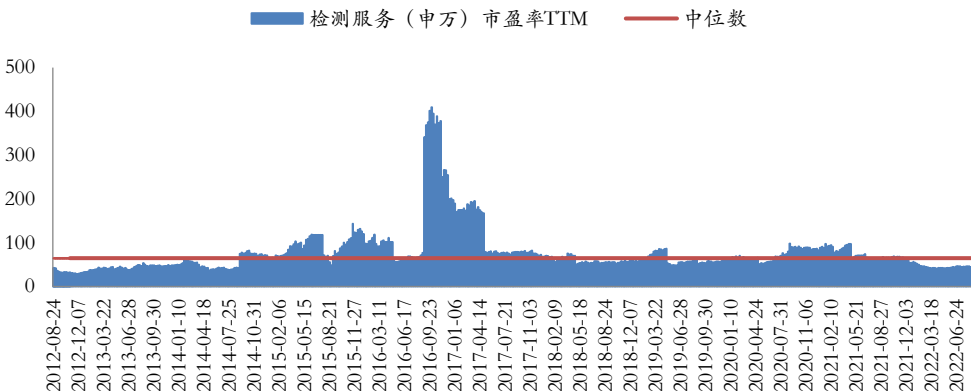
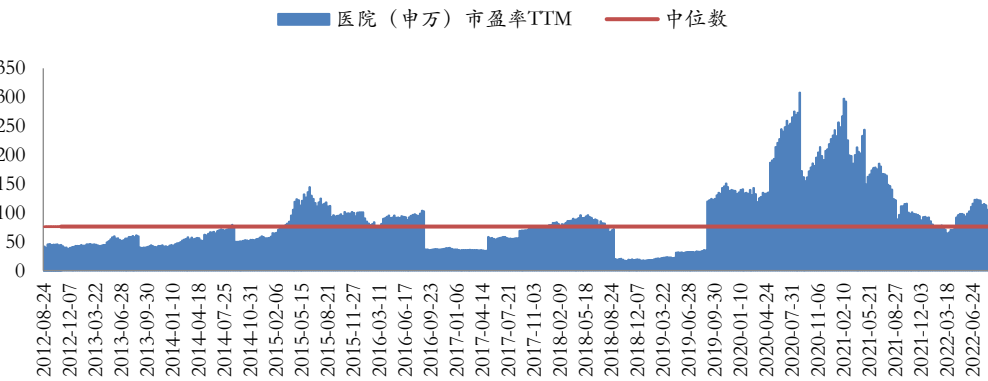
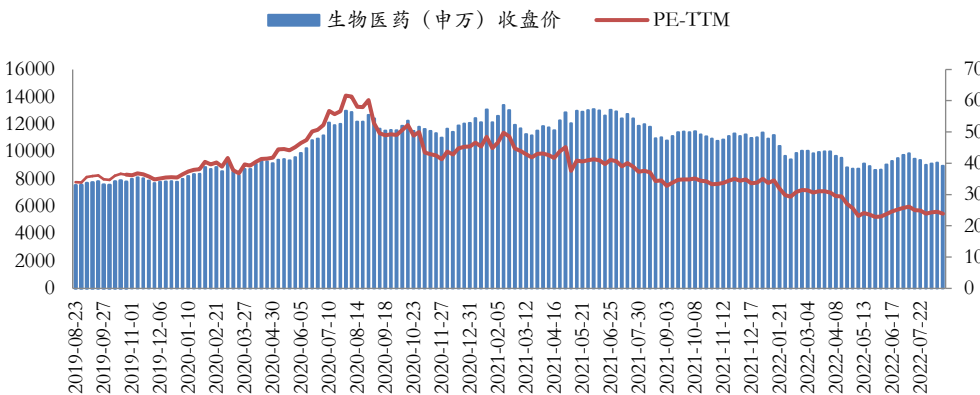
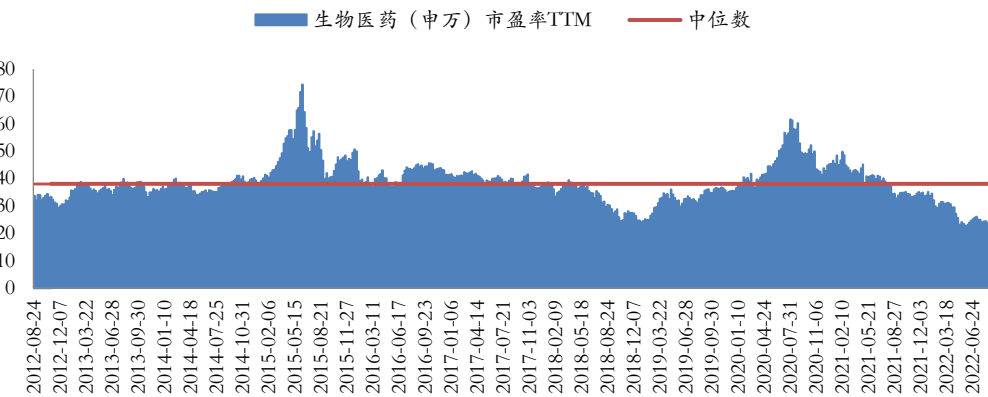
华安证券研究所

核心观点——医疗服务

- 中报业绩复盘：整体符合预期，细分赛道表现亮眼，建议关注眼科赛道（22H1收入&归母净利润增速10%+）、肿瘤赛道（22H1归母净利润增速10%+）、中医赛道（22H1归母净利润100%+）。
- 板块整体水平：医院&检测板块估值处于历史低位，下半年估值恢复机会较大。
- 建议关注标的：需求恢复速度更快、政策风险更低
 - 固生堂（2273.HK，中医医疗服务龙头&第一股，商业模式成熟可复制性高，复购率60%+，22H1经调整净利润同比+40%）
 - 海吉亚医疗（6078.HK，肿瘤医疗服务龙头，自建&并购稳步发展，22H1经调整净利润同比+47%）
 - 三星医疗（601567.SH，康复医疗&智能配用电双主营，22H1经调整净利润同比+22%、22H1新增医院8家、22H1在手订单87亿元，储备充足）
 - 朝聚眼科（2219.HK，内蒙眼科连锁龙头，22H1净利润同比+29%，持续扩张版图至华东&华北地区，长期稳定发展可期）
 - 爱尔眼科（300015.SZ，眼科服务连锁领跑行业，22H1净利润+15%，海内外同步发展，业绩稳定性极高，现阶段估值合理）

医疗服务板块整体表现

医药板块现阶段市盈率低于历史中位数。



资料来源：wind、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

医疗服务板块细分赛道表现

在医疗服务各细分赛道中：

- ✓ 年初至今几乎所有标的均呈现下跌状态，估值处于低位，在下半年疫情常态化、需求持续释放的邪恶背景下，适当布局医疗服务是恰当的时机。
- ✓ 22H1综合表现较好的是眼科连锁&检测连锁，营收&归母净利润增速都有增长；考虑到眼科赛道依旧是弹性较大、需求恢复较快的子赛道，我们建议关注眼科赛道标的的相关机会。
- ✓ 肿瘤、中医、康复、辅助生殖板块业绩均有增长，建议关注需求刚性的严肃肿瘤医疗赛道龙头海吉亚医疗、医疗可触达性&复购率双高的中医诊疗赛道龙头固生堂。
- ✓ 口腔板块、综合性医院领域受种植牙集采、经营管理等政策风险影响，业绩有承压。

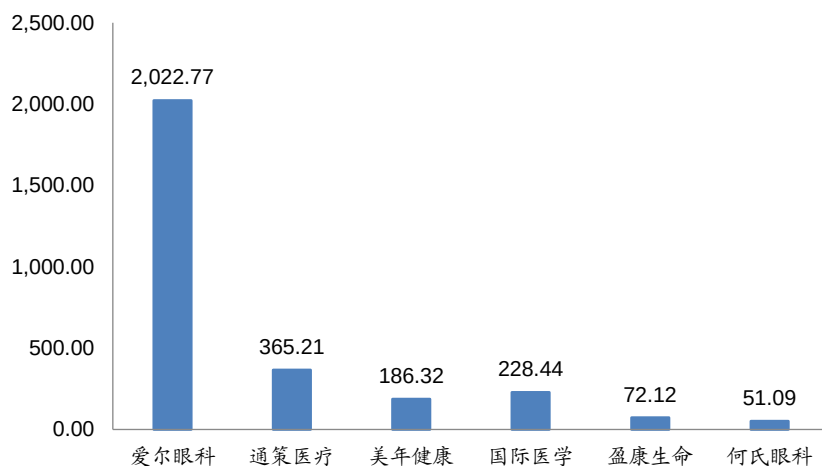
眼科连锁						
证券代码	证券简称	年初至今涨跌幅	营业收入 同比增速 2022H1	营业收入 同比增速 2022Q1	归母净利润 同比增速 2022H1	归母净利润 同比增速 2022Q1
300015.SZ	爱尔眼科	-11.50%	10%	18.79%	15.73%	26.15%
301239.SZ	普瑞眼科	17.20%	5.08%	20.69%	21.54%	28.85%
301103.SZ	何氏眼科	-13.90%	0.68%	14.93%	29.12%	-6.66%
2219.HK	朝聚眼科	-32.02%	9.61%	0.00%	27.99%	0.00%
肿瘤						
6078.HK	海吉亚医疗	-13.52%	63.92%	0.00%	13.46%	0.00%
300143.SZ	盈康生命	-20.47%	7.32%	10.68%	13.71%	30.56%
中医服务						
2273.HK	固生堂	-16.14%	17.39%	0.00%	115.86%	0.00%
康复						
601567.SH	三星医疗	-27.60%	1.64%	2.94%	-29.76%	-3.23%
口腔连锁						
600763.SH	通策医疗	-42.76%	0.01%	3.73%	-15.73%	1.25%
6639.HK	瑞尔集团	-49.06%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
检测						
300244.SZ	迪安诊断	-5.67%	85.87%	62.19%	158.54%	122.62%
603882.SH	金城医学	-39.72%	52.39%	58.72%	55.11%	58.00%
9960.HK	康圣环球	-63.87%	56.45%	0.00%	104.16%	0.00%
辅助生殖						
1951.HK	锦欣生殖	-3.95%	32.77%	0.00%	22.17%	0.00%
综合性医院						
000516.SZ	国际医学	-8.98%	-18.30%	-52.54%	-65.53%	-134.01%

资料来源：wind、华安证券研究所

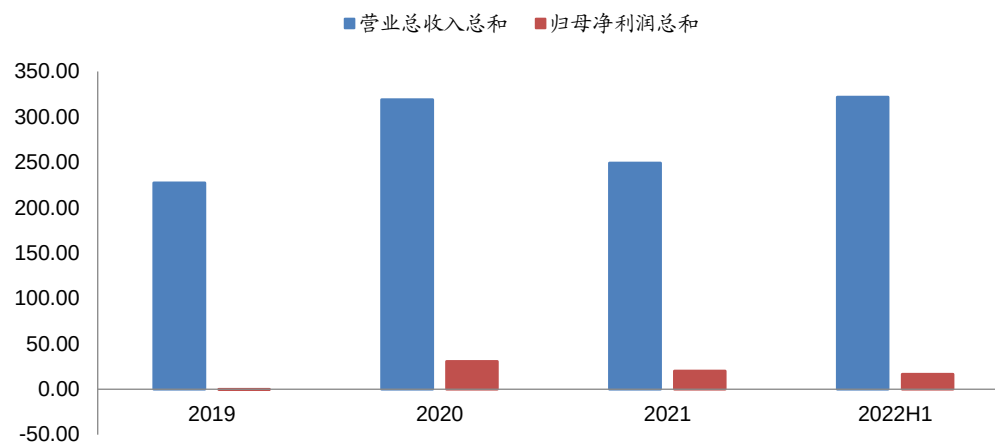
医疗服务：中报整体符合预期，估值具备提升空间

- 我们选取爱尔眼科、通策医疗、美年健康、国际医学、盈康生命、何氏眼科作为医疗服务（医院板块，A股）标的池对板块进行梳理。截至9月3日，标的池内公司总市值2925.93亿元人民币，爱尔眼科为绝对龙头。
- 2019~2021年标的池分别实现营业总收入总和227.19/249.22/319.11亿元，同比+9.7%/28.04%；分别实现归母净利润总和-0.51/30.44/19.90亿元同比+6043.14%/-34.61%，主要系个别标的如国际医学盈利水平受疫情等因素影响波动较大。
- 2021H1/2022H1标的池分别实现营业总收入309.75/321.72亿元；分别实现归母净利润40.51/16.43亿元，下滑主要系个别标的如美年健康、国际医学盈利水平的波动等因素的影响。

连锁医疗服务标的的市值序列（截至22-09-03，rmb 亿元）



连锁医疗服务标的的池营业总收入&归母净利润总和（rmb 亿元）

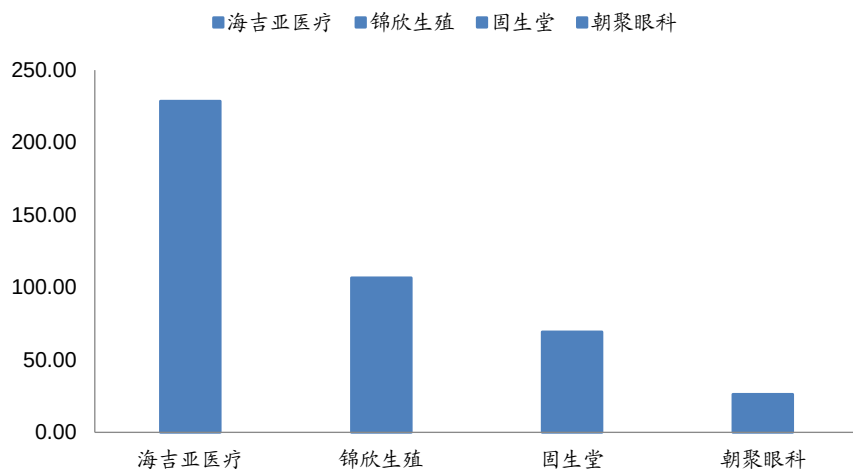


资料来源：wind、华安证券研究所

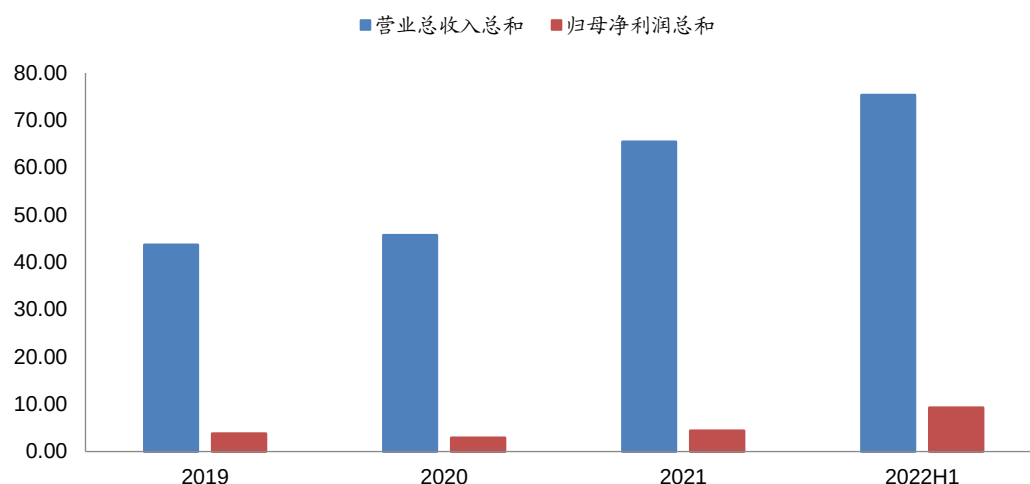
医疗服务：中报整体符合预期，估值具备提升空间

- 我们选取海吉亚医疗、固生堂、锦欣生殖、朝聚眼科对港股医疗服务标的进行梳理。截至9月3日，标的池内公司总市值430.90亿元人民币，海吉亚医疗市值领跑。
- 2019~2021年标的池分别实现营业收入总和43.64/45.69/65.47亿元人民币；分别实现归母净利润总和3.77/2.90/4.36亿元，主要系疫情影响、个中标的如固生堂的表现净利润受扣非的影响导致增速所波动。
- 2021H1/2022H1标的池分别实现营业收入总和55.37/75.35亿元人民币；分别实现归母净利润总和3.93/9.25亿元，营收与归母净利润稳步提升，业绩韧性强。

连锁医疗服务标的的市值序列（截至22-09-03，rmb 亿元）



连锁医疗服务标的的池营业总收入&归母净利润总和（rmb 亿元）



资料来源：wind、华安证券研究所

医疗服务：中报整体符合预期，估值具备提升空间

- 爱尔眼科：**2021年公司营业收入、归母净利润和扣非归母净利润分别为150.0、23.2和27.8亿元，同比增长25.90%、34.78%和30.59%，全球业务版图稳定扩大；2022H1营业总收入81.07亿元，同比增长10.34%；实现营业利润19.32亿元，同比增长11.07%；实现净利润14.27亿元，同比增长15.73%；实现扣非归母净利润13.82亿元，同比增长12.65%。在国内疫情多地散发、防控政策趋严的情况下依旧保持增长，龙头地位与优势凸显。集团门诊量 2011- 2021 CAGR 23.1%，22H1门诊量554.10万人次，同比增长15.67%；手术量44.49万例，同比增长9.74%。在疫情常态化背景下、在消费医疗升级及公司持续扩张趋势下，公司业绩值得期待。
- 通策医疗：**2021年公司实现营业总收入27.81亿元，同比增长33.11%；实现归母净利润7.03亿元，同比增长42.67%；扣非归母净利润6.71亿元，同比增长41.74%。22H1营业收入13.2亿元，同比增长0.1%；实现归母净利润3亿元，同比下降15.7%；扣非后归母净利润2.9亿元，同比下降16.2%。公司报告期内受疫情扰动增速放缓，此外公司蒲公英计划持续推进，医师资源储备的扩张也增加了人力成本。考虑到公司董事长增持为市场注入信心、疫情逐步稳定，公司明年业绩值得期待。
- 国际医学：**2021年医疗服务业务高速增长，实现营收29.21亿元（+81.21%）；归母净利润-8.22亿元，利润转亏主要由于2020年出售汉氏联合的非经常性损益7.2亿元所致。2022年H1公司实现营业收入10.68亿元（-18.24%），其中Q2营收7.63亿元（+13.20%），环比+150.33%；2022H1实现净利润-5.96亿元（-65.53%），其中Q2归母净利-1.67亿元，环比减亏60.95%。公司剥离亏损业务，转让商洛医院有望同比减亏20.17%。特色专科稳步推进，新业务增长未来可期。公司新增业务规划精细（妇儿、骨科、康复三大院区各1200张床位），开诊首年将投入1000-1200张床位，开诊后预计迅速爬坡，长期发展信心足。

	营业收入同比增速				归母净利润同比增速			
	2019A	2020A	2021A	2022H1	2019A	2020A	2021A	2022H1
爱尔眼科	24.67%	19.20%	25.90%	10.39%	36.67%	25.01%	34.78%	15.73%
通策医疗	22.56%	8.17%	33.11%	0.01%	39.44%	5.69%	42.67%	-15.73%
美年健康	0.77%	-8.29%	16.75%	-13.66%	-205.58%	163.93%	-88.36%	-56.30%
国际医学	-51.23%	62.97%	81.21%	-18.30%	-118.49%	111.23%	-1912.52%	-65.53%
盈康生命	13.96%	15.33%	6.10%	7.32%	-1502.15%	118.21%	-345.13%	13.71%
何氏眼科	21.51%	12.53%	14.74%	0.68%	43.66%	24.36%	-13.84%	-29.12%

资料来源：wind、华安证券研究所

医疗服务：中报整体符合预期，估值具备提升空间

- 海吉亚医疗：**2021年公司营业收入23.15亿元（+65.2%），三年CAGR 46.0%；实现经调整净利润4.51亿元（+12.7%）。2022年上半年公司实现营业收入15.26亿元（+63.8%），经调整净利润3.01亿元（+46.6%）；经调整每股收益0.48元（+50.0%）；期末经营性现金流2.91亿元人民币（+78.7%），2022年上半年经营活动产生的现金净额为2.91亿元。肿瘤MDT业务22H1营收6.72亿元（+50.4%），占总收入比例44%。2022H1公司专业技术人员储备4707人（+38.3%）高级职称医师占比34.6%，强大的医疗团队为公司的长期发展保驾护航。
- 固生堂：**2021年公司实现营业收入13.72亿元人民币，同比增长48.1%；经调整净利润1.64亿元，同比增长92.9%；经调整净利率11.4%，同比增加2.2%。22H1公司实现营业收入7.03亿元人民币，同比增加17.5%；实现利润55.8百万元人民币，同比扭亏；实现经调整净利润64.3百万元人民币，同比增长40.1%。公司品牌力强，客户数量和就诊次数双增，2022H1公司会员人数共99201名，同比增长32.49%；会员就诊人次36.6万次，同比增长12.27%；会员回头率达87.6%；会员对于固生堂的品牌粘性更高，对会员的运营收效明显。
- 锦欣生殖：**2022H1公司实现营业收入11.38亿元人民币，同比增长32.5%，实现归母净利润1.90亿元人民币，同比增长22.17%；实现经调整净利润2.61亿元人民币，同比增长13.2%；期末现金余额11.79亿元人民币。在上半年各地疫情散发的背景下，公司依旧实现收入利润的同比增长，IVF取卵周期数12930，中国总部医院成功率55.0%。成都地区持续深化生殖&妇儿的一体化产业链协同，打通一体化服务流程；大湾区将以新物业大楼为依托，打造研究型辅助生殖专科标杆医院和科研转化平台，深化深港联动。
- 朝聚眼科：**2022H1公司实现营业收入532.7百万元，同比增长6.5%；实现毛利244.3百万元，同比增长7.4%；实现净利润101.8百万元，同比增长29.4%；净利率19.1%。期末现金净增加额157.3百万元。消费眼科服务收入291.05百万元（占比54.6%），毛利率50.4%；基础眼科服务241.69百万元（占比45.4%），毛利率40.4%；降本增效显著。门诊就诊次数43.98万次，住院就诊次数2.25万次，持续提高客户影响力。

	营业收入同比增速				归母净利润同比增速			
	2019A	2020A	2021A	2022H1	2019A	2020A	2021A	2022H1
海吉亚医疗	41.73%	29.10%	65.17%	63.81%	1436.59%	327.70%	159.55%	13.46%
固生堂	23.40%	3.26%	48.28%	17.51%	14.51%	-72.94%	-98.27%	115.86%
锦欣生殖	78.80%	-13.49%	28.94%	32.46%	145.87%	-38.57%	35.08%	22.17%
朝聚眼科	12.96%	11.14%	25.62%	6.51%	95.44%	64.09%	30.30%	27.99%

资料来源：wind、华安证券研究所

固生堂：中医连锁服务集团先行者，区域运营能力强

- 立足中医医疗服务，致力于打造全流程健康管理，线上线下业务全面布局。固生堂成立于2010年，创立初期名为北京固生堂，集传统中医医疗、传统中医教学、中医推广、线上互联网中医平台运营等为一体，通过经营中医院为患者提供医疗服务，满足客户多样化的医疗健康管理需求，打造中医医疗全生命周期的场景。公司以OMO行业平台型商业模式为发展的底层逻辑进行业务扩张，2021年12月10日登录港交所，2022年3月7日纳入港股通。
- 公司是中医连锁品牌先行者，以连锁化、品牌化的模式进行扩张，布局华北、华东、华南等地区。公司立足广州，辐射北京、深圳、佛山、中山、无锡、南京、福州、上海、苏州、昆山、成都、宁波等地区，截至2022年中期，公司管理线下私立营利性医疗机构44家（其中33家线下医疗机构系并购，11家为自建）、覆盖11个城市，线上医疗健康服务平台覆盖全国56个城市；截至目前，公司总计为31个省、343个城市的客户提供线上线下服务。



资料来源：固生堂招股书、固生堂公告，华安证券研究所

固生堂：中医连锁服务集团先行者，区域运营能力强

- 公司的主营业务可以分为线下医疗机构、线上健康管理平台和第三方管理服务，成功结合线上和线下两个业务场景的特点并且取得了一定的效果，满足了不同患者的多元化医疗需求，通过多元化的业务场景和多种途径的用户触达，持续塑造患者心智，并且能够在线下完成诊疗后通过远程健康管理和多样化服务去进一步提高用户粘性，提高患者留存率。
- ◆ **从医疗健康服务来看**，截至2021年底，除北京鼓楼固生堂、佛山固生堂南海店、佛山市顺德区固生堂中医门诊及中山市固生堂中医门诊外，公司的医疗机构均为**定点医疗机构**。北京鼓楼店预计今年获得医保资质，进一步吸引本地患者就医。
- ◆ **从线上平台来看**，公司先后收购白露、万家平台，为患者提供便利的线上就诊服务，所提供的服务和线下医院形成良好补充，为患者提供自诊前、诊中至诊后的全流程线上可视化管理，便捷实现医生和患者的预约、看诊、抓药标准化。**线上平台是公司线下业务扩展的“前哨站”**（eg河南郑州），公司以线上业务相关运营数据为基础选择最适合的城市进行异域扩张，能够有效节省成本、提高效率、缩短盈亏平衡期。此外线上平台也为线下中医医院赋能，为跨市患者提供线上复诊的服务，极大节省用户时间成本。
- ◆ **从供应链来看**，公司自2017年开发并使用自有云HIS对公司供应链进行高效管理，实现从上游**中药采购到下游配送的全流程控制**。在HIS基础上，公司自2019年7月起逐步开展第三方管理服务业务，通过授予中小型医疗机构自有“**百会云医中医诊所系统**”的使用权限来收取第三方管理费。截止目前，共有302家来自277个品牌的中医诊所与公司签订年度合作协议，对其开放百会云医中医诊所系统的使用权限。

业务	服务项目	定价及收益模式	支付方式
线下医疗机构	首次及随访咨询诊断、处方服务、汤剂服务、理疗及医疗健康产品销售	医疗费用包括咨询费、药费、处理费、理疗费。医保定点机构的医疗费用按当地医疗卫生部门制定的国家报销服务和产品定价指引	医保报销、商业保险、现金、银行卡或第三方支付平台
线上平台	随访咨询诊断、处方服务、煎药服务、医疗健康产品销售	医疗费用包括咨询费、药费、处理费，根据政策指引进行定价和调节	通过银行卡、第三方支付平台
第三方管理服务	将自有HIS系统提供给中小型中医诊所，为其提供日常运作支持	一次性定额许可费	-

资料来源：固生堂招股书，华安证券研究所

固生堂：中医连锁服务集团先行者，区域运营能力强

- 中医馆能否持续稳定经营，最重要的因素之一是中医师资源是否丰富、专业。我们认为公司之所以能够稳步扩张业务版图，其重要原因是公司在中医师资源方面具备强有力的竞争力。公司推出合伙人模式，医师出资入股单店并签订排他协议，与公司共同经营；邀请三甲医院即将或已经退休的老牌中医和世代相传的名医后代等优质中医师加入，成立“名医工作室”，通过老带新的模式提高；在线下医馆配备坐堂医生，方便患者随时入院挂号就诊。目前公司多点执业医师占85.4%左右，挂号费80%抽成；独家执业的医师占14.6%左右，挂号费50%抽成，公司另给予独家执业医师每月固定收入。
- 公立医院背书，塑造患者心智。公司与多家大型医院和公立机构合作，为固生堂提供：1) 医师培训、进修机会；2) 外派优秀医师提供多点执业服务或技术指导。大型公立医院的加盟帮助公司树立了良好的口碑，扭转患者对于私立民营医疗机构的天然排斥，吸引患者前往固生堂就医。截至目前，公司与全国前十大公立医院中的六家都建立了合作关系，在北京与广安门医院合作成立医联体、在广州与广东省中医院合作，吸引了大批省内外患者前来就诊。
- 此外，公司对线上出诊医师签订合作协议，加大对网络医师的执业规定，极大程度提高网络医师留存率，提高在线问诊客户数量；目前公司在线上拥有2%独家执业医师。

合伙人模式

- 医生可以以单店入股的形式，与固生堂一起开办中医馆。固生堂占股70%，医生占股30%，由固生堂负责运营管理，医生负责出诊。

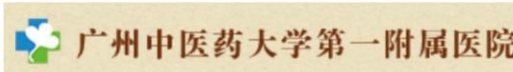
多点执业

- 与全国排名前十的三甲中医院的六家建立合作关系，公立医院支持院内医生多点执业，提高公司兼职医生粘性。

名医工作室

- 为名医做学术传承，搭配小团队提高医生的粘性，提高就诊效率和患者满意度。
- 以“老带新”模式培养自有医生，夯实医师资源优势。

公司的公立中医医院合作伙伴



资料来源：固生堂招股书，华安证券研究所

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

固生堂：中医连锁服务集团先行者，区域运营能力强

固生堂是行业领先的中医诊疗服务提供商，将传统中医和现代诊疗手段相结合，打造OMO线上+线下业务联动的模式并得到成功验证。我们认为公司具备强大的业务整合、外延扩展和内生管理的能力，疫情扰动下仍能持续扩大线下业务覆盖区域、优化线上平台，最终打造成为中国最大的智能化、产品化、平台化的新中医体系。我们看好公司强大的业务整合能力，精细化运营、HIS系统进一步为公司赋能，建议大家关注，给予“买入评级”。我们预计2022-2024年将实现营业总收入17.3/23.0/30.2亿元人民币，同比增长26%/33%/31%；2022-2024年将实现净利润1.7/2.8/3.9亿元人民币，**实现经调整净利润2.2/3.1/4.0亿元人民币**，同比增长42%/41%/30%。

Rmb mn	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1375	1730	2303	3022
同比 (%)	48%	26%	33%	31%
归属于母公司净利润	-507	171	278	391
同比 (%)	98%	-134%	62%	41%
经调整净利润	156.7	220	310	403
同比 (%)		41.94%	40.91%	30.05%
P/E	-15.05	37.41	23.06	16.36
经调整P/E	47	31	22	17
毛利率	45%	46%	46%	47%
净利率	-37%	10%	12%	13%
ROE	-33%	10%	14%	16%

资料来源：wind，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所



三星医疗：电表+康复医院双主线，长期稳定发展

- 历史悠久，智能配用电&医疗服务双业务线共同发展。三星医疗原名三星电气，紧抓智能电网的行业机遇，凭借在配电业深耕多年打下的深厚基础，持续领跑在智能配电领域；2015年，公司更名为宁波三星医疗电气股份有限公司、证券简称变更为三星医疗，通过收购宁波明州医院切入康复医疗领域。公司主营业务分为两部分，其中智能配用电为公司支柱业务，持续领跑行业；康复医疗服务是公司战略布局的业务重点，截至目前，公司旗下共有13家医院，同时通过托管、并购、自建、合资等多种方式在体外培育和筹建20+家医院（其中正在运营医院13家），扎根浙江、辐射全国。公司通过股权激励方式保证业绩长期增长的高确定性。根据股权激励的考核目标，公司在2022-2024年每年预计将新增10家医院（并购+自建），规模效应可期，全国连锁布局稳步推进。
- 公司股权结构稳定，创始人郑坚江先生为实际控制人，其中直接持股14.95%；奥克斯集团有限公司下设宁波元兴实业投资公司（65%）和宁波元和电器科技有限公司（35%），其中郑坚江先生分别各持有85%股权，因此通过奥克斯集团间接持股28.06%，整体结构稳定，有利于公司长期发展。



年份	第四期股权激励——解锁条件
2022	医疗服务收入目标值 18.19 亿元（较 20 年增长不低于 30%）；新增项目医院数不低于 10 家
2023	医疗服务收入目标值 22.38 亿元（较 20 年增长不低于 60%）；新增项目医院数不低于 10 家
2024	医疗服务收入目标值 27.98 亿元（较 20 年增长不低于 100%）；新增项目医院数不低于 10 家
年份	第五期股权激励——解锁条件
2022	智能配用电扣非净利润目标值 5.91 亿元（较 20 年增长不低于 30%）、触发值 4.73 亿元（较 20 年增长不低于 24%）
2023	智能配用电扣非净利润目标值 7.72 亿元（较 20 年增长不低于 70%）；触发值 6.18 亿元（较 20 年增长不低于 56%）
2024	智能配用电扣非净利润目标值 10.00 亿元（较 20 年增长不低于 120%）；触发值 8.00 亿元（较 20 年增长不低于 96%）

资料来源：三星医疗公告、官网、wind，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

2.5 康复：三星医疗：电表+康复医院双主线，长期稳定发展

- 体外——借助平台孵化，医院进展顺利，扩张稳步推进。在公司股权激励计划的相关指引、内部强大的运营管理能力的赋能下，公司后续的并购扩张战略或将持续落地，助力公司进一步扩大医院业务版图。目前在所有体外孵化医院中开业的仅20家左右，10-12家注册在先，未来会逐步开业。

公司体外孵化医院情况

医院类型	医院名称	省份	医院类型	上市公司持股比例	床位数	收购/成立时间
明州医院	杭州明州医院	浙江	综合性医院	34.67%	200	2015年9月
	湖州浙北明州医院	浙江	综合性医院	34.50%	-	2016年2月
	衢州明州医院	浙江	综合性医院	24.03%	-	2019年12月
康复医院	重庆明州康复医院	重庆	专科医院	34.67%	310	2017年10月
	杭州明州姑娘桥康复医院	浙江	专科医院	24.03%	106	2020年8月
	余姚明州康复医院	浙江	专科医院	24.03%	299	2020年6月
	乐清明州康复医院	浙江	专科医院	24.03%	100	2020年8月
	泰州明州康复医院	江苏	专科医院	24.03%	300	2017年12月
	南昌明州赣北康复医院	江西	专科医院	24.03%	-	2020年12月
	郑州明州康复医院	河南	专科医院	24.03%	350	2020年6月
	深圳明州康复医院	广东	专科医院	24.03%	470	2020年3月
	上海明州甬嘉康复医院	上海	专科医院	17.50%	-	2020年10月
	泉州明州康复医院	福建	专科医院	-	135	2020年11月
	江苏明州康复医院	江苏	专科医院	-	100	
	扬州明州康复医院	江苏	专科医院	-	-	2020年5月

资料来源：三星医疗公告、三星医疗年报、企查查，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

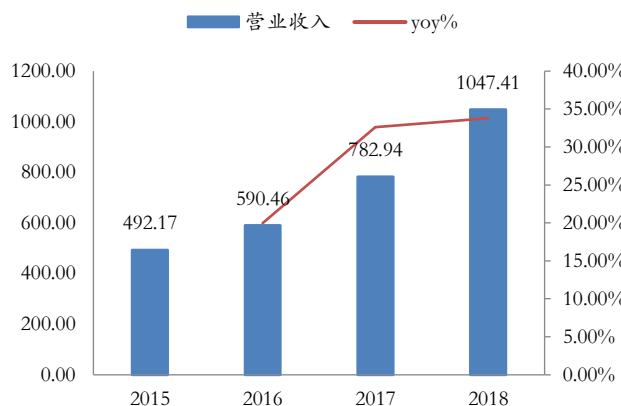
华安证券研究所

三星医疗：电表+康复医院双主线，长期稳定发展

- 公司体内医院——浙江大学明州医院：业绩增长稳定，管理经验丰富。**浙江大学明州医院（**宁波明州医院**）是一所按三级甲等医院标准投资建设，集医疗、科研、教学、预防、康复为一体的大型综合性医院。医院占地面积140亩，建筑面积17万平方米，于2006年5月投入运营，迄今已16年；核定床位900张，现有职工1800余人；共有4个康复病区，科室优势强劲；2015年挂牌浙江大学明州医院，2017年增挂鄞州妇女儿童医院；是宁波市医保定点机构、浙江省一卡通定点单位。宁波明州医院是目前浙江省内规模最大、标准最高的大型**综合性医院**之一，单体医院年营收已超过10亿元，单床收入在100万元左右。医院确立了“一切以病人为中心，打造人性化医院”的办院宗旨，在运营管理、人才培养等方面具有丰富的经验积累，可为后续医疗产业拓展提供管理经验；荣膺中国最具价值民营医院、全国改革创新企业医院等荣誉。
- 浙江大学明州医院为公司医院板块利润主体。**2015-2017年宁波明州医院经营能力不断提升，收入端与归母净利润端都实现超过20%以上的增长。2018年医院二期全面投入使用，科室规模扩大并引进了多名学科带头人，医院营业收入突破10亿。2019年由于2018年基数较低以及公司扩建，归母净利润有了显著提升，共1.58亿元人民币，相比2018年的0.75亿元人民币实现翻倍增长，2020年及2021年上半年由于疫情影响，净利润有所下降，2020年医院实现净利润1.31亿元人民币（-16.91%），下滑主要系疫情扰动；**2021年贡献0.87亿元净利润（-34.03%），主要系医院旗下参控股子公司（浙江明州和大浙北体检中心）分红的波动导致投资收益减少3000+万元，医院实际经营并未出现问题。**

浙江大学明州医院相关运营数据

指标	内容
床位	开放床位1130张、核定床位1050张
职工	共有职工1800+人，其中高级职称以上150+人
相关运营数据	2018年门急诊量89.8万人次，年出院3.88万人次，年手术量1.72万例次，其中住院分娩新生儿总数为0.65万人次； 2021年康复科床位使用率90%左右



资料来源：医院官网，华安证券研究所；其中营收、净利润均为人民币百万元

敬请参阅末页重要声明及评级说明

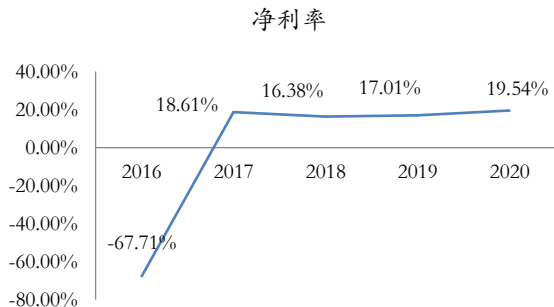
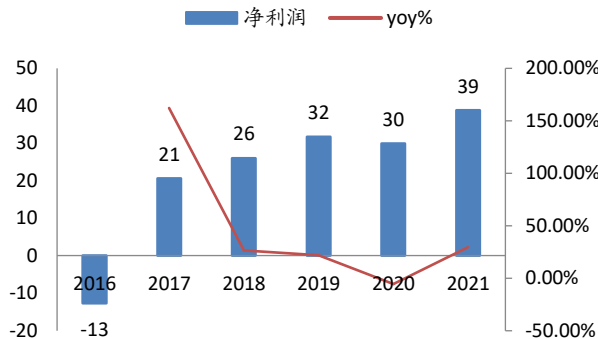
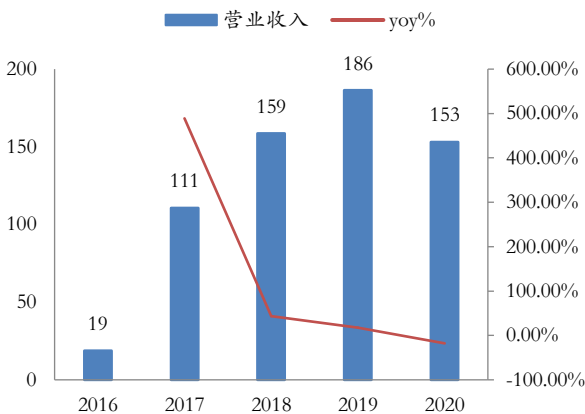
华安证券研究所

三星医疗：电表+康复医院双主线，长期稳定发展

- 公司体内医院——浙江明州康复医院：重症康复为特色，业绩稳步增长。浙江明州康复医院是以重症康复为特色的康复专科医院。浙江明州康复成立于2016年，作为专科特色品牌医院，对接公立三甲医院的ICU、神经内外科、骨科等病人转诊至医院做康复，运营状况良好。浙江明州康复医院院长是浙江省康复医学会组委委员，医院核心成员在浙江康复行业内有很大影响力；获2019届康复医院50强第32位（非公性质第10）。重症康复、儿童重症康复为浙江明州康复医院重点建设学科。浙江明州康复医院是**区级重症康复优势专科**，截止目前已收治病人3000余例，包括颅脑损伤、呼吸衰竭、心力衰竭、骨关节康复等患者。
- 自2017年被宁波明州医院收购后，浙江明州康复医院业绩迎来爆发式增长，营业收入相比2016年增长约489%。2020年及2021年上半年由于疫情影响，归母净利润有所下降，2020下降约5.6%，2021年上半年归母净利润约为2326万元；**2021年净利润快速恢复，实现38.76百万元，同比增长30%**。医院净利率总体来看较为稳定，自2017年以来微增，2020年净利率19.54%，在业内保持领先水平。

浙江明州康复历史运营数据

	2016	2017	2018
就诊人数（万）	0	0.02	0.03
床位周转率	0.38	1.45	2.3
营业收入（万元）	1877	11061	15870
营业成本（万元）	1900	7573	10269
毛利率	-1%	32%	35%
管理费用（万元）	1076	638	1065
销售费用（万元）	141	368	900
净利润（万元）	1271	2059	2600



资料来源：三星医疗公告、医院官网，华安证券研究所；其中营收、净利润均为人民币百万元

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

三星医疗：电表+康复医院双主线，长期稳定发展

	2021A	2022E	2023E	2024E
医疗服务收入	1,370.00	1,760.45	2,251.62	2,870.81
yoy%	-0.93%	28.50%	27.90%	27.50%
医疗服务成本	1085.92	1,449.70	1,899.11	2,478.34
yoy%	-2.94%	33.50%	31.00%	30.50%
医疗服务净利率	7.04%	14.90%	15.20%	15.10%
医疗服务净利润	96.51	262.31	342.25	433.49
yoy%	3.36%	171.79%	30.48%	26.66%
截至2022-09-03 市值				161
PE		17.80	13.64	10.77
医疗服务净利润贡献占比				29%
医疗服务净利润贡献占比	14%	29%	29%	29%
医疗服务毛利	284.08	310.75	352.50	392.47
yoy%	7.56%	9.39%	13.44%	11.34%
医疗服务毛利率	20.74%	17.65%	15.66%	13.67%
	2021A	2022E	2023E	2024E
智能配用电收入	5,382.65	6,755.23	8,437.28	10,470.66
yoy%	1.39%	25.50%	24.90%	24.10%
智能配用电成本	4,087.34	4,876.20	5,788.05	6,829.89
yoy%	8.97%	19.30%	18.70%	18.00%
智能配用电净利润	611.10	649.94	824.88	1036.08
yoy%	-18.29%	6.36%	26.92%	25.60%
智能配用电净利率	11.35%	9.62%	9.78%	9.90%
截至2022-09-03 市值				161
PE		17.59	13.86	11.03
智能配用电净利润贡献占比				71%

- 公司深耕智能配用电和医疗服务两个领域，其中智能电表领域公司经验丰富、有口皆碑，预计未来将持续保持业内领先优势；康复医疗领域公司运营明州系列医院，打造精品康复专科医院连锁品牌，复制性已经得到验证，体外孵化医院储备量大质优，若并表将进一步增厚未来业绩。我们看好公司在两个领域的运营管理实力。
- 我们预计公司在2022-2024年将实现营业总收入87.90/109.71/136.32亿元人民币，同比增长25.2%/24.8%/24.3%；将实现归母净利润9.05/11.59/14.61亿元，同比增长31.1%/28.1%/26.1%，对应PE 18/14/11x。

单位：rmb mn	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	7023	8790	10971	13632
收入同比 (%)	-1.0%	25.2%	24.8%	24.3%
归属母公司净利润	690	905	1159	1461
净利润同比 (%)	-27.8%	31.1%	28.1%	26.1%
毛利率 (%)	25.4%	27.2%	29.2%	31.1%
ROE (%)	7.8%	9.3%	10.6%	11.8%
每股收益 (元)	0.50	0.65	0.84	1.05
P/E	32.62	17.52	13.68	10.85
P/B	2.55	1.62	1.45	1.28
EV/EBITDA	24.60	12.97	9.54	6.94

资料来源：wind、华安证券研究所；图表及截图单位为人民币百万元

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

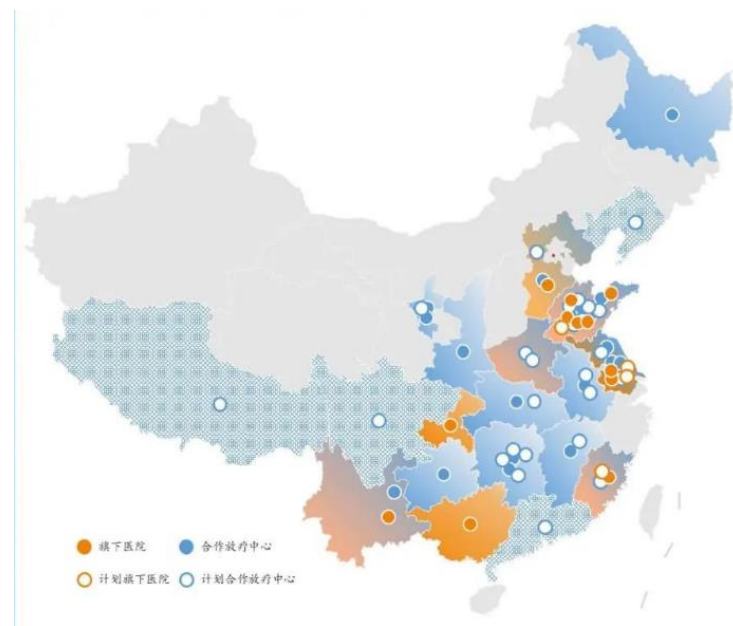
海吉亚医疗：承接肿瘤医疗服务刚需，业绩可期

- 海吉亚医疗是中国最大的民营肿瘤医疗服务集团，以放疗业务起家，逐步发展为以肿瘤业务为核心的综合性医院服务供应商。2009年海吉亚通过收购立体定向放疗设备制造商伽玛星进入肿瘤医疗器械领域，2010年与宣威放疗中心合作启动第三方放疗中心业务，2011年通过收购邯郸仁和医院正式进入医疗实体经营阶段，2020年6月在港股上市；2021年11月30日，公司获纳入MSCI中国全股票指数正式生效。截至2021年末共经营11家肿瘤特色医院、22家第三方放疗中心及1家托管医院。

目前运营管理医院基本情况（其中贺州广济医院21年7月并表）

医院名称（自运营/托管）	所处位置	建筑面积（平米）	医院类型	收购/自建开始运营日期	执业医师数量	注册床位
龙岩博爱医院	福建龙岩	24048	收购	2015.9	137	390
苏州沧浪医院	江苏苏州	14975	收购	2015.11	171	294
单县海吉亚医院	山东单县	72024	自建	2016.5	166	400
安丘海吉亚医院	山东安丘	6898	收购	2016.12	8	99
成武海吉亚医院	山东菏泽	7149	收购	2017.1	43	120
重庆海吉亚医院	重庆沙坪坝	28219	自建	2018.4	88	200
菏泽海吉亚医院	山东菏泽	52171	自建	2018.12	83	260
苏州永鼎医院	江苏苏州	83000	收购	2021.4	/	540
贺州广济医院	广西贺州	-	收购	2021.6	200+	548
邯郸仁和医院	河北邯郸	11564	收购	2011.7	43	90
开远解化医院（新转营利性）	云南开远	15249	收购	2012.11	22	186
邯郸兆田医院	河北邯郸	7125	收购	2015.8	/	/

海吉亚医疗业务布局（截至2022H1）



资料来源：公司公告、海吉亚招股书，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

海吉亚医疗：承接肿瘤医疗服务刚需，业绩可期

- **内生自建+外延收购模式进行业务版图扩张，医院口碑形成马太效应。**截至目前，公司共管理13家医院（单县、重庆、成武、苏州沧浪、龙岩博爱、菏泽、安丘、苏州永鼎、贺州广济、开远、仁和、兆田，聊城）、18家放疗中心，辐射全国19个省，规模效应显现，树立品牌口碑。从存量和新建角度看，重庆海吉亚医院二期已经开启装修，预计2022年底投入使用，将为集团新增1500张床位产能；单县海吉亚医院二期封顶，将投入床位500张，预计23年上半年使用；聊城海吉亚医院已开业试运行；德州海吉亚医院预计于2023年开业，无锡海吉亚医院预计2024年交付使用。至2024年底，公司预计可开放床位有望超12000张。公司存量扩张与新建同步进行，持续触及肿瘤患者，塑造患者心智。
- **技术、人才、管理优势明显，放疗设备具备强把控力，现金流稳定。**公司通过收购伽玛星获得放疗设备知识产权并进一步渗透放疗设备全产业链，既可以保证第三方放疗业务的高毛利，也可以为自有医院提供强大的技术和设备支持，无需大规模投入就可以产生稳定现金流，是公司持续扩张的利器。公司运营管理能力强，新开医院盈亏平衡期平均9个月、最短3个月，远低于业内平均所需的2~3年，盈亏平衡期短。
- **公司经营状况良好，合并层面，22H1门诊和住院人次均实现快速增长；**上海、苏州等地医院均已恢复正常运行。考虑到肿瘤医疗服务属于严肃医疗，刚需无法被递延，因此22年上半年由于疫情等原因积压的需求有望在下半年实现快速恢复。叠加肿瘤治疗稳步扩张的刚需，公司业绩的增长具备更高的确定性。
- 我们预计2022-2024年将实现营业总收入33.1/43.5/57.0亿元人民币，同比增长43%/31%/31%；2022-2024年将实现净利润5.6/8.4/10.5亿元人民币，同比增长27%/49%/26%，建议持续关注，给予“买入”评级。

Rmb mn	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2318	3312	4348	5698
收入同比 (%)	65%	43%	31%	31%
净利润	441	560	835	1051
净利润同比 (%)	160%	27%	49%	26%
毛利率 (%)	33%	32%	34%	35%
ROE (%)	10%	11%	14%	15%
每股收益 (元)	0.71	0.91	1.35	1.70
P/E	55.34	37.67	25.28	20.08

资料来源：wind、华安证券研究所；截至2022-09-03



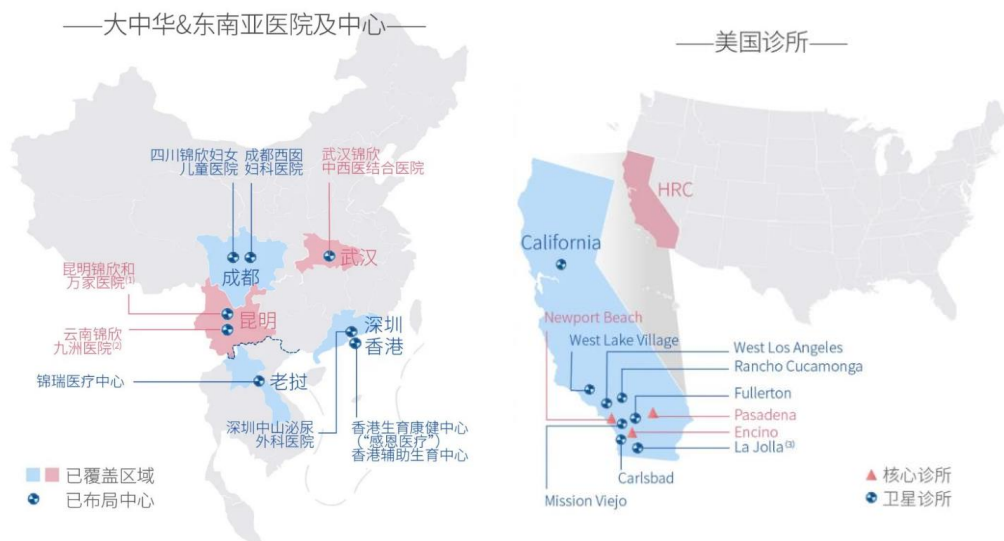
华安证券

HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

锦欣生殖：民营辅助生殖领域领军者，国际业务期待复苏

- 深耕西南、辐射全国、遍及全球，辅助生殖龙头扬帆起航。锦欣生殖（01951.HK）是中美领先的辅助生殖服务供应商，专注于辅助生殖服务、管理服务及其他辅助医疗服务。医疗集团有限公司起步于2003年，以锦江IVF中心为基础开展辅助生殖工作（于2006年获得IVF牌照），2017年收购深圳中山医院，2019年于香港联交所上市，是在中美地区领先的辅助生殖服务供应商。



时间	内容
1951	成都市第二区妇幼保健站成立
2003.1	锦江生殖中心获准提供AIH治疗
2006.7	锦江生殖中心获常规IVF-ET和ICSI牌照
2010.3	成都西因医院成立
2016.5	开始提供VIP不孕症治疗服务
2016.9	成都西因医院开始运营
2017.6	锦欣妇女儿童医院获得国际JCI认证的三级妇女儿童医院。
2018	HRC management通过管理服务协议开始间接管理HRC Medical，进入美国西部市场。
2019.6	在香港挂牌上市
2020.3	业务扩展至东南亚，在老挝成立美国HRC东南亚中心；在老挝收购VFI牌照。
2020.7	成都西因医院获得互联网医院牌照，通过加强与妇幼媒体和互联网媒体的联系，如大姨妈和播种网等，进一步扩展获客渠道，专科医院+区域线上不孕不育门诊模式成立。
2021.2	武汉锦欣中西医结合妇产合医院全面开诊。
2021.4	获批国家三甲医院；与苏州麦迪斯顿医疗科技股份有限公司（603990.SH）达成战略合作协议，在海南探索建立医疗服务产业基地，并建立辅助生殖医联体，共同试点打造“锦欣-麦迪”旗舰繁殖中心。

- 根据弗若斯特沙利文的数据，2018年锦欣IVF成功率54%（全国平均45%），在全国ARS市场中排名第三，在非国有ARS供应商中排名第一，完成2.1万个IVF取卵周期，约占中国总市场份额的3.1%。2021年公司实现取卵周期数2.7万个，同比增长19.6%。

资料来源：锦欣生殖官网、年报、招股书，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

锦欣生殖：民营辅助生殖领域领军者，国际业务期待复苏

- 中国在辅助生殖领域经验丰富的医师数量较少，且大多选择在公立辅助生殖医疗机构工作。对于私立辅助生殖机构而言，丰富的医师资源能帮助公司树立口碑，塑造用户心智，进一步吸引患者。但和辅助生殖机构的体量类似，我国辅助生殖领域有经验的医师数量极少，且大部分就职于公立医院。
- 为提高医师留存率、吸引明星医师加入，公司设立**医生合伙人制度**，对核心员工进行激励和绑定，引进在辅助生殖领域的资深医师、学科带头人、辅助生殖公立医院的明星医生等加入医师团队，整体来看股权结构较为分散，股份授予也能为医生制造归属感，如在收购深圳中山泌尿外科医院时保留创始人梅骅教授15%股权。公司的医生合伙人制度分为三类，其中一级合伙人不超过总人数的1%，二级合伙人不超过总人数的5%（含一级），三级合伙人不超过总人数的10%（含一级和二级）
- **国内外同步招揽人才，为公司长期发展保驾。**目前公司在海内外均有营业医院布局，并同步招揽医师人才：在国内，公司共有生殖医生约60名，在美国，公司配备专业医师超10名。截至目前，公司已组建起一支在辅助生殖领域从业经验超20年的专业医师团队，如池玲博士、John G. Wilcox 医生、耿嵩博士（深圳中山医院副主任医师）、杨菁医生（武汉锦欣医院执行董事，武汉大学人民医院妇产科中心主任）、朱明辉医生（成都西囡医院质量控制主管）、徐望明医生（武汉大学人民医院主任医师，武汉锦欣医院医疗院长）等，经验丰富的医生团队支撑公司持续领跑辅助生殖市场，声誉地位双收。从公司端看，优秀的医师资源可以支持公司未来的业务扩张；从医师端看，锦欣的国际化布局也可以为医生培养国际化视野，提高医师自身水平，进一步提高医师留存率，进而吸引更多患者，形成良性循环。
- **公司具备成熟的医师培养体系，医师数量与质量呈现螺旋式上升。**成为一名优秀的辅助生殖医师需要有大量的案例储备和临床经验积累，培养经验丰富的医师需要大量时间与资源；目前公司实行**医生带组的人才培养方案**，1个大医生、2个周期医生以及4个医生助理组成一个医疗组共同进行IVF取卵周期，可以快速帮助新医生积累经验，为公司长期发展提供充沛的医师资源储备。
- **设立锦欣学苑，持续提供人才输出。**公司于2021年成立锦欣学苑，即“行业千人青年妇产医生培训计划”，通过锦欣学苑平台为公司 and 整个辅助生殖行业输送人才，2021年10月开设第一期课程，报名学员885人，涉及462家医院和机构，非锦欣体系学员占比76%。2022年锦欣学苑计划开办3-4期，参加培训人数>1000人，新引进5-8名新的授课教授。公司已经形成**对外吸引行业领袖、对内培养行业新星的双轮驱动模式**培养辅助生殖人才，长期发展动力足。

锦欣生殖：民营辅助生殖领域领军者，国际业务期待复苏

- 开创性打造vip差异化服务套餐，打开受众圈层，有望快速抢占市场份额。2016年5月公司在成都西囡医院推出vip治疗服务，主推个性化定制，由多学科联合专家组量身定制治疗方案、以更高的安全性、更大的时间弹性、更精准的胚胎植入时间、更私密的就诊过程和更全面的治疗安排等优势吸引患者前来就诊，精准迎合有IVF需求客户愿意以更高价格换取更优质服务的偏好，更好的与公立医院的治疗流程区分开，实现差异化竞争优势。
- 差异化优势为公司带来优秀的现金流。从人均消费的角度来看，vip业务的推出能够提高锦欣的客单价，从而带动盈利能力的增强。目前公司vip服务的价格大多集中在5-10万，随着套餐的迭代升级，未来还有较大的提价空间。目前公司成都西囡医院及锦江生殖中心的vip服务渗透率由2019年的5.8%增至2020年的10.8%，深圳中山医院2020年vip渗透率6-7%，随着深圳可用面积的扩大，未来vip服务的渗透率将持续扩大。

公司VIP服务特色

内容	
1	多学科联合，医疗专家组量身定制治疗方案
2	先进的胚胎培养系统，提高胚胎选择精准化
3	精准选择胚胎植入时间
4	快速完成全程就诊
5	一对一医生助理，全程守护
6	家属陪同移植

公司IVF周期收费区间（人民币万元）

收费区间（人民币万元）	
中国公立医院	3-4
锦欣中国平均	4-5
锦欣中国vip平均	6.5-10
锦欣老挝预期	8-10
锦欣美国	14-20

资料来源：锦欣生殖官网、公告，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

锦欣生殖：民营辅助生殖领域领军者，国际业务期待复苏

- 辅助生殖赛道长坡厚雪，锦欣生殖作为国内辅助生殖民营集团龙头，有望在鼓励生育的政策春风下驶上发展快车道。我们预计公司2022-2024年将实现营业总收入24.7/30.7/37.7亿元人民币，同比增加33%/24%/23%，实现净利润5.3/6.7/8.2亿元人民币，同比增长55%/27%/22%，建议关注，给予“买入”评级。（汇率因素统一按照0.81处理）
- 风险提示：国内外疫情反复带来的影响；收购医院发展不及预期；行业管理政策波动风险

单位：rmb mn	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1854	2470	3066	3769
收入同比 (%)	28%	33%	24%	23%
归属母公司净利润	340	528	671	819
净利润同比 (%)	35%	55%	27%	22%
经调整净利润	455	598	783	1022
毛利率 (%)	42%	46%	47%	47%
ROE (%)	4%	6%	7%	8%
每股收益 (元)	0.14	0.22	0.28	0.34
P/E	52.05	17.88	13.99	11.43
P/B	2.02	1.06	0.98	0.90
EV/EBITDA	48	7.77	7.32	5.02

资料来源：wind、华安证券研究所；图表及截图单位为人民币百万元

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

朝聚眼科：深耕内蒙、辐射华东，民营眼科连锁稳步发展

➤ 深耕内蒙、辐射华东，区域领先的眼科医疗服务集团，快速把握眼科服务广阔市场需求

- 区域眼科医疗服务龙头，知名度和发展潜力双高。朝聚眼科为拥有百年历史的民营眼科医疗服务集团，主营业务包括基础眼科及消费眼科服务，涵盖眼科护理全阶段及流程，如早期筛查、预防及早期诊断、治疗及康复。
 - ✓ 业绩增长显著，2021年实现营业总收入10.00亿元（+25.69%），2018-2021 CAGR 16.40%，其中消费眼科收入5.17亿元（占比52%），基础眼科收入4.80亿元；净利润1.62亿元（+30.30%），2018-2021 CAGR 75.41%；毛利4.49亿元（+28.37%），2018-2021 CAGR 22.35%，毛利率44.97%，业绩增长明显。
 - ✓ 公司发展快速、行业排名居前，根据弗若斯特沙利文的数据，以2021年全国民营眼科医院总收入为统计口径，公司排名内蒙古第一、全国第四；按2020年华北地区每百万人口收入覆盖，公司排名第一。
- 集群化运营具备可复制性，协同效应初现，扩张计划有序开展。
 - 公司战略明晰，根据不同区域市场情况定制发展方案、根据地理区位进行区域内集群化运营，实现区域内资源共享。截至目前，公司旗下经营管理18家营利性医院、24家视光中心，覆盖5个省及自治区。
 - 公司集中化方式管理药物及医疗耗材采购，降本增效收效明显，口碑的积累帮助公司吸引客户和人才，形成良性循环，2021年公司医院门诊就诊次数88.73万次（+36.10%），次均消费647元；医院住院就诊次数4.60万次（+3.90%），次均消费7415元。
 - 集中化管理使得公司的业务模式具备可复制性，公司新医院筹建期和盈亏平衡期显著低于同业，3000~4000平方米新医院筹建期13个月（行业平均1-2年），新医院盈亏平衡期1年（行业平均3-5年）。
 - 公司在手现金充裕，2021年期末现金余额12.57亿元人民币，充裕的现金流有助于公司中长期业务版图扩张战略的持续顺利落地。

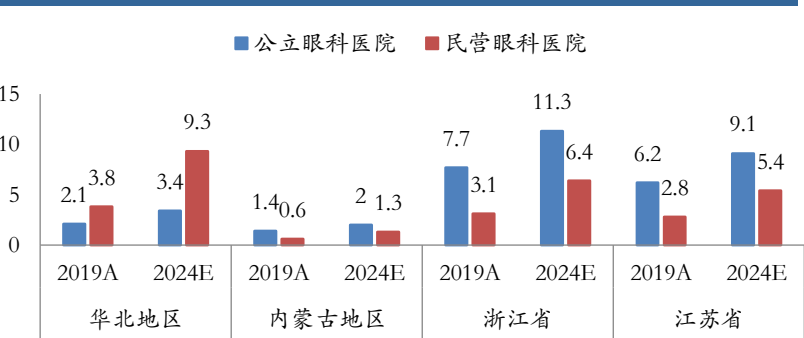


资料来源：wind、公司官网，华安证券研究所

朝聚眼科：深耕内蒙、辐射华东，民营眼科连锁稳步发展

- 持续巩固总部优势，选择性开拓新市场。公司深耕内蒙古地区，在蒙西眼科医疗服务市场具备超过30年的运营经验，积累了深厚的医院经营和业务扩展复制经验。从区域战略看，由于内蒙古与华东地区的市场规模、竞争格局、供需水平各有不同，朝聚在不同的市场制定了具备针对性的扩张和运营战略。
 - 1) 在内蒙古地区，公司是民营眼科医疗服务龙头，具备诸多优势，客户忠诚度高；考虑到内蒙地区竞争态势较为缓和、且行业规模稳步提升（2024年预计民营眼科医院市场规模达13亿元）公司的重点在于保持其内蒙地区的领先地位，这又往往能吸引优秀的医生资源，这又进一步提高了龙头医院的获客能力，为公司提供了增长的基础。
 - 2) 在江浙地区，由于长三角地区民营眼科机构数量众多，竞争较为激烈，公司采取的扩张战略为以眼科服务渗透率较低的以二三线城市为扩张重点，大力发展消费眼科业务以提高品牌知名度和口碑，从而提高区域覆盖率。
- 从市场规模及增速看，公司布局的内蒙古及华东地区眼科医疗服务市场具备持续增长潜力，在继续巩固内蒙古及周边地区的领先地位、开拓江浙区域以提高覆盖率的战略下，公司有望实现内生和外延的持续扩张。

公司旗下医院所在地区市场规模（rmb bn）



集群化业务模式



- 医院集群化运作提高区域内医院协同效应，使得业务模式可复制，提高公司的扩张能力。朝聚对其旗下医院按照地域进行集群化运作，实现区域内的协同效应和规模效益。公司的对外扩张逻辑分为以下几个步骤：1) 在进入一个新市场前，公司会针对当地市场进行深入调研，如对浙江省和江苏省的竞争业态、供给需求等进行分析，并以调研结果为依据，选择合适的地址建立第一家医院。2) 集团为首家医院的经营发展持续赋能，通过精细化运营积累口碑后，选择合适地址继续进行扩张，相较于第一家医院会更有效率。3) 最终，公司在该区域内逐步形成医院簇，开展集群化运作。

资料来源：公司招股书，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所



华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

朝聚眼科：深耕内蒙、辐射华东，民营眼科连锁稳步发展

- 公司为华北地区民营眼科医疗行业龙头，眼科医疗服务市场的蓬勃需求和优质医疗资源的紧缺为公司提供广阔发展空间。我们看好公司布局消费眼科带来的业务高增长可能，医院集群化运作进一步提高公司运营及扩张效率。
- 预计公司2022~2024年将实现营业总收入1251/1560/1934百万元人民币，同比+25.15%/24.65%/23.98%；实现净利润217/275/345百万元人民币，同比+33.88%/26.86%/25.52%；给予“买入”评级。（汇率因素0.81）

单位：Rmb mn	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1000	1251	1560	1934
收入同比 (%)	25.69%	25.15%	24.65%	23.98%
净利润	162	217	275	345
净利润同比 (%)	30.30%	33.88%	26.86%	25.52%
毛利率 (%)	44.97%	45.20%	45.35%	45.51%
ROE (%)	7.68%	9.32%	10.58%	11.72%
每股收益 (元)	0.23	0.31	0.39	0.49
P/E	22.64	11.17	8.80	7.01
P/B	1.72	1.04	0.93	0.83
EV/EBITDA	8.26	4.19	4.50	3.13

资料来源：wind、华安证券研究所；图表及截图单位为人民币百万元

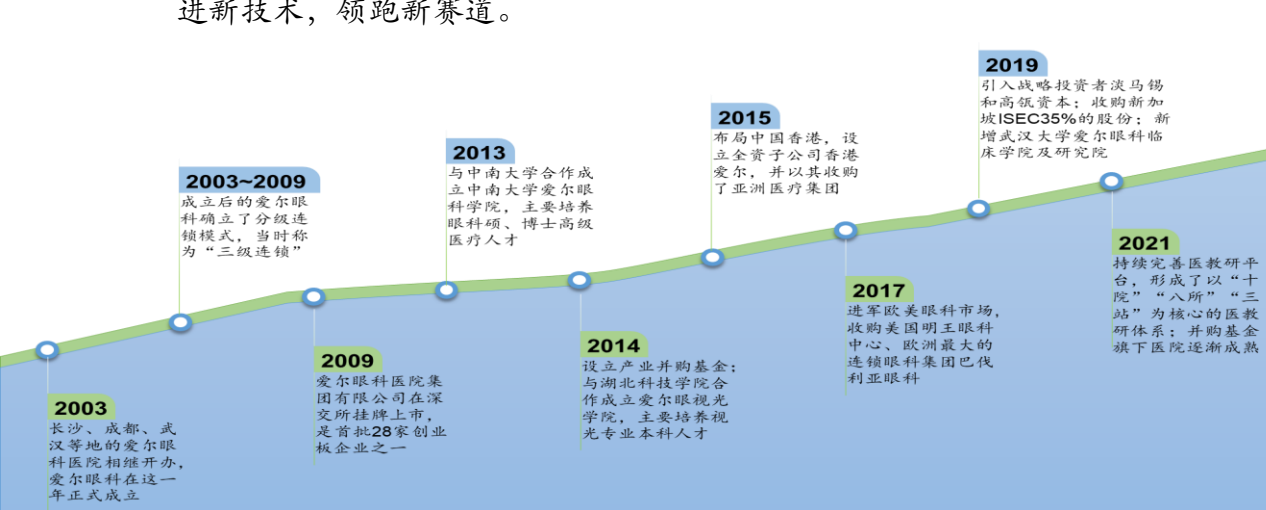
敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

爱尔眼科：眼科连锁的绝对龙头，领跑高潜力眼科赛道

➤ 公司是民营眼科医疗先行者，先发&规模优势滚雪球，多维度竞争优势奠定高质量成长基石

- 爱尔眼科是目前全球规模最大的眼科医疗连锁机构和眼科医疗服务先行者，本身具备远超同行业的规模优势及先发优势。凭借长期积累的品牌口碑、深厚底蕴及成熟的标准化模式，持续抢占市场，已完成省会城市90%覆盖，地级市80%覆盖，为行业内其他竞争者开拓市场带来不小的难度，形成了天然的竞争壁垒；2021年公司实现营业收入150.01亿元，2009~2021年CAGR 30.66%，实现归母净利润23.23亿元，2009~2021年CAGR 30.87%，净利率逐年提升，由2009年的14.83%提升至2021年的16.47%。
- 多维度竞争优势奠定高质量成长基石。1) “并购基金+合伙人”模式打破了民营连锁机构扩张过程中的“人才、资金”双瓶颈，驱动扩张提速。自2014年成立并购基金以来，公司旗下医院数量由2014年初的50家快速扩张至2021年底的292家，公司并购基金旗下仍有318家医院存量，未来扩张需求可顺利落地。2) 全面分级连锁及全球化生态战略帮助公司在优化资源配置、实现技术资源高效迭代的同时，将优质医疗服务持续下沉，高效满足患者的个性化就医需求。目前公司在部分省会城市已经拥有超越公立医院的技术水平，同时分级连锁网络已经完成省会城市90%覆盖、地级市80%覆盖，新十年1+8+N战略还将持续深化公司分级诊疗网络。3) 医教研体系建设及人才培养计划为公司乃至行业输送眼科人才，为高速扩张提供了人员及技术支撑。截至2020年底，公司眼科医生共计6000余人，约占全国总眼科医师的1/8，人才聚集效应明显。4) 持续创新奠定公司长期发展基石。公司抓住新发展机遇。高端术式占比已达到较高水平，且仍处上升趋势；角膜塑形镜为公司视光业务主力，有望实现价量齐增；创新开设干眼门诊等特色门诊，利用全球化布局优势持续引进新技术，领跑新赛道。



资料来源：wind、公司官网，华安证券研究所

华安证券研究所



爱尔眼科：眼科连锁的绝对龙头，领跑高潜力眼科赛道

- 根据成立时间，公司体内医院分为老牌医院和新增医院两类。老牌医院是公司上市前成立的医院，均有超过十年的发展史，经营成熟，底蕴雄厚，其中以成都爱尔、武汉爱尔、衡阳爱尔、株洲爱尔、长沙爱尔、沈阳爱尔、重庆爱尔、广州爱尔这8家医院作为老牌医院的代表。新增医院是2009年公司上市后通过自建、并购或从并购基金并入成立的医院，承担开拓市场，扩大品牌影响力的任务，自2009年初至2021年底，公司体内内地新增医院共275家，海外新增医院113家（含香港），部分新增医院表现亮眼，以深圳爱尔、东莞爱尔等为代表。
- 新增医院增长能力强劲，快速爬坡。新增医院为上市后通过自建、直接并购、并购基金并购三种方式成立的新医院，受益于公司标准化模式及品牌效应的不断增强，近年来新增医院业绩亮眼，爬坡速度非常快，不少医院在开业后第二年即可实现盈利并在之后的年度实现更高质量的发展。
- 公司是民营眼科医疗服务绝对领导者，新十年将按照1+8+n战略完善医院布局，打造世界级眼科医学中心，通过业务内生增长及医院外延并购扩张保持业绩增速，通过医教研创新平台打造医师资源壁垒，实现长期发展。
- 预计公司2022-2024年将实现营业总收入185.74/229.23/281.63亿元人民币，同比+23.8%/23.4%/22.9%；预计实现归母净利润30.71/40.19/51.62亿元人民币，同比+32.2%/30.8%/28.5%；“买入”评级。

	门店名称	地点	类型	开业时间	建筑面积 (平方米)	收入 (万元)	净利润 (万元)
核心老牌医院	成都爱尔	成都	成立	2002.12	6,313	41,699	12,667
	武汉爱尔	武汉	成立	2003.7	18,409	53,760	14,695
	衡阳爱尔	衡阳	成立	2003.9	3,465	19,120	4,588
	株洲三三一爱尔	株洲	成立	2004.9		16,489	3,845
	长沙爱尔	长沙	成立	2004.12	8,957	45,794	17,699
	沈阳爱尔	沈阳	收购	2005.8	6,069	42,397	9,834
	重庆爱尔	重庆	成立	2006.7	21,000	25,964	4,906
	广州爱尔	广州	成立	2008.2	36,000	24,502	4,034
上市后部分新增医院	深圳爱尔	深圳	成立	2013.5	6,568	29,826	5,305
	东莞爱尔	东莞	体外并入 体内	2014.8	11,535	23,165	5,862
	滨州沪滨爱尔	滨州	体外并入 体内	2014.12	8,000	20,303	3,843

Rmb mn	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	15001	18574	22923	28163
收入同比 (%)	25.93%	23.8%	23.4%	22.9%
归属母公司净利润	2323	3071	4019	5162
净利润同比 (%)	34.78%	32.2%	30.8%	28.5%
毛利率 (%)	51.92%	52.2%	52.4%	52.6%
ROE (%)	20.54%	21.3%	21.8%	21.9%
每股收益 (元)	0.43	0.57	0.74	0.95
P/E	97.55	50.55	38.64	30.08
P/B	20.21	10.78	8.42	6.57
EV/EBITDA	43.75	27.90	22.21	17.79

资料来源：wind、华安证券研究所

盈康生命：器械+医疗服务双主线，静待下半年业绩释放

- 盈康生命成立于1998年，前身为东莞市星河实业有限公司，主营鲜品食用菌的研发生产与销售；2015年8月进行资产重组，收购放疗设备制造商玛西普，通过收购和新建肿瘤医院切入肿瘤医疗器械领域；2019年实施股权转让，公司实控人变为海尔集团，借助海尔集团在大健康领域的丰富经验和医疗资源实现公司华丽转型。海尔集团入主公司后，将公司纳入其医疗大健康生态品牌盈康一生，为公司长期发展赋能。盈康一生已孵化出海尔生物（688139.SH）、盈康生命（300143.SZ）两家上市公司，在全国范围内布局20余家医院，同时拥有新兴产业品牌海尔国际细胞库。
- 目前公司旗下运营三家单体医院，1) **四川友谊医院**：公司旗下大型成熟医院，持股100%，2021年前三季度实现营业收入3.22亿元；2) **重庆华健友方医院**：公司持股51%，2021年前三季度实现营业收入0.66亿元；3) **苏州广慈肿瘤医院**：公司2021年11月正式并入上市公司体内，2020年实现收入3.95亿元（同比+17%），2021年上半年收入2.37亿元，预计未来将持续贡献收入。此外公司托管运城第一医院和长春盈康医院，有望增厚业绩。2021年上市公司将体内长沙盈康、杭州怡康、长春盈康剥离至体外孵化，上市公司财务数据有望改善。目前四川友谊医院与运城第一医院都具备**互联网医疗资质**，未来线上+线下同步发展将进一步提高医院影响力。医疗服务板块22H1实现营业收入5.16亿元，同比增长0.46%，受疫情爆发影响增速放缓。22H1四川友谊医院实现营业收入2.21亿元、净利润42.75百万元；苏州广慈医院实现营业收入2.44亿元、净利润25.07百万元；重庆华健友方医院实现营业收入0.44亿元、净利润5.15百万元。公司医院业务持续保持肿瘤技术优势，运城第一医院在报告期内三、四级手术占比78%，广慈医院肿瘤收入同比增长30%、手术量同比上升47%，优势学科持续发力。公司上半年承压于疫情，就诊量有所影响，进入下半年以来疫情逐步常态化，我们认为下半年公司旗下医院有望实现就诊量的持续恢复，期待业绩释放。
- 2022年1月12日，公司发布2022年限制性股票激励计划，彰显公司发展信心：根据公告内容，公司拟向131名激励对象授予的限制性股票总量为418.90万股，约占本激励计划草案公告时公司股本总额6.42亿股的0.65%。

公司股权激励情况

指标	内容
营收增长率	2022~2024年触发营收增长率分别为20%/44%/73%
授予价	限制性股票授予价格7.27元/股
激励对象	共131人，包括公告激励计划时在公司任职的董事、高级管理人员及核心骨干员工，其中授予董事、高级管理人员共5人，其余核心骨干员工126人，获授股票均未超过公司总股本的1%
行权	股票期权分三次行权，对应等待期分别为自股票期权授予日起12个月、24个月、36个月，对应行权比例分别为30%、30%、40%

公司旗下单体医院运营情况 (rmb mn)

单位: rmb mn		2016	2017	2018	2019	2020
四川友谊医院	营业收入	173	259	337.64	337.86	359.84
	yoy%	54%	50%	29.91%	0.07%	6.51%
重庆华健友方医院	营业收入			63	79	80
	yoy%				25.40%	1.27%



资料来源：盈康生命公告、盈康生命官网、wind，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

盈康生命：器械+医疗服务双主线，静待下半年业绩释放

- 盈康生命以食用菌业务起家，在海尔集团加持下由生物科技成功转型肿瘤医疗服务，通过“一体两翼”战略打造医疗服务+医疗器械双轮驱动的业务模式，二者相辅相成，形成强大的协同效应，共同推动公司发展。
- 1) 医疗服务方面，公司体内**四川友谊医院**是三级甲等综合医院，同时布局互联网医疗，打通线上线下全诊疗体系，打造新增长曲线。**重庆华健友方医院**于2020年新引进高端放疗设备TOMO刀、引进重庆医科大学专家入院参与会诊，医院营收和净利润将重回快速增长的爬坡趋势，有望在2022、2023年达到收入增速顶峰，2024年进入稳定期。**苏州广慈肿瘤医院**2018年被海尔集团收购，2021年上半年床位使用率达98%、床位周转天数7.51天，2021年11月纳入上市公司体内，有望进一步提振收入。公司同时在体外孵化运城第一医院、长春盈康医院，以收取托管费形式获得收入，其中运城第一医院在2022~2024年的托管费率分别为5%/4%/3%、长春盈康医院在2022~2024年的托管费均为5%，有望在未来进一步实现规模效应。
- 2) 医疗器械方面，公司自有伽马刀品牌玛西普国内市场份额50%、全球装机量突破110台，未来有望进一步放量；同时公司以研发、参股等多种方式积极布局直线加速器、小质子刀等多种新型放疗设备，医疗器械版块有望持续发力。
- 考虑到国内外疫情反复、伽玛刀配置证相关监管政策的影响，我们略微下调增速预期，预计22~24年公司将实现营业收入12.73/14.86/17.76亿元（前值14.03/17.42/21.48），实现归母净利润1.51/1.90/2.47亿元（前值1.95/2.79/3.88），维持“买入”评级。

Rmb mn	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1090	1273	1486	1776
收入同比 (%)	5.9%	16.8%	16.7%	19.5%
归属母公司净利润	-364	151	190	247
净利润同比 (%)	-345.1%	141.5%	25.5%	30.2%
毛利率 (%)	23.9%	24.5%	25.0%	26.8%
ROE (%)	-20.5%	7.8%	9.0%	10.5%
每股收益 (元)	-0.57	0.24	0.30	0.38
P/E	—	47.76	38.05	29.21
P/B	5.11	3.74	3.42	3.07
EV/EBITDA	63.49	33.14	28.98	22.63

资料来源：wind、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

风险提示

- ✓ 国内外疫情反复风险
- ✓ 医疗机构爬坡不及预期风险
- ✓ 政策风险
- ✓ 行业竞争加剧风险

资料来源：华安证券研究所整理

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所



重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持：未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；

中性：未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持：未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

公司评级体系

买入：未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持：未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性：未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持：未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出：未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。



谢谢！