

医疗服务中报总结——刚需增长稳健，消费仍有 承压，经营门槛提升下集中度有望加速提升

行业投资评级：强大于市|首次评级

中邮证券研究所 医药团队

蔡明子（首席分析师）

SAC编号：S1340523110001

古意涵（分析师）

SAC编号：S1340523110003

中邮证券

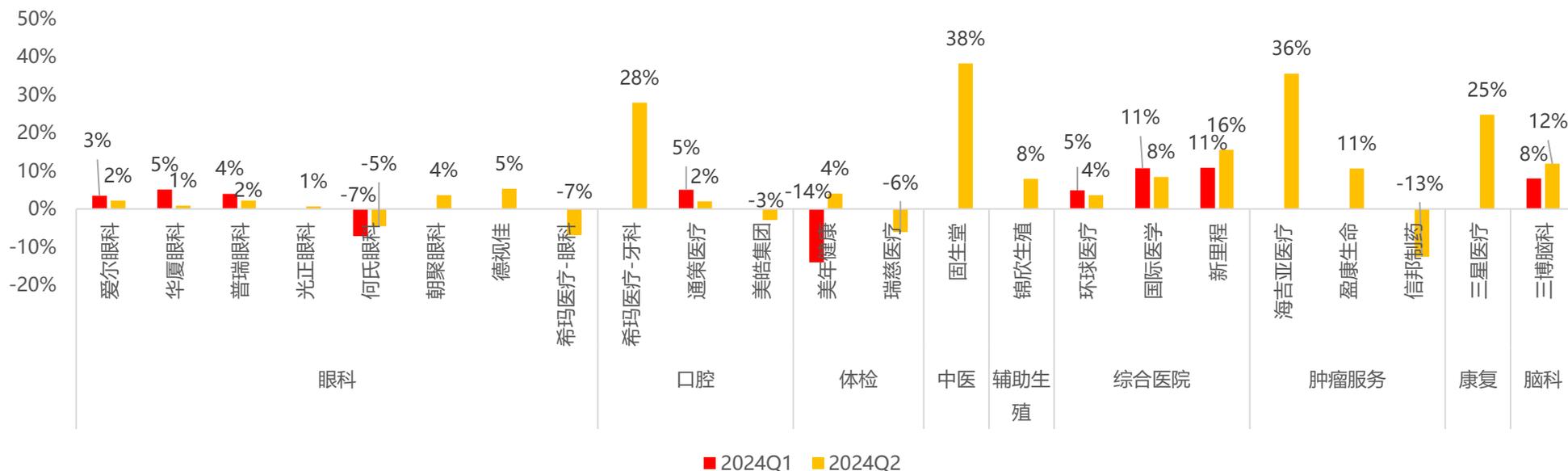
2024年10月8日

- **医疗服务2024H1业绩概览：收入端**，综合医院、肿瘤服务、脑科服务等刚需收入增长稳健，辅助生殖增长稳健，眼科、口腔、体检等消费医疗由于高基数、消费下行等影响略有承压，中医诊疗由于客单较低且需求较为刚性实现高增长。**结合量价和毛利率来看**，眼科、口腔量高个位数增长，价格略有下滑；体检由于到检节奏变化导致量减，但价格提升，毛利率环比改善；辅助生殖、肿瘤服务保持量价皆小幅提升；中医诊疗量实现高增长价格略有提升促进毛利率；综合医院基本实现了稳健量增，价格由于DRG略有下滑（次均下降但周转提升），毛利率提升。
- **看好经营稳健的综合医疗板块：**2024H1综合医院整体收入增速保持高个位数，较消费医疗增长更为稳健，利润端，民营综合医院精细化管理能力更强，已较好适应了DRGs/DIP，毛利率提升同时费率也下降，盈利能力更为稳健。展望下半年，Q4为综合医院经营旺季，相关标的业绩有望稳健向上；近期医保大数据加大核查医疗机构医保合规问题，利好当地合规经营民营医院；我们看好经营稳健、增长稳健、现金流健康、有外延预期的综合医院子板块。**推荐标的：国际医学：**1) 床位持续爬坡推动收入季度环比增长；2) 季度扭亏在即；3) 现金流优异。**新里程：**1) 存量医院在当地市占率高，经营稳健，盈利能力强；2) 外延通过存量新增床位、资产注入等持续扩张。**受益标的：环球医疗：**1) 基本医疗增长稳健；2) 专科医疗等业务快速增长；3) 医疗设备全周期管理高速增长；4) 医疗健康业务整体盈利能力提升。
- **看好进入经营拐点的ICL板块：收入端**，常规Q2环比Q1增长，上半年各标的特检占比皆增长。一线中标数据表明2024年至今渗透率加速提升，中标数量明显增加且优质客户增加。**利润端**，毛利率Q1为低点，Q2皆有明显改善；各家ICL加大精细化管理，费率同比皆有下降；Q2信用减值损失高于Q1，预计年底新冠应收减值风险较大幅度降低。
- **推荐标的：**国际医学、新里程、海吉亚医疗；**受益标的：**金域医学、艾迪康控股、环球医疗、固生堂。
- **风险提示：**医保控费趋严；扩张进度不及预期风险。

1.1 医疗服务板块2024H1业绩概览：刚需收入增长稳健，消费医疗略有承压

➤ **收入端：眼科、口腔Q2收入同比增速较Q1放缓**，主要是同期较高基数和消费下行影响；**体检**也有前期较高基数影响（22Q4需求延至23H1到检），同时24H1出行增加导致到检延迟；**中医诊疗服务**实现了收入高增长，主要系客单较低（550元左右），且需求较为刚性（C端为主，较少受企业预算影响，诊疗疗效明显）；**辅助生殖**收入增长稳健，仍保持量价齐升趋势；**综合医院**内生收入基本保持了高个位数增长，经营稳健向上，且大部分医院已较好适应DRGs/DIP，新里程实施DRG的医院全部实现了医保结余；**肿瘤服务**由于需求偏刚性，且DRGs/DIP已基本落地，内生稳健增长；**康复服务**由于上年同期并表医院持续爬坡带来业绩贡献；**三博脑科**通过内生+外延实现了近10%的收入增长，旗下大医院维持了其收入规模和10%+的较好盈利能力。

图表1：2024H1刚需收入增长稳健，消费医疗略有承压



资料来源：Wind、中邮证券研究所 注：仅有2024Q2数据的皆为上半年口径（包括环球医疗）

1.2 量价拆分：大部分标的量增稳健，眼科/口腔/综合医院价格略有下降

➤ **拆分量价来看**，基于公开数据，**眼科**门诊量和住院量仍实现了高个位数增长，价格由于竞争加剧略有下降；**口腔**由于种植集采、正畸结构变化导致客单价下滑，龙头由于处于分院成长期仍保持6%量的增长，但存量成熟院区收入持平或略有下降；**体检**由于近几年到检节奏不一致导致量减，但价格整体稳定，龙头通过改善客户结构、开发创新产品等促进客单价有较好增长；**辅助生殖**VIP占比持续提升，促进价升，周期数略增，但有成都地区部分项目拟纳入医保范围内导致患者增加等待的影响，大湾区及海外周期数实现较好增长；**中医诊疗服务**量实现高增长，价格同比增长5%；**肿瘤医疗服务**通过提升肿瘤收入占比、CMI值等促进客单价保持较好增长，量增稳健；**综合医院**基本实现了稳健量增，客单价由于在DRGs/DIP影响下，周转提升的同时次均费用下降（主要是药耗费用下降），环球医疗有效收入占比提升3pct。

图表2：大部分标的量增稳健，眼科/口腔/综合医院价格略有下降

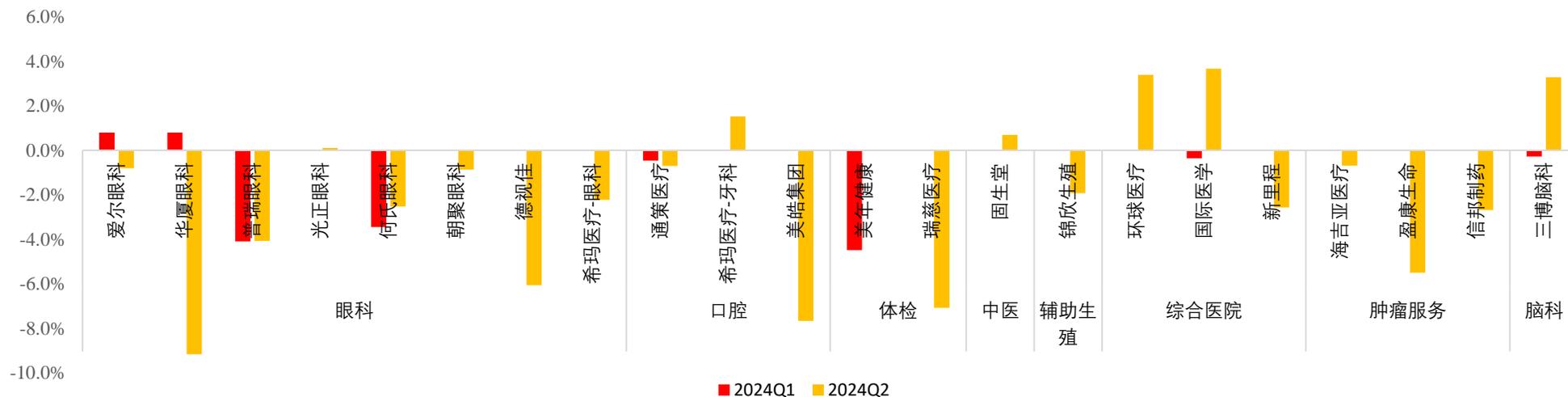
	2024H1	量yoy	价格yoy	备注：量的口径
爱尔眼科	2.86%	6.9%	-4.8%	手术量
		9.2%		门诊量
朝聚眼科	2.66%	8.8%	-5.6%	住院量
		9.12%		门诊量
		-4.03%		视光中心
通策医疗	0.30%	6.0%	-5.4%	口腔医院门诊量
美皓集团	-3.40%	-3.6%	0.3%	活跃患者人数
美年健康	-4.54%	-11.5%	9.9%	控股门店到检人数
锦欣生殖	7.20%	2.2%	4.9%	周期数，收入为IVF及相关业务
固生堂	38.29%	31.9%	4.9%	客户就诊人次
		10.70%		住院量
盈康生命		6.7%		门诊量
		9.53%		住院量
国际医学	9.53%	16.8%	~-6.3%	住院量
		17.2%		门急诊量
新里程	2.98%	-1.0%	~0.5%	住院量
		6.0%		门诊量
环球医疗	-2%	7.4%	~-8.3%	住院量
		6.4%		门急诊量

资料来源：Wind、公司公告、中邮证券研究所

1.3 毛利率：消费医疗毛利率下滑，综合医院/中医/脑科诊疗毛利率上升

➤ **眼科**，24Q1爱尔眼科和华厦眼科有所上升，但24Q2眼科标的毛利率皆下滑（光正眼科24H1+0.11pct），主要系屈光价格有所下降同时白内障晶体集采后对盈利能力也有影响。**口腔**，通策Q1/Q2毛利率皆下滑0.5pct左右，变化幅度不大，美皓集团下降幅度较大主要系收入规模下降但固定成本变化不大，希玛医疗的牙科毛利率增长主要系规模效应扩大。**体检**，美年健康24Q1由于到检收入减少规模效应降低导致毛利率下滑，但24Q2实现同比持平，连锁龙头在当前环境下安全边际明显更大。**中医诊疗**，固生堂客单价稳健增长，毛利率略有提升。**辅助生殖**，锦欣生殖毛利率略有下降主要系美国业务扩张招募人员导致人力成本提升。**综合医院**，国际医学毛利率提升主要系规模效应增加，环球医疗主要系加大精细化管理，新里程有所下降主要系旗下医院控制药耗占比使得供应链利润略有降低，以及部分医院调整收入结构做了调整。**肿瘤服务**，海吉亚医疗不考虑医保未收回部分的计提准备的经营口径，毛利率略有增长；盈康生命医疗服务毛利率下滑预计与苏州广慈医院二期和器械平台投入等因素有关。**脑科诊疗**，三博脑科毛利率提升预计与规模效应提升有关。

图表3：消费医疗毛利率下滑，综合医院/中医/脑科诊疗毛利率上升，连锁龙头安全边际明显更大

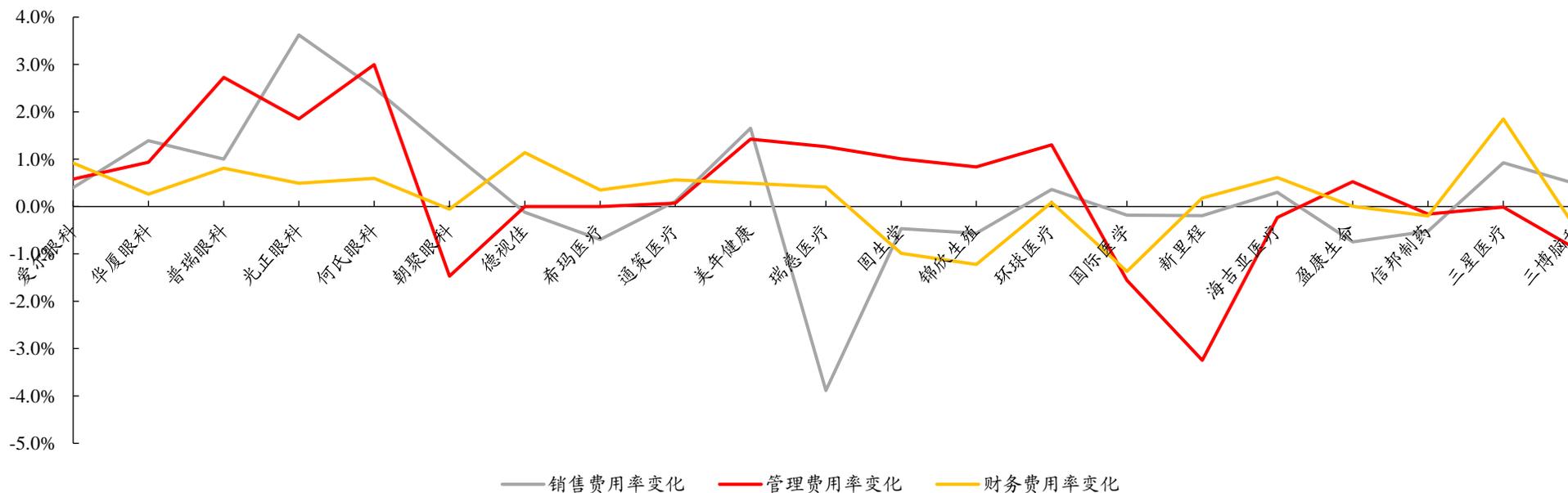


资料来源：Wind、中邮证券研究所 注：仅有2024Q2数据的皆为上半年口径

1.4 费率：眼科费率普遍增加，口腔/体检/中医/IVF稳健，严肃医疗略有下降

- **销售费用率方面**，眼科普遍增加，普遍原因为销售人员薪资、广告及业务宣传费增加，我们认为主要系需求结构调整下供给竞争有所加剧；**体检**，美年健康略有增加主要系规模下降（绝对值变化小），瑞慈医疗控费明显；**辅助生殖、中医诊疗、综合医院、严肃医疗**整体持平或下降，主要系规模效应提升、口碑及品牌力提升所致。
- **管理费用率方面**，除了严肃医疗外基本皆有增加（朝聚眼科除外），增加的原因主要为业务扩张下管理人员薪酬、折旧及摊销增加。
- **财务费用率方面**，固生堂、锦欣生殖、国际医学减少1pct左右，其他基本有所上升。
- 整体来看，眼科费率普遍增加，口腔、体检、中医、IVF较为稳健，严肃医疗持平或略有下降。

图表4：2024H1眼科费率普遍增加，口腔/体检/中医/IVF稳健，严肃医疗略有下降



资料来源：Wind、中邮证券研究所

2 综合医院：经营稳健，上半年收入实现较好增长，看好下半年旺季经营

- 根据前文分析，综合医院整体收入增速保持高个位数，较消费医疗增长更为稳健，利润端，民营综合医院精细化管理能力更强，已较好适应了DRGs/DIP，毛利率提升同时费率也下降，盈利能力更为稳健。
- 展望下半年，Q4为综合医院经营旺季，相关标的业绩有望稳健向上；近期医保大数据加大核查医疗机构医保合规问题，医疗市场集中度有望提升，利好当地合规经营民营医院；我们看好经营稳健、增长稳健、现金流健康、有外延预期的综合医院子板块。
- **推荐标的：**
- **国际医学：1) 床位持续爬坡推动收入季度环比增长：**2024H1门急诊为125万 (+17.15%)，住院量10万 (+16.76%)，公司季度收入基本保持Q1至Q4环比增长趋势，24Q2收入环比增长6.36%；**2) 季度扭亏在即：**2024H1扣非净利润环比2023H2减亏43.10%，24Q2扣非净利润同比减亏67.63%，环比减亏45.40%，成为自2019年中心医院开诊以来公司亏损幅度最小的单季。**3) 现金流优异：**公司2023/2024H1的1年内应收账款占比皆为99%，23Q4/24Q1/24Q2销售商品、提供劳务收到的现金占营业收入比例分别为119.5%/100.2%/99.3%，24Q2经营现金流净额同比增长63.46%。
- **新里程：1) 存量医院在当地市占率高，经营稳健，盈利能力强：**公司当前包含新建项目有近10000张床位，已开发床位使用率约为90%，皆为当地具备口碑的市占率排名前列的医院，2023年医院板块净利率达到9%，盈利能力较强，主要因为公司具备强大的医院管理能力，优势明显。**2) 外延通过存量新增床位、资产注入等持续扩张：存量医院床位扩张方面，**崇州二医院新院区800张床位预计25Q1启用，兰考第一医院正在积极筹建肿瘤中心，预计24年底投用，康养院区拟增250张床，预计25Q1投用，盱眙中医院新的肿瘤专科大楼拟新增600张床位，预计26年使用；**控股股东资产注入方面，**公司控股股东的非上市板块在全国控股管理近30家二级及以上医院，总床位数达2万张，其计划优先将盈利能力好的优质医疗资产尽快注入上市公司。
- **受益标的：**
- **环球医疗：1) 基本医疗增长稳健：**公司拥有72家医疗机构，并表开放13700张床，24H1总诊疗人次452万人次 (+6%)，手术人次1.5万人 (+10.5%)，已并表医疗机构收入34亿元 (+2.3%)，年化单床收入50万元 (+3%)，经营稳健向上。**2) 专科医疗等业务快速增长：**24H1肾病业务收入1.48亿元 (+9.5%)，持续扩张业务布局，肿瘤业务收入0.87亿元 (+12%)，眼科、中医业务也在加速推进中。**3) 医疗设备全周期管理高速增长：**24H1收入2.64亿元 (+423%)，加速收购促进业务扩张。**4) 医疗健康业务整体盈利能力提升：**公司在DRG下加大精细化管理，床位使用率提升至89%，平均住院日下降0.4天，有效收入占比提升3pct，24H1医疗健康业务净利率为6.97%，同比提升0.76pct。

3.1 ICL：一线中标数据表明2024年至今渗透率加速提升

- **龙头2023年较2019年中标数量明显增加**：相较2019年，杭州、广东、四川3个地区2023年整体中标数量明显更多，北京和上海变化不大；2024年至今5个地区的中标数量皆基本逼近2023年全年水平，我们认为疫情后常规检测逐步正常运营，在DRGs和IVD集采影响下，ICL渗透率在加速提升。
- **优质医院中标订单金额较高，项目更为细化**：广州金域2019年500万以上的中标合同较少，较优合同更多是200-300万的中标金额，疾控中心中标较多，但单个合同中标金额基本不超过100万。2024年至今的中标合同中，大金额的订单明显增加，超过1000万的合同也有一定数量。

图表5：2023年较2019年龙头中标数量明显增加

		2024 至今	2023	2022	2021	2019	2018
杭州	杭州艾迪康	11	7	12	13	5	2
	杭州迪安	12	18	17	20	3	7
	杭州佰辰	5	7	2	3		
广东	广州金域	63	94	63	55	28	45
	广州达安	32	27	33	34	10	11
	广州华银	41	32	35	18	7	1
四川	四川金域	18	21	24	15	7	6
	成都艾迪康	8	6	6	2	4	
北京	北京艾迪康	4	2	2	7	3	
	北京迪安	7	8	8	8	12	4
上海	上海金域	12	4	2	7	3	2
	上海迪安	6	10	9	12	16	6

资料来源：采招网、中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表6：广州金域2024年中标订单金额较高

招标单位	中标金额(万元)	检验项目	招标单位	中标金额(万元)	检验项目
广东省第二人民医院	900	常规检验外送第三方服务项目	广东医科大学附属第一医院	1260	外送检验服务项目
广州中医药大学第三附属医院	1200	检验外送服务采购项目(二次)	佛山市南海区第五人民医院	379	检验送检服务项目
广州医科大学附属妇女儿童医疗中心	500	遗传性疾病分子检测服务	广州市妇女儿童医疗中心	300	广州市农村地区宫颈癌检验服务
广州市第一人民医院南沙医院	450	遗传病多组学检测服务	广州市番禺疗养院	250	医学检验服务项目
广州市第一人民医院南沙医院	240	部分检验外送服务项目	鹤山市中医院	250	外送检验和病理服务项目
佛山市第一人民医院	1600	综合基因检测外送项目	中山大学孙逸仙纪念医院	160	遗传代谢免疫疾病相关基因检测服务
佛山市第一人民医院	4000	实体瘤及消化道肿瘤基因检测外送项目	中山市疾控中心	36	2020年CD4+T淋巴细胞绝对计数检测服务采购
肇庆市第一人民医院	6000	肺癌及单基因靶点相关肿瘤基因检测外送	广东省疾控中心	40.3	成人慢性病与营养监测糖化血红蛋白检测服务
肇庆市第一人民医院	1200	血液基因检测外送项目(二次)	江门市疾控中心	103	CD4+T淋巴细胞检测服务
肇庆市第一人民医院	502.8	外送检验及病理检测服务采购项目(二次)	深圳市龙岗区第二人民医院	98	宫颈癌HPV筛查及阳性随访检测服务

资料来源：广东省公共资源交易平台、中邮证券研究所

3.2 ICL：常规检测收入增速环比改善，Q2毛利率明显回升，应收减值压力减小

- **收入端**，上半年由于去年新冠基数影响导致季度间不平衡，导致ICL各标的常规检测收入增速有差异，**但综合来看常规检测收入Q2环比Q1有增长**。上半年特检增速优于普检，各标的特检占比皆增长。
- **经营利润端**，金城、迪安24Q1毛利率为低点，主要由于收入规模较小同时还处于新冠业务出清后的减员增效过程中，但Q2皆有明显改善，后续预期保持提升。各家ICL皆提出加大精细化管理，促进费率下降，24Q2皆有一定成效，其中艾迪康下降更为明显。
- **应收账款减值方面**，金城、迪安当前已计提坏账准备12亿左右，Q2计提信用减值损失高于Q1，预计下半年减值压力减小，新冠应收账款减值风险有望在2025年完全出清。

图表7：常规检测增速逐步提升，特检占比提升(亿元)

		2023H1	2024H1
ICL	金城	38.89	36.00
	yoy		-7.42%
	迪安	20.58	21.88
	yoy		6.32%
	艾迪康	-	-
	yoy		超过10%
特检	金城特检	20.60	19.44
	yoy		-5.64%
	迪安特检	-	9.61
	yoy		-
	艾迪康特检	-	-
	yoy		超过30%
普检	金城	18.29	16.56
	yoy		-9.43%
	迪安	-	12.27
	yoy		-
特检占比	金城	52.98%	54%
	迪安	-	43.92%

资料来源：公司公告、中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表8：24Q2毛利率明显回升，费率同比下降

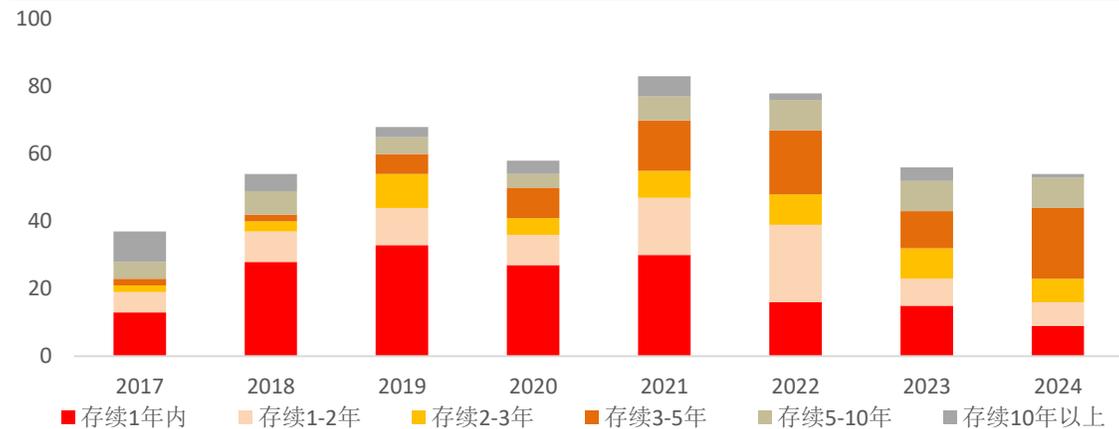
毛利率	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
金城	37.92%	39.60%	34.57%	33.75%	32.09%	37.17%
迪安	33.53%	32.81%	32.15%	26.24%	25.53%	29.68%
艾迪康		43.61%		43.49%		38.19%
期间费用率	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
金城	23.76%	24.13%	29.28%	25.92%	26.32%	23.63%
迪安	19.16%	20.35%	19.52%	30.69%	18.60%	20.05%
艾迪康		29.46%		29.90%		26.99%
信用减值损失(亿元)	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
金城	-1.48	-1.70	-0.75	-0.96	-1.39	-1.56
迪安	-1.17	-1.35	-1.01	-0.30	-0.93	-1.62
艾迪康		-0.47		-0.58		-0.39
净利率	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
金城	6.64%	6.02%	3.50%	0.99%	-1.59%	5.08%
迪安	4.29%	5.36%	4.35%	-6.02%	0.79%	1.59%
艾迪康		6.80%		7.12%		6.93%

资料来源：公司公告、中邮证券研究所

4.1 眼科：市场需求仍有较大覆盖空间，新开医院实现盈利难度加大

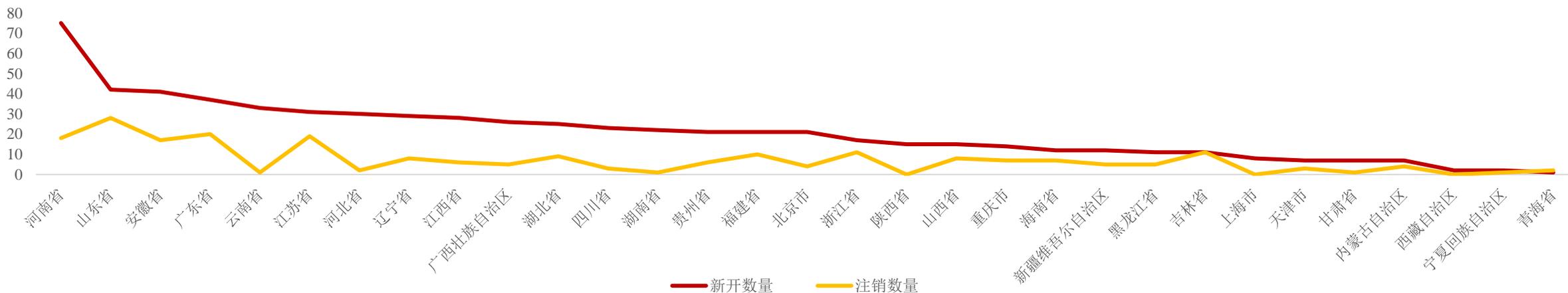
- 从各省市来看，近3年新开眼科医院集中在河南省、山东省、广东省、江苏省等人口大省，且基本所有省（市、自治区）新增数量高于注销数量，表明当前市场需求仍有较大覆盖空间，并未进入存量竞争，尤其河南、安徽、云南、河北等省。
- 根据天眼查统计数据，2021-2022年由于疫情眼科医院注销数量明显增加，2023年经营恢复正常注销数量减少，2024年至今注销数量已和2023全年持平，预计有所增加；其中存续3-5年的眼科医院注销数量占比明显提升，新开及存续10年以上眼科医院占比下降，考虑到眼科医院开业前期仍需要一定时间获取医保资质，白内障及眼病等业务占比预计不大，我们认为2023年屈光竞争加剧下新开医院仍获取一定市场份额，前期也对盈利性要求不高，但3-5年期医院处于盈亏平衡期，会更多考虑是否继续经营，预计当前环境下新开医院实现盈利难度加大，但已实现稳定盈利的眼科医院凭借积累口碑经营仍能保持稳健经营。

图表9：2024年注销眼科医院中存续3-5年占比增加，新开及10年以上占比下降



资料来源：天眼查、中邮证券研究所

图表10：近3年眼科医院新增数量多于注销数量（单位：家）



资料来源：天眼查、中邮证券研究所

4.2 眼科：白内障、眼病诊疗需求更为稳健，分业务毛利率普遍持平或下滑

- **拆分业务类型来看**，爱尔、何氏2023H1和2024H1业务结构变化不大，普瑞、光正、希玛的消费类业务占比下降，华厦有所上升，主要系23H1白内障及眼病高增长导致高基数。24H1爱尔、华厦、普瑞、希玛的屈光+视光占比都为62%，光正和何氏为50%左右。
- **白内障、眼病诊疗需求更为稳健**：德视佳中报显示宏观经济对老花眼矫正手术、晶体置换手术需求影响小，保持较好增长，年轻一代需求对价格更为敏感，屈光下滑；大部分眼科公司在2023H1释放了白内障和眼病业务积累的需求，但2024H1在高基数上仍保持了增长，展示出当前经济环境下老龄化扩大带来的刚需诊疗特性。
- **分业务毛利率来看**，屈光毛利率皆有下降，预计主要为客单价下降所致，视光毛利率除了爱尔略有提升外其他标的下降，白内障毛利率除了光正明显提升、爱尔略微提升外，其他标的由于晶体集采等影响有所下滑。

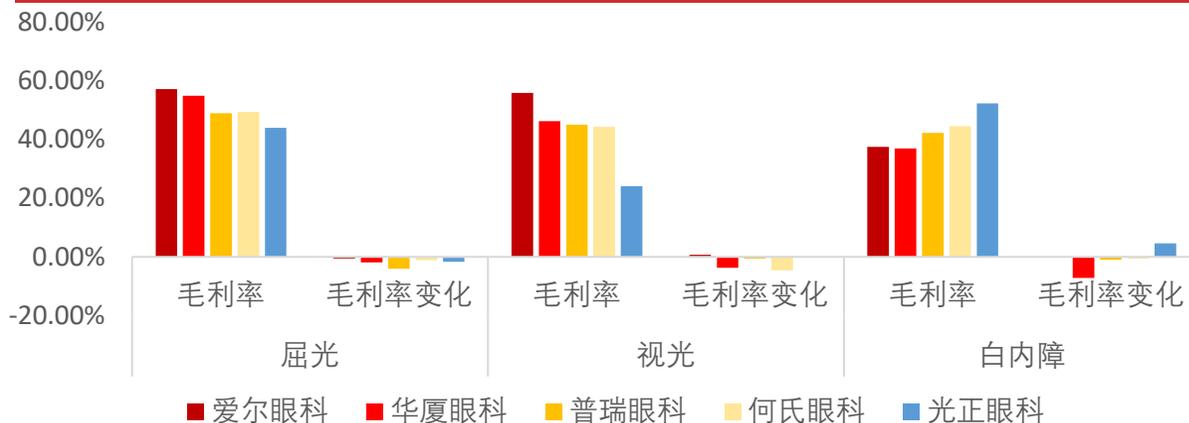
图表13：2024H1白内障和眼病在高基数上仍实现增长

	爱尔眼科	华厦眼科	普瑞眼科	光正眼科	何氏眼科	朝聚眼科	希玛医疗
屈光	3.16%	6.56%	-2.50%	-14.12%	-5.29%	4.26%	-17.57%
视光	3.05%	4.56%	-3.89%	2.11%	-6.75%		-11.72%
白内障	3.64%	-6.53%	13.22%	5.66%	-16.04%	7.73%	-7.52%
眼病	1.19%	-5.13%	14.87%	25.03%	0.63%		14.68%

资料来源：Wind、公司公告、中邮证券研究所

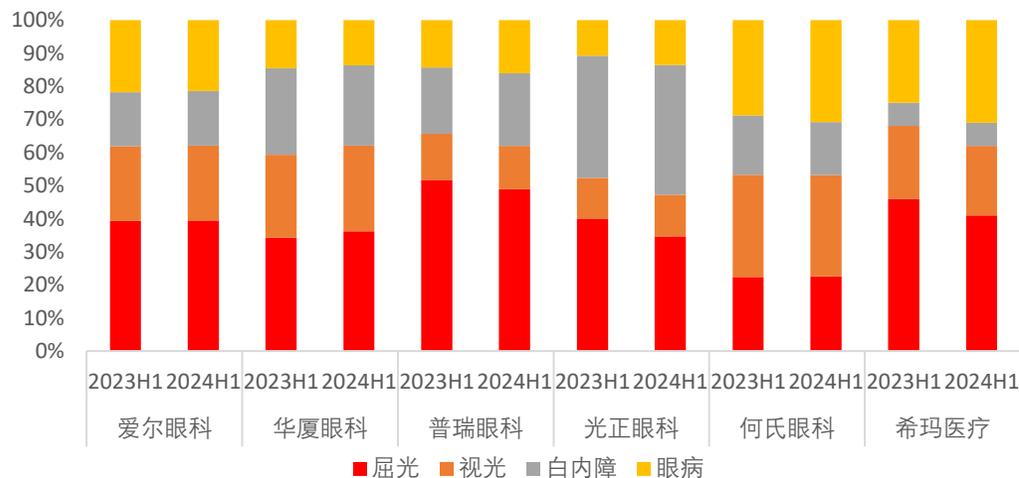
请参阅附注免责声明

图表11：2024H1屈光、视光、白内障毛利率普遍持平或下滑



资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表12：2024H1屈光+视光占比合计呈现下降趋势



资料来源：Wind、公司公告、中邮证券研究所

4.3 眼科：成熟医院增收有困难但盈利能力稳健，爬坡医院成为增收主力

- **收入增长方面：**1) 1亿收入以上的医院收入基本有所下降，其中收入2亿以上的除了长沙爱尔外，其他眼科医院收入下滑5%-10%左右，长沙爱尔为搬迁新院，仍处于前期爬坡阶段，实现8%收入增长；2) 0.5-1亿收入规模的眼科医院中，收入增长的医院数量明显增加，根据测算，预计收入1亿以下的眼科医院整体保持高个位数收入增速。
- **净利率方面：**1) 1亿收入以上的医院净利率变化不大，基本维持在25%+的水平；2) 0.5-1亿收入的医院净利率基本处于10%-20%，净利率变化和收入增速强相关。
- 结合前文市场竞争格局和分业务分析，**首先针对单院而言，一是收入规模较大的成熟医院**由于大部分位于省会城市，竞争整体较为激烈，当前环境下经营面临一定困难，可能出现客流量下降，但不影响持续经营，这对医院业务经营能力提出更大要求，通过调整业务结构、打造差异化优势、降本增效等方式保持稳健经营，**收入小幅度增长或持平，更重要的是盈利能力稳健；二是仍处于收入爬坡期的中小型医院，首要任务则是加速市占率提升**，根据当地需求缺口差异化提升收入规模。**其次针对眼科公司而言，当前新开医院盈利难度加大，成熟医院在保证自身规模的情况下维持盈利水平，这对公司整体的精细化管理能力提出更高要求。由此，我们认为，当前眼科市场需求仍有较大覆盖空间，但要实现持续经营的难度加大，龙头拥有更大规模效应和资源分配能力，行业集中度预计会加速提升。**

图表14：2024H1不同收入规模下的单院收入增长及净利率变化

		营业收入(亿元)		营业收入yoy		净利润(亿元)		净利率		净利率同比变化	
4亿+	厦门眼科	4.54	-10.22%	1.18	25.96%	0.72%					
2-4亿	武汉爱尔	2.86	-10.60%	0.91	31.74%	-1.27%					
	长沙爱尔	2.81	8.03%	0.68	24.10%	-0.93%					
	辽宁爱尔	2.16	-6.60%	0.78	36.15%	10.05%					
	成都爱尔	2.14	-8.00%	0.61	28.33%	-4.93%					
1-2亿	衡阳爱尔	1.07	-0.17%	0.32	29.91%	4.15%					
	滨州沪滨爱尔	1.25	-2.38%	0.29	23.53%	0.32%					
	东莞爱尔	1.13	-5.06%	0.27	24.19%	-0.23%					
	重庆爱尔	1.40	-13.47%	0.25	17.68%	-7.54%					
	东莞光明	1.01	-3.60%	0.28	27.45%	5.81%					
	昆明普瑞	1.48	-11.55%	0.28	19.06%	8.29%					
0.5-1亿	四川眼科	0.59	4.23%	-0.11	-18.45%	0.73%					
	西安爱尔古城	0.50	-12.75%	0.05	10.24%	-5.40%					
	西宁爱尔	0.52	-21.27%	0.08	15.64%	-7.63%					
	郑州视光	0.57	-10.84%	0.10	17.00%	-4.09%					
	南昌普瑞	0.83	-9.89%	0.06	7.24%	-8.14%					
	乌鲁木齐普瑞	0.97	5.82%	0.30	30.72%	10.39%					
	兰州普瑞	0.83	10.34%	0.20	23.49%	5.93%					
	合肥普瑞	0.94	16.17%	0.11	11.93%	3.91%					
	哈尔滨普瑞	0.70	9.30%	0.11	15.88%	5.00%					

资料来源：Wind、公司公告、中邮证券研究所

5. 口腔：预计当前价格企稳，经营拐点主要取决于量增，龙头盈利能力稳健

- **分量价来看**，根据前文分析，口腔整体收入增长略有承压，从量价来看，通策医疗门诊量增长6%，平均客单价同比下降5.4%，美皓集团活跃患者人数下降3.6%，平均客单价同比提升0.3%，主要系收入结构变化导致，种植业务占比提升1.6pct，但其综合治疗、修复、正畸业务皆受到消费力下降导致客单价减少（正畸客单价下降4%）。**由此整体来看，口腔行业受消费力下降影响为普遍性的。展望后续来看，当前通策医疗2024H1种植客单价保持稳定，正畸业务中国定矫治的比例提升为85%，预计当前价格企稳，经营拐点主要取决于诊疗量的提升。**
- **分单院来看**，和眼科类似，口腔也呈现成熟医院收入降幅更明显的趋势，预计主要是患者分流对成熟医院的影响更大，且通策医疗还有医生分流至分院的影响。但通策医疗旗下单院的净利率大部分还有提升，公司整体虽然由于价格下滑导致毛利率略有下滑（24Q2同比减少0.7pct）但由于控费较好净利率基本持平，盈利能力稳健。

图表16：通策医疗旗下总院收入略有下滑，分院保持增长，盈利能力稳健

	营业收入	营业收入yoy	净利润	净利率	净利率变化
杭口	2.67	-8.51%	1.73	64.95%	-1.95%
城西	1.92	-6.07%	0.77	40.27%	1.39%
宁口	0.85	3.27%	0.26	31.02%	2.16%
诸暨	0.59	4.46%	0.21	36.37%	1.91%
萧山	0.37	1.68%	0.11	30.07%	1.21%
湖州	0.37	3.98%	0.11	28.67%	1.58%
义乌	0.33	1.02%	0.09	28.34%	2.27%
沧州	0.32	-1.44%	0.11	35.78%	-0.15%
城北	0.29	-3.05%	0.08	28.09%	2.40%
蒲公英	3.25	20.00%	0.40	12.17%	3.37%

图表15：美皓集团旗下医院患者量下降，价格较为稳健

	收入(千元)	yoy	活跃患者人数(人)	yoy	客单价(元)	yoy
温州医院	18285	-19.67%	14545	-23.07%	1257	4.43%
瑞安	1474	5.74%	1460	-12.47%	1010	20.80%
龙港	1836	-12.94%	1669	-37.18%	1100	38.59%
鹿城	4925	-2.53%	5318	8.62%	926	-10.27%
温州口腔	6369	73.68%	4238	89.45%	1503	-8.32%
洁来雅	908	-	2029	-	448	-

资料来源：Wind、公司公告、中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

资料来源：Wind、公司公告、中邮证券研究所 注：营业收入和净利润单位皆为亿元

6. 体检：行业经营门槛提升，龙头凭借规模优势+差异化优势有望提升市占率

- **行业需求结构在经济影响下略有变化，经营门槛提升，行业集中度有望加速提升：**需求端呈现B端结构分化，C端加快发展的趋势，经济影响下局部的小微企业体检需求有所减少，但中大型企业、央国企等优质客户预算整体呈现稳中有升趋势，同时，个人在套餐式体检、个性化专项检查等消费需求持续提升。**供给端**面对当前的需求变化，主营小微企业体检订单的体检机构预计受到较大影响，需要体检机构提升优质B端客户占比，同时加速开发C端客户，这也对体检机构的经营能力提出更高要求，我们认为行业集中度有望加快提升。
- 根据前文分析，2024H1体检收入基本有下滑，主要有前期较高基数影响（22Q4需求延至23H1到检），同时24H1出行增加导致到检延迟。**从量价来看**，体检由于近几年到检节奏不一致导致量波动较大，但价格整体稳定，龙头通过改善客户结构、开发创新产品等促进客单价有较好增长。**盈利能力方面**，美年健康24Q1由于到检收入减少规模效应降低导致毛利率下滑，但24Q2实现同比持平，瑞慈医疗由于规模效应减少导致毛利率下降明显，**可以看出，连锁龙头在当前环境下安全边际明显更大。**
- **体检龙头美年健康**顺应行业发展趋势，加大创新体检产品发展增加差异化竞争力，争取更多优质B端客户。同时，利用AI加大团转个，促进C端快速增长，AI智能销售助手“美年小星”在杭州试点一个月的试验期内实现8%的转化率，累计销售金额达到61,183元，增收的平均客单价为1,492元。公司也加大控费，2024上半年同分院房租同比下降5%，人工成本同比下降1%（受到上半年社保基数调整以及人员优化过程中一次性费用影响，下半年有望有更好呈现），此外，公司也会积极推动供应链的集采工作加大控费力度。**整体来看，美年健康有望实现客单价持续提升，加大降本增效，利润端弹性高于收入端。**

7 医疗服务：推荐及受益标的

■ 推荐标的

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元, 人民币)				归母净利润增速				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
000516.SZ	国际医学	6.0	-3.68	-2.36	0.02	1.88	68.70%	35.98%	101.01%	7766.95%	2.9	2.6	2.3	2.0
002219.SZ	新里程	2.5	0.31	1.15	2.37	3.52	-80.29%	273.66%	106.09%	48.52%	280.2	75.0	36.4	24.5
6078.HK	海吉亚医疗	21.5	6.83	8.82	11.23	13.76	43.24%	29.15%	27.32%	22.53%	17.9	13.9	10.9	8.9

资料来源：Wind、中邮证券研究所（注：收盘日为2024年10月8日；海吉亚医疗收盘价为港币，其他为人民币；国际医学估值为PS）

■ 受益标的

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元, 人民币)				归母净利润增速				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
603882.SH	金城医学	39.9	6.43	5.56	9.12	11.94	-76.64%	-13.58%	64.06%	30.85%	29.1	33.6	20.5	15.7
2666.HK	环球医疗	5.2	20.21	21.96	23.61	24.81	7.02%	8.64%	7.54%	5.08%	4.4	4.0	3.8	3.6
9860.HK	艾迪康控股	8.3	2.35				-65.50%				23.4			
2273.HK	固生堂	42.9	2.52	3.39	4.80	6.42	39.45%	34.49%	41.50%	33.68%	37.7	28.1	19.8	14.8

资料来源：Wind、中邮证券研究所（注：收盘日为2024年10月8日；环球医疗、艾迪康控股、固生堂收盘价为港币，其他为人民币；以上标的盈利预测均来自Wind一致预期）

8 风险提示

- 医保控费趋严；扩张进度不及预期风险。

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048



中邮证券

CHINA POST SECURITIES