

民营医疗服务实体，前景广阔

—4家医疗服务上市公司综合评述

我国医疗资源分配极不均衡，老百姓普遍存在“看病难”问题。截止2016年，我国共有265万执业医师，54万执业（助理）医师，但拥有本科及以上学历的医师仅一半多一点，还有近一半医生是大、中专甚至以下学历，基层医疗机构情况最为糟糕，乡镇卫生院本科以上学历医生占比仅21.3%，大、中专学历医生占比达75%，村卫生室本科及以上学历医生人数占比甚至不足2%，还有25%左右医生是中专、高中及以下学历，但在我国92.65万的基层医疗机构中，乡镇卫生院达3.68万个，村级卫生室达63.88万个，合计占基层医疗机构的73%，是我国基层医疗机构的主体。我国大量的优秀医生都集中在二、三级公立医院，但2016年国内二、三级医院占整体医疗机构的数量比重仅1.04%，这就形成了二、三级医院吸引了大量的患者，医院医疗资源非常稀缺，同时基础医疗机构又因为患者不足，浪费大量资源的情况。民营医院是目前我国解决“看病难”问题的商业模式，2009年至2016年我国民营医院数量从6240个增长到16432个，年复合增长14.83%，民营医院接诊患者数量占比也从2009年的8.4%上升到2016年的12.43%，同期公立医院数量却从14051个下降到12708个。

我国民营医院由来已久，但政府对于社会资本投资民营医院的政策几经变迁，2009年之前一直缺乏有力的支持和明确的指导意见，2009年《中共中央、国务院关于深化医药卫生体制改革的意见》发布后，社会资本投资民营医院得到了明确支持。2017年国务院印发《“十三五”卫生与健康规划》提出：放宽社会力量举办医疗机构服务领域的要求，支持社会力量以多种形式参与健康服务，鼓励社会力量提供儿科、精神科、老年病、长期护理、口腔健康、康复、安宁疗护等稀缺资源及满足多元需求的服务，加大了对民营医院的支持力度。在政策和资本的推动下，近年我国民营医院发展已取得长足的进步，在口腔、眼科、体检、美容、妇科和检测市场已拥有一席之地。不过国内的民营医院整体基础还较为薄弱，2016年接诊量仅为同期公立医院接诊量的14.3%，在大科室方面和综合型医院方面还几乎空白，未来仍有巨大的发展空间，同时也蕴含了大量的投资机会。

一、评述范围

我们中股投资研究公司覆盖的医疗服务公司共有4家，分别是美年健康、爱尔眼科、迪安诊断和通策医疗。这4家公司又专注于不同细分领域，其中美年健康是我国民营体检中心龙头，在全国32个省市拥有近600家医疗及体检中心，年服务体检人次超过2000万人。爱尔眼科是国内（乃至全球）最大的连锁眼科医院，截止2019年，在中国大陆30个省市建立270余家专业眼科医院，年门诊量超过650万人，并且在美国、欧洲和香港开设有80余家眼科医院。迪安诊断是国内四大独立医学实验室之一，主要为各级医疗机构提供诊断外包服务，已在全国布局30余家连锁化实验室，服务医疗机构超过12000多家。通策医疗则是国内主要连锁口腔医院之一，共计开设30余家口腔医院，在浙江地区口腔市场占据领先优势。4家公司都是国内最成功的民营医疗服务机构，其最新的成长动能和安全稳定指数、股价所处JW4点区位及预期股价区间详见下表：

单位：元

公司名称	成长性排名		安全性排名		最近合理买入价	未来三年股价区间高/低	2019-2-28日股价所在JW4点位置
	最新一期	上期	最新一期	上期			
美年健康	★★★★★	★★★★★	★★★★☆	★★★★☆	12	24 / 18	17.18 / B
爱尔眼科	★★★★★	★★★★★	★★★★☆	★★★★☆	20	36 / 28	31.29 / C
迪安诊断	★★★★☆	★★★★☆	★★★☆☆	★★★★☆	12	24 / 18	16.85 / B
通策医疗	★★★★★	★★★★★	★★★★☆	★★★★☆	30	60 / 45	56.17 / C

数据、图表来源：股票估值网

由上表可以看出，4家公司中除迪安诊断外，成长动能评级全部为5星，安全稳定性评级均为4星，说明这些公司未来成长前景非常乐观，而且业绩稳定性及可预测性较强，迪安诊断成长性评级为稍次的4星，安全稳定性评级为一星的3星，主要是公司业绩有一半是代理诊断试剂贡献，而目前高值耗材降价凶猛，公司业绩存在一定压力，此外公司前期高速扩张积

累了大量的商誉，这些商誉未来也有不小减值隐患。估值方面，由于医疗服务是目前国内少有的依旧极具成长潜力的行业之一，再加上投资标的稀缺，导致上市的医疗服务公司估值普遍较高，我们覆盖的这4家医疗服务公司中，在2018年大盘大幅下挫的情况下，依旧没有一家公司估值回落到偏低的A点位置，其中爱尔眼科和通策医疗仍处于偏高的C点位置，美年健康和迪安诊断估值相对合理，处于B点位置。

二、行业分析

1、医疗资源分配不均，国内“看病难”问题急需解决。

根据《中国卫生统计年鉴》数据，截止2016年末，我国医疗卫生机构总数达983394个，病床数达741万张，执业医师人数达319.1万人，对应的每千人口病床数5.37张，每千人口执业医师2.31人，2010年美国每千人口病床数为5.37张，每千人口执业医师2.42人；日本每千人口病床数为13.7张，每千人口执业医师2.14人，数据上看我国医疗服务水平与发达国家似乎差距不大，但我国却又实实在在存在“看病难”问题。据统计，我国三甲医院的医生平均每周要出诊4次，每次接诊人数达几十号人甚至上百人，平均每名患者接诊时间为4-5分钟。从治疗质量上来看，中国癌症患者5年生存率为31%，而美国则为66%，美国五年生存率比中国高出一倍以上，国内医疗服务质量与国外存在巨大差距。差距的根源主要在于我国医疗资源分配严重失衡，在截止2016年底的国内983394个医疗机构中，三级医院仅有2232个（三甲医院1308个），二级医院仅7944个，二、三级医院数量占比1.04%，而基层医疗机构（包括诊所、乡镇卫生院、社区医院和村卫生室）达926518，占比达94.2%。与之相对应的接诊人数的严重不匹配，2016年我国二、三级医院接诊人次达28.5亿人次，平均每家医院每年接诊人次28万人（三级医院接诊人次更是高达73万人），而基层医疗机构平均每年仅接诊4716人（约每天13人），我国二、三级医院接诊了大量的患者，导致其资源紧缺，而基层医疗机构又因为患者不足，资源大量浪费，但在美国、日本等发达国家，病人的主要看病需求是由诊所承担。

2、“看病难”源于软件不足，民营连锁医院可以有效补短板

国内基层医疗机构数量庞大，但为什么却吸引不到患者？这主要是因为我国医师水平地区性差异极大，北京协和医院的医师和村卫生室的医师水平差距巨大，根据《2016年中国卫生统计年鉴》数据，2016年我国执业医师数量为265万人，执业（助理）医师为54万，这其中拥有本科及以上学历的医师仅一半多一点，还有近一半医生只有大专、中专学历，基层医疗机构情况更为糟糕，乡镇卫生院本科以上学历医生占比仅21.3%，大、中专学历医生占比达75%，村卫生室本科及以上学历人数占比甚至不足2%，还有25%左右医生是中专、高中及以下学历，但在2016年我国92.65万的基层医疗机构中，乡镇卫生院达3.68万个，村级卫生室达63.88万个，是基层医疗机构的主体，这就导致基层医疗机构医师水平差一病人不愿就诊一医师流失的恶性循环。此外，国内普遍缺乏帮助年轻医生成长的体系，国内公立医院将权威医生视为自己的核心资源，一般签订的都是终身合同，医生流动性极差，这就决定了我国各级医疗机构的医疗水平差别巨大，基层医疗机构虽然数量庞大，但其能解决的就诊需求非常有限。近年民营连锁医院的发展对医疗资源和病人的分流起到了极大推动作用，2009年至2016年我国民营医院数量从6240个增长到16432个，年复合增长14.83%，民营医院接诊患者数量占比也从2009年的8.4%上升到2016年的12.43%，而同期公立医院数量却从14051个下降到12708个。民营医院相对基层医疗机构有一定的资本优势，在硬件投资上更为先进，此外民营医院出于扩张动力，更愿意培养自己的年轻医生队伍（例如：爱尔眼科制定了千人人才培养计划，与中南大学等合作开展人才培养），实践证明民营医院是目前解决我国“看病难”问题最成功的商业模式。

3、民营医院政策限制逐步解除，关注专科医院发展

我国民营医院由来已久，但政府对于社会资本投资民营医院的政策几经变迁，2009年之前一直缺乏有力的支持和明确的指导意见，2009年《中共中央、国务院关于深化医药卫生体制改革的意见》发布后，社会资本投资民营医院得到了明确支持，随后2010年提出“非禁即入”原则，2013年支持政策进一步加强，2017年国务院印发《“十三五”卫生与健康规划》提出：放宽社会力量举办医疗机构服务领域的要求，支持社会力量以多种形式参与健康服务，鼓励社会力量提供儿科、精神科、老年病、长期护理、口腔健康、康复、安宁疗护等稀缺资源及满足多元需求的服务。虽然近年民营医院得到了长足

发展,但和公立医药相比,民营医药基础还较为薄弱,统计显示,目前国内超过80%的民营医院为一级医院和未定级医院,床位普遍小于100张,2016年平均每家民营医院床位为100张,而同期每家公立医院平均床位达351张,民营医院还面临入住率不足问题,2016年民营医院床位使用率为62.8%,而公立医院使用率高达91%。此外,随着近年“莆田系”医院事件的爆发以及无孔不入的人流、整容小广告宣传,民营医院形象也大打折扣。医院分为综合性医院和专科医院,综合性医院一般包括多个甚至十几个科室,而专科医院则专注与某一细分领域(如:眼科、口腔科),民营医院由于医生资源较差,综合性医院较少,主要集中在美容、妇科、皮肤科、眼科和口腔等领域,这些科室在公立医院属于边缘科室,反而给民营医院提供了成长土壤,但目前我国民营医药鱼龙混杂,未来只有拥有医生资源和品牌口碑优势的企业才能脱颖而出。下面将就一些细分科室展开展望。

4、眼科:市场空间大+进入壁垒高,具备形成寡头垄断条件

我国眼科服务市场规模从2012年的461亿元增长到2017年的约950亿元,复合增长率为15.6%,其中民营专科医院增长更为迅速,市场规模从64亿元增长到近160亿元,年复合增长达20.1%,远高于同期公立医院14.7%的复合增速。目前民营专科医院占眼科市场的比重仅20%,未来对公立医院的替代空间还非常,此外整体眼科市场的成长潜力还非常可观,根据卫生计生统计年鉴数据,2016年我国眼科就诊人次首次突破1亿人,但世界卫生组织统计的我国近视患者高达6亿人,患者群体庞大,另外截止2017年年底我国60岁人口达2.41亿人,我国60至89岁人群白内障发病率约为80%,90岁以上人群白内障发病率高达90%以上,未来我国人口老龄化将进一步加剧,对应的白内障治疗缺口也非常巨大。眼科医疗服务不像其他医疗服务,除了对医生依赖较高外,对设备的要求也非常高,因此眼科服务市场形成医生优势+技术优势双重壁垒,具备形成寡头垄断的条件。现在爱尔眼科是国内最大的民营眼科医院,共拥有300余家连锁门店,同类企业中,华夏眼科仅拥有50家连锁医院、普瑞眼科拥有14家、新世界眼科拥有12家,爱尔眼科的优势非常明显。

5、口腔科:行业集中度较低,民营企业竞争优势较大

根据产业信息网数据,2008年-2017年我国口腔医疗市场规模从203亿元增长到924亿元,年复合增长18.3%,但我国的口腔医疗市场空间仍然巨大。根据世界卫生组织统计年鉴数据,2015年我国每万人牙医数量在1人左右,而台湾每万人牙医数量为5人,香港为3人,美国则高达16人,同时罗兰贝格报告指出,目前我国平均每年每人牙科支出约为200元,而香港为600元,美国为2300元,无论是从牙医数量还是牙科支出来看,我国的口腔医疗市场均还有较大提升空间。此外,与其他医疗服务市场公立医院占主导不同,我国口腔服务市场民营企业已占据一定优势,目前我国民营口腔医院和诊所的接诊量已占总接诊量的40%-45%,而民营眼科医院接诊量占比不足20%,其他科室的民营医院接诊量占比大部分在10%以下。从市场竞争格局来看,现阶段我国的口腔医疗市场依然呈现“小企业”而分散的特点,卫生部统计,2014年我国共有1.6万个口腔诊所,大多数以个体户形式存在,规模化的品牌还较为缺乏。不过,近年以拜博口腔(联想控股投资企业,未上市)、瑞尔齿科(未上市)和公司为代表的连锁品牌口腔医院开始涌现,其中以拜博口腔扩张最为迅速,2015年中至2016年中仅一年时间拜博口腔的连锁门店数量从95家增加到180家(46家医院+134家诊所),门店数量实现翻倍,覆盖范围扩张至全国24个省市。瑞尔齿科目前拥有100家诊所,主要布局在一二线城市核心商圈,2017年公司刚完成D轮融资(高盛和高瓴资本领投),计划5-8年扩张到1000家诊所。通策医疗在浙江口腔市场占据绝对优势,门店也主要以大型口腔医院为主,截止报告期末约有30家口腔医院,未来几年将会是包括公司在内的各大口腔连锁品牌的快速发展阶段。

6、体检:我国体检市场潜力仍大,市场洗牌基本结束

根据前瞻产业研究院数据,2010年-2017年我国体检规模从295亿元增长到1350亿元,年复合增长达24.3%,民营专业体检市场复合增长率更是保持在30%以上,而同期我国的眼科服务市场复合增长率也仅为16%左右。虽然体检行业增长迅速,但2016年我国体检人次也才4.5亿人次,仅占我国目前总人口的35%,日本近年的体检覆盖率为73%,美国体检覆盖率为74%,相比之下我国体检覆盖率还有一倍以上的提升空间。再从民营专业体检市场来看,2016年我国民营体检市场规模为215亿元,约占同期我国体检市场的18.5%,公立医院体检机构的市场占有率还保持在75%以上,如果未来民营专业机构能抢占50%的市场份额,民营体检市场的规模将有望达到千亿元。2017年以前我国民营专业体检市场呈现出“三强争霸”的局

面，2016年美年健康、爱康国宾和慈铭体检在我国民营专业体检市场的占有率分别为20.05%、13.48%和5.74%，但在2015年8月爱康国宾（美股上市）计划私有化过程中，美年健康出手打乱了爱康国宾的发展节奏，爱康国宾原计划以17.8美元/股私有化，结果美年健康以25美元/股的价格在公开市场收购爱康国宾股份。另外，2017年底美年健康收购了国内第三大民营体检机构慈铭体检，此后公司就逐渐在激烈的竞争中占据优势，2017年公司服务人次达2160万人，是爱康国宾的640万人的3倍多，2017年公司营收达61.4亿元，是爱康国宾的2.2倍，市场已接近洗牌尾声。

7、第三方医学实验室（ICL）：国内市场或不同于国外，但仍有成长空间。

独立医学实验室（ICL）是指由独立于医疗机构的第三方提供医学检测服务，相比医院自行检测具有成本和专业化优势。2017年我国ICL市场规模约110亿元，较2010年的12亿元增长9.2倍，年复合增长高达37.2%，但2016年我国ICL市场渗透率仅在3.6%-4.5%之间，大部分还是公立医药自行开展诊断。2016年美国的独立医学实验室渗透率为44%、欧洲为53%、日本高达67%，发达国家医疗服务主要以小诊所为主，对第三方的独立医学实验室需求强烈，但国内主要是以大型的公立医院为主，其自身就有诊断检测能力，因此国内ICL可能达不到国外那么高的渗透率。但目前国内正推行分级诊疗改革，引导患者向中小医疗机构分流，此外民营医院也缺乏相应诊断测试能力，未来随着这些行业的发展，对检测外包需求或越来越大。在大型公立医院方面，检测科往往是医院盈利最大的科室，医院不会完全放弃这一块收益，不过随着国家医保局的成立，医保控费是未来的大方向，合理检查或是医保控费的下一个重点领域，随着医疗监测利润空间下降，或有利于推动公立医院的检测服务向第三方实验室转移。长期来看，我国的ICL行业仍有一定的成长空间。金域医学、迪安诊断、艾迪康和达安基因是我国最大的4家第三方诊断服务公司，2017年市场份额分别为36%、19%、16%和6%，合计市场份额高达77%，初步形成寡头垄断局面。这4家公司当中，金域医学和迪安诊断领先优势较为明显，2017年金域医学拥有实验室数量37家，迪安诊断拥有38家，均完成了全国布局，同期艾迪康实验室数量为20家，达安基因为8家，另有市场消息称艾迪康计划以30亿元的估值对外出售。可检测项目方面，金域医学和迪安诊断的可检测项目均在2000项以上，而艾迪康仅能检测1400项，达安基因可检测1000项，金域医学和迪安诊断的检测项目更为全面，未来金域医学和迪安诊断有望在ICL领域形成双寡头格局。

三、盈利趋势

下述两表为4家医疗服务公司的年度业绩汇总表和季度业绩汇总表。从数据来看，2015年-2017年4家公司的合计营收增速分别为37%、49%、56%，增长非常迅速，而且增速逐年上升，不过近3个季度营收增速出现相对下降，主要是前期相关公司收购并表效应消失影响。利润变化趋势上，2015年-2017年的4家企业汇总净利润（扣非）增速分别为44%、28%和41%，2016年利润增速出现下滑，是受通策医疗和爱尔眼科利润短暂波动拖累，汇总的季度间利润增速差异较大，原因是医疗服务有淡旺季之分，以体检行业为例，一般年终体检人数较多，是传统旺季，而年初刚开年，是传统淡季。4家公司的盈利能力逐渐在下滑，销售净利率从2014年的11.7%下滑到2017年的9.5%，净资产收益率从13.7%下滑到10.6%，总资产收益率下滑幅度更大，从2014年的12.3%直降到2017年的5.6%，说明4家公司为支持快速扩张，财务杠杆比例在逐年攀升。盈利能力下滑的原因一方面是因为人工薪酬等成本上涨，导致毛利率有所下降，另一方面是因为公司的宣传、管理费用上升，以及随着负债规模的增长，利息支出也在相应增加。

4家医疗服务上市公司年度业绩汇总

单位: 亿元

指标名称	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
主营收入	57.5	78.9	117.9	183.8	247.6	307.9	372.8
同比变化 (%)		37.2%	49.4%	56.0%	34.7%	24.4%	21.1%
净利润 (扣除)	6.7	9.7	12.4	17.4	24.4	29.8	35.7
同比变化		44.2%	27.7%	40.9%	40.3%	22.0%	19.9%
毛利率	43.2%	43.4%	41.6%	42.7%	43.3%	43.8%	44.3%
期间费用率	27.7%	27.3%	26.9%	28.0%	28.2%	28.9%	29.5%
净利润率	11.7%	12.3%	10.5%	9.5%	9.9%	9.7%	9.6%
分红率	20.3%	18.1%	31.4%	24.6%	27.2%	24.8%	23.3%
总资产报酬率	12.3%	10.9%	8.6%	5.6%	7.1%	7.3%	7.4%
净资产收益率	13.7%	12.8%	12.4%	10.6%	12.4%	13.5%	14.4%
年平均市盈率	48.5	85.1	91.5	78.5	黑体数据为预测数据		
市营收比	5.7	10.4	9.6	7.4			

数据、图表来源: 股票估值网

4家医疗服务上市公司季度业绩汇总

单位: 百万元

指标	16Y4Q	17Y1Q	17Y2Q	17Y3Q	17Y4Q	18Y1Q	18Y2Q	18Y3Q
主营收入	3582.3	3226.7	4404.1	5365.2	5383.8	4489.3	6415.7	7087.2
同比变化	57%	41%	116%	66%	50%	39%	46%	32%
净利润 (扣除)	374.1	142.2	502.0	614.7	482.4	231.4	722.7	849.2
同比变化	8%	-55%	696%	51%	29%	63%	44%	38%
毛利率	42%	26%	42%	45%	42%	27%	46%	43%
期间费用率	38%	22%	20%	26%	41%	20%	24%	24%
净利润率	10%	4%	11%	11%	9%	5%	11%	12%

数据、图表来源: 股票估值网

下表为4家公司的年度业绩详细情况。从业绩增速来看, 增长最快的是美年健康, 近两年营收复合增长率高达72.3%, 净利润(扣非)复合增长率达54.2%, 公司是国内最大的民营体检机构, 在民营体检市场占有率在25%以上, 但2017年公司体检人次才2160万人次, 仅占我国同期4.5亿体检人次的4.8%, 公司目前最大的竞争对手是公立医院(公立医院占整体体检市场的规模依旧在75%以上), 但公司体检套餐平均比公立医院优惠30%-50%, 公司未来还有望保持体检人次的高速增长, 预计2018-19年公司营收复合增长率能达到34.5%, 净利润(扣非)复合增长率达36.8%。爱尔眼科近两年的营收复合增长率达37%, 净利润复合增长率达30%, 成长速度仅次于美年健康, 2016年公司业绩增速出现放缓, 主要是受百度“魏则西”事件影响, 但2017年公司业绩就强势恢复, 公司是目前全球最大的眼科连锁医院, 在国内民营眼科市场的占有率达38%, 但国内现在民营眼科医院渗透率较低(仅17%), 未来公司成长空间还十分巨大, 预计2018-19年公司营收复合增长率将达28.8%, 净利润复合增长率达28.6%。

口腔科是当前国内为数不多的民营医院可以占据优势的领域之一(民营医院接诊量占比达40%-45%), 不过国内的口腔医疗市场还极为分散, CR5(前5大企业)市场占有率不足20%, 通策医疗是浙江省最大的口腔连锁医院, 近2年营收复合增长率达24.1%, 净利润复合增长率高达31.9%, 2016年公司利润增速仅8%, 主要是受公司搬迁黄石口腔等医院影响, 公司下一步计划加大省内医院覆盖密度, 省外加快扩张步伐, 公司已在浙江省外建有5家医院, 此外还与中国科学院大学共创存济口腔品牌, 未来有望实现异地复制, 预计2018-19年公司营收复合增速将增长到28.9%, 利润复合增长率上升到34.7%。迪安诊断过往两年依靠大量的收购, 实现了64.3%的营收复合增长率, 不过其利润复合增长率仅17%, 2017年净利润还同比下滑10%, 公司的并购标的质量不佳, 负面效应开始显现, 公司收购的企业大部分是诊断试剂代理企业, 企业规模较小, 而且没有核心产品, 在2017年开始的耗材试剂降价潮中, 收购企业业绩大幅下滑, 此外公司收购产生的商誉也计提大幅减值, 未来两年还将对公司造成持续负面拖累, 预计2018-19年公司营收复合增长率下降到23.7%, 净利润复合增长率为19.8%。

从4家上市公司的盈利能力横向对比来看，美年健康的毛利率最高，平均比爱尔眼科高1个百分点，比通策医疗高5个百分点，比迪安诊断高14个百分点，主要是公司医用耗材成本较低，不过公司的毛利率有逐渐下降趋势，而且公司三项费用率也是4家公司最高的。爱尔眼科的毛利率相对较高，平均比通策医疗高4个百分点，主要是眼科对医生的依赖性比口腔科低(眼科设备和医生一样重要)，因此爱尔眼科的人工成本相对较低，同时公司三项费用率相对较低，因此拥有较高的净利率。迪安诊断的毛利率在4家公司中最低，主要是因为公司有一半业绩来源于毛利率较低的诊断试剂代理业绩，如果剔除试剂代理业务，公司的诊断服务业务毛利率也在41%以上。通策医疗的毛利率相对较低，主要是口腔服务对医生依赖极大，人工支出成本较高，不过今年公司毛利率也在稳步提升。

4家医疗服务公司年度数据对比总汇

公司名称	主营收入(亿)				净利润(亿)				毛利率			
	主营收入年成长率				净利润年成长率				期间费用率			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
美年健康	31	62	85	113	3	5	8	10	48.3%	47.0%	48.7%	48.8%
	47%	102%	36%	33%	39%	71%	44%	30%	33.2%	33.1%	35.0%	35.3%
爱尔眼科	40	60	81	99	5	8	11	13	46.1%	46.3%	45.9%	46.1%
	26%	49%	36%	22%	19%	42%	39%	19%	28.6%	27.9%	27.1%	27.7%
迪安诊断	38	50	66	77	2	2	3	3	31.5%	33.4%	33.5%	33.7%
	106%	31%	32%	16%	52%	-10%	27%	13%	21.2%	24.3%	23.6%	24.0%
通策医疗	9	12	16	20	1	2	3	4	41.4%	41.4%	42.3%	42.6%
	15%	34%	33%	25%	8%	61%	50%	21%	21.8%	17.7%	16.3%	16.9%
汇总	118	184	248	308	12	17	24	30	41.6%	42.7%	43.3%	43.8%
	49%	56%	35%	24%	28%	41%	40%	22%	26.9%	28.0%	28.2%	28.9%

数据、图表来源：股票估值网

下表是4家公司的季度业绩变化比较。从最新单季业绩来看，受七月份媒体事件(有媒体曝光公司让无证人员冒充“假医生”上岗)影响，美年健康2018年第三季度业绩增长大幅放缓，2018年第三季度营收仅同比增长26%，创新近8个季度最低值，随着后续事件风波消退，预计业绩增速会回暖，从净利润和毛利率变化可以看出，第一、三季度是公司传统销售淡季，第二、四季度是旺季，特别是第四季度能贡献一半以上的利润。爱尔眼科的业绩增长较为平稳，不过一季度也是公司的传统淡季，从历史数据来看，公司一季度的毛利率只为其他季度的一半。迪安诊断的营收增速在2017年第四季度触底后，2018年逐渐回升，增速已从2017年第四季度的8%上升到2018年第三季度的42%，这主要是公司还在继续对外收购，推升了营收增速，但公司利润增速并没有虽营收增速增长而增长，此外第四季度公司还往往会计提大额的商誉减值，导致业绩突然变脸，值得留意。通策医疗在完成医院搬迁，以及新医院运营逐渐走上正轨后，业绩从2016年的低谷逐步回升，目前保持稳定发展态势。

4家医疗服务上市公司季度业绩变化比较

单位: 百万

指标	公司名称	16Y4Q	17Y1Q	17Y2Q	17Y3Q	17Y4Q	18Y1Q	18Y2Q	18Y3Q
主营收入 ----- 同比变化	美年健康	1199 47%	742 140%	1471 101%	1854 121%	2165 81%	1225 65%	2260 54%	2334 26%
	爱尔眼科	918 27%	1197 31%	1393 39%	1792 54%	1580 72%	1747 46%	2033 46%	2344 31%
	迪安诊断	1228 123%	1044 64%	1275 28%	1356 40%	1329 8%	1209 16%	1746 37%	1931 42%
	通策医疗	238 17%	243 38%	265 30%	362 39%	310 30%	308 27%	377 42%	478 32%
	汇总	3582 57%	3227 41%	4404 116%	5365 66%	5384 50%	4489 39%	6416 46%	7087 32%
净利润(扣除) ----- 同比变化	美年健康	226 27%	-107 N/A	123 11%	162 57%	354 57%	-99 N/A	200 63%	242 49%
	爱尔眼科	74 -58%	151 25%	214 41%	292 45%	119 61%	209 38%	318 49%	393 35%
	迪安诊断	64 74%	55 48%	121 29%	68 34%	-24 -138%	60 8%	134 11%	75 10%
	通策医疗	10 12%	43 25%	45 23%	92 78%	34 223%	61 43%	71 59%	138 50%
	汇总	374 8%	142 -55%	502 696%	615 51%	482 29%	231 63%	723 44%	849 38%
毛利率 ----- 期间费用率	美年健康	61% 28%	22% 47%	64% 34%	46% 32%	63% 29%	33% 43%	61% 36%	45% 34%
	爱尔眼科	20% 33%	44% 27%	54% 28%	52% 27%	12% 30%	45% 26%	55% 27%	45% 23%
	迪安诊断	33% 22%	32% 23%	38% 21%	33% 24%	27% 29%	32% 23%	36% 20%	32% 24%
	通策医疗	19% 31%	44% 20%	33% 18%	59% 11%	3% 23%	43% 18%	39% 16%	61% 9%
	汇总	42% 38%	26% 22%	42% 20%	45% 26%	42% 41%	27% 20%	46% 24%	43% 24%

数据、图表来源: 股票估值网

四. 证券市场表现及估值

截止2019年2月25日, 沪深300收于3729.48点, 申万医疗服务二级指数收于4907.35点。过去一年受中美贸易战和国内经济下滑影响, 沪深300指数下跌了8.39%, 但跨入2019年后, 随着市场情绪对中美贸易谈判的逐渐乐观, 以及流动性的改善, A股市场开始大幅反弹, 近3个月沪深300指数上涨18.64%, 近5个交易日上涨了8.23%。医疗服务指数方面, 近13周医疗服务指数仅上涨12.46%, 表现低于同期市场表现, 但过去一年医疗服务指数上涨了4.38%, 跑赢同期沪深300指数12.77个百分点, 说明在前期市场的大幅下跌中, 医疗服务板块的回调幅度相对较小, 由于医疗服务企业的估值一直在高位徘徊, 因此近期上涨幅度不及整体市场。

指数名称	最新	本周股价表现	近13周股价表现	近52周股价表现
沪深300	3729.48	8.23%	18.64%	-8.39%
申万医疗服务	4907.35	5.70%	12.46%	4.38%

数据、图表来源: 股票估值网

细看4家公司市场表现, 过去一年实现上涨的有2家, 同比下跌的有2家, 上涨个股方面, 通策医疗表现最好, 过去一年涨幅高达56%, 远超市场表现, 近13周股价也上涨了22%, 股价创下历史新高, 除通策医疗外, 爱尔眼科过去一年也上涨了31%, 投资者带来可观回报。下跌个股方面, 过去一年美年健康下跌5%, 主要公司股价已在2017年翻了一番, 股价估值过高, 过去一年处于回调阶段, 不过美年健康股价仍好于市场表现, 下跌幅度最大的是迪安诊断, 过去一年股价下滑了10%, 主要是受公司业绩增长放缓拖累。估值方面, 目前4家公司的估值水平都较高, 其中美年健康和爱尔眼科动态市盈率(PE)高达69倍, 通策医疗PE也达56倍, 迪安诊断PE为34倍, 市场给予迪安诊断估值相对较低, 主要是公司有一半业绩来源诊断试剂代理,

而且目前公司目前面临较大的业绩风险。

公司名称	本周股价表现	近13周股价表现	近52周股价表现	年成长率（17-20年）		PE	拖移PE	PEG	PB
				营收	净利润				
美年健康	16%	14%	-5%	32%	32%	69	80	2.14	8.91
爱尔眼科	18%	18%	31%	26%	26%	69	75	2.72	13.86
迪安诊断	13%	10%	-11%	20%	17%	34	40	2.06	3.05
通策医疗	18%	22%	56%	27%	29%	56	62	1.96	14.96

数据、图表来源：股票估值网

五、行业公司点评

美年健康：2004年成立，2015年8月借壳“江苏三友”上市。公司是中国领先的专业健康体检和医疗服务集团，也是国内规模最大的专业体检机构，在全国32个省市拥有近600家医疗及体检中心，2017年服务体检人次超过2160万，预计2021年将超过1亿人次。2018年上半年公司来自华东、华北、中南、华南、西南和东北地区的营收占比分别为32.1%、21.81%、12.42%、11.81%、11.08%和9.28%。过往5年国内的体检市场复合增长率在25%以上，但现在国内依然还有65%的人群还没有体检覆盖，国内的体检市场75%以上都还是公立医院完成，相较之下，民营体检中心有更大的灵活性和成本优势，未来有望抢占更大的市场份额。经过一番激烈的竞争后，公司在民营连锁体检中心已逐渐形成寡头垄断优势，公司目前在民营连锁体检中心市场份额在25%以上，是第二名爱康国宾的两倍还多，未来公司的领先优势将进一步强化，最大化享受体检市场的发展红利。