

投资评级 优于大市 维持

市场表现



资料来源：海通证券研究所

分析师:余文心

Tel:(0755)82780398

Email:ywx9461@htsec.com

证书:S0850513110005

分析师:郑琴

Tel:(021)23219808

Email:zq6670@htsec.com

证书:S0850513080005

联系人:吴佳桢

Tel:(010)56760092

Email:wjs11852@htsec.com

商业模式的奥秘——医药连锁业态的核心竞争剖析

投资要点：本报告立足于解答医药连锁行业的护城河及核心竞争力

- **医药连锁业态增长的核心是单店盈利和连锁扩张。**一是单店盈利，单个门店实现最优盈利，且能持续增长；二是连锁扩张，单体门店大都终将会碰到天花板，要实现长期快速成长就必须具有可复制性。
- **单店盈利水平由门店业态决定。**爱尔眼科的单店收入超 7000 万，屈光视光的毛利率高于 50%；通策医疗和美年健康的单店收入在 3000-4000 万左右，毛利率在 40%-45%；连锁药店龙头的单店收入近 300 万元，毛利率为 30%-50%。
- **连锁扩张的根本在筑高进入壁垒。**新建单店的初始投入决定了行业是 1000 个还是 100 个参与者，而筑高进入壁垒则是从 1000/100 走向 1 的实现路径。若某个连锁行业的投入较高，则众多单体竞争者需要覆盖巨大的投入成本而难以越过扩张这个门槛，只有头部公司才能跨区域扩张。因此筑高企业的进入壁垒，才能在行业整合过程中诞生相应的巨头。
- **医药连锁业态的核心竞争力体现在品牌、人才、服务、供应链四个因素。**对眼科、口腔、体检、药店而言，业态属性和初始投入已决定了行业是相对离散还是集中，而品牌知名度、强大的人才供应、高效的医疗服务体系、高水平的供应链管理，均是企业自身可以选择并筑高的进入壁垒，并由此形成核心竞争力。
- **对爱尔眼科、通策医疗、零售药店归因至四个因素分析。**爱尔眼科市值 9 年 9 倍增长缘于分级连锁模式塑造品牌、完善的人才培养体系和激励充分的机制。通策医疗在民营口腔扩张多亏损的环境下实现盈利，受益于“区域总院+分院”塑造品牌，及在此基础上的合伙人制度绑定核心人才。零售药店的核心竞争力则体现在供应链管理增强规模效应、和专业化的服务体系两方面。
- **对应标签公司的下一步发展策略各不同。**县级医院和品类拓展是爱尔眼科下一阶段的重要驱动力。参考 DSO，服务体系集约化是通策医疗的待挖掘竞争力，长期来看技术突破有望增强业态的可复制性。在广州富海事件之后，美年健康的下一步重心在品牌和服务体系建设。深耕县域市场、以及服务专业化，将是连锁药店龙头与外来资本、网上药店竞争的利器。
- **投资建议。**推荐各业态龙头公司：爱尔眼科、通策医疗、美年健康、老百姓、益丰药房、大参林、一心堂。
- **风险提示。**医疗事故风险；门店扩张不达预期；医保控费加剧的风险；商誉减值风险。

行业相关股票

股票代码	股票名称	EPS (元)			投资评级	
		2017	2018E	2019E	上期	本期
300015	爱尔眼科	0.31	0.42	0.57	优于大市	优于大市
600763	通策医疗	0.68	1.00	1.34	优于大市	优于大市
002044	美年健康	0.20	0.28	0.39	优于大市	优于大市
603883	老百姓	1.30	1.61	2.09	优于大市	优于大市
603939	益丰药房	0.83	1.13	1.59	优于大市	优于大市
603233	大参林	1.19	1.37	1.71	优于大市	优于大市
002727	一心堂	0.74	0.92	1.15	优于大市	优于大市

资料来源：Wind，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

投资要点

2018年底以来，“4+7”集采降价显著压制仿制药板块估值，也掀起了投资者对医疗服务、零售药店等非药板块的关注。

医药连锁业态一共涉及7家公司，分别是爱尔眼科、通策医疗、美年健康、一心堂、益丰药房、老百姓、大参林。自7家公司上市以来，海通医药团队对他们均进行了密切跟踪，时间跨度共9年，也积累了许多心得和问题。比如，爱尔眼科已经实现了市值9年9倍的高成长，未来的空间在哪里？同样是做口腔连锁，为什么通策医疗能盈利，而拜博口腔、佳美口腔等都难以扭亏为盈？美年健康经历广州事件之后，破局之路怎么走？零售药店行业挣的是“辛苦钱”，企业的核心竞争力究竟是什么，如何面对资本、互联网的竞争？等等。

为了回答以上行业共性问题，海通医药团队从产业的实际运营和发展情况出发，对医药连锁业态的商业模式进行分析，定义了自上而下的分析框架，以此回答关键性问题：连锁医药子业态之间有什么异同点，决定成长为龙头甚至巨头的核心竞争力是什么，对应标签公司下一步发展策略又是什么？

不同于业内大部分报告，我们首次将医疗服务、零售药店统一定义到医药连锁业态进行分析。所有的连锁业态都可以分拆为单店盈利和连锁扩张两部分。单店盈利较易分析，通常可简化为一张利润表，在这些产业中，做好一家单店并非难事，有非常多的成功案例。连锁扩张才是公司是否能长大的核心，也是能否成为产业龙头的核心。成功的单体店千千万万，而成功的可复制的龙头通常只有2-3个。我们认为连锁扩张的根本在于筑高进入壁垒，分别对应品牌、人才、服务、供应链四个因素。只有筑高连锁扩张的进入壁垒，使得头部公司才能跨区域复制并增强规模效应，加速行业从离散趋向集中，从而诞生相应的连锁业态巨头！

与市场研究不同之处

（1）医药连锁业态增长的核心是单店盈利和连锁扩张。一是单店盈利，单个门店实现最优盈利，且能持续增长；二是连锁扩张，单体门店大都终将会碰到天花板，要实现长期快速成长就必须具有可复制性。

（2）连锁扩张的根本在筑高进入壁垒。连锁并不只是无章法、无休止的扩张，无论行业是1000个还是100个参与者，筑高进入壁垒就是从1000/100走向1的实现路径。若某个连锁行业的进入壁垒天然较高或被人筑高，则众多单体竞争者需要先覆盖巨大的投入成本而难以越过连锁扩张这个门槛，只有头部公司才能跨区域扩张并增强规模效应。因此筑高企业的进入壁垒，才能在行业整合过程中诞生相应的巨头。

（3）医药连锁业态的核心竞争力体现在品牌、人才、服务、供应链四个因素。对于眼科、口腔、体检、药店而言，业态属性和初始投入已决定了行业是相对离散还是集中，而品牌知名度、强大的人才供应、高效的医疗服务体系、高水平的供应链管理，均是企业自身可以选择并筑高的进入壁垒，并由此形成核心竞争力。

（4）对爱尔眼科、通策医疗、零售药店归因至四个因素分析。爱尔眼科市值9年9倍增长缘于分级连锁模式塑造品牌、完善的人才培养体系和激励充分的机制。通策医疗在民营口腔扩张多亏损的环境下实现盈利，受益于“区域总院+分院”塑造品牌，及在此基础上的合伙人制度绑定核心人才。零售药店的核心竞争力则体现在供应链管理增强规模效应、和专业化高效化的服务两方面。

（5）对应标签公司的下一步发展策略各不同。县级医院和品类拓展是爱尔眼科下一阶段的重要驱动力。参考DSO，服务体系是通策医疗的待挖掘竞争力，长期来看技术突破有望增强业态的可复制性。在广州富海事件之后，美年健康的下一步重心在品牌和服务

体系建设。深耕县域市场、以及服务专业化，将是连锁药店龙头与外来资本、网上药店竞争的利器。

业绩催化因素

- (1) 医药服务需求进一步增强;
- (2) 信息化改善效果超预期;
- (3) 医疗技术突破超预期;
- (4) 民营医疗政策、处方外流政策放开超预期。

风险提示

- (1) 医疗事故风险;
- (2) 门店扩张不达预期;
- (3) 医保控费加剧的风险;
- (4) 商誉减值风险。

目 录

投资要点	2
1. 医药连锁业态研究框架：单店盈利和连锁扩张	8
1.1 医药连锁业态各有千秋	8
1.2 核心是单店盈利+连锁扩张	9
1.3 单店盈利由门店业态决定	10
1.4 连锁扩张的根本是筑高企业壁垒	11
1.4.1 扩张的投入：单店配置影响成本分布	11
1.4.2 扩张的根本：筑高进入壁垒	13
2. 核心竞争力剖析：是什么、为什么、怎么办？	14
2.1 是什么？——品牌、人才、服务、供应链	14
2.2 为什么？——对爱尔眼科、通策医疗、药店行业的归因分析	14
2.2.1 爱尔眼科市值缘何 9 年增长 9 倍？	14
2.2.2 通策医疗何以实现盈利？	18
2.2.3 零售药店的核心竞争力是什么？	19
2.3 怎么办？——医药连锁公司的下一步发展策略	21
2.3.1 爱尔眼科——县级医院、品类拓展	22
2.3.2 通策医疗——服务体系（DSO）、技术突破	23
2.3.3 美年健康——品牌建设、服务体系医疗化	26
2.3.4 连锁药店——县域市场、服务专业化	28
3. 投资建议	30
风险提示	31

图目录

图 1	眼科医疗 2018 年市场规模约 1000 亿元	9
图 2	口腔医疗 2018 年市场规模约 900 亿元	9
图 3	体检行业 2018 年市场规模约 1600 亿元	9
图 4	零售药店 2018 年市场规模达 4000 亿元	9
图 5	连锁医疗服务的单店盈利和连锁扩张拆分	9
图 6	连锁药店的单店盈利和连锁扩张拆分	10
图 7	2018H1 爱尔眼科屈光业务占比 39%	10
图 8	2018H1 爱尔眼科屈光视光毛利率 > 50%	10
图 9	2018H1 通策医疗口腔收入占比 > 1/3	11
图 10	2018H1 通策医疗医疗服务毛利率为 42%	11
图 11	2018H1 美年健康个检比例 34%	11
图 12	2018H1 美年健康体检毛利率为 44%	11
图 13	2018H1 上市连锁药店中西成药收入 > 70%	11
图 14	2018H1 上市连锁药店品类毛利率 30-50%	11
图 15	爱尔眼科整体费用分拆	12
图 16	单个眼科医院投资成本分拆	12
图 17	通策医疗整体费用分拆	12
图 18	单个口腔医院投资成本分拆	12
图 19	美年健康整体费用分拆	13
图 20	单个体检中心投资成本分拆	13
图 21	连锁药店整体费用分拆	13
图 22	单个零售药店投资成本分拆	13
图 23	医药连锁业态对四个因素的依赖度	14
图 24	爱尔眼科市值 9 年 9 倍增长伴随着医院和医生迅速增加	15
图 25	爱尔眼科打造分级连锁模式	15
图 26	爱尔眼科并购基金助力分级扩张	16
图 27	广州视线医疗合伙人计划参股 13 家地市爱尔眼科医院	17
图 28	爱尔眼科打造产学研一体化的人才培养体系	17
图 29	通策医疗依托杭口成功开始新一轮扩张	18
图 30	2014-15 年省内新开分院盈利周期缩短（百万元）	19

图 31	衢州分院开业后 5 年才扭亏为盈.....	19
图 32	诸暨分院开业后净利率迅速提升.....	19
图 33	其他合伙人制分院营收快速增长（百万元）.....	19
图 34	零售药店行业规模效应显著.....	20
图 35	2014 年以前 WBA 门店扩张以自建为主（个）.....	20
图 36	CVS 进入各州时间及 2018 年门店数（个）.....	20
图 37	国内零售药店龙头扩张版图（2017A→2018Q3）.....	21
图 38	连锁药店核心竞争力：专业化服务是下一个挖掘方向.....	21
图 39	衡阳各县人口、经济水平.....	22
图 40	全国各人口、经济水平的县数量（个）.....	22
图 41	老花三焦晶体示意图.....	23
图 42	角膜塑形镜矫正效果图.....	23
图 43	爱尔眼科目前 10 年以上老店增速仍维持 15%-20% 左右.....	23
图 44	2002-15 年美国大型口腔连锁增速远超小型门店（家）.....	24
图 45	2002-2015 年美国大型口腔连锁产值显著增加.....	24
图 46	2002-2015 大型口腔连锁（500+员工）呈强者恒强趋势.....	24
图 47	2017 年美国前十大 DSO 诊所数量均≥200（家）.....	24
图 48	蒲公英计划启动仪式共签约 10 个项目.....	25
图 49	口扫系统可以生成逼真的数字牙模.....	26
图 50	ClinCheck 软件制定详尽的可视化治疗方案.....	26
图 51	隐适美矫治流程.....	26
图 52	美年健康三四线城市门店占比 42%.....	27
图 53	2012-2018 美年健康三四线城市新增门店较多（个）.....	27
图 54	美年好医生打造综合健康管理方案.....	28
图 55	MAT201709 云南、广西、四川等省县域药店收入占比高于全国水平.....	29
图 56	2017 年一心堂县域门店贡献收入占比 41.2%.....	29
图 57	2017 年一心堂县域门店盈利能力高于城市门店.....	29
图 58	专业化服务+互连网边际改善：以 CVS 为例.....	30
图 59	专业化服务+互连网边际改善：以 WBA 为例.....	30

表目录

表 1	医药连锁业态综合比较	8
表 2	医药连锁业态对应各自收入、客单价	10
表 3	医药连锁业态单店配置对比	12
表 4	爱尔眼科股权激励方案覆盖广，激励足	16
表 5	2013-2018 爱尔在眼科学术大会的投稿量逐年增加	17
表 6	百万人口的县级眼科市场空间超 5 亿元	22
表 7	美年健康三、四、五线城市体检门店空间测算（个，以湖南、湖北、河南 为例）	27

1. 医药连锁业态研究框架：单店盈利和连锁扩张

医药连锁业态可分拆为单店盈利和连锁扩张两个核心因素，基于此分析框架进行自上而下的研究，其中单店盈利由不同门店业态直接决定，连锁扩张相对而言更是医药连锁业态的共性。医药连锁业态覆盖多种细分行业，单店的营收体量和客单价不同，存在天然的行业差异。而对连锁业态来讲，实现盈利模式的可复制性、打造强大的连锁扩张能力才是更重要的共性因素。我们认为医药连锁业态实现连锁扩张的根本在于改变门店初始的成本结构，筑高进入壁垒。

1.1 医药连锁业态各有千秋

医药连锁业态即连锁医疗服务、连锁药店。鉴于商业模式的相似性，我们将连锁医疗服务、连锁药店定义为医药连锁业态，涵括眼科医院、口腔医院、体检中心和零售药店四大类，对应标签公司分别为爱尔眼科、通策医疗、美年健康，及连锁药店四大上市公司：益丰药房、老百姓、大参林、一心堂。综合比较，眼科医院、口腔医院偏医疗属性，对医生要求较高；眼科医院、体检中心的进入门槛中高等，口腔诊所和单体药店进入门槛较低；眼科医院、体检中心、连锁药店的连锁可复制性较佳，口腔医院则区域属性较重。

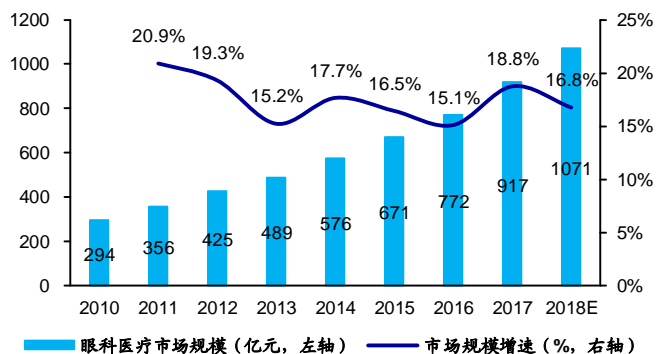
表 1 医药连锁业态综合比较

	眼科	口腔	体检	药店
行业规模（2018）	1071 亿	923 亿	1653 亿	3842 亿
标签公司	爱尔眼科	通策医疗	美年健康	连锁药店上市公司*
进入门槛	门槛较高：资金、医生等	单体诊所门槛较低，高等级医院门槛较高	门槛中等：资金、设备等	单体较低，连锁化对运营管理要求高
人才依赖	青白眼病类对医生要求较高，屈光视光类对医生依赖较低	对医生技术水平依赖高，偏手工艺属性	对 B 超医生依赖较高，其他依赖程度一般	配置执业药师，人才依赖程度较低
销售模式	B2C	B2C	B2B+B2C	B2C+O2O
核心竞争力	品牌+医生+供应链+分级连锁	区域品牌+医生+供应链	品牌+供应链+服务优化	品牌+供应链+专业化服务
增长可持续性	有很强的盈利可持续性	单体核心医院有较好的盈利可持续性	持续开店及结构优化驱动高速增长	处方外流将驱动行业提速
可复制性	标准化、可复制性强，规模优势明显	区域属性明显，标准化、可复制性有一定难度	标准化，可复制性强，有一定规模化优势	标准化、可复制性强，规模化优势明显
未来看点	品类拓展+分级扩张渗透+产业链延伸	省内复制+品类拓展+非医疗流程优化	规模效应+平台化+夯实品牌	县域扩张+抓住政策窗口期构筑进入壁垒+服务铸造护城河
风险及瓶颈	未来区域竞争可能加剧，眼科手术技术跃进风险	省外扩张较难，过分依赖杭口总院	未来可能面对较强竞争压力，品牌力需要持续培养	处方外流低于预期；同质化较大，服务取胜需要持续创新
民营市场份额	18.6%	39.9%	21.0%	—
标签公司份额	7.8%	1.7%	5.3%	8.8%*

资料来源：Wind，卫生统计年鉴，中国药店杂志社，瑞慈医疗、希玛眼科招股书，海通证券研究所；连锁药店上市公司*为益丰药房、老百姓、大参林、一心堂

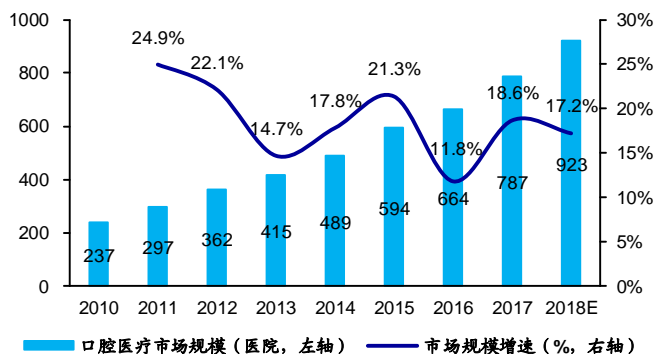
医药连锁各子业态均具备千亿级别规模。根据 2018 年卫生统计年鉴数据测算，2018 年国内眼科医疗服务市场规模和口腔医疗服务市场规模均在一千亿元左右，2018 年增速为 17% 左右。据瑞慈医疗招股书，国内体检市场规模 2018 年约 1600 亿元，其中民营体检份额占 21%，2018 年增速为 18%。据中国药店杂志社数据，零售药店 2018 年市场规模近 4000 亿元，2018 年增速近 8%。

图1 眼科医疗 2018 年市场规模约 1000 亿元



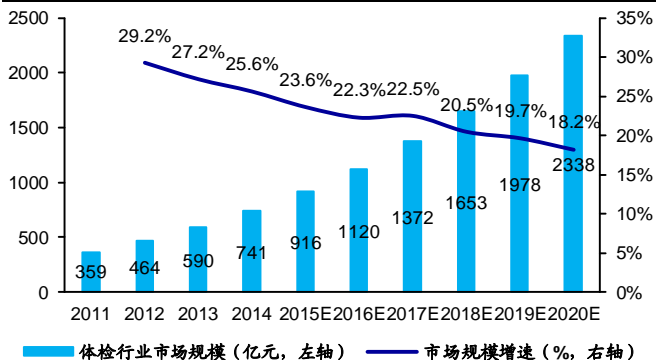
资料来源：卫生统计年鉴，海通证券研究所

图2 口腔医疗 2018 年市场规模约 900 亿元



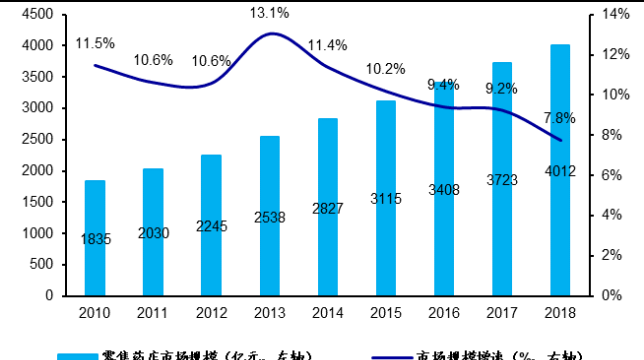
资料来源：卫生统计年鉴，海通证券研究所

图3 体检行业 2018 年市场规模约 1600 亿元



资料来源：瑞慈医疗招股说明书，海通证券研究所

图4 零售药店 2018 年市场规模达 4000 亿元

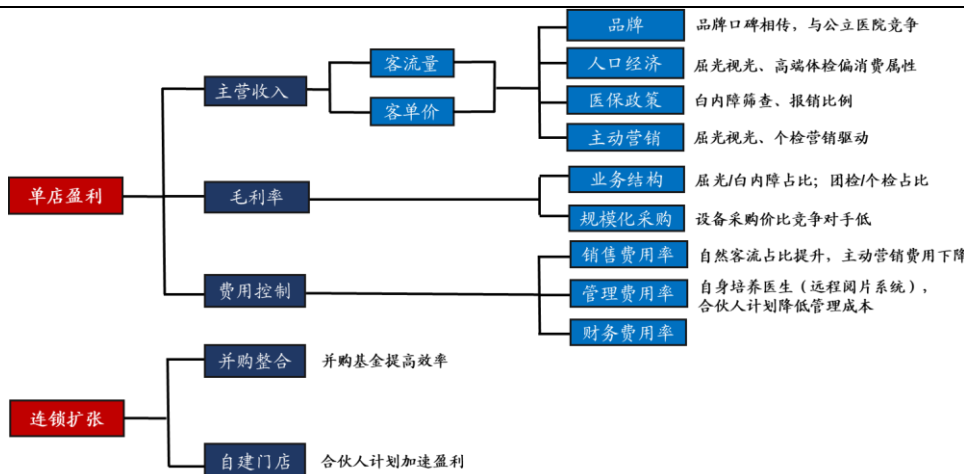


资料来源：中国药店杂志社微信公众号，海通证券研究所

1.2 核心是单店盈利+连锁扩张

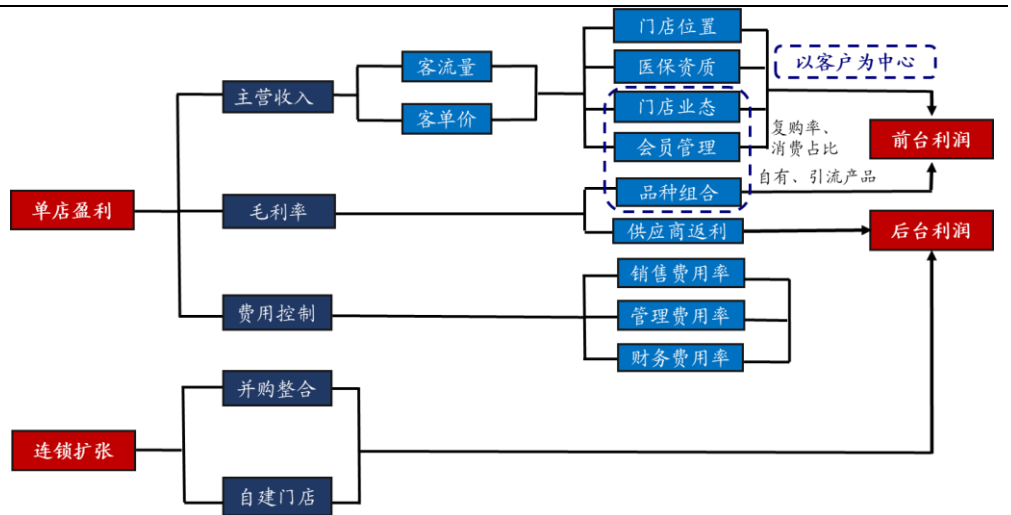
与其商业模式相对应，我们认为医药连锁业态的核心是单店盈利+连锁扩张。医疗服务的本质是通过专业化医疗服务满足患者的临床需求，零售药店的本质则是通过服务的增值来提升药品的附加价值，从而满足顾客的购药需求，只是前者的成本集中在医技、设备方面，后者则集中于药品供应上。因此，我们认为做好医药连锁业态涉及到两个因素：一是单店盈利，单个门店在满足客户医药服务需求的同时实现最优盈利和持续增长；二是连锁扩张，单体门店都会碰到天花板，要实现长期高速成长就必须具有可复制性。

图5 连锁医疗服务的单店盈利和连锁扩张拆分



资料来源：海通证券研究所

图6 连锁药店的单店盈利和连锁扩张拆分



资料来源：海通证券研究所

1.3 单店盈利由门店业态决定

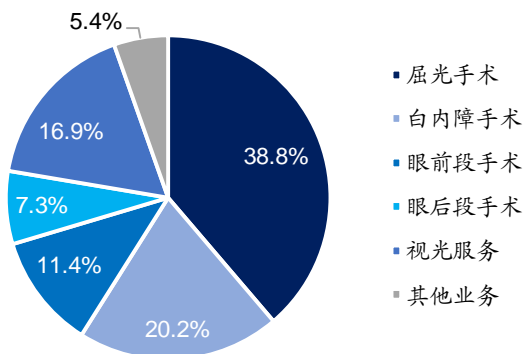
单店盈利由门店业态决定。门店业态对应各自客单价和毛利率，从而构成单店收入和盈利，单店增长亦取决于后续的品种拓展。美国综合医疗集团 HCA 的门诊客单价为 3.3 万元人民币，单店收入为 9.5 亿元；爱尔眼科 2017 年的门诊平均客单价为 1175 元，屈光视光业务的毛利率高于 50%，单店收入超 7000 万元；通策医疗和美年健康的门诊客单价为百元级别，其医疗服务、体检业务毛利率为 40%-45%，单店收入在 3000 万-4000 万元左右；连锁药店的平均客单价为 70 元，各品类毛利率为 30%-50% 不等，单店收入近 300 万元。

表 2 医药连锁业态对应各自收入、客单价

2017 年	HCA	爱尔眼科	通策医疗	美年健康	连锁药店 [#]
收入 (亿元)	2837.7	59.6	11.8	62.3	68.7
单店收入 (万元)	94906.4	7453.6	4369.4	2996.7	279.2
门诊量 (万人次)	862.4	507.6	157.8	2160.0+	
手术量 (万台)	148.2	51.8			
门诊平均客单价 (元)	32904	1175	748	289	67*

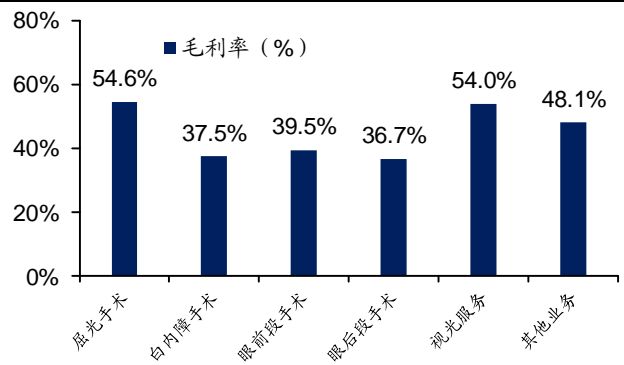
资料来源：Bloomberg，Wind，中国药店发展报告，海通证券研究所；备注：#为四大上市连锁药店平均水平：益丰药房、老百姓、大参林、一心堂，*为中国零售药店平均水平

图7 2018H1 爱尔眼科屈光业务占比 39%



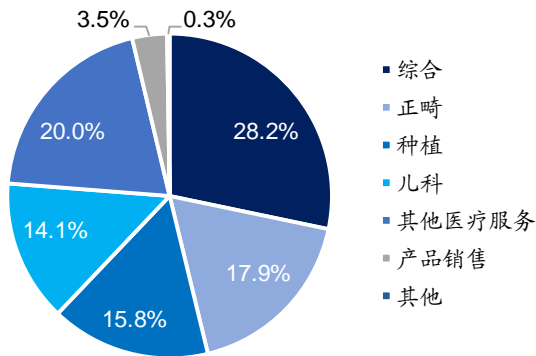
资料来源：爱尔眼科 2018 年中报，海通证券研究所

图8 2018H1 爱尔眼科屈光视光毛利率>50%



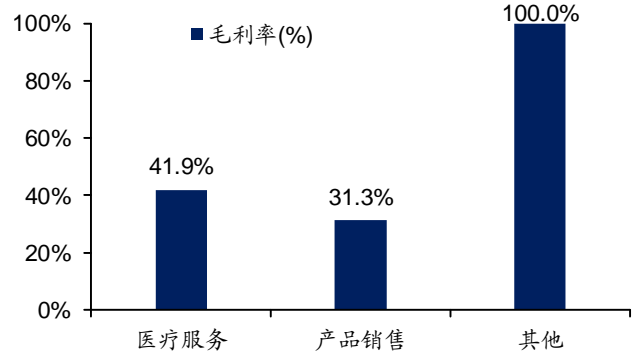
资料来源：爱尔眼科 2018 年中报，海通证券研究所

图9 2018H1 通策医疗口腔收入占比 > 1/3



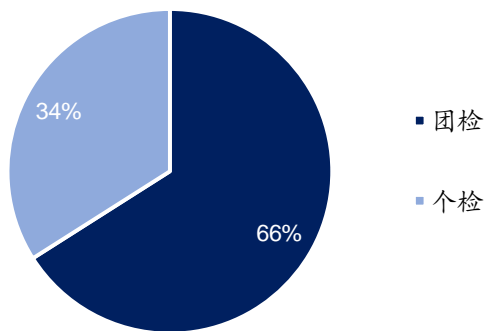
资料来源：通策医疗 2018 年中报，海通证券研究所

图10 2018H1 通策医疗医疗服务毛利率为 42%



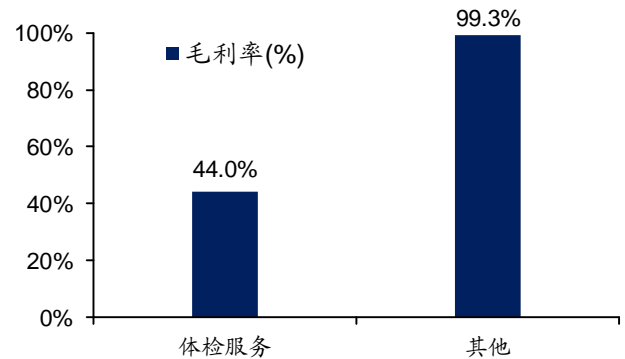
资料来源：通策医疗 2018 年中报，海通证券研究所

图11 2018H1 美年健康个检比例 34%



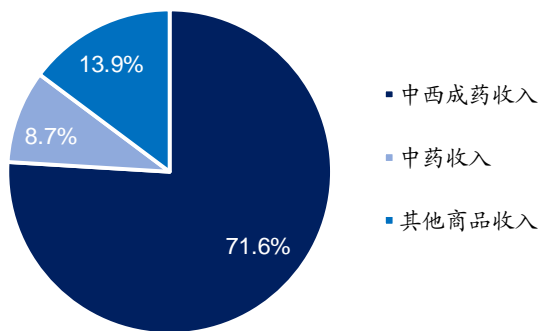
资料来源：美年健康 2018 年中报，海通证券研究所

图12 2018H1 美年健康体检毛利率为 44%



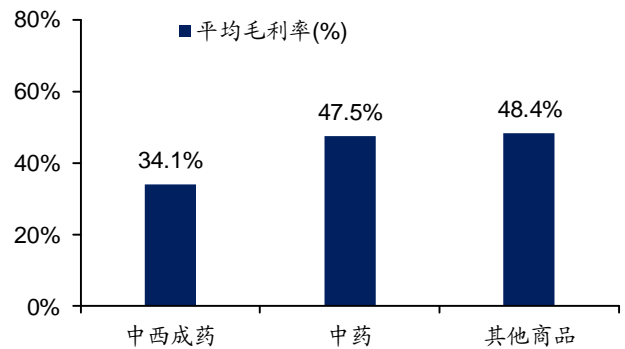
资料来源：美年健康 2018 年中报，海通证券研究所

图13 2018H1 上市连锁药店中西成药收入 > 70%



资料来源：益丰药房、老百姓、一心堂 2018 年中报，海通证券研究所

图14 2018H1 上市连锁药店品类毛利率 30-50%



资料来源：益丰药房、老百姓 2018 年中报，海通证券研究所

1.4 连锁扩张的根本是筑高企业壁垒

1.4.1 扩张的投入：单店配置影响成本分布

总体而言，单店配置上零售药店 < 口腔诊所 < 体检中心 < 眼科医院。1) 在营业面积和投资额方面，从药店、口腔、体检到眼科业态呈依次递增趋势。2) 医疗属性方面，药店 < 体检 < 口腔 ≈ 眼科，对应医药人员、设备配置递增，药店的药事服务能力更多起到轻问诊功能；体检中心目前阶段更倾向于疾病的检出服务，医疗环节更多在综合医院完成；口腔与眼科的医疗属性呈结构化分布，常规的洗牙美白和屈光手术偏消费属性，而口腔修复和眼病类则偏医疗属性。

表 3 医药连锁业态单店配置对比

	眼科	口腔	体检	零售药店
标签公司	爱尔眼科	通策医疗	美年健康	药店上市公司#
单店面积 (m ²)	4000-8000	200-1300	2000-4000	100-800
单店投资额 (万元)	2000-4000	200-1000	1000-2000	60-100
人员配置 (人)	100-300, 其中医生 30-50, 护士 60-100	5-25, 其中医生 1-5, 护士 2-15	70-150, 其中医生 15-30, 护士 30-60	3-20, 其中执业药师 1-8
设备配置	眼科手术显微镜、超声乳化仪等	牙科椅、根管治疗设备、牙片 X 线机等	MRI、DR、CT、超声仪等	药品货架、药店收银台、药店展示柜等
主要业务	屈光、视光、白内障、眼前、后段手术等	义齿、补牙、牙桥、正畸、种植等	常规体格检查、实验室检查、医学影像学检查、电生理检查等	中西成药、中药、医疗器械、保健品等

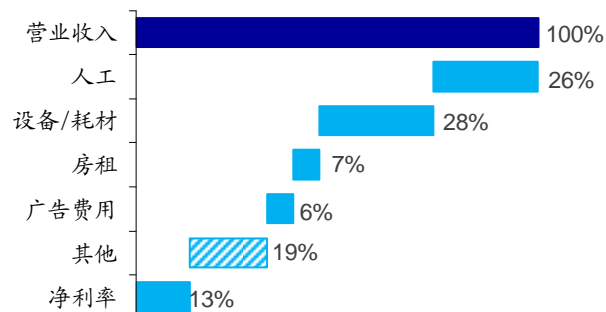
资料来源：深圳爱尔眼科医院建设项目可行性研究报告，同步齿科招股书，慈铭体检招股说明书，健之佳招股说明书，海通证券研究所；备注：#为四大连锁药店：益丰药房、老百姓、大参林、一心堂

成本分布上各有轻重。我们将标签公司及单个门店的成本进行分拆，发现：1）人力成本占比口腔最高。口腔医院因对医生个人依赖度更高，表现为高人工占比，其他业态的人工占比相对较低；异常值中美年健康的人工成本占比较高因 2017 年在职员工较多，单个药店的人工成本占比高主要因成本基数小。

2）装修及租金成本占比眼科最高，药店次之，口腔最低。因眼科医院因对营业场所改造要求较高，故该项成本占比最高；药店因门店面积小及基数原因，装修及租金占比高；口腔的租金成本低由其区域化和中心化属性决定。

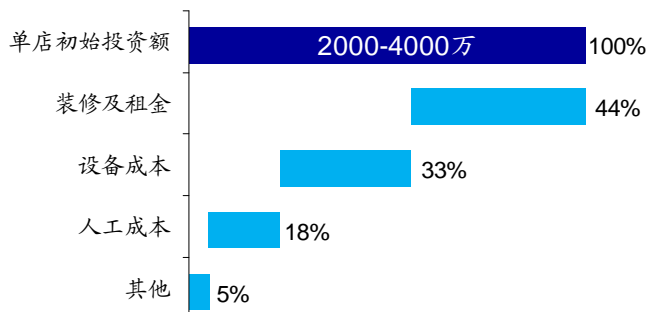
3）设备耗材成本占比医疗服务均较高，药店较低；广告费用占比口腔、药店较低。眼科、口腔、体检等配置多种医疗设备故该成本占比较高，口腔、药店因其业务属性要求覆盖目标人群较小，广告费用占比相对较低。

图15 爱尔眼科整体费用分拆



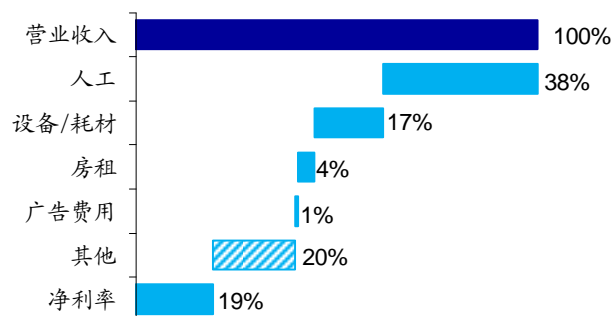
资料来源：爱尔眼科 2017 年报，海通证券研究所

图16 单个眼科医院投资成本分拆



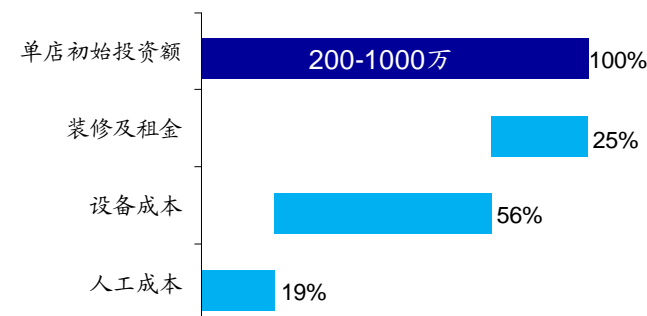
资料来源：深圳爱尔眼科医院建设项目可行性研究报告，海通证券研究所

图17 通策医疗整体费用分拆



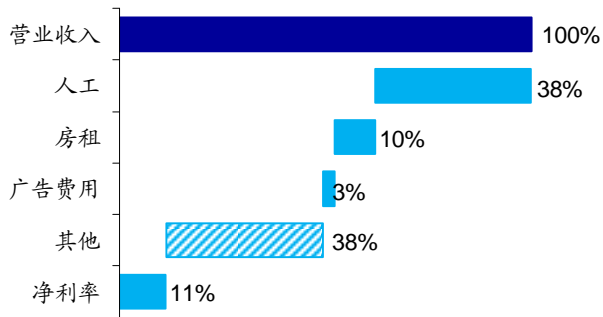
资料来源：通策医疗 2017 年报，海通证券研究所

图18 单个口腔医院投资成本分拆



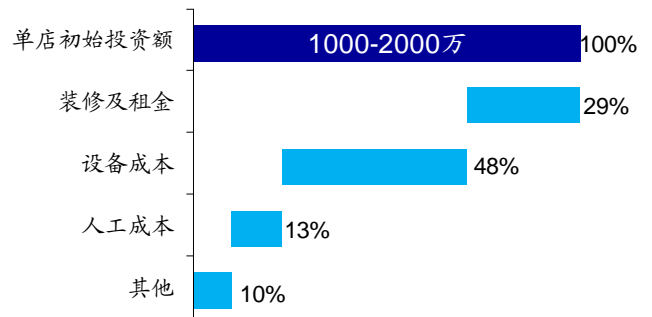
资料来源：同步齿科招股书，海通证券研究所

图19 美年健康整体费用分拆



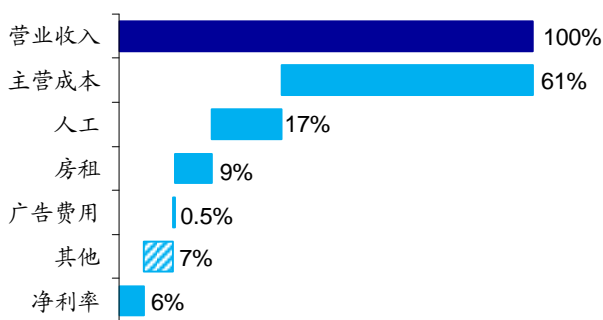
资料来源：美年健康 2017 年报，海通证券研究所

图20 单个体检中心投资成本分拆



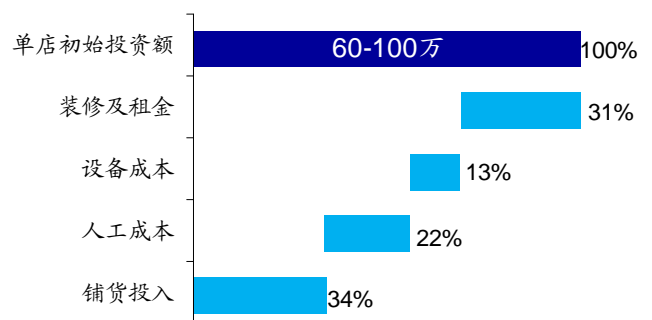
资料来源：慈铭体检招股说明书，海通证券研究所

图21 连锁药店整体费用分拆



资料来源：四大连锁药店 2017 年报，海通证券研究所

图22 单个零售药店投资成本分拆



资料来源：健之佳招股说明书，海通证券研究所

1.4.2 扩张的根本：筑高进入壁垒

连锁扩张的根本在筑高进入壁垒。新建单店的投入和配置已了然，而连锁并不是无章法、无休止的扩张。新建单店的初始投入决定了行业是 1000 个还是 100 个参与者，决定了行业是相对离散还是集中。而改变原有的成本结构，筑高进入壁垒则是从 1000/100 走向 1 的实现路径。如果连锁扩张的初始投入较低，那么众多竞争者都可以在不追加高额投入同时扩张经营，行业会保持众多“孤岛”的分散格局；反之如果连锁扩张的投入天然较高或被人筑高，则众多单体竞争者无法越过连锁扩张这个门槛，因为他们需要覆盖巨大的投入成本才能实现盈利复制，只有头部公司才能跨区域扩张并增强规模效应。我们认为，医药连锁业态可以在品牌、人才、服务体系、供应链管理等方面筑高企业的进入壁垒，并塑造自身的核心竞争力。

2. 核心竞争力剖析：是什么、为什么、怎么办？

2.1 是什么？——品牌、人才、服务、供应链

我们认为，医药连锁业态的核心竞争力体现在品牌、人才、服务体系、供应链四个方面。对于眼科、口腔、体检、药店而言，业态属性和初始投入已决定了行业是相对离散还是集中，而品牌知名度、强大的人才供应、高效的医疗服务体系、高水平的供应链管理，均是企业自身可以选择并筑高的进入壁垒，并由此形成核心竞争力。

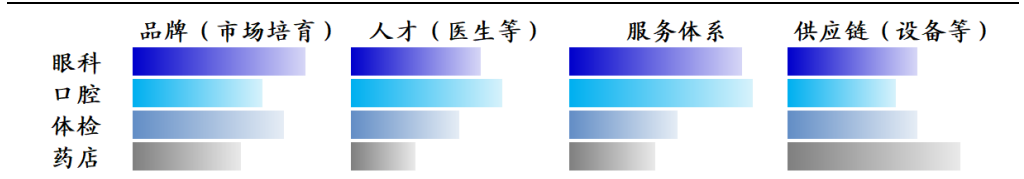
1) 品牌：医疗品牌与消费品牌不同，需要更长期的培养。由于民众更信任公立医院，民营医疗机构、连锁药店建立品牌需要非常长的时间和大额的资金投入，但一旦形成了也就是很高的壁垒。小公司很难做品牌，个体医生也很难突破执业半径，连锁医院及药店在具有行业口碑和美誉的情况下，获客成本等业态拓展的边际成本降低，因此结合各个业态的属性，我们认为爱尔眼科、美年健康、连锁药店必须走上跨地域扩张之路来培育市场品牌，通策医疗也应该选择浙江区域深耕。反之，对品牌的伤害也需要较长时间去恢复。

2) 人才：人力成本实际是医疗、医药服务中最重要的成本。人力成本表面上看是薪酬，通过股权、期权、合伙人等各种方式解决；但还有更核心的是，职业上升通道、培训体系、是否有教学医院等。充分的激励机制、完善的培养体系和强大的科教实力，是小医药机构很难形成，而大型医药连锁业态得天独厚的优势。

3) 服务体系：打造高效化和可复制的服务体系，将单体门店的成本从线下挪到线上实现集约化管理，比如①降低非医疗流程占用的时间成本，让医疗流程发挥最高效率（例如 DSO）；②让患者在线上进行全流程的体验和管理。借助互联网的力量进行边际改善，可以打造简单化、专业化、标准化的服务体系，将线下的可变成本转移至线上的固定成本。

4) 供应链：无论是激光设备、牙椅、核磁，还是药品供应成本，成为市场强势的买单方后，对上游的议价能力均会增强，从而降低每一家门店的边际成本。因供应链管理在医药连锁业态中有较高相似度，我们将在“2.2.3 零售药店的核心竞争力是什么？”中进行阐述。

图23 医药连锁业态对四个因素的依赖度



资料来源：海通证券研究所；数据估算来自海通证券

2.2 为什么？——对爱尔眼科、通策医疗、药店行业的归因分析

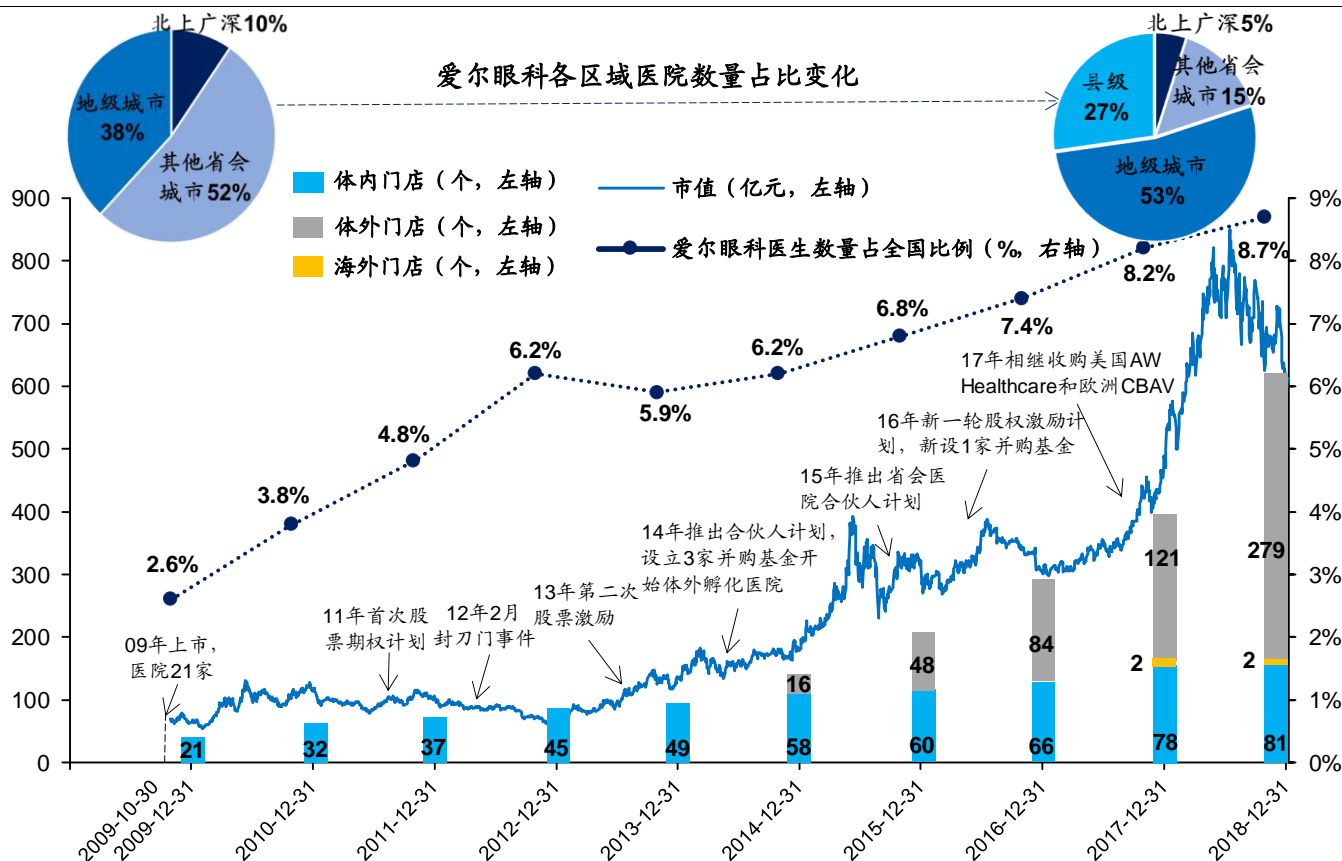
爱尔眼科为何实现 9 年 9 倍市值增长，通策医疗何以在烧钱的连锁口腔领域实现盈利，零售药店的核心竞争力是什么？我们基于品牌、服务、人才、供应链四个因素进行归因分析，并回答对以上 3 个问题。

2.2.1 爱尔眼科市值缘何 9 年增长 9 倍？

尽管眼科医院的初始投入相对较高，行业依旧有众多竞争者：普瑞眼科、华夏眼科、新视界等，而爱尔眼科缘何实现了 9 年 9 倍的增长，从 2009 年刚上市 21 家眼科医院成长为全球最大的连锁眼科医疗机构？我们认为公司的核心竞争力体现在分级连锁模式塑造品牌、完善的人才培养体系和激励充分的机制，公司上市以来高速成长的 9 年，也是

医院个数和医生数量迅速提升的过程。

图24 爱尔眼科市值9年9倍增长伴随着医院和医生迅速增加

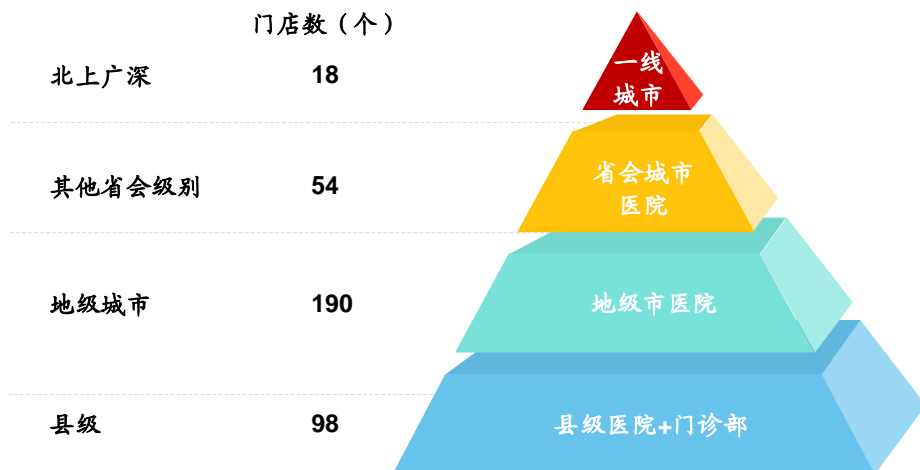


资料来源：公司年报，海通证券研究所；海外门店即 CBAV 和 AW Healthcare 归为两家

1) 品牌—分级连锁模式+并购基金助力

分级连锁塑造品牌，并购基金助力扩张。与历史悠久、实力雄厚的公立眼科医院如北京同仁、中山眼科、复旦耳鼻喉等深耕区域市场积累口碑相比，爱尔眼科的品牌塑造路径为跨区域多点布局、覆盖广大人群，并凭借专业的服务迅速地培养品牌，成为民营眼科中唯一的全国性品牌企业。爱尔眼科自 2014 年成立多个并购基金以来，加速扩张提前实现产业链卡位，打造 4 级分级连锁机制，一线城市医院定位国际一流水平，省会定位疑难杂症诊疗中心，地级市定位当地领先，县级医院定位基层眼科中心。鉴于爱尔眼科医院的良好复制性，分级连锁和品牌塑造之间形成了正反馈。

图25 爱尔眼科打造分级连锁模式



资料来源：天眼查，海通证券研究所；备注：天眼查医院只表示注册，并非均已开业，数据截至 20181231

图26 爱尔眼科并购基金助力分级扩张

爱尔东方合伙并购基金	华泰并购基金	湖南爱尔中钰眼科医疗产业并购投资基金	华泰瑞联二期产业并购基金	南京爱尔安星眼科医疗产业投资中心	湖南亮视交银眼科医疗合伙企业	湖南亮视长星医疗产业管理合伙企业	湖南亮视长银医疗产业投资基金合伙企业
投资领域：并购及新建眼科医疗机构	投资领域：医疗服务及医药、TMT、大消费、环保等行业	投资领域：眼科专科医院及其供应链服务	投资领域：A股并购、中概股私有化、国企改革	投资领域：新建眼科医院、上游企业、相关产业投资	投资领域：医院投资管理、医院经营管理咨询、股权投资	投资领域：眼科医院、眼视光门诊部等进行投资和管理	投资领域：眼科医院、眼视光门诊部、眼科上游企业及相关产业
存续期：3+1年	存续期无明确规定	存续期：5+2年	存续期：5+2年	存续期：5年	存续期：5+2年	存续期：5年	存续期：5年
规模2亿元，占比10%	规模10亿元，占比10%	规模10亿元，占比9.8%	规模100亿元，占比2%	投资规模10亿元，占比19%	不超过20亿元，占比19.5%	规模10亿元，占比19%	规模10亿元，占比19%

资料来源：爱尔眼科招股说明书、2009-2017 年报，海通证券研究所

2) 人才—激励充分的机制+完善的培养体系

股权激励计划覆盖广，激励足。公司分别于 2011 年、2013 年、2016 年实施了三次股权激励计划，覆盖公司高管、核心管理和技术人员合计超 2000 人次，股票份额分别占当时总股本的 3.4%、1.5%、2.2%。前复权后，三次股权激励的价格分别为 4.93 元/股、1.67 元/股和 6.22 元/股，相较公司目前股价激励充分。

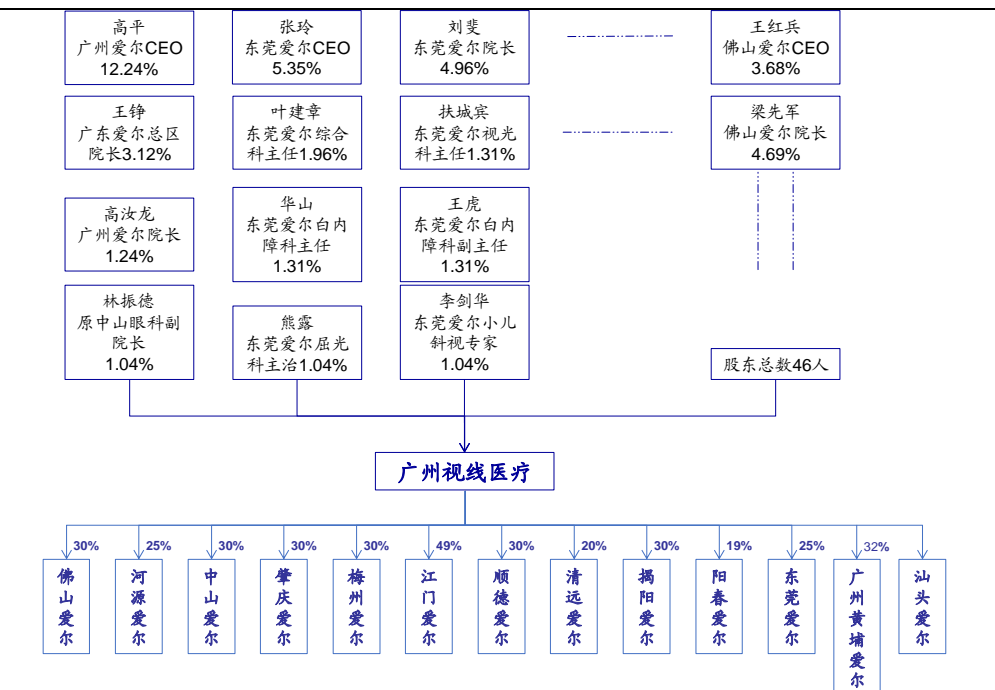
合伙人计划实现充分激励同时加速扩张。爱尔眼科自 2014 年起实施合伙人制度，人员包括对新医院发展有较大作用的总部及省区、上级医院和新医院的核心人才、及未来拟引进的重要人才。合伙人通过参股新医院，一般经营期 3-5 年后由上市公司收购实现合伙人退出。截至 2018 年 9 月，爱尔眼科“合伙人”计划共覆盖了 129 家医院，惠及千余名眼科医生，合伙人的个人年度总收入相比加入爱尔眼科之前的年收入平均超过了 3 倍，最高达 14 倍。合伙人计划有助于加强各级医院合作、加速外延扩张，以广州视线医疗为例，广东省 20 家地级市爱尔眼科医院中，13 家为合伙人计划参股。

表 4 爱尔眼科股权激励方案覆盖广，激励足

	2011 年股票期权（1+6 年）			2013 年限制性股票（1+3 年）			2016 年限制性股票（1+4 年）		
行权价格	4.93 元			1.67 元			6.22 元		
激励结构	人数	占本次计划	占当时总股本	人数	占本次计划	占当时总股本	人数	占本次计划	占当时总股本
高管	5	30.2%	1.0%	6	6.3%	0.1%	7	2.8%	0.1%
中层管理+核心技术人员	193	69.8%	2.4%	252	83.7%	1.2%	1578	88.5%	2.0%
预留股份				10%	0.2%		8.7%	0.2%	
合计	199	100%	3.4%	258	100%	1.5%	1585	100%	2.2%

资料来源：爱尔眼科 2011 年股票期权激励计划，2013 年限制性股票激励计划，2016 年限制性股票激励计划，海通证券研究所

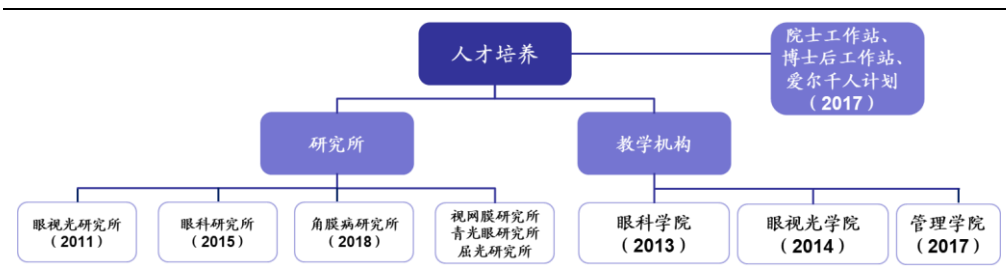
图27 广州视线医疗合伙人计划参股 13 家地市爱尔眼科医院



资料来源：天眼查，海通证券研究所；截至 20181231

爱尔眼科在人才上的另一突出优势是完善专业的培养体系。疑难眼病类相比屈光视光类业务更依赖专业医生，而医生除了薪酬激励外，更看重职业上升通道、科研教学实力、学术交流平台等，爱尔眼科打造了头部拔尖、基础扎实的人才培养体系，国际化及科教研水平高，某些方面媲美甚至超越顶级公立医院，显著增强了对医生的吸引力。公司依托两站（院士专家工作站、博士后科研流动站协作研究中心）、三院（中南大学爱尔眼科学院、湖北科技学院爱尔眼视光学院、爱尔管理学院）、六所（眼视光研究所、眼科研究所、角膜病研究所、视网膜研究所、青光眼研究所、屈光研究所）的科研学术平台，全面推动‘产、学、研’一体化的布局，并凭借 CBAV、AW Healthcare 等旗下医院增强国际化影响力。公司学术成果丰硕，2018 年全国眼科大会，爱尔眼科论文数量占比 23%（2388/ 10597）。

图28 爱尔眼科打造产学研一体化的人才培养体系



资料来源：爱尔眼科 2017 年报，爱尔眼科官网，眼界，海通证券研究所

表 5 2013-2018 爱尔在眼科学术大会的投稿量逐年增加

年份	爱尔投稿（篇）	稿件总数（篇）	占比
2013	891	-	-
2014	1014	7500	13.5%
2015	1212	-	-
2016	1418	-	-
2017	1767	10146	17.5%
2018	2388	10597	22.5%

资料来源：爱尔眼科官网，证券日报网，搜狐财经，爱尔眼科 2015 年一季报、2016-2017 社会责任报告，上海市五官科医院官网，海通证券研究所

2.2.2 通策医疗何以实现盈利？

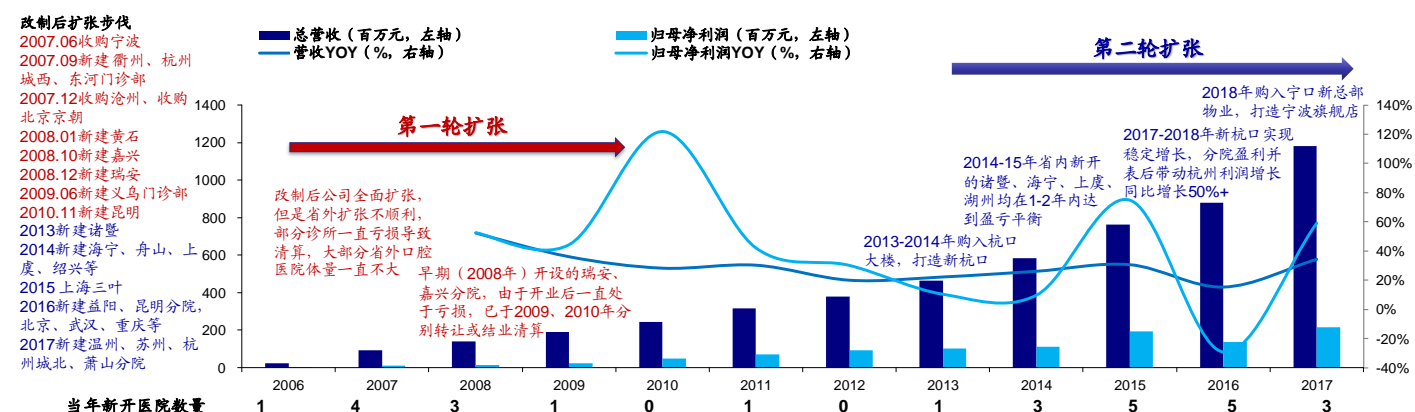
无论是曾扩张至近百家门店又亏损收缩的佳美口腔，还是坐拥全国 53 家医院+159 家诊所，营收 14 亿元亏损 8 亿元的拜博口腔，或是在山东各地市扩张至 13 家直营医院却亏损扩大的可恩口腔，民营口腔医院在异地扩张时总是难以盈利，而通策医疗在浙江省内开设多家分院的同时却可以达 19% 的销售净利率（以上均为 2017 年数据）。我们认为通策医疗的核心竞争力体现在“区域总院+分院”塑造品牌，及在此基础上的合伙人制度绑定核心人才。

1) 品牌—区域总院+分院

区域化扩张是塑造口腔品牌的最优路径。口腔医疗服务的区域属性明显，服务半径相对小，主要因①对医生依赖程度高导致复制性较弱，②行业离散、竞争激烈导致用户对口腔品牌的认知无法跨区域。因此，口腔医疗服务与其他医药连锁业态的最大区别在于其最优路径是区域化中心化发展。（短期内不考虑技术进步使得设备大幅取代人工，从而增强业务可复制性）

跨区域难以培养品牌，通策医疗第一轮扩张收效甚微。通策医疗 2006 年参与原杭州口腔医院改制后进入口腔医疗领域，但省外的全面扩张并不顺利，分散化扩张、品牌弱化导致获客成本上升，部分诊所一直亏损导致清算，大部分省外口腔医院体量一直不大。早期（2008 年）开设的瑞安、嘉兴分院，因开业后一直亏损已于 2009、2010 年分别转让或结业清算；京朝口腔于 2016 年转让给诸暨通策口腔医疗投资基金合伙企业（体外培养）。沧州口腔 2015-2017 年营收保持在二千多万，增长乏力；黄石现代口腔医院有限公司 2016-2017 年两年处于亏损状态；昆明口腔改制后 2017 年营收保持在 4600 万左右，但费用高启，2017 年净利润 136 万。

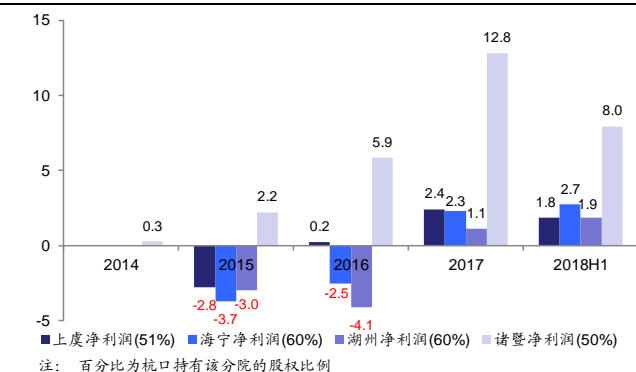
图29 通策医疗依托杭口成功开始新一轮扩张



资料来源：通策医疗 2006-2017 年报，2017-18 半年报，海通证券研究所

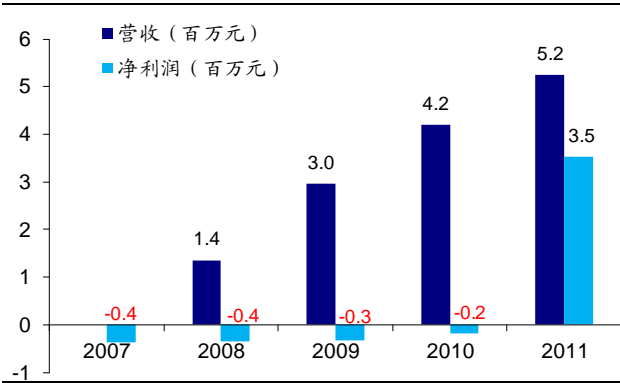
回归“总院+分院”模式强化区域品牌，通策医疗第二轮扩张快速盈利。2013 年起通策医疗从省外大幅扩张开始回归“区域总院+分院”模式，依托杭口中心旗舰店的当地品牌，公司在浙江省内的杭州、宁波、诸暨、衢州、义乌、舟山、宁海等地陆续开设多家分院，省内诊所依托杭口品牌快速盈利，稳定扩张。强主力基站+卫星布点共建区域品牌，2014 年起通策医疗在浙江省内新开医院的盈利速度明显加快：2014-15 年省内新开的诸暨、海宁、上虞、湖州均在 1-2 年内达到盈亏平衡，2018H1 收入端诸暨分院同比增长都超 38%、海宁分院同比增长 39%、上虞分院同比增长 47%、湖州分院同比增长 43%。与 2007 年设立的衢州医院四年达到盈亏平衡相比，区域分院盈利速度明显提升。

图30 2014-15 年省内新开分院盈利周期缩短（百万元）



资料来源：通策医疗 2014-17 年报、2018 半年报，海通证券研究所

图31 衢州分院开业后 5 年才扭亏为盈

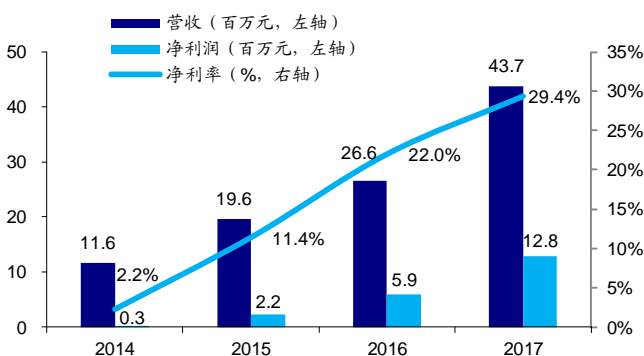


资料来源：通策医疗 2007-11 年年报，海通证券研究所

2) 人才—员工合伙人制提高积极性

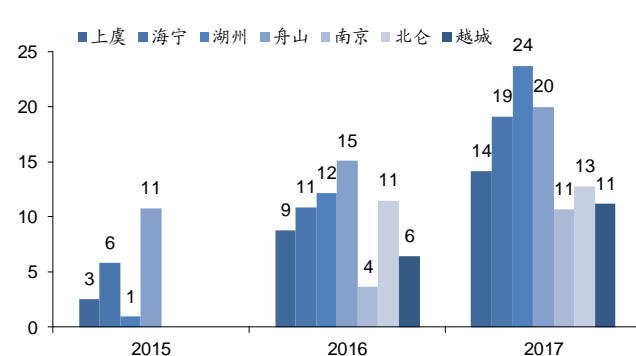
合伙人制绑定核心员工，区域分院收入快速爬坡。公司通过设立员工基金参与投资新建医院项目，将核心员工的利益与分院发展绑定，充分激发员工积极性。公司 2013 年报披露，由全资子公司通胜医疗与 42 名员工共同设立杭州赢湖创造、杭州赢湖共享，参与对分院的投资。自 2013 年 12 月设立诸暨口腔医院起，公司后续设立的医院基本都有赢湖创造、赢湖共享参与投资，包括诸暨、海宁、舟山、上虞、越城、湖州、嵊新、南京、北仑、萧山等分院。另外部分新建医院还向核心管理团队和技术人员开放投资认购，如宁口部分核心员工出资 20% 参股舟山分院，城西部分核心员工出资 20% 参股湖州分院，从而实现重要员工合伙人制，绑定医院核心人才，增强区域医院合作，极大提高了分院盈利增速。诸暨分院设立 1 年之内即实现盈亏平衡，2015 年以后开设的其他合伙人制分院也表现出更高的营收增速（平均营收增速 2016 年高达 391%，17 年高达 78%），与公司原有医院相比，实行合伙人制的新建分院营收增速高、实现盈亏平衡的速度快，体现出显著优势。

图32 诸暨分院开业后净利率迅速提升



资料来源：通策医疗 2014-2017 年报，海通证券研究所

图33 其他合伙人制分院营收快速增长（百万元）



资料来源：通策医疗 2015-2017 年报，海通证券研究所

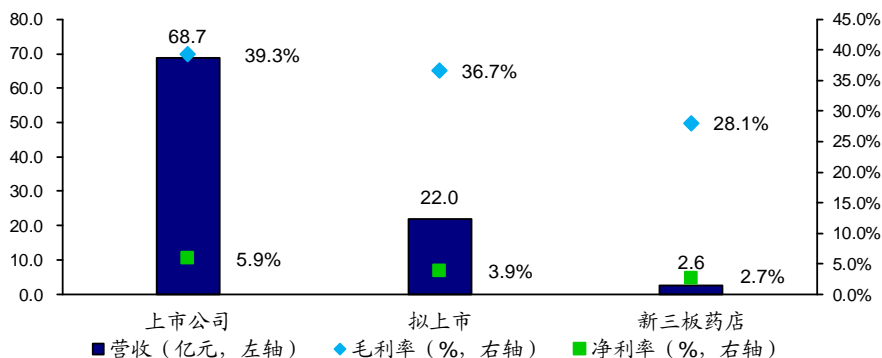
2.2.3 零售药店的核心竞争力是什么？

零售药店在医药连锁业态中初始投入最低，目前医疗服务属性相对最弱，行业离散程度相对最高（据中国药店发展报告 2017 年全国近 45 万家药店），挣的是“辛苦钱”。从表现上看，考虑人员成本、税务成本等，规范经营的药店龙头并非比部分单体店更有优势。那么在药店行业中如何形成连锁巨头？穿透坪效、店效、费用率等表面指标的简单对比，我们认为零售药店的核心竞争力体现在供应链管理增强规模效应、和更专业化高效化的服务两方面。

1) 供应链管理—新建+并购增强规模效应

零售药店是典型的“向规模要经济”的行业，供应链管理是第一竞争力。供应链管理包括带规模向上游议价+高周转+精细化管理等，目的是提高营收规模和运营效率，从而压缩边际成本赚取利润。我们认为，在运营效率相近时，供应链管理的首要因素是营收规模，企业的规模越大，对上游供应商的议价能力和自身渠道价值越大，边际成本越低，因此规模越大的药店企业盈利能力越强。2017 年零售药店上市公司平均营收为 69 亿元，其平均毛利率 39.3%，净利率 5.9%，显著高于拟上市药店（漱玉平民和健之佳等）和新三板药店（上元堂、恒康药房等）的盈利水平，因上市药店公司当年新建门店亏损拉低表观净利率，我们认为实际上成熟门店的净利率应更高。

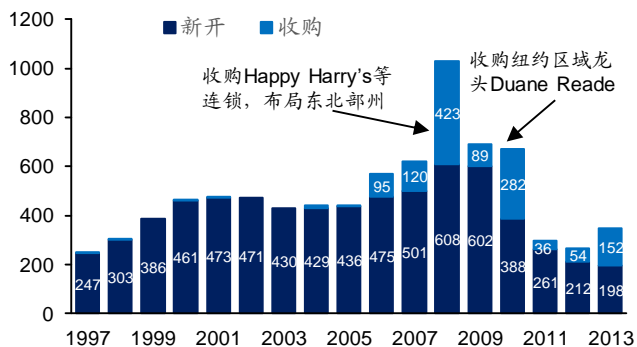
图34 零售药店行业规模效应显著



资料来源：Wind，《中国药店》，海通证券研究所

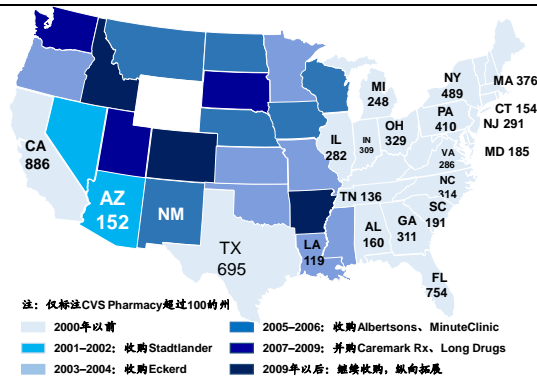
新建和并购共同决定企业的规模扩张能力。规模效应的前提是规模，连锁药店企业通过新建和并购扩张门店版图。我们认为，连锁药店的扩张能力本质上是其区域资源锁定的能力，参考美国连锁药店巨头 WBA 和 CVS，无论是新建门店在当地强势市场继续加密，还是凭借优秀的并购整合能力在异地跑马圈地，均是实现规模扩张的重要途径。

图35 2014 年以前 WBA 门店扩张以自建为主 (个)



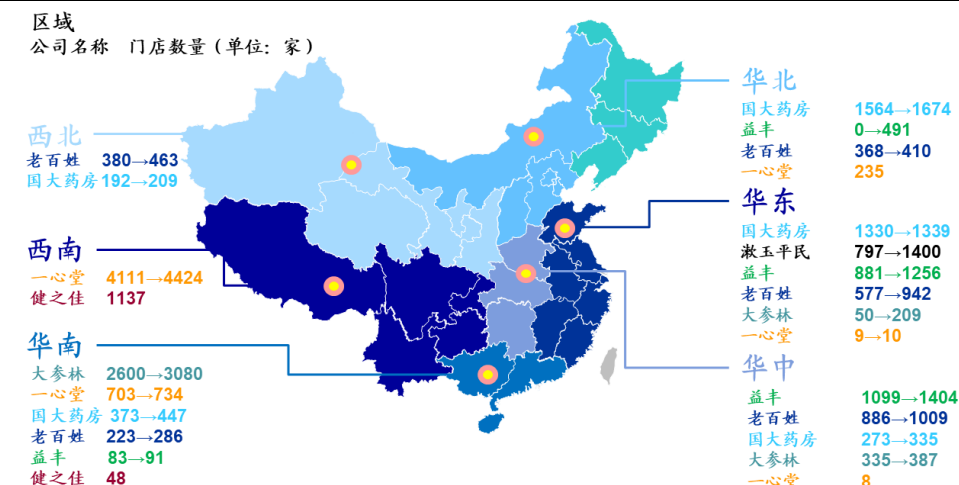
资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

图36 CVS进入各州时间及2018年门店数(个)



资料来源: CVS 官网 (截至 20190129), 2000-2017 年报, 海通证券研究所

图37 国内零售药店龙头扩张版图（2017A→2018Q3）

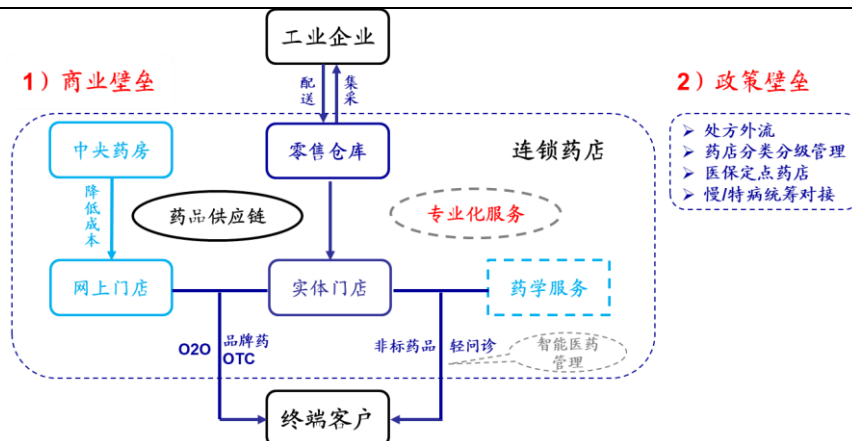


资料来源：益丰药房、老百姓、大参林、一心堂 2018 年三季报，国药一致 2018 年中报，漱玉股份、健之佳招股说明书；国大药房、益丰药房含加盟店，国大药房统计的华北地区包括辽宁省；海通证券研究所

2) 服务—专业化、高效化

专业化服务是连锁药店更强的核心竞争力。我们认为，供应链管理增强规模效应是连锁药店行业的本能，而专业化、高效化的服务是更深层次的护城河，需要更多时间精力的投入，而一旦架构好也会增强对终端客户的黏性，加码“轻问诊”功能增强企业的竞争力。随着小规模纳税人减税、处方外流、药店分级分类管理、医保政策等相对提高了单体药店、小连锁的经营成本，恰好是连锁药店龙头抓住机会增强专业化服务的窗口期。

图38 连锁药店核心竞争力：专业化服务是下一个挖掘方向



资料来源：海通证券研究所

2.3 怎么办？——医药连锁公司的下一步发展策略

医药连锁公司在品牌、服务体系、人才和供应链四方面各擅胜场，已有的竞争力是未来发展不可或缺的因素，而待挖掘的、驱动下一轮高速发展的核心竞争力更值得期待。爱尔眼科的下一步增长空间在哪里？通策医疗如何强化区域内的竞争力？美年健康在广州事件后的破局之路怎么走？连锁药店如何应对外来资本、医药电商的竞争？我们将对各个公司的下一步发展策略进行探讨。

2.3.1 爱尔眼科——县级医院、品类拓展

县级医院和品类拓展是爱尔眼科下一阶段的重要驱动力。截至 2018 年底，爱尔眼科的医院已进驻 190 个地级市（天眼查数据，仅注册），我们认为县级医院是下一个蓝海市场，根据我们测算 109 家县级医院+456 家门诊部的布局将再造一个爱尔眼科。另一方面，老花三焦晶体、角膜塑形镜等品类拓展将拉动单店营收增速，未来将受益于需求端的支付能力提升，以及供给端的产业链延伸。最后，随着爱尔眼科规模的扩大，公司也具备控制供应链的条件和需求，而这也将展现显著的规模效应。

1) 县级医院，下一个蓝海市场

县级医院，品牌建设的下一个蓝海市场。爱尔眼科目前基本在地级市完成了布局，而县级医院正处于开发初期。我们预计县级医院、门诊部可以自行消化白内障+视光业务，其他业务如屈光、眼病等可向上级医院转诊。经过我们测算，百万人口的县级城市的眼科医疗市场收入容量超 5 亿元。县级医院作为分级连锁体系中的基层眼科中心，是爱尔眼科品牌下沉的蓝海市场。

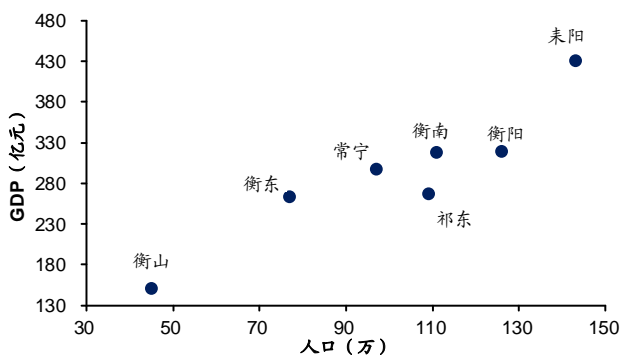
表 6 百万人口的县级眼科市场空间超 5 亿元

	人口（万人）	发病率	潜在患者人数（万人）	平均治疗费用（元/人）	潜在市场空间（亿元）
视光-近视眼镜（6-40 岁）	100*46.59%	50%	23.35	500	1.17
白内障（60 岁以上）	100*17.33%	80%	13.84	3000	4.16
合计					5.33

资料来源：国家统计局，中国产业信息网、人民日报，有问必答网，海通证券研究所；仅考虑白内障+视光业务，视光业务暂不考虑角膜塑形镜

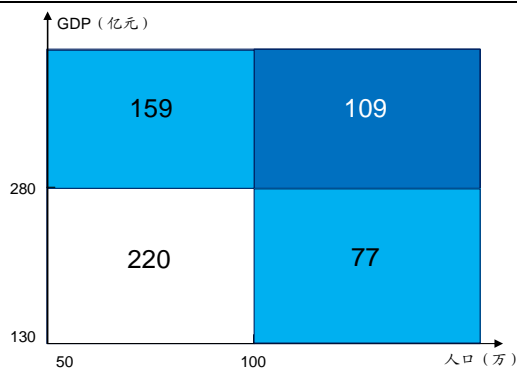
县级医院全国布局成熟可再造一个爱尔眼科。参照湖南耒阳县级医院和武汉青山区门诊部，我们假设未来同等人口、经济水平的县可达到相等水平：我们假设成熟期的县级医院、门诊部营业收入预计 2000 万、800 万元，净利率对应 20%、25%。根据衡阳地区情况，假设人口大于 100 万且 GDP 大于 280 亿元的县可布局 1 家县级医院，人口大于 50 万或 GDP 大于 280 亿元的县布局 1 家门诊部，则全国未来可布局 109 家县级医院、456 家门诊部。在当前市场需求下，成熟布局的县级市场将为爱尔带来 58.28 亿元营收、12.75 亿元净利润。参照 2017 年经营状况，县级市场布局成熟将在营收和盈利上再造一个爱尔眼科。

图39 衡阳各县人口、经济水平



资料来源：Wind，海通证券研究所

图40 全国各人口、经济水平的县数量（个）



资料来源：Wind，海通证券研究所

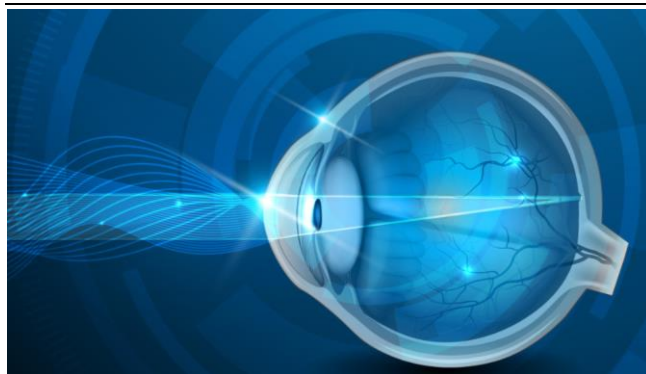
2) 品类拓展，提升单店增速

除了连锁扩张的四要素，品类拓展将成为爱尔眼科单店盈利的重要驱动力。在现有的屈光、视光、白内障、眼病业务上，我们认为细分领域的品类拓展拥有巨大潜力。例

如三焦点人工晶体老花眼治疗手术，单价可达数万元，高于屈光手术的 ICL 客单价；视光业务的角膜塑形镜，客单价可超一万元，2 年左右重配一副。无论是需求端的支付能力提升，还是供给端的产业链延伸，品类拓展都会显著提升单店营收增速，驱动爱尔眼科进一步的高速发展。

图41 老花三焦晶体示意图


资料来源：烟台大众网，海通证券研究所

图42 角膜塑形镜矫正效果图


资料来源：AAOMC，海通证券研究所

图43 爱尔眼科目前 10 年以上老店增速仍维持 15%-20%左右

	注册时间	营业收入同比增速														
		第1年	第2年	第3年	第4年	第5年	第6年	第7年	第8年	第9年	第10年	第11年	第12年	第13年	第14年	第15年
武汉	2003					33%	20%	15%	25%	21%	16%	20%	16%	9%	6%	18%
成都	2003					38%	9%	38%	27%	45%	7%	17%	3%	30%	24%	26%
衡阳	2003					19%	36%	29%	32%	32%	29%	19%	17%	13%	18%	22%
长沙	2004				21%	14%		27%	20%	7%	18%	18%	19%	10%	20%	
株洲三三一	2004					125%	29%	19%	23%	12%	18%	11%	14%	11%	16%	
沈阳	2005				107%	76%	32%	20%	7%	17%	3%	18%	14%	13%		
上海	2005			62%	21%	13%					51%	49%	9%			
西安古城	2005										9%	32%	24%			
重庆	2006		199%	40%	22%	35%	37%	26%	5%	23%	48%	-2%	23%			
合肥	2007		58%	26%	6%											
广州	2008			38%	42%	10%	20%	18%	34%	28%	34%					
怀化	2011				24%	25%	33%									
兰州	2012			36%	38%	20%										
深圳	2013		597%	116%	31%	37%										
东莞	2014			128%	98%											
营口	2014		339%	3%												
娄底	2014			64%												
湘西	2015		62%													
孝感	2015		114%													
收入平均同比增速			228%	57%	41%	37%	27%	24%	22%	23%	23%	20%	16%	14%	17%	22%

资料来源：爱尔眼科招股说明书、2009-2017 年报，海通证券研究所

2.3.2 通策医疗——服务体系（DSO）、技术突破

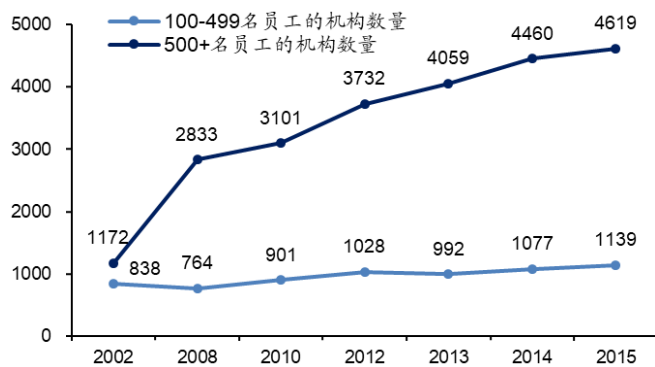
“区域总院+分院”培养区域品牌对总院的品牌知名度、服务能力、医生水平的要求非常高，这样区域分院才有可能在短期内实现良好复制，共享品牌资源，占领市场份额。而在区域化之外，参考美国 DSO 推动口腔市场集中度提升，我们认为服务体系是通策医疗的待挖掘竞争力；同时，拉长时间维度来看，技术突破有望减少口腔医院对医生的依赖，增强业态的可复制性。

1) 服务体系—加强版“DSO”

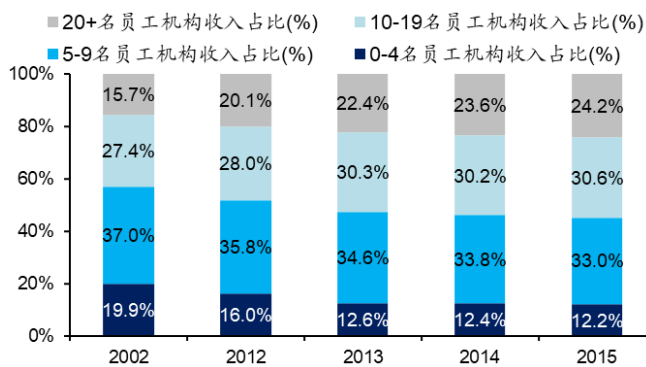
2002-2015 年美国口腔市场集中度持续提升。期间大型口腔连锁的企业数量增速远超小型口腔诊所门店，雇员人数 > 500 人的大型口腔连锁企业数量从 2002 年的 1172 家增长至 2015 年的 4619 家，增速高至 294%，同期雇员人数 < 500 人的小型口腔门店增速仅 36%。同时，2002-2015 年雇员人数 > 500 人的大型口腔连锁企业的机构占比、员工占比、年收入占比均持续提升，呈现强者恒强趋势。

非医疗流程集约化是推动美国口腔市场整合的重要因素。DSO（Dental Service

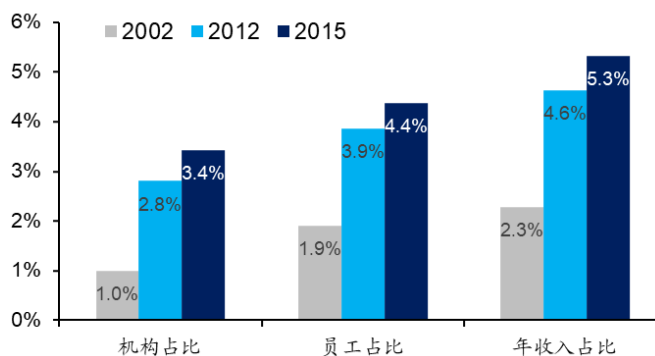
Organization) 即口腔医疗服务组织, 为口腔医生与口腔诊所提供的非临床服务的运营管理公司的通称。DSO 为单体口腔诊所提供的服务涵括: 人力资源与行政管理、市场营销与广告、IT 及 HIS 系统、设备管理(设备采购、数字化升级)、采购服务、会计及保险服务等。DSO 将非医疗流程集约化管理, 相当于降低单个门店可变成本, 从而赋予口腔门店以下优点: 单位获客成本显著降低、更广泛的口腔服务、保险谈判优势巨大、采购商品议价能力明显增强。

图44 2002-15 年美国大型口腔连锁增速远超小型门店(家)


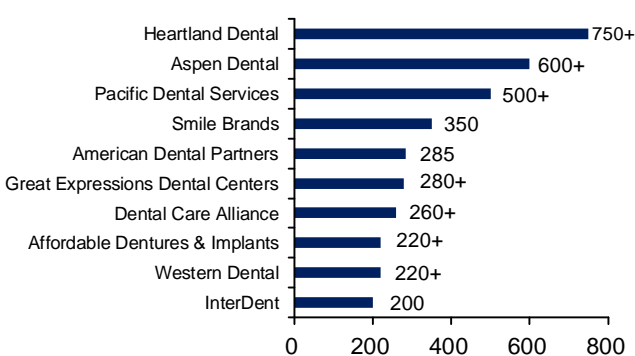
资料来源: Statistics of U.S. Businesses, 海通证券研究所

图45 2002-2015 年美国大型口腔连锁产值显著增加


资料来源: Statistics of U.S. Businesses, 海通证券研究所

图46 2002-2015 大型口腔连锁(500+员工)呈强者恒强趋势


资料来源: Statistics of U.S. Businesses, 海通证券研究所

图47 2017 年美国前十大 DSO 诊所数量均>200(家)


资料来源: Becker's Healthcare, 海通证券研究所

通策医疗“蒲公英计划”类似加强版的 DSO, 成功培养将强化公司竞争力。公司与杭州口腔医院集团联合发起“蒲公英计划”: 由杭口集团在浙江省内的各县市区, 联合各地有威望的优秀口腔医生, 投资建设杭口口腔医院分院, 其中杭口集团提供品牌、人才、管理、财务等支持。“蒲公英计划”规划未来 3-5 年在浙江省内建设 100 家分院, 主要覆盖浙江省内的县(市、区)及重点乡镇。与美国大部分 DSO 保留自身品牌相比, 我们认为“蒲公英计划”有望打造为加强版的 DSO, 除了非医疗过程集约化管理, 更在医疗过程大大调动医生的积极性, 降低人工成本, 缩短分院培育期。2018 年 12 月蒲公英启动仪式已有 10 家分院签约, 我们认为该模式的成功培养, 将大幅提高分院的可复制性, 增强通策医疗的核心竞争力。

图48 蒲公英计划启动仪式共签约 10 个项目


资料来源：浙江在线健康网，东浙网，海通证券研究所

2) 技术突破—增强口腔服务可复制性

新型医疗技术的批量突破，或将减少口腔业态对医生的依赖，增强可复制性。参考眼科准分子激光设备从第一代 PRK→第二代半飞秒 LASIK→第三代全飞秒 SMILE，设备对医生手术能力相对要求逐渐降低，从而减少眼科医院对医生个人的依赖，实现以设备驱动的连锁扩张。拉长时间维度来看（5-10 年），当新型设备成本可控时，我们认为技术突破有希望使得口腔医疗服务复制该路径。

数字化技术使得口腔医疗服务更加规范化和高效化。数字化技术使复杂的、费时的工序变得简单精准，在整个操作过程中进行风险把控，防止医生操作上的失误，最终降低对医生的依赖程度，为患者提供更优化的诊疗过程和疗效，目前阶段的口腔数字化技术包括口扫（口内扫描仪）、CBCT（锥形束 CT）、CAD/CAM 等，主要应用于数字化修复、数字化正畸等领域。

例如数字化修复的 3D 齿雕系统，依托口内扫描仪和 CAD/CAM 技术，可直接在患者口腔内获取软硬组织表面三维形貌及彩色纹理信息，再利用数字模型可视化地进行大量的口内变化分析。整个过程无需石膏模型和技工室辅助，颠覆了临床制取印模、翻制石膏模型的传统操作流程，将原先历经多道琐碎程序时长 7 天缩短至 1 个小时内完成。

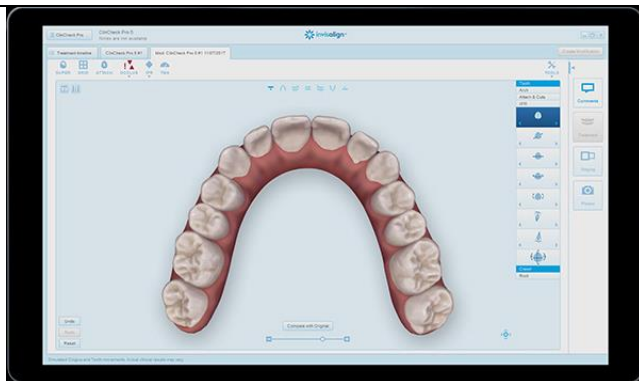
数字化正畸则以 Align Technology 公司的隐适美（Invisalign）为例。隐适美 3D 可视化方案最快可在 48 小时之内看到，大大缩短工序时间。iTero 口内扫描仪几分钟即可完成全口腔数字化扫描，精准获取牙齿的数据，且扫描后即可获得 ClinCheck 方案，可初步看到矫正效果，并制定详尽的治疗方案（具体到最微小的移动），从第一副矫治器开始，直到矫治结束，全程可视化操作，降低操作难度。

图49 口扫系统可以生成逼真的数字牙模



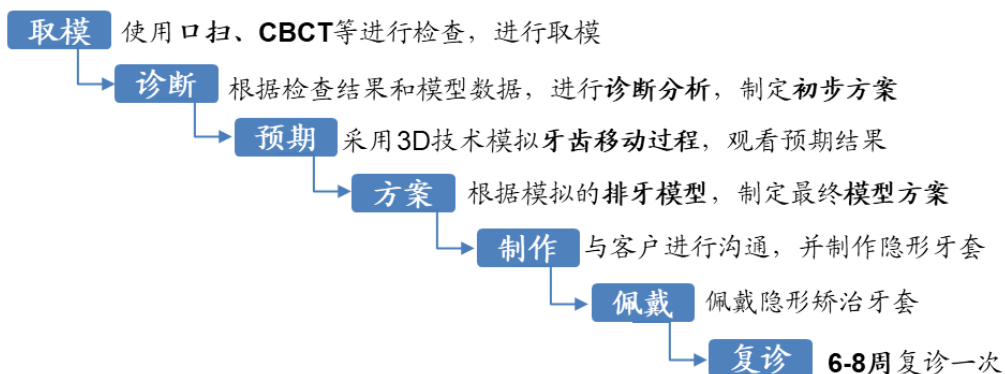
资料来源：隐适美官方网站，海通证券研究所

图50 ClinCheck 软件制定详尽的可视化治疗方案



资料来源：隐适美官方网站，海通证券研究所

图51 隐适美矫治流程



资料来源：隐适美官网，海通证券研究所

2.3.3 美年健康——品牌建设、服务体系医疗化

体检中心的医疗属性在连锁医疗服务中相对较弱，而竞争对手公立医院则具备明显医疗技术优势。我们认为美年健康的核心竞争力体现在品牌、医疗服务体系、性价比等。性价比由供应链能力决定，也是美年健康一直的重点。而在广州富海事件之后，我们认为美年健康的下一步重心在品牌和服务体系建设。品牌建设通过医质管理和渠道下沉实现；服务体系则向高度医疗化演变。

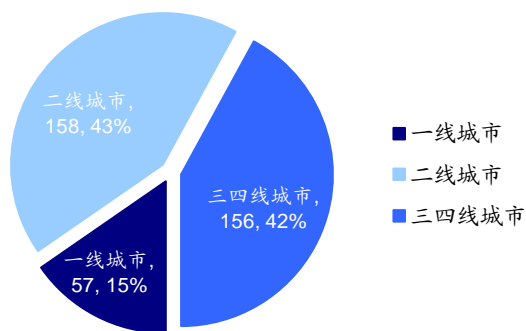
1) 品牌建设—医质管理+渠道下沉

加强医疗质量管理，增强品牌力。2018年7月广州富海事件后，公司立即进行整改，要求各门诊部对医生执业管理、医疗文书管理及放射诊疗服务等行为进行全面自查并严格规范，并制定了一套符合公司实际情况的规则制度，包括《体检质量管理与控制组织体系建设实施办法》、《美年大健康医疗质量管理考核标准 800分》等相关制度。此外，公司于2018年12月上线鉴权合规管理系统，在体检中心主要科室落实“医护医技人员人脸识别上岗”；2019年1月，公司上线血液样本追踪系统，让每一位体验客户都能随时了解血液样本的运转和检测状况，公司采取多种措施加强医质管理，进一步培养在客户中的品牌影响力。

渠道下沉是品牌建设的另一路径。三、四线城市体检覆盖率低，缺乏优质医疗资源，是体检行业蓝海市场。目前民营体检机构在三、四线城市仍布局较少，竞争相对较小；另外相比一、二线城市，三、四线城市人力费用和房屋租金等成本费用较低，具备快速盈利的潜力。截至2018年12月，公司营业门店中一线城市门店占15%，二线城市门店占43%，三、四线城市门店合计占42%。从2014年开始，美年健康（含慈铭体检）加速布局三、四线城市门店，三、四线新设门店数量高于一、二线城市，2018年已经渗透至部

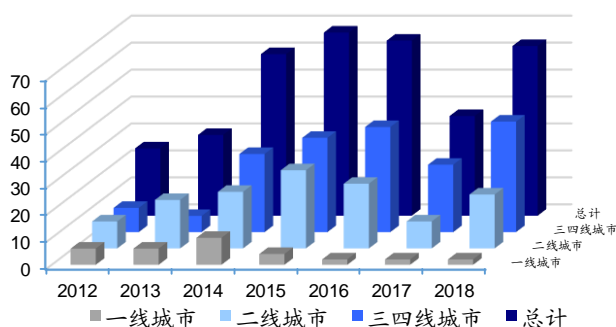
分五线城市。

图52 美年健康三四线城市门店占比 42%



资料来源：公司官网，天眼查企业平台，海通证券研究所；截至 2018 年 12 月 31 日

图53 2012-2018 美年健康三四线城市新增门店较多（个）



资料来源：公司官网，天眼查，海通证券研究所；仅注册，截至 2018 年 12 月 31 日

美年健康在三线及以下城市具备近三百家体检中心增量。目前公司在湖南、湖北、河南三省的门店已涉及三线、四线、五线城市以及省辖县级市。根据已有门店数量与所在城市的人口数和人均 GDP，我们测算大部分城市都可以开设至少一家店，而人口多、人均 GDP 高的城市可以开设 2-3 家门店。以湖南、湖北、河南三省为例，我们认为三线、四线城市可开设门店 2 家以上，五线城市可开设门店 1 家以上（保守估计）。根据《第一财经周刊》旗下新一线城市研究所分类，中国大陆一共有三线城市 70 个、四线城市 90 个、五线城市 129 个，预计在全国的三线及以下城市可以开设门店 $(70 \times 2 + 90 \times 2 + 129 \times 1) = 449$ 家。而目前仅有 156 家，按照现有消费水平估计，三线及以下城市至少还可以新开 293 家门店，渠道下沉空间巨大。

表 7 美年健康三、四、五线城市体检门店空间测算（个，以湖南、湖北、河南为例）

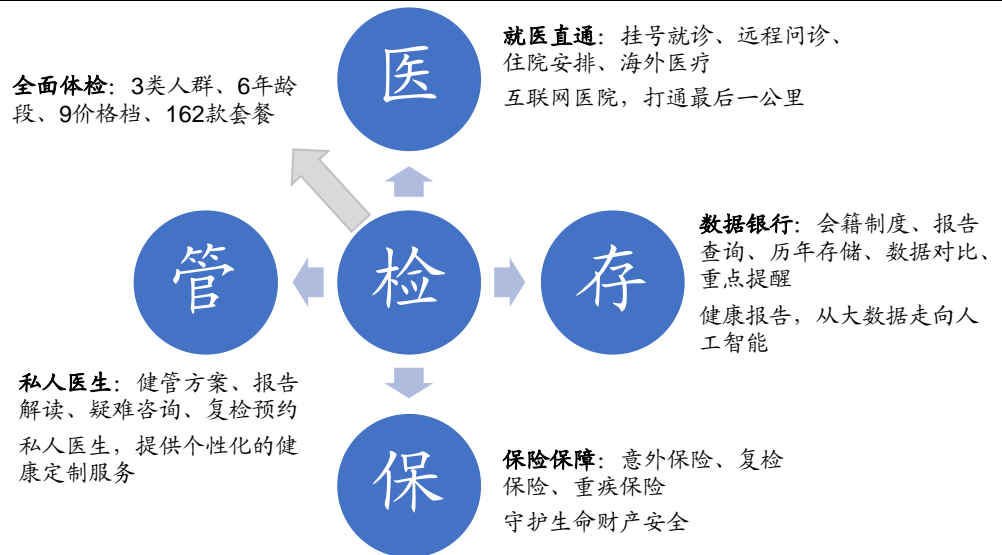
城市	城市类型	人均 GDP (万元/人)	人口数 (万)	已有门店数	可以设门店数	城市	城市类型	人均 GDP (万元/人)	人口数 (万)	已有门店数	可以设门店数
武汉	二线	12.38	853.65	8.00	8.00	濮阳	五线	4.08	396.86	1.00	2.00
长沙	二线	13.54	708.79	4.00	4.00	平顶山	四线	3.90	440.23	1.00	2.00
郑州	二线	9.31	842.25	3.00	3.00	益阳	五线	3.77	478.85	1.00	2.00
黄石	四线	6.00	270.91	3.00	3.00	张家界	五线	3.54	169.61	1.00	1.00
湘潭	四线	7.23	285.20	2.00	3.00	信阳	四线	3.45	880.53	1.00	2.00
株洲	三线	6.42	402.15	2.00	3.00	荆州	三线	3.37	647.62	1.00	2.00
新乡	四线	3.88	614.39	2.00	2.00	商丘	四线	3.04	921.01	1.00	1.00
南阳	三线	3.36	1194.23	2.00	2.00	黄冈	四线	3.04	740.31	1.00	1.00
宜昌	三线	9.34	392.26	1.00	3.00	周口	四线	2.86	1155.98	1.00	1.00
鄂州	五线	8.45	110.77	1.00	1.00	恩施	四线	2.39	401.36	1.00	1.00
济源	四线	8.37	70.90	1.00	1.00	洛阳	三线	6.38	710.10	0.00	3.00
襄阳	三线	7.21	591.97	1.00	3.00	荆门	五线	5.74	294.42	0.00	2.00
三门峡	五线	6.46	230.55	1.00	1.00	郴州	四线	4.95	473.10	0.00	2.00
焦作	四线	6.24	375.51	1.00	3.00	咸宁	四线	4.88	304.01	0.00	2.00
许昌	四线	6.01	495.63	1.00	3.00	娄底	四线	3.96	453.61	0.00	2.00
岳阳	三线	5.73	573.33	1.00	2.00	孝感	三线	3.55	519.19	0.00	2.00
常德	四线	5.54	605.90	1.00	2.00	驻马店	四线	3.26	801.74	0.00	1.00
鹤壁	五线	5.05	164.96	1.00	2.00	永州	五线	3.16	641.61	0.00	1.00
十堰	四线	4.78	346.16	1.00	2.00	怀化	四线	3.06	521.82	0.00	1.00
安阳	四线	4.42	450.95	1.00	2.00	邵阳	四线	2.30	826.46	0.00	0.00
漯河	五线	4.41	282.55	1.00	1.00	湘西	五线	2.21	263.82	0.00	0.00
衡阳	三线	4.32	720.53	1.00	2.00	平均	三线				2.44
开封	四线	4.25	523.04	1.00	2.00	平均	四线				1.78
随州	五线	4.25	250.30	1.00	1.00	平均	五线				1.27

资料来源：公司官网，Wind，湖南省、湖北省、河南省统计局，海通证券研究所

2) 服务体系—医疗化

美年健康的另一方向是服务体系医疗化，甚至形成医疗闭环。健康体检本身医疗属性较弱，医疗化有助于增强用户黏性。公司此前嵌入优健康、美因基因等服务，为客户提供更个性化的体检方案；并与智飞生物（HPV 疫苗）、美维口腔等开展合作，提供更完备的后端服务。2018 年 10 月，公司推出“美年好医生”，从单一体检迈向“检、存、管、医、保”综合健康管理。美年好医生为不同客户提供高品质的体检服务，并充分利用合作伙伴的优势：通过优健康 APP 储存分析消费者历年的体检报告；依托平安好医生等专业人员深度解读体检报告；凭借大象医生实现远程医疗，并提供就医咨询、预约、住院等绿色通道服务；与中国人保财险联手，定制 3 款保险实现保障全覆盖。“检”“存”“管”“医”“保”五大环节深度分析并满足消费者对于健康管理的需求。医疗化的探索和完善，将成为美年健康最重要的核心竞争力之一。

图54 美年好医生打造综合健康管理方案



资料来源：美年健康微信公众号，海通证券研究所

2.3.4 连锁药店—县域市场、服务专业化

零售药店行业天然离散，2017 年单店服务人数为 3103 人，门店密度较高。外来资本的参与也使得竞争愈加激烈，高济医疗在一年时间内飞速成长，已经拥有 1 万余家门店，营业额超 200 亿元（截至 2019 年 1 月）。另一方面，处方药网售的相关政策左右徘徊。我们认为，深耕县域市场、以及服务专业化，将是连锁药店龙头与外来资本、网上药店竞争的利器。深耕县域市场可以在外来资本整合供应链的窗口期迅速占领市场；而药店的服务专业化受互联网影响很小，但药店可借助互联网进行边际改善。

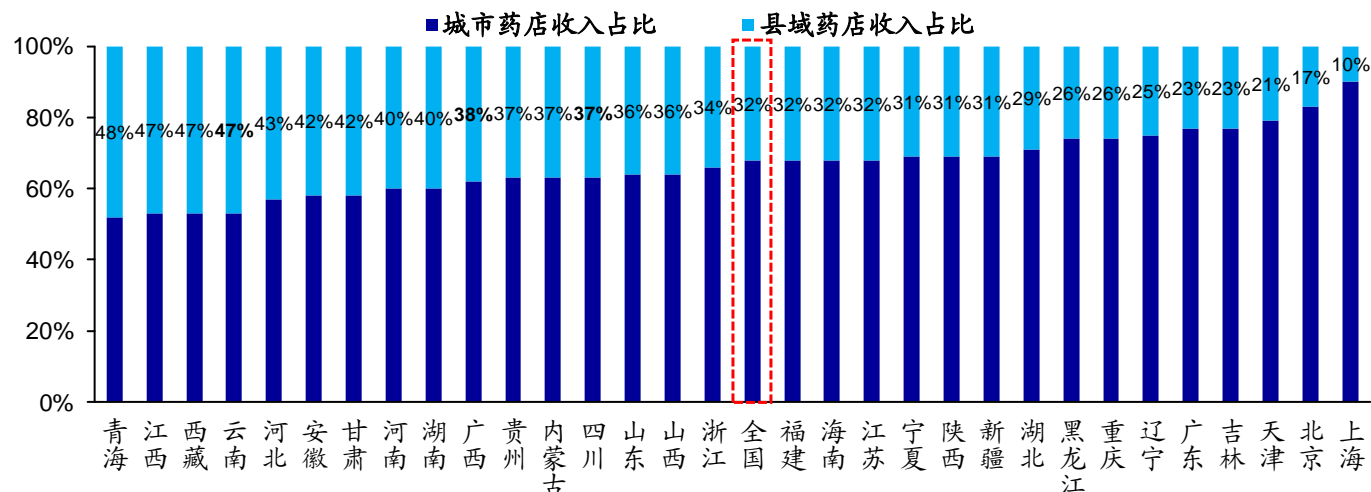
1) 供应链—深耕县域市场

县域市场是连锁药店下一步新建+并购的优选区域。相对地市、省会市场竞争激烈和过高的并购对价，县域市场整合潜力较大。2017 年县域市场药店销售额占全国的 32%，部分省区甚至接近一半的销售来自县域药店。县域大多数当地药店在经营管理、人员素质、商品品类等相对大型连锁药店的差距较大，大型连锁药店的县域门店竞争优势和盈利能力优异，以一心堂为例，2017 年县域门店共贡献收入 41%，其中县市级门店毛利率近 38%，净利率高达 17%，为最赚钱的店群结构；乡镇级门店毛利率及净利率亦名列前茅，且租金效率达 22.8，高于第二名的县域门店 45%。

普惠金融政策降低连锁龙头基层门店税负，利好县域市场整合。2019 年 1 月国常会拟对小微企业推出新的普惠性减税措施：①对小规模纳税人将增值税起征点 3 万元提

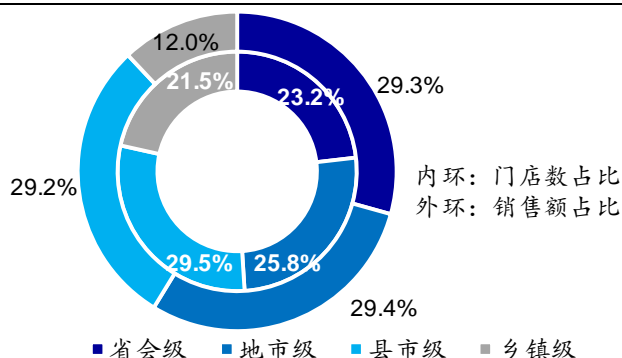
到 10 万元/月；②允许各地方政府对增值税小规模纳税人，在 50%幅度内减征附加税。我们预计此次减税显著缩小了表观净利率 6%的药店龙头与单体药店此前的税负率差距，两者将在相近税务成本的基础上竞争，特别是 2 年内的新开小规模门店免征增值税，药店龙头的竞争优势大幅增强。乡镇店、社区店因营收体量小享受更大税收优惠，利好药店龙头整合县域市场，预计龙头扩张趋势将由跨区域合并向区域内加密有所转变。

图55 MAT201709 云南、广西、四川等省县域药店收入占比高于全国水平



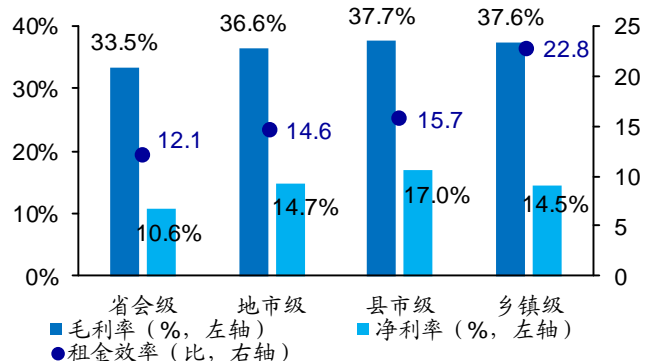
资料来源：第一药店财智援引中康 CMH，海通证券研究所，MAT201709 指 2016Q4-2017Q3

图56 2017 年一心堂县域门店贡献收入占比 41.2%



资料来源：一心堂 2017 年报，海通证券研究所

图57 2017 年一心堂县域门店盈利能力高于城市门店



资料来源：一心堂 2017 年报，海通证券研究所；净利率为剔除后台管理费用，还原返利的数据，租金效率为含税年销售额/租金

2) 服务—专业化+互联网边际改善





专业化+互联网边际改善的服务构筑更强的壁垒。参考美国连锁药店龙头公司 CVS 和 WBA，均发展了较成熟的专业化服务能力，包括远程监护、慢病管理、疾病查询等。并利用互联网和信息系统，对非服务流程进行边际改善(智能医药管理)，从而降低成本，提高服务效率。药品是标准化的，但买药之前的服务是高度非标的，天生具备“轻问诊”需求。在目前高水平的远程诊疗建设成本远高于线下医师、药师人力成本的背景下，连锁药店龙头的专业化服务受互联网冲击较小，药店分类分级政策的推行也将提高龙头服务水平，继续加大与网上药店的差距。我们认为线下线上融合是药店业态的发展趋势，无论是目前的 O2O 模式，还是未来可能演绎的 PBM+邮购药房模式，构筑专业化的服务体系并利用互联网边际改善将是连锁药店龙头的长期优势。

图58 专业化服务+互利网边际改善：以 CVS 为例

A 药品零售
涵盖Rx、OTC、日用品及美妆等产品，其中70%的业务来自药品销售
执业药师的角色从处方调配转向药学服务，包括面对面咨询、整体药物治疗方案等
高达20%以上的自有品牌销售

B 轻问诊
通过执业护士和医生助理执业，覆盖了广阔的人群，尤其是基层
产生医疗/健康大数据，有利于疾病预防和慢性病管理服务转型重要战略，逐步向大部分条件允许的门店拓展

C 药学专业服务系统
为少见或复杂的病症提供全方位医疗服务，包含30+家新特药房、10+家新特药邮购中心和4家邮购服务中心
发挥专业药品零售药房的线下布局和配送优势，建立强竞争壁垒

+

美国最大的PBM供应商
建立与药厂紧密的关系以及广泛的药物采购来源
逐步成为医疗保险体系不可或缺的一环
多样化的收入来源：管理费、差价和返利

用药同步提醒服务（ScriptSync）
—CVS Pharmacy APP

Pharmacy more >

电子病历系统（EPIC）+
远程问诊服务（American Well、
Doctor On Demand、Teladoc）





智能医药管理：开具处方、查询药品、计算花费、续订药物、药品识别—CVS Pharmacy APP




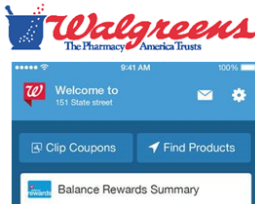
资料来源：CVS 公司年报，海通证券研究所

图59 专业化服务+互利网边际改善：以 WBA 为例

A 药品零售
1999年就开通Walgreens.com，为顾客提供线上下单、实体店取货的服务
收购在线零售商Drugstore，获得更多的线上渠道和优质的用户群体
手机软件扫描处方，并在手机端购药，线上线下相互配合
打造了多款移动应用，满足患者多种需求

B 综合性医疗服务
线下诊疗中心同时提供家庭注射以及有关睡眠和家庭氧疗等方面的服务
线上即时咨询服务，随时有医生或者药师解答消费者关于用药和诊疗的问题
和高通达2net医疗平台成合作，解决医疗数据碎片化的问题
数据与药师们共享，更多地帮助用户做疾病管理，提供更好的解决方案
与MDlive达成了合作，为其用户提供7X24小时的医生接入服务
与WebMD的联手则，及时回答用户关于疾病的查询，同时提供自我诊断建议

C 强大技术支持
1981年，开始租用卫星将旗下所有药店进行联网
1999年，电子商务平台Walgreens.com上线运营
2007年，RFID系统提高配送中心的运转效率
2010年，用手机软件进行处方扫描使处方药销售量大增
2013年，Walgreens对其IT基础设施进行重构
未来，根据用户的不同状况，为他们提供定制化的产品和服务

线上线下同步的药品零售

take care clinic™
Find a clinic >

远程监护+慢病管理+疾病查询+
医生服务：多角度满足患者需求

Walgreens

AT THE CORNER OF HAPPY & HEALTHY™

IT技术帮助公司赢得发展，未来将
提供定制化产品与服务

























资料来源：WBA 官网，WBA2010 年报，RFID，digital commerce，海通证券研究所

3. 投资建议

医药连锁业态可分拆为单店盈利和连锁扩张两个核心因素，其中单店盈利由不同门店业态直接决定，连锁扩张相对而言更是医药连锁业态的共性。必须承认，医药连锁业态覆盖多种细分行业，单店的营收体量和盈利水平不同，存在天然的行业差异。而实现盈利模式的可复制性、打造强大的连锁扩张能力才是更重要的共性因素。我们认为医药连锁业态的实现连锁扩张的根本在于构筑企业壁垒，其核心竞争力相应体现在品牌、人才、服务体系、供应链四个因素。

对爱尔眼科、通策医疗、零售药店归因至四个因素分析，医药连锁公司在品牌、服务体系、人才和供应链四方面各擅胜场，已有的竞争力是未来发展不可或缺的因素，而待挖掘的、驱动下一轮高速发展的核心竞争力更值得期待。我们认为，县级医院和品类拓展是爱尔眼科下一阶段的重要驱动力。参考 DSO，服务体系集约化是通策医疗的待挖掘竞争力，长期来看技术突破有望增强业态的可复制性。在广州富海事件之后，美年健康的下一步重心在品牌和服务体系建设。深耕县域市场、以及服务专业化，将是连锁药店龙头与外来资本、网上药店竞争的利器。这些已有或未来的核心竞争力将共同驱动各个公司成长为对应连锁业态的巨头。

综上所述，我们推荐眼科、口腔、体检、药店四大医药连锁业态的七个龙头公司：爱尔眼科、通策医疗、美年健康、老百姓、益丰药房、大参林、一心堂。

风险提示

- (1) 医疗事故风险；
- (2) 门店扩张不达预期；
- (3) 医保控费加剧的风险；
- (4) 商誉减值风险。

信息披露

分析师声明

余文心 医药行业
郑琴 医药行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 京新药业,迈瑞医疗,华兰生物,贝达药业,片仔癀,嘉事堂,信立泰,鱼跃医疗,东阿阿胶,迪安诊断,泰格医药,中国生物制药,贝瑞基因,华东医药,老百姓,三诺生物,通策医疗,欧普康视,益丰药房,一心堂,艾德生物,恒瑞医药,大参林,华海药业,恩华药业,长春高新,透景生命,美年健康,普利制药,石药集团

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以海通综指为基准；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。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“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客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，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。在法律许可的情况下，海通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，未经海通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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路 颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜 超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓 勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于 博(021)23219820 yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com
联系人
宋 潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈 兴(021)23154504 cx12025@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗 蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚 石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
颜 伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
梁 镇(021)23219449 lz11936@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈 瑶(021)23219645 chenyaoyao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
皮 灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈 鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王 毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com

固定收益研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com
周 霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珺珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜 佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
联系人
李 波(021)23154484 lb11789@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟 青(010)56760096 zq10540@htsec.com
高 上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李 影(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚 佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
周旭辉 zxh12382@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com

中小市值团队

张 宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
联系人
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
相 姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱 蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王 旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓 勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱红军(021)23154143 zj10419@htsec.com
联系人
胡 歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
张 璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑 琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
联系人
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
吴佳桂(010)56760092 wjs11852@htsec.com

汽车行业

王 猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜 威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com

公用事业

吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
联系人
傅逸帆(021)23154398 ftf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
联系人
史 岳 sy11542@htsec.com
高 瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com
谢茂莹 xmx12344@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
联系人
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施 毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
联系人
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢 盐(021)23219436 xiey@htsec.com
杨 凡(021)23219812 yf11127@htsec.com
金 晶(021)23154128 jj10777@htsec.com

电子行业

陈 平(021)23219646 cp9808@htsec.com
 尹 岑(021)23154119 yl11569@htsec.com
 谢 磊(021)23212214 xl10881@htsec.com
 联系人
 石 坚(010)58067942 sj11855@htsec.com

煤炭行业

李 淼(010)58067998 lm10779@htsec.com
 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
 吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
 联系人
 王 涛(021)23219760 wt12363@htsec.com

电力设备及新能源行业

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com
 房 青(021)23219692 fangq@htsec.com
 曾 彪(021)23154148 zb10242@htsec.com
 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com
 张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
 联系人
 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com

基础化工行业

刘 威(0755)82764281 lw10053@htsec.com
 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com
 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com
 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com
 联系人
 李 智(021)23219392 lz11785@htsec.com

计算机行业

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com
 杨 林(021)23154174 yl11036@htsec.com
 鲁 立(021)23154138 ll11383@htsec.com
 于成龙 ycl12224@htsec.com
 黄克晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com
 联系人
 洪 琳(021)23154137 hl11570@htsec.com

通信行业

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com
 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com
 张 弋 01050949962 zy12258@htsec.com
 张峰青(021)23219383 zzzq11650@htsec.com

非银行金融行业

孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com
 何 婷(021)23219634 ht10515@htsec.com
 联系人
 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com

交通运输行业

虞 楠(021)23219382 yun@htsec.com
 罗月江 (010) 56760091 lyj12399@htsec.com
 联系人
 李 丹(021)23154401 ld11766@htsec.com
 党新龙(0755)82900489 dxl12222@htsec.com

纺织服装行业

梁 希(021)23219407 lx11040@htsec.com
 联系人
 盛 开(021)23154510 sk11787@htsec.com
 刘 溢(021)23219748 ly12337@htsec.com

建筑建材行业

冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com
 联系人
 申 浩(021)23154114 sh12219@htsec.com

机械行业

余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com
 耿 耘(021)23219814 gy10234@htsec.com
 杨 震(021)23154124 yz10334@htsec.com
 沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com
 周 丹 zd12213@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com
 刘 璇(0755)82900465 lx11212@htsec.com
 联系人
 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com

建筑工程行业

杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com
 张欣劼 zxx12156@htsec.com
 李富华(021)23154134 lf112225@htsec.com

农林牧渔行业

丁 频(021)23219405 dingpin@htsec.com
 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com
 陈 阳(021)23212041 cy10867@htsec.com
 联系人
 孟亚琦 myq12354@htsec.com

食品饮料行业

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com
 成 珊(021)23212207 cs9703@htsec.com
 唐 宇(021)23219389 ty11049@htsec.com

军工行业

蒋 俊(021)23154170 jj11200@htsec.com
 刘 磊(010)50949922 ll11322@htsec.com
 张恒昶 zhx10170@htsec.com
 联系人
 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com

银行行业

孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com
 解巍巍 xww12276@htsec.com
 林加力(021)23214395 ljl12245@htsec.com
 联系人
 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com

社会服务行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com
 许樱之 xyz11630@htsec.com

家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com
 李 阳(021)23154382 ly11194@htsec.com
 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com
 联系人
 刘 璐(021)23214390 ll11838@htsec.com

造纸轻工行业

衣楨永(021)23212208 yzy12003@htsec.com
 曾 知(021)23219810 zz9612@htsec.com
 赵 洋(021)23154126 zy10340@htsec.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com
饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
欧阳梦楚(0755)23617160
oymc11039@htsec.com
宗亮 zl11886@htsec.com
巩柏含 gbh11537@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
季唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com
黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
马晓男 mxn11376@htsec.com
杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
张思宇 zsy11797@htsec.com
慈晓聪(021)23219989 cxc11643@htsec.com
王朝领 wcl11854@htsec.com
邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
郭楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com
张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
杜飞 df12021@htsec.com
张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com
何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com
李婕 lj12330@htsec.com
欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所

地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：(021) 23219000
传真：(021) 23219392
网址：www.htsec.com