

2024 易凯资本中国健康产业白皮书

医疗与健康服务篇

2024.04

根据中国卫生统计年鉴以及国家卫健委统计数据显示，我国 2022 年医疗服务市场整体规模估算值在 8.3 万亿元左右，在后疫情时期，我国医疗服务整体呈现出积极复苏的态势。根据国家卫健委统计信息中心发布《2023 年 1-8 月全国医疗服务情况》显示，全国医疗卫生机构的诊疗人次达到 45.2 亿，同比增长 5.3%，其中中医院类机构中公立医院为 23 亿人次，同比增长 2.6%，民营医院 4.5 亿人次，同比增长 5.2%，尽管民营医疗服务在一定程度上显示出了更好的复苏增速，但是，我们在综合考量下认为医疗服务市场规模整体增长率大致在 4.5% 左右，因此，2023 年医疗服务市场规模接近 9 万亿，比国家卫健委于 2017 年颁布的《“健康中国 2030”规划纲要》中提到的 9.1 万亿略低。

中国医疗服务市场规模 2016-2030E

单位：万亿元人民币



核心观点

1. 国家统计局发布的数据显示，2022 年中国人口数量进入重大转折点，人口自然增长率为 -0.6%，2023 年连续第二年呈现人口负增长，人口自然增长率为 -1.48%，其背后的原因是“快速老龄化”和“极低生育率”同时发生。“一老一小”的问题造成人口结构的长期改变，医疗服务市场规模乃至整个健康产业的外延快速放大，同时也迸发出新的商机。机构养老和社区养老服务具有较为清晰的商业模式，在 23 年已经出现了新一轮的市场化投资趋势，在“少子”化的叠加影响下，思考养老问题的人群也随之多元化，中青年人已提前思考未来养老的方式和支付准备，基于移动互联网信息化甚至 AI 能力下的新一代智慧养老服务也受到资本市场的关注，受到老龄化显著影响的医疗专科服务和适老消费快速增加。同时，“催生优生”的呼声同样高涨，多地医疗保险对辅助生殖给与支付支持，资本方和产业方积极构建从生殖健康到“新妇产”“新儿科”的生态型业务构建，但是生育意愿的提升是值得更多思考和解决的问题。
2. 医疗服务行业在资本市场和经济下行的情况下体现出来不错的抗周期性优势，对医疗服务企业的要求也强调以财务健康发展为首位，突出核心业务，塑造价值壁垒，和适应在二级市场估值倒挂的现状下多元化资本市场发展路径。相比之下，医疗服务创业企业有着更好的产品和服务形成收入的兑付能力，和形成“自身造血能力”的经营性现金流，这也是能够挨过漫漫寒冬的保障；更为谨慎的资金使用在研发提供有价值的产品和服务上投入；未上市企业以 IPO 作为最主要融资以及发展方式的观点正在也应该被淡化。相比 21 年以前的资本市场，今天医疗服务企业面临着更多元的资本市场退出路径，相关的行业和生态重组，以及并购，这显然已经成为趋势。
3. 以 ChatGPT 自然语言大模型为代表的 AI 正在掀起新一轮的生产力革命，AI 也必然会深度赋能和渗透到多样化医疗服务场景中，医疗服务领域是专业和深度信息交互的典型场景，医疗垂类模型的完善也必然会推动医疗服务领域的变革。医疗服务领域充斥着大量专业且广泛的多模态信息，生成式大语言模型 AI 的飞速发展，在健康医疗科普，医患交互，健康风险防范以及疾病预防诊断方面会显现出巨大的价值。基于大语言模型 AI 的医疗垂类 AI Agent 的研发在全球同时进行，蕴含着巨大的商业机会。

一、2023 年发生了哪些重要变化

(一) 2023 年中国人口连续两年出现负增长且可能会成为新常态，需要格外关注“一老一小”的问题，打造以养老服务为核心的老年友好型社会和以优化生育为核心的生育友好型社会成为必然诉求。

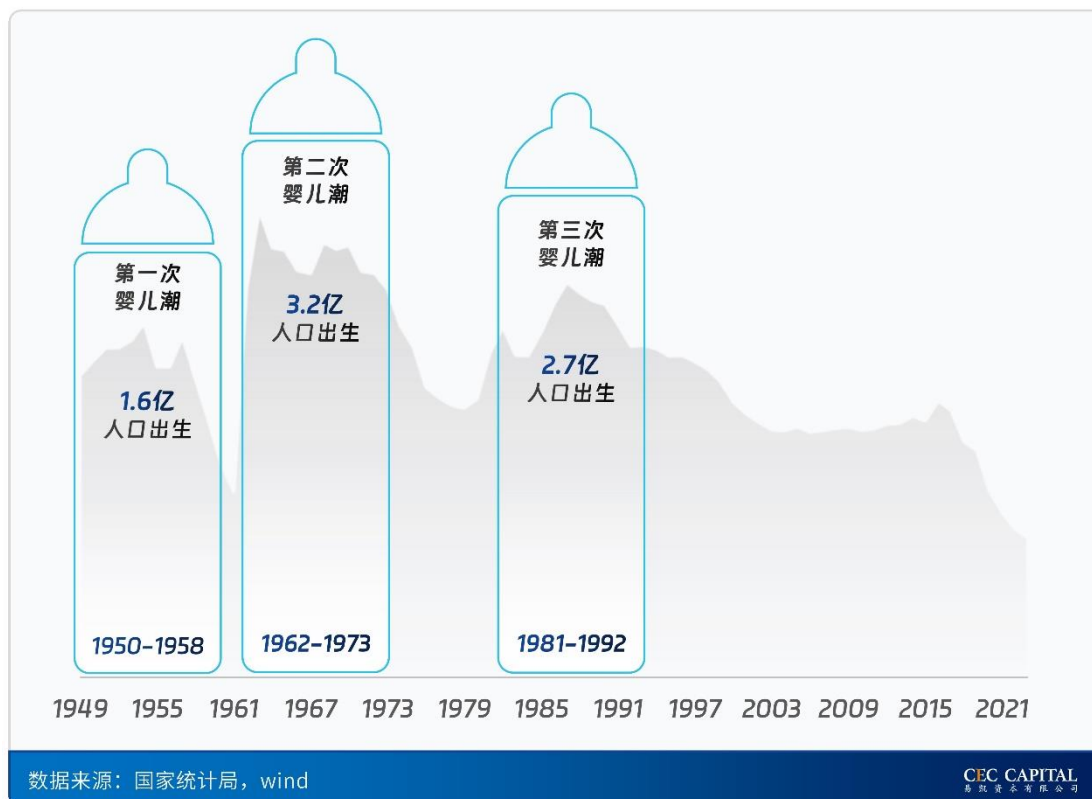
1. 2023 年被称为“新养老产业”的发展元年。

“老吾老以及人之老”，养老产业作为一项关系到千家万户的民生工程，备受政府和市场关注。2024 年 1 月，国务院办公厅印发 1 号文件《关于发展银发经济增进老年人福祉的意见》。这是我国首个以“银发经济”命名的政策文件，从顶层设计的层面推动发展银发经济产业，落实积极应对人口老龄化国家战略，“新养老产业”由此迈入新阶段。

现阶段养老需求新客群的持续壮大孕育着产业发展的庞大机遇。我国人口老龄化趋势是一个长期且持续深化的过程，呈现出规模大、速度快、负担重的特点。截至 2023 年，我国 65 岁及以上人口 2.2 亿人，占全国人口 15.4%，预计到 2035 年我国 65 岁及以上人口将突破 3.3 亿人，占全球老人比重 21.8%，从中度老龄化进入重度老龄化阶段。老龄人口加速增长的同时，养老客群结构也在发生变化，除传统认知内的老龄群体外，未老阶段的备老群体需求也是养老产业发展的重要驱动力。回顾历史生育数据来看，建国以来我国总共历经三次“婴儿潮”，其中第二次“婴儿潮”期间（1960-1970 年代出生）累计出生人口约 3.2 亿，目前正逐步进入养老市场。

建国以来我国共计出现过三次“婴儿潮”

单位：亿人

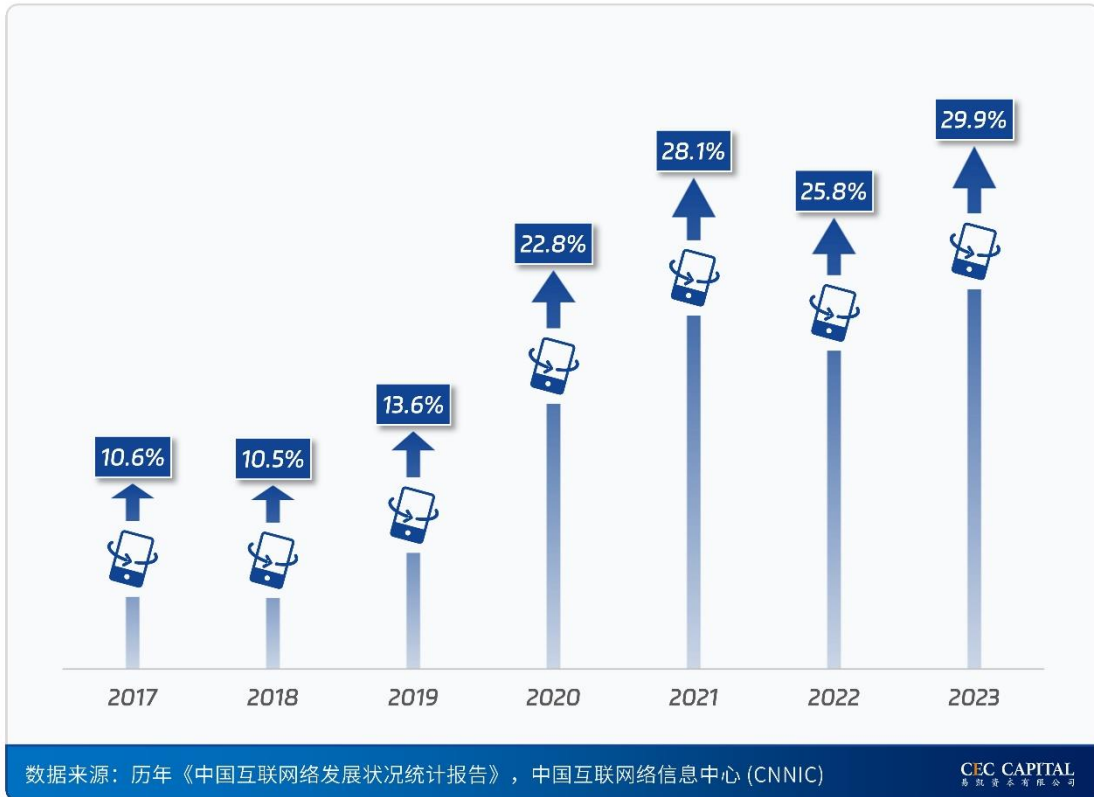


据国家统计局显示，2023-2033 年间，我国将预计以每年 2000 万人的速度，迎来史上最大的“退休潮”，预计这部分低龄健康老人将为我国养老市场注入新的活力。同时，过往实行的独生子女政策及“少子化”生育趋势导致第一代独生子女父母逐渐步入退休年龄，家庭养老压力增大，寻求外部养老服务的需求与日俱增。

养老新客群带来多元化养老需求，养老服务场景多样化推动业内公司探索新的商业化路径。新一代低龄健康老人互联网渗透率高，2023 年 50 岁以上互联网用户占互联网总用户数量比达到近 30%，较 2017 年的 9% 增长近 20 个百分点，消费能力强，以淘宝发布的数据显示，50 岁以上群体天猫线上消费额自 2017 年起连续四年复合增速达到 39%。在此契机下，现有养老健康服务平台企业逐渐将业务从基础护理服务延伸至慢病数字化管理、智能化可穿戴老龄用品/辅具、抗衰老健康服务、老年继续教育、养老文旅娱乐等多样化形式，凸显智慧养老、科技助老的发展趋势。回顾 2023 年一级市场发生的养老服务机构融资交易来看，整体数量较往年保持稳中上升的态势，“专业医疗护理服务+智能软硬件设备监测+多元化养老产品创新”备受资本市场青睐。

2017-2023年50岁以上互联网用户数量占比

单位：%



2. 生育率水平持续低位，生育不仅是“家事”更成为了“国事”。

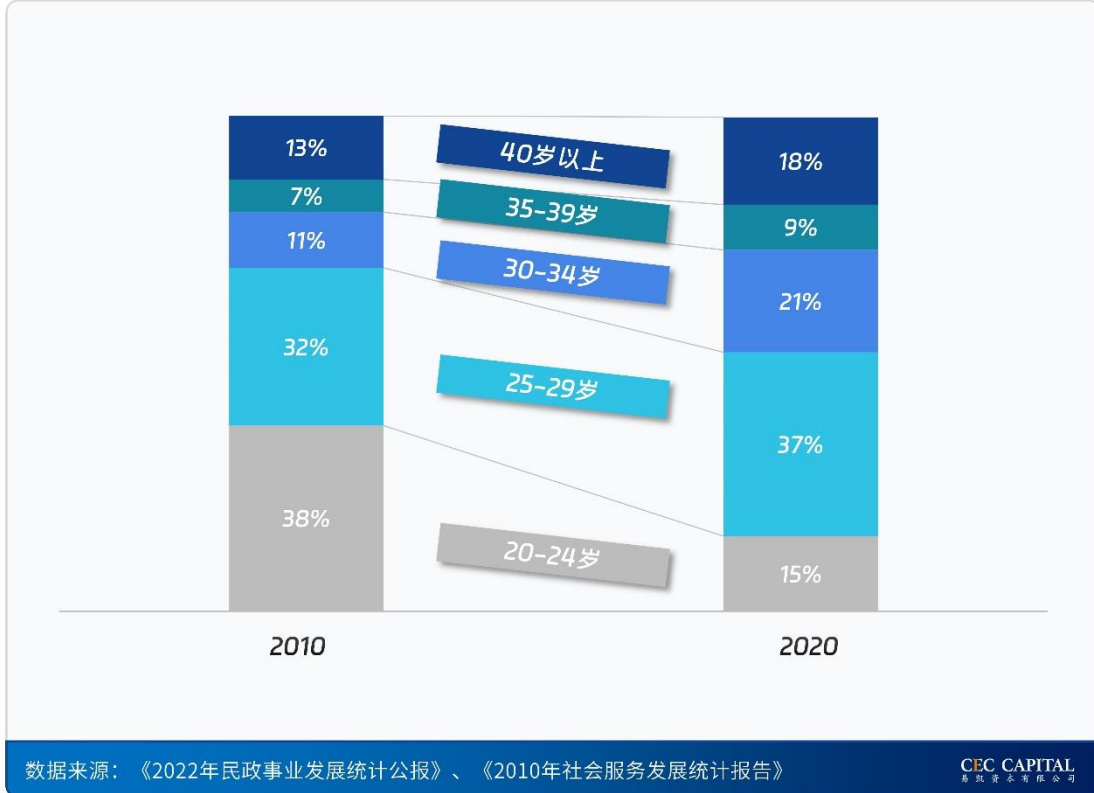
生育问题既关系着家庭幸福、社会稳定，也关乎到国家未来与民族延续。截至 2023 年，我国新生儿人口 902 万，同比下降 5.7%，自 2017 年以来连续 7 年下降，创下 1949 年以来最低记录。总和生育率近为 1.0，仅略高于韩国，远低于发达国家平均水平 1.5，整体形势严峻。

低生育率可以拆解为两个层次，一是育龄人群的生育意愿低，生育需求不足，“不想生”；二是现有的生育需求未被满足，生育意愿未能有效转化为生育行动，即“不敢生、不能生”。前者需要供给侧结构性改革，从顶层设计的角度，降低生育养育教育成本，构建生育支持体系。后者对于产业方来说则意味着机遇。

晚婚晚育和不孕不育是现有育龄人群画像的两大特点。人口普查数据显示，2020 年国内平均初婚年龄为 28.7 岁，较 2010 年平均初婚年龄（24.9 岁）增加了 3.8 岁，2022 年 35 岁以上结婚人群占比达到 26.8%，较 2010 年同期增长 6.8 个百分点。婚育年龄的后移导致大龄孕产妇比重近年来持续上升。与于此同时，我国不孕不育率已攀升至 12%-18%。“大龄孕妇不敢生，不孕不育夫妇不能生”的需求问题推动辅助生殖、备孕保育相关赛道企业破局。

结婚人群年龄结构对比 2010 vs 2022

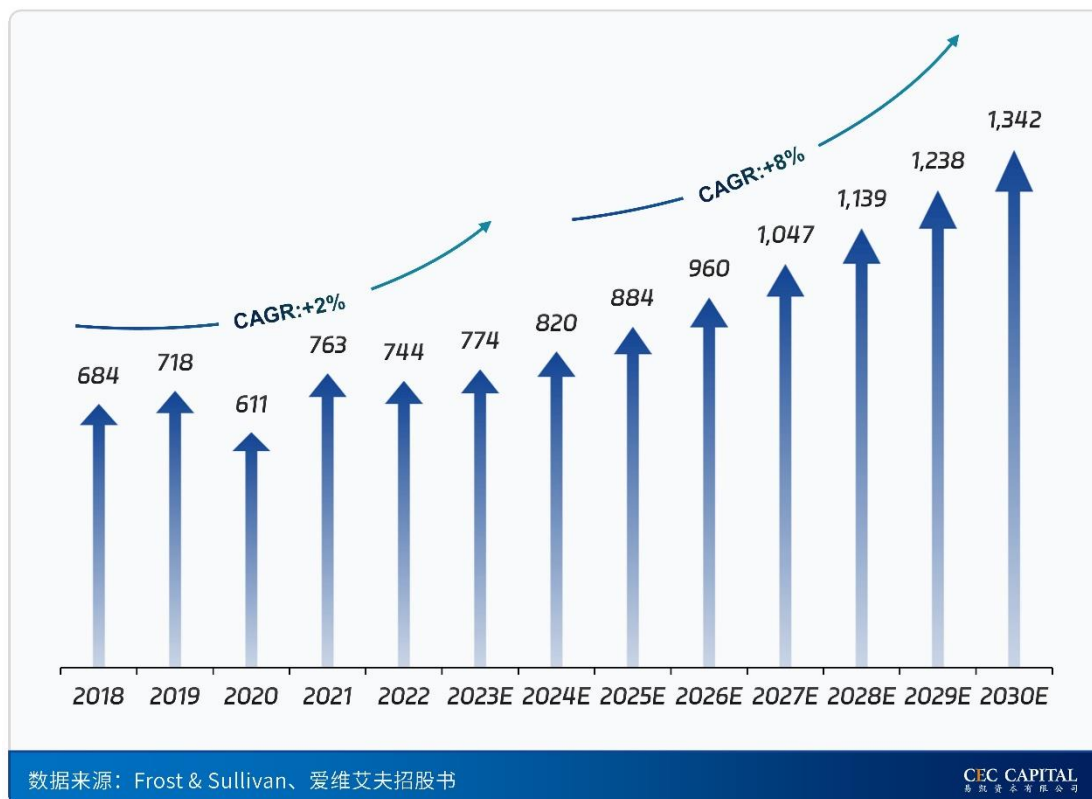
单位：%



资本市场重点关注持牌、盈亏平衡的中小型民营机构整合机会、上游国产化药械企业及备孕保育相关企业的投融资机会等。以辅助生殖市场为例，我国 2023 年 IVF 周期为 77.4 万例。伴随北京、上海、广西等各地陆续将辅助生殖纳入医保报销范畴，上游辅助生殖药械国产化进程加快，成本费用端的下降有望带动辅助生殖渗透率快速提升，预计到 2030 年 IVF 周期数将突破 134.2 万例，市场规模超 550 亿元。从辅助生殖中心业绩表现来看，疫情后业绩复苏态势较为明朗，2023 年以来头部多家中心周期数重新过万，10%-15% 境外辅助生殖需求患者回流国内的趋势显著，行业整体稳中向好。

中国IVF周期数

单位：千例



辅助生殖相关政策部分汇总

时间	部门	文件名	具体内容
国家层面指导政策			
2021.6	国务院	《中共中央国务院关于优化生育政策促进人口长期均衡发展的决定》	强化规划引领，严格技术审批，建设供需平衡、布局合理的人类辅助生殖技术服务体系，开展孕育能力提升专项攻关
2022.8	卫健委等17部门	《关于进一步完善和落实积极生育支持措施的指导意见》	指导地方综合考虑医保（含生育保险）基金可承受能力，逐步将适宜的分娩镇痛和辅助生殖技术项目按程序纳入基金支付范围
地方层面补贴政策			
2022.2	北京市医保局	-	将促排卵检查、精子优选处理等16项治疗性辅助生殖技术项目纳入北京基本医疗保险报销范围
2022.4	湖南省医保局	-	将男性生殖系统手术、胚胎冷冻、冷冻胚胎复苏等纳入医保
2022.6	天津市医保局	-	单精子显微镜下卵细胞内受精术纳入医保
2022.11	杭州市西湖益联保	-	胚胎培养和胚胎移植纳入定向补助项目，其中胚胎培养费用报销限额为0.15万元/年，胚胎移植费用报销限额为0.15万元/年
2023.2	银川市卫健委	-	对特殊家庭中年龄为40-49岁的女性，需要实施辅助生育技术再生育的给予6万元生育补贴

数据来源：政府公开网站汇总

(二) 头部医疗服务企业的经营业绩在疫情后有明显持续改善，但资本市场持续下行让投资机构在投资和退出方面因为估值考量和路径不清而倍感谨慎。

有别于2022年各地疫情封控的阶段性冲击，2023年以来医疗服务需求复苏，医疗服务赛道企业业绩筑底回升。以眼科为例，2023年上半年A股眼科上市企业总营收147.5亿元，同比增长29.9%，净利润合计23.9亿元，同比增长53.2%。严肃性/刚需类诊疗服务项目恢复速度快于消费性/择期类项目，除眼科外，健检、口腔、康复、肿瘤、综合医院、中医等各医疗服务领域细分赛道企业报表业绩全面改善。

然而，业绩回暖未能成功带动行业估值修复。从二级市场来看，年初普遍认为2023年将迎来经济强复苏环境，而实际来看2023年全年工业增加值同比增长4.6%，较2022年上行1个百分点，呈温和复苏趋势，同时，受到海外美元指数持续走强、美债利率创新高、北向资金大幅流出等影响，2023年全年二级市场走势高开低走，持续震荡。在此背景下，叠加医疗行业集采、DRGS等医保改革政策端影响，医疗服务行业上市企业估值中枢持续下行，PE TTM（动态市盈率）从年初的80-150倍区间下滑至到35-60倍区间，资金情绪谨慎乐观。

从一级市场来看，投资机构出手频率降低，投资态度偏向谨慎。一方面，市场估值方法/估值体系处于磨合阶段，二级市场估值下行压制了一级市场可比公司估值，同时一级市场前几年在经济高速扩张时代采用PS（市销率）估值，而在如今的经济大环境下投资机构更聚焦企

业盈利能力和抗风险能力，更倾向于采用 EV/EBITDA（企业价值倍数）、PE（市盈率）等估值方法衡量创业企业价值。另一方面，二级市场下行和 IPO 收紧使得退出难度进一步增加，致使投资机构出手更加谨慎。

因此，我们观察到目前一级市场估值处于磨合期，服务企业端对业绩修复和增长持有较乐观预期，而资金端由于经济环境、二级市场调整、IPO 收紧等因素偏向谨慎。对于优质民营医疗服务企业来说，需要巩固自身业务能力，积极兑现业绩预期；对于中小型抗风险弱的医疗服务机构而言，抱团取暖、并购整合或将成为 2024 年的主旋律。

(三) “医疗反腐”的积极效应逐渐显现，医疗服务企业争相擦亮经营合规的标签，但是体系的重塑需要时间，客观上“医疗反腐”延缓了 ToB 类医疗服务企业经营业绩的增长。

2023 年 5 月，一场医疗反腐风暴席卷全国，国家卫健委等 14 个部门联合印发《2023 年纠正医药购销领域和医疗服务中不正之风工作要点的通知》，旨在重点整治医药领域突出的腐败问题。同年 7 月，全国医药领域腐败问题集中整治工作视频会议召开，开启了为期一年的集中整治行动。本轮反腐重点在于彻查业内关键少数、关键岗位以权寻租、药械“带金销售”、过度诊疗及医疗人员违规牟利等行为，力求推动医疗行业有序诊疗、医疗相关产业合规经营，塑造健康良性的商业竞争环境。

本轮医疗反腐时间线梳理



不到一年时间内，这场深度、力度、广度空前的风暴震动了医疗全产业链，2023年全年A股超40家医疗企业终止IPO进程，超过六成的企业在问询阶段涉及销售推广相关费用合规性问题，市场风起云涌，行业格局或将重塑。

为医疗机构提供服务的相关企业虽不在风暴中心，但也明显受到波及，入院合作业务决策效率降低，审核招标流程延长，收入回款周期放缓，医疗反腐行动在客观上延缓了该类企业在2023年的市场拓展及业绩增速表现。我们认为，对于这些企业来说，2024年应当是潜心耕耘，静待花开的一年。有别于2023年的恐慌和自危，医疗反腐的积极效应将在2024年展现，市场竞争合规化将推动行业回归本质，真正拥有创新技术，能切实帮助医疗机构提升收入，降本增效的产品服务最终将脱颖而出，得到市场的认可，提升市场份额。当然格局的重塑需要一定的时间，难以一蹴而就，因此企业在现阶段尚需耐心打磨产品和样本案例，升级迭代现有技术，力图攻克现有运营模式下的难点和堵点，增强医院经济运行韧性，赋能医疗机构高质量发展。

(四) 23年科技医疗领域因为ChatGPT的出现必然使AI医疗进入新纪元。

2022年ChatGPT横空出世，其展现的语言理解、信息检索和思维逻辑能力惊艳世界，上线2个月时间内月活用户过亿，引领人工智能进入大模型时代。迈入2023，国内外科技公司纷纷入局，掀起行业“千模大战”，如何打造垂直大模型的商业场景，实现技术应用落地变现成为当下的风口热点。

医疗行业一直以来都是人工智能技术商业化的重要领域，通过机器学习和深度学习技术研发的医学影像AI产品曾掀起一波拿证和投资热潮，但目前商业化落地方面仍差强人意。在ChatGPT到来以后，由于其更强大的能力和可能给市场注入了新的活力，头部企业纷纷在第一时间将视角转向医疗垂类大模型落地，AI医疗进入新的投资周期和热潮。Google开发的医疗大模型Med-PaLM 2，作为第一个在MedQA测试集中达到“专家”水平的AI大模型，已于2023年4月起正式在梅奥医院等诊所实测。微软使用GPT-4，发布医学多模态大模型LLaVA-Med，利用生物医学影像数据，推测分析患者病理状况。

中国是AI医疗发展生存的绝佳土壤，我国人口总量庞大，医疗资源严重不足且分布不均，AI医疗既能有效缓解医生的工作负担，提高工作效率，又能加强基层医疗诊疗水平，加速医疗普惠进程。自2023年起，国产医疗大模型全面开花，以百度、华为、腾讯为首的传统互联网巨头；以卫宁健康、东软等为代表的医疗信息化平台企业；以医渡、左手医生等为代表的互联网医疗新秀等众多企业摩拳擦掌，在近一年时间内陆续有近40个大模型问世。

我们认为多模态大模型在医疗领域的应用广泛，有望全面赋能服务诊疗等产业生态圈发展。从C端场景来说，在诊前阶段，大模型能够结合人群健检影像指标数据、基因信息等内容，识别风险因素和早期疾病预测；在诊中阶段，可以加速提取临床文本关键信息，辅助研判医学影像和肿瘤检测分型，提高医生疾病诊断效率，同时通过DNA测序等数据识别基因突变以协助制定个性化诊疗方案；在诊后阶段，远程监测患者健康参数，提供家庭远程医疗康复护理指导建议等。从B端场景而言，一方面能协助科室和医生智慧化管理患者及患者诊疗数据，为临床诊疗和科研提供助力，另一方面大模型能协助医院优化流程管理和运营数据分析，降低医

院人力成本和运营管理成本，提升医院效率，助力医院智慧管理升级。

总之，大模型在医疗领域的想象空间巨大，赛道方兴未艾，拥有数据壁垒、与医疗场景需求融合度高的模型产品有望最终在大浪淘沙的局面中崭露头角。

二、2023 年市场表现

(一) 二级市场

1、A 股

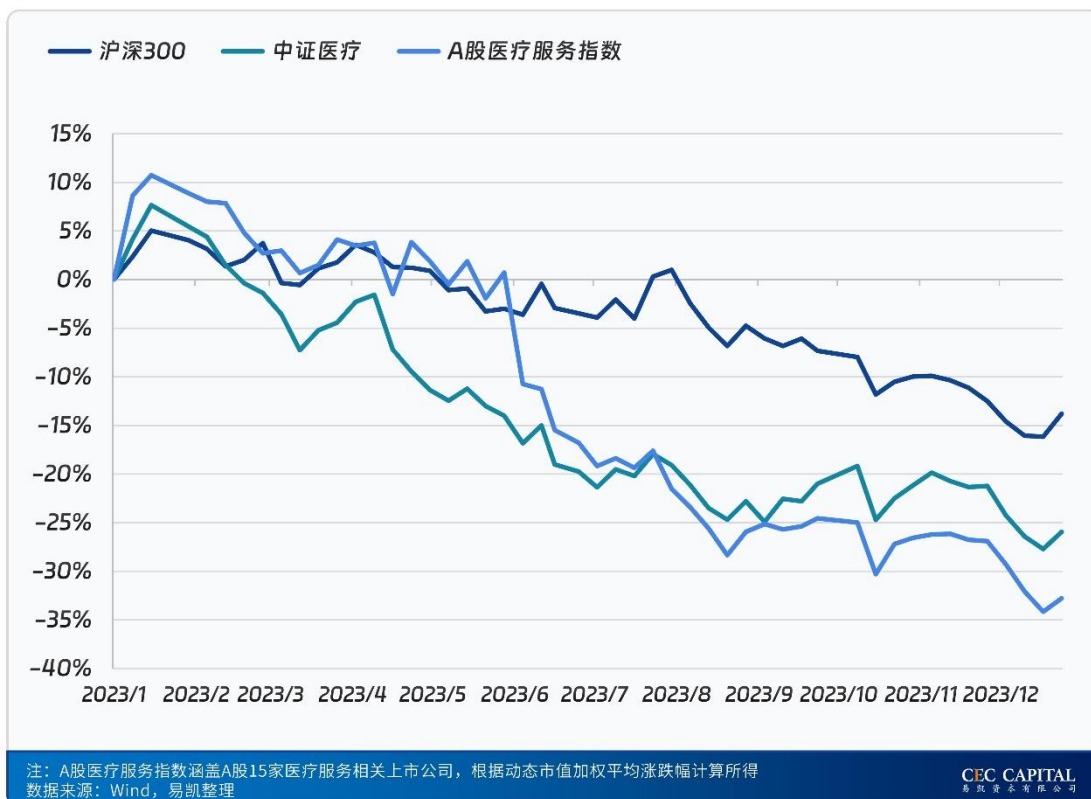
2023 年 A 股医疗服务板块经历了下行震荡的一年，且相较沪深 300 大盘波动而言，医疗服务板块整体表现处于明显超跌状态。A 股医疗服务板块在后疫情时代、行业政策的多重影响下经历着估值重塑的下行周期。

2022 年底疫情管控的全面放开，二级市场传递出积极信号，2023 年初 A 股医疗服务板块也迎来了一波上涨，最高涨幅达 11%。2023 年上半年整体呈小幅上涨趋势，与疫情管控放开后各医疗服务企业常态化运营息息相关，给二级市场带来了较大信心。而随着 2023 年 5 月，14 部委联合印发《2023 年纠正医药购销领域和医疗服务中不正之风工作要点的通知》，以及 2023 年 7 月《中纪委》组织召开全国医药领域反腐会议，提出开展为期 1 年全国医疗领域腐败问题集中整治整顿工作，以“零容忍”态度坚决惩处腐败，大力营造风清气朗的医药领域发展环境开始，作为终端场景的医疗服务企业也深受影响，A 股医疗服务板块持续下跌。同时，随着 A 股上市公司 2023 年半年报、三季度报的陆续披露，营收规模和盈利能力不如预期增长也使得民众信心不足。以 A 股上市的 15 家医疗服务上市公司为例，2023 年三季度整体营收规模为 592.0 亿元，较 2022 年同期下降 7.3%；2023 年三季度整体净利润规模为 67.6 亿元，较 2022 年同期下降 24.5%。

2022 年及 2023 年作为后疫情时代的关键两年，A 股医疗服务板块处于连续下行阶段，一方面是对过去高估值市场的消化和体系重塑，另一方面是对药品/耗材带量采购、DRGs/DIP 改革、医疗反腐等大刀阔斧的改革政策的市场化反应。我们相信，随着医疗改革的持续推进和估值泡沫的得以释放，2024 年医疗服务领域将迎来更为健康、更高质量的发展。

2023年A股医疗服务板块涨跌幅走势图

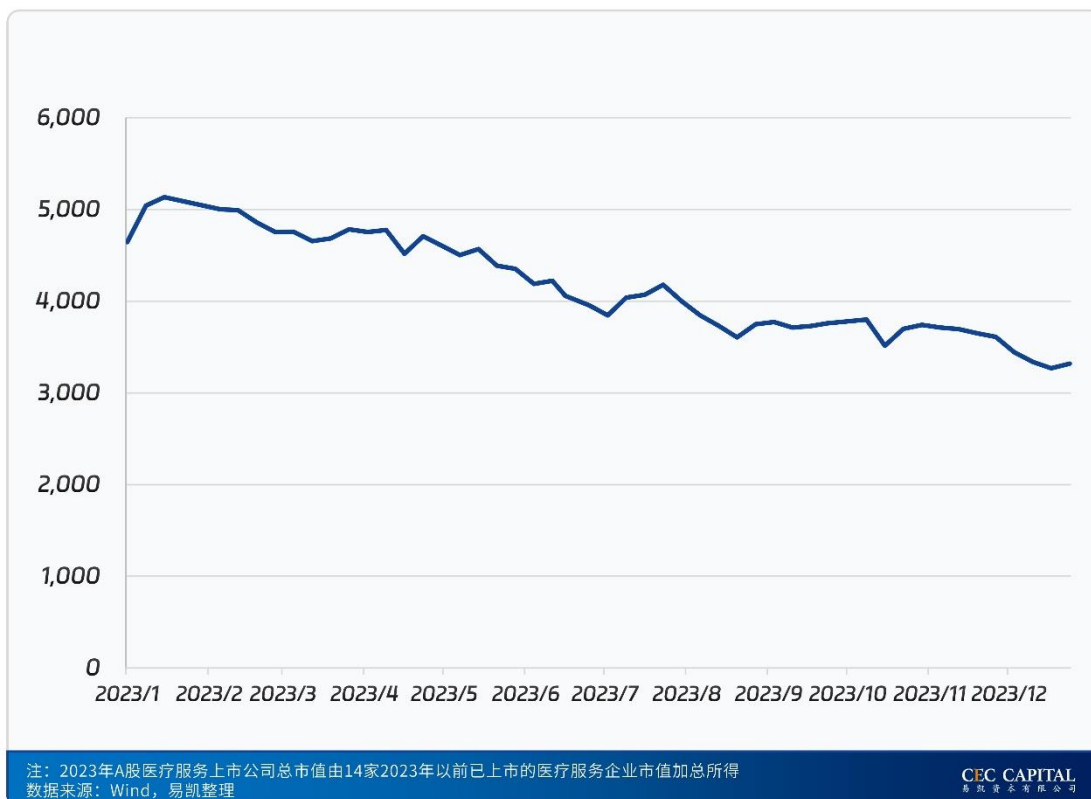
单位：%



根据 Wind 数据，截至 2023 年底 A 股医疗服务相关上市企业共 15 家。除去 2023 年新上市的 1 家企业（301293.SZ 三博脑科），其余 14 家总市值从年初的 4,645 亿元下跌至年底的 3,319 亿元，整体跌幅 28.5%。2023 年内波峰相较波谷总市值差异 1,864 亿元，波动幅度为 57%。

2023年A股医疗服务上市公司总市值变动图

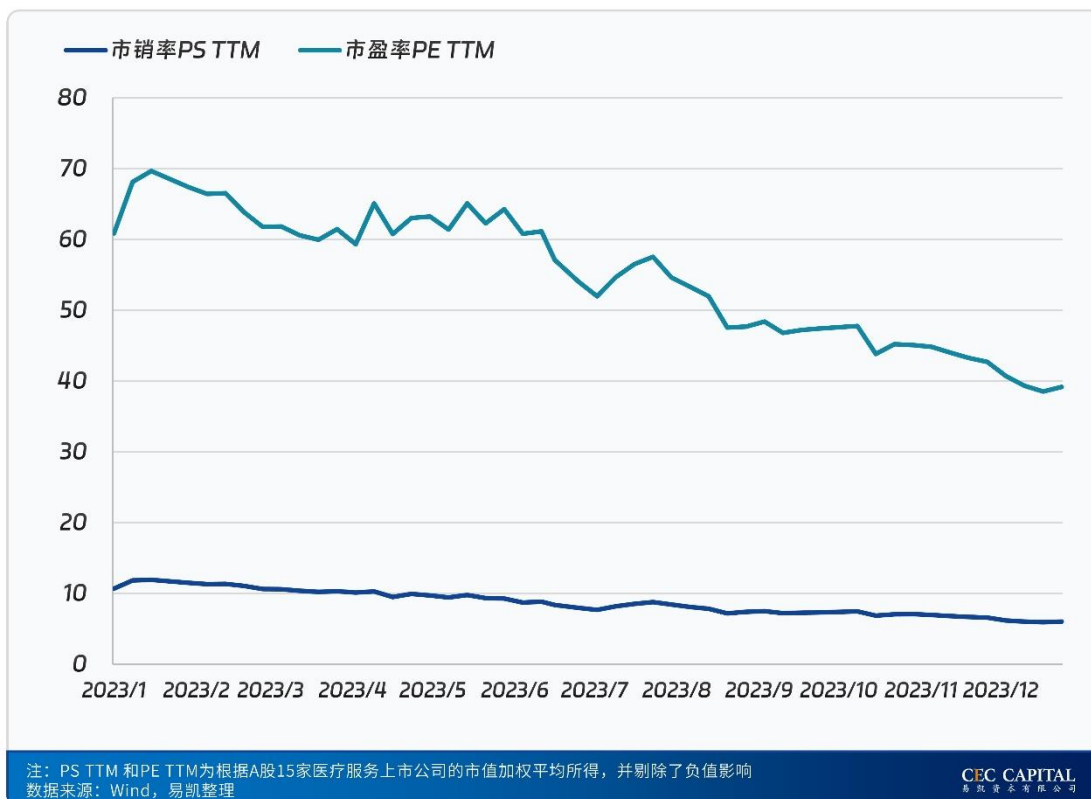
单位：亿元人民币



2023年A股医疗服务板块整体估值体系处于下行调整阶段，PS TTM 从年初的 10.7 倍下降至年底的 6.0 倍，下降幅度达 43.5%。PE TTM 从年初的 60.8 倍下降至年底的 39.1 倍，下降幅度达 35.7%。

2023年A股医疗服务指数PS/PE走势图

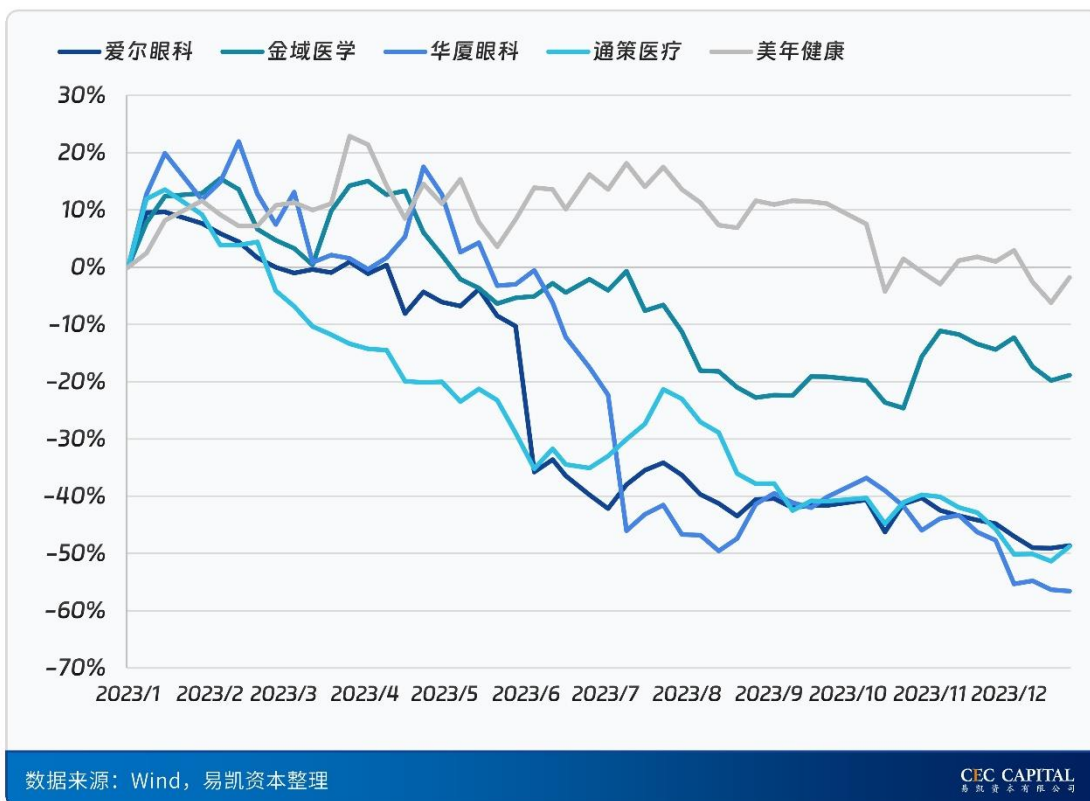
单位：倍



从市值排名前5的医疗服务上市公司走势图来看，美年健康因其良好的业绩表现且在2023年前三季度扭亏为盈，2023年股价表现较为稳定。金域医学因疫情后营收及利润大幅缩水而股价下跌。而爱尔眼科、华夏眼科和通策医疗作为消费医疗的头部企业，2023年全年股价呈波动下跌趋势，年平均跌幅在49%-57%区间，更多的是多之前高估值的回归调整。

2023年A股医疗服务板块个股涨跌幅走势图

单位：%



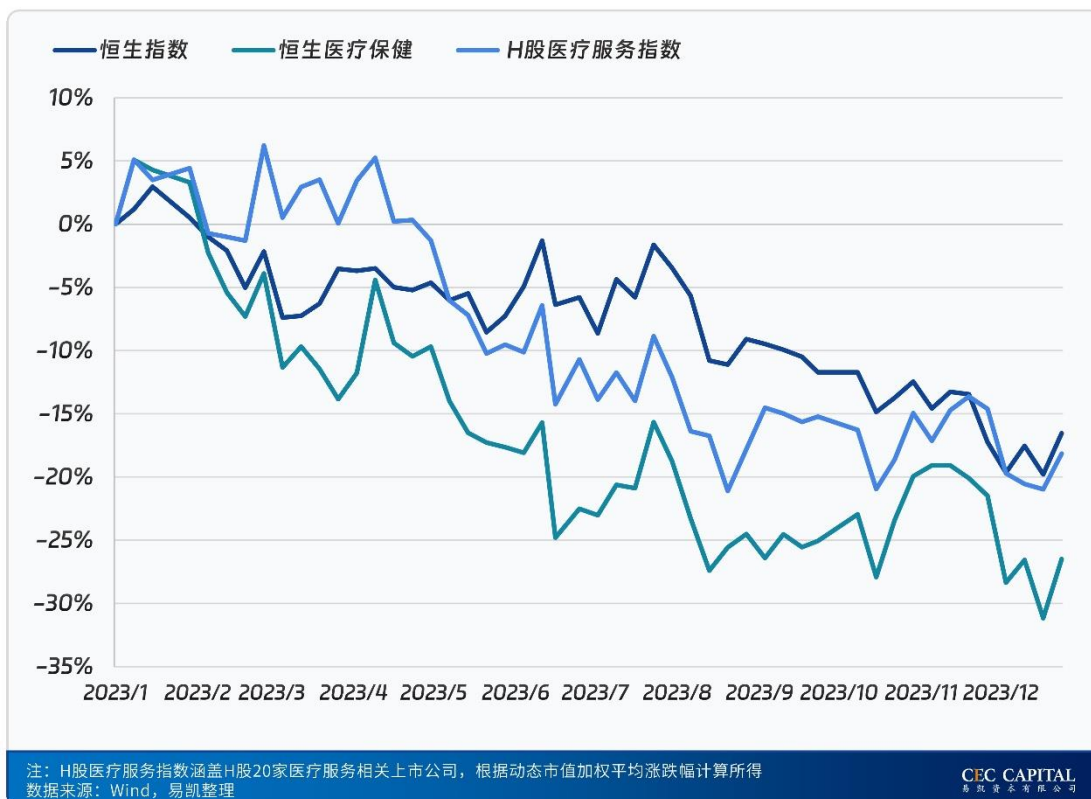
2、港股

2023年港股医疗服务板块表现同A股市场相似，也经历着震荡下行的周期。相较于A股市场，港股市场面临着“内外夹击”的水深火热。内部方面，带量采购、医疗反腐等行业政策接踵而至，极大程度地考验着上市企业的健康化和精细化经营能力；外部方面，美联储维持高息，港股出逃大量资金，市场情绪低迷导致大盘接连承压，影响着各方对港股市场的投资热情，整体市场流动性疲软。

从2023年港股医疗服务指数走势图来看，同A股相似，经历了上半年疫情管控放开后的小幅上涨，到年中股价开始下跌，再到下半年受内外部政策影响带来的股价持续下降。与A股不同的是，2023年底港股医疗服务指数涨跌幅接近大盘。

2023年H股医疗服务板块涨跌幅走势图

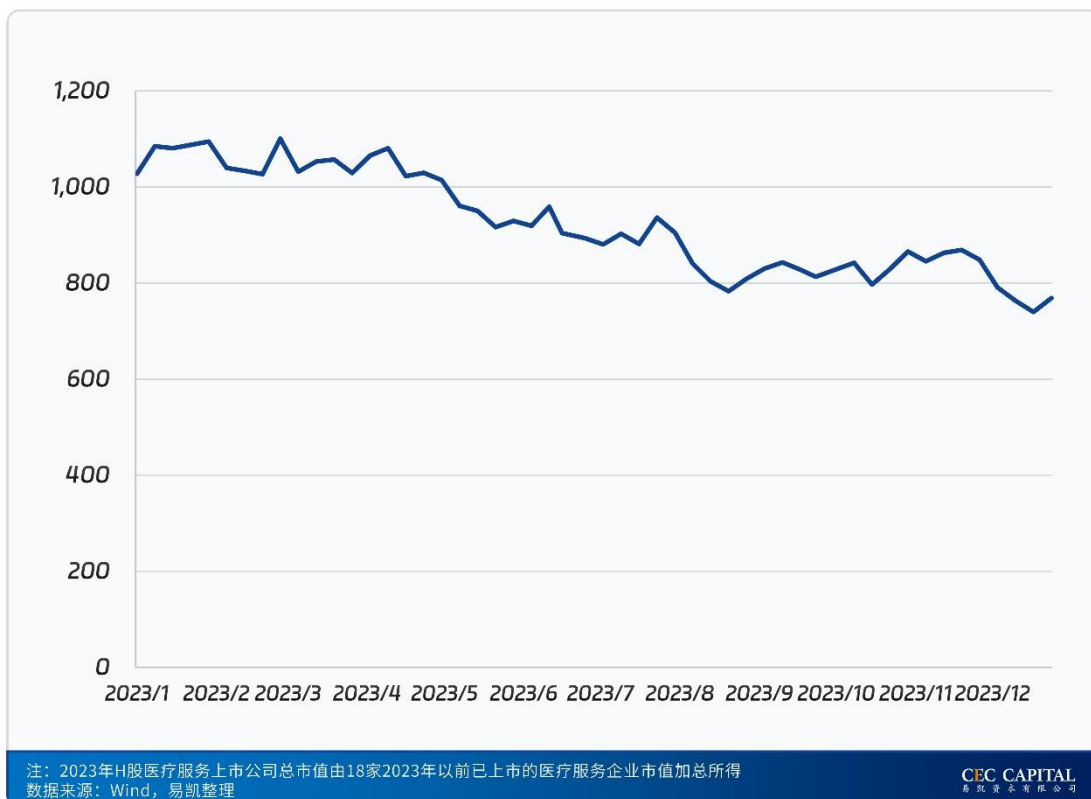
单位：%



根据 Wind 数据，截至 2023 年底共有 20 家医疗服务相关企业于港股上市，除去 2023 年新上市的 2 家企业（9860.HK 艾迪康控股和 2373.HK 美丽田园医疗健康），其余 18 家总市值从年初的 1,027 亿元下跌至年底的 769 亿元，整体跌幅 25.2%。2023 年内波峰相较波谷总市值差异 361 亿元，波动幅度为 48.8%。

2023年H股医疗服务上市公司总市值变动图

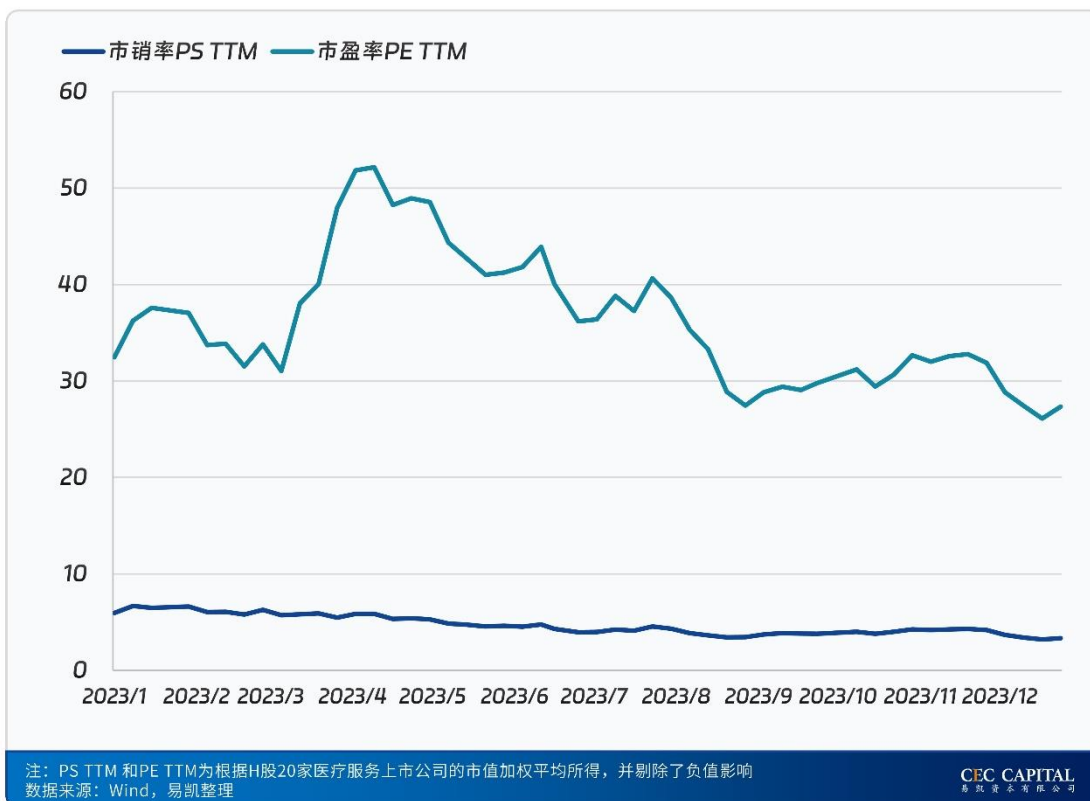
单位：亿元人民币



2023年港股医疗服务板块整体估值体系同样处于下行调整阶段，PS TTM从年初的5.9倍下降至年底的3.3倍，下降幅度达44%。PE TTM从年初的32.5倍下降至年底的27.3倍，下降幅度达15.8%。

2023年H股医疗服务指数PS/PE走势图

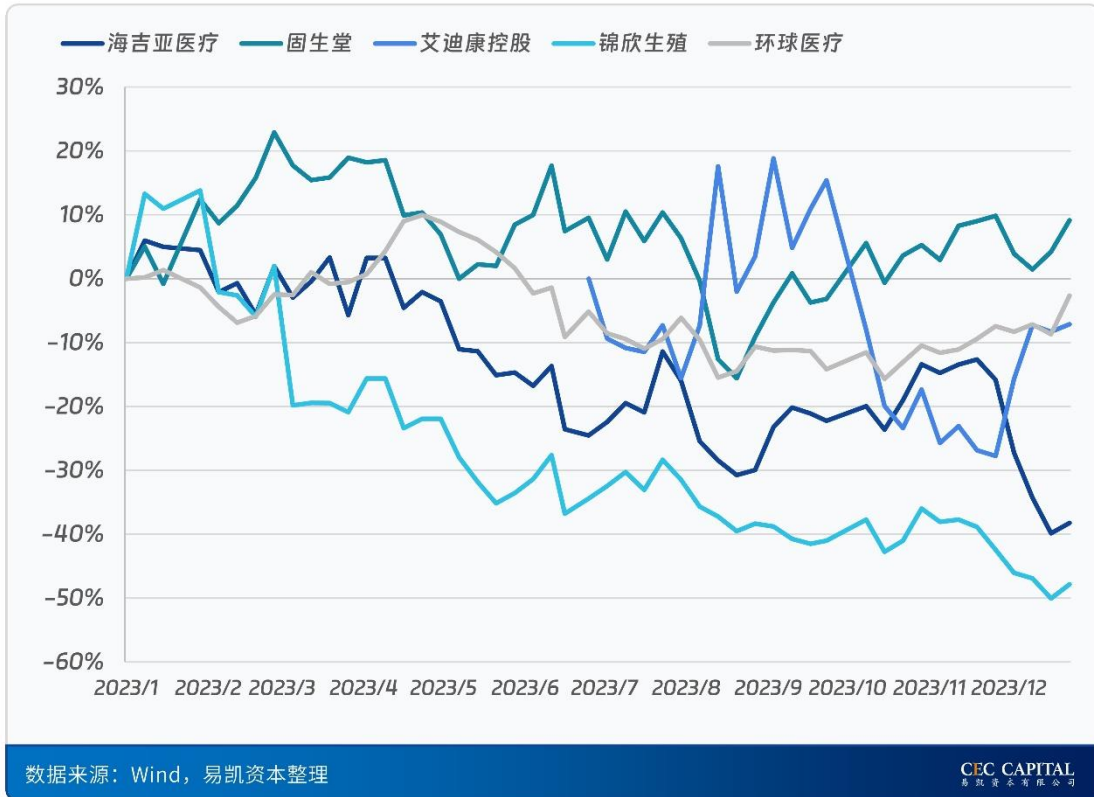
单位：倍



以市值排名前五的医疗服务企业涨跌幅走势来看，固生堂“一枝独秀”，得益于政策暖风频吹和自身业绩过硬，2023年整体涨幅9%。艾迪康控股和环球医疗在过去一年表现欠佳，股价整体下跌3-7%。海吉亚2023年并购动作不断，合计金额近20亿元，在扩大商业版图的同时，并购后财务费用攀升、新医院尚处于爬坡期等不利因素影响，管理层也将2023年净利润增速指引从25%下调至17%-20%，年底跌幅28%。而锦欣生殖市场表现持续不佳，2023年跌幅48%，有待疫后复苏。

2023年H股医疗服务板块个股涨跌幅走势图

单位：%



(二) 一级市场

从私募股权融资事件来看，2023年医疗服务领域共完成26笔融资交易，融资数量而言较2022年接近；而总计融资额仅约20亿元，较2022年下降63%，整体投融资总额遇过去5年来最低，一级市场医疗服务领域投早、投小的特征更为显著。而从并购交易来看，2023年医疗服务领域共完成20笔并购交易，相较于2022年共完成29笔交易来看，也下降了31%。2023年医疗服务领域在一级市场的整体交易活跃度下降显著，市场持续走冷。

2023年一级市场私募股权融资交易继续以对业绩判断压力更小，有更长培育期的早期项目为主，A轮及以前阶段的项目数量占比高达全年项目总量的81%，较2022年上升9%，为过往5年以来最高水平。二级市场的低迷情绪同样传导到了一级市场，一级市场医疗服务领域的整体估值体系也经历着回调与重塑的过程。对于早期项目，企业自造血能力弱，也更需要资本的成长助力，估值的下调幅度更高却也更易被企业方接受；而对于中晚期项目，投资机构普遍面临着企业估值与二级对标公司形成估值倒挂或利差空间过小的尴尬局面，各机构出手更为谨慎。

中国2019-2023年医疗服务领域私募股权融资案例数目及金额

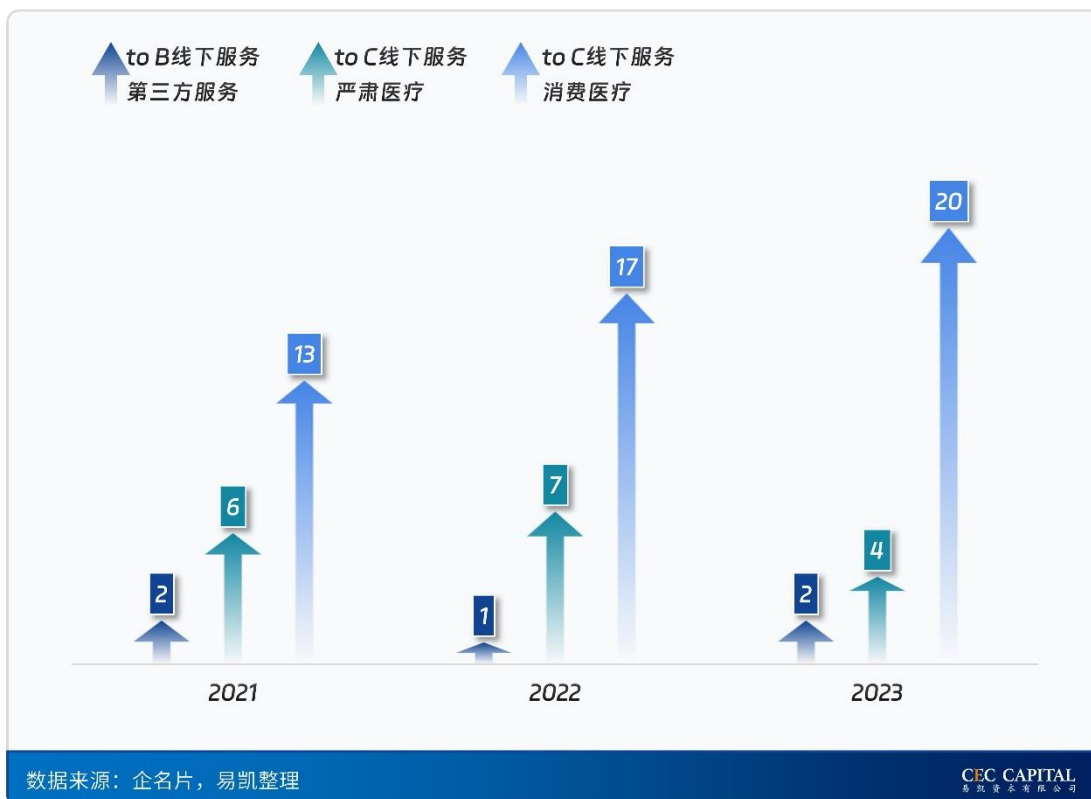
单位：亿元人民币



从投资方向来看，2023年医疗服务领域发生的26笔私募股权融资交易事件中，to B线下服务-第三方服务2笔，to C线下服务-严肃医疗4笔，to C线下服务-消费医疗20笔。相较于过去2021年和2022年，消费医疗在2023年融资活跃度较高，严肃医疗融资持续稳定。

中国2021-2023年医疗服务领域各细分赛道私募股权融资数目速览

单位：笔



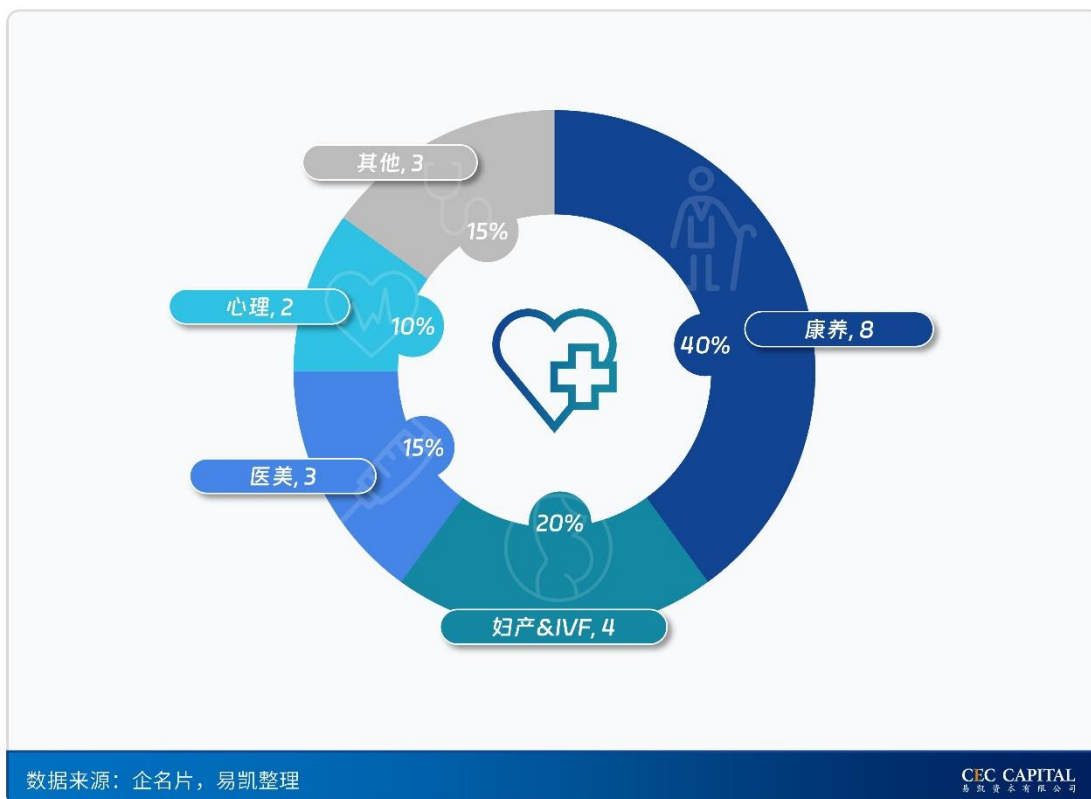
1、消费型专科医疗投资活跃度持续回升，偏好早期项目

2023年医疗服务细分领域中，消费型专科医疗的投资活跃度持续回升。2023年发生的20笔私募股权融资交易中，从细分赛道来看，聚焦在康养、妇产及辅助生殖、医美和精神心理领域；从投资阶段来看，均为天使轮、A轮等早期阶段融资。

高估值体系的重塑调整也从二级市场传导到了一级市场，投资机构在估值倍数下调，IPO申报收紧的大环境下，对于消费医疗中晚期项目的投资愈发谨慎，选择早期项目投资无疑是给企业的发展成长，机构的投资回报带来更长的培育时间。而从细分赛道来看，结合银发经济下的健康养老，以及“生育难题”下的新型妇产与辅助生殖，成为了2023年的投资关注热点。

2023年消费专科医疗私募股权融资数目概览

单位：%



2、严肃型专科医疗价值体现，中晚期成熟项目受市场追捧

2023年有着“神经专科第一股”称号的三博脑科登陆A股市场，其良好的资本市场表现使得严肃型专科医疗备受关注。相对于消费型专科医疗，严肃型专科医疗“长坡厚雪”的特征更为明显，有着“高壁垒和稀缺性”特色的优质成熟标的价值愈发体现。

2023年严肃型专科医疗领域私募融资案例列表

公司名称	细分领域	轮次	交易日期	融资金额	投资机构
达康医疗	血液透析	E+轮	2023/12/8	数亿人民币	中国通用技术集团
邦尔骨科	骨科	Pre-IPO	2023/11/9	超8亿人民币	建发新兴投资、阳光人寿、清池资本、太平洋保险、十月资本、高远投资
健嘉医院	重症康复	战略融资	2023/8/4	未披露	辉旺资本
贤德医疗	心血管专科	A轮	2023/7/17	数千万美元	清池资本、香港亚洲医疗集团

数据来源：企名片，易凯整理

CEC CAPITAL
易凯资本有限公司

邦尔骨科作为国内民营骨科连锁的头部企业，于2023年11月完成了Pre-IPO轮融资，融资金额超8亿人民币，为当年医疗服务领域最大的一笔融资交易，政府性国有投资平台，保险机构、知名PE/VC等多家机构为其站台。成立于2006年的邦尔骨科，目前旗下控股运营17家医疗机构，分布在以华东为主的16个城市，开放总床位规模超5000张，年手术量超过4万台。在历经近20年的持续耕耘下，邦尔骨科已成长为国内骨科连锁医院的龙头企业，也有望凭借扎实的医疗技术和稳定的盈利能力，冲刺民营骨科上市第一股。

三、2024年最重要的投资主题

(一) “银发经济”下不仅是养老产业，涉及养老概念的医疗服务投资机会越显现

1. 养老服务进入新纪元，以综合养老服务，强医带养以及活力新老人服务等为主要方向的业态有机会成为行业领先者

自2013年起，中国养老产业在政策的引领下走过了十年的发展历程，其产业化发展的政策驱动要素已基本成型，预示着养老服务产业即将迎来新的增长纪元。在这十年中，养老服务产业的各个方面都得到了显著的发展和完善。

首先，养老服务的业态标准和规范不断得到改进和加强。在健康养老产业化的同时，我国

政府从空间设施建设改造、功能服务提供、专业机构运营、人员技能标准等多个维度出发，出台并完善了一系列相关标准和规范。同时，将标准化、规范化的监管机制与补贴补助、市场信用等机制相结合，推动了健康养老市场化和产业规范化、高质量发展的全面统筹。

其次，资金支持政策体系已基本建成。经过多年的政策体系构建，形成了以政府为主导的、体系化、多样化的健康养老产业资金保障政策体系。这包括政府财政资金、福彩公益金、信贷支持、融资担保、开发性金融支持、产业专项债券、引导/投资基金、上市融资等，构成了一个相对完善的健康养老产业融资、补助、税收支持体系。

再者，养老金三支柱建设已初具成效。根据人社部的数据，截至2023年末，第一支柱的基本养老金占比约为70.38%，第二支柱的企业年金和职业年金占比约为29.02%，而以个人储蓄性养老保险和商业养老保险为主的第三支柱占比为0.6%。在覆盖规模上，我国已有超过10亿人参加了基本养老保险。此外，长期护理保险的建设也在稳步推进，不少地区已经开始实施或试行相关政策。

当前，我国养老服务产业的发展重点主要集中在以下几个方面：

1. 养老服务体系建设：以满足刚需老年群体的需求为核心，同时兼顾保障和供给的品质。养老服务企业正逐步从以床位为主要指标的机构养老，转向社区居家养老服务体系的构建，并探索多元化的盈利模式。

2. 产业链 to B 供应链业态的发展：围绕养老服务体系建设，老年用品、康复辅具、人才教育、适老化建设、智慧养老、老年金融等领域逐步起步。医康养体系的建设将更加深化，医疗、医药、医械、康复等业态将成为市场化发展的重点。

3. 多元业态的发展：随着中低龄老年群体“新消费”的崛起，围绕60后“活力新老人”的新消费市场开始兴起。这一群体对智慧化、科技化、智能化产品的需求日益增长，养老消费逐渐呈现出“线上化”的趋势。

总体来看，中国养老服务产业在政策的推动和市场需求的驱动下，正迎来一个多元化、高质量的发展新时代。

2. 老龄化带来的机能退行性改变较为集中的体现，客观上促进了骨科、心血管、康复等医疗服务细分领域的发展

在此社会及政策背景下，结合民营专科医疗的发展现状，从细分学科来看，我们认为骨科、心血管、康复等细分领域存在巨大的发展机遇。当前，我国60岁及以上老人人口规模已超2.9亿，根据国家卫健委的测算，2035年左右，该数字将突破4亿人。庞大的老年人口群体对养老服务供给提出了严峻的要求，同样的，也对医疗服务供给带来了巨大挑战。我国60岁及以上老年人慢性病的患病率超过78%，其中不少患者同时患有两种以上的慢性疾病，其中尤以心血管疾病、骨科、神经系统疾病、内分泌等老年退行性疾病为主。2024年1月15日《国务院办公厅关于发展银发经济增进老年人福祉的意见》发布，意见明确提出“优化老年健康服务。加强综合医院、中医医院老年医学科建设，提高老年病防治水平，推动老年健康领域科研成果转化。加快建设康复医院、护理院（中心、站）、安宁疗护机构，加强基层医疗卫生机构康复护理、健康管理等能力建设，鼓励拓展医养结合服务，推动建设老年友善医疗机构”。

随着中国人口老龄化加剧，优质骨科医疗资源的稀缺性将进一步凸显。《中国卫生健康统

计年鉴》显示，中国居民在 14 岁以下骨科类疾病发病率为 2.8%，而 60 岁以上的发病率高达 83%。并且在中老年人群里 97% 患有脊柱疾病。因此老年人口规模的不断增多势必会带来骨科医疗服务需求的不断增长。在此背景下，资本寒冬中的投资机构对民营骨科服务的关注不减反增，2023 年 11 月，国内头部民营骨科连锁企业邦尔骨科逆势宣布完成超 8 亿元人民币的 Pre-IPO 融资，投资机构不乏建发新兴投资、阳光保险、太平洋保险、清池资本等业内知名投资机构。此外，由康桥资本投资孵化的仁诺骨科通过并购扩张也成为业内极具影响力的连锁品牌。

民营心血管服务行业的前景乐观。 心血管疾病具有高发病率、高致残率和高死亡率的特点，2023 年 6 月份发布的《中国心血管健康与疾病报告》指出，我国心血管病患病率处于持续上升阶段，据推算我国心血管疾病现有患者人数 3.3 亿，而全国每 5 例死亡病例中就有 2 例死于心血管疾病，位居各类疾病死亡率首位。人口老龄化及居民生活方式的改变是心血管疾病发病率提升最主要的原因，与此同时，随着医学科技及医疗水平的不断进步，心血管患者的生存期持续提升，心血管医疗服务市场的需求量不断扩大。民营医疗服务领域中的心血管专科正是在这样一个行业及市场背景下逐步发展起来，期间在诸多参与者中，不乏武汉亚心医疗这样已经具有重要行业影响力的大规模产业集团，也包括如杭州杏荣医疗这样的后来者，前者目前已处于 IPO 申报阶段，而后者则刚刚完成由泰康保险集团投资的首次战略融资。此外，外资亦对国内心血管专科青睐有加，由斯道资本投资建立的上海德达医院于 2021 年 9 月宣布获得太古集团 1 亿美元战略投资，而在不久前，太古集团宣布完成对德达医院的控股权收购。随着越来越多的参与者加入，民营心血管服务行业的前景值得期待。

随着适老化及康复相关政策的不断落地，民营康复市场将迎来更大的发展机遇。 康复医学作为四大现代医学之一，与临床医学相辅相成，其中发展较为成熟的包括骨科/运动康复、儿童康复、老年病康复、神经康复、心脏康复等；其中除儿童康复外，其他几类均与老龄化趋势息息相关。康复医学的重要性不言而喻，但相较于其他门类，我国康复医学起步较晚，在医疗资源供给端远远无法满足旺盛的需求，根据最新数据，在公立体系中，我国设有康复医学科的三级综合医院比例为 52.92%，二级为 20.5%，离国家政策要求的“二级及以上综合医院需独立设置康复医学科”仍有很大空间，从床位数看，截至 2020 年，中国医院康复医学科床位 24.7 万张，占床位总数的 3.5%，与《综合医院康复医学科基本标准（试行）》要求的 5% 标准仍存在缺口尚待补齐。公立资源的缺位给民营医疗服务发展带来了机遇，而在资本的加持下，康复服务、康复机器人、数字疗法等细分领域都得到了长足发展，2023 年，我国康复领域共发生融资事件 41 起，涵盖产品、服务等多个细分领域，其中不乏有中航创世、迈德斯特、卓道医疗等知名企业。

(二) 后疫情时期，消费医疗的复苏需要更多耐心，在人口结构新常态下优生优育，眼科以及新中医等受到更多关注

1. 新生儿数量及结构变化推动了新妇产和辅助生殖行业的发展

2023 年，中国新生儿出生数量降至 900 万，较 2016 年几乎实现腰斩。而从新生儿初生结构上来看，一胎占比稳定而三胎占比逐步提升至 15%，35 岁及以上高龄产妇占比已接近 20%。

新生儿数量结构及产妇年龄的变化对传统妇产儿业务带来了巨大的挑战。2023 年疫情放开好似并没有给多数育龄夫妇的生育信心带来正向的刺激，根据育娲人口研究发布的《中国生育成本报告 2024 版》，导致我国几乎全球最低生育率的根本原因是几乎全球最高的生育成本，不断攀高的生育成本和养育成本给新生儿家庭造成了沉重的负担，与此同时针对于女性的“生育惩罚”（即时间成本和机会成本）逐年攀升，由此导致生育年龄不断后移，高龄产妇占比越来越高。生育率下降及高龄产妇比重增加的背后也反映了一系列健康问题，其中最为突出的是不孕不育，当前我国育龄夫妇的不孕不育发病率已攀升至 15%-18%。而辅助生殖技术作为应对不孕不育的主要手段之一，渗透率却只有 8%，远低于美国的 30%，究其原因，主要在于：（1）辅助生殖医疗资源区域性供给失衡，技术过硬的头部医院人满为患，而其他多数医院周期数常年在 500 以下，牌照严重浪费；（2）治疗费用高昂，且尚未纳入医保覆盖范围。辅助生殖治疗过程中涉及的药品、耗材、试剂等仍依赖进口，国产品牌尚未形成足够规模。

辅助生殖是目前医疗服务领域最具牌照稀缺性的专科之一，加之其又具备医技术水平要求高、品牌培养难度大、监管严格等特点，因此也是民营医疗中门槛最高的细分专科之一。在国家全力以赴“促生”的背景下，大力推广辅助生殖技术的应用势必会成为未来政策的重点。2022 年 7 月，国家医保局等部门提出逐步将辅助生殖适宜技术纳入医保后，各地陆续行动，如北京市自 2023 年 7 月 1 日起将 16 项治疗性辅助生殖技术项目纳入医保范围，内蒙古自治区 2024 年 2 月 1 日起将取卵术等 8 项治疗性辅助生殖类医疗服务项目纳入医保支付范围，上述政策为有辅助生殖技术治疗服务需求的参保人员提供费用保障支撑。

对于民营医疗服务而言，逆势之下，妇产赛道依然有诸多发展机遇，其中新妇产和辅助生殖已然已成为育龄夫妇群体最为迫切的需求场景。随着 95 后、00 后成为婚育主体，消费观念的改变，妇产行业有望再度焕发出新的生机和活力。新婚育主体育儿需求升阶，母婴消费攀向精细化、个性化、高端化方向演绎，市场整体规模不可避免的水涨船高。除了奶粉、奶瓶、尿不湿、婴儿车等常规类用品的硬性支出外，宝宝围栏、消毒柜、温奶器等这些能够提升育儿生活质量的细分领域也开始发展。而在辅助生殖领域，高企的单周期价格势必会随着医保的覆盖而逐步降低，但医保介入也会进一步提升辅助生殖整体渗透率，以价换量之下，市场规模会进一步增大，相较于头部公立医院而言，区域性头部民营机构凭借口碑、知名度、影响力、服务水平等有望进一步提升患者规模，加之通过异地牌照扩张及向产科延伸，有望孕育大型的新妇产医疗集团。

2. 眼科连锁在服务好“一老一小”的同时，通过并购整合做大做强

眼科领域拥有庞大的患者群体，且患病率在逐渐提升，需求刚性且强烈，是拥有广阔发展空间黄金赛道。而从疾病类型看，基本呈现“一老一小”的年龄格局。即以青少年患者群体为主的屈光不正和以中老年患者群体为主的白内障、干眼症。而对于民营眼科医疗服务机构而言，白内障和屈光视光则构成收入的两大支柱。

2023 年作为疫情放开的第一年，民营眼科医疗服务业绩迎来了强势反弹，其中爱尔眼科 23 年前三季度营收同比增长约 23%，前三季度净利润同比增长 36%；华夏眼科营收同比增长 23%，净利润同比增长 42%；普瑞眼科营收同比增长 51%，净利润同比增长 246%；何氏眼科营

收同比增长 22%，净利润同比增长 46%。各家增速均显著优于上一个可比期间。但是，疫情期间积累的消费需求逐步消化之后，眼科服务机构，尤其是规模型连锁集团后续业绩增长依然面临挑战，其中首当其冲的就是人工晶体、角膜塑形镜等产品耗材集采对利润率水平带来的影响。除了通过市场宣教进一步提高患者渗透率，增加单体机构获客能力外，对外并购不失为一个好的选择。预计经过 23 年的休养生息，眼科服务市场在 24 年会继续进入“买买买”模式，但受二级市场整体行情影响，上市公司买方对于资产的价格会趋于敏感。不过，现存的一批优质单体眼科医院或小规模连锁依旧是各家争相并购的“香饽饽”，新兴的眼科医院品牌将很难再有机会征得一席之地。而在某些创新医疗服务领域，如眼视光门诊等或许尚存较大的发展潜力。

3. 传统中医与现代就医消费理念融合，“新中医”得到关注

随着人们越来越重视中医的治疗效果和健康价值，中医作为中国传统文化的重要组成部分逐渐受到广泛认可。在新冠疫情爆发过程中，中医在预防、缓解症状及降低死亡率方面都发挥了重要作用，显著提高了公众对中医的认知和接受程度。借助国家中医医疗机构的推广和中医服务的不断渗透，中医医疗服务行业市场规模已经从 2017 年的 5436.4 亿元增长到 2021 年 7682.9 亿元，实现了 41.3% 的增长。随着医疗机构数量逐步增加和中医药文化的推广，预计未来 5-10 年年间，中医行业仍将保持较快的增长速度。

一直以来，国家对中医药产业的发展是不遗余力的。2023 年 2 月国务院办公厅发布《中医药振兴发展重大工程实施方案》，为推动中医药振兴发展提出了具体要求，并推出中医药健康服务高质量发展工程、中西医协同推进工程、中医药传承创新和现代化工程、中医药特色人才培养工程等 8 大工程。同时，医保集采优惠措施跟进，推动群众看中医喝中药。医保中包含的中药数量逐年增加，截止 2023 年版医保目录，已收录中药 1390 种（含民族药），中药占比已超过 50%。相比于化学药品集采，在中成药集采中，降价幅度相对较小，给行业带来了一定的利润空间，促进了整个行业的健康发展。

民营中医业态规模一直较小，2021 民营中医院仅占中医院总数的 11%，门诊人次仅占总门诊人次的 3.9%，其中，如固生堂这样优秀的民营中医连锁企业属凤毛麟角。在资本市场，过去 3 年也未有公开披露的私募股权融资交易。传统中医受限于人才、区域等多种因素的限制，发展较为缓慢，但随着国家政策不断深入、居民对中医的认知和消费意识的提升以及科技等新元素与中医的融合，以“新中医”为代表的中医连锁企业开始获得市场的关注，如中医+新媒体、中医康复、中医药养生、中医药美妆护肤、中医药食品饮料、中医药旅游等理念开始融入到现代中医创业者的商业理念中。比较具有代表性的是，2024 年 2 月，美国中医针灸品牌 WTHN 获得由 LVMH 集团旗下全球最大消费品私募基金 L Catterton 领投的 500 万美元 A 轮融资。

(三) 以 ChatGPT 系列为代表人工智能技术可催生既往 AI 医疗以及医疗数字化的变革

1. 生成式 AI 及其背后的大模型技术对 B 端、G 端、C 端均具有颠覆性的影响，有望催生新一轮医疗数字化的变革

数字化是解决医疗资源供给相对有限的关键手段，通过数字化的助力与加持，实现服务资源的一体化、跨机构的协同联动、统一的全域运营管理。生成式 AI 及其背后大模型技术的突

破发展，正在催化人与机器之间关系的社会变革，也必将影响医疗数字化的界限定位与交互形态。从服务对象看，大模型技术对医疗 B 端、G 端、C 端均具有颠覆性的影响。

具体来看，大模型可能在辅助诊断/治疗/方案生成，患者服务，医院管理/质控，医疗科研，公共卫生等多个领域发挥重大作用。举例来看，在辅助诊断/决策/方案生成领域，相较于传统 CDSS（临床决策支持系统）而言，大模型的训练数据来源更为广泛，自我净化能力更为高效，因而能为 CDSS 带来较大幅度的提升。此外在交互方式及自主辅助方面，也能提升医生的使用体验。同时，大模型可以在急救药学服务、骨科、细菌感染等领域接受患者后迅速生成治疗方案。尤其是在急救场景中，大模型在急救过程中迅速根据患者信息生成治疗方案，可以辅助医生更快做出诊断，为患者谋取更多救治时间；在患者服务方面，大模型有望改变传统互联网诊疗模式下专家稀缺、回复不及时、价格昂贵等一些列问题，通过模型打造专家分身，以低廉的价格实现随时随地名义在线就医问诊，通过技术手段增加优质医疗资源供给，打破医疗供需不匹配的困境。在医院管理/质控方面，大模型可对结构化的医疗文书进行自动录入、形式质控、内涵质控。各个医生书写习惯不同，精力有限，大模型可快速的生成规范医疗文书模板，该模板具备质控逻辑清晰、内容表达丰富等特征，能够按照标准准确录入文书，减轻医生在书写、检查等环节的负担。此外，大模型可生成医院管理所需的各类表单，为医院管理者提供辅助管理决策支持，统计包含医生基础信息、临床能力、医院后勤、医院财务等各个方面的数据，然后生成匹配医院现状的动态管理计划，对医疗资源进行一个智能高效的配置。

2. 通用大模型并不能胜任医疗场景下的高门槛的应用需要，医疗垂类大模型必不可少

在医疗领域，大模型的应用与通用领域存在显著差异，这些差异贯穿于模型设计、训练过程以及实际应用等多个层面。由于医疗场景的特殊性和高标准要求，现有的通用大模型往往难以满足医疗行业的具体需求，这就要求开发专门针对医疗领域的垂类模型，以适应该领域的特定需求和挑战。

首先，医疗行业的场景需求具有高度的专业性和技术性，对错误容忍度极低，这就要求大模型在提供医疗建议时必须具备更高的准确性和专业性。AI 系统需要依托丰富的医疗专业数据，才能生成符合医疗标准的高质量建议。其次，医疗数据的多模态特性要求大模型能够处理和分析包括医学影像、文本、语音和视频在内的多种数据类型。为了在医疗领域中实现有效的决策支持，大型模型必须能够综合这些不同类型的数据，以提供全面的医疗解决方案。再者，考虑到医院的实际操作环境和对数据安全的要求，大模型在规模和可实施性上需要做出平衡。模型的规模并非越大越好，而是要确保其能够在医院环境中有效部署和运行。在训练数据方面，医疗数据的多样性和复杂性对大模型的训练提出了额外的挑战。为了实现大模型在医疗领域的有效应用，需要大量的高质量医疗影像数据支持。同时，随着计算机视觉和隐私保护技术的发展，算力分配和数据管理成为了推动模型发展的关键因素。因此，需要进一步建设和完善相关的基础设施，并构建跨医院的数据集，以促进医疗数据的有效整合和利用。最后，在应用对象方面，医疗大模型主要服务于医疗机构和政府部门，这些用户对模型的准确性和可靠性有着极高的要求。因此，医疗大模型在提供决策支持时，必须确保其结论的精确性，并能够提供充分的证据支持其建议，以满足医疗领域的严格要求。

(四) 处在资本市场冷周期的医疗服务企业更需要做强核心业务，降本增效，以优秀的财务表现获得更多的资本青睐；头部规模性医疗服务企业将获得更多资本市场机会

1. 神经外科领域的资本市场表现良好，行业投资及并购机会受到关注

2023年5月，三博脑科（301293.SZ）在深交所创业板挂牌上市，成为A股市场第一家以神经专科为主的医疗集团，也给民营医疗服务企业的IPO上市道路打了一剂强心针。自5月5日上市以来，三博脑科资本市场表现极其亮眼，除了上市首日大涨77.4%以外，后续还收获了多个涨停板。从2023年下半年来看，三博脑科的涨势虽有浮动，但在二级市场整体势头依旧强劲。截至2023年12月31日，三博脑科市值98.9亿人民币，较上市首日涨幅18.9%，市销率PS倍数8.3倍，市盈率PE倍数125.4倍，领先于一众A股上市医疗服务企业。

三博脑科为何能在资本寒冬市场下表现良好，得到市场信任以及资本青睐？我们认为，以下三点是主要原因。首先，是三博脑科的学科高壁垒。众所周知，三博脑科专注于神经专科领域，素以高学科壁垒著称。以三博脑科北京院区为例，四级手术（最高难度级手术）占比高达85%。相较于常规的消费医疗，三博脑科所从事的领域明显门槛更高，复制起来更为困难。且此高壁垒也体现在了资本市场上，2022年及以前，A股上市医疗服务公司大多为口腔、眼科等消费医疗连锁，三博脑科作为严肃医疗、重症医疗的代表，给A股市场为高壁垒、高价值的严肃医疗企业打开大门树立了一个良好的榜样。其次，是三博脑科的人才稀缺性。三博脑科已成为首都医科大学的博士点、博士后流动站以及国家临床重点专科（神经外科）建设单位。顶级人才的汇聚以及一批批年轻专家的培育已然成为三博脑科最为核心的竞争力。最后，优秀的财务表现是三博脑科能在资本市场扎稳脚跟的基石。2023年前三季度，三博脑科实现营业收入9.6亿元，同比上升15.7%，创造净利润8,120万元，同比上升22.9%，业绩增长稳定而强健。

得益于三博脑科的优异表现，以神经外科为主的严肃医疗专科在2024年将受到更多关注。冬雷脑科、壹博脑科等一批优秀的民营医疗头部企业发展稳健，无论是私募股权投资，还是围绕神经外科领域展开的并购整合，在2024年将更为活跃。

2. 口腔领域头部企业发展稳健，资本市场热度有待回温

相较于眼科和骨科领域，“金眼、银牙、铜骨头”医疗行业老话下的口腔企业在2023年相对低调。2022年国家市场监督管理总局提出将口腔种植耗材纳入集中采购，挤压着种植体厂商和经销代理商生存空间以及下游服务机构的利润空间的同时，也在加速口腔行业新格局的形成。经历2023年疫情管控放开，种植体集采全面铺开的大环境下，口腔领域头部企业都围绕着业绩复苏和盈利增长两点“修炼内功”。

以A股上市的通策医疗和港股上市的瑞尔集团为例，两家头部企业均在2023财年交出了不错的答卷。通策医疗2023年前三季度营业收入21.8亿元，同比增长2.1%，净利润6.1亿元，同比增长1.8%。瑞尔集团2023年H1营业收入7.72亿元，尽管营收规模相较于2022年H1下降8.3%，但净亏损大幅收窄，从2022年H1的亏损4.6亿元收窄至2023年H1的9,000

万元，2023 年全年有望实现首年扭亏为盈。

相较于眼科、骨科等连锁医疗集团，口腔连锁医疗的利润率相对较低一直被资本市场所质疑，重医生、重获客也是口腔领域让资本犹而不决的重要因素。我们认为，口腔细分赛道，谁能做好精细化运营、体系化管理，依靠数字化医疗达到降本增效，最终实现医疗技术口碑认可，营业规模及利润增收的双赢是各方争战的关键。

3. 生态型企业有更强的抗风险能力和更好的成本控制，中长期看业绩更为稳健

2023 年医疗健康领域并购整合动作频频发生，医疗服务领域亦如是。除开通策医疗、环球医疗多次收购同行业内单体医院，实现集团规模的横向扩张以外，2023 年医疗服务领域的头部企业对于上游的收购整合更是值得惊喜的一步，头部企业已向上下游纵深布局，构建生态型企业积极迈进。

2023 年 12 月初，中国通用技术集团战略投资达康医疗数亿人民币。达康医疗成立于 2012 年，是原国家卫计委牵头的独立第三方血液透析中心的试点单位，目前已覆盖 15 个省，运营了 70 多家血透中心。通用技术集团投资 E+轮后持股 21%，是目前除创始人以外的最大股东，主要出于集团战略性投资目的，重点布局肾病上下游的标的，也与 2022 年收购的血液制品上游公司，上海新兴形成了业务联动。

无独有偶，2023 年 12 月末，海尔集团发布公告，将斥资 125 亿元收购上海莱士 20%股份，收购后海尔集团将成为上海莱士的实控人。有着中国血液制品行业“血王”称号的上海莱士，是业内少数拥有血液制品生产牌照和新设单采血浆站资质的企业，商业护城河极为深厚。海尔集团战略收购上海莱士，与其下辖的海尔生物和盈康生命两家上市公司形成高效业务联动，完善其大健康领域血液产业链的生态化布局，在产业链上将占据更高主导地位。

我们认为，在当前一二级估值倒挂，资本市场寒冷的大环境下，比起单打独斗通过 IPO 上市，围绕产业内并购整合的机会和动作将更为频发。而围绕上下游产业收购，构建生态型龙头地位将是更为长远、更具战略目光的选择。在愈发激烈的竞争环境下，生态型企业所构筑的强抗风险能力，低成本战略将成为其立于不败之地的命门。