

# 2024 易凯资本中国健康产业白皮书

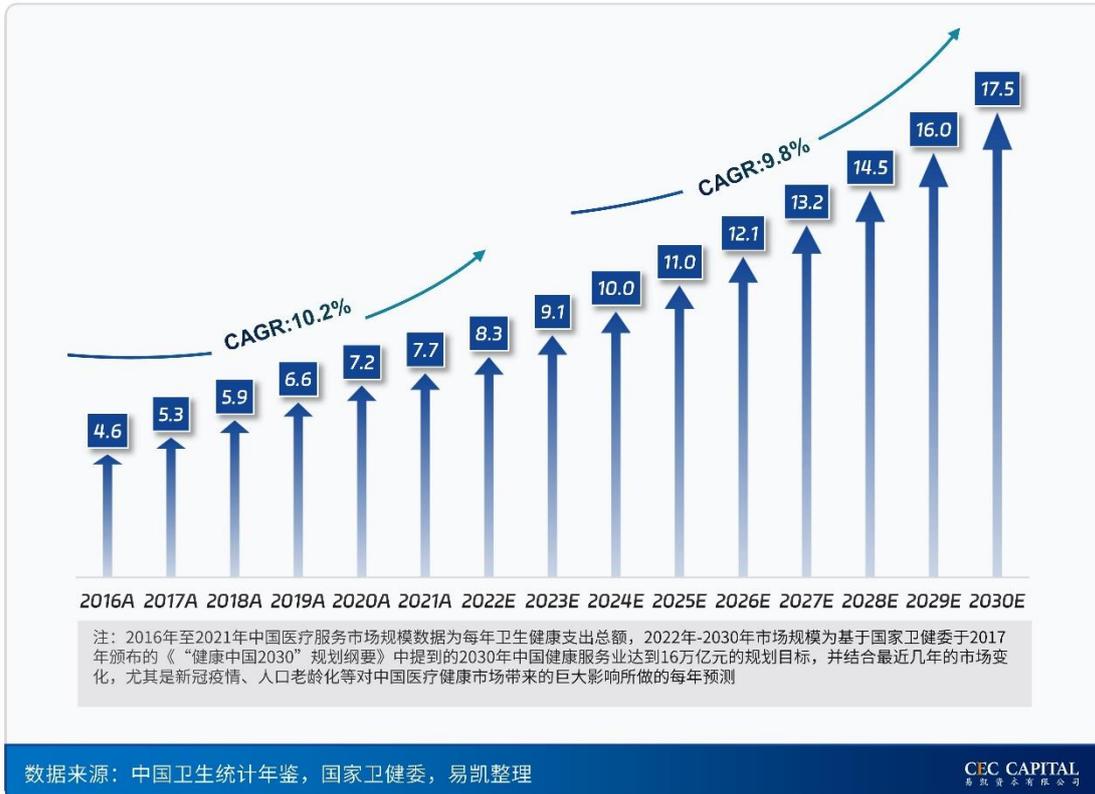
## 医疗与健康服务篇

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



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，和适应在一二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。

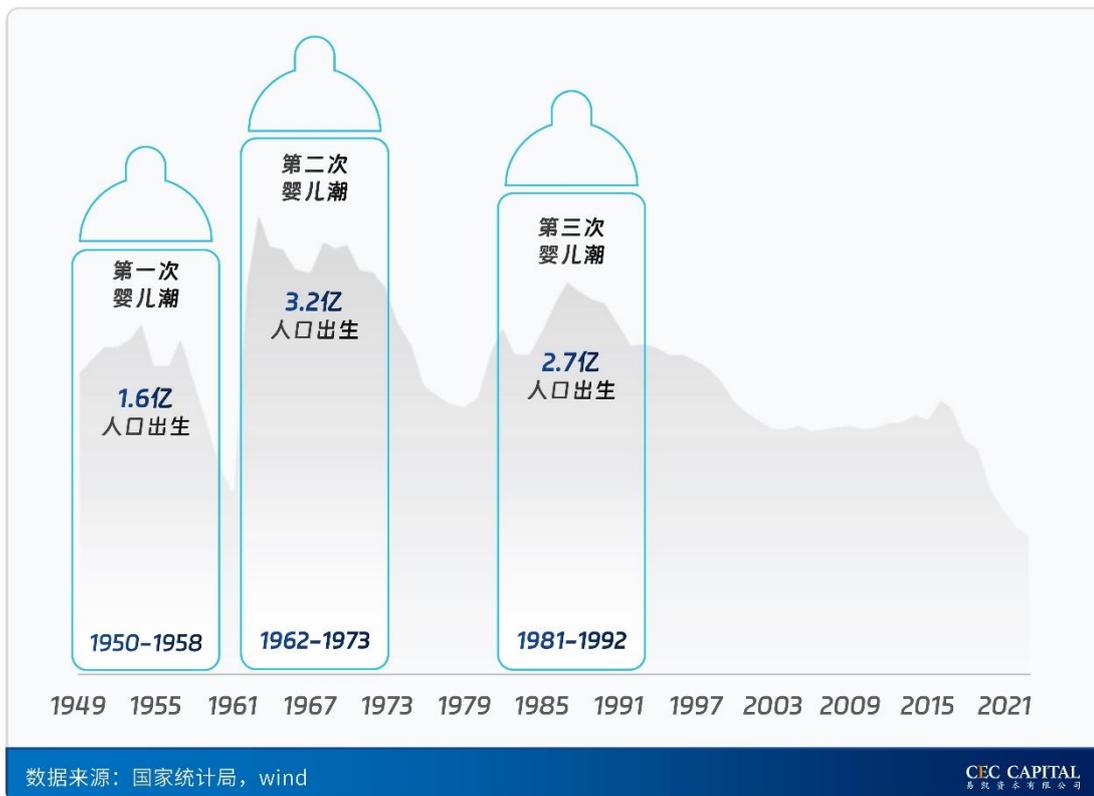
### 1. 2023 年被称为“新养老产业”的发展元年。

“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

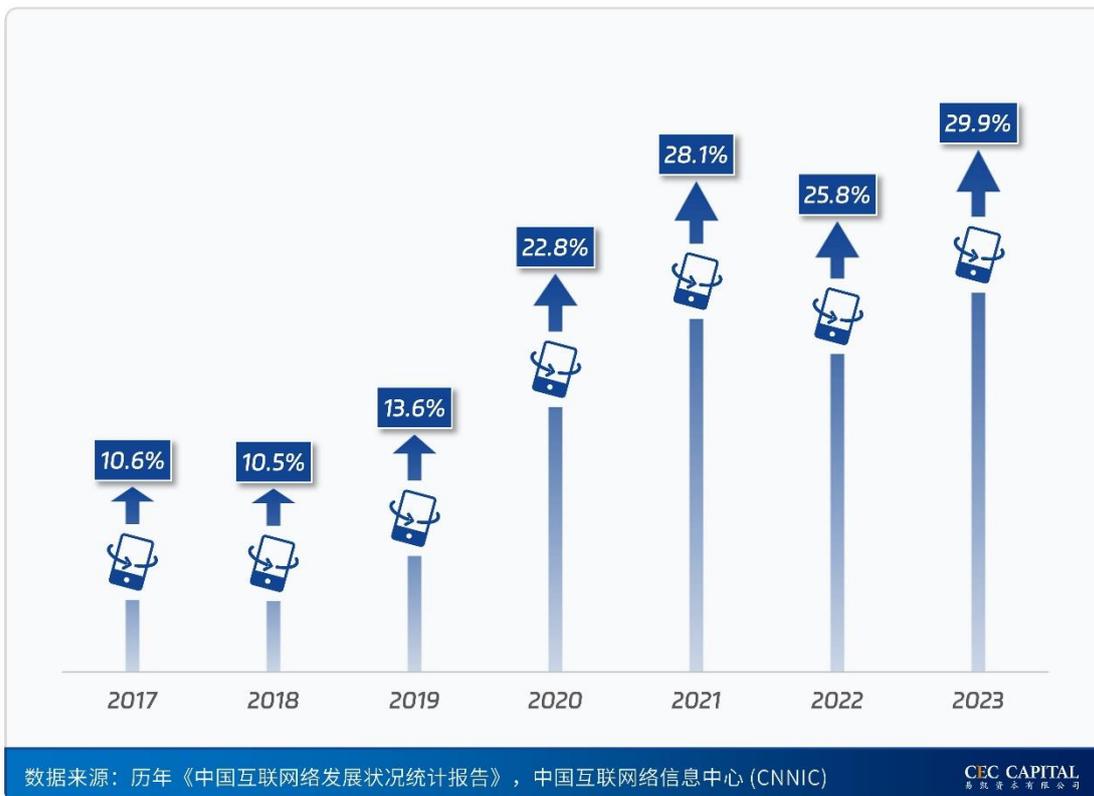


据国家统计局显示，2023-2033 年间，我国将预计以每年 2000 万人的速度，迎来史上最大的“退休潮”，预计这部分低龄健康老人将为我国养老市场注入新的活力。同时，过往实行的独生子女政策及“少子化”生育趋势导致第一代独生子女父母逐渐步入退休年龄，家庭养老压力增大，寻求外部养老服务的需求与日俱增。

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”。

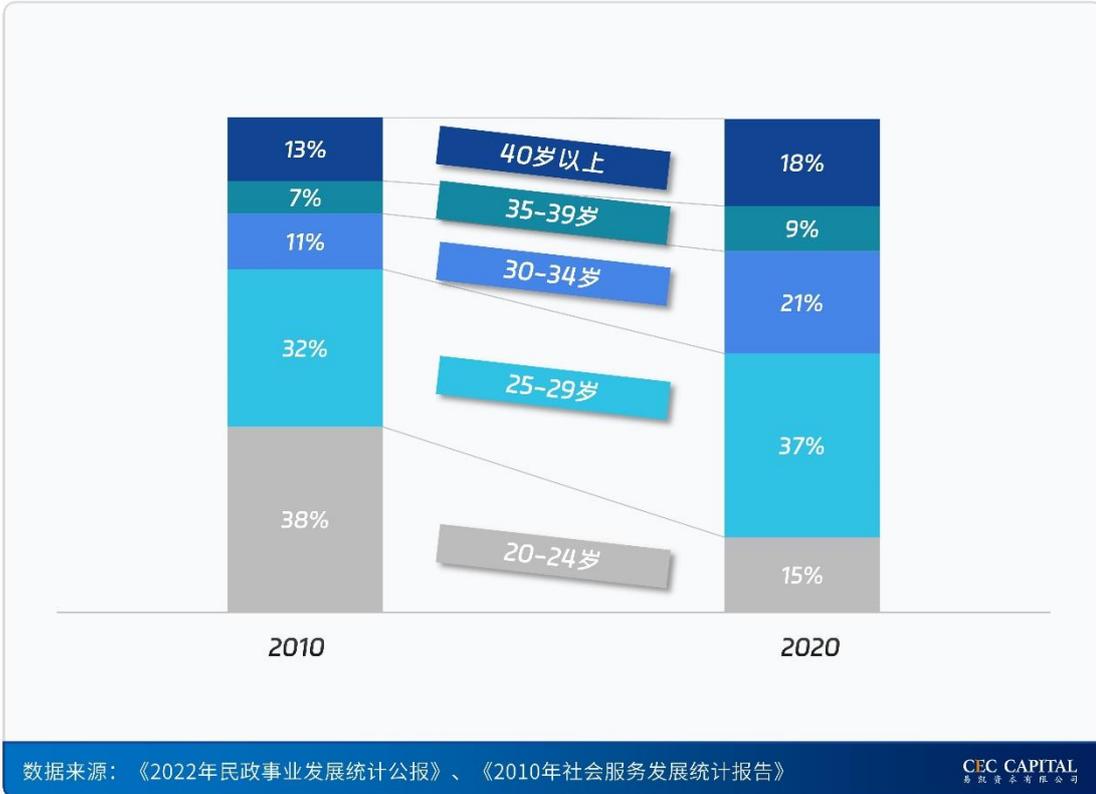
生育问题既关系着家庭幸福、社会稳定，也关乎到国家未来与民族延续。截至 2023 年，我国新生儿人口 902 万，同比下降 5.7%，自 2017 年以来连续 7 年下降，创下 1949 年以来最低记录。总和生育率近为 1.0，仅略高于韩国，远低于发达国家平均水平 1.5，整体形势严峻。

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

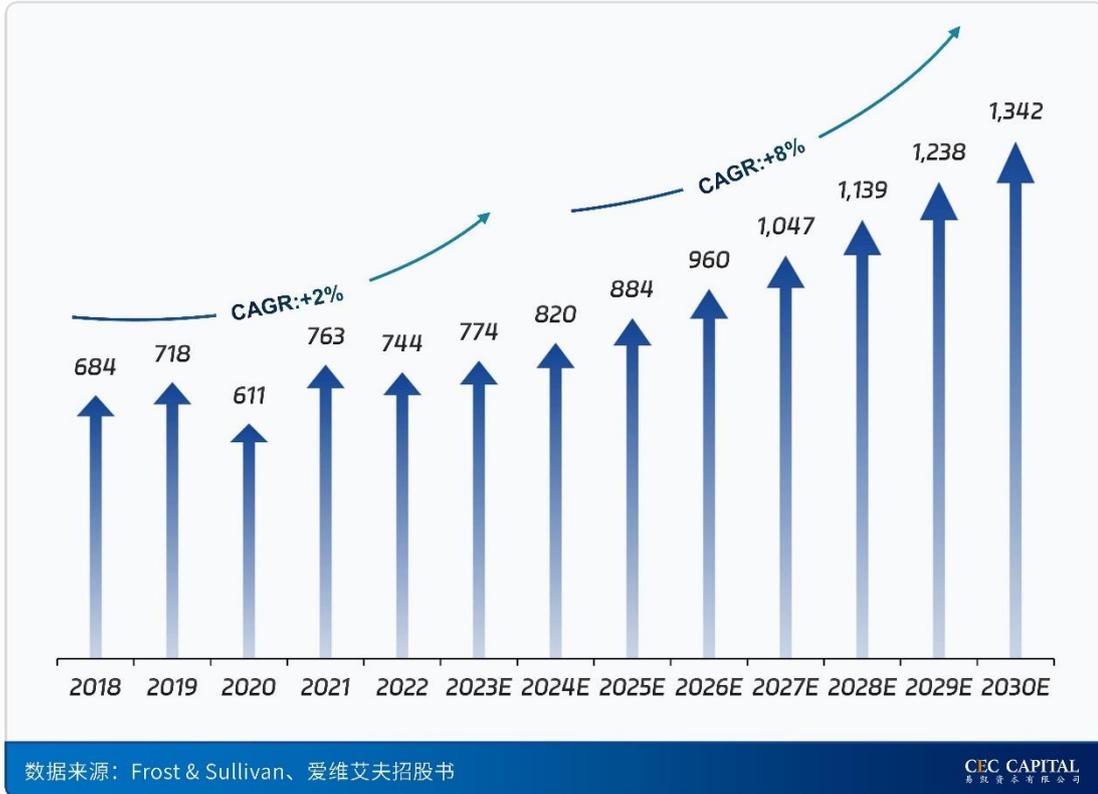
单位：%



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 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

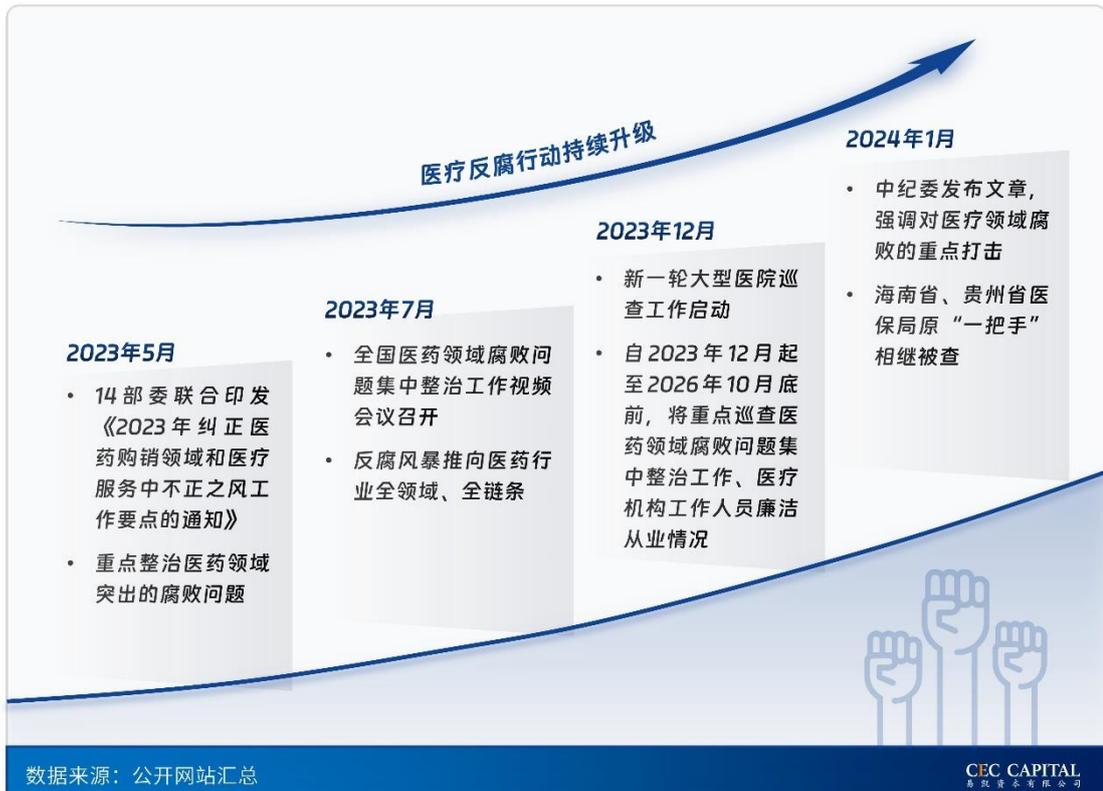
业盈利能力和抗风险能力，更倾向于采用 EV/EBITDA（企业价值倍数）、PE（市盈率）等估值方法衡量创业企业价值。另一方面，二级市场下行和 IPO 收紧使得退出难度进一步增加，致使投资机构出手更加谨慎。

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体检影像指标数据、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

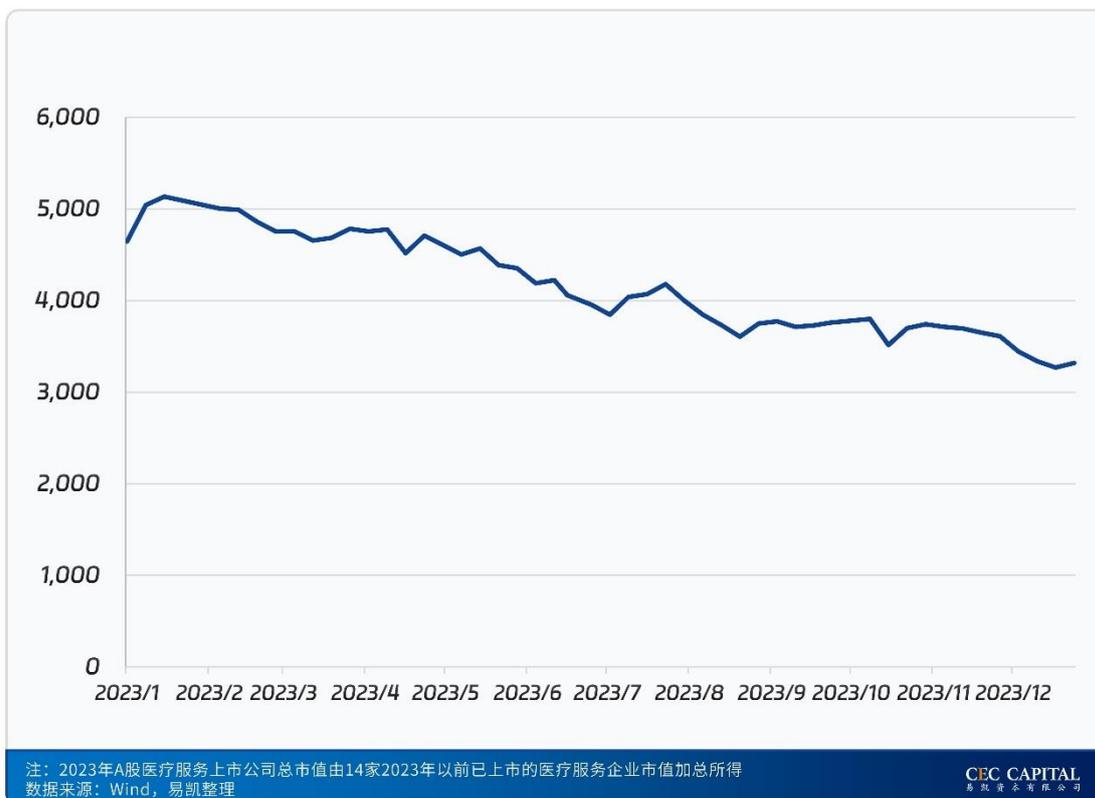
单位：%



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

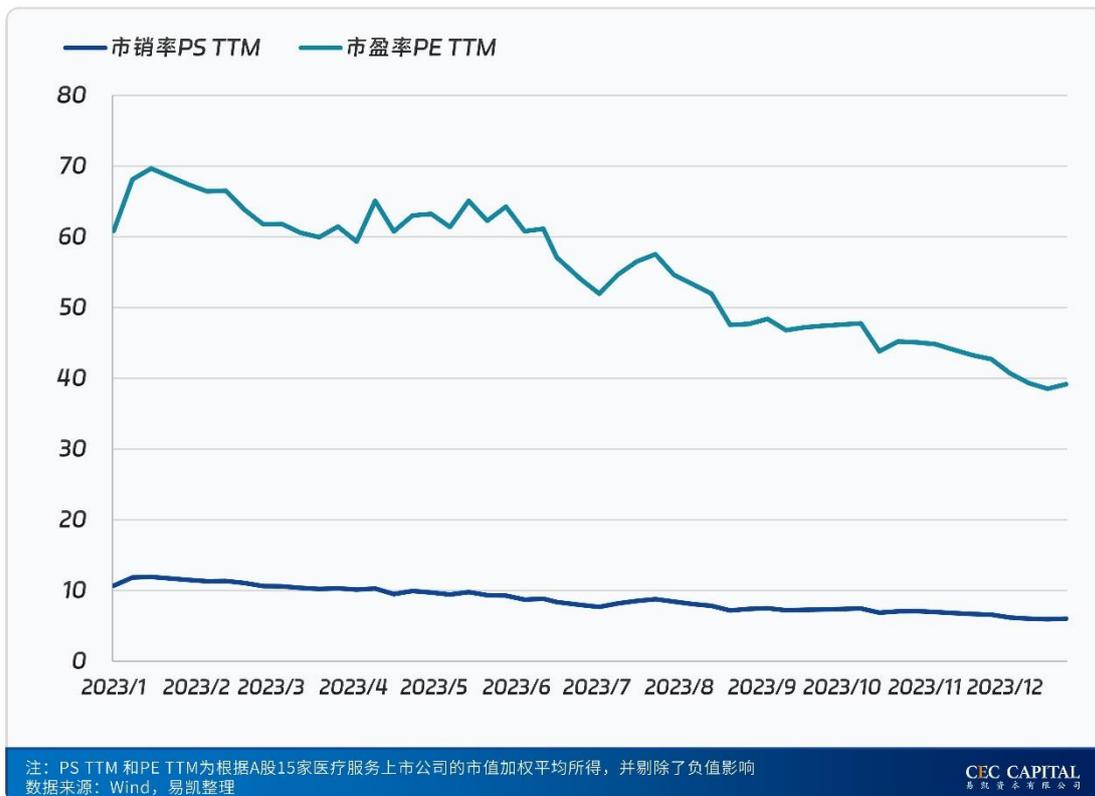
单位：亿元人民币



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。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/766034054004010124>