通策医疗（600763）深度研究

口腔龙头企业未来增长值得期待

2019 年 03 月 13 日

【投资要点】

- 公司主动以美国医院集团 HCA、纽约长老会医院美国乃至世界优秀医疗服务企业为榜样，在介入改制改革、总分院协同、医教研融合、医生集团(骨干合伙人)平台、团队接诊服务、学院制培养等方面积极探索耕耘，使公司实现了高水平持续发展，并探索了一条富有特色的基于客户信任的发展之路。
- 预计 2020 年我国口腔市场将达到 1250 亿元，2016-2020E 年 CAGR 约 12.5%。随着口腔保健意识的增强、国民可支配收入的提升，正畸、种植牙等高附加值业务未来 3 年或将带动整体牙科市场 20%-30%的增长势头。需求端：人口老龄化、儿童口腔健康需求大；供给端：口腔医疗资源不足，正加快投入。政策方面，国家十分重视社会办医，并加快推进医生的多点执业，还专门制订了《健康口腔行动方案(2019-2025 年)》。
- 公司“总院+分院”模式具有可复制性，目前形成 3 家总院、近 30 家专科医院及医疗网点的规模。口腔医院由培育期进入业绩增长期，诊疗人次的较好增长及客单价的稳步提升推动业绩的增长，庆春、萧山、城北、骋东、绍兴越城、宁波北仑等新建分院有望贡献利润；渠道下沉有序推进，规划目标为 3-5 年在浙江省内建设 100 家分院，首批 10 家分院有望贡献收入；精细化管理费用可控，有望提升净利润率。另外辅助生殖板块蓄势待发，眼科领域战略布局中，将培育新的增长点。未来公司业绩增长值得期待。

东方财富证券 Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

买入（上调）

目标价：69.96 元

东方财富证券研究所

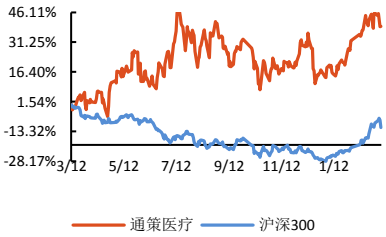
证券分析师：何玮

证书编号：S1160517110001

联系人：喻凤

电话：021-23586480

相对指数表现



基本数据

总市值（百万元）	18052.03
流通市值（百万元）	18052.03
52 周最高/最低（元）	60.72/37.81
52 周最高/最低（PE）	80.50/46.29
52 周最高/最低（PB）	19.09/12.31
52 周涨幅（%）	39.17
52 周换手率（%）	291.70

相关研究

《口腔行业持续向好 新建医院渐入佳境》

2019.01.28

《口腔医疗稳定扩展，特色医疗服务加快布局，业绩持续高速增长》

2018.04.04

【投资建议】

考虑到口腔行业处于快速增长期，且公司下属各口腔医院及新建口腔医院增长好于预期，我们预计18/19/20年归母净利润分别为3.3/4.6/6.3亿元，EPS分别为1.03/1.44/1.97元，对应PE分别为60/43/31倍。

我们采取11.37%的WACC和3%的永续增长率进行DCF估值，DCF估值结果为69.96元。基于公司历史PE，在相对估值法中，我们按照43倍PE，2019年目标价61.92元。在市场景气度渐高的环境下，我们建议可以参考DCF估值结果。六个月目标价69.96元，给予“买入”评级。

盈利预测

项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1179.73	1642.89	2205.09	2954.42
增长率(%)	34.25	39.26	34.22	33.98
EBITDA(百万元)	370.79	502.61	657.65	861.38
归母净利润(百万元)	216.57	329.00	463.19	630.33
增长率(%)	59.05	51.91	40.79	36.09
EPS(元/股)	0.68	1.03	1.44	1.97
市盈率(P/E)	91.50	60.23	42.78	31.44
市净率(P/B)	19.96	15.10	11.22	8.30
EV/EBITDA	53.28	38.61	28.64	21.05

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

【风险提示】

口腔行业发展速度不达预期；
新建分院扭亏时间滞后；
“蒲公英计划”推进出现延迟；

正文目录

1.志存高远 戮力前行 5
1.1.成功转型医疗服务 5
1.2.三轮扩张口腔全国布局 6
1.3.对标 HCA&纽约长老会 7
1.3.1.美国 HCA 公司 7
1.3.2.纽约长老会医院 NYP 9
1.3.3.通策模式耕耘探索 10
2.我国口腔医疗空间广阔 12
2.1.牙齿在口腔产业中扮演关键角色 12
2.2.我国口腔医疗发展形势向好 14
3.口腔龙头地位巩固 渠道下沉有序推进 19
3.1.“总院+分院”模式可复制 19
3.1.1.总分院模式成效显现 20
3.1.2.口腔医院进入增长期 21
3.2.渠道下沉未来可期 23
3.3.精细化管理费用可控 25
4.辅助生殖蓄势待发 27
5.眼科大领域战略探索 28
6.盈利预测与估值 29
6.1.盈利预测 29
6.2.估值与投资建议 31
7.风险提示 32
8.附件：医疗机构基本标准(试行)-口腔医院 33

图表目录

图表 1：公司业务简要发展历程 5
图表 2：公司股权结构图 6
图表 3：公司三轮扩张进行口腔全国布局 6
图表 4：HCA 拥有 179 家医院(家/个/张) 7
图表 5：HCA 营业收入情况(亿美元，%) 7
图表 6：HCA 收入结构(%) 7
图表 7：HCA 接待病人情况(人次/台) 7
图表 8：HCA 公司发展历程 8
图表 9：HCA 四方共赢局面 8
图表 10：纽约-长老会医院 6 个主要中心 9
图表 11：通策医疗探索发展之路 10
图表 12：公司业绩表现(百万元，%) 11
图表 13：公司主要板块收入分布(%) 11
图表 14：公司主要板块毛利率(%) 11
图表 15：公司区域收入分布(%) 12
图表 16：公司区域收入增速&毛利率(%) 12
图表 17：常见口腔修复治疗手段 12
图表 18：我国口腔市场规模变化(亿元，%) 13
图表 19：我国正畸/种植市场呈增长态势(万例) 13
图表 20：牙齿畸形多 实际治疗少(%) 13
图表 21：隐形正畸占比小 但增长快(万例，%) 13

图表 22：我国种植牙市场份额极低 14
图表 23：外资垄断国内种植牙市场 14
图表 24：我国种植牙渗透率与发达国家差距大(颗) 14
图表 25：我国城镇居民可支配收入&医疗支出(元) 14
图表 26：我国人口老龄化趋势(万人，%) 15
图表 27：我国儿童口腔健康不容乐观(%) 15
图表 28：中美两国中老年人缺牙修复率(%) 15
图表 29：健康口腔行动工作指标 15
图表 30：某口腔医院主要服务项目 15
图表 31：近年我国口腔医院诊疗情况(百万人，%) 16
图表 32：2016 年我国公立医院口腔科收入分布 16
图表 33：我国民营口腔医院增长较快(家) 17
图表 34：我国口腔医生资源不足 17
图表 35：鼓励社会办医 加快多点执业 17
图表 36：近年我国口腔医疗行业主要政策 18
图表 37：公司旗下口腔医院布局情况 19
图表 38：杭州、宁波总院下属分院情况 20
图表 39：杭口总院业绩(百万元，%) 21
图表 40：杭口总院下属分院净利润(百万元) 21
图表 41：宁口总院业绩(百万元，%) 21
图表 42：宁口总院下属分院净利润(百万元) 21
图表 43：浙江区域口腔医疗收入(百万元，%) 22
图表 44：浙江区域口腔诊疗情况 (万人次，%) 22
图表 45：公司 2018H1 口腔主要业务收入构成(%) 22
图表 46：公司客单价情况(元/人次，%) 22
图表 47：蒲公英启动仪式签约项目 23
图表 48：多方参与建设分院 24
图表 49：同行比较(亿元，%) 26
图表 50：公司销售费用率&管理费用率(%) 26
图表 51：公司应付账款情况(百万元，%) 26
图表 52：公司存货周转天数(天) 26
图表 53：公司盈利能力(%) 26
图表 54：我国人类辅助生殖行业市场规模情况(万例，亿元) 27
图表 55：公司辅助生殖业务情况(百人次，百例，%) 28
图表 56：昆明波恩收入&净利润情况(百万元) 28
图表 57：浙江大学眼科医院(筹) 29
图表 58：公司业务拆分及收入预测(百万元，%) 30
图表 59：核心总/分院收入增长预测(万元，%) 30
图表 60：公司盈利预测 31
图表 61：DCF 估值模型(FCFF)的基本假设 31
图表 62：医疗服务相关公司比较 32
图表 63：历史 PE(TTM) 区间 32
图表 64：历史 PB 区间 32

1. 志存高远 戮力前行

1.1. 成功转型医疗服务

通策医疗是国内第一家以口腔、辅助生殖等医疗服务为主营业务的主板上市公司，其中口腔医疗服务主要包括种植、正畸、修复等，辅助生殖服务主要包括不孕不育诊疗、辅助生殖(IVF)等。2006年，通过股权改制收购杭州口腔医院，公司转型至医疗服务领域。2011年，与英国波恩合作，成立昆明妇幼保健院波恩生殖中心，共同打造辅助生殖业务。2017年，与浙大附属二院眼科中心合作，开始拓展眼科业务领域。**自2006年转型至医疗服务领域，公司已经拥有不同规模的专科医院及医疗网点近30家。**

图表 1：公司业务简要发展历程

时间	2006-2009	2010-2016	2017-
主要节点	通过股权改制，收购杭州口腔医院，转型医疗服务领域	与昆明市妇幼保健院签署合作协议，与英国波恩共同打造辅助生殖行业	受让眼科医院投资公司20%的股权，通过控股股东与浙江大学、浙江大学附属第二医院及其眼科中心合作，拓展眼科领域
主要事件	2006 年收购杭州口腔医院；2007 年借壳 ST 中燕上市，更名“通策医疗”；收购宁波口腔医院 70%股份；	2010 年收购昆明市口腔医院 58.59%股权；杭州城西口腔医院升级开业；2012 年引进波恩国际顶级辅助生殖 IVF 技术；2014 年“三叶儿童口腔”品牌创立，首家诊所三叶杭州平海路诊所开业；2015 年杭州口腔医院新总部投入运营；创办中国科学院大学存济医学院；2016 年成立浙江大健康产业股权投资基金；	2017 年战略性拓展眼科医疗服务，创建浙江大学眼科医院；2018 年推出“蒲公英计划”，首批在浙江省县(市、区)新建 10 家口腔医院；杭州口腔医院集团成立；武汉存济口腔医院正式开业；

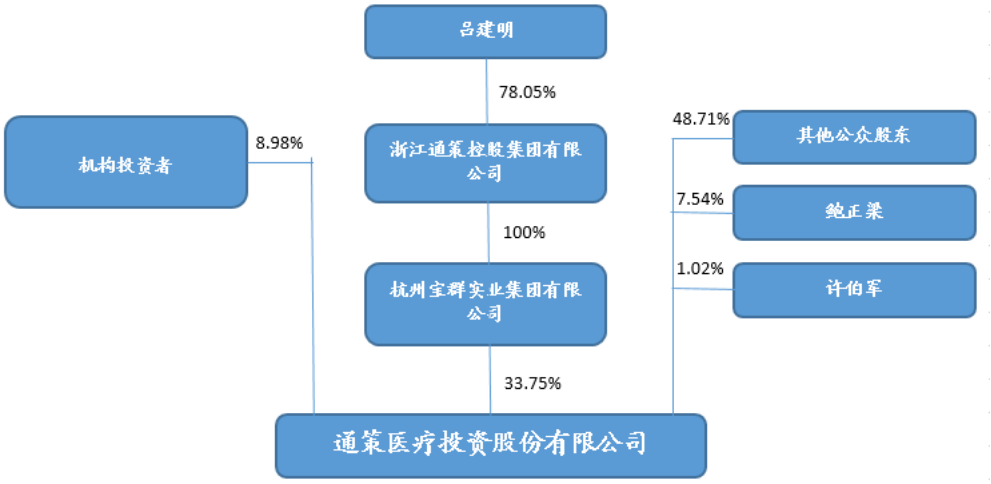
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

公司前身是中燕纺织股份有限公司，由北京中燕实业集团公司联合其他五家股东发起设立，于1996年10月21日在上交所上市交易。2004年4月16日，杭州宝群实业集团有限公司(宝群实业)受让新疆屯河集团有限责任公司29.69%的股份，成为公司目前的第一大股东。

2006年，控股股东宝群实业对公司进行了股权分置改革和资产重组。该方案为：1）收购上市公司债权。宝群实业以现金人民币2126.86万元按照账面净值收购上市公司账面价值等值的应收款项；2）向上市公司注入资产。宝群实业将其全资拥有的杭州口腔医院有限公司100%的股权及现金2550万元赠与公司。根据浙江勤信资产评估有限公司出具的《资产评估报告书》，杭州口腔医院有限公司评估值1.03亿元。

公司目前第一大股东为宝群实业，持有公司股份的33.75%；公司实际控制人为董事长吕建明先生，通过宝群实业间接持有公司股份的26.34%；其余股东主要为机构投资及公众股东。

图表 2：公司股权结构图



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

1.2.三轮扩张口腔全国布局

公司自2006年6月通过股权改制进入口腔医疗领域以来，至今共经历了三轮扩张。公司凭借杭州口腔医院的品牌知名度，通过“杭口总院+分院”模式对杭州及周边城市进行覆盖。同时，通过参与公立医院改制和外延并购，布局了省内外多地。2013年11月，公司子公司通盛医疗参与共同设立投资基金赢湖创造、赢湖共享，加速分院的整体扩张。2015年5月，通策集团与中国科学院大学联合创办了国科大存济医学院，其将成为公司全国扩张的核心医疗平台，建立各地旗舰医院所需要的品牌冠名、人才输出和学术平台。同时，公司还参与设立了诸暨通策口腔医疗投资基金合伙企业(有限合伙)，定向投资北京、武汉、重庆、广州、成都、西安六家“存济”旗舰口腔医院。

图表 3：公司三轮扩张进行口腔全国布局

	第一轮（2006-2011）	第二轮（2013-2016）	第三轮（2016-）
主要方式	通过“杭口总院+分院”模式对杭州及周边城市进行覆盖；参与公立医院改制和外延并购	参与共同设立投资基金赢湖创造、赢湖共享，加速分院的整体扩张	与中国科学院大学联合创办了国科大存济医学院
布局地区	杭州市、宁波、衢州、北京、黄石、沧州、义乌、昆明	诸暨、海宁、舟山、绍兴、南京、湖州、杭州市、宁波	北京、武汉、重庆、成都、广州、西安、吉林“存济”；怀化

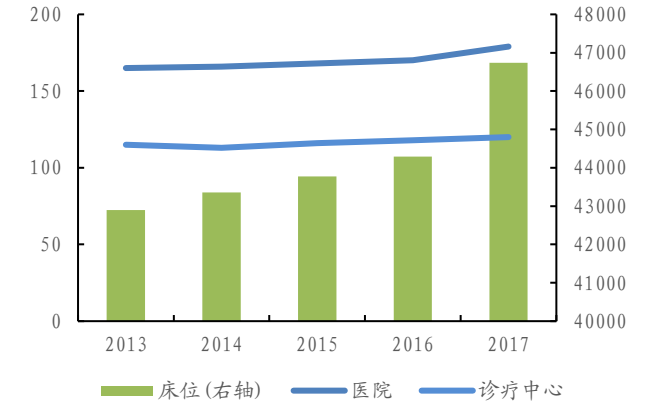
资料来源：公司公告，公开数据整理，东方财富证券研究所

1.3.对标 HCA&纽约长老会

1.3.1.美国 HCA 公司

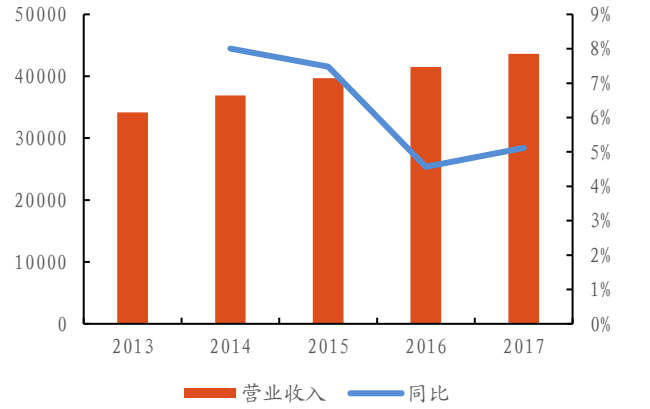
美国HCA公司成立于1968,为全球最大的医院集团，总部设在美国田纳西州的纳什维尔。公司主要经营医院、独立的外科诊疗室、透视成像诊疗中心、肿瘤放射治疗中心、康复理疗中心等。**2018年7月19日，《财富》世界500强排行榜发布，美国HCA公司位列第215位。**截至2017年年底,HCA公司拥有179家医院，120个独立的诊疗中心，46738张病床；现有253000名员工，其中包括63000名兼职。2017年，HCA共接待了病人329万人次，同比增长3%；其中开展门诊手术93.5万台，住院手术54.6万台。2017年HCA营业收入达到436亿美元，同比增长5.1%。

图表 4：HCA 拥有 179 家医院(家/个/张)



资料来源：HCA annual report,东方财富证券研究所

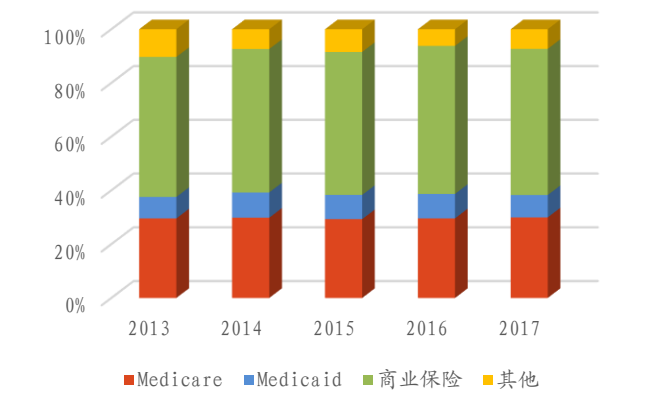
图表 5：HCA 营业收入情况(亿美元，%)



资料来源：HCA annual report，东方财富证券研究所

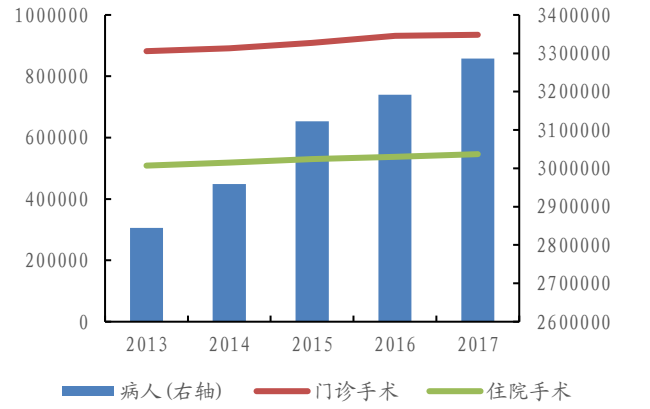
2017年，HCA营业收入中Medicare(含managed)占比29.95%、Medicaid(含managed)占比8.33%、商业保险(含国际)54.4%和其他(含未参保)7.33%。与欧洲国家、加拿大、日本等发达经济体覆盖全民的社会医保制度不同，上世纪60年代美国政府主导的社会医疗保险集中于保障65岁以上老人和残疾人群体(Medicare)和弱势群体(Medicaid)，工作人群的医疗保险则由商业保险机构提供(雇主买单)。

图表 6：HCA 收入结构(%)



资料来源：HCA annual report,东方财富证券研究所

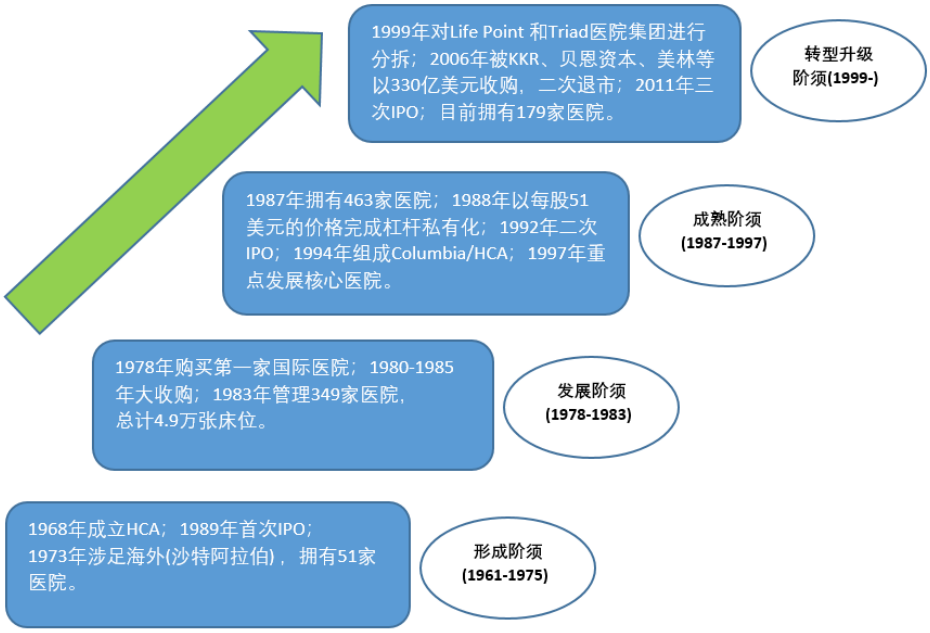
图表 7：HCA 接待病人情况(人次/台)



资料来源：HCA annual report，东方财富证券研究所

从发展阶段来看，HCA的发展经历了形成、发展、成熟以及转型提升四个阶段。发展前期(形成阶段+发展阶段)，随着Medicare和Medicaid的覆盖带来的医疗服务需求的大幅增加，HCA通过大规模的并购扩张来抢占市场份额，形成规模效应。1970-1986年HCA市值上涨12倍，而同期标普指数仅上涨2.5倍;发展后期(成熟阶段+转型提升阶段)，HCA开始剥离部分非核心资产，由外部扩张的发散型模式转变成内部整合的集约型模式，着重在于提高运行效率和改善盈利能力。

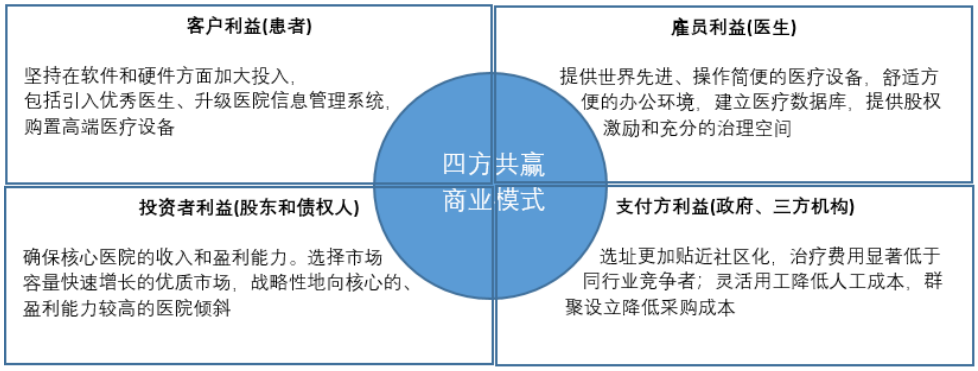
图表 8：HCA 公司发展历程



资料来源：公开资料整理，东方财富证券研究所

HCA的重点战略在于从有限公司转向地方社区，建立了“总院+分院”的发展模式。**HCA通过并购形成规模效应、成本控制及提供高品质医疗服务等策略，构建了一个患者、医生、政府机构和股东四方共赢的局面。**作为全球最大的医院集团，HCA的管理模式是实行分支医院的自主管理，即每家医院都有一个首席执行官、首席护士长和首席财务官组成的管理团队。HCA统一向下属医院提供支持和资源，如品牌、技术，而医院管理决策则由管理团队根据当地实际情况制定。HCA通常每年投资大约15亿美元来保持其设施处于最新技术水平，并且不断更新技术。

图表 9：HCA 四方共赢局面



资料来源：公开资料整理，东方财富证券研究所

1.3.2.纽约长老会医院 NYP

纽约长老会医院(NYP，New York-Presbyterian University Hospital of Columbia and Cornell，纽约长老会哥伦比亚与康奈尔大学医院)是美国最优秀的医院之一，1998年由纽约医院(建于1771年，为康奈尔大学医学院附属医院)与长老会医院(建于1868年，为哥伦比亚大学医学院附属医院)合并而成，成为纽约州规模最大的医院。NYP连续15年被USNews杂志评选为全美顶尖医院，在纽约地区排名第一。医院在介入治疗、外科技术发展和应用等方面都有着领先的技术，主要体现在精准医学、微创手术、机器人辅助外科手术、操作设备先进。**在6个主要中心提供涉及所有医学领域的先进医疗服务，这6个主要中心包括：纽约-长老会/哥伦比亚大学医学中心、纽约-长老会/威尔康奈尔医学中心、纽约-长老会医院Westchester分部、Allen医院、Morgan Stanley儿童医院、Lower Manhattan医院。**纽约长老会医院区域医院网络由纽约大都市地区领先的区域性医院组成，其中包括布鲁克林卫理公会医院、劳伦斯医院、皇后区医院、哈德逊河谷医院等。

据2018年公开数据，医院拥有的床位数多达2600张，医护人员有20000多名，其中附属医生有6500多名。医院每年所接待的患者人数超过200万人次，其中包括近15000名婴儿分娩和超过31万次急诊就诊。

图表 10：纽约-长老会医院 6 个主要中心

主要中心	床位数(张)	关联大学	提供服务	特色项目/覆盖社区
纽约-长老会/哥伦比亚大学医学中心	738	哥伦比亚大学内外科医师学院	全领域紧急、基础和专业医疗	心脏研究项目
纽约-长老会/威尔康奈尔医学中心	862	威尔康奈尔医学院	全领域紧急、基础和专业医疗	高级消化治疗中心、神经学科、大脑和脊柱中心、烧伤领域、儿科来专科领域等
纽约-长老会/Allen 医院	196	哥伦比亚大学内外科医师学院	主要科室包括心脏病科、老年医学科、妇产科、普外科、骨科、急诊医学和家庭医学	曼哈顿北部、河谷以及布朗克斯、韦斯切斯特和北新泽西的其他社区
纽约-长老会/Morgan Stanley 儿童医院	269	哥伦比亚大学内外科医师学院	儿科亚专科	美国三州地区大型的儿童健康服务医疗机构之一，国际重要的转诊中心
纽约-长老会/Lower Manhattan 医院	180	威尔康奈尔医学院	具备全面服务、急诊护理和急诊医疗设施	为华尔街、唐人街、SoHo、TriBeCa、炮台公园区、下东区以及周围邻近的商业和住宅社区服

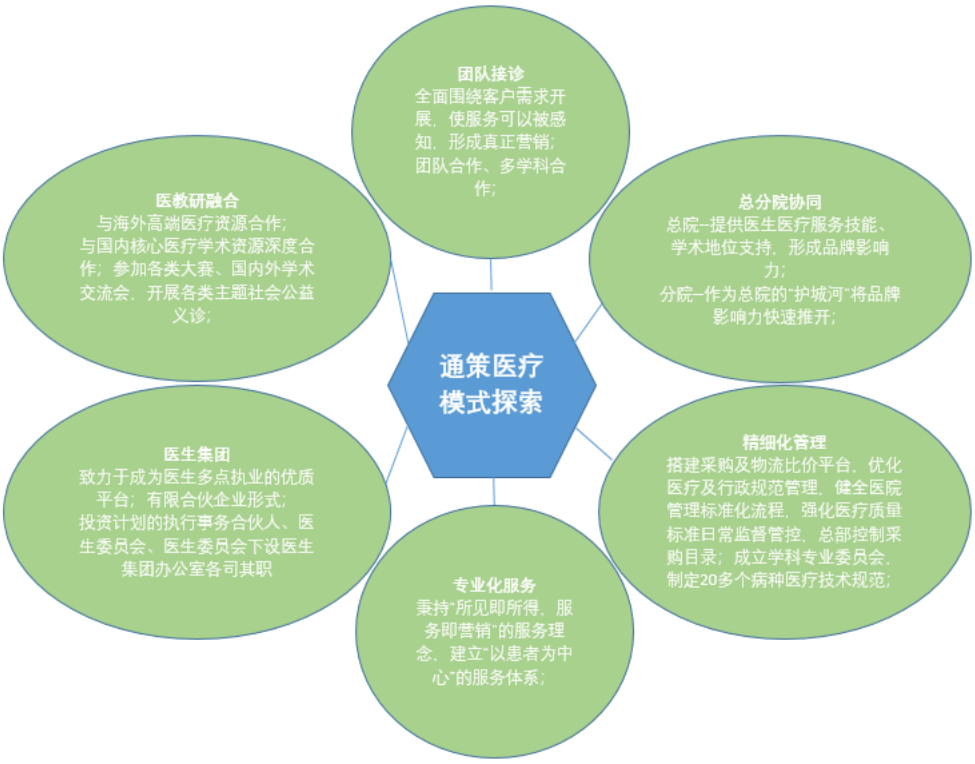
				务
纽约－长老会/Westchester 分部	270		为各种精神疾病提供高度专业化的医疗服务	自闭症和发展脑研究中心

资料来源：公开资料整理，东方财富证券研究所

1.3.3.通策模式耕耘探索

十多年来，通策集团转型转制进入医疗服务行业，主动以美国医院集团HCA、纽约长老会医院、梅奥医院、凯撒集团等美国乃至世界优秀医疗服务企业为榜样，在介入改制改革、总分院协同、医教研融合、医生集团(骨干合伙人)平台、团队接诊服务、学院制培养等方面积极探索耕耘，使公司实现了高水平持续发展，并探索了一条富有特色的基于客户信任的发展之路。

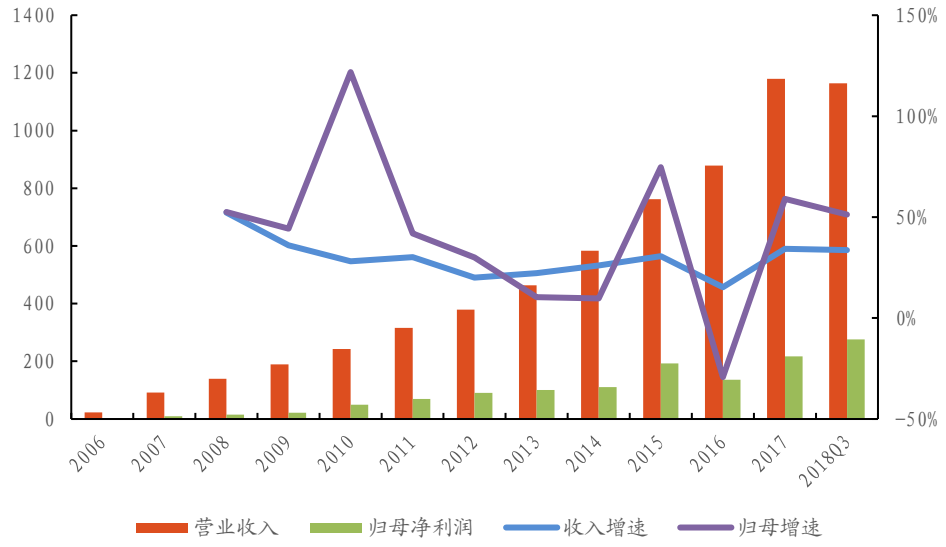
图表 11：通策医疗探索发展之路



资料来源：公司官网，公司公告，东方财富证券研究所

公司从杭州口腔医院开始，发展到目前拥有近30家专科医院及医疗网点，覆盖口腔、辅助生殖及眼科领域。2006年公司收入为2334万元，2017年达到11.8亿元，近五年CAGR达到26%；2006年公司的归母净利润为115万元，2017年达到2.17亿元，近五年CAGR达到21%。2018Q3公司实现收入11.63亿元，同比增长33.7%；实现归母净利润2.75亿元，同比增长51.3%。

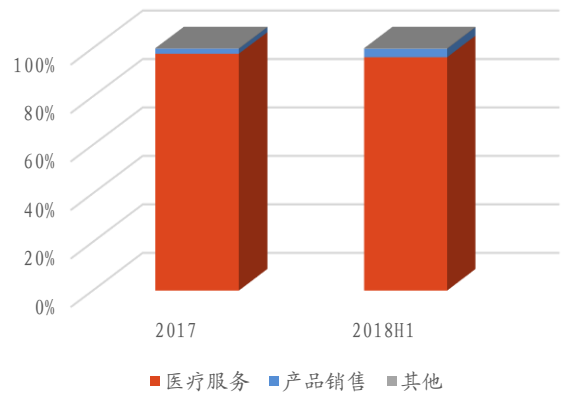
图表 12：公司业绩表现(百万元，%)



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所。注：2007 年增速过大，暂未列出。

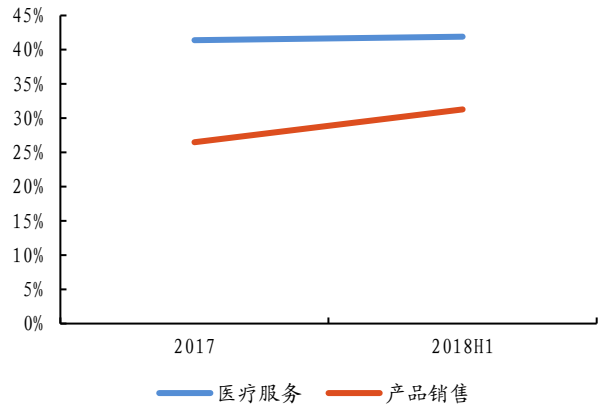
公司目前的主要收入为医疗服务，占比95%以上。2018年上半年医疗服务实现收入6.58亿元，同比增长29.87%，收入占比96.3%；该板块毛利率稳定，保持在41-42%左右水平。产品销售主要为牙科材料和设备等，收入占比较小(2018H1为3.5%)，毛利率在30%左右，且有上升趋势。

图表 13：公司主要板块收入分布(%)



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

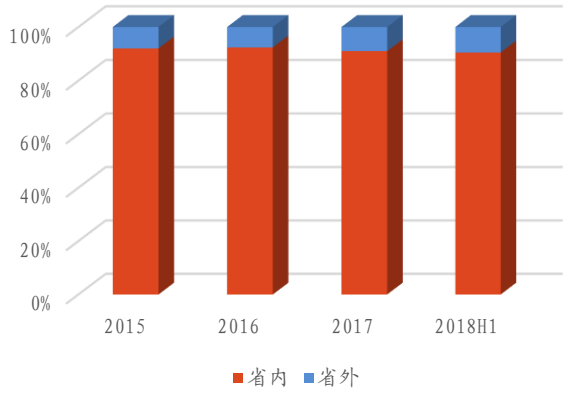
图表 14：公司主要板块毛利率(%)



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

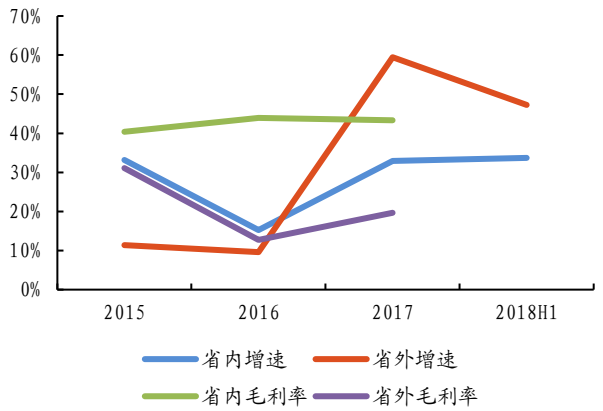
从区域来看，公司目前的收入及利润主要来自浙江省内(收入占比90%以上)，毛利率高企且稳定(40%以上)，保持了较好的业绩增长；同时，省外扩张趋势加强，业绩贡献提速明显。相对于省内形成较好的口碑效应，省外品牌的建立需要投入积累，因而省外毛利率低于省内的，随着时间的推移品牌的推广省外毛利率有上升的趋势。公司2018H1浙江省内实现收入6.18亿元，同比33.7%；浙江省外实现收入6493万元，同比增长47.26%。

图表 15：公司区域收入分布(%)



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 16：公司区域收入增速&毛利率(%)



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

2. 我国口腔医疗空间广阔

2.1. 牙齿在口腔产业中扮演关键角色

根据《中国口腔医学信息》，口腔产业是指以口腔医疗消费为基础，集合口腔医疗服务、职业牙医教育培训、口腔医疗器材研究开发生产、市场投资、经营管理等于一体的医疗产业链。对于口腔科来说，可以细分为口腔内科(牙体牙髓)、口腔外科、口腔正畸科、口腔修复科、口腔种植科、儿童口腔等，现在还有颞下颌关节科、粘膜病科。**其中，牙齿在口腔产业中扮演关键角色，口腔正畸、种植牙、坏牙治疗为其主要业务。**研究表明，人类身体有80多种疾病与牙齿问题相关。比如，心脑血管、B型糖尿病、妊娠并发症、肺炎、骨质疏松、风湿性关节炎等。

正畸治疗是指通过各种矫正装置(主要为戴牙箍)来调整面部骨骼、牙齿及颌面部的神经及肌肉之间的协调性，从而达到口颌系统平衡、稳定和美观的矫治目的。错(牙合)畸形的矫治主要是在口腔内/外部配戴矫治器，对牙齿、牙槽骨及颌骨施加适当的“生物力”，使其产生生理性移动，从而矫治错(牙合)畸形。

口腔修复是针对牙体缺损、牙列缺损与牙列缺失的常规治疗手段。目前，**最为常见的牙齿缺失修复方法有三种，分别为种植牙、固定牙及活动牙。**疗效判定主要包括：1）功能，咀嚼功能，有无塞牙；2）舒适度，如牙齿受压、疼痛、刺激以及过敏反应等；3）美观，光洁度，隐蔽性等。

图表 17：常见口腔修复治疗手段

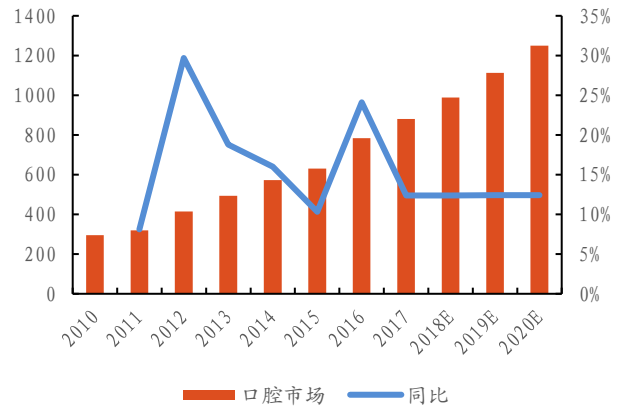
诊疗项目	适用症状	技术要点/特点	功效
传统种植修复	适用于少量牙位缺失，或半口种植的补充	针对已经缺失的牙位，在牙槽骨上植入人工植体，两者充分生长愈合后(3-6 个月)，在人工植体上加装牙冠；针对尚未缺失的牙位，先行拔牙伤口愈合后(3-6 个月)植入人工植体	种植牙是植入体内的修复方法，具有很强的固定性、稳定性，可以承受更强的咀嚼压力，更加美观自然
即刻种植修复	适用于前牙缺失	更加先进的种植牙技术，拔牙后可即刻植入、修复	缩短治疗周期、减少病人疼痛，由于压力承受力有限，适用于咀嚼压力较小的前牙

种立得种植修复	适用于半口牙位缺失和全口牙位缺失	更加先进的种植牙技术，即刻拔除、种植、修复	进一步缩短治疗周期，相比即刻种植修复可承受更大的咀嚼压力，并减少植入的人工植体数量，减少病人口腔负担
烤瓷单冠修复	适用于变色牙、釉质发育不全、畸形牙、大面积缺损牙	患者基牙打磨变小后，加装烤瓷材料的牙冠	无需拔除，尽可能保留患者的基牙，可恢复约 60%的咀嚼功能，烤瓷材质更加美观自然
活动义齿修复	适用于牙缺失、牙周条件不理想的患者	使用活动义齿修复缺失牙位	可恢复 10%左右的咀嚼功能，价格实惠，但需取戴

资料来源：公开资料整理，东方财富证券研究所

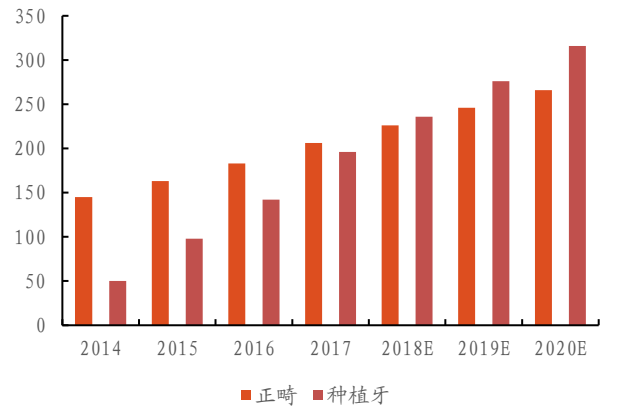
预计2020年我国口腔市场将达到1250亿元，2016-2020E年CAGR约12.5%。根据《2018年中国正畸消费蓝皮书》，我国牙齿畸形的人群比例较高(72%)，但是是实际治疗的比例较小，仅为15.4%，待治疗空间仍然很大。在正畸治疗领域，普通正畸仍占主导市场，2015年达到157.2万例(同比增长11.1%)，占比96%；值得注意的是，2015年隐形正畸5.8万例，占比仅为4%，但是其增速达到66%。在牙种植领域，2017年我国种植牙近200万例，预计2020年将达到316万例，2016-2020E年CAGR约为22.2%。**随着口腔保健意识的增强、国民可支配收入的提升，正畸、种植牙等高附加值业务未来3年或将带动整体牙科市场20%-30%的增长势头。**

图表 18：我国口腔市场规模变化(亿元，%)



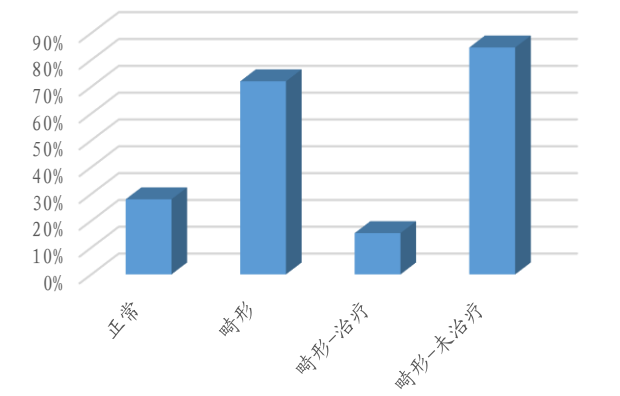
资料来源：前瞻网，东方财富证券研究所

图表 19：我国正畸/种植市场呈增长态势(万例)



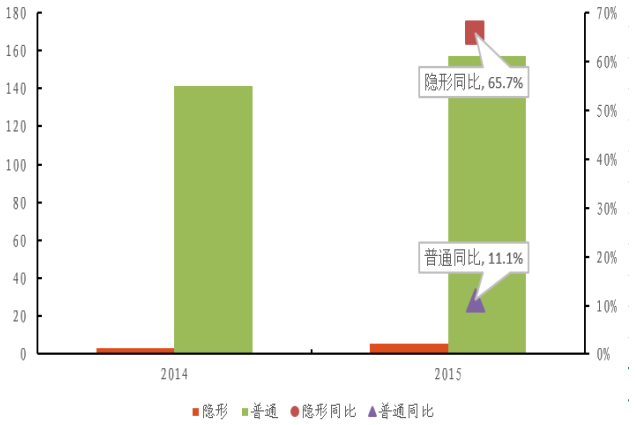
资料来源：前瞻网，《2018年中国正畸消费蓝皮书》，东方财富证券研究所

图表 20：牙齿畸形多 实际治疗少(%)



资料来源：《2018年中国正畸消费蓝皮书》，东方财富证券研究所

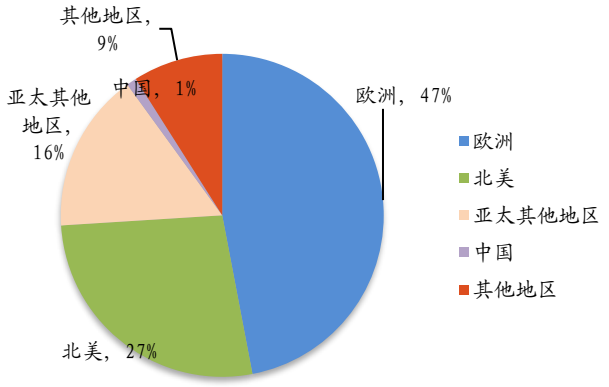
图表 21：隐形正畸占比小 但增长快(万例，%)



资料来源：《2018年中国正畸消费蓝皮书》，东方财富证券研究所

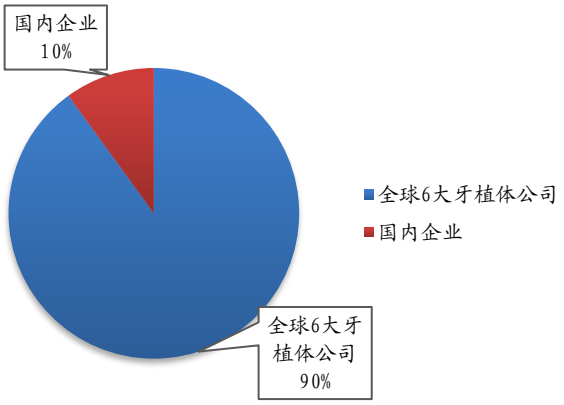
目前，亚洲地区种植牙市场份额大约占全球的15%-20%，而中国大陆约占亚洲市场的3%，因而大陆占全球市场不到1%的份额。当前欧美发达国家的种植牙渗透率高达90%，而我国的渗透率还不到10%。全球6大牙植体生产商（瑞典Noble Biocare、瑞士Straumann、美国Dentsply Friadent、美国Biomet 3i、美国Zimmer、韩国Osstem）占据国内90%以上的市场，国内企业的份额不到10%。

图表 22：我国种植牙市场份额极低



资料来源：生物材料研究所，东方财富证券研究所

图表 23：外资垄断国内种植牙市场



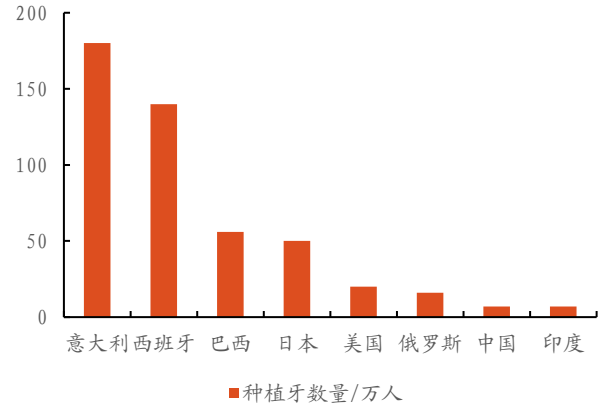
资料来源：生物材料研究所，东方财富证券研究所

2.2. 我国口腔医疗发展形势向好

随着我国居民可支配收入的提高、口腔保健意识的增强，医疗保健支出逐年上升，有望带来口腔市场的蓬勃发展。2017年，我国人均可支配收入达到36396元，人均医疗保健支出1404元。

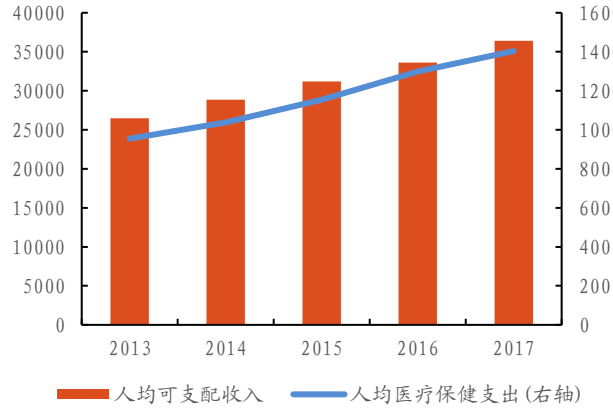
数据显示，国家居民可支配收入与牙科消费具有相关性，尤其是种植牙等疗效好但收费高的高端项目（8000-60000元/颗）。据瑞士种植牙巨头Straumann估算，2013年我国约销售57.4万颗种植牙，2015年达到98万颗，从4.1颗/万人上升到7颗/万人，三年CAGR达到31%。对标海外来看，意大利、西班牙分别达到180颗/万人、140颗/万人，巴西、日本均在40颗/万人以上，我国种植牙渗透率仍然较低。**2017年我国种植牙数量约为200万颗，2013-2017年CAGR达到37%。**

图表 24：我国种植牙渗透率与发达国家差距大（颗）



资料来源：公开数据整理，东方财富证券研究所

图表 25：我国城镇居民可支配收入&医疗支出（元）

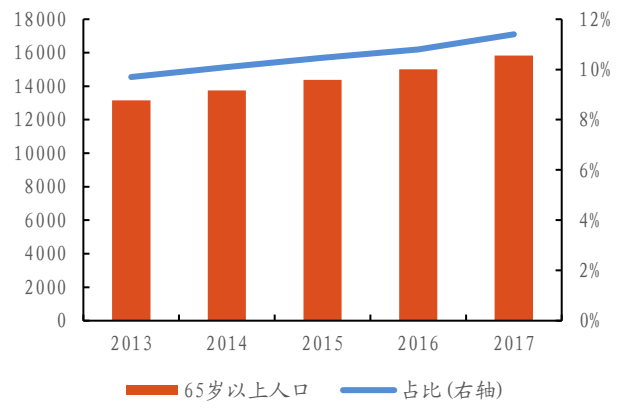


资料来源：国家统计局，东方财富证券研究所

需求端：人口老龄化、儿童口腔健康需求大。根据2017年全国第4次口腔健康流行病学调查，我国12岁儿童恒牙龋患率为34.5%，相比十年前上升7.8%；

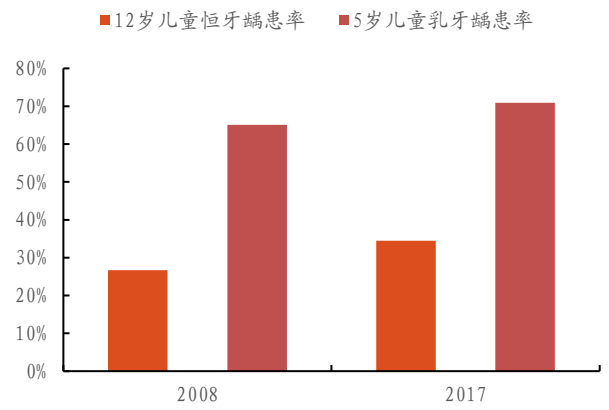
5岁儿童乳牙龋患率为70.9%，相比十年前上升5.8%，儿童患龋情况呈现上升趋势。另外根据香港贸发局的研究，我国内地中老年人的牙齿缺失率非常普遍，而且重视程度远远不够。一般来说，人的牙齿是32颗，我国35-44岁这个年龄段的人群平均留牙数是29.4颗，但其修复率仅12%；65-74岁的人群平均留牙数速降至20.94颗，其修复率为43%。而类比美国该数据分别为73%和82%。

图表 26：我国人口老龄化趋势(万人，%)



资料来源：国家统计局，东方财富证券研究所

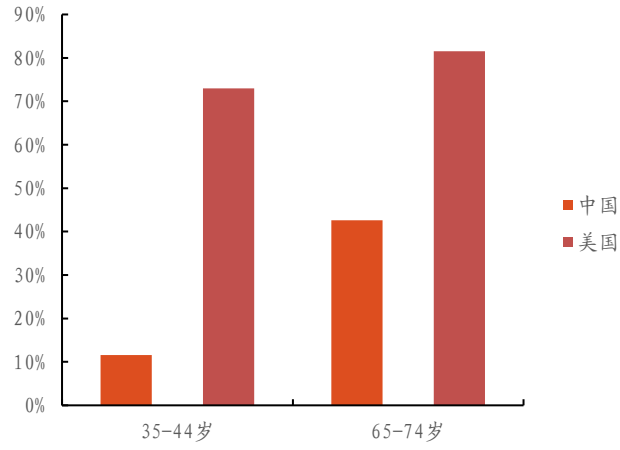
图表 27：我国儿童口腔健康不容乐观(%)



资料来源：公开数据整理，东方财富证券研究所

近期国家卫生健康委员会发布了《健康口腔行动方案(2019-2025年)》，对一些主要指标进行了预期指导。从65-74岁老年人存留牙数来看，以2016年的22.5颗为基线，预期在2020年上升到23颗可实现的话，假设修复率为50%且其中2%采用种植牙方式补牙，按照15000元/颗计，该年龄段人群种植牙有近120亿元的规模。

图表 28：中美两国中老年人缺牙修复率(%)



资料来源：HKTDC，USHHS，东方财富证券研究所

图表 29：健康口腔行动工作指标

主要指标	基线(2016年)	2020年	2025年	属性
12岁儿童龋患率%	34.5%	控制在32%以内	控制在30%以内	预期
12岁儿童龋齿充填治疗比%	16.5%	20%	24%	预期
儿童窝沟封闭服务覆盖率%	19.4%	22%	28%	预期
成人每天2次刷牙率%	36.1%	40%	45%	倡导
65-74岁老年人存留牙数(颗)	22.5	23	24	预期

资料来源：国家卫健委，东方财富证券研究所

图表 30：某口腔医院主要服务项目

分类	具体项目	计价单位	价格（元）
外科	拔牙	颗	20-400
牙周	洗牙	次	150
修复	普通补牙	颗	200-400
	镶牙	颗	固定修复 1500-6000
牙体	根管治疗龋齿	颗	前牙 400-500，前磨牙 700-800，

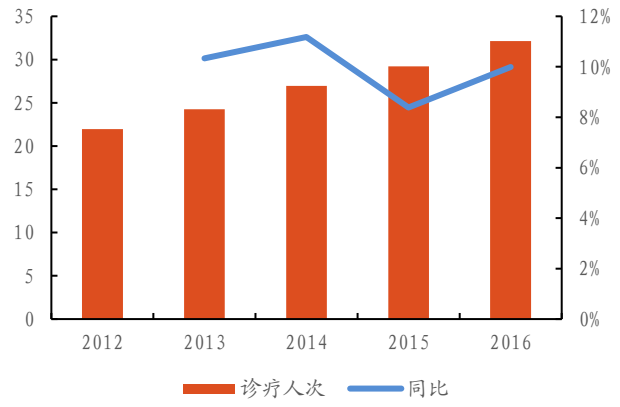
			磨牙 1500-1800
	活动假牙	颗	300-1000
	全口义齿	副	600-4000
种植	种植牙	颗	15000
正畸	矫正	疗程	20000

资料来源：好大夫在线，公开数据整理，东方财富证券研究所。注：参考价格，材料不一价格变化大。

2016年，我国医疗机构总诊疗人次达到79.3亿人次，医院入口32.7亿人次。其中，口腔科患者达到1.32亿人次，占比约1.66%。2016年，我国口腔专科医院接待患者3212.8万人，同比增长10%，近年年均增长在10%左右，预计到2022年该数据将超过4500万人。从公立医院的口腔科收入分布来看，治疗费用占比70%、卫生材料占比12%、手术占比9%，均为主要收入项。

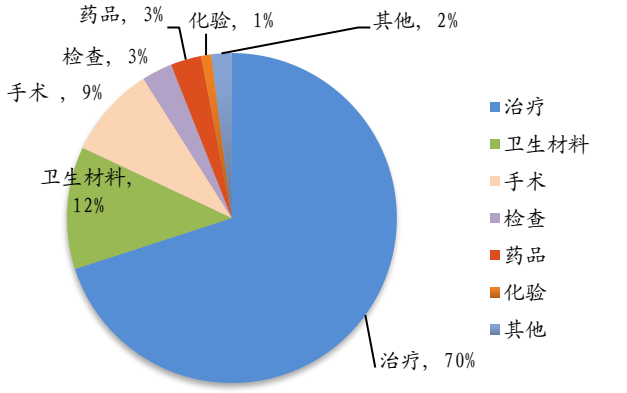
截至2017年底，通策医疗拥有各类连锁口腔医院达到23家，牙床数量1411张，医护人员1944人，其中医学博士16人，医学硕士311人。2018H1，公司种植业务收入1.09亿元(+29.05%)，正畸业务收入1.22亿元(+50.52%)。**种植牙、正畸等高附加值业务已成为民营口腔医疗发展的重要方向。**

图表 31：近年我国口腔医院诊疗情况(百万人，%)



资料来源：公开卫生数据，东方财富证券研究所

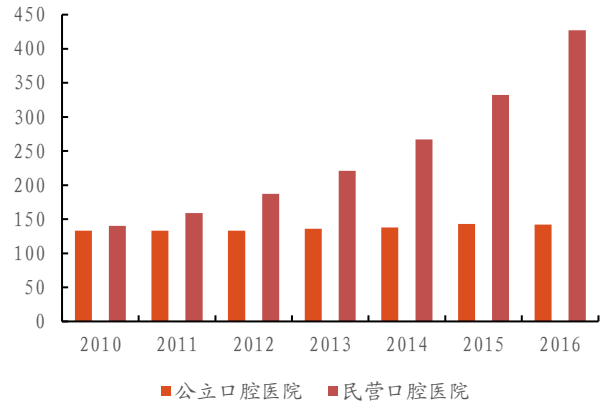
图表 32：2016 年我国公立医院口腔科收入分布



资料来源：东软望海，东方财富证券研究所

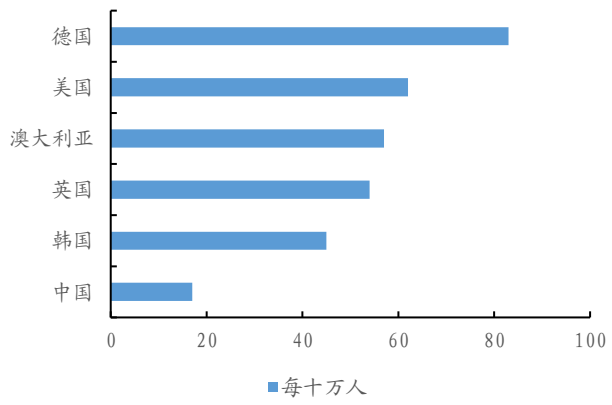
供给端：口腔医疗资源不足 加快投入。2016年底，我国共有口腔执业医师(含助理医师)167227人，占全部执业医师(含助理医师)的5.3%，平均每十万人拥有口腔医生17人，远低于国际平水平(韩国为45名，英国54名，澳大利亚57名，美国62名，德国83)。从口腔医院来看，2016年，我国公立口腔医院142家，比2010年增加了9家；民营口腔医院从2010年的140家增长到2016年427家，增长近3倍。这也是国家鼓励社会办医的成果体现。

图表 33：我国民营口腔医院增长较快(家)



资料来源：卫生数据统计年鉴，东方财富证券研究所

图表 34：我国口腔医生资源不足



资料来源：公开数据整理，东方财富证券研究所

政策方面，国家历来重视社会办医，加快医生的多点执业。优化社会办医疗机构跨部门审批工作。允许公立医院与民营医院合作，通过医疗联合体、分级诊疗等形式带动支持社会办医发展。提出力争到2020年，社会力量办医能力明显增强，医疗技术、服务品质、品牌美誉度显著提高，打造一大批有较强服务竞争力的社会办医疗机构，服务供给基本满足国内需求逐步形成多层次多样化医疗服务新格局。支持符合条件的全科医生个体或合伙在城乡开办全科诊所，为居民就近提供医疗保健服务。

图表35：鼓励社会办医 加快多点执业

时间	政策文件	主要内容
201503	国务院办公厅《关于印发全国医疗卫生服务体系规划纲要(2015-2020年)的通知》	规划要求为社会办医院预留规划空间，放宽举办主体要求，放宽服务领域要求，凡是法律法规没有明令禁入的领域，都要向社会资本开放。
201505	国务院办公厅《关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》	明确提出“推进社会力量参与公立医院改革”，鼓励社会力量以出资新建、参与改制等多种形式投资医疗。
201506	国务院国办45号文《关于促进社会办医加快发展的若干政策措施》	明确提出加快推进和规范医师多点执业，鼓励和规范医师在不同类型、不同层级的医疗机构之间流动，鼓励医师到基层、边远山区、医疗资源稀缺地区和其他有需求的医疗机构多点执业。
201603	2016年政府工作报告	首次提出“健康中国”概念，以及提出“鼓励医生到基层多点执业”。
201612	“十三五”卫生与健康规划	确定了“十三五”期间深化医改重点任务，主要包括创新综合监管，放宽社会力量举办医疗机构准入要求，加强事中事后监管等，用更加优质、便利的医疗服务推进建设健康中国。
201704	国务院办公厅《深化医药卫生体制改革2017年重点工作任务》	提出要重点推进和落实“制定建立现代医院管理制度的指导意见”、“制定支持社会力量提供多层次多样化医疗服务的意见”等工作任务。
201705	国务院《关于支持社会力量提供多层次多样化服务的意见》	提出力争到2020年，社会力量办医能力明显增强，医疗技术、服务品质、品牌美誉度显著提高，专业人才、健康保险、医药技术等支撑进一步夯实，行业发展环境全面优化，打造一大批有较强服务竞争力的社会办医疗机构，形成若干具有影响力的特色健康服务产业聚集区，服务供给基本满足国内需求逐步形成多层次多样化医疗服务新格局。
201708	卫计委《关于深化“放管服”	进一步简化三级医院的设置审批。

	改革激发医疗领域投资活力的通知》	
201801	国务院办公厅《关于改革完善全科医生培养与使用激励机制的意见》	落实国家关于促进社会办医加快发展的政策措施，医疗机构相关规划布局不对全科诊所的设置作出限制，实行市场调节。支持符合条件的全科医生个体或合伙在城乡开办全科诊所，为居民就近提供医疗保健服务。
201807	国务院《医疗卫生领域中央与地方财政事权和支出责任划分改革方案》	加大对社会力量办医的支持力度，中央财政和地方财政按照规定落实对社会力量办医的补助政策。
201808	国务院《深化医药卫生体制改革2018年下半年重点工作任务》	鼓励社会办医疗机构及康复、护理等机构参与医疗联合体建设。完善以政府购买服务方式引导具有资质的商业保险机构等社会力量参与基本医保的经办服务。优化社会办医疗机构跨部门审批工作。允许公立医院与民营医院合作，通过医疗联合体、分级诊疗等形式带动支持社会办医发展。

数据来源：中国政府网，东方财富证券研究所

在口腔医疗方面，近期国家卫生健康委员会发布《健康口腔行动方案(2019-2025年)》，提出：到2020年，口腔卫生服务体系基本健全，口腔卫生服务能力整体提升，儿童、老年人等重点人群口腔保健水平稳步提高。到2025年，健康口腔社会支持性环境基本形成，人群口腔健康素养水平和健康行为形成率大幅提升，口腔健康服务覆盖全人群、全生命周期，更好满足人民群众健康需求。

图表 36：近年我国口腔医疗行业主要政策

时间	政策	主要内容
201902	《健康口腔行动方案（2019—2025年）》	到2020年，口腔卫生服务体系基本健全，口腔卫生服务能力整体提升，儿童、老年人等重点人群口腔保健水平稳步提高。到2025年，健康口腔社会支持性环境基本形成，人群口腔健康素养水平和健康行为形成率大幅提升，口腔健康服务覆盖全人群、全生命周期，更好满足人民群众健康需求。
201711	关于印发“十三五”健康老龄化规划重点任务分工的通知	老年口腔疾病的筛查干预和健康指导。
201707	关于深化医教协同进一步推进医学教育改革与发展的意见	深化口腔医学等专业学位研究生教育改革，加强职业素质和临床能力考查；积极探索和完善接受住院医师规范化培训、专科医师规范化培训的人员取得口腔医学硕士和博士专业学位的办法。
201706	医疗机构基本标准（试行）	对包括口腔医院在内的各种医疗机构的标准进行了明确规定。
201701	中国防治慢性病中长期规划（2017—2025年）	明确指出慢病病包括口腔疾病。在策略与实施计划中提出：全面加强幼儿园、中小学口腔保健等健康知识和行为教育；在开展口腔专项行动中，提出推广健康适宜技术和支持工具；通过社区卫生服务中心和乡镇卫生院逐步提供口腔预防保健服务；开展针对儿童和老年人的个性化干预，加大牙周病、龋齿等口腔常见疾病的干预力度，实施儿童局部用氟、窝沟封闭等口腔保健措施。
201610	“健康中国2030”规划纲要	提出全民健康生活方式行动健康口腔专项行动，到2030年基本实现以县级为单位的全覆盖；明确要求加强口腔卫生，将12岁儿童龋齿率在2030年控制到25%以内。

数据来源：公开数据整理，东方财富证券研究所

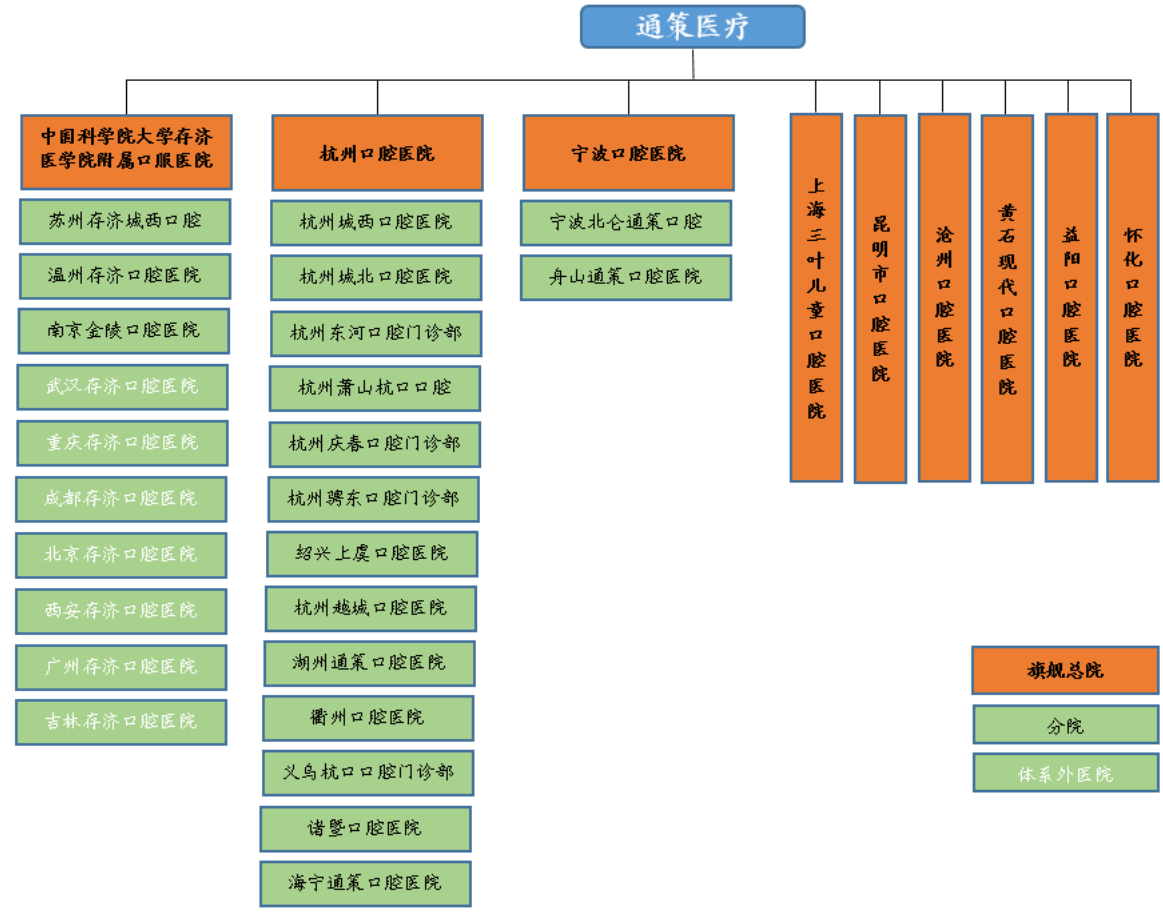
3. 口腔龙头地位巩固 渠道下沉有序推进

3.1. “总院+分院”模式可复制

公司坚持“区域总院+分院”模式，医院集团化可复制。区域总院作为平台提供医生医疗服务技能、学术地位支持，并在区域内形成品牌影响力，下属分院作为总院的“护城河”将品牌影响力快速推开，实现医疗资源优化及患者就诊便捷。同时较好地抵御了口腔医疗独特的手工业性质带来的管理和扩张的风险。

公司发展成熟的区域总院主要为杭州口腔医院、宁波口腔医院，各自分别发展两家以上分院。另外，公司通过口腔基金在武汉、重庆、西安、上海、成都、北京等地建设三级口腔医院。其中武汉存济已于2018年11月正式开业，重庆存济进入执业评审验收，西安、成都、上海等地的存济项目将于2019年开张，北京的将于2020年试营业。伴随存济品牌的省外扩张以及模式的探索，通策“总院+分院”的模式有望走出浙江、走向全国，进一步打开公司潜在的发展空间。未来全国将出现若干个区域总院，再造多个“杭口”指日可待。

图表 37：公司旗下口腔医院布局情况



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所。

3.1.1.总分院模式成效显现

杭州口腔医院(杭口)是公司口腔医院的“总院”，也是公司最重要的全资子公司。杭口总院创建于1952年，为浙江省内历史最悠久的口腔专科医院，于2006年进行改制，由宝群实业接手(公司第一大股东)。自2006年起杭口总院与浙江中医药大学合作，2008年正式成为后者的附属医院。杭州口腔医院受益于我国口腔医疗服务行业的发展壮大，多年来在口腔医疗行业精耕细作积累了大量客户，具有较好的品牌知名度。

图表 38：杭州、宁波总院下属分院情况

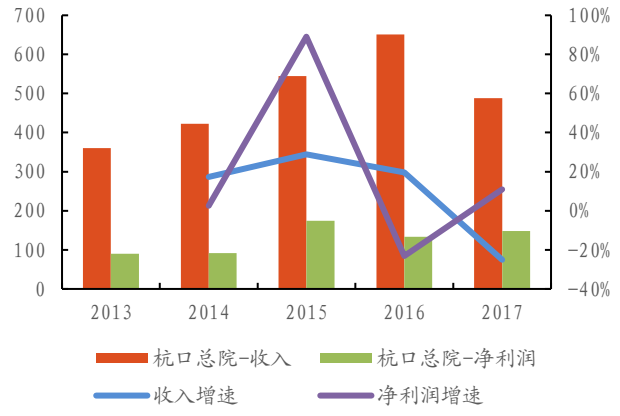
序号	医院名称(单位：万元)	时间	总资产	营业收入	净利润	参股
	杭州口腔医院-总院	**2006 年**	**67982**	**48791**	**14834**	**100%**
1	杭州城西口腔医院	2008 年	9611	22911	3771	100%
2	杭州庆春口腔门诊部	2017 年	1248	906	-391	50%
3	杭州萧山通策杭口口腔医院	2017 年	2790	299	-735	60%
4	义乌杭口口腔门诊部	2009 年	4773	5088	1084	51%
5	湖州通策口腔医院	2015 年	1782	2375	112	60%
6	杭州城北口腔医院	2017 年	1546	816	-295	61%
7	杭州骋东口腔门诊部	2017 年	475	-	-218	61%
8	海宁通策口腔医院	2015 年	1430	1914	229	60%
9	诸暨口腔医院	2014 年	3370	4369	1284	50%
10	绍兴上虞口腔医院	2015 年	1085	1414	243	51%
11	绍兴越城口腔医院	2016 年	1288	1119	-65	59%
12	衢州口腔医院	2008 年	1256	1475	228	80%
	其他计划分院	滨江(全种植)、紫金港(正畸为主)、下沙等				
	宁波口腔医院-总院	**2007 年**	**7981**	**10509**	**1953**	**100%**
1	舟山通策口腔医院	2015 年	1201	2001	297	66%
2	宁波北仑通策口腔医院	2016 年	1296	1280	-1	76%

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所。注：营业数据为 2017 年年报数据，参股即为公司或子公司参股持有。

在公司的运营管理下，杭口保持了较好的增长态势。由于2017年进行了会计调整，此前披露的杭口实际为杭口集团。2017年，杭口总院收入为4.88亿元，同比-25.07%(口径还原后增速应为30%)。2018H1，杭口总院收入为2.64亿元，同比-29.16%(口径还原后增速应为30%)；净利润为1.11亿元，同比增长30%。2016年杭口总院利润下滑，主要是因为2015-2016年新建6家分院影响了业绩。凭借杭口品牌，目前总院下属有12家分院(主要在2015-2017年开业，即第二、三次扩张期)，另外计划若干家于近几年落地。**2015年开业的分院均实现了盈利，即2年左右时间实现盈亏平衡略有盈利。其中诸暨、上虞一年时间便盈亏平衡并贡献利润。**

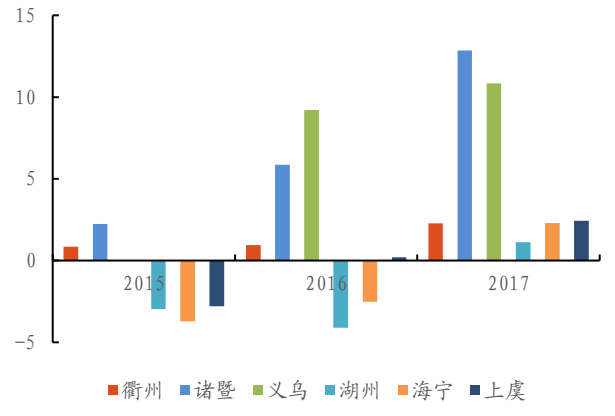
省区内主要竞争对手为浙江大学医学院附属口腔医院，其为浙江省唯一一家三级甲等口腔专科医院(参照)，前身是八十年代初建立的浙江医科大学附属口腔门诊部，1996年正式动工建设。医院现有科室齐全，共有三大院区，博士生导师7人，硕士生导师13人。现共有口腔综合治疗椅149台，开放病床21张；**而杭口总院具有66年悠久历史**，博士、硕士研究生200余名，中高级职称250余名，牙椅200张左右。特色科室包括种植、正畸、修复、牙周粘膜、儿童口腔等，拥有全年无节假日门诊，特设综合、儿童口腔、正畸等夜门诊。

图表 39：杭口总院业绩(百万元，%)



资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

图表 40：杭口总院下属分院净利润(百万元)

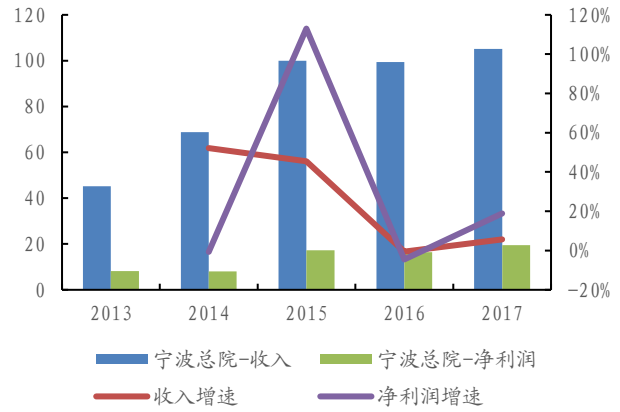


资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

宁波口腔医院(宁口)为公司另一家成熟的“总院”，之前隶属于海曙区口腔医院，于2007年被公司收购，目前是公司的全资子公司。近年来宁口医院营业收入逐渐上升，也形成了一定规模。借助于海曙区口腔医院的品牌效益，2007收购当年即扭亏为盈。**宁口已成为公司口腔板块的第三大收入来源(次于杭口、城西)，2017年宁口占公司主营收入的比重达到 8.9%。**2018H1，宁口营业收入为5264万元，同比增长11.62%；净利润为855万元，同比增长28.38%。

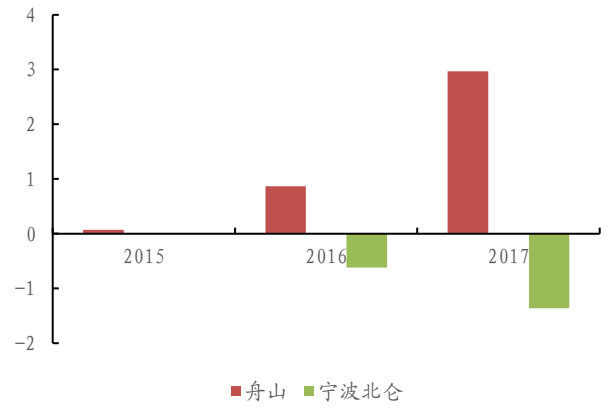
宁口复制杭口“总院+分院”的模式扩张，实现了跨区开设分院，分别在2015年和2016年设立了宁口舟山分院和宁口北仑分院。舟山分院于2015年当年实现盈利，北仑分院尚处于亏损期。

图表 41：宁口总院业绩(百万元，%)



资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

图表 42：宁口总院下属分院净利润(百万元)



资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

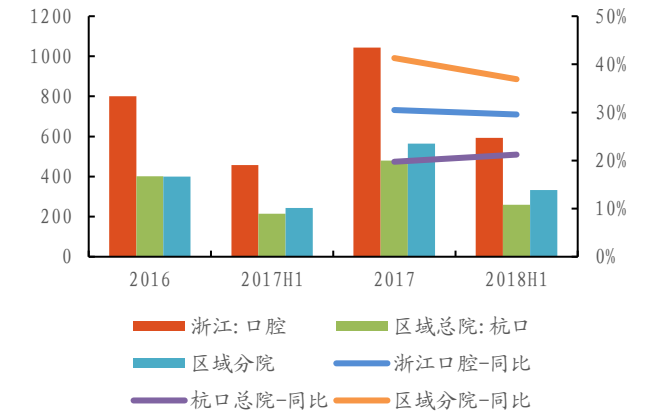
3.1.2. 口腔医院进入增长期

医疗品牌增加患者的粘性，进而提高医疗诊疗人次。2017年，公司浙江区域口腔医疗门诊达140万人次(同比+23.9%)，其中区域总院59万人次，同比增长15.7%；区域分院81万人次，同比增长30.7%。2018年上半年，浙江区域口腔医疗门诊74.74万人次(同比+14.2%)，其中区域总院31.22万人次，较去年同期增长10.24%；区域分院43.52万人次，较去年同期增长17.18%。**区域分院门诊**

人次增长率高于区域总院门诊人次增长率，并呈现持续增长趋势。门诊量的增长主要原因有：1）分院成长带动门诊量的增加；2）首诊接诊模式提升有效接诊率；3）品牌巩固，开展高附加值、新型诊疗项目，对老客户深度开发。

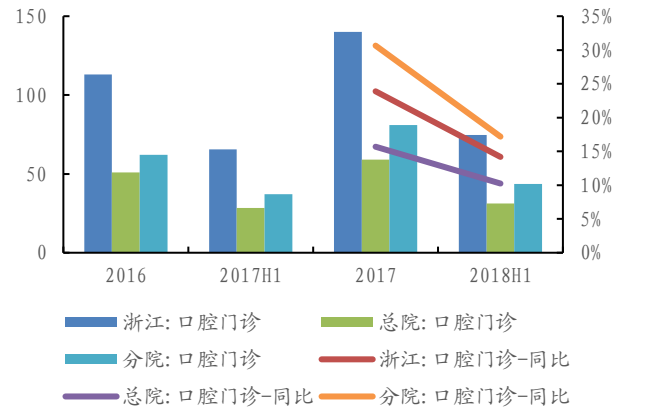
公司2018年半年报显示，浙江区域口腔医疗服务收入5.93亿元(+29.6%)。其中区域总院医疗收入2.6亿元，比去年增长21.2%，区域总院占区域集团总收入的43.82%，占比下降3.01%；分院医院医疗收入3.33亿元，比去年增长36.91%，区域分院占比56.18%，较2017年同期提高3.01%。**区域分院收入贡献比例稳步提高。**

图表 43：浙江区域口腔医疗收入(百万元，%)



资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

图表 44：浙江区域口腔诊疗情况（万人次，%）



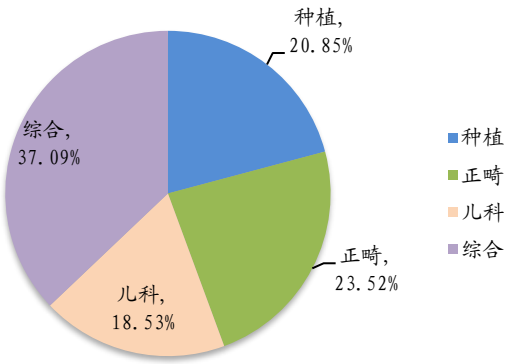
资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

多元服务与治疗项目的快速增长将促进客单价的提升。从口腔主要业务来看，2018H1公司口腔正畸服务营收1.22亿元，同比增长50.5%；种植医疗服务1.09亿元，同比增长29.1%；儿科医疗服务9650.01万元，同比增长35.2%；综合医疗服务(常见牙病和口腔疾病综合治疗，包括口腔内科、外科及修复等)1.93亿元，同比增长22.3%。正畸、种植业务均为附加值较高的项目，毛利率在40%左右。**公司不断引进推广口腔新技术新项目，在显微根管、儿童早期矫正、微创美学修复、无痛舒适化治疗、种植新型骨增量技术，以及数字化隐形矫正技术的临床开展，全方位服务好各类患者，提高了患者的满意度。**

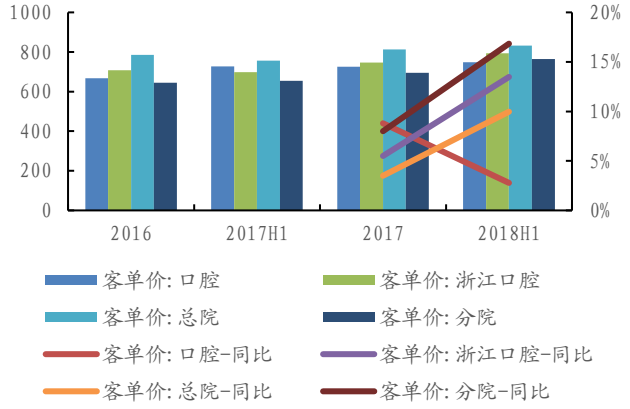
公司整体客单价呈现上升趋势，2018年上半年口腔客单价达到748元/人次(韩国目前可达4000-5000元/人次)。其中浙江地区从2016年的708元/人次上升到2018H1的793元/人次，2018H1增速为13.5%。**尽管分院客单价只有总院的90%左右，但其增长速度快于总院(2018H1分院&总院增速为16.8%&10%)**。随着种植、正畸、修复三大业务持续快速的增长，以及滨江种植分院、紫金港正畸分院的开设运营，将进一步提高公司的客单价。

图表 45：公司 2018H1 口腔主要业务收入构成(%)

图表 46：公司客单价情况(元/人次，%)



资料来源：公司年报，东方财富证券研究所



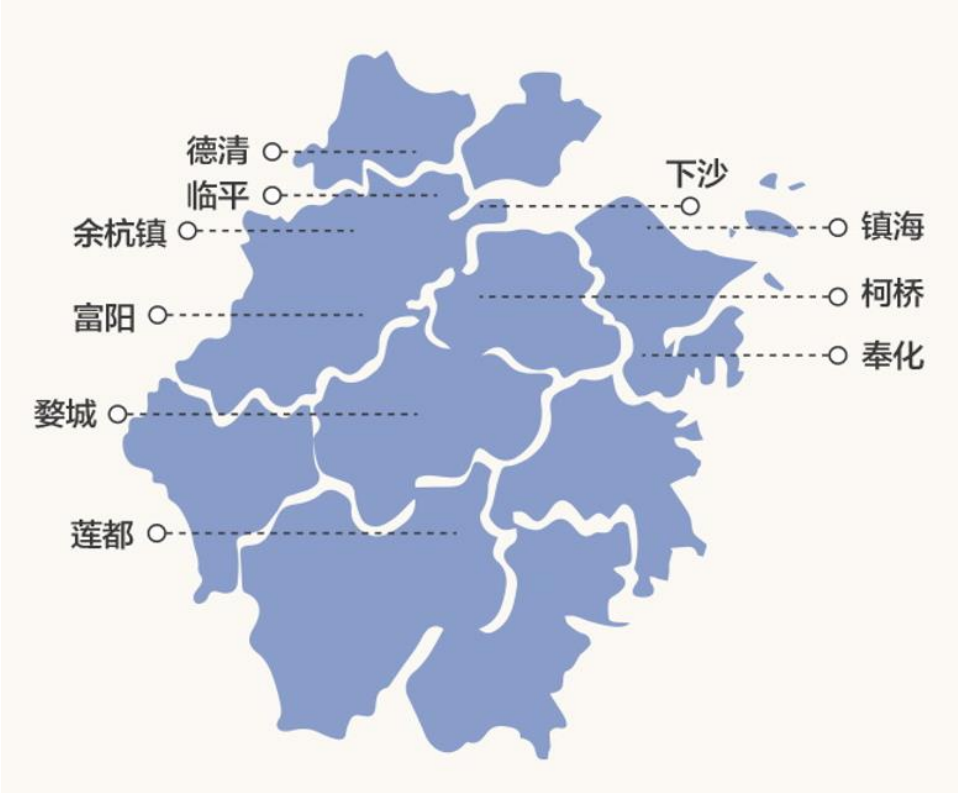
资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

口腔医院将由培育期进入增长期。截至2018年底，通策医疗杭口系在浙江省内拥有17家营业分院，另外2家已获批筹建，19家营业分院营业面积合计达10万余平方米、牙椅1200余台。根据工商信息，公司于2013年底设立了诸暨赢湖共享以及赢湖创造基金，参与人是公司相关管理人员，先后参股了宁波北仑、绍兴越城、杭州萧山、湖州、沧州等9家口腔分院(大部分于2017年开业)。这些口腔分院大部分将在两年左右实现盈亏平衡，预计今年开始将贡献利润。

3.2. 渠道下沉未来可期

2018年6月，公司正式推出“蒲公英计划”：规划目标为3-5年在浙江省内建设100家分院，实施区域为浙江省内的县(市、区)及重点乡镇。由杭口集团在浙江省内的各县市区(不含杭州市主城区和宁波市主城区)联合各地有威望的口腔医生，投资建设杭州口腔医院分院，实现优秀口腔医疗机构和医生“双下沉”，进而推进“健康浙江”发展。2018年12月26日，通策医疗和杭州口腔医院集团“蒲公英计划”在杭州举行启动仪式。当天启动仪式上首批签约了绍兴柯桥、湖州德清、丽水莲都、杭州临平、金华婺城等10家新分院。其中杭州口腔医院柯桥分院率先获批取得营业执照。

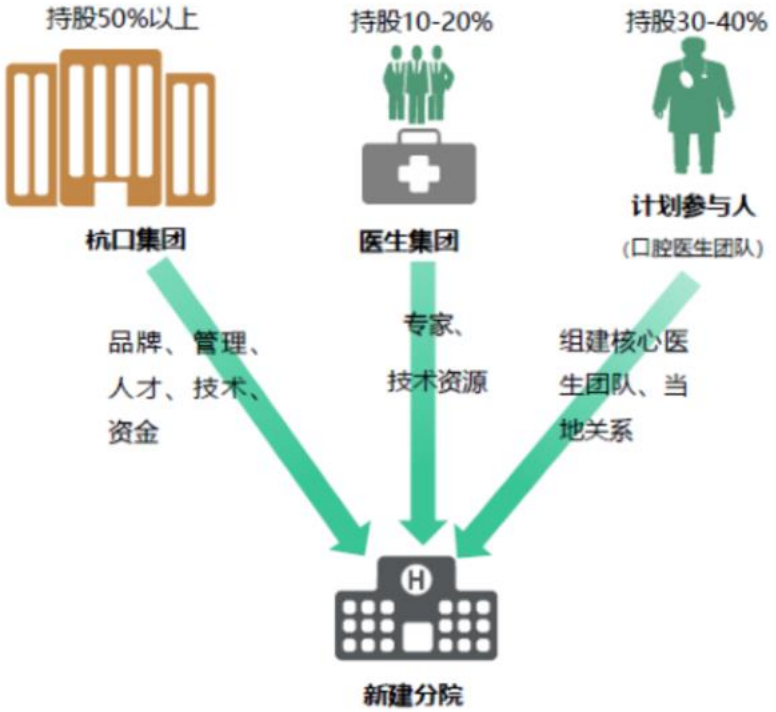
图表 47：蒲公英启动仪式签约项目



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所。

杭口品牌在浙江省的认可度、知名度越来越高，公司坚持走“总院+分院”的发展模式。这能够帮助分院在1-2年内实现盈亏平衡(有些成熟的分院有可能实现当年盈利)，以保障医疗机构的可持续发展和医生合伙团队的利益。**通策医疗通过建立医生集团和骨干医生合伙人制度(将给当地的医生团队20%-40%左右的股权)，充分调动其积极性，与公司共同打造发展平台和运营体系，从而产生更大的价值。**“蒲公英计划”充分利用现有医生资源的同时，还与10余所大专院校进行合作，实行毕业生优先录取。2018年底，公司招聘了400多个具有执业资格的优秀博士生/硕士生，持续为公司储备核心资源。

图表 48：多方参与建设分院



资料来源：公开资料，东方财富证券研究所。

下沉的县市人口规模在30-100万，每家分院大约配备30-100张牙床。单家分院投资额约为1000-2000万，一般第二或第三年将实现收入1000多万左右。2019年计划新开10-15家分院，新签约30家。2018-2019年开设的分院或于2020-2021年贡献业绩。

单张牙椅产出方面，每个县市不一，公司优秀的口碑吸引众多客户。如诸暨80%的正畸业务已经被公司占有，主要得益于医生的既有名气和良好口碑。目前表现比较成熟的口腔医院为杭口总院、城西医院(种植业务多)，共有400多张牙椅。先进的治疗技术也吸引无数客户从各地分院转到杭州。公司未来5年将新增滨江(全种植)、紫金港(正畸为主)、下沙等分院。

随着“蒲公英计划”在省内的推进，基于“杭口”品牌及医生资源的影响，种植、正畸等高附加值项目在市、区县区域的蒲公英分院将会增加，因此未来其单张牙椅的产出可能会高于老院，例如诸暨分院单张牙椅产出已高于杭口。**随着滨江种植院区、紫金港正畸院区的开设运营，将进一步提高公司的客单价。单张牙椅年均200万(目前为100万)产出的目标或将快速实现。**

3.3.精细化管理费用可控

医院管理需回归医院发展的本质，其发展核心在于医生和技术。近年来，公司不断加强与高水平医学院校的合作，推动医教研的一体化，其中包括中国科学院大学、浙江大学、浙江中医药大学、德国柏林大学等。另外，公司依托中国科学院大学存济医学中心，建立了以各学科名医为核心的通策医生集团，以此来优化配置各级医生资源。

经过66年的历史积累，杭口品牌美名远扬，广告支出仍然较少。公司始终秉承“服务即营销”的理念，通过义诊、讲座等形式推广医院的品牌，并不断巩固品牌影响力。抛开扩张增长的影响，近年随着精细化管理的逐渐成熟，各项费用率有下降趋势，2018Q3公司管理费用率为11.5%，销售费用率为0.7%(基本保持在1%左右)。应付账款的增速在放缓，而应付职工薪酬的速度的增长，这表明公司对于人才人力的投入在增加。公司存货一直在下降，由2015H1的21.8天下降至2018H1的10天，说明公司的管理效率有明显的提升。公司外延扩

张后，随着精细化管理能力、费用控制能力提升，形成规模化效应，有望提升净利率。

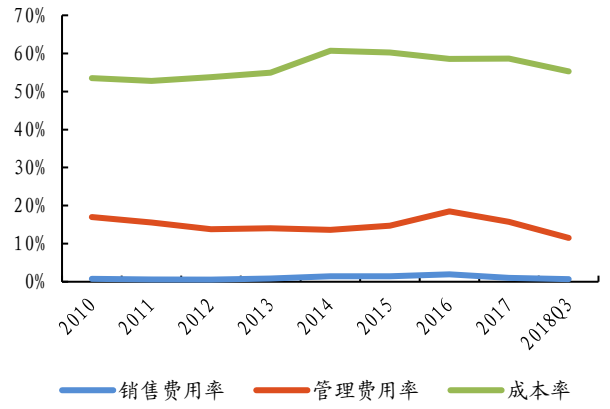
图表49：同行比较(亿元，%)

证券代码	证券名称	总市值	营收-2017	营收-2018H1	净利润-2017	净利润-2018H1	管理费用率-2017	管理费用率-2018H1	销售费用率-2017	销售费用率-2018H1
300015.SZ	爱尔眼科	761.25	59.63	37.80	7.93	5.47	14.19%	14.18%	12.98%	12.22%
002044.SZ	美年健康	531.29	62.33	34.85	6.94	2.21	7.44%	7.69%	23.87%	27.78%
600763.SH	**通策医疗**	**187.96**	**11.80**	**6.85**	**2.27**	**1.46**	**15.73%**	**14.53%**	**0.99%**	**0.77%**
03600.HK	现代牙科	13.01	18.23	9.99	-	-	-	-	-	-
830938.OC	可恩口腔	2.72	1.46	0.93	-0.37	-0.28	36.93%	34.56%	17.27%	15.98%
833269.OC	华美牙科	-	0.94	0.53	-0.13	0.02	27.67%	20.05%	31.01%	23.98%

数据来源：Choice，东方财富证券研究所

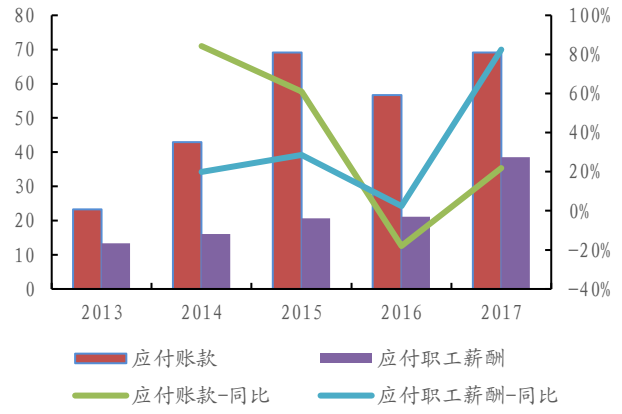
口腔医院成本主要包括人力、材料、固定成本及其他。医院固定成本占比在9%-10%。收入利润成长曲线因医院而异，随着收入的增长加，变动成本变化不大而固定成本占比呈下降趋势。随着收入的增加，医院的边际利润也将加大。

图表 50：公司销售费用率&管理费用率(%)



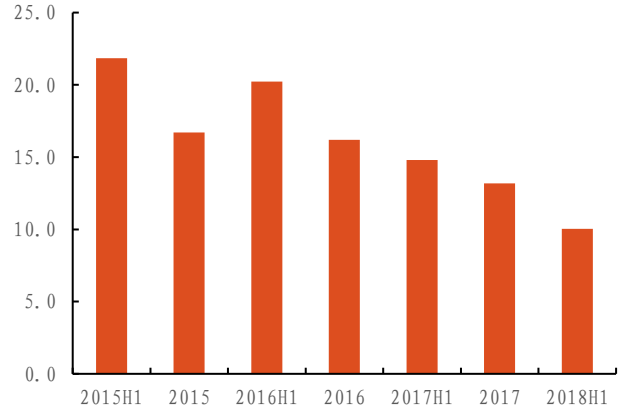
资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

图表 51：公司应付账款情况(百万元，%)



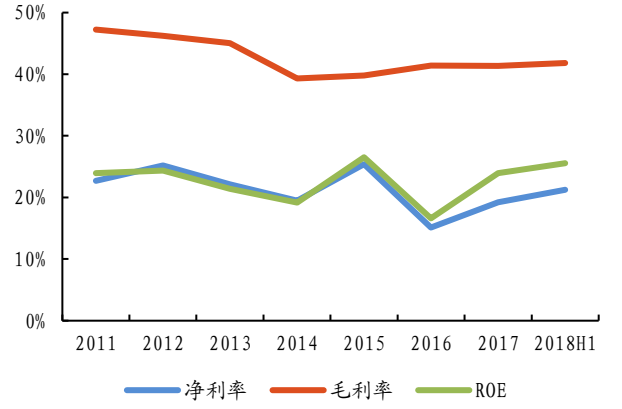
资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

图表 52：公司存货周转天数(天)



资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

图表 53：公司盈利能力(%)



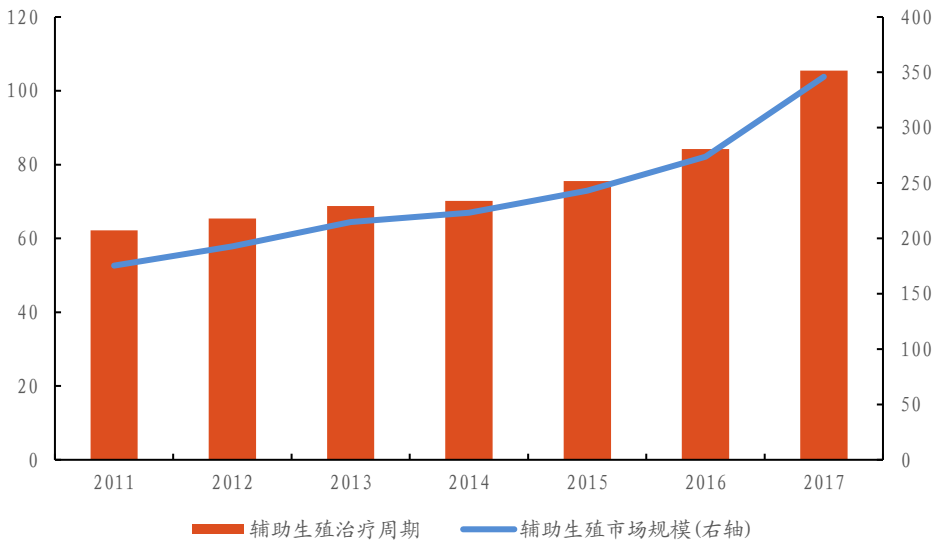
资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

4. 辅助生殖蓄势待发

据统计，我国不孕不育的夫妻呈年轻化趋势，患者人数超过5000万，其中女性占比50%，男性占比40%，夫妇双方共同原因占比10%。我国不孕不育率也已经从20年前的2.5%-3%攀升到12.5%-15%左右。当前，辅助生殖已经成为发达国家治疗不孕不育的主要手段，欧洲、美国的应用比例达到70-90%，2015年我国应用辅助生殖的比例增加到52%，这一比例将会逐步上升。

据前瞻产业研究院《中国辅助生殖行业市场前景预测与投资战略规划分析报告》数据显示，我国获准开展人类辅助生殖技术和设置人类精子库的医疗机构共有451所，每年完成70万例治疗。据不完全统计，截止2017年我国人类辅助生殖治疗周期数达到约105.5万例，规模约346.04亿元。

图表 54：我国人类辅助生殖行业市场规模情况(万例，亿元)

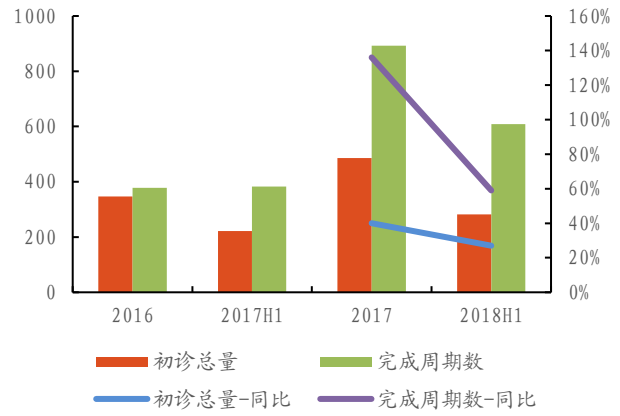


资料来源：前瞻产业研究院，东方财富证券研究所

2012年公司开始涉足辅助生殖领域，与英国的波恩生殖中心合作共同设立昆明市妇幼保健院波恩生殖中心，2015年生殖中心获准开展人类辅助生殖技术。2017年，公司辅助生殖业务完成初诊总量4.86万人次，同比增长40%；完成周期数达到893例，同比增长136%。2018H1完成初诊人次2.81万人次，同比增长27%；完成周期数609例，同比增长59%。总体IVF治疗的成功率维持在较高水平(50%以上)，2017年全年龄段的单次成功率为55%，累计妊娠率在65%以上。37岁以下人群，有大于等于1个优质囊胚的成功率为70.5%。2018年通过公司的辅助生殖技术有400个新生儿诞生。

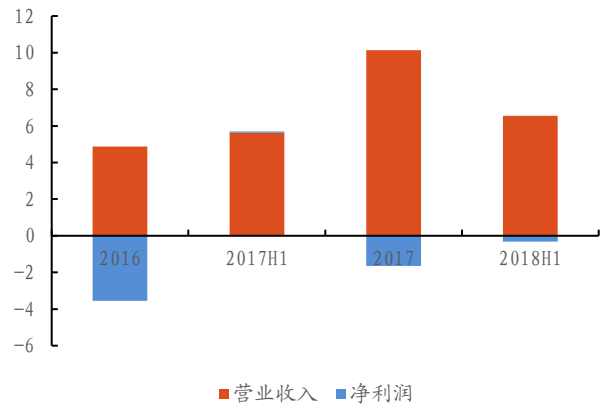
从营业情况来看，昆明波恩2017年实现收入1014万元，同比增长108%。2018H1实现收入655万元，同比增长16%；净利润仍处于扭亏路上。随着公司口碑的逐步建立，在强大的潜在需求下该业务板块将成为未来业绩新的增长部分。

图表 55：公司辅助生殖业务情况(百人次，百例，%)



资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

图表 56：昆明波恩收入&净利润情况(百万元)



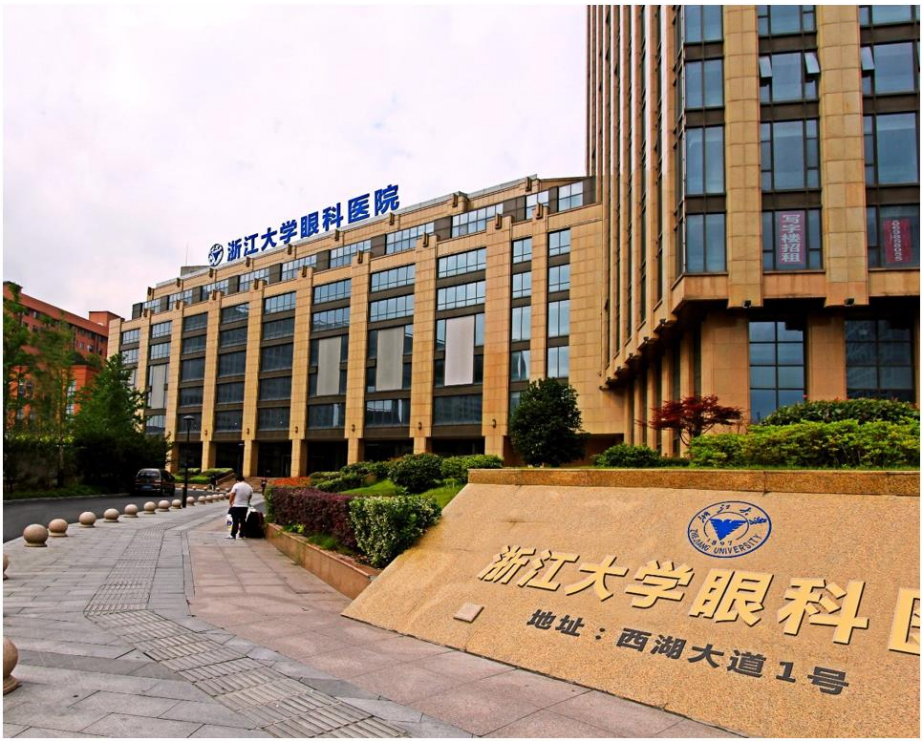
资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

5. 眼科大领域战略探索

在需求扩大和消费升级的共同作用下，我国眼科诊疗市场容量将不断扩大。眼科医疗主要包括准分子、白内障和视光三大核心业务。与其他科室不同，70%的眼病以手术治疗为主，手术对设备的依赖性较高，用药则多以外用为主(收入占比10%-20%)。2016年由北京大学发布的《国民视觉健康报告》显示：我国高中生和大学生的近视患病率均超过70%，并且呈逐年增长趋势，中国青少年近视患病率已经高居世界第一。到2020年，我国5岁以上人口的近视患病率或将达到51%左右，患病人口将达7亿。另据中华医学会眼科分会数据，我国60-70岁人群白内障发病率为80%，而90岁以上人群在90%以上。据此估算，我国白内障的理论风险患病人群达到1.4亿，目前国内已确诊的白内障患者有3000多万，每年新增患者40-50万人。2017年，我国的白内障复明手术率大约为美国的13%和日本的18%。

基于战略性探索，公司近年开始涉足眼科医疗领域。2017年，公司受让眼科医院投资公司20%的股权，通过控股股东与浙江大学、浙江大学附属第二医院及其眼科中心合作，充分发挥眼科医疗服务行业的优质资源，努力培育新的增长点。

图表 57：浙江大学眼科医院(筹)



资料来源：公开数据，东方财富证券研究所

浙二眼科中心开设了门类齐全的专业科室。2018年年门诊量达到了72.56万人次,各类手术量(含激光)达7.24万例,患者平均住院天数为1.85天。各项主要医疗指标创平均两位数增长历史最好水平。目前，由眼科医院投资公司投资，位于西湖大道1号5万㎡的浙江大学眼科医院正在紧锣密鼓筹建中。2019年年底前，浙二眼科中心将整体搬迁至浙江大学眼科医院新院区。新院区使用面积近5万平方米，规划门诊诊室150间、检查室80间、眼科专科手术室28间，并建有4500平方米的浙江省眼科重点实验室。新院区还将设立白内障中心、眼底病中心、屈光手术中心、眼整形眼眶病中心、小儿眼科中心和视光中心等多个临床研究中心。重点实验室计划五年内引进10-20位专职科研PI。

6.盈利预测与估值

6.1.盈利预测

2018年上半年公司营业收入同比增长34%,杭口总院继续保持稳步增长,同比超过20%;杭口各分院营收呈现快速增长,城西分院同比增长超30%,海宁分院同比增长39%、上虞分院同比47%、湖州分院同比43%、诸暨分院同比超38%,北仑分院同比47%、衢州分院同比25%;杭口集团2017年新开业的城北、庆春、萧山三家分院合计营收成长迅速(同比增加了近11倍)。此外,省外医院中南京金陵口腔同比增长63%、益阳口腔医院营收突破1000万元,较上年同期的26万元净增加974万元。以2017年、2018H1总/分院数据为参考，假设近年总院、分院门诊人次每年增速分别保持在13%、24%，客单价每年增速分别保持7%、13%，即总院21%(考虑到杭口、城西实际增长在30%，故而采用30%计)、分院40%左右的速度增长(相关分院亦根据近年/季度增速做调整)。

考虑到口腔行业处于快速增长期，且公司下属各口腔医院及新建口腔医院增长好于预期，我们预计18/19/20年归母净利润分别为3.3/4.6/6.3亿元，EPS分别为1.03/1.44/1.97元。

图表58：公司业务拆分及收入预测(百万元，%)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
医疗服务					
营业收入	870.99	1148.57	1608	2160.02	2897.24
同比		31.87%	40%	34.33%	34.13%
营业成本	509.09	673.18	941.48	1264.69	1696.33
毛利	361.9	475.39	666.52	895.33	1200.91
毛利率	41.55%	41.39%	41.45%	41.45%	41.45%
产品销售					
营业收入		24.07	29.85	37.01	45.89
同比			24.01%	23.99%	23.99%
营业成本		17.69	20.6	25.17	30.75
毛利		6.38	9.25	11.84	15.14
毛利率		26.51%	30.99%	31.99%	32.99%
其他					
营业收入		2.8	5.04	8.06	11.29
同比			80.00%	59.92%	40.07%
营业成本		0.17	0.15	0.24	0.34
毛利		2.63	4.89	7.82	10.95
毛利率		93.93%	97.02%	97.02%	96.99%
合计					
营业收入	870.99	1175.44	1642.89	2205.09	2954.42
同比		34.95%	39.77%	34.22%	33.98%
营业成本	509.09	691.04	962.23	1290.1	1727.42
毛利	361.9	484.4	680.66	914.99	1227
毛利率	41.55%	41.21%	41.43%	41.49%	41.53%

数据来源：Choice，东方财富证券研究所

图表59：核心总/分院收入增长预测(万元，%)

医院名称	公司控股	项目	2017	2018H1	2018E	2019E	2020E
杭州口腔医院	100%	收入	48791	26391	63428.30	82456.79	107193.83
		同比	-25.07%	-29.16%	30.00%	30%	30%
		毛利率	41%	41%	41.50%	41.50%	41.50%
杭州城西口腔医院	100%	收入	22911	13514	29784.30	38719.59	50335.47
		同比		30%	30.00%	30%	30%
		毛利率	41%	41%	41.50%	41.50%	41.50%
宁波口腔医院	100%	收入	10509	5264	12715.89	15386.23	18617.33
		同比	5.75%	11.62%	21%	21%	21%
		毛利率	41%	41%	41.50%	41.50%	41.50%
沧州口腔医院	70%	收入	2716	1466	3286.36	3976.50	4811.56
		同比	12.37%	10.64%	21%	21%	21%
		毛利率	41%	41%	41.50%	41.50%	41.50%
舟山口腔医院	66%	收入	2001	1040	2421.21	2929.66	3544.89

		同比		8.9%	21%	21%	21%
		毛利率	40%	40%	41%	41%	41%
衢州口腔医院	80%	收入	1475	797	1917.50	2492.75	3240.58
		同比	6.04%	25.71%	30%	30%	30%
		毛利率	40%	40%	41%	41%	41%
昆明口腔医院	58.59%	收入	4594	2472	6431.60	9004.24	12605.94
		同比	17.33%	20.64%	40%	40%	40%
		毛利率	41%	41%	41.50%	41.50%	41.50%
诸暨口腔医院	50%	收入	4369	2471	6553.50	9174.90	12844.86
		同比	64.19%	38.12%	50%	40%	40%
		毛利率	41%	41%	41.50%	41.50%	41.50%
昆明妇幼保健医院	68%	收入	1014	655	1318.20	1713.66	2227.76
		同比	108.21%	16.34%	30%	30%	30%
		毛利率	30%	30%	30%	30%	30%
义乌杭口口腔门诊部	51%	收入	5088	2661	6614.40	8598.72	11178.34
		同比			30%	30%	30%
		毛利率	41%	41%	41.50%	41.50%	41.50%

数据来源：Choice，东方财富证券研究所。注：由于2017年进行了会计调整，此前披露的杭口实际为杭口集团，还原后杭口营收增长在30%左右，2018H1还原后近30%。

图表 60：公司盈利预测

项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1179.73	1642.89	2205.09	2954.42
增长率(%)	34.25	39.26	34.22	33.98
EBITDA(百万元)	370.79	502.61	657.65	861.38
归母净利润(百万元)	216.57	329.00	463.19	630.33
增长率(%)	59.05	51.91	40.79	36.09
EPS(元/股)	0.68	1.03	1.44	1.97
市盈率(P/E)	91.50	60.23	42.78	31.44
市净率(P/B)	19.96	15.10	11.22	8.30
EV/EBITDA	53.28	38.61	28.64	21.05

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

6.2.估值与投资建议

我们采取11.37%的WACC和3%的永续增长率进行DCF估值，DCF估值结果为69.96元。基于公司历史PE，在相对估值法中，我们按照43倍PE，2019年目标价61.92元。在市场景气度渐高的环境下，我们建议可以参考DCF估值结果。六个月目标价69.96元，给予“买入”评级。

图表 61：DCF 估值模型(FCFF)的基本假设

基本假设	数值	基本假设	数值
股票 Beta	1.20	WACC	11.37%
无风险利率 Rf	3.27%	半显性增速	41.00%
市场收益 Rm	10.16%	永续增速	3.00%

风险溢价	6.89%	公司价值	23039.14
实际税率	19.52%	股票价值	22432.43
债务利率 Kd	6.00%	每股价值	69.96

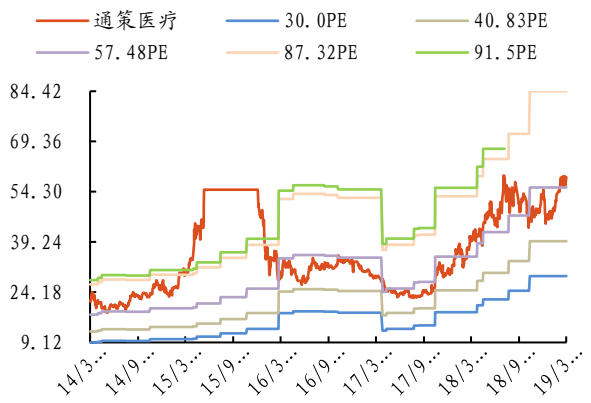
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 62：医疗服务相关公司比较

代码	简称	总市值（亿元）	PE（倍）			股价（元）	评级
			TTM	2019E	2020E		
603259.SH	药明康德	1,120.22	53.54	48.41	39.56	95.74	增持
300015.SZ	爱尔眼科	756.72	75.03	54.95	42.17	31.75	增持
002044.SZ	美年健康	534.10	64.95	44.36	31.49	17.11	未评级
300347.SZ	泰格医药	310.41	65.17	48.24	36.40	62.06	未评级
300759.SZ	康龙化成	270.39	79.71	58.34	43.24	41.20	未评级
002821.SZ	凯莱英	218.72	51.07	37.25	28.17	94.80	增持
600763.SH	**通策医疗**	**198.16**	**63.92**	**46.34**	**35.21**	**61.80**	**买入**
603882.SH	金域医学	125.09	60.94	44.19	34.88	27.32	未评级
603127.SH	昭衍新药	82.82	76.44	53.60	38.59	72.02	增持
300363.SZ	博腾股份	59.54	47.80	29.93	21.54	10.97	未评级

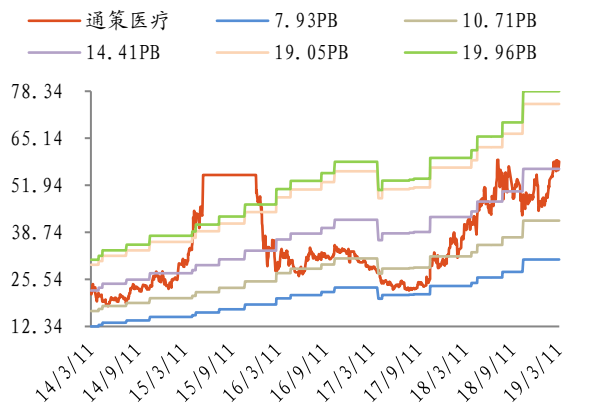
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 63：历史 PE（TTM）区间



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 64：历史 PB 区间



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

7. 风险提示

口腔行业发展速度不达预期；
新建分院扭亏时间滞后；
“蒲公英计划”推进出现延迟；

8. 附件：医疗机构基本标准(试行)-口腔医院

二级口腔医院

一、 牙椅和床位:

牙科治疗椅 20 至 59 台，住院床位总数 15 至 49 张。

二、 科室设置:

（一）临床科室：至少设有口腔内科、口腔颌面外科和口腔修复科、口腔预防保健组、口腔急诊室;

（二）医技科室：至少设有药剂科、检验科、放射科、消毒供应室、病案室。

三、 人员:

（一） 每牙椅（床）至少配备 1.03 名卫生技术人员;

（二） 至少有 2 名具有副主任医师以上职称的医师;

（三） 各专业科室（组）至少有 1 名医师;

（四） 医生与护理人员之比不低于 1：1.5;

（五） 修复医师与技工之比为 1：1;

四、 房屋:

（一） 每牙科治疗椅建筑面积不少于 30 平方米;

（二） 诊室每牙科治疗椅净使用面积不少于 6 平方米;

（三） 每床建筑面积不少于 45 平方米;

（四） 病房每床净使用面积不少于 6 平方米。

五、 设备:

（一） 基本设备:

给氧装置	呼吸机
心电图机	电动吸引器
抢救床	麻醉机
多功能口腔综合治疗台	
涡轮机	光敏固化灯
银汞搅拌机	高频铸造机
中熔铸造机	超声洁治器
显微镜	火焰光度计
分析天平	生化分析仪

血球计数仪　　离心机

电冰箱　　X 光机

X 光牙片机　　敷料柜

器械柜　　高压灭菌设备

煮沸消毒锅　　紫外线灯

洗衣机

（二） 病房每床单元设备：与二级综合医院相同；

（三） 门诊每诊椅单元设备：

牙科治疗椅　　1 台

手术灯　　1 个

痰盂　　1 个

器械盘　　1 个

电动吸引器　　1 支

低速牙科切割装置　　1 套

高速牙科切割装置　　1 套

三用枪　　1 支

口腔检查器械　　1 套

病历书写柜　　1 张

医师座椅　　1 个

（四）有与开展的诊疗科目相应的其他设备。

六、制订各项规章制度、人员岗位责任制，有国家制定或认可的医疗护理技术操作规程，并成册可用。

七、注册资金到位，数额由各省、自治区、直辖市卫生行政部门确定。

三级口腔医院

一、 牙椅和床位：

牙科治疗椅 60 台以上，住院床位总数 50 张以上。

二、 科室设置：

（一）临床科室：至少设有口腔内科、口腔颌面外科、口腔修复科、口腔正畸科、口腔预防保健科、口腔急诊室；

（二）医技科室：

至少设有药剂科、检验科、放射科、病理科、消毒供应室、病案室、营养室。

三、 人员:

（一） 每牙椅（床）至少配备 1.03 名卫生技术人员;

（二） 医师与护士之比不低于 1: 1.5;

（三） 各专业科室主任应具有副主任医师以上职称;

（四） 临床营养师 1 人;

（五） 修复医师与技工之比为 1: 1;

（六） 工程技术人员（技师、助理工程师以上职称的人员）占卫生技术人员总数的比例不低于 1%。

四、 房屋:

（一） 每牙科治疗椅建筑面积不少于 40 平方米;

（二） 诊室每牙科治疗椅净使用面积不少于 6 平方米;

（三） 每床建筑面积不少于 60 平方米。

（四） 病房每床净使用面积不少于 6 平方米。

五、 设备:

（一） 基本装置:

给氧装置	呼吸机
电动吸引器	心电图机
心脏除颤器	心电监护仪
手术床	麻醉机
麻醉监护仪	高频电刀
多功能口腔综合治疗台	
涡轮机	银汞搅拌机
超声洁治器	光敏固化灯
配套微型骨锯	光固化烤塑机
铸造与烤瓷设备	
X 光机	X 光牙片机
口腔体腔摄片机	断层摄片机
超短波治疗器	激光器
肌松驰仪	肌电图仪
颌力测试仪	显微镜
血球计数仪	分析天平

紫外线分光光度计　　自动生化分析仪

酶标分析仪　　尿分析仪

血气分析仪　　恒温培养箱

电冰箱　　离心机

冷冻切片机　　石蜡切片机

敷料柜　　器械柜

高压灭菌设备　　煮沸消毒锅

紫外线灯　　蒸馏器

洗衣机

下收下送密封车

水净化过滤装置

（二）病房每床单元设备：与二级综合医院相同；

（三）门诊每诊椅单元设备：与二级口腔医院相同；

（四）有与开展的诊疗科目相应的其他设备。

六、 制订各项规章制度、人员岗位责任制，有国家制定或认可的医疗护理技术操作规程，并成册可用。

七、 注册资金到位，数额由各省、自治区、直辖市卫生行政部门确定。

（注：目前我国不设一级口腔医院）

资产负债表（百万元）

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	**669.45**	**1077.36**	**1685.03**	**2467.87**
货币资金	559.81	911.53	1481.86	2185.01
应收及预付	80.54	105.46	145.70	187.77
存货	24.74	51.10	48.18	85.82
其他流动资产	4.37	9.27	9.27	9.27
非流动资产	**1125.08**	**1117.63**	**1063.18**	**1020.43**
长期股权投资	103.15	103.15	103.15	103.15
固定资产	640.64	654.95	609.38	579.37
在建工程	22.11	13.40	3.99	-5.18
无形资产	186.10	54.56	51.75	49.30
其他长期资产	173.08	291.57	294.89	293.79
资产总计	**1794.53**	**2194.99**	**2748.20**	**3488.30**
流动负债	**215.25**	**278.67**	**371.90**	**488.68**
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付及预收	194.48	257.89	351.12	467.91
其他流动负债	20.77	20.77	20.77	20.77
非流动负债	**480.00**	**480.00**	**480.00**	**480.00**
长期借款	480.00	480.00	480.00	480.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	**695.25**	**758.67**	**851.90**	**968.68**
实收资本	320.64	320.64	320.64	320.64
资本公积	0.02	0.02	0.02	0.02
留存收益	671.91	991.29	1444.86	2065.57
归属母公司股东权益	992.57	1311.95	1765.52	2386.23
少数股东权益	106.71	124.37	130.79	133.39
负债和股东权益	**1794.53**	**2194.99**	**2748.20**	**3488.30**

利润表（百万元）

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	**1179.73**	**1642.89**	**2205.09**	**2954.42**
营业成本	691.76	962.23	1290.10	1727.42
税金及附加	4.55	7.09	9.18	12.45
销售费用	11.65	13.14	17.64	23.64
管理费用	185.56	220.31	295.70	396.19
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	11.57	20.50	20.50	20.50
资产减值损失	2.44	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	7.36	9.82	10.41	11.03
资产处置收益	-0.11	0.00	0.00	0.00
其他收益	1.43	0.00	0.00	0.00
营业利润	**280.87**	**429.43**	**582.38**	**785.26**
营业外收入	1.34	2.20	1.91	2.01
营业外支出	0.54	0.87	0.76	0.80
利润总额	**281.68**	**430.75**	**583.52**	**786.46**
所得税	54.99	84.09	113.92	153.54
净利润	**226.69**	**346.66**	**469.61**	**632.93**
少数股东损益	10.11	17.66	6.42	2.60
归属母公司净利润	**216.57**	**329.00**	**463.19**	**630.33**
EBITDA	370.79	502.61	657.65	861.38

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

现金流量表（百万元）

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	**346.55**	**414.60**	**588.07**	**732.69**
净利润	226.69	346.66	469.61	632.93
折旧摊销	77.54	51.36	53.63	54.42
营运资金变动	33.27	7.23	55.90	37.09
其它	9.05	9.35	8.94	8.26
投资活动现金流	**-271.30**	**-32.77**	**12.37**	**0.57**
资本支出	-68.47	-42.59	1.96	-10.46
投资变动	-202.83	9.82	10.41	11.03
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	**201.35**	**-30.12**	**-30.12**	**-30.12**
银行借款	250.00	0.00	0.00	0.00
债券融资	10.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	22.93	0.00	0.00	0.00
其他	-81.58	-30.12	-30.12	-30.12
现金净增加额	**276.60**	**351.72**	**570.33**	**703.15**
期初现金余额	**283.21**	**559.81**	**911.53**	**1481.86**
期末现金余额	**559.81**	**911.53**	**1481.86**	**2185.01**

主要财务比率

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力（%）				
营业收入增长	34.25	39.26	34.22	33.98
营业利润增长	70.00	52.89	35.62	34.84
归属母公司净利润增长	59.05	51.91	40.79	36.09
获利能力（%）				
毛利率	41.36	41.43	41.49	41.53
净利率	18.36	20.03	21.01	21.34
ROE	21.82	25.08	26.24	26.42
ROIC	15.65	17.84	19.76	21.11
偿债能力				
资产负债率（%）	38.74	34.56	31.00	27.77
净负债比率	-0.05	-0.29	-0.52	-0.67
流动比率	3.11	3.87	4.53	5.05
速动比率	3.00	3.68	4.40	4.87
营运能力				
总资产周转率	0.77	0.82	0.89	0.95
应收账款周转率	39.65	44.35	42.66	43.21
存货周转率	27.30	25.38	25.99	25.78
每股指标（元）				
每股收益	0.68	1.03	1.44	1.97
每股经营现金流	1.08	1.29	1.83	2.29
每股净资产	3.10	4.09	5.51	7.44
估值比率				
P/E	91.50	60.23	42.78	31.44
P/B	19.96	15.10	11.22	8.30
EV/EBITDA	53.28	38.61	28.64	21.05

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%～15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%～5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%～-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。