

大众口腔(832387)
口腔医疗民营机构 植根武汉布局周边
基本数据

2016年7月25日	
收盘价(元)	-
总股本(万股)	3000
流通股本(万股)	2259
总市值(亿元)	-
每股净资产(元)	1.52
PB(倍)	-

财务指标

	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入(百万元)	34.78	58.25	75.73	106.02
净利润(百万元)	2.33	7.92	9.51	12.45
毛利率	46.0%	55.0%	55.0%	54.0%
净利率	6.7%	13.6%	12.6%	11.7%
ROE	38.8%	28.4%	26.0%	26.2%
EPS(元)	0.12	0.40	0.48	0.62

国内口腔医疗民营机构。大众口腔成立于2007年，主要为患者提供各种口腔疾病的诊断、治疗、牙齿美容及口腔健康保健等口腔医疗服务。

公司致力于成为牙齿健康美容的专业服务商，以中产阶级为主要客户群，积极开发高端消费市场。目前已有十家连锁门诊部和一家口腔医院正在运营，业务的覆盖范围已辐射整个武汉地区。

“连锁口腔医院+连锁门诊”模式更具竞争力。大众口腔以直营连锁模式经营管理，采取“口腔医院+门诊”的业态模式设置医疗机构，以口腔医院承担技术支持和教学科研职能，以连锁门诊提供更加便捷可及的服务、提高市场覆盖率、减轻投资压力。“连锁口腔医院+连锁门诊”模式能够发挥医院与门诊各自优势，比单纯连锁口腔医院或单一连锁口腔门诊或单体医院门诊更具优势和竞争力。

未来向周边省市扩张。公司区域布局定位为“巩固湖北、辐射周边、进军发达市场”。五年内，每年在武汉市新增口腔医院、门诊部2-3家，巩固在武汉的市场份额，提升区域影响力；同时，尽快走出武汉市，将商业模式成功复制到省内其他城市或周边省市。

盈利预测

预测公司2016、2017年归属于上市公司股东的净利润分别为951万元、1245万元，每股收益分别为0.48元、0.62元。

风险提示

医疗风险，民营医院的社会认知风险，市场风险。

研究员 王静

wangjing@wtneeq.com

010-85715117



目 录

国内口腔医疗民营机构	1
口腔医疗前景巨大，市场集中度较低	2
经营模式更具竞争力，股权激励加固人才优势	4
收入快速增长，盈利能力提升	5
盈利预测	8

图表目录

图表 1 大众口腔服务类别.....	1
图表 2 大众口腔股东持股情况.....	1
图表 3 我国与日本、美国人均卫生支出情况对比.....	2
图表 4 我国医院数量及诊疗人次.....	2
图表 5 国内口腔医院代表企业.....	3
图表 6 公司核心技术人员持股情况.....	4
图表 7 大众口腔利润率与同类企业对比.....	5
图表 8 2012-2015 年大众口腔收入、利润及增长情况	5
图表 9 2014、2015 年销售收入构成.....	6
图表 10 大众口腔费用率和利润率指标.....	6
图表 11 大众口腔战略规划	7
图表 12 康能生物盈利预测.....	8

国内口腔医疗民营机构

武汉大众口腔门诊部股份有限公司成立于 2007 年,公司主要为患者提供各种口腔疾病的诊断、治疗、牙齿美容及口腔健康保健等口腔医疗服务。

图表 1 大众口腔服务类别

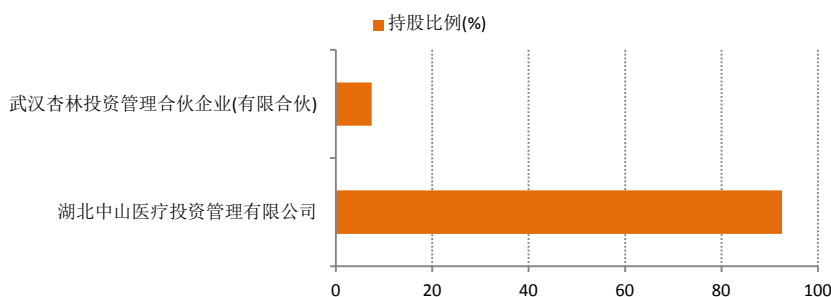
类别	诊疗项目
口腔修复	活动义齿修复,烤瓷冠、桥修复,全瓷冠修复,贴面,嵌体,精密附着体,桩核。
口腔种植	种植牙,骨增量技术,上颌窦外提升术,种植体周软组织成形术,上颌窦底提升术(冲顶),骨挤压术,骨劈开术。
口腔正畸	直丝弓 MBT 矫治器,进口自锁托槽矫治,自锁陶瓷托槽矫治,隐形矫治器矫治术,种植支抗。
口腔内科	根管再治疗,流动树脂充填,前牙美学充填,无痛洁牙,显微根管治疗,单纯窝沟充填,热牙胶充填术。
口腔外科	无痛拔牙,微创拔牙,阻生牙拔出,颌面囊肿切除。
口腔美容	牙齿美白与周洁治。

资料来源:公开转让说明书

公司作为领先的口腔医疗民营机构,致力于成为牙齿健康美容的专业服务商。确定了“医院+连锁门诊”的商业模式,目前已有十家连锁门诊部和一家口腔医院正在运营,业务的覆盖范围已辐射整个武汉地区,未来将进一步向周边省市扩张。

大众口腔以中产阶级为主要客户群,积极开发高端消费市场。在市场推广环节,通过网络营销、媒体广告等多种方式吸引潜在客户的关注,并通过开展其他形式的促销活动和团购活动将其转化为实际的消费。

图表 2 大众口腔股东持股情况



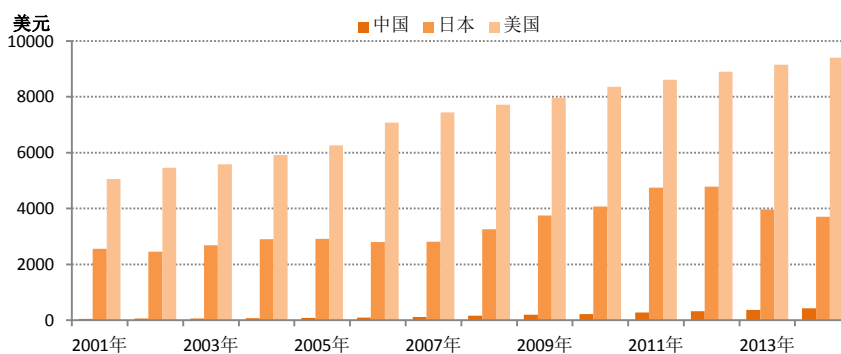
数据来源:choice

公司的控股股东为中山医疗,所持股份占股本总额的 92.59%。中山医疗设立于 2004 年,经营范围为:对医疗的投资;医疗合作;医疗信息咨询;货物进出口;二、三类医疗器械销售。

■ 口腔医疗前景巨大，市场集中度较低

● 民营医院快速发展，总体规模仍偏小

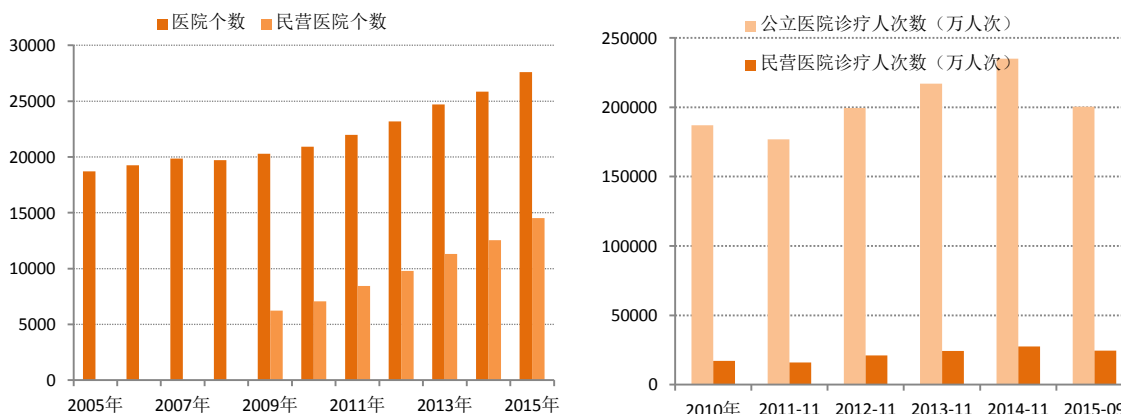
图表 3 我国与日本、美国人均卫生支出情况对比



数据来源: choice

我国人均医疗卫生支出较快增长，近年增幅均在 10% 以上，高于 GDP 增速。2014 年，人均医疗卫生支出 420 美元，同比增长 14.4%。与发达国家相比，仍有很大差距。

图表 4 我国医院数量及诊疗人次



数据来源: 国家统计局

我国民营医院快速发展，近几年，医院总数量呈上升趋势，增量基本是民营医院，民营医院数量占比已接近一半。

但是，从诊疗人次看，民营医院仅为全国服务量的 10% 左右，民营医院规模偏小、服务能力相对较弱，与国务院“十二五”医改规划提出的在 2015 年达到服务总量 20% 的目标还相距较远。

从 20 世纪 90 年代至今，个体口腔诊所数量开始逐渐扩张，民营口腔连锁门诊及口腔医院出现并不断规范、壮大，较好地弥补了公立口腔医疗机构数量少、发展缓慢的不足。2003 年，卫生部统计全国口腔专科医院 196 家，其中民营医院 37 家，占比 18.87%；到 2012 年，卫生部统计全国口腔医院 344 家，其中民营医院 187 家，占比提升到 54.36%。

● 口腔医疗前景巨大

随着国民消费能力的提升，人们对牙齿的健康和美的追求使口腔诊疗需求呈现快速增长，特别是种植与正畸业务发展较快。以口腔正畸为例，近年来我国口腔正畸业务，特别是隐形正畸业务呈现快速增长趋势。根据汉瑞祥的统计数据，我国 2014 年及 2015 年的正畸病例量分别为 145 万例和 163 万例。隐形正畸病例量分别为 3.5 万例和 5.8 万例，增长幅度分别为 12% 和 61%。

我国目前口腔科医生与人口的比例是 1:12000，而国际公认的合适的比例应为 1:2000。从每万人对应的医师数量来看，我国与世界发达地区的差距并不大，大概是发达国家 50%-70% 的水平。但我国每万人对应的口腔医师数量则与发达地区有很大的差距，仅是发达国家 15%-20% 的水平。

● 口腔医疗市场集中度较低

从全国范围来看，口腔医疗产业的市场集中度较低，而在以城市为单位的区域市场上，市场集中度较高。

从我国的口腔医疗市场份额的分配情况来看，目前综合医院的口腔医疗占据了较大的市场份额，但其市场份额呈逐步下降的趋势；口腔专科医院所占的份额相对较低，但其份额在逐年提高。在口腔专科医院中，营利性口腔医院已占据了相当的份额。

全国范围内，通策医疗、拜博、瑞尔等口腔医疗机构正在拓展布局，尚未真正形成全国性品牌，对湖北地区未发生实质性重大影响。在湖北省内，武汉大学口腔医院作为成立 60 多年的三级教学专科医院，其品牌、人才、技术及规模位居全国前 5 位，在全国特别是湖北地区具有较大影响。除武汉大学口腔医院外，包括其他口腔专科医院、综合医院口腔科、连锁门诊、单体门诊各有自身定位和目标客户，但均未成长为有较大影响力的强势品牌。

图表 5 国内口腔医院代表企业

公司简称	成立年份	医院性质	布局	分支机构数量
瑞尔齿科	1999 年	连锁诊所	北京、上海、深圳、厦门等	~16
佳美齿科	1993 年	连锁诊所	北京、上海、大连等	~30
爱康健	1995 年	医院+连锁门诊	深圳	~18
通策医疗	2005 年改制	连锁医院+连锁门诊	杭州、宁波、昆明、北京、沧州等	~14
大众口腔	2007 年	医院+连锁门诊	武汉	~11

资料来源：公开转让说明书

湖北省及武汉区域口腔医疗市场仍处于各自为政的“春秋时代”，绝大多数口腔医疗机构由于机制、体制、人才、市场定位、发展战略的局限，竞争力不强。

● 口腔医疗主要有两类成功商业模式

目前，高端连锁诊所和连锁医院是两个较好的经营模式。高端诊所针对的客户群体虽然较少，但其消费能力高，定价高，有利于树立连锁的品牌形象；

连锁牙科医院有助于吸引更多的中高层消费者，同时利用规模和医师资源优势避免与个人诊所产生直接竞争，有利于抓住快速膨胀的中产阶级市场需求。

具体从商业模式上看，连锁医院在客户宽度和规模壁垒上更具优势，更受益于中高层消费群体的壮大；连锁高端诊所定位高，在服务附加值和品牌效应上更具优势。通策医疗和瑞尔齿科分别是两种模式的典型代表，两种商业模式未来有可能相互借鉴和融合。

■ 经营模式更具竞争力，股权激励加固人才优势

● “连锁口腔医院+连锁门诊”模式更具竞争力

大众口腔以直营连锁模式经营管理，采取“口腔医院+门诊”的业态模式设置医疗机构，以口腔医院承担技术支持和教学科研职能、提升品牌影响、扩大辐射范围，以连锁门诊为顾客提供更加便捷可及的服务、提高市场覆盖率、减轻投资压力、提高盈利水平。“连锁口腔医院+连锁门诊”模式能够发挥医院与门诊各自优势，比单纯连锁口腔医院或单一连锁口腔门诊或单体医院门诊更具优势和竞争力。

● 股权激励加固人才优势

大众口腔管理人员普遍具有大学、研究生学历和三甲医院、上市公司、外资合资企业工作背景；医技人员普遍毕业于知名院校，经历持续不间断的培训、进修、学术交流，具有扎实的专业背景和丰富的临床工作经验。

到 2015 年底，大众口腔员工总数 225 人，医技人员约 170 人，其中医生 60 余人，护士近 100 人。在 60 多名医生中，有 2 人享受国务院、省政府人才津贴，多人、多次获得湖北省科技进步奖等科研奖项，具有教授、主任医师、副主任医师职称、职衔的 12 人，主治医师 15 人，主治医师以上人员达医生总数 45% 以上，医疗技术人才年龄结构、学历结构合理，在同行业中居于领先水平。

公司采取股权激励的方式对大部分核心技术人员进行股权激励，大部分核心技术人员间接持有公司股权。

图表 6 公司核心技术人员持股情况

姓名	职务	持股数量（万股）	持股比例（%）
周先略	总经理兼医疗总监	40	2.00%
何向东	武汉大众口腔中心门诊部主任	20	1.00%
杨松平	武汉大众口腔丁字桥门诊部主任	20	1.00%
李永军	武汉大众口腔光谷门诊部主任	10	0.50%
合计		90	4.50%

资料来源：公司年报

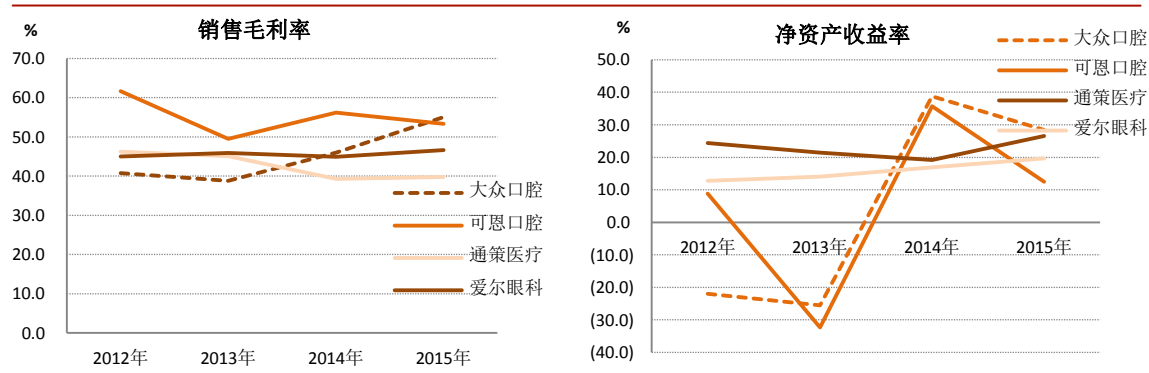
● 先进设备和齐全的科室设置形成硬件优势

大众口腔配备德国西诺德 CBCT、德国西门子数字全景机、西门子数字牙片机、内窥镜、登士柏根管测量仪、根管显微镜等前沿设备，在武汉各类口腔医疗机构中位居前列。

大众口腔设有口腔内科、口腔外科、口腔修复、口腔种植、口腔正畸、口腔美容及口腔预防保健等科室，除口腔常见病、多发病等基础诊疗项目外，公司大力开展高端美容修复、种植义齿修复、自锁托槽矫治和隐形矫治、热凝牙胶充填、显微根管、无痛治疗等高端诊疗技术服务，能够全方位满足患者需要。

● 盈利能力持续提升，领先同类公司

图表 7 大众口腔利润率与同类企业对比



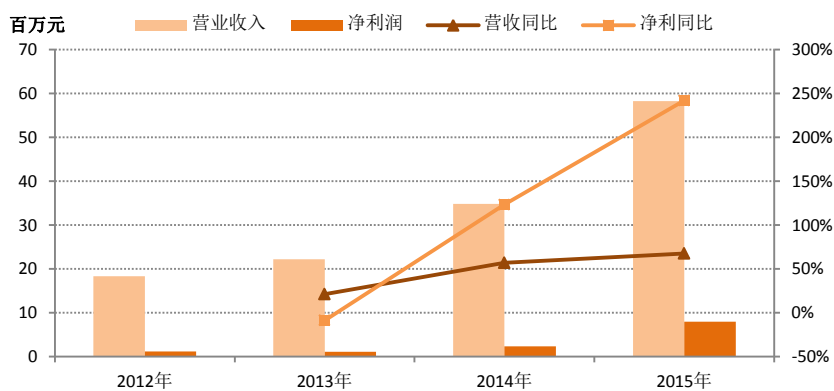
数据来源: choice

与同行业公司相比，2012 年、2013 年公司毛利率水平较低，主要是公司规模较小，网点较为分散，规模经济效应较弱。2014 年，公司经营规模及收入增加较快，规模经营效应逐步体现，毛利率水平上升，与同类企业的差异缩小，2015 年毛利率水平超过同类公司。

■ 收入快速增长，盈利能力提升

● 营业收入快速增长

图表 8 2012-2015 年大众口腔收入、利润及增长情况



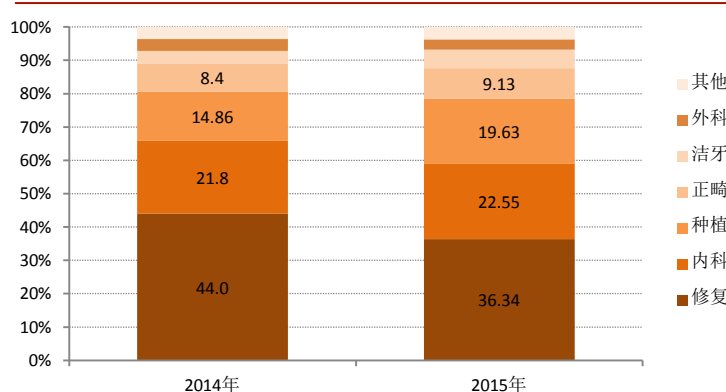
数据来源: choice

2012-2015 年，公司营业收入和净利润均实现快速增长，营业收入年均增长率 47.0%，净利润年均增长率 90.9%。

2015 年，公司实现营业收入 5825.41 万元，同比增长 67.48%，实现净利润 792.84 万元，同比增长 241.24%。

2015 年营业收入增长的主要原因：1、由于 2015 年新增民院路门诊部、重新开业了积玉桥门诊部，两家门诊部全年产生营业收入 496.53 万元；2、沌口医院 2015 年营业收入迅猛增长，全年实现营业收入 1049.32 元，增长 168.61%，远高于公司的平均增长率，充分显示医院的规模效益；3、2015 年下半年公司加大了营销广告投入，同时对老门店进行升级改造，改善诊疗环境，提升服务水平，促进了进店人数的增加，各门诊部营业收入增长较大。

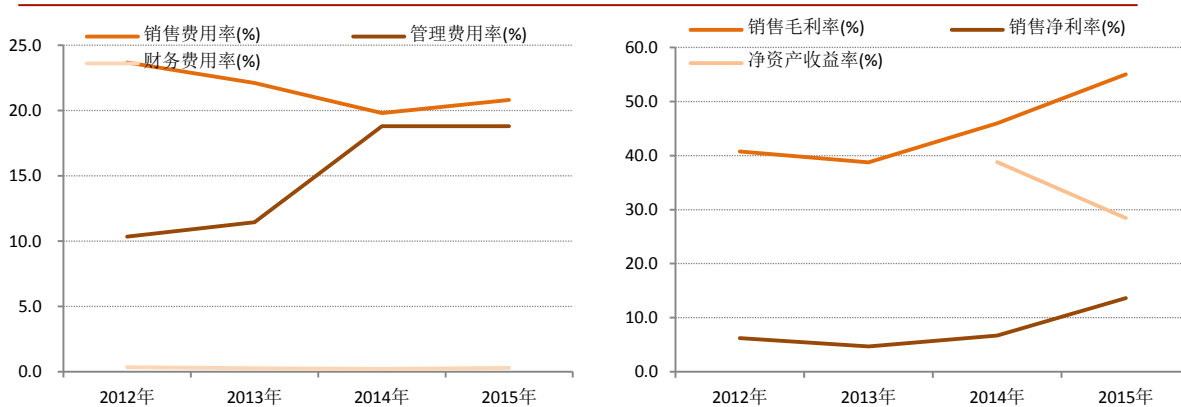
图表 9 2014、2015 年销售收入构成



数据来源：公司年报

公司收入主要来源于修复、内科和种植业务，2015 年，种植项目和洁牙项目收入实现高增长，收入占比提高，增长的原因是人们对种植牙认知度的提高以及种植牙技术更加专业娴熟，同时，大众对口腔保健意识的加强，更多的关注牙齿美容和健康。

图表 10 大众口腔费用率和利润率指标



数据来源：choice

2015 年，销售费用率有所上升，主要是因为公司加大营销力度，广告费用增加 222.16 万元。随着公司收入规模扩大，收入增速连续两年超成本增速，销售毛利率连续提升，带动净利润率也连续提升。

● 将每年在武汉新增医院、门诊部 2-3 家

公司发展目标是成长为国际一流的口腔科医疗品牌，最终实现公司愿景——“使所有的人，无论贫富贵贱，都能够享受到口腔健康的权利。”

图表 11 大众口腔战略规划

	战略规划
公司愿景	成为国际一流的口腔科医疗品牌，使所有的人，无论贫富贵贱，都能够享受到口腔健康的权利。
战略布局	五年内，每年在武汉市新增口腔医院、门诊部 2-3 家，巩固在武汉的市场份额，提升区域影响力； 尽快走出武汉市，将商业模式成功复制到省内其他城市或周边省市； 在对外扩张时，计划在当地建设最大、最具实力的口腔医疗机构，充分打造大众口腔的品牌价值及行业影响力。
战略定位	巩固中端市场，全力争取高端市场，提高竞争力和盈利能力，将大众口腔打造为区域性口腔医疗标杆企业。 区域布局定位为“巩固湖北、辐射周边、进军发达市场”。

资料来源：公开转让说明书

■ 盈利预测

根据对行业状况及公司情况的分析, 对公司进行盈利预测, 预测公司 2016、2017 年归属于上市公司股东的净利润分别为 951 万元、1245 万元, 每股收益分别为 0.48 元、0.62 元。

图表 12 大众口腔盈利预测

	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入(百万元)	34.78	58.25	75.73	106.02
营业支出(百万元)	2.33	7.92	9.51	12.45
净利润(百万元)	46.0%	55.0%	55.0%	54.0%
净利率	6.7%	13.6%	12.6%	11.7%
ROE	38.8%	28.4%	26.0%	26.2%
EPS(元)	0.12	0.40	0.48	0.62

【分析师声明】

本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该行业或公司的看法,并且以独立的方式表述,研究员薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本研究报告中所表述的观点无直接或间接的关系。

【免责声明】

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的观点、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,不保证该信息未经任何更新,也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下,报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价,亦不构成个人投资建议。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本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。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

梧桐研究公会

电 话: 010-85715117

传 真: 010-85714717

电子邮件: wtlx@wtneeq.com

