

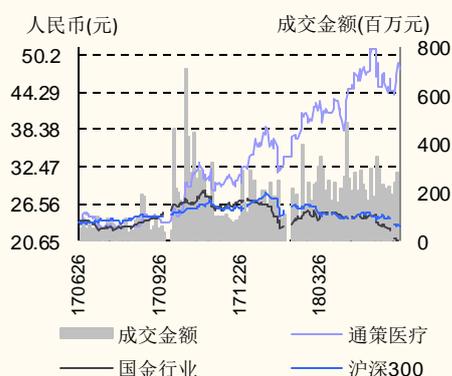
通策医疗 (600763.SH) 增持 (首次评级)

公司深度研究

市场价格 (人民币): 48.00 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	320.64
总市值(百万元)	15,390.72
年内股价最高最低(元)	51.36/22.44
沪深 300 指数	3560.48
上证指数	2859.34



口腔龙头地位稳固，医疗资源奠定发展新基础

公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.425	0.675	0.880	1.103	1.338
每股净资产(元)	2.55	3.10	3.68	4.48	5.52
每股经营性现金流(元)	0.43	0.99	1.21	1.50	1.85
市盈率(倍)	78.98	47.85	54.57	43.53	35.88
净利润增长率(%)	9.18%	59.05%	30.22%	25.35%	21.33%
净资产收益率(%)	16.65%	21.82%	23.93%	24.62%	24.26%
总股本(百万股)	320.64	320.64	320.64	320.64	320.64

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **获取稀缺医疗资源成就“通策模式”，“旗舰总院+分院”路径巩固国内连锁口腔龙头地位：**公司采取收购当地体量成熟和知名的口腔专科医院，依托于该医院的原有品牌发展连锁分院实现扩张。该模式具有患者流量稳定、业绩确定性高的独特优势，强化了人才与运营方面的竞争壁垒。杭口等收购老院的整合效应显著，新建分院逐步进入成长期，成为业绩贡献新增量。
- **前瞻引进学术资源，巩固医疗技术及人才壁垒：**公司在业内最早开始渗透院校。目前，已与国内外六所院校建立了战略合作关系，人才储备和临床技术积累丰厚。公司的人才储备机制具有黏性强、实现自我“增值”的优点。
- **共建品牌医院，“存济”品牌开启全国性复制探索：**与中国科学院大学合作成立的国科大存济医学院是公司新一轮全国扩张的核心医疗平台，支持公司建立各地旗舰中心医院所需要的品牌冠名、人才输出和学术平台。
- **辅助生殖领域推进，波恩技术协同合作医院，综合诊治能力成就优质辅助生殖机构：**自 2011 年进入辅助生殖领域，引进波恩(英国)辅助生殖技术，优先入驻业务大本营所在地的昆明市和浙江省，与具备综合诊治能力的三甲妇幼保健院合作共建辅助生殖中心，逐步打造辅助生殖行业优势地位。目前总体 IVF 治疗的成功率维持在较高水平 (2017 年 D35 临床妊娠率为 57.82%)。
- **战略性布局眼科医疗服务，培育新利润增长点：**作为浙二眼科中心“整体平移”式的增容扩建，公司与浙江大学、浙医二院联合共建的浙江大学眼科医院在临床和基础科研水平以及品牌知名度拥有绝对优势。

投资建议及盈利预测

- 公司业绩增长稳定，随着旗下医院培育期缩短，新建分院梯队式步入盈利期，兑现营收新增量。我们预计公司 2018 年至 2020 年归属母公司净利润分别为 2.82 亿、3.54 亿、4.29 亿，对应 EPS 分别为 0.88 元、1.10 元、1.34 元，2018 年至 2020 年分别对应 P/E 54.5 倍、43.5 倍、35.9 倍。我们从优质公司研究角度首次覆盖，给与“增持”评级。

风险提示

- 医患社会问题；医疗事故风险；收购医院谈判周期、进度不及预期、收购纠纷诉讼风险；新建口腔医院在培育期亏损、经济效益不明确等风险；合作共建辅助生殖中心扩张复制的速度低于预期的风险；定增计划推进低于预期。

孙笑悦 分析师 SAC 执业编号: S1130517050002
(8621)60230233
sunxy@gjzq.com.cn

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
(8621)61038219
lijingl@gjzq.com.cn

内容目录

股权分置改革与资产重组之后，口腔龙头扬帆启航.....	5
股改注入稀缺医疗资源，杭口领跑民营连锁口腔行业.....	5
重组后，公司业绩表现稳定，费用控制优异，净利润率稳步提升.....	7
核心口腔业务稳步提升，是业绩增长的主要来源.....	8
核心竞争力稳固，“通策模式”铸就国内口腔连锁龙头地位.....	10
历经三轮扩张，各阶段稳步发展，全国布局逐步落定.....	10
区域知名的口腔机构占据区域市场领导地位，全国范围行业集中度偏低.....	14
民营口腔连锁化成为趋势，区域性知名品牌已出现.....	15
通策医疗口腔模式的核心竞争力：人才与运营.....	18
过往通策医疗成功的一大要素：获取稀缺公立医疗资源的能力.....	21
杭州口腔医院品牌成熟，是具有区域影响力且体量成熟的稀缺医疗资源.....	21
把握政策走向，通策医疗迎社会资本参与公立医院改制机遇.....	22
杭口改制之路顺利，公司具有介入公立医院改制的先发优势与丰富经验.....	23
改制完成后整合效应显著，营业收入增长明显.....	23
新建杭口分院进入成长期，成为业绩贡献新增量.....	27
复制杭口路径拓展：收购、改制医院与扩张的成功案例分析.....	28
转型：引进学术资源，共建品牌医院，开启全国性复制探索.....	30
收购扩张模式存在遗留问题，引进学术资源设立新院成为公司新发展路径.....	30
口腔人才与通策医疗合作的动力：人才储备机制具有人才黏性强、医生实现自我“增值”的优点.....	30
院校共建品牌医院，“存济”品牌开启新篇章.....	31
主营业务领域的新开拓：推进辅助生殖，启航综合妇幼医疗领域.....	33
引进波恩辅助生殖品牌，开启妇幼医疗领域新篇章.....	33
公司在妇幼医疗领域的发展模式清晰，行业壁垒显著.....	34
借鉴口腔板块成功经验拓展，双品牌效应加速培育期，重视学术资源引进.....	38
浙江地区辅助生殖业务拓展，进一步延伸至综合妇幼医疗领域.....	39
盈利预测.....	40
风险提示.....	41
附录：中国口腔行业概览.....	42
（一）需求端.....	42
（二）供给端.....	42
（三）主要口腔疾病及治疗方案.....	43

图表目录

图表 1：通策医疗股权结构.....	5
图表 2：通策医疗历史沿革.....	6
图表 3：通策医疗历史市值与重大事件一览.....	6

图表 4: 2007-2017 通策医疗营收情况 (万元)	7
图表 5: 2007-2017 通策医疗归母净利润情况 (万元)	7
图表 6: 2007-2017 通策医疗期间费用情况 (%)	7
图表 7: 2007-2017 通策医疗各项利润率情况 (%)	7
图表 8: 2015-2017 年通策医疗门诊量及增速	8
图表 9: 2015-2017 年综合客单价 (元)	8
图表 10: 通策医疗 2017 年主营业务收入构成	8
图表 11: 2016-2017 年医疗服务收入与构成 (万元)	8
图表 12: 浙江区域口腔医疗服务收入、门诊量情况	9
图表 13: 通策医疗第一轮扩张口腔医院一览	10
图表 14: 赢湖创造、赢湖共享投资基金详情	10
图表 15: 通策医疗第二轮扩张口腔医院一览	11
图表 16: 中国科学院大学 Logo	12
图表 17: 国科大存济医学院 Logo	12
图表 18: 诸暨通策口腔医疗投资基金合伙企业 (有限合伙) 详细情况	12
图表 19: 部分已披露的存济口腔医院设立详情	12
图表 20: 通策医疗旗下口腔医院一览 (截止 2018 年 4 月根据公司公告整理绘制)	13
图表 21: 杭口品牌下口腔医院一览	14
图表 22: 不同口腔医疗机构特点类比: 按经营主体分类	14
图表 23: 不同运营模式下口腔医疗机构类比	15
图表 24: 我国社会资本办医的政策演变	16
图表 25: 部分区域性知名口腔连锁一览	17
图表 26: 口腔连锁模式竞争壁垒的形成	18
图表 27: 通策模式形成的口腔行业竞争壁垒: 人才与运营	19
图表 28: 通策医疗 VS 新三板挂牌口腔连锁: 2016 年关键财务数据类比	20
图表 29: 杭口与各地三甲专科口腔医院规模及门诊体量对比	22
图表 30: 杭口集团旗下口腔医院一览	23
图表 31: 2007-2017 杭口集团营收情况	24
图表 32: 2009-2017 杭口集团净利润情况	24
图表 33: 借助杭口品牌, 分院实现快速盈利并导入良性运营 (高亮分院为第二轮扩张中杭州市以外杭口分院)	25
图表 34: 杭口衢州分院营业收入 (万元) 及增速 (%)	25
图表 35: 杭口衢州分院净利润 (万元) 及增速 (%)	25
图表 36: 2011-2017 衢州口腔医院 (杭口衢州分院) 净利率情况	26
图表 37: 2014~2017 杭口诸暨分院营业收入 (万元)	26
图表 38: 2014~2017 杭口诸暨分院净利润 (万元)	26
图表 39: 2014-2017 诸暨口腔医院 (杭口诸暨分院) 净利率情况	26
图表 40: 2012-2017 衢州口腔医院、诸暨口腔医院 ROE 分拆	27

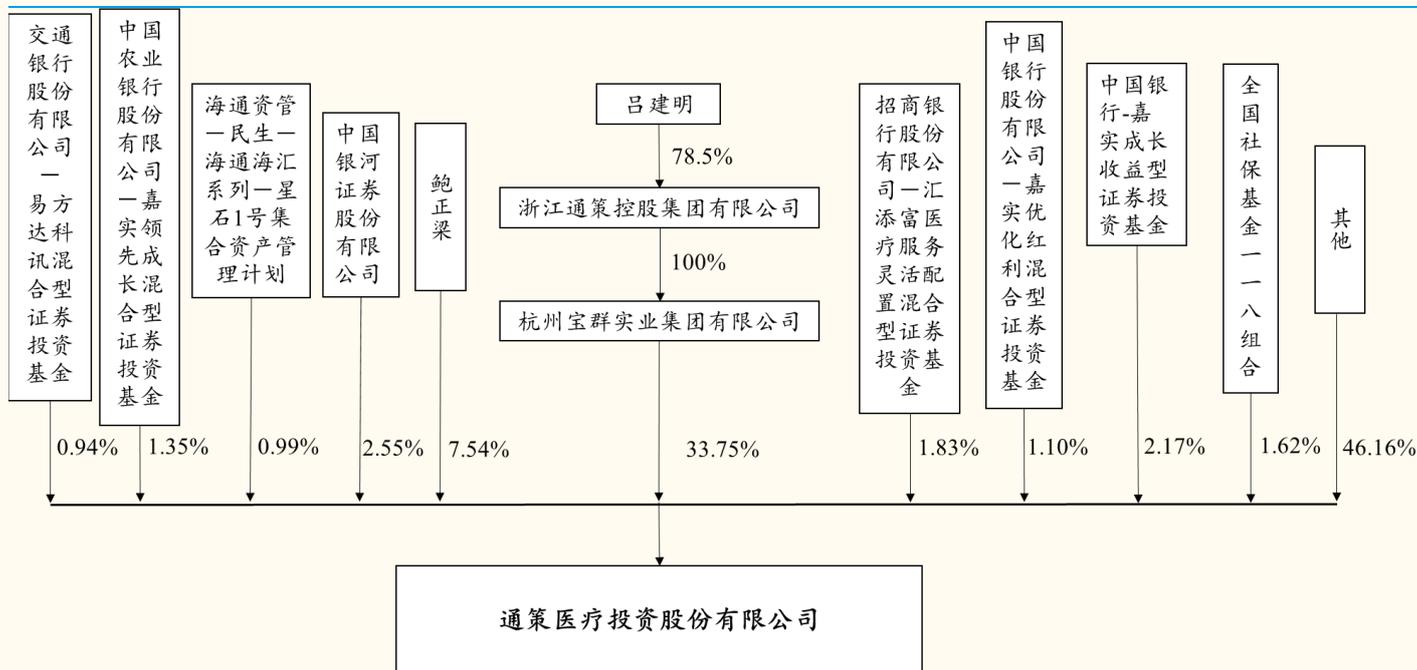
图表 41: 杭州市以外杭口分院营收情况 (万元)	27
图表 42: 杭州市以外杭口分院净利润情况 (万元)	27
图表 43: 通策医疗收购医院一览	28
图表 44: 2009~2017 宁波口腔医院营业收入 (万元)	29
图表 45: 2009~2017 宁波口腔医院净利润 (万元)	29
图表 46: 部分民营口腔连锁在学术资源的布局	30
图表 47: 通策医疗引进院校学术资源的合作方式及项目概览	31
图表 48: 诸暨通策口腔医疗投资基金	32
图表 49: 部分已披露“存济口腔医院”设置详情	32
图表 50: IVF-ET (试管婴儿) 技术相关术语一览	33
图表 51: 一代、二代、三代试管婴儿核心技术与适应症	34
图表 52: 2016 年波恩生殖中心 (英国剑桥) 临床妊娠率	34
图表 53: 通策医疗在辅助生殖领域形成的行业壁垒	35
图表 54: 辅助生殖技术为限制性应用领域, 准入门槛高, 政策监管日趋严格。	36
图表 55: 公司合作共建辅助生殖中心情况	37
图表 56: 通策医疗旗下辅助生殖中心人类辅助生殖技术资质获批情况	37
图表 57: 昆妇幼生殖医学中心营业收入 (万元)	38
图表 58: 昆妇幼生殖医学中心净利润 (万元)	38
图表 59: 通策医疗, 辅助生殖、妇幼医疗领域布局一览	39
图表 60: 通策医疗核心医院营收预测	40
图表 61: 口腔医疗机构是中国医疗体系中一个相对独立的部分	42
图表 61: 1990-2015 年全球、中国口腔疾病患病数、患病率及变化情况	43
图表 61: 国际龋齿检测和评估系统 (ICDAS)	44
图表 63: 国际龋齿检测和评估系统 (ICDAS) 编码标准	44
图表 64: 牙周科常用诊疗方案及技术功效	45
图表 65: 常见口腔修复治疗手段及其特点与功效	46
图表 66: 不同正畸矫正方式对比	47

股权分置改革与资产重组之后，口腔龙头扬帆启航

股改注入稀缺医疗资源，杭口领跑民营连锁口腔行业

- 通策医疗（600763 SH）是国内连锁口腔医疗的龙头公司，同时也是国内第一家以医疗投资、医院管理为主营业务的主板上市公司。
- 公司前身是中燕纺织股份有限公司。中燕纺织股份有限公司经北京市人民政府京政发（1995）121号文批准由北京中燕实业集团公司联合其他五家股东以发起设立方式设立的股份有限公司，于1996年10月21日在上海证券交易所上市交易。
- 2004年4月16日，杭州宝群实业集团有限公司（以下简称“宝群实业”）受让新疆屯河集团有限责任公司29.69%的股份，并于2005年12月23日在中国证券登记结算有限责任公司上海分公司办理了过户手续，成为公司目前的第一大股东。

图表 1：通策医疗股权结构



来源：公司公告，国金证券研究所

- 2006年，控股股东杭州宝群实业集团有限公司对公司进行了股权分置改革和资产重组。股权分置改革和资产重组的方案为：
 - 收购上市公司债权：宝群实业以现金人民币21,268,579元按照账面净值收购上市公司账面价值等值的应收款项。
 - 向上市公司赠送资产（资产注入）：杭州宝群实业集团有限公司将其全资拥有的杭州口腔医院有限公司100%的股权及现金2550万元赠与本公司。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10258万元。
- 至此，公司成功转型至医疗服务领域。自2006年重组至今，公司除了在口腔领域处于行业领先地位之外，也拓展了包括辅助生殖、眼科在内的其他专科医疗领域。
- 目前，公司开展的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）。
- 根据2017年年报披露，公司拥有不同规模的专科医院及医疗网点共30家。

图表 2：通策医疗历史沿革



来源：公司公告，公司官网，国金医药整理绘制，国金证券研究所

图表 3：通策医疗历史市值与重大事件一览

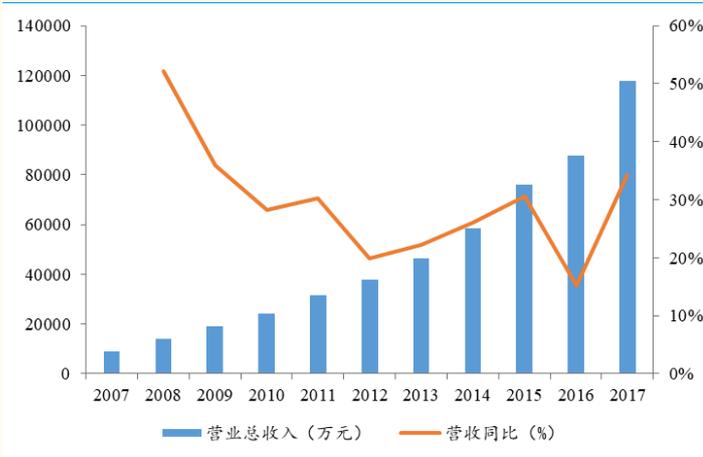


来源：公司公告，公司官网，wind，国金证券研究所

重组后，公司业绩表现稳定，费用控制优异，净利润率稳步提升

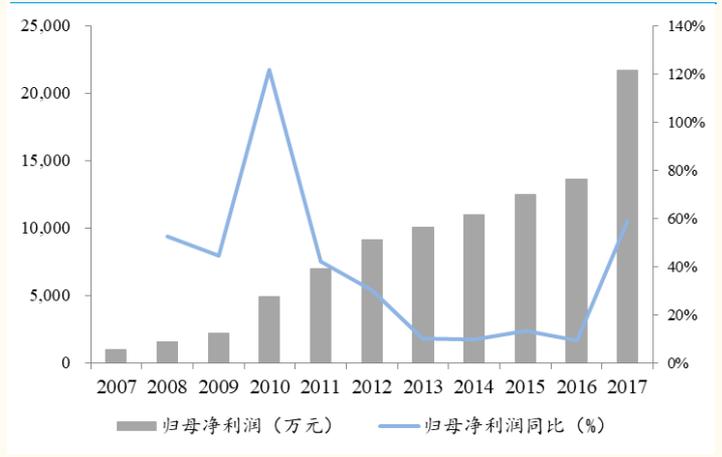
- 2017 年公司实现营业收入 11.79 亿元，较 2016 年同比增长 34.2%。2007~2017 年收入端实现 32.9%的复合增速。
- 2017 年公司实现归母净利润 2.17 亿元，较 2016 年同比增长 59.1%。2007-2017 年归母净利润复合增速达到 40.6%。
- 公司注重费用控制，2014~2015 年期间的虽然有小幅上升之后，但是从 2016 年起管理费用率、销售费用率以及财务费用率均呈下降趋势，净利润率也随之稳步提升。

图表 4：2007-2017 通策医疗营收情况 (万元)



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 5：2007-2017 通策医疗归母净利润情况 (万元)



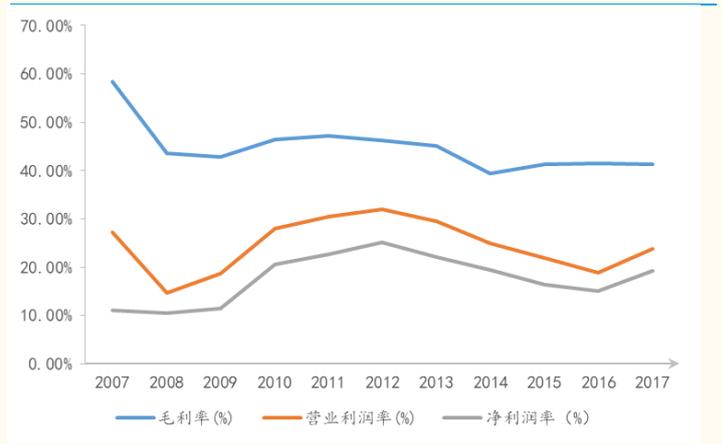
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6：2007-2017 通策医疗期间费用情况 (%)



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 7：2007-2017 通策医疗各项利润率情况 (%)

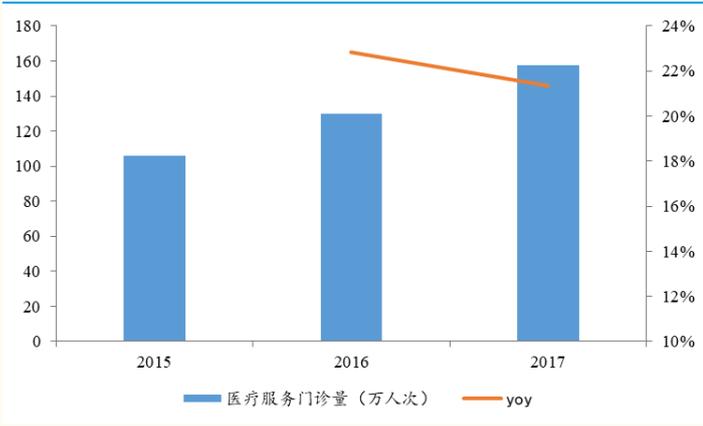


来源：公司公告，国金证券研究所

核心口腔业务稳步提升，是业绩增长的主要来源

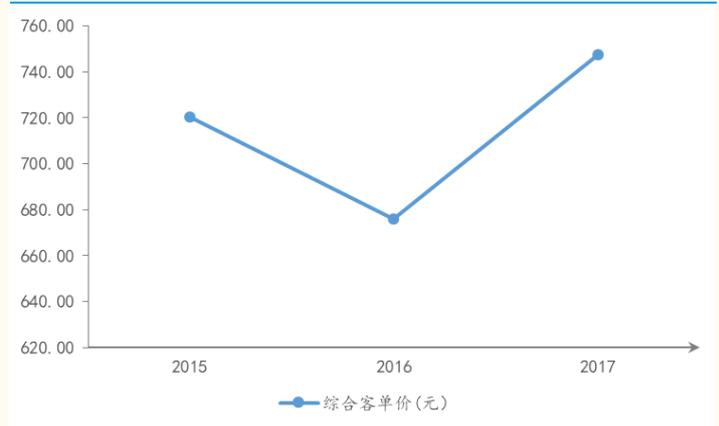
- 自 2006 年 10 月股权分置改革后，通策医疗的主营业务一直为从事口腔医疗服务行业的经营和投资，口腔业务一直是业绩增长的主要来源。
- 2017 年公司医疗服务营业面积达到 10.5 万平米，共实现医疗门诊量 157.78 万人次，较 2016 年同比增长 21.4%。2017 年综合客单价达到 747.7 元。

图表 8：2015-2017 年通策医疗门诊量及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

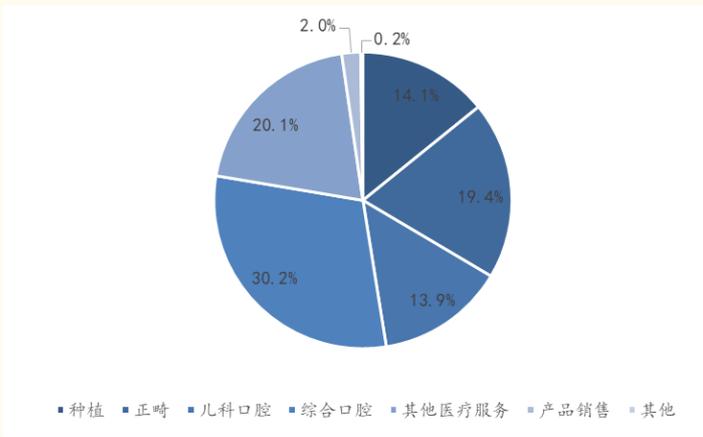
图表 9：2015-2017 年综合客单价 (元)



来源：公司公告，国金证券研究所

- 2017 年，公司共开设牙椅 1411 台。种植、正畸、儿科以及综合口腔项目共计实现收入 9.13 亿元，占主营业务收入的 77.7%，较 2016 年增长 39.3%。

图表 10：通策医疗 2017 年主营业务收入构成



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 11：2016-2017 年医疗服务收入与构成 (万元)



来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司核心的营收来源是浙江区域。
- 2017 年，浙江区域口腔医疗服务收入 104,402.72 万元，较 2016 年同比增长 30.5%，占总医疗服务收入的比重达到 88.5%。
- 2017 年，浙江区域口腔医疗门诊达到 140 万人次，较 2016 年同比增长 23.9%，占整体门诊量的 88.7%。

图表 12：浙江区域口腔医疗服务收入、门诊量情况

	2016	2017
浙江区域口腔 医疗服务收入 (万元)	80,003.12	104,402.72
yoy		30.50%
占总医疗服务 收入的比重	91.0%	88.5%
浙江区域 口腔医疗门诊 (万人次)	113	140
yoy		23.9%
占总门诊量的比重	86.9%	88.7%

来源：公司公告，国金证券研究所

核心竞争力稳固，“通策模式”铸就国内口腔连锁龙头地位

历经三轮扩张，各阶段稳步发展，全国布局逐步落实

- 公司自 2006 年 6 月借改制后的杭州口腔医院进入口腔医疗以来，至今共经历了三轮扩张。
- **2007~2011 年第一轮扩张：收购成熟医院拓展至浙江省外**
 - 公司充分发挥杭州口腔医院在当地的知名度和权威性，通过“杭州口腔医院总院+分院”对杭州市及周边区域市场实现迅速覆盖，将“总院+分院”的协同效应效应最大化。同时，公司通过外延并购和参与公立医院改制，布局了宁波、衢州、北京、黄石、沧州、义乌、昆明。

图表 13：通策医疗第一轮扩张口腔医院一览

医院名称	品牌	覆盖区域	持股比例	时间	成立方式
杭州口腔医院有限公司	杭口	杭州市	100%	2006年	公立医院改制
杭州城西口腔医院有限公司	杭口	杭州市	100%	2007年	设立
杭州东河口腔门诊部有限公司	杭口	杭州市	100%	2007年	设立
衢州口腔医院有限公司	衢口/杭口	衢州市	80%	2007年	设立
沧州口腔医院有限公司	沧口	沧州市	70%	2007年	收购
宁波口腔医院有限公司	宁口	宁波市	100%	2008年2月	收购
黄石现代口腔医院有限公司	黄石现代	黄石市	100%	2008年3月	收购
北京通策京朝口腔医院有限公司	将迁址扩建为北京存济	北京市	剥离至通策口腔医疗基金	2008年3月	收购
义乌杭口口腔门诊部有限公司	杭口	义乌市	51%	2009年11月	设立
昆明市口腔医院有限公司	昆口	昆明市	58.59%	2011年5月	公立医院改制

来源：公司公告，公司官网，口腔医院官网，国金证券研究所

- **2013~2016 年第二轮扩张：资本运作多元化，投资基金加速分院整体扩张布局**
 - 2013 年 11 月，公司子公司通盛医疗关键管理人其他自然人共同设立了杭州赢湖创造投资合伙企业(有限合伙)（赢湖创造）和杭州赢湖共享投资合伙企业(有限合伙)（赢湖共享）。子公司通盛医疗公司作为普通合伙人对赢湖创造、赢湖共享出资均为 150 万，各占其注册资本 10%。

图表 14：赢湖创造、赢湖共享投资基金详情

序号	投资基金名称	设立时间	基金规模	基金期限	设立方		出资金额(万元)	出资比例(%)
1	杭州赢湖创造投资合伙企业(有限合伙)	2013年11月	1500万元	5年	普通合伙人	杭州通盛医疗投资管理有限公司	150万元	10%
					有限合伙人	其他有限合伙人共42人	1350万元	90%
2	杭州赢湖共享投资合伙企业(有限合伙)	2013年11月	1500万元	5年	普通合伙人	杭州通盛医疗投资管理有限公司	150万元	10%
					有限合伙人	其他有限合伙人共42人	1350万元	90%

来源：公司公告，国金证券研究所

- 投资基金的引入加快了公司口腔医院的外延扩张和内生性增长。杭口分院围绕总院，辐射周边地区建设分院。同时，宁波口腔医也复制杭口

“总院+分院”模式进行战略布局，实现了跨区开设分院。赢湖创造与赢湖共享共参与投资了 9 家口腔医院，其中杭口分院有 7 家，宁口分院 2 家。

- 2016 年随着浙江省内各杭口和宁口分院逐步投入实际运营，通策医疗旗下口腔经营网点在浙江省已实现基本覆盖，成为浙江省内的区域龙头。

图表 15：通策医疗第二轮扩张口腔医院一览

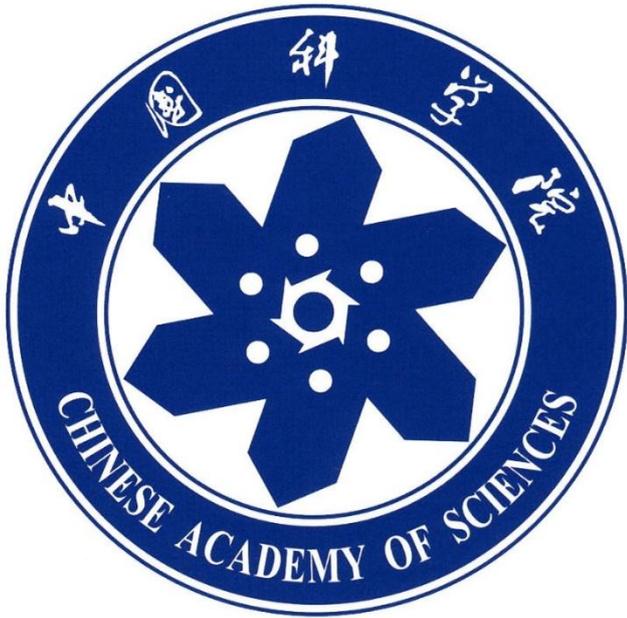
医院名称	品牌	覆盖区域	持股比例	时间	成立方式
诸暨口腔医院有限责任公司	诸暨口腔/杭口	诸暨市	50%	2013年12月	设立
海宁通策口腔医院有限公司	杭口	海宁市	60%	2014年8月	设立
舟山通策口腔医院有限公司	宁口	宁波市	66%	2014年9月	设立
绍兴上虞口腔医院有限公司	杭口	绍兴市	51%	2015年1月	设立
南京金陵口腔医院	存济	南京市	90%	2015年4月	设立
湖州通策口腔医院有限公司	杭口	湖州市	60%	2015年8月	设立
杭州萧山通策杭口口腔医院有限公司	杭口	杭州市	60%	2015年10月	设立
绍兴越城口腔医院有限公司	杭口	绍兴市	59%	2015年10月	设立
杭州庆春口腔门诊部有限公司	杭口	杭州市	50%	2016年6月	设立
杭州城北口腔医院有限公司	杭口	杭州市	61%	2016年3月	设立
宁波北仑通策口腔医院有限公司	宁口	北仑市	76%	2016年6月	设立

来源：公司公告，公司官网，口腔医院官网，国金证券研究所

■ 2016 年至今第三轮扩张：对接国科大学术资源，全国前瞻布局区域旗舰医院

- 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。国科大存济医学院将成为公司全国扩张的核心医疗平台，支持公司建立布局全国市场，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。
- 中国科学院大学（国科大），成立于 1978 年，是经党中央国务院批准创办的新中国第一所研究生院。国科大的前身是中国科学院研究生院，是一所以研究生教育为主的科教融合、独具特色的研究型大学。从 2014 年起招收本科生，形成了覆盖本科、硕士、博士三个阶段的完整高等教育体系。

图表 16：中国科学院大学 Logo



来源：国科大官网，国金证券研究所

图表 17：国科大存济医学院 Logo



来源：国科大官网，国金证券研究所

- 公司同步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、成都、广州、西安六家“存济”旗舰口腔医院。

图表 18：诸暨通策口腔医疗投资基金合伙企业（有限合伙）详细情况

投资基金名称	设立时间	基金规模	基金期限	设立方		出资金额 (万元)	出资比例 (%)
诸暨通策口腔医疗投资基金合伙企业（有限合伙）	2016年10月	10亿元	5年	普通合伙人	杭州海骏科技有限公司	1000	1.0%
			投资期：3年	优先级有限合伙人	通策医疗投资股份有限公司	20000	20.0%
			退出期：2年	劣后级有限合伙人	诸暨海骏医疗投资管理有限公司	79000	79.0%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 19：部分已披露的存济口腔医院设立详情

医院名称	设立时间	注册资本 (万元)	出资方	投资金额 (万元)	持股比例 (%)	建筑面积 (平方米)	配置牙椅 (台)	床位	医院等级
武汉存济口腔医院	2016年10月	5000	通策口腔医疗投资基金	10000	100%	18076	219	50	三级甲等口腔医院
北京存济口腔医院	2016年10月	10000	通策口腔医疗投资基金	20000	100%	56029	500	60	
重庆存济口腔医院	2016年11月	5000	通策口腔医疗投资基金	10500	70%	19629.76	200	50	
			重庆宏融资本运营管理集团有限公司	4500	30%				

来源：公司公告，国金证券研究所

- 目前，武汉存济口腔医院已于 2018 年 1 月 22 日开始试营业，自 2017 年 8 月以来开展了多个社区口腔义诊公益活动，预计 2018 年 6 月正式营业。重庆存济口腔医院也于 2016 年 12 月 11 日获得市卫计委批复，预计在 2018 年上半年开业。

- 同时，西安存济口腔医院和成都存济口腔医院也于 2018 年 3 月进入当地市卫计委拟设置医疗机构的公示阶段。
- 截止 2018 年 4 月，公司纳入并表范围的口腔医院共 25 家，武汉等六地的存济口腔医院目前均处于体系外培育阶段。加上体系外口腔医院，共覆盖 23 个城市。
- 公司旗下的旗舰品牌包括杭州口腔医院（杭口）、宁波口腔医院（宁口）、昆明市口腔医院（昆口）、沧州口腔医院（沧口）、黄石现代口腔医院（黄口）、益阳口腔医院（益口）、上海三叶儿童口腔医院（上海三叶）、以及国科大存济附属口腔医院。

图表 20：通策医疗旗下口腔医院一览（截止 2018 年 4 月根据公司公告整理绘制）



来源：公司公告，公司年报，国金证券研究所

- 其中，杭口以参股、人才输出以及品牌冠名等方式开设分院（门诊部）共 13 家，是公司最成功的口腔医院品牌。

图表 21: 杭口品牌下口腔医院一览

序号	医院注册名称	所在地区	时间	杭口参股	杭口品牌输出使用名称	人才输出
1	杭州城西口腔医院有限公司	杭州市	2007年	100%	杭口城西分院	√
2	杭州东河口腔门诊部有限公司	杭州市	2007年	100%	杭口东河门诊部	√
3	衢州口腔医院有限公司	衢州市	2007年	-	衢州口腔医院/杭口衢州分院	√
4	义乌杭口口腔门诊部有限公司	义乌市	2009年11月	51.00%	义乌杭州口腔医院	√
5	诸暨口腔医院有限责任公司	诸暨市	2013年12月	-	诸暨口腔医院/杭口诸暨分院	√
6	海宁通策口腔医院有限公司	海宁市	2014年8月	60%	杭口海宁分院	√
7	绍兴上虞口腔医院有限公司	绍兴市	2015年1月	51%	杭口上虞分院	√
8	湖州通策口腔医院有限公司	湖州市	2015年8月	60%	杭口湖州分院	√
9	杭州萧山通策杭口口腔医院有限公司	杭州市	2015年10月	60%	杭口萧山分院	√
10	绍兴越城口腔医院有限公司	绍兴市	2015年10月	59%	杭口绍兴分院	√
11	杭州庆春口腔门诊部有限公司	杭州市	2016年6月	50%	杭口庆春路分院	√
12	杭州城北口腔医院有限公司	杭州市	2016年3月	61%	杭口城北分院	√
13	杭州骋东口腔门诊部有限公司	杭州市	2017年2月	61%	杭口骋东分院	√

备注: 衢州口腔医院与诸暨口腔医院是杭口的品牌冠名和人才输出医院, 由通策医疗持股, 持股比列分别为80%、50%。

来源: 公司公告, 公司资料, 国金证券研究所

区域知名的口腔机构占据区域市场领导地位, 全国范围行业集中度偏低

- 按照经营主体的不同, 可以将我国的口腔医疗机构分为四类: 非营利性综合性医院口腔科、非营利性口腔专科医院、营利性民营口腔医院及其连锁机构和个体口腔诊所。

图表 22: 不同口腔医疗机构特点类比: 按经营主体分类

	非营利性医院		盈利性口腔医院/门诊部/诊所	
	综合性医院口腔科	大中型口腔专科医院	品牌口腔连锁	个体口腔诊所
分布	各城镇综合医院均有设置	一线及省会城市, 部分经济发达的地级市	目前一线城市、省会城市等经济发达地区较集中	遍布各城镇生活区
硬件设备及医师技能水平	硬件设备较齐全, 与专科医院相比有一定差距; 医师技能较好	规模大, 设备精良; 有大量知名专家, 医师学历一般在硕士以上	设备精良, 且相比公立医院有就医环境、服务、体验等优势; 医师学历多在本科以上, 一般配有知名专家	规模小, 设备较简易, 医师技能和学历一般
医疗服务范围	一般口腔疾病的诊疗	各种口腔疾病、疑难杂症诊疗, 包括种植、正畸、颌面外科等	主要特色一般来自于种植、正畸、修复、口腔保健等项目	较为常见的“拔、镶、补”等
服务人群	专科口腔医院缺少的情况下或占据主导	一线口腔专科医院可辐射至全国, 大部分为当地口碑	有定位高端的机构, 也有中端服务满足多元化医疗需求	社区患者, 就近服务

来源: 公开资料整理, 国金证券研究所

- 目前我国口腔医疗市场主要的医疗服务提供主体仍然是公立口腔机构。综合性医院的口腔科和公立专科口腔医院占据了较大的市场份额。
- 从口腔医疗机构设置来看, 全国范围内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。
- 在地区范围内, 我国每个省会级城市都有一到两家综合性医院的口腔或口腔专科医院在当地具有一定的影响。如四川大学华西口腔医院、北京大学口腔医院、第四军医大学口腔医院、武汉大学附属口腔医院、中山大学附属光华口腔医院、浙江大学医学院附属口腔医院等。

- 这些区域性主导口腔医院以公立性质为主，创办历史悠久，在临床和科研水平均处于全国行业领先地位，具有较高的知名度和权威性，具有成功的医院品牌。其就诊患者除本地以外也包括来自周边省份甚至全国各地，且多为疑难口腔患者的患者，年门急诊体量大，是多数患者首选的就诊处，占主要的服务提供份额。
- 然而这类非营利性公立口腔医疗机构较易受体制约束，市场化程度较低，扩张缓慢。
- 在政策鼓励民营资本进入医疗领域，消费升级、患者认知提高等多项利好条件下，民营口腔医疗近年来发展迅速，尤其专科连锁模式已成为民营资本参与口腔医疗服务主流的发展模式。

图表 23：不同运营模式下口腔医疗机构类比

模式	营运实体	代表企业	特点及优势	存在的问题
非盈利医院	大型口腔专科医院 大型综合医院口腔科	四川大学华西口腔医院、北京大学口腔医院等	技术水平高，承担教学科研任务，多为医保定点医院，是目前我国口腔医疗服务的主要提供者。受体制约束，缺乏足够的激励机制和市场敏感性，市场化程度低，扩张缓慢	受体制约束，缺乏足够的激励机制和市场敏感性，市场化程度低，扩张缓慢
品牌口腔连锁 (单品牌)	标准化口腔连锁门诊	拜瑞、华美、佳美、瑞尔、大众、亚非等	品牌逐步树立，市场化程度高，扩张速度快，服务项目大多聚焦在正畸、种植牙等高利润、高附加值的业务中	扩张时容易受制约的因素：流量低、盈利慢，医疗渗透率较低，竞争内容（服务项目）较为一致，口腔机构受众群较窄，客流量不稳定
品牌口腔连锁 (医院品牌)	赢利性口腔医院+分院	通策医疗	在上市公司的大品牌下，通过参与地方公立口腔医院改制，实现并购体量成熟的口腔医院成为品牌旗舰医院，依托该医院的品牌效应发展分院（门诊部）实现扩张，同时覆盖医保和非医保消费者	体量成熟的口腔医院稀缺：推进过程中地方政府在改制谈判中的主动性较强，改制难度较大，谈判周期较长，外延式扩张进程较难把握。
个体口腔诊所	个体口腔诊所	—	数量众多，依靠口碑扩大客源，主要定位于中低端市场	服务半径受限，不能通过规模化效应降低成本

来源：公开资料整理，国金证券研究所

民营口腔连锁化成为趋势，区域性知名品牌已出现

- 自新医改启动以来，多元化的医疗体制得到大力的推动和发展，政策的放开为社会资本进入医疗服务行业提供了机遇。
- 由于民营口腔医疗机构相比公立机构有更好的就医环境，在足够的激励机制和较高的市场敏感度下，更加重视市场的开拓和服务质量，民营口腔医疗机构近年来得到快速发展，影响力也逐年扩大。
- 专科连锁模式是民营资本参与口腔医疗服务的主要方式。连锁专科模式具有轻资产运营的特点，特点是技术壁垒低，风险小，多采用标准化的治疗流程，可复制性高，易于市场扩张。通常针对公立医院不太重视或对医保依赖度低的科室。

图表 24：我国社会资本办医的政策演变

阶段性特征	发布时间	发布主体	文件名称	主要内容
自1966年后，民营医疗重新出现在我国医疗体系中	1980年9月2日	原卫生部	关于允许个体开业行医问题的请示报告	执行允许个体开业行医的政策。对个体开业行医既要放宽政策，允许合法存在，又要严格进行管理。
补充及配套文件逐渐出台，激活社会资本办医	1985年4月25日	国务院	国务院批转卫生部关于卫生工作改革若干政策问题的报告的通知	再次放宽了对社会资本办医、个体开业甚至医生多点执业的限制
	1992年9月	国务院	卫生部关于深化卫生医疗体制改革的几点意见	拓宽卫生筹资渠道
	1994年2月26日	国务院	医疗机构管理条例 (中华人民共和国国务院令149号)	鼓励多种形式兴办医疗机构，将医疗机构的所有制形式分为5类，即全民、集体、私营、中外合资合作和其他。首次以执业许可的形式确立了“私营”和“中外合资合作”医疗机构在医疗服务领域中的位置。
	1997年1月15日	国务院 原卫生部	中共中央、国务院关于卫生改革与发展的决定	举办医疗机构要以国家、集体为主，其他社会力量和个人为补充
医疗制度改革推动民营医疗发展，政策利好加速	2000年2月16日	国务院体改办 卫生部等八部	关于城镇医药卫生体制改革的指导意见	打破医疗机构的行政隶属关系和所有制界限，鼓励各类医疗机构合作、合并，共建医疗服务集团。
	2001年7月23日	国务院 原卫生部	关于城镇医疗机构分类管理若干问题的意见	进一步明确医疗机构分类管理的有关问题
	2005年8月12日	国务院	关于鼓励支持和引导个体私营等非公有制经济发展的若干意见	允许非公有资本进入社会事业领域。支持、引导和规范非公有资本投资教育、科研、卫生、文化、体育等社会事业的非营利性和营利性领域
	2009年3月17日	国务院	中共中央国务院关于深化医药卫生体制改革的意见	明确“注重发挥市场机制作用，动员社会力量参与，促进有序竞争机制的形成”的新医改纲领，提出完善医疗卫生服务体系，推进公立医院改革试点，加快形成多元化办医格局，鼓励民营资本举办非营利性医院
	2010年11月26日	国务院	关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构的意见	以期完善和落实优惠政策，消除阻碍非公立医疗机构发展的政策障碍，确保非公立医疗机构在准入、执业等方面与公立医疗机构享受同等待遇，形成公立医疗机构为主导、非公立医疗机构共同发展、多元化办医的格局
	2010年5月1日	国务院	关于鼓励和引导民间资本投资健康发展的若干意见	鼓励民间资本参与发展医疗事业。支持民间资本兴办各类医院、社区卫生服务机构、疗养院、门诊部、诊所、卫生所(室)等医疗机构，参与公立医院改制重组
新医改下社会资本办医重要性凸显，成为医改重点工作。扶持政策密集出台点燃社会资本办医热情	2013年9月28日	国务院	关于促进健康服务业发展的若干意见	充分调动社会力量的积极性和创造性，着力扩大供给、创新发展模式、提高消费能力，促进基本和非基本健康服务协调发展。力争到2020年，基本建立覆盖全生命周期、内涵丰富、结构合理的健康服务业体系，健康服务业总规模达到8万亿元以上
	2015年6月11日	国务院	关于促进社会办医加快发展的若干政策措施	为进一步破除社会资本办医的体制机制障碍和政策束缚，激发促进社会办医发展政策效应的持续显现，形成多元办医格局
	2014年3月25日	发改委	关于非公立医疗机构医疗服务实行市场调节价有关问题的通知	医疗服务价格市场化的起步，价格政策具体化
	2014年1月9日	卫计委	关于加快发展社会办医的若干指导意见	要求优先支持社会资本举办非营利性医疗机构，加快形成以非营利性医疗机构为主体、营利性医疗机构为补充的社会办医体系。
	2015年6月11日	国务院	关于促进社会办医加快发展的若干政策措施	从进一步放宽准入，拓宽投融资渠道，促进资源流动和共享，优化发展环境等4个方面提出了16点具体措施，并鼓励地方开展差异化、多样化探索
	2015年12月2日	人社部	关于完善基本医疗保险定点医药机构协议管理的指导意见	取消“基本医疗保险定点零售药店资格审查”和“基本医保定点医疗机构资格审查”，改为直接有医保经办机构与定点医药机构签订服务协议。社会办医机构在符合标准的前提下有更大机会取得基本医疗保险覆盖。
	2017年3月2日	卫计委	医师执业注册管理办法	允许在职医生多点执业，开办诊所
	2017年5月23日	国务院	关于支持社会力量提供多层次多样化医疗服务的意见	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集聚区，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。

来源：各政府官网，国金证券研究所

- 品牌连锁多优先锁定发达城市进行拓展，定位于中高端市场居多。到目前为止，民营口腔尚无全国性的综合知名品牌。而以发达城市为中心的区域性知名连锁品牌已出现。在品牌连锁机构的主导扩张下，全国性的知名综合品牌将应运而生。
- 目前中国主要的知名口腔连锁品牌主要集中在北京、上海、广州、深圳、杭州等经济发达沿海地带，其中北上广一带的竞争尤为激烈。

图表 25：部分区域性知名口腔连锁一览

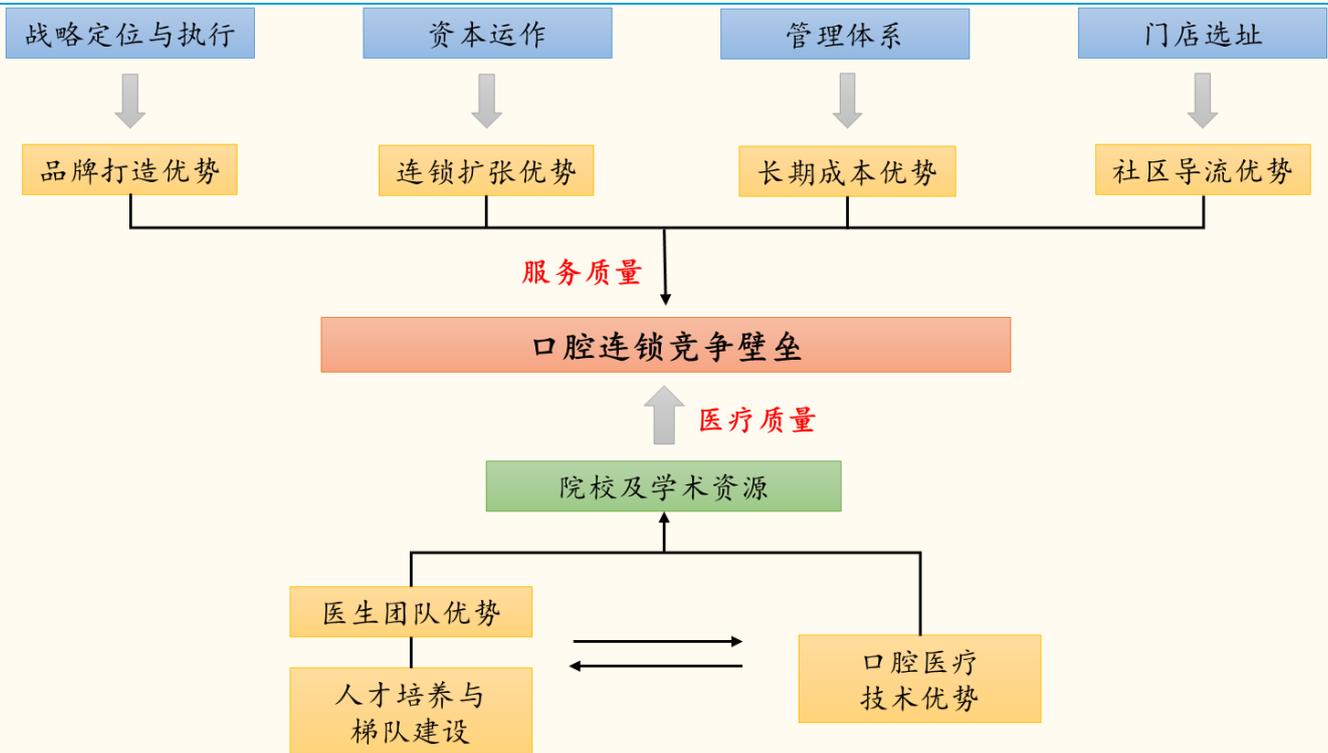
品牌	成立时间	主要区域	连锁数量	具体分布
通策医疗	2007年上市	杭州、宁波	25	浙江省内17家
瑞尔齿科	1998年	北上广	70+	北京19家、上海14家、深圳7家、杭州4家、成都+重庆17家、山东1家
佳美口腔	1993年	北上广	29	北京24家、大连2家、上海、内蒙古、哈尔滨各1家
拜博口腔	1993年	北上广	200+	上海45家、北京20家、重庆24家、广州20家
永康口腔	2006年	北京	32	北京15家、黑龙江7家、江苏3家、河北2家、福建2家、上海、天津、青海各1家
爱康健齿科	1995年	深圳、广州	30	深圳27家、香港2家、广州1家
德仁口腔	2001年	广州	9	广州7家、江门2家
同步齿科	1993年	深圳	21	深圳17家、苏州2家
拜瑞口腔	2008年	台山、深圳	5	台州4家、深圳4家
好牙依口腔	2005年	湖南	20	长沙18家、长春2家
亚非口腔	1988年	四川	32	成都15家、台州10家、苏州，威海，呼和浩特各2家、广州1家、重庆1家
华美牙科	2011年	四川、重庆	19	成都主城区6家、成都周边区县10家、达州，内江，重庆各1家
大众口腔	2007年	武汉	19	武汉市19家
可恩口腔	2011年	山东	10	济南5家、青岛3家、潍坊，淄博各1家
友睦口腔	2009年	深圳、东莞	10	深圳9家、东莞1家

来源：各公司官网，公开资料整理，国金证券研究所

通策医疗口腔模式的核心竞争力：人才与运营

- 我们认为，口腔连锁模式的竞争壁垒由两个维度的竞争优势组成，一是围绕医疗服务质量与技术为主体的院校及学术资源；二是涉及连锁营运中盈利支持环节的关键点，即战略定位与执行、资本运营、管理体系和门店选址。

图表 26：口腔连锁模式竞争壁垒的形成



来源：国金医药绘制，国金证券研究所

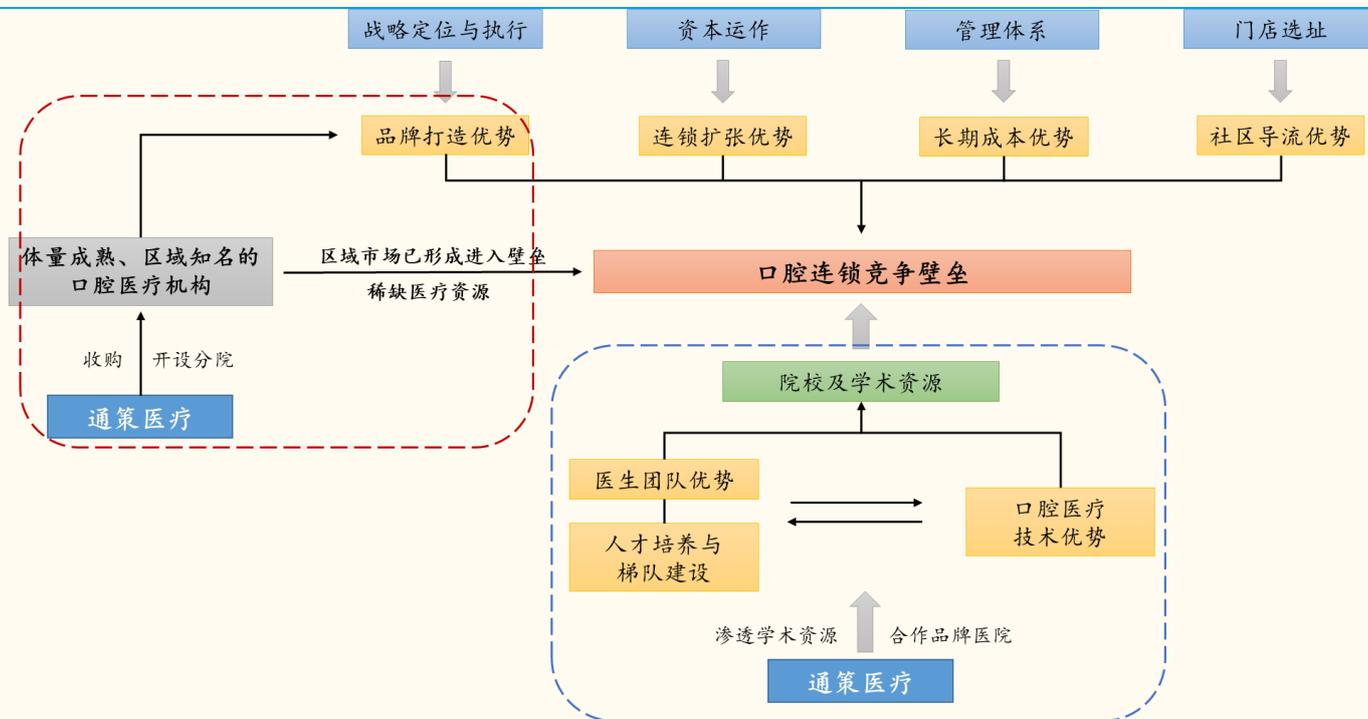
- 院校及学术资源是口腔医疗技术和医生梯队建设的持续来源，重要性日益凸显。
- 目前我国口腔人才严重短缺，从每百万人牙医数量来看，中国只有 100 名左右，远低于欧美发达或中等发达国家 500-1000 名的水平。加之我国主要的口腔人才培养还是集中“五大院校”，即四川大学华西口腔，上海交大口腔，北大口腔，武大口腔和中山口腔，民营口腔连锁已逐步意识到对自己体系内口腔人才培养和储备的重要性，合作办学是渗透院校获取学术资源的主要方式。
- 同时，我们认为，战略定位与执行、资本运营、管理体系和门店选址是口腔连锁在经营层面的关键点。突破各关键点进一步产生的竞争优势是口腔连锁模式在盈利支持维度形成的竞争壁垒。

■ 主流口腔连锁模式：标准化品牌连锁门诊

- 以佳美口腔、瑞尔齿科、拜博口腔、可恩口腔等为代表的标准化品牌门诊是目前我国民营口腔医疗中最主流的连锁模式。
- 该模式通过在目标市场地区设置标准化的口腔连锁门诊实现扩张，尤其注重整体品牌的打造，具有市场化程度高，扩张速度快的特点。服务项目聚焦在正畸、种植修复、牙齿美白等高利润、高附加值、医保覆盖度低的业务中。

- **通策模式口腔连锁再定义：医院品牌下设连锁分院，学术资源构建人才储备优势**
- 相较主流的品牌标准化连锁，通策模式具有患者流量稳定、业绩确定性高的独特优势，强化了其在人才与运营方面形成的竞争壁垒。
- 不同于主流模式中的单一品牌，通策医疗的连锁品牌路径不采用“通策医疗”作为单体医院品牌的投资主体，而是基于旗下口腔医院的自有品牌下设连锁分院（门诊部）。而“通策医疗”则作为医院投资、管理与运营的整体品牌，为旗下口腔医疗服务机构提供专业医疗业务指导及医疗标准化建设。
- 通策医疗采取收购在当地已有一定体量和知名度的口腔专科医院，依托于该医院的原有的品牌发展连锁分院实现扩张。

图表 27：通策模式形成的口腔行业竞争壁垒：人才与运营



来源：国金医药绘制，国金证券研究所

- 该路径免除了公司花费巨资打造品牌的费用，使公司更易获得稳定的患者流量。虽然通过收购的扩张路径使公司的发展速度相对难以预测，但一旦收购成功，公司的收入和利润就能实现快速增长。
- 医院品牌成熟、患者流量稳定、业绩确定性高是该模式独特的竞争优势，而通策医疗获取这类稀缺医疗资源的能力也构成了其特有的竞争壁垒。
- 印证在财务指标上，通过与新三板挂牌的口腔连锁进行类比，不难发现，无论是在单院收入、净利率还是经营现金流，通策医疗的表现都更加优异。通策医疗的销售费用率极低，整体费用控制良好，盈利能力明显高于其他口腔连锁。

图表 28：通策医疗 VS 新三板挂牌口腔连锁：2016 年关键财务数据类比

	通策医疗	拜瑞口腔	华美牙科	大众口腔	可思口腔	友睦口腔
成立日期	1995年8月30日	2008年6月26日	2011年1月6日	2007年7月10日	2011年11月23日	2009年1月22日
发展模式	收购成熟体量医院下设连锁分院	品牌口腔连锁+义齿上下游延伸	品牌口腔门诊连锁	品牌专科医院+连锁分院(门诊部)	品牌专科医院+连锁分院(门诊部)	品牌口腔门诊连锁
覆盖地区	浙江、江苏、云南、上海、湖南、湖北、河北	广东省台山市、深圳市	四川省成都市及周边城市、重庆市	湖北省武汉市	山东省济南市、青岛市、德州市、淄博市、潍坊市	广东省深圳市、东莞市
总资产(万元)	128604.91	3236.4	6904.38	5817.81	41202.97	5117.19
总收入(万元)	87876.37	3813.04	6835.27	8117.97	11320.23	5199.63
牙科医疗服务收入(万元)	87099.49	232.07	6076.92	8075.72	11320.23	5105.83
牙科医疗服务收入占总收入比重	99.12%	6.09%	88.91%	99.48%	100%	98.20%
口腔医疗机构数量	24	5	19	19	10	10
单院收入(万元)	3629.15	46.41	319.84	425.04	1132.02	510.58
牙科医疗服务收入毛利率	41.55%	41.64%	40.30%	53.25%	51.92%	35.02%
营业利润率	18.80%	4.87%	-6.16%	16.90%	0.12%	-13.45%
销售费用率	1.95%	18.69%	24.59%	20.56%	16.97%	16.07%
管理费用率	18.49%	24.70%	31.61%	15.70%	29.94%	31.03%
净利率	15.12%	6.74%	-7.40%	12.66%	-1.54%	-13.81%
合计归母净利润(万元)	13616.47	256.91	-460.92	1027.58	-173.96	-585.71
经营现金流(万元)	16098.63	113.38	641.88	443.47	-4662.28	-443.73

来源：各公司 2016 年年报，国金证券研究所

备注：由于部分新三板挂牌口腔连锁在 2017 年年报披露前发布暂停股票转让公告，为纳入更多公司进行类比而采用了 2016 年的数据

- 在院校及学术资源方面**，通策医疗是业内最早开始渗透院校的口腔医疗机构。目前，公司已与国内外六所院校建立了战略合作关系，形成丰厚的人才储备和临床技术积累。通策医疗的人才储备机制具有人才黏性强、医生实现自我“增值”的优点。

过往通策医疗成功的一大要素：获取稀缺公立医疗资源的能力

- 从杭口、宁口再到昆口，公司获取稀缺医疗资源的能力是构成竞争壁垒的要素之一。

杭州口腔医院品牌成熟，是具有区域影响力且体量成熟的稀缺医疗资源

- 杭州口腔医院有限公司的前身杭州口腔医院系隶属于杭州市上城区卫生局的口腔专科医院。其雏形是解放初期 10 位口腔老前辈组建的联合诊所，后几经迁址合并，于 1952 年在杭州市官巷口成立了“上城区牙病防治所”。1987 年 10 月正式迁址至平海路 57 号口腔医院办公楼，并更名为“杭州市口腔医院”。2001 年被确定为省级和市级职工基本医疗保险定点医院。2004 年更名为“杭州口腔医院”。
- 2006 年 6 月 8 日，宝群实业在杭州企业产权交易所主持举行的杭州口腔医院 100% 产权挂牌转让会上，竞得杭州口腔医院 100% 的所有权。杭州口腔医院有限公司于 2006 年 7 月 21 日成立。宝群实业持有杭州口腔医院公司 100% 的股权。
- 在改制以前，杭州口腔医院就已经是浙江省内历史最悠久、规模大、年门诊人次高的口腔专科医院。杭口具有成熟的医院品牌，其口碑在浙江省乃至全国都具有一定影响力，是优质的口腔医疗资源。

图表 29：杭口与各地三甲专科口腔医院规模及门诊体量对比

医院名称	所在区域	创办时间	研究机构特性	规模		年门诊量 (万人次)
				诊疗椅位 (台)	病床 (张)	
杭州口腔医院	浙江杭州市	1952年		432		60
四川大学华西口腔医院	四川成都市	1907年	国家重点学科	325	204	80
北京大学口腔医院	北京市	1941年	国家重点学科	569	157	100
第四军医大学口腔医院	陕西西安市	1935年	国家重点学科、全军唯一口腔专科医院和口腔医学研究所	270	144	50
武汉大学附属口腔医院	湖北武汉市	1960年	国家重点学科	450	115	55
中山大学光华口腔医学院附属口腔医院	广东广州市	1974年	省重点学科	326	58	70
首都医科大学附属北京口腔医院	北京市	1945年	中华口腔医学会“中国唇腭裂诊治联盟核心成员单位”	298	62	76
南京医科大学附属口腔医院	江苏南京市	1977年	江苏省口腔卫生指导中心单位			63
中国医科大学附属口腔医院	辽宁沈阳市	1987年	省级临床重点专科	240	100	40
南京市口腔医院	江苏南京市	1947年	省级临床重点专科	200	100	45
重庆医科大学附属口腔医院	重庆市	1955年		500	150	87
贵阳市口腔医院	贵州贵阳市	1982年				
遵义医学院附属口腔医院	贵州遵义市	1978年	省级临床重点专科	75	80	5
吉林大学口腔医院	吉林长春市	1985年		100	56	20
哈尔滨医科大学附属口腔医院	黑龙江哈尔滨市	1984年	东北三省正畸学科的医疗、教学及科研带头单位			
天津市口腔医院	天津市	1947年		200	80	
天津医科大学口腔医院	天津市	1974年		110	50	15
河北医科大学口腔医院	河北石家庄市	1988年	河北省口腔医学中心	90		
西安交通大学口腔医院	陕西西安市	1985年		211	76	36
乌鲁木齐市口腔医院	新疆乌鲁木齐市	1988年				
同济大学附属口腔医院	上海市	1988年		151	50	40
上海市口腔医院	上海市	1946年				40
山东省口腔医院	山东济南市	1977年	卫生部直属医院	200	50	20
济南市口腔医院	山东济南市	1984年		186	50	
青岛市口腔医院	山东青岛市	1987年	省级临床重点专科	130	50	19.5
烟台市口腔医院	山东烟台市	1952年	省级临床重点专科	260	50	26
南昌大学附属口腔医院	江西南昌市	1980年				
长沙市口腔医院	湖南长沙市	1960年		240	50	38.9
南方医科大学口腔医院(广东省口腔医院)	广东广州市	1962年	国家临床重点专科	318		60
浙江大学医学院附属口腔医院	浙江杭州市	1996年	国家临床重点专科	149	21	
广州医科大学附属口腔医院	广东广州市	2004年	口腔医学重点学科	260	51	
广西医科大学附属口腔医院	广西南宁市	1993年		170	100	23

来源：各医院官网，卫计委，公开资料整理，国金证券研究所

把握政策走向，通策医疗迎社会资本参与公立医院改制机遇

- 2009年新医改提出稳步推进公立医院改制的试点，形成公立医院与非公立医院相互促进、共同发展的格局。公立医院改制成为医改中的重要环节之一。2010年11月，《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构的意见》(国办发〔2010〕58号)发布。文件提出，鼓励社会资本参与公立医院改制，通过借助社会资本来盘活医疗资源，提高医疗服务水平和质量。随着一系列政策的出台，掀起了社会资本对公立医院的投资热情，公立医院改制成为各方关注的焦点。

- 而早在 2005 年，国务院颁布的《关于鼓励支持和引导个体私营等非公有制经济发展的若干意见》(国发[2005]3 号)即提出：“允许非公有资本进入社会事业领域。支持、引导和规范非公有资本投资教育、科研、卫生、文化、体育等社会事业的非营利性和营利性领域。”
- 在此政策导向下，以杭州市为例的各别地区在鼓励民营机构涉足医疗产业方面走在了改革的前列。
- 2004 年 6 月，杭州市人民政府杭政办发布《关于鼓励民资外资兴办医疗机构的实施意见》[2004]7 号，文件提出“为全面开放医疗市场，构筑多元化投资兴办医疗机构的新格局，民资、外资只要符合条例，符合区域卫生规划，均可创办医疗机构。”
- 2004 年 7 月，杭州市人民政府杭政办进一步发布《关于杭州市属公立医疗机构产权和用人制度改革的实施意见》[2004]11 号，文件指出“实行市属分立医疗机构产权制度改革，通过产权制度改革，成为多元投资主体的医疗机构。”

杭口改制之路顺利，公司具有介入公立医院改制的先发优势与丰富经验

- 杭口的产权转让信息于 2006 年 5 月 10 日在产权所网站上挂牌公告。
- 根据《杭州口腔医院产权制度改革方案》、杭州市上城区人民政府《关于同意杭州口腔医院产权制度改革方案的批复》，杭州市上城区卫生局将杭州口腔医院经评估后的国有净资产，委托杭州市产权交易中心挂牌整体出让，采用公开竞价转让方式实施产权交易。
- 2006 年 6 月 8 日，宝群实业在杭州企业产权交易所主持举行的杭州口腔医院 100% 产权挂牌转让会上，竞得杭州口腔医院 100% 的产权，成交价为 10,211 万元，并于当日与出让方杭州市上城区卫生局签订了《产权转让协议》。
- 杭口的顺利改制使公司具有了介入公立医院改制的丰富经验，通过复制该模式拓展其他区域市场形成了先发优势。

改制完成后整合效应显著，营业收入增长明显

- 截止 2018 年 4 月，杭州口腔医院（总院）以参股、人才输出以及品牌冠名等方式开设分院（门诊部）共 13 家，形成“杭口总院+分院”的杭口集团。

图表 30：杭口集团旗下口腔医院一览

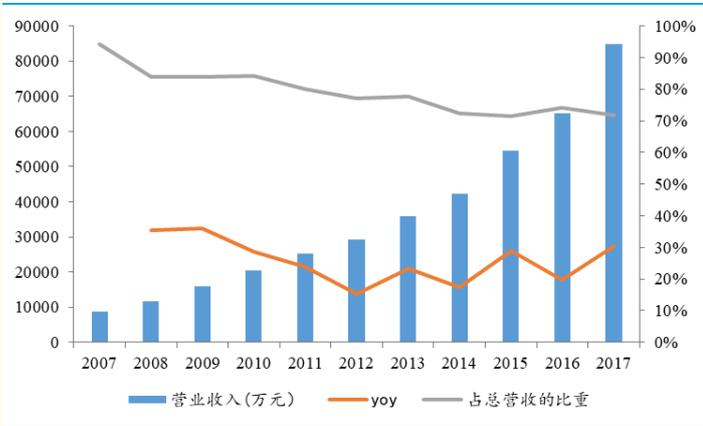
序号	医院注册名称	所在地区	时间	杭口参股	杭口品牌输出 使用名称	人才输出
1	杭州城西口腔医院有限公司	杭州市	2007年	100%	杭口城西分院	√
2	杭州东河口腔门诊部有限公司	杭州市	2007年	100%	杭口东河门诊部	√
3	衢州口腔医院有限公司	衢州市	2007年	-	衢州口腔医院/杭口衢州分院	√
4	义乌杭口口腔门诊部有限公司	义乌市	2009年11月	51.00%	义乌杭州口腔医院	√
5	诸暨口腔医院有限责任公司	诸暨市	2013年12月	-	诸暨口腔医院/杭口诸暨分院	√
6	海宁通策口腔医院有限公司	海宁市	2014年8月	60%	杭口海宁分院	√
7	绍兴上虞口腔医院有限公司	绍兴市	2015年1月	51%	杭口上虞分院	√
8	湖州通策口腔医院有限公司	湖州市	2015年8月	60%	杭口湖州分院	√
9	杭州萧山通策杭口口腔医院有限公司	杭州市	2015年10月	60%	杭口萧山分院	√
10	绍兴越城口腔医院有限公司	绍兴市	2015年10月	59%	杭口绍兴分院	√
11	杭州庆春口腔门诊部有限公司	杭州市	2016年6月	50%	杭口庆春路分院	√
12	杭州城北口腔医院有限公司	杭州市	2016年3月	61%	杭口城北分院	√
13	杭州骋东口腔门诊部有限公司	杭州市	2017年2月	61%	杭口骋东分院	√

备注：衢州口腔医院与诸暨口腔医院是杭口的品牌冠名和人才输出医院，由通策医疗持股，持股比列分别为80%、50%。

来源：公司公告，公司资料，国金证券研究所

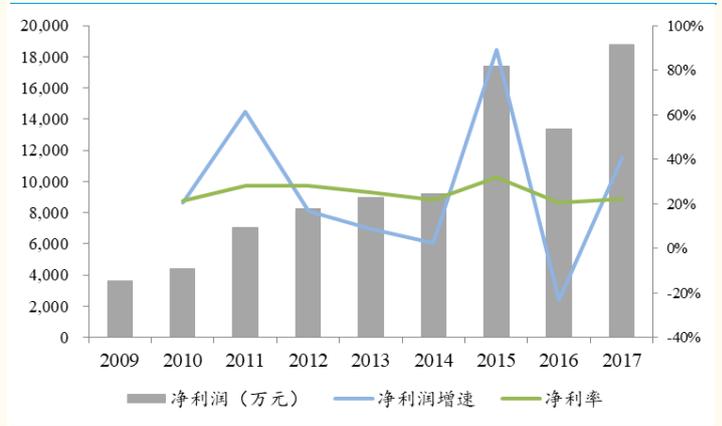
- 根据公司公告，2017年起，公司改变了杭州口腔医院的披露口径。2016年及以前所披露的杭口营收信息合并了分院，实则反应了“杭口集团”的营收情况。2017年公司则对杭口总院以单体医院进行了单独披露。
- 2017年杭州口腔医院（总院）实现营业收入4.88亿元，占总营收的41%，净利润1.48亿元。
- 将改制完成后，2006年至2010年是杭口医院集团的高速增长期。杭口医院集团的营业收入从2006年的6500万元增加到2010年的2.04亿元，复合增速达33.1%。2010年之后，杭口集团收入端增速逐步稳定，历年仍保持20%以上的增速。
- 将2017年数据口径还原至杭口集团，2017年杭口集团实现营业收入约8.5亿元，2010~2017年复合增速为22.5%。2017年杭口集团实现净利润约1.9亿元，2010~2017年复合增速达到23.1%。2010-2017年净利率稳定在20%左右。

图表 31：2007-2017 杭口集团营收情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 32：2009-2017 杭口集团净利润情况



来源：公司公告，国金证券研究所

备注：由于公司未披露 2017 年杭口整体（包括分院）的财务数据，还原口径根据 2017 年报披露的子公司信息所得

- 由于医疗机构前期建设期所需的资金投入较大，即使是相对轻资产运营的专科连锁式医院也需要三至五年的培育期才能达到盈利点。
- 借助杭口的成熟医院品牌带来的获客导流作用，杭口新建分院均在五年内实现盈利，进入良性运营。

图表 33: 借助杭口品牌, 分院实现快速盈利并导入良性运营 (高亮分院为第二轮扩张中杭州市以外杭口分院)

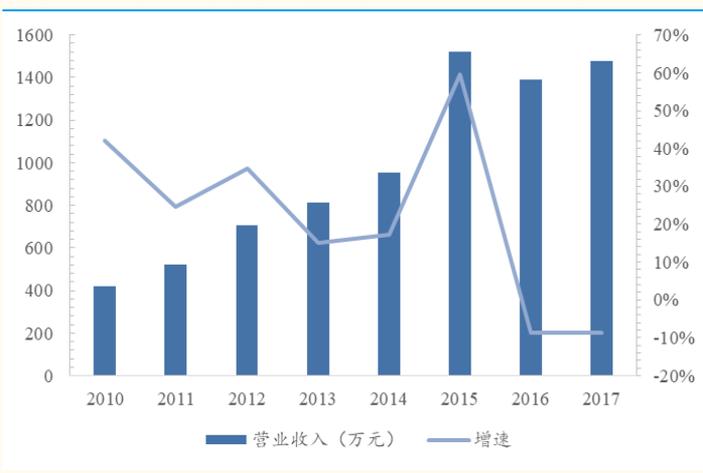
序号	医院名称	覆盖区域	持股比例	时间	盈利状况	实现盈利年限
1	杭州口腔医院有限公司	杭州市	100%	2006年	盈利	改制前即盈利
2	杭州城西口腔医院有限公司	杭州市	100%	2007年	盈利	2-3年
3	杭州东河口口腔门诊部有限公司	杭州市	100%	2007年	盈利	2-3年
4	衢州口腔医院有限公司	衢州市	80%	2007年	盈利	4年
5	义乌杭口口腔门诊部有限公司	义乌市	51%	2009年11月	盈利	2-3年
6	诸暨口腔医院有限责任公司	诸暨市	50%	2013年12月	盈利	1年
7	海宁通策口腔医院有限公司	海宁市	60%	2014年8月	盈利	3年
8	绍兴上虞口腔医院有限公司	绍兴市	51%	2015年1月	盈利	2年
9	湖州通策口腔医院有限公司	湖州市	60%	2015年8月	盈利	2年
10	杭州萧山通策杭口口腔医院有限公司	杭州市	60%	2015年10月	亏损	
11	绍兴越城口腔医院有限公司	绍兴市	59%	2015年10月	亏损	
12	杭州庆春口腔门诊部有限公司	杭州市	50%	2016年6月	亏损	
13	杭州城北口腔医院有限公司	杭州市	61%	2016年3月	亏损	
14	杭州骋东口腔门诊部有限公司	杭州市	61%	2017年2月	亏损	

来源: 公司公告, 国金证券研究所

备注: 医院盈利情况统计截至时间为 2018 年 4 月

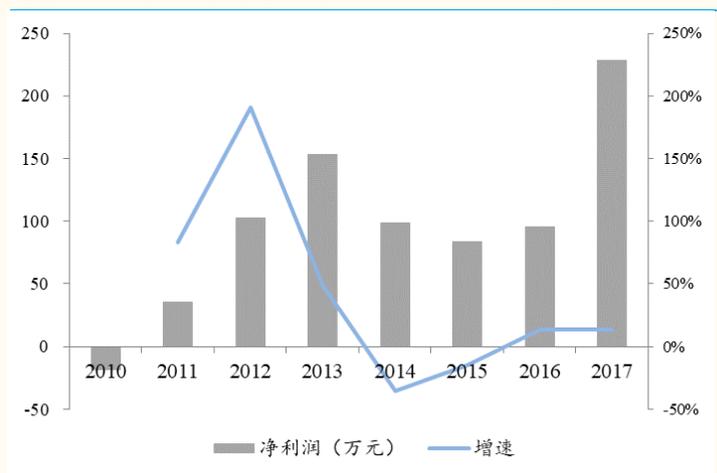
- 以衢州口腔医院 (杭口衢州分院)和诸暨口腔医院(杭口诸暨分院)为例。
- 衢州口腔医院 (杭口衢州分院)是公司设立的首个跨区域的杭口品牌及人才输出分院。衢州口腔医院设立于 2007 年, 是衢州市纪委、衢州市卫生局 2007 年招商引资项目, 是衢州市大型口腔专科医院, 按二级医院标准设置。
- 衢州口腔医院在设立后 3 年(2010 年)实现盈亏平衡, 度过培育期。于 2011 年开始盈利, 进入成长期。2017 年衢州口腔医院实现营业收入 1475.23 万元, 2011 年至 2017 年实现复合增速 18.82%。2011~2017 年净利率有所波动, 2017 年实现净利润 227.96 万元, 净利率 15.5%, 2011~2017 年净利润复合增速达到 36.5%。

图表 34: 杭口衢州分院营业收入 (万元) 及增速 (%)



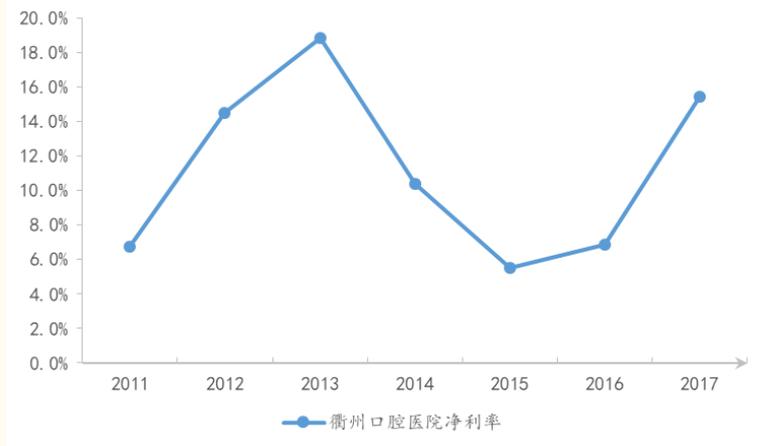
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 35: 杭口衢州分院净利润 (万元) 及增速 (%)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

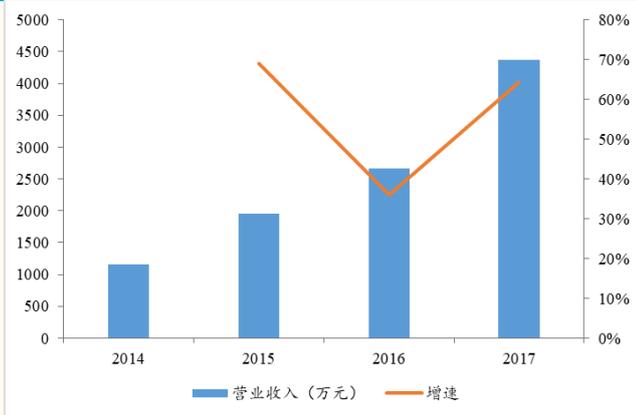
图表 36: 2011-2017 衢州口腔医院 (杭口衢州分院) 净利率情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

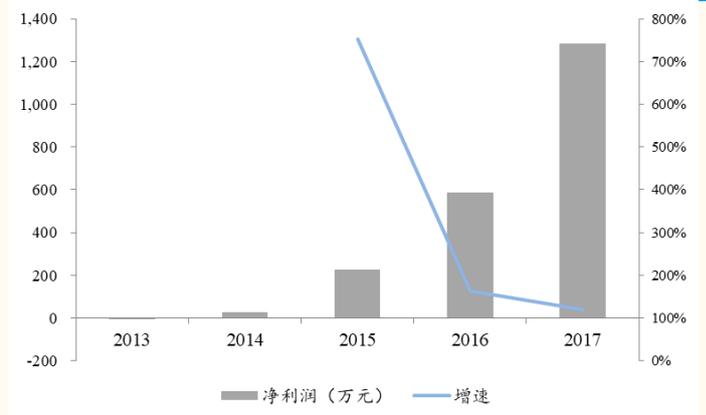
- 诸暨口腔医院(杭口诸暨分院)设立于 2013 年, 设立第二年即实现盈利, 是杭口所有分院中最早实现盈利的分院。2017 年诸暨口腔医院实现营业收入 4368.6 万元, 较 2016 年同比增加 64.2%。2014 年~2017 净利率逐年提高, 2017 年实现净利润 1284.4 万元, 净利率 29.4%, 较 2015 年同比增加 119.2%。

图表 37: 2014~2017 杭口诸暨分院营业收入 (万元)



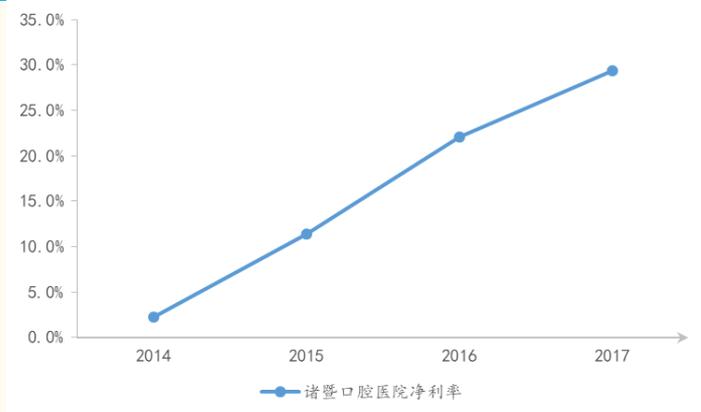
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 38: 2014~2017 杭口诸暨分院净利润 (万元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 39: 2014-2017 诸暨口腔医院 (杭口诸暨分院) 净利率情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 40: 2012-2017 衢州口腔医院、诸暨口腔医院 ROE 分析

	ROE =	净利润率 ×	资产周转率 ×	权益乘数	资产负债率	
衢州口腔医院 (杭州口腔医院 衢州分院)	2012	115.5%	14.52%	2.46	3.23	69.0%
	2013	63.3%	18.85%	2.77	1.21	17.6%
	2014	29.0%	10.37%	2.33	1.20	16.6%
	2015	19.8%	5.51%	2.57	1.40	28.4%
	2016	22.7%	6.85%	2.47	1.34	25.5%
	2017	21.8%	15.45%	1.17	1.20	16.6%
诸暨口腔医院 (杭州口腔医院 诸暨分院)	2014	2.6%	2.3%	1.02	1.12	10.3%
	2015	17.9%	11.4%	1.38	1.14	12.3%
	2016	32.0%	22.0%	1.25	1.16	14.0%
	2017	49.1%	29.4%	1.30	1.29	22.4%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

新建杭口分院进入成长期, 成为业绩贡献新增量

- 第二轮扩张中, 公司重点布局的杭州市以外杭口分院中, 诸暨、海宁、绍兴上虞以及湖州分院均在 2 年内度过培育期, 对 2017 年业绩贡献明显。2018 年, 这些分院将进入高速成长期, 成为公司业绩新增量。

图表 41: 杭州市以外杭口分院营收情况 (万元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 42: 杭州市以外杭口分院净利润情况 (万元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

复制杭口路径拓展：收购、改制医院与扩张的成功案例分析

- 复制杭口路径拓展，收购医院进入运营良性循环，营收贡献逐渐放量
- 公司复制杭口路径进行扩张，通过外延并购和改制公立医院获取了当地优质的口腔医疗资源，将浙江省内市场从杭州市拓展宁波市，并进一步拓展至河北省、湖北省及云南省。旗下医院品牌增加了沧口、宁口、黄石现代以及昆口。

图表 43：通策医疗收购医院一览

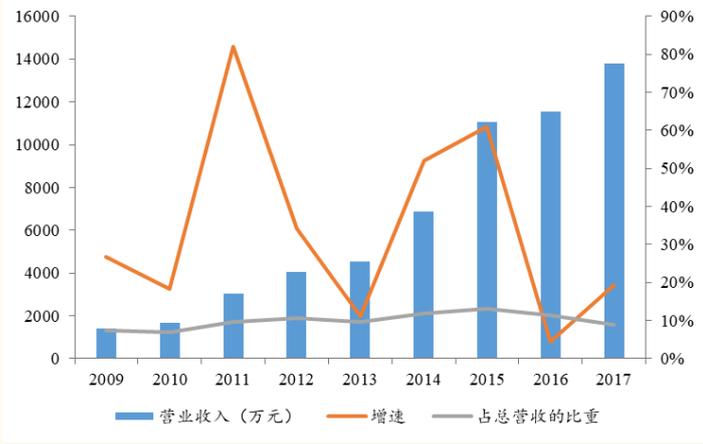
医院名称	品牌	覆盖区域	收购时间	实现盈利年限	收购时医院背景
沧州口腔医院有限公司	沧口	河北 沧州市	2007年	2年	沧州市唯一一家大型正规治疗牙科疾病的专科医院，创建于1954年，为沧州医学高等专科学校附属口腔医院，是沧州地区历史悠久、规模较大、在市民中享有盛誉的口腔专科医院
宁波口腔医院有限公司	宁口	浙江 宁波市	2008年2月	1年	1993年创立，成立时隶属于宁波市海曙区口腔医院。2005年与海曙区口腔医院的合作到期前由海曙区口腔医院进行管理，在宁波口腔医疗市场已树立了良好口碑
黄石现代口腔医院有限公司	黄口	湖北 黄石市	2008年3月	1-2年	
昆明市口腔医院有限公司	昆口	云南 昆明市	2011年5月	改制前已盈利	2009年，昆口的业务收入为685万，在市属9家医院中排名倒数。因为业务量小，14层的医院大楼中，共有10层处于闲置状态

来源：公开资料整理，国金证券研究所

- 成功复制杭口模式，海曙区口腔医院品牌助力，宁口业绩表现明显优于其他标的医院
- 宁波口腔医院成立时隶属于宁波市海曙区口腔医院，是宁波市海曙区口腔医院 1993 年与外方合作成立的中外合作医院。2005 年，与海曙区口腔医院的合作到期，该附属品牌也随之注销，其后宁波口腔医院由海曙口腔医院时任原院长个人控股独立出来。宁波口腔医院在 2005 年以前实际是由海曙区口腔医院经营。
- 当时宁波地区的口腔市场格局是：规模较大的公立口腔专科医院占据主导地位，分别是海曙区口腔医院、宁波江东区口腔医院。
- 宁波市海曙区口腔医院是宁波市规模最大、成立最早、医疗实力最强的一所集口腔医疗、教学和科研的非营利性公立医院，是浙江省口腔医院技术协作医院、温州医学院教育实习基地、宁波市医保定点单位。创立已三十余年，目前拥有两个院区（三市路总院和开明街分院），日均门诊量达 600 人次。
- 借助于海曙区口腔医院的品牌效益，在 2007 年收购宁口之际在宁波口腔医疗市场已树立了良好口碑。2007 收购当年即扭亏为盈，实现营业收入 812 万元，净利润 28 万元。自 2011 年起，宁波口腔医院营收贡献逐渐放量，已成为公司口腔板块的第二大营收来源，2017 年宁口占公司主营业务收入的比重达到 8.9%。
- 2017 年宁波口腔医院实现营业收入 1.06 亿元，2007 年至 2017 年实现复合增速 29.2%。2011~2016 年净利率基本稳定并维持较高水平，2017 年实现净利润 1952.5 万元，净利率达到 18.6%。

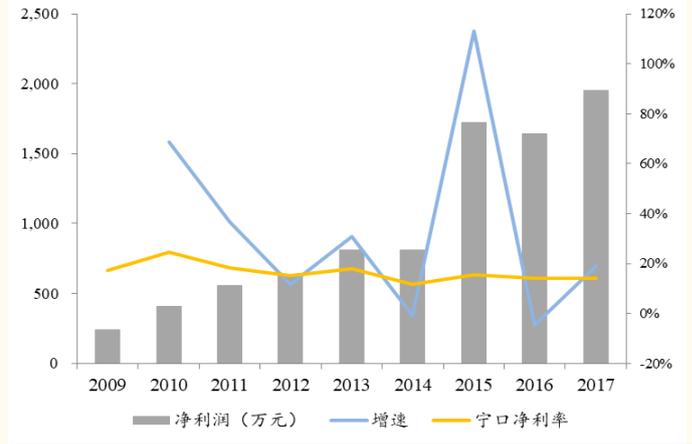
- 宁口也复制杭口集团“总院+分院”的模式扩张，实现了跨区开设分院，分别在2014年9月和2016年6月设立了宁口舟山分院和宁口北仑分院。截止2018年4月，目前宁口舟山分院已实现盈利，北仑分院尚处于亏损期。

图表 44：2009~2017 宁波口腔医院营业收入（万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 45：2009~2017 宁波口腔医院净利润（万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

转型：引进学术资源，共建品牌医院，开启全国性复制探索

收购扩张模式存在遗留问题，引进学术资源设立新院成为公司新发展路径

- 由于收购扩张模式中存在宏观政策、市场稀缺性和整合阻力等遗留问题风险，2010年11月昆明市口腔医院（昆口）完成改制后，在口腔领域公司暂未再次收购医院。
- 2011年至今，公司在稳步拓展分院的同时，开始布局院校引进学术资源，配合投资基金的运作，新设“存济”旗舰医院。至此，公司的发展定位已从医疗服务提供商转变为形成国内临床、教学、科研、品牌全面领先的医疗产业集团。

■ 民营口腔跑马圈地学术资源，构建人才贮备库

- 上文提到，口腔连锁模式的竞争壁垒之一由院校及学术资源优势构成，体现在对医疗技术的和人才梯队的持续来源，重要性日益凸显。
- 一方面，口腔机构的盈利空间取决于高端治疗项目开展数量，且主导高端治疗项目的医疗技术则主要通过学术引进获得。另一方面，我国牙医资源严重短缺，口腔人才基数有限。近年来，各大民营口腔已展开了对口腔医师人才的抢占，构建人才贮备库成为各口腔连锁跑马圈地学术资源的关键。

图表 46：部分民营口腔连锁在学术资源的布局

	合作院校	时间	合作形式	具体信息
拜博口腔	伦敦大学国王学院	2015年10月	校企合作	在教育、培训、临床研究、医疗管理等方面展开全面持久的交流与合作
华美牙科	川北医学院	2016年7月	校企合作	正式授予华美牙科为川北医学院口腔临床教学实践基地，通过校企合作，建立实习基地，实行就业激励政策，为人才发展提供更多的空间
瑞尔齿科	山东大学口腔医院	2017年5月	合作办医	与山东省口腔医院（山东大学口腔医院）合作创办济南济东口腔医院，是集口腔诊疗保健、教育培训等多功能于一体的中高端口腔专科医院
可恩口腔	山东医学高等专科学校	2018年1月	校企合作	师资交流、人才培养、课程开发、“订单式”培养、实习就业一体化等方面加强合作，共同打造口腔医学重点专业学科

来源：公开资料，国金证券研究所

口腔人才与通策医疗合作的动力：人才贮备机制具有人才黏性强、医生实现自我“增值”的优点

- 通策医疗是业内最早开始渗透院校的口腔医疗机构。目前，公司已与国内外六所院校建立了战略合作关系，形成丰厚的人才贮备和临床技术积累。

图表 47：通策医疗引进院校学术资源的合作方式及项目概览

时间	院校名称	合作项目	项目概览
2008年9月	浙江中医药大学	浙江中医药大学设立口腔科，杭口增挂其附属医院	杭州口腔医院自2006年起即与浙江中医药大学在口腔教学和见习方面进行合作，并于2007年开始后续的口腔临床实习合作。2008年9月5日，成为其附属医院，“浙江中医药大学附属杭州口腔医院”正式挂牌
2012年10月	阿姆斯特丹大学	共同设立 Academic Centre for Dentistry Amsterdam (荷兰阿姆斯特丹牙科学术中心)	颁发学位证书国际合作教育项目 职业培训 远程教育项目 设立牙科医疗研发项目
2013年10月	美国天普大学Maurice H. Kornberg牙科学院 (简称：TU-KSOD)	为中国的牙科医疗市场，培养更多有经验的人才	TU-KSOD 为通策医疗体系内的牙医和体系外的牙医举办全面的、符合美国牙科协会继续教育论证项目 (ADACERP) 标准的口腔继续教育项目
2015年3月	德国柏林大学夏里特医学中心	合作创办上海夏里特国际医学中心	该国际医学中心将以骨科、口腔、健康管理等专科特色为主，旨在提高高端医疗服务和加强国际医学方面的交流与合作
2015年5月	中国科学院大学	中国科学院大学存济医学院	中国科学院大学与通策集团通过联合创办中科院大学存济医学院，将达到合作共赢模式。依托于中国科学院大学存济医学院，公司将筹建各中心城市的中国科学院大学存济医学院附属口腔医院
2016年12月	杭州医学院	将开展合作办学，联合创办妇幼、口腔医学相关二级分院，并在产学研等方面开展深度合作	1) 开展合作办学，联合创办杭州医学院存济妇产临床医学院、杭州医学院存济口腔医学院两个杭州医学院的二级学院 2) 开展深度合作，共同建设浙江省生殖医学研究中心 3) 引入德国 Charité (夏里特) 医院的先进管理理念和医疗技术，建设浙江存济妇女儿童医院

来源：公司公告，国金证券研究所

- 我国医生的职称等级体系分为临床体系和教学科研两种。
- 临床体系：随着从医时间的增加，经考试考核后晋升，对就职医院性质没有要求，职称顺序为住院医师、住院总医师、主治医师，副主任医师、主任医师。
- 教学科研体系：注重学术研究发表，只有医科大学附属医院或与医科大学有教学合作关系的医院才拥有这套职称体系，职称顺序为讲师、副教授、教授。
- 一位医生可以同时拥有两个职称，教学科研体系的晋升职称一般较临床体系更严格、更困难，更具学术权威性。
- 不难发现，包括浙江中医药大学、中国科学院大学存济医学院以及杭州医学院在内的合作院校均是医科大学属性。且在联合办学办医的基础上，公司旗下口腔医院也进一步成为合作院校的附属医院。
- 如果说获得“教授”称号是医生生涯的最高职称追求，就职于通策旗下口腔医院即等于获得了参评教学科研体系的准入资格，加强了人才黏性，让医生实现了自我“增值”。

院校共建品牌医院，“存济”品牌开启新篇章

- 公司于 2015 年 5 月与中国科学院大学正式开启战略合作伙伴关系。2015 年 7 月，双方合做的国科大存济医学院成立。
- 至此，存济医学院成为公司新一轮全国扩张的核心医疗平台，支持公司建立各地旗舰中心医院所需要的品牌冠名、人才输出和学术平台。
- 为进一步保障旗舰中心医院的顺利落地，同时规避新建口腔医院在培育期亏损、发展前景不明确、经济效益不明确等风险，2016 年 10 月，

公司与关联方海骏科技及海骏科技全资子公司诸暨海骏医疗投资管理有限公司共同发起设立诸暨通策口腔医疗投资基金，定向投资北京、武汉、重庆、成都、广州及西安各中国科学院大学存济医学院附属口腔医院的筹建，助力公司中心型大城市的布局策略。

图表 48：诸暨通策口腔医疗投资基金

投资基金名称	设立时间	基金规模	基金期限	设立方		出资金额 (万元)	出资比例 (%)
诸暨通策口腔医疗投资基金合伙企业(有限合伙)	2016年10月	10亿元	5年	普通合伙人	杭州海骏科技有限公司	1000	1.0%
			投资期: 3年	优先级有限合伙人	通策医疗投资股份有限公司	20000	20.0%
			退出期: 2年	劣后级有限合伙人	诸暨海骏医疗投资管理有限公司	79000	79.0%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 49：部分已披露“存济口腔医院”设置详情

医院名称	设立时间	注册资本 (万元)	出资方	投资金额 (万元)	持股比例 (%)	建筑面积 (平方米)	配置牙椅 (台)	床位	医院等级
武汉存济口腔医院	2016年10月	5000	通策口腔医疗投资基金	10000	100%	18076	219	50	三级甲等口腔专科医院
北京存济口腔医院	2016年10月	10000	通策口腔医疗投资基金	20000	100%	56029	500	60	
重庆存济口腔医院	2016年11月	5000	通策口腔医疗投资基金	10500	70%	19629.76	200	50	
			重庆宏融资本运营管理集团有限公司	4500	30%				

来源：公司公告，国金证券研究所

- 目前，武汉存济口腔医院已于 2018 年 1 月 22 日开始试营业，自 2017 年 8 月以来开展了多个社区口腔义诊公益活动，预计 2018 年 6 月正式营业。重庆存济口腔医院也于 2016 年 12 月 11 日获得市卫计委批复，预计在 2018 年上半年开业。
- 同时，西安存济口腔医院和成都存济口腔医院也于 2018 年 3 月进入当地市卫计委拟设置医疗机构的公示阶段。

主营业务领域的新开拓：推进辅助生殖，启航综合妇幼医疗领域

- 公司自 2011 年进入辅助生殖医疗领域，引进波恩(英国)国际领先辅助生殖 IVF 医疗领域的先进技术，逐步打造辅助生殖行业优势地位。

引进波恩辅助生殖品牌，开启妇幼医疗领域新篇章

- 英国波恩生殖医学中心 (BOURN HALL LIMITED) 成立于 1980 年，总部位于英国剑桥，是全球首家体外受精试管婴儿治疗中心，由 2010 年诺贝尔生理学或医学奖获得者、“试管婴儿之父” Robert Edwards 创立。创办至今近 40 年，波恩生殖中心拥有丰富的辅助生殖临床治疗经验和一系列先进的生殖治疗技术，是国际顶尖品牌的代表。
- 人类辅助生殖技术分为体 IVF-ET (试管婴儿) 和人工授精 (AI) 两大类
- 人类辅助生殖技术 (Assisted Reproductive Technology, ART) 包括体外受精—胚胎移植 (In Vitro Fertilization and Embryo Transfer, IVF—ET) 及其衍生技术和人工授精 (Artificial Insemination, AI) 两大类。
- 体外受精—胚胎移植技术 (IVF-ET)，又称试管婴儿技术，是指从人体取出配子 (精子和卵子)，在体外条件下受精形成胚胎，再挑选优质胚胎移植入子宫腔着床发育成胎儿的技术。

图表 50: IVF-ET (试管婴儿) 技术相关术语一览

简称	中文全称	英文全称	概述
IVF-ET	体外受精联合胚胎移植技术	In Vitro Fertilization and Embryo Transfer	分别将卵子与精子从人体内取出并在体外受精,发育成胚胎后,再移植回母体子宫内,以达到受孕目的的一种技术
IMSI	精子形态学选择后卵泡浆内微注射	Ntracytoplasmic Morphologically-selected Sperm Injection	这是在体外受精 (试管婴儿) 辅助生殖治疗中在实验室进行的一项技术, 是一项将通过形态选择好的精子注入卵子内的技术
ICSI	卵泡浆内单精子显微注射技术	Intracytoplasmic Sperm Injection	借助显微操作系统将单一精子注入卵子内使其受精
PGD	胚胎植入前遗传学诊断	Preimplantation Genetic Diagnosis	指在IVF-ET的胚胎移植前, 取胚胎的遗传物质进行分析, 排除基因缺陷, 筛选健康胚胎移植, 防止遗传病传递的方法
Eeva	Eeva检测	Eeva Test	Eeva System提供自动化的电脑图像分析, 有助于排除那些形态学好但发育停滞可能性高的胚胎, 使用Eeva检测能够提高Day3/Day5胚胎移植的成功率及高评分的囊胚较低评分的囊胚有更高的妊娠率和种植率

来源: 公开资料整理, 国金证券研究所

- 1978 年世界首例试管婴儿诞生。我国在这试管婴儿方面的工作相对起步较晚，大陆地区首例试管婴儿于 1988 年 3 月 10 日诞生。目前我国试管婴儿技术已经成熟稳定。
- 根据患者适应症不同，试管婴儿具体方案的选择也不同。一代多为解决女性不孕问题，二代多为解决男性不育问题，三代是为了解决染色体异常和基因遗传病问题。

图表 51：一代、二代、三代试管婴儿核心技术与适应症

	核心技术	概览	适应症
第一代试管婴儿	IVF-ET (体外受精联合胚胎移植技术)	常规试管婴儿, 将不孕症患者夫妇的卵子与精子取出体外, 精子经过洗涤后使卵子在体外系统中受精并发育成胚胎后, 将胚胎移植入子宫腔内以实现妊娠的技术。这个过程中卵子的受精接近于自然妊娠的卵子受精	女方因素导致不孕为主 1、女方各种因素导致的卵子运送障碍 2、排卵障碍 3、子宫内膜异位症 4、男性因素的不孕症: 男性少弱畸精子症或复合因素的男性不育, 经宫腔内人工授精治疗仍未获得妊娠, 或男方因素严重程度不适宜行宫腔内人工授精者 5、免疫性不孕与不明原因不孕: 反复经宫腔内人工授精治疗或其他常规治疗仍未获得妊娠等情况
第二代试管婴儿	IVF-ET (体外受精联合胚胎移植技术) + ICSI (卵胞浆内单精子显微注射技术)	卵胞浆内单精子注射, 是将单个精子通过显微注射的方法注入卵母细胞浆内, 从而使精子和卵母细胞被动结合受精, 形成受精卵并进行胚胎移植, 达到妊娠的目的	男方因素导致不孕为主 1、严重的少弱畸精子症 2、不可逆的梗阻性无精子症 3、生精功能障碍 (排除遗传缺陷疾病所致) 4、免疫性不育 5、常规试管婴儿受精失败, 或受精率极低 6、精子顶体异常等情况者
第三代试管婴儿	IVF-ET (体外受精联合胚胎移植技术) + PGD (胚胎移植前遗传学筛查或诊断)	也称胚胎植入前遗传学诊断 (PGD), 指在 IVF-ET 的胚胎移植前, 取胚胎的遗传物质进行分析, 诊断是否有异常, 排除基因缺陷, 筛选健康胚胎移植, 防止遗传病传递的方法。	有染色体疾病患者为主 1、染色体数目或结构异常的患者 2、夫妻一方为性连锁遗传病的携带者 3、可进行基因诊断的单基因病患者或者携带者等

来源: 公开资料整理, 国金证券研究所

- 杭州波恩是波恩 (英国) 在中国的独家合作方, 是公司辅助生殖品牌、技术以及管理体系的输出主体
- 公司是波恩 (英国) 在中国的唯一合作方。2012 年 5 月, 公司与波恩 (英国) 签订提供服务和授权合同书, 授权波恩品牌和技术, 并提供质检、培训和市场营销服务。2013 年 5 月, 合资公司杭州波恩生殖技术管理有限公司 (杭州波恩) 成立, 是辅助生殖品牌、技术以及管理体系的输出主体。

图表 52：2016 年波恩生殖中心 (英国剑桥) 临床妊娠率

治疗方案	37 岁及以下	38 岁及以上
IVF 联合 ICSI 第五天囊胚移植	47.4% (195/411)	30.6% (30/98)
IVF 第五天囊胚移植	44.5% (106/238)	34.9% (22/63)
所有治疗技术 (IVF、ICSI、IMSI、Eeva、囊胚移植)	40.6% (370/912)	25.9% (80/309)

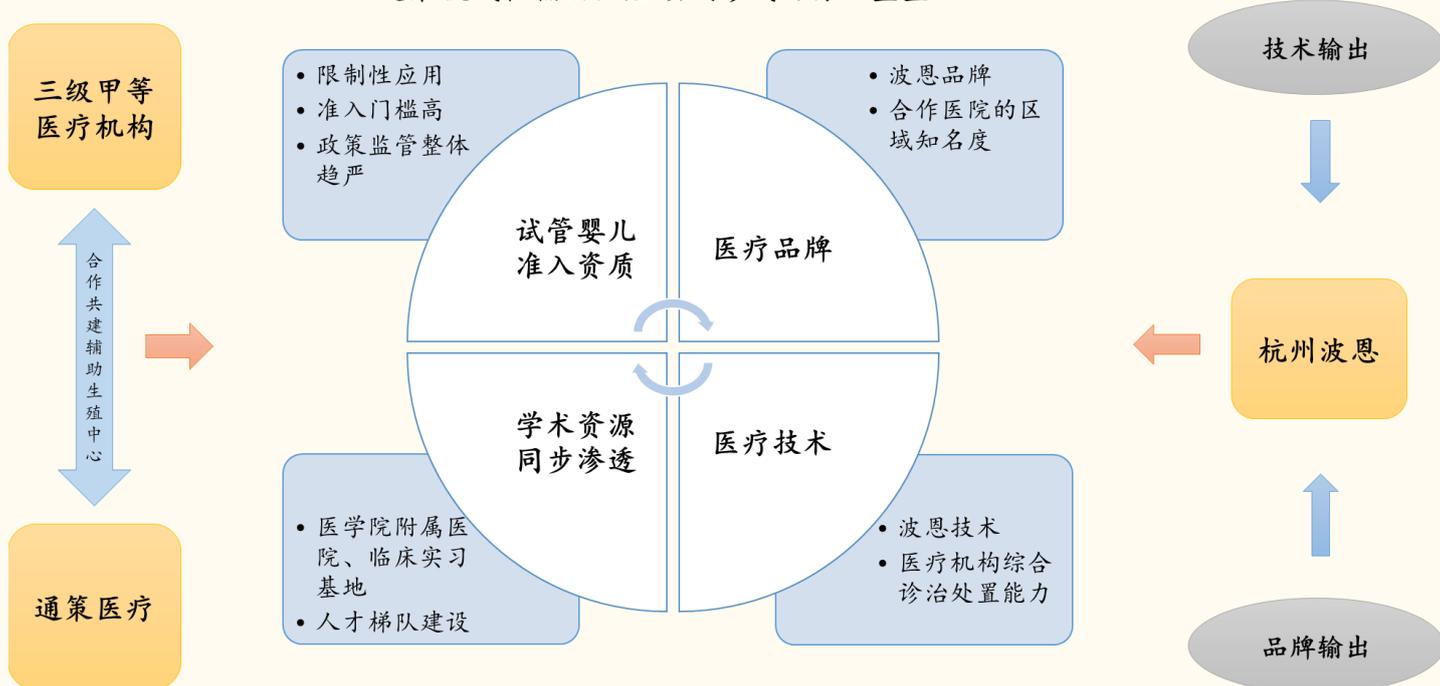
来源: 波恩 (英国) 官网, 国金证券研究所

公司在妇幼医疗领域的发展模式清晰, 行业壁垒显著

- 公司在妇幼医疗领域的发展模式清晰, 一方面公司采用和当地具有学术资源的三级甲等医疗机构合作共建辅助生殖中心的模式切入市场, 另一方面, 子公司杭州波恩则作为辅助生殖品牌、技术以及管理体系的输出主体。
- 该模式下, 公司在辅助生殖领域形成的行业壁垒显著, 体现在试管婴儿准入资质、医疗技术、医疗品牌、以及学术资源四大方面。

图表 53：通策医疗在辅助生殖领域形成的行业壁垒

通策模式在辅助生殖领域形成的行业壁垒



来源：国金医药绘制，国金证券研究所

- **试管婴儿准入资质：最大进入壁垒，与三甲医疗机构合作成首发优势**
- 辅助生殖技术为限制性应用领域，准入门槛高，政策监管日趋严格。
- 自 2001 年原卫生部发布我国辅助生殖领域首个较为系统的法律规范性文件（《人类辅助生殖技术管理办法》）以来，至今政策端对该领域的控制监管整体趋严。
- 2007 年 5 月原卫生部发布的《卫生部关于加强人类辅助生殖技术和人类精子库设置规划和监督管理的通知》明确提出，人类辅助生殖技术和人类精子库属于限制性应用的高新卫生技术，应严格按照发展规划设立，并严禁此项技术的商业化和产业化。
- 2013 年国家开展辅助生殖技术的医疗机构进行全面清理整顿之后，国家卫计委发布了多个监管规范性文件，进一步提高了辅助生殖机构设立的审批条件以及开展各项人类辅助生殖技术资质的申请要求。
- 根据 2015 年 5 月卫计委印发的《人类辅助生殖技术配置规划指导原则（2015 版）》，新筹建开展的辅助生殖技术应当配置在三级综合医院、三级妇幼保健院或三级妇产医院。
- 在辅助生殖技术资质层面，最核心的试管婴儿资质申请难度也大有提高，更看重医疗机构在辅助生殖领域的技术专业度和临床经验累积。
- 根据 2015 年 5 月发布的《国家卫生计生委关于规范人类辅助生殖技术与人类精子库审批的补充规定》，对不同类别的试管婴儿技术资质申请提出了前提条件：
- 1) 申请开展常规体外受精-胚胎移植技术、卵胞浆内单精子显微注射技术的机构至少实施夫精人工授精技术或供精人工授精技术满 1 年；2) 申请开展植入前胚胎遗传学诊断技术的机构至少实施常规体外受精-胚胎移植或卵胞浆内单精子显微注射技术满 5 年；3) 植入前胚胎遗传学诊断技术：新筹建开展植入前胚胎遗传学诊断技术应当配置在具备产前诊断资质的三级综合医院、三级妇幼保健院和三级妇产医院。

图表 54：辅助生殖技术为限制性应用领域，准入门槛高，政策监管日趋严格。

时间	文件标题	政策要点
2001年2月20日	中华人民共和国卫生部令（第14号） 人类辅助生殖技术管理办法	1) 首次发布较为系统的辅助生殖技术管理办法 2) 对辅助机构的设立采取审批制。 3) 申请开展丈夫精液人工授精技术的医疗机构，由省、自治区、直辖市人民政府卫生行政部门审查批准。 4) 对申请开展供精人工授精和体外受精-胚胎移植技术及其衍生技术的医疗机构，由省、自治区、直辖市人民政府卫生行政部门提出初审意见，卫生部审批 5) 人类辅助生殖技术批准证书每2年校验一次
2001年5月1日	卫科教发〔2001〕143号 《人类辅助生殖技术规范》 《人类精子库基本标准和技术规范》 《人类辅助生殖技术和人类精子库伦理原则》	首个辅助生殖领域技术规范、基本标准和伦理原则文件，促进和规范我国人类辅助生殖技术和人类精子库技术的发展和应
2003年6月	卫科教发〔2003〕176号 卫生部关于修订人类辅助生殖技术与人类精子库相关技术规范、基本标准和伦理原则的通知	对2001年5月发布的《人类辅助生殖技术规范》、《人类精子库基本标准和技术规范》、《人类辅助生殖技术和人类精子库伦理原则》进行了修订，发布了新《技术规范、基本标准和伦理原则》自2003年10月1日起执行。
2007年5月	卫生部关于加强人类辅助生殖技术和人类精子库设置规划和监督管理的通知	1) 人类辅助生殖技术和人类精子库属于 限制性应用 的高新卫生技术 2) 各省级卫生行政部门应依据辖区卫生发展规划、人群结构和育龄人口数量、不育症患者发病率和经济发展水平、城市布局及交通环境以及医疗机构的等级、性质、人员、技术、场地、设备、相关科室设置等条件， 制定设置规划，严格控制新开展的机构数量 3) 严禁此项技术的商业化和产业化
2007年10月	国发〔2007〕33号 国务院关于第四批取消和调整行政审批项目的决定	将“医疗机构开展人类辅助生殖技术许可” 全面下放至省、自治区、直辖市卫生行政主管部门
2013年2月	《人类辅助生殖技术管理专项整治行动方案》解读	1) 对开展辅助生殖技术的医疗机构进行全面清理整顿， 严格准入审批 ； 2) 在专项整治期间（2013年），建议暂缓辅助生殖技术审批，对已审批的辅助生殖机构重新进行审核登记
2015年5月28日	《国家卫生计生委关于印发人类辅助生殖技术配置规划指导原则（2015版）的通知》文件解读	1) 明确新筹建开展的辅助生殖技术应当配置在 三级综合医院、三级妇幼保健院或三级妇产医院 ； 2) 植入前胚胎遗传学诊断技术（第三代试管婴儿技术）：新筹建开展植入前胚胎遗传学诊断技术应当配置在具备产前诊断资质的 三级综合医院、三级妇幼保健院和三级妇产医院 ； 3) 规划筹建的辅助生殖机构要分年度、有计划审批，每年批准筹建的机构数量原则上不得超过规划筹建总数的20%
2015年5月28日	国家卫生计生委关于印发人类辅助生殖技术配置规划指导原则（2015版）的通知	
2015年5月	国家卫生计生委关于规范人类辅助生殖技术与人类精子库审批的补充规定	1) 申请开展常规体外受精-胚胎移植技术、卵胞浆内单精子显微注射技术的机构 至少实施夫精人工授精技术或供精人工授精技术满1年 ； 2) 申请开展植入前胚胎遗传学诊断技术的机构 至少实施常规体外受精-胚胎移植或卵胞浆内单精子显微注射技术满5年 ； 3) 经批准开展植入前胚胎遗传学诊断技术的机构方可开展植入前胚胎遗传学筛查技术

来源：国务院，卫计委，原卫生部官网，国金证券研究所

- 入驻优势市场地区，与三甲医疗机构合作成首发优势，跨越准入基本硬性条件
- 公司优先入驻业务大本营所在地的昆明市和浙江省，先后与昆明市妇幼保健院，舟山市妇幼保健院，杭州医学院相关附属医院合作共建了辅助生殖中心。

图表 55：公司合作共建辅助生殖中心情况

时间	合作方	合作方医院等级	共建医疗机构名称	持股比例	运营状态
2013年12月	昆明市妇幼保健院	三级甲等	昆明市妇幼保健生殖医学医院	68%	2015年投入运营
2016年12月	杭州医学院 相关附属医院	有待进一步披露， 杭州医学院有三级甲等 直属附属医院1家	杭州波恩生殖医学中心 浙江省生殖医学研究中心	—	洽谈中
2017年1月	舟山市妇幼保健院	三级甲等	舟山波恩生殖医院	100%	已签约落户

来源：公司公告，国金证券研究所

- 昆明市妇幼保健院与舟山市妇幼保健院均是三级妇幼保健院，满足我国开展辅助生殖技术对医疗机构的基本硬性条件。
- 目前，除尚处于洽谈中的杭州波恩生殖医学中心外，昆妇幼生殖医学中心与舟山波恩生殖医院已分别于 2013 年，2014 年获得省卫生厅批准的可开展人类辅助生殖技术的资质。

图表 56：通策医疗旗下辅助生殖中心人类辅助生殖技术资质获批情况

	昆明市妇幼保健生殖医学医院 (昆妇幼波恩生殖医学中心)	舟山市妇幼保健院普陀分院 (舟山波恩生殖医院)
技术分类	夫精人工授精技术	已批准
	常规体外受精— 胚胎移植技术	已批准
	卵胞浆内单精子 显微注射技术	已批准
	获批时间	2013年
		2014年

来源：卫计委，公司官网，国金证券研究所

- **医疗技术：波恩技术协同合作医院，综合诊治能力成就优质辅助生殖机构**
- 波恩（英国）虽然拥有丰富的辅助生殖临床治疗经验和一系列先进的生殖治疗技术，但试管婴儿最终活产与否考验的不仅仅是一个科室（辅助生殖中心）的诊治能力，更多的是整个医疗机构的综合诊治处置能力。
- 这里所指的綜合诊治能力更多是承担妇女全生命周期健康保健，具备胎儿、婴幼儿、新生儿、儿童、青春期妇女、育龄期妇女、围绝经期妇女综合诊治治病和保健能力。
- **活产率：试管婴儿助孕的终极、最重要的目标**
- 活产率是指前来辅助生殖机构接受辅助助孕的全部人群，获得健康活产的几率。国际上也称抱婴回家率。
- 而更为广知的临床妊娠率，则只是试管婴儿的临床成功的指标，指超声检

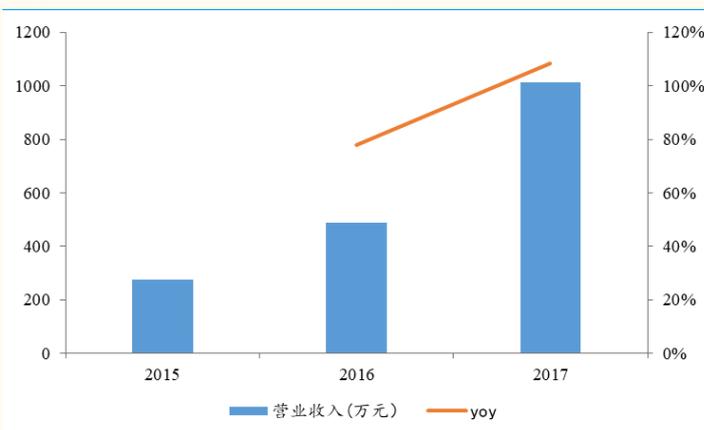
查确定孕囊（无论宫内还是宫外）或组织病理检查确定绒毛组织的存在。临床妊娠率有分为新鲜周期临床妊娠率（采卵周期所获胚胎移植）和冷冻周期临床妊娠率（冷冻保存的胚胎解冻复苏后移植）。

- 获得临床妊娠只是万里长征的第一步。妇女妊娠以后，会发生正常人群孕妇可能面临的一切情况，如异位妊娠、流产、胎儿畸形引产、严重的妊娠并发症导致的被迫引产或死产、社会因素引产等等。这非常考验一个医院的综合诊治能力。
- 合作医院均为临床经验丰富的三甲妇幼保健院，具备优秀的综合诊治能力
- 昆明市妇幼保健院（昆明市妇女儿童医院）始建于 1901 年，1952 年更名为昆明市妇幼保健院，是全省唯一的三级甲等妇幼保健院和省内首家“爱婴医院”。医院 2015 年全院完成门急诊 51.6 万人次，收治出院 14436 人次，分娩新生儿 5842 例。产科是省级临床重点专科建设单位、市级重点学科。妇科为市级重点学科。
- 舟山市妇幼保健院组建于一九九四年底，集医疗、保健、科教为一体的三级甲等妇幼保健院。2016 年门急诊就诊量 98 万人次，出院病人 2.3 万人次，其中产科承担舟山市 70% 孕妇生产和全市危重症孕产妇抢救工作。

借鉴口腔板块成功经验拓展，双品牌效应加速培育期，重视学术资源引进

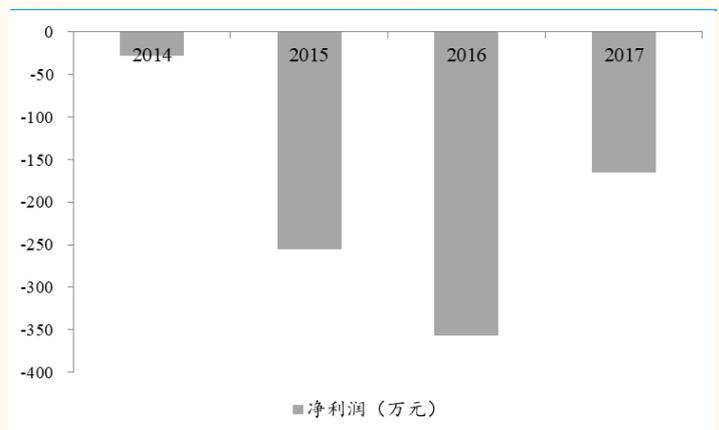
- 公司对合作共建辅助生殖中心均采用“双品牌”的策略，昆明市妇幼保健生殖医学医院又称为昆妇幼波恩生殖医学中心。舟山波恩生殖医院则交由舟山市妇幼保健院托管，作为舟山市妇幼保健院普陀分院运营。
- 在“双品牌”效应下，昆妇幼波恩生殖中心保持营收高增速，且 2017 年较 2016 年同比减亏显著。
- 2017 年昆妇幼生殖中心初诊总量为 48552 人次，与去年同期 34667 人次增加 40.05%，完成周期数 893 例，较 2016 年同期 379 例，同比增长率为 135.62%。2017 年总体 IVF 治疗的成功率（D35 临床妊娠率）为 57.82%，较 2016 年同期 53.7% 进一步提升。
- 2017 年昆妇幼波恩生殖中心实现营业收入 1013.7 万元，较 2016 年同比增长 108.4%。目前昆妇幼波恩生殖中心仍处于培育期，2017 年亏损 165.2 万元，同比上年减亏 54%。

图表 57：昆妇幼生殖医学中心营业收入（万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 58：昆妇幼生殖医学中心净利润（万元）

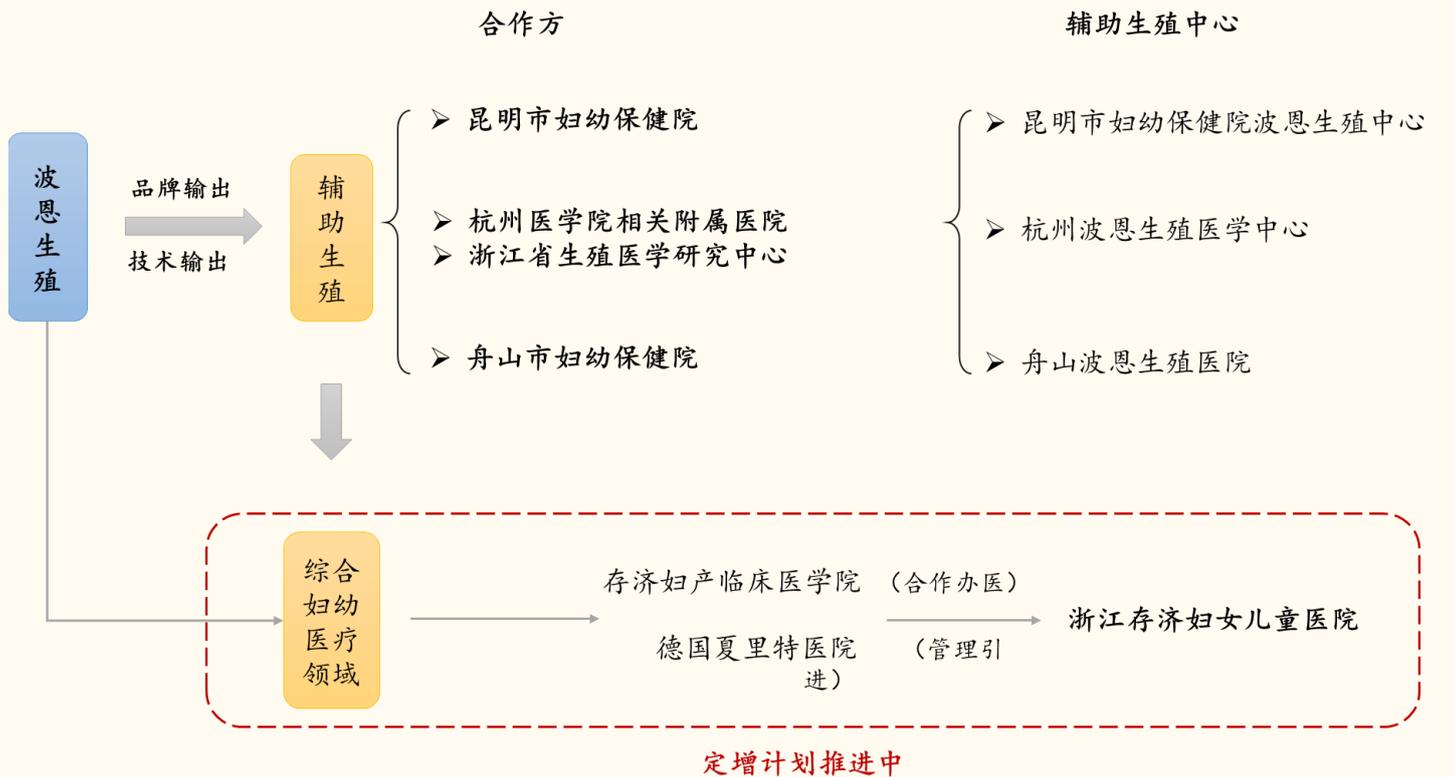


来源：公司公告，国金证券研究所

浙江地区辅助生殖业务拓展，进一步延伸至综合妇幼医疗领域

- 2016年12月，控股股东通策集团捐资2亿元，联合杭州医学院，开展合作办学，联合创办杭州医学院存济妇产临床医学院、杭州医学院存济口腔医学院两个杭州医学院的二级学院。此外，子公司杭州波恩与杭州医学院共建存济妇产临床医学院、浙江省生殖医学研究中心。同时，杭州波恩将与杭州医学院相关附属医院等浙江省生殖医学研究中心执行机构进一步共同建设杭州波恩生殖医学中心。
- 杭州医学院，前身为创建于1925年的浙江省立女子产科学校，1974年建立浙江省卫生学校；2004年升格建立浙江医学高等专科学校；2016年3月经国家教育部批准，正式建立杭州医学院。学校有三级甲等直属附属医院1家，教学医院76家，实习医院10家，社区医院17家，非临床基地62家；
- 2017年6月，公司拟定增募集资金约8亿元用于投建“浙江存济妇女儿童医院”。浙江存济妇女儿童医院的定位是妇科肿瘤、妇产及生殖相关医疗服务为特色的综合医院，奠定了公司从辅助生殖专科向综合妇幼医疗领域延伸的基础。公司将引进德国夏里特医院先进管理和医疗技术，与杭州医学院存济妇产临床医学院合作办医，并委托杭州医学院相关附属医院管理。

图表 59：通策医疗，辅助生殖、妇幼医疗领域布局一览



来源：公司公告，国金医药整理绘制，国金证券研究所

盈利预测

- 我们预计公司 2018 年至 2020 年归属母公司净利润分别为 2.82 亿、3.54 亿、4.29 亿，对应 EPS 分别为 0.88 元、1.10 元、1.34 元，2018 年至 2020 年分别对应 P/E 54.5 倍、43.5 倍、35.9 倍。我们从优质公司研究角度首次覆盖，给与“增持”评级。

图表 60：通策医疗核心医院营收预测

	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
核心医院营业收入（万元）								
杭州口腔医院集团	36003.7	42223.2	54410.6	65113.1	84815.7	112066.5	144943.6	183311.2
yoy	23.2%	17.3%	28.9%	19.7%	30.3%	32.1%	29.3%	26.5%
宁波口腔医院集团	4517.5	6874.0	11070.1	11562.4	13789.4	17405.1	21437.8	25772.5
yoy	11.2%	52.2%	61.0%	4.4%	19.3%	26.2%	23.2%	20.2%
昆明口腔医院	1705.7	2569.2	2687.0	3607.7	4594.4	6202.5	7753.1	9691.4
yoy	31.0%	50.6%	4.6%	34.3%	27.4%	35.0%	25.0%	25.0%
诸暨口腔医院		1156.9	1955.8	2660.9	4368.6	6552.9	8846.4	11058.0
yoy			69.1%	36.1%	64.2%	50.0%	35.0%	25.0%
沧州口腔医院	1452.4	1958.6	2136.5	2417.5	2715.8	3123.2	3435.5	3779.1
yoy	32.0%	34.9%	9.1%	13.2%	12.3%	15.0%	13.0%	12.0%
衢州口腔医院	812.0	953.3	1521.8	1391.4	1475.2	1593.2	1720.7	1858.4
yoy	15.0%	17.4%	59.6%	-8.6%	6.0%	8.0%	8.0%	8.0%
医疗服务收入（万元）	45171.8	56522.7	74751.0	87099.5	114857.2	151857.3	196089.7	247679.5
YOY	21.9%	25.1%	32.2%	16.5%	31.9%	32.2%	29.1%	26.3%
医疗服务毛利率	44.1%	39.2%	41.3%	41.6%	41.4%	41.5%	41.6%	41.5%

来源：公司公告，国金医药，国金证券研究所

风险提示

■ 医患社会问题、医疗事故风险：

- 口腔治疗标准化程度低，依赖执业医师根据各个患者的不同情况制定不同的诊疗方案，但由于医生诊疗过程需依赖医生的专业判断，其中任何细微的误差都可能影响治疗效果，可能导致治疗未能成功、治疗结果不如预期。
- 因此公司面临一定的医疗事故或纠纷的风险，该风险是医疗机构所固有的。医疗事故或纠纷会导致公司面临投诉、经济赔偿或法律诉讼，可能会对公司声誉和品牌美誉度产生不利影响，从而会对公司的业务、经营业绩及财务状况产生不利影响。

■ 公司口腔板块所存在的风险

■ 1) 收购扩张模式存在的风险：

- 从宏观层面出发，成熟医院的整体收购受政策影响较大，尤其涉及公立医院改制时，地方政府在改制谈判中的主动性较强，改制的进程中存在改制难度大、谈判周期较长，谈判进度不确定性高的问题。
- 从微观角度出发，一方面处于经营体制和管理体系更迭期的标的医院，受路径依赖施加的反作用影响，标的医院可能面临业绩增量不稳定、盈亏反复，对公司营收贡献低于预期的风险；另一方面，收购口腔医院的扩张模式将埋下大量牵扯股权、人员管理以及服务标准等等的隐患，若处置不当，则容易将公司陷入法律诉讼险，影响上市公司声誉。

■ 2) 新建医院运营风险：

- 新建口腔医院在培育期亏损、发展前景不明确、经济效益不明确等风险

■ 公司辅助生殖板块存在的风险：

- 公司采用合作办医设立辅助生殖中心扩张的速度低于预期：1) 政府对辅助生殖中心的数量和密度有严格规划 2) 有意愿联合共建的三甲妇幼医院数量有限 3) 谈判周期长，谈判进度不确定性高。

■ 定增计划低于预期的风险

附录：中国口腔行业概览

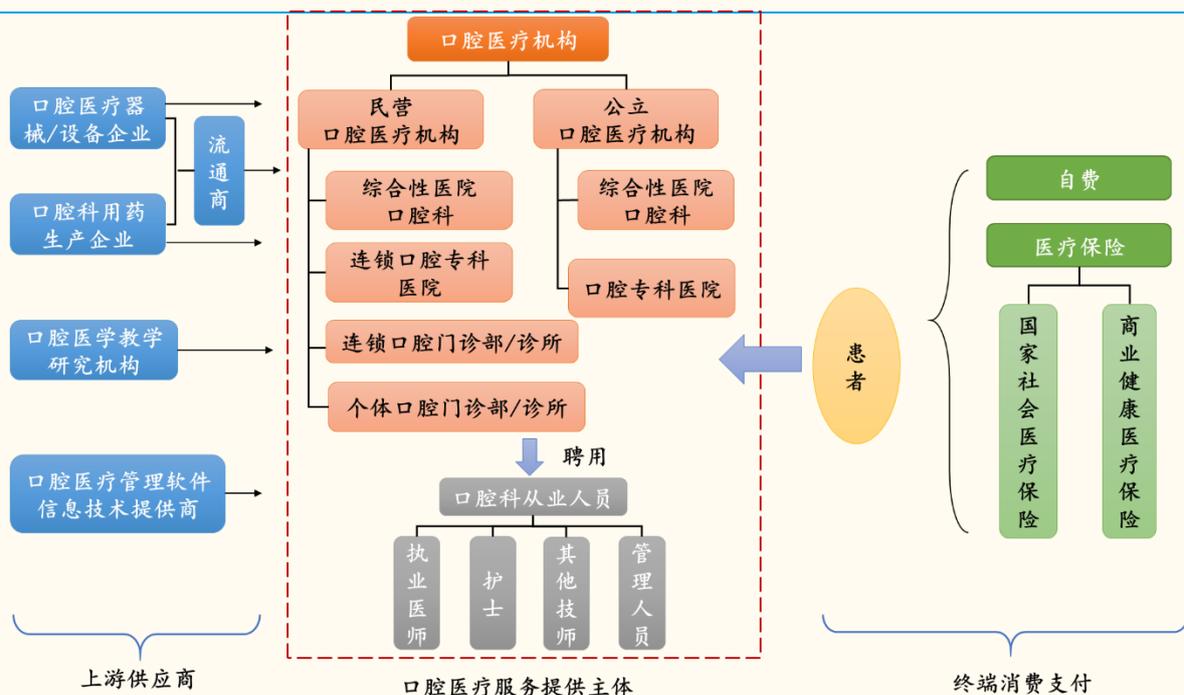
（一）需求端

- 国民口腔保健意识提高，全民口腔疾病防治势在早行
- 口腔疾病是影响国民健康的常见病和多发病。我国已经开展的 4 次大规模的口腔流行病学调查（1982-1984 年、1995 年、2005-2007 年以及 2015-2016 年）结果显示，口腔疾病在各个年龄段人群中普遍流行，口腔疾病高发，全民口腔患病率高达 90% 以上，普遍口腔健康状况较差。
- 根据第四次全国口腔健康流行病学调查发布，与 2005 年相比，2015 年调查数据显示我国居民口腔健康素养水平和健康行为情况均有不同程度的改善。其中，居民口腔健康知识知晓率为 60.1%，84.9% 的人对口腔保健持积极态度，因预防口腔疾病和咨询检查就诊的比例分别为 40%、43.2%。
- 口腔行业需求的增长主要得益于三大群体。在新消费观驱动和三大群体需求增长的共同作用下，口腔行业容量快速增长。
 - 1) 年轻家长的口腔护理观念更为科学，小儿的保健性治疗越来越多（如在发达地区，窝沟封闭已经实现了普及）；2) 年轻人对时尚、求职、保健消费的追求，牙齿美白（洁牙）、牙齿整形（瓷贴面等）、正畸（过去正畸更多是针对 12-16 岁儿童）的数量不断增加；3) 中产阶层步入中老年阶段，种植牙的市场渗透率在不断提升（种植牙近些年的增长率超过 30%）。

（二）供给端

- 口腔医疗行业定义及定位
- 口腔医疗行业是指以口腔医疗消费为基础，集合了口腔医疗服务、口腔医学教育、口腔医疗器材研究开发生产、市场策划、宣传、投资、经营、管理等于一体的医疗产业链。由于口腔疾病的特点，口腔医疗产业在具有一般医疗产业共性的同时，又具有自身明显的特点。
- 口腔医疗机构是中国医疗体系中一个相对独立的部分

图表 61：口腔医疗机构是中国医疗体系中一个相对独立的部分



来源：公开资料整理，国金证券研究所

■ 我国口腔医疗服务市场格局

- 中国口腔科服务由综合医院口腔科、口腔专科医院及口腔诊所提供。目前，我国口腔医疗市场主要的医疗服务提供仍然主体是公立口腔医疗机构。
- 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。在地区范围内，我国每个省会级城市都有一到两家综合性医院的口腔或口腔专科医院在当地具有一定的影响。
- 在全国范围内临床和科研处于行业领先地位的四川大学华西口腔医院、北京大学口腔医院、上海市第九人民医院、第四军医大学附属秦都口腔医院、武汉大学附属口腔医院、北京协和医院、天津市口腔医院、广东省口腔医院、中山大学附属光华口腔医院、山东大学口腔医院、浙江大学医学院附属二院等医院，就诊患者来自周边省份甚至全国各地，多为疑难口腔患者或有高端需求的患者。

(三) 主要口腔疾病及治疗方案

- 已报道的前四次全国口腔流行病学调查结果显示，我国儿童的乳牙龋、恒牙龋、成人的龋齿和牙周病是普遍的口健康健康问题，患病率均高，呈典型的发展中国家特点。

图表 62：1990-2015 年全球、中国口腔疾病患病数、患病率及变化情况

地区	性别	病种	患病数(x10 ⁶)		变化幅度 (%)	患病率(%)		变化幅度 (%)
			1990 年	2015 年		1990 年	2015 年	
全球	男性	恒牙龋	835	1220.3	46.1%	31.3%	32.8%	4.9%
		牙周病	164.3	288	75.3%	6.2%	7.8%	25.8%
		无牙和严重的牙缺失	67.8	122.6	81.0%	2.5%	3.3%	29.9%
	女性	恒牙龋	904.4	1300.9	43.9%	34.3%	35.6%	3.8%
		牙周病	142.8	249.6	74.7%	5.4%	6.8%	26.0%
		无牙和严重的牙缺失	89	153	71.8%	3.4%	4.2%	24.0%
	合计	恒牙龋	1739.4	2521.2	45.0%	32.8%	34.2%	4.3%
		牙周病	307.1	537.5	75.0%	5.8%	7.3%	25.9%
		无牙和严重的牙缺失	156.8	275.6	75.8%	3.0%	3.7%	26.5%
中国	男性	恒牙龋	153	194.1	26.9%	25.8%	27.3%	5.5%
		牙周病	32.9	60.7	84.9%	5.6%	8.5%	53.7%
		无牙和严重的牙缺失	8	16.2	102.5%	1.4%	2.3%	68.4%
	女性	恒牙龋	164	202.7	23.6%	29.2%	30.2%	3.6%
		牙周病	25.8	48.9	89.3%	4.6%	7.3%	58.5%
		无牙和严重的牙缺失	9.3	18.7	101.4%	1.7%	2.8%	68.7%
	合计	恒牙龋	317	396.8	25.2%	27.5%	28.7%	4.5%
		牙周病	58.7	109.6	86.8%	5.1%	7.9%	55.9%
		无牙和严重的牙缺失	17.3	35	101.9%	1.5%	2.5%	68.5%

来源：中国慢性病预防与控制：2017 年 7 月第 25 卷第 7 期，国金证券研究所

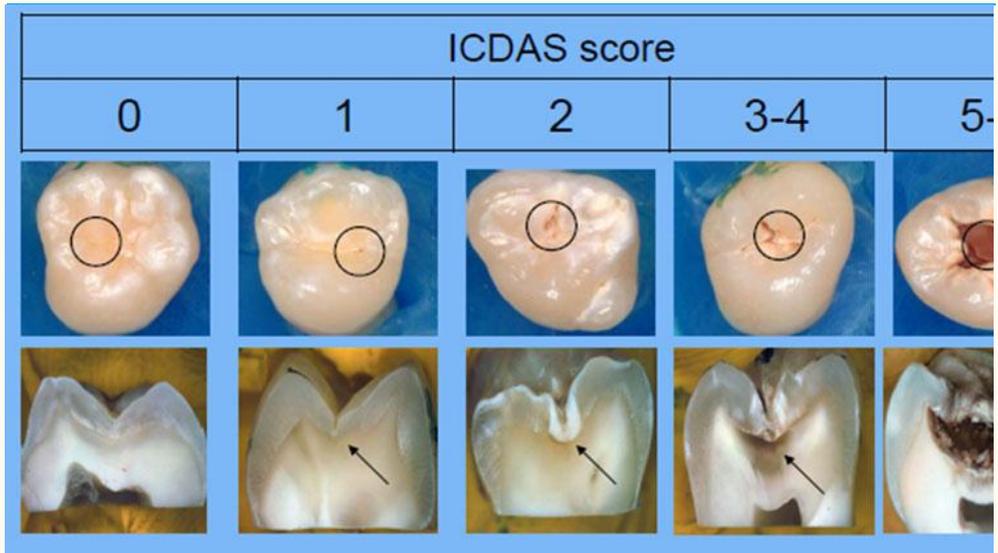
■ 1) 龋齿

- 龋齿俗称虫牙、蛀牙，是一种以细菌为主的多种因素复合作用下，牙齿硬组织发生的慢性、进行性破坏的一种感染性疾病，表现为无机质脱矿和有机质分解。
- 龋病的临床表现随着病变的发生发展而有所不同，其龋损程度有深有浅，范围有大有小，可以累及不同的牙位、牙面。龋齿发病开始在牙冠，随病程发展而从色泽改变到形成实质性病损的演变过程。表现为牙釉质受到腐蚀，变软、变色，逐渐发展为牙体硬组织缺损，如不及时治疗，病变继续

发展，形成龋洞。未经治疗的龋洞不会自行愈合，其发展的最终结果是牙冠完全破坏消失，终至牙齿丧失。

- 国际龋齿检测和评估系统（ICDAS）是被国际认可的一种视觉评估工具，该系统可以检测龋病从早期到晚期各个阶段的受损情况，使牙齿的健康状况(龋病)以数字的形式进行等级评分。根据龋损的严重程度，ICDAS 将龋病编码为 0 ~ 6 级，共 7 个等级，每一个等级之间在视觉表征上仅有轻微的变化。另外，根据牙齿的表面特征又分为窝沟、平滑面(近中面和远中面)、游离平滑面(颊侧面、舌侧面、无邻牙的可直接检查的近远中面)以及伴有修复体或封闭剂 4 种情况。

图表 63：国际龋齿检测和评估系统（ICDAS）



来源：国际龋齿检测和评估系统（ICDAS），Karger Publications，国金证券研究所

图表 64：国际龋齿检测和评估系统（ICDAS）编码标准

ICDAS 编码标准				
龋病编码	窝沟	光滑面	游离光滑面	修复体和封闭剂
0	牙齿表面健康			
1	釉质早期视觉改变			
2	釉质明显视觉改变			
3	无牙本质暴露的局限性釉质破坏			
4	深部的牙本质黑影			
5	暴露牙本质的明显龋洞			
6	暴露牙本质的明显的大面积龋洞			

来源：国际龋齿检测和评估系统（ICDAS），国金证券研究所

■ 龋齿的治疗方案

- 龋齿属于口腔内科范围，治疗方案采用磨除法、药物疗法、再矿物化法、充填法以及修复法。龋齿的治疗一般均需要采用充填法（即补牙）或修复法。对釉质浅层龋，可用氟化物或硝酸银类药物方法，再矿化法治疗，在窝沟处用窝沟封闭治疗或预防性充填。对已有牙体缺损的浅龋，中龋，进

行充填治疗。深龋应垫底后填充。冠破坏较大者，视病情以嵌体或全冠修复。治疗目的为防止龋齿进一步加深，恢复咀嚼功能。

■ 2) 牙周病

- 牙周病主要包括牙龈出血、牙龈病损、牙周脓肿及各种原因所导致的不同程度的牙龈发炎——常见的如牙周炎、急慢性牙龈炎、龈乳头炎、妊娠期龈炎等。
- 牙周病病因复杂，与口腔内菌斑微生物、牙石、口腔环境的人为改变等局部因素、与患者社会心理状况、内分泌失调、吸烟等全身因素均相关。
- 牙周炎是最常见的牙周疾病。牙周炎是影响牙齿支持组织（牙龈、牙周膜、牙槽骨和牙骨质）的一种慢性感染性疾病，微生物侵犯牙龈、牙周膜和牙槽骨，引发牙周附着丧失和牙槽骨吸收，严重时会导致牙齿的松动，甚至脱落。
- 临床上也将牙周炎分为慢性牙周炎、侵袭性牙周炎、反映全身疾病的牙周炎和坏死溃疡性牙周炎等类型。
- 慢性牙周炎是临床上最为常见的一类牙周炎，约占牙周炎患者的 95%。重度牙周炎会影响牙齿支持组织的健康，累及牙齿的咀嚼功能。且重度牙周炎与动脉粥样硬化、冠心病和脑卒中等心血管疾病、尿病、早产和低出生体重儿等疾病显著相关。
- 根据第四次全国口腔健康流行病学调查，我国中年人牙周健康状况仍有待提升。调查显示，2015 年 35~44 岁居民中，口腔内牙石检出率为 96.7%，男性高于女性，农村高于城市，较 2005 年（97.3%），变化不大；牙龈出血检出率为 87.4%，男性高于女性，农村高于城市，与 2005 年（77.3%）相比，明显上升。

图表 65：牙周科常用诊疗方案及技术功效

诊疗项目	适用症状	技术要点及功效	功效
龈上洁治	牙龈炎定期口腔保健	超声波洁治+喷砂+抛光+上药	
龈下刮治	牙周炎、急性龈乳头炎	手工刮治、超声龈下刮治	
松牙固定	序列牙周治疗后仍松动的牙齿	牙周基础治疗后对松动牙齿的进一步保护	
牙周翻瓣	牙周基础治疗效果不佳者	消除或减少牙周袋深度。采用不同的手术切口，将牙龈与下方的组织分离，形成牙龈组织瓣，暴露病变区的根面和牙槽骨，提供清创入路和可视性。刮除病变组织和菌斑牙石后，将牙龈瓣复位在合适的位置上并缝合，达到消除牙周袋或使牙周袋变浅的目的	指采用不同的手术切口，将牙龈与下方的组织分离，形成牙龈组织瓣，暴露病变区的根面和牙槽骨，提供清创入路和可视性。刮除病变组织和菌斑牙石后，将牙龈瓣复位在合适的位置上并缝合，达到消除牙周袋或使牙周袋变浅的目的

来源：公开资料整理，国金证券研究所

■ 3) 牙齿缺失

- 牙列缺损、牙列缺失是口腔常见病和多发病。从缺失牙原因来看，龋病仍然是缺失牙的主要原因，其次是牙周病和外伤。
- 牙齿缺失的发病率随年龄的增加而增加。随着年龄的增加，人均缺牙数越高，患者口内平均修复牙数和义齿的修复率提高。老年人由于牙龈生理性萎缩，使没有牙釉质覆盖的牙根暴露在口腔中，加上食物嵌塞，口腔细菌积累造成菌斑及其代谢产物共同作用下更容易导致龋病、牙周病。
- 不同牙弓部位缺失牙均数和牙齿缺失的发病率不一样，磨牙区>前磨牙区>前牙区，磨牙区有较高的失牙均数和牙齿缺失的发病率，其次前磨牙与前牙。磨牙区，尤其是第一磨牙，萌出时间早，在口内保存的时间较长，是全口承担咀嚼压力的主要牙齿。磨牙区是承受咬合力的主要部位，对该部位牙齿的修复，恢复该区域牙齿的完整，对患者提高咬合功能，保持上

下颌咬合高度，保护颞下颌关节有着很重要的意义。磨牙区窝沟点隙多而深，自洁作用差，磨牙位置靠后，比较难做到有效的清洁，患龋率高，缺失牙的发病率高。

- 老年口腔保健意识增强，认识牙齿缺失对健康的不良影响及牙齿缺失修复的重要性，疾病治疗意识和消费属性双提升
- 第四次全国口腔健康流行病学调查显示，较 2005 年，我国老年人口腔状况及口腔卫生服务水平都有所提升。调查发现，65-74 岁老年人中，存留牙数为 22.5 颗，城市高于农村，全口无牙的比例为 4.5%，农村高于城市；缺牙已修复治疗比例为 63.2%，城市高于农村。与十年前相比，老年人存留牙数平均增加了 1.5 颗，全口无牙的比例下降了 33.8%，修复比例上升了 29.5%。
- 口腔修复是牙体缺损、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。
- 疗效判定主要包括以下三个方面内容：①功能，咀嚼功能，有无塞牙；②舒适度有无不适，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 66：常见口腔修复治疗手段及其特点与功效

诊疗项目	适用症状	技术要点或特点	功效
传统种修复	适用于少量牙位缺失，或作为半口种植的补充	针对已经缺失的牙位，在牙槽骨上植入人工植体，待人工植体与牙槽骨充分生长愈合后（约 3-6 个月），再在人工植体上加装牙冠；针对尚未缺失的牙位，还需先拔牙，伤口愈合（约 3-6 个月）后植入人工植体	种植牙是植入体内的修复方法，具有很强的固定性和稳定性，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	一种更加先进的种植牙技术，无需等待伤口愈合，拔牙后可即刻植入植体、即刻修复，缩短了治疗周期	相比传统种植牙缩短了治疗周期和病人病痛，但由于压力承受力有限，比较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	一种更加先进的种植牙技术，进一步缩短治疗周期，即刻拔除、即刻种植、即刻修复，而且可以减少植入的人工植体数量，无需每个牙位均植入一颗植体	缩短了治疗周期，相比即刻种植修复可以承受更大的咀嚼压力，并减少植体数量，比如全口 14 个牙位缺失，只需植入 4-5 颗种植体，减轻了病人口腔负担，但一般只用于半口缺牙和全口缺牙
烤瓷单冠修复	适用于变色牙，釉质发育不全，畸形牙，大面积缺损牙等状况	将患者的基牙打磨变小后，加装烤瓷材料的牙冠	无需拔除，尽可能保留患者的基牙，又达到修复的效果，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、牙周条件不理想的客户	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

来源：公开资料整理，国金证券研究所

- 重视牙齿的美观功能，消费属性体现
- 过去，进行牙齿修复患者多为牙齿龋损严重者。近年来，对牙齿修复的目的、要求也发生了较大的改变。
- 多数患者在行牙齿修复时强调对美观的诉求，也有患者无牙齿病变，单纯以美观要求行牙齿修复，尤其以前牙区为主。前牙区是美学区域，因牙体缺损、牙齿缺失、颜色异常、牙齿排列异常等原因可影响美观和功能。此类治疗难度稍大、治疗程序繁琐，不仅需要治疗选择、适配过程中征求患者意见，还多需正畸治疗，有条件医院还需要开展计算机口腔建模、3D 模型制作，花费较大。针对该部位的美学修复需求有增加明显。牙齿修复已不仅局限于单纯的种植牙齿、固定或佩戴义齿。

- 4) 正畸
- 牙齿错颌畸形发病率高发，消费升级属性明显
- 正畸即牙齿矫正、解除错牙合畸形。
- 第四次全国流行病学调查资料显示，人群中牙齿错颌畸形发病率约为 49%，其中乳牙列、混合牙列、早期恒牙列的牙颌畸形患病率分别为 51.84%、71.21%、72.97%，较 20 世纪 50 至 60 年代明显增加。
- 正畸治疗主要通过各种矫正装置来调整面部骨骼、牙齿及颌面部的神经及肌肉之间的协调性，以达到口颌系统的平衡、稳定和美观的最终矫治目的。错（牙合）畸形的矫治主要依靠在口腔内部或外部戴用矫治器，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。
- 矫治的最佳年龄是 12~13 岁，成人拔牙间隙关闭时间、治疗疗程较青少年长，青少年的有效率高于成人，但成人的稳定性明显高于青少年。
- 目前主流的正畸矫治材料及方式包括常规钢丝托槽矫治、常规钢丝托槽矫治、舌侧隐形矫治、透明牙套隐形矫治。

图表 67：不同正畸矫正方式对比

矫治类型	常规钢丝托槽矫治	透明陶瓷托槽半隐形矫治	舌侧隐形矫治	透明牙套隐形矫治
				
原理	通过粘固剂将矫正附件粘固于压面，将金属托槽和钢丝加装到牙齿上，由医师定期手工调整加大压力，长时间佩戴可达到矫正效果	通过陶瓷托槽挤弓丝等装置矫正	将矫治器安装与牙齿舌侧面矫正牙齿	通过透明的可自行摘带的无托槽隐形矫治器矫正牙齿
美观	牙面清晰可见钢丝托槽，对美观有一定影响	托槽几乎透明，隐蔽性好	矫治器在舌侧，外观无痕	矫治器透明，难以察觉
卫生	托槽和弓丝上残留碎渣，滋生细菌	托槽和弓丝上残留碎渣，滋生细菌	托槽和弓丝上残留碎渣，滋生细菌	可自行穿戴，易于清洁
舒适	牙套中弓丝和托槽会刺激口腔，造成异物感	牙套中弓丝和托槽会刺激口腔，造成口腔磨损	牙套中弓丝和托槽会刺激口腔，造成异物感	没有托槽与弓丝，无不适感
时间	2年	2年	2年	12-18个月
价格	价格最低廉	大于钢丝矫治，小于隐形矫治	最贵	较贵，国外品牌在40000~60000元不等

来源：公开资料整理，国金证券研究所

- 正畸技术的发展趋势：更美观更便利是永恒的追求，隐形正畸是主要发展趋势
- 传统的牙齿矫正方法是使用钛合金丝牵拉托槽形成牙箍，利用牵引力实现牙齿矫正。传统矫正方法矫正过程繁琐，不仅对牙科医生的医技水平要求高，同时也存在不美观，日常生活品质的问题。
- 在对更美观和更便利的追求下，以隐适美、时代天使为代表的隐性正畸以及舌侧正畸方案不断推出。然而，这些创新性方案也存在不足，例如隐性正畸和舌侧正畸分别存在材料强度不足和矫正过程繁琐的问题。因此，寻求强度更好的新材料、更美观的正畸方案、更简单的治疗方法仍然是正畸行业投资的主旋律。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	762	879	1,180	1,557	2,003	2,525	货币资金	300	283	560	656	819	1,092
增长率		15.3%	34.2%	32.0%	28.7%	26.1%	应收款项	16	33	47	55	71	84
主营业务成本	-448	-515	-692	-912	-1,171	-1,479	存货	20	26	25	32	41	49
%销售收入	58.8%	58.6%	58.6%	58.6%	58.5%	58.6%	其他流动资产	23	34	38	56	69	84
毛利	314	364	488	645	832	1,047	流动资产	360	376	669	799	1,000	1,310
%销售收入	41.2%	41.4%	41.4%	41.4%	41.5%	41.4%	%总资产	30.3%	29.3%	37.3%	39.1%	41.6%	45.5%
营业税金及附加	-7	-5	-5	-6	-8	-10	长期投资	7	68	273	288	308	333
%销售收入	0.9%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	681	681	663	727	813	900
营业费用	-11	-17	-12	-19	-26	-40	%总资产	57.3%	53.0%	36.9%	35.5%	33.8%	31.2%
%销售收入	1.5%	2.0%	1.0%	1.2%	1.3%	1.6%	无形资产	139	159	186	228	278	335
管理费用	-111	-162	-186	-249	-331	-424	非流动资产	830	910	1,125	1,246	1,402	1,571
%销售收入	14.6%	18.5%	15.7%	16.0%	16.5%	16.8%	%总资产	69.7%	70.7%	62.7%	60.9%	58.4%	54.5%
息税前利润 (EBIT)	185	180	286	371	468	572	资产总计	1,190	1,286	1,795	2,045	2,402	2,881
%销售收入	24.3%	20.4%	24.3%	23.8%	23.3%	22.6%	短期借款	0	0	20	20	20	20
财务费用	-16	-12	-12	-14	-18	-23	应付款项	81	77	104	132	161	195
%销售收入	2.1%	1.3%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	其他流动负债	60	50	91	130	164	205
资产减值损失	0	-3	-2	0	0	0	流动负债	141	127	215	282	345	420
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	295	260	480	465	485	535
投资收益	-1	0	7	10	12	12	其他长期负债	1	0	0	0	0	0
%税前利润	n.a	n.a	2.6%	2.7%	2.6%	2.1%	负债	436	387	695	747	830	955
营业利润	167	165	281	368	462	561	普通股股东权益	682	818	993	1,178	1,436	1,769
营业利润率	22.0%	18.8%	23.8%	23.6%	23.1%	22.2%	少数股东权益	71	81	107	120	137	158
营业外收支	5	2	1	1	1	1	负债股东权益合计	1,190	1,286	1,795	2,045	2,402	2,881
税前利润	172	168	282	369	463	562	比率分析						
利润率	22.6%	19.1%	23.9%	23.7%	23.1%	22.3%		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
所得税	-46	-35	-55	-74	-93	-112	每股指标						
所得税率	26.8%	20.7%	19.5%	20.0%	20.0%	20.0%	每股收益	0.389	0.425	0.675	0.880	1.103	1.338
净利润	126	133	227	295	371	450	每股净资产	2.126	2.550	3.096	3.675	4.478	5.516
少数股东损益	1	-3	10	13	17	21	每股经营现金净流	0.519	0.426	0.993	1.208	1.496	1.848
归属于母公司的净利润	125	136	217	282	354	429	每股股利	4.374	4.374	6.171	0.300	0.300	0.300
净利率	16.4%	15.5%	18.4%	18.1%	17.6%	17.0%	回报率						
							净资产收益率	18.29%	16.65%	21.82%	23.93%	24.62%	24.26%
							总资产收益率	10.48%	10.59%	12.07%	13.79%	14.72%	14.89%
							投入资本收益率	12.94%	12.29%	14.40%	16.66%	18.01%	18.44%
							增长率						
							主营业务收入增长率	30.59%	15.27%	34.25%	31.97%	28.67%	26.06%
							EBIT增长率	32.40%	-2.99%	59.27%	29.70%	26.00%	22.29%
							净利润增长率	13.25%	9.18%	59.05%	30.22%	25.35%	21.33%
							总资产增长率	49.99%	8.10%	39.54%	13.98%	17.45%	19.92%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	4.6	6.3	9.2	9.5	10.0	10.1
							存货周转天数	17.4	16.4	13.4	13.0	12.7	12.1
							应付账款周转天数	45.7	44.6	33.2	35.0	32.0	30.0
							固定资产周转天数	310.9	269.3	198.2	160.5	135.9	116.0
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-0.67%	-2.58%	-5.44%	-13.20%	-20.01%	-27.90%
							EBIT利息保障倍数	11.3	15.4	24.7	27.3	26.5	25.3
							资产负债率	36.68%	30.12%	38.74%	36.53%	34.54%	33.14%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	3
增持	0	0	0	0	3
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.50

来源：贝格数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH