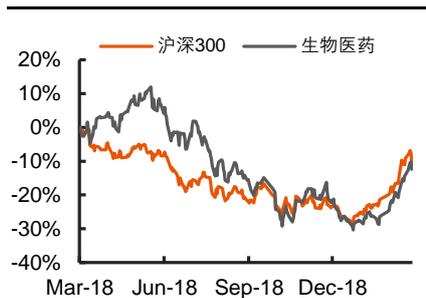


口腔系列专题报告之一：

口腔医疗迎来黄金时代，消费升级催生蓝海市场

强于大市（维持）

行情走势图



相关研究报告

《行业周报*医药*科创板加速行业创新升级，肝素原料药涨价预期值得关注》
2019-03-11

《行业周报*生物医药*科创板细则出台，助推行业创新导向》 2019-03-04
《行业专题报告*生物医药*粤港澳大湾区专题报告：大湾区规划出台，生物医药领域迎来投资风口》 2019-02-28
《行业周报*生物医药*政策预期已经触底，看好行情持续性》 2019-02-26
《行业动态跟踪报告*生物医药*疫苗批签发跟踪：1月批签发保持稳定，数据较平淡》 2019-02-26

证券分析师

叶寅 投资咨询资格编号
S1060514100001
021-22662299
YEYIN757@PINGAN.COM.CN

魏巍 投资咨询资格编号
S1060514110001
021-20632019
WEIWEI093@PINGAN.COM.CN

研究助理

韩盟盟 一般从业资格编号
S1060117050129
021-20600641
HANMENG MENG005@PINGAN.CO
M.CN

- **口腔医疗供不应求，市场持续快速增长。**从需求上看，我国口腔疾病患病率高，患者基数庞大，2017年口腔疾病患者高达6.94亿人。但治疗率偏低，5岁儿童、12岁儿童、35-44岁成人、65-74岁四个年龄段龋齿填充治疗率仅分别为4.1%、16.5%、26.6%、12.8%。随着老龄化加剧，口腔疾病发病率呈上升趋势，带来大量医疗需求。从供给上看，口腔医生是口腔医疗领域最核心资源，当前我国每百万人口拥有口腔医生仅137名，远低于发达国家500-1000名的水平，供给相对不足。大量未满足医疗需求为口腔行业提供爆发基础。
- **口腔行业近千亿规模，即将迎来黄金时代。**根据我们测算，2017年我国口腔医疗服务市场规模达931亿元。从2012-2017年CAGR来看，口腔医疗为16.22%，而整体医药制造业仅为9.36%，口腔医疗是医药行业受政策冲击下的完美避风港。1975-1994是台湾口腔医疗发展最快的20年，在此期间，台湾省人均GDP由985美元提升至12160美元。每百万人口拥有牙科医生数由75人提升至330人。参考台湾地区和欧美，我们认为我国口腔医疗即将进入爆发期。
- **消费升级下，种植和正畸是口腔行业两座金矿。**口腔医疗细分领域多，而种植和正畸是典型的高价值项目，不在医保报销范围，潜在市场规模均可达2000亿左右。患者的消费能力和种植医生数量是制约种植和正畸渗透率提升的主要因素。从美国经验来看，种植领域起步滞后于整体口腔医疗，美国种植快速发展起始于1980年左右，彼时美国人均可支配收入接近9000美元。2017年我国主要一二线城市人均可支配收入已经达到或接近9000美元水平，而随着牙科医生向沿海一二线城市集中，这些城市具有较高的口腔医生密度，可支撑种植和正畸发展。我们预计种植和正畸两大高价值项目将率先在一二线城市发展起步，然后向三四线城市扩展。
- **投资建议：**我们建议关注口腔医疗全产业链投资机会，重点是中游设备和耗材，尤其是种植、正畸和修复所需的高值耗材和设备，重点推荐正海生物、建议关注美亚光电；从下游来看，口腔医疗服务集中度不断提升，处在区域到全国过渡的关键期，重点推荐通策医疗。
- **风险提示：**1) 医疗事故风险：因为部分口腔医疗机构不规范的临床操作导致一些严重的行业安全事故，将会对口腔诊疗项目推广造成不利影响；2) 研发进度不及预期：新产品研发具有高投入、高风险的特点，相关产品研发进度可能不及预期；3) 医疗机构扩张速度慢：新的医疗机构扩张受到资金、人员、政策等多个因素影响，存在不达预期风险。

股票名称	股票代码	股票价格		EPS			P/E			评级	
		2019-03-11	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E		2021E
通策医疗	600763	58.62	0.68	1.00	1.32	1.73	86.21	58.62	44.41	33.88	强烈推荐
正海生物	300653	54.91	0.77	1.07	1.41	1.76	71.31	51.32	38.94	31.20	推荐

注：通策医疗 EPS 数据来自 Wind 一致预期

正文目录

一、 口腔医疗需求旺盛，供给相对不足	6
1.1 口腔疾病高患病率、低诊疗率特点突出	6
1.2 我国口腔医疗服务供给能力与发达国家差距明显	7
二、 我国口腔医疗市场近千亿，即将迎来黄金时代	10
2.1 我国口腔医疗达千亿规模，增长确定性强	10
2.2 参考中国台湾和欧美经验，我国口腔医疗即将进入高速发展期	11
三、 口腔产业链：上游关注高值耗材，下游重视连锁化	16
3.1 上游：以种植和正畸领域高值耗材和设备为主	17
3.2 中游：关注新型 DSO 模式的崛起	19
3.3 下游：各家跑马圈地，品牌连锁率提升	19
四、 消费升级下，种植和正畸是口腔行业两座金矿	20
4.1 口腔医疗细分领域多，医保只报销基本治疗费用	20
4.2 种植和正畸受益于消费升级，在一二线城市率先崛起	21
4.3 种植和正畸在起步阶段，市场潜力大	24
五、 投资建议	26
5.1 正海生物：国内生物再生材料龙头，受益种植高速增长	26
5.2 通策医疗：口腔医疗扩展加速，向综合医疗服务集团迈进	28
六、 风险提示	29

图表目录

图表 1	我国近两次口腔流行病学调查结果对比	6
图表 2	我国历年医疗机构口腔科门急诊人次	6
图表 3	我国 4 个典型年龄段龋患率及填充治疗率情况	7
图表 4	我国 60 岁及以上老年人数量及占比	7
图表 5	口腔诊疗机构分类	8
图表 6	我国口腔专科医院中公立和民营数量及增速	8
图表 7	我国各类型医院利润率及净资产收益率比较	9
图表 8	世界主要国家每百万人口拥有牙科医生数量	9
图表 9	我国口腔医疗服务市场规模测算	10
图表 10	我国口腔医疗服务市场规模及增速	10
图表 11	美国口腔医疗消费占卫生总费用比例	11
图表 12	台湾地区牙医数量及变化情况	12
图表 13	台湾人均 GDP 及变化情况	12
图表 14	我国人均 GDP 及其增速	13
图表 15	美国牙科市场规模及增速	13
图表 16	美国人均 GDP 及其增速	14
图表 17	西班牙牙医数量及增速	14
图表 18	西班牙人均 GDP 及增速	14
图表 19	12 岁儿童窝沟封闭率变化情况	15
图表 20	不同年龄段龋补填充比变化情况	15
图表 21	我国 12 岁儿童对口腔健康知识的知晓率提升明显	15
图表 22	我国口腔医生数量及其变化情况和每百万人口口腔医生数量	16
图表 23	2016 年以来我国口腔医疗行业主要支持政策	16
图表 24	我国口腔医疗产业链	17
图表 25	我国口腔医疗产业链上游竞争格局	17
图表 26	国内口腔修复膜竞争格局	18
图表 27	2018 年国内 CBCT 市场格局	18
图表 28	加入 DSO 的牙科各分支占比	19
图表 29	我国主要口腔连锁机构一览	19
图表 30	口腔医疗细分科室	21
图表 31	种植与正畸项目价格	21
图表 32	2017 年各国每万人种植牙数量 (个) 与人均 GDP 及每百万人牙医数之间的关系	22
图表 33	全球种植牙市场格局	22

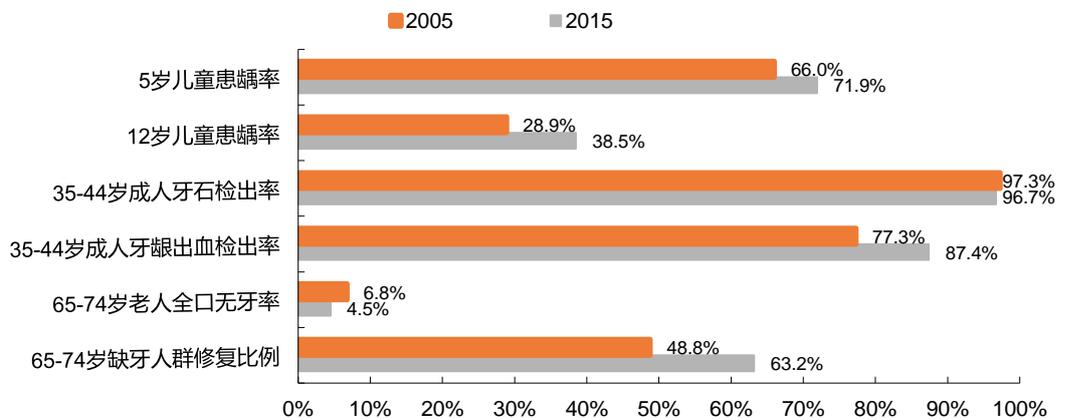
图表 34	美国人均可支配收入（万美元）	23
图表 35	2017 年我国人均可支配收入（万元）排名前列城市	23
图表 36	2017 年各省市口腔医生（含助理）数及每百万人口腔医生数	24
图表 37	我国种植牙数量及增速	24
图表 38	我国正畸病例数及增速	24
图表 39	我国种植牙潜在市场空间测算	25
图表 40	我国正畸潜在市场空间测算条件	25
图表 41	我国正畸预期渗透率、正畸人数（万人）及潜在市场空间（亿元）	25
图表 42	正海生物三大产品销售额及增速	26
图表 43	冠昊生物和正海生物硬脑膜收入比较（百万元）	27
图表 44	正海生物在研品种	27
图表 45	正海生物历年收入、净利润及其增速	28
图表 46	通策医疗历年收入、净利润及其增速	28
图表 47	通策医疗诊疗人次及其增速	29
图表 48	通策医疗浙江地区口腔医疗客单价及增速	29
图表 49	通策医疗各诊疗项目占比	29
图表 50	通策医疗浙江地区口腔医疗客单价及增速	29

一、口腔医疗需求旺盛，供给相对不足

1.1 口腔疾病高患病率、低诊疗率特点突出

我国口腔疾病患病率高。根据 2017 年 9 月卫计委发布的第四次全国口腔健康流行病学调查结果，我国儿童口腔疾病患病率成上升趋势，其中 5 岁和 12 岁儿童龋患率分别为 71.9%和 38.5%，相较 10 年前分别上升 5.9 和 9.6 个百分点；中年人牙周健康不容乐观，35-44 岁居民中口腔牙石检出率为 96.7%，与十年前相比差别不大，牙龈出血检出率 87.4%，较 10 年前上升 10.1 个百分点；老年人口腔状况向好，65-74 岁老人留存牙数为 22.5 颗，较十年前增加 1.5 颗，缺牙人群修复的比例也由 48.8%提升至 63.2%，但平均缺牙颗数仍高达 7.5 颗（按成人满口 30 颗算，不包括第三磨牙），提升空间大。

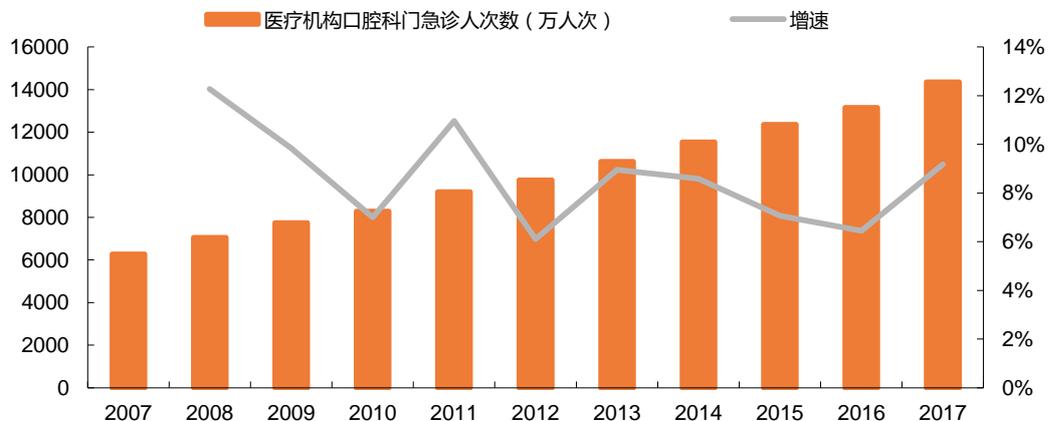
图表1 我国近两次口腔流行病学调查结果对比



资料来源：《第四次全国口腔健康流行病学调查报告》、平安证券研究所

我国口腔疾病患者基数庞大。根据卫计委数据，2017 年我国口腔科门、急诊人次达到 1.44 亿人次，同比增长 9.18%，近十年 CAGR 为 8.62%，稳步提升，而且该诊疗人次数据还不包括大量的口腔诊所等机构。根据前瞻产业研究院数据，2017 年我国共有口腔患者 6.94 亿人，基数庞大。

图表2 我国历年医疗机构口腔科门急诊人次

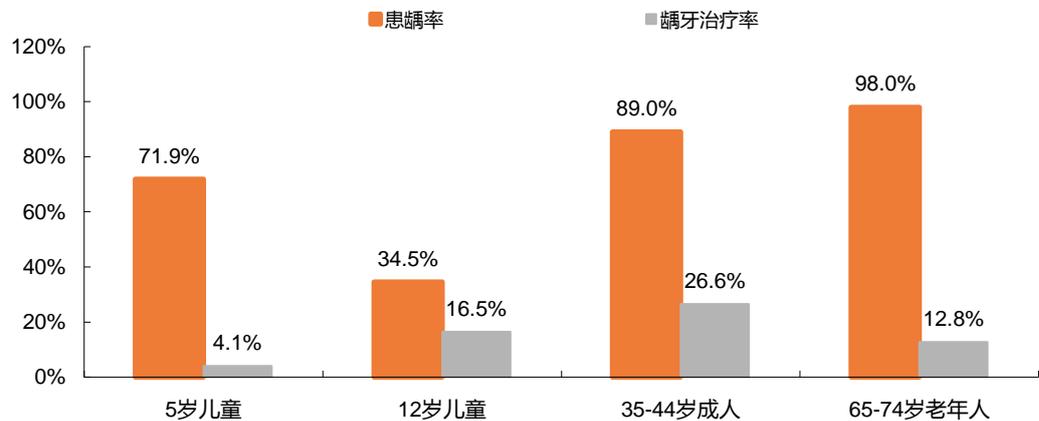


资料来源：卫计委、平安证券研究所

注：不包括门诊部、诊所（医务室）、村卫生室等

口腔疾病诊疗率低，发展潜力巨大。“牙疼不是病”充分说明了在我国口腔问题长期不受重视，面对口腔问题一贯的做法是“忍一忍就过去了”，口腔健康观念的落后导致我国口腔患者诊疗率低。根据口腔流行病学调查结果，5岁儿童、12岁儿童、35-44岁成人、65-74岁四个年龄段龋齿填充治疗率仅分别为4.1%、16.5%、26.6%、12.8%，四个年龄段治疗率均远远小于龋患率。

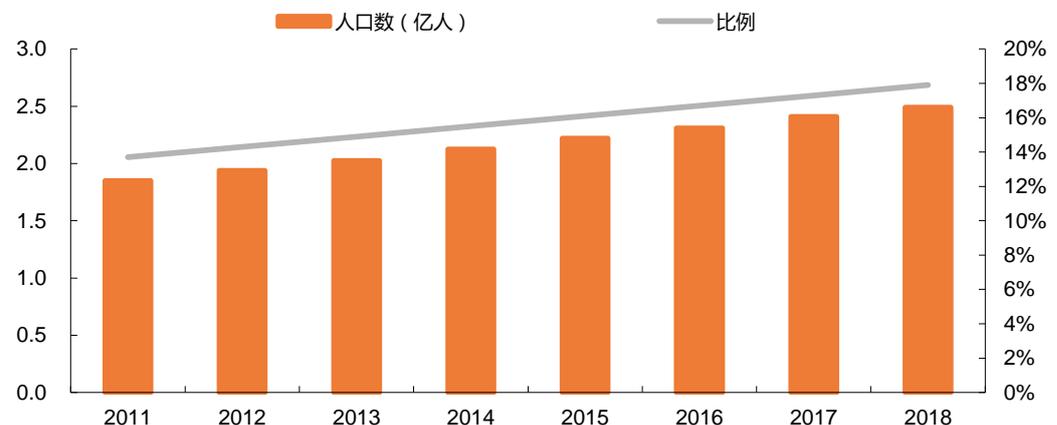
图表3 我国4个典型年龄段龋患率及填充治疗率情况



资料来源：《第四次全国口腔健康流行病学调查报告》平安证券研究所

牙科患病率随年龄增长而提升，老龄化影响显著。龋病和牙周疾病是我国最常见的两种口腔疾病，从龋患率就可以看出，随着年龄的增长，相关口腔疾病的患病率呈上升趋势。2017年我国60岁及以上老年人口数量达到2.49亿人，占总人口比例达到17.9%，远超过10%的老龄化社会标准。据多部门预测，2030年我国60岁及以上老年人口占比将超过25%，将带来大量口腔医疗需求。

图表4 我国60岁及以上老年人数量及占比



资料来源：Wind、平安证券研究所

1.2 我国口腔医疗服务供给能力与发达国家差距明显

目前我国口腔医疗服务提供方主要有4个，分别是口腔专科医院、综合医院口腔科、连锁口腔诊所、个体口腔诊所。其中以口腔专科医院水平最高，通常位于一线城市或省会级城市，设备精良，拥有大量知名专家，服务内容最全，服务范围可辐射全国，代表如华西口腔医院、北大口腔医院等，2017年我国口腔专科医院共有689家；我国二级及以上医院均设有口腔科，通常设备较为齐全，医师水平较高，服务内容主要为常见口腔疾病，服务人群为附近3-5公里居民。但也有一些大型三甲医院

口腔科水平突出，可开展高难度口腔疾病诊疗，服务范围可至全国，如上海九院、北京协和等。目前我国拥有二级及以上综合医院 8700 家左右；此外，我国还存在大量口腔诊所，以基本的“拔、镶、补”等低水平诊疗行为为主。其中连锁口腔诊所设备相对精良，可开展正畸、种植等高附加值项目，辐射范围也不局限于社区居民。

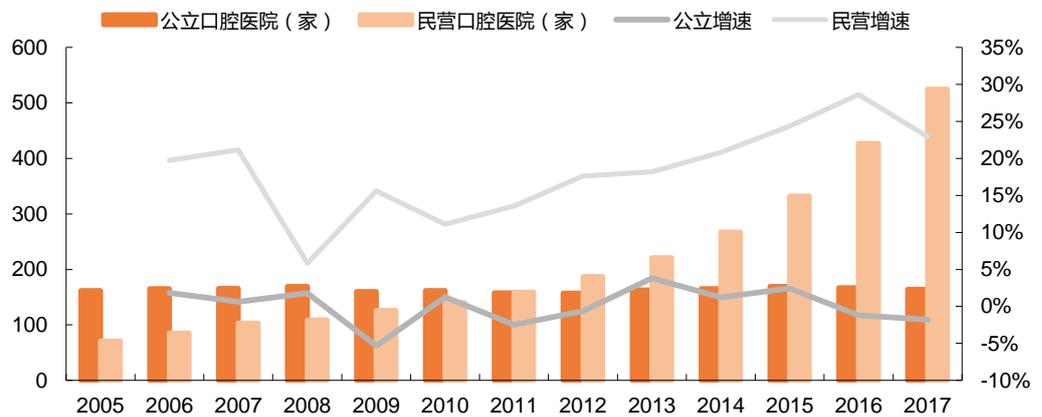
图表5 口腔诊疗机构分类

机构类型	分布	硬件设备	医师水平	服务范围	服务人群
口腔专科医院	一线、省会城市，部分经济发达的地级市	设备精良	大量知名专家，高水平代表	各种口腔疾病，包括种植、正畸、颌面外科等	一线口腔专科医院可辐射全国
综合医院口腔科	各地二级及以上医院均有设置	设备较为齐全	医师水平较高，部分三甲医院口腔科实力突出	普通口腔疾病诊疗，通常不包括颌面外科（三甲除外）	附近3-5公里居民为主，部分三甲医院口腔科辐射全国
连锁口腔诊所	经济发达城市和地区	设备精良	医师水平较高	普通口腔疾病诊疗，通常不包括颌面外科	附近3-5公里居民为主
个体口腔诊所	主要分布于各社区	设备老旧且不齐全	医师水平一般	拔牙补牙为主，通常不涉及正畸和种植	社区患者

资料来源：鲸准产业研究院、平安证券研究所

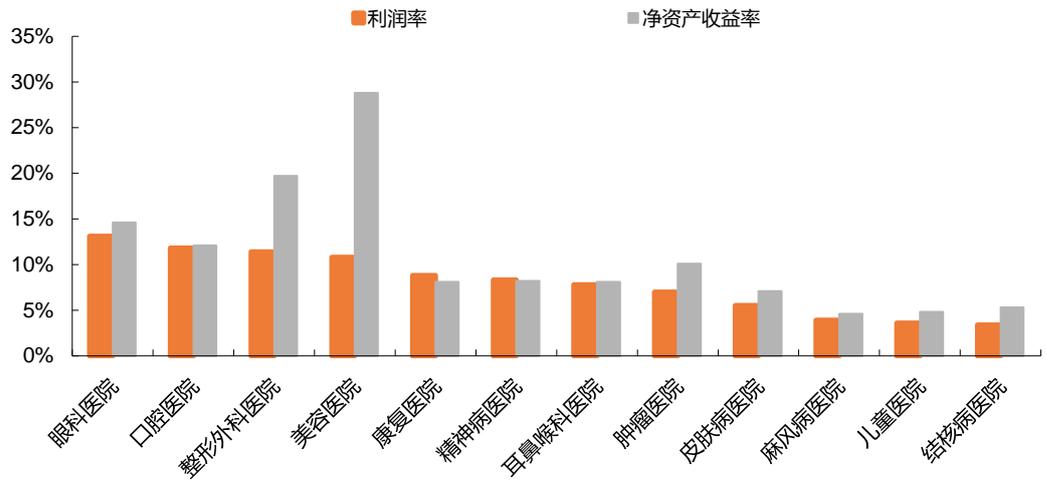
民营口腔专科医院数量增速高于公立。2017 年底我国 689 家口腔专科医院中，公立口腔医院有 164 家，2005 年以来数量基本稳定；2017 年民营口腔医院为 525 家，同比增长 22.95%，2014 年后增速始终在 20%以上，保持蓬勃发展。**民营口腔医院数量快速增长，一是由于我国口腔医疗需求持续提升，公立医院难以满足；二是近几年国家政策出台频繁，鼓励社会资本进入口腔等领域，同时允许执业医师多点执业等等；三是口腔医院通过开展正畸、种植等高附加值诊疗项目，整体利润率高，在所有专科医院中仅次于眼科医院，吸引社会资本进入。**

图表6 我国口腔专科医院中公立和民营数量及增速



资料来源：卫健委、平安证券研究所

图表7 我国各类型医院利润率及净资产收益率比较

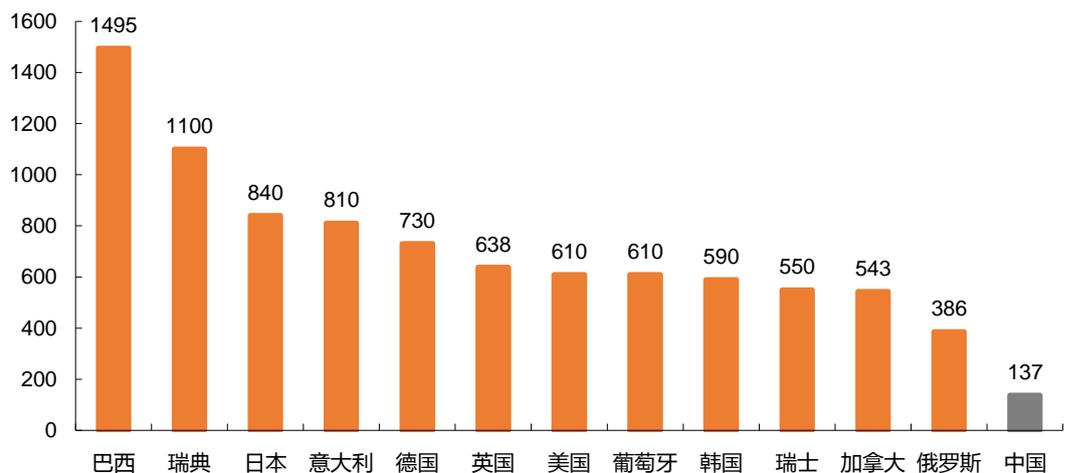


资料来源：前瞻网、平安证券研究所

口腔诊所数量多，连锁率低。调研发现目前我国口腔诊所数量在 6 万家-10 万家之间，我们取中位数，即目前我国共有口腔诊所 8 万家左右，在这 8 万家口腔诊所中存在着大量缺乏资质，诊疗水平低下的个体诊所。现在连锁口腔诊所在 2000-3000 家，所以我国口腔诊所连锁率仅 2.5%-3.75%，处于较低水平。

我国口腔医师资源稀缺，人均牙医数量与发达国家差距明显。口腔医生是口腔医疗服务的实际提供者，其数量代表了一个国家口腔医疗资源水平。目前从世界主要国家来看，发达国家每百万人口牙医数量大致在 500-1000 之间。根据 2018 年巴西联邦牙科委员会 (CFO) 数据，巴西牙医数量已达到 31 万人，每百万人拥有牙医数达到 1495 人，为数量最多的国家。与我国人种和文化相近的日本和韩国分别达到 840 人和 590 人。而我国仅 137 人，与上述国家差距显著，拥有巨大的提升空间。

图表8 世界主要国家每百万人口拥有牙科医生数量



资料来源：各国官方统计机构、IFDH、平安证券研究所

注：图中数据为 2017-2018 年披露的数据或根据之前数据合理推测所得

二、我国口腔医疗市场近千亿，即将迎来黄金时代

2.1 我国口腔医疗达千亿规模，增长确定性强

2017 年我国共有口腔专科医院 689 家，实现诊疗 0.36 亿人次，根据口腔医院收入 176.02 亿计算，则口腔医院客单价约 491 元/人次。根据卫健委数据，2017 年医院端口腔科诊疗人次为 1.05 亿，则综合医院口腔科约 0.69 亿人次。**我们假设：**1) 综合医院口腔科整体实力略逊于口腔专科医院，客单价按口腔医院的 80% 计算，即 393 元/人次；2) 个体口腔诊所以基本的“拔、镶、补”等治疗需求为主，客单价按综合医院口腔科 80% 计算，即 314 元/人；3) 个体口腔诊所每天接诊 5 人次，则年接诊人次共有 1.41 亿；4) 连锁口腔诊所具有品牌优势，可以开展高附加值诊疗项目，每天接诊 10 人次，客单价介于综合医院口腔科和口腔专科医院之间，按平均数 442 元/人次计算。

图表9 我国口腔医疗服务市场规模测算

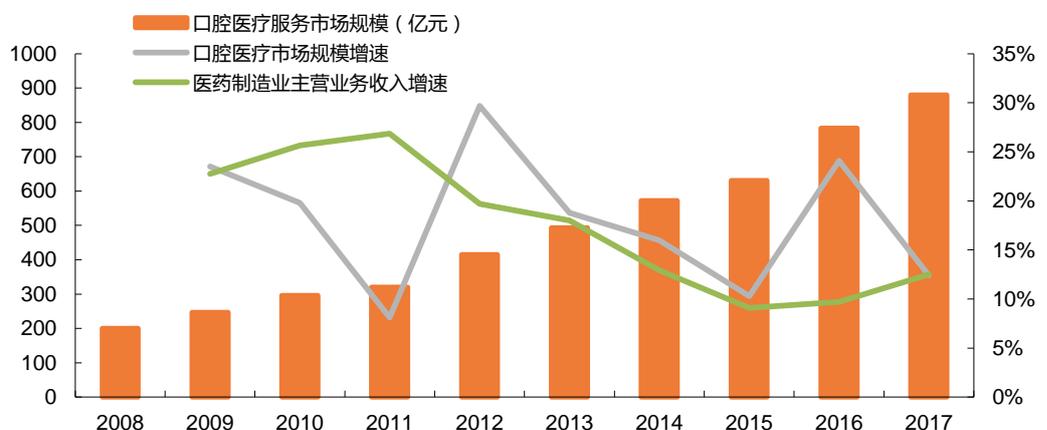
医疗机构类别	数量(家)	诊疗人次(亿)	客单价(元/人次)	收入(亿元)	口腔医疗收入占比
口腔专科医院	689	0.36	491	177	19%
综合医院口腔科	8700	0.69	393	271	29%
个体口腔诊所	77500	1.41	314	443	48%
连锁口腔诊所	2500	0.09	442	40	4%
合计		2.55		931	100%

资料来源：卫健委、平安证券研究所

经我们测算，2017 年我国口腔医疗服务市场规模约为 931 亿元。根据前瞻产业研究院数据，2017 年我国口腔服务行业市场规模为 880 亿元，同比增长 12.4%。中商产业研究院预测 2017 年中国口腔医疗市场规模为 924 亿元。与我们预测结果基本一致。

口腔医疗基本不受医药制造业增速下滑影响。根据国家统计局数据，我国医药制造业规上企业主营业务收入增速从 2012 年开始明显下滑，近几年始终低于口腔医疗服务市场规模增速。2012-2017 年医药制造业 CAGR 为 9.36%，而同期口腔医疗 CAGR 为 16.22%，保持快速增长，不受医药制造业增速下滑影响。**在整体医药行业受带量采购等政策冲击的背景下，口腔医疗保持快速增长，发展确定性强。**

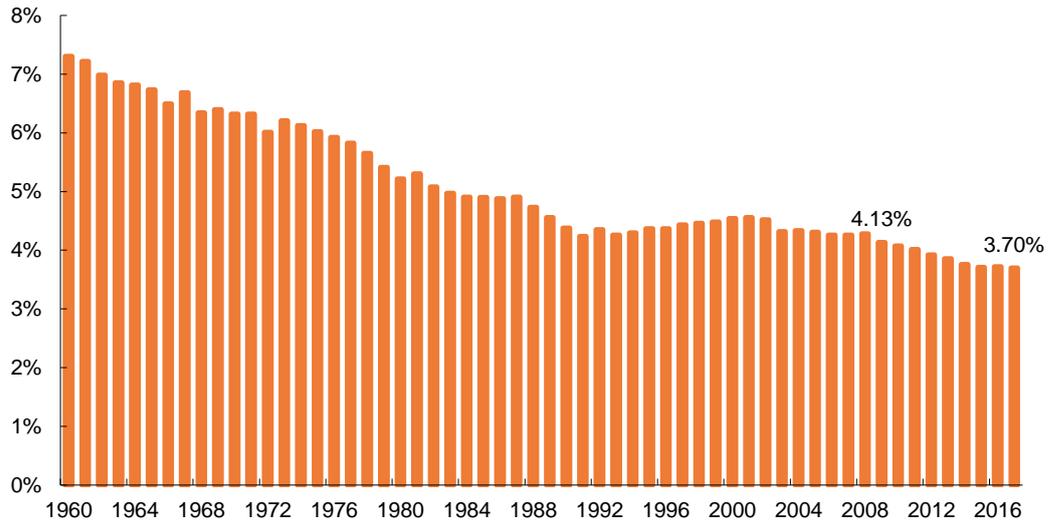
图表10 我国口腔医疗服务市场规模及增速



资料来源：前瞻产业研究院、平安证券研究所

我国潜在口腔医疗市场在 2000 亿以上。2017 年美国口腔医疗消费占卫生总费用的比例为 3.70%，但美国卫生总费用的持续增长导致口腔医疗消费占比呈下降趋势。美国口腔医疗市场规模增速 2009 年开始低于 5%，我们认为进入成熟期，当年口腔消费占卫生总费用的比例为 4.13%，按此比例计算，目前国卫生总费用对应的内口腔医疗市场规模达到 2172 亿元。而考虑到我国卫生费用的持续增长，我国口腔医疗市场应远不止如此。

图表11 美国口腔医疗消费占卫生总费用比例



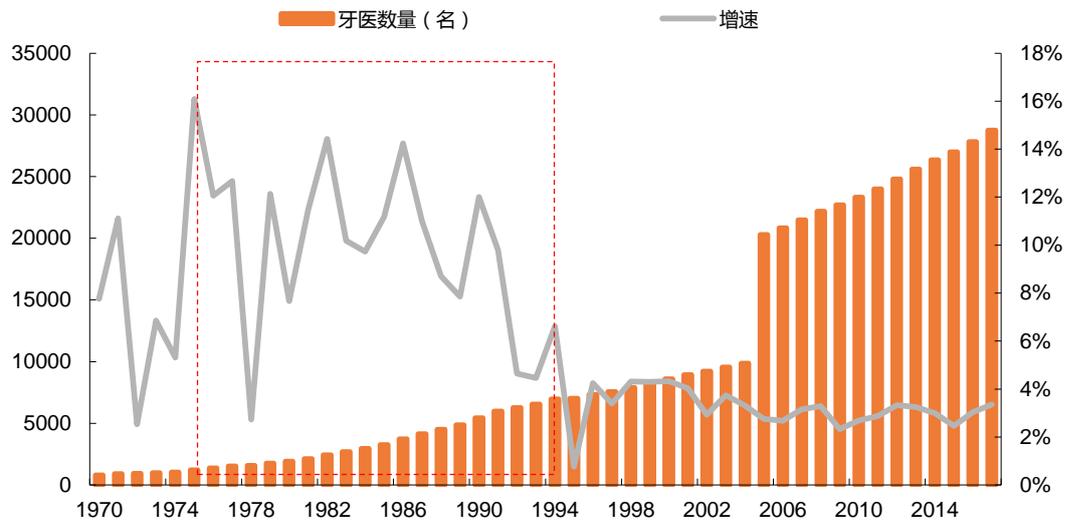
资料来源：Wind、平安证券研究所

2.2 参考中国台湾和欧美经验，我国口腔医疗即将进入高速发展期

台湾地区的口腔医疗发展起始于 20 世纪 50 年代，早期的台湾正规牙科医生基本都是在日本和韩国学医归来，人数很少。1953 年台湾大学牙医学科成立，1955 年开始招生，开启台湾本省培养牙科医疗人才的历程。随后，高雄医学院、台北医学院、中山医学院、阳明医学院、中国医药学院等相继投入，扩大牙科医生培养规模。1954 年起，台湾地区每百万人口拥有牙科医生数量先降后升，基本变化不大，1978 年每百万人口拥有牙医数约 92 名，1979 年开始突破 100。

1975-1994 是台湾地区口腔医疗发展最快的 20 年。我们以口腔医师总数代表口腔医疗发展程度，1975-1994 这 20 年是台湾地区口腔医生数量增速最快的区间，CAGR 达到 10%。在此期间，台湾地区人均 GDP 由 985 美元提升至 12160 美元。每百万人口拥有牙科医生数由 75 人提升至 330 人。我们认为这段时间台湾牙科医疗发展迅猛，一是由于这段时间台湾人均 GDP 快速提升，年复合增速达到 13%，口腔医疗消费能力大幅提升；二是台湾地区受日韩等国家影响，以及本地区对于牙科教育的重视，民众口腔健康观念和牙科医疗服务水平显著提升；三是 1975 年台湾实施《新医师法》，赋予了牙科医生法律地位，牙科医生社会地位随之提升。

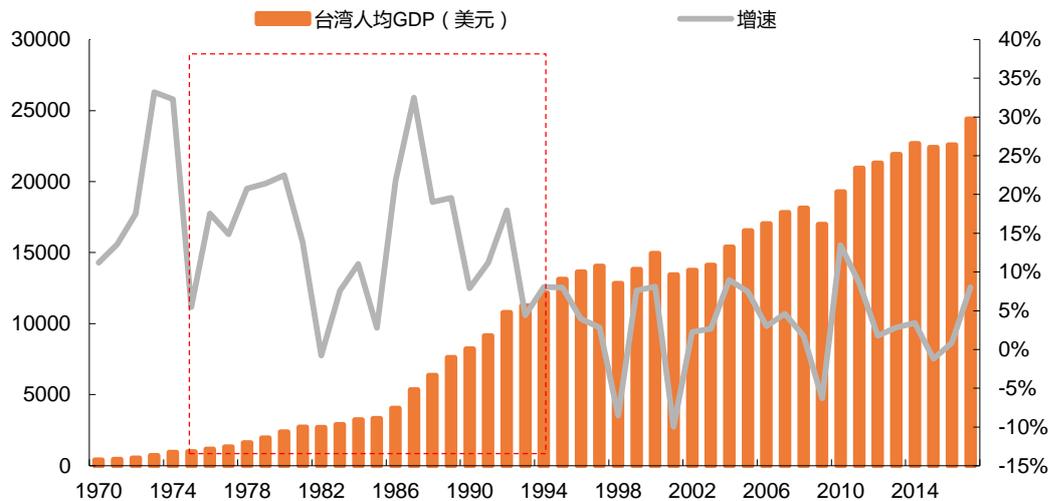
图表12 台湾地区牙医数量及变化情况



资料来源：原台湾行政院卫生署、台湾卫生福利部、平安证券研究所

注：2004 年以后数据为现台湾卫生福利部数据，与 2004 年之前统计口径不同，但变化趋势不变，不影响分析结果

图表13 台湾人均 GDP 及变化情况

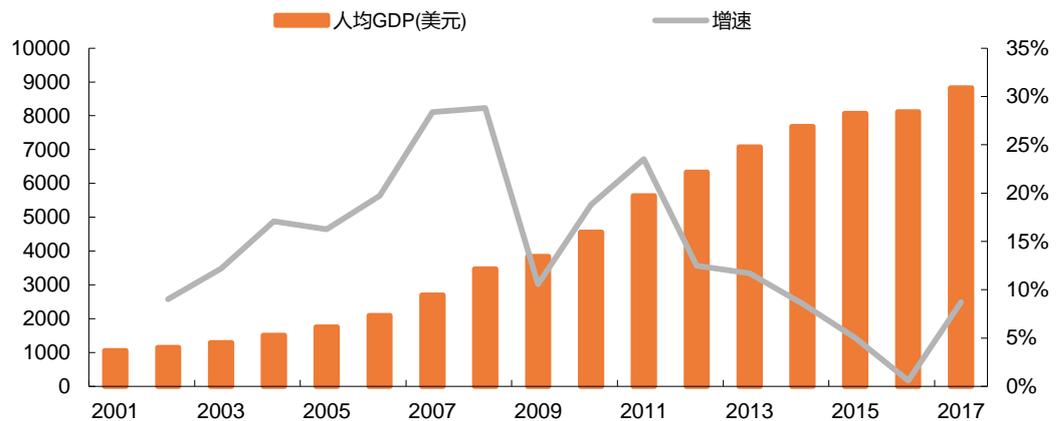


资料来源：Wind、平安证券研究所

参考台湾，我国口腔医疗即将进入爆发期。我们认为随着我国居民消费能力的显著提升、对口腔健康越来越重视以及国家政策支持，我国口腔医疗即将进入爆发期。

1) 我国居民消费能力足以支撑口腔医疗发展。2017 年我国人均 GDP 为 8826 美元，相当于台湾 1990 年左右水平，已经远高于台湾口腔医疗快速起步时的 1000 美元左右的水平。

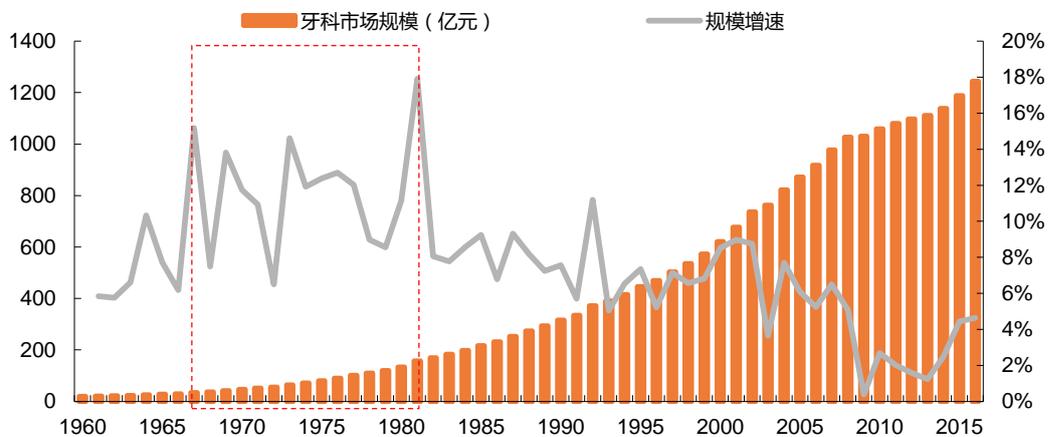
图表14 我国人均 GDP 及其增速



资料来源：快易数据、国家统计局、平安证券研究所

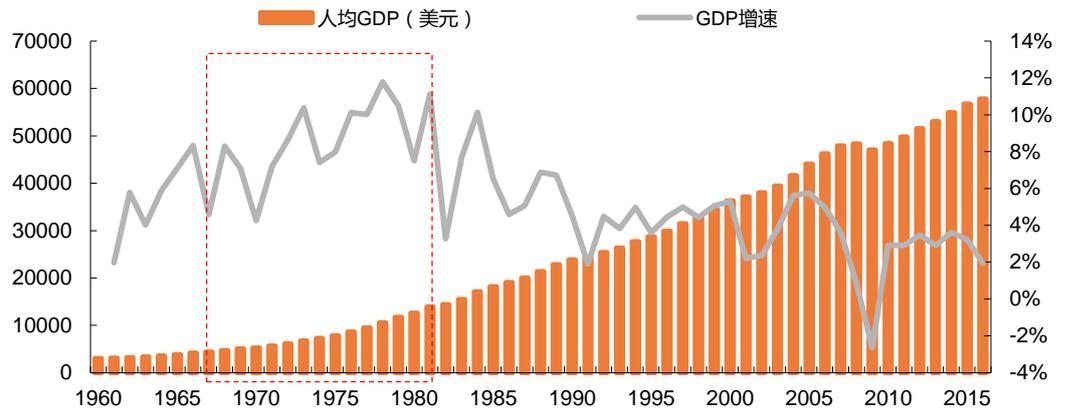
从欧美经验来看，我国口腔医疗也到了快速发展的关口。美国牙科医疗消费市场规模在 1967-1981 年间增速最快，CAGR 达 11.44%，在此期间人均 GDP 由 4327 美元提升到 13943 美元。而欧洲由于经济发展水平不同，口腔医疗爆发节点有所差异，我们以西班牙为例，其口腔医疗在 1980 年之后，尤其是 1984-1992 年之间快速增长，这段时间也是其人均 GDP 快速提升的阶段，由 4478 美元提升至 16086 美元，CAGR 达 17.32%。因此，无论从台湾，还是欧美国家发展经验看，当前我国经济发展水平足以支撑我国口腔医疗的快速起步。

图表15 美国牙科市场规模及增速



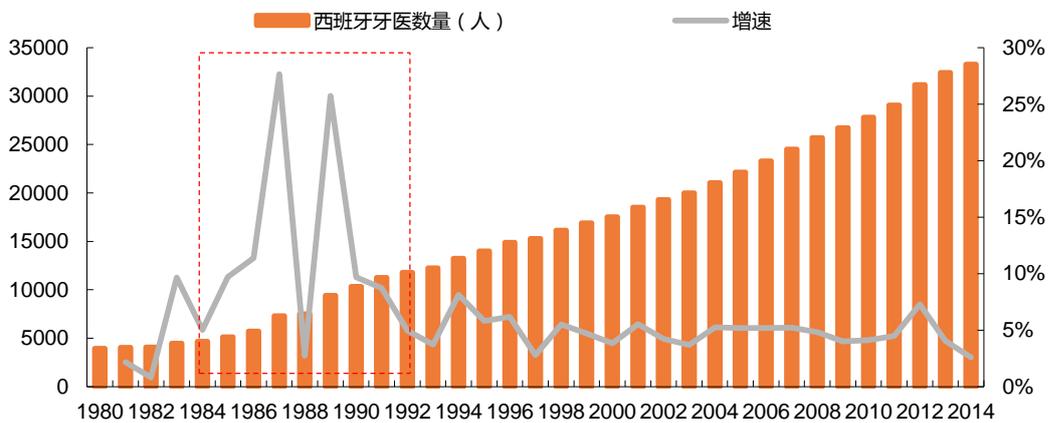
资料来源：Wind、平安证券研究所

图表16 美国人均 GDP 及其增速



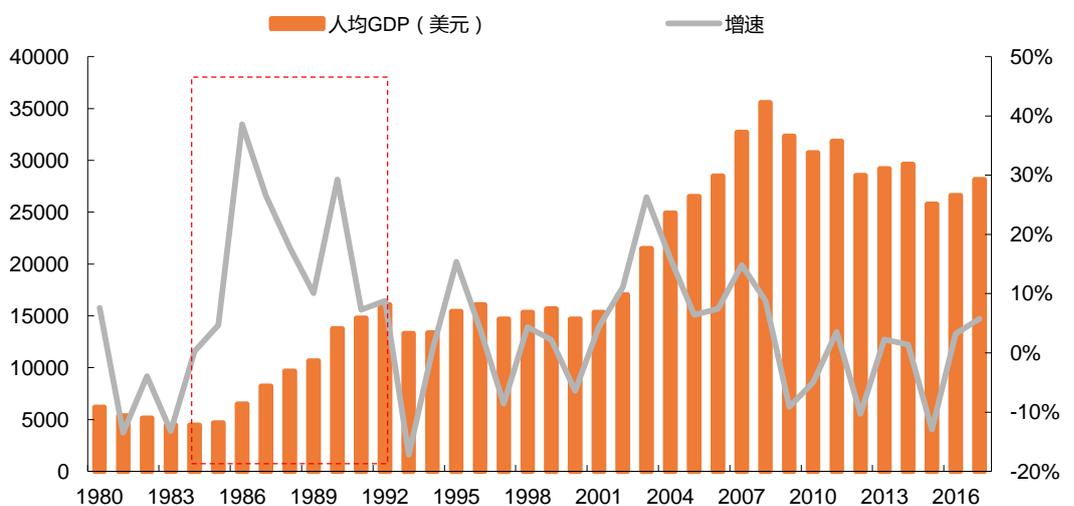
资料来源: Wind、平安证券研究所

图表17 西班牙牙医数量及增速



资料来源: WHO、平安证券研究所

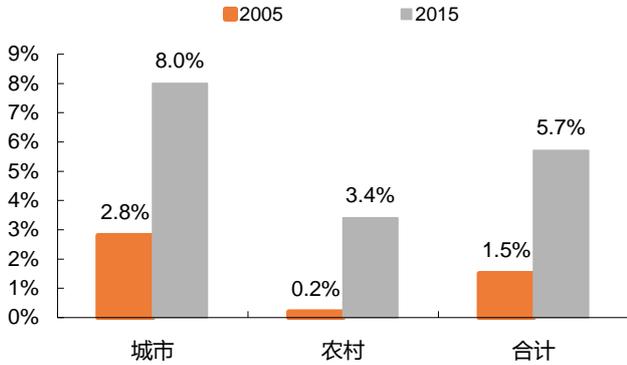
图表18 西班牙人均 GDP 及增速



资料来源: Wind、平安证券研究所

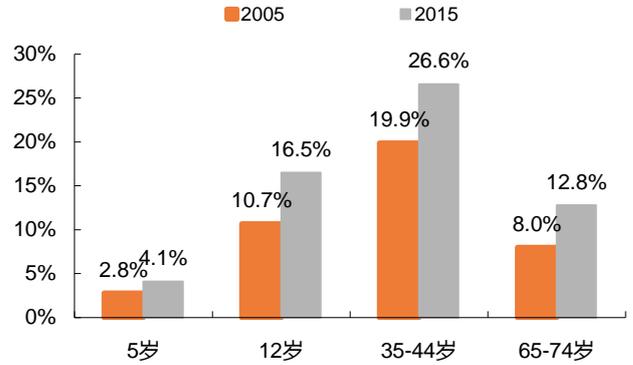
2) 居民口腔健康观念不断提升。在口腔医疗潜在需求旺盛, 支付能力有保证的前提下, 我国口腔行业发展的掣肘因素之一就是居民口腔健康观念。随着 80、90 后成为社会中坚力量, 消费主力对新事物接受程度提高。根据最近两次口腔健康流行病学调查结果看, 无论是 12 岁儿童窝沟封闭率还是各年龄段的龋补比例都有显著提升。

图表19 12岁儿童窝沟封闭率变化情况



资料来源: 中华口腔医学会、平安证券研究所

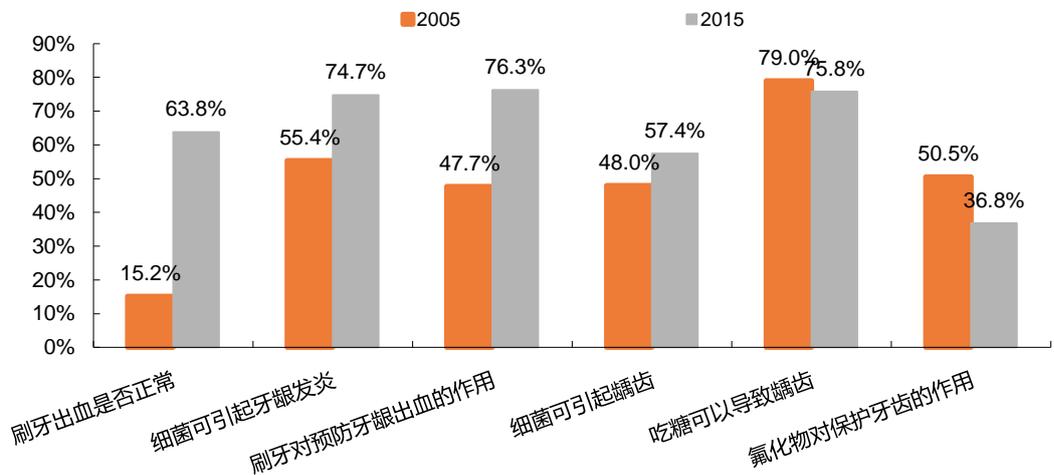
图表20 不同年龄段龋补填充比变化情况



资料来源: 中华口腔医学会、平安证券研究所

同时口腔从业者不断进行市场教育, 我国居民口腔健康意识不断提升, 相关口腔健康知识的普及得到显著提升。如 12 岁儿童对“刷牙出血是否正常”、“细菌可引起牙龈发炎”、“刷牙对预防牙龈出血的作用”、“细菌可引起龋齿”等知晓率有明显提高。

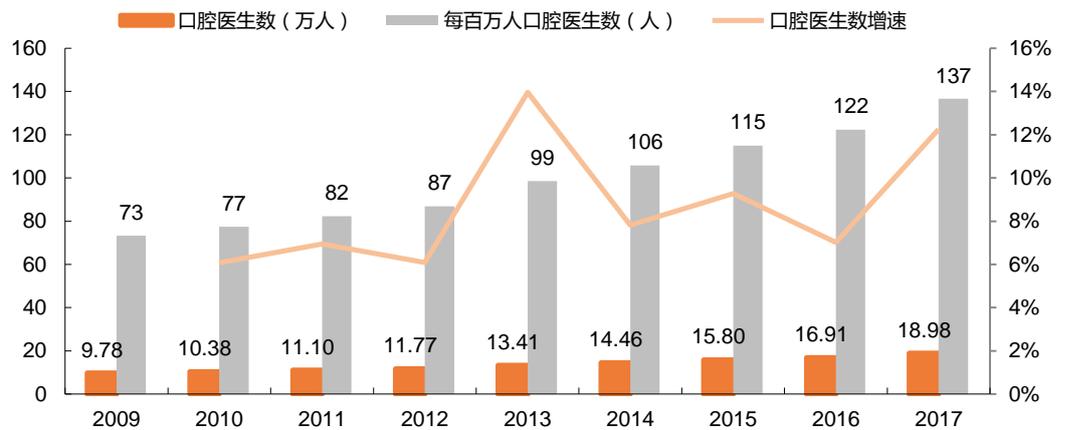
图表21 我国 12 岁儿童对口腔健康知识的知晓率提升明显



资料来源: 中华口腔医学会、平安证券研究所

3) 口腔医生数量增长提速, 医疗服务能力加强。2017 年我国共拥有口腔科医生 18.98 万人, 同比增长 12.25%。每百万人口拥有口腔医生 137 人, 相当于台湾地区 1982 年的水平, 彼时台湾口腔医疗行业刚刚起步。同时, 从 2013 年开始我国口腔医生数量增速明显提升, 服务能力持续增强, 为口腔行业腾飞奠定基础。

图表22 我国口腔医生数量及其变化情况和每百万人口腔医生数量



资料来源: Wind、平安证券研究所

4) 近几年国家支持政策不断出台。2016年以来我国不断出台口腔行业相关支持政策,其中《“十三五”卫生健康规划》提出的**鼓励社会力量发展口腔保健**,以及《医疗机构管理实施细则》提出的**在职医生可以多点执业和自主创业**显著利好口腔医疗行业发展。

图表23 2016年以来我国口腔医疗行业主要支持政策

时间	政策名称	主要内容
2016-10-20	《国家慢性病综合防控示范区建设管理方法》	针对儿童等口腔疾病高风险人群,推广窝沟封闭、局部用氟等口腔预防适宜技术
2016-10-25	《“健康中国”2030规划纲要》	推进全民健康生活方式行动,强化家庭和高危个体健康生活方式干预指导及干预,开展健康体重、健康口腔、健康骨骼等专项行动,到2030年基本实现以县(市、区)为单位全覆盖
2016-12-27	《“十三五”卫生与健康规划》	十三五期间,口腔方面主要任务有4项:将口腔健康检查纳入常规体检;将重点人群的口腔疾病综合干预纳入慢病综合防控重大疾病防治项目;深入推进包括健康口腔在内的6个专项行动的全面健康生活方式行动; 加快健康产业发展,鼓励社会力量发展口腔保健等稀缺资源及满足多元需求的服务。
2017-01-22	《中国防治慢性病中长期规划(2017至2025)》	加强口腔健康知识和行为方式教育;通过社区服务中心和乡镇卫生院逐步提供口腔预防保健等服务,将口腔健康检查纳入常规体检;开展针对儿童和老年人个性化干预,加大牙周病、龋病等口腔常见病的干预力度,实施儿童局部用氟、窝沟封闭等保健措施,将12岁儿童患龋率控制在30%以内(到2025年)。 在职医生可以多点执业和自主创业。 口腔医生将成为这一场变革中的最大受益者
2017-04-01	《医疗机构管理实施细则》	
2017-06-12	《医疗机构基本标准(试行)》	对各种口腔医院的设立标准进行了明确规定

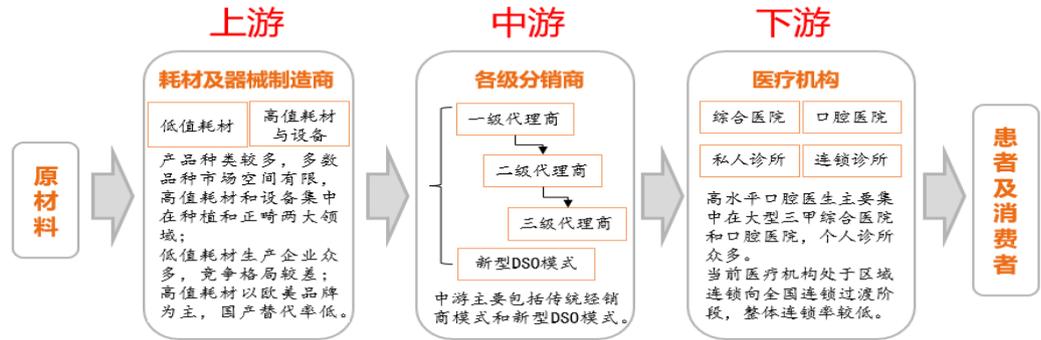
资料来源: 前瞻产业研究院、平安证券研究所

三、 口腔产业链：上游关注高值耗材，下游重视连锁化

口腔医疗产业链主要分为上游、中游和下游。上游为耗材及器械制造商,口腔行业耗材产品种类多,主要分为低值耗材、高值耗材及设备。前者多数市场空间较小,且竞争格局差,后者目前仍以欧美品牌占主导,国产替代率较低;中游目前在国内口腔医疗产业链的占比较低,以传统的各级经销商为主,但近年来国内开始逐渐出现新型的DSO模式;下游就是各类口腔医疗服务机构,如前文所述,

主要包括综合医院口腔科、口腔医院、私人诊所和连锁诊所四大主要类别。当前我国口腔医疗机构处于区域连锁向全国连锁过渡的阶段，整体连锁率较低。

图表24 我国口腔医疗产业链



资料来源：平安证券研究所

3.1 上游：以种植和正畸领域高值耗材和设备为主

口腔医疗的上游为耗材和设备生产商，其中低值耗材由于单品空间有限，厂家众多，基本以价格竞争为主，投资价值有限。我们认为在上游重点关注种植和正畸领域的高值耗材和相关设备，这些领域目前均由进口品牌主导，进口替代空间大，且单品市场价值高。

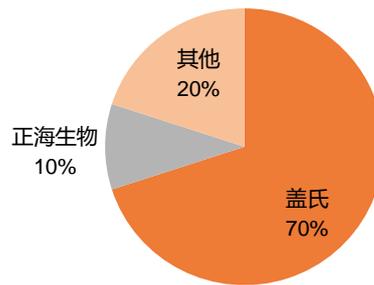
图表25 我国口腔医疗产业链上游竞争格局



资料来源：公司网站，平安证券研究所

种植领域主要可以分为种植系统和修复材料，其中种植系统厂家主要有欧美的 Straumann、Nobel、Dentsply Sirona 以及韩国品牌 Osstem 等，国内品牌主要发力中低端市场，仅有华西医学中心 CDIC 和北京莱顿的 BLB 系统等能达到国际一流水平，但市占率较低；修复材料主要包括口腔修复膜和骨修复材料，口腔修复膜竞争格局较好，主要是瑞士品牌盖氏，市占率达 70%，国内则是正海生物，占比 10%，**是种植领域率先取得突破的国产品牌**。骨修复材料种类较多，包括传统合金材料、羟基磷灰石、骨水泥、水凝胶等，具备活性的可再生骨修复材料将成为发展趋势。骨修复材料品牌相对较多，进口代表品牌是瑞士盖氏，国内主要有正海生物、北京意华健等。

图表26 国内口腔修复膜竞争格局

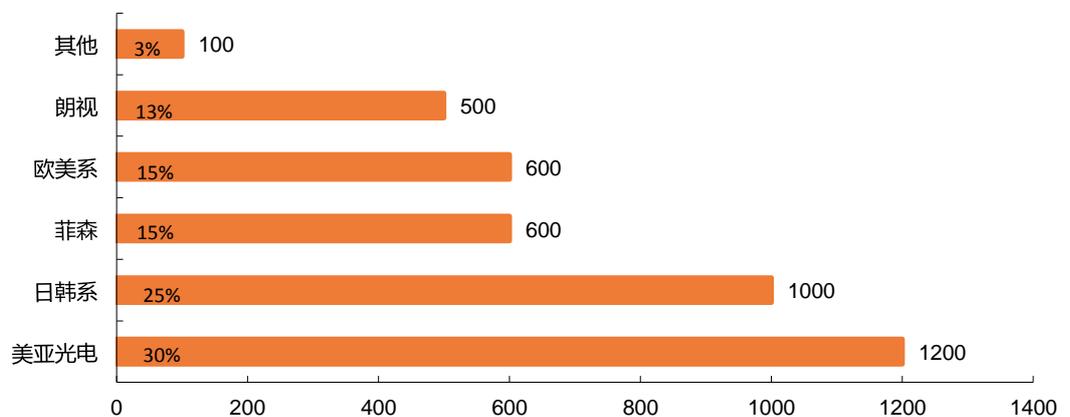


资料来源：正海生物年报、平安证券研究所

正畸领域主要分为传统托槽正畸和近几年快速增长的隐形正畸。传统正畸方面同样由进口品牌主导，包括 3M、美奥、Ormco、Henry Schein 等。而隐形正畸目前由艾利科技旗下隐适美品牌执牛耳，市占率较高，**国内品牌中仅时代天使取得一定的市场份额**。

相关设备领域主要有口腔 CBCT (Cone Beam CT, 锥形束 CT)，与传统 CT 相比具有扫描时间短、空间分辨率高和放射性低等优势。伴随种植和正畸的快速增长，CBCT 的使用越来越多。2012 年以前我国口腔 CT 行业主要由高品质、高性能、高价格的国外品牌占领，包括 Kavo、日本 Morita、Dentsply Sirona、科锐等，主要面向病人量大、临床要求高的公立医院。但近年来以美亚光电为首的国产品牌逐渐掌握 CBCT 的核心技术并实现量产，成本下降带动价格下降，国内品牌零售价约 30 万元，市场竞争度日趋提高，国外 CBCT 价格则不再居高不下，从 100 万元以上下降到 50-150 万元。**2018 年美亚光电占国内市场份额 30%左右，2013 年到 2017 年销售量年复合增长率达到 101%，主要面向民营专科医院和口腔诊所，渠道下沉释放基层医疗设备需求。**

图表27 2018 年国内 CBCT 市场格局



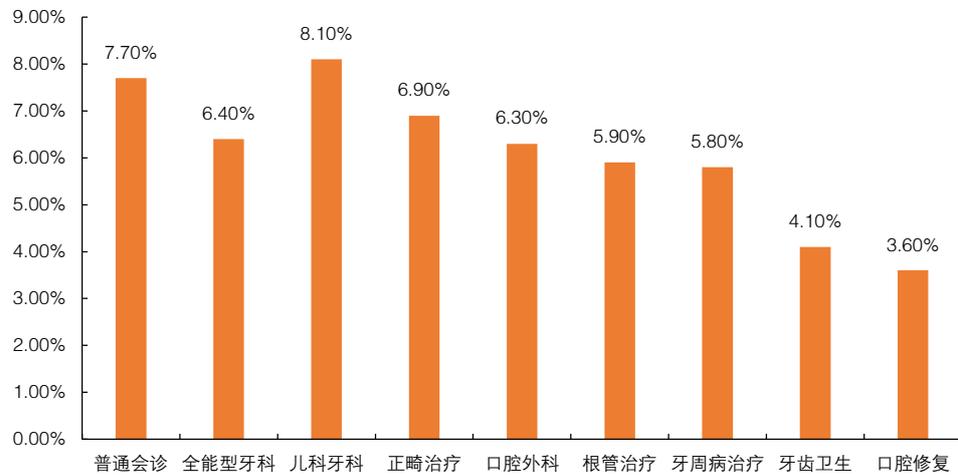
资料来源：专家访谈、平安证券研究所

3.2 中游：关注新型 DSO 模式的崛起

在我国，医疗产业链中游以传统的各级经销商为主。但是从美国发展来看，近年来牙科支持组织(DSO)开始兴起和发展，成为产业链中游不可忽视的力量。DSO 的真正概念并不明确，规模也大小不一，其为成员提供的支持并不统一，而是多样化的。牙科支持组织(DSO)与牙科诊所签订合同，提供**关键业务管理和支持，包括非临床操作，不仅仅局限在传统经销商只负责设备耗材的推销和运输。**DSO 的创建使牙医能够在专业办公室管理的支持下最大限度地发挥其实践作用。DSO 为牙科诊所提供的帮助主要有：帮助诊所遵守政府规定，为诊所提供先进技术，管理保险事宜，为牙医建立专业化社区等等。

根据 ADA 提供的数据，2017 年美国大约有 7.4% 的牙医加入了 DSO 组织。其中，女性占到 10.2%，男性占到 6.1%。

图表28 加入 DSO 的牙科各分支占比



资料来源：ADA，平安证券研究所

目前我国尚未有专业的 DSO 企业，但我们认为随着国内口腔医疗快速发展，以及诊所专业化程度提升，未来 DSO 企业有其生存土壤，建议关注。

3.3 下游：各家跑马圈地，品牌连锁率提升

口腔产业链下游主要有 4 类服务机构，其中口腔医院和诊所的连锁化是近年来发展趋势。我们认为当前我国口腔连锁处在区域向全国过渡的时间，各家连锁企业均在跑马圈地，持续扩张。而口腔连锁也受到资本热捧。根据鲸准洞见数据，拜博集团、马泮齿科、欢乐口腔等均在 2018 年下半年获得大额融资，行业也呈现竞争加剧的格局。

图表29 我国主要口腔连锁机构一览

公司简称	发展阶段	成立时间	最近融资时间	融资额 (万元)	投资方	总部	规模
通策医疗	上市	1995	-	-	-	杭州	30 余家口腔医院
小白兔	新三板	2011	2018-09-08	2000	弘晖资本	西安	25+口腔医院和诊所
同步齿科	新三板终止挂牌	2006	2015-03-01	4000	易合资本	深圳	40 余家口腔医院和门诊
正夫口腔	新三板	2014	-	-	-	深圳	近 20 家门店

公司简称	发展阶段	成立时间	最近融资时间	融资金额 (万元)	投资方	总部	规模
可恩口腔	新三板	2011	-	-	-	济南	13家直营口腔医院
拜瑞口腔	新三板	2008	-	-	-	珠海	6家门诊, 义齿制造
华美牙科	新三板	2011	-	-	-	成都	28家口腔医院和诊所
大众口腔	新三板终止挂牌	2007	-	-	-	武汉	1家口腔医院, 30家门诊
友睦口腔	新三板终止挂牌, B轮	2009	2017-10-01	6500	经纬中国, 景旭创投	深圳	12家门诊
蓝天口腔	申请新三板	2009	-	-	-	玉林	3家口腔医院, 3家门诊
拜博集团	战投	1999	2018-06-15	206236	泰康保险	珠海	53家医院, 159家诊所
劲松口腔	战投	2011	2017-08-26	20000	泰康资产	北京	8家口腔医院
马泮齿科	D轮	2014	2018-09-21	23000	源星资本, 歌斐资产, 绿地金融	上海	20家门诊
瑞尔齿科	D轮	1999	2017-08-29	62267	高盛集团, 高瓴资本	北京	100+口腔医院及诊所
佳美口腔	C轮	2007	2017-12-12	20000	国美鹏润, 信达风	北京	数十家直营门诊
欢乐口腔	B轮	2011	2018-06-03	45000	君联资本, 中信证券, 清科创投, 泽屹投资, 信合资本	北京	8家口腔医院, 近70家门诊
亚飞牙科	B轮	2007	2013-09-03	10000	赛富投资	成都	11家门诊
极橙齿科	A+轮	2015	2018-07-16	4000	清新资本, 导通投资, IDG资本	上海	9家门诊
全好口腔	A轮	2015	2015-11-06	4000	软银	大连	63家口腔门诊
摩尔齿科	A轮	2013	2018-01-16	10000	松柏资本, 国鑫投资, 高瓴资本	上海	40家口腔医院和门诊
美奥口腔	A轮	2008	2017-04-07	4000	天亿实业	上海	约30家口腔医院和诊所
艾维口腔	天使轮	2007	2017-08-31	500	浙商创投	杭州	8家门诊
恒伦医疗	天使轮	2007	2018-03-09	500	山证基金	太原	4家口腔医院, 11家门诊
美维口腔	-	2015	-	-	与东方资产、天亿集团成立15亿口腔并购基金	上海	130家口腔医院和门诊

资料来源: 鲸准洞见、平安证券研究所

四、消费升级下，种植和正畸是口腔行业两座金矿

4.1 口腔医疗细分领域多，医保只报销基本治疗费用

口腔诊疗是医疗机构为消费者提供口腔疾病诊断、治疗和口腔保健等服务。从科室上看，口腔医疗又可以进一步细分为牙体牙髓科、牙周科、口腔颌面外科、口腔修复科、口腔正畸科、口腔种植科、口腔预防保健科等。

图表30 口腔医疗细分科室

细分科室名称	特点	临床业务范围
牙体牙髓科	指牙齿本身的疾病，及由此引起的根尖周组织疾病	1) 龋病、牙髓病和根尖周病的诊断与系统治疗；2) 牙齿硬组织缺陷的诊断与治疗；3) 变色牙齿的诊断与治疗，牙齿美学修复，牙齿美白；4) 牙体牙髓疑难疾病的诊断与序列治疗。
牙周科	口腔科最常见的疾病	牙周炎、牙龈增生、牙龈出血、牙龈红肿、牙龈退缩、牙松动和口臭等
口腔颌面外科	以颌面部为主，兼具治疗和美容	颌面部炎症、颞下颌关节疾病、口腔颌面部创伤、牙颌面畸形、唇腭裂等
口腔修复科	对牙及牙列的缺损、缺失以及颌面部的缺损进行修复	单冠修复、固定桥修复、可摘除局部义齿修复、全口义齿修复等
口腔正畸科	牙颌面畸形诊疗，美观需求为主	针对牙齿排列不齐、龅牙、地包天等开展普通固定矫正、自锁托槽矫治、隐形矫治等
口腔种植科	利用人工种植体进行修复	各类牙列缺损与缺失、颌面部缺损的种植修复治疗
口腔预防保健科	针对口腔疾病的综合防治	儿童口腔疾病和成人的龋病、牙髓病、根尖周病和牙周病的诊疗；高危人群的龋病管理；口腔疾病的预防和口腔健康教育与口腔卫生指导

资料来源：北大口腔医院、武大口腔医院、平安证券研究所

医保只报销基本材料费和治疗费。一般在口腔科诊疗当中，医保只报销补牙（包括基本材料、治疗费）、拔牙以及治疗牙周炎、牙龈炎等牙病发生的费用；涉及牙齿整形美容的基本不报销，包括镶牙、烤瓷牙、洗牙、牙齿矫正、种植牙等。主要是因为这些行为通常涉及高昂的材料费用；另外，牙科住院费中除义齿费用外，都可由医保统筹基金支付。

种植和正畸是典型的高价值项目。相对于普通的拔牙、补牙几十元到几百元的收费标准，种植和正畸项目是典型高价值项目。根据我们从上海九院了解到的情况，单颗种植牙收费在 1.8 万-2.2 万元左右，而正畸由于材料原因价格区间较大，在 2.2 万-5 万元之间。种植和正畸均不在医保报销范围内，因此对患者的消费能力要求较高。种植和正畸价格区间相近，且均具有较强的消费属性，我们认为两者发展路径相似。

图表31 种植与正畸项目价格

价格	种植（单颗）	正畸
诊疗费用	1.8 万-2 万元（包括种植系统、种植体等）	2 万元
耗材费用	0.2 万元（主要是骨粉，可选）	0.2 万-3 万元（主要是正畸材料价格差距较大）
合计	1.8 万-2.2 万元	2.2 万-5 万元

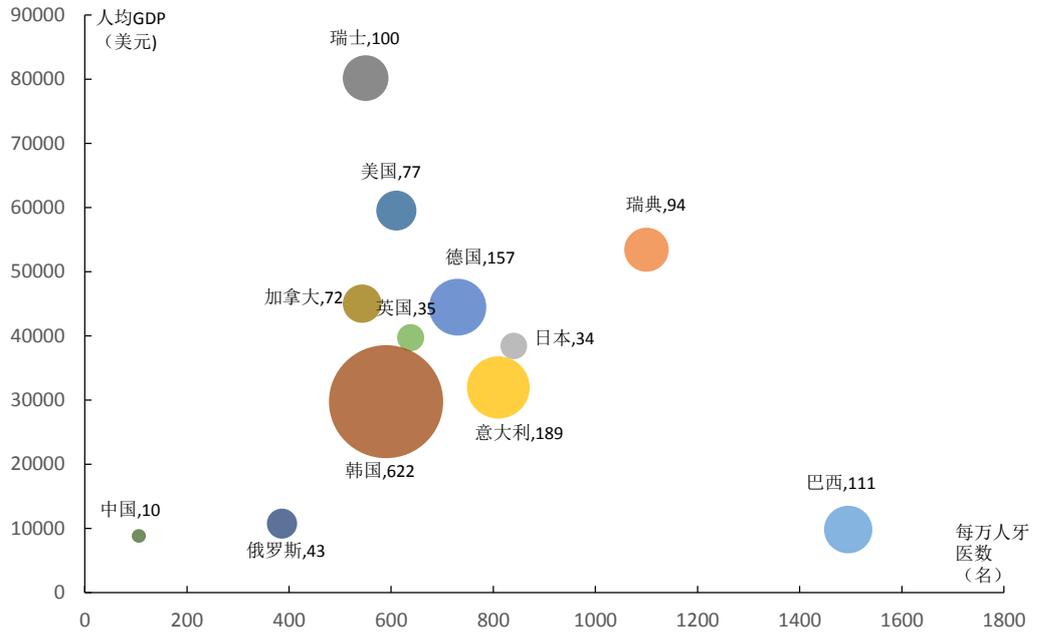
资料来源：上海九院、平安证券研究所

注：数据来自草根调研，需以医院具体收费为准

4.2 种植和正畸受益于消费升级，在一二线城市率先崛起

患者的消费能力和医生数量是制约种植和正畸渗透率提升的主要因素。以种植为例，我国种植牙渗透率较低，每万人种植牙数量仅 10 个，而世界主要国家的平均水平大概在 100 左右。分析发现，种植牙渗透率主要跟消费能力和种植医生数量两个因素有关，前者代表支付能力，后者代表服务供给能力。韩国每万人种植牙数量高达 622 个，主要是由于 2014 年开始牙科保险覆盖更多的高端人群。此外，在韩国 70% 以上的牙医都能开展种植手术，而我国这一比例偏低。巴西虽然人均 GDP 与我国在同一水平，但由于其庞大的牙科医生数，导致种植医生数量全球最多。

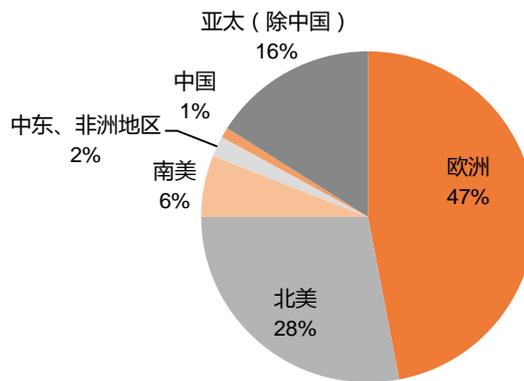
图表32 2017年各国每万人种植牙数量（个）与人均GDP及每百万人牙医数之间的关系



资料来源：Straumann、Wind、IFDH、平安证券研究所

我国种植市场仅占全球 1%。由于我国当前种植牙渗透率较低，种植市场规模仅占全球的 1%左右。而欧洲和美洲凭借较高的渗透率，占比分别高达 47%和 28%。

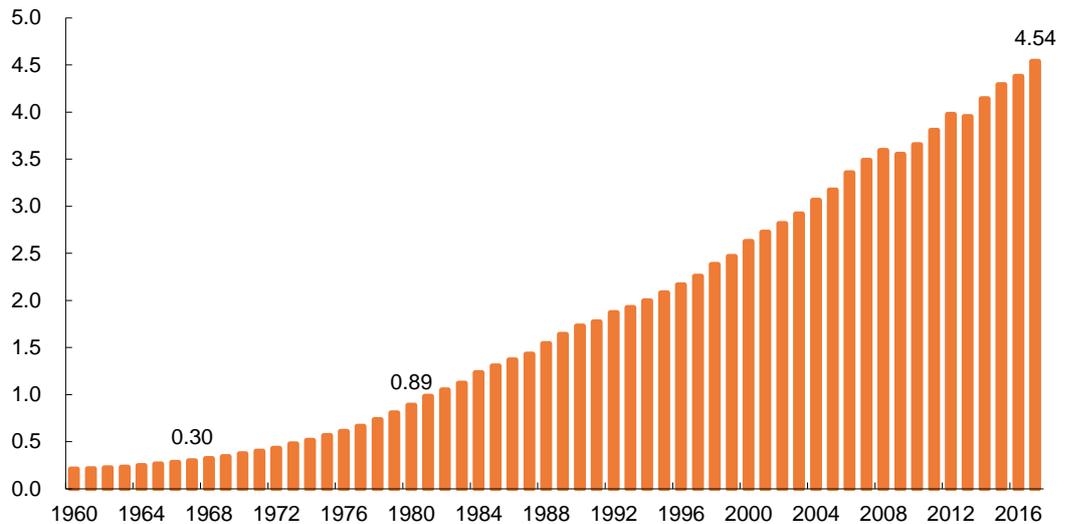
图表33 全球种植牙市场格局



资料来源：医谷、平安证券研究所

美国是全球最大的口腔医疗市场，2017年其种植牙数量约 270 万颗左右。从美国经验来看，种植领域起步滞后于整体口腔医疗，美国种植快速发展起始于 1980 年左右，彼时美国人均可支配收入接近 9000 美元，相对整个口腔医疗起步时提升了 5000 美元。

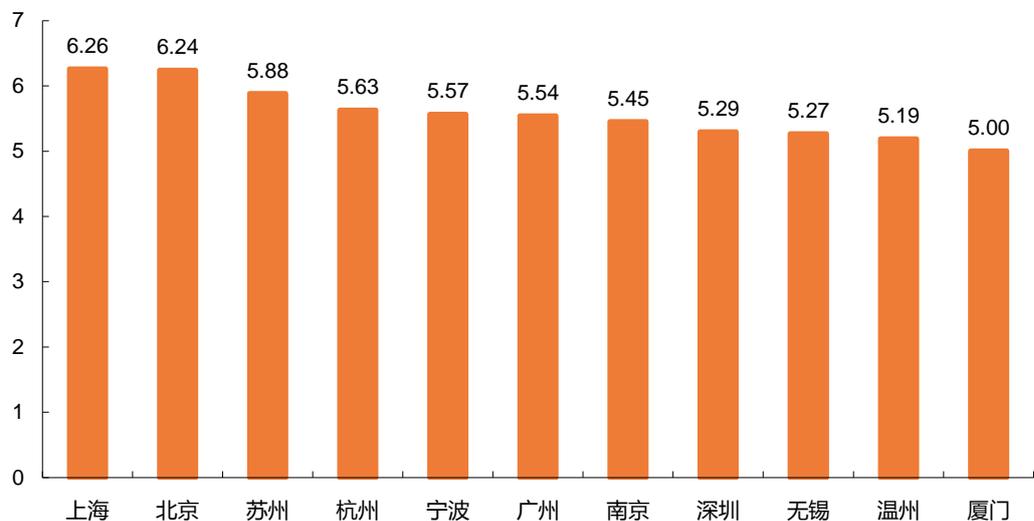
图表34 美国人均可支配收入（万美元）



资料来源：Wind、平安证券研究所

我国主要一二线城市人均可支配收入已经达到或接近 9000 美元。2017 年上海和北京城镇居民人均可支配收入分别为 6.26 万和 6.24 万元，按 2017 年平均汇率计算分别为 9300 美元和 9200 美元。此外，苏州、杭州、宁波、广州、南京、深圳等城市均接近 9000 美元。

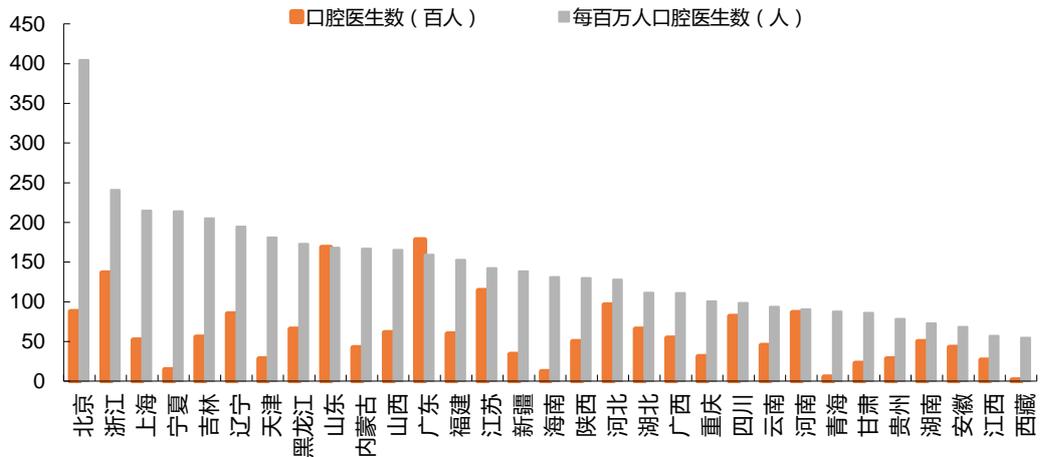
图表35 2017 年我国人均可支配收入（万元）排名前列城市



资料来源：统计局、平安证券研究所

我国一二线城市高口腔医生密度可支撑种植和正畸发展。我国口腔医生分布不均，北京以每百万人拥有 405 名口腔医生高居首位，已超过俄罗斯，接近一般发达国家水平 500 名的水平。浙江、上海、宁夏、吉林也在 200 名以上，广东、山东、江苏等省的口腔医生总数均在万名以上。由于高水平口腔医院或综合医院口腔科多位于省会或重点城市，口腔医生尤其是高水平口腔医生倾向于向大城市集中，杭州、宁波、广州、深圳、青岛、苏州、南京等城市均具有较高的口腔医生密度，保守估计都在 200 人/百万人口以上。我国重点一二线城市已具备较强的口腔医疗服务能力，可支撑种植和正畸领域发展。

图表36 2017年各省市口腔医生（含助理）数及每百万人口腔医生数



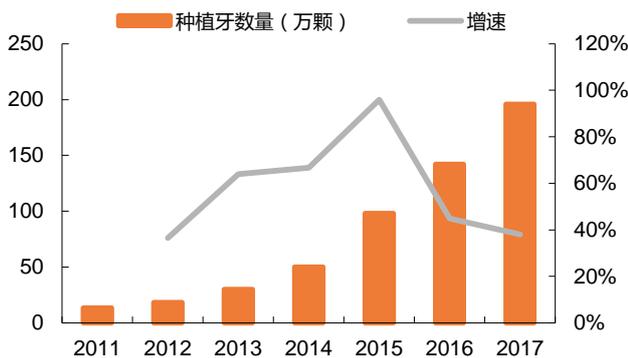
资料来源：卫健委、平安证券研究所

当前我国一线城市和部分二线城市人均可支配收入水平可以支持种植和正畸的发展，同时这些城市拥有大量优秀口腔医生，服务能力强。我们预计种植和正畸两大高价值项目将率先在一二线城市发展起步，然后向三四线城市扩展。

4.3 种植和正畸在起步阶段，市场潜力大

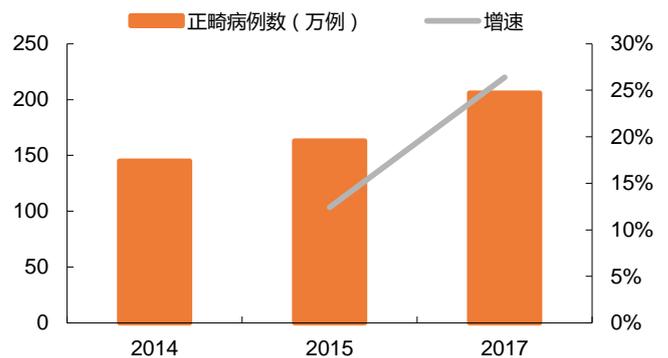
随着居民收入提升，口腔消费观念改善，过去几年种植和正畸量保持了快速增长。2017年我国种植牙数量达到196万颗，同比增长近40%，若单颗按10000元计算，则2017年我国种植牙市场规模约200亿元；而根据HenrySchein的数据，2015年我国正畸病例有163万例，同比增长12.4%，若按此增速计算，则2017年我国正畸病例大约206万例，每例按12000元计算，则我国正畸市场规模在250亿左右。

图表37 我国种植牙数量及增速



资料来源：前瞻产业研究院、平安证券研究所

图表38 我国正畸病例数及增速



资料来源：HenrySchein、平安证券研究所

我国种植牙潜在市场空间在2000亿左右：

- 1) 假设目前16-59岁中青年人群平均缺牙0.4颗。根据第三次全国口腔健康流行病学调查数据，35-44岁中年人留牙29.6颗，按满口30颗算缺牙0.4颗；
- 2) 假设60岁以上老年人平均缺牙7.5颗。根据第四次全国口腔健康流行病学调查数据，65-74岁老年人平均缺牙7.5颗；

3) 假设我国种植牙渗透率达到 1%。2018 年美国超过 1.2 亿人至少缺失 1 颗牙，接受种植修复的仅 150 万人，对应 270 万颗种植牙，渗透率在 1.25% 左右；

4) 中青年由于更注重品牌，单颗种植牙价格按 12000 元计算。老年人对品牌不关注，价格相对敏感，且缺牙多的情况下单颗牙单价下降，平均价格按 8000 元/颗。

图表39 我国种植牙潜在市场空间测算

	16-59 岁中青年	60 岁以上老年人
人数 (亿人)	8.97	2.49
平均缺牙数 (颗)	0.4	7.5
缺牙数 (亿颗)	3.59	18.68
种植牙渗透率	1%	1%
种植牙数量 (万颗)	359	1868
单价 (元)	12000	8000
市场规模 (亿元)	431	1494
合计 (亿元)	1925	

资料来源：中华口腔医学会、平安证券研究所

我国正畸市场潜在市场空间在 2000 亿元以上：1) 2000 年中华口腔医学会正畸专业委员会调查得知我国错颌畸形整体患病率为 67.82%，较上世纪 60 年代提升 30%-40%，呈上升趋势。我们假设当前我国错颌畸形患病率在 70% 左右；2) 正畸通常有两个年龄段，一是 5-19 岁的青少年，二是 20-34 岁的成年人，35 岁以后正畸病例较少。目前我国正畸病例 200 万例左右，参照我国 5-19 岁和 20-34 岁两个年龄段 3.78 亿的潜在患者人数，渗透率仅约 0.5%；3) 正畸客单价按 12000 元计算。参考国外情况，我们保守估计 5-19 岁渗透率在 5%-10% 之间，20-34 岁渗透率在 1.1%-2% 之间，则我国正畸市场潜在市场空间在 1224 亿-2395 亿元之间，仍有 5-10 倍的成长空间。

图表40 我国正畸潜在市场空间测算条件

	5-19 岁青少年	20-34 岁成年人
人数 (亿人)	2.22	3.19
错颌畸形率	70%	70%
患者人数 (亿人)	1.55	2.23
单价 (元)	12000	12000

资料来源：中华口腔医学会、平安证券研究所

图表41 我国正畸预期渗透率、正畸人数 (万人) 及潜在市场空间 (亿元)

		20-34 岁	0.5%	0.8%	1.1%	1.4%	1.7%	2%	2.3%	2.6%
5-19 岁	20-34 岁		111.5	178.4	245.3	312.2	379.1	446	512.9	579.8
	1%	155	320	400	480	561	641	721	801	882
	2%	310	506	586	666	747	827	907	987	1068
	3%	465	692	772	852	933	1013	1093	1173	1254
	4%	620	878	958	1038	1119	1199	1279	1359	1440
	5%	775	1064	1144	1224	1305	1385	1465	1545	1626
	6%	930	1250	1330	1410	1491	1571	1651	1731	1812
	7%	1085	1436	1516	1596	1677	1757	1837	1917	1998
	8%	1240	1622	1702	1782	1863	1943	2023	2103	2184

		20-34岁	0.5%	0.8%	1.1%	1.4%	1.7%	2%	2.3%	2.6%
5-19岁	9%	1395	1808	1888	1968	2049	2129	2209	2289	2370
	10%	1550	1994	2074	2154	2235	2315	2395	2475	2556

资料来源：中华口腔医学会、平安证券研究所

本章小结：种植和正畸作为口腔医疗两大高价值诊疗服务，将显著受益于消费升级，率先在一二线城市迎来爆发式增长，然后向三四线城市扩展。目前种植和正畸市场规模分别为 200 亿和 250 亿，长期来看，潜在空间均达到 2000 亿级别。

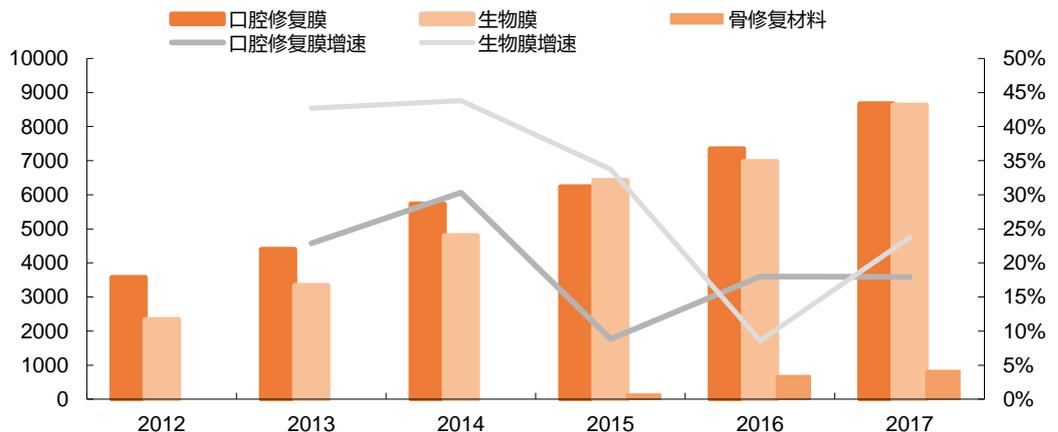
五、投资建议

本篇报告我们主要分析了口腔行业的供求关系，通过对比判断我国口腔行业即将迎来快速发展期，同时认为种植和正畸受益于消费升级，是口腔行业最值得关注的两个细分蓝海市场。我们建议关注口腔医疗全产业链投资机会，重点是上游设备和耗材，尤其是种植、正畸和修复所需的高值耗材和设备，重点推荐正海生物、建议关注美亚光电；从下游来看，口腔医疗服务集中度不断提升，处在区域到全国过渡的关键期，重点推荐通策医疗。我们将在后续报告中对相关投资机会进行深入剖析。

5.1 正海生物：国内生物再生材料龙头，受益种植高速增长

正海生物是国内生物再生材料领域龙头，主要有三大产品，分别为生物膜、口腔修复膜和骨修复材料，重点应用于神经外科、口腔科和骨科。其中口腔修复膜和骨修复材料应用场景之一就是种植牙，我国大概有一半的种植牙患者存在骨量不足的情况，需要添加骨修复材料，而口腔修复膜则是用于口腔软组织浅层缺损的修复，两者可配合使用。2017 年公司生物膜、口腔修复膜和骨修复材料分别实现销售额 8631 万元、8671 万元和 839 万元，分别同比增长 23.71%、17.96%和 21.95%，保持高速增长。2017 年三大产品占收入比例高达 99%。

图表42 正海生物三大产品销售额及增速

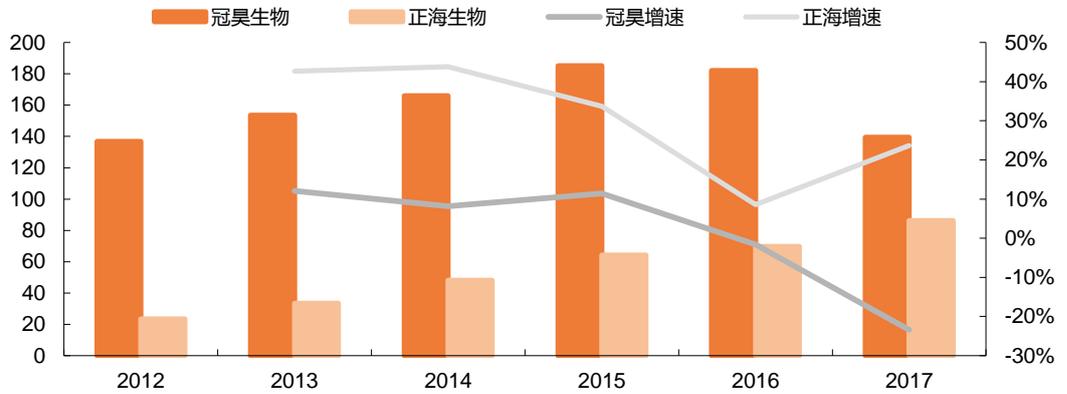


资料来源：正海生物年报、平安证券研究所

生物膜主要用于硬脑（脊）膜缺损的修复。该品种市场竞争较为激烈，国内厂家主要有天新福、冠昊生物，进口产品主要有强生和贝朗。目前天新福、冠昊生物和正海生物市占率居前三位，国外品牌相对靠后。国内硬脑膜市场在 50-60 亿，相对成熟，行业增速不到 10%，前三家企业市场规模在

10-15 亿。2017 年正海生物硬脑膜销售 8631 万元，同比增长 24%，而同期冠昊生物销售 1.4 亿元，同比下滑 23.38%，我们预计正海生物市占率将逐步实现超越。未来脑膜竞争格局的改变主要依靠新材料的出现，公司正在研发新一代生物膜，其上市后将加快对现有产品的替代。

图表43 冠昊生物和正海生物硬脑膜收入比较（百万元）



资料来源：正海生物年报、冠昊生物年报、平安证券研究所

口腔生物膜方面国内竞争格局良好，进口产品瑞士盖氏占据 70% 的市场份额，正海生物约占 10%，凭借价格优势有望逐步实现进口替代，其他如韩国的品牌则在品种和价格上参差不齐。骨修复材料方面，市场主要由瑞士 Geistlich Pharma AG 的产品占据，公司产品 2015 年获批上市，处于市场开拓阶段，销售规模较小，但伴随着种植牙行业的快速发展，有望保持 30% 以上的增速。

后续研发方面，重磅品种活性生物骨首次注册获得国家药监局受理。活性生物骨属于药械组合产品，注册壁垒较高，公司先发优势明显，我们预计活性生物骨有在 2020 年落地。国外拥有活性生物骨产品的企业以美敦力和史赛克为代表，年销售额在 10 亿美元以上，且尚未在国内上市。除活性生物骨外，公司还启动了引导组织再生膜、新一代生物膜等新产品的梯队研发，其中引导组织再生膜在进行临床试验，预计 2020 年获得注册证，有望成为新的业绩增长点；新一代生物膜在注册检验，预计 2021 年获得注册证；另外子宫内修复材料是潜在大品种，考虑到人工流产和剖腹产人群庞大，市场规模比现有品种高出一个数量级，预计在 3-4 年内拿到注册证书。其他品种如尿道修复补片、鼻腔止血材料等有望在 2021 年获批。

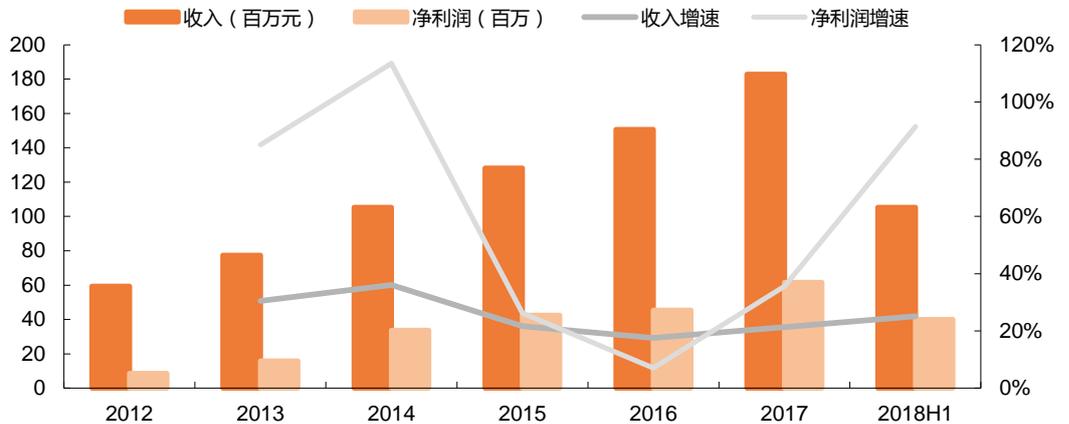
图表44 正海生物在研品种

序号	产品名称	注册分类	临床用途	所处阶段	预计获批时间
1	活性生物骨	医疗器械为主的药械组合产品	用于骨缺损、骨坏死、骨延迟愈合、骨不连等病症的治疗	注册阶段	2020 年
2	引导组织再生膜	三类植入医疗器械	用于引导组织再生	临床试验	2020 年
3	尿道修复补片	三类植入医疗器械	先天性尿道下裂修复	注册检验	2021 年
4	新一代生物膜	三类植入医疗器械	生物膜升级产品，用途为硬脑(脊)膜缺损的修复	注册检验	2021 年
5	鼻腔止血材料	三类植入医疗器械	用于鼻腔/耳道术后止血	动物实验	2021 年
6	子宫内修复材料	三类植入医疗器械	用于子宫内修复	临床预实验	2022 年
7	3D 打印生物陶瓷修复材料	三类植入医疗器械	骨缺损的修复与再生	研究小试	2023 年
8	自固化可吸收骨水泥	三类植入医疗器械	慢性骨髓炎及人工关节置换术后的感染预防及治疗	研究小试	2022 年
9	齿科修复材料	三类无源医疗器械	用于牙体修复(树脂)、树脂粘结(粘结剂)、桩核修复(纤维桩)	研究小试	2023 年

资料来源：公司年报、平安证券研究所

公司业绩表现靓丽，2018H1 实现收入 1.05 亿元，同比增长 25.10%，基本维持稳中有升；实现净利润 3998 万元，同比增长 91.38%，提升显著。公司近两年净利润增速高于收入增速的主要原因是公司经销占比逐步提升，销售费用率下降明显。我们看好生物再生材料在政策支持、人口老龄化和进口替代趋势下走上快速发展之路，公司将伴随口腔行业驶入快车道。

图表45 正海生物历年收入、净利润及其增速



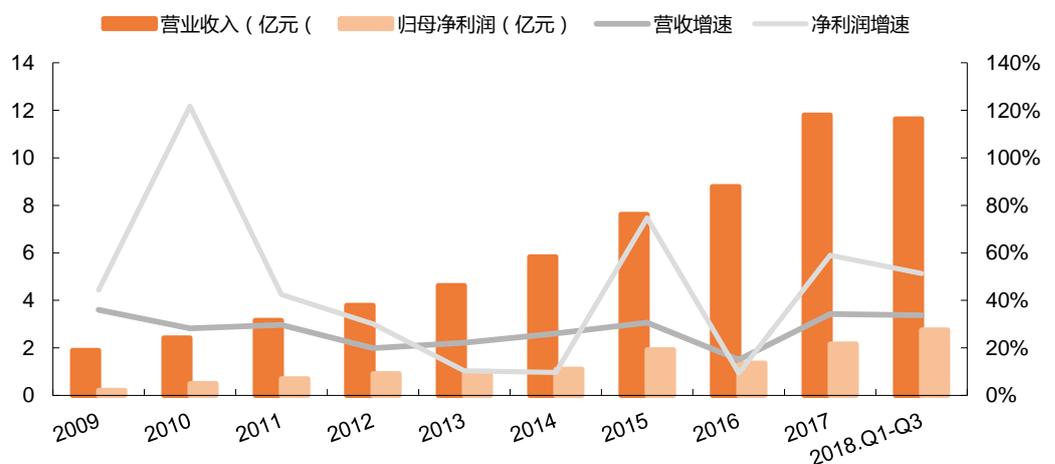
资料来源：正海生物年报、平安证券研究所

5.2 通策医疗：口腔医疗扩展加速，向综合医疗服务集团迈进

公司以口腔医疗连锁经营为主业，2003 年成立，2006 年收购杭州口腔医院，2007 年成为国内第一家口腔医疗上市公司。公司采取“区域总院+分院”模式进行集团化复制，目前公司浙江省内依托平海路、城西、宁波三家中心医院，扩展口腔分院合计已达 19 家，加上省外共 30 家左右。通过引入波恩技术和品牌，打造辅助生殖国内标杆，深入布局妇幼医疗领域。此外，公司通过受让通策眼科 20% 股权，开拓眼科领域，培育新的增长点。目前，公司正在向综合性医疗服务集团迈进。

公司业绩表现靓丽，2018 年前三季度实现收入 11.63 亿元，同比增长 33.71%；实现归母净利润 2.75 亿元，同比增长 51.33%。

图表46 通策医疗历年收入、净利润及其增速

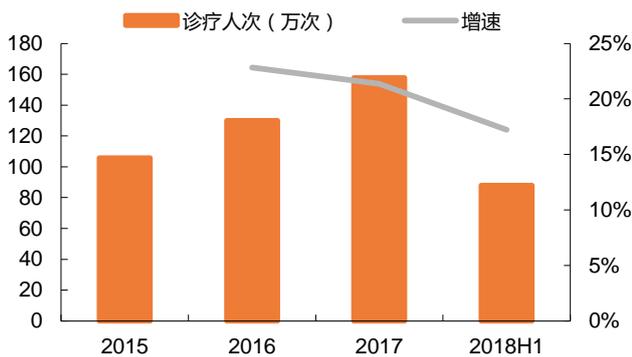


资料来源：通策医疗、平安证券研究所

口腔医院省内外扩张提速。2018年公司发起“蒲公英计划”，计划3-5年在浙江省新建100家分院，首批10家签约医院已正式亮相。同时依托国科大存济医学院，公司参与发起的通策口腔医疗基金定向投资北京、武汉、重庆、成都、广州、西安六家大型口腔医院，打造存济口腔品牌，其中武汉存济已正式开业，重庆存济进行评审验收阶段。

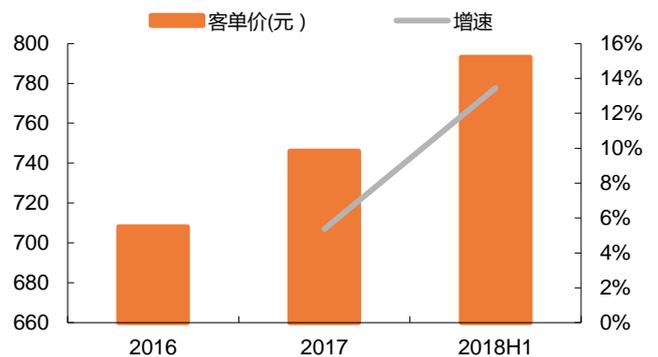
口腔医疗消费升级，量价齐升。2018H1公司门诊量达到87.90万人次，同比增长17.22%。从客单价上，浙江区域提升速度快，2018H1浙江地区口腔医疗客单价达793元，同比增长13.45%，公司客单价远高于全国平均水平。

图表47 通策医疗诊疗人次及其增速



资料来源：通策医疗、平安证券研究所

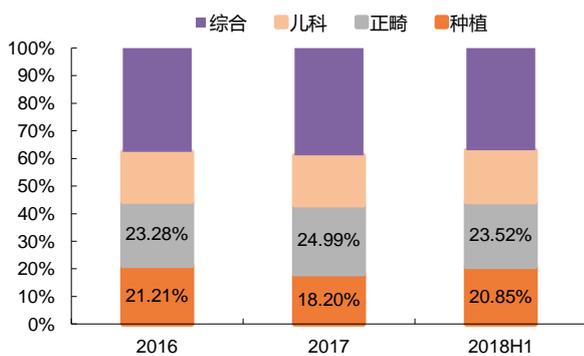
图表48 通策医疗浙江地区口腔医疗客单价及增速



资料来源：HenrySchein、平安证券研究所

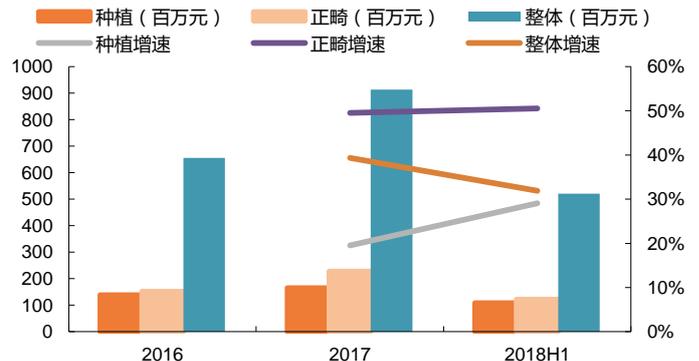
客单价提升主要由于正畸和种植业务快速增长。2018H1公司正畸和种植业务收入分别为1.22亿元和1.09亿元，分别同比增长50.52%和29.05%，正畸增速远高于整体水平，种植增速相比2017年提升明显，基本与整体持平。看好公司持续受益口腔消费升级。

图表49 通策医疗各诊疗项目占比



资料来源：通策医疗、平安证券研究所

图表50 通策医疗浙江地区口腔医疗客单价及增速



资料来源：HenrySchein、平安证券研究所

六、风险提示

6.1 医疗安全事故风险

当前口腔医疗，尤其是种植和正畸处于渗透率提升的关键时期，若因为部分口腔医疗机构不规范的临床操作导致一些严重的行业安全事故，将会对口腔诊疗项目推广造成不利影响。

6.2 研发进度不及预期风险

口腔医疗产业中游以相关耗材和设备为主，随着消费者对医疗服务需求的提升，耗材和设备也在不断迭代，如正海生物就有丰富的在研产品管线。若相关产品研发进度不及预期，将对公司股价产生一定的影响。

6.3 医疗机构扩展不及预期

口腔行业下游处在持续扩张和兼并整合阶段，如通策医疗口腔医院扩展加速。若新的医疗机构扩张受到资金、人员、政策等多个因素影响，存在不达预期风险。

平安证券研究所投资评级:

股票投资评级:

- 强烈推荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 20%以上)
- 推 荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间)
- 中 性 (预计 6 个月内, 股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间)
- 回 避 (预计 6 个月内, 股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上)

行业投资评级:

- 强于大市 (预计 6 个月内, 行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上)
- 中 性 (预计 6 个月内, 行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间)
- 弱于大市 (预计 6 个月内, 行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上)

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话: 4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融
融中心 62 楼
邮编: 518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编: 200120
传真: (021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编: 100033