

通策医疗 (600763.SH)

深度分析

医药 | 医疗服务 III

投资评级

买入-A(首次)

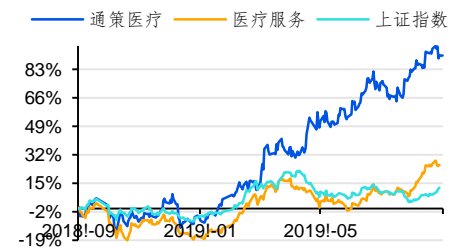
股价(2019-09-09)

96.82 元

交易数据

总市值(百万元)	31,044.36
流通市值(百万元)	31,044.36
总股本(百万股)	320.64
流通股本(百万股)	320.64
12个月价格区间	42.35/100.47 元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.42	17.58	75.51
绝对收益	6.92	23.66	86.51

分析师

周新明

 SAC 执业证书编号: S0910519070001
 zhouxinming@huajinsec.cn
 021-20377037

分析师

王睿

 SAC 执业证书编号: S0910519080003
 wangrui@huajinsec.cn
 021-20377036

相关报告

通策医疗: 中报业绩略超预期, “总院+分院”成功模式有望在蒲公英计划中复制
 2019-08-01

口腔连锁龙头, 发展前景清晰

投资要点

- ◆ **一、我们看好公司省内业绩增长持续力。**杭州口腔医院作为公司的金字招牌, 在浙江省内有着不可替代的影响力。公司在杭州营收占杭州口腔市场的 50% 以上, 已经形成较强规模效应。2019 年上半年杭口收入增速为 17.8%, 宁口为 16.3%, 杭口城西为 30.1%, 维持在高水平的同时, 净利率均在 17% 以上。公司主要市场经济基础良好, 作为二线城市领头羊, 杭州近五年人均 GDP 增速保持在 8.2% 的较高水平, 18 年达到 17 万元/人/年; 作为浙江新星城市, 宁波 2018 年 GDP 首次进入万亿俱乐部。因为口腔服务行业中两大核心高利润业务(正畸、种植)带有消费品属性, 随着杭州、宁波的消费水平提升、消费端升级, 公司在两大城市的业务成长尚有巨大空间。
- ◆ **二、我们看好“蒲公英计划”。**目前杭口集团已经完全形成了“一家总院带几家分院”的格局, 形成区域化集团, 并通过总院下沉的技术、医生, 依托总院品牌效应、患者基础, 使分院在 1-1.5 年内快速实现盈亏平衡。借助“总院+分院”模式的可复制性, 公司提出了“蒲公英计划”, 助力公司进一步深入省内细分市场, 预计在 3 至 5 年内于全省范围开设 100 家口腔专科医院, 计划实施后杭口集团将覆盖浙江 90 多个县市区。公司蒲公英计划第一批分院为 10 家, 第二批为 15-20 家。截止 2019 年 8 月, 公司已有 7 家分院得到牌照, 第一家蒲公英分院最快将在年内营业。公司将在 2020 年开始加快建设高质量、高认可度的蒲公英分院, 和当地公立牙科医院拉开服务质量的差距, 有效扩大公司的知名度、品牌力和市场占有率。
- ◆ **三、我们看好公司的多元化发展。**公司积极开展业务多元化战略, 进军两大高潜力、高利润率行业: 辅助生殖、眼科。国内**辅助治疗**病人基础较好: 国内每 7-8 对夫妻就有 1 对有不孕不育问题, 全国潜在病人约为 5000 万人。随着“二孩政策”的全面铺开, 该市场开始加速增长。公司于 2012 年与全球领先 IVF 治疗中心波恩(Bourn Hall)合作引进先进 IVF 医疗技术用以建立国内先进 IVF 医疗团队。目前通过 IVF 技术的试管婴儿成功率为 60%, 高于国内平均你水平的 50%。**眼科服务**长期作为国内医疗服务的一大热门市场, 在中国拥有较大体量和成长空间。公司看准了眼科市场的发展潜力, 于 2017 年联合浙江最知名眼科医院, 浙江大学附属第二医院眼科中心合作建立了大型眼科综合服务中心: 浙江大学眼科医院。
- ◆ **总的来看, 公司通过把握行业发展机遇、政策红利, 深入产品高端化改革, 合理控制成本, 公司保持较高的营业能力。**口腔医疗方面, 通过与知名院校、国际领先医疗机构合作, 通策的医生可以得到较高的行业地位; 同时通过建立医生集团、资深医生持股计划等, 公司实现持续把握核心口腔医疗资源(医生资源), 加速放量公司潜在业绩。辅助生殖方面, 公司与波恩医疗中心深入合作、交流 IVF 核心技术、管理经验, 努力做到国内一流辅助生殖品牌。眼科方面, 随着与浙江大学附属第二医院眼科中心合作建立的新眼科中心的建立, 并通过通策的总院+分院模式, 持续深入发展眼科医疗市场, 有望率先在省内市场铺开。公司正处于高速发展、销售放量阶段, 夯实核心产业、涉足新星产业的通策, 在掌握核心资源、技术的前提下,

将持续发力，未来业绩有望达到百亿规模。

- ◆ **投资建议：**我们预计公司 2019-2021 年的收入分别为 19.3、24.6、31.1 亿元，增速分别为 25.1%、27.2%、26.3%，预计公司 2019-2021 年的净利润分别为 4.76、6.4、8.33 亿元，增速分别为 43.4%、34.3%、30.2%，2019 年至 2021 年每股收益为 1.49、2.0、2.6 元，当前股价对应估值分别为 57X、43X、33X。基于（1）总院业绩持续放量（2）蒲公英计划未来稳定现金流可期（3）省外口腔业务逐渐开花结果（4）辅助生殖、眼科的良好市场潜力（5）行业龙头的估值溢价，给予公司买入-A 建议。
- ◆ **风险提示：**总院增速不达预期风险。蒲公英计划、省外业务存在盈利、扩张不达预期风险。医疗事故风险。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	1,179.7	1,546.0	1,934.6	2,460.0	3,107.2
同比增长(%)	34.2%	31.1%	25.1%	27.2%	26.3%
营业利润(百万元)	280.9	439.4	628.9	845.6	1,101.6
同比增长(%)	70.0%	56.4%	43.1%	34.5%	30.3%
净利润(百万元)	216.6	332.1	476.3	639.8	833.3
同比增长(%)	59.1%	53.3%	43.4%	34.3%	30.2%
每股收益(元)	0.68	1.04	1.49	2.00	2.60
PE	126.1	82.3	57.4	42.7	32.8
PB	27.5	20.8	18.8	13.3	9.6

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、稳固发展，口腔行业龙头.....	6
(一) 我国口腔医疗市场潜力大	8
1、青少年口腔问题得不到重视、治疗率低.....	8
2、老年化加剧带动种植和综合口腔业务	9
3、经济发展、消费升级带动口腔护理需求.....	10
3、政策放开，助力产业升级	11
4、行业竞争格局	11
(二) “总院+分院”模式正确、成效显著	13
1、杭州口腔总院	13
2、宁波口腔总院	14
3、区域分院相继发力	16
4、“总院+分院”模式的成本优势.....	18
(三) 主要业务介绍.....	19
1、综合牙科	19
2、正畸治疗	20
3、牙齿种植	21
4、产品结构优化	21
(五) “蒲公英”散落全省，公司加快省内布局	22
(六) 省外业务，各地开花	25
二、产业多元化，助力持续增长	26
(一) 辅助生殖市场潜力巨大，未来牌照可期.....	26
(二) 眼科服务，又一高利润率、高成长领域.....	28
三、估值亮眼，成长稳定.....	30
(一) 基于自由现金流折现法的估值分析.....	30
(二) 敏感性分析.....	33
四、投资逻辑和盈利预测.....	33
(一) 投资逻辑	34
(二) 盈利预测	34
五、风险提示.....	36

图表目录

图 1：通策医疗重要发展事件.....	6
图 2：通策医疗股权结构图	7
图 3：公司口腔服务收入（万元）及占比.....	8
图 4：公司净利率和毛利率	8
图 5：儿童患龋率、治疗率	9
图 6：错颌畸形患病率	9
图 7：中国人口各年龄段比例.....	9
图 8：各年龄段人口增速.....	9
图 9：成人牙科疾病概率.....	10
图 10：成人义牙修复率	10
图 11：城镇居民人均可支配收入（元）	10

图 12: 中国口腔医疗规模预测 (亿元)	10
图 13: 浙江省 GDP 总量及增速 (亿元)	11
图 14: 全国及浙江省人均 GDP (元)	11
图 15: 同行业可比公司营收对比 (亿元)	12
图 16: 可比口腔医疗机构毛利率	13
图 17: 可比口腔医疗机构净利率	13
图 18: 可比口腔医疗机构三费占比	13
图 19: 波特五力模型分析	13
图 20: 杭州口腔医院营收 (万元) 及增速	14
图 21: 杭州口腔医院历年净利润 (万元) 及增速	14
图 22: 杭口历年净利率	14
图 23: 宁波人均 GDP (元) 及增速	15
图 24: 宁波口腔医院营收 (万元) 及增速	15
图 25: 宁波口腔医院历年净利润 (万元) 及增速	15
图 26: 宁口历年净利率	16
图 27: 区域分院净利率情况	18
图 28: 收入、成本增速情况	19
图 29: 各公司三费占营业收入比例	19
图 30: 通策医疗期间费用 (万元)	19
图 31: 牙颌畸形典型案例	21
图 32: 2018 年公司牙科服务比例	22
图 33: 各牙科服务增速情况	22
图 34: 客单价 (元/客)	22
图 35: 蒲公英计划分院主要分布图	24
图 36: 蒲公英计划分院股权图	24
图 37: 辅助生殖市场推测 (亿元)	27
图 38: 辅助生殖潜在市场推测、不孕不育患者数量推测	27
图 39: 各国近视率	28
图 40: 国内眼科市场规模及增速(亿元)	29
表 1 口腔医疗相关政策	11
表 2: 区域分院收入情况 (万元)	17
表 3: 区域分院收入增速情况 (万元)	17
表 4: 区域分院净利润情况 (万元)	17
表 5: 龋齿阶段及治疗方案	20
表 6: 矫正装置介绍	21
表 7: 蒲公英目标地区情况	23
表 8: 蒲公英计划收支情况预测 (万元)	25
表 10: IVF 技术概括	27
表 10: WACC 计算核心假设内容	30
表 11: 总院、分院自由现金流测算	30
表 12: 蒲公英分院自由现金流测算	31
表 13: 其他业务自由现金流测算	32
表 14: 未来自由现金流推测	32
表 15: 未来自由现金流折现法估值	33

表 16: 自由现金流折现法敏感性测试分析.....	33
表 17: 2019-2021 年公司主营业务收入预测	35
表 18: 2018-2020 年可比公司估值表.....	35

一、稳固发展，口腔行业龙头

通策医疗投资股份有限公司是主板唯一一家以口腔医疗服务为主业的上市公司。公司主营业务有三大板块：口腔医疗服务为主要板块，占公司总收入的90%以上。公司以有67年历史的杭州口腔医院为中心辐射浙江省内口腔医疗市场，截止2019上半年，公司在全国范围已开设30余家不同规模的口腔专科医院；辅助生殖、眼科医疗为新星板块：公司于2012年与英国领先IVF公司波恩生殖中心（Bourn Hall）合作经营了昆明妇幼保健医院，引进了全球先进的辅助生殖技术；后于2017年与浙江知名眼科中心，浙江大学附属第二医院眼科中心，合作建立了浙江大学眼科医院。辅助生殖业务已率先盈利，眼科业务在持续耕耘。

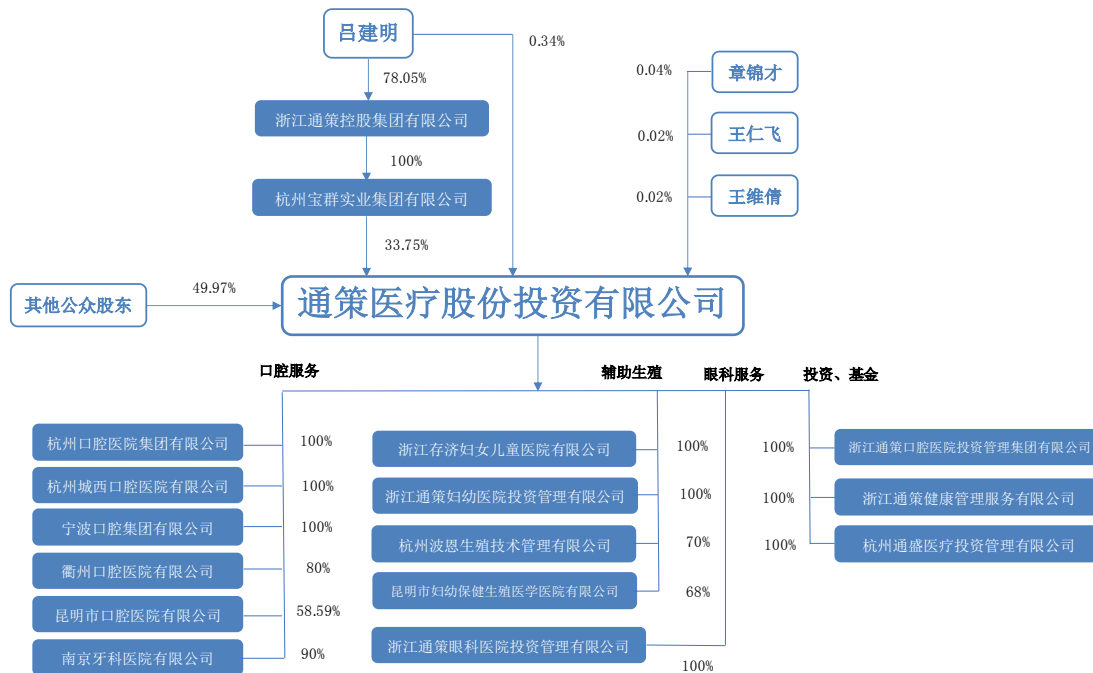
图 1：通策医疗重要发展事件

时间	主要事件
2006年6月	通过公立医院改制收购杭州口腔医院
2007年4月	借壳“ST中燕”成功上市
2007年6月	通过股权收购获得宁波口腔医院70%股权
2008年2月	杭口东河路总院开业
2008年5月	杭口城西医院开业
2012年5月	与波恩生殖中心合作引进IVF等技术
2015年5月	杭州口腔医院新总部开业
2015年7月	联合中国科学院大学创办了存济医学院
2016年10月	成立通策口腔医疗投资基金
2017年10月	与浙二眼科合作进军眼科医疗服务
2018年6月	创立“蒲公英计划”
2018年11月	武汉存济口腔医院开业
2019年7月	蒲公英分院已有7家得到牌照

资料来源：公司公告，华金证券研究所

截止公司2019年中报，杭州宝群实业集团有限公司持有公司33.75%的股份，为第一大股东。浙江通策控股有限公司通过完全控股杭州宝群实业集团有限公司，持有公司33.75%股份。吕建明先生为公司实际控制人，通过控制浙江通策控股集团有限公司78.05%的股份，间接控股公司26.34%股份。公司股东除宝群实业以外，均为投资基金和公开股东，股权清晰，没有实控人风险。董事长吕建明先生因看好公司前景，分别于2016年与2017年增持公司无限售A股23万股与37.27万股。2018年2月，公司高管及员工通过公开竞价方式，累计增持公司股票99.24万股，占公司总股本0.31%；其中公司高管章锦才先生增持13.9万股，吕建明先生增持9.07万股。高管、员工的增持，彰显了公司上下对公司未来前景的看好。

图 2: 通策医疗股权结构图



资料来源：企查查，公司公告，华金证券研究所

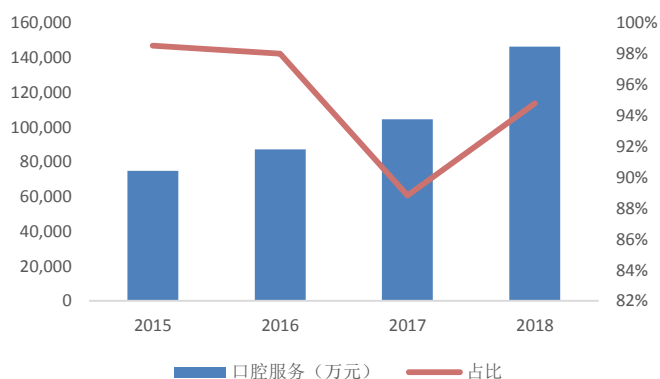
公司在从 2009 年到 2018 年的 9 年中，营业收入从 1.89 亿元飞速增长 8 倍至 15.46 亿元（年复合增长率 26.3%），净利润从 0.22 亿元增长 16 倍至 3.59 亿元（年复合增长率 36.4%）。从 2016 年开始，公司营收开始加速放量，逐步成为口腔服务行业龙头。并以口腔医疗为主营业务，以辅助生殖、眼科为新兴业务，持续推动公司收入和利润。公司 2019 年 H1 营业收入 8.47 亿元，同比上涨 23.58%；净利润 2.08 亿元，同比上涨 54.07%；经营性现金流为 2.58 亿元，同比增长 68.6%，现金流充沛，扩张增速快，利润率稳定。

公司以口腔服务业务为主，2018 年口腔服务营收占公司总收入的 94.79%，达到 14.64 亿元，同比增长 40.18%，发展扩张速度快。上市至今，公司总体毛利率保持在 39% 以上，净利率近年保持在 15% 以上，相比于同行业可比公司，保持较高的盈利水平。2019 年 H1 公司毛利率为 45.6%，净利率为 24.54%，自 2016 年以来持续提升，主要原因是公司产品结构高端化改革带来的毛利率提升和加强供应链管理带来的耗材、设备费用降低。公司于 2018 年开始尝试创新供应链模式，通过总公司对耗材的统一管理、大集采，区域集团进行二次议价，来降低耗材、设备整体采购成本，成本降低幅度为 5% 以上，并将持续优化。公司同时通过与总代理直接接触，甚至厂商直销的方式，通过公司快速发展产生的规模效应，降低设备采购成本，成本降低的幅度在 3% 左右。同时公司着力合理管理积压的库存，降低库存成本约 1%。

其次，公司三费较其他口腔服务公司处于低位，尤其是销售费用，仅占总营收的 0.7%，公司依靠总院累积的强大品牌力量、病人基础来吸引新客人，减少了相应销售支出，大大加强了公司盈利能力的同时也保持了优质的品牌力。依托公司“总院+分院”的模式，总院可下沉多年累积的管理经验和人才到分院，形成了规模经济，大幅降低培养、管理人才的费用，下降管理费用的同时加强了各院管理能力。其次，良好的营运带来了充足的资金流，导致公司举债情况良好，负债率仅为 49.7%。2000 年至 2015 年间，公司财务费用为负，表现出公司良好的财务费用控制能力，后因设立投资基金、开发省外存济口腔、蒲公英计划等外延扩张因素，财务费用有

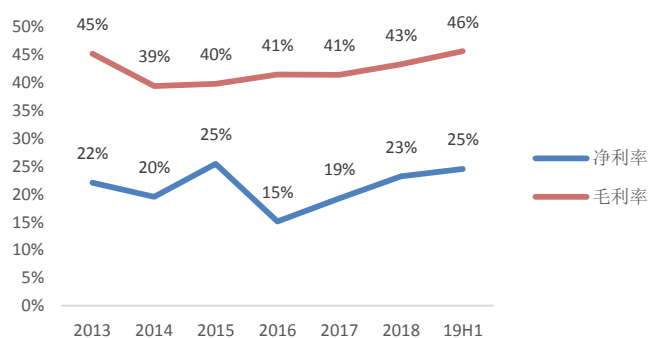
所增加，但始终保持低位。随着公司重点关注产品结构改革、供应链和内部管理，盈利能力有望进一步提升。

图 3: 公司口腔服务收入（万元）及占比



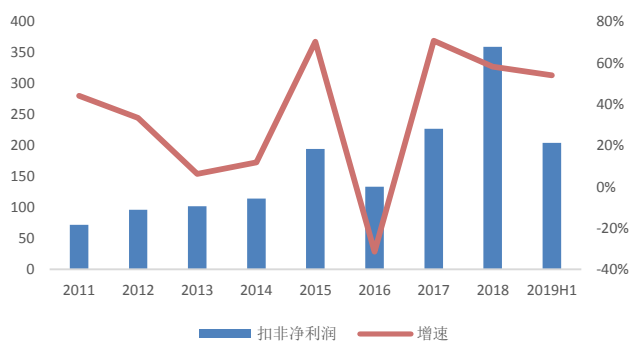
资料来源：公司年报，华金证券研究所

图 4: 公司净利率和毛利率



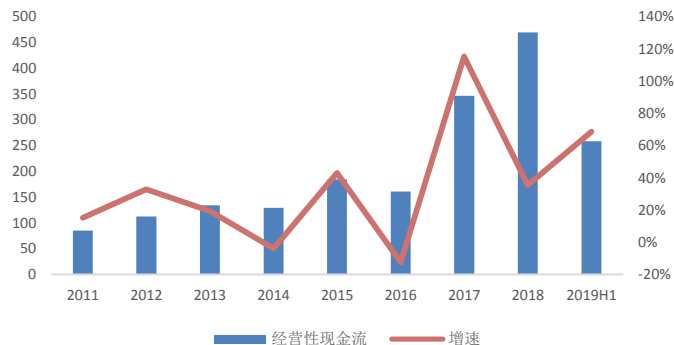
资料来源：公司年报，华金证券研究所

图 5: 公司扣非归母净利润（百万元）及增速



资料来源：公司年报，华金证券研究所

图 6: 公司经营性现金流（百万元）及增速



资料来源：公司年报，华金证券研究所

（一）我国口腔医疗市场潜力大

在我国居民生活水平提升，老龄化加剧的大背景下，口腔医疗服务拥有巨大的市场潜力。国内口腔服务市场的潜力表现在四个方面：青少年口腔问题得不到重视、治疗率低，老年化加剧带动种植和综合口腔业务，消费升级带动高端牙科护理需求，政策利好推动发展。

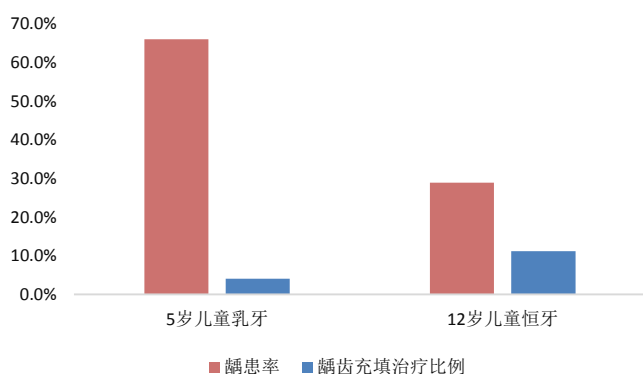
公司口腔服务分为五个部分：综合牙科（如牙周炎、龋齿等）、其他牙科（包括洁牙等）牙齿种植，正畸治疗和儿童口腔治疗。其中，综合牙科、其他牙科的病人在各个年龄段都有分布，接受牙齿正畸治疗的多为青少年，接受牙齿种植治疗的病人多为年长者。

1、青少年口腔问题得不到重视、治疗率低

根据由卫生部组织的全国第三次口腔健康流行病学调查，中国 5 岁儿童患龋率为 66%，12

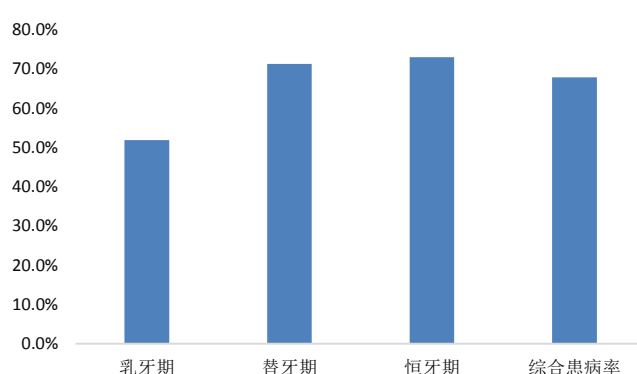
5岁儿童患龋率为 28.9%，略好于国际调查的结果。但是，中国 5 岁儿童龋齿填充治疗比例仅为 4.1%，12 岁儿童填充治疗比例为 11.2%，远远低于国际平均水平。主要原因在于，儿童换牙前，家长认为乳牙会换，所以普遍忽视了乳牙龋齿的治疗，殊不知乳牙龋齿也会导致严重的牙科疾病。儿童牙齿问题的高发带来了儿科口腔的成长空间。同时国内错颌畸形综合患病率高达 67.8%，主要发生在替牙期和恒牙期，可采用正畸治疗来修复。医生一般建议发现错颌畸形后尽快矫正牙齿，所以正畸病人以青少年为主。乳牙期儿童发现牙颌畸形问题也需要辅助正畸治疗。

图 5：儿童患龋率、治疗率



资料来源：全国第三次口腔健康流行病学调查，华金证券研究所

图 6：错颌畸形患病率

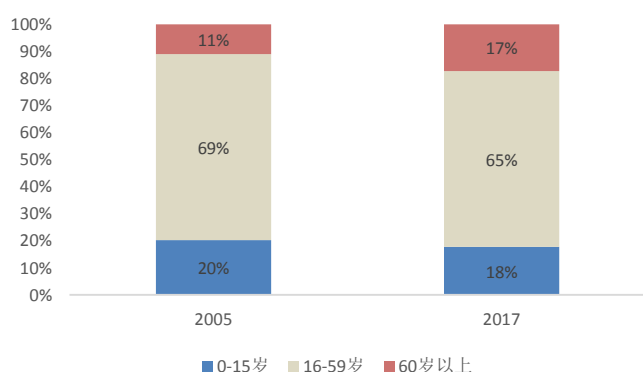


资料来源：全国第三次口腔健康流行病学调查，华金证券研究所

2、老年化加剧带动种植和综合口腔业务

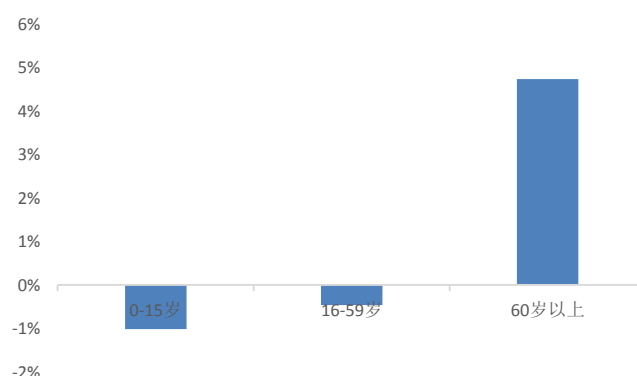
中国的老龄化问题日益加重。根据人口普查信息，60 岁以上人口的比例由 2005 年的 11.03% 上升到 2017 年的 17.3%，平均年增速达 4.74%，老龄人口达到 2 亿规模。相比较于全球 60 岁以上的人口比例的 12.3%，中国老龄化问题较为严重。同时带来的，还有大量老年健康服务的需求，其中包括口腔服务。

图 7：中国人口各年龄段比例



资料来源：国家统计局，华金证券研究所

图 8：各年龄段人口增速

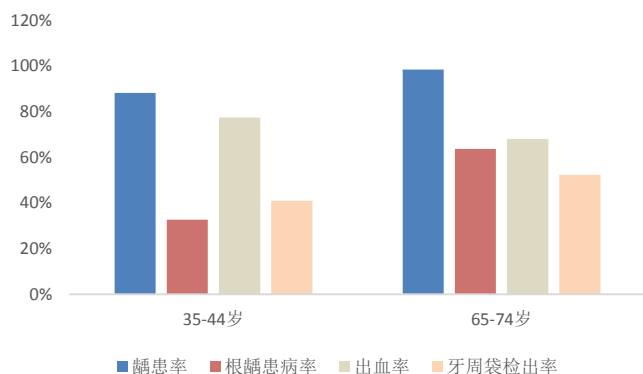


资料来源：国家统计局，华金证券研究所

35-44 岁成人患龋率为 88.1%，根龋率为 32.7%；65-74 岁患龋率为 98.4%，根龋率为 63.6%，老年人患龋率远高于中年人、青年人，尤其是根龋率。根龋是严重的牙龈疾病，会使牙齿根部表面破裂，容易聚集牙菌斑和食物残渣，使得压根、牙神经暴露在口腔细菌、牙菌斑的威胁下，从而导致牙周炎及一系列严重牙龈问题。根龋多发生在年长者身上，是由于生理退化导致的牙龈萎缩，压根暴露在牙龈之外导致的。严重的根龋需做根管治疗并安装义牙，牙齿种植属于

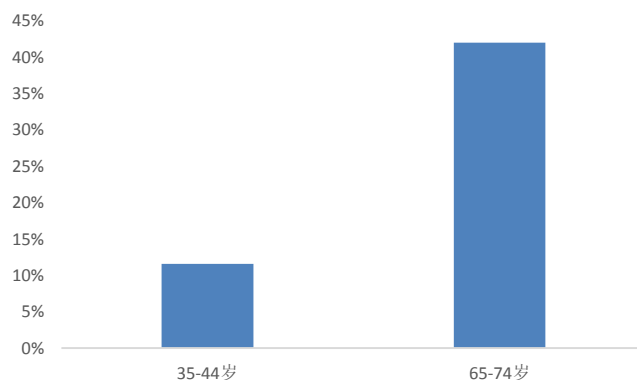
高端义牙服务，所以牙齿种植者多为中老年人。除了龋齿问题，老年人对于口腔患病率均高于中年人，但是修复率较低。**35-44岁**义牙修复率仅为**11.6%**，**65-74岁**义牙修复率仅为**42%**，修复率较发达国家偏低。随着生活水平的改善，老龄化问题将给公司带来综合业务和种植业务的新成长点。

图 9：成人牙科疾病概率



资料来源：全国第三次口腔健康流行病学调查，华金证券研究所

图 10：成人义牙修复率

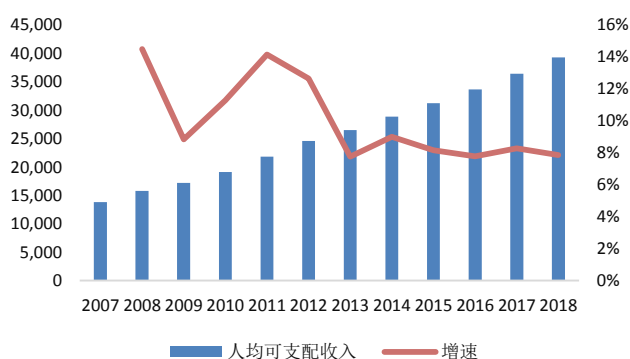


资料来源：全国第三次口腔健康流行病学调查，华金证券研究所

3、经济发展、消费升级带动口腔护理需求

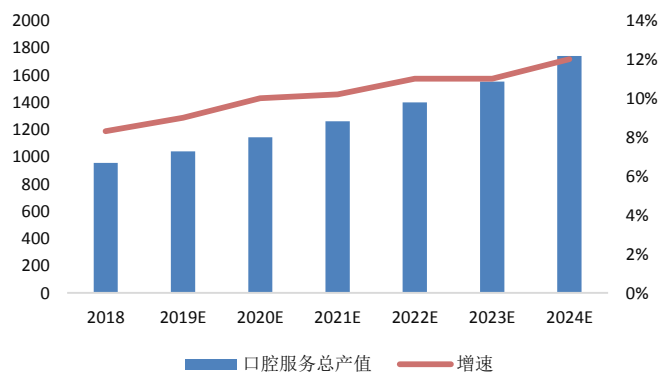
在口腔门诊中，综合业务与儿科业务，如龋齿治疗，拔牙，牙周炎治疗等，可进入医保体系报销。而价格更高的牙齿种植和正畸服务则不可进入医保。所以种植和正畸等高附加值的服务更类似于消费品，其需求会随着消费能力的提升而增加。人均消费能力是口腔行业的一大驱动力，近年一直在增长快速。自改革开放以来，中国的人均可支配收入持续增加，**2008至2018**年间，城镇居民人均可支配收入平均年增幅为**10.01%**，到达**3.94**万元/人/年，增长快速、稳定。中国推行的消费升级同时推动了包括正畸、种植在内的高附加值服务的市场。随着消费升级的逐步推进，我们认为口腔服务市场将开始逐渐放量，未来市场前景可观。借助前瞻经济学人的数据，我们预计，在**5年内（2019-2024）**，国内口腔市场规模将达到**1700 - 1800**亿的规模。我们对国内口腔市场总量做了估算。

图 11：城镇居民人均可支配收入（元）



资料来源：国家统计局，华金证券研究所

图 12：中国口腔医疗规模预测（亿元）

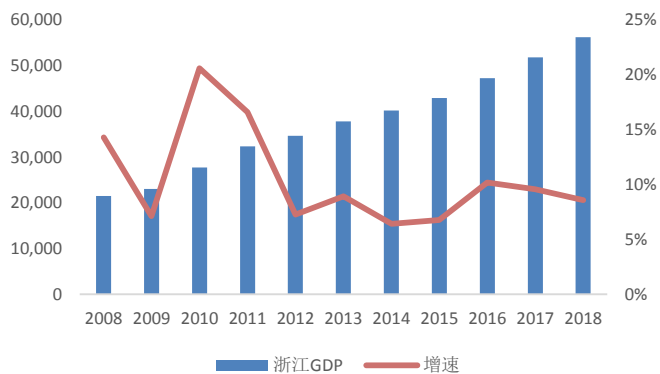


资料来源：国家统计局，华金证券研究所

公司口腔医疗服务目前的主战场在浙江省内。浙江作为中国南方富庶的省份，一直以来发展速度超过全国平均。**2018**年浙江省 GDP 总量达到**56197.2**亿元，排全国第四，近年同比增速

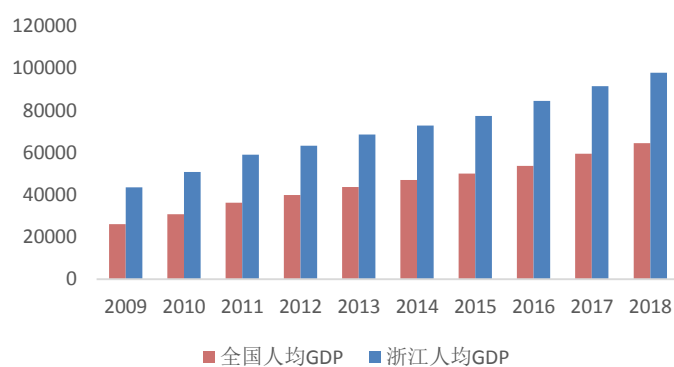
维持在 8% 左右。2018 年浙江省人均 GDP 达到 97956 元，远超全国平均水平，除直辖市外，仅次于江苏省，排全国第五。浙江的经济繁荣带来了浙江人民强大消费能力，作为国内最早一批推行消费升级的省份，浙江人民对口腔服务的关注度和需求逐年提升，特别是其中高附加值的牙齿种植、颌骨正畸、牙齿美容。我们估计，浙江省口腔服务市场的增速将略大于全国增速，到 2024 年，省内口腔服务市场预计将达到 120 亿元规模，市场规模前景很大。

图 13: 浙江省 GDP 总量及增速 (亿元)



资料来源: 国家统计局, 华金证券研究所

图 14: 全国及浙江省人均 GDP (元)



资料来源: 国家统计局, 华金证券研究所

3、政策放开，助力产业升级

政策方面，近年来国家不断放开医疗政策，加大包括口腔、眼科等健康服务类医疗市场，鼓励社会力量提供医疗服务，建立良性竞争的环境，争取到 2020 年将健康服务规模提升到 8 万亿水平。国家对公立医院医生政策也进一步放开，使公立医院口腔医生可以多点执业，自主创业，间接推动了我国民营口腔医疗机构的发展。通策借助医疗政策放开的东风，依托“总院+分院”的良好模式和省内扎实的民意基础，未来仍有很大上升空间。

表 1 口腔医疗相关政策

时间	政策名称	主要内容
2016/10/25	《“健康中国 2030”规划纲要》	到 2020 年，健康服务业总规模超 8 万亿，到 2030 年达 16 万亿，健康产业将迎来前所未有的发展契机。 全民健康生活方式行动健康口腔专项行动。
2017/5/23	《关于支持社会力量提供多层次多样化服务的意见》	鼓励社会力量提供医疗服务，深化医改、改善民生、提升全民健康素质
2019/1/31	《健康口腔行动方案（2019—2025 年）》	到 2025 年，健康口腔社会支持性环境基本形成，人群口腔健康素养水平和健康行为形成率大幅提升，口腔健康服务覆盖全人群、全生命周期，更好满足人民群众健康需求。
2019/2/9	《加大力度推动社会领域公共服务补短板强弱项提质量促进形成强大国内市场的行动方案》	支持社会力量深入 专科医疗等细分服务领域，在口腔、眼科、妇产、骨科、儿科等专科加快打造一批具有竞争力的品牌服务机构

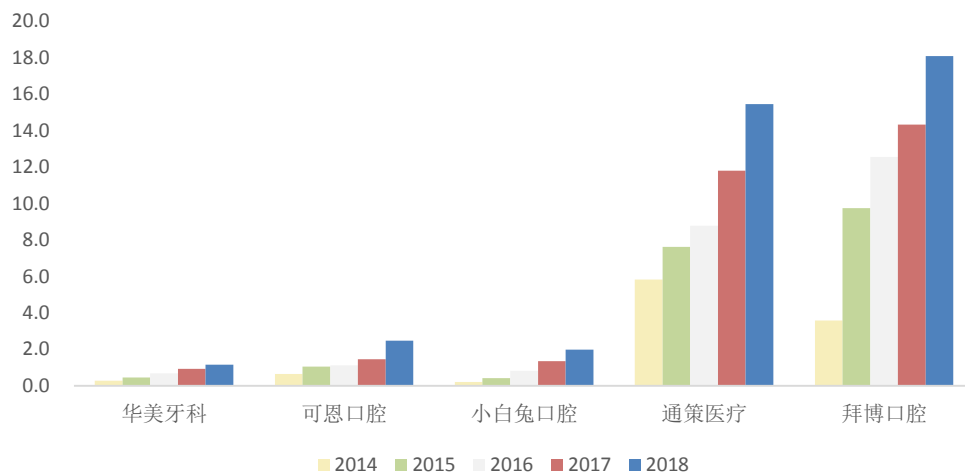
资料来源: 华金证券研究所整理

4、行业竞争格局

作为国内主板唯一一家以口腔医疗服务为主业上市的企业，通策在口腔服务行业内有不可替

代的地位，其可比公司包括最大竞争对手拜博口腔，各家公立口腔医院，及其他新三板挂牌的较小竞争对手，如小白兔口腔、华美牙科、可恩口腔。口腔服务市场属寡头竞争市场，口腔医疗行业因进入门槛相对其他科目较低，包括公立口腔医院在内，市场中存在大量竞争对手，但市场体量大的医院占据少数，通策为其中第二大体量的集团。在市场体量上仅次于快速发展的拜博口腔。拜博口腔采用了连锁模式，在联想控股注资后，开始了疯狂的扩张，门店数量从 2014 年的 75 家涨到 2017 年的 213 家，2014 年至 2018 年间营业收入增长 505.5%至 18.1 亿元，平均年增长率超过 60%，超过通策集团营收及增速。连锁模式展现出了资本带来的强大的扩张能力，然而“野蛮”的扩张并未给拜博带来良好的收益，2015 年至 2017 年三年间，拜博合计亏损 19.57 亿元，平均净利率-52%。同时因为连锁模式快速扩张带来的管理、医疗人才的缺口，导致了拜博口腔服务水平、市场口碑的相应下降，销售、管理费用增速上升，直接导致了拜博口腔高营收，负利润的情况。

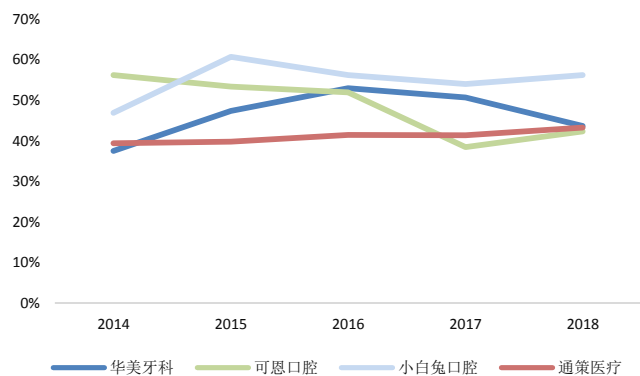
图 15：同行业可比公司营收对比（亿元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

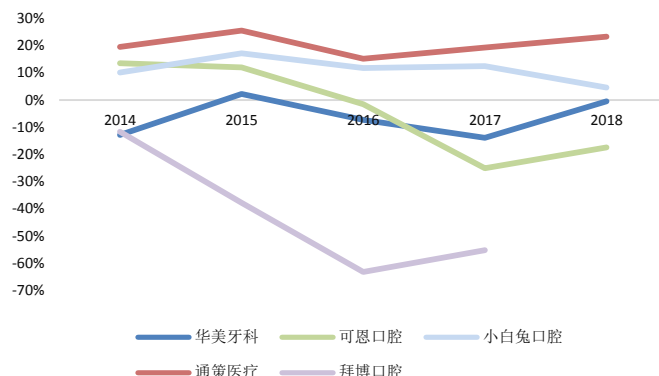
不同于拜博及其他连锁口腔集团的模式，通策集团采用了其独特的“总院+分院”模式，依托区域总院的影响力、人才培养能力、管理经验，大幅度降低了管理、财务、销售、人才培养费用。“总院+分院”模式给公司带来了夸张低的三费，通策近五年三费占应收比例为 17%，其他三家可比公司近五年三费占比为 47%。直接导致了虽然通策的毛利率为其他可比公司中最低的，但是其净利率为最高的情况，同时公司市场体量为第二大，并远远超过其他可比公司。我们同时使用了波特五力模型分析了公司竞争力，从分析中可以看出，口腔医疗行业竞争激烈，因为公司大集采的方式带来的强议价能力，强大的品牌口碑、病人基础，良好的管理，使得公司在行业内独占鳌头。随着公司业绩逐渐放量，同时加强了供应链管理，公司未来毛利率、净利率将逐步优化，营收将快速拉伸，公司业绩潜力强。

图 16: 可比口腔医疗机构毛利率



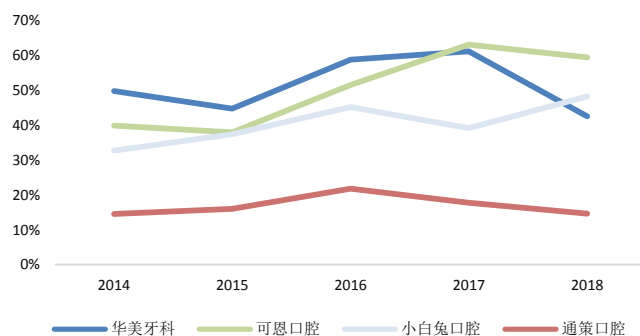
资料来源: 各公司公告, 华金证券研究所

图 17: 可比口腔医疗机构净利率



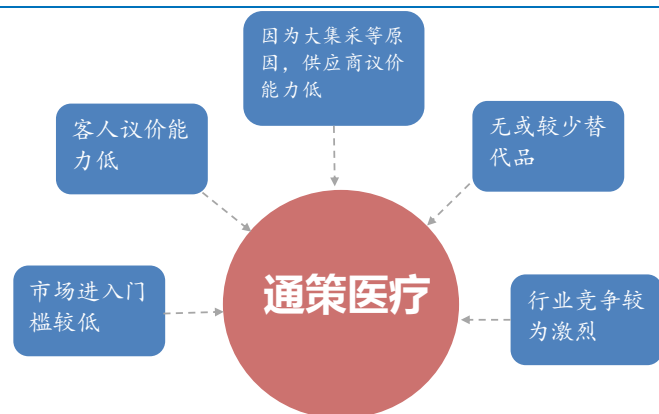
资料来源: 各公司公告, 华金证券研究所

图 18: 可比口腔医疗机构三费占比



资料来源: 各公司公告, 华金证券研究所

图 19: 波特五力模型分析



资料来源: 华金证券研究所整理

(二) “总院+分院”模式正确、成效显著

自从 2006 年成立以来, 通策以其区域总院+分院的扩张模式, 秉承着“简单、合作、平台、信仰”的理念, 通策通过杭州口腔医院近 70 年的口腔服务知识、累积的经验, 全面支持下属区域分院的技术难题、管理难题、服务难题。“总院+分院”的模式通过总院处理技术难题、提供经验, 分院快速发展扩张的方式, 快速提高公司品牌影响力、品牌形象, 使得杭口集团快速占领省内口腔服务市场。

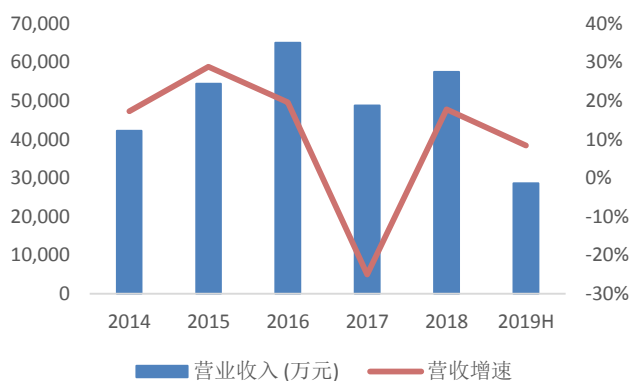
1、杭州口腔总院

目前杭口集团已经完全形成了“一家总院带几家分院”的格局, 形成区域化集团, 并通过总院下沉的技术、经验、医生, 依托总院品牌效应、患者基础, 目前公司拥有 3 个区域总院集团: 杭口总院、城西总院、宁口总院, 并预计在 2 年内完成建设拓展两大新核心: 新城西总院和新宁口总院。

杭州口腔医院作为集团口腔医疗服务的起点, 是公司目前营收最高的医院。杭州口腔医院始

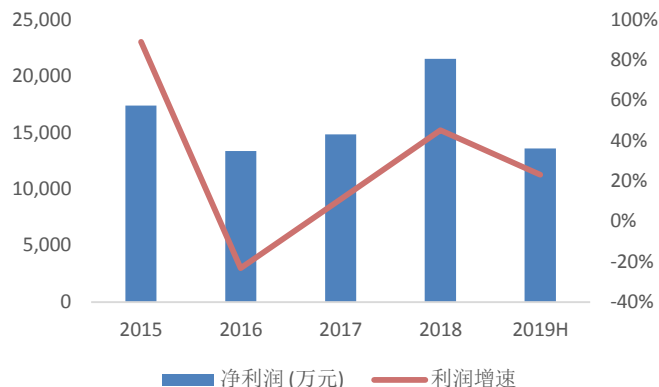
创于 1952 年，是浙江省内规模最大的口腔专科医院，品牌号召力在省内市民心中有着不可替代的地位，同时也支撑着杭口总院的快速发展。随着 2013 年杭口平海路一号新总部的成立，杭口的客流量、牙椅利用率进一步上升。杭口总院 2019 上半年实现营收 2.86 亿元，同比增长为 8.4%，净利润 1.36 亿元，同比增长 23.1%。自从公司加强分院发展以来，导致了杭口总院发展速度放缓，作为公司最大的“蓄水池”，杭口持续为区域分院输出医生人才资源、管理资源等，大量优秀资深医生下沉到各地分院带领新的团队，与此同时杭口总院积极吸纳新生力量，加快新医生的培育。但是由于出色的资源管理能力、先进的供应链管理体系等，杭口的净利率持续增长，由 2016 年的 21% 持续增长到 2019H1 的 47.5%。

图 20：杭州口腔医院营收（万元）及增速



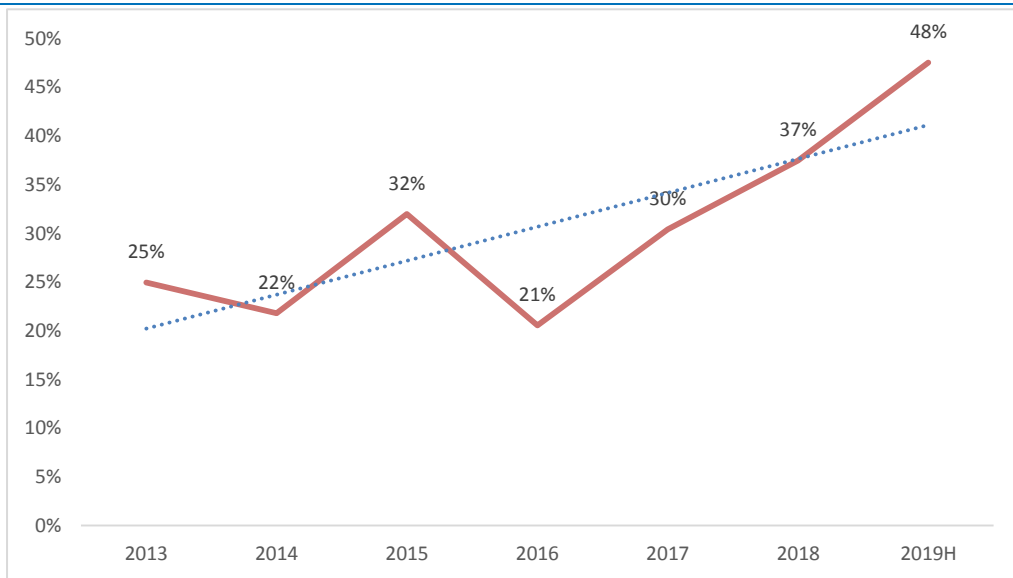
资料来源：公司年报，华金证券研究所

图 21：杭州口腔医院历年净利润（万元）及增速



资料来源：公司年报，华金证券研究所

图 22：杭口历年净利率

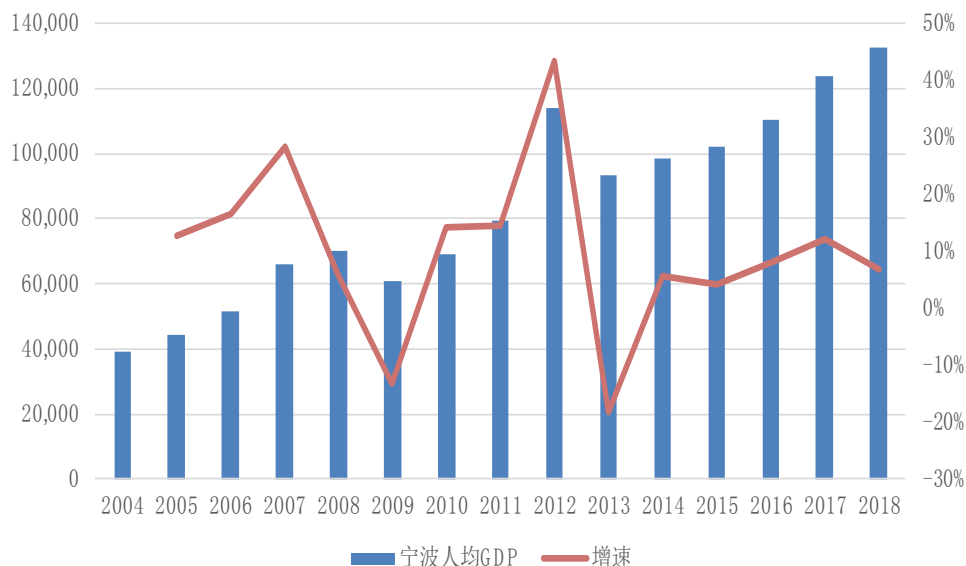


资料来源：公司年报，华金证券研究所

2、宁波口腔总院

宁波作为浙江省第二大城市，宁波 2018 城镇人口人均 GDP 为 13.26 万元，接近杭州人均 GDP 的 14 万元，2018 年常住人口也达到 800 万人，宁波口腔市场潜力极大。随着当地人民收入的增长，对于高端口腔服务的需求也快速增加。宁波本地较为缺乏大型口腔医疗服务中心，当地高净值病人会选择前往 2 小时路程的杭州或上海就诊口腔问题，导致宁波虽然不缺高净值病人，但是病人的外流情况较为严重。

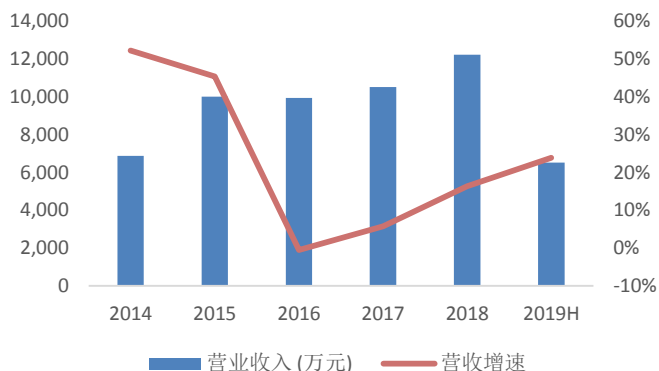
图 23: 宁波人均 GDP (元) 及增速



资料来源: wind, 华金证券研究所

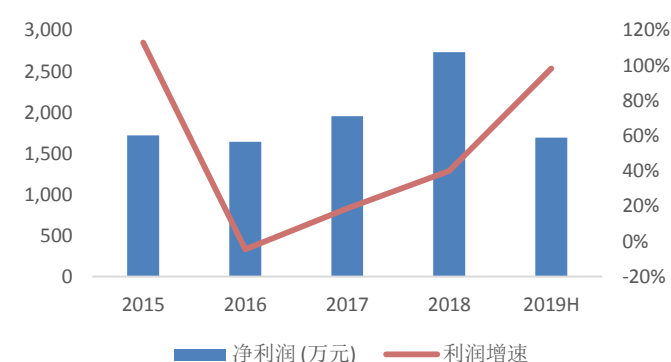
宁波口腔医院成立于 2005 年 12 月，是宁波地区最大的综合口腔服务体，在宁波本地及周边地区拥有良好的口碑。宁口 2019H1 营业收入为 0.65 亿元，同比上涨 23.9%，净利润 0.17 亿元，同比上涨 98.2%，近三年净利润均保持在 19% 以上。得力于宁口良好的成本控制与高利润的产品结构，维持了较高的利润率，但是受限于老宁口的建设规模，宁口的总体销售规模不大，新的接诊模式、新的就诊设备难以接入，导致收入增速也受到制约。

图 24: 宁波口腔医院营收 (万元) 及增速



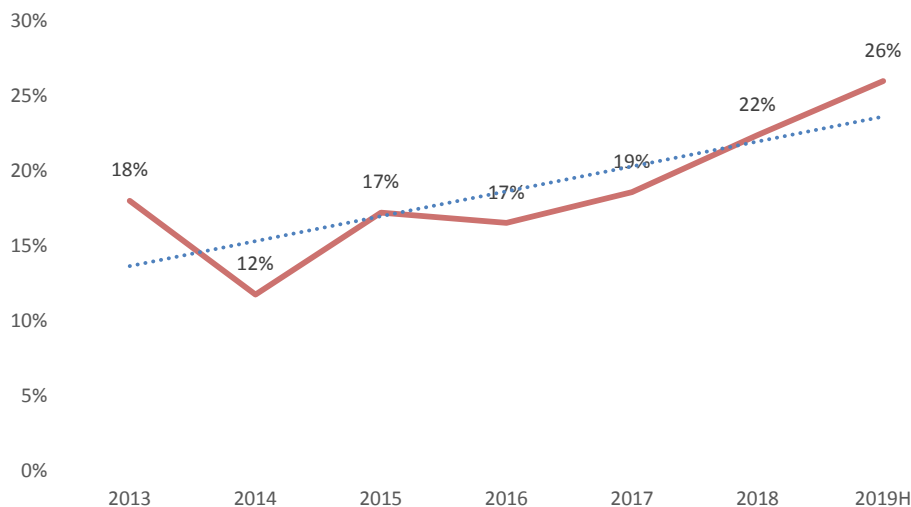
资料来源: 公司年报, 华金证券研究所

图 25: 宁波口腔医院历年净利润 (万元) 及增速



资料来源: 公司年报, 华金证券研究所

图 26: 宁口历年净利率



资料来源: 公司年报, 华金证券研究所

公司根据老宁口部门满足市场的情况, 积极配合高端需求端的增长, 购置了位于宁波海曙西城区中心区域的壹都文化广场 3# 楼的办公用房, 作为宁波口腔总院的新院区, 扩大总院服务能力。壹都文化广场作为海曙西城区的重点发展项目, 周围集合了高端住宅区、办公楼、学校、商业综合体, 地理位置优越, 客户层次较高, 符合了公司对于总院口腔服务高端化的目标。新宁口总院物业建筑面积达 2.54 万平方米, 共计 19 层, 计划投入 150 余张牙椅。公司于 2018 年完成支付大楼受让款项支付和设计规划, 计划在 2019 年投入 8 千万用于设备采购与院区装修, 并预计 2020 年投入营业。新宁口总院将接入公司最新的 HMO、团队接诊等先进模式, 同时为医生提供更好地工作环境, 为病人提供舒适的就医环境, 弥补老院规模小、设备旧等问题, 用公司强大的品牌号召力吸引更多病人就诊口腔问题。预计未来可为公司带来 4 亿元左右的稳定收入。

新宁口同时肩负着公司建立宁波口腔集团的愿景, 给公司在浙江东部市场带来更大的品牌影响力, 帮助公司进一步辐射舟山、慈溪等周边城市, 为公司建立下一个区域集团并为公司提供新动力。

3、区域分院相继发力

口腔医疗服务属劳动密集型产业, 服务品质高度依赖于医生个体, 行业扩展能力受到此先天缺点限制。通策以其“区域总院+分院”的扩张模式, 总院处理技术难题, 提供丰富经验, 分院快速发展扩张, 提高公司品牌影响力、品牌形象, 使得通策集团提供的口腔医疗服务质量快速提升, 迅速占领口腔服务市场。区域医院集团的模式还在一定程度上抵消了牙科这个手工业带来的流动性风险, 使得区域医院集团的模式变得可复制、可扩展。

受益于该模式的可复制性和人才培养能力, 近年公司积极建设区域分院。随着近年富阳、临安等大型分院的加快开设, 加上区域总院的技术、口碑支持, 区域分院的总收入增速大幅领先总院。2019H1 三大总院的收入同比增速为 17%, 分院收入同比增速为 36.2%, 因受到杭口总院蓄水影响, 宁口老医院规模限制影响, 分院收入增速远超总院。同时各分院近年净利率水平大幅提升, 大部分分院保持在 20% 以上。

作为杭口集团最大的分院，杭州口腔城西总院成立于 2008 年，经过 10 年耕耘，杭口城西 2019H1 营收达到 1.77 亿元，同比增幅 31.2%，净利润达到 0.46 亿元，同比增幅 75.4%，超越宁波口腔医院。

杭口城西所覆盖的杭州市城西板块是杭州市未来的重点发展板块。杭州市政府在最新的《杭州市贯彻全省大湾区大都市大花园大通道建设行动计划的实施方案（2018-2022 年）》中提出，杭州将会建设一条贯穿西湖区、余杭区、临安区三大板块的城西科创大走廊，贯穿青山湖科技城、未来科技城、浙大紫金港科技城，积极发展城西作为杭州的硅谷。随着此方案的提出，杭州城西三区将迎来经济的超车式发展，并将吸引大量高精尖人才、高净值人士入住杭州城西。杭州城西三区人口、GDP 的未来快速增长，将给杭口城西带来新的机遇与成长点。

为配合杭州城西板块的快速发展，提高客户的就诊质量。公司在 2018 年董事会上完成通过了《关于收购杭州捷木股份投资管理有限公司 50% 股份的议案》，以股权债权的方式收购杭州捷木，转让款合计 3.1 亿元。公司于 2018 年完成支付 1 亿元股权转让款，于 2019 年完成支付 2.1 亿元股权转让款，完成收购。通过这次收购，公司获取了杭州{杭政储蓄（2015）31 号}地块的建设使用权，用于建设杭口城西新总部和通策医疗总部。新总部仅临老城西总部几百米，地理位置优秀，方便新老客户就医。新总部建设面积将增加 50% 至 2 万平方米，预计容纳的牙椅数可增长 50% 以上。新城西总院将同时根据周边病人需求完成公司的产品升级计划，建立杭州口腔医院城西 VIP 项目院区，满足高净值客户升级服务的需求，并为公司未来业绩增长提供有力支持。

表 2：区域分院收入情况（万元）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1
沧州口腔医院有限公司	1,959	2,136	2,417	2,716	3,227	1,891
舟山通策口腔医院有限公司		1,077	1,201	2,001	2,408	1,291
衢州口腔医院有限公司	953	1,522	1,391	1,475	1,926	1,205
诸暨口腔医院有限责任公司	1,157	1,956	1,830	4,369	5,768	3,259
义乌杭口口腔门诊部有限公司		3,303	3,963	5,088	5,839	3,242
昆明市口腔医院有限公司	2,569	2,687	3,608	4,594	5,547	3,091

资料来源：公司年报，华金证券研究所

表 3：区域分院收入增速情况（万元）

	2015	2016	2017	2018	2019H1
沧州口腔医院有限公司	9%	13%	12%	19%	29%
舟山通策口腔医院有限公司		12%	67%	20%	24%
衢州口腔医院有限公司	60%	-9%	6%	31%	51%
诸暨口腔医院有限责任公司	69%	-6%	139%	32%	32%
义乌杭口口腔门诊部有限公司		20%	28%	15%	22%
昆明市口腔医院有限公司	5%	34%	27%	21%	25%

资料来源：公司年报，华金证券研究所

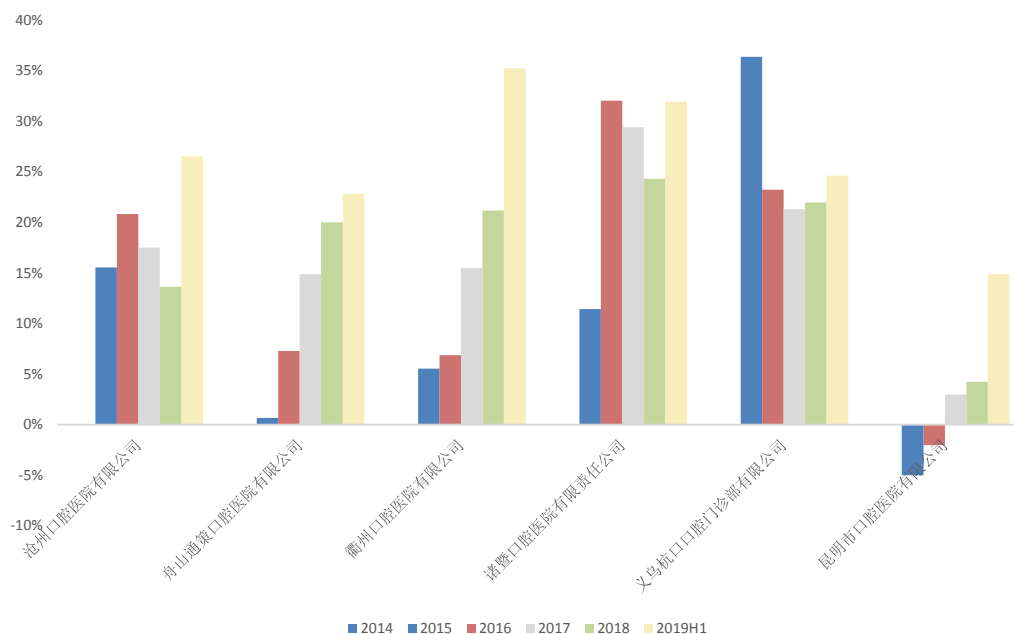
表 4：区域分院净利润情况（万元）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1
沧州口腔医院有限公司	658	332	503	475	440	501
舟山通策口腔医院有限公司		7	87	297	481	295
衢州口腔医院有限公司	99	84	95	228	407	424
诸暨口腔医院有限责任公司	26	223	586	1,284	1,401	1,040

	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1
义乌杭口口腔门诊部有限公司		1,201	921	1,084	1,282	798
昆明市口腔医院有限公司	162.93	-134.58	-73.33	136.09	234.08	459

资料来源：公司年报，华金证券研究所

图 27：区域分院净利率情况

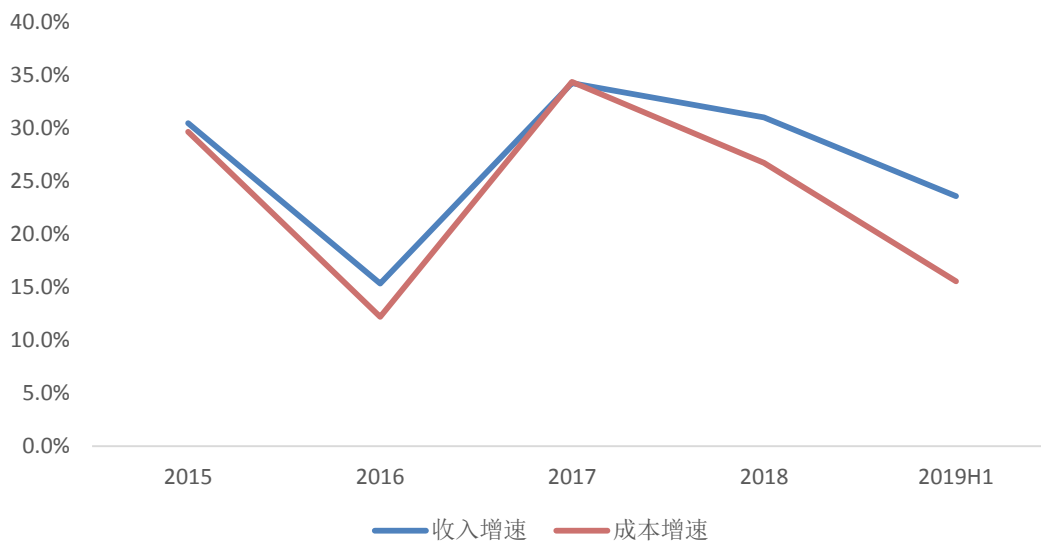


资料来源：公司年报，华金证券研究所

4、“总院+分院”模式的成本优势

总院+分院的模式同时带来了良好的成本控制。公司采用大集采的方式降低采购成本，提高毛利率。三大总院共同制定统一采购材料器械目录、供应商名目、指导价格等，各个分院可根据需求选择采购项目，并且在此基础上进一步与合作供应商协调、议价，以合理降低采购成本。同时，公司也加强了供应链管理，调动各个分院根据需求调整采购目录的积极性，下放配送、维修的权利给分院院长。在公司业绩快速增长的情况下，成本被有效的控制，成本增速始终略低于收入增速，并逐渐拉开距离。

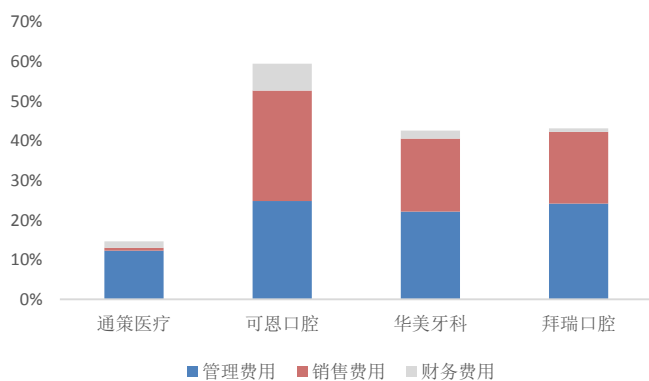
图 28: 收入、成本增速情况



资料来源: 公司年报, 华金证券研究所

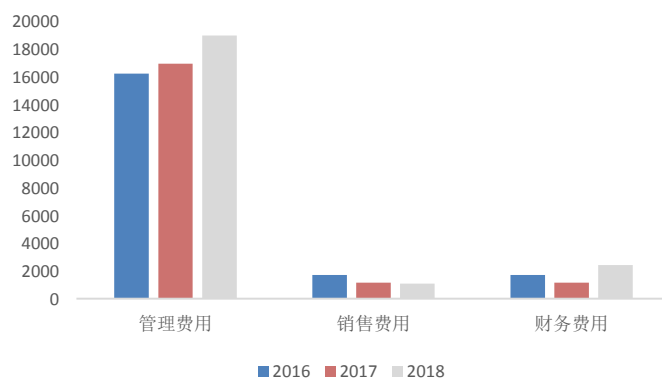
三费方面, 归功于公司“总院+分院”的运营模式, 公司的三费相较于新三板上市的可比牙科企业低很多, 尤其是销售费用, 仅占公司总营收的 0.7%。公司依靠区域总院强大的医疗实力和坚实的品牌效应吸引病人, 减少不必要的广告支出。相较于同比公司平均高达 21.5% 的销售费用, 公司有很大的优势。由于蒲公英计划与省外存济医院群的稳定发展, 公司的快速扩张带来的管理费用、财务费用的少量增加。依托于“总院+分院”的有效管理模式, 下渗优秀管理人才, 避免不必要的外部高薪聘请, 管理费用的两年平均增速为 8.2%, 远低于收入增速的 31%, 处于合理范围。良好的企业管理带来了充裕的现金流, 使公司财务费用常年保持低位, 同时公司通过设立通策口腔医疗投资基金, 进一步稀释了外省大额投资带来的流动性风险。

图 29: 各公司三费占营业收入比例



资料来源: 公司年报, 华金证券研究所

图 30: 通策医疗期间费用 (万元)



资料来源: 公司年报, 华金证券研究所

(三) 主要业务介绍

1、综合牙科

口腔综合服务为目前公司占比最高的业务, 其中包括龋齿治疗、牙结石去除、牙周病治疗等。

龋齿俗称蛀牙，是最为常见的口腔问题。一种由多种因素复合作用所导致的牙齿硬组织进行性病损，随病程发展而从色泽改变到形成实质性病损的演变过程，严重情况可继发牙髓炎和根尖周炎等。因为龋齿问题的高发和多并发症，世界卫生组织将龋齿问题列为人类三大重点防治疾病。我国龋齿病发病率，处于国际平均水平，5岁儿童患龋率为**66%**，12岁儿童患龋率为**28.9%**，35-44岁成人患龋率为**88.1%**，65-74岁患龋率为**98.4%**。但是我国龋齿治疗率远低于国际平均水平，其中5岁儿童龋齿修复率仅为**4.1%**，12岁儿童龋齿修复率仅为**11.2%**。

龋齿可分为三个阶段：浅龋、中龋、深龋。

表 5：龋齿阶段及治疗方案

阶段	症状	治疗方案	具体内容
浅龋	牙釉质出现黑、褐色斑点，没有自主表现，不易察觉	机械去除、局部药物治疗	去除龋坏组织，并用药物防止进一步龋化
中龋	牙齿被龋蚀形成浅层龋洞，当牙齿受到刺激时，牙齿会感到酸痛，龋蚀接近牙髓或影响牙髓，牙齿敏感，经常疼痛并不会立即消失	机械去除、窝沟封闭、填充治疗	去除龋坏组织并使用无害高分子树脂材料填充龋洞，防止进一步恶化
深龋	龋蚀接近牙髓或影响牙髓，牙齿敏感，经常疼痛并不会立即消失	根管治疗、人工牙冠	去除牙神经、填充根管、戴上人工牙冠；清理龋坏后直接戴上牙冠

资料来源：行业专家，华金证券研究所

牙结石又称为牙石，是由于口腔清洁不及时导致的无机盐沉淀附着于牙齿表面上，刚形成时较软，经过钙化后变为硬，并引起牙龈、牙周病变，包括龋齿、牙周炎、牙龈萎缩等，严重时可导致牙齿脱落。牙结石治疗主要通过龈上洁治术（洗牙）和龈下刮治术。洗牙通过高压水流击碎并清除牙结石和牙菌斑，龈下刮治术通过较精细的龈下刮治器刮除位于牙周袋内的牙结石和牙菌斑。

牙周病是指牙周组织的病变，分为牙龈组织的牙龈病和牙周组织的牙周炎两类，包括牙龈炎、牙周炎、牙周创伤、牙周萎缩等，常伴有炎症，是成年人缺牙的主要诱因。主要通过药物消炎，牙齿去斑等治疗。缺牙情况通过补牙、种植等治疗。

2、正畸治疗

牙颌畸形由患者个体内的遗传基因存在异常引起的颌骨生长发育异常所引起的颌骨体积、形态，以及上下颌骨之间及其与颅面其他骨骼之间的关系异常和随之伴发的牙合关系及口颌系统功能异常，外观则表现为颌面形态异常。主要可分为：颌骨发育过度畸形、前后向发育过度畸形、垂、横向发育过度畸形、垂、横向发育不足畸形等。

图 31：牙颌畸形典型案例



资料来源：优贝口腔，华金证券研究所

正畸治疗主要通过各种矫正装置来调整面部骨骼、牙齿和与之连接的神经、肌肉组织的不正常位置关系，来达到口颌系统的平衡和美观。矫正装置会给牙齿、颌骨施加一定的力，使其缓慢移动，最终达到正畸的效果。矫正装置主要分为 4 种。

表 6：矫正装置介绍

	金属托槽矫正	自锁托槽矫正	透明托槽矫正	透明隐形矫正
特点	价格实惠并不易变形，十分稳固，无需常复查，容易积食物残渣	舒适度较高，疗程较短，牙套易清洁	玻璃陶瓷制作，拆卸方便，无异物感	随时拆戴，不影响进食、刷牙，美观度高，价格较贵
美观度	差	较差	半隐形，不易察觉	透明，可自行拆戴
舒适度	差	较差	较好	好
时间	2 年	1.5 年	1.5 年	1.5 年

资料来源：行业专家，华金证券研究所

3、牙齿种植

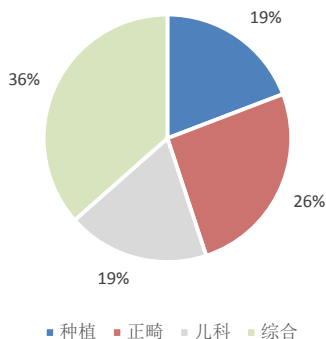
牙周病，外伤，龋齿，年龄增长等因素均会导致单颗或多颗牙齿的脱落，影响患者的进食和美观。缺牙可通过活动假牙、烤瓷牙、种植牙修复。烤瓷牙较为美观，但是坚固程度较低，容易破损。活动假牙美观程度低，有异物感。其中，修复效果最好的是种植牙。牙齿种植主要通过将人工牙根（金属）种植在缺牙位置，在 2-6 个月后，人工牙根与牙床长牢后，在人工牙根上接上假牙冠。种植牙有以下优点：牢固，种植牙牢固程度接近于原有牙齿；美观，接种的牙冠外观与原牙几乎一样；无需磨损周边牙齿；无异物感。

4、产品结构优化

公司通过深度优化产品结构，推动三驾高利润马车（种植、正畸、儿科），公司 2019H1 种植项目增速 31.4%，正畸项目增速 24.2%，儿科护理增速 32.1%。其中，公司于 2014 年参股 38.75% 的上海三叶儿童口腔医院为了公司打开了高端儿科口腔的新窗口。公司已在杭州开设 2 家三叶儿童牙医，在建 5 家，谈成合作 11 家。三叶儿童医疗专注于提供高品质、深度定制、高附加值的儿童口腔服务，将给公司提供了细分领域的机会与大量客观收入。正畸，种植业务也是公司两项高附加值、高成长性的业务，带给公司更高的营业效率和客单价。公司于 2019 年为推广牙齿种植作制定了“种植倍增”计划，通过降低种植牙的单价，迅速扩张种植牙病人数量，目

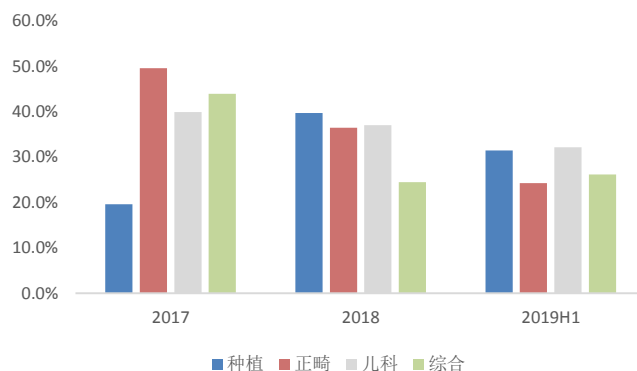
标病人客单价 1 万元以下、有种牙需求的人。目前公司种植牙的基数为 2 万颗左右，预计 2020 年可达到 4 万颗，并在接下来三年连续翻倍。

图 32: 2018 年公司牙科服务比例



资料来源: 公司年报, 华金证券研究所

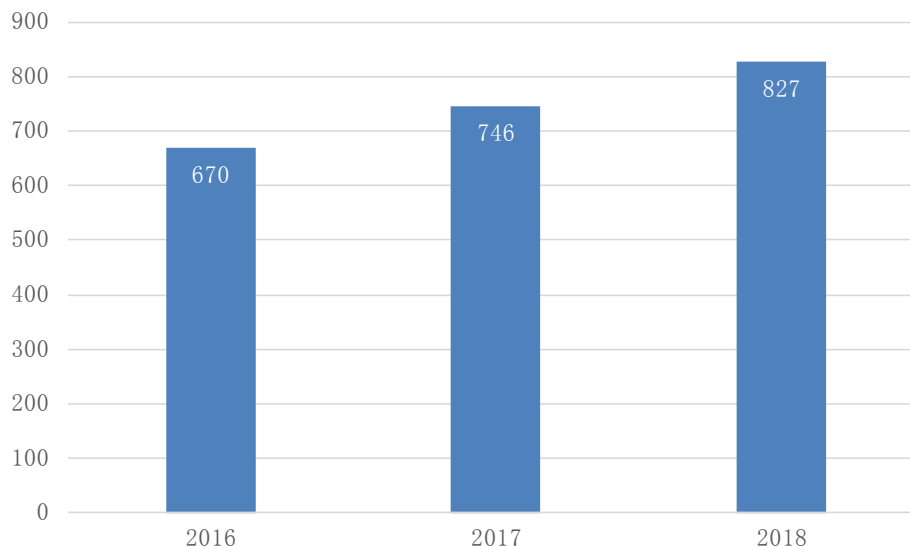
图 33: 各牙科服务增速情况



资料来源: 公司年报, 华金证券研究所

2018 年总院客单价为 884 元/客，同比上涨 8.7%；2018 年分院客单价为 789 元/客，同比上涨 13.4%。总院客单价略高于分院，但分院客单价成长更快，预计将与总院持平。由于产品升级，总体客单价持续上升，2018 年总体客单价达到 827 元/客，同比增加 10.9%。

图 34: 客单价 (元/客)



资料来源: 公司年报, 华金证券研究所

(五) “蒲公英” 散落全省，公司加快省内布局

公司于 2018 年 6 月提出“蒲公英”计划，预计在 3 至 5 年内于全省范围开设 100 家口腔专科医院，计划实施后杭口集团将覆盖浙江 90 多个县市区，以此逐步占领并完善浙江口腔医疗服务市场。蒲公英计划通过公司“总院+分院”的模式，加上资深员工持股计划，有效下沉总院多年发展的技术经验与人才到县、区蒲公英分院。并且通过与当地优秀牙科医生的合作实现了提升当地口腔护理水平、口腔护理意识的同时提升公司省内市场占有率的双赢局面。

蒲公英计划初期，公司重点关注初具人口规模的县（包括区、县级市，人口小于 100 万），预计分院规模为 30-100 张牙椅，分院规模具体以地区人口、经济发展水平、消费水平等来规划。蒲公英计划的省内目标县共有 64 个，其中人口超过 50 万人的有 29 个，人口超过 75 万人的有 12 个。目标地区人口总和达到 3191 万人，占浙江总人口的 56.4%，2018 年 GDP 总产值达到 27038 亿元，占浙江总 GDP 的 48.3%，市场潜在客户量较大。

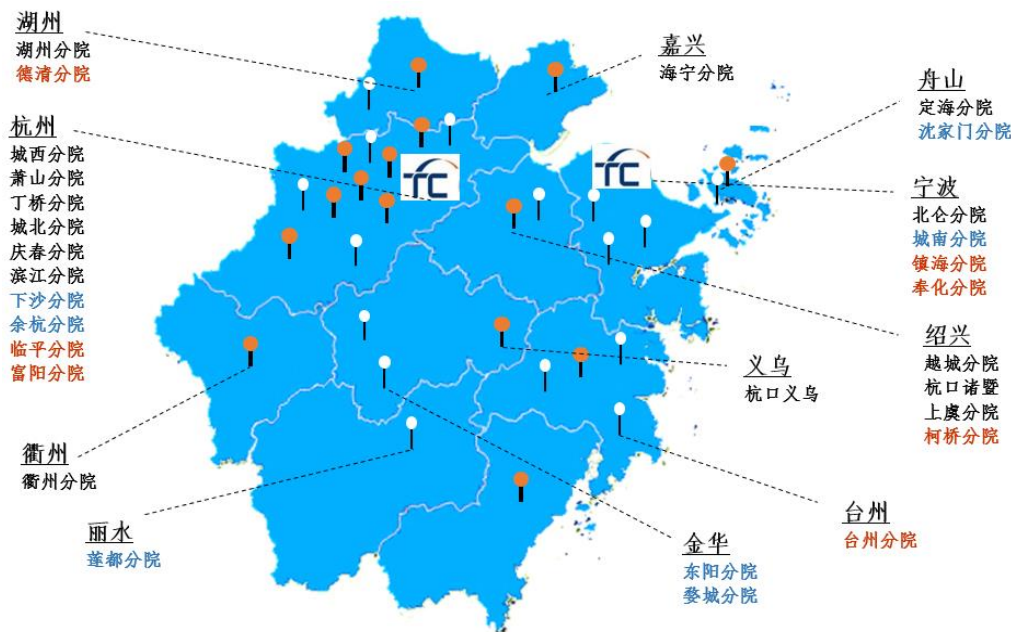
表 7：蒲公英目标地区情况

	GDP (亿元)	人口 (万人)	人均 GDP (元)
杭州	1,542.7	181.8	84,858
湖州	2,720.9	299.5	90,848
嘉兴	4,871.9	465.6	104,637
金华	2,852.1	426.9	66,816
丽水	1,396.2	218.6	63,872
宁波	1,135.3	120.8	93,981
衢州	1,474.3	218.5	67,478
绍兴	4,186.3	382.8	109,356
台州	3,103.0	369.8	83,909
温州	2,439.0	389.6	62,611
舟山	1,316.2	116.8	112,691
合计	27038	3191	84742

资料来源：国家统计局，华金证券研究所（注：已剔除现有总院、分院覆盖地区）

单个分院总体投资额根据分院规模预计在 1500 万-2000 万之间，平均营收平衡时间在较发达地区为 0.5 至 1 年，欠发达地区为 1 至 1.5 年，相对投入较轻，回本速度快，部分优质地段可出现当年开业，当年盈利的情况。截止 2018 年末，公司已计划在绍兴柯桥、湖州德清、丽水莲都、杭州临平、宁波镇海、杭州下沙、宁波奉化、台州市等地签约 10 家新分院，2019 年估计投入 8000 万元（51%股权），预计最快 2019 年开业。截至 2019 年 8 月，公司已有 7 家分院获得牌照，下图红色字体分院为已获牌照分院。通过第一年的试水，公司将加快蒲公英计划分院的布局，预计在 2020 年第二批新增 15-20 家分院，把公司总院+分院模式的可复制性优势体现出来。届时，杭口集团的口腔服务网络将遍布浙江各地。

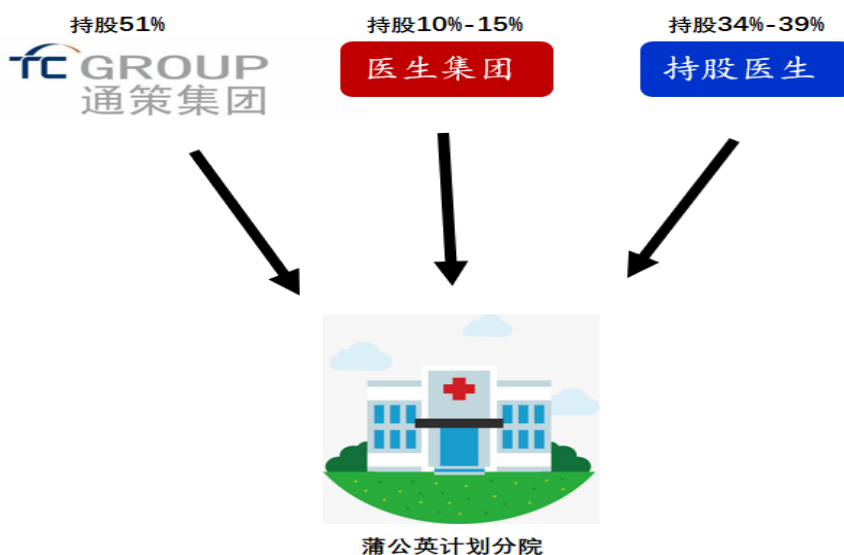
图 35: 蒲公英计划分院主要分布图



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

为降低公司资金流动性风险, 同时增加医生积极性、下沉医生资源到蒲公英分院。公司引入了资深医生持股计划与医生集团持股计划, 公司将持有分院 51% 的股权, 剩余股权由医生集团持有 10%-15%, 持股医生持有 34%-39%。愿意积极参与到各地蒲公英计划分院的医生, 可以参与分院投资入股, 在分院盈利后可得到分红以增加收入。公司还计划在分院盈利后, 提供股权回购计划, 为参股医生提供良好的退出机制, 降低医生的投资风险。医生持股计划将医生的收益与医院效益捆绑起来, 大幅度提升了医生的工作积极性, 加强医生的归属感。

图 36: 蒲公英计划分院股权图



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

根据公司其他总院及分院营收情况、各地区发展水平、人口密度等情况, 我们预估了蒲公英计划具体收支情况。其中, 假设我们根据公司 3 到 5 年开店 100 家的计划估计了每年开店的速

度，预计于 2020 年开始增速开店每年约开店 20 家。因目标市场人均 GDP 普遍低于浙江人均 GDP，人口数量较少等原因，每家分院预计平均牙椅数为 25 张/家。病人数量根据渗透率和覆盖地区的人口来估算，门诊量预计将在 2021 年开始放量。根据各地区 GDP 及人均消费能力，我们预估了目标客单价，预计客单价将远低于区域总院的 884 元/客和区域分院的 789 元/客，根据行业专家预测，最初客单价将在 500 左右。受益于公司供应链的优化管理，目标毛利率为 38%，目标净利率为 18%。随着第一批的 10 家蒲公英分院在 2019 年开始投产，公司将加快计划推行，预计于 2023 年开始总体盈亏平衡，并开始加倍成长，届时预计每年给公司增加营收 9.27 亿元左右，净利润 1.67 亿元左右。

表 8: 蒲公英计划收支情况预测 (万元)

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
新开设分院数量	10	20	25	25	20	0	0	0
当年分院总数	10	30	55	80	100	100	100	100
当年投资 (51%股权)	8160	16320	20400	20400	16320	0	0	0
可用牙椅数	250	750	1375	2000	2500	2500	2500	2500
门诊量 (万人)	16	52	102	157	207	220	233	247
客单价	500	545	594	648	693	741	793	849
覆盖地人口数 (万人)	319	986	1807	2629	3286	3286	3286	3286
预计收入 (万元)	4068	14524	30764	51702	73301	83138	94295	106949
预计利润 (万元)	732	2614	5538	9306	13194	14965	16973	19251

资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

蒲公英计划持续快速建设高质量、高认可度的地方分院，与当地公立牙科医院拉开服务质量的差距，长期有效扩大公司的知名度、品牌力和市场占有率。借助三大总院在省内强大的品牌号召力和技术实力，蒲公英计划将为公司持续提供新鲜血液与新动力，分食浙江省内牙科医疗这块日渐增大的“蛋糕”。

(六) 省外业务，各地开花

在积极耕耘浙江市场之余，通策医疗同时放眼全国口腔服务市场。公司决定采用并购基金的方式扩全国版图。

公司计划通过并购基金，经过三个阶段将标的医院纳入体内。1) 公司与私募股权投资基金 (PE)、券商等合作创立并购基金，并通过并购基金向外部融资。公司和注资机构为 LP，PE 或券商为 GP；2) 并购基金选择重组并购，并由公司统一提供管理技术、医生集团、品牌力量等让标的医院实现盈利并提升价值；3) PE 通过将股权转让给公司退出，公司获得标的医院。通过并购基金，公司在投资初期的资金投入将大大减少，缓解了公司资金压力，降低财务费用的同时也降低了公司流动性风险。公司提供合理的退出方式，有效的将优秀标的医院纳入公司体内，降低试错成本，加快了扩张速度和程度。

2016 年 10 月，公司和合作伙伴杭州海骏科技有限公司（实控人为吕建明先生，间接持股 52%）的全资子公司诸暨海俊医疗投资管理有限公司设立了通策口腔医疗投资基金。通过与中国科学院大学存济医学院的合作，通策口腔医疗基金先后在北京、武汉、重庆、成都等地建立存济口腔医学中心等大型口腔护理医院。武汉，重庆存济口腔医院先后于 2018 年 1 月与 2019 年 2

月开始试运营,剩余医院也在尽快建设中。其中武汉存济口腔医院计划建设面积为1.8万平方米,将投入270把牙椅,并于2018年底完成其中100把的安装,目前在职员工270人。省外医院前期投入较大,杭口的品牌号召力不如浙江省内强,顾公司通过并购基金投资。目前投资还处于第二阶段,医院还处于培育期,预计在一年半到三年内实现盈亏平衡。医院盈利后公司将根据具体情况实施第三阶段,并将优质分院吸收进体内,同时快速攻占全国口腔服务市场。

除了并购基金,人才引进一直以来被公司高度重视。公司与国内多个知名院校签订长期战略合作,例如:浙江中医药大学、中国科学院大学和杭州医学院。同时也注重本地与全国知名高校相关专业的应届学生的招聘与培训工作。2018年公司从全国20多家牙科有优势的相关院校招聘200多名牙科研究生。武汉存济口腔医院部分成员来自受到杭口培训的医护人员、包括武汉大学、陆军总医院等高校的应届大学生和当地有经验的牙科医生。武汉存济院长雷成家教授正是来自武大的知名专家,许多武大学生慕名而来,形成积极的人才生态链。

成功的公司不仅要招好的人才,也要留住人才。公司致力于联合医生个人利益与股东利益。公司尝试通过骨干医生团队参股分院的激励方式,并取得优良成效。医生工资方面通过底薪加提成的方式调动医生的积极性,推动医生继续学习,加强技术。在通策不仅仅可以拿到高于行业平均的薪酬,因为杭口的龙头效应,医生还可以经手更多的实例,丰富相关临床经验,为更好的职业规划铺路。通策医疗不怕医生跳槽,公司更倾向于作为医生的平台。医生在通策可以同时进行医学研究,以帮助医生提高学术水平与学术地位。

随着杭口集团在省外市场踏出第一步,良好的招贤纳士模式、公司结构、投资基金将给未来省外口腔服务的扩张保驾护航。

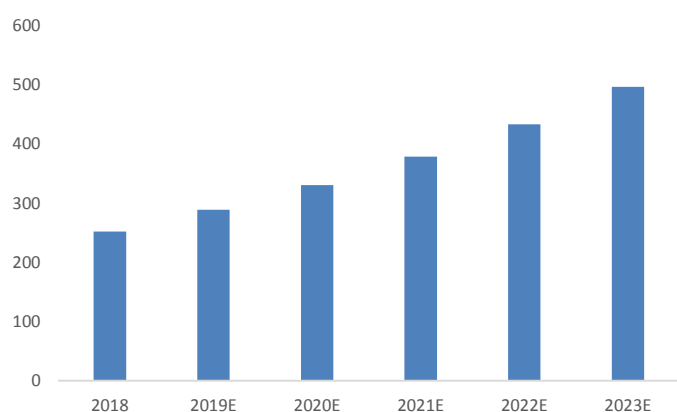
二、产业多元化,助力持续成长

(一) 辅助生殖市场潜力巨大,未来牌照可期

不孕不育症主要指一年以上未采取任何避孕措施,性生活正常而没有成功妊娠。女性不孕原因主要有:排卵障碍、输卵管异常、子宫内膜异位症、不明原因的不孕等。男性不孕原因主要有:精液异常,生殖器官等异常、内分泌异常、免疫因素等。

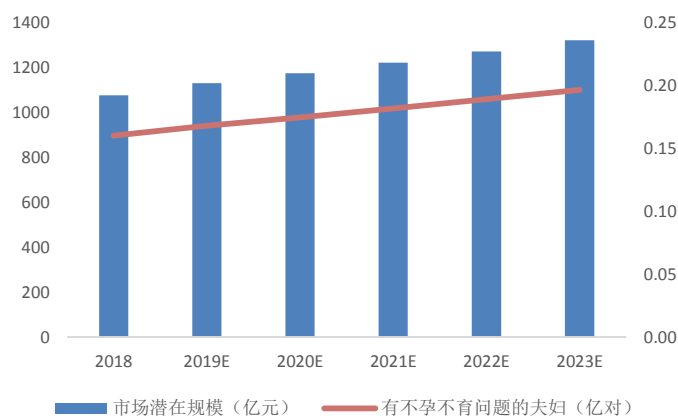
自从在2015年中共在第十三个五年计划中提出的“全面实施一对夫妇可生育两个孩子政策”的实施以来,全国生育的意愿提升,预计中国出生人口会大幅提升。根据2017年卫计委数据,全国育龄夫妇约2.4亿人,不孕不育发生率从20年前的2.5%到3%提升到12%到15%,不孕不育夫妻总量约为3200到4200万人,意味着每7对夫妻就有1对面临不孕不育问题。不孕不育治疗市场潜在规模较大。然而国内辅助生殖服务仅处于初级阶段,渗透率较低,2018年仅有56.8万对夫妇接受了辅助生殖治疗。Forst & Sullivan报告中指出,2018年中国辅助生殖市场总量约为252亿元。随着近年生活压力大、环境污染、生育时间推迟等问题加剧,不孕不育率将会进一步提升到19%左右。基于中国巨大的人口基数、较高的不孕不育率以及较低的辅助生殖渗透率,Forst & Sullivan对未来市场给出了14.5%的复合增长率。预计到2023年市场规模可达到496亿元,行业潜在空间更是可达1322亿元。

图 37：辅助生殖市场推测（亿元）



资料来源：Forst & Sullivan, 华金证券研究所

图 38：辅助生殖潜在市场推测、不孕不育患者数量推测



资料来源：华金证券研究所

注：假设未来不孕不育率为 12-15%，需要治疗的夫妇概率为 60%，单次治愈率为 40%，平均单次治疗费用为 3 万元。

导致不孕不育的原因多样化，导致了治疗难度较大，目前主要的治疗手段主要针对已知不孕原因的疾病，主要有：药物治疗、手术治疗、GFS 治疗等。然而这些治疗手段治愈率不高，适用范围较窄。作为治疗不孕不育的最终手段，IVF 适用于大半的不孕症，例如：女方各种因素导致的配子运送障碍、难治性排卵障碍、子宫内膜异位症、男方严重少、弱、畸精子症及不明原因不孕与免疫性不孕。IVF 是指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。全球接受 IVF 治疗的夫妻约占不孕不育治疗者的 20%。IVF 技术一共经历了三代。**第一代技术为 IVF-EF**，即体外授精-胚胎移植技术，通过把在母体的输卵管内不能正常结合的卵子，人工取出，在体外的培养皿里与精子会合、受精，然后继续在试管内的营养液中培养，2-3 天后形成多细胞的胚胎，或发育到 5-6 天的囊胚状态，再移植回母体子宫腔里生长发育，最终妊娠分娩，帮助患者产下婴儿。**第二代技术为 ICSI**，即卵胞浆内单精子显微镜注射技术，是指将正常、健康的精子挑选后，通过特殊的超细针直接注射进卵细胞，已达到帮助受精、形成胚胎的技术。ICSI 技术使得试管婴儿成功率大幅上升，并且适用范围相对第一代更广，可治疗第一代 IVF 受精失败患者、梗阻性无精症等。第二代技术以后，试管婴儿开始爆发式增长。**第三代技术为 PGD**，即胚胎植入前遗传学诊断技术，是指在人工助孕与显微操作的基础上，通过重 胚胎上取下一个或多个细胞来检测胚胎是否有遗传病或染色体缺失等缺陷，可排除包括地中海贫血、先天愚型、血友病在内的先天性疾病。第三代技术通过生物遗传学，帮助患者选择生育最健康的后代，为有遗传病的患者提供生育健康孩子的机会。

表 9：IVF 技术概括

技术名称	发明时间	适用病因	适用范围
IVF-EF	1987	输软管不通、粘连；卵泡发育和排卵异常；子宫内膜异位症；少、弱精症	因女性因素导致的不孕
ICSI	1992	男性严重少、弱精症；梗阻性无精症；IVF 受精失败者	因男、女性因素导致的不孕
PGD	近年	夫妻任意一方染色体异常；有婴儿染色体异常病史者；夫妻有染色体性遗传病者	有遗传病、染色体异常的患者

资料来源：《人类辅助生殖技术研究进展》，华金证券研究所

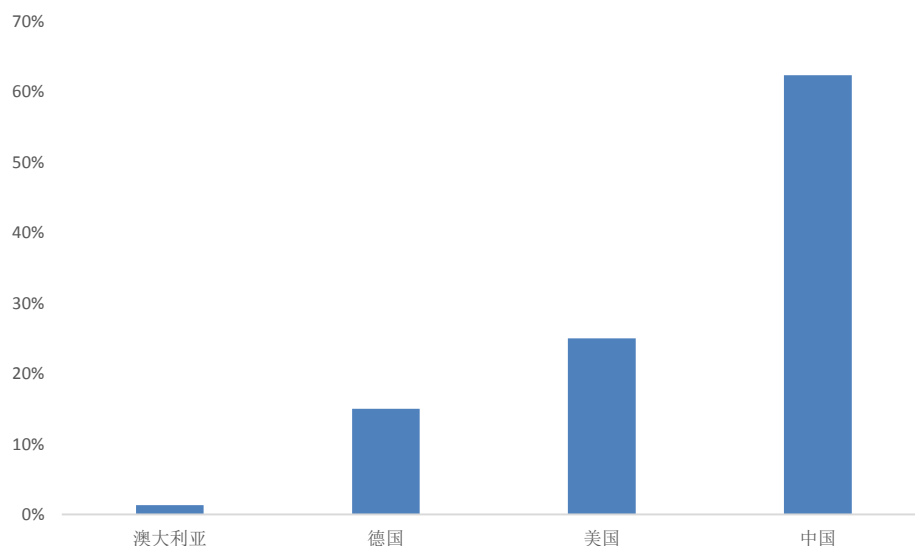
IVF 在中国属于刚起步的新兴行业，而在国外已经拥 30 年左右的技术积累，自 1985 年国内

引进 IVF 一代技术后，IVF 治疗近年在国内发展迅猛，目前已有 30 余家医疗机构获得牌照。所以公司决定进入该行业，并引进先进的国外技术。通策医疗与昆明市妇幼保健院于 2011 年开展合作，并于 2012 年与全球领先 IVF 治疗中心波恩（Bourn Hall）合作引进先进医疗技术用以建立国内先进 IVF 医疗团队。波恩医疗中心由全球第一例试管婴儿创造者 Robert Edwards 于 1980 年创立，其分院在各个国家帮助数以万计的不孕不育患者成功治疗。2015 年，昆明波恩中心开始营业，并于 2017 年实现盈利。昆明波恩中心的试管婴儿成功率高达 60%，远高于国内平均水平的 50%。与此同时，公司也在积极备战省内大本营市场，并预计在杭州，舟山等地开设生殖中心。公司早在 2013 年 5 月就注册了杭州波恩生殖技术管理有限公司。但是由于政策原因，杭州目前（2018 年度）只有 5 张营业牌照，并且全发给公立医院。虽然公司具备丰富的技术经验、管理技术，但是限制于政策问题，公司在省内生殖服务领域暂时无法开展业务。公司正在与政府积极协商。一旦政府向民间资本放开辅助生殖医院牌照，通策将以扎实的技术和丰富的管理经验快速占领辅助生殖这一新兴大市场。

（二）眼科服务，又一高利润率、高成长领域

现代社会工作、学习、娱乐过程中大量涉及到长时间看电子产品，导致了近几年平均用眼强度大幅上升，引发了大量眼科疾病和潜在患病风险。其中，以近视问题最为常见。根据《国民视觉健康报告》，中国有近视患者约有 4.5 亿，主要出现在 18 岁以下青少年中，城市青少年近视率远高于农村青少年。中国中小學生近视率高达 62.3%，比国际平均高近 5 倍。国内近视相关市场空间极大，包括配镜、检查、飞秒手术。

图 39：各国近视率

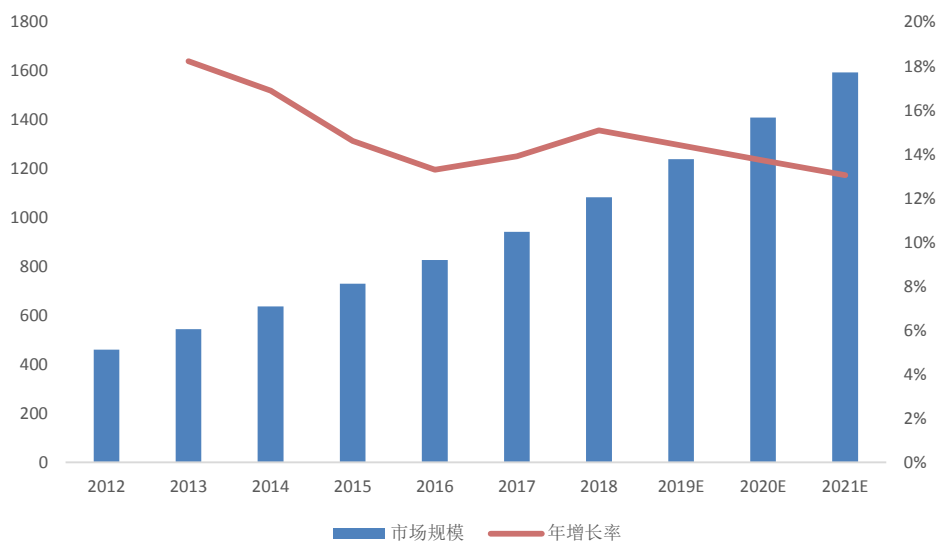


资料来源：第 15 届国际近视眼研究大会，华金证券研究所

另一方面，中国老年化问题不断扩大，2017 年中国 60 岁以上老人占人口比例为 17.3%，并预计于 5 年内持续快速增加。老年化问题伴随着日益增大的老年眼病市场，例如白内障、青光眼、黄斑变性。社会经济发展带来了人均可支配收入的持续上涨，国内医疗体制的优化，同时国人对护眼意识的逐步提升，眼科市场需求有显著的增加，并呈现高端化趋势。2018 年全国眼科服务市场规模达到 1084 亿元，根据智研咨询发布的《2018-2024 年中国眼科医疗行业市场专项

调研及投资前景评估报告》，预计在 2021 年，眼科市场规模将达到 1594 亿元。

图 40: 国内眼科市场规模及增速(亿元)



资料来源：智研咨询，华金证券研究所

公司看准了眼科市场的发展潜力，于 2017 年通过标价 1 亿元的价格受让浙江通策眼科医院投资管理有限公司 20% 的股权，联合浙江最知名眼科医院，浙江大学附属第二医院眼科中心合作建立了大型眼科综合服务中心：浙江大学眼科医院。公司计划在眼科新院同比例投入 2.6 亿元用于建设，截止 2018 年末，公司已投入 1.48 亿元。新院处于黄金地段：西湖大道 1 号，并计划于 2019 年暑假期间开业。浙江大学眼科医院将提供包括屈光治疗、配镜服务、药品销售、眼睛检查、飞秒白内障等眼前段手术、视网膜修复等眼后段手术等医疗服务。其中预计以配镜服务、飞秒激光手术、白内障手术为主。

配镜服务是包括屈光验光、屈光矫正（角膜塑形镜等）、视觉训练、视觉平衡、近视/远视配镜等的综合服务，为眼科医院较为传统的服务。**飞秒激光手术**以准分子激光原地角膜消除术（LASIK）为主流，医生通过精密仪器发出以脉冲形式运转的激光（时间短至几飞秒，1 飞秒为 10^{-15} 秒）在角膜上进行各种靶向切削，激光会蒸发角膜组织产生扩展的水泡和 CO₂ 气泡，水泡和气泡被角膜组织吸收，角膜组织因此被分离；然后通过准分子激光通过对角膜瓣下基质层进行屈光性切削，从而降低瞳孔区的角膜曲率，达到矫正近视的目的。LASIK 可治愈 200-2000 度的近视，也可治疗高度散光和远视，治疗范围广，但对病人角膜厚度有严格要求。手术后治疗效果普遍较好，恢复时间仅需要几小时，术后无需遮掩、不畏光、无疼痛、无异物感。近视手术在国内近视率极高的背景下需求很高，随着激光飞秒技术的发展和观念的转化，未来市场需求将逐渐放量。**白内障手术**是通过手术摘除混浊的晶体后，于眼睛前房或后房放入一个人工晶体，帮助病人消除白内障、恢复视力。白内障是指眼球内的晶状体发生混浊、由透明变成不透明，阻碍光线进入眼内，从而影响视力，最终可致盲。全球方位内以老年性白内障病人人居多，主要成因是不溶性蛋白、钠和钙等含量的增加，钾和维生素 C 减少和谷胱甘肽的缺乏导致的眼内蛋白质变性。随着全国范围的老人化问题，白内障病人的数量将成指数增加，白内障手术及相关治疗市场也将一起上升。

国内眼科市场的增量，将给浙江大学眼科医院带来加速增长的机会。医院目前处于培育阶段，

还未形成规模，但是公司有决心投入人力、资金，发展专业医生集团，继续深入扩张眼科版图，和爱尔眼科等知名医院在浙江市场一争高下。

三、估值亮眼，成长稳定

（一）基于自由现金流折现法的估值分析

我们采用了未来自由现金流折现法（Discounted Free Cash Flow）对公司进行了估值。我们首先通过医院类型把公司分为四个部分进行分别预测：总院、分院、蒲公英分院、其他业务。然后估算了未来公司预计的经营状况并计算未来现金流，最后进行折现。

我们假设 WACC 为 9.26%，永续增长率为 2%，通过对未来现金流的推算并折现，我们得到的公司合理价值为 125 元/股。

在 WACC 计算中，我们采用 CAMP 公司计算股权成本，并使用一年期国债率作为市场无风险收益率，使用 5 年上证 300 综合收益率作为市场风险收益，同时使用 5 年股价周回报率计算公司于市场之间的 Beta。具体假设如下表：

表 10：WACC 计算核心假设内容

WACC 假设	
WACC	9.26%
股权成本	10.8%
债券成本	3.7%
股权占比	80%
债券占比	20%
Beta	1.0128
无风险收益率	2.61%
市场风险溢价	8.09%
所得税率	16.50%

资料来源：公司公告、wind、华金证券研究所

我们然后通过对各家医院、业务拆分计算出了自由现金流。其中，因为蒲公英计划还未有分院落地，我们通过对不同大小地区将分院分类并测算。具体计算如下：

注：下面数据除百分比和特别标注外，单位均为百万。

表 11：总院、分院自由现金流测算

医院分类	医院名称	股权	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
总院	杭州口腔医院	100.0%	623	717	824	940	1062	1189	1320	1465	1641	1838
总院	宁波口腔医院	100.0%	151	182	214	289	391	438	503	584	689	806
总院	销售额预测		775	898	1039	1229	1452	1627	1823	2049	2330	2644
总院	增速预测			16.0%	15.6%	18.3%	18.2%	12.0%	12.1%	12.4%	13.7%	13.5%

总院	EBIT 比例预测		34%	34%	33%	34%	33%	33%	32%	32%	30%	30%
分院	杭口城西分院	100%	391	481	597	805	1055	1277	1481	1718	1958	2213
分院	诸暨口腔医院	50%	33	45	54	71	86	103	121	134	150	167
分院	杭州庆春口腔	50%	26	31	37	48	58	72	88	99	112	125
分院	义乌杭口口腔	49%	29	33	37	43	48	53	59	66	74	82
分院	绍兴上虞口腔医院	49%	13	18	21	27	32	38	44	50	57	63
分院	昆明市口腔医院	41%	27	35	41	54	65	78	92	105	118	134
分院	绍兴越城口腔医院	41%	7	8	10	13	15	17	18	21	23	26
分院	海宁通策口腔医院	40%	11	14	18	24	28	32	36	41	46	53
分院	湖州通策口腔医院	40%	14	17	20	27	32	36	42	49	57	67
分院	杭口萧山分院	40%	9	12	15	19	21	24	29	32	36	41
分院	舟山通策口腔医院	32%	8	10	12	16	18	21	23	26	29	31
分院	杭州城北口腔医院	39%	12	15	18	23	28	33	39	45	51	57
分院	杭州聘东口腔门诊部	39%	3	5	7	9	10	12	14	16	18	20
分院	沧州口腔医院	30%	10	11	13	15	17	18	20	22	23	25
分院	宁波北仑口腔医院	24%	5	6	6	8	10	12	14	15	17	19
分院	南京牙科医院	10%	2	2	2	3	3	3	4	4	5	5
分院	衢州口腔医院	20%	5	6	7	10	11	12	14	16	17	19
分院	益阳口腔医院	40%	14	17	21	24	29	34	38	42	47	52
分院	义乌新杭口	49%	6	9	10	13	16	19	22	25	28	32
分院	销售额预测		624	775	946	1252	1582	1896	2198	2527	2867	3231
分院	增速预测			24%	22%	32%	26%	20%	16%	15%	13%	13%
分院	EBIT 比例预测			32%	31%	32%	30%	31%	31%	28%	29%	28%

资料来源：公司公告、华金证券研究所

表 12：蒲公英分院自由现金流测算

医院类别	股权	数量	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
第一批												
大型蒲公英分院	前3年51%，之后75%	8	64	76	87	145	164	187	209	234	260	286
小型蒲公英分院	前3年51%，之后75%	2	7	9	10	16	19	21	24	27	29	32

第二批

大型蒲公英分院	前3年51%,之后75%	6	48	57	65	109	123	140	157	176	195
小型蒲公英分院	前3年51%,之后75%	12	44	52	60	98	111	127	142	159	177

第三批

大型蒲公英分院	前3年51%,之后75%	10	80	95	108	181	205	233	261	293
小型蒲公英分院	前3年51%,之后75%	15	55	65	74	123	139	159	178	199

第四批

大型蒲公英分院	前3年51%,之后75%	8	64	76	87	145	164	187	209
小型蒲公英分院	前3年51%,之后75%	17	62	74	84	139	158	180	201

第五批

大型蒲公英分院	前3年51%,之后75%	6	48	57	65	109	123	140
小型蒲公英分院	前3年51%,之后75%	14	51	61	69	115	130	148

销售额预测	72	177	341	572	821	1035	1262	1496	1682	1880
增速预测	147%	93%	68%	44%	26%	22%	19%	12%	12%	
EBIT 比例预测	30%	30%	29%	28%	29%	28%	27%	27%	27%	26%

资料来源：公司公告、华金证券研究所

表 13: 其他业务自由现金流测算

业务类别	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
辅助治疗	12	13	14	15	17	18	20	22	25	27
眼科服务	48	53	97	106	117	124	132	140	148	
产品销售	72	76	80	83	88	92	97	101	107	112
其他收入	4.2	5.0	2.8	3.6	4.2	5.6	3.6	4.5	3.5	4.5
省外存济	15	30	48	77	100	130	169	202	229	259
销售额预测	103	172	197	276	315	363	413	462	503	550
增速预测	66%	15%	40%	14%	15%	14%	12%	9%	9%	
EBIT 比例预测	18%	18%	18%	17%	16%	17%	16%	16%	15%	15%

资料来源：公司公告、华金证券研究所

表 14: 未来自由现金流推测

业务类别	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
所有业务	1573	2022	2522	3329	4171	4920	5697	6534	7382	8304
EBIT 预测	16.5%	16.5%	16.5%	16.5%	16.5%	16.5%	16.5%	16.5%	16.5%	16.5%
企业所得税率	1314	1688	2106	2780	3483	4108	4757	5456	6164	6934
去税 EBIT	25	28	33	38	44	49	54	60	66	73
加：折旧及摊销	193	343	360	381	397	421	454	481	515	536
减：经营性现										

业务类别	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
金增加										
资本开支	612	734.4	881	1058	1184	1327	1486	1605	1733	1872
自由现金流	534	640	897	1379	1945	2410	2871	3430	3982	4599

资料来源：公司公告、华金证券研究所

我们基于预测出的股数股东净现值和 2019H1 年报中的中股数，计算出每股的净现值为 125 元/股，相较于现价的 99.65 元/股（2019 年 9 月 2 日收盘价），还有一定的成长空间。

表 15：未来自由现金流折现法估值

WACC 假设	
WACC	9.26%
永续增长率	2%
折现终值	27309
公司现值	40135
少数股东权益	145.4
归属股东的净现值	39989
总股数	321
每股净现值（元/股）	125

资料来源：公司公告、华金证券研究所

（二）敏感性分析

我们对自由现金流折现模型做了敏感性测试。保持永续增长率不变，当 WACC 每增加 0.3%，每股净现值平均减少 4.8%；当 WACC 每减少 0.3%，每股净现值平均增加 5.6%。保持 WACC 不变，当永续增长率每增加 0.2%，每股净现值平均增加 1.8%；当永续增长率每减少 0.2%，每股净现值平均减少 1.9%。总体而言，模型对主要数据 WACC 和永续增长率敏感性处于正常水平。

表 16：自由现金流折现法敏感性测试分析

		WACC						
		8.40%	8.70%	9.00%	9.30%	9.60%	9.90%	10.20%
永续增长率	2.60%	158	148	140	132	125	119	113
	2.40%	154	145	137	130	123	117	111
	2.20%	150	142	134	127	121	115	109
	2.00%	147	139	131	125	119	113	108
	1.80%	144	136	129	122	117	111	106
	1.60%	141	133	126	120	115	109	104
	1.40%	138	131	124	118	113	108	103

资料来源：华金证券研究所

四、投资逻辑和盈利预测

（一）投资逻辑

基于以下理由我们看好公司未来三年业绩维持稳健增长，并且存在超预期的可能：

首先，我们看好公司省内业绩增长持续力。杭州口腔医院作为公司的金字招牌，在浙江省内有着不可替代的影响力。公司在杭州营收占杭州口腔市场的 50% 以上，已经形成较强规模效应。2019 年上半年杭口收入增速为 17.8%，宁口为 16.3%，杭口城西为 30.1%，维持在高水平的同时，净利率均在 17% 以上。公司主要市场经济基础良好，作为二线城市领头羊，杭州近五年人均 GDP 增速保持在 8.2% 的较高水平，18 年达到 17 万元/人/年；作为浙江新星城市，宁波 2018 年 GDP 首次进入万亿俱乐部。因为口腔服务行业中两大核心高利润业务（正畸、种植）带有消费品属性，随着杭州、宁波的消费水平提升、消费端升级，公司在两大城市的业务成长尚有巨大空间。

其次，我们看好“蒲公英计划”。目前杭口集团已经完全形成了“一家总院带几家分院”的格局，形成区域化集团，并通过总院下沉的技术、医生，依托总院品牌效应、患者基础，使分院在 1-1.5 年内快速实现盈亏平衡。借助“总院+分院”模式的可复制性，公司提出了“蒲公英计划”，助力公司进一步深入省内细分市场，预计在 3 至 5 年内于全省范围开设 100 家口腔专科医院，计划实施后杭口集团将覆盖浙江 90 多个县市区。公司蒲公英计划第一批分院为 10 家，第二批为 15-20 家。截止 2019 年 8 月，公司已有 7 家分院得到牌照，第一家蒲公英分院最快将在年内营业。公司将在 2020 年开始加快建设高质量、高认可度的蒲公英分院，和当地公立牙科医院拉开服务质量的差距，有效扩大公司的知名度、品牌力和市场占有率。

最后，我们看好公司的多元化发展。公司积极开展业务多元化战略，进军两大高潜力、高利润率行业：辅助生殖、眼科。国内**辅助治疗**病人基础较好：国内每 7-8 对夫妻就有 1 对有不孕不育问题，全国潜在病人约为 5000 万人。随着“二孩政策”的全面铺开，该市场开始加速增长。公司于 2012 年与全球领先 IVF 治疗中心波恩（Bourn Hall）合作引进先进 IVF 医疗技术用以建立国内先进 IVF 医疗团队。目前通过 IVF 技术的试管婴儿成功率为 60%，高于国内平均水平 50%。**眼科服务**长期作为国内医疗服务的一大热门市场，在中国拥有较大体量和成长空间。公司看准了眼科市场的发展潜力，于 2017 年联合浙江最知名眼科医院，浙江大学附属第二医院眼科中心合作建立了大型眼科综合服务中心：浙江大学眼科医院。

总的来看，公司通过把握行业发展机遇、政策红利，深入产品高端化改革，合理控制成本，公司保持较高的营业能力。口腔医疗方面，通过与知名院校、国际领先医疗机构合作，通策的医生可以得到较高的行业地位；同时通过建立医生集团、资深医生持股计划等，公司实现持续把握核心口腔医疗资源（医生资源），加速放量公司潜在业绩。辅助生殖方面，公司与波恩医疗中心深入合作、交流 IVF 核心技术、管理经验，努力做到国内一流辅助生殖品牌。眼科方面，随着与浙江大学附属第二医院眼科中心合作建立的新眼科中心的建立，并通过通策的总院+分院模式，持续深入发展眼科医疗市场，有望率先在省内市场铺开。公司正处于高速发展、销售放量阶段，夯实核心产业、涉足新星产业的通策，在掌握核心资源、技术的前提下，将持续发力，未来业绩有望达到百亿规模。

（二）盈利预测

公司口腔业务整体发展将保持良好的节奏。主要业务方面，三大高附加值业务将作为公司主推业务，保持较高增速。其中牙齿种植业务得益于公司推出的“种植倍增”计划，将在 2020 年开始放量增长，预计高速增长可维持 3 年。次要业务方面，我们给了较保守的增长率，主要系新眼科医院整合运作需要 2 年左右时间；杭州辅助生殖牌照的获取存在不确定因素。如杭州辅助生殖牌照落实，公司将得到除口腔业务外又一支柱业务。我们预测 2019 年口腔业务将实现营业收入 18.46 亿元，未来几年整体营业收入继续保持 25% 的增速。

表 17: 2019-2021 年公司主营业务收入预测

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务（口腔服务）						
收入（百万元）	873.9	1,142.7	1,468.8	1,836.4	2,339.3	2,973.6
其中：						
牙齿种植	138.9	166.1	232.1	323.8	505.1	772.7
增速		19.6%	39.7%	40%	56%	54%
牙颌正畸	152.5	228.1	311.2	389.0	477.4	584.2
增速		49.6%	36.4%	25%	23%	22%
儿科口腔服务	117.2	163.9	224.6	295.3	378.0	480.0
增速		39.9%	37.0%	33%	30%	25%
综合口腔服务	246.5	354.7	441.5	542.9	664.9	791.2
增速		43.9%	24.5%	24%	22%	19%
其他口腔服务	218.8	229.9	259.6	285.5	314.1	345.5
增速		5.1%	12.9%	9.0%	9.0%	8.0%
次要业务（辅助生殖、眼科）						
收入（百万元）	4.9	10.1	11.0	21.9	32.7	39.6
增速		108.4%	8.4%	9.0%	9.0%	8.0%
其他业务（产品销售）						
收入（百万元）	0.0	26.9	66.2	76.3	88.0	94.0
增速			146.4%	9.0%	9.0%	8.0%

资料来源: Wind, 华金证券研究所

我们预计公司 2019-2021 年的收入分别为 19.3、24.6、31.1 亿元，增速分别为 25.1%、27.2%、26.3%，预计公司 2019-2021 年的净利润分别为 4.76、6.4、8.33 亿元，增速分别为 43.4%、34.3%、30.2%。不考虑配股摊薄，2019 年至 2021 年每股收益为 1.49、2.0、2.6 元，当前股价对应估值分别为 57X、43X、33X。基于（1）总院业绩持续放量（2）蒲公英计划未来稳定现金流可期（3）省外口腔业务逐渐开花结果（4）辅助生殖、眼科的良好市场潜力（5）行业龙头的估值溢价，给予公司买入-A 建议。

表 18: 2018-2020 年可比公司估值表

股票代码	公司名称	2019.9.6 股	EPS			PE		
		价(元)	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
300015.SZ	爱尔眼科	33.9	0.33	0.44	0.59	102.7	77.0	57.5
002044.SZ	美年健康	12.22	0.21	0.29	0.40	56.87	41.84	30.28

资料来源: Wind, 华金证券研究所

五、风险提示

总院增速不达预期。总院收入及净利增速存在达到成长瓶颈的风险。

蒲公英计划，省外业务存在盈利、扩张能力不足风险。蒲公英计划、省外分院因医疗环境、当地习惯不同、品牌影响力辐射不足等因素，存在扩张、盈利不达预期风险。

医疗事故风险。医疗行业不可避免的存在医疗事故风险。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,179.7	1,546.0	1,934.6	2,460.0	3,107.2
减:营业成本	691.8	876.8	1,061.3	1,325.0	1,642.5
营业税费	4.5	4.5	5.7	7.2	9.1
销售费用	11.7	11.0	12.6	9.8	12.4
管理费用	185.6	189.9	227.1	270.6	341.8
财务费用	11.6	24.3	23.2	30.1	32.9
资产减值损失	2.4	1.0	2.1	1.8	1.6
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	7.4	22.8	26.2	30.1	34.7
营业利润	280.9	439.4	628.9	845.6	1,101.6
加:营业外净收支	0.8	-0.2	1.0	0.5	0.4
利润总额	281.7	439.2	629.9	846.1	1,102.0
减:所得税	55.0	80.0	114.7	154.1	200.7
净利润	216.6	332.1	476.3	639.8	833.3

资产负债表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	559.8	350.4	154.8	880.8	711.9
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	47.2	50.5	208.3	94.5	256.0
应收票据	-	-	37.8	8.2	43.9
预付帐款	28.4	28.3	63.4	42.2	84.1
存货	24.7	22.8	880.8	280.8	1,163.9
其他流动资产	9.3	18.3	11.4	11.7	11.2
可供出售金融资产	170.0	284.0	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	103.2	113.7	113.7	113.7	113.7
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	640.6	812.4	773.8	766.8	756.0
在建工程	22.1	14.5	88.5	76.0	76.8
无形资产	15.8	14.6	12.2	9.6	7.1
其他非流动资产	173.4	423.1	257.8	281.8	308.7
资产总额	1,794.5	2,132.7	2,602.5	2,566.2	3,533.3
短期债务	-	-	382.8	-	-
应付帐款	91.6	87.2	178.2	129.3	246.3
应付票据	-	-	-	-	-
其他流动负债	123.7	182.9	116.1	156.0	152.1
长期借款	480.0	414.8	302.1	-	-
其他非流动负债	-	-	-	-	-
负债总额	695.3	684.9	979.2	285.3	398.5
少数股东权益	106.7	132.6	171.4	223.7	291.7
股本	320.6	320.6	320.6	320.6	320.6
留存收益	671.9	994.6	1,131.2	1,736.6	2,522.5
股东权益	1,099.3	1,447.8	1,623.3	2,280.9	3,134.8

现金流量表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	226.7	359.2	476.3	639.8	833.3
加:折旧和摊销	77.5	90.2	87.1	98.5	110.9
资产减值准备	2.4	1.0	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	13.6	26.1	23.2	30.1	32.9
投资损失	-7.4	-22.8	-26.2	-30.1	-34.7
少数股东损益	10.1	27.1	38.9	52.2	68.0
营运资金的变动	68.2	-205.6	-871.2	724.9	-1,038.1
经营活动产生现金流量	346.6	469.4	-272.0	1,515.4	-27.7
投资活动产生现金流量	-271.3	-596.9	189.1	-46.6	-63.1
融资活动产生现金流量	201.3	-82.0	-112.7	-742.8	-78.0

财务指标

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年增长率					
营业收入增长率	34.2%	31.1%	25.1%	27.2%	26.3%
营业利润增长率	70.0%	56.4%	43.1%	34.5%	30.3%
净利润增长率	59.1%	53.3%	43.4%	34.3%	30.2%
EBITDA 增长率	51.9%	59.1%	36.4%	31.8%	27.8%
EBIT 增长率	64.6%	66.8%	34.2%	34.3%	29.5%
NOPLAT 增长率	67.9%	61.1%	40.6%	34.3%	29.5%
投资资本增长率	3.4%	20.7%	120.6%	-39.4%	84.3%
净资产增长率	22.3%	31.7%	12.1%	40.5%	37.4%
盈利能力					
毛利率	41.4%	43.3%	45.1%	46.1%	47.1%
营业利润率	23.8%	28.4%	32.5%	34.4%	35.5%
净利润率	18.4%	21.5%	24.6%	26.0%	26.8%
EBITDA/营业收入	28.9%	35.1%	38.2%	39.6%	40.1%
EBIT/营业收入	24.7%	31.4%	33.7%	35.6%	36.5%
偿债能力					
资产负债率	38.7%	32.1%	37.6%	11.1%	11.3%
负债权益比	63.2%	47.3%	60.3%	12.5%	12.7%
流动比率	3.11	1.74	2.00	4.62	5.70
速动比率	3.00	1.66	0.70	3.64	2.78
利息保障倍数	25.16	19.97	28.16	29.06	34.51
营运能力					
固定资产周转天数	197	169	148	113	88
流动营业资本周转天数	-19	-23	76	81	79
流动资产周转天数	160	133	170	196	208
应收帐款周转天数	12	11	24	22	20
存货周转天数	8	6	84	85	84
总资产周转天数	470	457	441	378	353
投资资本周转天数	221	189	265	230	195
费用率					
销售费用率	1.0%	0.7%	0.7%	0.4%	0.4%
管理费用率	15.7%	12.3%	11.7%	11.0%	11.0%
财务费用率	1.0%	1.6%	1.2%	1.2%	1.1%
三费/营业收入	17.7%	14.6%	13.6%	12.6%	12.5%
投资回报率					
ROE	21.8%	25.3%	32.8%	31.1%	29.3%
ROA	12.6%	16.8%	19.8%	27.0%	25.5%
ROIC	33.1%	51.6%	60.1%	36.6%	78.3%
分红指标					
DPS(元)	0.03	-	0.17	0.11	0.15
分红比率	4.4%	0.0%	11.7%	5.4%	5.7%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.2%	0.1%	0.2%

业绩和估值指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EPS(元)	0.68	1.04	1.49	2.00	2.60
BVPS(元)	3.10	4.10	4.53	6.42	8.87
PE(X)	126.1	82.3	57.4	42.7	32.8
PB(X)	27.5	20.8	18.8	13.3	9.6
P/FCF	63.2	202.7	-79.6	37.3	-167.3
P/S	23.2	17.7	14.1	11.1	8.8
EV/EBITDA	79.4	49.6	37.6	27.1	21.4
CAGR(%)	45.1%	35.9%	57.1%	45.1%	35.9%
PEG	2.8	2.3	1.0	0.9	0.9
ROIC/WACC	3.2	5.0	5.8	3.5	7.6

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

周新明、王睿声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.com