

连锁化趋势明显，头部公司大有可为

证券分析师：杜佐远 证券投资咨询执业证书编码：S1190517110001

证券分析师：蔡明子 证券投资咨询执业证书编码：S1190518050001

2019年10月8日



概要



投资要点：连锁化趋势明显，头部公司大有可为



**口腔医疗行业：大行业、小公司；民营连锁企业大有可为，小诊所正被边缘化
行业规模、量价拆分、六大特征**



口腔医疗行业空间分析：正畸、种植、儿科、综合



国外口腔医疗模式借鉴：DSO、医生集团、Bupa模式



独具特色的口腔连锁：通策医疗、拜博口腔、瑞尔齿科



个股建议：推荐通策医疗，省内支撑千亿市值，省外打开天花板

投资要点

行业特征：集中度低、连锁化快、地域性强、医生流动高、政策支持力度大（资本热度高）；民营口腔专科医院获医及获客能力最强

国内口腔医疗机构可分为综合医院口腔科、口腔专科医院（民营为主、公立为辅）、口腔门诊部（独立有限公司）和口腔诊所（个体户）。综合医院口腔科：口腔专科医院：（口腔门诊部+口腔诊所），家数占比19.82%、0.72%、79.45%；诊疗人次占比32%、11%、57%；规模占比42.31%、20.57%、37.12%。原因在于：口腔服务行业单体投资成本低、自费项目多，患者对口腔医生黏性更强。但在投入成本与运营难度日益上升的压力下，小型诊所逐步边缘化，民营口腔专科医院获医及获客能力最强，为连锁最优模式。连锁机构扩张需要具备三要素——资金、品牌、人才；资金：近年政策扶持医疗健康行业，引来产业资本聚焦；品牌：口腔医疗行业具备强地域性，使得口腔连锁多以参股当地品牌或者与高校合作的模式异地扩张；人才：牙科医生是核心战略资源，缺口大，未来连锁机构拼的是吸引和留住人才的机制。

行业空间：18年1000亿规模，预计2030年4500亿规模，2018~2030年CAGR13%；其中：正畸、儿科保持较快增长；种植市场潜力巨大

2018年我国口腔医疗行业规模约1000亿元，过去十年翻了5倍，GAGR 18%，就诊量超3亿。由于口腔疾病患病率持续增高，口腔行业的就诊量每年10%增长，客单价5%增长，总体预计行业将维持15%较快增长，2020年行业规模将达到1419亿元，其中正畸占比25%，种植占比32%，儿科占比18%，综合市场占比25%。预计2030年口腔医疗服务将达到4500亿元，2018-2030年CAGR 13%。

国外口腔模式借鉴：促进连锁化扩张，为绑定医生核心资源提供可参考模式

国外口腔模式主要有DSO、医生集团与Bupa模式：1. DSO模式（事业合伙人）通过提供非临床医疗服务，为旗下口腔机构连锁化扩张助力，从而提升行业集中度，促使口腔机构专注于临床服务并降低额外成本，国内美维口腔正是运用DSO模式进行连锁化扩张，验证了DSO模式国内发展的可行性；2. 医生集团模式将医生与医院的利益绑定在一起，留住优秀医生团队，降低医院获客成本，为患者提供便利性，国内可参考通策医疗的“蒲公英计划”；3. Bupa模式通过收购向保险+牙科模式延伸，促使客户资源共享，为我国未来口腔连锁的发展引导了新的方向，可期待拜博口腔引入泰康后产生的协同。

我国目前口腔连锁机构：龙头企业站稳脚跟，资金、品牌、医生、技术资源把控性强

我国口腔医疗行业目前相对较大的口腔连锁机构包括通策医疗、拜博口腔、瑞尔齿科等，各有优势：1. 通策医疗通过多渠道降低人才+资金+技术+品牌壁垒，目前5年复合增长率达25%以上，未来成长能力强；2. 拜博口腔战略性引入泰康人寿作为控股股东，优化资本结构，为发挥保险与医疗的协同作用奠定基础；3. 瑞尔齿科定位于高端业务团体，通过改善门店环境与建立独特的客户服务体系加强客户的就诊体验。

推荐通策医疗，省内支撑千亿市值，省外打开天花板

结论：推荐通策医疗，省内支撑千亿市值，省外打开天花板

- 我们预测，2029年（十年后），省内业务贡献净利润31亿元，其中，现有“总院+分院”贡献净利润24.3亿（绝大部分在省内），蒲公英贡献6.6亿。省内业务可支撑公司千亿市值。省内市场，公司依托杭口品牌和资源，借蒲公英计划，打造“总院+分院”的模式已逐步得到市场认可。杭口、杭口城西、宁口未来均是5亿以上净利润级别的大型牙科医院，预计分别于2025年、2026年、2028年达到。
- 省外市场，公司依托“中国科学院大学存济”品牌，基金体外培育模式，定向投资省外6家存济口腔医院（三级），待体外医院达到一定成熟期后，再分批注入上市公司，未来以这些核心城市存济口腔医院作为总院，建立核心城市所在省（区域）内分院（蒲公英计划），打造多个省（区域）“总院+分院”模式。省外培育已初显成效（第一家武汉存济开业1年预计接近盈亏平衡），未来大概率能取得突破，有望打造多个省（区域）“总院+分院”模式，公司市值天花板将进一步打开。
- 口腔服务是医疗服务行业最优赛道之一，公司具备资金、人才、平台、品牌等优势，而这是医疗服务龙头企业必备竞争要素。公司省内扩张已得到初步验证，省外扩张即将取得突破。考虑蒲公英，预计公司19-21年收入分别为19.46、24.87、33.10亿，增速26%、28%、33%；归母净利润分别为4.89、6.33、8.24亿元，增速47%、30%、30%，对应PE67/52/40倍，维持中长期“买入”评级。

风险提示：三大核心利润增速来源杭口、杭口城西、宁口增速不及预期；医院扩张进度不及预期；短期蒲公英分院建设对利润的影响。

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
收入（百万元）	1,180	1,546	1,946	2,487	3,310
yoy	34.25%	31.1%	25.8%	27.8%	33.1%
归母净利润（百万元）	217	332	489	633	824
yoy	59.05%	53.3%	47.2%	29.6%	30.1%
净利率	18.4%	21.5%	25.1%	25.5%	24.9%
EPS	0.68	1.04	1.52	1.98	2.57
PE	152	99	67	52	40

通策医疗十年盈利预测

		2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入	总院+分院等	15.46	19.21	23.37	28.35	33.82	39.87	46.32	53.26	60.26	67.29	73.97	80.41
	YOY	31.1%	24.2%	21.7%	21.3%	19.3%	17.9%	16.2%	15.0%	13.1%	11.7%	9.9%	8.7%
	蒲公英	0	0.25	1.50	4.75	10.38	18.38	27.13	34.88	41.25	47.00	52.00	57.00
	YOY			500%	217%	118%	77%	48%	29%	18%	14%	11%	10%
	合计	15	19	25	33	44	58	73	88	102	114	126	137
	YOY	31.1%	25.8%	27.8%	33.1%	33.5%	31.8%	26.1%	20.0%	15.2%	12.6%	10.2%	9.1%
归母净利润	总院+分院等	3.32	4.95	6.55	8.54	10.21	12.10	14.02	16.10	18.20	20.32	22.34	24.30
	YOY	53.3%	49.1%	32.2%	30.5%	19.5%	18.6%	15.9%	14.8%	13.1%	11.6%	9.9%	8.8%
	蒲公英/51%股权		-0.06	-0.21	-0.30	-0.04	0.53	1.83	3.19	4.23	5.15	5.90	6.61
	YOY			230.0%	42.4%	-85.3%	-1307.2%	243.7%	74.6%	32.9%	21.7%	14.5%	12.1%
	合计	3.32	4.89	6.33	8.24	10.17	12.64	15.85	19.29	22.44	25.47	28.24	30.91
	YOY	53.3%	47.2%	29.6%	30.1%	23.3%	24.3%	25.4%	21.7%	16.3%	13.5%	10.9%	9.5%
口腔行业规模	全国	1034	1212	1419	1648	1900	2173	2465	2775	3099	3433	3772	4110
	YOY	17.20%	17.20%	17.07%	16.17%	15.27%	14.37%	13.47%	12.57%	11.67%	10.77%	9.87%	8.97%
	浙江省	100	117	137	159	184	210	238	268	300	332	365	398
	YOY	17.20%	17.20%	17.07%	16.17%	15.27%	14.37%	13.47%	12.57%	11.67%	10.77%	9.87%	8.97%
行业市占率	全国	1.50%	1.61%	1.75%	2.01%	2.33%	2.68%	2.98%	3.18%	3.28%	3.33%	3.34%	3.34%
	浙江省	15.5%	16.6%	18.1%	20.8%	24.1%	27.7%	30.8%	32.8%	33.9%	34.4%	34.5%	34.6%

资料来源：太平洋证券研究院整理 注：浙江省口腔行业规模为草根调研行业专家估算值

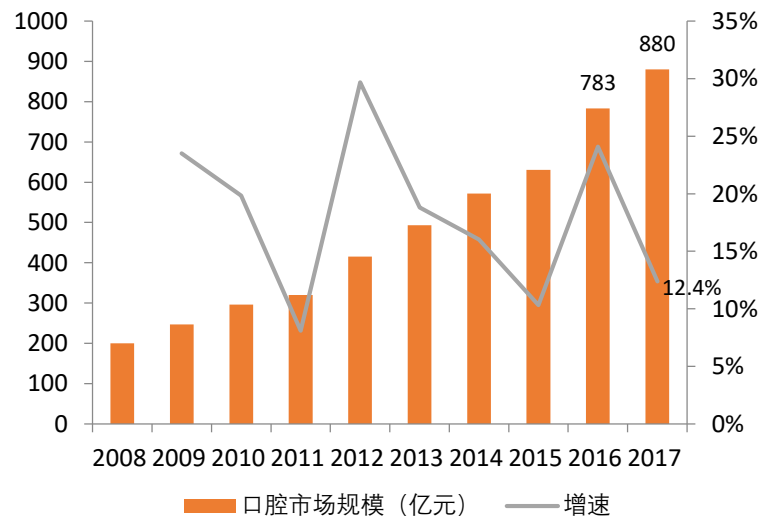
 **口腔医疗行业：大行业、小公司；民营专科连锁大有可为；小诊所正被边缘化**

——行业规模、量价拆分、六大特征

1. 千亿规模，约15%较快增速，就诊人次增速高于客单价提升

- **18年千亿规模，预计未来15%的较快增长：**口腔医疗服务行业上游承口腔医疗设备与仪器制造/供应商，下游直面终端支付方（患者、保险等），随着居民健康意识的增强和人均治疗支出的增加，近年来迅速扩容，行业规模从08年的200亿增长至17年的880亿，区间复合增速达18%，经历12年前后20%以上的高速增长后，目前处于15%左右的增速水平。
- **就诊人次增速高于客单价提升：**口腔行业就诊人次目前增速10%左右，客单价增速5%左右，人次变化对行业影响更显著。

图：口腔行业规模及增速



资料来源：前瞻产业研究院，太平洋证券研究院

表：医院口腔（包括综合医院口腔科+口腔专科医院，不包括口腔门诊部和口腔诊所）规模、就诊人次、客单价

	医院口腔平均客单价 (元)	yoy	医院口腔总人次 (万)	yoy	医院口腔总收入 (亿)	yoy
2013	315.6		10344.9		326.5	
2014	334.4	6.0%	11362.6	9.8%	380.0	16.4%
2015	358.3	7.1%	12139.5	6.8%	434.9	14.5%
2016	380.0	6.1%	12956.5	6.7%	492.3	13.2%
2017	399.3	5.1%	14053.7	8.5%	561.1	14.0%

资料来源：卫生统计年鉴，太平洋证券研究院

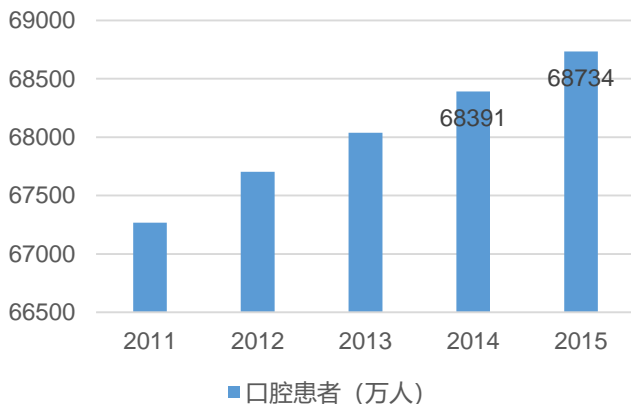
1. 千亿规模，约15%较快增速，就诊人次增速略高于客单价提升

- 口腔疾病患病率高，就诊率提升空间大：**目前我国口腔疾病的患病率较高，几乎每个人都有不同程度的口腔疾病问题，世界卫生组织已经把口腔疾病作为世界上三大慢性非传染性疾病来防治（心血管疾病、糖尿病）。与此同时，口腔疾病治疗率低，2015年我国潜在口腔治疗人数为6.87亿（患病率49.96%），但15年口腔诊疗人次不到3亿（考虑到参加治疗的口腔患者1年诊疗次数大于一次，实际治疗率低），而加拿大成人人口腔治疗率在74%以上，国内口腔潜在治疗人群庞大。
- 据WHO统计，2015年中国人均口腔医疗支出仅9美元，占人均医疗支出的1.18%；**远低于美国（人均口腔医疗支出341美元）和日本（人均口腔医疗支出250美元）的水平。但国内人均医疗支出正以13.36%的复合增长率增长，未来口腔行业将向高附加值、精细化方向发展，人均支出将不断提升。

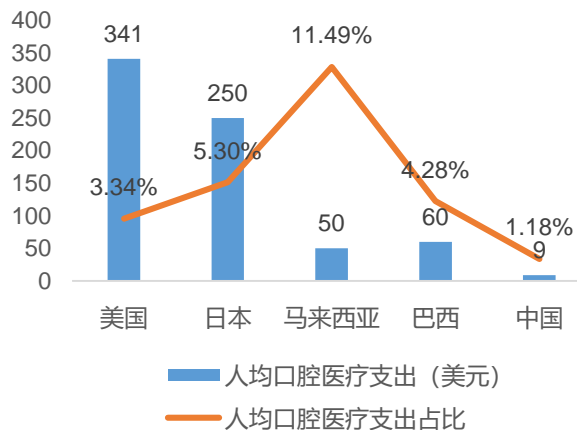
表：我国口腔患病情况

年龄	患病率	患病治疗率
5岁儿童	70.9%	4.1%
12岁儿童	34.5%	16.5%

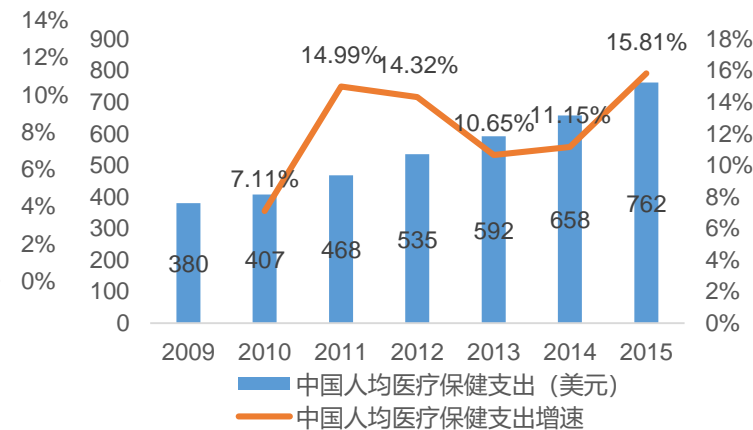
图：2011-2015年口腔患者人数及就诊率



图：国际人均口腔医疗服务支出对比



图：中国人均医疗保健支出及增速 (美元, %)



资料来源：《第四次全国口腔健康流行病学调查》（卫计委，2017.9），太平洋证券研究院

资料来源：前瞻产业信息网，太平洋证券研究院

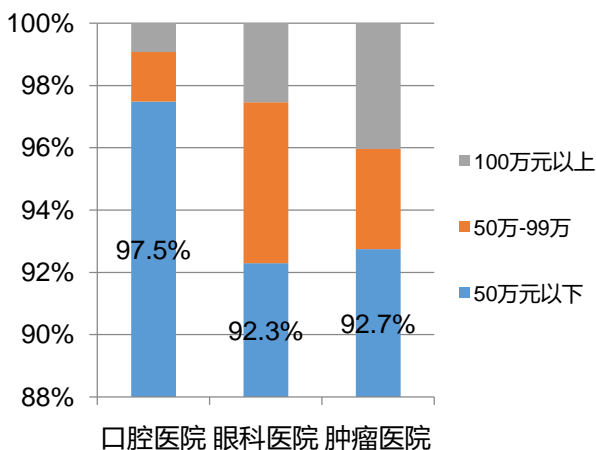
资料来源：OECD官网，太平洋证券研究院

资料来源：OECD官网，太平洋证券研究院

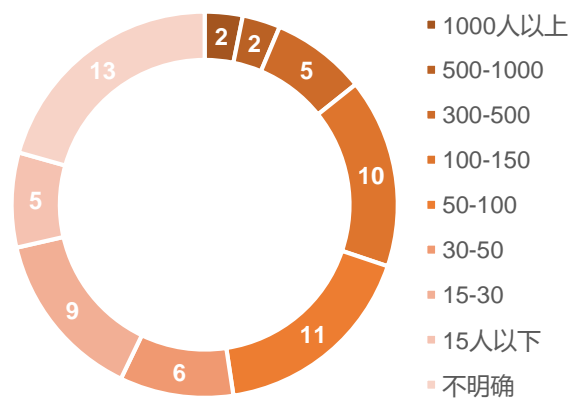
2.特征一：口腔医疗机构集中度低，市场化程度高

- 国内口腔医疗机构可分为综合医院口腔科、口腔专科医院、口腔门诊部（独立有限公司）和口腔诊所（个体户）。从公立、民营角度分，16年国内口腔专科医院数量594家，其中公立167家，民营427家，民营数量超过公立医院。从连锁、单体角度分，在国内超过6.5万口腔门诊部及诊所中，个体诊所数量占比超过95%，大部分个体诊所规模仅有5-10张牙椅。
- 口腔医疗机构的市场化程度高，原因在于：
 - 与其他医疗服务子行业相比，口腔医疗的安全性较高，不容易出现医患纠纷；
 - 口腔诊所固定资产投资较低，主要为牙椅和X光机（非必配），一个口腔诊所投入100万-150万即可；多数牙科医生能够负担得起；
 - 患者对口腔医生黏性更强。

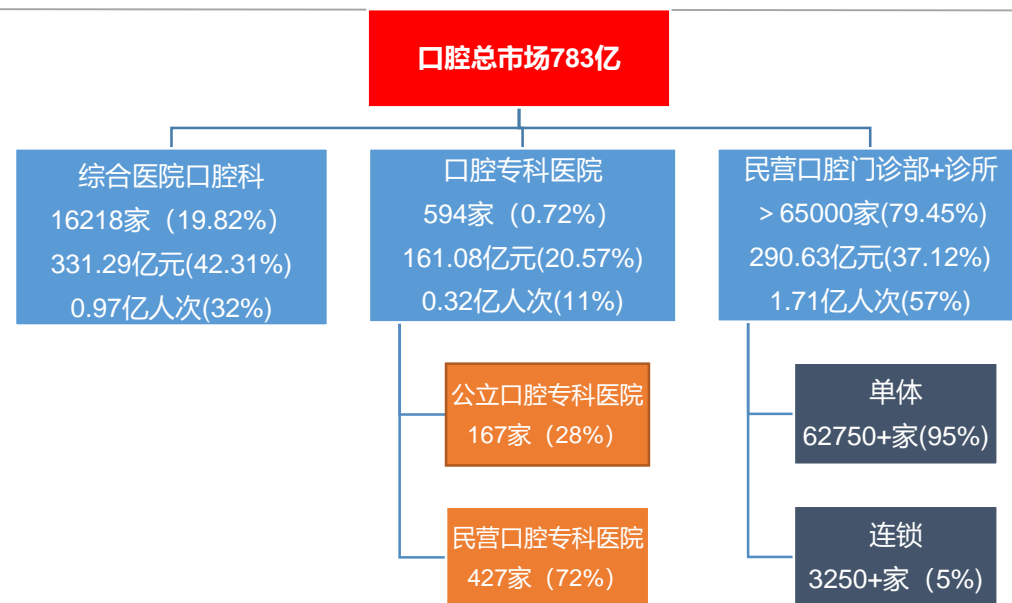
图：牙科医院大型设备占比低



图：样本民营口腔企业中，100人以下公司占比70%



图：2016年口腔医疗市场情况（数量/市场规模/门诊量）



资料来源：2016卫生统计年鉴，太平洋证券研究院

资料来源：动脉网，蛋壳研究院数据库，太平洋证券研究院

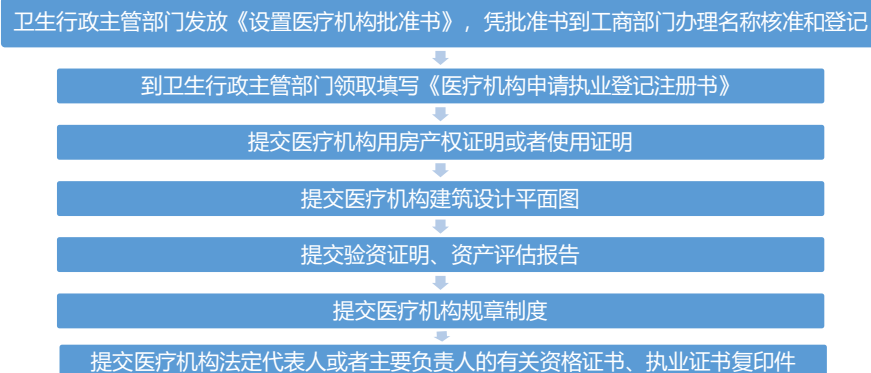
（右图）资料来源：卫生统计年鉴，产业信息网，动脉网，前瞻产业研究院，草根调研，太平洋证券研究院。注：数据为不同网站、数据库综合得出，括号内为各项占比，综合医院口腔科数量及市场规模，分别根据综合医院90%口腔科拥有率及1.74%的收入占比测算得到；民营口腔诊所根据45%的门诊占有率及3亿的总门诊量测算得到。

3.特征二：民营口腔专科医院获医及获客能力最强

比较综合医院口腔科、民营口腔专科医院、连锁口腔门诊部、单体口腔诊所四大体系，我们认为民营口腔专科医院获医及获客能力最强，口腔医院适宜连锁化，获客能力差的单体诊所将逐步边缘化。

➢ 民营开诊所前期手续繁琐，普通医生并不擅长。医生自己开设诊所，涉及到执业许可证、选址、装修、消防等，牵涉卫生、环保多个部门，连锁机构则有专门的团队来运作。同时，在医质管理上，例如消毒，专科医院及连锁比单体更为规范。

图：开设牙科诊所审批流程之审核



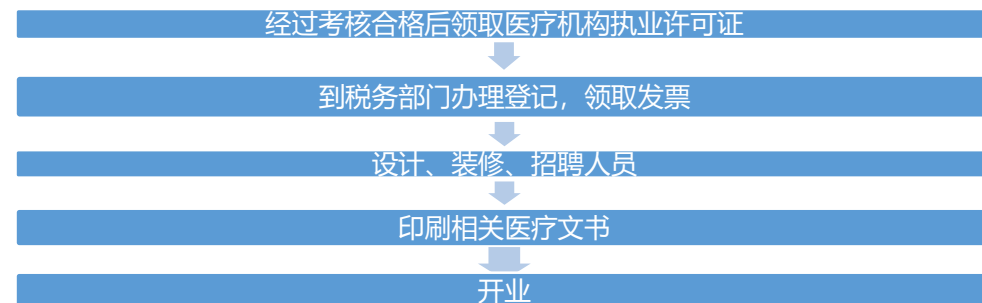
资料来源:企业去哪网, 太平洋证券研究院

表：某区域个体口腔诊所消毒质量检测合格率不高

类别	2009年			2010年			2011年			合计		
	检测数	合格数	合格率 (%)	检测数	合格数	合格率 (%)	检测数	合格数	合格率 (%)	检测数	合格数	合格率 (%)
物体表面	34	30	88.24	36	33	91.67	32	29	90.63	102	92	90.20
医务人员手表	13	9	69.23	14	10	71.43	13	9	69.23	40	28	70.00
使用中消毒液	10	10	100.00	10	10	100.00	10	10	100.00	30	30	100.00
紫外灯辐照强度	10	8	80.00	10	9	90.00	10	9	90.00	30	26	86.67
合计	67	57	85.07	70	62	88.57	65	57	87.69	202	176	87.13

资料来源:《浙江预防医学》2013年第25卷第7期《个体口腔诊所消毒质量检测分析》，太平洋证券研究院

图：开设牙科诊所审批流程之核准



资料来源:企业去哪网, 太平洋证券研究院

3.特征二：民营口腔专科医院获医及获客能力最强

- 民营口腔诊所的投入和运营成本较高，连锁议价能力更强，能更多降低成本。一般来说，单体诊所投入成本在100万，连锁门店单店投入在300-500万，单月盈利需要9个月-1年，累计盈利需要2年。门店筹建期投入成本中，连锁门诊部人员工资占总成本比例为2.5%，设备占总成本比例为36%，但是单店诊所人工占比与设备占比分别为3.4%与52%，连锁门诊和单店门诊相比有成本优势明显。连锁口腔诊所上游议价能力强，能够有效降低设备及耗材成本占比，盈利水平更强。（数据来源：草根调研）

表：连锁门店和单店投资模型比较

项目名称	项目明细	连锁门诊部	占总成本比例 (%)	单体诊所	占总成本比例 (%)
场地面积 (平方米)		400-800平米	-	100-150平米	-
牙椅数		8-15台	-	1-5台	-
筹建期 (月)		4个月	-	2个月	-
筹建期投入 (万元)	房租	15-30	5.5%	3—5	4.6%
	装修	150-300	56%	30-40	40%
	设备	120-170	36%	40-50	52%
	人员工资	5—15	2.5%	3	3.4%
	小计	290-515	100%	76-98	100%
预期年营业额 (万元)		720-1440	-	180-240	-
年运营成本预测 (万元)	材料加工成本	120—240	20%	24—48	25.0%
	人员工资	300-600	50%	60—96	50.0%
	房租	60—120	10%	12—24	12.5%
	折旧及办公费用	60—120	10%	12—24	12.5%
	总部管理费分摊	60—120	10%	0	0
	小计	600-1200	100.0%	108—192	100.0%

资料来源：草根调研，太平洋证券研究院

3.特征二：民营口腔专科医院获医及获客能力最强

- 民营口腔专科医院及连锁的人才培养机制更健全，牢牢掌握医生核心资源。民营机构的人才培养机制包括：高校定向培养、外部引进、医生股权绑定（合伙人）等。以通策医疗为例，公司与中国科学院大学、浙江大学、同济大学杭州医学院等院校达成产学研深度合作，且与英国波恩生殖中心和德国夏里特达成战略合作关系，为公司持续输送优质人才；同时，对于当地优秀的医生合伙人团队，公司会提供品牌、管理、人才、技术、资金等支持（蒲公英计划）。而民营小诊所不具备规培资质（卫计委认定的第一批培训机构均为三甲医院），医生黏性不足。
- 牙科医生较其他科室更偏好多点执业，这是支撑民营口腔医疗机构数量快速增长的基础：**1) 医院体系中牙科医生的培养周期比较长，从硕士毕业晋升到主任级别平均需要15-20年；2) 牙科医生在医院各科室中收入本身较高，且医院可以提供小诊所无法提供的学术、科研平台，很多医生不愿完全脱离公立体系；3) 口腔医疗事故率低。

图：牙科医生薪酬体系与多点执业情况

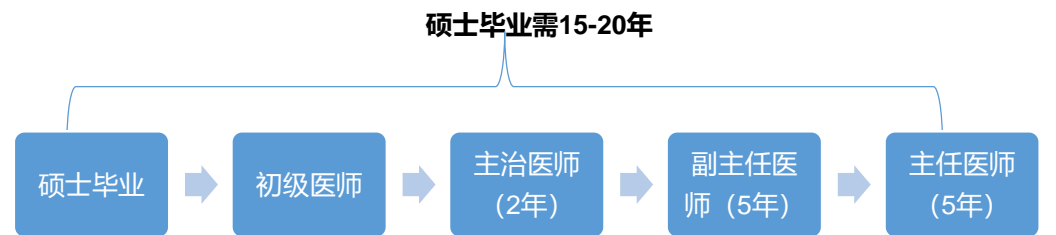
薪酬：多点执业医生 > 民营全职 > 医院全职

- 医院全职薪酬体系分为固定薪酬和门诊效益奖金，年薪约15万（账面税前薪酬）
- 多点执业薪酬体系分为出诊费（按天计算）和扣除成本后的劳务费分成
- 医生分成在40-60%不等，高于该机构全职医生15%的提成比例，年薪可达百万以上

公立医院中，多点执业较普遍的是主任级别以上的医生，副主任医师随时受主任医师调遣；主任以上医师工作自由度较大

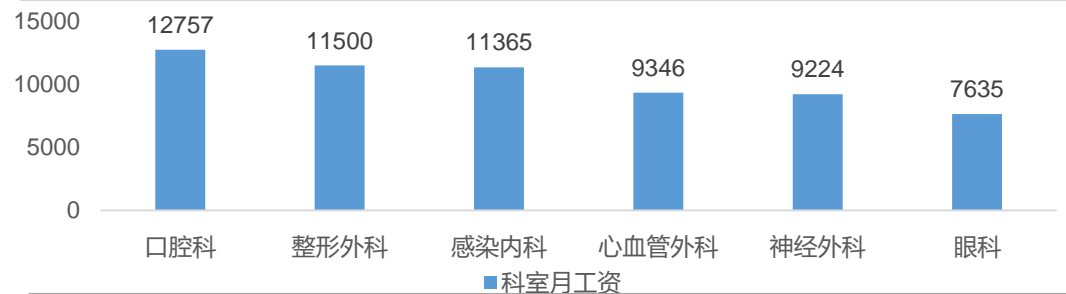
资料来源：草根调研，太平洋证券研究院

图：口腔科医生晋升图



资料来源：草根调研，太平洋证券研究院

图：2016公立医院各科室平均月薪酬（元）



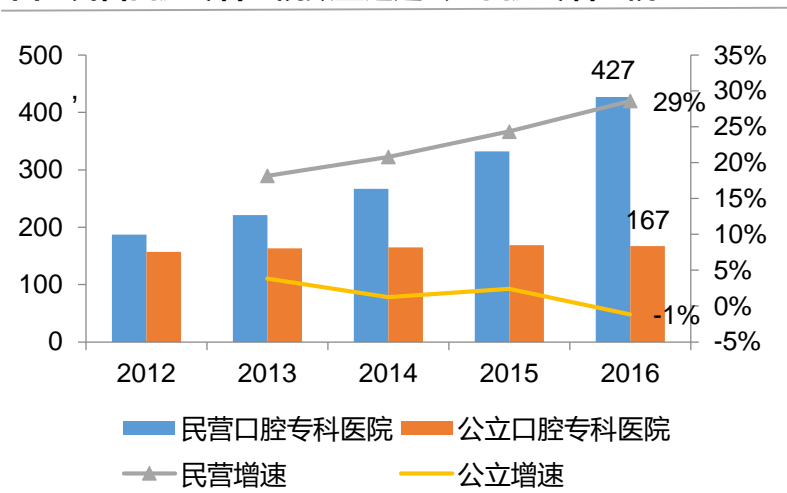
资料来源：医脉通，太平洋证券研究院

3.特征二：民营口腔专科医院获医及获客能力最强

➤ 民营口腔专科医院相对公立医院和小诊所的优势在于服务及体验感更好，医质管理更严格，获客效率高。

民营口腔医院高质量的服务和良好体验大大消除患者恐惧心理，客户满意度高。广告投放精准，患者都能针对需求精准定位到对应的民营机构，服务和需求匹配率高，获客能力强。

图：民营口腔专科医院数量超过公立口腔专科医院



资料来源：历年卫生统计年鉴，太平洋证券研究院

表：公立医院口腔科与民营口腔机构对比

项目	公立医院口腔科	民营口腔医疗机构
医生团队	数量多，资质高	多点执业为主，资质参差不齐
能否医保	绝大部分可以医保，但部分诸如正畸、种植牙等较为昂贵的服务无法参与医保	基本不能
业务结构	口腔疾病为主，包括种植、正畸、颌面外科等；占基础齿科服务80%份额，但增速缓慢	正畸、种植为主，以某连锁为例，种植占比40%，正畸占比30%，洗牙占比1-2%，修复、镶牙、根管治疗合计28%
费用	较低	较高
受众	所有客户	中高端客户
挂号	专家号需预约，预约难度大	可以预约，预约成功率大
便捷性	较差	门店多，社区性强
服务	较差	好，高端诊所多对一服务
就诊体验	医院单科室面积小，牙椅之间距离近，私密性差	诊所内部环境好，就诊体验好
技术	前沿，过硬	参差不齐，与平台大小、规模有关

资料来源：草根调研，太平洋证券研究院

◆ 综上：多点执业的推行，加上民营口腔优质体验感好的服务，推动了民营口腔医疗机构数量快速增长。民营口腔机构适宜连锁化发展，口腔专科连锁医院获医能力及获客能力最强。

4.特征三：口腔医疗行业地域性强，参股当地品牌是异地扩张较好模式

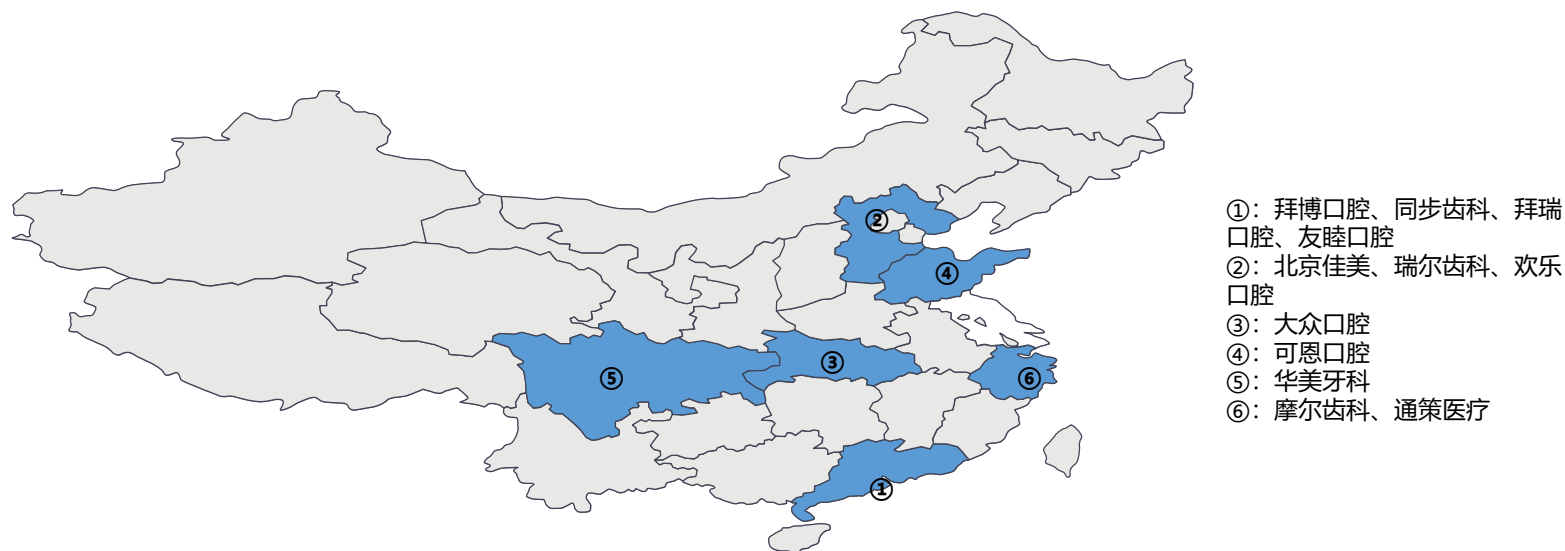
- 口腔医疗行业具有很强的地域性，以区域性品牌为主。以通策医疗为例，2017和2018年浙江省内营收占比88.5%和90.32%，门诊量占比88.7%、87.4%。分析口腔医疗地域性强的原因，我们认为核心还是客户对医生依从性高于品牌，对新的医生、技术、服务不熟悉，且每个区域都有强势的口腔品牌，比如杭州的杭口（通策），四川的华西口腔，北京的北大口腔，上海的九院等，客户对区域产生的新品牌认知度较低，异地扩张门店投资回收期长。所以，即使是大型口腔医疗连锁机构，对于区域外的扩张也相对谨慎。
- 口腔连锁扩展方式有很多，采取参股模式与当地品牌进行合作是较好的异地扩张模式。开设口腔连锁一般涉及许多步骤，包括战略规划、市场研究、选址、可行性研究、监管审批流程、场所施工和装修、招聘必要的人员，购买设备等。而参股当地品牌会简化这些步骤，使得品牌能够更快地进入市场。但这同时也需要强悍的资源整合能力、资金能力以及根据其本身发展阶段，制定个性化发展战略和激励政策的能力。

表：通策医疗浙江区域收入情况

	2017年	2018年
浙江区域口腔医疗服务收入(万元)	104,402.72	133,154.55
yoy	30.5%	27.54%
占总医疗服务收入的比重	88.5%	90.32%
浙江区域口腔医疗门诊(万人次)	140	161
yoy	23.9%	15.00%
占总门诊量的比重	88.7%	87.40%

来源：公司公告，太平洋证券研究院

图：民营口腔连锁主要分布区域（部分）

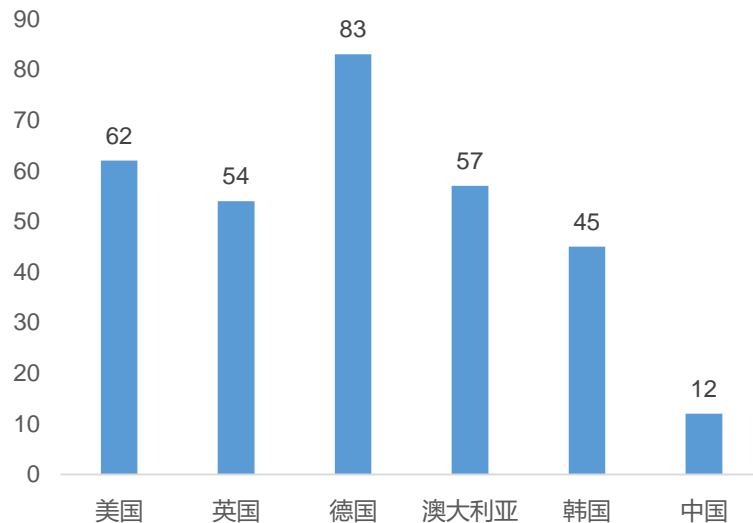


来源：公司官网，太平洋证券研究院

5 特征四：牙科医生是口腔医疗机构的核心战略资源，目前数量缺口大

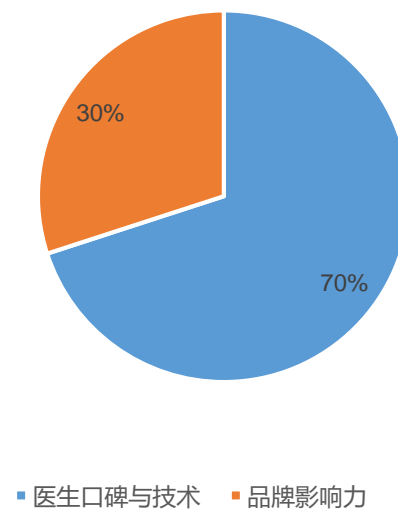
- 中国人口众多，与之对应的口腔医生覆盖率低于发达国家的水平。据卫生统计年鉴的数据，截止到2016年12月底，中国口腔职业医师总数（含助理）共计167000人，中国平均每10万人口只有12个牙医覆盖，而英国同口径人数是中国的4.5倍，美国则达到5.2倍。同时，中国口腔医疗高端技术人才缺失严重，根据中国医师协会发布的《中国医师执业状况白皮书》，中国口腔职业医生硕博总和不到50%，副高级和正高级职称人数不到30%。
- 口腔医疗服务对技术、人才、服务、品牌有较高要求。据草根调研，客户选择门诊时，60-70%看重医生，20-30%看重品牌，所以对于民营连锁来说，最重要的资源是具有良好的口碑的医生和先进的技术。当医生资质差不多时，服务与运营水平将成为决定性因素。随着居民口腔保健意识提高，互联网的快速发展，信息不对称程度越来越低，价格信息越来越透明，口腔服务逐步回到医疗的本质，即回归到技术、服务和运营上去。

图：每十万人人口牙医数量远低于其他国家



资料来源：美中牙科商情报告论坛、太平洋证券研究院

图：客户更看重医生的口碑与技术

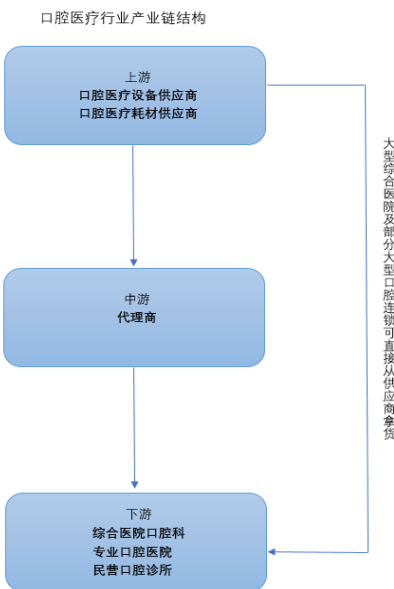


资料来源：草根调研、太平洋证券研究院

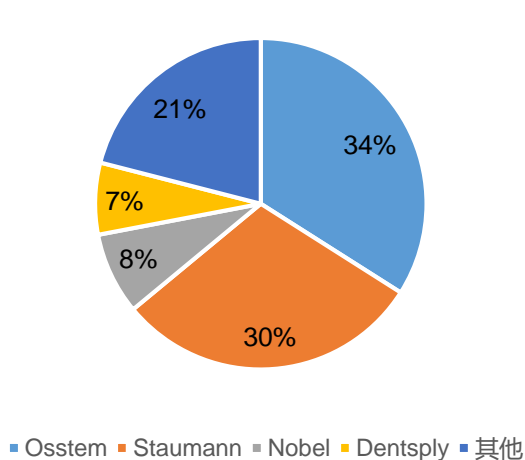
6.特征五：口腔医疗行业产业链完善，对上游进口耗材依赖度高

- 国内口腔医疗机构绝大部分都采用进口设备与耗材，主要是以欧美日韩为主，也有小部分采用国产厂家的产品。国内口腔医疗机构主要使用进口设备和耗材的主要原因在于：一方面，国内设备与耗材的规模较小，供应商较少，选择余地不大；另一方面，口腔新材料和新型技术均在美国、德国等国家，而国内厂商在设备与耗材的研发上投入力度不足，整体来看国内设备与耗材的质量与进口存在一定差距。
- 以口腔设备来说，口腔设备大致分为影像类设备、牙科专用设备两大类，口腔影像类设备的CBCT基本被德国品牌诸如：Dentsply Sirona、Kavo Kerr等垄断。对于种植牙耗材市场来说，全球共有超过4000家的植入物制造商，但前4家占据了79%的国内市场份额，且均为国外厂商。目前我国最主要的品牌均是国外产品，韩国奥齿泰、瑞士士卓曼等，占据国内80%的市场份额。

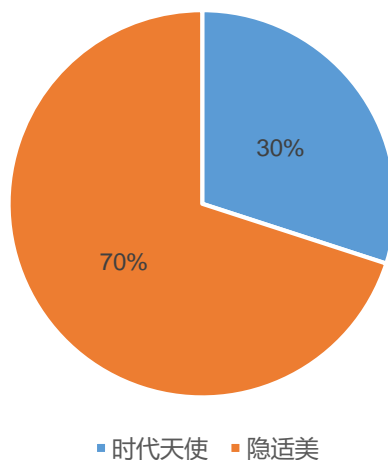
图：口腔医疗行业产业链结构



图：中国种植牙市场耗材市场份额



图：中国正畸市场隐形矫正器市场份额



表：中国CBCT（锥形束CT）市场主要厂商

品牌	简介	分辨率	价格
卡瓦（德国）	意大利NewTom锥形束CT能够提供更准确的三维图像资料，有助于医生确定潜在的病理和结构异常。	10lp/mm	150-300万元
西诺德（德国）	西门子旗下牙科设备公司，CBCT有8*8及5*5.5两种成像容积，成像准确无变形，可以充分满足临床诊断的需求。	7lp/mm	80-200万元
普兰梅卡（芬兰）	世界首台锥形束计算机断层（CBCT）图像，扫描时间30s内，空间分辨率高，图文成像比例是1:1，可以提供更准确矢状位断层图像，特别是口腔领域中最常用的硬组织图像。	9lp/mm	60-100万元
怡友（韩国）	韩国本土最大品牌，集研发、生产及销售口腔CT，数字化全景机等口腔影像设备及正畸分析、种植分析等医疗及管理软件，Implagraphy经典三合一CBCT（PaX-i3D）具有高质量、高精度的成像效果。		60-100万元
盘泰（韩国）	PointNix集团公司主要包括数字化口腔影像产品系列；牙科综合治疗机系列；种植体研发及生产中心；口腔及医疗应用软件和医院管理软件研发中心；产品在韩国享有盛誉，销售网络已遍及东南亚，日本，新西兰，澳洲，北美和欧洲等80多个国家和地区。		60-100万元
深圳菲森（中国）	Dentalink是一家包含牙医管家口腔管理软件、菲森影像、口腔器械商城、加工厂等牙科产业体系，以“口腔生态建设”为进程，聚焦牙科数字影像、互联网医疗、临床医疗、耗材供应链、义齿加工		50万元
美亚光电（中国）	公司是国内领先的光电识别产品与服务提供商，业务范围涵盖农产品检测、医疗影像、工业检测等多个领域，已形成多系列上百个品种的产品体系。根据成像视野不同，公司口腔X射线CT诊断机可分为中视野、中大视野、超大视野口腔X射线CT诊断机，多系列产品、差异化配置可满足不同类型客户的多样化产品需求		30-50万元

资料来源：海尔医疗金融、太平洋证券研究院

资料来源：Staubmann、太平洋证券研究院

资料来源：中恒星光、太平洋证券研究院

资料来源：海尔医疗金融、太平洋证券研究院

7.特征六：政策扶持力度加大，引产业资本聚焦

表：口腔医疗行业相关政策

时间	名称	主要内容	时间	名称	主要内容
2018.4.2	关于做好2018年家庭医生签约服务工作的通知	提高常见病多发病诊疗服务能力。要以优质服务基层行活动为抓手，开展常见病、多发病门诊、急诊和住院服务，有针对性提升门诊疾病咨询、诊断与治疗能力。要重点加强高血压、糖尿病、儿童常见病等专科服务能力建设。 发展康复、口腔、中医药、心理卫生等专业能力建设，提高基层综合诊疗能力。	2017.1.22	中国防治慢病中长期规划（2017-2025）	通过社区卫生服务中心和乡镇卫生院逐步提供口腔预防保健等服务，促进慢病早期发现，并将口腔健康检查纳入常规体检内容；开展针对儿童和老年人的个性化干预，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、窝沟封闭等口腔保健措施，将12岁儿童患龋率控制在30%以内（到2025年），重视老年人口腔疾病防治的指导与干预。
2017.6.12	医疗机构基本标准（试行）	该标准替换了1994年的旧版标准。《标准》对综合医院中医医院、专科医院、口腔医院、儿童医院等的设立标准进行了明确规定。	2016.12.27	“十三五”期间深化医药卫生体制改革规划	主要明确2017-2022年医药卫生体制改革的阶段目标、改革重点和主要任务，是未来五年深化医药卫生体制改革的指导性文件。
2017.5.23	国务院办公厅关于支持社会力量提供多层次多样化医疗服务的意见	积极支持社会力量深入专科医疗等细分服务领域，扩大服务有效供给，培育专业化优势。在眼科、骨科、 口腔 、妇产、儿科、肿瘤、精神、医疗美容等专科以及康复、护理、体检等领域， 加快打造一批具有竞争力的品牌服务机构。 鼓励投资者建立品牌化专科医疗集团、举办有专科优势的大型综合医院。	2016.12.27	“十三五”卫生与健康规划	“十三五规划”期间，口腔方面的主要任务包括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； 倡导健康文明的生活方式，深入推进包括健康口腔在内的6个重点专项行动的全民健康生活方式行动；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。
2017.4.1	医疗机构管理条例实施细则	在职医生可以多点执业和自主创业。	2016.10.25	“健康中国2030”规划纲要	这是今后15年推进健康中国建设的行动纲领。在《纲要》中提出全民健康生活方式行动健康口腔专项行动，到2030年基本实现以县（市、区）为单位全覆盖；明确要求“加强口腔卫生，将12岁儿童患龋率控制在25%以内（到2030年）”。
2017.1.22	中国防治慢病中长期规划（2017-2025）	慢性病主要包括心脑血管疾病、癌症、慢性呼吸系统疾病、糖尿病和口腔疾病。在策略与措施中指出：全面加强幼儿园、中小学口腔保健等健康知识和行为方式教育，实现预防工作的关口前移；在开展健康口腔专项行动中，开发推广健康适宜技术和支持工具，增强群众维护和促进自身健康的能力；	2016.10.20	国家慢性病综合防控示范区建设管理办法	对2011年印发的《慢性非传染性疾病综合防控示范区管理办法》进行修订，要求学校、幼儿园普遍开展口腔保健等健康行为方式教育，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；并将在重点人群中开展口腔疾病防治，由2011年的国家慢病综合防控示范区建设指标权重附加项改为必选项。

资料来源：政府官网，前瞻产业研究院，太平洋证券研究院

- 近年来国制定了一系列的政策来扶持医疗健康服务行业发展，2016年以来更是进入政策红利密集区，包括提升口腔医疗优先级、加大口腔医疗基础设施建设等，以缓解当前口腔就诊率低、医生资源紧缺的问题。在国家政策方向的引导下，我国各个省市也结合各区域自身的发展情况制定了相应的口腔医疗相关政策，以满足目前患者的多元化服务，口腔医疗服务行业正处于快速发展期。

7.特征六：政策扶持力度加大，引产业资本聚焦

表：2012-2018年口腔医疗行业融资情况（部分）

时间	名称	细分赛道	融资轮次	融资金额	投资方
2012.11	牙管家	线上医疗平台	A轮	1850万人民币	苏州高新创投、苏州国发创投
2014.01	恒惠科技	第三方服务商	A轮	未披露	联想之星
2015.05	茄子口腔	第三方服务商	天使轮	未披露	未披露
2015.06	爱优牙	线上医疗平台	天使轮	未披露	未披露
2015.09	朗星医疗	医疗器械	天使轮	未披露	清大创业投资、达晨创投
2015.10	门邦网	第三方服务商	天使轮	未披露	快创营
2015.11	全好口腔	医疗连锁机构	A轮	未披露	软银中国资本
2015.11	乐牙网	第三方服务商	A轮	千万级人民币	同渡资本
2015.11	医牙网	第三方服务商	A+轮	数百万人民币	杭州正前方投资有限公司
2016.02	爱牙e	第三方服务商	种子轮	80万人民币	急速投资
2016.05	美呀丽牙	线上医疗平台	天使轮	500万人民币	未披露
2016.06	薄荷牙医	线上医疗平台	天使轮	500万人民币	春晓资本
2016.06	迪凯尔	医疗器械	B轮	2000万人民币	金茂资本
2016.08	领航口腔	第三方医疗机构/医疗连锁机构	天使轮	未披露	泰达科投、海达投资
2016.08	好牙医	第三方服务商	B轮	未披露	经纬中国、浦赢投资、锦亦投资
2016.09	雅御口腔	第三方服务商	种子轮	500万人民币	中赢股权投资
2016.11	家鸿口腔	医疗器械	新三板	2000万人民币	分享投资
2016.12	我爱刷牙iver	医疗器械	A轮	未透露	IngDan硬蛋科技
2017.01	牙医管家	线上医疗平台	A轮	1亿人民币	平安创新投资基金、辰德资本、厚生投资
2017.01	乐莎莎	医疗连锁机构	天使轮	700万人民币	未披露
2017.02	EZ美学	第三方服务商	天使轮	数百万人民币	中科创星
2017.03	正雅齿科	医疗器械	B轮	5000万人民币	邦信资产、辰德资本、元生创投
2017.04	美奥口腔	医疗连锁机构	A轮	未披露	天亿实业
2017.04	天使口腔	医疗连锁机构	天使轮	未披露	苏州太合汇投资管理有限公司
2017.05	奥凯伟迪	医疗器械	天使轮	未披露	博大高新投资、众乐投资
2017.06	频泰光电	医疗器械	A轮	1000万人民币	朗玛峰创投
2017.08	瑞尔齿科	医疗连锁机构	D轮	9000万美元	启明创投、高瓴资本、Goldman Sachs alumni
2017.08	劲松口腔	医疗连锁机构	战略投资	2亿人民币	泰康资产

7.特征六：政策扶持力度加大，引产业资本聚焦

接上表：2012-2018年口腔医疗行业融资情况（部分）

时间	名称	细分赛道	融资轮次	融资金额	投资方
2017.09	正雅齿科	医疗器械	B轮	5000万人民币	辰德资本、元生创投、东资基金
2017.10	友睦口腔	医疗连锁机构	B轮	6500万人民币	经纬中国、景旭创投
2017.12	佳美口腔	医疗连锁机构	C轮	未披露	北京昌科金投资有限公司、信达风
2017.12	益锐齿科	医疗器械	A轮	未披露	司壳医疗器械
2018.01	该美生物	第三方服务商	天使轮	1000万人民币	国科嘉和
2018.01	摩尔齿科	医疗连锁机构	A轮	亿元及以上人民币	松柏资本、国鑫投资、高瓴资本
2018.02	博恩登特	第三方服务商	D轮	4000万人民币	启明创投
2018.02	牙医库	线上医疗平台	种子轮	未披露	契阔资本
2018.03	恒伦医疗	医疗连锁机构	天使轮	未披露	山证基金
2018.04	瑞通生物	医疗器械	C轮	未披露	阳和资本
2018.05	高峰医疗	医疗器械	A轮	未披露	七酷网络、无锡金投、国家航空产业基金
2018.05	拜博口腔	医疗连锁机构	并购	20.62亿人民币	泰康人寿
2018.06	欢乐口腔	医疗连锁机构	B轮	4.5亿人民币	君联资本、泽屹投资、信合资本、清科创投、中信证券
2018.07	极橙齿科	医疗连锁机构	A+轮	未披露	道彤投资、清新资本、IDG资本
2018.09	马泷齿科	医疗连锁机构	D轮	2.3亿人民币	歌斐资产、绿地金融、源新资本
2018.09	领健信息	第三方服务商	B+轮	数千万人民币	美团点评
2018.09	小白兔口腔	医疗连锁机构	战略投资	未透露	弘晖资本
2018.10	SmileDirect Club	医疗连锁机构	A轮	3.8亿美元	Clayton、Dubilier&Rice、Kleiner Perkins、Spark Capital
2018.11	正方形口腔	医疗连锁机构	Pre-A轮	数千万人民币	创新工厂
2018.12	三爱口腔医疗	医疗连锁机构	天使轮	500万	安徽联合邦达商务咨询
2018.12	美维口腔	第三方服务商	A轮	3亿人民币	达晨创投

资料来源：青桐资本，动脉网，IT橘子数据库，太平洋证券研究院。注：SmileDirect为在美国融资的美国公司。

- **2015年起资本涌入口腔服务市场，18年投资热度更甚：**2015年之前仅有两个项目获得融资，2015年后融资数量逐年增加，2018年国内获得融资的项目有16家，创历史新高。目前，资方投资热度不减，2018年，泰康人寿出资20.6亿元投资拜博医疗51.56%股权，更是刷新了近几年国内口腔医疗领域投融资纪录，预计未来，产业资本投资将会加速，以促进口腔医疗行业的进一步整合与渗透，行业集中度将不断提升。

8.口腔、体检、眼科行业对比

	口腔	体检	眼科
行业规模 (2018, 亿)	1000	1550	1050
增速 (%)	~15%	~15%	~15%
客单价增速 (%)	5%	10%	5~10%
就诊人次增速 (%)	10%	~5%	5~10%
公立: 民营	45%: 55%	80%: 20%	80%: 20%
集中度 (2018年)	很低, 通策占口腔行业1.3%、民营口腔的2.4%	低, 美年占体检行业的5.5%, 民营体检的27%	低, 爱尔占眼科行业的7.5%, 占民营眼科的37.5%
特性区别	复制难度: 三者之中眼科、体检标准化程度高, 复制性强; 口腔受医生、地域性限制, 可复制性次之; 医生对设备依赖性: 眼科、体检医生对设备 (尤其高端设备) 依赖程度较高, 口腔则更多依靠医生技术 (劳动); 客户结构: 眼科、口腔以C端客户为主, 体检B端为主, 因此爱尔、通策的应收款/总资产比例低于美年; 规模效应: 三者龙头规模效应都很明显。		

资料来源: 太平洋证券研究院整理

口腔医疗行业空间分析

——正畸、种植、儿科、综合

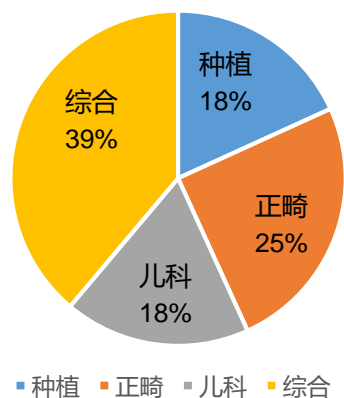
1. 正畸和种植是重要收入来源，儿童口腔业务提升明显

- 口腔医疗行业主要可分为种植、正畸、儿科、综合四个板块。根据几个样本口腔连锁的收入构成，各科室规模从大到小基本为：综合（细分较多）、正畸、种植、儿科。**其中正畸和种植是口腔医疗行业的重要收入来源，儿童口腔业务具备极大的发展潜力，三者合计超过口腔医疗收入的50%**。以通策医疗为例：2017年及2018年正畸和种植的收入总和分别占主营业务收入的43%及45%。2018年，通策医疗儿科收入快速增长，较2017年增长了37%，已成为通策医疗医疗业务重要增长点之一。
- 除了种植与正畸外，口腔医疗还包括义齿修复、树脂充填、根管治疗、冷光美白等服务，这些服务都有特定的需求对象与潜在的市场规模。由于就诊率和患病率的高度不匹配，口腔医疗市场成长空间巨大。

表：通策医疗医院业务构成（万元）

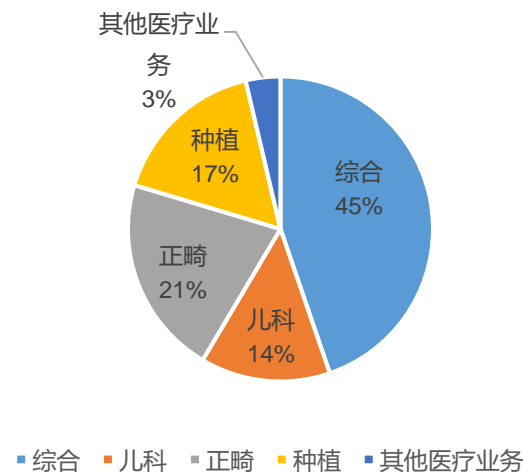
	2017年	2018年
种植	16,613	23,208
正畸	22,810	31,118
儿科	16,391	22,455
综合	35,467	44,147
合计	91,281	120,928

图：2018年通策医疗分科室收入医疗业务占比



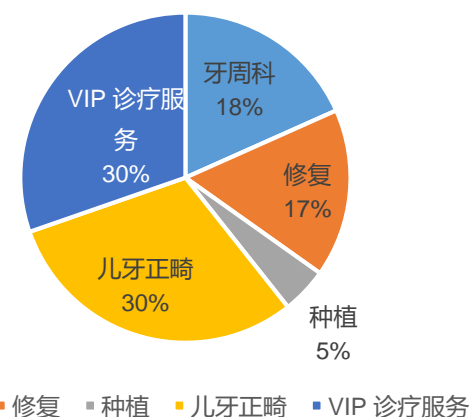
资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图：2017年小白兔口腔分科室收入医疗业务占比



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图：2017年可恩口腔分科室收入医疗业务占比

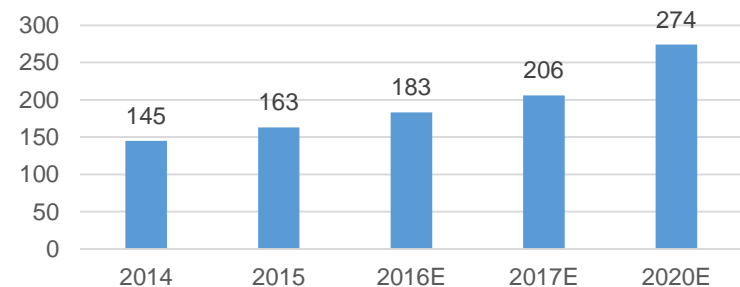


资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

2. 正畸：成年（爱美之心）正畸带动市场快速增长

- 根据汉瑞详(HenrySchein)统计数据，2014及2015年中国正畸病例量分别为145万例和163万例，增长幅度为12.41%，隐形正畸病例量分别为3.5万例和5.8万例，增长幅度为12%、66%。按照12.41%的正畸病例量增速和66%的隐形正畸增速推算，预计2017年接受正畸矫齿的人数约达到206万例左右，其中隐形正畸16万左右，占比约为7.77%。
- 按照人均客单价11340元（根据草根调研得到数据：普通矫正均价为9621.5元，隐形矫正均价为31750元，则人均客单价为 $31750 \times 7.77\% + 9621 \times (1 - 7.77\%) = 11340$ 元）来算，2017年正畸市场规模已达234亿元。预计到2020年，以10%的病例量增速及5%的客单价增速为计算基础，我国正畸市场规模将达到360亿，近三年复合增速为15.5%。

图：正畸市场病例量（万人）



表：2020年不同病例量增速与客单价水平下正畸市场规模测算（亿元）

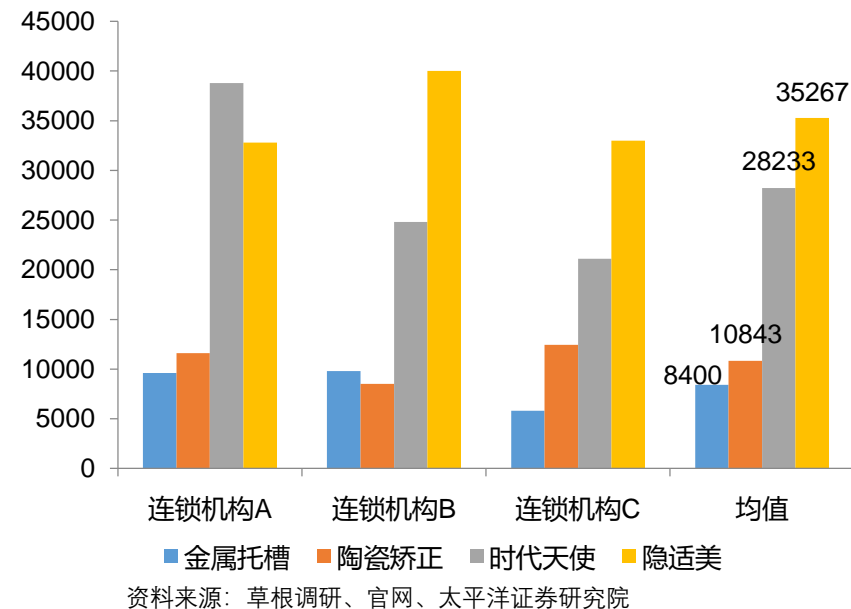
客单价增速 → 病例量增速 ↓	4%	5%	6%
8%	331	341	350
10%	350	360	370
12%	369	380	391

注：上表数据由下式推导而成（基年为2017年）：
设市场规模为W，基年病例量为Q，基年客单价为P，客单价增速为 π ，病例量增速为 Δ ，则：

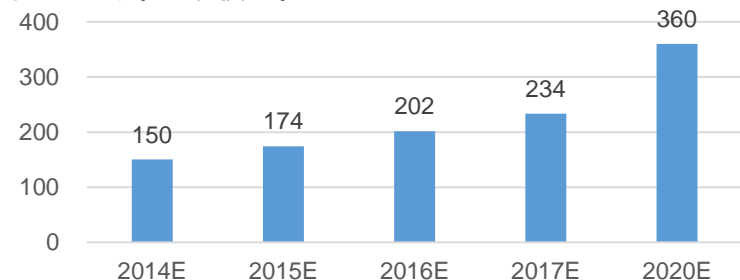
$$W = P \times (1 + \pi)^n \times Q \times (1 + \Delta)^n \quad (\text{其中 } n=3)$$

资料来源：太平洋证券研究院整理

图：口腔医疗市场托槽价格（部分）（元）



图：正畸市场规模（亿元）

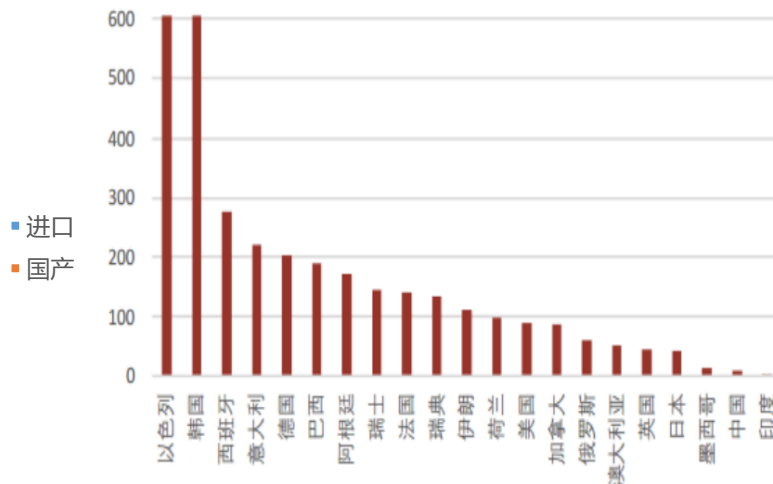
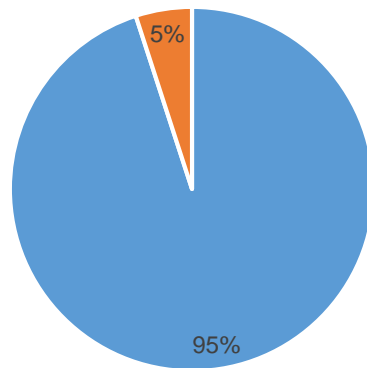
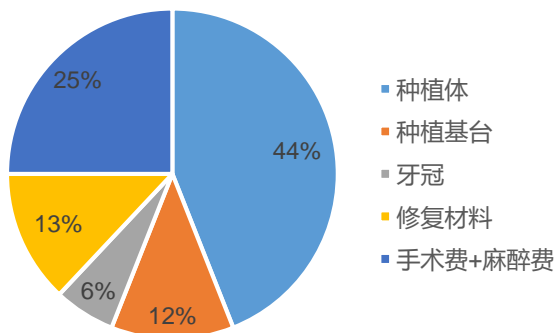
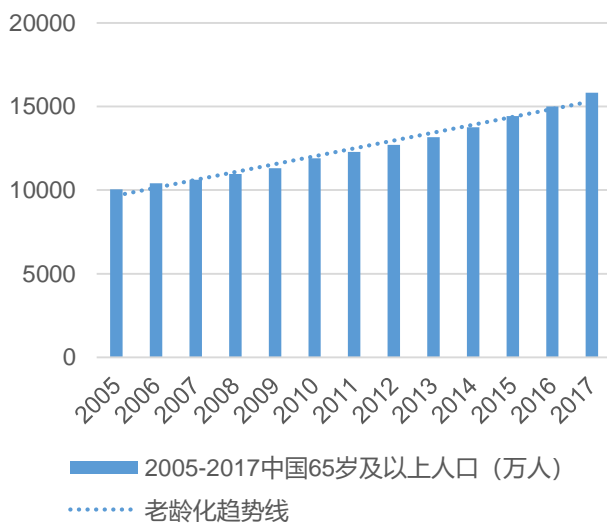


资料来源：正畸市场消费蓝皮书、太平洋证券研究院

3.种植：老龄化到来，存量万亿潜在市场

- 中国种植牙渗透率极低，种植牙市场潜力巨大。中国是世界上老龄化较为严重的国家之一，根据2017年的统计数据显示，中国65岁以上人口已超过1.58亿人。且随着老龄化的不断加剧，预计到2018年，中国65岁以上人口将达到1.64亿人（05-17年复合增长率计算）。中国的老龄化趋势使得种植牙市场具备极大的发展潜力，参考草根调研的数据，**每颗种植牙费用约1万元，假设50%缺牙率，潜在存量市场规模已达万亿。**
- 种植体费用占主要部分，多为进口导致价格居高不下。种植费用主要可以分为：种植体、种植基台、牙冠、修复材料、手术费和麻醉费几个方面，其中种植体费用占主要部分，约为44%。在我国，临床使用的95%以上的种植体为进口产品，包括：以色列MISI，美国DENTSPLY，韩国Osstem、DIO等。国产产品不足5%。国内种植价格一般至少为5000-6000元/颗。
- 国内种植牙渗透率远低于欧美其他国家。欧洲国家、巴西、阿根廷等，都有100颗/万人的渗透率，美国接近这一数据。发达国家里渗透率较低的是日本，大概46颗/万人。而中国目前仅7颗/万人左右，远远低于其他国家。原因可能是：（1）中国植牙医生数量仍然太少；（2）对牙齿健康的意识还在逐渐提升的过程中；（3）与不同国家报销政策有关，如韩国从2014年开始，植牙对于部分高端人群也逐渐纳入到报销里。我国未将植牙纳入医保。

图：中国老龄化日趋严重，65岁以上人口近1.6亿 图：种植费用拆分，种植体占主要部分 图：国内临床使用的种植体中，国产产品仅占5% 图：每万人植牙量的国际对比



资料来源：国家统计局数据、太平洋证券研究院

资料来源：产业信息网、太平洋证券研究院

资料来源：中欧医疗、太平洋证券研究院

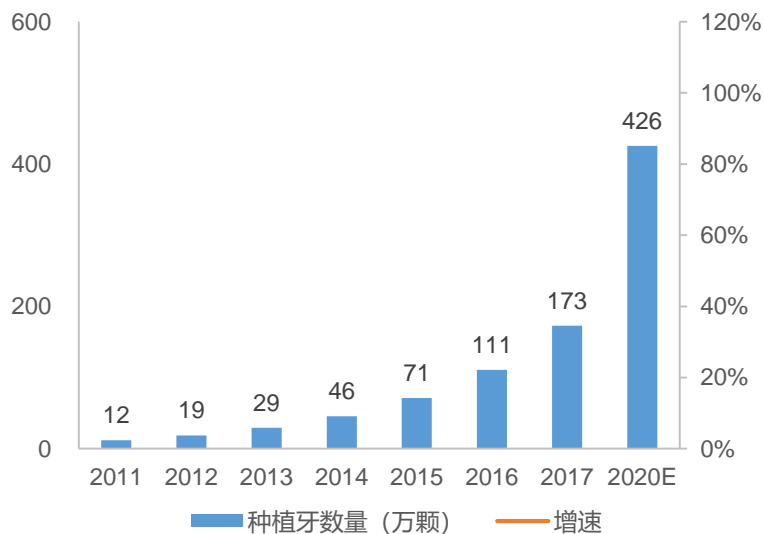
资料来源：产业信息网、太平洋证券研究院

3.种植：老龄化到来，存量万亿潜在市场

- 由于老龄化到来、有种植牙经验的合格牙医数量增加以及学术推广力度的提高，我国种植牙市场正处于快速发展期。2011年时我国年种植牙颗数仅为12万颗左右，2013年增长至30万颗左右，2017年173万颗左右，2011~2017年复合增长率达到56%，是全球增长最快的种植牙市场之一。据此，假设2017-2020年种植牙数量增速保持35%，那么预计到2020年，我国种植牙数量将达到426万颗。根据1万元/颗的种植客单价及2%的客单价增速来算，到2020年市场规模将达到452亿，年复合增速37.7%。
- 注：设2020年市场规模为T，则：

$$T=173 \times (1+35\%)^3 \times 1 \times (1+2\%)^3$$

图：中国种植牙数量（万颗）预测



表：2020年不同种植牙增速与客单价水平下正畸市场规模测算（亿元）

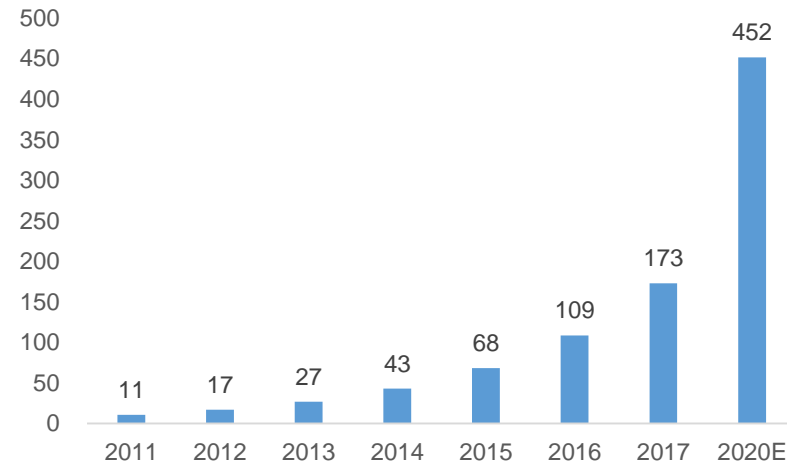
客单价增速 → 种植牙增速 ↓	1%	2%	3%
30%	391	403	415
35%	438	452	465
40%	489	504	519

注：上表数据由下式推导而成（基年为2017年）：
设市场规模为W，基年种植牙数量为Q，基年种植客单价为P，客单价增速为π，种植牙数量增速为Δ，则：

$$W=P \times (1+\pi)^n \times Q \times (1+\Delta)^n \quad (\text{其中} n=3)$$

资料来源：太平洋证券研究院整理

图：中国种植牙市场规模预测/亿元



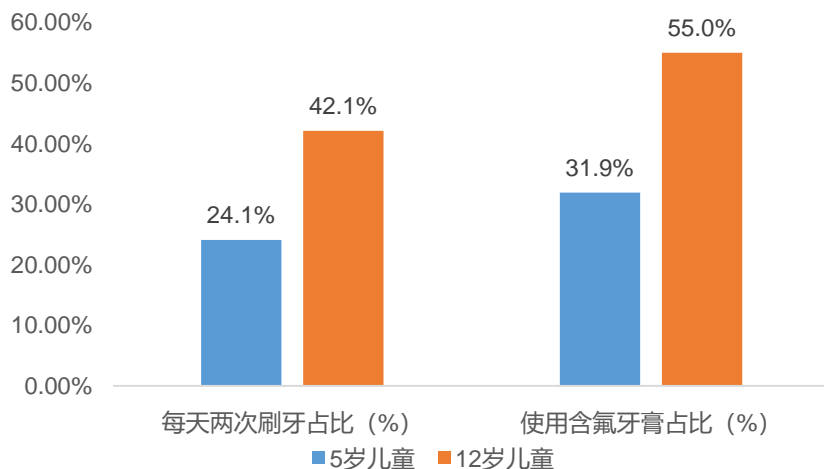
资料来源：产业信息网、太平洋证券研究院

资料来源：产业信息网、太平洋证券研究院

4.儿童口腔：家长口腔保健意识提升，防治结合成为当下主流

- **家长口腔保健意识提升，儿童口腔治疗率显著提高。**根据《第四次全国口腔健康流行病学调查报告》显示儿童口腔疾病治愈率有了显著提升，其中12岁儿童龋齿治疗率相较10年前上升了6个百分点至16.5%。据前瞻产业研究调查，49%的家长表示会定期带孩子去进行口腔检查，51%的家长表示如果出现口腔问题会带孩子去进行口腔检查。
- **口腔疾病多样性为儿童口腔市场带来极大理论空间：**儿童口腔除了龋齿外，儿童口腔还存在着许多复杂多变的问题，诸如：牙髓病及根周疾病、口腔粘膜疾病、牙齿外伤、牙齿发育异常等。这些问题导致近几年来儿童口腔门诊量大幅度上升，截止到2017年，我国儿童口腔门诊数达到1亿人次（目前我国0-14岁儿童数量约2.3亿），占儿科门诊总量的16.67%。
- **假设2017年市场结构与通策医疗类似，将总市场规模880亿×通策儿科占比18%=2017年儿口市场规模158亿（估计值），因此估算出人均客单价158元。假设就诊人数6%增长，10%的客单价增速（儿童客单价低，空间大），2020年，我国儿童口腔门诊规模将达到250亿元，3年CAGR16.6%。**

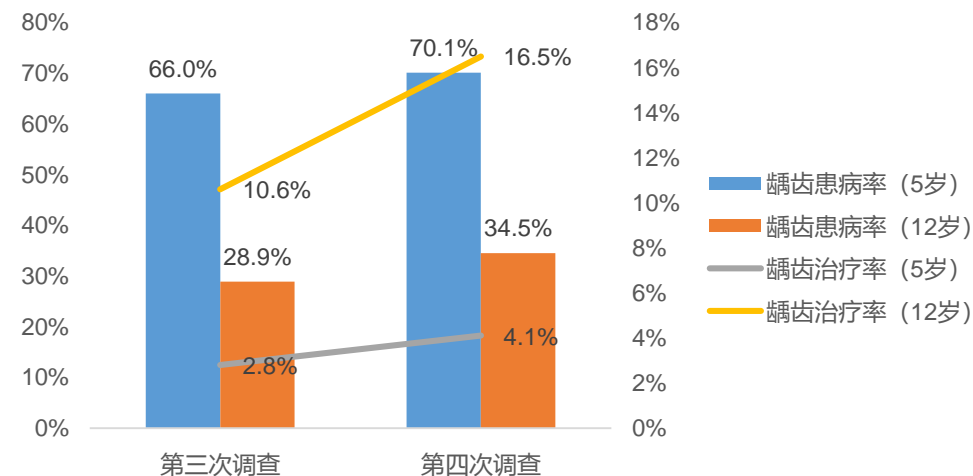
图：儿童刷牙情况



表：2017年儿童口腔医疗情况

	2017年
0-14岁儿童数量	2.3亿人
儿童门诊人数	6亿人次
儿童医师数量	12万
平均千儿童医师数量	0.6个
儿科医师缺口	20万
儿科医师日诊疗人次	16人

图：儿童龋齿患病率及治疗率



资料来源：《第四次全国口腔健康流行病学调查报告》，太平洋证券研究院

资料来源：前瞻产业研究院、太平洋证券研究院

资料来源：《第四次全国口腔健康流行病学调查报告》，太平洋证券研究院

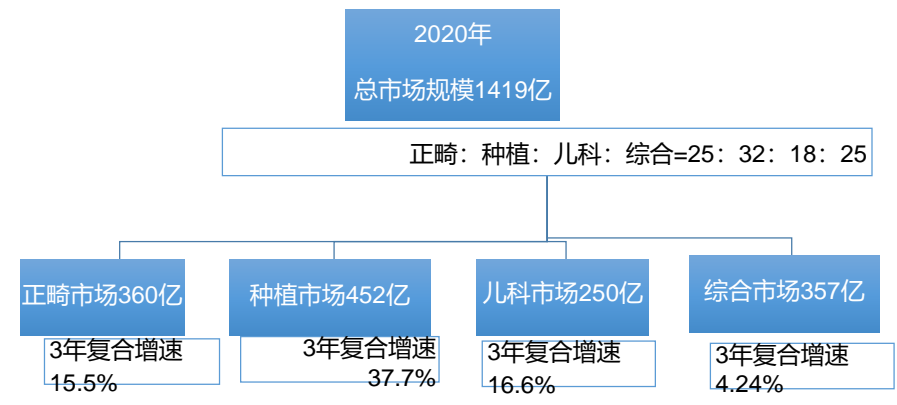
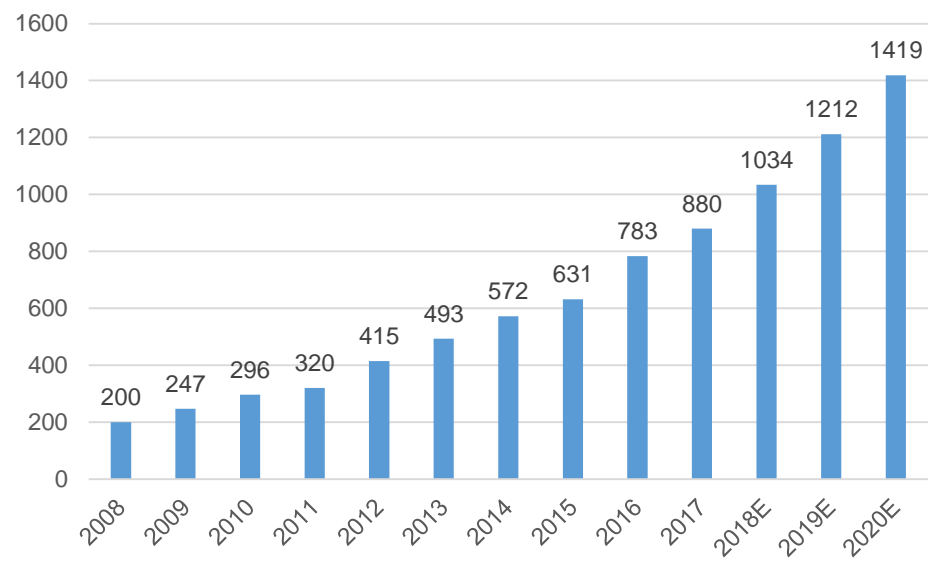
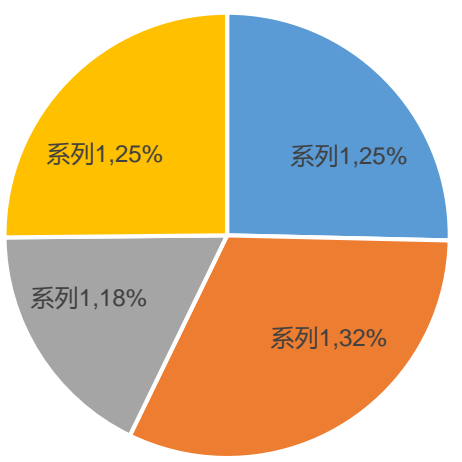
5.口腔市场规模预测：2020年1419亿，2017~2020年CAGR17%

➤ 我们算出2020年种植+正畸+儿科的市场规模将达到1419亿，用2017年市场规模880亿倒推出综合市场（包含其他）规模为315亿，若按照历史4.24%的复合增速来看，2020年综合市场规模为356.79亿，因此我们得出2020年口腔市场总规模大约为1419亿，2017-2020年CAGR17.3%。其中正畸占比25%，种植占比32%，儿科占比18%，综合市场占比25%。

图：2020年我国口腔医疗市场分科室占比预测

图：我国口腔医疗市场规模预测（亿元）

图：我国口腔医疗市场规模预测拆解



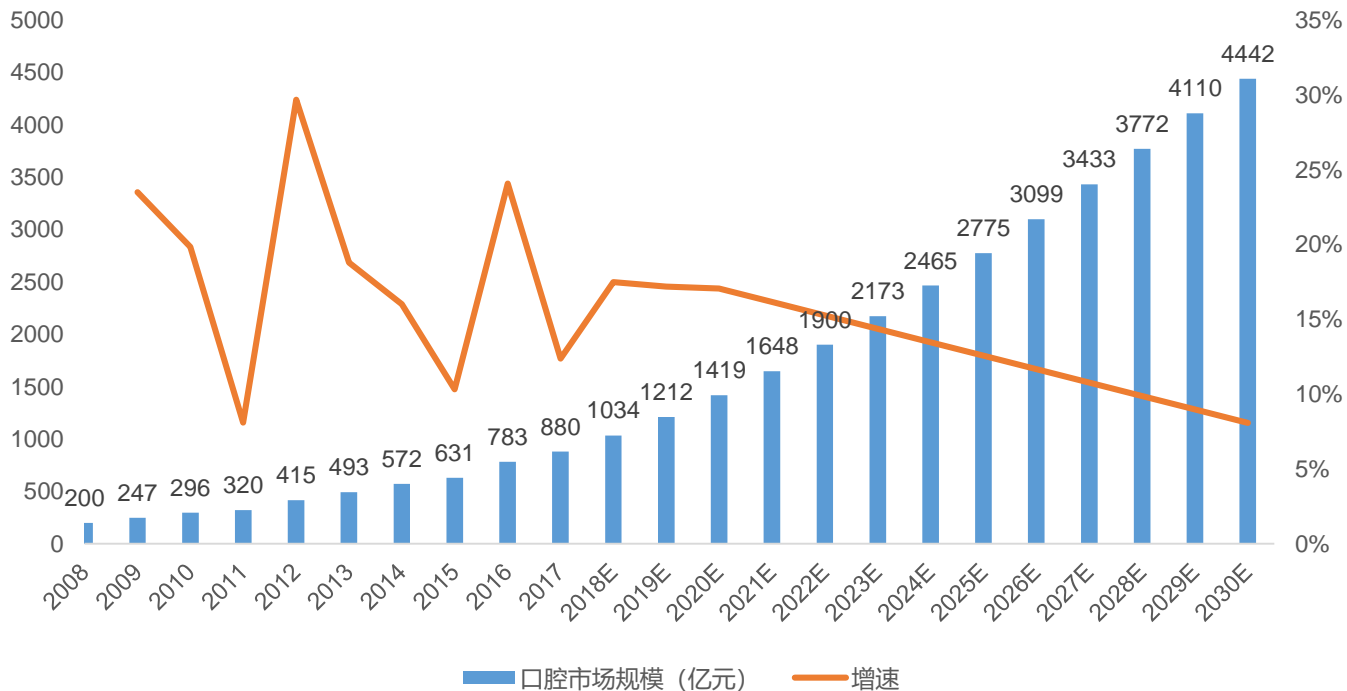
资料来源：太平洋证券研究院整理

资料来源：太平洋证券研究院整理

资料来源：太平洋证券研究院整理。3年复合增速指17-20年。

5.口腔市场规模预测：2030年4500亿，2018-2030年CAGR 13%

图：我国口腔市场规模预测



资料来源：太平洋证券研究院整理

➤ 2018年我国口腔医疗行业规模约1000亿元，过去十年翻了5倍，GAGR 18%，就诊量超3亿。由于口腔疾病患病率持续增高，口腔行业的就诊量每年10%增长，客单价5%增长，总体预计行业将维持15%较快增长，2020年行业规模将达到1419亿元，其中正畸占比25%，种植占比32%，儿科占比18%，综合市场占比25%。预计2030年口腔医疗服务将达到4500亿元，2018-2030年CAGR 13%。

国外口腔医疗模式借鉴

——DSO、医生集团、Bupa模式

1.美国口腔医疗服务组织（DSO）模式

1) 背景：联合执业诊所为主

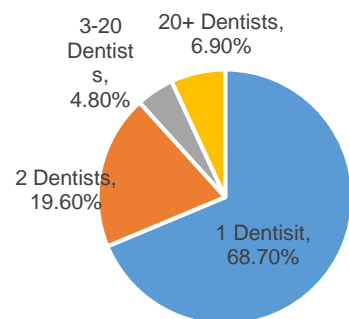
- **美国口腔服务市场集中度偏低：**根据IBIS报告显示，2015年在美国口腔诊所中，仅有1名牙医的诊所数量达到诊所总数的68.7%，是拥有3名及以上牙医的诊所数量的5.87倍。这一点与中国十分相似。
- **联合执业诊所兴起，推动集中度提升：**由于开设诊所高昂的前期投入成本与获客成本，导致医生单独开设诊所的难度加大，促使各式各样的联合执业诊所崛起，包括口腔医生联合执业、DSO、保险机构联合执业、政府机关联合执业等。2016年，美国口腔诊所总数量为194,402所，隶属DSO的诊所数量为16,213所，占比8.3%，独自运营的私人小型诊所54,294所，占比27.9%；联合运营的非DSO的小型私人诊所123,895所，占比63.7%，存量市场尚存在较大的整合空间。根据ADA官网数据显示，2002-2015年间，美国超过500名员工的大型口腔诊所数量迅速增加，2015年达到4,619家，CAGR超过12%。
- **DSO模式是联合执业诊所崛起的典型代表，“赋能”诊所解决多项痛点：**DSO（Dental Service Organizations，口腔医疗服务组织）是为口腔医生与诊所提供非临床业务支持服务的运营管理公司的统称，多以口腔医生与私募股权投资人共同拥有的公司制或有限合伙制的形式运营，DSO更多的是给诊所“赋能”，为诊所提供所需的管理、运营、财务、法律、培训等非临床业务的支持；使得医生们能将更多精力放在医疗技术的提升和对患者的治疗上。

图：联合执业诊所分类

联合执业诊所分类	描述
由口腔医生拥有并运营的连锁机构	口腔医生掌握诊所的所有权，在同一地点或不同地点进行运营，互相扶植。在法律结构上可能是合伙制或者公司制。
DSO	DSO系为口腔医生与诊所提供业务支持的运营管理公司。通过与诊所签订合同，提供商业与行政所需支持，并从中获利。但美国多数州法律均有规定，DSO不可干预体系内医疗机构的临床诊疗。
保险供应商运营的联合执业诊所	为注册会员提供保险服务的同时直接提供口腔服务（PBO）。例如口腔健康管理组织和扣钱关怀护理组织
非盈利目的的联合执业诊所	通常是非政府组织或慈善组织，为无经济能力的患者提供口腔诊疗服务。医生与诊所间通常也是雇佣的关系
政府机关联合执业诊所	由政府机构经营，医生是政府雇员或与政府签订劳务合同，按照政府机构的规定运作。例如，退伍军人事务部或美国军方诊所
混合制联合执业诊所	以上述一种或多种特征混合执业的联合诊所。

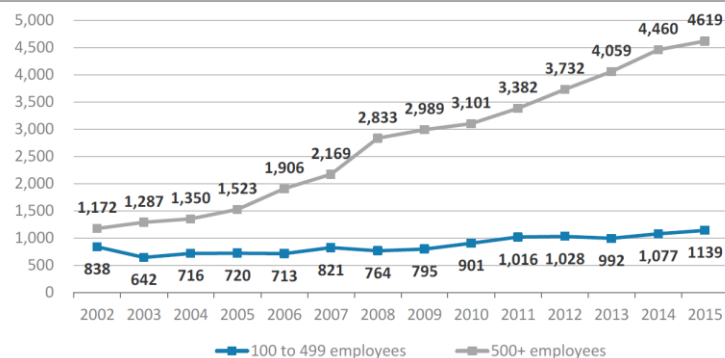
资料来源：ADA官网，DSO报告，创璟资本，太平洋证券研究院

图：2015年美国口腔诊所牙医数量统计



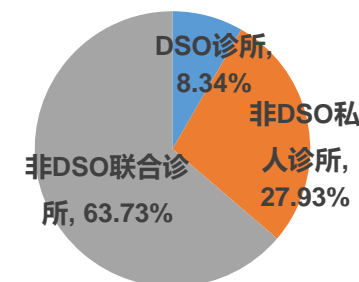
资料来源：IBIS报告，太平洋证券研究院

图：2002-2015年美国口腔诊所数量变化统计



资料来源：ADA，摩根士丹利，太平洋证券研究院

图：2016年美国口腔诊所数量结构



资料来源：HPI，太平洋证券研究院

1.美国口腔医疗服务组织（DSO）模式

2) DSO的利润分配模式及优势分析

优势：助力口腔机构连锁化扩张，提升集中度

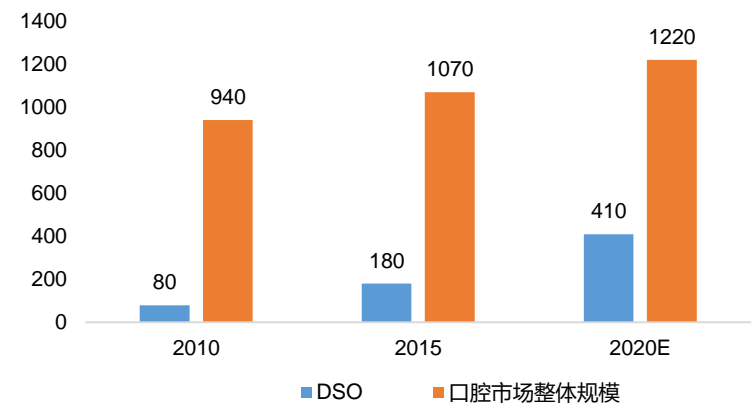
- DSO可供调控的口腔医师多，业务安排灵活，可以最大化运营收入；
- DSO相比于传统小型口腔诊所具有规模优势，容易控制成本、降低单位获客成本、提高保险报销率；
- DSO可利用自身优势提供患者全面而广泛的口腔服务；
- **市场空间较大：**根据HPI统计，2016年美国口腔诊所总数为194,402所，其中DSO诊所有16,213所，占比8.34%，较2015年占比提高了近1%；同时，2010-2015年间，DSO市场规模提升1.25倍，CAGR达到17.6%，而口腔市场整体份额CAGR仅2.6%，假设CAGR保持不变，至2020年DSO诊所将达到美国口腔市场规模的34%。

表：美国排名前10的DSO组织

企业名称	成立时间（年）	诊所数量
Heartland	1996	800
Aspen Dental	1998	675
Pacific Dental Services	1994	600
Smile Brands	1998	350
Great Expressions Dental Partners	1982	300
American Dental Partners	1995	285
Dental Care Alliance	1991	265
Western Dental&Orthodontics	1915	245
Affordable Dentures & Implants	1975	230
InterDent	1988	200

资料来源：动脉网，太平洋证券研究院

图：DSO与美国口腔市场规模（亿美元）



1.美国口腔医疗服务组织（DSO）模式

3) DSO运营模式举例及利润分配模式分析

1.Heartland Dental：（仅存在合约关系的DSO）

- Heartland Dental创立于1997年，是全美规模最大的DSO，旗下有超过10,000名成员，提供非临床业务支持的服务对象涵盖了全美35个州、超过800家诊所、1,300位口腔医生。
- Heartland Dental与口腔诊所签订服务合约，但不提供临床诊疗服务，也不收购口腔诊所。这些口腔诊所仍保留自己的品牌，双方仅存在合约关系。

2.Aspen Dental：（享有诊所控制权的DSO）

- Aspen Dental创立于1997年，是全美规模第二大的DSO，起初仅对坐落在美国东北部的10家诊所提供服务，后通过“自建新诊所为主、收购整合为辅”的方式持续扩张，目前为分布于全美38个洲的675家诊所提供非临床运营服务。与Heartland Dental不同的是，这些诊所均以Aspen Dental的品牌运营。
- 为规避法律风险，ADMI（为Aspen Dental旗下诊所提供非临床运营服务）与口腔医生签订合约，通过获取诊所固定资产归属权、把控诊所上下游价值链等形式，取得Aspen Dental旗下诊所的实际控制权，而名义上加入集团的口腔医生仍作为诊所所有者。

DSO诊所的利润分配模式：

- **模式一：**DSO收集所有收入，再向口腔医生支付基本工资+基于业务量与利润的提成。
- **模式二：**口腔医生收集所有收入，口腔医生按事先约定向DSO支付服务费用，通常为固定费用或基于收入固定百分比的浮动费用。

表：DSO常见的运营模式

模式	描述	特点
无合约关系的DSO（内部自行管理的DSO）	通过联合DSO组织内的口腔诊所等医疗机构的拥有者，共同制定运营管理条例、提供运营管理服务、组建运营管理团队而设立	口腔诊所与DSO间不存在合约关系；口腔医生作为诊所的所有者，同时也是DSO的股东；组织指导方针通过董事会制定，由共同组建的运营管理团队执行
仅存在合约关系的DSO（仅提供运营管理服务的DSO）	口腔诊所与DSO通过签订合同建立合约关系；管理人员由DSO派出，管理严格按照合约进行	双方仅存在合约关系，诊所的所有权仍归口腔医生所有
享有诊所控制权的DSO（私募股权参与的DSO）	私募股权通过现金和股权等形式收购口腔诊所，与其签订合同，获取控制权并进行管理	DSO享有口腔诊所的控制权；口腔诊所可以利用换股等方式成为DSO的股东

资料来源：ADA, 太平洋证券研究院

1.美国口腔医疗服务组织（DSO）模式

4) DSO同样适合在国内落地——以美维口腔为例

➤ DSO模式有助于中国口腔连锁发展，主要有三个原因：

- **通过给诊所赋能实现连锁化规模：**目前我国口腔诊所中，连锁门诊数量仅占5%左右，集中度提升空间大；如若通过自建门店扩张，投入过高且盈利周期长。因此，如果通过DSO模式赋能诊所进行发展，能够有效的实现连锁化扩张。目前，美维通过类似DSO的“事业合伙人”模式，选择性的并购优势连锁品牌，为合作伙伴在医疗、资本、人才、管理等进行全方位赋能。近两年，美维已布局12个口腔连锁品牌，目前拥有超过130家口腔医院和门诊。

- **设立统一的管理体系：**在国内，口腔医疗行业在供应链管理、诊疗流程、数据采集等方面尚未实现标准化。针对未来口腔医疗行业连锁化方向的发展趋势，解决管理上数据分散问题、建立信息化管理系统迫在眉睫。在美国，DSO模式下可以制定统一的管理体系，促使旗下诊所管理标准化。目前，美维借鉴DSO模式并自主研发的SaaS云平台，促使诊疗流程和服务品质标准化，同时帮助口腔诊所对自身运营进行高效管理。

- **形成产业链完整生态圈：**在DSO模式下，口腔支持组织为诊所提供非临床运营服务，同时把控诊所上下游价值链。美维未来有意向在金融、保险、医疗、大数据等多领域寻找新的战略合作伙伴，同时深度整合产业链的上下游，创建一个商业可持续生态体系。（资料来源：亿欧）

图：美维全国品牌布局



资料来源：亿欧网，太平洋证券研究院

2. 医生集团模式

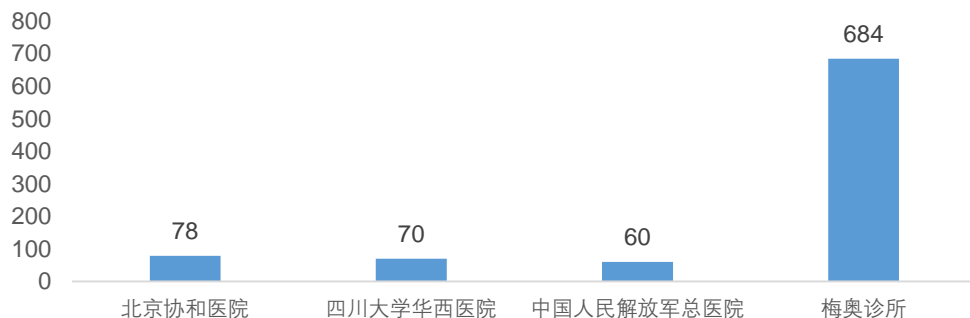
1) 医生集团模式发源地——梅奥诊所

- 梅奥诊所成立于1863年，是一家致力于临床实践、教育和研究的非营利组织，也被广泛认为是美国最伟大的医院之一，在美国2018和2019年度《世界最佳医院》排行榜中名列第1位，在27年间保持了接近顶峰的地位。梅奥诊所拥有超过4500名医生和科学家，58400名行政和相关卫生人员，其中全职研究人员超过3000人，每年研究支出超6亿6000万美元。
- **创始者超时代的合作管理理念（Group practice）铸就了梅奥诊所的成果：**在二十世纪初，私人小诊所是普遍的行医方式，但梅奥诊所创始人意识到：一个医生的知识再多，也不可能有几个医生专家在一起的知识多。因此，在梅奥诊所的第一家医院——拥有27张病床的圣玛利亚医院于1889年建立之后，梅奥医生就找到其他医生加盟并共同管理医院，设立咨询门诊（Consultation clinic）。由于各个科室的医生都在一起工作，病人无需再辗转医院。医生集团模式由此诞生。
- **医生集团模式在美国已形成完整的体系，亦有相关法律作为支持。**美国《斯塔克法》(Stark Law) 作为联邦政府颁布的法律，对医生集团（团体执业）的定义、性质、运营、服务内容进行了详细规定，为医生集团的发展奠定法律基础。

表：梅奥诊所大事记

1892	第一位合伙人加入了梅奥诊所。之后，更多的医生被邀请加入，这种团队合作方式导致不同领域的分工专家一起工作，医疗团队逐渐形成。
1915	医生们从世界各地赶来观察和学习，形成了世界上第一个正式的医师研究生培训项目——梅奥医学研究生院
1986	随着梅奥诊所杰克逊维尔诊所的开业，梅奥首次扩展到明尼苏达州以外的地区。
1992	梅奥开始形成地区性的诊所和医院网络。爱荷华州(Iowa)的Decorah Medical Associates是梅奥医疗保健中心(Mayo Clinic Health System)获得的第一个现有业务。
2002	梅奥诊所成为第一个联邦政府批准的多中心综合癌症中心。
2010	明尼苏达伙伴关系启动了“发现十年” (“Decade of Discovery”)，到2020年“最佳治疗并最终治愈”1型和2型糖尿病。
2013	梅奥诊所(Mayo Clinic)的再生医学专家开始“首次人体研究”，使用病人自己的细胞来治愈受损的心脏。
2013	梅奥诊所的领导说服明尼苏达州立法机构批准公共资金支持目的地医疗中心计划。梅奥诊所(Mayo Clinic)、私人诊所(private Clinic)、城市诊所(city)、县诊所(county)和州立医院(state department)预计将在未来20年内向罗切斯特投资60亿美元。

图：国内医院与梅奥诊所2015年收入对比(亿人民币)



资料来源：健康界（按1美元=6.64人民币）、太平洋证券研究院

资料来源：维基百科，POSTBULLETIN官网档案库，梅奥诊所官网，太平洋证券研究院

2. 医生集团模式

2) 医生集团适合中国口腔连锁机构发展

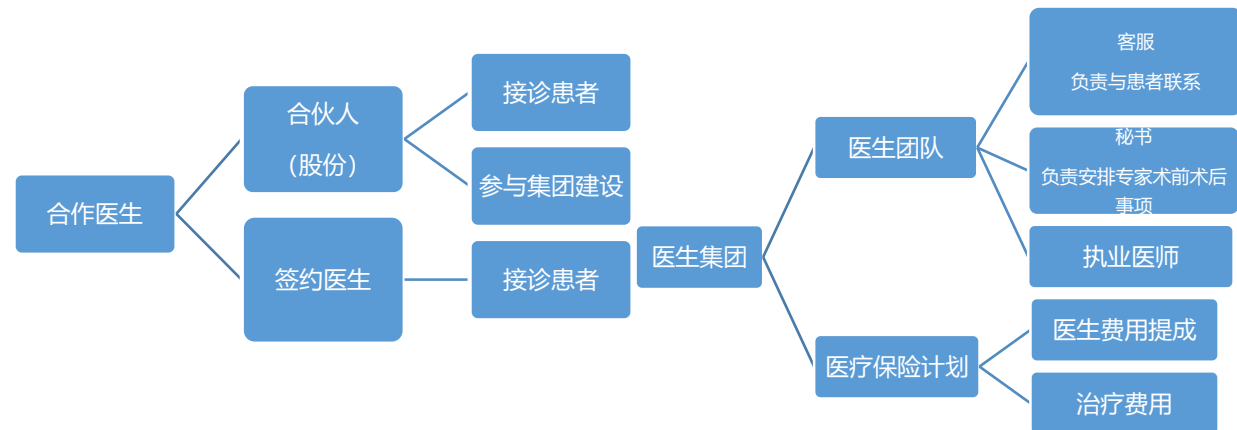
- 目前，医生集团模式被国内一些口腔连锁机构应用，主要有三大优势：
 - **留住优秀医生团队，降低机构获客成本。** 医生集团模式有助于将不同领域的优秀医生结合在一起，形成实力强大的医生团队；医生集团的出现使得个人口碑可以通过集团口碑进行传递，而良好的口碑又可以为整个集团带来更大的业务量，一方面提升医生的收入水平，另一方面客户粘性增长，获客成本降低。
 - **医生集团将医生与医院的利益绑定在一起，医生执业更稳定。** 医生集团本身为轻资产结构，本身并没有什么固定资产，主要进行技术输出以获得诊疗费分成。医生集团模式所带来的最大的好处就是提高了医生的分成比例，使得医生集团与医院的利益一致，这无疑会提升医生的工作效率与工作热情；此外，对于医院来说，大部分的病症普通医师就可以进行诊疗，只有一些疑难杂症才需要专家进行诊断。医生集团模式使得医疗机构并不需要为专家支付固定薪酬，这样可以在降低成本的同时优化机构内医生团队结构，为医疗机构带来效益的提高。
 - **医生集团为患者带来极大的便利性。** 传统的医疗模式下患者想看名医要到固定的医院就诊，而医生集团的出现使得患者可以就近就诊，医生集团的高流动性为区域内患者就诊提供了便利。
- 目前中国医生集团主要分为**体制内医生集团**、**体制外医生集团**和**混合型医生集团**三种模式，他们各存在一定的优缺点。未来，随着医生集团模式的逐步发展、法律政策的逐步完善，“中国式”医生集团将更加完善。

表：中国医生集团模式及优缺点

模式	体制内医生集团	体制外医生集团	混合型医生集团
优点	<ul style="list-style-type: none"> • 医生不脱离体制，多点执业 • 医生集团充当医生经纪人，为签约医生提供对口的多点执业的地点与业务 	<ul style="list-style-type: none"> • 医生脱离体制，多点执业 • 医生集团通过签约合作医疗结构为医生提供执业地点 	<ul style="list-style-type: none"> • 不要求医生身份，体制内医生可以在医院做临床、搞科研、升职称的同时，利用医生平台；体制外医生也可以用平台资源
缺点	<ul style="list-style-type: none"> • 受第一执业单位的影响，多点执业无法充分发挥医生的个人能力 • 无法有效管理自己的时间，工作效率低下 • 有可能面临医疗纠纷等风险 	<ul style="list-style-type: none"> • 门槛高 • 医生普遍不具备个人品牌 • 应急响应机制不健全，面临许多潜在风险 • 无法与医保相连，支付存在问题 	<ul style="list-style-type: none"> • 门槛较低，医生素质参差不齐 • 以线上为主，暂未涉足线下实体店

资料来源：太平洋证券研究院整理

图：体制内医生集团模式



资料来源：大家医联、太平洋证券研究院

图：体制外医生集团模式

资料来源：张强医生集团、太平洋证券研究院

2. 医生集团模式

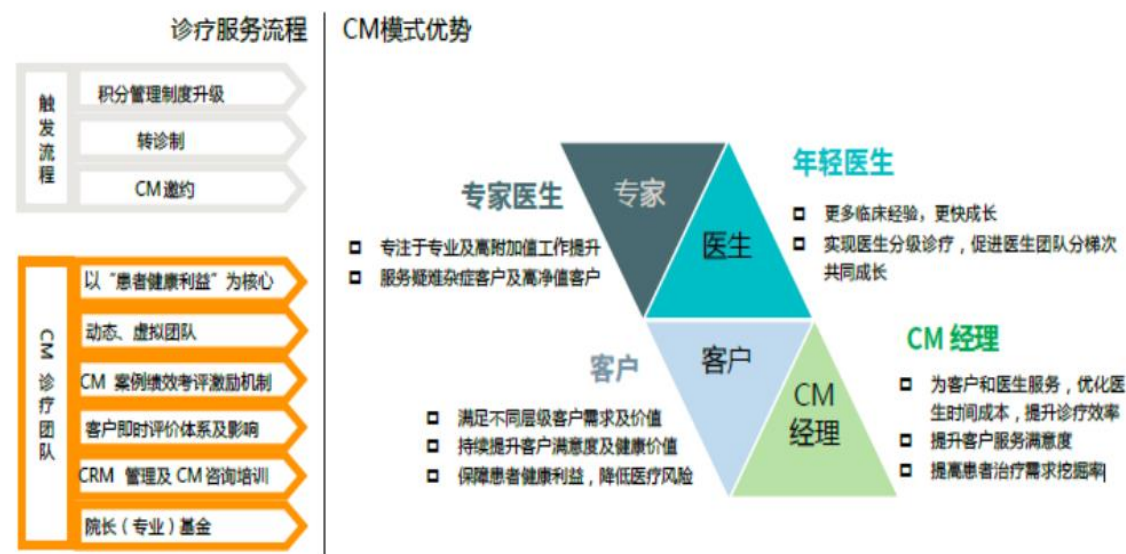
3) 中国实践案例—通策医疗CM团队接诊模式

- **CM是常规医疗团队的升级：**CM团队接诊模式对标美国梅奥诊所，全面围绕客户需求开展工作，使服务可以被客户感知，当客户达到一定条件（比如客户累计积分达标）时升级为CM团队提供服务，让医生专注做专业及高附加值的工作。
- 梅奥模式得到践行与推广：1) 医生实行首诊负责制，并根据客户的需求，组成动态团队，共同解决客户问题，并将好的医疗资源集中于对客户的诊断，专家在团队接诊模式中主要做诊断、诊疗方案设计并参与部分关键的治疗环节；2) 公司在杭口城西分院进一步践行梅奥模式，并在体系内其他医院总结推广，单张牙椅产出和整体营收显著提高。

➤ CM诊疗模式的着眼点

- 1、团队组合不同的医生，各尽所长，创造价值
- 2、团队内多学科合作，提高医生的天花板，专家可以诊疗更多病人
- 3、不需要转诊，各科专家一起解决患者问题，客户的体验更优
- 4、梅奥模式学习丰田管理，后道检视前道，实行团队模式，医疗质量控制和医生素养均会有所提升
- 5、团队模式对年轻医生的培养优于普通的带教模式

图：通策医疗CM团队诊疗服务流程与优势



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

3. Bupa模式（保险+牙科）

- **发展历程：**Bupa成立于1947年，是一个由17个英国互助协会联合起来为公众提供卫生保健服务而形成的没有股东的互助机构。机构业务早期仅包括为个人与组织提供保险服务，后期在 market 需求的推动下，机构产业链进一步延伸，目前机构业务涵盖了提供商业医疗保险、医疗服务、体检业务等。
- **通过收购向保险+牙科模式延伸：**Bupa在医疗服务行业的发展在一定程度上依赖于其收购其它医疗机构并将其成功融入集团。1989年，Bupa收购西班牙最大的医疗保健机构 Sanitas，通过旗下的 Sanitas Dental 在西班牙利用184个牙科中心和第三方网络提供牙科保险服务；2014年，收购 Barbican Dental Care，进入英国牙科市场；2017年，收购 Oasis Dental Care 与 Avsan Holdings 后，Bupa拥有460个诊所和超过200万的患者，成为英国牙科护理头部提供商。
- **优势：**
 - **价值链串联增加数据样本，为客户量身定做保险方案：**Bupa通过提供健康体检、医疗诊断服务、医疗保险业务，将价值链串联，从而通过数据共享，利用体检得到的数据为客户量身设计保险方案。
 - **客户资源分享：**Bupa通过价值链串联，通过健康体检业务直接为医疗诊断业务提供客户资源；同时早期提供医疗保险服务的积累的客户资源，也能在引导下成为其他业务的消费者。

表：Bupa集团通过收购打造保险+牙科的模式

收购时间（年）	收购对象	区域	诊所数量
1989	Sanitas	西班牙	133
2014	Barbican Dental Care	英国	60
2017	Oasis Healthcare Limited	英国	380
2017	Avsan Holdings	英国	16

资料来源：动脉网，太平洋证券研究院

图：Bupa全球医疗计划系列一览表

卓越住院医疗计划	智选医疗计划	优越医疗计划	精英医疗计划	尊享医疗计划
年度最高保障总额 12,600,000人民币 或 2,000,000美元	年度最高保障总额 9,450,000人民币 或 1,500,000美元	年度最高保障总额 15,750,000人民币 或 2,500,000美元	年度最高保障总额 63,000,000人民币 或 10,000,000美元	不设年度限额
全球保障（不包括美国）	亚太地区保障	全球保障（不包括美国）	全球保障	此尊贵医疗计划包含多项尊享服务，为您与您的家人提供全面的保障。我们以辅助治疗、视力矫正手术与癌症基因筛查全面呵护您的健康，并提供完善的产科保障方案(等候期12个月)，更可免费为2名未满16岁的子女提供保障（需通过核保）
主要特点	主要特点	主要特点	主要特点	
<ul style="list-style-type: none"> • 私家病房 • 住院服务及治疗 • 住院前及住院后检查 • 医疗运送 • 癌症及其它重症治疗 • 遗传、先天性及慢性疾病 • 器官移植 	<ul style="list-style-type: none"> • 私家病房或半私家病房 • 住院及门诊服务 • 医疗运送 • 癌症及其它重症治疗 • 心理及精神科治疗 • 遗传、先天性及慢性疾病 • 器官移植 <p>健康保障</p> <ul style="list-style-type: none"> • 健康体检 	<ul style="list-style-type: none"> • 私家病房 • 住院及门诊服务 • 医疗运送 • 癌症及其它重症治疗 • 心理及精神科治疗 • 遗传、先天性及慢性疾病 • 器官移植 • 物理治疗师、骨科医生及兽医 • 针灸 • 自然疗法及中药健康保障 <p>健康保障</p> <ul style="list-style-type: none"> • 口腔科眼科检查/治疗 • 接种疫苗 	<ul style="list-style-type: none"> • 私家病房 • 住院及门诊服务 • 医疗运送 • 癌症及其它重症治疗 • 心理及精神科治疗 • 遗传、先天性及慢性疾病 • 器官移植 • 物理治疗师、骨科医生及兽医 • 产科保障 • 针灸及反射疗法 • 自然疗法及中药 • 免费包括1名10岁以下子女（需经核保） <p>健康保障</p> <ul style="list-style-type: none"> • 健康体检 • 口腔科眼科检查/治疗 • 全球保障 	

资料来源：Bupa中国官网，太平洋证券研究院

独具特色的口腔连锁

——通策医疗、拜博口腔、瑞尔齿科

1.口腔连锁机构对比

- **口腔连锁整体呈现数量多，市占率低，辐射范围窄的特点。**下表列出了部分规模及品牌相对较大的口腔连锁。其中主板上市公司仅有**通策医疗**一家，公司在跨区域扩张上做的最好，借助地方医院及大学品牌，有效破除口腔连锁异地扩张难的问题，盈利能力行业领先；**拜博口腔**是目前门店数最多的口腔连锁；**瑞尔齿科**在经营和发展模式上颇有特色；另新三板上市公司包括**华美牙科**、**可恩口腔**、**小白兔口腔**等。

表：国内主要口腔连锁简况（部分）

	品牌	门店数	成立时间	核心区域	经营场所	收购/自建	客户定位	备注	2016年收入 (万人民币)	2016年净利润 (万人民币)	主要投资机构
	拜博口腔	200	1993	北上广	商圈	自建为主	中高端	上海45家、北京20家、重庆24家、广州20家	126,000	-75,000	联想控股（第一大股东）
	瑞尔齿科	55	1998	北上广	商圈	早期自建为主，目前以收购为主	中高端	北京19家、上海14家、深圳7家、杭州4家，不含瑞泰口腔旗下55家门诊部和医院	70,000	5,000	高盛、高瓴、启明、德福、新天地等
	佳美口腔	29	1993	北上广	商圈	自建为主	中高端	北京24家、大连2家、上海、内蒙古、哈尔滨各1家	18,300	3,522	无机构，海纳亚洲等已经退出
	马泷齿科	20	2012	上海	商圈	自建为主	中高端	上海4家、北京2家、深圳2家、其他成都杭州等省会城市都有	20,000	2,000	GGV、弘晖
A股	通策医疗	26	1995	浙江	居民区+商圈	旗舰-分院模式，自建	中等	浙江省内15家，杭州、宁波为主，口腔医院+诊所模式，主要靠杭州和宁波两家医院	87,876	13,616	二级市场
	科瓦齿科	7	2004	上海	商圈	自建为主	高端	上海2家、北京2家、杭州2家、成都1家	13,000	2,000	无机构
新三板	友睦口腔	12	2009	广东（深圳为主，广州和东莞为辅）	商圈	自建为主	高端、儿童	深圳10家、广州、东莞各1家	5,200	-718	经纬中国、景旭
新三板	大众口腔	27	2007	湖北	居民区	自建为主	中等	集中在武汉和襄阳	8,118	1,028	无机构
新三板	华美牙科	22	2011	四川	居民区	自建为主	中等	主要在成都	6,835	-506	无机构
新三板	可恩口腔	20	2011	山东	商圈	自建为主	中高端	济南6家，上海北京也有布局	11,320	-174	二级市场
新三板	拜瑞口腔	9	2008	珠海	居民区	自建为主	中等	广东地区，深圳、南屏、珠海、台山、肇庆等	3,813	257	无机构
新三板	小白兔口腔	16	2011	陕西	居民区+商圈	自建为主	中等	西安、咸阳、宝鸡、安康、渭南、商洛和乌鲁木齐等	8,190	961	无机构

资料来源：公司公告，公司官网，太平洋证券研究院

1.口腔连锁机构对比

表：国内主流口腔机构财务数据比较

	通策医疗	拜博口腔	同步齿科	拜瑞口腔 (退)	华美牙科	大众口腔 (退)	可恩口腔	友睦口腔 (退)
财务数据：								
总资产 (万元)	179,453.23		10,205.57	5,427.20	5,904.33	5,817.81	46,752.74	5,117.19
总收入 (万元)	117,972.78	143,400.00	13,491.31	4,860.42	9,402.91	8,117.97	14,562.91	5,199.63
牙科医疗服务收入 (万元)	114,857.19		13,484.14	829.17	8,567.92	8,075.72	14,562.91	5,105.83
单店平均医疗服务收入 (万元)	3,828.57		561.84	75.38	342.72	278.47	1,120.22	425.49
医疗服务收入占比 (%)	97.36%		99.94%	17.06%	91.12%	99.48%	100.00%	98.20%
牙科医疗服务收入毛利率 (%)	41.39%		51.06%	17.55%	40.30%	53.25%	38.42%	35.02%
营业利润率 (%)	23.81%		13.42%	-0.22%	-12.73%	16.90%	-25.13%	-13.45%
销售费用率 (%)	0.99%		17.26%	18.11%	31.01%	20.56%	17.27%	16.07%
管理费用率 (%)	15.73%		18.57%	24.10%	27.67%	15.17%	36.93%	31.03%
净利率 (%)	19.22%	-0.55 %	9.80%	0.19%	-13.98%	12.66%	-25.11%	-13.81%
净利润 (万元)	22,668.75	-79,300.00	1,321.73	9.46	-1,314.82	1,027.58	-3,656.40	-717.92
现金流 (万元)	34,655.40		3,315.56	-94.02	-206.33	443.47	-1,437.53	-443.73

资料来源：公司公告，公司官网，太平洋证券研究院

注：为便于比较，均参考的是2017年年报数据，大众口腔和友睦口腔为2016年数据。（退）含义为已退市。

1.口腔连锁机构对比

	通策医疗	拜博口腔	同步齿科	拜瑞口腔 (退)	华美牙科	大众口腔 (退)	可恩口腔	友睦口腔 (退)
基本数据:								
成立日期	1995.8.30	1993	2006.12.21	2008.6.26	2011.1.6	2007.7.10	2011.11.23	2009.1.22
客户群体	低中高端群体全覆盖	低中高端群体全覆盖	3岁幼儿-80岁老人, 主要面对中高档消费群体	主要为海外牙科实验室	口腔疾病患者, 目标客户主要为广大中产阶级家庭及部分精英群体, 医疗服务定位为中高端专业服务	中产阶级及高端消费市场	把控中端市场、引领高端市场	中高端消费市场
门店/门诊数量	30	212	24	11	25	29	13	12
门店/门诊分布	浙江、江苏、云南、上海、湖南、湖北、河北	中东部全部省份, 覆盖全国 40 余个省会和一线城市	深圳市、珠海市、东莞市	广东省台山市、深圳市	四川省成都市及周边、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、上海市	广东省深圳市、东莞市、广州市
门店/门诊平均面积 (平米)	4,375	1,315.59				488.18	2000	
门店/门诊平均坪效 (万元/平米)	1.12	0.51				0.57	0.56	
医疗团队	医护团队2114人, 且与国内外一流大学达成产学研深度合作, 为公司提供人才储备	分为学术委员会、专家委员会、创新带教团队、专家工作室和飞行专家。共计1191人	474 名员工, 其中医疗技术人员占比超过 56%, 包含 172 名具备从业资质的医护人员。与西安交通大学达成战略合作, 提供人才储备。	公司拥有 5 年以上工龄的大工 28 人, 2-4 年以上工龄的中工 27 人, 入门级别工龄 1-2 年的小工 20 人, 师傅 7 人。与华南理工大学共建了口腔生物医学材料联合实验室, 申请和取得了 1 项发明专利和 10 项实用新型专利。	顾问团队、正畸团队、种植团队、修复团队共计近50名专家	资深专家11人, 专家26人, 执业医师33人	特邀专家3人, 口腔种植专家14人、牙体牙髓5人、牙齿正畸5人、牙齿修复5人、儿童齿科11人、牙周科6人、综合科17人	专家共计64人, 其中不乏执业经验二十年的国内专家级别的主任医师。他们中许多人拥有国内外知名院校口腔学科的博士和硕士, 包括北京大学口腔医学院博士、丹麦奥尔胡斯大学皇家牙科科学院博士、东京齿科大学博士、加州大学洛杉矶分校硕士等。
年客户接待量 (万人次)	157.78		8.3+			20		

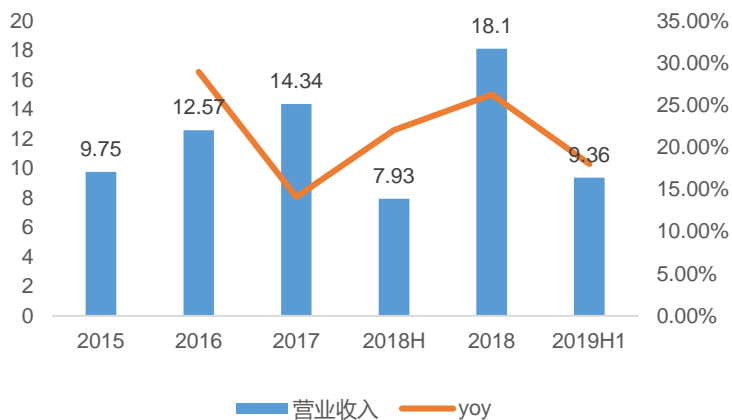
资料来源: 公司公告, 公司官网, 太平洋证券研究院

注: 为便于比较, 均参考的是2017年年报数据, 大众口腔和友睦口腔为2016年数据。(退) 含义为已退市。

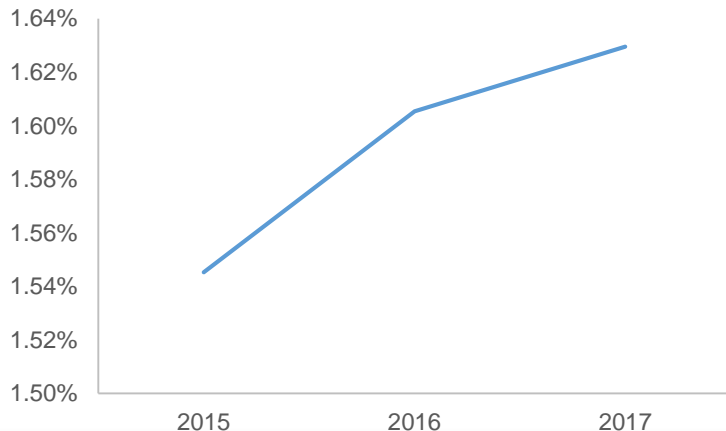
2. 拜博口腔：联想控股战略投资、泰康人寿接力助力协同发展

- 拜博口腔医疗集团由黎昌仁先生于1993年在深圳创建。2014年7月，联想控股战略投资拜博口腔，并成为其控股股东。自此，拜博开启了它的快速扩张之路。
- **引进泰康人寿，助力协同发展：**2018年1月，为支持拜博口腔的发展需要，优化资本结构，包括联想控股在内的拜博口腔的现有股东，与泰康人寿达成协议，战略性引入泰康人寿为控股股东，通过增资进一步促进拜博口腔的发展，**18年底更名为泰康拜博口腔**。泰康人寿的入驻，有助于发挥保险和医疗的协同效应，一方面二者结合有助于发展新的业务模式，另一方面泰康人寿强大的经营管理体系与信息技术资源也有助于拜博口腔为客户提供更全面的服務。
- 拜博口腔市场占比较为稳定，约占1.6%左右，其在北京、上海、广州、重庆的影响力比较大。目前，拜博在北京已有20家门店，上海45家门店，广州20家门店，重庆24家门店。
- **快速扩张暂时影响净利润：**2018年，拜博收入达到18.1亿，同比增长26%；并表门店数达到213家，其中包括52家医院和161家诊所，覆盖25个直辖市和省份，牙科专用椅数量为2747台。与之相对的，公司从2015年起连年亏损，年亏损额在7亿上下。亏损原因主要有：1) 2014年来快速扩张，销售费用投入较大，门店亏损期较集中；2) 2015年公司由“拜耳”更名为“拜博”，新品牌辨识度提升需要一定时间；3) 2017年来，随着门店数量增加放缓，原有成熟门店受同城其他品牌新开业门店和行业竞争加强的影响，增长趋于平缓。

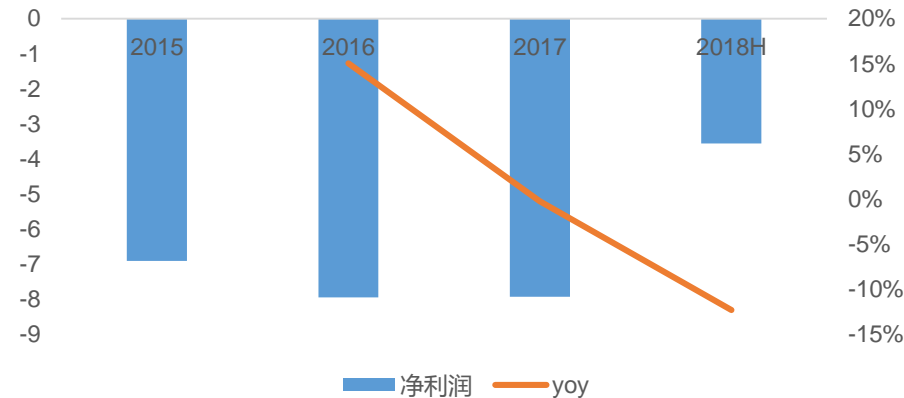
图：拜博口腔营业收入及增速(亿元，%)



图：拜博口腔市场占比(%)



图：拜博口腔净利润及增速(亿元，%)



资料来源：动脉网、联想控股、太平洋证券研究院

资料来源：动脉网、联想控股、太平洋证券研究院

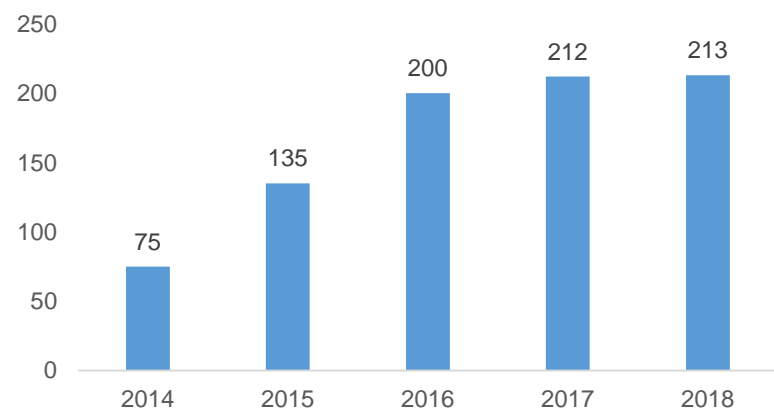
资料来源：动脉网、联想控股、太平洋证券研究院

3. 拜博口腔：联想控股战略投资、泰康人寿接力助力协同发展

减亏举措取得成效：2018年通过强化标准化建设和运营管理进一步收窄亏损，资本结构调整使财务费用得到有效控制，经营状况整体有所提升。

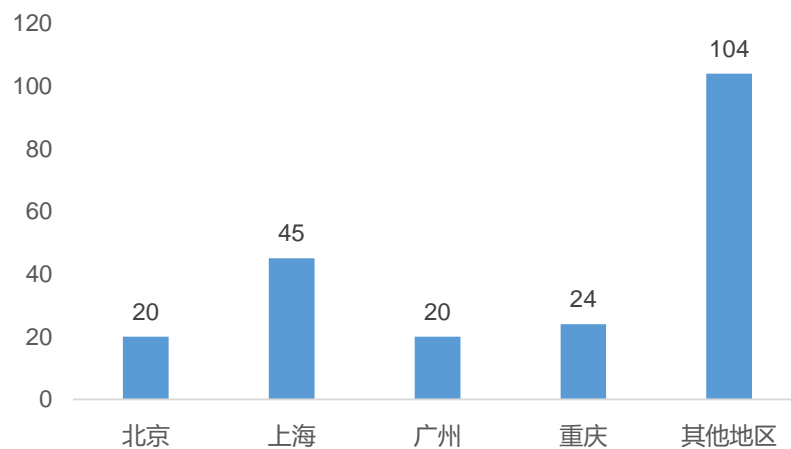
- **引进泰康人寿：**泰康人寿在客户资源支持、营销推广合作、保险支付流程、口腔健康保险产品合作等方面输入协同资源，公司客户群体得以拓宽，营销通路更为精准，品牌知名度也有所提升。
- **提升医疗质量，医疗设备与专家数量实现快速增长：**其中牙椅数量由2014年的724张到2018年上半年的2789张，医生数量由2014年的451位到2018年上半年的1350位。根据2018年上半年的数据，平均每家门店配备13张牙椅，6.34名牙医，位居行业前列。通过打造专业学科顶尖技术高地，在种植、正畸、儿牙、牙周、舒适口腔、美学修复等多领域在全国多个地区建立诊疗中心，承担高难度复杂病例诊疗任务的同时，也将极大地推动各学科医生梯队的培养和能力提高。
- **继续强调医疗本质、注重医疗品质：**细化医疗制度和管理，从基础医疗治疗和服务做起，切实做好预约、客户到店检查和治疗、回访和维护的工作，不断补充优质医疗人员的同时提高整体医护水准，强化一线医护团队的文化氛围和安全操作的工作习惯。同时进一步以医疗技术创新和推出特色医疗项目为抓手，除了17年成立的IDDC种植诊断设计中心不断在高难度口腔种植技术上攻克高地外，进一步推出牙周和儿牙特色中心。2018年成立了PIMC牙周植体养护中心，聚焦牙周高难度复杂病例的诊断与诊疗，探讨临床新技术的应用。

图：2014年开始快速扩张，2017年后趋于稳定



资料来源：联想控股年报、太平洋证券研究院

图：拜博口腔门店分地区数量



图：快速扩张同时医疗设备与医生数量亦保持快速增长

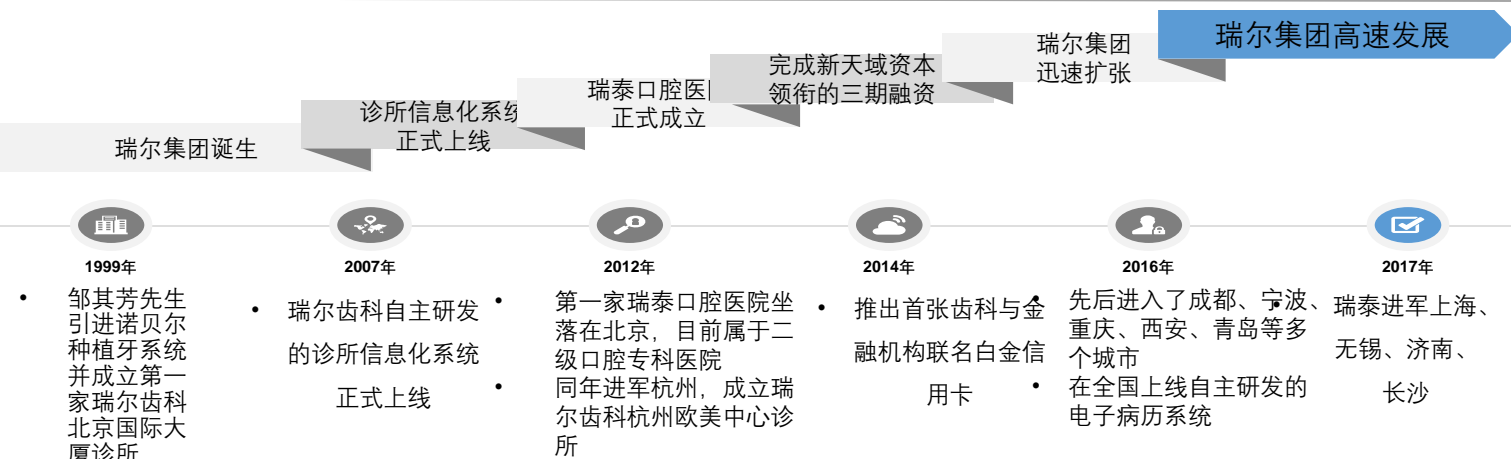
时间	门店数目	门店面积 (m ²)	牙椅数量	医生数量
2014	75	52200	724	451
2015	135	138838	1567	769
2016	200	263935	2569	1129
2017	212	278905	2816	1191
2018H1	213	290027	2789	1350

资料来源：联想控股年报、太平洋证券研究院

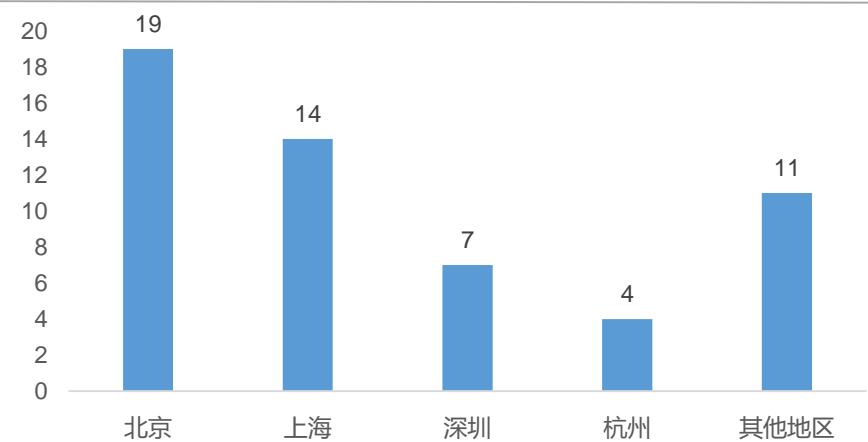
3. 瑞尔齿科：走高端路线，优势在于客户高满意度

- 瑞尔齿科成立于1999年，**公司主要定位高端消费群体**。医疗团队目前共有245位医疗专家，基本都是全职医生。其中硕士和博士占医生总数的很大比例。瑞尔齿科的很多医生毕业于英国伦敦大学皇家医学齿科学院、北京大学口腔医学院、华西医科大学口腔医学院等知名国内外高校，且大部分医生为美国齿科协会会员。
- 自建立至今，**瑞尔齿科接诊人次近200万，拥有庞大医疗病例库**，医生通过病例讨论、复杂病例报告、病例筛查、会诊制度等一系列医疗质量监控体系，确保顾客得到满意的治疗方案以及微创、舒适化、个性化的舒适治疗。同时，瑞尔与国内外40余家保险机构接轨，建立保险直付服务体系。
- 瑞尔齿科门店主要设立在北上广深等一线城市及准一线城市。瑞尔齿科的扩张步伐比较缓慢，与起步时间接近的拜博口腔相比，2017瑞尔齿科仅有诊所75家（其中瑞泰20家），遍布北京、上海、深圳、广州、天津、杭州、厦门等城市。
- **瑞尔齿科对客户就诊体验十分看重**。一方面对于门店的环境具有较高要求，另一方面具有自己独特的客户服务体系。一般来说，一个门店一天最多只接待50位客户以保证就诊质量。这就使得瑞尔齿科的客户满意度普遍较高，投诉率在行业中处于较低水平。

图：瑞尔齿科发展历程



图：瑞尔齿科门店数量（不含瑞泰）



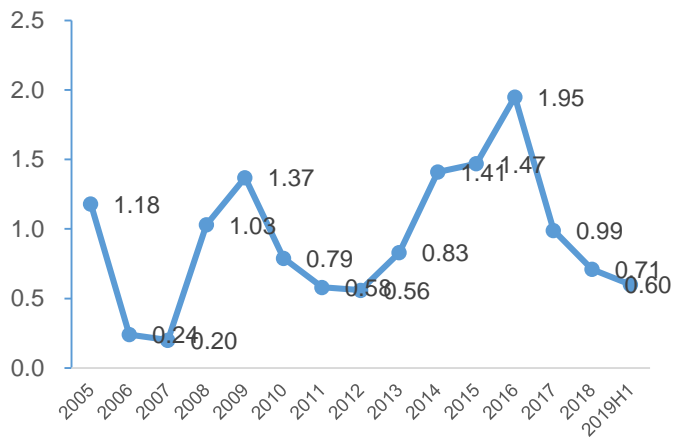
资料来源：太平洋证券研究院整理

资料来源：公司官网、太平洋证券研究院

4.1 通策医疗：“区域总院+分院”模式成熟，业绩处在快速释放期

- **(1) 进度：**十多年来，杭州口腔医院集团做了许多探索，现在有平海路、城西、宁波三家中心医院，围绕这三家医院，各自又发展两家以上分院。“区域总院+分院”的发展模式（依托“杭州口腔医院”品牌）以及区域医院集团化的复制模式将是公司今后主要的发展方向。目前“总院+分院”约20来家，不包含蒲公英分院，17年下半年开始进入收获期。
- **(2) 成效：**公司营业收入稳步增长，5年复合增长率31%以上。2018年实现营业收入15.46亿，增速达到31.05%；扣非净利润3.27亿元，同比增长53.56%。2018年区域总院实现医疗收入5.66亿，占区域集团总收入的42.50%，占比呈下降趋势；分院医院医疗收入7.66亿元，占集团总收入的57.50%。分院医疗收入的快速上升带来净利润的加速释放，总院+分院模式日趋成熟。此外，杭口具有天然的获客优势，大大降低了公司获客成本，销售费用率始终在2%以内，并在2016年之后逐年下降。

图：通策医疗销售费用率 (%)



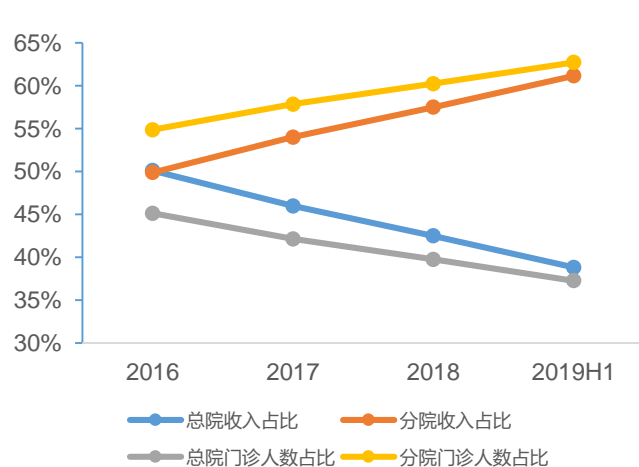
资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图：通策医疗营业收入及增速(亿元, %)



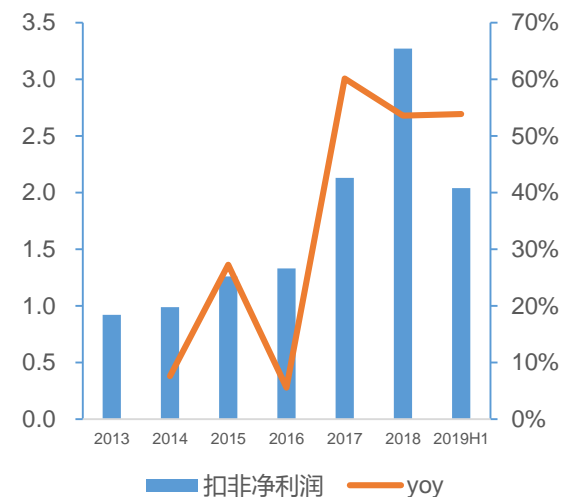
资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图：通策医疗总院、分院收入及门诊人次占比



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图：通策医疗扣非净利润及增速(亿元, %)



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

4.2 通策医疗：可复制性分析——浙江省内：18年年底实施“蒲公英计划”，目标5年100家，给予医生充分施展平台，最大程度保持团队稳定

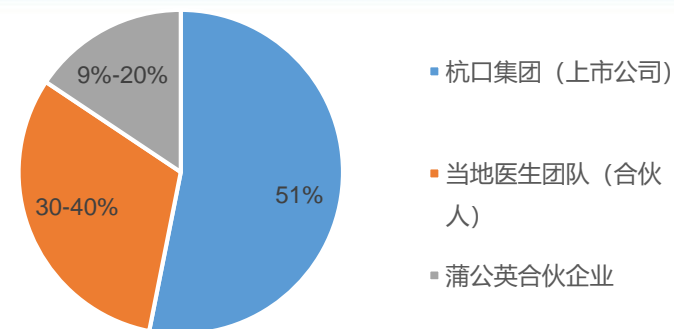
- 模式：**“蒲公英计划”是2018年12月，由公司与杭州口腔医院集团联合发起，旨在将优秀口腔医疗机构和医生“双下沉”到浙江全省县（市、区），并携手全省各地有威望的优秀口腔医生，提升当地口腔医疗水平和群众就医满意度的重要计划。公司把全面推进蒲公英计划作为杭口集团未来3-5年最重要的任务，3-5年在浙江省内建设100家分院。
- 股权结构：**上市公司51%及以上、蒲公英当地医生团队30-40%、蒲公英合伙企业（杭口医生集团）9-20%。

• 进度：

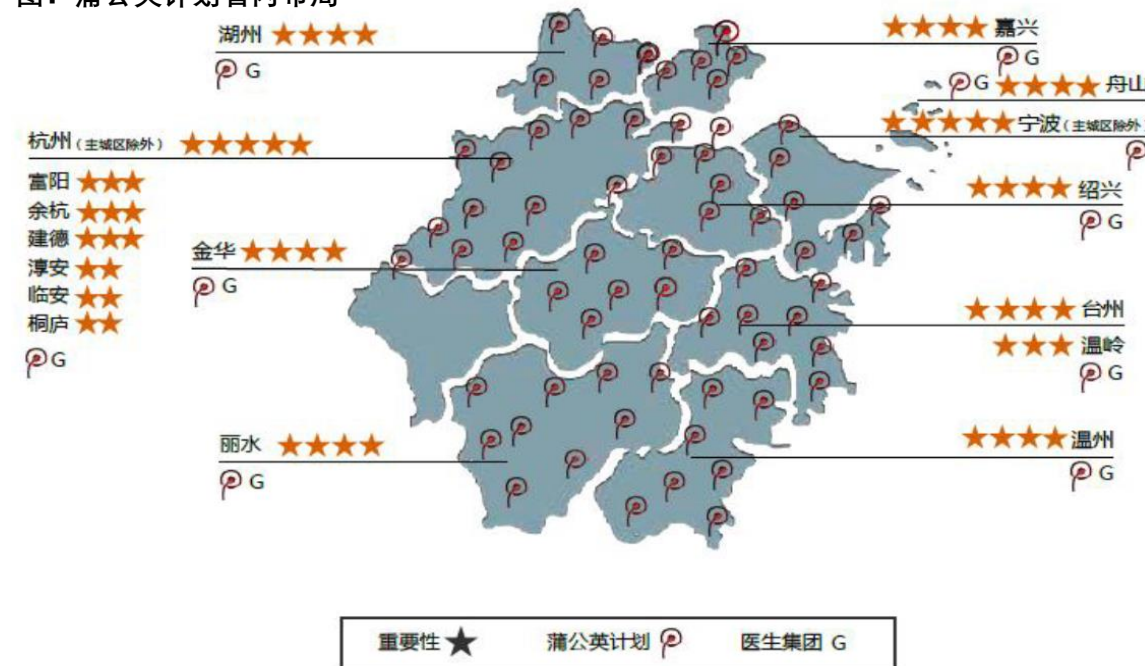
时间	进度	地点
2018年	签约10家	德清、临平、余杭镇、富阳、婺城、莲都、下沙、镇海、柯桥、奉化
2019年	公司将投入建设10家蒲公英项目，预计投资0.8亿元，并另有15家开始筹建。	-
未来3~5年	2020年提速，公司将于5年内投资建设100家左右医院。根据各地市场经济水平、医院定位、医院规模等因素，预计每家医院投资规模约1500万~2000万元。	-

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图：蒲公英计划股权比例



图：蒲公英计划省内布局



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

4.2 通策医疗：可复制性分析——浙江省内：18年年底实施“蒲公英计划”，目标5年100家，给予医生充分施展平台，最大程度保持团队稳定

优势：1、依托“杭州口腔医院”品牌，例如杭州口腔医院**分院。2、人才、技术、管理等保障。公司深耕口腔医疗领域多年，有成熟口腔医院管理经验，通过杭口集团在技术、人才、管理、财务、IT 信息系统上对分院的支持，能够帮助分院在 1-2 年内快速实现盈亏平衡，以保障医疗机构的可持续发展和医生合伙团队的利益；在人才储备上，公司通过与当地医生团队合作，保障“蒲公英计划”推进中的人才需求问题，同时杭口集团通过连续大规模社会招聘或校招硕博专业医生，为满足今后随着新开分院的发展而不断提升的人员需求提前储备人才。3、杭口品牌、医生集团、当地医生团队自带患者流量，无需大规模销售投入。

营收成长曲线：根据区县发达程度、需求程度设置不同规模的分院，重点考虑开设在30多万-100万人口的区域，每家分院规模为30至100张牙椅，个别分院最终会超过100台牙椅，我们取50张牙椅作为平均数。预计每家医院投资规模约 1500 万~2000 万元，营收成长曲线每个地方的分院会有不同，一般第二年到第三年营业收入有望实现1000万元+，1-2年左右实现盈亏平衡。计划19年开业10家（测算反映在全年报表5家），并有15家医院进入项目立项及筹备阶段。

表：蒲公英收入利润模型测算

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
新开业数量	5	15	25	25	30	0	0	0	0	0	0
累计开业	5	20	45	70	100	100	100	100	100	100	100
单院牙椅数	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50
当年新增牙椅数	250	750	1,250	1,250	1,500	0	0	0	0	0	0
收入(万)	2,500	15,000	47,500	103,750	183,750	271,250	348,750	412,500	470,000	520,000	570,000
YOY		500%	217%	118%	77%	48%	29%	18%	14%	11%	10%
净利润(万)	(1,250)	(4,125)	(5,875)	(863)	10,413	35,788	62,488	83,025	101,000	115,650	129,600
归母净利润(万)	(638)	(2,104)	(2,996)	(440)	5,310	18,252	31,869	42,343	51,510	58,982	66,096
	第1年	第2年	第3年	第4年	第5年	第6年	第7年	第8年	第9年	第10年	第11年
单牙椅产出(万)	10	30	50	65	80	90	100	110	120	130	140
净利率	-50%	-5%	12%	17%	20%	21%	22%	23%	23%	23%	23%

预计2022年减亏，
2023年累计盈利

资料来源：太平洋证券研究院整理。假设上市公司持有蒲公英医院51%的股权。模型预测已考虑新开业当年在报表上不能全年体现，新开业数量做适当调整。

4.3 通策医疗：可复制性分析——浙江省外：依托“中国科学院大学存济”品牌，基金体外培育模式，降低省外布局难度，已初显成效

➢ 体外布局关系到未来整体发展，因此公司选择有医疗资源、老百姓口腔普及教育成熟、GDP水平较高的中心城市来布局，以后也将是总院+分院模式，以此打造多个区域集团。2016年10月，公司与关联方海骏科技及海骏的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通策口腔医疗投资基金，资金规模10亿，定向投资省外6家存济口腔医学院（三级）。待体外医院达到一定成熟期后，再分批注入上市公司，未来以这些核心城市存济口腔医院作为总院，建立核心城市所在省（区域）内分院（蒲公英计划），打造多个省（区域）“总院+分院”模式。

➢ 六大存济医院进展情况：

中国科学院大学 武汉存济口腔医院	2018年11月开业，目前运营160台牙椅，规模为18000平方米，预计投资额为1亿人民币。2019年进一步完善管理和团队建设，提升医疗服务质量，加速业务增长。 预计全年盈亏平衡附近。	设置床位（牙椅）数：50张（250台） 级别及类别：三级口腔医院 地址：武汉市江汉区姑嫂树路10号，位于居民密集区（*）
中国科学院大学 重庆存济口腔医院	2019年2月开始试营业，2019年将加大医生团队建设和市场营运的力度，建立健全管理制度，确保开业成功。	设置床位（牙椅）数：50张（500台） 级别及类别：三级口腔专科医院 地址：重庆市江北区聚贤岩广场6号、7号（力帆中心3号办公楼），作为通策医疗西南区域中心总院，服务重庆市主城区，辐射管辖云、贵、川、陕等西南周边地区。
中国科学院大学 西安存济口腔医院	包括口腔、眼科和妇幼，加快进度争取尽快开业，预计实现盈亏平衡会更快速，培育期会更短	设置床位（牙椅）数：219张（共享）（221张） 级别及类别：三级口腔医院 地址：西安市新城区金花北路28号
中国科学院大学 成都存济口腔医院	加快进度争取尽快开业	地址：成都市金牛区花牌坊北街99号4栋5单元7-26楼
中国科学院大学 北京存济口腔医院	已经完成选址，在装修设计过程中	设置床位（牙椅）数：公司拟搬迁，新医院60张（500台） 级别及类别：按三级甲等口腔专科医院规划 地址：拟搬迁至北京朝阳区亚奥商圈，将成为北京重要口腔医院之一。
中国科学院大学 广州存济口腔医院	广州项目还在选址	

资料来源：公司公告，（*）来源2016年5月26日《湖北省卫生和计划生育委员会同意设置武汉存济口腔医院批复》文件，太平洋证券研究院

➢ **优势：**依托中国科学院大学存济医学院，吸引培育后备梯队，为公司扩张发展提供保障，减轻异地复制的管理和竞争压力，迅速提升获客能力。省外医院盈亏平衡周期在2年以上，通过并购基金培育可减轻公司的财务经济负担，迅速在省外站稳脚跟。

4.4 通策医疗：多渠道构建人才梯队，为持续扩张“输血”

- （1）高校输送：集团合作院校：中国科学院大学、杭州医学院、德国柏林大学夏里特医学院等国内外知名院校和医学院

1978年	中国科学院经党中央国务院批准创办了新中国第一所研究生院——中国科学院研究生院
2012年	中国科学院研究生院经教育部批准更名为中国科学院大学
2015年5月	与通策集团签约联合创办存济医学院，为医疗人才提供科研、教学、交流之大平台，在中国科学院大学 存济医学院的框架下，依托口腔基金参与建设北京、西安、重庆、南京、武汉等地存济医院项目

- 除此之外，公司还通过与各大知名院校的合作及自主创办通策牙学院、通策商学院，形成良好的人才梯队培养体系。公司秉持一方面内部培养，一方面外部联合打造口腔医学院，为公司不断输送人才。院校合作的模式将成为上市公司以后的重要发展战略，有利于充分利用在医疗资源、技术、人才、市场、品牌等方面的优势资源，实现资源共享和优势互补。

- （2）外部招聘：

外部招聘		
通过与当地医生团队合作，保障“蒲公英计划”人才需求问题	连续大规模社会招聘	校招硕博专业医生

- （3）平台吸引：“蒲公英计划”中的合伙人制既有杭口体系内的优秀医生，也有当地有威望的口腔医生。合伙人需要有知名度和行业口碑；有能力组建一批核心口腔医生团队、把控医疗技术与质量，做到当地最优，能为分院建设和运营提供资源支持。医生合伙人可调动医生积极性，对于优秀的口腔医生，尤其是对基层口腔医疗水平建设有意愿的医生，这是一个“事业升级”的良好阶梯。

4.5 通策医疗：三大举措提升单张牙椅产值

表：提升牙椅产值的具体举措

举措	具体实施	推行意义
种植牙增长计划（为期三年）	<ul style="list-style-type: none">(1) 根据市场细分制定不同价格；(2) 根据医生年资决定种植种类；(3) 由牙周医生根据客户病情作为首诊与种植医生共同确定治疗方案；(4) 实行三级医生合伙人体系。	<ul style="list-style-type: none">(1) 将浙江省的种植量提高到全国较高水平，实现杭口集团的行业优势，让年轻医生快速成长起来；(2) 种植、正畸、修复三大业务的快速增长，加速了单张牙椅产值的提升。
建设正畸等专科医院	2019 年将进一步完善杭州口腔医院集团布局，计划建设紫金港、滨江两个院区： <ul style="list-style-type: none">(1) 紫金港院区以数字化正畸和儿童口腔专科为主，并作为未来诊室实验基地；(2) 滨江院区作为杭州口腔医院集团的外科分院，打造颌面外科在浙江的领先优势，引进包括 ICU 在内的先进设备设施。	全力发展覆盖各个消费层级的牙齿种植事业，随着未来滨江种植院区、紫金港正畸院区的开设运营，将整体提高公司的客单价，从而提升单台牙椅的产出。
持续推行 CM 团队诊疗模式	<ul style="list-style-type: none">(1) CM 团队接诊模式对标美国梅奥诊所，全面围绕客户需求开展工作；(2) 专家在团队接诊模式中主要做诊断、诊疗方案设计并参与部分关键的治疗环节。	公司在杭口城西分院进一步践行梅奥模式，并在体系内其他医院总结推广，单张牙椅产出和整体营收显著提高。

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

 **个股建议：推荐通策医疗，省内支撑千亿市值，省外打开天花板**

5.1 通策医疗“现有总院+分院”盈利预测

总院	分院	股权比例	收购/开业时间	牙椅数 (台)				单张牙椅产值					单牙椅产出增速			
				2018	2019E	2020E	2021E	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
杭州口腔		100%	平海总院2006年/湖滨新开	400	400	400	400	122	144	161	180	202	17.8%	12.0%	12.0%	12.0%
	城西分院	100%	2007年	200	200	230	260	115	149	191	210	231	30.1%	28.0%	10.0%	10.0%
	海宁分院	60%	2015年	45	45	45	45	43	57	76	96	122	33.7%	33.0%	27.0%	27.0%
	义乌门诊部 (含义乌新杭)	51%	2009年	70	70	70	70	73	90	112	130	143	24.0%	24.0%	16.0%	10.0%
	上虞分院	51%	2015年	35	35	35	35	40	61	86	105	126	51.9%	40.0%	22.0%	20.0%
	越城分院	59%	2016年	30	30	30	30	37	46	67	85	109	23.3%	45.0%	28.0%	28.0%
	萧山分院	60%	2015年	80	80	80	80	4	17	60	90	112	358.9%	250.3%	50.0%	25.0%
	庆春分院	50%	2017年	30	30	30	30	30	109	130	143	154	262.3%	19.0%	10.0%	7.2%
	城北分院	61%	2017年	40	40	40	40	20	52	85	110	123	153.8%	64.0%	30.0%	11.0%
	诸暨分院	50%	2014年	50	50	50	50	87	115	127	140	154	32.0%	10.0%	10.0%	10.0%
	湖州分院	60%	2015年	40	40	40	40	59	79	99	114	131	33.3%	25.0%	15.0%	15.0%
	衢州口腔	80%	2007年	35	35	35	35	42	55	72	86	100	30.6%	30.0%	20.0%	16.5%
	聘东门诊部	61%	2017年	20	20	20	20		25	60	84	109		144.0%	40.0%	30.0%
宁波口腔		100%	2007年	100	100	150	250	105	122	153	145	138	16.3%	25.0%	-5.0%	-5.0%
	舟山分院	66%	2015年	30	30	30	30	67	80	96	114	132	20.3%	20.0%	18.0%	16.0%
	北仑分院	76%	2016年	30	30	30	30	43	57	80	95	110	34.2%	40.0%	18.0%	16.0%
省外: 沧州口腔		70%	2007年	45	45	45	45	60	72	86	102	118	18.8%	20.0%	18.0%	16.0%
	昆明口腔	59%	2010年	95	95	95	95	48	58	76	100	120	20.7%	31.0%	31.0%	20.0%
	南京金陵	90%	2015年	60	60	60	60	18	24	43	58	73	36.9%	77.0%	35.0%	25.0%
	益阳口腔	60%	已开业													
合计: 原有总院+分院				1435	1435	1515	1645	79	102	127	146	164				
其他业务:																
合计																

资料来源: 太平洋证券研究院整理

5.1 通策医疗“现有总院+分院”盈利预测（续1）

总院	分院	股权比例	收购/开业时间	收入 (万元)												净利润 (万元)					
				2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2017	2018	2019E	2020E	2021E
杭州口腔		100%	平海总院 2006年/湖滨新开	48,791	57,479	64,377	72,102	80,754	88,830	97,713	106,507	116,093	125,380	135,410	144,889	155,031	14,834	21,529	26,073	31,004	36,339
	城西分院	100%	2007年	22,911	29,810	38,157	48,269	60,022	75,027	91,533	109,839	129,611	149,052	166,938	183,632	198,323	3,771	6,681	10,684	15,929	22,208
	海宁分院	60%	2015年	1,914	2,559	3,404	4,323	5,490	6,863	8,373	10,047	11,856	13,634	15,270	16,797	18,141	229	479	851	1,167	1,647
	义乌门诊部 (含义乌新杭)	51%	2009年	5,088	6,310	7,824	9,076	9,983	10,981	12,080	13,167	14,352	15,500	16,740	17,912	19,166	1,084	1,301	2,034	2,541	2,995
	上虞分院	51%	2015年	1,414	2,148	3,007	3,669	4,402	5,503	6,714	8,056	9,507	10,933	12,245	13,469	14,547	243	400	752	1,101	1,453
	越城分院	59%	2016年	1,119	1,379	2,000	2,559	3,276	4,095	4,996	5,995	7,074	8,136	9,112	10,023	10,825	-65	33	440	640	917
	萧山分院	60%	2015年	299	1,370	4,800	7,200	8,999	11,249	13,724	16,469	19,433	22,348	25,030	27,533	29,736	-735	-528	720	1,440	2,250
	庆春分院	50%	2017年	906	3,282	3,906	4,296	4,606	5,066	5,573	6,074	6,621	7,151	7,723	8,263	8,842	-391	567	781	945	1,105
	城北分院	61%	2017年	816	2,071	3,396	4,415	4,900	6,126	7,473	8,968	10,582	12,169	13,630	14,993	16,192	-295	186	509	883	1,225
	诸暨分院	50%	2014年	4,369	5,768	6,345	6,980	7,678	8,446	9,290	10,126	11,038	11,921	12,874	13,775	14,740	1,284	1,401	1,713	2,094	2,687
	湖州分院	60%	2015年	2,375	3,166	3,958	4,551	5,234	5,914	6,624	7,287	7,942	8,578	9,264	9,913	10,606	112	437	792	1,138	1,570
	衢州口腔	80%	2007年	1,475	1,926	2,504	3,005	3,500	3,955	4,430	4,873	5,311	5,736	6,195	6,628	7,092	228	407	876	1,142	1,400
	骋东门诊部	61%	2017年		492	1,201	1,681	2,185	2,732	3,333	3,999	4,719	5,427	6,078	6,686	7,221		-404	120	252	437
宁波口腔		100%	2007年	10,509	12,224	15,280	21,774	34,475	46,541	60,504	75,630	92,268	110,722	130,652	150,249	169,782	1,953	2,735	4,584	6,532	10,343
	舟山分院	66%	2015年	2,001	2,408	2,890	3,410	3,955	4,469	5,006	5,506	6,002	6,482	7,001	7,491	8,015	297	481	722	955	1,187
	北仑分院	76%	2016年	1,280	1,718	2,405	2,838	3,292	3,719	4,166	4,582	4,995	5,394	5,826	6,234	6,670	-1	84	361	568	823
省外: 沧州口腔		70%	2007年	2,716	3,227	3,872	4,569	5,300	5,989	6,708	7,379	8,043	8,686	9,381	10,038	10,740	475	440	1,045	1,371	1,749
	昆明口腔	59%	2010年	4,594	5,547	7,267	9,520	11,423	13,480	15,502	17,517	19,268	20,810	22,475	24,048	25,731	136	234	1,090	1,904	2,856
	南京金陵	90%	2015年	1,072	1,468	2,598	3,507	4,384	5,480	6,686	8,023	9,467	10,887	12,193	13,412	14,485	-923	-578	260	701	1,315
	益阳口腔	60%	已开业	0	2,388	3,104	4,036	5,246	6,558	8,001	9,601	11,329	13,028	14,592	16,051	17,335	-218	381	652	1,009	1,521
合计: 原有总院+分院				113,647	146,741	182,293	221,778	269,106	321,024	378,425	439,645	505,510	571,974	638,628	702,037	763,220	22,018	36,267	55,059	73,315	96,028
其他业务:				4325	7864	9769	11885	14421	17204	20280	23561	27090	30652	34224	37622	40901					
合计				117,973	154,604	192,062	233,663	283,528	338,228	398,705	463,206	532,600	602,626	672,852	739,659	804,121					

资料来源: 太平洋证券研究院整理

5.1 通策医疗“现有总院+分院”盈利预测（续2）

总院	分院	股权比例	收购/开业时间	净利率					归母净利润（万元）												
				2017	2018	2019E	2020E	2021E	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
杭州口腔		100%	平海总院 2006年/湖滨新开	30.4%	37.5%	40.5%	43.0%	45.0%	14,834	21,529	26,073	31,004	36,339	39,973	43,971	47,928	52,242	56,421	60,935	65,200	69,764
	城西分院	100%	2007年	16.5%	22.4%	28.0%	33.0%	37.0%	3,771	6,681	10,684	15,929	22,208	27,760	33,867	40,641	47,956	55,149	61,767	67,944	73,379
	海宁分院	60%	2015年	12.0%	18.7%	25.0%	27.0%	30.0%	137	288	511	700	988	1,235	1,507	1,808	2,134	2,454	2,749	3,023	3,265
	义乌门诊部 (含义乌新杭)	51%	2009年	21.3%	20.6%	26.0%	28.0%	30.0%	553	664	1,037	1,296	1,527	1,680	1,848	2,015	2,196	2,371	2,561	2,740	2,932
	上虞分院	51%	2015年	17.2%	18.6%	25.0%	30.0%	33.0%	124	204	383	561	741	926	1,130	1,356	1,600	1,840	2,061	2,267	2,448
	越城分院	59%	2016年	-5.8%	2.4%	22.0%	25.0%	28.0%	-38	20	260	378	541	677	825	990	1,169	1,344	1,505	1,656	1,788
	萧山分院	60%	2015年	-246.0%	-38.5%	15.0%	20.0%	25.0%	-441	-317	432	864	1,350	1,687	2,059	2,470	2,915	3,352	3,755	4,130	4,460
	庆春分院	50%	2017年	-43.2%	17.3%	20.0%	22.0%	24.0%	-196	284	391	473	553	608	669	729	795	858	927	992	1,061
	城北分院	61%	2017年	-36.1%	9.0%	15.0%	20.0%	25.0%	-180	114	311	539	747	934	1,140	1,368	1,614	1,856	2,079	2,286	2,469
	诸暨分院	50%	2014年	29.4%	24.3%	27.0%	30.0%	35.0%	642	700	857	1,047	1,344	1,478	1,626	1,772	1,932	2,086	2,253	2,411	2,579
	湖州分院	60%	2015年	4.7%	13.8%	20.0%	25.0%	30.0%	67	262	475	683	942	1,065	1,192	1,312	1,430	1,544	1,668	1,784	1,909
	衢州口腔	80%	2007年	15.5%	21.1%	35.0%	38.0%	40.0%	182	326	701	913	1,120	1,266	1,417	1,559	1,700	1,836	1,982	2,121	2,270
	骋东门诊部	61%	2017年		-82.0%	10.0%	15.0%	20.0%	0	-246	73	154	267	333	407	488	576	662	742	816	881
宁波口腔		100%	2007年	18.6%	22.4%	30.0%	30.0%	30.0%	1,953	2,735	4,584	6,532	10,343	14,893	20,571	25,714	31,371	37,645	44,422	51,085	57,726
	舟山分院	66%	2015年	14.9%	20.0%	25.0%	28.0%	30.0%	196	317	477	630	783	885	991	1,090	1,188	1,283	1,386	1,483	1,587
	北仑分院	76%	2016年	-0.1%	4.9%	15.0%	20.0%	25.0%	-1	64	274	431	625	707	792	871	949	1,025	1,107	1,184	1,267
省外: 沧州口腔		70%	2007年	17.5%	13.6%	27.0%	30.0%	33.0%	333	308	732	960	1,224	1,384	1,550	1,704	1,858	2,007	2,167	2,319	2,481
	昆明口腔	59%	2010年	3.0%	4.2%	15.0%	20.0%	25.0%	80	138	643	1,123	1,685	1,988	2,286	2,584	2,842	3,069	3,315	3,547	3,795
	南京金陵	90%	2015年	-86.1%	-39.4%	10.0%	20.0%	30.0%	-831	-520	234	631	1,184	1,480	1,805	2,166	2,556	2,939	3,292	3,621	3,911
	益阳口腔	60%	已开业		15.9%	21.0%	25.0%	29.0%	-131	229	391	605	913	1,141	1,392	1,671	1,971	2,267	2,539	2,793	3,016
合计: 原有总院+分院				19.4%	24.7%	30.2%	33.1%	35.7%	21,055	33,778	49,522	65,453	85,424	102,100	121,045	140,236	160,992	182,010	203,210	223,403	242,991
其他业务:									602	(569)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
合计									21,657	33,209	49,522	65,453	85,424	102,100	121,045	140,236	160,992	182,010	203,210	223,403	242,991

资料来源：太平洋证券研究院整理

5.2 通策医疗“蒲公英计划”盈利预测

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
新开业数量	5	15	25	25	30	0	0	0	0	0	0
累计开业	5	20	45	70	100	100	100	100	100	100	100
单院牙椅数	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50
当年新增牙椅数	250	750	1,250	1,250	1,500	0	0	0	0	0	0
收入(万)	2,500	15,000	47,500	103,750	183,750	271,250	348,750	412,500	470,000	520,000	570,000
YOY		500%	217%	118%	77%	48%	29%	18%	14%	11%	10%
净利润(万)	(1,250)	(4,125)	(5,875)	(863)	10,413	35,788	62,488	83,025	101,000	115,650	129,600
归母净利润(万)	(638)	(2,104)	(2,996)	(440)	5,310	18,252	31,869	42,343	51,510	58,982	66,096
	第1年	第2年	第3年	第4年	第5年	第6年	第7年	第8年	第9年	第10年	第11年
单牙椅产出(万)	10	30	50	65	80	90	100	110	120	130	140
净利率	-50%	-5%	12%	17%	20%	21%	22%	23%	23%	23%	23%

资料来源：太平洋证券研究院整理

5.3 通策医疗盈利预测汇总

		2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入	总院+分院等	15.46	19.21	23.37	28.35	33.82	39.87	46.32	53.26	60.26	67.29	73.97	80.41
	YOY	31.1%	24.2%	21.7%	21.3%	19.3%	17.9%	16.2%	15.0%	13.1%	11.7%	9.9%	8.7%
	蒲公英	0	0.25	1.50	4.75	10.38	18.38	27.13	34.88	41.25	47.00	52.00	57.00
	YOY			500%	217%	118%	77%	48%	29%	18%	14%	11%	10%
	合计	15	19	25	33	44	58	73	88	102	114	126	137
	YOY	31.1%	25.8%	27.8%	33.1%	33.5%	31.8%	26.1%	20.0%	15.2%	12.6%	10.2%	9.1%
归母净利润	总院+分院等	3.32	4.95	6.55	8.54	10.21	12.10	14.02	16.10	18.20	20.32	22.34	24.30
	YOY	53.3%	49.1%	32.2%	30.5%	19.5%	18.6%	15.9%	14.8%	13.1%	11.6%	9.9%	8.8%
	蒲公英/51%股权		-0.06	-0.21	-0.30	-0.04	0.53	1.83	3.19	4.23	5.15	5.90	6.61
	YOY			230.0%	42.4%	-85.3%	-1307.2%	243.7%	74.6%	32.9%	21.7%	14.5%	12.1%
	合计	3.32	4.89	6.33	8.24	10.17	12.64	15.85	19.29	22.44	25.47	28.24	30.91
	YOY	53.3%	47.2%	29.6%	30.1%	23.3%	24.3%	25.4%	21.7%	16.3%	13.5%	10.9%	9.5%
口腔行业规模	全国	1034	1212	1419	1648	1900	2173	2465	2775	3099	3433	3772	4110
	YOY	17.20%	17.20%	17.07%	16.17%	15.27%	14.37%	13.47%	12.57%	11.67%	10.77%	9.87%	8.97%
	浙江省	100	117	137	159	184	210	238	268	300	332	365	398
	YOY	17.20%	17.20%	17.07%	16.17%	15.27%	14.37%	13.47%	12.57%	11.67%	10.77%	9.87%	8.97%
行业市占率	全国	1.50%	1.61%	1.75%	2.01%	2.33%	2.68%	2.98%	3.18%	3.28%	3.33%	3.34%	3.34%
	浙江省	15.5%	16.6%	18.1%	20.8%	24.1%	27.7%	30.8%	32.8%	33.9%	34.4%	34.5%	34.6%

资料来源：太平洋证券研究院整理 注：浙江省口腔行业规模为草根调研行业专家估算值

5.4 推荐通策医疗，省内支撑千亿市值，省外打开天花板

结论：推荐通策医疗，省内支撑千亿市值，省外打开天花板

- 我们预测，2029年（十年后），省内业务贡献净利润31亿元，其中，现有“总院+分院”贡献净利润24.3亿（绝大部分在省内），蒲公英贡献6.6亿。省内业务可支撑公司千亿市值。省内市场，公司依托杭口品牌和资源，借蒲公英计划，打造“总院+分院”的模式已逐步得到市场认可。杭口、杭口城西、宁口未来均是5亿元以上净利润级别的大型牙科医院，预计分别于2025年、2026年、2028年达到。
- 省外市场，公司依托“中国科学院大学存济”品牌，基金体外培育模式，定向投资省外6家存济口腔医学院（三级），待体外医院达到一定成熟期后，再分批注入上市公司，未来以这些核心城市存济口腔医院作为总院，建立核心城市所在省（区域）内分院（蒲公英计划），打造多个省（区域）“总院+分院”模式。省外培育已初显成效（第一家武汉存济开业1年预计盈亏平衡），未来大概率能取得突破，有望打造多个省（区域）“总院+分院”模式，公司市值天花板将进一步打开。
- 口腔服务是医疗服务行业最优赛道之一，公司具备资金、人才、平台、品牌等优势，而这是医疗服务龙头企业必备竞争要素。公司省内扩张已得到初步验证，省外扩张即将取得突破。考虑蒲公英，预计公司19-21年收入分别为19.46、24.87、33.10亿，增速26%、28%、33%；归母净利润分别为4.89、6.33、8.24亿元，增速47%、30%、30%，维持中长期“买入”评级。

风险提示：三大核心利润增速来源杭口、杭口城西、宁口增速不及预期；医院扩张进度不及预期；短期蒲公英分院建设对利润的影响。

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
收入（百万元）	1,180	1,546	1,946	2,487	3,310
yoy	34.25%	31.1%	25.8%	27.8%	33.1%
归母净利润（百万元）	217	332	489	633	824
yoy	59.05%	53.3%	47.2%	29.6%	30.1%
净利率	18.4%	21.5%	25.1%	25.5%	24.9%
EPS	0.68	1.04	1.52	1.98	2.57
PE	152	99	67	52	40

太平洋医药团队介绍

杜佐远：太平洋研究院院长助理，医药行业首席分析师，近10年医药卖方、买方研究和投资经验。浙江大学制药工程学士，上海财经大学金融学硕士。曾任职国信证券医药分析师4-5年、诺安基金医药研究&投资3年，2017年10月加入太平洋证券。前瞻、深入、靠谱，善于底部挖掘成长大牛股和拐点型公司&细分板块投资机会，伴随公司中长期成长。新财富医药生物行业最佳分析师核心成员，其中2011、2012年连续2年第一名。

蔡明子：太平洋医药行业分析师，4年医药行业研究经验。澳门科技大学金融硕士，曾任职民生证券医药分析师，2018年4月加入太平洋证券，重点覆盖医疗服务、零售药店、商业批发等板块，深入产业链调研，研究深入扎实。

苑建：太平洋医药行业分析师，2-3年医药行业研究经验。香港理工大学药学博士，曾任职渤海证券医药分析师，2017年11月加入太平洋证券，重点覆盖创新药、新型疫苗、血制品等板块，深入产业链调研，研究深入扎实。

王斌：太平洋医药行业分析师，2-3年医药行业研究经验。北京大学药物化学博士，曾任职渤海证券医药行业分析师，2018年4月加入太平洋证券，重点覆盖创新药、仿制药、政策等板块，研究深入扎实。

李蕾：太平洋医药行业分析师，1-2年医药行业研究经验。浙江大学管理学硕士，曾在私募基金任职1年，2019年10月加入太平洋证券，重点覆盖医疗器械、眼科、医美等板块，深入产业链调研，研究深入扎实。

云天洋：太平洋医药行业助理分析师，英国拉夫堡大学金融硕士，2018年6月加入太平洋证券，重点覆盖医疗服务等板块，具备较为丰富的医疗产业资源，同时协同组内成员开展工作。

投资评级说明

投资评级说明

■ 行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

■ 公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zh afl@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com

重要声明



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话: (8610)88321761/88321717

传真: (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。