

通策医疗 (600763)

证券研究报告
2021年06月07日

民营口腔医疗集团领航者

民营口腔医疗服务领军企业

通策医疗是国内口腔医疗服务企业龙头企业之一，致力于打造有使命感、将医学精神和科学精神完美结合，集临床、科研、教学三位一体的大型口腔医疗集团。目前公司拥有已营业口腔医疗机构 50 家。2020 年受疫情影响，公司业务仍实现增长，2021 年 Q1 公司营业收入达到 6.31 亿元，比 2020 年同期增长 221.56%，归母净利润 1.62 亿元，同比大幅扭亏，比 2019 年同期增长 73.62%。

坚持“区域总院+分院”的发展模式，成长为国内领先的口腔医疗集团

依托于杭口在口腔领域的深厚积淀，公司在继承优质资源的基础上不断拓展和探索，由此扩张分院，经过十余年的发展，在浙江省内建立了以杭州口腔平海院区、城西院区和宁波口腔医院三家总院为中心，辅以各自具有管理关系的分院的三个“区域总院+分院”的区域医院集群。

口腔医疗服务行业快速发展，三大细分领域呈现高景气

①中国种植牙数量高速增长，2019 年已达到 312 万颗，2011-2019 年 CAGR 达 48%，是全球增长最快的种植牙市场之一。目前国内种植牙渗透率相比于韩国种植牙渗透率 622 颗/万人处于较低水平。②正畸服务市场受收入水平增加、消费者牙齿健康意识提高以及正畸治疗机构增多等影响，2019 年国内正畸市场规模达 73 亿美元，2015-2019 年 CAGR 达 21%。③儿童口腔诊疗市场增长迅速，一方面儿童口腔疾病率持续上升，另一方面，随着健康口腔行动方案逐步实施，国内儿童口腔疾病就诊量将大幅提高。

省内布局规划长远，省外探索成效显著

2021 年 3 月，公司正式启动建设紫金港中心医院（规划牙椅 540 台，床位 80 张），作为公司向全面多学科综合发展的新起点，有望抢占民营医院学术新高地，进一步提升综合实力。蒲公英计划稳步推进，截止 2020 年报，省内开业医院达 33 家。2020 年柯桥、下沙、临平等分院相继开业。

盈利预测与估值：我们预计：①浙江省内医院坚持“区域总院+分院”模式快速扩张。紫金港等特色医院打造新高地，蒲公英计划提升下沉市场渗透率。②省外医院加强引入当地人才，迅速实现品牌落地和本地化。③三叶儿童口腔从儿科领域切入，布局长期口腔健康管理领域，提高巩固市占率。预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 30.36/40.21/53.27 亿元，归母净利润为 8.03/11.15/15.08 亿元，目前同类医疗服务公司 2021 年平均 PS 为 24 倍，考虑公司所处口腔领域的快速发展潜力和公司的品牌优势，给予 2021 年 PS 为 49 倍，对应目标价为 468 元，维持买入评级。

风险提示：新院扩张速度不及预期、医药政策变化的风险、核心医疗人才流失的风险、估值不准确风险

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,894.22	2,087.86	3,035.73	4,021.48	5,326.69
增长率(%)	22.52	10.22	45.40	32.47	32.46
EBITDA(百万元)	738.35	792.38	1,191.20	1,658.96	2,263.69
净利润(百万元)	463.07	492.63	803.08	1,114.95	1,507.77
增长率(%)	39.44	6.38	63.02	38.84	35.23
EPS(元/股)	1.44	1.54	2.50	3.48	4.70
市盈率(P/E)	256.61	241.22	147.97	106.58	78.81
市净率(P/B)	66.55	55.27	40.34	29.26	21.34
市销率(P/S)	62.73	56.91	39.14	29.55	22.31
EV/EBITDA	43.47	110.38	98.33	70.15	51.12

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/医疗服务
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	370.60 元
目标价格	468 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	320.64
流通 A 股股本(百万股)	320.64
A 股总市值(百万元)	110,624.01
流通 A 股市值(百万元)	110,624.01
每股净资产(元)	7.22
资产负债率(%)	30.87
一年内最高/最低(元)	392.57/142.10

作者

杨松	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020001	
yangsong@tfzq.com	
张雪	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020004	
zhangxue@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《通策医疗-季报点评:三季度业绩步入正轨，蒲公英计划稳步推进》2020-10-27
- 《通策医疗-半年报点评:新冠疫情影响消减，二季度业务恢复良好》2020-08-04
- 《通策医疗-年报点评报告:2019 年业绩符合预期，2020 新冠疫情影响逐步减弱》2020-04-24

内容目录

1. 民营口腔医疗服务龙头企业	4
1.1. 把握历史机遇，成长为国内领先的民营口腔医疗服务集团	4
1.2. 股权结构较为合理	4
1.3. 坚持“区域总院+分院”的发展模式，打造口腔集团	5
1.4. 营业收入和净利润快速增长，销售费用率水平较低	5
2. 口腔医疗服务行业快速发展，渗透率提升仍有较大空间	7
2.1. 口腔医疗服务供不应求，行业发展空间仍然广阔	7
2.2. 政策推动口腔医疗服务发展提速	8
2.3. 种植领域加速发展，口腔医疗服务行业量价齐升	9
2.3.1. 种植牙市场景气度高	9
2.3.2. 国内种植牙市场渗透率仍较低，老龄化促进种植需求增加	10
2.3.3. 开展种植增长计划，逐渐提升业务占比	11
2.4. 国内正畸行业需求扩张明显，医资力量缺口较大	12
2.5. 儿科业务收入增长迅速，收购三叶儿童口腔、布局全国市场	13
3. 省内布局规划长远，省外市场持续开拓	13
3.1. 重点打造紫金港中心医院，提供多学科高品质服务	13
3.2. 蒲公英计划助力省内快速扩张	14
3.3. 高品质打造存济品牌，持续进行省外扩张布局	16
4. 盈利预测与估值	17
5. 风险提示	18

图表目录

图 1：逐步成长为优质民营口腔医疗集团	4
图 2：股权机构较为合理	5
图 3：“区域总院+分院”模式在浙江省内的进展情况	5
图 4：公司营业收入稳定增长	6
图 5：归母净利润呈上升趋势	6
图 6：毛利率和净利率持续提升	6
图 7：较强的品牌力带来较低的销售费用率	6
图 8：公司主营业务收入主要来自浙江省内	6
图 9：门诊就诊患者主要来源于浙江省内	6
图 10：通策医疗销售费用率远低于同类企业	7
图 11：中国口腔科门急诊人次持续增加	8
图 12：国内口腔专科医院数量逐年递增	8
图 13：国内口腔医院收入稳定增长	8
图 14：民营口腔专科医院数量快速增加	9
图 15：2011-2019 年中国种植牙数量高速增长	10
图 16：2017 年各国家和地区每万人种植牙植入数量	10

图 17: 公司以种植、正畸为代表的业务收入不断提高.....	11
图 18: 2015-2025 年 (估计) 的中国正畸市场规模持续增长.....	12
图 19: 2015-2025 年 (估计) 的中国正畸病例保持增长.....	12
图 20: 2020 年国内正畸医生总数相对不足.....	12
图 21: 2020 年国内每 10 万人拥有牙医数量显著低于美国.....	12
图 22: 收购三叶儿童口腔布局全国市场.....	13
图 23: 蒲公英计划建设情况.....	15
图 24: 杭州口腔医院集团临平分院持股情况.....	15
图 25: 杭州口腔医院集团建德口腔门诊部持股情况.....	15
图 26: 杭州口腔医院下沙院区.....	16
图 27: 杭州口腔医院临平分院.....	16
图 28: 西安存济医学中心持股情况.....	17
图 29: 武汉存济口腔医院持股情况.....	17
表 1: 健康口腔工作行动指标.....	8
表 2: 种植牙是目前效果最好的缺牙修复方式.....	9
表 3: 老龄化人群具有更高的潜在种植需求.....	11
表 4: 种植牙整体治疗费用相对较高.....	11
表 5: 紫金港医院与北京大学口腔医院规模及科室设置参数对比.....	14
表 6: 省外存济医学中心、口腔医院.....	16
表 7: 公司收入分类预测表.....	17
表 8: 可比公司估值.....	18

1. 民营口腔医疗服务龙头企业

通策医疗是国内口腔医疗服务企业的标杆，致力于打造有使命感、将医学精神和科学精神完美结合，集临床、科研、教学三位一体的大型口腔医疗集团。截至 2020 年报，公司拥有已营业口腔医疗机构 50 家。

1.1. 把握历史机遇，成长为国内领先的民营口腔医疗服务集团

杭州口腔医院有限公司的前身是成立于 1952 年的杭州口腔医院，系隶属于杭州市上城区卫生局的口腔专科医院，2001 年被确定为省级和市级职工基本医疗保险定点医院。2004 年更名为“杭州口腔医院”，公司收购之初，杭州口腔医院拥有平海路总院、中山中路分院和庆春路分院。2006 年，公司参与杭州口腔医院改制，取得杭州口腔医院 100% 股权。公司以总院的品牌效应以及丰富的医疗资源为基础，分院级医院逐渐扩张，形成了“区域总院+分院”的发展模式以及区域医院集团化的复制模式。2018 年公司发起“蒲公英计划”，“种植增长计划”等，进一步拓宽市场份额。

依托于杭口在口腔领域的深厚积淀，公司在继承优质资源的基础上不断拓展和探索，由此扩张分院，形成多个“区域总院+分院”区域医院集群。“区域总院+分院”的发展模式以及区域医院集团化的复制模式仍然是公司今后主要的发展方向。

图 1：逐步成长为优质民营口腔医疗集团

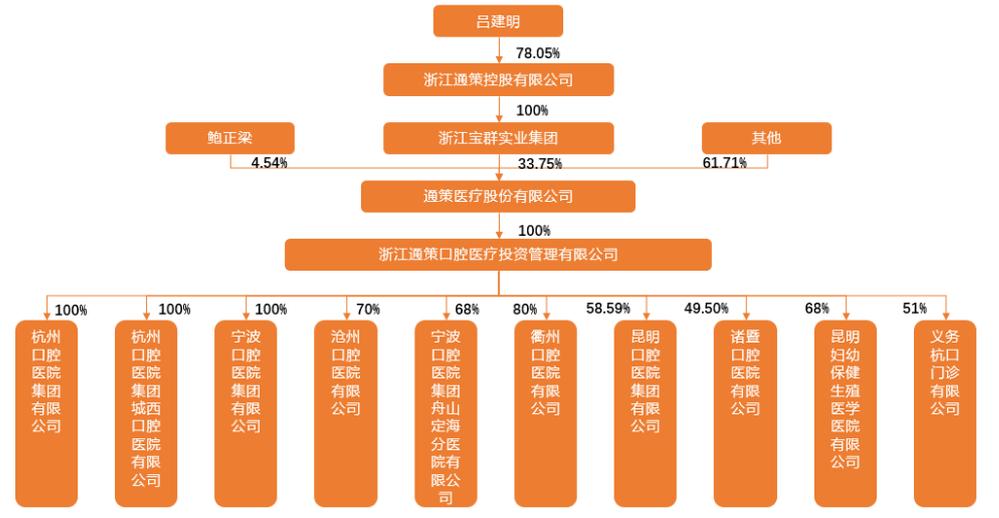


资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2. 股权结构较为合理

公司创始人吕建明先生为实际控制人。作为民营口腔医疗服务龙头企业，通策医疗旗下包含杭州口腔医院集团有限公司、宁波口腔医院集团有限公司等以口腔医疗服务为主要业务的公司；同时涉足生殖辅助技术领域，有昆明市妇幼保健生殖医学医院有限公司等控股参股公司。

图 2：股权结构较为合理



资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

1.3. 坚持“区域总院+分院”的发展模式，打造口腔集团

通策医疗经过十余年的发展，在浙江省内建立了以杭州口腔平海院区、城西院区和宁波口腔医院三家总院为中心，辅以各自具有管理关系的分院的三个“区域总院+分院”的区域医院集群。区域总院具有医疗资源和学术水平等方面的优势，有利于在一定区域内形成品牌影响力；分院则有利于快速推开品牌影响力，较快地积累客户资源，获取市场份额。

图 3：“区域总院+分院”模式在浙江省内的进展情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.4. 营业收入和净利润快速增长，销售费用率水平较低

“区域总院+分院”模式发展成熟，盈利能力持续提升。公司建立统一的采购及物流平台，实现采购集约降低整体成本，确保公司毛利率及净利率水平稳定、提升。2020 年受疫情影响，公司业务仍实现增长，2020 年公司实现营业收入 20.88 亿元，同比增长 8.12%，实现归属于上市公司股东的净利润 4.93 亿元，同比增长 5.59%，毛利率、净利率仍保持较高水平。2021 年 Q1 公司营业收入达到 6.31 亿元，同比增长 221.59%，比 2019 年同期增长 60.12%；归母净利润 1.64 亿元，同比大幅扭亏，比 2019 年同期增长 73.62%；净利润增速快于收入增长，体现出公司盈利水平持续提升；2021 年 Q1 实现毛利率 47.52%，比 2019 年同期提升 0.85 个百分点，实现净利率 29.65%，比 2019 年同期大幅提升 2.95 个百分点。

图 4：公司营业收入稳定增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：归母净利润呈上升趋势



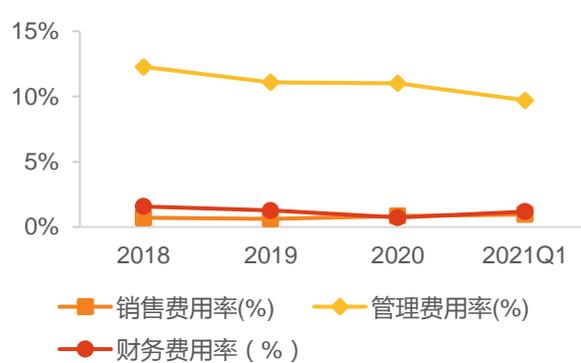
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：毛利率和净利率持续提升



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：较强的品牌力带来较低的销售费用率

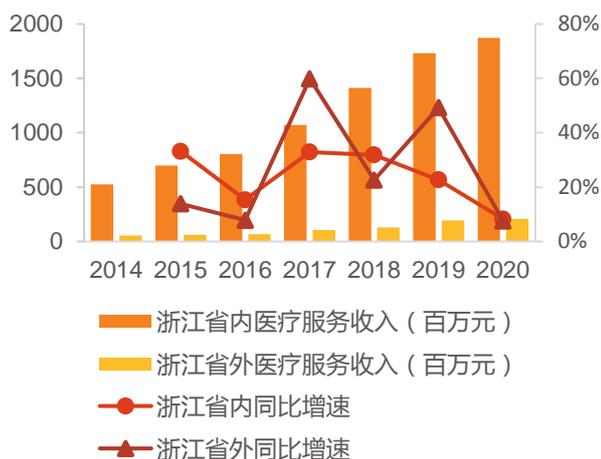


资料来源：Wind，天风证券研究所

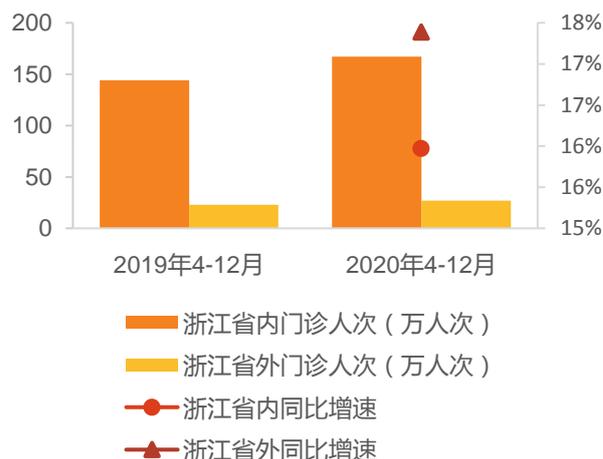
浙江省内业务为公司主要的收入来源。公司 2014-2020 年浙江省内医疗服务收入保持 24% 的复合增速，2020 年浙江省内医疗服务收入达到 18.74 亿元，疫情影响下，收入仍实现 8% 的增长；省外业务 2019 年增长提速，2020 年 4-12 月浙江省内门诊人次 167 万人次，占比达到 86%，同比 2019 年同期增长 16%。

图 8：公司主营业务收入主要来自浙江省内

图 9：门诊就诊患者主要来源于浙江省内



资料来源：公司公告，天风证券研究所

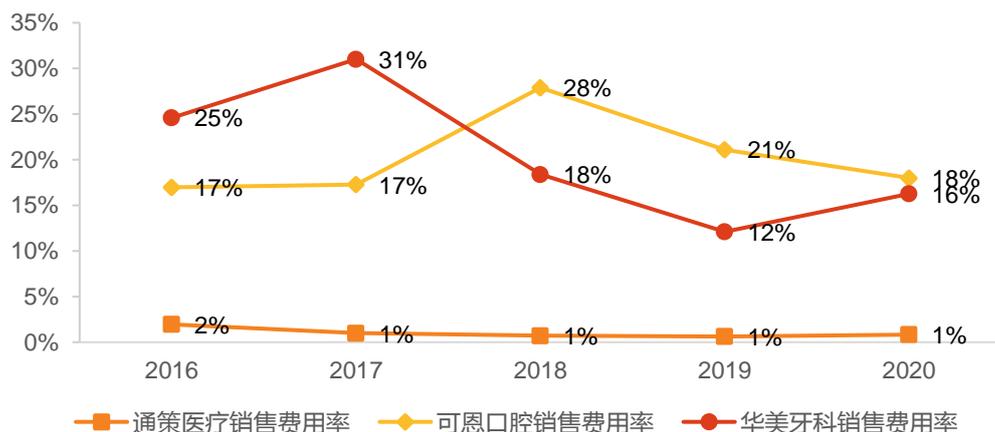


资料来源：Wind，天风证券研究所

注：2020年Q1受疫情影响较大，因此选取2020年4-12月数据。

总院发挥品牌效应，带来较低的销售费用率。相比于同类企业，公司建立“杭口”、“城西”、“宁口”等已有良好口碑的口腔专科医院作为区域总院，有着较好的声誉和医生资源，有助于有效减少销售费用，带来更高的盈利能力。自2016年至今，通策医疗的销售费用率均低于2%，显著低于部分其他民营口腔集团。

图 10：通策医疗销售费用率远低于同类企业



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 口腔医疗服务行业快速发展，渗透率提升仍有较大空间

2.1. 口腔医疗服务供不应求，行业发展空间仍然广阔

居民口腔健康意识提升，口腔医疗行业发展迅速：随着中国经济水平的提高，居民对于医疗服务的需求增加，人们对口腔健康的关注度也有所提升，促进了中国口腔医疗服务市场的发展。《中国卫生健康统计年鉴》的统计数据显示，2019年中国医院口腔科门急诊达1.74亿人次，同比增长11.7%，2010-2019年复合增长率为8.6%。根据MedTrend预测，未来三年中国口腔行业规模将以15%-20%的增长率高速发展，同时中国也将是全球口腔领域发展最快的国家之一。

图 11：中国口腔科门急诊人次持续增加



资料来源：《中国卫生健康统计年鉴》，天风证券研究所

国内口腔专科医院数量逐年递增，行业整体收入规模稳定增长：根据卫健委统计数据，2019年国内口腔专科医院达 885 家，2010-2019 年复合增长率达 12.7%。国内口腔专科医院总收入呈递增态势，由 2010 年的 52.2 亿元提升到 2019 年的 287.7 亿元，年复合增长率为 21%。

图 12：国内口腔专科医院数量逐年递增



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：国内口腔医院收入稳定增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2. 政策推动口腔医疗服务发展提速

卫健委制定健康口腔行动方案，指导开展健康口腔工作。为进一步推动口腔健康产业发展，提升群众口腔健康意识和行为能力，贯彻落实十三五规划中“倡导健康生活方式”精神要求，国家卫生健康委组织制定了《健康口腔行动方案（2019—2025 年）》。方案中明确了健康口腔工作的行动指标，目标是在 2025 年，12 岁儿童龋患率控制在 30%以内，龋齿充填治疗达到 24%，儿童窝沟封闭服务覆盖率达到 28%，65-74 岁老年人存留牙数为 24 颗。随着健康口腔行动方案的逐步实施，国内口腔疾病就诊患者数量将会大幅提高。

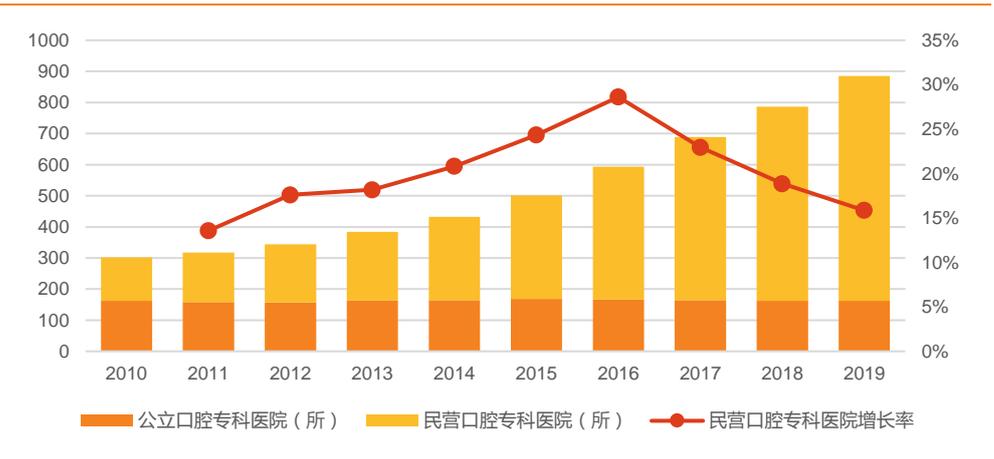
表 1：健康口腔工作行动指标

主要指标	2016 年 (基线)	2020 年	2025 年
12 岁儿童龋患率 (%)	34.5%	控制在 32%以内	控制在 30%以内
12 岁儿童龋齿充填治疗比 (%)	16.5%	20%	24%
儿童窝沟封闭服务覆盖率 (%)	19.4%	22%	28%
成人每天 2 次刷牙率 (%)	36.1%	40%	45%
65-74 岁老年人存留牙数 (颗)	22.5	23	24

资料来源：中国卫生健康委网站，天风证券研究所

政策利好民营口腔医疗机构的发展，在口腔医疗保健中起到重要作用：2016年12月，《“十三五”卫生与健康规划》提出，鼓励社会力量发展口腔保健等资源稀缺及满足多元需求的服务。2017年4月，卫计委发布执行《医疗机构管理条例实施细则》，调动医师自主创业积极性、促进民间投资、加快社会办医发展。2019年6月《健康口腔行动方案（2019—2025年）》明确，要发挥市场在口腔非基本健康领域配置资源的作用，鼓励、引导、支持社会办口腔医疗、健康服务机构参与口腔疾病防治和健康管理服务。系列利好政策下，中国民营口腔专科医院数量快速增加，2010-2019年复合增长率达20%，2019年中国民营口腔专科医院723所（占比82%）。个人办、社会办医院占比逐年上升，成为国内口腔医院的投资主体。

图 14：民营口腔专科医院数量快速增加



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3. 种植领域加速发展，口腔医疗服务行业量价齐升

2.3.1. 种植牙市场景气度高

种植牙是较好的缺牙修复方式。常用的缺牙修复方式包括活动义齿、固定义齿和种植牙三种。活动义齿价格便宜、制作简单、磨除牙体组织少，但是异物感强、稳定性较差、咀嚼功能受限、存在口腔卫生问题等。固定义齿，即烤瓷牙，需要把缺失牙两边的健康牙磨小，不需要频繁摘下清洗，咀嚼功能较强，无明显异物感。种植牙与前两种方式相比，不损伤正常牙齿，咀嚼功能类似天然牙，舒适美观，使用周期长，是目前效果最好的缺牙修复方式，但整体费用相对较高。此外种植手术相对复杂，一般来讲，种植牙系统由种植体、种植基台和牙冠组成，种植体是核心，以“骨结合”的方式固定在牙颌骨上，充当人工牙根，再通过基台与上部的牙冠连接，从而行使牙齿功能。

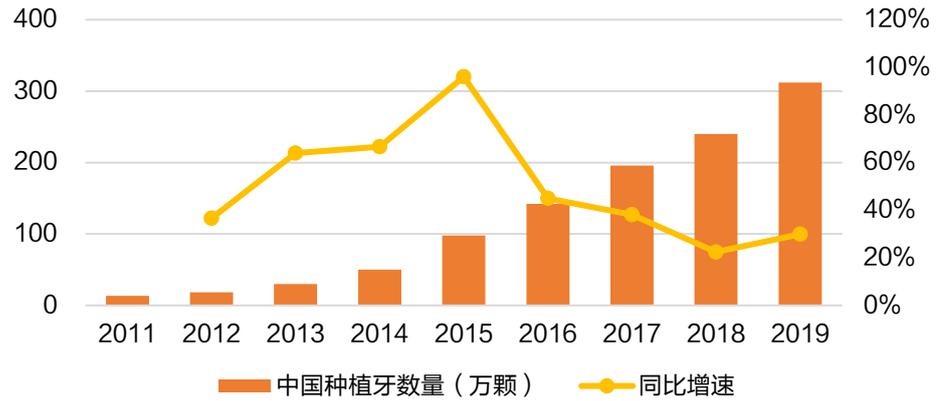
表 2：种植牙是目前效果最好的缺牙修复方式

	对临牙影响	异物感	咀嚼效率	使用寿命	适用范围	稳定性	价格
活动义齿	少量磨损	较重	低	较短 3-5 年	广泛	差	便宜
固定义齿	需将两边邻牙磨小	较轻	较低	较长 10-15 年左右	基牙健康	较好	中等
种植牙	基本无影响	无异物感	强	半永久	无牙周疾病，骨量充足	好	昂贵

资料来源：盐城美奥口腔公众号、中国医药报公众号，天风证券研究所

2019 年中国种植牙数量超过 300 万颗。中国种植牙数量高速增长，2016 年已超过百万颗，2019 年已达到 312 万颗，2011-2019 年复合增长率达到 48%，是全球增长最快的种植牙市场之一。

图 15：2011-2019 年中国种植牙数量高速增长

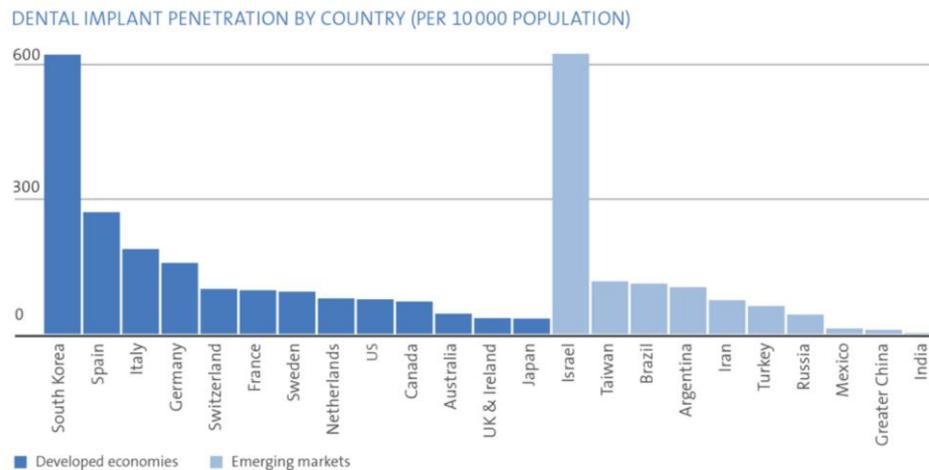


资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

2.3.2. 国内种植牙市场渗透率仍较低，老龄化促进种植需求增加

国内种植牙渗透率还处于较低水平。2017 年，韩国种植牙渗透率达到 622 颗/万人，其他发达国家水平在 100-300 颗/万人之间，目前国内种植牙渗透率远远低于其他国家。分析原因，一方面是国内植牙医生数量仍然不足，另一方面则是人们对牙齿健康的意识还在逐渐提升的过程中。

图 16：2017 年各国家和地区每万人种植牙植入数量



资料来源：Straumann Group 2017 年报，天风证券研究所

口腔疾病是多发疾病，中老年人种植需求空间广阔。第四次全国口腔健康流行病学调查结果显示，中青年(35-44 岁)平均恒牙患龋率为 89%、平均缺牙数为 2.4 颗，中老年人(55-64 岁)平均恒牙患龋率为 95.6%、平均缺牙数为 5.73 颗，老年人(65-74 岁)平均恒牙患龋率为 98%、平均缺牙数为 9.5 颗。主流消费人群为中老年代际，随着此人群年龄的增长，口腔种植需求增多。随着口腔诊疗机构的普及、口腔治疗的观念逐步被接受，口腔种植潜在需求可兑现的空间较为广阔。

表 3：老龄化人群具有更高的潜在种植需求

类别	5 岁儿童	12 岁儿童	35-44 岁	55-64 岁	65-74 岁
恒牙患龋率	71.90%	38.50%	89.00%	95.60%	98.00%
恒牙龋均			4.54	8.69	13.33
平均存留牙数			29.60	26.27	22.50
缺失牙数			2.40	5.73	9.50

资料来源：《第四次中国口腔健康流行病学调查报告》，天风证券研究所

种植牙费用较高，未来受益于支付能力提升。目前种植牙是总费用大约是 7000-22000 元，费用相对较高，并且一般在口腔科诊疗当中，医保只报销补牙（包括基本材料、治疗费）、拔牙以及治疗牙周炎、牙龈炎等牙病发生的费用，涉及牙齿整形美容的项目，包括镶牙、烤瓷牙、洗牙、牙齿矫正、种植牙等，基本不属报销范畴。此类口腔诊疗项目具有较强的消费属性，目前支付能力较强人群是主要的消费客户。

表 4：种植牙整体治疗费用相对较高

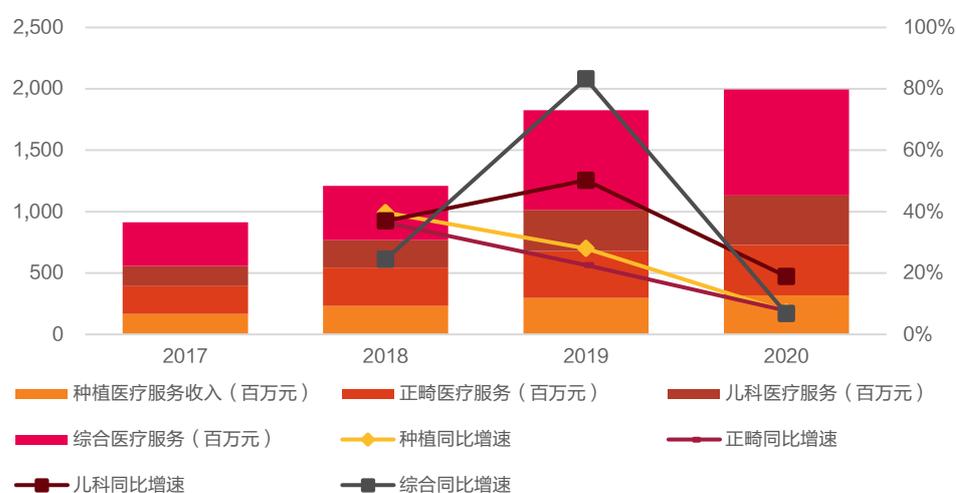
项目	价格（元）
种植体	3000-12000
种植基台	1500
牙冠	烤瓷牙 300-1000，全瓷牙 1000-2500
修复材料	1000-3000
手术费+麻醉费	3000-5000
总费用	7000-22000

资料来源：健康时报，天风证券研究所

2.3.3. 开展种植增长计划，逐渐提升业务占比

种植增长计划有望促进公司市占率提高，带动收入增长。公司在 2019 年推出为期三年的种植牙计划，根据市场细分进行差异化定价，在保持原有针对中高端种植产品的同时，推出低价位种植产品，满足高、中、低价客户的种植要求，重点覆盖之前没有关注的低价市场。2020 年公司种植业务创收 3.19 亿元，疫情下依然保持增长，2017-2020 年复合增长率为 24%。

图 17：公司以种植、正畸为代表的业务收入不断提高



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.4. 国内正畸行业需求扩张明显，医资力量缺口较大

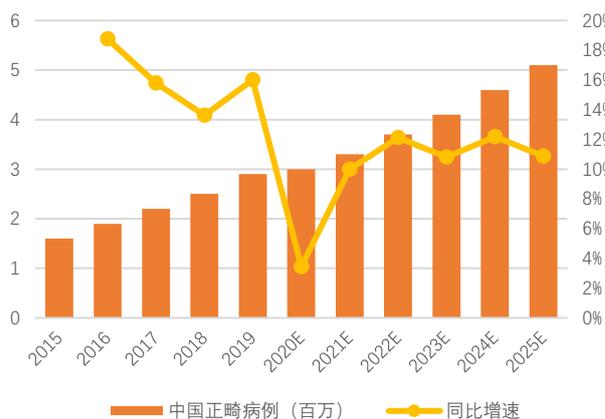
颜值经济催生口腔正畸行业需求扩张。正畸是牙科下对错颌畸形进行诊断、预防及矫正的专科，主要针对由牙列拥挤、空隙牙列和前突的患者，可通过持续多牙齿朝特定方向施加轻柔外力，帮助牙齿移动到最佳位置。根据《2018 年中国正畸消费蓝皮书》，调查数据显示，国内理想正常型口腔仅有 9%，个别正常和畸形比例分别达到 19%和 72%，根据《正畸蓝皮书》统计，2014 年到 2020 年间，国内正畸案例从 145 万例提升到 266 万例，复合增速达到 10.6%，随着国内人民基础需求不断得到满足，人们对形象的重视程度不断上升，正畸市场增长迅速。2019 年国内正畸市场规模达 73 亿美元，2015-2019 年复合年增长率为 21%；2019 年正畸案例数为 290 万例，2015-2019 年复合年增长率为 16%。

图 18：2015-2025 年（估计）的中国正畸市场规模持续增长



资料来源：时代天使聆讯后数据集、灼识咨询报告等，天风证券研究所

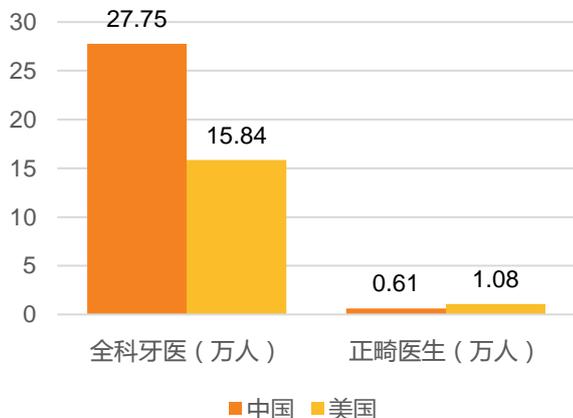
图 19：2015-2025 年（估计）的中国正畸病例保持增长



资料来源：时代天使聆讯后数据集、灼识咨询报告等，天风证券研究所

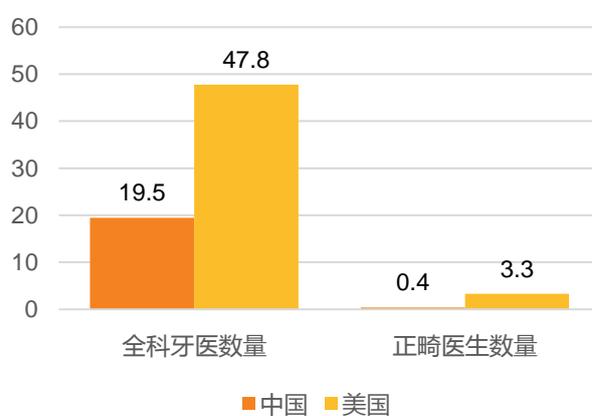
国内口腔正畸医生供给相对不足。根据灼识咨询报告，2020 年美国约有 15.84 万名全科牙医及 1.08 万名正畸医生，相当于每 10 万人有 47.8 名全科医生及 3.3 名正畸医生。相比之下，2020 年国内约有 27.75 万名全科牙医及 6100 名正畸医生，相当于每 10 万人仅 19.5 名全科牙医及 0.4 名正畸医生。随着民营口腔医疗机构的持续增加，口腔医生的培训力度逐步加大，将有助于打开医生供给的瓶颈。

图 20：2020 年国内正畸医生总数相对不足



资料来源：公司公告，灼识咨询，天风证券研究所

图 21：2020 年国内每 10 万人拥有牙医数量显著低于美国



资料来源：公司公告，灼识咨询，天风证券研究所

2.5. 儿科业务收入增长迅速，收购三叶儿童口腔、布局全国市场

儿科业务是战略发展方向之一。2020 年公司儿科业务创收 4.01 亿元，2017-2020 年复合增长率为 34.75%。国内儿童口腔诊疗市场增长迅速，一方面儿童口腔疾病率持续上升，《第四次全国口腔健康流行病学调查结果》显示，12 岁儿童恒牙龋患率为 34.5%，比十年前上升了 7.8 个百分点。5 岁儿童乳牙龋患率为 70.9%，比十年前上升了 5.8 个百分点。另一方面，随着健康口腔行动方案的逐步实施，国内儿童口腔疾病就诊量将会大幅提高。公司把握市场趋势，组建儿童口腔专家专委会，掌握儿童 MRC 早期干预治疗技术，并于 2020 年 9 月收购三叶儿童口腔业务，布局全国市场。

三叶儿童口腔以会员制为特色就诊模式，旨在提升品牌与客户之间的粘合度。三叶儿童口腔制定了 2020-2030 年的十年规划，计划将三叶打造成国内儿童口腔第一品牌，并逐步走向国际。2021 年是践行三叶十年战略发展的第二年，公司计划建设 3 家定位于儿童口腔与家庭的二级医院，在省内、南京、武汉、西安、成都等地再新投入 8 家三叶品牌诊所，目标到 2021 年底实现管理二级医院 5 家，三叶品牌诊所超过 25 家，业务覆盖全国主要城市，通过采用事业合伙人制度，助力三叶品牌诊所迅速铺开。

图 22：收购三叶儿童口腔布局全国市场



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 省内布局规划长远，省外市场持续开拓

3.1. 重点打造紫金港中心医院，提供多学科高品质服务

重点建设紫金港中心医院，提供高品质服务。2021 年 3 月，公司租赁房屋用于建设杭州存济紫金港医院项目，紫金港医院定位于以口腔医疗服务为主，兼有疾病预防、保健、科研、教学等功能，规划牙椅数为 540 台，病床 80 张。以杭州口腔医院的医疗专家队伍为依托，以先进的医疗技术和诊疗设备为手段，引进先进的医疗管理和服务理念，为医疗需求者提供高档次、多层次、多样化的口腔医疗及保健服务。项目将于 2021 年下半年动工，预计 2022 年投入使用，项目前期计划投入项目资金 2.7 亿元，用于医院装修建设、设备采购。

紫金港医院作为公司向全面多学科综合发展的新起点，有望抢占民营医院学术新高地，进一步提升综合实力。紫金港医院未来有望在医院规模、科室设置、优势学科等方面均对标国内一线口腔医疗机构，在口腔科的基础上，紫金港医院将颌面外科、耳鼻喉科、头颈外科、神经学科作为重点建设，从而进一步提升公司在口腔医疗服务领域的优势地位。

表 5：紫金港医院与北京大学口腔医院规模及科室设置参数对比

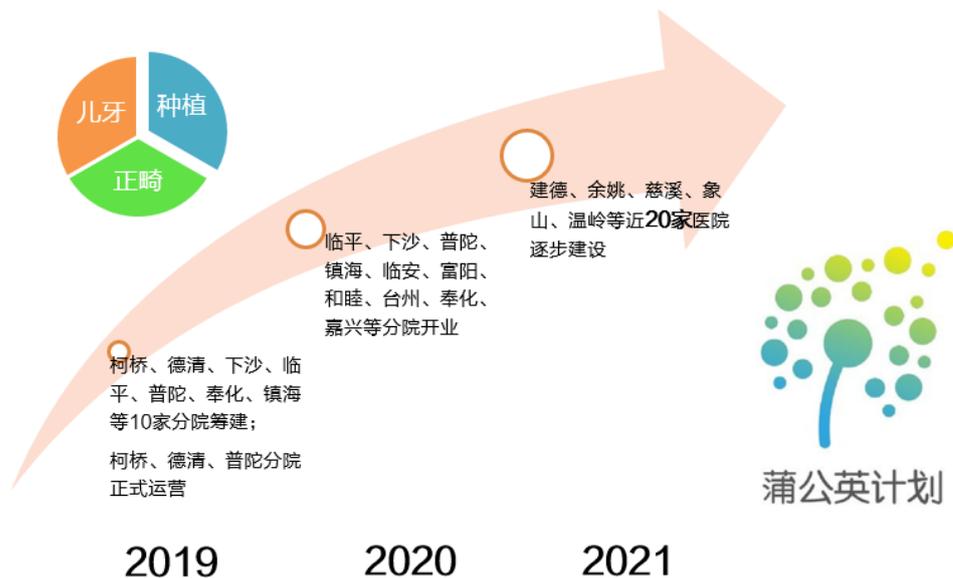
医院	紫金港医院	北京大学口腔医院
发展定位	以口腔医疗服务为主，兼有疾病预防、保健、科研、教学等功能	集医疗、教学、科研、预防、保健为一体，全面发展
占地面积 (m ²)	58868	35400
牙椅数 (张)	540	664
床位数 (张)	80	171
科室设置		牙体牙髓科
		牙周科
	牙周科	儿童口腔科
	儿童口腔科	口腔颌面外科
	口腔颌面外科	口腔修复科
	口腔修复科	口腔正畸科
	口腔正畸科	口腔预防保健科
	口腔种植科	口腔黏膜科
	预防口腔科	口腔种植科
	口腔肿瘤外科	综合治疗科
	口腔整形外科	综合治疗二科
	耳鼻喉科	特诊科
	口腔颌面医学影像	口腔急诊科
	医学检验科	麻醉科
	临床体验	关节门诊
	血液科	口腔病理科
	药剂科	医学影像科
	口腔急诊室	检验科
	消毒供应室	药剂科
	病案室	义齿加工中心
	病案管理科	
	营养室	

资料来源：公司年报，北京大学口腔医院官网，天风证券研究所

3.2. 蒲公英计划助力省内快速扩张

公司通过蒲公英计划促进省内市场下沉。2018年6月，公司推出蒲公英计划，在浙江地区，未来3-5年，公司通过“蒲公英计划”进一步渗透下沉到主要县（市、区），联合各地有威望的口腔医生，布局100家口腔医院，促进公司在省内进一步下沉。蒲公英计划主打种植、正畸、儿科业务，依托存济医生集团资源，将专业化人才配置在蒲公英各分院提供医疗服务。截止至2020年年报，公司省内开业医院数量已经达到33家（不包括三叶），2021年新开分院包括临平、下沙、普陀、镇海、临安、富阳、和睦、台州、奉化、嘉兴等分院。

图 23：蒲公英计划建设情况

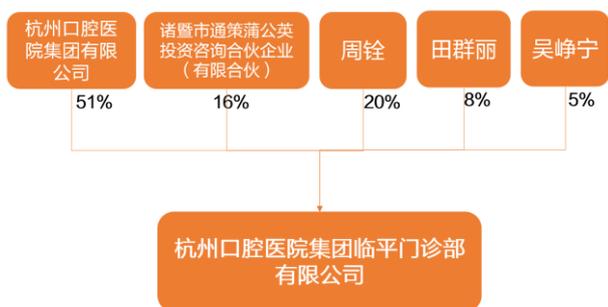


资料来源：公司公告，天风证券研究所

蒲公英计划以合伙模式为特色，打造医生利益共同体。蒲公英项目的股权比例原则上是杭口集团持股为 51%及以上，蒲公英合伙企业持股比例 9~20%，当地医生团队持股比例 30~40%。公司成立杭口集团，将其打造成杭口优秀医生的利益共同体、命运共同体，代表医生参与蒲公英计划。

积极引入医生人才，探索“三人团”运营模式快速复制。公司将在 2021 年大力招聘蒲公英医生，形成培训体系，建立培训机制，使其能够融入公司企业文化，适应公司的服务模式，为公司新医院建设提供充足的、可用的医疗专业人才。医院运营方面，公司将进一步完善三人团的招聘、培训、运营体系，不断传递通策的价值观、管理思想、运营标准，指导三人团做好工作计划、医院定位、预算、市场策略，为分院打造高素质管理团队，从而保障上述医院项目的顺利开展、落地。

图 24：杭州口腔医院集团临平分院持股情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 25：杭州口腔医院集团建德口腔门诊部持股情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

部分扩张的蒲公英分院当年实现盈利。2019 年公司顺利推进柯桥、德清、下沙、临平、普

陀、奉化、镇海等 10 家分院的筹建工作，柯桥、德清、普陀三院正式投入运营。2020 年柯桥、下沙、临平、镇海、普陀、奉化等蒲公英分院相继开业，共实现了 5251 万元营收贡献，其中有 50%实现了盈利。

图 26：杭州口腔医院下沙院区



资料来源：杭州口腔医院下沙院区公众号，天风证券研究所

图 27：杭州口腔医院临平分院



资料来源：杭州口腔医院临平分院公众号，天风证券研究所

3.3. 高品质打造存济品牌，持续进行省外扩张布局

合作高校助力存济品牌建设。公司通过集团与中国科学院大学、浙江大学、杭州医学院、德国柏林大学夏里特医科大学等国内外知名院校和医学院合作，共享科研成果形成医教研一体化平台，提升医院医疗实力，为公司可持续发展提供有力保障。2015 年 7 月 24 日，中国科学院大学校长丁仲礼院士，与通策集团董事局主席吕建明签署共建协议，共同创办中国科学院大学存济医学院。

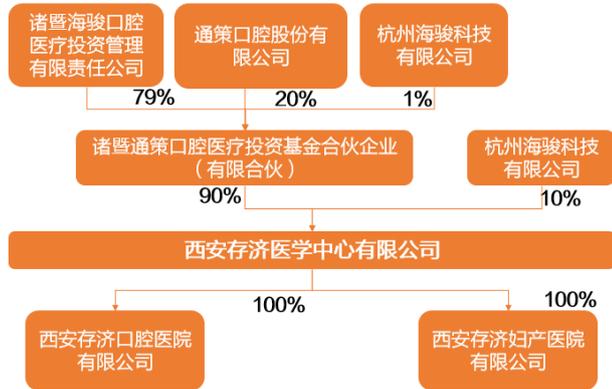
表 6：省外存济医学中心、口腔医院

医院	医院规模	规划标准	科室设置
中国科学院大学西 安存济医学中心	牙椅 221 张 床位 180 张	三级专科医院	口腔医院：综合预诊、正畸、儿童口腔、牙体牙髓病、牙周黏膜科、修复、种植、颌面外科、舒适化治疗等 眼科医院：小儿眼科、青光眼科、玻璃体视网膜膜病、角膜病、眼外伤、白内障、准分子激光等 妇幼医院：产科、肿瘤科、新生儿科等
中国科学院大学重 庆存济口腔医院	250 张牙椅 床位 50 张	三级专科医院	口腔颌面外科、口腔种植、口腔正畸、口腔修复、牙周病、牙体牙髓、儿童口腔、口腔粘膜病、预防口腔、医学检验、医学影像、口腔病理等
中国科学院大学武 汉存济口腔医院	牙椅 250 张 床位 50 张	三级专科医院	种植、正畸、儿童口腔等 14 个

资料来源：存济口腔医院官网，天风证券研究所

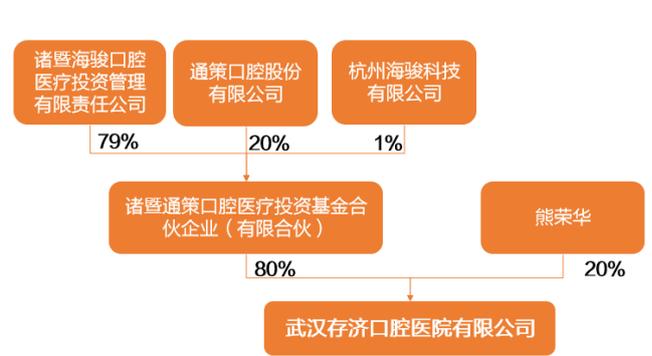
通策医疗形成与高等院校合作的模式，借助存济基金与中国科学院大学合作共建的形式在武汉、重庆、成都建立国科大口腔医院（存济口腔医院），增强医院品牌知名度，提高医院在社会中的信任度；西安存济作为大型医学中心，是中国科学院大学授权附属医院，而且能够依托中国人民解放军空军军医大学的优质医疗资源，实现专家自带就诊流量，迅速实现品牌落地和本地化，赢得患者信任。

图 28：西安存济医学中心持股情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 29：武汉存济口腔医院持股情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

4. 盈利预测与估值

我们按照公司的不同口腔集团体系将相关医院划分进行收入拆分，主要测算假设如下：

- ①浙江省内医院坚持“区域总院+分院”模式快速扩张。紫金港等特色医院打造新高地，蒲公英计划促进提升下沉市场渗透率。
- ②浙江省外医院加强对当地人才的吸引力，迅速实现品牌落地和本地化。
- ③三叶儿童口腔从儿科领域切入，布局长期口腔健康管理领域，提高巩固市占率。

表 7：公司收入分类预测表

单位：百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1894.22	2087.86	3035.72	4069.12	5342.07
yoy	23%	10%	45%	34%	31%
杭口体系（平海院区等）					
合计收入	877.26	943.34	1198.89	1509.31	1892.73
yoy	14%	8%	27%	26%	25%
城西体系（城西等）					
合计收入	443.60	531.22	723.03	932.39	1147.19
yoy	37%	20%	36%	29%	23%
宁口体系合计					
合计收入	202.23	205.63	406.83	557.98	733.15
yoy	17%	2%	98%	37%	31%
省内其他总计					
合计收入	182.23	193.81	301.92	462.75	714.90
yoy	28%	6%	56%	53%	54%
省外体系合计					
合计收入	182.83	208.62	325.45	447.49	615.30
yoy	41%	14%	56%	38%	38%
三叶口腔总计					
合计收入			79.60	159.20	238.80

yoy

200%

150%

资料来源: Wind, 天风证券研究所预测

我们医疗服务机构中选取专科医院: 爱尔眼科 (眼科专科连锁医疗机构)、海吉亚医疗 (肿瘤专科医院)、锦欣生殖 (辅助生殖专科医院), 三家医疗服务机构作为可比公司。我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 30.36/40.21/53.27 亿元, 归母净利润为 8.03/11.15/15.08 亿元, 目前同类医疗服务公司 2021 年平均 PS 为 24 倍, 考虑公司所处口腔领域的快速发展潜力和公司的品牌优势, 以及公司在口腔医疗服务领域积累的丰富的经验和形成优质的管理能力, 同时考虑标的的稀缺性, 给予公司一定估值溢价, 2021 年 PS 为 49 倍, 对应目标价为 468 元, 维持买入评级。

表 8: 可比公司估值

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	营业收入 (亿元)				市销率 (倍)			
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
300015.SZ	爱尔眼科	85.21	3511.95	119.12	151.31	190.23	238.94	29.48	23.21	18.46	14.70
6078.HK	海吉亚医疗	84.00	519.12	14.02	20.41	27.75	39.69	37.03	25.43	18.70	13.08
1951.HK	锦欣生殖	20.00	501.52	14.26	17.99	22.59	27.47	35.17	27.88	22.20	18.25
可比公司平均			1510.86	49.13	63.24	80.19	102.03	30.75	23.89	18.84	14.81
600763.SH	通策医疗	370.60	1188.29	20.88	30.36	40.21	53.27	56.91	39.14	29.55	22.31

资料来源: Wind, 天风证券研究所预测

注: 总市值和收盘价为 2021/6/4 日收盘数据, 可比公司估值数据来自 Wind 一致预期

5. 风险提示

1. 新院扩张速度不及预期

公司从 2019 年开始, 通过“蒲公英计划”拟在浙江省内新开 100 家口腔医疗服务机构, 若公司新增医院扩张速度不及预期, 或对收入增速产生一定影响。

2. 医药政策变化的风险

公司所处的行业为民营医疗服务机构, 若医药行业政策发生变化, 或对公司的业务开展产生一定影响。

3. 核心医疗人才流失的风险

公司目前拥有一批高质量的医生团队, 若未来有核心的业务骨干流失, 或对收入产生一定风险。

4. 估值不准确风险

可比公司涉及港股公司, 考虑到 A/H 股估值差异, 跨市选择可比标的可能存在估值不准确。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	483.04	674.09	964.39	1,504.38	1,922.14	营业收入	1,894.22	2,087.86	3,035.73	4,021.48	5,326.69
应收票据及应收账款	56.30	66.46	110.02	122.34	187.87	营业成本	1,021.37	1,144.87	1,613.19	2,131.79	2,807.17
预付账款	44.31	38.57	73.35	77.88	121.15	营业税金及附加	4.95	4.49	7.78	9.82	12.70
存货	15.65	17.66	47.34	28.70	81.81	营业费用	11.79	17.62	21.25	28.15	26.63
其他	36.14	36.46	45.27	74.47	86.76	管理费用	210.13	230.03	302.97	333.78	420.81
流动资产合计	635.44	833.24	1,240.36	1,807.76	2,399.73	研发费用	22.14	40.06	46.30	61.84	88.45
长期股权投资	231.89	241.90	241.90	241.90	241.90	财务费用	24.04	15.23	0.81	(11.51)	(24.71)
固定资产	788.94	792.82	1,038.39	1,424.65	2,063.45	资产减值损失	0.00	0.00	0.33	0.11	0.15
在建工程	82.39	121.20	154.22	255.54	479.33	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	13.64	13.00	12.19	11.38	10.57	投资净收益	32.91	38.86	31.52	31.52	31.52
其他	907.49	1,062.24	1,242.83	1,467.91	1,749.57	其他	(66.95)	(81.93)	(63.04)	(63.04)	(63.04)
非流动资产合计	2,024.36	2,231.16	2,689.52	3,401.38	4,544.81	营业利润	633.82	678.64	1,074.63	1,499.02	2,027.02
资产总计	2,659.80	3,064.40	3,929.88	5,209.14	6,944.54	营业外收入	1.82	3.07	2.06	2.31	2.48
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	2.25	1.64	1.79	1.89	1.78
应付票据及应付账款	113.54	167.77	165.92	295.35	330.60	利润总额	633.39	680.07	1,074.89	1,499.44	2,027.72
其他	227.90	290.81	393.38	411.10	556.32	所得税	125.62	135.10	195.76	278.90	377.16
流动负债合计	341.44	458.58	559.30	706.46	886.93	净利润	507.77	544.96	879.13	1,220.54	1,650.56
长期借款	320.43	225.27	130.11	34.94	(60.22)	少数股东损益	44.70	52.34	76.05	105.59	142.79
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	463.07	492.63	803.08	1,114.95	1,507.77
其他	28.28	32.17	20.15	26.86	26.39	每股收益(元)	1.44	1.54	2.50	3.48	4.70
非流动负债合计	348.70	257.43	150.25	61.81	(33.82)						
负债合计	690.14	716.02	709.55	768.26	853.11	主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	184.21	198.26	274.31	379.90	522.69	成长能力					
股本	320.64	320.64	320.64	320.64	320.64	营业收入	22.52%	10.22%	45.40%	32.47%	32.46%
资本公积	0.18	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	44.25%	7.07%	58.35%	39.49%	35.22%
留存收益	1,457.64	1,822.30	2,625.38	3,740.33	5,248.10	归属于母公司净利润	39.44%	6.38%	63.02%	38.84%	35.23%
其他	6.98	7.19	0.00	0.00	0.00	获利能力					
股东权益合计	1,969.65	2,348.39	3,220.33	4,440.87	6,091.44	毛利率	46.08%	45.17%	46.86%	46.99%	47.30%
负债和股东权益总计	2,659.80	3,064.40	3,929.88	5,209.14	6,944.54	净利率	24.45%	23.59%	26.45%	27.72%	28.31%
						ROE	25.94%	22.91%	27.26%	27.46%	27.08%
						ROIC	59.46%	55.06%	92.82%	97.11%	101.14%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	资产负债率	25.95%	23.37%	18.06%	14.75%	12.28%
净利润	507.77	544.96	803.08	1,114.95	1,507.77	净负债率	-5.21%	-16.56%	-24.25%	-31.79%	-31.61%
折旧摊销	86.40	92.87	115.76	171.45	261.38	流动比率	1.86	1.82	2.22	2.56	2.71
财务费用	23.06	18.76	0.81	(11.51)	(24.71)	速动比率	1.82	1.78	2.13	2.52	2.61
投资损失	(32.91)	(38.86)	(31.52)	(31.52)	(31.52)	营运能力					
营运资金变动	(404.43)	54.91	(202.04)	(103.07)	(275.12)	应收账款周转率	35.46	34.02	34.40	34.62	34.34
其它	467.96	35.86	76.05	105.59	142.79	存货周转率	98.63	125.34	93.41	105.78	96.40
经营活动现金流	647.84	708.50	762.13	1,245.89	1,580.59	总资产周转率	0.79	0.73	0.87	0.88	0.88
资本支出	201.20	110.81	405.55	651.50	1,123.63	每股指标(元)					
长期投资	118.14	10.01	0.00	0.00	0.00	每股收益	1.44	1.54	2.50	3.48	4.70
其他	(742.45)	(415.31)	(767.56)	(1,278.20)	(2,215.28)	每股经营现金流	2.02	2.21	2.38	3.89	4.93
投资活动现金流	(423.10)	(294.49)	(362.01)	(626.70)	(1,091.64)	每股净资产	5.57	6.71	9.19	12.67	17.37
债权融资	380.43	285.27	183.44	92.72	(3.18)	估值比率					
股权融资	(16.88)	(15.39)	(8.00)	11.51	24.71	市盈率	256.61	241.22	147.97	106.58	78.81
其他	(456.00)	(505.99)	(285.27)	(183.44)	(92.72)	市净率	66.55	55.27	40.34	29.26	21.34
筹资活动现金流	(92.45)	(236.11)	(109.82)	(79.21)	(71.19)	EV/EBITDA	43.47	110.38	98.33	70.15	51.12
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	47.28	119.85	108.91	78.24	57.80
现金净增加额	132.29	177.90	290.30	539.99	417.76						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com