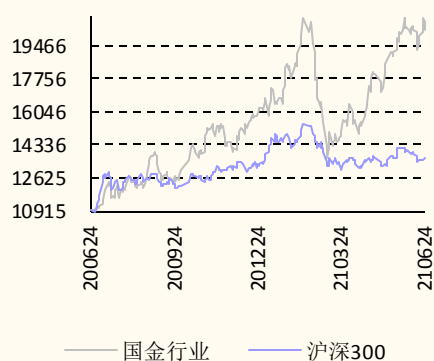


医疗服务行业研究 买入（维持评级）

行业周报

市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金医疗服务指数	20255
沪深300指数	5156
上证指数	3567
深证成指	14785
中小板综指	13186



相关报告

- 1.《八部委联合展开医美整治规范化加速行业出清-医美行业周报》，2021.6.15
- 2.《医美服务机构集中度有望提升-医美服务周报》，2021.5.23
- 3.《医美黄金时期，美丽经济亟待腾飞-医美行业深度》，2021.5.12

袁维

分析师 SAC 执业编号: S1130518080002
(8621)60230221
yuan_wei@gjzq.com.cn

行业更新：瑞尔集团招股说明书整理

事件

- 7月1日，瑞尔集团向港交所递交招股书，拟香港主板 IPO 上市；
- 招股书显示：根据弗若斯特沙利文的资料，就 2020 年的总收入而言，公司是中国第三大民营口腔医疗服务提供商，也是中国最大的高端民营口腔医疗服务提供商。
- 我们特整理公司招股说明书主要内容要点供广大投资者参考。

投资要素

- 中国口腔医疗服务市场快速发展，民营口腔医疗服务发展迅速。2015 年到 2020 年，中国口腔医疗服务的市场规模由 757 亿元增加到 1,199 亿元，CAGR 为 9.6%，预计将以 19.9% 的增速快速扩增、并在 2025 年实现 2,998 亿元规模。其中民营市场规模有望在 2025 年以 23.3% 的增速达到 2,414 亿元，机构数量由 2020 年的 79,800 家达到 133,000 家，年复合增长 10.6%。
- 中国高端口腔医疗服务提供商以中上层消费主体为目标，以更高价格提供优质及增值的口腔医疗服务。在 2015 年到 2020 年，高端市场以年复合增长率 15.2% 的增速快速发展，增至 26.2 亿元规模，并预计将以 19.7% 的增速快速发展，有望在 2025 年达到 74.9 亿元水平。
- 公司在民营口腔医疗服务行业、尤其是高端市场地位领先。从收入、各地区的口腔医疗机构数目及市场参与者的牙椅数目三方面评估，截至 2021 年 3 月 31 日，公司在全国领军的五家民营口腔医疗服务提供商中排名第三。同时，公司也是中国最大的高端民营口腔医疗服务提供商，高端市场面向一二线城市的中上层消费主体，服务价格一般高于行业平均水平 25%。高端品牌声誉及具有竞争力的薪酬架构更有利于吸引有实力的医疗专业人士，从而进一步地提高在普通大众中的品牌知名度。
- 品牌分层：“高端+中端”双线发展。瑞尔集团分为瑞尔齿科和瑞泰口腔，瑞尔齿科定位高端，瑞泰口腔定位二三线市场。公司在中国 15 个主要一、二线城市运营 107 家医院和诊所，提供中高端口腔护理服务，接诊人次达 630 万；瑞尔齿科截至 2021 年 3 月 31 日主要在一线城市运营 50 家口腔诊所，而瑞泰口腔主要在一线及核心二线城市运营 7 家口腔医院及 50 家口腔诊所。
- 此次的资金募集主要用于：约 65% 用于业务扩张，在现有城市开设新的瑞尔及瑞泰医院及诊所；约 50% 用于在现有的一线城市及高潜力的新兴一线城市开设新的医院及诊所，进一步提高渗透率并扩大业务范围；约 15% 用于自建医院及诊所进一步扩张至主要二线城市；约 15% 用于建设及优化信息技术基础设施；约 10% 用于认为将产生协同效应的战略并购；约 10% 用于运营资金。

风险提示

- 医疗事故风险；口腔医院、诊所扩张不及预期；医生、医护人员流失风险。

内容目录

瑞尔集团：中国高端口腔医疗服务的先驱和领导者	3
发展历史：抓住牙科发展的黄金十年	3
收入持续增长，“高端+中端”的双品牌策略提供差异化服务	5
个人患者为主，联合推出高端齿科保险产品	6
口腔医疗服务市场快速发展，高端化、连锁化是大势所趋	7
口腔医疗服务市场快速增长，民营机构发展迅速	7
公司在高端口腔医疗服务商中排名第一	8
公司诊所布局覆盖全国，管理和服务构建核心壁垒	10
全国范围内布局口腔诊所网络	10
公司具有强大的人才发展框架，建立高素质团队	12
公司通过基于平台的标准化经营模式，保证服务质量和经营效率	13
公司拥有高度可扩展业务模式，获得长期可持续增长	13
募集资金项目规划	14
风险提示	14

图表目录

图表 1：公司发展里程碑（上）	3
图表 2：公司发展里程碑（下）	3
图表 3：公司股权结构（变更前）	4
图表 4：公司股权结构（变更后）	4
图表 5：公司财务报表	5
图表 6：公司收入拆分（按品牌）	6
图表 7：公司收入拆分（按科室）	6
图表 8：公司前五大客户	7
图表 9：中国医疗支出及人均医疗支出	8
图表 10：中国消费型医疗服务的市场规模	8
图表 11：口腔医疗服务市场的市场规模（按公立及民营部门划分）	8
图表 12：中国高端口腔医疗服务市场的市场规模（按公立及民营部门划分） ..	9
图表 13：公司在全国领军的五家民营口腔医疗服务提供商中排名第三	10
图表 14：公司在高端口腔医疗服务提供商中排名第一	10
图表 15：分阶段产生收入情况	11
图表 16：瑞尔齿科相关门店照片	12
图表 17：全职人员职能分布	13

瑞尔集团：中国高端口腔医疗服务的先驱和领导者

发展历史：抓住牙科发展的黄金十年

- 瑞尔集团成立于 1999 年，是中国最大的高端民营口腔医疗服务提供商，且就收入而言，还是中国第三大民营口腔医疗服务提供商。在过往十年当中，已服务患者超 6.3 百万人次，在提高和促进消费者对口腔护理和良好口腔卫生的重要性的意识和认识方面发挥着重要作用。
- 公司已成为中国领先的口腔医疗服务集团，业务遍布全国，同时运营瑞尔齿科（领先的高端品牌）和瑞泰口腔（快速成长的大众品牌之一）。近几年，随着中国人口可支配收入不断增加、医疗服务人均支出不断增加、对口腔健康和美学的认识不断提高、以及政府的有利政策等，民营口腔、尤其是高端民营口腔医疗服务市场快速发展。

图表 1：公司发展里程碑（上）

年/月	里程碑
1999年4月	我们以品牌名称「瑞尔齿科」在北京成立第一家口腔诊所。
2001年9月	深圳地王大厦诊所开业，标志著瑞尔齿科进入深圳市场。
2002年4月	上海新天地诊所开业，标志著瑞尔齿科进入上海市场。
2007年4月	我们自主研发的诊所信息化系统正式上线。
2010年4月	我们完成了由KPCB China领投的A轮融资。
2011年2月	厦门国际银行诊所开业，标志著瑞尔齿科扩张进入厦门市场。
2011年9月	我们完成了由GL Capital领投的B轮融资。
2012年1月	广州高德诊所开业，标志著瑞尔齿科扩张进入广州市场。
2012年3月	成立子品牌「瑞泰口腔」。

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

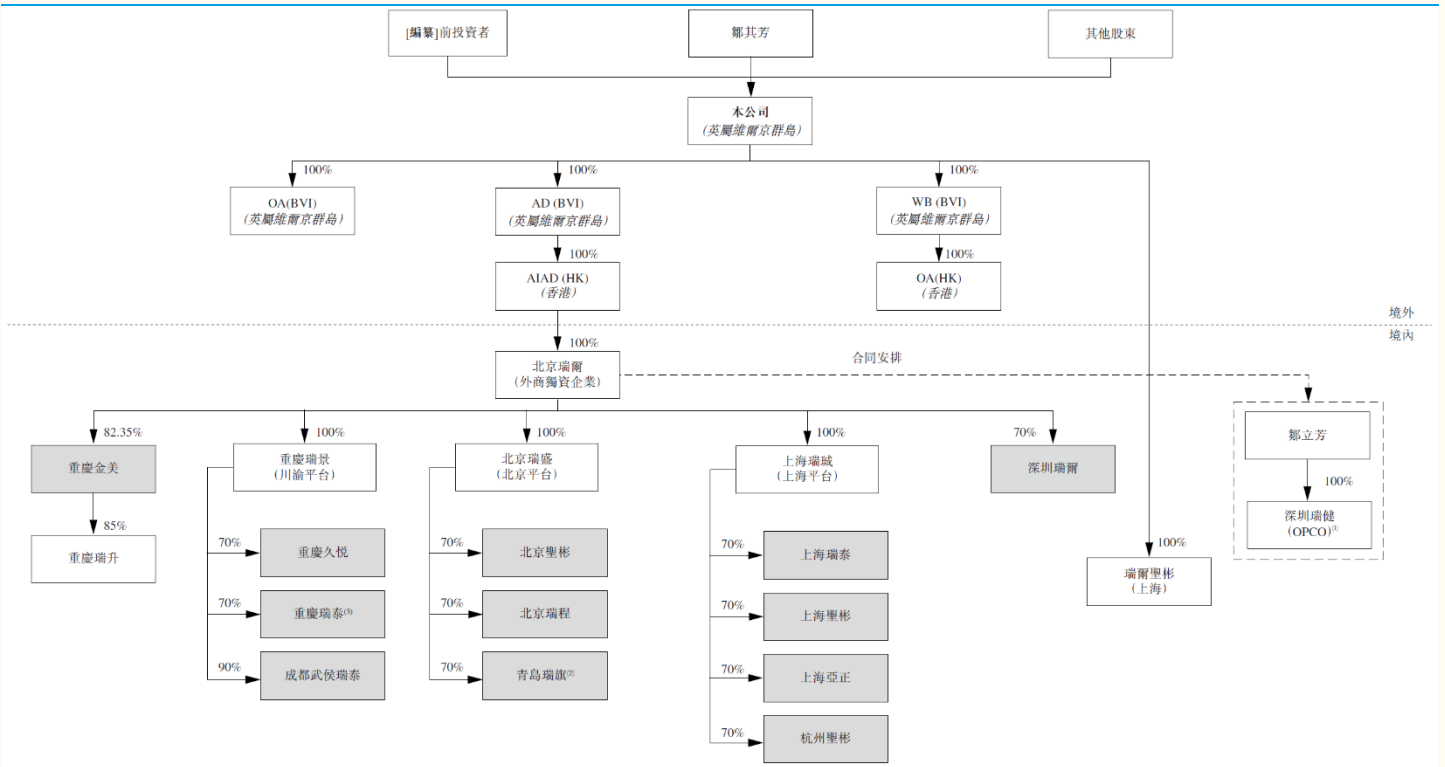
图表 2：公司发展里程碑（下）

2012年11月	杭州欧美中心诊所开业，标志著瑞尔齿科扩张进入杭州市场。
2014年2月	天津国际大厦诊所开业，标志著瑞尔齿科进入天津市场。
2014年4月	我们完成了由新天域资本领投的C轮融资。
2014年11月	成都武侯瑞泰开业，标志著瑞泰口腔进入成都市场。
2015年7月	瑞泰口腔进入重庆市场。
2015年7月	瑞泰口腔进入西安市场。
2016年3月	瑞泰口腔进入青岛市场。
2017年3月至6月	瑞泰口腔陆续进入长沙及无锡市场。
2017年12月	我们完成了由高盛、高瓴及中信领投的D轮融资。
2018年5月	瑞泰口腔进入大连市场。
2019年6月	我们在上海来福士诊所试运行自主研发的SaaS系统「吾爱吾牙」。
2019年11月	瑞泰口腔上海前滩旗舰店开业。
2021年4月	我们完成了由淡马锡领投的E轮融资。

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- **高级管理层从业经验丰富，积极推动员工激励进程。** 创始人邹其芳先生于医疗及管理咨询行业拥有数十年经验，为带领公司发展为中国领先的口腔护理服务提供商带来了战略眼光。此外，公司管理团队在治疗、口腔护理业务领域及财务、商业开发等方面具有丰富的知识和经验，能够发展优化公司架构，精准把握行业发展趋势，战略布局公司业务及产品开发，推动公司的持续发展扩大。
- 为激励本公司董事及雇员并使其与公司利益一致，董事会已于 2021 年 6 月 25 日批准于英属维尔京群岛设立平台，为本公司将采纳的受限制股份单位计划项下的参与者持有合共约 4,798,904 股激励股份。

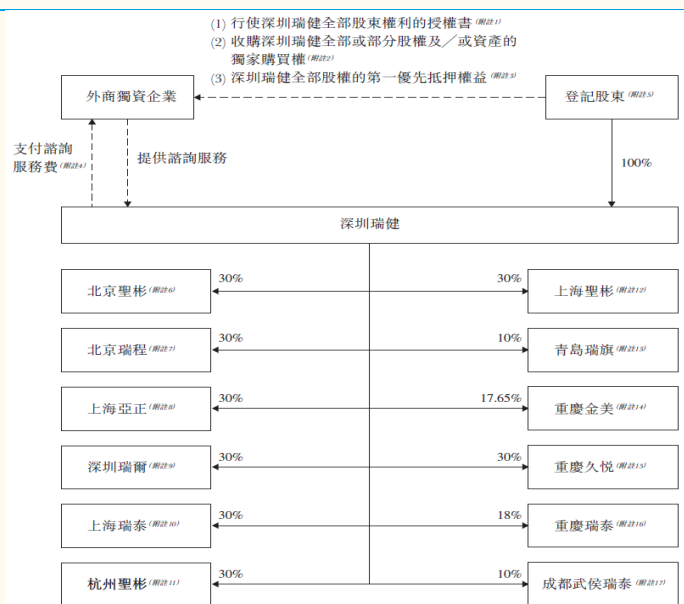
图表 3：公司股权结构（变更前）



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- **合同安排布局可变利益实体，组建医疗机构。**由于外资所有权限制，不允许外国投资者直接或间接持有中国医疗机构超过 70% 股权（四川省除外，允许最高持有 90%），公司提供口腔医疗服务受到了外国投资限制。因此，公司重组后通过合同安排布局，直接或间接持有可变利益实体，并对其财务和经营管理及业绩保持最大权益控制、从其经营中获得全部经济利益（除部分拥有其他独立第三方持有少数股权的可变利益实体外），组建起公司医疗机构开展业务。同时，精准的合同设计，允许集团根据政府颁布措施变动，灵活快速调整合同安排及公司持股比例。

图表 4：公司股权结构（变更后）



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

收入持续增长，“高端+中端”的双品牌策略提供差异化服务

- 公司营收持续增长。公司营业收入主要来自中国各地运营口腔医院及诊所，由 2019 年（2019、2020、2021 均为财政年度）的 10.8 亿元，在疫情期间稳步增长到 2020 年的 11.0 亿元，2021 年实现营收 15.1 亿元。

图表 5：公司财务报表

	截至3月31日止年度					
	2019年		2020年		2021年	
	人民幣元	%	人民幣元	%	人民幣元	%
	(人民幣千元，百分比除外)					
收入	1,080,291	100.0%	1,099,868	100.0%	1,515,127	100.0%
销售成本	(916,519)	(84.8%)	(988,477)	(89.9%)	(1,150,707)	(75.9%)
毛利	163,772	15.2%	111,391	10.1%	364,420	24.1%
销售及經銷開支	(105,576)	(9.8%)	(84,825)	(7.7%)	(79,122)	(5.2%)
行政開支	(103,878)	(9.6%)	(112,680)	(10.2%)	(130,330)	(8.6%)
研發開支	(19,111)	(1.8%)	(27,495)	(2.5%)	(27,311)	(1.8%)
金融資產淨減值虧損	(14,782)	(1.4%)	(16,706)	(1.5%)	(5,476)	(0.4%)
其他(虧損)/收益淨額	(4,468)	(0.4%)	(3,129)	(0.3%)	2,286	0.1%
經營(虧損)/利潤	(84,043)	(7.8%)	(133,444)	(12.1%)	124,467	8.2%
財務收入	8,796	0.8%	9,326	0.8%	7,581	0.5%
財務成本	(37,458)	(3.5%)	(48,011)	(4.3%)	(51,914)	(3.4%)
財務成本淨額	(28,662)	(2.7%)	(38,685)	(3.5%)	(44,333)	(2.9%)
使用權益法入賬的分佔 聯營公司及合營公司						
淨(虧損)/利潤	(9,939)	(0.9%)	(2,716)	(0.3%)	2,602	0.2%
自己發行普通及優先股 重新指定為E輪優先股	-	-	-	-	(196,712)	(13.0%)
可轉換可贖回優先股的 公允價值變動	(192,818)	(17.8%)	(146,049)	(13.3%)	(424,289)	(28.0%)
債券的公允價值變動	-	-	-	-	(16,677)	(1.1%)
權證的公允價值變動	-	-	-	-	(26,802)	(1.8%)
除所得稅前虧損	(315,462)	(29.2%)	(320,894)	(29.2%)	(581,744)	(38.4%)
所得稅抵免/(開支)	11,293	1.0%	(4,931)	(0.4%)	(16,018)	(1.1%)
年內虧損	(304,169)	(28.2%)	(325,825)	(29.6%)	(597,762)	(39.5%)

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 公司透过瑞尔齿科和瑞泰口腔双品牌策略，向不同目标市场提供差异化服务。其中瑞尔高端品牌发力一线城市，收入占比 50%以上；瑞泰大众品牌渗透一二线城市，收入占比不断增加。

图表 6：公司收入拆分（按品牌）

	截至3月31日止年度					
	2019年		2020年		2021年	
	人民币元	%	人民币元	%	人民币元	%
	(人民币千元，百分比除外)					
收入：						
瑞爾齒科	633,694	58.7%	588,501	53.5%	767,219	50.6%
瑞泰口腔	446,597	41.3%	511,367	46.5%	747,908	49.4%
總收入	<u>1,080,291</u>	<u>100.0%</u>	<u>1,099,868</u>	<u>100.0%</u>	<u>1,515,127</u>	<u>100.0%</u>

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 公司提供多元化的专业及个性化的口腔医疗服务，主要涵盖三个牙科分部。1) 普通牙科，2) 正畸科，3) 种植科。其中普通牙科保持收入占比 50% 以上，正畸科与种植科均占 20% 水平。

图表 7：公司收入拆分（按科室）

	截至3月31日止年度					
	2019年		2020年		2021年	
	人民币元	%	人民币元	%	人民币元	%
	(人民币千元，百分比除外)					
普通牙科	603,639	55.9%	593,861	54.0%	828,452	54.7%
正畸科	222,427	20.6%	244,973	22.3%	342,273	22.6%
种植科	231,447	21.4%	236,463	21.5%	299,568	19.8%
其他	22,778	2.1%	24,571	2.2%	44,834	3.0%
總收入	<u>1,080,291</u>	<u>100.0%</u>	<u>1,099,868</u>	<u>100.0%</u>	<u>1,515,127</u>	<u>100.0%</u>

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

个人患者为主，联合推出高端齿科保险产品

- 公司客户结构中个人患者占 90% 以上，涵盖 200 多家企业客户。公司客户主要为个人患者及企业客户，且业务及盈利能力基本不依赖于任何单独个人或企业合同。2020 年，个人患者方面贡献收入 94%；企业客户包括顶尖跨国科技公司在内拥有 200 多家，其中五大客户贡献收入 1.7%。
- 截至 2021 年 3 月 31 日，公司还与 10 家领先保险公司建立密切业务关系，并与 33 家保险公司达成合作协议。

图表 8：公司前五大客户

客户	提供的 产品/服务	主要业务	开展业务 关系的年份	佔总收入	
				交易金额	的百分比
(人民幣千元)					
截至2019年3月31日止年度					
客户A	口腔護理服務	媒體廣告服務	2015年	4,925	0.46%
客户B	口腔護理服務	信用卡服務	2003年	4,052	0.38%
客户C	口腔護理服務	人力資源服務	2017年	3,279	0.30%
客户D	牙科產品	口腔護理服務	2018年	2,640	0.25%
客户E	口腔護理服務	管理諮詢及 外包服務	2013年	1,864	0.17%
截至2020年3月31日止年度					
客户A	口腔護理服務	媒體廣告服務	2015年	8,188	0.74%
客户B	口腔護理服務	信用卡服務	2003年	3,366	0.31%
客户D	牙科產品	口腔護理服務	2018年	2,729	0.25%
北京松柏朗琴口腔 診所有限公司	牙科產品及 IT系統服務	口腔護理服務	2016年	2,346	0.21%
客户F	口腔護理服務	商業健康保險服務	2017年	1,932	0.18%
截至2021年3月31日止年度					
杭州盛朝醫療科技 有限公司	牙科產品	採購平台	2017年	10,334	0.68%
客户D	牙科產品	口腔護理服務	2018年	6,337	0.42%
客户A	口腔護理服務	媒體廣告服務	2015年	5,885	0.39%
客户B	口腔護理服務	信用卡服務	2003年	3,790	0.25%
客户G	口腔護理服務	商業健康保險服務	2017年	2,708	0.18%

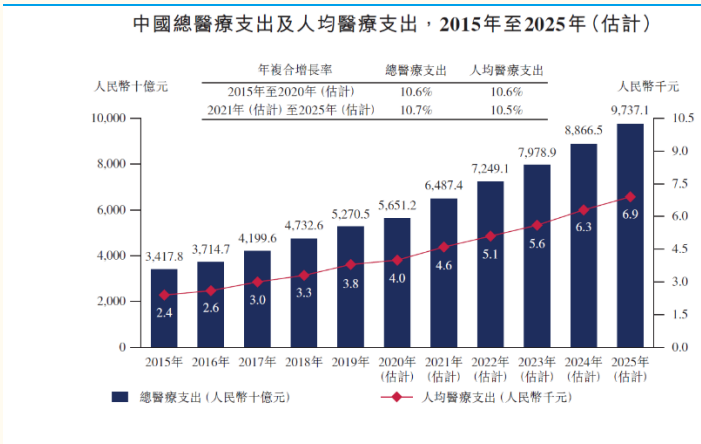
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

口腔医疗服务市场快速发展，高端化、连锁化是大势所趋

口腔医疗服务市场快速增长，民营机构发展迅速

- 中国医疗服务市场迅猛发展。**随着购买力不断增加及中国家庭的健康及保健意识不断提高，中国的医疗服务行业经历了迅猛发展。2015-2020年间，中国的总医疗支出及人均医疗支出以 10.6% 的年复合增长率，在 2020 年增长到 56,512 亿元及 4,000 元。在人均可支配收入增长、医疗服务人均消费支出增加、中国人口老龄化及中上阶层市场消费主体不断增长的推动下，据弗若斯特沙利文报告，预计将于 2025 年前达到总支出 97,371 亿元及人均 6,900 元规模，未来 5 年的复合增长率约 10.7% 及 10.6%。
- 医疗市场转型，消费型医疗服务规模不断扩大，民营机构强势发展。**中国医疗市场由疾病驱动转型为健康驱动，消费型医疗服务市场规模由 2015 年的 3,191 亿元扩大到 2020 年的 8,838 亿元，CAGR 为 22.6%，预计未来五年内将以 22.9% 的增速实现 23,930 亿元规模。
- 鉴于消费者对具有更先进设施、更广泛医疗服务范围及更良好服务体验的民营医疗保健提供商的青睐，以及消费型医疗服务行业增长带来的广泛裨益，政府颁布了一系列对民营机构的有利政策，推动领域投资，进一步促进市场发展。**

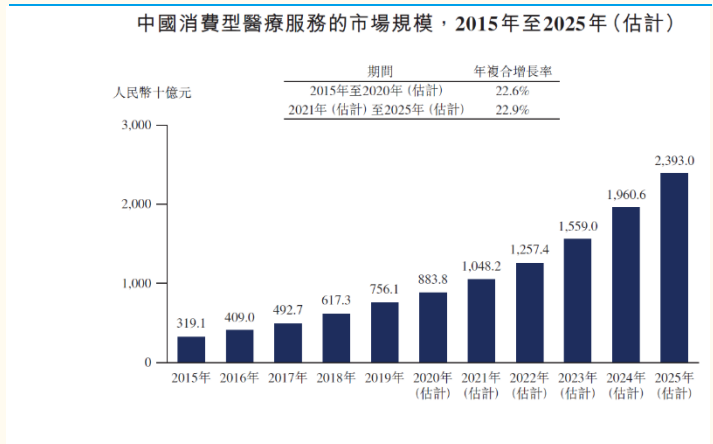
图表 9：中国医疗支出及人均医疗支出



資料來源：世衛組織、國家衛健委、弗若斯特沙利文分析。2019年可得之最新資料。

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 10：中国消费型医疗服务的市场规模



資料來源：弗若斯特沙利文分析

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 20 世纪 90 年代前，中国口腔医疗服务市场由公共医疗机构主导。随着公众对口腔医疗服务需求的快速增长，公共医疗机构呈超负荷趋势、民营口腔医疗服务提供商迅速崛起，数量及覆盖地域不断扩大。
- 在消费升级及口腔护理意识增强、口腔疾病病例增加、监管政策利好的推动下，2015 年到 2020 年，中国口腔医疗服务的市场规模由 757 亿元增加到 1,199 亿元，CAGR 为 9.6%，预计将以 19.9% 的增速快速扩增、并在 2025 年实现 2,998 亿元规模。其中民营市场规模有望在 2025 年以 23.3% 的增速达到 2,414 亿元，机构数量由 2020 年的 79,800 家达到 133,000 家，年复合增长 10.6%。
- 在中国口腔医疗服务市场的未来发展中，民营口腔医疗服务提供商的重要性将持续逐步提升，并呈快速连锁扩张、更加注重先进数字化趋势。

图表 11：口腔医疗服务市场的市场规模（按公立及民营部门划分）



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

公司在高端口腔医疗服务商中排名第一

- 中国高端口腔医疗服务提供商以中上层消费主体为目标，以更高价格提供优质及增值的口腔医疗服务，在整个口腔医疗服务市场中占比较小。在 2015 年到 2020 年，高端市场以年复合增长率 15.2% 的增速快速发展，增

至 26.2 亿元规模，并预计将以 19.7% 的增速快速发展，有望在 2025 年达到 74.9 亿元水平。

图表 12：中国高端口腔医疗服务市场的市场规模（按公立及民营部门划分）



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- **民营口腔医疗服务更好把握消费需求，以强势优势扩大市场份额。**由于中国不同地区之间的人口结构及消费能力差异，口腔医疗市场较为分散，尤其是欠发达地区医疗资源稀缺，市场渗透率极低。民营机构连锁模式能够更好地利用规模经济竞争、占取市场份额。另外，民营医院及诊所采购先进设备流程便捷，更好的设备及服务使得客户需求得到满足，尤其是对高端口腔医疗服务不断变化的快速响应。同时，民营机构通过服务产品数字化，及在线平台整合与预约系统，个性化服务、定制化会员服务等有效地提高了客户的满意度及忠诚度。以强势的综合优势，受到更多客户的青睐。
- **口腔医疗服务市场的壁垒主要包括：经验丰富、技术娴熟的牙医、声誉及品牌知名度、营业资格。**牙医是口腔医疗服务提供商的核心资产，也是决定服务质量和客户体验的关键变量。2020年中国牙科医生人数为 245,000 人，平均每百万人中仅 175 人，远远低于市场需求，再加上缺少系统及标准化的先进临床技术培训，技术娴熟的牙医储备是口腔医疗服务机构发展的关键，更将影响其在消费者中的品牌力度。中国的口腔医疗行业监管严格，需取得若干政府许可，配备足够的医疗设备及资质人员。
- **根据弗若斯特沙利文的资料，就 2020 年的总收入而言，公司是中国第三大民营口腔医疗服务提供商，也是中国最大的高端民营口腔医疗服务提供商。**
- 从收入、各地区的口腔医疗机构数目及市场参与者的牙科椅数目三方面评估，截至 2021 年 3 月 31 日，公司在全国领军的五家民营口腔医疗服务提供商中排名第三。

图表 13: 公司在全国领军的五家民营口腔医疗服务提供商中排名第三

排名	按2020年收入劃分的排名 (人民幣十億元)			按牙科椅數量劃分的排名		按機構數量劃分的排名	
	公司	收入	占比	公司	數量	公司	數量
1	公司A	2.00	2.41%	公司B	2,100	公司A	176
2	公司B	1.96	2.36%	公司A	1,986	公司G	150
3	瑞爾齒科	1.23	1.48%	公司G	1,500	瑞爾齒科	107
4	公司G	1.20	1.44%	瑞爾齒科	1,271	公司I	55
5	公司H	0.67	0.81%	公司H	800	公司B	49
	前五名	7.06	8.50%	前五名	7,657	前五名	537

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

- 公司在高端口腔医疗服务提供商中排名第一。高端市场面向一二线城市的中上阶层消费主体, 服务价格一般高于行业平均水平 25%。高端品牌声誉及具有竞争力的薪酬架构更有利于吸引有实力的医疗专业人士, 从而进一步地提高在普通大众中的品牌知名度。在 2020 年, 公司以绝对优势成为高端领域的领军者。

图表 14: 公司在高端口腔医疗服务提供商中排名第一

排名	公司 (高端分部)	2020年收入 (人民幣百萬元)	機構類型	地理覆蓋範圍 (口腔醫療服務)	機構數量
1	瑞爾齒科	630	口腔診所	7個城市 (北京、天津、上海、 杭州、深圳、廈門、廣州)	50家診所
2	公司K	180	口腔診所	13個城市 (北京、上海、廣州、 鄭州、青島等)	24家診所
3	公司L	101	綜合醫療中心	5個城市 (北京、上海、天津、 廣州、青島)	7家診所， 7家綜合醫院

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

公司诊所布局覆盖全国, 管理和服构建核心壁垒

全国范围内布局口腔诊所网络

- 公司制定双品牌战略, 为不同经济和区域背景的患者提供口腔医疗服务, 利用品牌互补和价格差异化扩张医院范围, 扩大增长。
 - 瑞尔齿科: 公司针对一线城市具有高购买力和较大终身价值的富裕患者推出高端口腔医疗服务品牌瑞尔齿科。公司通过高质量医疗口腔服务和护理向病人收取溢价。瑞尔齿科大部分位于黄金商业地段和甲级写字楼。
 - 瑞泰口腔: 公司针对一线城市和主要二线城市的中产阶级消费者推出了瑞泰口腔。瑞泰口腔通过提供广泛的牙科专科服务, 以实惠的价格占据口腔医疗服务大众市场。瑞泰齿科大部分位于人口密集的住宅区。

- 公司在中国 15 个主要一、二线城市运营 107 家医院和诊所，提供中高端口腔护理服务，接诊人次达 630 万。
- 公司形成庞大的网络，向各类市场提供口腔医疗服务。瑞尔齿科针对具有较高购买力和更高终身价值的服务消费者收取溢价。瑞丽齿科利用有竞争力的价格和优质的服务占据大众医疗口腔市场。
- 截至 2021 年 3 月 31 日，公司一共有 25 家处于正在扩张、26 家迅速增长，52 家处于成熟阶段的医院和诊所。

图表 15：分阶段产生收入情况

	醫院及 診所數目	每張牙科椅 的就診次數	總收入 (人民幣千元)	每家醫院或 診所的收入 (人民幣千元)	每張牙科椅 的收入 (人民幣千元)
擴張	25	700	223,600.5	8,944.0	705.4
迅速增長	26	1,224	266,650.4	10,255.8	1,169.5
成熟	52	1,359	979,173.5	18,830.3	1,571.7

来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 16：瑞尔齿科相关门店照片



来源：公司官网，国金证券研究所

公司具有强大的人才发展框架，建立高素质团队

- 公司有超 800 名牙医，超 51% 的全职牙医拥有硕士以上学位，许多牙医持有主治医师和医学学科带头人的头衔和资格。平均行业经验 12.6 年。
- 公司开发针对牙医的招聘、培训、职业发展和价值共享系统，为牙医提供优质资源和具有吸引力的经济激励措施。

- 公司于 2016 年、2017 年和 2018 年各历年期间加入的牙医月收入分别在五年、四年和三年期间以 43%、54%和 30%的年复合增长率增长。
- 留用率较高。与公司雇佣关系超过五年、十年以及十五年的牙医占医生总数的 30.8%、10.0%和 4.6%。

公司通过基于平台的标准化经营模式，保证服务质量和经营效率

- 公司提供标准化的操作程序和系统以及强大的数字基础架构支持，确保服务质量和运营效率。标准化和数字化的服务平台为口腔护理的运营提供规模优势。公司过往记录显示客户满意度为 96%而客户投诉率为 0.015%。
- 医疗质量控制。**公司将医院质量控制作为首要任务。所有医院和诊所都遵循同样的医疗质量控制合规指南和标准操作程序。此外，公司会对患者的手术以及治疗方案进行适当的评估，按照风险和复制性对手术进行分类，手术和标准有不同的级别。
- 强大、个性化 SaaS 平台。**公司的 SaaS 平台和医疗质量管理体系支持跨品牌、地区、组织结构和产品的业务运营，可以快速开设和扩大新诊所，确保平台和其他医疗 IT 系统进行数据交换的兼容性。
- 供应链和采购。**广泛的供应链管理和集中采购能力形成更强的议价能力，以理想的价格采购到一流的口腔设备。
- 病历管理。**电子病历系统使公司和牙医可以维护患者的病历信息，确保质量控制和累积治疗数据。
- 患者关系管理。**公司的患者关系管理系统可以分析患者的消费历史，使用工具维护患者访问数据流并确定其他口腔医疗及正畸服务的追加销售机会。
- 培训。**公司的培训平台提供了约 300 个在线课程和 200 个案例研究，有助于牙医利用业余时间进行自我学习和提高水平。
- 公司拥有牙医 856 名，占公司全职人员总数的 26.4%。**截至 2021 年 3 月 31 日，公司拥有 3240 名全职人员，分布在全国多个城市工作。公司根据市场情况、业务需求以及扩张计划制定招聘政策，从经验、技能以及能力等方面在公开市场招聘人员。

图表 17：全职人员职能分布

職能	僱員人數	佔總數百分比
牙醫	856	26.4%
護理人員	1,196	36.9%
客服人員	654	20.2%
一般行政人員	350	10.8%
營銷團隊	184	5.7%
總計	3,240	100.0%

来源：招股说明书，国金证券研究所

公司拥有高度可扩展业务模式，获得长期可持续增长

- 公司拥有超过 20 年民营口腔医疗服务行业经验，具有累积和扩大专业人才库、行业知识、运营专业知识和商业资源的能力。

- 公司迅速拓展新的市场，在一线和二线城市城市扩大地域覆盖。公司有能力在 6 个月内开设新的诊所并迅速实现盈利。此外，公司有成功识别、收购高质量第三方牙科诊所的经历。
- 公司现有诊所的持续经营展现出强劲的收入增长，提高品牌声誉，加强公司在高端口腔护理市场的领导地位。2020 财年到 2021 财年，成熟医院及诊所的同店增长率为 34%，公司具有现有诊所网络的持续增长潜力。

募集资金项目规划

- 此次的资金募集主要用于：
 - 约 65%用于业务扩张，在现有城市开设新的瑞尔及瑞泰医院及诊所。
 - 约 50%用于在现有的一线城市及高潜力的新兴一线城市开设新的医院及诊所，进一步提高渗透率并扩大业务范围。
 - 约 15%用于自建医院及诊所进一步扩张至主要二线城市。
 - 约 15%用于建设及优化信息技术基础设施。
 - 约 10%用于认为将于平台产生协同效应的战略并购。
 - 约 10%用于运营资金。

风险提示

- **经营管理风险。**公司新开或收购的口腔医院及诊所需要一定时间盈利，开业初期运营成本较高；开设新医院的所需批准、许可证或者执照存在不及时或无法获得的可能。
- **行业竞争风险。**中国口腔医疗服务行业的快速增长可能会吸引更多的市场参与者进入，瑞尔齿科和瑞泰口腔品牌将与未来的市场进入者竞争。
- **人才流失风险。**公司管理层主要人员流失可能会对未来业务、经营业绩和财务状况产生不利影响。公司可能无法保留、吸引和激励足够数量的合格以及有经验的牙医。
- **技术迭代风险。**公司可能无法跟上口腔医疗服务行业的最新技术发展和市场趋势，没有及时升级现有的服务设备、投资新的服务设备及推出新的服务和产品。
- **设备质量风险。**公司对口腔医疗设备、医用耗材及药品的质量控制有限，可能会收到产品责任索赔。

公司投资评级的说明：

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

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
嘉里建设广场 T3-2402