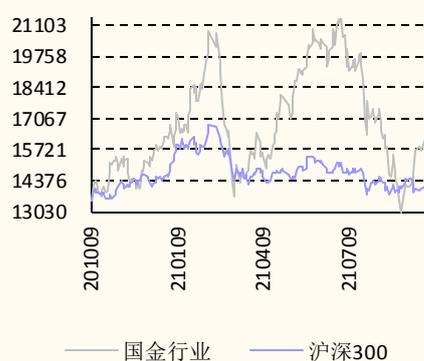


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金医疗服务指数	15899
沪深300指数	4866
上证指数	3568
深证成指	14309
中小板综指	13374



相关报告

- 1.《行业更新：瑞尔集团招股说明书整理-医疗服务行业周报》，2021.7.4
- 2.《多部委共同出台十四五医疗卫生建设方案-医疗板块行业研究（动态...）》，2021.7.2
- 3.《行业盘点：雍禾医疗招股说明书整理-雍禾医疗公司报告》，2021.6.25
- 4.《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
- 5.《医美服务机构集中度有望提升-医美服务周报》，2021.5.23

袁维

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

行业更新：牙博士招股说明书整理

事件

- 9月27日，牙博士医疗控股集团股份有限公司向港交所递交招股书，拟香港主板 IPO 上市；
- 招股书显示：公司是我国华东地区口腔服务行业的龙头企业。自成立以来，公司坚持深耕华东地区。根据灼识咨询报告，于2020年，公司的单牙椅产出、单医生产出分别为210万元及240万元，在我国大型口腔医疗服务市场参与者中均位居前茅。
- 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

- **中国口腔服务市场快速发展，民营口腔医疗服务发展迅速。**中国口腔服务行业发展迅速。中国口腔服务行业的市场规模持续扩大，由2015年约923亿元增加至2020年的1628亿元，复合年增长率为12.0%，并且预计到2030年将达约5262亿元，复合年增长率达11.8%。
- **中国消费型医疗保健及牙科保健服务的市场规模不断增加。**中国消费型医疗保健服务的总市场规模为由2015年的3829亿元增至2020年的6645亿元，复合年增长率为11.7%，并预计于2030年将增至约2.28万亿元，复合年增长率为13.1%。牙科保健服务为消费型医疗保健行业中最大的分支之一，约占整个市场的25%。
- **公司在华东地区民营口腔服务行业领先。**根据灼识咨询报告，就2020年的年收入而言，公司是华东地区规模最大的中高端民营连锁口腔医疗服务提供商、第二大民营口腔医疗服务提供商。同年，就年收入而言，公司是中国江苏省第一大的口腔医疗服务提供商。截至最后实际可行日期，公司于华东地区运营的口腔服务机构数达到31家，累计服务人次约429万、累计服务患者量约100万名、正畸量近4.7万人、完成近6.8万例种植牙手术。2018年至2020年，公司服务的患者数量以27%的年复合增长率增长。
- **公司的平台化赋能可确保公司具有可复制性的商业扩张模式。**基于统一高效的集团化管理以及对于华东地区口腔服务市场的深刻认知，公司快速拓展经营布局。自2018年初至2021年6月底，公司的口腔服务机构数量增长率达61%，同期公司的牙椅数量从230张增长至452张，增长率高达96.5%。2020年，公司整体收入达到8.35亿元，自2018年至2020年，收入年复合增长率为15.0%。
- **此次的资金募集主要用于：**建立新医疗机构、建设苏州市区建立总部医院；并购、构建和优化IT基础设施、营运资金及其他一般企业用途。

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

牙博士：华东地区领先、全国知名口腔医疗服务集团.....	3
发展历史：深耕中国华东，不断拓展市场.....	3
抓住中国口腔发展的黄金时期，收入不断增长.....	4
口腔服务市场快速发展，高端化、连锁化是大势所趋.....	7
口腔服务市场快速增长，民营机构发展迅速.....	7
中国消费及口腔服务的市场规模不断增长.....	8
抓住华东地区口腔市场机会，打造领先口腔品牌.....	11
深耕华东地区，把握口腔服务市场增长机会.....	12
平台化赋能确保公司高度可复制性扩张模式.....	12
公司坚持对口腔服务全流程进行管理，达成了行业领先的经营效率.....	13
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（按业务拆分）.....	6
图表 7：公司收入拆分（按地区拆分）.....	6
图表 8：公司收入拆分（按口腔服务机构拆分）.....	7
图表 9：中国医疗保健支出（2015 年至 2030 年（估计））.....	8
图表 10：中国消费型医疗服务的市场规模.....	8
图表 11：中国口腔服务市场的市场规模.....	8
图表 12：中国口腔服务行业按地区划分的市场规模.....	9
图表 13：华东地区口腔服务行业市场规模（2015 年至 2030 年（估计））.....	9
图表 14：主要国家及地区口腔服务市场普及率.....	10
图表 15：公司在中国所有民营口腔品牌中排名第二（按收入额排名）.....	10
图表 16：公司在中国连锁口腔服务提供商的竞争格局中排名第一位.....	11
图表 17：2020 年华东地区前三大民营口腔服务提供商.....	11
图表 18：华东地区口腔服务行业市场规模.....	12
图表 19：公司未来三年成立新口腔服务机构的计划详情.....	13
图表 20：公司主要财务比率.....	14

牙博士：华东地区领先、全国知名口腔医疗服务集团

发展历史：深耕中国华东，不断拓展市场

- 牙博士品牌创立于 2012 年，是最早布局中国华东地区的民营连锁齿科品牌之一。经过近十年的精益管理和快速发展，公司在华东地区迅速崛起，并深刻理解当地的消费者习惯，目前已成为华东地区的口腔服务龙头企业。根据灼识咨询报告，就 2020 年的年收入而言，公司是华东地区规模最大的中高端民营连锁口腔医疗服务提供商、第二大民营口腔医疗服务提供商，是中国江苏省第一大的口腔医疗服务提供商。
- 截至最后实际可行日期，公司于华东地区运营的口腔服务机构数达到 31 家，公司在华东地区累计服务人次约 429 万、累计服务患者量约 100 万名、总正畸量近 4.7 万人、总共完成近 6.8 万例种植牙手术。2018 年至 2020 年，公司服务的患者数量以 27% 的年复合增长率增长。公司在华东地区已形成并巩固了的消费者基础。

图表 1：公司发展里程碑（上）

月份/年份	里程碑事件
2010 年	2010 年 11 月，公司在江苏成立。
2012 年	牙博士品牌建立，旨在提供高端牙科数字化诊疗。
2013 年	自 2013 年起，公司连续八年组织主办「口腔种植峰会」。
2015 年	自 2015 年起，公司连续五年组织主办数字化正畸矫治技术峰会。
2017 年	公司与「苏州市科学技术协会」在苏州设立了首家「牙齿健康科普馆」，旨在普及牙科知识。公司是中国第一家获得国际 JCI（国际联合委员会）认证的齿科机构。根据卡瓦盛邦（上海）牙科医疗器械有限公司（一家总部位于美国的牙科产品制造商）的统计，按 2017 年至 2020 年全球数字化固定正畸病例数及销售额计，公司位居榜首。公司于 2017 年 8 月设立公司在南京的首家口腔服务机构。
2010 年	2010 年 11 月，公司在江苏成立。
2012 年	牙博士品牌建立，旨在提供高端牙科数字化诊疗。
2013 年	自 2013 年起，公司连续八年组织主办「口腔种植峰会」。

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）

月份/年份	里程碑事件
2018 年	公司为雅加达亚运会中国代表团口腔保障团成员，为团员提供牙医服务。在第六届北京口腔种植培训中心（BITC）口腔种植比赛全国总决赛中，公司的两名牙医晋级 20 强。透过收购温州市鹿城牙博士及温州市牙博士，公司于 2018 年 8 月进入温州口腔服务市场。
2019 年	透过收购上海牙博士，公司于 2019 年 4 月进入上海口腔服务市场。
2020 年	在「第二届隐形正畸行业高峰论坛」上，60 名牙医入围全国「优秀病例评选」，其中六名为公司的牙医。
2021 年	公司于 2021 年 8 月改制为股份公司。自成立以来，公司已在中国获得 24 项专利。自成立以来，公司已为超过 4 百万人次提供口腔服务。截至最后实际可行日期，公司在华东地区的口腔服务机构总数达 31 间。公司的 23 家口腔服务机构被中国地方政府部门指定为中国社保「医疗保险定点医疗机构」。

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

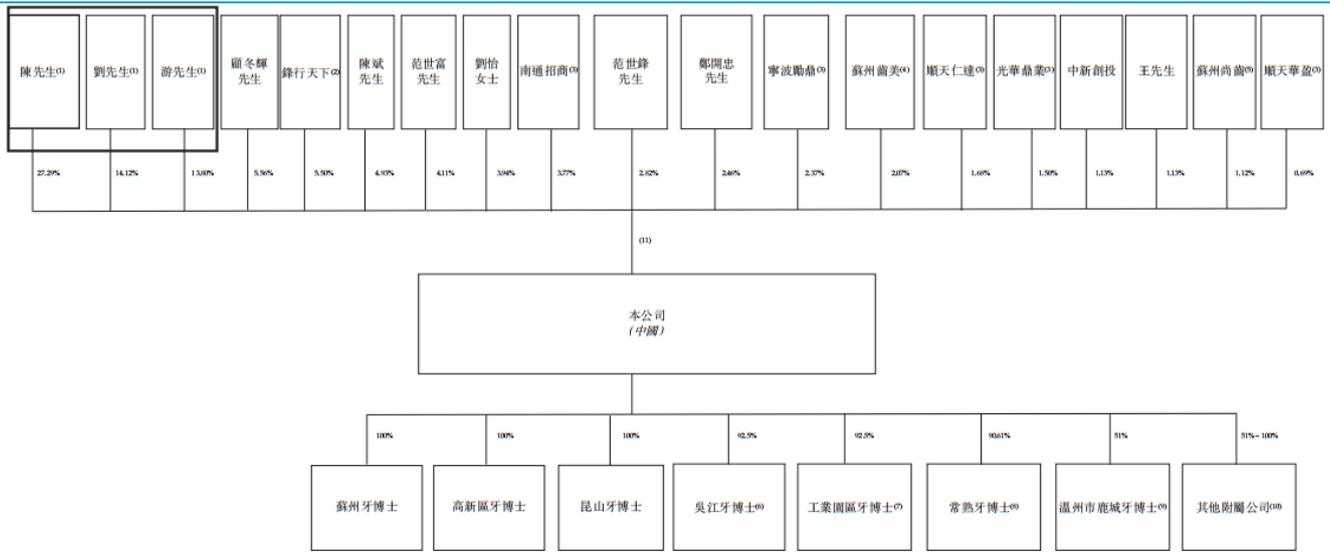
■ 平台化赋能使公司具备了可复制性的商业扩张模式

- 通过深耕华东地区口腔医疗市场近十年，公司积累了强大的运营能力和丰富的门店扩张经验。基于统一高效的集团化管理以及对于华东地区口腔服务市场的深刻认知，公司快速拓展经营布局。截至最后实际可行日期，公司已在华东地区拥有多达 31 家口腔服务机构，覆盖苏州、南京、无锡、上海、嘉兴、温州、台州等华东地区主要城市，其中，公司 8 家口腔服务机构运营达 5 年以上（分类为成熟诊所），占公司口腔服务机构总量的 26%，该等口腔服务机构的单店平均年收入可达到 4000 万元以上。

■ 高水平的医疗专业团队及完善的人员培训体系是公司发展的基础

- 公司拥有一支经验丰富、有竞争力的牙医团队，截至最后实际可行日期，公司拥有 373 名牙医，平均从业年限为 6 年，其中，15.3% 以上医生拥有 10 年以上的从业经验。截至实际可行日期，医疗团队拥有主治医师以上（包含）人数为 98 人，副主任医师职称以上（包含）人数为 15 人，其中部分医生在中华口腔医学会、江苏省口腔医学会、亚太区口腔种植协会及华人美学牙科学会或行业学会、协会担任委员或理事成员。

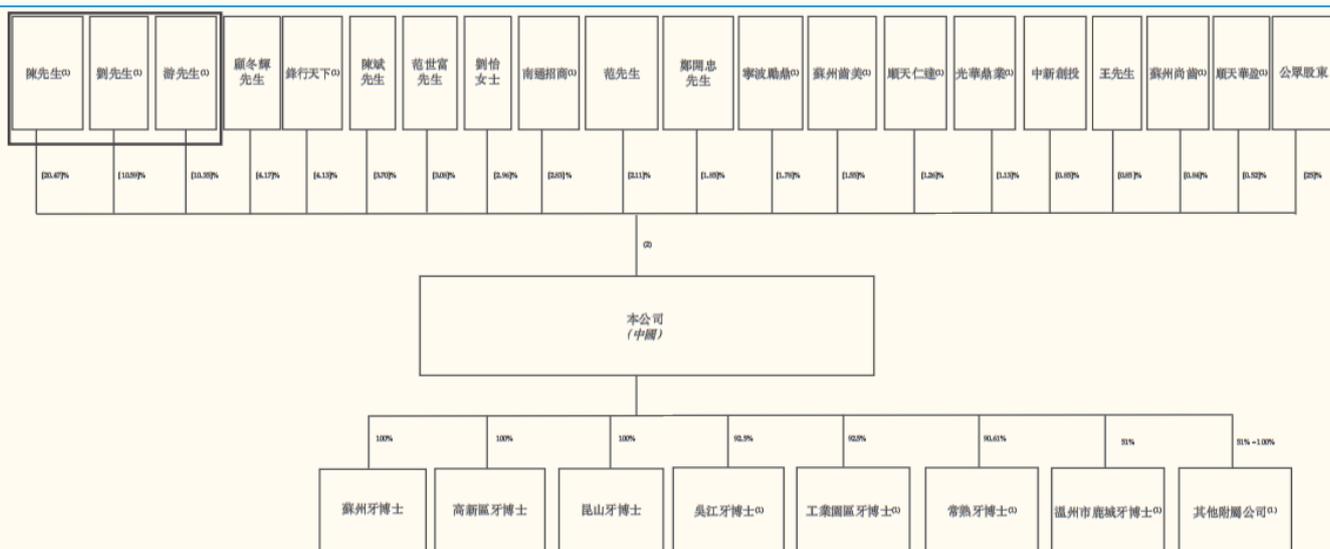
图表 3: 公司股权结构 (变更前)



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

- 公司于 2010 年 11 月 19 日在中国成立为一间有限责任公司, 初始注册及实缴资本为 200 万元。截至其成立日期, 公司由陈先生及刘先生分别拥有 50%及 50%。公司开始营业以来主要从事提供口腔服务, 专注于口腔种植服务、正畸服务及综合牙科服务。
- 根据 2015 年 8 月 3 日的股东决议案, 公司注册资本增至 5000 万元, 其中陈先生及刘先生持有 2550 万元及 2450 万元, 分别占本公司股权的 51.0% 及 49.0%。于 2015 年 8 月 20 日, 上述增资完成, 并已实缴公司当时注册资本 200 万元, 分别由陈先生及刘先生缴付 100 万元及 100 万元。
- 截至最后实际可行日期, 陈先生不再于锋行天下中拥有任何权益, 锋行天下乃由(i)高级管理人员陈斌先生 (作为其普通合伙人) 拥有 0.15%; (ii) 监事王雪东先生 (作为有限合伙人) 持有 40.75%; (iii) 前雇员魏谋达先生 (作为有限合伙人) 持有 17.01%; 及(iv)三名现任雇员 (作为有限合伙人) 持有 42.09%, 彼等概无持有锋行天下三分之一以上的权益。

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

抓住中国口腔发展的黄金时期, 收入不断增长

- 往绩记录期间，公司业绩实现快速增长。于2018年、2019年、2020年以及截至2020年及2021年6月30日止六个月，公司的收入分别为6.32亿元、8.71亿元、8.35亿元、3.1亿元及5.1亿元，2018年至2020年复合年增长率为15.0%。2018年，公司的净亏损为960万元，2019年、2020年以及截至2020年及2021年6月30日止六个月，公司的净利润分别为1610万元、2770万元、2000万元及5890万元。于2018年，经调整净亏损为390万元，2019年、2020年及截至2020年及2021年6月30日止六个月，公司的经调整净利润分别为2360万元、8530万元、2290万元及6160万元。

图表 5: 公司财务报表

	截至12月31日止年度						截至6月30日止六個月					
	2018年		2019年		2020年		2020年		2021年			
	人民幣千元	%	人民幣千元	%	人民幣千元	%	人民幣千元	%	人民幣千元	%	人民幣千元	%
收入	631,635	100.0	870,833	100.0	834,609	100.0	309,629	100.0	506,518	100.0		
销售成本	(298,859)	(47.3)	(402,740)	(46.2)	(371,649)	(44.5)	(141,849)	(45.8)	(229,481)	(45.3)		
毛利	332,776	52.7	468,093	53.8	462,960	55.5	167,780	54.2	277,037	54.7		
其他收入及收益	1,570	0.2	3,364	0.4	8,910	1.1	3,792	1.2	3,692	0.7		
其他開支	(512)	(0.1)	(922)	(0.1)	(1,803)	(0.2)	(1,094)	(0.4)	(628)	(0.1)		
销售及分銷開支	(225,817)	(35.8)	(299,857)	(34.4)	(242,917)	(29.1)	(91,405)	(29.5)	(137,525)	(27.2)		
行政開支	(102,049)	(16.2)	(131,721)	(15.1)	(157,015)	(18.8)	(44,953)	(14.5)	(56,980)	(11.2)		
財務成本	(13,490)	(2.1)	(14,174)	(1.6)	(12,955)	(1.6)	(6,711)	(2.2)	(6,263)	(1.2)		
稅前溢利/(虧損)	(7,522)	(1.2)	24,783	2.8	57,180	6.9	27,409	8.9	79,333	15.7		
所得稅開支	(1,482)	(0.2)	(8,673)	(1.0)	(29,496)	(3.5)	(7,447)	(2.4)	(20,419)	(4.0)		
年內/期內溢利/(虧損)	(9,004)	(1.4)	16,110	1.8	27,684	3.3	19,962	6.4	58,914	11.6		
年內/期內 全面收益總額	(9,004)	(1.4)	16,110	1.8	27,684	3.3	19,962	6.4	58,914	11.6		
以下應佔:												
母公司擁有人	543	0.1	23,646	2.7	25,399	3.0	20,813	6.7	52,349	10.3		
非控股權益	(9,547)	(1.5)	(7,536)	(0.9)	2,285	0.3	(851)	(0.3)	6,565	1.3		
非國際財務報告 準則計量(未經審計)												
年內/期內經調整 純利/(淨虧損)	(3,946)	(0.6)	23,644	2.7	85,307	10.2	22,894	7.4	61,611	12.2		

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

- 消费口腔服务收入不断提升，抓住消费口腔市场机会。公司的收入主要来自于种植服务、正畸服务及综合口腔服务三个部分。种植服务的收入由2018年的2.54亿元增长至2020年的3.56亿元，公司收入中种植口腔服务占比由2018年的40.2%增至2020年的42.6%。正畸服务收入也由2018年的1.62亿元增至2020年的2.08亿元，公司收入中正畸服务占比有所下降，由2018年的25.7%下降至2020年的24.9%。综合口腔服务的收入由2018年的2.16亿元增长至2020年的2.71亿元，公司收入中综合口腔服务占比有所下降，由2018年的34.1%增至2020年的32.5%。

图表 6: 公司收入拆分 (按业务拆分)

	截至12月31日止年度						截至6月30日止六個月					
	2018年		2019年		2020年		2020年		2021年			
	人民幣千元	%	人民幣千元	%	人民幣千元	%	人民幣千元	%	人民幣千元	%	人民幣千元	%
	(未經審計)											
口腔服務類型												
種植口腔服務	253,624	40.2	360,174	41.4	355,938	42.6	137,027	44.3	229,296	45.3		
正畸服務	162,021	25.7	218,411	25.1	208,137	24.9	72,565	23.4	104,140	20.6		
綜合口腔服務	215,990	34.1	292,248	33.5	270,534	32.5	100,037	32.3	173,082	34.1		
總計	631,635	100.0	870,833	100.0	834,609	100.0	309,629	100.0	506,518	100.0		

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

- 公司牙医团队积极将数字化应用于口腔诊疗的全流程中, 包括口腔数据采集、口腔服务方案设计、口腔诊疗、质量控制、结果反馈及复盘等关键环节, 助力公司“一颗牙背靠一个博士团”医疗理念的加速落地。
- 公司深入华东区域化发展, 稳步推进门店扩张: 在江苏省, 公司收入由2018年的5.44亿元增加至2020年的6.47亿元, 收入占比有所下降, 由2018年的84.7%提升至2020年的77.25%。其他地区收入由2018年的9678万元增至2020年的1.88亿元, 收入占比由2018年的15.3%增至22.5%。

图表 7: 公司收入拆分 (按地区拆分)

	截至12月31日止年度						截至6月30日止六個月					
	2018年		2019年		2020年		2020年		2021年			
	人民幣千元	%	人民幣千元	%	人民幣千元	%	人民幣千元	%	人民幣千元	%	人民幣千元	%
	(未經審計)											
按地區劃分的收入												
江蘇省	534,860	84.7	682,164	78.3	646,588	77.5	240,254	77.6	381,624	75.3		
其他	96,775	15.3	188,668	21.7	188,022	22.5	69,375	22.4	124,894	24.7		
總計	631,635	100.0	870,833	100.0	834,609	100.0	309,629	100.0	506,518	100.0		

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

- 旗舰诊所及标准诊所是公司的主要收入来源。近年公司日益注重标准诊所和精品诊所的发展。期间诊所收入由2018年的3.25亿元增加至2020年的3.49亿元, 收入占比有所下降, 由2018年的51.4%提升至2020年的41.8%。标准诊所收入由2018年的2.91亿元增至2020年的4.44亿元, 收入占比由2018年的46.1%增至53.2%。精品诊所收入由2018年的1555万元增至2020年的4168万元, 收入占比由2018年的2.5%增至5.0%。

图表 8: 公司收入拆分 (按口腔服务机构拆分)

口腔服务机构类型	截至12月31日止年度						截至6月30日止六個月			
	2018年		2019年		2020年		2020年		2021年	
	人民币 千元	%	人民币 千元	%	人民币 千元	%	人民币 千元 (未經審計)	%	人民币 千元	%
旗艦診所 ⁽¹⁾	324,768	51.4	390,321	44.8	348,622	41.8	130,963	42.3	198,119	39.1
標準診所 ⁽²⁾	291,321	46.1	429,746	49.4	444,308	53.2	163,212	52.7	277,169	54.7
精品診所 ⁽³⁾	15,547	2.5	50,766	5.8	41,679	5.0	15,454	5.0	31,230	6.2
總計	631,635	100.0	870,833	100.0	834,609	100.0	309,629	100.0	506,518	100.0

附註：

- (1) 牙科椅數量超過19張(含本數)
- (2) 牙科椅數量介乎11至18張(含本數)
- (3) 牙科椅數量不足10張(含本數)

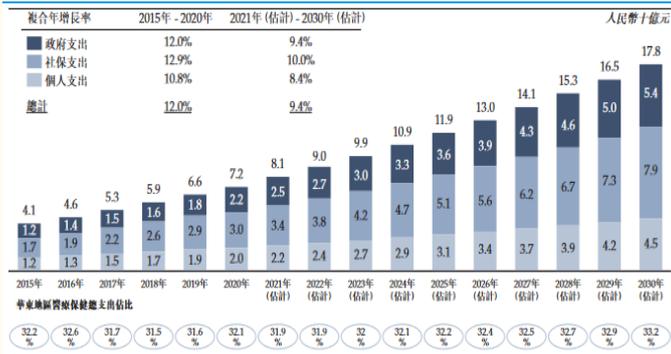
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

口腔服务市场快速发展，高端化、连锁化是大势所趋

口腔服务市场快速增长，民营机构发展迅速

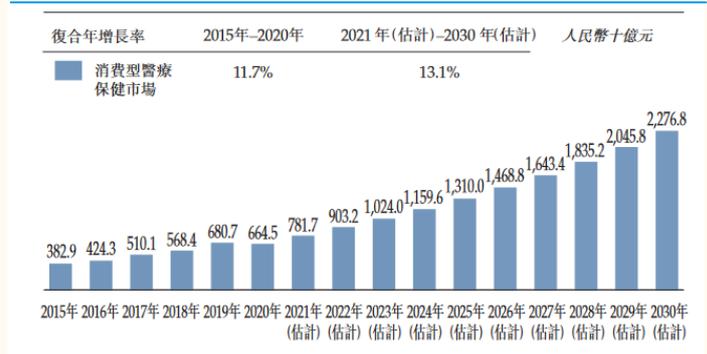
- **中国医疗服务市场迅猛发展。**随着经济的持续增长、城市化及居民可支配收入的日益增加，中国的医疗保健服务市场近年来经历稳步发展。中国的医疗保健支出由 2015 年的 4.1 万亿元增加至 2020 年的 7.2 万亿元，复合年增长率高达 12.0%。预计未来几年这个数字将持续快速上升。根据灼识咨询报告，中国的医疗保健总支出到 2030 年将达 17.8 万亿元以上。同时，根据灼识咨询报告，中国的人均医疗保健支出已由 2015 年约 2913 元迅速增长至 2020 年约 5024 元，复合年增长率为 11.5%。
- **医疗市场转型，消费型医疗服务规模不断扩大，民营机构强势发展。**消费型医疗保健行业可根据不同的领域分为口腔服务、体检服务、辅助生殖服务、眼科服务、二类疫苗等。根据灼识咨询报告，尽管 2020 年因 COVID-19 而出现小幅下降，但中国消费型医疗保健服务的总市场规模为由 2015 年的 3829 亿元增至 2020 年的 6645 亿元，复合年增长率为 11.7%，并预计于 2030 年将增至约 2.28 万亿元，复合年增长率为 13.1%。牙科保健服务为消费型医疗保健行业中最大的分支之一，约占整个市场的 25%。
- 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: 中国医疗保健支出 (2015-2030E)



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

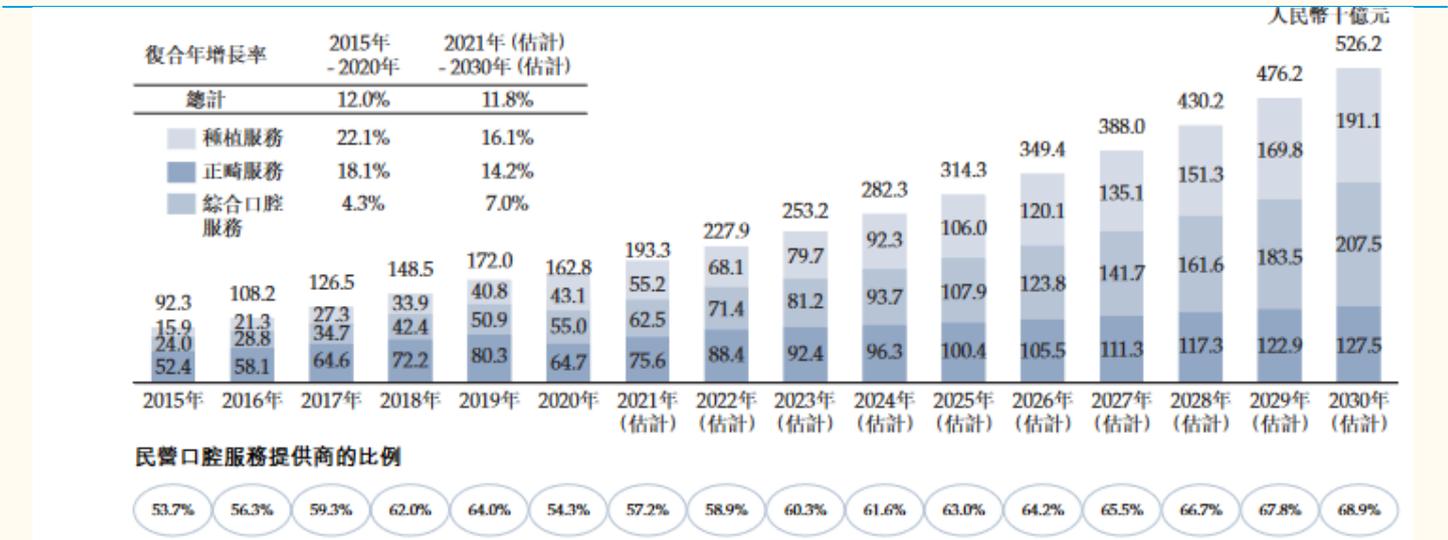
图表 10: 中国消费型医疗服务的市场规模



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

- 中国口腔服务市场规模不断增长:** 口腔服务行业指口腔医疗保健提供商提供的旨在维持口腔健康的服务。与欧美国家相比, 中国的口腔服务行业起步较晚。受益于近 30 年人民生活水平快速提高和牙科技术的跨越式进步, 口腔服务行业从 1990 年代开始进入快速发展期。20 世纪末, 人均 GDP 快速增长及民营牙科连锁诊所兴起等因素推动了口腔服务和消费型医疗保健市场的快速发展。
- 民营医疗机构市场规模迅速增加:** 民营牙科机构的发展速度加快, 甚至高于公立机构的发展速度, 此体现在机构数量及患者就诊人次方面。根据灼识咨询报告, 尽管 2020 年因 COVID-19 而出现小幅下降, 但民营口腔服务的市场规模由 2015 年的约 496 亿元增长至 2020 年的 884 亿元, 复合年增长率为 15.1%, 预计 2030 年将达到约 3623 亿元, 复合年增长率为 15.1%, 而公立口腔服务市场规模由 2015 年的约 427 亿元增长至 2020 年的 745 亿元, 复合年增长率为 11.7%, 预计 2030 年将达到约 1639 亿元, 复合年增长率为 8.2%。

图表 11: 中国口腔服务市场的市场规模



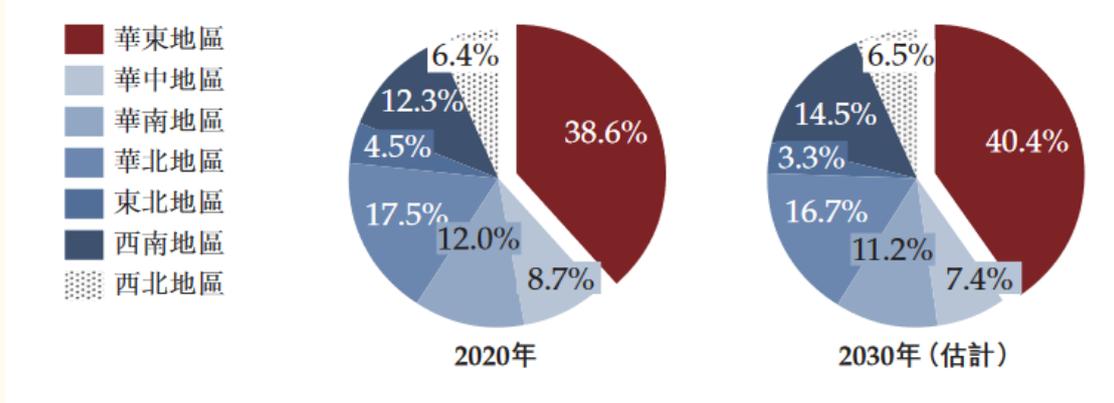
来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

中国消费及口腔服务的市场规模不断增长

- 中国中高端民营牙科行业市场发展迅猛:** 中国中高端牙科行业市场规模从 2015 年的约 44 亿元增长到 2020 年的约 143 亿元, 复合年增长率为 26.6%。据预测, 该市场规模会在 2030 年增长到约 1214 亿元, 年复合增长率为 22.4%。
- 作为经济最具活力的地区, 华东地区于 2020 年占口腔服务市场近 39% 的份额, 预计未来十年将维持相同比例水平, 为中国最具发展潜力的口腔服**

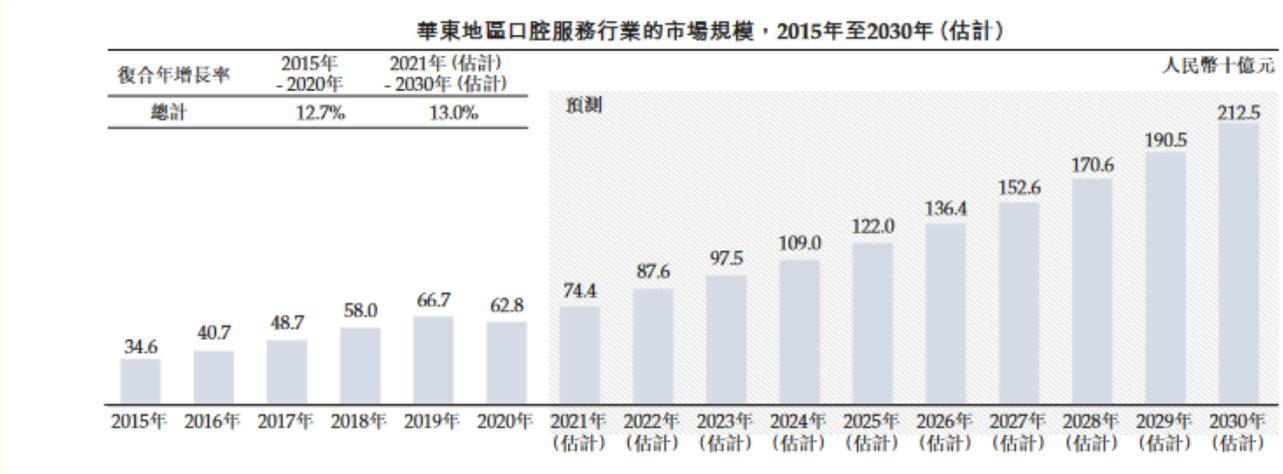
务市场。华东地区口腔服务行业的市场规模由 2015 年约 346 亿元增加至 2020 年约 628 亿元，复合年增长率为 12.7%，并预计在以复合年增长率近 13.0% 的速度增长后，到 2030 年将达约 2125 亿元。

图表 12：中国口腔服务行业按地区划分的市场规模



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

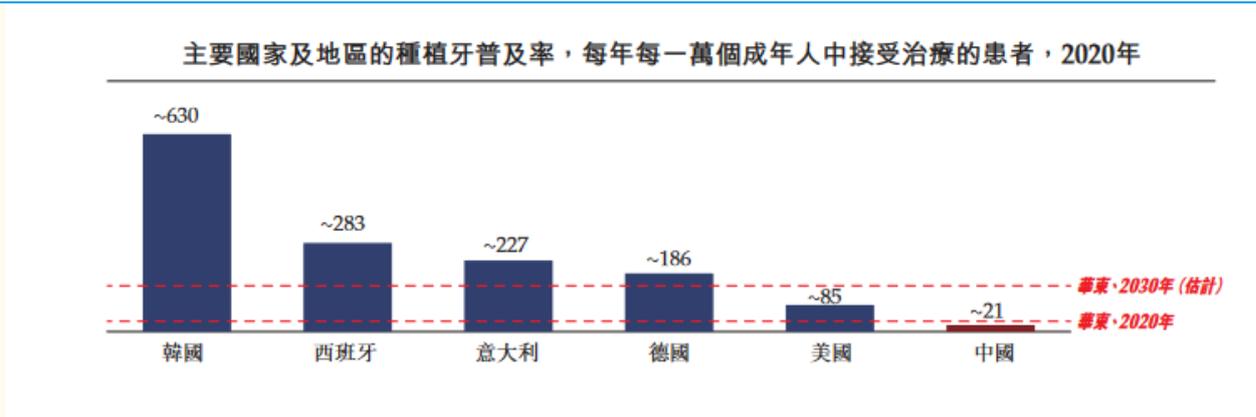
图表 13：华东地区口腔服务行业市场规模（2015 年至 2030 年（估计））



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 中国口腔服务市场的普及率仍处于较低水平。以种植为例，根据灼识咨询报告，在中国，2020 年每一万个成年人中，约有 21 人会在牙体种植方面接受治疗，而美国为大约 85 人，韩国为约 630 人。这表明了中国口腔服务市场的普及率相当低且中国口腔服务市场存在巨大潜力和发展空间。

图表 14: 主要国家及地区口腔服务市场普及率



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

- **民营口腔医院的发展:** 中高端民营口腔服务提供商以中高端市场客户为目标, 并通过成熟的体系打造连锁品牌, 种植服务和正畸服务等高价值服务的收入占总收入的 40%以上。根据灼识咨询报告, 中国中高端民营牙科行业市场发展迅猛。中国中高端牙科行业市场规模从 2015 年的约 44 亿元增长到 2020 年的约 143 亿元, 复合年增长率为 26.6%。据预测, 该市场规模会在 2030 年增长到约 1214 亿元, 年复合增长率为 22.4%。
- **口腔医疗服务市场的壁垒主要包括:** 对资源的控制、品牌知名度及声誉、获取资本能力、客户忠诚度、管理及营运经验。
- **中国民营口腔医院的竞争格局:** 公司是中国口腔医疗服务市场的主要参与者之一。于民营口腔医院中, 2020 年, 以收入及市场份额计, 牙博士口腔于中国中高端民营口腔服务提供商中排名第二。

图表 15: 公司在中国所有民营口腔品牌中排名第二 (按收入额排名)

2020年中國前五大中高端民營口腔品牌 (按收入計)				
排名	公司	企業類型	2020年 收入 (人民幣百萬元)	2020年 市場份額 (%)
1	公司A	口腔診所	2,000	14.0%
2	Dental Doctor 牙博士口腔	口腔診所	835	5.9%
3	公司B	口腔診所	700	4.9%
4	公司C	口腔診所	630	4.4%
5	公司D	口腔診所	630	4.4%
五大總計			4,790	33.6%

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

- **公司在中国口腔服务提供商收入中排名第二。** 随着中国牙科市场的增长, 中国牙科及口腔护理业务的数量及规模将会大幅增加。更多的民营口腔服务公司趋向于开设连锁牙科诊所, 以满足中国各地不断增长的需求。根据灼识咨询报告, 截至 2020 年, 以收入及市场份额计, 牙博士口腔于中国中高端民营口腔服务提供商中排名第二。

- 公司的整体运营效率在中国连锁口腔服务提供商的竞争格局中排名第一位。下表载列 2020 年中国连锁口腔服务提供商的整体排名，其乃以平均每名医生带来的收入、每张牙科椅带来的收入、毛利率、每笔客户种植及正畸交易金额等为依据。根据灼识咨询报告，公司的整体运营效率于 2020 年在中国连锁口腔服务提供商的竞争格局中排名第一位。

图表 16: 公司在中国连锁口腔服务提供商的竞争格局中排名第一位

公司名稱	每名醫生帶來的收入 (人民幣百萬元)	每張牙科椅帶來的收入 (人民幣百萬元)	佔種植及正畸的收入比例	毛利率	每筆客戶種植交易金額 (人民幣元)	每筆客戶正畸交易金額 (人民幣元)	種植時是否應用機械臂	採用椅旁導板3D打印系統的診所數目
Dental Doctor 牙博士	2.4	2.1	67.5%	55.5%	23,522	23,160	✓	19
公司E	-1.4	-1.0	36.3%	45.8%	-8,000	-18,000	X	-10
公司C ^①	-1.4	-1.0	-43.8%	10.1%	-11,000	-20,000	X	-10
公司A	-1.6	-0.8	-57.0%	-12.0%	-13,000	-20,000	X	15-20
公司D ^②	-1.6	-0.8	-45.0%	-27.0%	-17,000	-20,000	X	5-8
公司F	-1.8	-2.1	-48.0%	-44.0%	-18,000	-30,000	X	5-8
公司G	-0.7	-0.7	-55.0%	-41.0%	-14,000	-20,000	X	2-3
公司B	-2.3	-0.9	-60.0%	-39.0%	-12,000	-16,000	X	2-3

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 中国经济最具活力的区域华东地区的民营口腔服务市场竞争激烈。根据灼识咨询报告，按 2020 年的收入计，牙博士口腔于华东地区三大民营口腔服务提供商中排名第二，并于华东地区三大中高端民营口腔服务提供商中排名第一位。

图表 17: 2020 年华东地区前三大民营口腔服务提供商

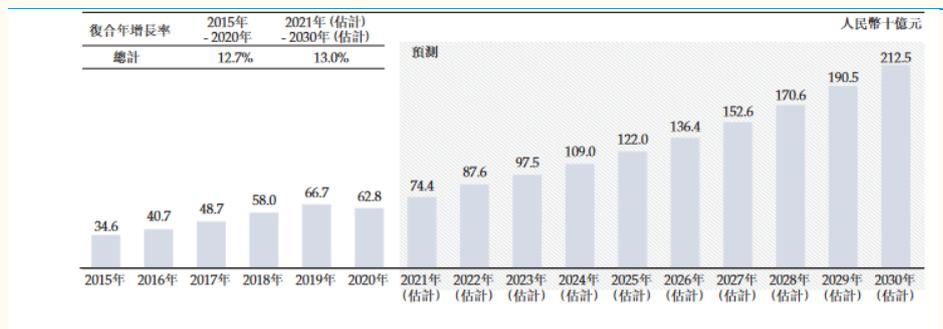
按2020年收入計華東地區 三大民營口腔服務提供商			按2020年收入計華東地區 三大中高端民營口腔服務提供商		
	公司名稱	2020年收入 (人民幣百萬元)		公司名稱	2020年收入 (人民幣百萬元)
1	公司E	1,800	1	Dental Doctor 牙博士口腔	835
2	Dental Doctor 牙博士口腔	835	2	公司A	820
3	公司A	820	3	公司B	420

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

抓住华东地区口腔市场机会，打造领先口腔品牌

- 2020 年全国医疗保健总支出达 7.2 万亿元，各省的支出水平不尽相同。根据灼识咨询报告，排名靠前的省份包括广东、山东、江苏、四川及浙江等省，而 2018 年医疗保健支出最高的五个省份中有三个省份位于华东地区。作为我国经济较发达的地区，华东地区医疗保健总支出在我国呈现较高水平，2015-2020 年占比约 32%，于全国所有地区中排名第一，并且预计在不久的将来仍保持相同水平。根据灼识咨询报告，华东地区的人均 GDP、人均可支配收入、人均医疗保健总成本及人均个人医疗保健成本均远高于全国平均水平。
- 持续提升患者满意度及品牌知名度：公司计划作巩固为安全、有效及对患者友好的医疗服务供应商的坚实地位，并通过引进先进技术及设备以及开拓在线医疗领域，持续提升医疗服务能力及患者满意度。
- 积极吸引和招聘人才，进一步完善培训计划，打造特色企业文化和为骨干员工建立合理的激励机制。

图表 18: 华东地区口腔服务行业市场规模



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

深耕华东地区，把握口腔服务市场增长机会

- 公司是华东地区规模最大的中高端民营连锁口腔医疗服务提供商、第二大民营口腔医疗服务提供商。根据灼识咨询报告，同年，就年收入而言，公司是中国江苏省第一大的口腔医疗服务提供商。截至最后实际可行日期，公司于华东地区运营的口腔服务机构数达到 31 家，服务人次约 429 万、累计服务患者量约 100 万名、总正畸量近 47,000 人、总共完成近 68,000 例种植牙手术。2018 年至 2020 年，公司服务的患者数量以 27% 的年复合增长率增长。
- 公司在华东地区有牢固的消费者基础。公司坚信通过深入的区域化发展，稳步推进门店扩张，有助于公司最终实现成为中国领先的精益口腔品牌的发展目标。

平台化赋能确保公司高度可复制性扩张模式

- 自 2018 年初至 2021 年 6 月底，公司的口腔服务机构数量增长率达 61%，同期公司的牙椅数量从 230 张增长至 452 张，增长率高达 96.5%。2020 年，公司整体收入达到 8.35 亿元，自 2018 年至 2020 年，实现收入年复合增长率为 15.0%。
- 公司可复制的商业扩张能力主要有赖于公司的平台化赋能，主要包括成熟的门店扩展模式和标准化运营体系。公司通过集团高效的平台化管控能力赋能口腔服务机构的标准化运营，能够有效降低医疗服务机构在扩张过程中所受到的区域医疗资源和管理半径产生的限制，减少对于门店自身经营管理水平的依赖，从而大幅提高诊所扩张成功率，形成了具备可复制性的商业扩张模式。
- 凭借公司的往绩记录及可复制的业务模式，公司拟于中国继续成立新医疗机构。公司已于业务扩张方面积累丰富经验。就选择口腔服务机构新址而言，公司主要考虑以下因素：(i) 商业可行性因素，例如周边人口密度、是否毗邻公立医院及与竞争对手口腔服务机构的距离，(ii) 交通因素，例如是

否毗邻公共交通场所、人流量及车流量以及是否有停车位，(iii)物业状况，例如规模、土地所有权、基础设施及污水排放系统，及(iv)成本因素，例如租金水平、要求的租赁期及业主背景。

图表 19: 公司未来三年成立新口腔服务机构的计划详情

預計建成年份	位置	目前狀況	數量 (家)	估計
				總建築面積 (平方米)
2022年	江蘇省	規劃中	4	4,600
	浙江省	規劃中	7	11,500
2023年	江蘇省	規劃中	6	14,300
	浙江省	規劃中	5	5,600
	上海市	規劃中	2	3,000
	安徽省	規劃中	2	4,000
2024年	江蘇省	規劃中	8	15,600
	浙江省	規劃中	2	2,400
	上海市	規劃中	2	2,400
	安徽省	規劃中	5	6,300

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

公司坚持对口腔服务全流程进行管理，达成了行业领先的经营效率

- 公司强大的运营能力得益于对于口腔服务全流程的精益管理。根据灼识咨询报告，公司具备行业领先的经营效率，往绩记录期间的毛利率分别为52.7%、53.8%、55.5%及54.7%，远高于同行业平均水平。根据灼识咨询报告，于2020年，公司的单牙椅产出、单医生产产出分别为210万元及240万元，在我国大型口腔医疗服务市场参与者中均位居前茅。
- 公司取得了行业领先的经营效率，于往绩记录期内，公司录得收入分别为6.32亿元、8.71亿元、8.35亿元及5.07亿元；于2018年度，公司录得经调整后的净亏损5390万元；于2019年度、2020年度及2021年上半年，公司录得经调整后纯利分别为2360万元、8530万元及6160万元。收入与经调整后净利润均呈现了良好的发展态势。

图表 20: 公司主要财务比率

	於12月31日或 截至該日止12個月			於6月30日或 截至該日止六個月	
	2018年	2019年	2020年	2020年	2021年
盈利能力比率					
毛利率 ⁽¹⁾	52.7%	53.8%	55.5%	54.2%	54.7%
淨利潤率 ⁽²⁾	(1.4%)	1.8%	3.3%	6.4%	11.6%
經調整淨利潤率					
(非國際財務報告 準則計量) ⁽³⁾	(0.6%)	2.7%	10.2%	7.4%	12.2%
經調整股本回報率					
(非國際財務報告 準則計量) ⁽⁴⁾	(13.2%)	64.9%	108.9%	無意義 ⁽⁶⁾	無意義 ⁽⁶⁾
流動資金比率					
流動比率 ⁽⁵⁾	52.0%	54.5%	79.6%	73.6%	128.9%

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

- **高水平的医疗专业团队及完善的人员培训体系是公司发展的基础**公司拥有 一支经验丰富、有竞争力的牙医团队, 截至最后实际可行日期, 公司拥有 373 名牙医, 平均从业年限为 6 年, 其中, 15.3% 以上医生拥有 10 年以上的从业经验。截至实际可行日期, 医疗团队拥有主治医师以上 (包含) 人数为 98 人, 副主任医师职称以上 (包含) 人数为 15 人, 其中部分医生在中华口腔医学会、江苏省口腔医学会、亚太区口腔种植协会及华人美学牙科学会或行业学会、协会担任委员或理事成员。
- **公司积极引进先进科技, 将数字化运用于口腔诊疗的全流程。**公司在先进技术应用及通过数字化提高诊疗质量方面处于领先地位。公司牙医团队积极将数字化应用于口腔诊疗的全流程中, 包括口腔数据采集、口腔服务方案设计、口腔诊疗、质量控制、结果反馈及复盘等关键环节。

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, 公司可能面临行业竞争格局加剧的风险。
- **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:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

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