

## 通策医疗 (600763) \ 医药生物

### 口腔医疗服务龙头柳暗花明

#### 投资要点:

- **深耕浙江，辐射全国的民营口腔医疗服务龙头：**公司通过总院+分院+蒲公英计划不断进行扩张，截至2022年上半年，公司在全国各地拥有已营业的口腔医疗机构65家，其中浙江省的口腔医疗机构43家，2021年浙江省内营收占比约为90%，公司浙江省根基稳固并向全国拓展。规模效应带动公司毛利和净利持续提升，2017-2021年公司营收CAGR为23.91%；归母净利润CAGR为34.22%，利润增速快于收入增速。
- **口腔服务市场空间大，但格局分散，优质商业模式易快速扩张。**根据Frost&Sullivan预测中国口腔医疗服务市场预计2025年达近3000亿元，预计2021-2025年行业CAGR为20%。人口老龄化、消费升级、国家政策是行业发展的核心驱动力。但由于牙医自主创业相对容易，因此供给端以民营诊所为主，占比80%，行业CR5为8.5%，市场格局分散。能够获取优质医生资源和成熟扩张模式是口腔连锁公司逐步壮大的关键性因素。
- **获医模式、单店经营和扩张模式均较为成熟的口腔服务龙头。**公司通过与大学合作实现了优质医疗资源的供给，通过成立投资基金吸引核心医生团队和管理团队参与新院建设激励团队。单店模型上看单人次医生创收超过成本支出，经营杠杆持续；业务结构调整提升公司毛利。扩张模式上看，浙江省内通过总院+分院+蒲公英医院持续作深，浙江省外口腔并购基金建设三级口腔医院进入核心城市建立品牌。
- **盈利预测、估值与评级**

我们预计公司2022-24年收入分别为33.6/41.4/51.2亿元，对应增速分别为21%/23%/24%，归母净利润分别为8.2/10.8/13.4亿元，对应增速分别为16%/32%/25%，EPS分别为2.55/3.36/4.18元，3年CAGR为28.15%。DCF绝对估值法测得公司每股价值196.54元，可比公司23年平均PE为65倍。鉴于公司作为口腔连锁服务领域的稀缺标的，具有永续性和稀缺性，给与些许的溢价，综合绝对估值法和相对估值法，我们给予公司23年60倍PE，目标价201.44元，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**政策不确定的风险、医疗纠纷的风险、扩张不及预期的风险

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2087.86	2780.73	3360.57	4142.43	5117.43
增长率(%)	10.22%	33.19%	20.85%	23.27%	23.54%
归属净利润	492.63	702.81	816.10	1076.54	1340.31
增长率(%)	6.38%	42.67%	16.12%	31.91%	24.50%
净资产收益率	22.91%	24.40%	22.08%	22.55%	21.92%
EPS (元/股)	1.54	2.19	2.55	3.36	4.18
市盈率 (P/E)	99.58	95.81	67.16	57.83	43.84
市净率 (P/B)	22.81	21.95	16.38	12.77	9.89
BPS (元/股)	6.71	8.98	11.53	14.89	19.07

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为2023年1月4日收盘价

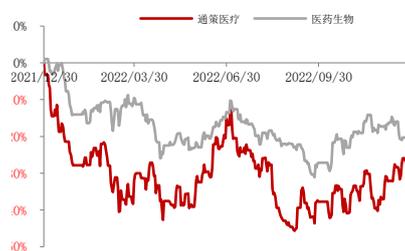
投资评级:

行业: 医疗服务  
投资建议: 买入 (首次评级)  
当前价格: 147.20元  
目标价格: 201.44元

#### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	321/321
流通A股市值 (百万元)	47,198
每股净资产 (元)	10.30
资产负债率 (%)	30.99
一年内最高/最低 (元)	210.60/110.02

#### 股价相对走势



分析师: 郑薇

执业证书编号: S0590521070002

邮箱: zhengwei@glsc.com.cn

#### 相关报告

- 1、《通策医疗 (600763) \ 医药生物行业业绩符合预期 大专科平台稳步推进》2018.08.03
- 2、《通策医疗 (600763) \ 医药生物行业口腔业务稳定增长 长期发展值得期待》2017.08.07
- 3、《通策医疗 (600763) \ 医药生物行业近八成认购彰显信心 提升健康生殖竞争力》2017.01.03

## 投资聚焦

### 核心逻辑

1) 获取医生和激励能力强，优质医疗人才丰富；2) 团队模式成熟，医生单人次人员创收超过成本增速，经营杠杆强；3) 省内作深+省外做广的扩张模式成熟，公司成长能力强。

### 不同于市场的观点

- 1) 市场对于疫情后消费能力疲软的忧虑导致了对于公司长期增长的担心。我们认为口腔行业的核心是发病率高，就诊率低。随着社会发展，口腔健康意识觉醒，口腔行业持续扩容的趋势不可逆。同时优质口腔医生资源长期将保持供不应求，能够有效吸引和激励医生的公司仍将持续增长。公司作为行业龙头，对于医生的吸引能力有望持续增强，长期成长可期。
- 2) 市场普遍认为口腔连锁盈利能力差。我们认为本质上是人力成本占比过高，单位人力成本增速超过收入增速，连锁扩张未进入良性循环。我们认为医疗存在特殊性，规模效应才能满足医疗、教学、科研的三方面发展，才能实现有团队搭配，进一步放大不同级别医生的效能，实现良性经营。公司经过探索，已经初步具备良性发展的商业模式和扩张方式。

### 核心假设

- 1) **区域总院持续稳定增长**：随着杭口平海院区单张牙椅产出逐步提升，宁口和杭口城西院区新院区的投入使用，牙椅数量进一步增加，单张牙椅产出也将进一步提升，杭口平海院区22-24年的营收分别为7.7/8.9/9.8亿，同比增长为5%/15%/10%；杭口城西院区22-24年的营收分别为6.6/7.3/9.2亿，同比增长为17%/11%/26%；宁口院区22-24年的营收分别为2.2/3.2/4.1亿，同比增长为26%/44%/30%；
- 2) **区域分院进一步发展**：现有区域分院进一步巩固在当地的渗透率，区域分院22-24年的营收分别为9.3/11/12亿元，同比增长为15%/15%/15%；
- 3) **蒲公英计划建设节奏放缓，但业绩迎来快速成长期**：蒲公英计划分院22-24年营收分别为4.1/7.1/10.8亿元，同比增长为108.2%/71.5%/51.9%。

### 盈利预测、估值与评级

我们预计公司2022-24年收入分别为33.6/41.4/51.2亿元，对应增速分别为21%/23%/24%，归母净利润分别为8.2/10.8/13.4亿元，对应增速分别为16%/32%/25%，EPS分别为2.55/3.36/4.18元，3年CAGR为28.15%。DCF绝对估值法测得公司每股价值196.54元，可比公司23年平均PE为65倍。鉴于公司作为口腔连锁服务领域的稀缺标的，具有永续性和稀缺性，应该享受些许溢价，综合绝对估值法和相对估值法，我们给予公司23年60倍PE，目标价201.44元，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 正文目录

1.	民营口腔医疗服务龙头.....	5
1.1	“总院+分院”模式下业务版图不断扩张.....	5
1.2	公司核心技术人才临床经验丰富.....	6
1.3	规模效应带动毛利持续提升.....	7
2.	口腔医疗服务市场预计将千亿.....	10
2.1.	老龄化和消费升级驱动口腔行业发展.....	10
2.2.	牙医易独立执业造成行业格局分散.....	13
2.3.	商业模式决定毛利和可持续发展.....	16
3.	成熟模式助力公司不断扩张.....	19
3.1.	多维并举获取和激励优质人才.....	19
3.2.	团队模式最大化发挥医生产能.....	21
3.3.	做深+做广扩张模式日益成熟.....	22
4.	盈利预测、估值与投资建议.....	28
4.1.	盈利预测.....	28
4.2.	绝对估值法.....	29
4.3.	相对估值法.....	30
4.4.	估值与投资建议.....	30
5.	风险提示.....	30

## 图表目录

图表 1:	公司发展历程.....	5
图表 2:	公司运营医院数量情况 (个).....	6
图表 3:	公司股权结构 (截至 2022 年 8 月 23 日).....	6
图表 4:	公司核心医疗技术人员.....	7
图表 5:	2012-2021 年公司营收及其增速.....	8
图表 6:	2012-2021 年公司归母净利润及其增速.....	8
图表 7:	不同地区营业收入及其增速.....	8
图表 8:	不同地区毛利率变化情况.....	8
图表 9:	公司业务收入构成.....	9
图表 10:	医疗服务各项成本占收入的比例.....	9
图表 11:	2016-2021 年公司口腔门诊量变化情况.....	9
图表 12:	2016-2021 年公司口腔客单价情况.....	9
图表 13:	公司期间费用率变化情况.....	10
图表 14:	公司毛利和净利变化情况.....	10
图表 15:	口腔治疗需求.....	10
图表 16:	部分牙科疾病的患病率.....	11
图表 17:	我国老龄化趋势明显.....	11
图表 18:	健康口腔行动目标.....	11
图表 19:	2015 我国居民口腔健康行为改善.....	12
图表 20:	我国儿童牙齿龋患率上升.....	12
图表 21:	我国居民医疗保险支出快速增长.....	12

图表 22: 口腔诊疗人次快于眼科.....	12
图表 23: 2025 年口腔市场将达到 3000 亿元.....	13
图表 24: 口腔医疗服务机构对比.....	13
图表 25: 民营口腔医院增速显著快于公立口腔医院增速.....	14
图表 26: 我国民营口腔医疗服务市场规模预计 2025 年达近 2414 亿元.....	15
图表 27: 美皓集团服务行业格局高度分散.....	15
图表 28: 2010-2020 年口腔医生 CAGR 为 10.3%.....	16
图表 29: 中国 2020 年每百万牙医人数为 175 人.....	16
图表 30: 民营口腔连锁医疗服务企业对比.....	16
图表 31: 口腔连锁企业商业模式拆解.....	17
图表 32: 部分口腔医疗上市公司基本情况对比.....	17
图表 33: 口腔医疗服务价格范围.....	18
图表 34: 口腔连锁业务结构对比.....	18
图表 35: 部分口腔医疗企业毛利率对比.....	19
图表 36: 部分口腔医疗企业净利率对比.....	19
图表 37: 口腔服务企业人力支出占比比较.....	19
图表 38: 口腔服务企业耗材支出占比比较.....	19
图表 39: 公司与国内外大学合作情况梳理.....	19
图表 40: 公司高学历员工增长情况.....	20
图表 41: 公司各类员工增长情况.....	20
图表 42: 公司投资基金简况.....	20
图表 43: 公司早期投资基金投资项目简况.....	21
图表 44: CM 团队模式.....	22
图表 45: 2017-2021 年单人次收入和成本变化.....	22
图表 46: 2016-2021 年公司业务结构变化.....	23
图表 47: 通策医疗浙江省内商业模式.....	24
图表 48: 2012-2021 年杭口平海院区业务表现.....	24
图表 49: 宁波口腔 2009-2021 年业务表现.....	25
图表 50: 杭口城西分院 2017-2022H1 业绩表现.....	25
图表 51: 三大总院 2021 年营收和净利润占比情况.....	26
图表 52: 省内其他分院情况.....	26
图表 53: 公司蒲公英医院分布情况.....	27
图表 54: 部分省外存济医院建设情况.....	27
图表 55: 公司营收测算汇总 (百万元).....	28
图表 56: DCF 估值法关键参数假设.....	29
图表 57: DCF 法估值结果.....	29
图表 58: 可比公司估值.....	30

## 1. 民营口腔医疗服务龙头

通策医疗是一家以医疗服务为主营业务的上市公司，涉足口腔、眼科、妇科、辅助生殖等领域，其中口腔医疗服务业务是国内口腔领域的连锁医疗服务龙头，集临床、科研、教学三位于一体的大型口腔医疗集团。

### 1.1 “总院+分院”模式下业务版图不断扩张

公司自 2007 年借壳“ST 中燕”上市后，不断新建和并购医院进行扩张，在浙江省内形成了杭口平海区域集团、杭口城西区域集团、宁口区域集团、杭口绍兴区域集团、杭口浙中区域集团等 5 家区域集团，形成了多个“区域总院+分院”区域医院集群；在浙江省外公司通过存济品牌不断在武汉、西安、成都、上海等地进行扩张。

**图表 1: 公司发展历程**

时间	重大事件
2006 年 6 月	通过公立医院改制收购杭州口腔医院
2007 年 4 月	借壳 ST 中燕成功上市
2007 年 6 月	收购宁波口腔 70% 股权
2008 年 9 月	挂名浙江中医药大学附属医院
2008 年 5 月	杭口城西口腔分院开业
2011 年 5 月	参与昆明口腔医院改制
2012 年 11 月	与波恩公司成立合资公司探索辅助生殖业务
2013 年 8 月	诸暨口腔成立
2014 年 10 月	三叶草口腔成立
2015 年 5 月	与中科大合作共建存济医学中心
2016 年 10 月	通策口腔医疗并购基金成立，布局省外医院扩张
2016 年 12 月	发行定增，投建“浙江存济妇女儿童医院”
2017 年 10 月	成立浙江大健康产业基金，布局眼科业务
2018 年 6 月	提出“蒲公英计划”
2018 年 7 月	浙江省将通策医疗办医模式列为浙江社会办医模式典型案例
2019 年	提出“种植倍增”和特色分院计划
2020 年	收购三叶儿童口腔
2021 年 9 月	剥离浙江通策妇幼、浙江存济妇女儿童等妇幼资产

来源：公司公告，国联证券研究所

**区域总院+分院模式推动公司持续加强覆盖面。**公司旗下有存济口腔医院、杭州口腔医院、宁波口腔医院、昆明口腔医院、益阳口腔医院等多家口腔医院在当地已积累良好的口碑及服务优势，并通过“区域总院+分院”的模式，结合中国科学院大学存济品牌的优势，加速开展蒲公英计划。截至 2022 年上半年，公司在全国各地拥有已营业的口腔医疗机构 65 家。

图表 2: 公司运营医院数量情况 (个)

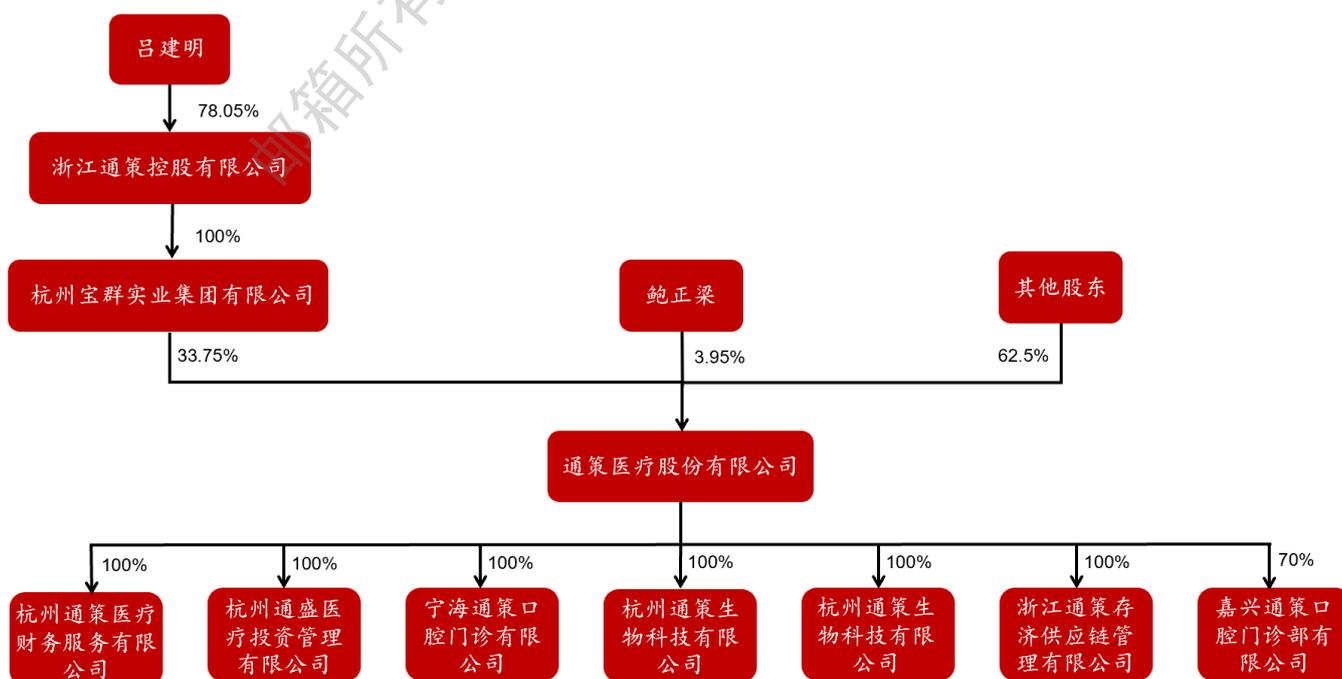


来源: 公司公告, 国联证券研究所

### 1.2 公司核心技术人才临床经验丰富

公司股权相对集中, 管理层持股比例高: 截至 2022 年三季度, 公司董事长吕建明通过间接方式持有公司 26.34% 的股权, 且 2007 年至今公司管理层逐年增持公司股份, 彰显对公司长期发展的信心。

图表 3: 公司股权结构 (截至 2022 年 8 月 23 日)



来源: 公司公告, 国联证券研究所

公司核心技术人才临床和科研经验丰富。公司核心医疗技术人员陈丹鹏等人均有

丰富的学术背景、学术任职和社会兼职，拥有丰富的临床的经验。

**图表 4: 公司核心医疗技术人员**

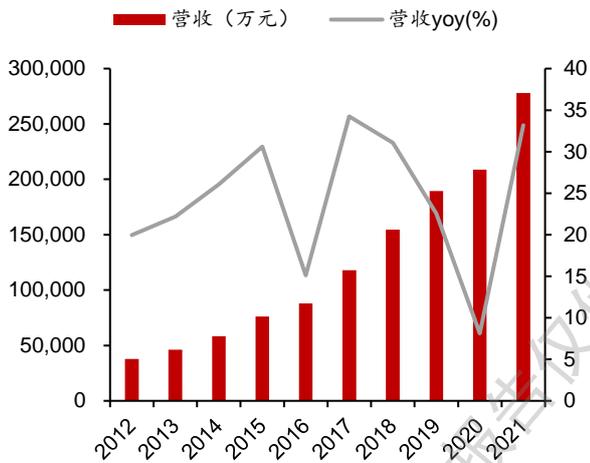
姓名	职务	背景
陈丹鹏	杭口总院长，昆明市口腔医院院长	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 华西医科大学医学博士、主任医师，教授</li> <li>➢ 曾任上海交通大学附属第一人民医院口腔科副主任和正畸修复科主任、口腔科学教研室主任；硕士研究生导师；通策集团信息事业部一牙数字口腔有限公司董事长、杭州口腔医院副院长</li> </ul>
王维倩	杭口副总院长，平海院区院长	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 主任医师，全国牙周专委会委员，中国医学装备协会口腔装备与技术专委会常务委员，杭州市政府特殊津贴获得者，浙江省医师协会理事，浙江省女医师协会副会长，浙江省口腔医学会第五届口腔民营工作委员会、聘任副主任委员</li> <li>➢ 杭州医学院存济口腔医学院第二临床学院院长，中华口腔医学会会员，国际口腔种植学会会员，中华口腔医学会种植专委会专科会员，国际种植协会（ITI）会员，Nobel For 会员，中华口腔医学会第四届口腔医学设备器材分会常务委员</li> </ul>
李小凤	杭口副总院长，城西院区院长	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 本科学历，党员，主任医生</li> <li>➢ 中华口腔医学会口腔修复学专业委员会委员、口腔麻醉学专业委员会委员，口腔医疗服务分会人力资源管理学组组长，浙江中医药大学口腔基础教研室主任，浙江中医药大学校聘教授</li> </ul>
郭泾	宁口院长，杭州医学院存济口腔医学院副院长	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 口腔正畸学博士，教授，主任医师，临床博士生导师</li> <li>➢ 中华口腔正畸专委会常委(第七届)；中华口腔医学会口腔美学专业委员会委员；通策医疗存通策存济医生学术委员会主任委员；中国博士后基金会评审专家</li> </ul>
林海燕	杭口副院长	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 教授/主任医师，硕士生导师</li> <li>➢ 现任杭州口腔医院集团副院长，杭州医学院存济口腔医学院执行院长，杭州口腔医院临安分院院长，杭州口腔医院国家级住培基地负责人</li> <li>➢ 国际种植学会专家组成员( ITI Fellow)、中华口腔医学会口腔种植专委会委员、中华口腔医学会医疗服务分会委员、中国医院协会口腔医院分会委员、中国康复医学会口腔疾病预防与康复专委会常务委员、白求恩精神研究会口腔医学分会理事、浙江省口腔医学会理事、浙江省口腔医学会口腔种植专委会委员、浙江省预防医学会口腔疾病预防与控制专业委员会副主任委员、浙江省医师协会口腔分会常务委员、浙江省口腔医学会医院管理分会委员、浙江省医学会医学鉴定专家库成员、杭州市医学会医学鉴定专家库成员组成员、国际骨科学基金会(Osteology Foundation)会员、BITC 口腔种植大奖赛专家，《口腔种植学辞典》编委</li> </ul>
黄统	杭口副院长	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 主任医师</li> <li>➢ 杭州口腔医院集团副院长、杭州口腔医院绍兴集团总院长、杭州口腔医院集团诸暨分院院长、杭州口腔医院集团正畸中心主任</li> <li>➢ 浙江省健康新产品研究会副理事长、中国卫生信息与健康医疗大数据学会口腔健康大数据专科联盟第一届委员</li> </ul>

来源：公司官网，国联证券研究所

### 1.3 规模效应带动毛利持续提升

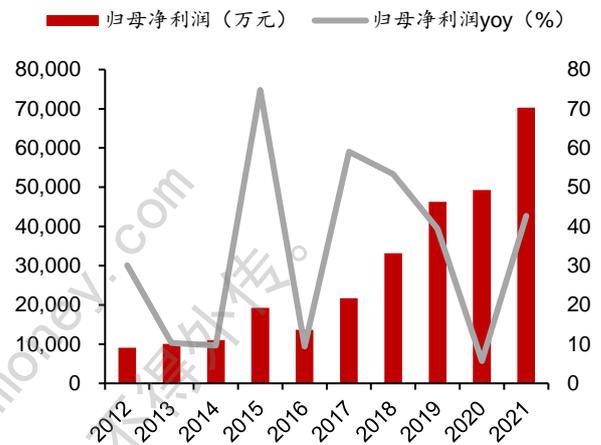
**公司业绩持续高速增长：**2017-2021 年，公司营收由 11.8 亿元增长至 27.81 亿元，CAGR 为 23.91%；归母净利润由 2.17 亿元增长至 7.03 亿元，CAGR 为 34.22%。

图表 5: 2012-2021 年公司营收及其增速



来源: wind, 国联证券研究所

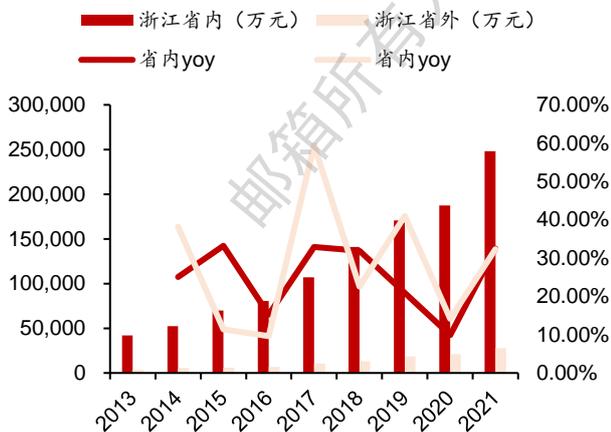
图表 6: 2012-2021 年公司归母净利润及其增速



来源: wind, 国联证券研究所

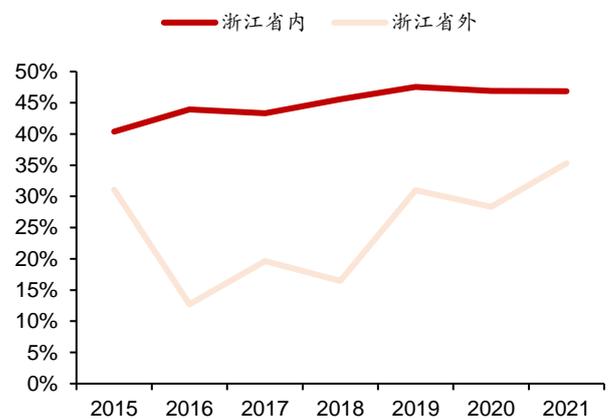
浙江省内市场为公司主要业绩主要驱动力，省外市场毛利率不断提升。2017-2021 年浙江省内营收从 10.80 亿增加到 24.82 亿元，CAGR 为 23.4%，2021 年浙江省内营收占比约为 90%，毛利率为 47%。2021 年浙江省外营收占比约为 10%，2017-2021 年 CAGR 为 27.1%，其中毛利率从 19.6% 提升至 35.3%。毛利率得到显著提升。

图表 7: 不同地区营业收入及其增速



来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 8: 不同地区毛利率变化情况



来源: 公司公告, 国联证券研究所

医疗服务贡献了 95% 收入，成本占比逐步降低。从收入看，医疗服务收入是公司占比最大的收入，2021 年医疗服务贡献了公司 95% 的收入，其中医疗服务主要是口腔医疗服务和辅助生殖服务，2021 年辅助生殖服务仅占 0.6%，且根据公司 2021 年 6 月的公告，公司已将辅助生殖服务资产股权置换为妇幼基金的份额，其业绩不再并表。其中医疗服务收入占比最大的成本为医疗材料成本和人力成本，随着公司收入规模的增大，医疗材料成本和人力成本占比从 2017 年的 17% 和 32% 下降至 2021 年的 14% 和 30%。

图表 9: 公司业务收入构成



来源: Wind, 国联证券研究所

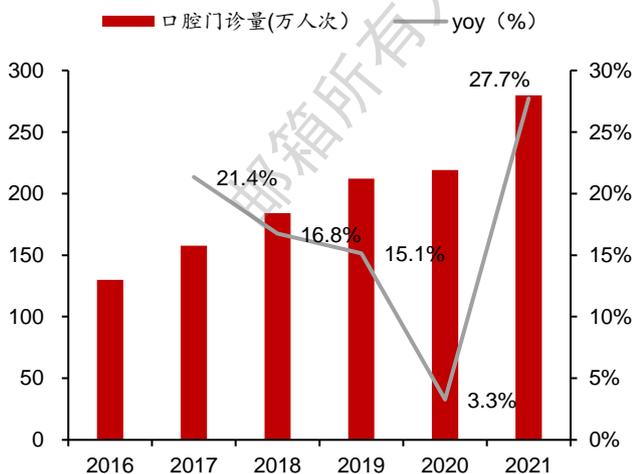
图表 10: 医疗服务各项成本占收入的比例



来源: 公司公告, 国联证券研究所

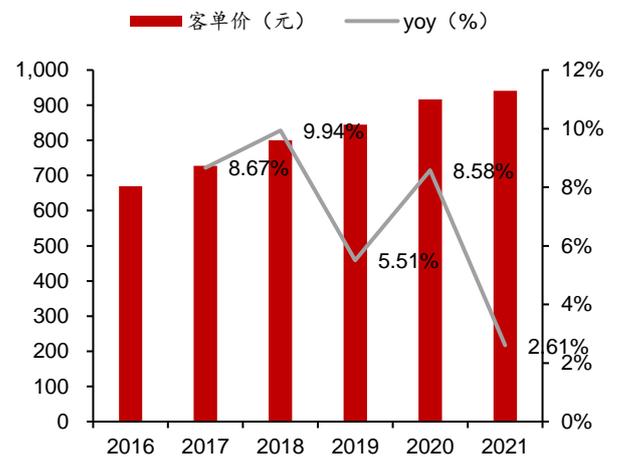
口腔诊疗人次稳定增长, 客单价逐步增加。公司口腔门诊人次从 2016 年 130 万人次增长加到 2021 年的 280 万人次, 2016-2021 年 CAGR 为 16.6%。公司口腔客单价从 2016 年的 670 元增加到 2021 年的 941 元, 2016-2021 年 CAGR 为 7.0%。量价齐升推动公司口腔医疗服务业务持续高增长。

图表 11: 2016-2021 年公司口腔门诊量变化情况



来源: 公司公告, 国联证券研究所

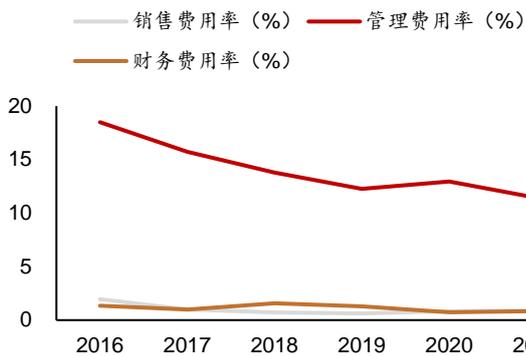
图表 12: 2016-2021 年公司口腔客单价情况



来源: 公司公告, 国联证券研究所

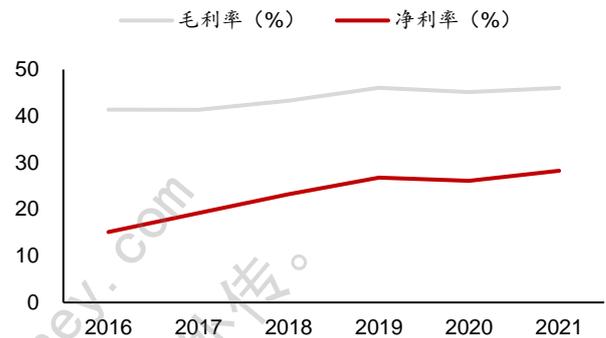
销售费用率持续下降, 净利率持续改善。公司主要费用率为销售费用率, 2016 年到 2021 年公司销售费用率从 18.49% 下降到 11.43%, 带动公司净利率从 2016 年的 15.12% 上升到 28.27%。

图表 13: 公司期间费用率变化情况



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 14: 公司毛利和净利变化情况



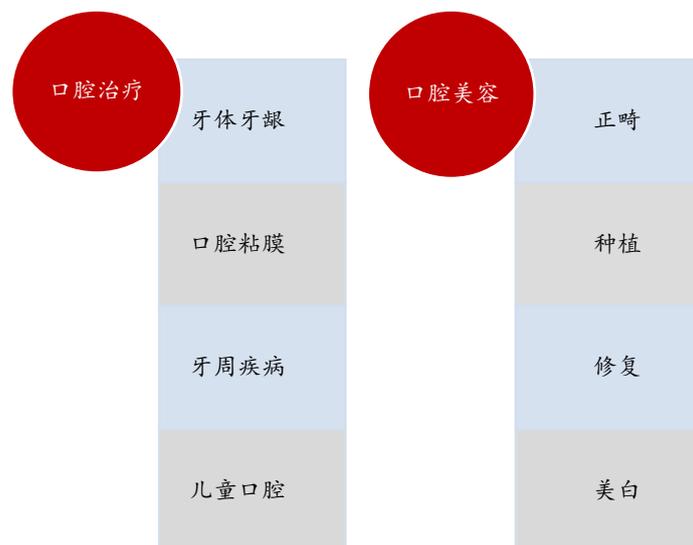
来源: Wind, 国联证券研究所

## 2. 口腔医疗服务市场空间广阔

### 2.1. 老龄化和消费升级驱动行业发展

口腔由唇、颊、舌、腭、涎腺、牙和颌骨等部分组成。口腔疾病种类繁多, 伴随人全生命周期, 常见疾病有龋病、牙周疾病、牙髓病、根尖周病、牙齿缺损、错颌畸形等, 多数口腔疾病的发病率高, 诊疗需求大。同时随着人们生活水平的提升, 洁牙、美白等口腔医疗需求也逐渐涌现。

图表 15: 口腔治疗需求



来源: 艾瑞研究院, 国联证券研究所

牙科疾病覆盖全年龄阶段, 现阶段轻预防治疗率低。根据全国口腔健康流行病学调查的结果显示, 我国儿童 (5-7 岁)、青少年 (12-15 岁)、中年 (35-44 岁)、老年人 (65-74 岁) 等各个年龄段中常见的龋病、牙龈炎、牙周炎等常见疾病均保持较高的发病率, 在接受窝沟封闭、涂氟、定期口腔检查、牙齿清洁等方面欠缺意识, 治疗率低。

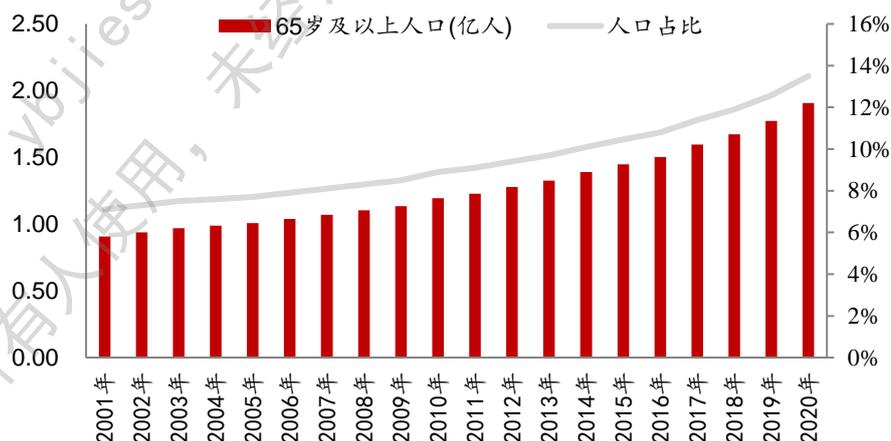
图表 16: 部分牙科疾病的患病率

病因	代表症状	中国患病率				中国治疗率
		5岁	12岁	35-44岁	65-74岁	
龋病	患龋率	72%	42%	88%	98%	老年人仅 4%接受了治疗
牙龈炎	牙龈出血		61%	87%	83%	重治疗而不注重预防
	牙石		61%	97%	90%	
牙周炎	牙周袋				91%	

来源:《第四次全国口腔健康流行病学调查结果解读大众版》, 国联证券研究所

人口老龄化驱动口腔医疗行业的发展。2020 年我国人口总数 14.12 亿人, 其中 65 岁及以上人口达 1.91 亿人, 占比 13.5%。65 岁及以上人口 2015-2020 年 CAGR 达 5.7%。老龄人口口腔牙齿缺失概率高于其他年龄群体, 对于种植服务的需求较大, 人口老龄化趋势有望驱动口腔医疗行业的发展。

图表 17: 我国老龄化趋势明显



来源: 国家统计局, 国联证券研究所

政策推动口腔领域就诊需要持续提升。2019 年 2 月国家卫健委发布《健康口腔行动方案(2019-2025 年)》, 其中对于多个口腔健康指标提出了较为明确的目标, 该政策有助于居民提升口腔健康意识, 增加口腔健康需求。

图表 18: 健康口腔行动目标

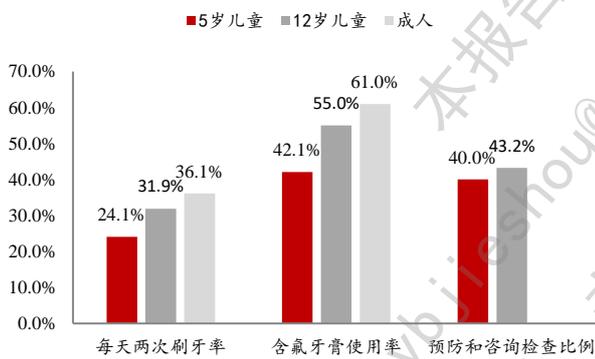
主要指标	基线(2016年)	2020年	2025年	属性
12岁儿童龋患率(%)	34.5%	控制在 32%以内	控制在 30%以内	预期性
12岁儿童龋齿充填治疗比(%)	16.5%	20.0%	24.0%	预期性
儿童窝沟封闭服务覆盖率(%)	19.4%	22.0%	28.0%	预期性
成人每天 2 次刷牙率(%)	36.1%	40.0%	45.0%	倡导性
65-74 岁老年人存留	22.5	23	24	预期性

牙数 (颗)

来源:《健康口腔行动方案》, 国联证券研究所

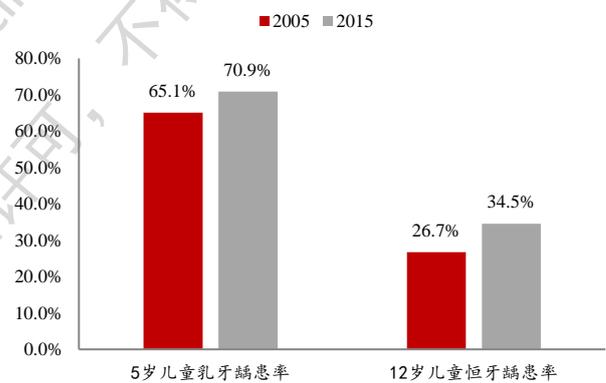
居民口腔健康意识提升, 儿童牙齿龋患率较十年前增长, 口腔医疗需求扩大且持续化。据第四次全国口腔健康流行病学调查结果, 5岁及12岁儿童因预防口腔疾病和咨询检查就诊的比例分别为40%、43.2%。5岁儿童乳牙龋患率达70.9%, 相较于2005年增长5.8pct; 12岁儿童恒牙龋患率达34.5%, 相较于2005年增长7.8pct。随着我国居民对口腔健康的意识逐渐提升, 口腔健康素养水平和健康行为情况不断改善, 同时我国儿童牙齿龋患率呈现增长态势, 口腔医疗服务需求将随之扩大并且持续化。

图表 19: 2015 我国居民口腔健康行为改善



来源: 第四次全国口腔健康流行病学调查, 国联证券研究所

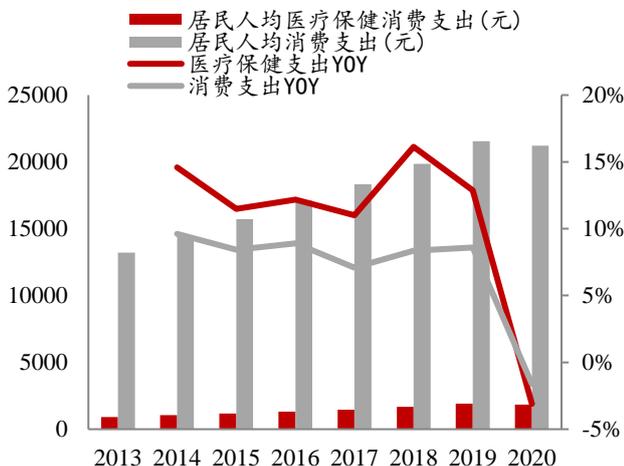
图表 20: 我国儿童牙齿龋患率上升



来源: Wind, 国联证券研究所

消费升级带动医疗服务需求不断释放, 口腔科更具市场潜力。国家统计局数据显示, 我国居民医疗保健支出2013-2020年CAGR为11%, 高于同期人均消费支出的年CAGR(7%)。据中国卫生健康统计年鉴, 2019年医院口腔科门急诊人次达1.22亿人次, 高于眼科(1.19亿)及耳鼻喉科(1.05亿)等同样有市场化属性的科室, 另外口腔科2013-2019年CAGR达7.5%, 高于眼科(6.9%)及耳鼻喉科(5.9%)。随着居民健康意识提升, 消费升级, 带动医疗服务需求不断释放, 口腔有望快速增长。

图表 21: 我国居民医疗保险支出快速增长



来源: 国家统计局, 中国卫生健康统计年鉴, 国联证券研究所

图表 22: 口腔诊疗人次快于眼科



来源: Wind, 国联证券研究所

我国口腔医疗服务市场规模预计 2025 年达近 3000 亿元。据弗若斯特沙利文报告，2015-2020 年我国口腔医疗服务市场规模呈现持续增长态势，CAGR 达 9.6%。2020 年因新冠疫情影响，市场规模略有下降，达 1199 亿元，但弗若斯特沙利文预计将于 2025 年增长至 2998 亿元，2021-2025 年 CAGR 为 20.1%，市场空间较大。

图表 23：2025 年口腔市场将达到 3000 亿元



来源：弗若斯特沙利文，国联证券研究所

## 2.2. 牙医易独立执业使行业格局分散

公立口腔以医院为主，数量少；民营以口腔诊所为主，数量多。我国口腔医疗服务卫生机构主要分为四类，综合医院口腔科、公立口腔专科医院、民营口腔专科医院、口腔专科诊所（连锁和个体）。从地理分布来看，口腔专科医院主要分布于一二线城市及较为发达的三四线城市，综合医院和专科诊所则广泛分布在城市及农村。从数量上看，口腔专科诊所最多，2018 年约为 8 万家，其中包括连锁及个体诊所；综合医院约为 2 万家，大部分均设有口腔科；口腔专科医院民营机构占比较高，达 723 家，公立仅 162 家。

图表 24：口腔医疗服务机构对比

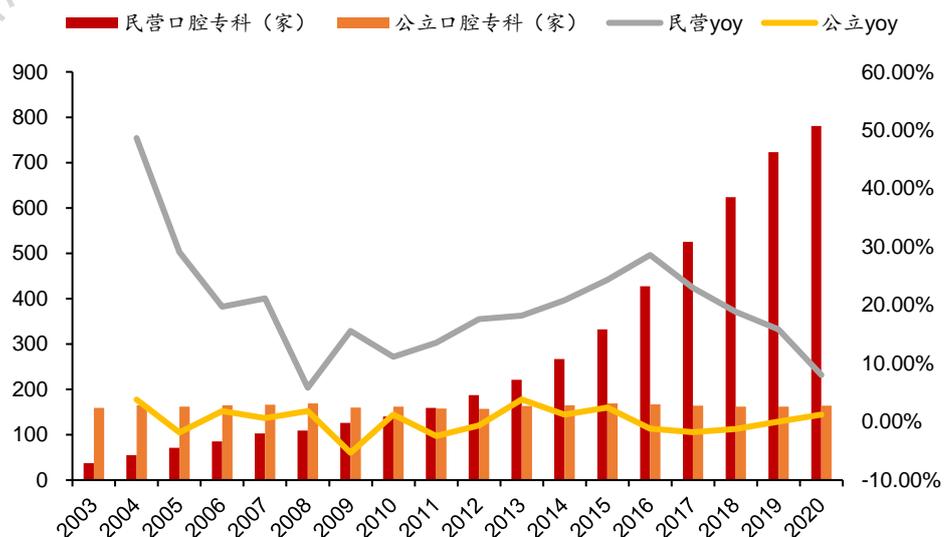
	综合医院口腔科	公立口腔 专科医院	民营口腔 专科医院	连锁口腔诊所	个体口腔诊所
地理分布	大部分位于城市及农村地区的医院均设有口腔科	大部分位于一线及二线城市，部分位于相对发达的三线及四线城市	大部分位于一线及二线城市，部分位于相对发达的三线及四线城市	一线城市及主要省会城市	广泛分布在城市及农村地区
硬件及设备	相对多样化及全面	较综合医院口腔科更为多样化及全面	较好的环境及设备更完善，较公立牙科医院更为多样化、全面及相对先进	设备较个体口腔诊所精良	硬件及设备种类有限
人才技能及职业发展	相对熟练；提供合理	技术精湛及拥有大量	技术精湛及拥有若干	以各大医院医师及年	技能低；晋升方案更

的晋升方案	行业专家；具备合理的晋升方案	行业专家；具备合理的晋升方案	轻医生为主，技术水平较高	少	
服务范围	常见牙科疾病	多样化及全面的牙科疾病；复杂症状	多样化及全面的牙科疾病；更多美容及长期护理计划	偏重利润较高的种植、正畸、修复等服务	常见牙科疾病类别有限
目标患者	当地居民	遍布城市及地区的大患者群	遍布城市及地区的大患者群	当地居民，以中高端用户为主	社区居民
客户服务	已建立相对简单及繁忙的客户服务体系，服务周期相对严格及有限	已建立相对全面及专业的客户服务体系，服务周期相对严格及有限	已建立针对患者的全面及专业的客户服务体系，提供更灵活及亲民的全天候客户服务	已建立针对患者的全面及专业的客户服务体系	通常缺乏全面及专业的客户服务体系
平均牙医人数	5至20人	20至50人	20至50人	1至5人	1至5人
机构数量	2019年综合医院19963家，大部分有口腔科室	2019年162家	2019年723家	约80000家（包括连锁和个体）	

来源：美皓集团H股招股书，弗若斯特沙利文，中国卫生健康统计年鉴，蛋壳研究院，国联证券研究所

**民营口腔医院增速显著快于公立口腔医院，2016年是民营口腔医院增速的转折点。**民营口腔医院从2003年的37家增加到2020年781家，18年的时间医院数量增加了20倍，而公立口腔医院数量从2003年的159家增加到2020年164家，18年的时间医院数量增加了5家，民营增速明显快于公立。同时民营口腔数量2008-2016年CAGR为18.6%，2016-2020年CAGR为16.3%。2016年是民营口腔医院发展的转折点，2016年后民营口腔医院增速开始放缓。

图表 25: 民营口腔医院增速显著快于公立口腔医院增速

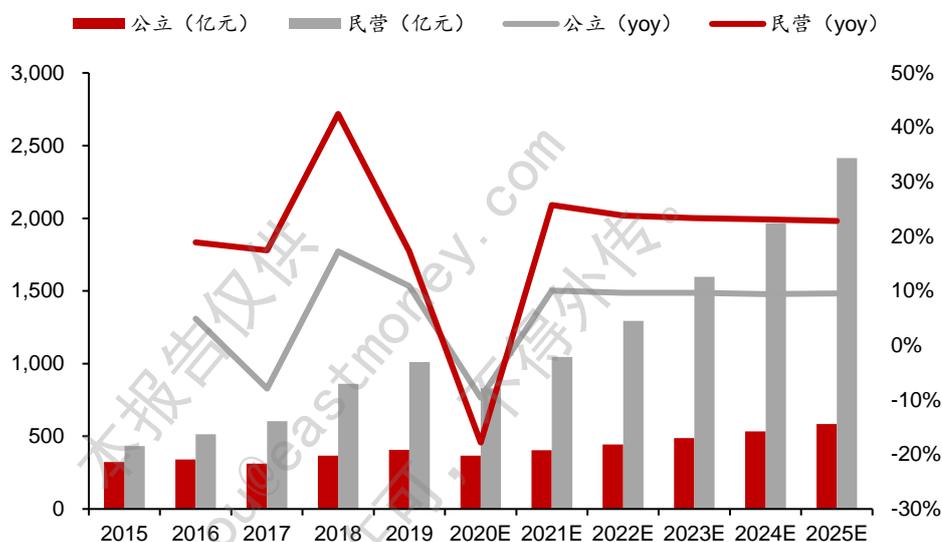


来源：Wind，国联证券研究所

**民营口腔服务市场预计加速增长至2025年达2414亿元。**据弗若斯特沙利文报告，我国民营口腔医疗服务市场规模也从2015年433亿元增长至2020年831亿元，CAGR为13.9%，高于行业平均9.63%，预计加速增长至2025年达2414亿元，

2021-2025 年 CAGR 为 23.8%，高于行业平均 20.12%。

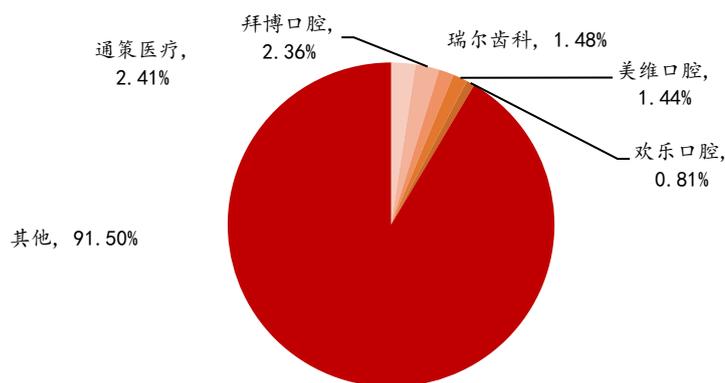
图表 26: 我国民营口腔医疗服务市场规模预计 2025 年达近 2414 亿元



来源: 弗若斯特沙利文, 国联证券研究所

行业 CR5 为 8.5%，市场格局分散。由于我国民营口腔业态以诊所为主，且口腔诊所投入资本、监管、运营等要求较低，部分在行业内稍有影响力的牙医会选择开办个体诊所，因为格局较为分散，CR5 仅为 8.5%。其中瑞尔集团排名第三，市占率为 1.48%。我们认为，目前我国口腔医疗服务行业格局高度分散，随着集采的推进和监管的规范，平台的优势将会显现，头部企业在扩张中更有优势，有望抢先占领口腔医疗服务市场份额。

图表 27: 美皓集团服务行业格局高度分散



来源: 瑞尔集团招股书, 公司网站, 公司年报, 国联证券研究所

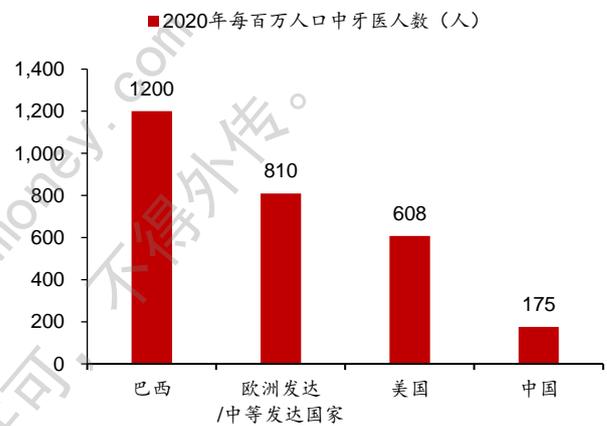
牙医资源短缺，供需矛盾突出。根据卫健委的数据显示，中国口腔医院执业（助理）医师数量从 2010 年的 9,307 人增加到 2020 年的 24,798 人，2010-2020 年口腔医生数量 CAGR 为 10.3%，2015-2020 年 CAGR 为 3.6%，近五年医生数量增速放缓。同时医生数量增速慢于整个行业增速，2015-2020 年口腔医生数量 CAGR 低于

口腔医疗市场的增速（9.6%）和民营口腔市场的增速（13.9%）。同时中国 2020 年每百万牙医人数为 175 人，远低于巴西、欧洲发达/中等发达国家和美国的水平，供需矛盾比较突出。

图表 28：2010-2020 年口腔医生 CAGR 为 10.3%



图表 29：中国 2020 年每百万牙医人数为 175 人



来源：国家卫健委，国联证券研究所

来源：弗若斯特沙利文，国联证券研究所

### 2.3. 商业模式决定毛利和可持续发展

知名口腔连锁均布局在一二线城市，正面竞争开始。截至 2021 年，除通策外，拜博、瑞尔、美维等主要参与者已完成一二线城市的布局，经营业态既包含门诊，也包含医院。我们认为口腔领域跑马圈地的时代已过去，主要参与者转入精细化经营和本地加密的阶段。

图表 30：民营口腔连锁医疗服务企业对比

公司	医生数量	牙椅数量	门店	覆盖城市
通策医疗	1624	2246	60 家，总院+分院	主要为浙江
泰康拜博	/	2155	44 家医院+172 家诊所	22 个直辖市和省份
瑞尔集团	856	1271	瑞泰口腔 7 家医院+50 家诊所；瑞尔齿科 50 家诊所	15 个主要一二线城市
佳美口腔	/	/		北京
美维口腔	/	1400	16 家口腔品牌，200 家口腔医院与门诊部	35 个城市
欢乐口腔	700+		8 家医院+近 70 家诊所	一二线城市
恒伦医疗	238	409	3 家医院+27 家诊所	太原、大同、上海、忻州、石家庄
可恩口腔	150	/	20 家医院	济南 8、德州、上海、潍坊、淄博、青岛、浙江
小白兔	400+（医技人员）	/	30+ 医院	主要为陕西，新疆有一家
华齿口腔	196（医技人员）	/	20 家门诊	上海、江苏
同步齿科	/	/	60 家门诊	深圳、珠海、广西、上海
蓝天口腔	176	/	5 家医院+15 家诊所	广西
华美牙科	主干医生约 100	/	40 家诊所	成都
大众口腔	303（医技人员）	/	5 家医院+70 多家诊所	武汉、湖南、安徽

正夫控股	500+医护人员	/	近 40 家诊所	深圳
友睦口腔	51	/	14 家门诊	深圳 11、东莞 2、广州 1

来源：各公司官网&公告，国联证券研究所

口腔连锁企业的区别在于经营模式、扩张模式和成本结构。通过对口腔连锁企业的收入和利润拆解，我们认为口腔企业的商业模式和成本结构决定了企业的营收结构和盈利质量，进而影响不同企业的营收增速和毛利率。扩张的速度则影响了营业增速和利润增速。

图表 31：口腔连锁企业商业模式拆解



来源：公司公告，国联证券研究所

头部企业均完成一线城市布局，医院+诊所模式扩张，牙博士牙椅单产亮眼。首先我们可以初步认定通策、拜博和瑞尔均为医院+门诊的模式，大部分营收来自一二城市，其单张牙椅产出明显高于其他两家。在其他两家中，以医院为主要形式的美皓集团单张牙椅产出更高。

图表 32：部分口腔医疗上市公司基本情况对比

	通策医疗	泰康拜博	瑞尔集团	美皓集团	牙博士
成立时间	2007	1999	1999	2022	1996
门店数量	60	216	112	31	5
营业收入 (亿元, 2021)	26.32	19.14	15.16	1.05	10.74
牙椅数量	2246	2153	1271	154	480
单张牙椅产出 (万元, 2021)	117	89	126	68	224
品牌定位	中高端	中高端	中高端	中端	中端
分布区域	浙江省内	覆盖 22 个直轄市和省 份	全国一二线城市	温州地区	苏州、南京、上海及 温州等华东地区

经营模式	总院+分院	医院+诊所	医院+诊所	以医院为主	诊所
扩张模式	自建+并购	自建+并购	自建+并购	自建+并购	自建+并购
医生培养	医生合伙人	校招+自我培养	社招+校招	社招+校招	专家+年轻医生

来源：公司公告，国联证券研究所 注：泰康拜博为 2020 年数据，瑞尔数据为 2021 年财年（2020.04.01-2021.03.31）

**种植牙和正畸客单价较高。**目前主流的口腔医疗服务机构一般划分为综合牙科、正畸和种植三个科室，从客单价来看，正畸和种植的客单价显著高于综合牙科。但实际来看，综合牙科的人流量明显是高于正畸科、种植科。

**图表 33：口腔医疗服务价格范围**

科室	治疗类型	三甲医院价格范围
普通牙科	牙冠（元，每颗）	500-6500
	补牙（元，每颗）	200-1500
	根管治疗（元，每根管）	300-3500
正畸科	正畸（元，每例）	15000-45000
种植科	植牙（元，每颗）	2000-20000

来源：公司公告，国联证券研究所

**业务结构影响单张牙椅产出，正畸+种植业务占比整体稳定。**通过对比可以发现，除牙博士外，口腔医疗服务公司正畸+种植业务的占比在 40%-50%之间，且保持稳定，牙博士正畸+种植业务占比超过 60%，我们认为这是牙博士单张牙椅产出高于其他公司的原因。从增速看，除美皓集团外，其他公司种植业务增速快于正畸业务。

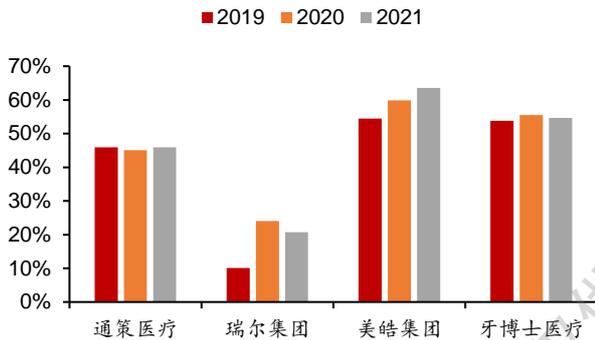
**图表 34：口腔连锁业务结构对比**

		2019	2020	2021	2019-2021CAGR
正畸	通策医疗	21.3%	15.9%	16.8%	7.5%
	瑞尔集团	21.4%	19.9%	18.6%	17.2%
	美皓集团	11.4%	9.3%	15.8%	32.6%
	牙博士医疗	41.4%	42.6%	44.7%	15.5%
种植	通策医疗	16.6%	20.5%	20.3%	34.1%
	瑞尔集团	20.6%	20.6%	21.3%	24.0%
	美皓集团	25.2%	25.6%	21.4%	24.0%
	牙博士医疗	25.1%	24.9%	22.8%	24.0%
综合	通策医疗	45.8%	43.7%	42.8%	17.3%
	瑞尔集团	55.9%	49.9%	51.6%	17.2%
	美皓集团	36.2%	38.9%	34.8%	10.3%
	牙博士医疗	33.6%	32.4%	32.5%	9.3%

来源：公司公告&官网，国联证券研究所

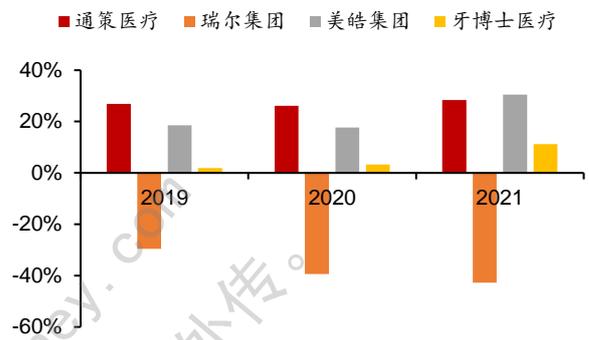
**除瑞尔外，其他公司毛利率逐步提升，净利率保持稳定。**通过对比可以发现，瑞尔集团的毛利率和净利率均明显小于同行。除瑞尔外，其他口腔医疗服务公司毛利率均有部分提升，净利率保持相对稳定。

图表 35: 部分口腔医疗企业毛利率对比



来源: Wind, 国联证券研究所

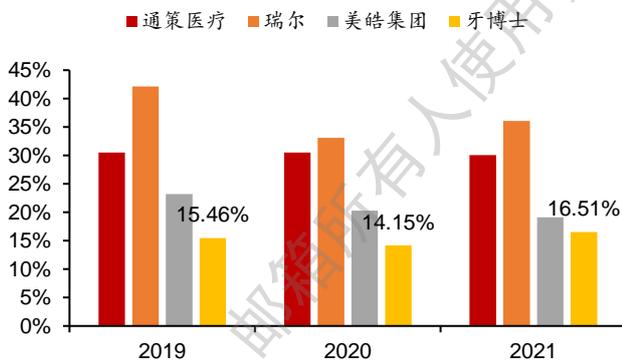
图表 36: 部分口腔医疗企业净利率对比



来源: Wind, 国联证券研究所

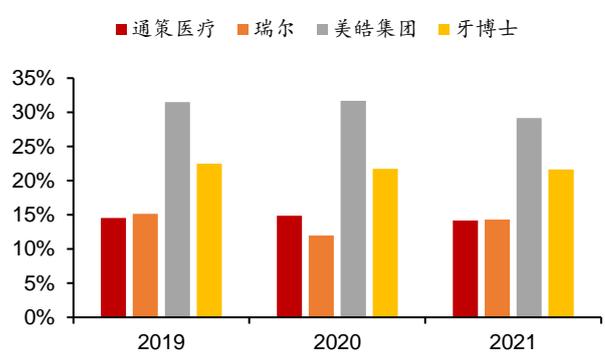
人员成本和耗材成本占比将近半数, 成本结构影响利润结构。通过对比可以发现, 大部分口腔连锁企业人力成本和耗材成本占比接近半数, 但不同的企业成本结构相差较大, 其中瑞尔集团人力支出占比明显高于其他公司, 美皓集团耗材占比明显高于其他公司 (种植牙收入占比较高)。

图表 37: 口腔服务企业人力支出占比比较



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 38: 口腔服务企业耗材支出占比比较



来源: Wind, 国联证券研究所

### 3. 成熟模式助力公司不断扩张

#### 3.1. 多维并举获取和激励优质人才

与国内外大学多所大学开展合作, 保证优质医疗人才供应。自公司切入口腔赛道开始, 先后与中国科学院大学、杭州医学院合作开展医学院建设, 与阿姆斯特丹大学、美国天普大学、德国柏林大学继续教育达成合作意向, 与浙江中医药大学、杭州医学院、益阳医学高等专科学校、北华大学等高校合作共建口腔医院, 通过多种渠道获取和培养医生, 保证公司发展所需的医疗人才。

图表 39: 公司与国内外大学合作情况梳理

时间	合作机构	内容
----	------	----

2008年9月	浙江中医药大学	挂牌浙江中医药大学附属杭州口腔医院
2012年10月	阿姆斯特丹大学	就继续教育项目达成合作意向
2013年10月	天普大学	天普大学与美国天普大学旗下的 Maurice H. Kornberg 牙科学院就口腔继续教育培训项目进行合作达成意向
2015年3月	德国柏林大学	和德国柏林大学夏里特医院集团(charite)就继续教育项目达成合作意向
2015年11月	中国科学院大学	同意设立一个以口腔医学、生殖和妇婴医学为重点学科的存济医学中心, 设置存济医学中心口腔医学院, 下辖北京、杭州、广州、南京、宁波、昆明六个口腔医院和上海存济医院口腔中心
2016年12月	杭州医学院	联合杭州医学院创办二级学院妇产临床医学院和口腔医学院
2017年7月	益阳医学高等专科学校	共建益阳口腔医院
2018年7月	湖南医药学院	共同投资设立怀化口腔医院暨湖南医学院附属口腔医院
2018年8月	北华大学	与北华大学签约, 在人才培养、学科建设、社会医疗服务方面开展合作, 共建北华大学附属口腔医院
2019年6月	杭州医学院	筹建杭州医学院附属口腔医院

来源: 公司公告, 国联证券研究所

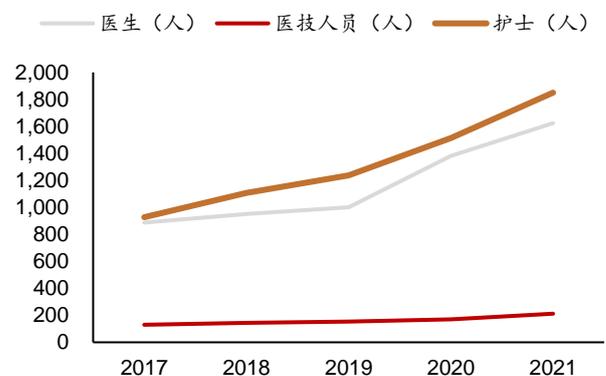
**公司持续吸引高学历人才。**随着公司业务的快速发展, 公司持续吸引高学历人才, 其中本科员工从 2012 年的 367 人增加到 2021 年的 1997 人, CAGR 为 20.7%。硕博以上的员工数 2012-2021 年的 CAGR 为 15.8%。其中医生和护士的人员在近 5 年增加近一倍。

图表 40: 公司高学历员工增长情况



来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 41: 公司各类员工增长情况



来源: 公司公告, 国联证券研究所

**通过并购基金建立利益共同体。**公司早期通过吸引核心医生和管理团队加入投资基金, 通过投资基金投资建设新院的方式, 深度捆绑核心员工的利益, 激励团队的积极性。后期主要是通过蒲公英计划吸引核心医生团队和当地医生建立利益共同体进行扩张。

图表 42: 公司投资基金简况

成立时间	出资规模 (万元)	普通合伙人	有限合伙人	
杭州赢湖创造	2013年8月	1500	通盛医疗	王仁飞(公司董事、杭州口腔医院院长)、黄浴华(公

投资合伙企业  
(有限合伙)

司副总经理、董事会秘书)、王毅(公司财务总监)、于元松(杭州波恩生殖技术管理有限公司总经理)、赵敏(公司证券事务代表)等 42 人组成

杭州赢湖共享  
投资合伙企业  
(有限合伙)

2013 年 8 月

1500

通盛医疗

傅其宏(公司总经理)、刘敏(衢州口腔医院院长)、李小凤(杭州城西口腔医院院长)、王维倩(杭州口腔医院院长)、彭国富(衢州口腔医院副院长)、任勇武(沧州口腔医院副院长)、贺刚(宁波口腔医院副院长)、王超铭(杭州城西口腔医院副院长)等 42 人组成

诸暨市通策蒲  
公英投资咨询  
合伙企业

2019 年 6 月

浙江通策资产管理  
有限公司

王仁飞先生持股比例 33%; 该投资份额系全部为通策口腔医生集团成员代持; 赵敏女士持股比例 33%; 该投资份额系全部为通策口腔医生集团成员代持; 林海燕女士持股比例 33%; 该投资份额系全部为通策口腔医生集团成员代持

来源: 公司公告, 国联证券研究所

**利益共同体助力新院扩张。**公司在多个新院建设中引入了员工持股基金的参与, 一方面降低了扩张中的资金压力, 另一方面也激发了员工的积极性和参与感。多个新院发展良好。

**图表 43: 公司早期投资基金投资项目简况**

成立时间	2021 年收入 (万元)	2021 年净 利润(万 元)	控股股东	赢湖创造 持股比例	赢湖共享 持股比例	其他	
诸暨口腔	2013.08	10,691	3,282	通策口腔占比 50%	10%	10%	30%
海宁口腔	2014.05	4,840	1,103	杭口占比 60%	10%	10%	20%
上虞口腔	2014.07	3,667	942	杭口占比 51%	9.5%	9.5%	30%
舟山口腔	2014.07	3,172	619	宁口占比 60%	10%	10%	20%
绍兴越城口腔	2014.10	/	/	杭口占比 59%	9%	9%	23%
南京牙科	2014.12	/	/	通策口腔占比 80%	5%	5%	10%
杭口湖州分院	2014.12	7,111	1,578	通策口腔占比 60%	7.5%	7.5%	25%
杭口嵊新分院	2014.12	/	/	通策口腔占比 61%	7.5%	7.5%	25%
萧山通策	2015.04	6,839	1,512	杭口占比 60%	10%	10%	80%
宁波北仑通策	2015.10	/	/	宁口占比 70%	5%	5%	20%

来源: 公司公告, 国联证券研究所

### 3.2. 团队模式最大化发挥医生产能

团队模式发挥了不同阶段医生的特点, 最大化核心医生的产能。CM 全称为 CASE MANAGER, 即病例管理经理。CM 团队诊疗模式诊疗团队是常规诊疗团队的升级, 当客户达到些许条件(比如客户累计积分达标)时升级为由 CM 团队提供服务。CM 团队由主诊医生、驻院医生、医助、护士和客服人员构成, 对客户实施分类管理和服务。此举将更加精准地为不同客户提供合适的服务, 同时 CM 团队接诊模式可以让医生专注做专业和高附加值的工作; 让年轻医生在团队中获得更多临床机会, 更快成长; 让专家医生服务更多的高净值客户和疑难杂症客户。

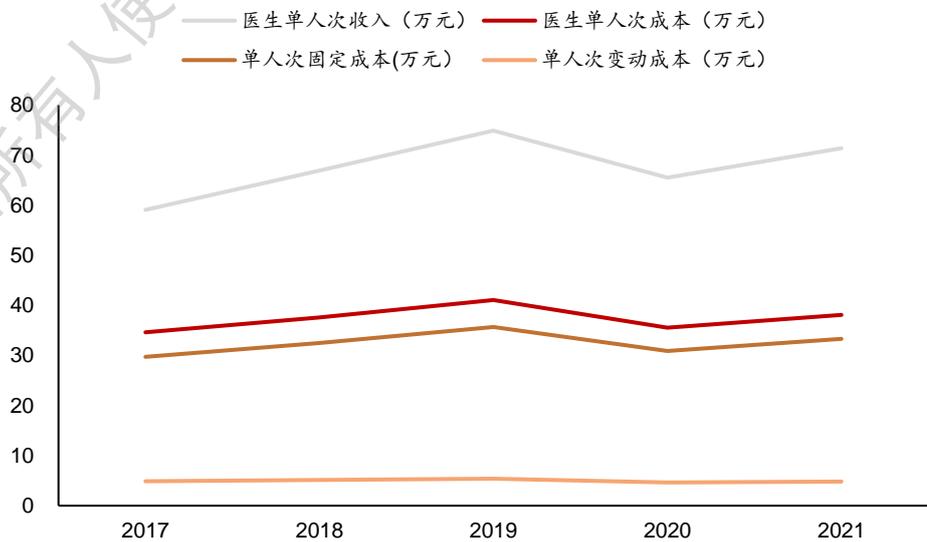
图表 44: CM 团队模式



来源：公司公告，国联证券研究所

单人次收入增速快于成本增速是利润持续提升的关键。2017-2021 年医生单人次收入从 59 万增加到 71 万，CAGR 为 5%，而单人次固定成本 CAGR 仅为 3%，单人次变动成本 CAGR 为-0.6%。通过团队模式逐步提升医生的产能，通过集中采购降低材料占比，实现单人次下收入增速快于成本增速，是公司利润不断提升的关键。

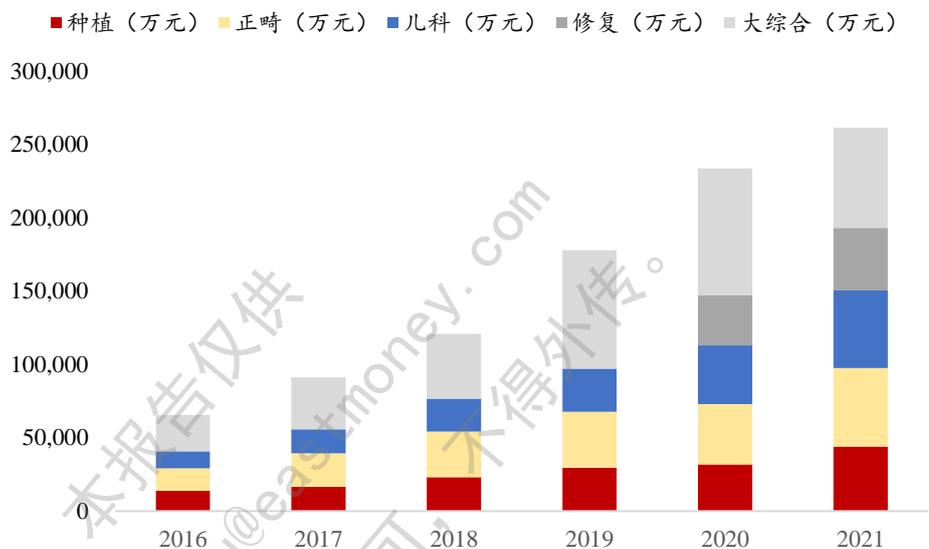
图表 45: 2017-2021 年单人次收入和成本变化



来源：公司公告，国联证券研究所

业务结构调整带动公司客单价持续提升。在口腔各科室中正畸科和种植科的客单价高于普通综合。公司通过正畸旋风计划和种植增长计划不断提升正畸和种植业务的收入，2017-2021 年，种植、正畸、儿科、大综合的 CAGR 分别为 27.7%、23.7%、34.1% 和 17.8%。种植、正畸等业务的高速增长不断提升公司客单价。

图表 46: 2016-2021 年公司业务结构变化

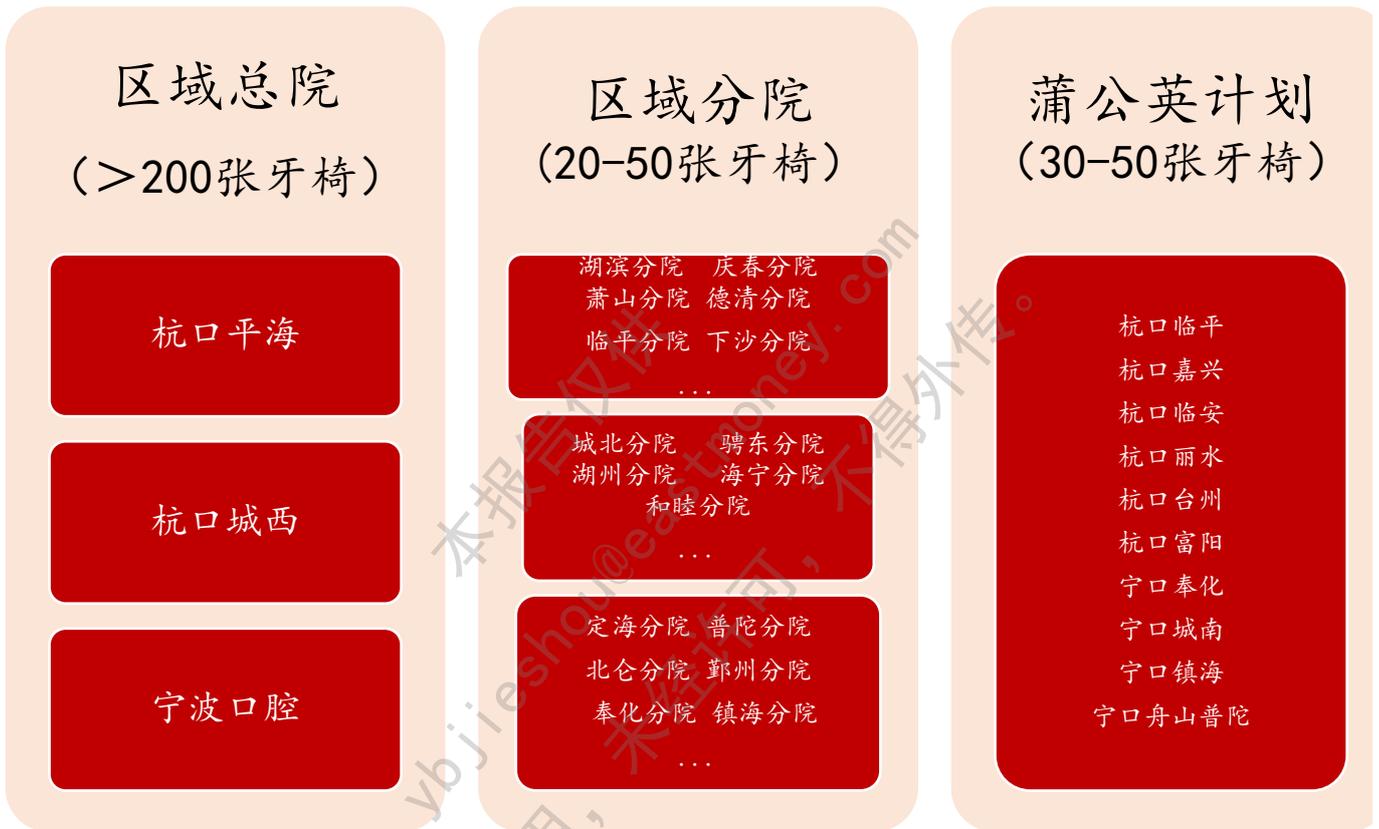


来源: 公司公告, 国联证券研究所

### 3.3. 做深+做广扩张模式日益成熟

浙江省内通过总院+分院+蒲公英计划逐步下沉到各地基层县市, 战略作深; 浙江省外通过口腔基金建立口腔医疗高地。在浙江省, 公司前期通过“区域总院+分院”模式进行拓展, 总院负责品牌培育和技术输出, 分院负责提升覆盖面, 2019年后, 公司针对浙江省内市场推出了“蒲公英计划”进一步将医院拓展到浙江省各地市。省外通过口腔基金和存济品牌, 在武汉、西安、成都、北京等地建立三级口腔医院, 建立口腔医疗高地。省内省外拓展扩张路径逐渐清晰。

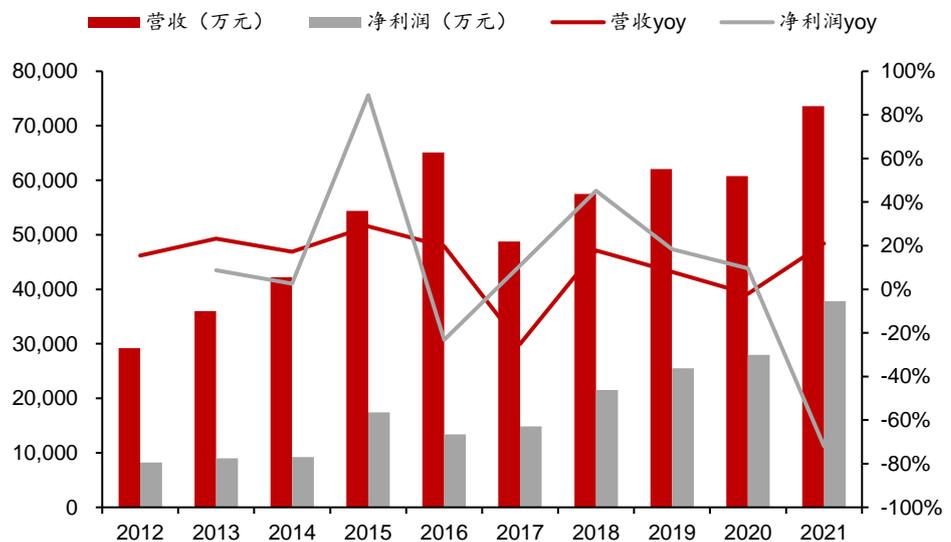
图表 47: 通策医疗浙江省内商业模式



来源: 公司公告, 国联证券研究所

杭口平海院区成立时间最早, 单体面积最大, 营收最高。平海院区是公司最早的医院, 历史最为悠久, 2014年后搬迁新址, 总面积达 33000 m<sup>2</sup>, 拥有牙椅 320 余张, 2021 年营收为 7.4 亿左右, 为公司的其他医院输出品牌、教学和科研。

图表 48: 2012-2021 年杭口平海院区业务表现



来源: 公司公告, 国联证券研究所

宁口新院区投入使用,区域龙头更加稳固。宁波口腔医院是公司于2007年收购,自2009-2020年,宁波口腔医院营收从1405万增长到1.26亿,CAGR为22.1%,净利润从242万增加到2946万,CAGR为25.5%。2020年宁口投入新院区,总规划牙椅数量190张,目前已经开设了90余台牙椅,进一步加强在宁波地区的辐射能力。

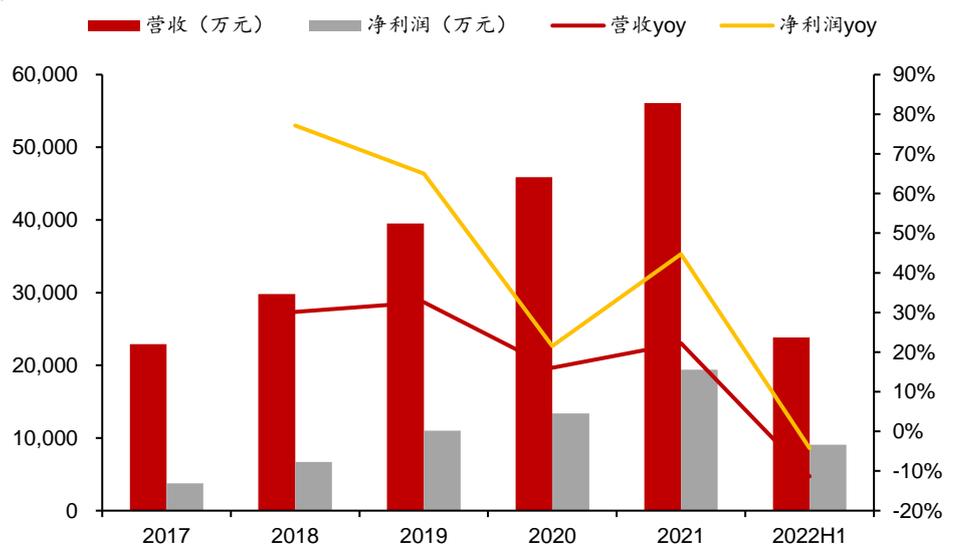
图表 49: 宁波口腔 2009-2021 年业务表现



来源: 公司公告, 国联证券研究所

杭口城西院区单张牙椅产出最高。杭口城西分院作为推广团队模式的典型,其人均诊疗效率明显高于未实行团队诊疗的医院。

图表 50: 杭口城西分院 2017-2022H1 业绩表现



来源: 公司公告, 国联证券研究所

三大总院是营收的核心,贡献了大部分的利润。由于杭口平海院区、宁波口腔和杭口城西院区成立时间早、牙椅数量多、规模较大,2021年贡献了53%的收入和87%

的利润。随着三大总院品牌知名度进一步提升，业务结构进一步调整，三大总院仍将贡献较大份额的利润。

**图表 51：三大总院 2021 年营收和净利润占比情况**

	2021 年营收 (万元)	营收占比	2021 年净利润 (万元)	净利润占比
杭口平海	73,605.98	26.7%	37,839.08	53.8%
宁波口腔	17,465.91	6.3%	4,205.83	6.0%
杭口城西	56,064.35	20.3%	19,383.86	27.6%
合计		53.3%		87.4%

来源：公司公告，国联证券研究所 注：净利润未剔除分红

省内新分院的盈利周期缩短，“总院+分院”模式逐步成熟。通过对比我们可以发现，随着总院+分院模式的逐步成熟，总院储备了优质的医护人员和客源，分院的寻选址、设计、装修和运营逐步成熟，分院的盈利周期从原来的 3-4 年逐步缩短到 1-2 年。

**图表 52：省内其他分院情况**

	成立时间	首次盈利时间	盈利周期	2021 年净利率
衢州口腔	2007	2011	4 年	25.3%
诸暨口腔	2013	2014	1 年	30.7%
杭口海宁	2014	2017	3 年	22.8%
舟山通策	2014	2015	1 年	-
绍兴越城	2015	2018	3 年	-
杭州湖州	2015	2017	2 年	22.2%
绍兴上虞	2015	2016	1 年	25.7%
宁波北仑	2016	2018	2 年	-
杭口城北	2016	2018	2 年	-

来源：公司公告，国联证券研究所

蒲公英计划是在浙江省战略作深的重要举措。蒲公英医院投入相对小、培育期短、见效快等多重优势，能够实现快速扩张，实现公司在浙江省覆盖面不断加深，也实现公司业绩的不断增长。2021 年底公司在浙江省内口腔医疗机构 43 家，还有 8 家分院分别处于筹备、建设、验收阶段，此外公司还有 10 家分院已经完成立项，即将开始建设。

图表 53: 公司蒲公英医院分布情况



来源：公司公告，国联证券研究所

省外通过存济品牌做战略广度。公司通过口腔基金在武汉、西安、成都、重庆等地建立了三级口腔医院。其中武汉存济口腔医院 2021 年门诊为 108704 人次，比 2020 年增长 82%，营收较去年增长 63%，实现盈亏平衡，其首家蒲公英分院也将于今年开业。西安存济医学中心由口腔、眼科、妇产联合组成，2020 年 10 月试营业，为公司省外长期的发展奠定了坚实的基础。

图表 54: 部分省外存济医院建设情况

	建立时间	投资金额 (万元)	股权结构	营业面积 (万平米)	牙椅 (张)	床位数 (张)
武汉存济	2016 年 10 月	10,000	通策集团持股 100%	1.8 万	250	50
重庆存济	2016 年 11 月	15,000	通策口腔集团持股 70%， 重庆宏融资本持股 30%	2 万	500	50
北京存济	2016 年 10 月	20,000	通策口腔集团持有 52%， 自然人于燕妮持有 25%； 自然人黄超持有 23%	500	500	60
西安存济	2017 年	18,000	-	-	221	219
成都存济	2017 年	-	-	2.8	221	50

来源：公司公告，医院官网，国联证券研究所

## 4. 盈利预测、估值与投资建议

### 4.1. 盈利预测

关键假设：

- 1) **区域总院持续稳定增长**：随着杭口平海院区单张牙椅产出逐步提升，宁口和杭口城西院区随着新院区的投入使用，牙椅数量得到进一步拓展，单张牙椅产出也将进一步提升，杭口平海院区 22-24 年的营收分别为 7.7/8.9/9.8 亿，同比增长为 5%/15%/10%；杭口城西院区 22-24 年的营收分别为 6.6/7.3/9.2 亿，同比增长为 17%/11%/26%；宁口院区 22-24 年的营收分别为 2.2/3.2/4.1 亿，同比增长为 26%/44%/30%；
- 2) **区域分院进一步发展**：现有区域分院进一步巩固在当地的渗透率，区域分院 22-24 年的营收分别为 9.3/11/12 亿元，同比增长为 15%/15%/15%；
- 3) **蒲公英计划建设节奏放缓，但业绩迎来快速成长期**：蒲公英计划分院 22-24 年营收分别为 4.1/7.1/10.8 亿元，同比增长为 108.2%/71.5%/51.9%。

综上，我们预测公司 2022-24 年实现营收 33.6/41.4/51.2 亿元，同比增长 20.9%/23.3%/23.5%，三年 CAGR 为 23.41%。分别实现毛利 15.4/19.5/24.1 亿元，毛利率分别为 45.9%/47.0%/47.0%，三年 CAGR 为 28.15%。

图表 55：公司营收测算汇总（百万元）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入合计	2088	2780	3360	4142	5117
YOY	10.25%	33.13%	20.86%	23.27%	23.54%
毛利率	45.2%	46.1%	45.6%	47.0%	47.0%
<b>1. 浙江省内</b>					
收入	1874	2482	2997	3717	4619
YOY	9.93%	32.40%	20.78%	24.01%	24.26%
占总收入的比例	89.76%	89.27%	89.21%	89.75%	90.27%
毛利率	46.9%	46.9%	47.0%	48.0%	48.0%
<b>1.1 区域总院-杭口平海院区</b>					
收入	608	736	773	889	978
YOY	-2.09%	21.05%	5.00%	15.00%	10.00%
占总收入的比例	32.44%	29.66%	25.78%	23.91%	21.17%
<b>1.2 区域总院-杭口城西院区</b>					
收入	459	561	657	729	916
YOY	16.20%	22.22%	17.20%	10.86%	25.71%
占总收入的比例	21.98%	20.18%	19.57%	17.60%	17.91%
<b>1.3 区域总院-宁口院区</b>					
收入	126	175	220	316	412
YOY	-11.07%	38.25%	26.00%	43.75%	30.33%
占总收入的比例	6.05%	6.28%	6.55%	7.64%	8.06%

1.4 蒲公英计划					
收入	53	199	414	711	1079
YOY	783.33%	275.47%	108.23%	71.47%	51.88%
占总收入的比例	2.54%	7.16%	12.33%	17.16%	21.09%
1.5 其他分院					
收入	628	811	933	1073	1233
YOY	16.08%	29.14%	15.00%	15.00%	15.00%
占总收入的比例	30.07%	29.17%	27.76%	25.90%	24.11%
2. 浙江省内					
收入	209	276	339	400	472
YOY	14.21%	32.09%	22.82%	18.00%	18.00%
占总收入的比例	10.00%	9.93%	10.09%	9.66%	9.23%
毛利率	28.31%	35.31%	30.00%	35.00%	35.00%
3. 其他业务					
收入	5	22	23	25	26
YOY	-12.63%	324.09%	5%	5%	5%
占总收入的比例	0.25%	0.80%	0.69%	0.59%	0.50%
毛利率	91.02%	91.49%	90.00%	90.00%	90.00%

来源：公司公告，国联证券研究所

#### 4.2. 绝对估值法

运用绝对估值法，采用十年期国债收益率作为无风险收益率  $R_f=2.82\%$ ，采用十年沪深300指数平均收益作为市场预期回报率  $R_m=7.12\%$ ，第二阶段增长年数为6年，期间增长率为8%，永续增长率3%， $WACC=6.66\%$ 。

图表 56: DCF 估值法关键参数假设

估值参数假设	数值
无风险利率 $R_f$	2.82%
市场预期回报率 $R_m$	7.12%
第二阶段年数	6
第二阶段增长率	8.00%
永续增长率	3%
有效税率 $T_x$	19.68%
$\beta$ 系数	0.9202
股权资本成本 $K_e$	6.78%
WACC	6.66%

来源：IFind，国联证券研究所

使用 DCF 估值法计算得到公司每股价值为 196.54 元。

图表 57: DCF 法估值结果

FCFF 估值	结果	估值百分比
第一阶段 (亿元)	4,529.35	7.07%
第二阶段 (亿元)	10,208.08	15.93%

第三阶段（终值）	49,335.38	77.00%
企业价值 AEV（亿元）	<b>64,072.81</b>	
股权价值	<b>63,018.08</b>	98.35%
除：总股本（股）	320,640,000.00	
每股价值（元）	<b>196.54</b>	

来源：IFind，国联证券研究所

### 4.3. 相对估值法

我们选取眼科领域的三家连锁公司均能为连锁医疗领域的标的，所处的市场均是市场空间较大，渗透率较低，且公司具备强大的管理经营团队和医生团队，具备成熟的扩张模式，具有可比性，作为我们估值的参考。

公司作为口腔连锁领域的龙头，公司具备强大的管理经营团队和医生团队，具备成熟的扩张模式，抗风险能力强。我们给予公司 23 年 60 倍 PE，对应股价为 201.44 元。

图表 58：可比公司估值

股票 代码	证券 简称	市值 (亿元)	归母净利润（亿元）			PE (X)			2022- 24CAGR
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
300015.SZ	爱尔眼科	2197	28.74	37.62	48.68	76.44	58.39	45.13	30.15%
301239.SZ	普瑞眼科	105	1.03	1.36	2.02	101.62	77.02	51.98	40.04%
301267.SZ	华夏眼科	402	5.43	6.86	8.85	74.08	58.57	45.45	27.66%
平均值						84.05	64.66	47.52	
600763.SH	通策医疗	2088	8.16	10.77	13.40	57.83	43.84	35.21	28.15%

来源：IFind，国联证券研究所 通策医疗数据为国联证券研究所预测值，其他公司数据来自 iFind 一致性预测，股价为 2023 年 1 月 4 日收盘价

### 4.4. 估值与投资建议

综合绝对估值和相对估值法，我们认为公司作为口腔连锁服务领域的稀缺标的，具有永续性和稀缺性，应该享受些许溢价。因此首次覆盖给予“买入”评级，目标价为 201.44 元。

## 5. 风险提示

- **政策不确定的风险：**公司所处的行业受到国家医改政策和医保政策影响较大，具有不确定的风险。
- **医疗事故的风险：**公司主营的口腔业务尤其是种植和正畸业务对于患者较为重要，虽然公司严格按照医疗质量执行，但仍然有发生重大医疗纠纷的风险。
- **扩张不及预期的风险：**公司的业务增长需要依靠在省内和省外不断扩张，其中扩张中受的影响因素较多，存在扩张不及预期的风险

**财务预测摘要**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	674.09	843.99	1859.1	3267.0	4940.3	营业收入	2087.8	2780.7	3360.5	4142.4	5117.4
应收账款+票据	66.46	73.51	98.56	121.50	150.09	营业成本	1144.8	1500.0	1829.0	2196.1	2712.0
预付账款	38.57	23.12	56.21	69.28	85.59	税金及附加	4.49	7.55	8.49	10.72	13.14
存货	17.66	20.34	27.02	32.44	40.06	营业费用	17.62	24.73	26.39	32.53	40.18
其他	0.19	4.58	2.67	3.29	4.07	管理费用	230.03	258.66	319.25	372.82	460.57
<b>流动资产合计</b>	<b>833.24</b>	<b>1021.02</b>	<b>2106.1</b>	<b>3570.5</b>	<b>5315.2</b>	财务费用	15.23	23.02	42.08	22.23	2.89
长期股权投资	241.90	385.67	397.60	409.52	421.45	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	792.82	2046.17	1753.5	1455.7	1152.7	公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	121.20	198.88	165.73	132.59	99.44	投资净收益	38.86	56.13	42.64	42.64	42.64
无形资产	13.00	12.85	10.71	8.57	6.43	其他	5.40	9.42	5.71	5.71	5.71
其他非流动资产	899.31	1045.88	1045.8	1045.8	1045.8	<b>营业利润</b>	<b>678.64</b>	<b>974.89</b>	<b>1124.5</b>	<b>1483.5</b>	<b>1847.0</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>2231.16</b>	<b>3933.74</b>	<b>3495.6</b>	<b>3052.3</b>	<b>2725.9</b>	营业外净收益	3.07	1.12	2.00	2.00	2.00
<b>资产总计</b>	<b>3064.40</b>	<b>4954.76</b>	<b>5601.7</b>	<b>6622.8</b>	<b>8041.2</b>	<b>利润总额</b>	<b>680.07</b>	<b>974.58</b>	<b>1124.8</b>	<b>1483.7</b>	<b>1847.2</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	所得税	135.10	188.43	221.34	291.97	363.51
应付账款+票据	167.77	173.53	227.66	273.35	337.55	<b>净利润</b>	<b>544.96</b>	<b>786.15</b>	<b>903.46</b>	<b>1191.7</b>	<b>1483.7</b>
其他	290.81	451.35	472.59	568.21	701.71	少数股东损益	52.34	83.34	87.36	115.24	143.47
<b>流动负债合计</b>	<b>458.58</b>	<b>624.89</b>	<b>700.25</b>	<b>841.55</b>	<b>1039.2</b>	<b>归属于母公司净</b>	<b>492.63</b>	<b>702.81</b>	<b>816.10</b>	<b>1076.5</b>	<b>1340.3</b>
长期带息负债	225.27	1131.19	799.33	487.38	224.24	<b>财务比率</b>					
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
其他	32.17	54.21	54.21	54.21	54.21	<b>成长能力</b>					
<b>非流动负债合计</b>	<b>257.43</b>	<b>1185.40</b>	<b>853.55</b>	<b>541.60</b>	<b>278.46</b>	营业收入	10.22	33.19	20.85	23.27	23.54
<b>负债合计</b>	<b>716.02</b>	<b>1810.29</b>	<b>1553.8</b>	<b>1383.1</b>	<b>1317.7</b>	EBIT	7.07%	43.65	15.35	31.92	24.50
少数股东权益	198.26	263.80	351.16	466.40	609.87	EBITDA	5.76%	43.48	16.97	29.06	22.86
股本	320.64	320.64	320.64	320.64	320.64	归母净利润	5.96%	40.08	46.46	21.29	11.59
资本公积	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>	6.38%	42.67	16.12	31.91	24.50
留存收益	1829.49	2560.03	3376.1	4452.6	5792.9	毛利率	9.36%	20.97	59.62	25.80	11.46
<b>股东权益合计</b>	<b>2348.39</b>	<b>3144.47</b>	<b>4047.9</b>	<b>5239.7</b>	<b>6723.4</b>	净利率					
<b>负债和股东权益</b>	<b>3064.40</b>	<b>4954.76</b>	<b>5601.7</b>	<b>6622.8</b>	<b>8041.2</b>	ROE	45.17	46.06	45.57	46.98	47.00
<b>现金流量表</b>						ROIC	26.10	28.27	26.88	28.77	28.99
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	<b>偿债能力</b>	32.50	35.06	33.46	35.81	36.09
净利润	544.96	786.15	864.45	1152.7	1444.7	资产负债	22.91	24.40	22.08	22.55	21.92
折旧摊销	92.87	106.42	450.04	455.24	338.29	流动比率	16.08	14.18	14.57	16.25	16.67
财务费用	15.23	23.02	42.08	22.23	2.89	速动比率	33.16	44.67	27.81	40.53	58.64
存货减少	-38.86	-56.13	-42.64	-42.64	-42.64	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	85.30	-12.60	5.47	84.72	126.29	应收账款周转率	99.58	69.80	60.11	45.57	36.60
其它	9.00	10.17	48.57	48.57	48.57	存货周转率	23.50	17.64	14.60	11.84	9.59
<b>经营活动现金流</b>	<b>708.50</b>	<b>857.04</b>	<b>1367.9</b>	<b>1720.9</b>	<b>1918.1</b>	总资产周转率	22.81	17.03	13.27	10.28	8.02
资本支出	166.60	345.28	0.00	-0.00	0.00	<b>每股指标(元)</b>	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
长期投资	-51.66	-134.42	0.00	0.00	0.00	每股收益	127.02	64.45	41.43	31.09	24.39
其他	-76.24	-4.08	21.15	21.15	21.15	每股经营现金流	112.05	58.24	29.90	23.87	20.62
<b>投资活动现金流</b>	<b>(294)</b>	<b>-483.77</b>	<b>21.15</b>	<b>21.15</b>	<b>21.15</b>	每股净资产	158.83	79.87	51.59	38.71	30.36
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>估值比率</b>	10.22	33.19	20.85	23.27	23.54
股权融资	-95.16	905.92	0.00	0.00	0.00	市盈率	95.81	67.16	57.83	43.84	35.21
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	市净率	21.95	16.38	12.77	9.89	7.72
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-0.18</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	EV/EBITDA	5.96%	40.08	46.46	21.29	11.59
<b>现金净增加额</b>	<b>(140)</b>	<b>(1191)</b>	<b>-42.08</b>	<b>-22.23</b>	<b>-2.89</b>	EV/EBIT	6.38%	42.67	16.12	31.91	24.50

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为2023年1月4日收盘价

## 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。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/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。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

**无锡：**江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

**北京：**北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

**上海：**上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

**深圳：**广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695