

2023 年 1 月 31 日

华齿口腔 (873311)

——沪头部口腔服务标的，充分卡位迎业绩复苏

报告原因：首次覆盖

投资要点：

- **公司是上海地区头部齿科公司，22 年完成首轮定增。**公司深耕上海市场，1996 年在上海杨浦区开设第一家门诊，目前公司总运营 20 家门诊，其中 19 家在上海，1 家在宜兴市。公司采取“中心旗舰门诊+社区门诊”的两级医疗服务体系，目前在上海杨浦，黄浦等八个区域均有所布局。公司于 2022 年 5 月完成首轮定增，共募资 1006.02 万元，所募集资金已被公司用于新一轮的规模扩张，目前公司有 1 家口腔医院与 1 家门诊正在建设中。
- **口腔服务行业景气度高，民营连锁品牌格局加快形成。**1) 在人口老龄化与消费升级的双重推动下，我国口腔服务需求强劲。根据 statista 的数据，2021 年我国口腔市场 1461 亿元，预计 2026 年口腔市场规模达到 3182 亿元，cagr (21 年-26E) 可达 16.8%。2) 19 种植牙集采落地。随着价格水平回归合理，我国种植牙等服务的渗透率有望进一步提升。3) 民营服务机构的占比进一步提升，资本在经历过去几年的快速涌入后，开始进入存量博弈期，一线品牌梯队逐步形成。
- **公司旗下拥有义齿加工公司，人才储备逐年上升。**公司形成了从义齿加工到口腔疾病诊疗的口腔医疗产业链，子公司中齿实业具有量产义齿的技术能力，加工生产的义齿主要用于满足公司内部的产品需求，是公司提高整体运营效率和成本控制的重要环节。公司的医技人员从 2018 年的 152 人增长至 2022H1 的 212 人，展现了公司品牌对行业人才较强的吸引力。
- **公司多数门诊处于业绩爬坡期，在口碑效应的带动下，未来品牌估值有望打开。**2021 年，公司正在运营的 20 家门诊有 12 家盈利为正，在盈利为负的 8 家门诊中，有 6 家是 2014 年之后公司扩张期开业的门诊，且营业时间越长，亏损额越小，体现较强的口碑获客能力和选址等经营能力。此外公司门诊在大众点评上的平均分为 4.05，高于瑞尔齿科，拜博口腔等在上海有一定规模的品牌，体现了公司多年经营所积攒的优秀口碑。在品牌口碑影响力的带动下，公司新店被消费者认知的周期有望缩短，业绩有望加速改善。
- **风险提示：**重大医疗事故风险；人才流失风险；行业监管收紧；扩张医院经营不及预期。

市场数据：2023 年 1 月 30 日

转让方式	竞价转让
收盘价 (元)	21.44
每股净资产 (元)	1.71
市净率	12.54
总市值 (百万元)	446

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2022 年 06 月 30 日

总股本 (百万)	20.81
可转让股份 (百万)	3.93
净资产 (百万元)	35.59
股东总户数 (户)	15
挂牌日期	2019-07-10
主办券商	申万宏源证券有限公司

相关研究

品牌梯队形成，估值空间打开-口腔医疗服务行业深度报告 20210530
可恩口腔 (830938) ——鲁口腔服务龙头，估值修复空间大 20210507

证券分析师

刘建伟 A0230518010003

liujw2@swsresearch.com

联系人

刘建伟 A0230518010003

liujw2@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

目录

1.沪齿科头部标的，跑马圈地抢市场	4
1.1 立足头部位置，规模持续扩张	4
1.2 22 年封控影响大，23 年复苏预期强	5
1.3 调入创新层，22 年完成首轮定增.....	5
2. 集采落地利空消化，行业复苏预期强	6
2.1 老龄化+消费升级双驱动，行业长坡厚雪	6
2.2 种植牙集采落地，行业利空大幅消化.....	8
2.3 民营数量占绝对优势，品牌梯队逐步形成.....	11
3.布局大医院+旗舰门诊+社区，加速口碑变现.....	14
3.1 完成上海各区卡位，巩固区域头部地位	14
3.2 旗舰门诊+社区体系初建成，复苏弹性大	16
3.3 扩充人才储备，完善内控体系	17
4. 风险提示	18

图表目录

图 1：公司 2022H1 营收构成	4
图 2：公司营收、归母净利润、经营性净现金流	5
图 3：公司毛利率、净利率、ROE (%)	5
图 4：公司股权结构图	6
图 5：2016-2026E 国内口腔医疗服务行业增长迅速	7
图 6：2020 年中国口腔服务行业按地区划分的市场规模占比	7
图 7：老年人面临口腔问题的概率高于中年人	8
图 8：中美对比中老年缺失牙修复率	8
图 9：1970-2000 年美国人均可支配收入与口腔医疗支出情况	8
图 10：2011-2021 年我国人均可支配收入	8
图 11：2011-2021 年我国民营口腔专科医院数量和占比 (所, %)	12
图 12：上市/挂牌公司营收增速 (%)	13
图 13：上市/挂牌公司营收 (亿元)	13
图 14：上市/挂牌公司销售费用率 (%)	14
图 15：上市/挂牌公司 ROE-摊薄 (%)	14
图 16：子公司中齿实业营收和营收增速	15
图 17：华齿口腔旗舰店展示 1	16
图 18：华齿口腔旗舰店展示 2	16
图 19：公司医技人员数 (人)	18
表 1：公司挂牌后的首轮定增情况	6
表 2：国家和上海市口腔医疗服务政策	9
表 3：口腔种植项目价格管理相关政策	10
表 4：2018-2022 年头部标的融资情况	12
表 5：华齿口腔各区域连锁门诊情况	14
表 6：全国性品牌以及上海头部品牌在沪布局情况	15
表 7：华齿口腔各门诊经营情况	17
表 8：沪深京可比公司估值表 (亿元、%、倍)	18

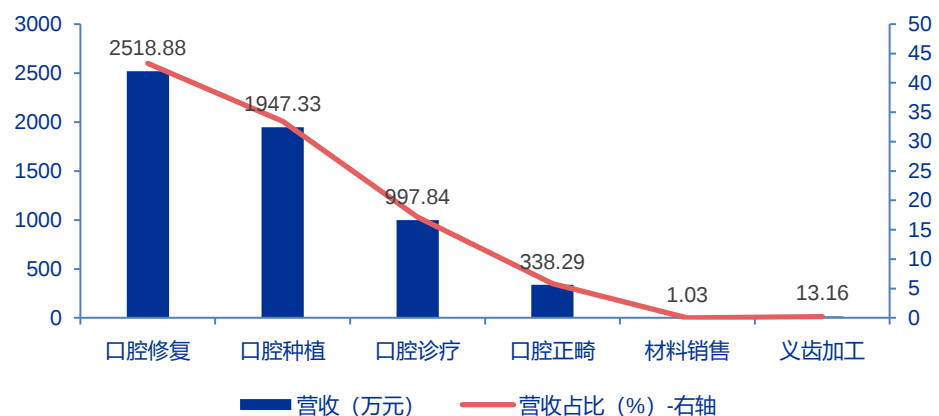
1. 沪齿科头部标的，跑马圈地抢市场

公司于 11 年 12 月 13 日成立,19 年 7 月挂牌新三板,22 年 6 月 15 日起调入创新层,采取竞价方式交易。公司在 22 年 5 月完成首轮定增,共募集资金 1006.02 万元,发行对象为公司实控人及其他在册股东共 11 名。

1.1 立足头部位置，规模持续扩张

公司是上海地区口腔服务头部企业。公司成立于 2011 年,主营业务为针对顾客口腔方面的疾病、口腔预防与保健、以及口腔美容等需求,为顾客提供口腔修复、口腔正畸、口腔种植等方面的口腔医疗服务。此外,公司设有全资子公司中齿实业负责为各门诊部提供口腔义齿的加工及定制,现已形成从加工制造到门诊服务的全产业链条。

图 1：公司 2022H1 营收构成



资料来源：2022 年半年报，申万宏源研究

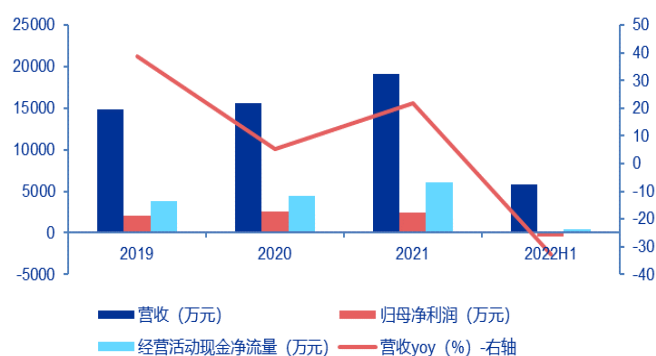
公司采取“中心旗舰门诊+社区门诊”的两级医疗服务体系，在上海地区形成了完整的口腔医疗服务覆盖体系。公司起家上海杨浦区，从 2014 年开始通过一系列的扩张，在上海杨浦区、徐汇区、浦东新区等八区均有布局，目前公司在上海地区参股和控股了 22 家分子机构，其中包括 19 家门诊，1 家义齿加工厂房和 1 家医疗器械销售公司，同时省外江苏宜兴开设 1 家门诊。随着新一轮募集资金的完成，公司 22 年下半年拟投资设立 1 家新的口腔医院和 1 家新的门诊，继续实现规模扩张。

公司管理体系不断优化，具备继续扩张提高市占率的基础。从供给端来看，医技人员的数量是衡量一家口腔医院核心竞争力的关键所在，公司在扩大规模的同时，也注重医技人员的培养与引进，截止 2022H1，公司医技人员的数量已从 2018 年的 152 人增长至 212 人。此外，公司连锁门诊的运营模式具有原材料集中采购、后台资源共享、广告费用均摊等优势，公司控股的义齿加工厂房与医疗器械销售渠道为公司降本增效提供了极大便利。

1.2 22 年封控影响大，23 年复苏预期强

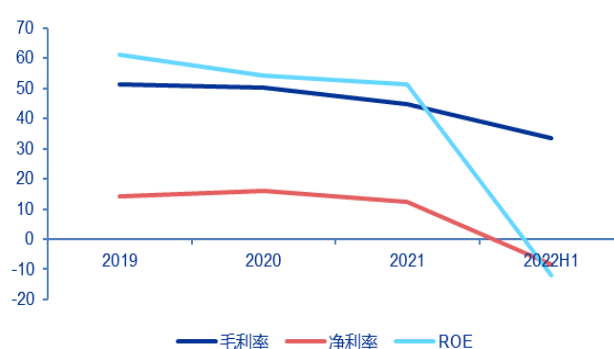
公司加快市场下沉，抢夺市场份额。公司通过在区域内建设精品旗舰门诊以抢占中高端市场，同时渠道下沉发展社区门诊，并在疫情期间积极参加社区志愿活动，扩大品牌知名度。在规模扩张与口碑效应的双重助力下，营收稳定增长，21 年营收 1.91 亿元，cagr (17-21) 为 28.4%。经营活动现金净流量也持续增加，21 年 6082 万，cagr (17-21) 为 32.5%，公司经营效率不断改善。2022 上半年，受上海疫情封控影响，导致业绩的大幅滑坡，公司 6 月份已全面恢复正常经营，营收状况迅速恢复。由于口腔服务具有刚需性和治疗周期性，公司业绩有望在封控结束后得到修复。

图 2：公司营收、归母净利润、经营性净现金流



资料来源：Choice，申万宏源研究

图 3：公司毛利率、净利率、ROE (%)

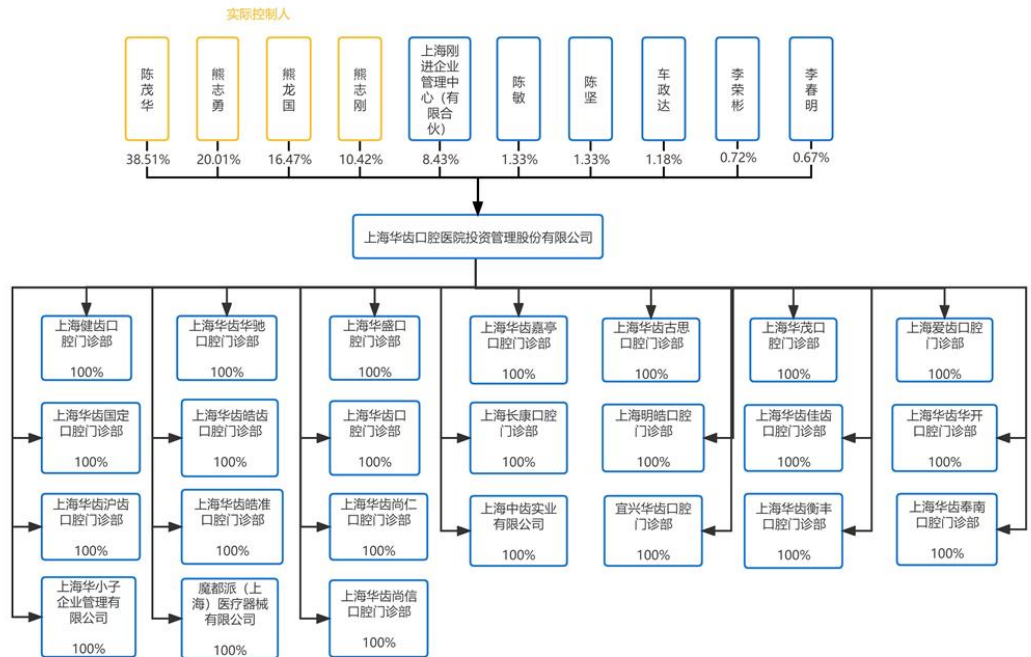


资料来源：Choice，申万宏源研究

1.3 调入创新层，22 年完成首轮定增

公司股权结构清晰，实际控制人是陈茂华、熊志勇、熊素珍、熊龙国和熊志刚五人，合计控制股权比例为 85.41%，公司前十大股东持股比例为 99.07%，股权集中。

图 4：公司股权结构图



资料来源：2022 年半年报，申万宏源研究

备注：2022 年半年报披露实控人之一熊素珍持股比例为 0。

公司于 22 年 6 月 15 日起调入创新层，采取竞价方式交易。同时在 22 年 5 月完成首轮定增，共募集资金 1006.02 万元，投后估值 2.6 亿，发行对象为公司实控人及其他在册股东共 11 名。

表 1：公司挂牌后的首轮定增情况

增发公告日	增发价格（元）	募集资金（万元）	投后估值（亿元）	参与人
2022/1/4	12.42	1006.02	2.6	陈茂华、熊志国、熊龙国、熊志刚、陈敏等在册股东 11 人

资料来源：公司公告，申万宏源研究

2. 集采落地利空消化，行业复苏预期强

2.1 老龄化+消费升级双驱动，行业长坡厚雪

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，我国的口腔服务行业起步较晚，受益于近 30 年人民生活水平的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。根据 Statista 网站的统计数据，我国口腔服务市场规模从 2016 年的 815 亿元增长至 2021 年的 1461 亿元，复合年增长率为 12.38%。在人口老龄化和消费升级的双重推动下，未来行业将持续高速增长，预计 2026 年行业规模将增至 3182 亿元，CAGR(21 年-26E)为 16.8%。

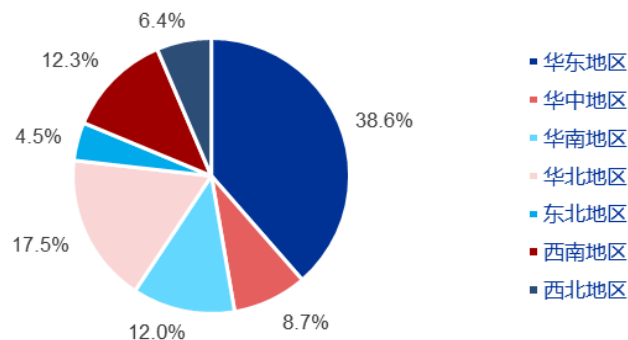
图 5：2016-2026E 国内口腔医疗服务行业增长迅速



资料来源：Statista，申万宏源研究

华东地区作为我国经济最具活力的地区，根据牙博士招股说明书，其 2020 年占国内口腔服务市场 38.6% 的市场份额。华齿口腔公司主要经营范围为上海地区，处于华东地区的中心地带，将充分受益于华东地区高速增长的口腔服务市场。

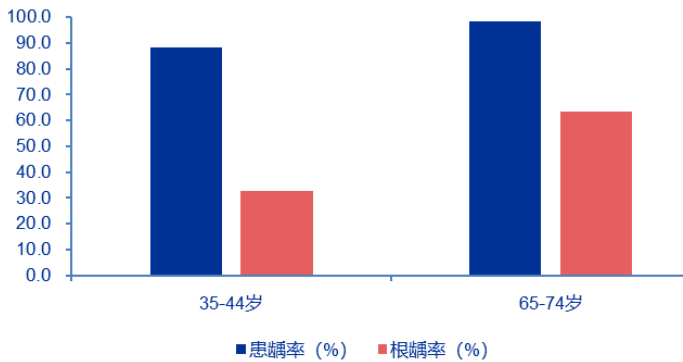
图 6：2020 年中国口腔服务行业按地区划分的市场规模占比



资料来源：牙博士招股说明书，申万宏源研究

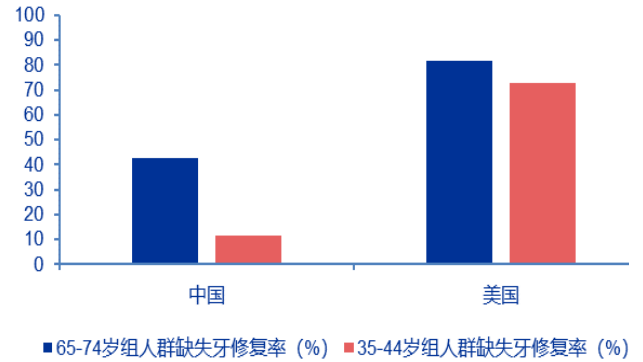
人口老龄化是口腔服务行业未来快速发展的重要驱动因素之一。我国已进入老龄化社会，且人均寿命不断提高，人工种植和填充等口腔服务的需求日益增加。2021 年我国 65 岁及以上人口达到 2.01 亿人，占全国总人口 14.2%，有 16 个省份的 65 岁及以上人口超过了 500 万人。相较于 2010 年，我国 65 岁及以上人口占比上升了 5.3pcts，与 2000-2010 年相比上升幅度提高了 3.4pcts，老龄化进程明显加快。而与中年人，青年人相比，老年人面临的口腔问题更为严重，以患龋率为例，65-74 岁老年人的患龋率为 98.2%，根龋率为 63.6%，远高于 35-44 岁人群的 88.1% 和 32.7%。此外，根据 17 年的调查结果显示，我国 65-74 岁组人群缺失牙修复率是 42.6%，而美国这一数据为 81.5%，说明我国相关市场还有极大的上升空间。

图 7：老年人面临口腔问题的概率高于中年人



资料来源：国家卫健委，申万宏源研究

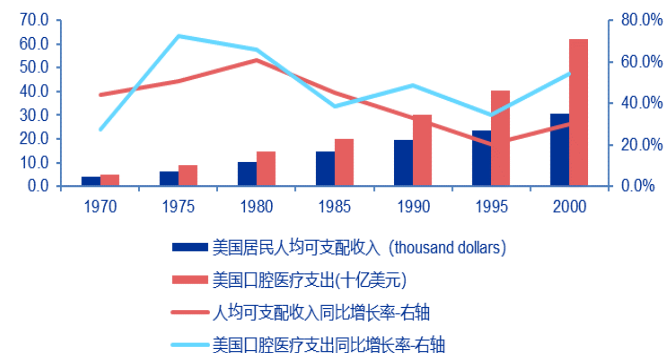
图 8：中美对比中老年缺失牙修复率



资料来源：国家卫健委，申万宏源研究

人均可支配收入上升带来的消费升级进一步打开口腔服务需求空间。口腔支出和人均可支配收入具有显著的正相关关系，类比世界上口腔医疗服务行业较为成熟的国家，美国口腔医疗服务市场规模与其人均可支配收入水平高度相关。对于就职和社交为主要社会活动的中青年人来说，口腔服务属于可选消费，随着我国人均可支配收入的不断提升，人们对自我形象管理越来越重视，正畸、种植牙渗透率有望持续提升。以 35-44 岁组人群为例，17 年这一人群的缺失牙修复率为 11.6%，参照美国 73% 的水平，可开拓的市场前景巨大。

图 9：1970-2000 年美国人均可支配收入与口腔医疗支出情况



资料来源：Dental Economics，申万宏源研究

图 10：2011-2021 年我国人均可支配收入



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

2.2 种植牙集采落地，行业利空大幅消化

在口腔、眼科、骨科、医美等专科领域国家鼓励社会力量办医，民营医疗服务行业处于政策红利期。从 2016 年开始，国家推出多项引导医疗服务行业发展的有利政策，目标朝向提供多层次多样化医疗服务，以满足国民日益增多的多样化、升级化医疗保健需求。同时多个省份也相应推出口腔服务行业的支持政策，民营医疗机构在眼科、骨科、口腔、妇产、儿科、肿瘤、精神、医疗美容等专科以及康复、护理、体检等领域进入政策窗口期，迎来较好的宏观外部环境。

表 2：国家和上海市口腔医疗服务政策

文件名称	发布时间	发布部门	主要内容
《医疗机构设置规划指导原则（2021-2025 年）》	2022-01	国家卫健委	强调要合理设置公立医院数量，并提出根据医疗服务实际需要设置职业病和口腔医院。
《“十四五”全民医疗保障规划》	2021-09	国务院	完善“互联网+医疗健康”一包管理服务。完善“互联网+医疗健康”医保服务定点协议管理，健全“互联网+”医疗服务价格和医保支付政策，将医保管理服务延伸到“互联网+医疗健康”医疗行为，形成比较完善的“互联网+医疗健康”医保政策体系、服务体系和评价体系。
《上海市卫生健康发展“十四五”规划》	2021-07	上海卫健委	到 2020 年，我市口腔卫生服务体系基本健全，口腔卫生服务能力整体提升，儿童、老年人等重点人群口腔保健水平稳步提高。到 2025 年，健康口腔社会支持性环境基本形成，人群口腔健康素养水平和健康行为形成率大幅提升，口腔健康服务覆盖全人群、全生命周期，更好满足人民群众健康需求。
《医疗保障法（征求意见稿）》	2021-06	国家医疗保障局	从筹资和待遇、基金管理、医药服务公共管理服务、监督管理、法律责任等方面规范医疗保障关系，健全高质量多层次医疗保障体系。维护公民医疗保障合法权益，推动医疗保障事业健康发展。
《“十四五”规划纲要》	2021-03	新华社	以公立医疗机构为主体、非公立医疗机构为补充，扩大医疗服务资源供给。加快优质医疗资源扩容和区域均衡布局，建设国家医学中心和区域医疗中心。加强基层医疗卫生队伍建设，完善城乡医疗服务网络。加强预防、治疗、护理、康复有机衔接。实施医师区域注册，推动医师多机构执业。支持社会办医，鼓励有经验的执业医师开办诊所。
《关于公布上海市住院医师规范化培训放射肿瘤科和口腔科新增专业基地的通知》	2020-01	上海卫健委	建设国家口腔医学中心（上海）。完善视觉、口腔健康服务管理网络，落实分级分类视觉服务管理，实施健康口腔行动。落实儿童口腔健康基本公共卫生服务。
《健康口腔行动方案（2019-2025）》	2019-02	国家卫健委	到 2020 年，口腔卫生服务体系基本健全，逐步建立省、市、县（区）三级口腔疾病防治指导中心。到 2025 年，口腔健康社会环境基本形成，口腔健康服务覆盖全人群、全生命周期，更好满足人民群众健康需求。
《上海市防治慢性非传染性疾病中长期规划（2018-2030 年）》	2018-08	上海卫健委	从 2020 年起上海市住院医师规范化培训增设放射肿瘤科培训学科，并将口腔培训学科增设为口腔全科、口腔内科、口腔颌面外科、口腔修复科、口腔正畸科、口腔病理科和口腔颌面影像科等 7 个学科。
《关于做好 2018 年家庭医生签约服务工作的通知》	2018-04	国家卫健委	发展康复、口腔、中医药、心理卫生等专业能力建设，提高基层综合诊疗能力。
《医疗机构基本标准（试行）》	2017-06	国家卫计委	明确规定了口腔医院的设立标准。

《关于支持社会力量提供多层次多样化服务的意见》	2017-05	国务院	明确提出：在眼科、骨科、口腔、妇产、儿科、肿瘤、精神、医疗美容等专科以及康复、护理、体检等领域，加快打造一批具有竞争力的品牌服务机构。力争到 2020 年，社会力量办医能力明显增强，医疗技术、服务品质、品牌美誉度显著提高，专业人才、健康保险、医药技术等支撑进一步夯实，行业发展环境全面优化，打造一大批有较强服务竞争力的社会办医疗机构，形成若干具有影响力的特色健康服务产业聚集区，服务供给基本满足国内需求逐步形成多层次多样化医疗服务新格局。
《中国防治慢性病中长期规划》	2017/01	国务院	通过社区服务中心和乡镇卫生院逐步提供口腔预防保健等服务；开展针对儿童和老年人个性化干预，加大牙周病、龋病等口腔常见病的干预力度；到 2025 年，将 12 岁儿童患龋率控制在 30% 以内。
《“十三五”卫生与健康规划》	2016/12	国务院	十三五期间，口腔方面主要任务有 4 项：将口腔健康检查纳入常规体检；将重点人群的口腔疾病综合干预纳入慢病综合防控重大疾病防治项目；深入推进包括健康口腔在内的 6 个重点专项行动；鼓励社会力量发展口腔保健等稀缺资源及满足多元需求的服务。

资料来源：政府网站，申万宏源研究

种植体价格规范和集采酝酿超过 2 年，市场已充分反应利空。正畸、种植和修复是市场规模最大的三个口腔服务细分领域，其中种植体主要需求指向老年群体，基数大，是最早有集采预期的口腔医疗器械品种之一。2019 年以来，国家和部分省份相继出台了一系列行业规范政策，调整口腔种植项目价格，引导民营机构种植项目价格符合竞争规律和消费者预期水平，同时开展集采工作。考虑到历史集采药品/器械普遍降价幅度过大，而种植业务普遍占到民营机构的三分之一以上，市场对集采带来的收入、利润压力已充分反映。

表 3：口腔种植项目价格管理相关政策

文件名称	发布时间	发布单位	主要内容
《口腔种植体系统省际联盟集中带量采购公告（第 2 号）	2022-12	口腔种植体系统省际联盟集中带量采购办公室	口腔种植体集中采购将于 2023 年 1 月 11 日开始接收企业申报，本次集中带量采购产品以种植体、修复基台、配件包各 1 件组成种植体产品系统，最高有效申报价统一为 2380 元每套。
《关于开展口腔种植医疗服务收费和耗材价格专项治理的通知》	2022-09	国家医保局	规定三级公立医疗机构完成全流程种植整体不超过 4500 元每颗，经济发达，人力等成本高的地区根据本地实际可放宽医疗服务价格调控目标，放宽比例不超过 20%。 引导民营机构种植项目价格符合竞争规律和群众预期的水平。
《关于开展口腔种植医疗服务收费和耗材价格专项治理的通知（征求意见稿）》	2022-08	国家医保局	明确口腔种植收费计算方式为“检查设计+种植体植入+牙冠置入+专用耗材”，将种植体植入及牙冠置入的费用控制在 60%，检查设计的费用控制在 10%。 同时强化口腔种植等医疗服务价格调控，精心组织开展种植牙耗材集中采购。
《2022 年纠正医药购销领域和医疗服务中不正之风工作要点》	2022-05	国家卫健委、国家医保局等九部委	规范牙科医疗服务和耗材收费，规范公立医院牙科医生多点执业，对于开展种植牙服务，但不参加种植牙耗材省际联盟采购的医疗机构开展重点督查。

《川药招〔2022〕92号 关于开展第二轮口腔类高值医用耗材产品信息采集工作的通知》	2022-04	四川省药械招标采购服务中心	2021年11月四川省药械招标采购服务中心完成第一轮口腔高值医用耗材产品信息采集工作, 近期省药招中心收到部分生产企业关于增加产品信息的申请, 经研究决定, 将开展第二轮产品信息采购工作相关事宜。
国务院常务会议	2022-01	国务院	国务院常务会议对2022年集中带量采购工作划定了工作重点。会议指出逐步扩大高值医用耗材集采覆盖面, 对群众关注的骨科耗材、药物球囊、种植牙等分别在国家和省级层面开展集采。
《川药招〔2021〕258号 关于开展部分口腔类高值医用耗材产品信息采集工作的通知》	2021-11	四川省药械招标采购服务中心	为贯彻落实国家关于常态化推进药械集中带量采购工作的要求, 开展部分口腔类高值医用耗材信息申报相关事项。申报产品范围为口腔种植体、修复基台、种植修复配件(含愈合基台、覆盖螺丝、转移杆、扫描杆、替代体、修复基底、基台螺丝、基台保护帽、临时基台)等组成口腔种植体系统的医用耗材。
《关于进一步明确医保历年账户支付种植牙项目的方案(征求意见稿)》	2021-08	宁波市医保局	调整口腔种植牙项目整体医保支付标准, 通过制定医保支付限额工作, 将打破现行种植牙价格体系。 建立医保历年账户可支付的种植牙品牌目录, 未纳入的品牌目录内产品, 医保历年账户不予支付。
《关于授权设区市管理部分医疗服务价格的通知》	2019-12	江苏省卫健委	医疗服务项目由省级管理, 医疗服务价格实行 分级管理 , 在2015年授权设区市管理部分医疗服务项目价格的基础上, 再授权设区市政府管理部分医疗服务项目价格, 具体项目包括 口腔种植手术 。
《关于进一步明确和完善有关医疗服务价格政策的通知》	2019-11	浙江省卫生厅	口腔种植、人工授精、胚胎移植、试管婴儿按 特需医疗服务项目管理 。

资料来源: 政府网站, 申万宏源研究

集采落地利空出尽, 民营机构短期受影响, 长期有望以量补价。2023年1月11日, 种植牙集采预期落地, 本次集采有1.8万家医疗机构参与, 其中民营1.4万家, 参与集采55家, 39家拟中选, 中选率71%。口腔种植体系统拟中选产品平均中选价格与集采前中位采购价相比平均降幅55%, 其中: 高端进口品牌士卓曼、登士柏、诺保科种植体系统从原采购中位价5000元降至1850元, 降幅63%, 市场需求量大的奥齿泰、登腾种植体系统从采购中位价1500元左右降至770元, 降幅49%左右。当前我国种植牙年种植量为400万颗, 在老年人中渗透率较低, 而缺牙问题存在补牙等省钱替代方案, 种植牙相对是可选消费升级方式, 具有非必需品属性, 因此有望带来需求弹性大于1的刺激效果, 大幅提升渗透率, 并扩大市场规模。

2.3 民营数量占绝对优势, 品牌梯队逐步形成

民营口腔服务机构从数量上占主导地位, 占比84.2%。我国口腔医疗服务主体可分为公立与民营两大类, 其中, 公立主体包括综合医院口腔科与公立口腔专科医院; 民营主体包括连锁口腔专科医院、连锁口腔诊所以及个体口腔诊所。根据国家卫健委统计数据, 2021年我国口腔专科医院共1034所, 其中民营871所, 民营占比84.2%, 较2011年提高34pcts。

图 11：2011-2021 年我国民营口腔专科医院数量和占比（所，%）



资料来源：中国卫生健康统计年鉴，申万宏源研究

民营品牌梯队逐步形成，融资和退出进入存量博弈阶段。随着口腔服务需求的快速增加，14 年开始资本大量涌入口腔服务行业，进入 19 年以来市场投资速度趋缓，除了瑞尔齿科成功在港上市以外，融资和上市速度放缓，市场投资资金进入存量博弈阶段。

表 4：2018-2022 年头部标的融资情况

投资标的	融资轮次	融资时间	参与机构	融资金额
瑞尔齿科	上市	20220322	基石投资者 Abax、Harvest、HudsonBay、奥博资本、现代牙科	募资 6.8 亿港元
摩尔齿科	C 轮	20210928	毅达资本、协立投资	未披露
瑞尔齿科	E 轮	20210413	淡马锡、奥博资本、Ward Ferry、汉能投资集团、华安未来资产、兴业银行	2 亿美元
欢乐口腔	C 轮	20210331	亦庄国投、中金资本、赛盈资本、杭州简朴	未披露
马泷齿科	D+轮	20210312	中金资本、华西银峰投资、源星资本、绿地投资、金浦健服、纪源资本、宜利资本、弘晖资本	超 4 亿人民币
极橙儿童齿科	股权融资	20210219	金浦投资	未披露
友睦口腔	B+轮	20191212	荣安创投、道格资本、常州高新投、上海景数创投、上海创稷	超 7000 万人民币
极橙儿童齿科	B 轮	20190624	真格基金、深圳分享成长投资、和谐爱奇、IDG 资本、清新资本、迈通资本	超 1 亿人民币
小白兔口腔	挂牌后第一轮增发	20190131	宁波保税区米诺托股权投资合伙企业(有限合伙)	2000 万人民币
马泷齿科	D 轮	20180921	源星资本、绿地金控、歌斐资产	2.3 亿人民币
极橙儿童齿科	A+轮	20180716	清新资本、IDG 资本、道彤投资	未披露
康泰拜博口腔	战略投资	20180615	康泰保险集团	20.62 亿人民币
欢乐口腔	B 轮	20180603	君联资本、清科资管、上海泽屹、华泰医疗产业投资基金、世纪华夏股权投资基金、中卫安健创投基金、世纪长河、北京天域医康	超 8 亿人民币

极橙儿童齿科	A 轮	20180209	道彤投资、IDG 资本、点亮基金	数千万人民币
友睦口腔	B 轮	20180202	经纬中国、景旭创投	6500 万人民币
摩尔齿科	B 轮	20180130	松柏投资、国鑫创投、通江资本、协立投资	超 1 亿元人民币

资料来源：投中数据库，Choice，申万宏源研究

市场足够大，强势的区域品牌仍具备较高投资价值。从市场布局上看，目前口腔品牌分层现象已经形成：1) 资本较早介入的品牌基本已经完成全国性或跨区域布局，且在 18-19 年开始进行第一轮的身提效整顿，这类品牌有望进一步吸引头部资金，进行集采优化、医生培训等效率提升的储备，业绩后劲足，资本退出路径相对明晰。以**瑞尔齿科、马泫齿科、摩尔齿科、同步齿科**等为代表。2) 传统打法且形成口碑效应的省域品牌，以**通策医疗、恒伦医疗、华齿口腔、可恩口腔**等为代表。口碑的稳定加上稳健的扩张，具有较高的业绩上升空间和市值潜力。

财报表现上看，通策医疗仍保持一马当先的态势，其他区域公司进度不一。通过分析上市/挂牌公司的财报，我们可以看到口腔服务行业头部公司财报表现也有分化，以全国性品牌通策医疗，区域性品牌可恩口腔、华齿口腔等为代表。由于口腔服务行业尚处于圈地扩张期，口碑需要市场验证，单一的收入规模及增速代表不了标的持续经营能力，所以我们按照营收、销售费用率、ROE 三维度衡量标的的成长潜力。营收隐含着扩张速度或品牌复制力，销售费用率趋势代表品牌口碑力走势，ROE 代表标的的赚钱能力。1) 通策医疗在三项指标中表现最突出，具有低销售费用率+平均以上的 ROE+大体量以上持续维持的规模扩张力，财报具有稀缺性，背后逻辑是公立资源的天然强口碑属性以及短周期内难以被超越特性。2) 出现财务明显改善的区域品牌同样具有稀缺性。可恩作为山东省头部标的，前几年主张高举高打策略，配备进口设备，资本开支重，扩张期的销售费用率高，但随着卡位战略进入尾声，21 年开始财务明显改善，销售费用率降至行业平均水平，营收呈现加速增长态势。蓝天在 2021 年连续开展了两次定增，进入新一轮市场扩张期。因为公司之前体量小，公司整体处于微利状态，在扩张项目逐渐落地的情况下，公司营收增速一直保持在较高水平，销售费用率也低于大部分其他地区头部公司。华齿作为上海地区齿科头部标的，三项指标在过去三年里均居于行业平均及以上，尤其是高水平的 ROE，反映了公司较强的盈利能力。同时公司在 22 年完成了首轮定增，上海拟建口腔医院，各区通过增开门诊方式继续扩张服务半径，随着疫情后口腔业务复苏，业绩弹性可期。

图 12：上市/挂牌公司营收增速 (%)

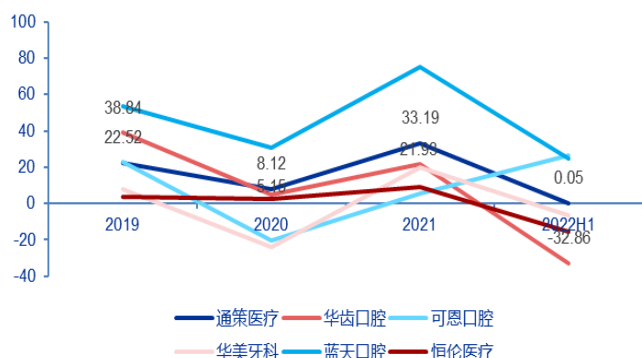
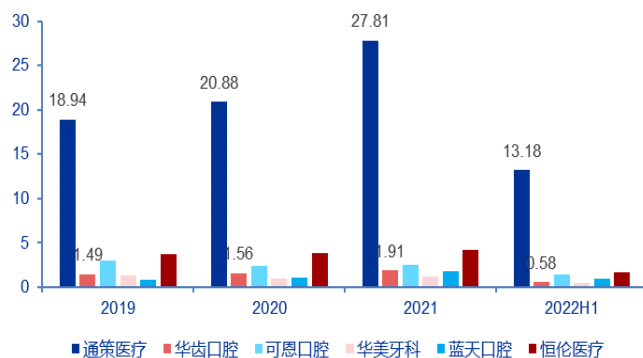
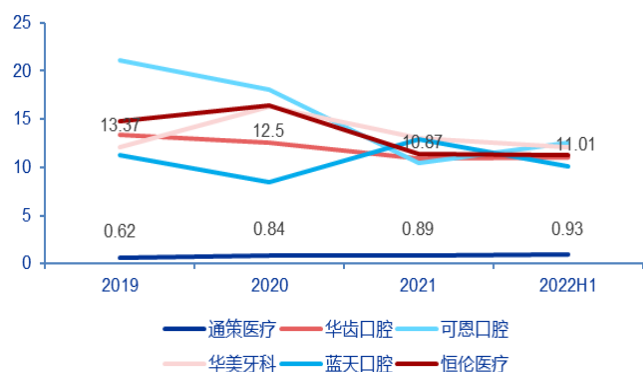


图 13：上市/挂牌公司营收 (亿元)



资料来源：Choice，申万宏源研究

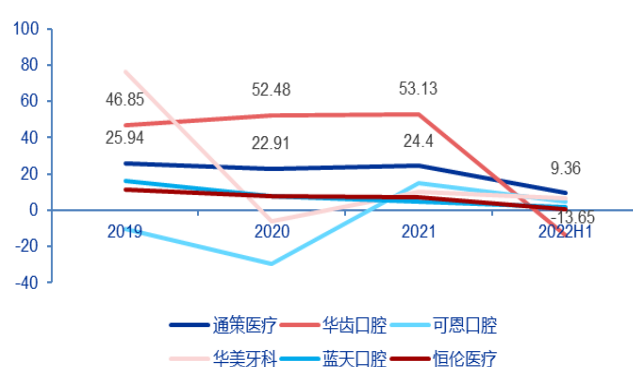
图 14：上市/挂牌公司销售费用率（%）



资料来源：Choice，申万宏源研究

资料来源：Choice，申万宏源研究

图 15：上市/挂牌公司 ROE-摊薄（%）



资料来源：Choice，申万宏源研究

3.布局大医院+旗舰门诊+社区，加速口碑变现

3.1 完成上海各区卡位，巩固区域头部地位

公司是口腔医疗服务商，主要向顾客提供口腔种植、口腔正畸、口腔修复和口腔诊疗等服务，同时子公司中齿实业负责进行义齿的加工，为公司门诊部提供所需的产品。目前公司在上海连锁化经营有 19 家门诊，1 家在建门诊，1 家在建口腔医院，公司在市内各区通过门诊扩张的方式基本完成卡位布局。

表 5：华齿口腔各区域连锁门诊情况

所属区域	门诊数量（个）	医师数量（人）	牙椅数量（个）	儿童诊室数量（个）
杨浦区	6	35	50	3
浦东新区	4	14	18	2
黄浦区	1	10	13	2
静安区	1	5	8	1
徐汇区	1	6	4	0
闵行区	1	6	6	1
松江区	1	10	6	1
奉贤区	1	4	4	0
嘉定区	1	3	4	0
金山区	2	8	10	1
上海合计	19	101	123	11
江苏宜兴	1	5	10	2
省外合计	1	5	10	2
共计	20	106	133	13

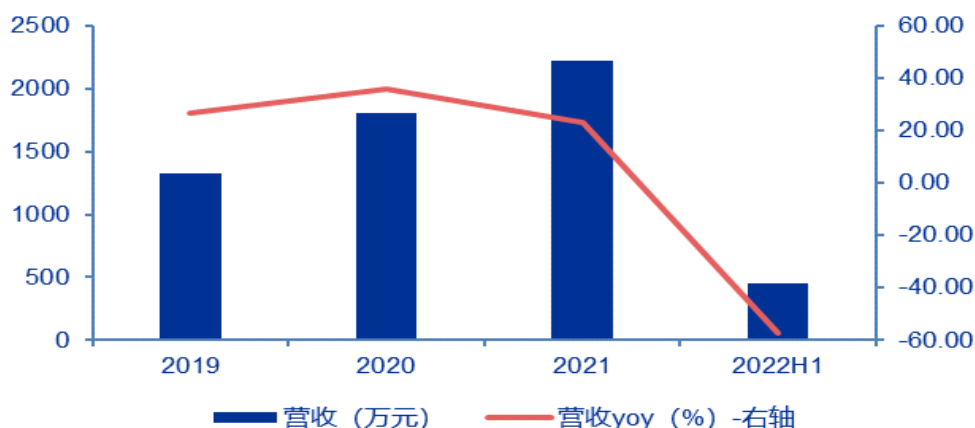
资料来源：大众点评，公司官网，申万宏源研究

备注：浦东新区明皓门诊店医师数据缺失；不包括在建

公司重点布局种植牙和口腔修复业务，满足大众口腔医疗服务需求。修复与种植是治疗牙列缺损的两大途径，其中口腔种植更是消费升级的代表项目，随着集采落地，口腔种植价格趋向大众化，在我国人均收入水平稳步提升的背景下，未来口腔种植市场有着巨大的增长空间。公司 2022H1 口腔种植营收和利润占比分别为 33%和 54%，口腔修复的营收和利润占比分别为 43%和 31%。在公司新一轮规模扩张的助力下，公司有望进一步扩大市场份额，发挥品牌价值。

公司旗下有一家生产义齿子公司，利于公司整体降本增效。中齿实业是公司旗下专门生产义齿的子公司，成立于 2012 年，注册资本 500 万元。该子公司拥有义齿加工生产线，在整个公司体系中作为生产基地存在，并负责公司各门诊部门的原材料采购。子公司加工生产的义齿主要用于满足公司内部的产品需求，是公司提高整体运营效率和成本控制的重要环节。近几年中齿实业营收增长快速，22 年上半年受疫情影响，营收出现较大下滑，未来随着需求复苏，有望重回增长趋势。

图 16：子公司中齿实业营收和营收增速



资料来源：Choice，申万宏源研究

公司 23 年预计在上海运营 1 所医院，20 家门诊，是上海地区口腔头部企业之一。上海作为我国特大城市，人口多，人均收入高，口腔服务市场大，是各大品牌必争之地。公司作为上海本地成长起来的企业，较其他全国性品牌在上海地区经营时间更长，口腔医疗重服务，口碑培育需要时间，公司具有先发优势，老品牌更有利于获取并维护私域流量，提高市场份额。上海口腔医疗服务行业竞争充分，监管部门对口腔医疗服务的监管和审批更为严格，对个体的经营管理能力要求更高，公司历史经营业绩优异，在跨区拿证和拓展上具备优势。公司在 2022 年完成了首轮定增，并于下半年动工新建 1 家门诊和 1 家口腔医院。就体量上来看，公司现已成为上海地区的头部齿科企业。

表 6：全国性品牌以及上海头部品牌在沪布局情况

	华齿口腔	拜博齿科	瑞尔齿科	马泷齿科	极橙儿童齿科	摩尔齿科
黄浦区	1 家门诊	1 家医院，3 家门诊	3 家门诊	3 家门诊	1 家门诊	1 家门诊
静安区	1 家门诊	4 家门诊	1 家门诊		1 家门诊	1 家门诊
杨浦区	6 家门诊	3 家门诊		1 家门诊(联合运营)	1 家门诊	1 家门诊

徐汇区	2 家门诊 (1 家在建), 1 家医院 (在建)	2 家门诊	1 家门诊		1 家门诊	1 家门诊
闵行区	1 家门诊	3 家门诊	2 家门诊	2 家门诊 (联合运营)		4 家门诊, 1 家医院
浦东新区	4 家门诊	7 家门诊	5 家门诊	2 家门诊 (1 家联合运营)	3 家门诊	4 家门诊, 1 家医院
松江区	1 家门诊	1 家门诊				1 家医院
奉贤区	1 家门诊	1 家门诊				1 家医院
嘉定区	1 家门诊	1 家门诊			1 家门诊	2 家门诊
金山区	2 家门诊					
虹口区		2 家门诊		1 家门诊 (联合运营)		2 家门诊
宝山区		3 家门诊				1 家医院
普陀区		1 家门诊	1 家门诊			1 家医院
青浦区		1 家门诊				1 家门诊
长宁区			1 家门诊	2 家门诊 (1 家联合运营)		2 家门诊
崇明区						
合计	20 家门诊 (1 家在建), 1 家医院 (在建)	32 家门诊, 1 家医院	14 家门诊	11 家门诊 (5 家联合运营)	8 家门诊	19 家门诊, 6 家医院

资料来源：各公司官网，申万宏源研究

3.2 旗舰门诊+社区体系初建成，复苏弹性大

公司采取旗舰门诊+社区的分级诊疗体系，下沉市场进展顺利。公司通过区域旗舰店来为顾客提供定制化的服务，以获取中高端市场，并将门诊接治的部分难度高、手术复杂的患者转诊到旗舰门诊治疗。社区门诊主要面向附近的居民家庭，提供的服务项目比较基础和全面，是公司下沉市场。22 年下半年公司首家口腔医院开始动工，这将进一步提升品牌影响力。

图 17：华齿口腔旗舰店展示 1



资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 18：华齿口腔旗舰店展示 2



资料来源：公司官网，申万宏源研究

公司老门诊盈利稳定，新门诊大多处于业绩爬坡期。由于公司业绩 22 上半年受上海疫情封控影响较大，我们采用 21 年公司财报数据。21 年公司开设的 20 家门诊中有 12 家盈利为正，结合各门诊的开业年份可发现，门诊的盈利情况与经营时长呈现正相关，8 家亏损的门诊中有 6 家是 14 年之后的公司扩张期内开业的，且开业时间距今越长，亏损金额越小，说明公司的服务能够获得顾客较好口碑，这从大众点评上各门诊的评分也能看出。公司 20 家门诊的大众点评平均评分为 4.05，高于瑞尔齿科（3.5,14 家），拜博口腔（3.88,37 家）等其他上海地区头部齿科企业。此外，公司不乏像华开，佳齿这样的区域老牌口碑店，它们有着长期的经营历史以及优秀的盈利能力，积攒了大量的高依赖度客源与优秀的口碑。随着这些品牌沉淀作用的发挥，以及公司规模的愈发庞大，新店被消费者认知周期有望持续降低，业绩有望持续改善，整体财报优化速度有望加快。

表 7：华齿口腔各门诊经营情况

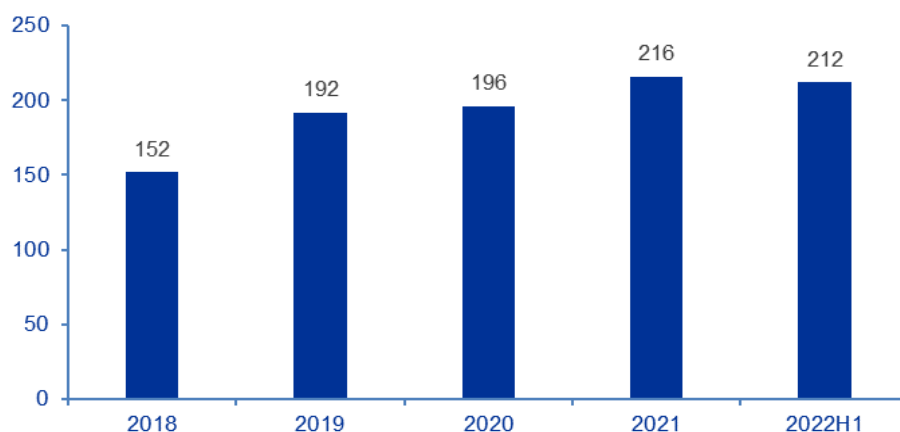
门诊名称	控股比例	开业年份	面积（㎡）	21 年营收（万元）	21 年净利润（万元）	大众点评评分
华开	100%	1996	2000	2905.68	731.27	4.8
华茂	100%	2004	300	588.82	212.19	3.7
长康	100%	2004	300	473.33	60.29	3.8
爱齿	100%	2004	300	2497.81	898.55	4.7
尚仁	100%	2004	800	444.49	47.93	4.1
沪齿	100%	2005	1000	952.64	-169.3	3.8
健齿	100%	2006	300	893.26	61.05	4.6
明皓	100%	2006	180	591.64	194.94	3.4
皓齿	100%	2006	300	438.22	150.44	3.7
金台	100%	2007	500	302.47	68.96	3.3
佳齿	100%	2007	800	2639.14	756.33	4.4
国定	100%	2010	1000	1152.97	131.95	4.8
华齿	100%	2012	1500	2669.79	-189.49	4.5
华盛	100%	2014	400	457.16	-25.77	4
嘉亭	100%	2014	310	438.84	41.53	暂无
皓准	100%	2015	400	220.35	-17.87	3.8
古思	100%	2016	600	189.55	-23.3	3.4
华齿	100%	2018	1500	391.36	-139.35	3.6
衡丰	100%	2019	700	609.00	-252.66	4.6
奉南	100%	2019	380	383.24	-213.91	3.9

资料来源：公司公告，大众点评，申万宏源研究

3.3 扩充人才储备，完善内控体系

公司人才储备逐年增加，具备进一步扩张基础。有效足量的人才储备是服务型品牌稳健扩张的基石。技术院长、科室主任、初中级医生以及护士是单个口腔医院的主要技术人员配置。其中目前技术院长、科室主任等大医生由于培养周期较长，行业内供不应求，主要依靠外部聘任。公司自 2019 年上市后，医技人员从 2018 年的 152 人增长至 2022H1 的 212 人，反映出公司品牌对口腔医生有一定吸引力。

图 19：公司医技人员数（人）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司内控体系较成熟，有效避免连锁化初中期带来的规模不经济。公司采用集采方式降低采购成本。公司各门诊部门所需要的医用耗材及设备将预先上报给中齿实业子公司，再有该子公司进行统一采购。此外，对于涉及新材料、新设备的采购，公司拥有一套完整的评估系统，以确保购买设备、材料的及时性和必要性。公司对于所有门诊门店采用统一的标准和规范，并且具有后台资源共享，广告费用均摊等优势，以推动公司实现可复制、可持续发展。

表 8：沪深京可比公司估值表（亿元、%、倍）

证券代码	证券简称	总市值	归母净利润					TTM	市盈率		
			21A	22E	23E	24E	CAGR (21-24E)		22E	23E	24E
600763	通策医疗	540	7.03	6.72	8.52	10.91	15.8	90.3	80.4	63.3	49.5
300015	爱尔眼科	2411	23.23	28.74	37.78	48.90	28.2	90.1	83.9	63.8	49.3
301239	普瑞眼科	132	0.94	1.03	1.36	2.02	29.1	189.3	127.4	96.6	65.2
002612	朗姿股份	123	1.87	0.74	1.98	2.78	14.1	263.3	167.0	62.2	44.2
301267	华夏眼科	478	4.55	5.34	6.94	8.90	25.1	92.6	89.6	68.9	53.7
	行业平均	737	7.52	8.51	11.32	14.70	22.4	145.1	109.7	71.0	52.4
873311	华齿口腔	4	0.24					47.7			

资料来源：2023/1/30 盘后 wind 一致预期，申万宏源研究

备注：空白处缺乏 wind 一致预期

4. 风险提示

1. 重大医疗事故风险：公司的主营业务为口腔医疗服务，由于存在医学认知局限、患者个体差异、医生素质差异等诸多因素的影响，医学的各类诊疗行为不可避免地存在医疗风险。

2. 人才流失风险：口腔医疗服务行业属于技术密集型行业，我国口腔医疗服务行业人才稀缺，且高素质人才培养周期较长，如果公司不能持续引进并留住足够的人才、不能在人才培养和激励机制方面持续创新，公司可能会面临人才短缺的风险。

3. 行业监管收紧：集采等政策短期内可能在一定程度上压缩公司的盈利空间，从而使公司面临利润下滑的风险。

4. 扩张医院经营不及预期：目前公司正进入新一轮的扩张期，存在新店选址等失误带来的经营不利风险。

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swsresearch.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swsresearch.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swsresearch.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swsresearch.com

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。