

深耕细作中高端口腔医疗，全国扩张笃行致远

瑞尔集团(6639.HK)

► 中高端口腔服务行业领军企业，专注齿科 23 年，“内生增长+外延并购”双轮驱动

截至 2022 财年中期，公司已有稳健增长期医疗机构 58 家，迅速扩张期 25 家，90%+ 处于增长阶段。2021 财年公司处于稳健增长阶段的医院&诊所实现营收 9.8 亿元，占比 65%，2019-2021 财年营收 CAGR=28.0%，毛利率逐渐改善，由 22.6% 提升至 30.3%；处于稳健增长阶段的医院&诊所牙椅单产实现 150 万+，发展速度加快。随着“医院+诊所”模式拓展速度加快，公司头部诊所及医院收入占比逐年下降，2021 财年 Top20 医院及诊所总收入占比 43.6%。截至 2022 财年中期，亏损诊所数量降至 14 家。盈亏周期或达预期，投资回报数量可观。随着稳健增长期诊所数量和收入占比的提升，公司整体盈利拐点将逐步显现。

► 中国口腔医疗服务市场呈现稳健增长格局，民营市场发展势头强劲，口腔龙头连锁率将进一步提升

中国口腔医疗服务市场已由 2015 年 757 亿元增长至 2020 年 1199 亿元，CAGR=9.6%，其中民营市场 CAGR=13.9%。国内民营口腔连锁率较低，五大民营口腔连锁整体市占率仅约 8.5%，民营口腔连锁扩容前景广。

中国中高端民营口腔医疗服务市场规模由 2015 年的 12.9 亿元增长至 2020 年的 26.2 亿元，CAGR=15.2%，预计 2025 年将达到 74.9 亿元。中高端口腔医疗服务更倾向于给客户提供灵活、专业及个性化的全面服务。公司作为中高端口腔服务龙头企业有望充分享受行业发展红利。

► 双品牌战略助力全国扩张，覆盖中高端口腔医疗市场，牙椅数及牙椅单产全面提升

双品牌搭配实施差异化定价，门店成熟带动内生增长。截至 2022 年 9 月 30 日，公司已在全国 15 个城市拥有 8 家医院和 114 家口腔诊所。以瑞泰口腔品牌经营 8 家医院、63 家诊所；以瑞尔齿科品牌经营 51 家诊所，瑞尔齿科在高端品牌市占率第一，客户忠诚度在平均达到 45% 左右，就诊人次最高突破 56 万人。瑞泰口腔在中端市场市占率第 5，盈利能力有望进一步提升。经营方面：公司管理团队在治疗和口腔护理业务方面有丰富经验，公司注重人才培养、人才机制吸引，2019-2021 财年牙医数 CAGR=10.9%，牙医数量增速稳健。公司牙医硕士及以上学位率超 50.1%，31.4% 牙医工作年限在 5 年+，稳定的牙

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	首次覆盖
目标价格(港元)：	
最新收盘价(港元)：	13.68
股票代码：	6639
52 周最高价/最低价(港元)：	16.02/5.88
总市值(亿港元)	79.56
自由流通市值(亿港元)	79.56
自由流通股数(百万)	581.59



分析师：崔文亮
邮箱：cuiwl@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519110002
联系电话：

医数与患者忠诚度、复诊率挂钩，从而筑成优势壁垒，助力业绩增长。

业绩预测及投资建议

疫情扰动下公司 2023 财年业绩承压，疫情政策放开下，公司有望回归常态化成长，我们预测 2023-2025 财年整体营收将达到 14.8/19.4/23.9 亿元，同比增长-9%、31%、23%；实现归母净利润-2.0、0.4、1.2 亿元，同比增长 71%、121%、179%，EPS 为-0.35/0.07/0.20 元；对应 2023 年 3 月 30 日 13.68 港元/股收盘价（当日汇率 1HKD=0.88CNY），PE 分别为-35/170/61X，PS 分别为 5/4/3X。结合公司未来全国双品牌扩张战略持续推进中，持续提质增效，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

经营业绩不及预期，医疗事故风险，医疗政策风险

盈利预测与估值

财务摘要	FY2021	FY2022	FY2023E	FY2024E	FY2025E
营业收入(百万元)	1515.13	1623.55	1478.02	1941.20	2390.14
YoY (%)	37.76%	7.16%	-8.96%	31.34%	23.13%
归母净利润(百万元)	-599.42	-701.03	-202.08	42.14	117.53
YoY (%)	-89.18%	-16.95%	71.17%	120.85%	178.92%
毛利率 (%)	24.05%	20.73%	18.37%	22.10%	23.12%
每股收益(元)		-1.21	-0.35	0.07	0.20
ROE (%)	0.24	-0.45	-0.15	0.03	0.08
市盈率		-10.53	-35.41	169.79	60.88

资料来源：wind，华西证券研究所

正文目录

1. 瑞尔集团：高端口腔医疗服务领军企业	6
1.1. 历史沿革与股权结构	6
1.2. 公司业绩增长趋势向好，费用率逐年改善	7
2. 国内外竞争势态：民营口腔连锁机构须博采众长	11
2.1. 回望国内：口腔龙头连锁率将进一步提升	11
2.2. 放眼海外：美国 DSO 模式发展先进，日本医保政策影响颇深	14
3. 双品牌卓有成效：覆盖中高端口腔医疗市场	17
3.1. 全国口腔医疗服务网络：满足差异化市场需求	17
3.2. 瑞尔齿科：高端口腔医疗服务商	18
3.3. 瑞泰口腔：探索口腔中端路线	19
4. 精益求精：核心优势彰显制胜之道	21
4.1. 品牌：双品牌战略别具一格，全国扩张加快布局	21
4.2. 系统：个性化服务、精细化管理提供优质口腔诊疗	25
4.3. 人才：高质量牙医团队，结构化人才成长	26
5. 盈利预测与投资建议	28
5.1. 盈利预测与估值	28
5.2. 投资建议	29
6. 风险提示	30

图表目录

图 1 公司重大发展历程.....	6
图 2 公司股权结构（截至 2022 年 3 月）.....	7
图 3 公司营业收入&归母净利润及其增长（亿元）.....	8
图 4 公司按品牌划分营收情况（亿元）.....	8
图 5 公司各业务板块收入情况（亿元）.....	8
图 6 公司各业务板块营收占比情况.....	8
图 7 公司各项费用率情况.....	9
图 8 公司近年毛利率和归母净利率情况.....	9
图 9 公司成本拆分占比（2022 财年）.....	10
图 10 销售费用拆分（百万元）.....	10
图 11 管理费用拆分（2022 财年）.....	10
图 12 研发费用拆分（百万元）.....	10
图 13 公司分区域收入情况（亿元）.....	11
图 14 公司分区域营收占比情况.....	11
图 15 2015-2025 年（估计）口腔医疗服务市场规模（十亿元）.....	11
图 16 中国中高端民营口腔医疗服务市场规模（十亿元）.....	12
图 17 中国牙科毕业生情况（人）.....	13
图 18 2020 年各国每百万人牙医人数.....	13
图 19 美国牙科个人支出来源分布.....	15
图 20 日本齿科诊所数量变化.....	16
图 21 日本齿科开设者种类变化.....	16
图 22 公司医院及诊所分布图（截至 2022 年 9 月 30 日）.....	17
图 23 公司牙椅数变化情况.....	18
图 24 每张牙椅收入产出（万元）.....	18
图 25 瑞尔齿科客户复诊率.....	19
图 26 瑞尔齿科就诊人次变化（万人次）.....	19
图 27 瑞泰口腔近年营收及增速（亿元）.....	20
图 28 双品牌收益占比.....	20
图 29 瑞泰口腔分年龄客户复诊率.....	21
图 30 瑞泰口腔就诊人次变化（万人次）.....	21
图 31 公司分阶段医院营收（亿元）.....	22
图 32 公司分阶段医院毛利率.....	22
图 33 瑞尔集团患者数量（万人）.....	25
图 34 瑞尔集团单接诊人次收入（元）.....	25
图 35 瑞尔齿科新患人数及占比（万人）.....	25
图 36 瑞泰口腔新患人数及占比（万人）.....	25
图 37 分阶段任职年限牙医占比（2021 财年）.....	27
图 38 分阶段任职年限牙医数目（2021 财年）.....	27
图 39 2022 财年雇员分布占比.....	28
图 40 雇员数量变化.....	28

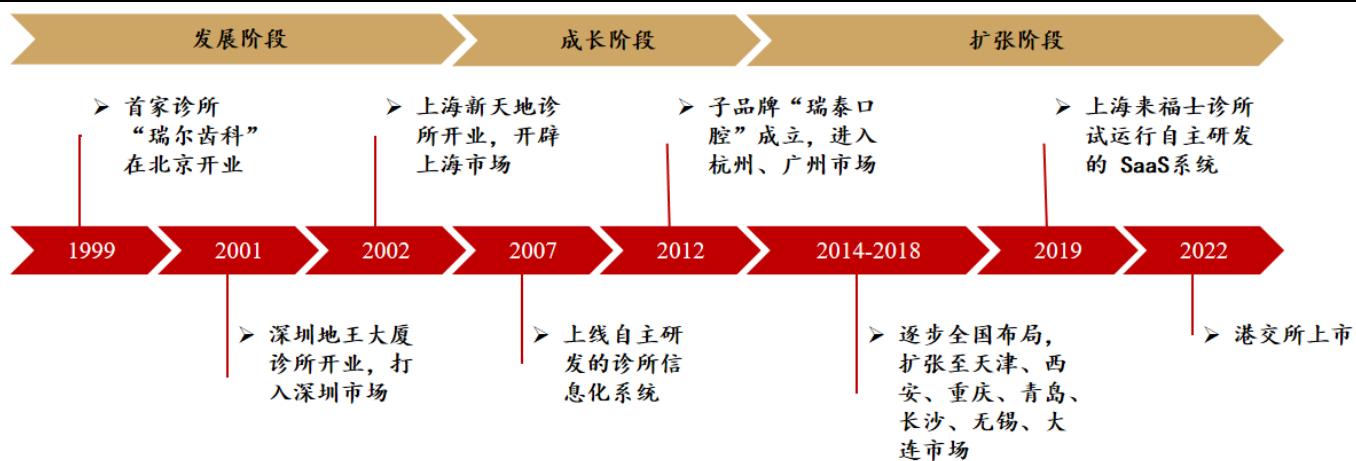
表 1 口腔连锁同行运营数据对比	9
表 2 中端至高端与经济型口腔医疗服务对比	12
表 3 全国市占率前五口腔连锁品牌	13
表 4 中美口腔医疗服务市场对比一览	14
表 5 美国前十大 DSO 连锁机构排名（2019 年）	15
表 6 日本口腔医保报销比例	16
表 7 中日人均口腔消费金额对比	16
表 8 瑞尔集团与三甲医院各业务服务价格对比	17
表 9 瑞尔集团经营情况拆分	18
表 10 高端口腔服务商排名（2020）	19
表 11 中端口腔服务商排名（2020）	20
表 12 公司双品牌战略定位清晰	21
表 13 医院及诊所的收入、毛利及毛利率（亿元）	22
表 14 医院及诊所单牙椅收入及毛利（万元）	23
表 15 口腔医院及诊所数目的变动	23
表 16 医院及诊所分规模经营情况	24
表 17 公司医院及诊所月度盈亏平衡的时间及投资回报期（2010-2021 年）	24
表 18 公司平台化业务流程实施	26
表 19 公司管理团队简介	26
表 20 瑞尔齿科&瑞泰口腔牙医人数	27
表 21 公司医院&诊所按发展阶段拆分预测情况（百万元）	28
表 22 可比公司估值情况（20230222）	29

1. 瑞尔集团：高端口腔医疗服务领军企业

1.1. 历史沿革与股权结构

瑞尔集团是高端口腔服务行业的领军企业，专注齿科 23 年。公司始建于 1999 年，将种植牙系统引入国内。公司以“客户”为中心，并于 2012 年推出瑞泰口腔，主打“双品牌”战略，逐步扩张全国，并逐渐形成精细化管理、个性化服务、数字化系统一站式特点，2022 年公司成功在港交所上市，目前是国内第三大民营口腔医疗服务商。截至 2022 年 9 月 30 日，公司已在全国 15 个城市拥有 8 家医院和 114 家口腔诊所，并拥有资深全职牙医 910 名，牙椅 1400 张。

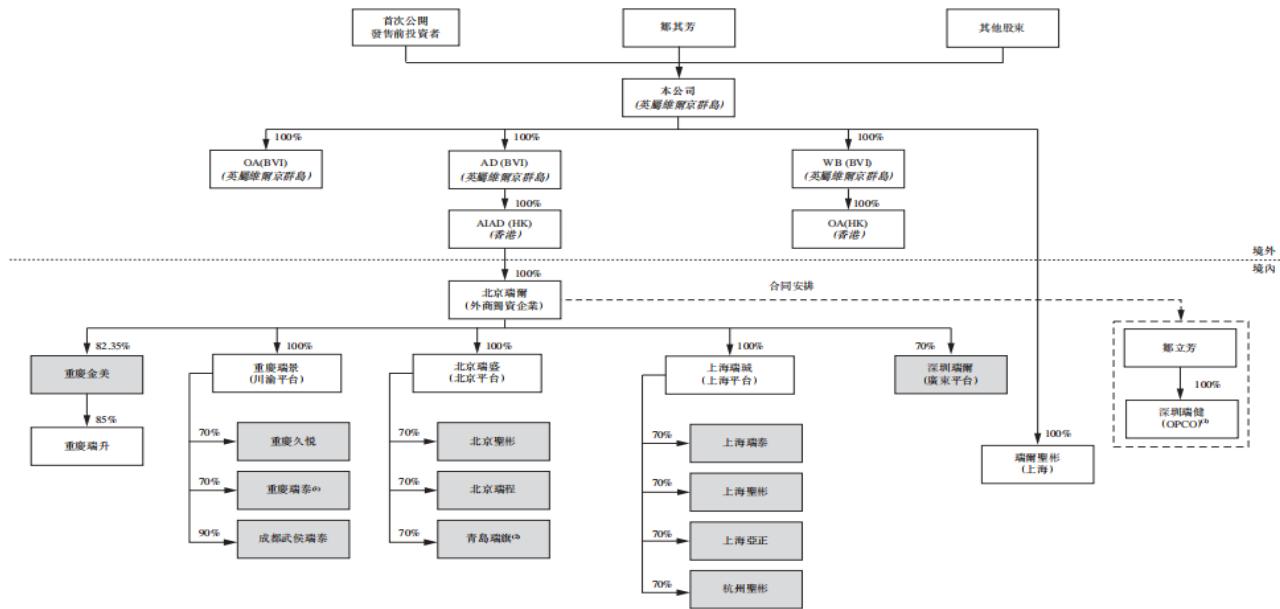
图 1 公司重大发展历程



资料来源：公司官网及公告，华西证券研究所

公司股权架构经历重组安排，优化业务经营。公司分别进行了境外、境内两次资产重组，其中境外重组包括将公司注册地由英属维尔京群岛变更为开曼群岛、注册成立或收购境外子公司；境内重组包括优化经营结构、订立合同安排。最终股权结构呈现以川渝、北京、上海、深圳四类平台为主的形式。创始人邹其芳毕业于美国宾夕法尼亚大学沃顿商学院，1999 年创立瑞尔集团，曾就职于中美史克、美国信孚银行等大型机构，现为公司实际控制人，实际控制公司 34.29% 股份。

图 2 公司股权结构 (截至 2022 年 3 月)



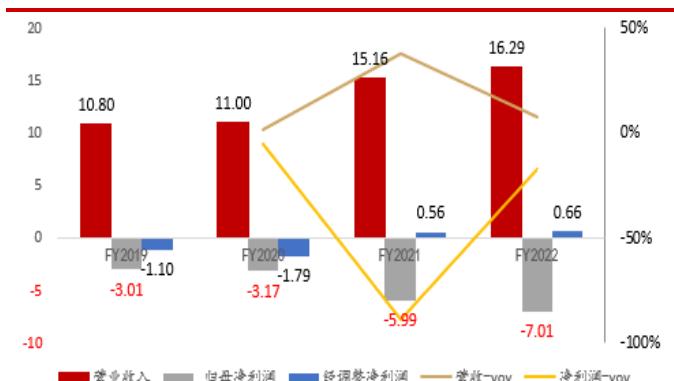
资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

1.2. 公司业绩增长趋势向好，费用率逐年改善

公司经营趋势逐年向好，双品牌逐年稳步增收。2019-2022 财年公司业绩稳定增长。2022 财年公司实现营业收入 16.29 亿元 (yoY +7.64%)，2021 财年公司营业收入增长最快，yoY+37.74%。2020 财年的总营收相对于 2019 年涨幅较少，系疫情影响整体经济形势不好，导致公司收入增速放缓。公司归母净利润的变动幅度较大，2022 财年相对 2021 财年的归母净利润增长率有所缓和，同比下降 16.95%，系上市开支较多。随着疫情对社会经济影响逐步减弱，公司业绩有望迎来恢复性增长。经调净利润于 2021-2022 财年扭亏为盈，分别实现经调净利润 0.56 亿和 0.66 亿元 (yoY+18.0%)，对应经调净利率 3.7% 和 4.1%。公司运营效率持续提升，2022H1 集团 EBITDA 扭亏为盈。

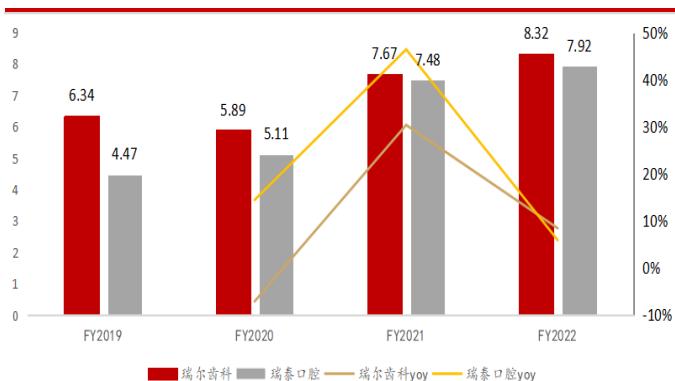
按公司品牌划分营收情况看，瑞尔齿科收入略高于瑞泰口腔，但差距在逐年减小。2022 财年瑞尔齿科和瑞泰口腔的营收分别为 8.32、7.92 亿元，分别增长 8.38%、5.90%，2019-2022 财年的复合增速分别为 9.5%、21.0%。

图3 公司营业收入&归母净利润及其增长（亿元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

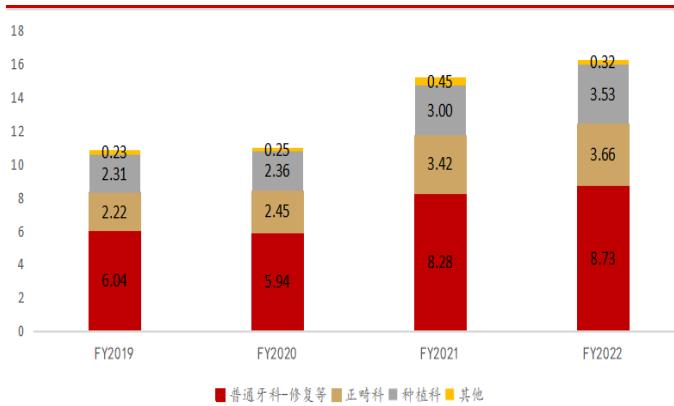
图4 公司按品牌划分营收情况（亿元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

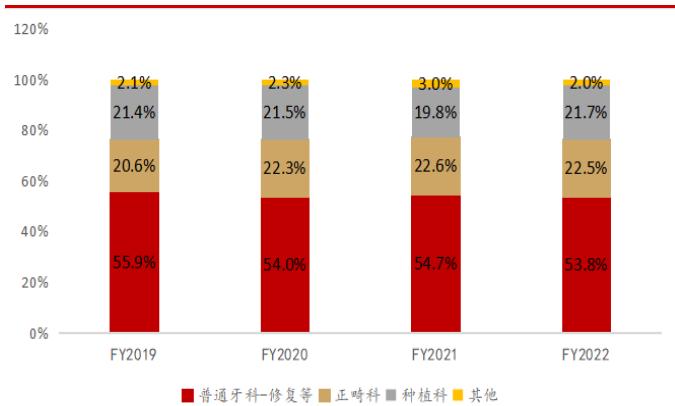
公司普通牙科业务板块收入稳定，收入结构稳健。普通牙科（修复等）占据公司较高收入比重，2022财年收入为8.73亿元，占比53.8%，正畸科收入占比为22.5%，种植科收入占比为21.7%，其他业务板块收入占比为2.0%。各业务板块营收占比基本保持稳定，营业额逐年增长，充分彰显出公司强大的经营实力。

图5 公司各业务板块收入情况（亿元）



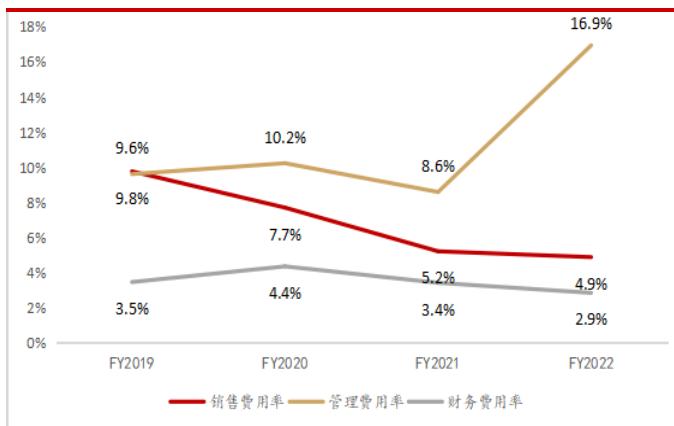
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图6 公司各业务板块营收占比情况

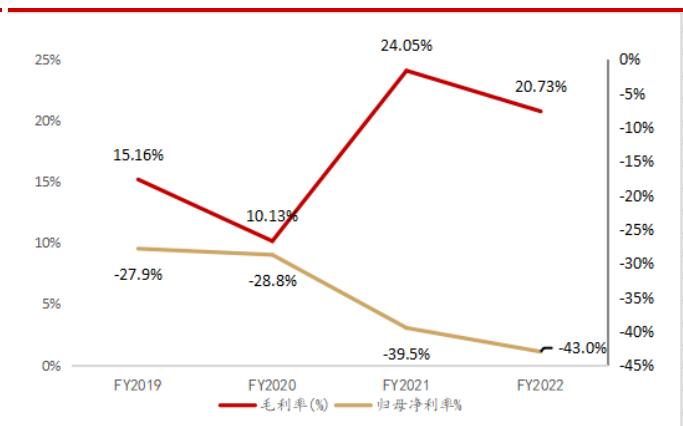


资料来源：公司公告，华西证券研究所

公司管理要求高，费用率情况逐年改善。公司费用率方面起伏较大，其中2022财年销售费用率为4.9%，管理费用率为16.9%，财务费用率为2.9%。财务费用率较稳定，销售费用率逐年下降，管理费用率在2021-2022财年有较大增长，系人才福利开支较大。2020财年毛利率最低为10.13%；2021财年公司毛利率最高达24.05%，系疫情基本上得到控制，中国社会面及市场状况开始改善。公司归母净利率近几年来在2022财年达到最低值为-43.0%，系受上市开支与股份酬金开支影响。

图 7 公司各项费用率情况


资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 8 公司近年毛利率和归母净利率情况


资料来源：公司公告，华西证券研究所

公司门店数具备优势，毛利率与净利率暂不及通策医疗与中国口腔医疗。公司门店数遥遥领先，2020 年牙椅数是通策医疗一半，牙医数量未来仍有待提高。毛利率与中国口腔医疗近 60%比较存在较大差距，净利率与通策医疗 23.6%、中国口腔医疗 17.6%相比远不及，系人力成本、上市开支较多。公司上市后，未来几年净利率有望向行业优秀企业追趕。

公司各项费用率与行业龙头比仍有所差距。公司管理费用率在 2021 年有较大幅度提升，由 FY2021 的 8.6%上涨至 FY2022 的 16.9%，通策医疗公司的管理费用率则呈现下降态势，2021 年公司的管理费用率超过通策医疗，系公司筹备上市事宜，开支明显增加。从近几年的各项费用率来看，公司销售费用率呈逐年下降趋势，系广告活动减少所致，但与通策医疗相比较高，系通策医疗的口碑知名度较高，广告活动投资较少，因此其销售费用率较低。

表 1 口腔连锁同行运营数据对比

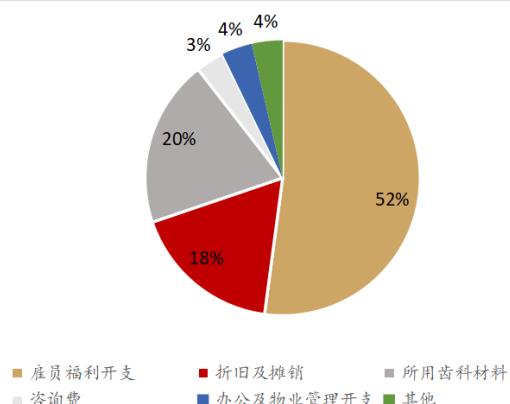
	瑞尔集团（2021 财年）	通策医疗（2020 年）	中国口腔医疗（2020 年）
门店数	107	51	4
牙椅数	1271	2100	120
医生数	875	1381	47
2020 营收/亿元	15	20	0.85
利润/亿元	-6	4.9	0.149
毛利率	24.1%	45.2%	59.9%
管理费用率	8.6%	11.0%	25.2%
销售费用率	5.3%	0.8%	4.6%
归属母公司净利率	-39.5%	23.6%	17.6%

资料来源：公司公告，wind，华西证券研究所

公司雇员福利开支较大，为完善智能化系统研发投入较多。在公司各成分费用占比中看，雇员福利开支占较大比重，达 52%，其余开支占比较大的为折旧及摊销费用以及所用齿科材料费用，分别为 18%、20%；从 2021-2022 财年的销售费用来看，雇员福利开支最高，广告及营销开支次之，公司成本支出以雇员福利开支为主，占比

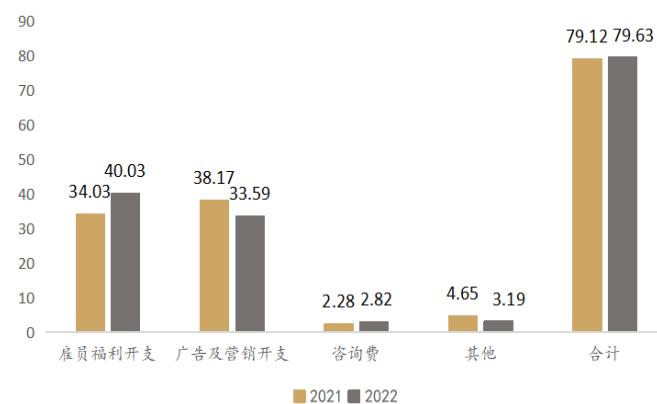
52%，体现公司注重人才；2022 财年管理费用中，股份酬金开支占比最高，达 34.42%，雇员福利开支、上市开支次之，分别为 30.21%、15.39%；因上市事宜，公司在 2022 财年有较多股利酬金支出和上市开支。近 2 年公司研发费用增加，由 2021 财年的 27.31 百万元增长至 2022 财年的 32.92 百万元，系智能化系统研发投入增加。

图 9 公司成本拆分占比（2022 财年）



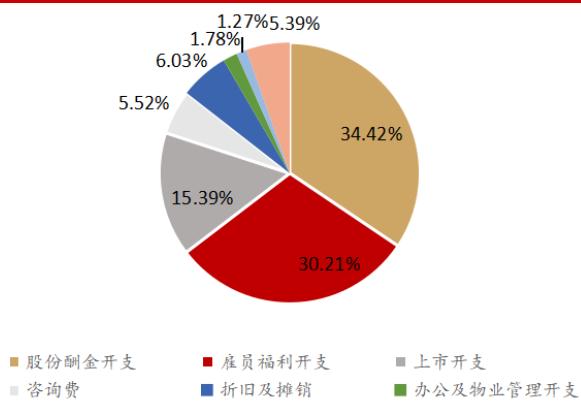
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 10 销售费用拆分（百万元）



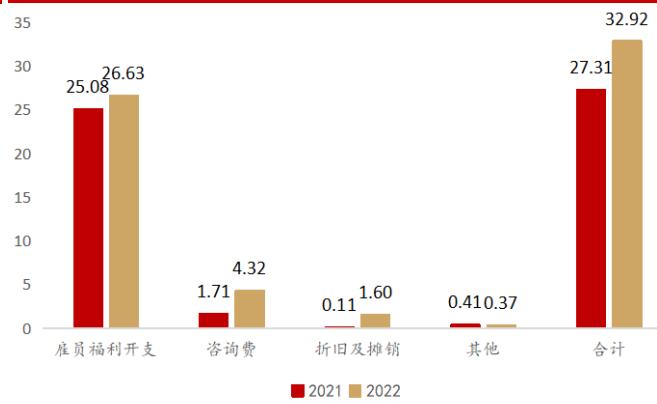
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 11 管理费用拆分（2022 财年）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

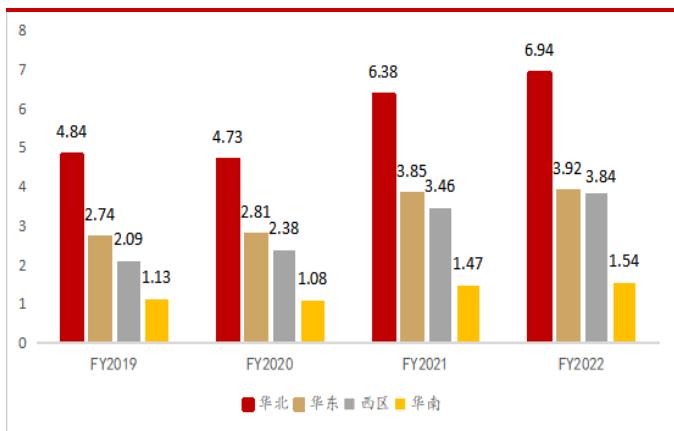
图 12 研发费用拆分（百万元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

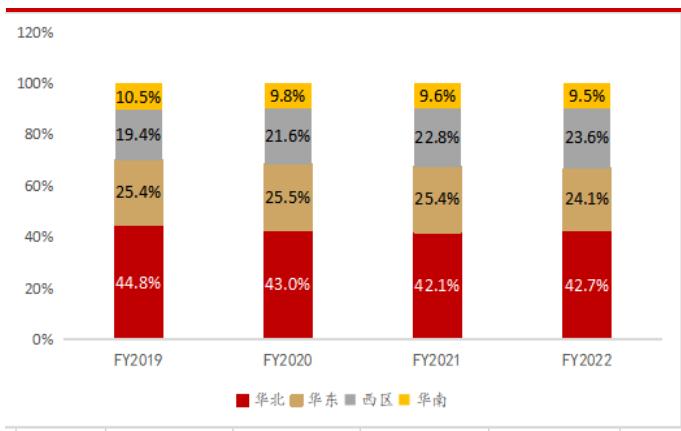
公司在北京发家，处华北地区经营势头强，四大区逐步发展。华北地区作为公司发展的大本营，是公司收入的主要来源之一，2022 财年实现营业收入 6.94 亿元，营收占比为 42.7%，华东地区收入为 3.92 亿元，西区收入为 3.84 亿元，华南地区收入为 1.54 亿元。各区域的营收占比情况基本保持稳定，2022 财年华东、西区、华南地区营收占比分别为 24.1%、23.6%、9.5%。充分彰显出公司强大的全国扩张布局能力。

图 13 公司分区域收入情况（亿元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 14 公司分区域营收占比情况



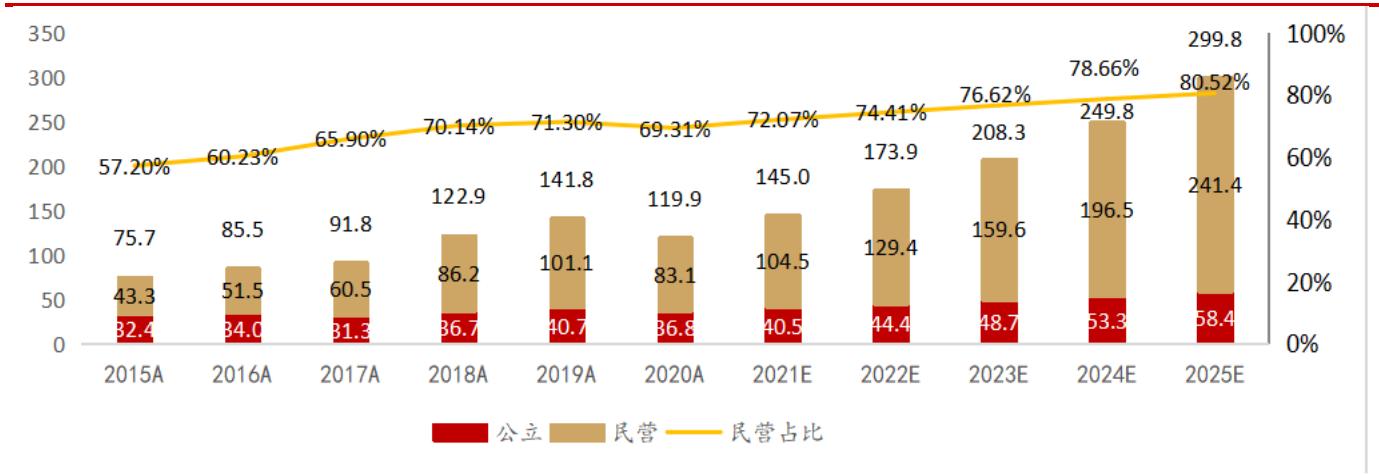
资料来源：公司公告，华西证券研究所

2.国内外竞争态势：民营口腔连锁机构须博采众长

2.1.回望国内：口腔龙头连锁率将进一步提升

我国口腔医疗服务市场呈现稳健增长格局，民营市场发展势头强劲。随着我国GDP的增长和人均收入水平的提高，人口老龄化的加快、城镇化水平的提高以及社会保障体系的建立及完善，口腔医疗服务行业将持续保持稳健增长。据弗若斯特沙利文报告，中国口腔医疗服务市场已由2015年757亿元增长至2020年的1199亿元（2019-2020年受疫情影响有所降低），CAGR=9.6%，其中民营市场服务规模占比由2015年的57.20%提升至2020年的69.31%，CAGR=13.9%；预计2021-2025年将以年复合增长率19.9%速度增长，2025年达到2998亿元规模，而民营市场将占比80.52%，CAGR=23.3%。

图 15 2015-2025 年（估计）口腔医疗服务市场规模（十亿元）



资料来源：公司招股说明书，弗若斯特沙利文，华西证券研究所

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

中国中高端民营口腔医疗服务市场广，未来将保持稳定增幅。根据弗若斯特沙利文报告，中端民营口腔医疗服务市场的市场规模由2015年227.4亿元增长至2020年533.2亿元，CAGR=18.6%；预计于2025年发展至1725.9亿元，CAGR=26.6%。瑞尔集团在高端口腔医疗服务商中排名第一位，高端民营口腔服务商主要向具有高购买力的上层市场消费主体提供优质且定价较高的口腔医疗方案，在中国整体口腔医疗服务市场中所占份额较小，其挂牌价格较三级甲等医院提供同类型口腔服务的标准挂牌价格至少高出25%。中国高端民营口腔医疗服务的市场规模由2015年的12.9亿元增长至2020年的26.2亿元，CAGR=15.2%，有数据表明近年来高端民营口腔市场规模呈逐年增长态势，预计在2025年将达到74.9亿元，CAGR=19.7%。

图 16 中国中高端民营口腔医疗服务市场规模（十亿元）



资料来源：公司招股说明书，弗若斯特沙利文，华西证券研究所

中端至高端口腔医疗服务能很好满足顾客性价比追求。口腔医疗服务分为中高端以及经济型，中端至高端口腔医疗服务主要针对中上阶层市场消费主体，地理分布范围不广，多集中在一二线城市的CBD及住宅区，经济型口腔医疗服务则是普通大众的首选，在各城乡区域都有分布。相比较来说，经济型口腔医疗服务地域覆盖面广，服务范围是常见的口腔疾病，患者认可度高；中高端口腔医疗服务更倾向于给客户提供灵活、专业及个性化的全面服务。

表 2 中端至高端与经济型口腔医疗服务对比

	中端至高端口腔医疗服务	经济型口腔医疗服务
目标患者	中上阶层市场消费主体	普通大众
地理分布	一二线城市的 CBD 及住宅区	城乡区域的住宅区
客户服务	着重患者照护的全面订制客户；服务体系，并提供更灵活、专业及个性化的客户服务	相对标准的客户服务系统
服务范围	全面的口腔治疗；更多美容及慢性病保健项目；及覆盖治疗前咨询、治疗及后续回访的全面服务	常见的口腔疾病及全面的口腔疾病
付款方式	个人自付；商业保险	个人自付；公共保险
	中端至高端口腔医疗服务	经济型口腔医疗服务
目标患者	中上阶层市场消费主体	普通大众

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

地理分布	一二线城市的 CBD 及住宅区	城乡区域的住宅区
客户服务	着重患者照护的全面订制客户；服务系统，并提供更灵活、专业及个性化的客户服务	相对标准的客户服务系统

资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

头部梯队市占率不足 10%，市占率有待提高。2020 年按收入口径划分，瑞尔集团排名第 3，市占率为 1.5%；按牙椅数量划分，排名第 4，牙椅数为 1271；按机构数量划分，排名第三，拥有 108 家医疗机构。综合来看，公司综合排名靠前，在竞争市场中能力强劲、优势充足。2020 年通策医疗市占率为 2.4%，是国内市场规模最大的民营口腔连锁品牌；其中牙医数为 1384，牙椅数为 1986（行业第一），均处行业顶尖。国内民营口腔连锁率较低，五大民营口腔连锁整体市占率仅约 8.5%，头部品牌竞争分散，市场集中度较低，整体来看，市场可供渗透空间大，民营口腔连锁扩容前景广。

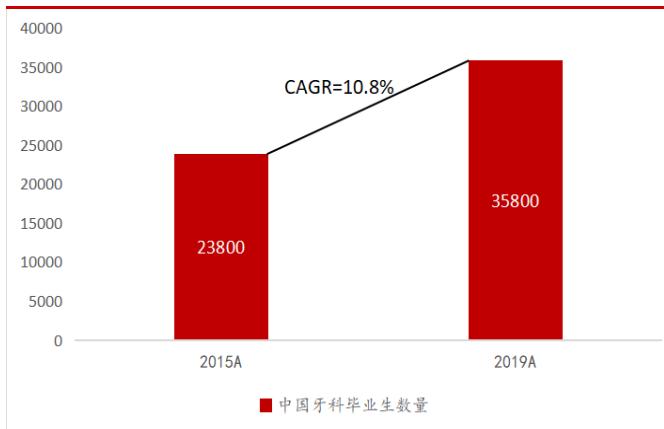
表 3 全国市占率前五口腔连锁品牌

序号	公司名称	2020 营收/亿元	市占率	机构数	牙医数	牙椅数	单牙医创收/万元
1	通策医疗	20.9	2.4%	49	1384	1,986	151
2	泰康拜博口腔	19.6	2.4%	176	~1400	2,100	140
3	瑞尔集团	12.4	1.5%	108	~800	1,271	189
4	美维口腔	12.0	1.4%	150	~1000	1,500	80
5	欢乐口腔	6.7	0.8%	~70	217	800	309
合计		70.7	8.5%	~553	~4801	~7657	

资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

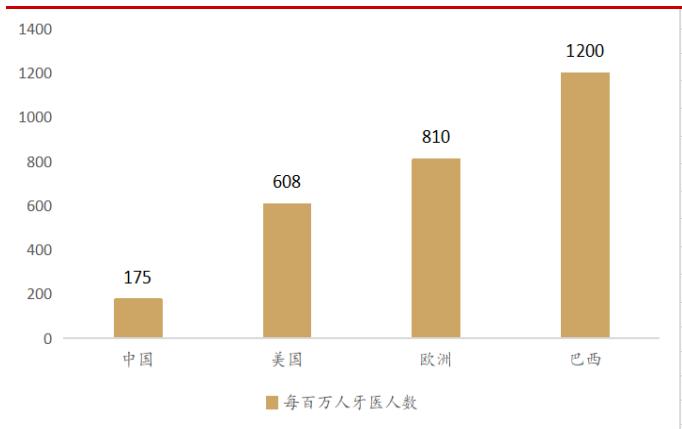
口腔医师是口腔医疗市场的基础，牙科毕业生是口腔医师的主要来源。我国牙科毕业生每年持续增长，由 2015 年的 23800 人增长至 2019 年的 35800 人，CAGR=10.8%。从 2020 年的统计数据来看，中国每百万人中牙医人数为 175 人，远低于美国的 608 人、欧洲的 810 人、巴西的 1200 人，由此可见，我国牙科医生人口密度较低，仍有较大提升空间。

图 17 中国牙科毕业生情况（人）



资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

图 18 2020 年各国每百万人牙医人数



资料来源：Straumann 年报，华西证券研究所

2.2.放眼海外：美国 DSO 模式发展先进，日本医保政策影响颇深

2.2.1. 美国拥有最大口腔医疗服务市场规模，目前已发展成熟

美国口腔医疗服务市场规模体量庞大，我国仍在追赶。美国作为老牌发达国家，牙科市场经过近百年发展，已经形成成熟的市场机制，我国由于起步较晚，在牙医密度、口腔医疗机构数量上与前者差距很大，人均牙科消费金额只有美国 3.5%。目前美国有 20.13 万人牙医，平均每 10 万人中有 61 个牙医；而我国的牙医数量为 20.10 万人，平均每 10 万人中仅有 14.35 个牙医；我国的口腔医疗机构的总数为 91577 家，口腔医疗服务市场经济规模为 234 亿美元，人均口腔医疗服务消费金额为 16.7 美元，以上数据均低于美国，但每年市场增长率达到 20%，远超美国，可以看出，随着经济发展，我国的口腔医疗仍有巨大的市场空间。

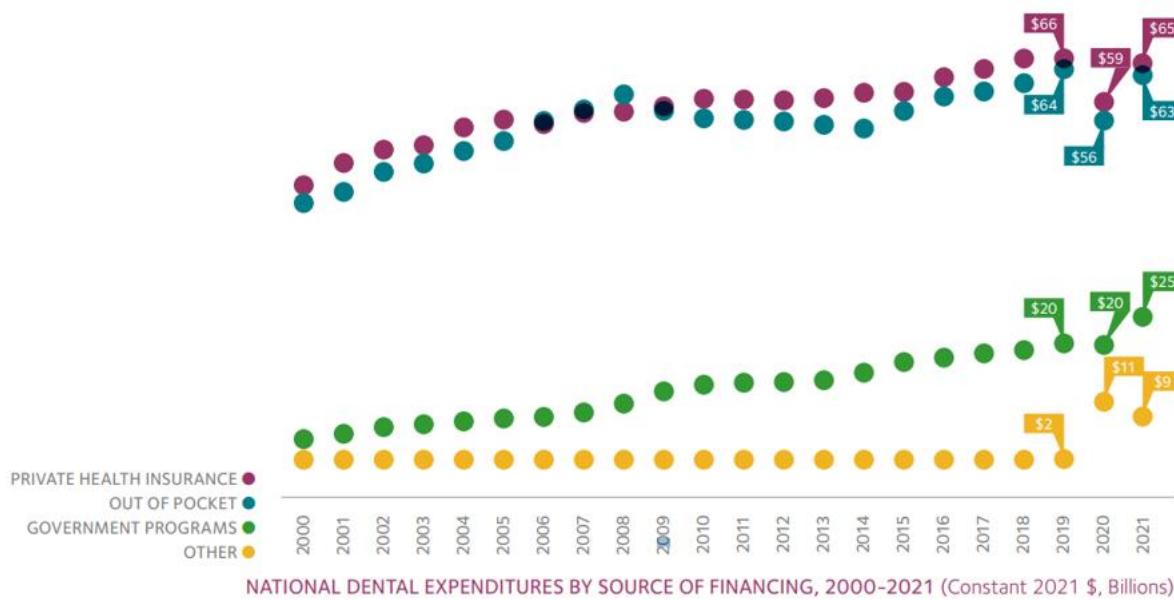
表 4 中美口腔医疗服务市场对比一览

国家	中国	美国
人口	14 亿	3.3 亿
GDP（美元）	14.72 万亿	20.89 万亿
人均 GDP	1 万	6.3 万
口腔医疗服务市场规模	234 亿美元	1563 亿美元
牙医数量	201000 人	201300 人
每 10 万人牙医数量	14.35 人	61 人
口腔医疗机构数量	91577 家	187043 家
每年人均口腔消费金额	16.7 美元	474 美元
每年市场增长速度	20%	6%

资料来源：通策医疗 2022 半年报，医涯学识，华西证券研究所

美国政府医疗补贴支出比例高，牙科保险市场广。美国有大约 3.4 亿人，其中约 2 亿人有某种程度的牙科保险。美国牙科保险市场约 750 亿美元，约 300 家公司参与。如果仅从商保来看，美国的牙科保险基本以团险为主，是企业福利的一部分，个人购买则主要集中联邦医保的附加险。根据 ADA2021 年报告，美国政府牙科医疗支出同比增加 25%。从 2020 年到 2021 年，政府支出、医疗保险和医疗补助支出增加量约各 20 亿美元。私人保险支出增加 11%，自付费用支出增加 13%。

图 19 美国牙科个人支出来源分布



资料来源：ADA-HPI2021 报告，华西证券研究所

DSO 连锁机构发展强劲，助力口腔医疗机构成长和发展。 DSO 组织向加盟机构提供的服务范围几乎包括一家口腔医疗机构几乎所有的日常经营事务，帮助牙医节省大量的时间和精力培训员工，提升技术水平，同时使得牙医可以用更低的成本更加高效的方式实现团队培训。DSO 的集中效应已在成本和资源上获得明显优势。目前全美 18 万家口腔医疗机构中，大型 DSO 组织已经超过 200 家，其加盟机构总量占市场总机构数的 11.2%。 其中最大规模的 HEARTLAND 已经拥有超过 950 家连锁机构。

表 5 美国前十大 DSO 连锁机构排名（2019 年）

排名	DSO 连锁机构名称	连锁数量（约）	州分布数量（个）
1	Heartland Dental	950	37
2	Aspen Dental	780	42
3	Pacific Dental Service	740	20
4	Smile Brands	400	17
5	Affordable Care	336	40
6	Western Dental	322	5
7	Dental Care Alliance	300	20
8	Great Expressions Dental Centers	300	10
9	InterDent	200	8
10	42 North Dental	58	1

资料来源：Planet DDS，华西证券研究所

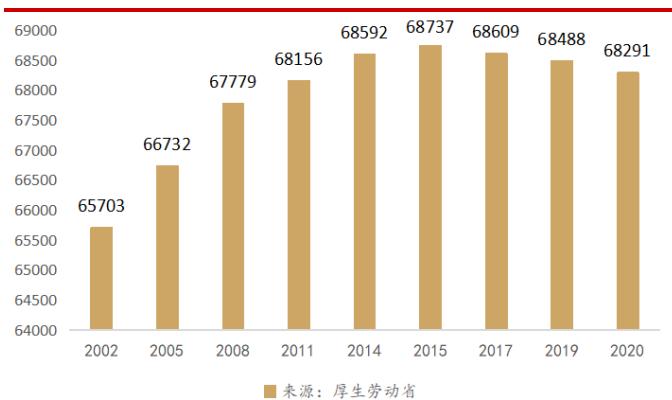
2.2.2. 日本牙科以个人诊所居多，竞争异常激烈

日本口腔医疗市场已达饱和，密度较高。 日本口腔医疗市场规模仅次于美国，居世界第二，市场已达饱和状态。截至 2022 年 1 月，日本共有约 7 万+牙科诊所，平均十万人拥有 54 所牙科诊所。此数字自 2002 年开始变化较小，20 年间市场饱和度仍

然非常高。此外，受日本政策影响，日本医疗诊所个人开设占比非常高，因此也造成了日本诊所密集、竞争激烈的现状。

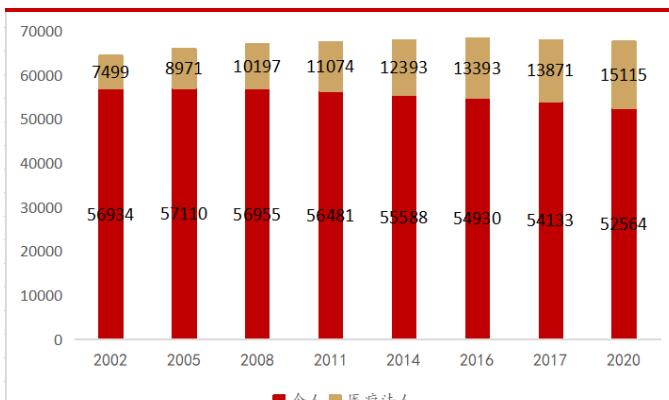
而根据医涯 DSO 发布的全国(不含港澳台地区)口腔医疗机构规划调研报告数据，中国 2021 年工商存续状态的口腔医疗机构数量为 9.2 万家，平均十万人拥有 6.5 家牙科诊所，对标日本数据，有将近 9 倍提升空间。

图 20 日本齿科诊所数量变化



资料来源：厚生劳动省，华西证券研究所

图 21 日本齿科开设者种类变化



资料来源：厚生劳动省，华西证券研究所

日本医保报销比例高，接近全民医保，看牙花费较小。日本牙科基础项目如洗牙、补牙、拔牙，以及镶银牙等，都可用医保报销。日本的国民医疗保障处全世界最高水平，民营医疗机构和公立机构享受同等医保政策。齿科项目中，医保报销范围大，分级诊疗制度完善，人们更习惯就近去民营机构治疗。

表 6 日本口腔医保报销比例

人群分类	报销比例
15岁以下儿童及低保人士	100% (算入补贴)
70岁以上的老人	90%
其他人群（包括缴纳医保的在日本的外国人）	70%

资料来源：‘黑格牙齿研究所’公众号，华西证券研究所

我国牙医较美国、日本数量上仍有差距，市场增速领先。我国人口数量为 14 亿人，远超美国的 3.3 亿人以及日本的 1.2 亿人，但在每 10 万人中牙医数量我国却仅有 14.35 人，与美国的 61 人及日本的 80 人差距较大，且我国每年人均口腔消费金额为 16.7 美元，也不及美国与日本的 474 美元、246 美元。每年口腔市场增长率在三个国家里中国最高，达到 20%，表明我国对于口腔重视程度不高，但提升空间较大，发展前景广阔。

表 7 中日人均口腔消费金额对比

国家	中国	日本
人口	14 亿	1.2 亿
每 10 万人牙医数量	14.35 人	80 人
每年人均口腔消费金额	16.7 美元	246 美元
每年市场增长速度	20%	<5%

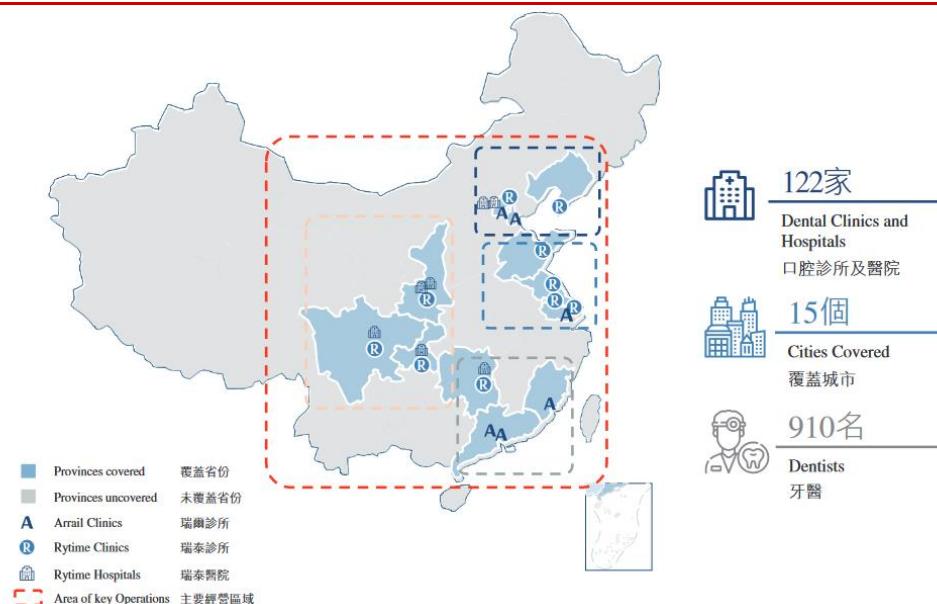
资料来源：通策医疗 2022 半年报，华西证券研究所

3. 双品牌卓有成效：覆盖中高端口腔医疗市场

3.1. 全国口腔医疗服务网络：满足差异化市场需求

诊所&医院开设严格，覆盖 15 大城市。公司诊所及医院互相补足，其中口腔医院涉猎服务范围较口腔诊所更为广泛。公司通过开设诊所提升并加强在新地域市场的占有率，同时开设医院以争取市场份额。公司口腔医院的注册牙椅平均数量为 37 张，口腔诊所平均牙椅数为 10 张。除两家诊所拥有 38 张及 40 张注册牙科椅外，口腔诊所的注册牙科椅数量普遍少于 30 张。

图 22 公司医院及诊所分布图（截至 2022 年 9 月 30 日）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

公司定位中高端，定价普遍高于三甲医院。公司高端口腔医疗服务品牌瑞尔齿科，相较于三甲医院提供的同类型服务挂牌价高 25%+，中端口腔品牌瑞泰口腔，相较于三甲医院高 10%+。收费溢价主要在于拥有更优质的医疗资源、提供更贴心的医疗服务、关注更舒适的环境建设。公司始终坚持在提供更加个性化的患者护理服务的同时，实践以患者为中心的服务方针。

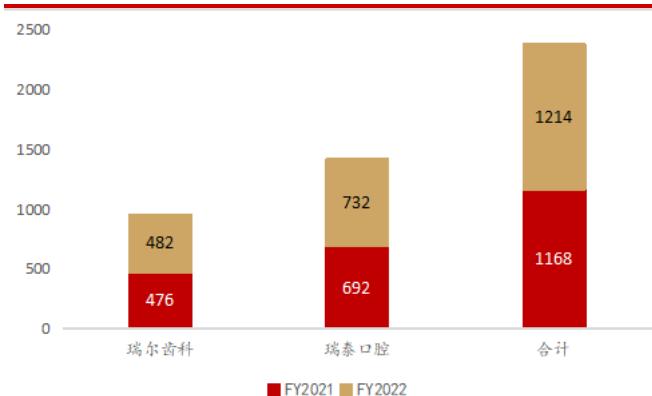
表 8 瑞尔集团与三甲医院各业务服务价格对比

业务分类	主要口腔医疗服务	瑞尔齿科	瑞泰口腔	三级甲等医院
普通牙科	牙冠/颗	3500-12000 元	500-8000 元	500-6500 元
	补牙/颗	500-5500 元	200-3500 元	200-1500 元
	根管治疗	每根管 500-6000 元	每根管 300-4500 元	每根管 300-3500 元
正畸科	常规金属托架及金属丝	30000-55000 元	25000-35000 元	通常 15000-45000 元
	隐形牙套	40000-65000 元	25000-50000 元	
种植科	植牙/颗	15000-36000 元	4000-25000 元	2000-20000 元

资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

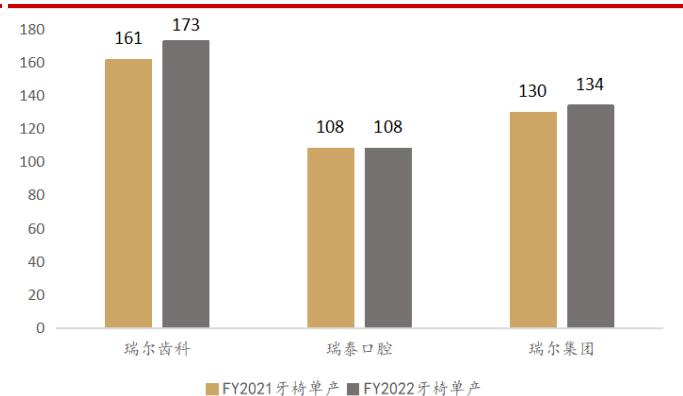
牙椅单产趋好，牙椅数量逐步提升。2022 财年公司拥有牙椅数 1214 张 (yoY +9.4%)，其中瑞泰口腔牙椅提升数更多；牙椅整体单产由 130 万元提升至 134 万元。2021 财年，瑞泰口腔每张牙椅接诊人次已超过瑞尔齿科，达 1250 人次，凸显规模效应，2022 财年，该数目继续提升至 1363 人次 (yoY +9.07%)。

图 23 公司牙椅数变化情况



资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

图 24 每张牙椅收入产出（万元）



资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

表 9 瑞尔集团经营情况拆分

	瑞尔齿科		瑞泰口腔		合计	
	FY2021	FY2022	FY2021	FY2022	FY2021	FY2022
收入/亿元	7.67	8.32	7.48	7.92	15.15	16.24
医院数	/	/	/	7	0	7
诊所数	/	51	/	54	0	105
接诊人次 w	50.6	56.1	86.5	99.8	137.1	155.9
牙椅数	476	482	692	732	1168	1214
单牙椅就诊人次	1063	1164	1250	1363	1174	1284
每张牙椅收入/万元	161	173	108	108	130	134

资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

3.2. 瑞尔齿科：高端口腔医疗服务商

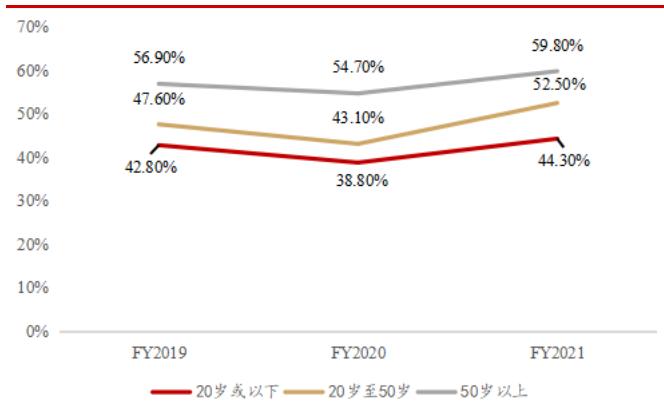
瑞尔齿科是瑞尔集团旗下面向高端消费者品牌，稳坐高端口腔行业龙头位置。成立于 1999 年，截至 2022 年 9 月 30 日，公司在国内 7 个城市（北京、上海、深圳、广州、杭州、天津及厦门）共开设了 51 家瑞尔诊所。主要开设在大都市的黄金商圈，医生来源优中选优（校园招聘以北京大学口腔医学院、四川大学华西口腔医学院、首都医科大学等一流口腔医学院为主）。公司未来将进一步加强对现有市场的渗透，使瑞尔齿科品牌具备更强的变现能力。从 2020 年总收入或综合医疗中心口腔科产生的收入来看，瑞尔齿科稳居第一，达到 6.3 亿元，远超其他民营口腔机构。

表 10 高端口腔服务商排名 (2020)

公司	2020 收入/亿元	市占率	机构类型	地理覆盖范围	机构数量
1 瑞尔齿科	6.30	24.1%	口腔诊所	7个城市(北京、天津、上海、杭州、深圳、厦门、广州)	50家诊所
2 MALOCLINIC	1.80	6.9%	口腔诊所	13个城市(北京、上海、广州、郑州、青岛等)	24家诊所
3 和睦家医疗	1.01	3.9%	综合医疗中心	5个城市(北京、上海、天津、广州、青岛)	7家诊所, 7家综合医院

资料来源：各公司公告，弗若斯特沙利文，华西证券研究所

得益于高水平医护资源，高质量服务拉动就诊人次和客户复诊率齐增长。瑞尔齿科拥有严格的医护选拔条件，造就了高质量服务医护团队，从源头环节抓客户满意度。经过多年精细化经营，瑞尔齿科客户忠诚度平均达到45%左右，就诊人次逐年突破，最高突破56万人。

图 25 瑞尔齿科客户复诊率


资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 26 瑞尔齿科就诊人次变化 (万人次)


资料来源：公司公告，华西证券研究所

3.3. 瑞泰口腔：探索口腔中端路线

以更实惠的价格赢得顾客，主要对标中端口腔医疗服务市场。瑞泰品牌更为普遍，在单一地点提供全面的牙科专业服务，在实现规模经济方面取得了特别的成功。截至2022年9月30日，公司经营瑞泰旗下医院8家，拥有瑞泰口腔诊所63家，遍布10个城市。

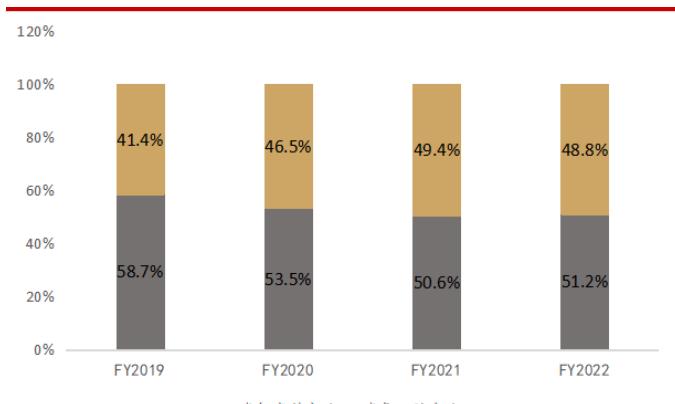
盈利能力有望提高，未来收益增长可期。瑞泰营收由2019财年的4.47亿增长至2022财年7.92亿元，在疫情波动影响下仍保持5.9%的增速，说明公司运营管理策略实施有效。在瑞泰扩张期间，在公司占比由2019财年的41.4%增长至2022财年的48.8%，为公司贡献收益逐渐增加。随着瑞泰医院及客户群增加，品牌口碑逐渐积累，有望在未来为集团带来更大收益。

图 27 瑞泰口腔近年营收及增速（亿元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 28 双品牌收益占比



资料来源：公司公告，华西证券研究所

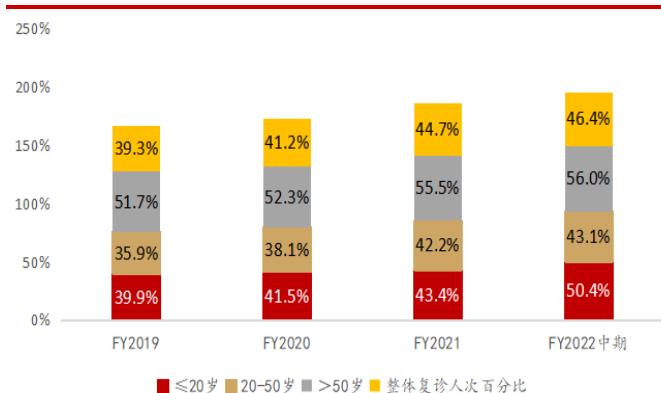
中端市场更加分散，瑞泰市场份额有望进一步扩大。凭借其规模和资源，瑞泰提供高质量、专业的服务，配以实惠的价格，通过高性价比为其吸引客源。中端民营口腔医疗服务面向中上阶层市场消费主体，相较于高端民营口腔医疗服务，可以相对更实惠的价格提供优质口腔医疗服务。在中国 5 大中端民营口腔医疗服务提供商中，瑞泰排名第 5，市占率为 1.1%，未来伴随着消费水平提高及人们口腔意识的提升，瑞泰盈利空间有望进一步扩大。

表 11 中端口腔服务商排名（2020）

公司（中端分布）	2020 年收入（亿元）	市场份额
1 通策医疗	20.0	3.8%
2 拜博口腔	19.6	3.7%
3 美维口腔	12.0	2.3%
4 欢乐口腔	6.7	1.3%
5 瑞泰口腔	6.1	1.1%

资料来源：公司招股书，弗若斯特沙利文，华西证券研究所

客户复诊率逐年上升，就诊人次不断突破。2021 财年，瑞泰口腔各年龄段复诊率均>40%，全部年龄段客户复诊率较 2019 财年均有所提升；整体复诊率达 44.7%，总体较 2019 财年提升 5.4%。从年龄分布看，50 岁以上患者复诊率较高。瑞泰口腔 2022 财年接待人次接近 100 万，FY2019-2022 的 CAGR=20.2%，增幅较大，就诊患者数量上升趋势明显。

图 29 瑞泰口腔分年龄客户复诊率


资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 30 瑞泰口腔就诊人次变化 (万人次)


资料来源：公司公告，华西证券研究所

4.精益求精：核心优势彰显制胜之道

4.1. 品牌：双品牌战略别具一格，全国扩张加快布局

双品牌连营互补，搭配实施差异化定价。2012 年，公司推出子公司“瑞泰口腔”，双品牌战略着眼于差异化的价值主张，为来自于不同区域与经济背景的患者提供周到、明确、独特的口腔医疗服务。在双品牌战略推动下，公司迅速布局全国扩张计划，并快速扩大了患者客群，获取了兼具丰富性与多样性的诊疗范例。

表 12 公司双品牌战略定位清晰

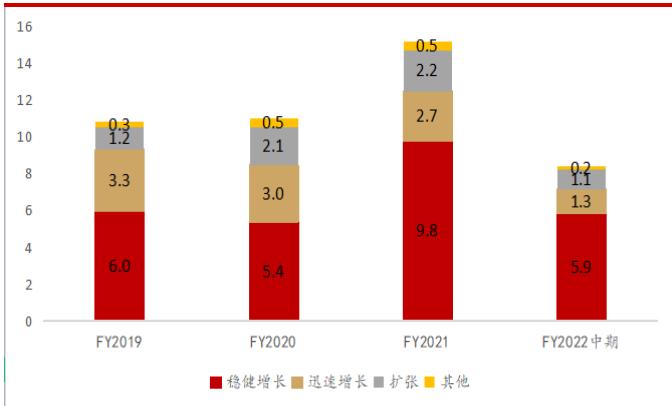
	瑞尔齿科	瑞泰口腔
定位	中国领先的 <u>高端</u> 口腔医疗服务品牌	是集团快速增长的品牌，主要面向 <u>中端</u> 口腔医疗消费者
目标客群	主要针对一线城市中具有高购买力和较高终身价值的富裕患者	主要针对一线城市和核心二线城市的中产阶层消费者，地域范围更广
地理分布	旗下的大部分诊所位于商业核心区域和甲级写字楼	大部分位于人口密集的住宅区
目标	旨在覆盖更广的目标客户群及进一步提高市场领导地位，从而将瑞尔确立为中国各门户城市客户的首选高端口腔医疗品牌。	旨在覆盖中国更多城市，并向中国更多客户提供优质、差异化的口腔医疗服务。
定价标准	高端口腔医疗服务挂牌价格较三级甲等医院提供同类型口腔医疗服务的标准挂牌价格高出至少 25%	中端口腔医疗服务挂牌价格较三级甲等医院提供同类型口腔医疗服务的标准挂牌价格高出约 10%
门店数量	51 家诊所	63 家诊所，8 家医院
覆盖地区	北京、上海、深圳、广州、杭州、天津、厦门	北京、成都、西安、泰州、重庆、青岛等

资料来源：公司招股说明书，公司公告，华西证券研究所

公司医院&诊所增长及扩张速度不断加快，盈利能力持续改善向好。2019-2022 财年中期，公司处于增长阶段医院&诊所贡献收入均占比 90%+。处于稳健增长阶段的医院&诊所在 2021 财年实现营收 9.8 亿元，相较于 2019 的 6.0 亿元增长约 3.8 亿元，CAGR=28.0%；位于扩张阶段的医院&诊所在 2021 财年实现营收 2.2 亿元，较 2019 财

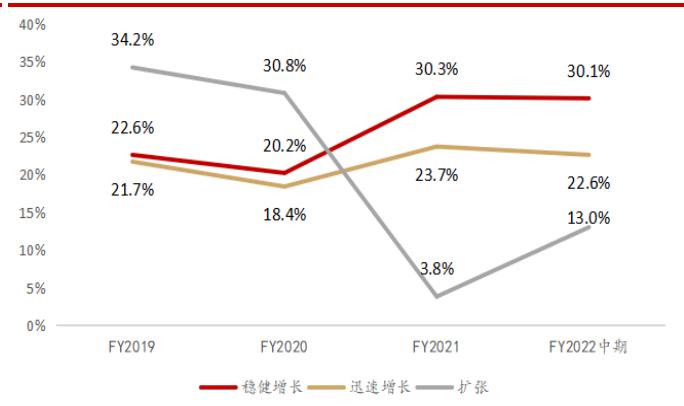
年增长约1亿元，CAGR=37.9%。公司在疫情影响中恢复较快，2021财年处于稳健增长阶段医院&诊所实现毛利率30.3%，处于迅速增长阶段医院&诊所实现毛利率23.7%，盈利能力不断改善。

图 31 公司分阶段医院营收（亿元）



资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

图 32 公司分阶段医院毛利率



资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

“医院+诊所”模式共同贡献营收，全国扩张步伐持续推进。公司收入结构中，医院机构营收占比逐年上升，2021财年提高0.9ppt。2021财年医院实现毛利率32%，诊所实现毛利率21.9%，相差近10ppt，医院盈利能力普遍优于诊所。医院毛利率更高，长期有望为公司提升更多利润。

表 13 医院及诊所的收入、毛利及毛利率（亿元）

	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022 中期
医院				
收入	1.8	2.0	3.0	1.5
占总收入百分比	16.9%	18.6%	19.5%	18.4%
毛利	0.6	0.4	0.9	0.4
占总毛利百分比	34.6%	39.3%	26.0%	23.7%
毛利率	31.1%	21.5%	32.0%	28.7%
诊所				
收入	8.7	8.5	11.7	6.7
占总收入百分比	80.3%	77.2%	77.5%	79.3%
毛利	1.1	0.6	2.6	1.5
占总毛利百分比	67.3%	50.9%	70.5%	78.2%
毛利率	12.7%	6.7%	21.9%	22.0%
合计收入	10.5	10.5	14.7	8.2

资料来源：公司招股说明书，公司公告，华西证券研究所

双品牌战略助力全国扩张，牙椅数及牙椅单产全面提升。2021年公司处于稳健增长阶段的医院&诊所牙椅单产实现150万+，较2019年提升15万+；其牙椅数截至2021年9月30日达到685张，较2019年的431张提升近60%。公司毛利主要来源于

稳健期医疗机构，2021 财年医院单牙椅毛利收入 67 万元，诊所单牙椅毛利收入 24 万元，营收可观。

表 14 医院及诊所单牙椅收入及毛利（万元）

		FY2019		FY2020		FY2021		FY2022 中期				
医院	牙科椅	收入/单张	毛利/单张	牙科椅	收入/单张	毛利/单张	牙科椅	收入/单张	毛利/单张	牙科椅	收入/单张	毛利/单张
稳健增长	91	145	48	91	151	55	135	176	67	153	84	27
迅速增长	62	72	25	62	76	13	18	86	23	27	53	15
扩张	27	20	-8	79	25	-18	79	55	-1	52	24	-3
诊所	牙科椅	收入/单张	毛利/单张	牙科椅	收入/单张	毛利/单张	牙科椅	收入/单张	毛利/单张	牙科椅	收入/单张	毛利/单张
稳健增长	340	137	27	340	119	17	488	152	24	532	86.3	25.4
迅速增长	218	133	26	218	117	22	210	120	28	213	52.3	11.4
扩张	260	43	-15	358	53	-14	238	76	-3	227	42.4	-5.6

资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

医院及诊所逐步进入稳健增长阶段，发展速度加快。2019 财年期内，共有 12 家由扩张发展至迅速增长，至 2021 财年达 17 家；2019 财年间，共有 10 家由医疗机构由迅速增长至稳健增长，伴随发展速度加快，2021 财年增长至 17 家。截至 2021 年 9 月 30 日，公司已有稳健增长期医疗机构 58 家，2019-2021 财年间 CAGR=21.9%，多数医疗机构进入稳健增长阶段后逐步发展成熟，日益释放业绩，成为公司布局全国、稳健发展的驱动力。

表 15 口腔医院及诊所数目的变动

		FY2019	FY2020	FY2021	FY2022 中期
期初医院/诊所数	稳健增长	25	35	35	52
	迅速增长	24	26	26	26
	扩张	26	30	40	25
	总计	75	91	101	103
期内新开业或发展至不同阶段的医院/诊所数目	新开业	16	10	2	4
	扩张发展至迅速增长	12	-	17	5
	迅速增长发展至稳健增长	10	-	17	6
	总计	38	10	36	15
期末医院/诊所数目	稳健增长	35	35	52	58
	迅速增长	26	26	26	25
	扩张	30	40	25	24
	总计	91	101	103	107

资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

头部诊所及医院贡献公司主要收入。公司第一大医院 2021 财年总收入占比达 11.4%，前二十大医院及诊所总收入占比 43%+。医院及诊所亏损数量呈下降态势，在公司新开业医疗机构数量随之增加情况下（2021 年 4-9 月期间新开业 4 家），截至 2021 年 9 月 30 日，亏损数量降至 14 家，较 2019 财年降幅为 55%。公司既能从头部医疗机构发展中获利，也能依靠强大的运营能力降低亏损数目从而实现降本增效。

表 16 医院及诊所分规模经营情况

	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022 中期
第一大诊所经营情况				
占总收入百分比	4.70%	3.90%	3.40%	3.40%
第一大医院				
占总收入百分比	10.60%	11%	11.40%	10.20%
前十大医院及诊所				
占总收入百分比	33.5%	32.0%	30.0%	29.1%
占毛利百分比	63.8%	85.3%	46.6%	39.8%
毛利率	28.9%	27.0%	37.3%	30.5%
前二十大医院及诊所				
占总收入百分比	49.5%	46.3%	43.6%	43.1%
亏损的诊所及医院				
数量 (家)	31	39	20	14

资料来源：公司公告，华西证券研究所

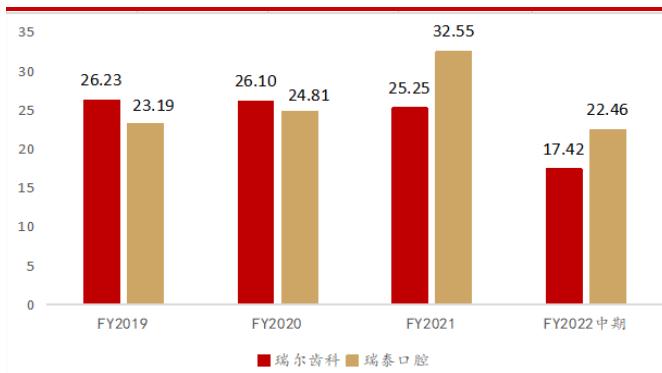
盈亏周期或达预期，投资回报数量可观。公司月度盈亏平衡周期为 16 个月，与预期相符；投资回报期为 3-5 年，处于行业领先水平。公司有 102 家机构达到月度盈亏平衡状态，占比 80%+，盈亏平衡周期仍在缩短，未来获利潜力大。

表 17 公司医院及诊所月度盈亏平衡的时间及投资回报期（2010-2021 年）

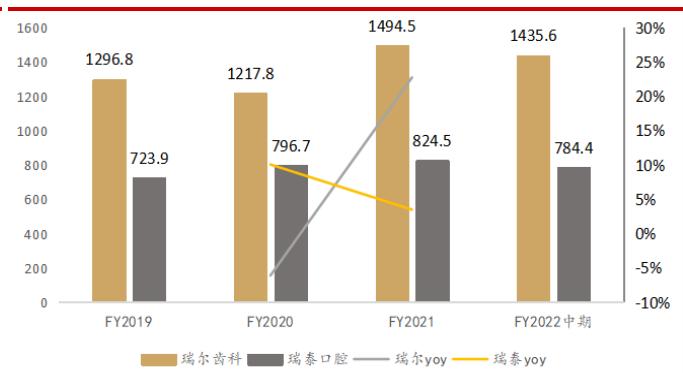
时间及投资回报期	
历史月度盈亏平衡时间	16 个月
预期月度盈亏平衡时间	16 个月
历史投资回报期	3-5 年
预期投资回报期	2-5 年
月度盈亏平衡状态数量	102 家
实现投资回报数量	58 家

资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

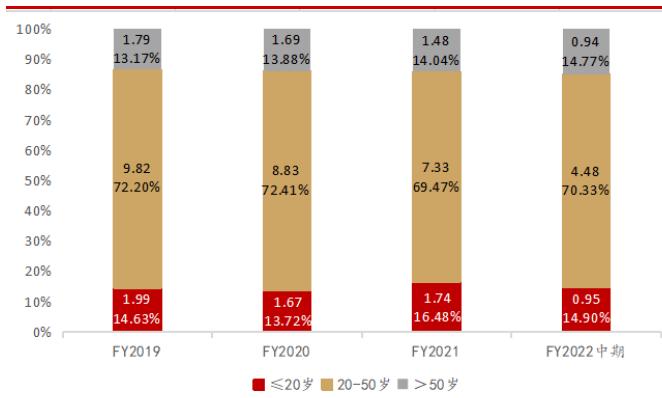
获客能力稳中有升，新老顾客齐发力，次均收入在高位运行。2021 财年瑞尔齿科接待患者人数 25.25 万，保持稳定态势；瑞泰口腔接待患者人数 32.55 万，CAGR=18.5%，整体增幅较大。公司在疫情期间充分运用其经营管理能力，双品牌次均收入整体突破，增速分别达 22.72%、3.49%。凭借双品牌不断发展的良好口碑积累，公司每年吸引大批新患者前来诊疗，客群持续扩大，辐射范围明显拉大，患者年龄集中于 20-50 岁范围，占比差距不大，分别为 70%、66%。

图 33 瑞尔集团患者数量（万人）


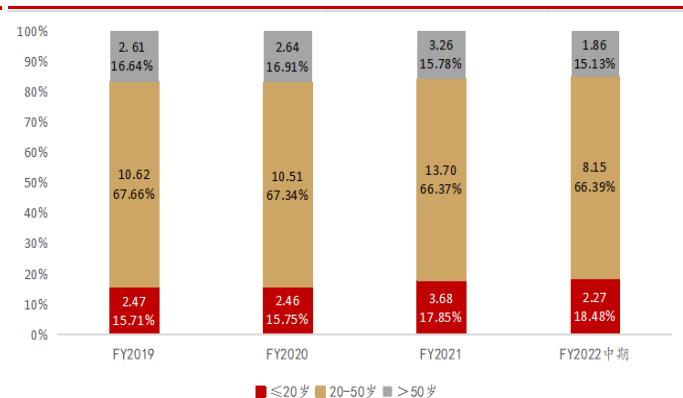
资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

图 34 瑞尔集团单接诊人次收入（元）


资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

图 35 瑞尔齿科新患人数及占比（万人）


资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

图 36 瑞泰口腔新患人数及占比（万人）


资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

4.2. 系统：个性化服务、精细化管理提供优质口腔诊疗

注重质量管理，基于平台进行数字化、精细化口腔服务探索。公司是中国为数不多的基于平台的、具有一定规模的口腔医疗服务提供商之一。在业务运营中，公司将运营程序标准化，利用数字基础设施为诊疗提供支持，从而确保了一贯的服务质量和运营效率。公司诊疗遵循明确的医疗质量控制合规指南和标准运营程序，以提供优质的口腔护理。开发运营 SaaS 平台和医疗质量管理系统，提供多功能性系统运营，优化集中管理。

为患者及时提供个性化诊疗，借助数据流做好后续推荐。公司采用先进病历管理，电子病历（或 EMR）系统可以有效维护有关患者的准确且易于访问的记录和信息，以确保质量控制和积累治疗数据。另外，公司拥有一套综合患者关系管理系统，通过分析患者的消费历史与留存的诊疗数据，并使用工具维护接诊人次数据流并确定其他口腔医疗及正畸服务的后续跟踪。

表 18 公司平台化业务流程实施

业务	系统	实施
医疗质量控制	医疗质量控制合规指南和标准运营程序	提供优质的口腔护理；适当的协定来评价和审查给予患者的每个手术和治疗方案；按照风险和复杂性对手术进行分类，每个类别的手术和标准有不同的级别。
用于运营管理的 SaaS 平台	运营 SaaS 平台和医疗质量管理系统	提供了多功能性，以支持不同品牌、地区、组织结构和服务产品的业务运营；系统能够快速开设和扩大新诊所，并将所收购诊所无缝整合到公司的集中管理之下；确保了我们平台与其他医疗 IT 系统进行数据交换的兼容性。
供应链和采购	供应链管理和集中采购	释放供应链的隐藏价值，形成更强的议价能力；使供应商作为长期合作伙伴的利益与公司利益保持一致；以理想的价格采购到一流的牙科设备。
病历管理	电子病历（或 EMR）系统	维护有关患者的准确且易于访问的记录和信息，以确保质量控制和积累治疗数据。
患者关系管理	综合患者关系管理系统	可以分析患者的消费历史；使用工具维护接诊人次数据流；确定其他口腔医疗及正畸服务的追加销售机会
培训	培训平台提供了 300 门在线课程和 200 项病例研究	主题包括标准运营程序、新技能、管理讲座和主题培训营；使牙医能够有效地利用业余时间进行自我学习并进一步提高技能。

资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

4.3.人才：高质量牙医团队，结构化人才成长

领导班子精英荟萃，制定战略长远有效。公司管理团队在治疗领域和口腔护理业务方面有着丰富的知识和经验，并致力于为中国数代家庭带来口腔健康。1) 创始人邹其芳医疗及管理咨询行业经验丰富，为其提供了带领公司发展为中国领先的口腔护理服务提供商的战略眼光；2) 章锦才教授拥有深厚的口腔医疗实践知识，被誉为口腔医疗权威专家，现担任公司医疗运营总裁；3) 副总裁邹剑龙在公司耕耘 20 余年，深度参与公司扩张，具备强大的商业、企业家及医学才智。

表 19 公司管理团队简介

姓名	现任职务	主要工作经历
邹其芳	创始人	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 曾任职于 Smith, Kline & French (现为葛兰素史克的一部分)、美国信孚银行及 A.T. Kearney； ➤ 于医疗及管理咨询行业拥有数十年经验。
章锦才	医疗运营总裁	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 1989 年获得四川大学华西医学中心医学博士学位；1992 年获得加州大学旧金山分校博士后；自 1996 年起担任华西医学中心的口腔医学教授； ➤ 口腔医疗权威专家，担任中华口腔医学会第四届理事会副会长，于 2011 年获选为该协会第四届牙周病学专业委员会主任委员； ➤ 曾担任通策医疗子公司浙江通策口腔医院投资管理集团有限公司董事长。
邹剑龙	副总裁	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 曾担任总业务经理并协助公司初步向深圳及上海口腔医疗市场扩张。 ➤ 参与成立及管理各个部门，在管理广泛的公司事务（包括营销、人力资源、投资、项目管理及合规性）方面担任一连串的领导角色。

资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

牙医团队专业知识丰富，培养模式科学。公司开发强大的系统并采取一系列策略来保证牙医团队素质，一站式流程包括招聘、培训、职业发展等。公司通过提供完善的带教机制、高配置的培训基地、持续的培训计划以及开放在线知识共享及教学平台，不断激励、留住及汇聚各业务领域所需的高素质人才。同时，SaaS 系统帮助实施医疗质量控制，从数字化层面使牙医能够高效、一致的方式在各医院及诊所为患者提供高质量的口腔医疗服务。

人才机制吸引，牙医数量不断增长。公司牙医数全职占比较大，截至 2021 年 9 月 30 日，全职牙医占比 92.6%，牙医总数已达到 934, yoy+3.9%；2019-2021 财年牙医数 CAGR=10.9%，牙医数量增速稳健。受益于多点执业政策，公司兼职牙医比例逐年提升，由 2019 财年的 3.4% 增长至 2021 财年的 5.7%，为公司增加医疗资源，为口腔医疗服务事业发展添砖加瓦。

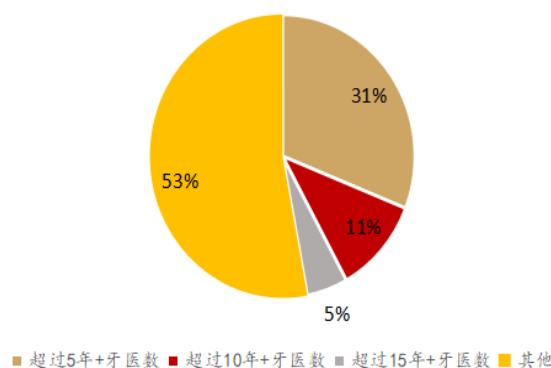
表 20 瑞尔齿科&瑞泰口腔牙医人数

		FY2019	FY2020	FY2021	FY2022 中期
瑞尔齿科	全职牙医	321	347	355	354
	兼职牙医	8	14	20	28
	小计	329	361	375	382
瑞泰口腔	全职牙医	385	433	493	511
	兼职牙医	17	26	31	41
	小计	402	459	524	552
总计		731	820	899	934
兼职牙医占比		3.42%	4.88%	5.67%	7.39%

资料来源：公司招股说明书，公司公告，华西证券研究所

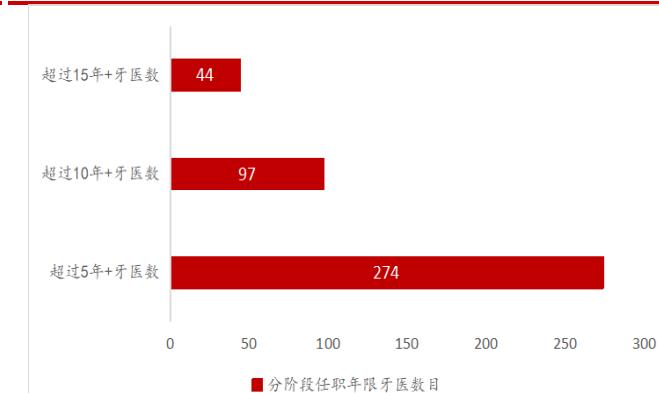
公司持续招贤纳士，人才梯队建设投入大。截至 2022 年 3 月 31 日，公司牙医硕士及以上学位率超 50.1%，其中有 15 年+工作经验的牙医占比 5.1%，超 10 年工作经验牙医占比 11.1%，31.4% 牙医工作年限都在 5 年+，稳定的牙医数与患者忠诚度、复诊率挂钩，从而筑成优势壁垒，助力业绩增长。

图 37 分阶段任职年限牙医占比（2021 财年）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

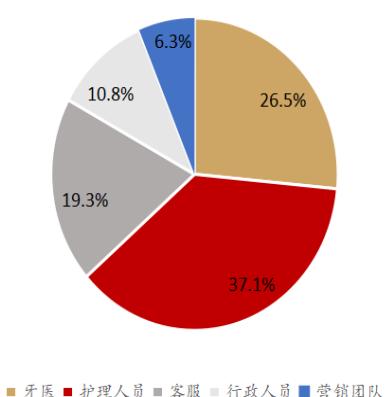
图 38 分阶段任职年限牙医数目（2021 财年）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

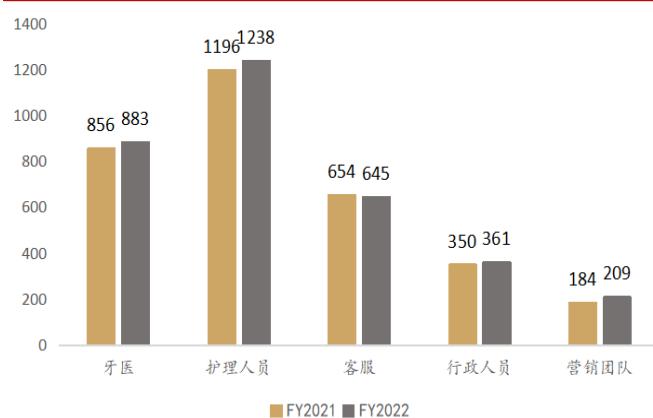
公司内部医护人员占比大，医护资源逐步增加。截至 2022 年 3 月 31 日，公司医护人员占比 63.6%，牙医数量由 856 名增长至 883 名，2019-2022 财年 CAGR=4.67%，增幅稳定。此外，公司雇员队伍由客服、行政人员和营销团队构成。

图 39 2022 财年雇员分布占比



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 40 雇员数量变化



资料来源：公司公告，华西证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 盈利预测与估值

核心假设：

- (1) **按增速划分：**我们预计公司稳健增长阶段医疗机构数量将保持稳定增幅，并贡献公司主要收入，FY2023-FY2025 预计达到营收 10.5/14.0/17.5 亿元，增速为-10%/33%/25%；公司进入迅速增长阶段医疗机构毛利率稳步提升，未来 3 个财政年度有望实现营收 2.4/3.0/3.5 亿元；扩张阶段机构毛利率逐年提升，将逐步实现扭亏为盈。
- (2) **整体：**双品牌战略继续实施下，公司持续提质增效，我们预测 2023-2025 财年整体营收将达到 14.8/19.4/23.9 亿元，同比增长-9%、31%、23%；实现毛利 2.7/4.3/5.5 亿元，并维持毛利率水平于 18.4%/22.1%/23.1%。实现归母净利润-2.0、0.4、1.2 亿元，同比增长 71%、121%、179%，EPS 为-0.35/0.07/0.20 元；对应 2023 年 3 月 30 日 13.68 港元/股收盘价（当日汇率 1HKD=0.88CNY），PE 分别为 -35/170/61X，PS 分别为 5/4/3X。

表 21 公司医院&诊所按发展阶段拆分预测情况（百万元）

	FY2022	FY2023E	FY2024E	FY2025E
合计				
营业收入	1623.6	1478.02	1941.20	2390.14
yoY	7.16%	-8.97%	31.34%	23.13%
毛利率	20.73%	18.37%	22.10%	23.12%
毛利	336.57	271.49	429.03	552.59
1、稳健增长				
营业收入	1170.37	1053.33	1400.93	1751.17
yoY	19.53%	-10.00%	33.00%	25.00%
占比	72.1%	71.3%	72.2%	73.3%
毛利率	29.07%	27.00%	29.00%	29.20%

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

毛利	340.23	284.40	406.27	511.34
2、迅速增长				
营业收入	272.84	240.10	300.12	345.14
yoY	2.3%	-12.0%	25.0%	15.0%
占比	16.80%	16.24%	15.46%	14.44%
毛利率	12.00%	10.00%	14.00%	16.00%
毛利	32.74	24.01	42.02	55.22
3、扩张				
营业收入	148.46	154.40	208.44	260.55
yoY	-33.60%	4.00%	35.00%	25.00%
占比	9.14%	10.45%	10.74%	10.90%
毛利率	-11.73%	-20.00%	-10.00%	-6.00%
毛利	-17.41	-30.88	-20.84	-15.63
4、其他				
营业收入	37.74	30.19	31.70	33.29
yoY	-19.57%	-20.00%	5.00%	5.00%
占比	2.32%	2.04%	1.63%	1.39%
毛利率	-46.99%	-20.00%	5.00%	5.00%
毛利	-17.73	-6.04	1.59	1.66

资料来源：公司官网及资料，华西证券研究所

5.2. 投资建议

公司是中国中高端民营口腔医疗服务市场的领先口腔医疗服务提供商，双品牌战略继续实施下，公司持续提质增效。由于公司大部分医院、诊所处于培育期，培育期和新建医院亏损拉低公司净利润，近三年归母净利润处于亏损状态，故选取PS估值方式。将公司与同类型医疗服务公司进行PS比较，可比公司2022-2024年平均PS为11/10/8X，公司估值低于可比公司平均水平。结合公司未来全国扩张计划持续推进中，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 22 可比公司估值情况（20230330）

代码	公司	市值(亿元)	营业收入(亿元)				PS			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
300015.SZ	爱尔眼科	2,216	150.0	174.3	217.3	268.7	19	15	13	10
301267.SZ	华夏眼科	424	30.6	34.1	42.1	51.9	17	14	12	10
301239.SZ	普瑞眼科	146	17.1	17.8	24.7	31.0	11	9	8	6
000516.SZ	国际医学	230	29.2	28.8	44.1	59.5	14	8	8	5
600763.SH	通策医疗	414	27.8	29.2	36.6	46.1	20	15	14	11
6078.HK	海吉亚医疗	371	23.2	32.0	42.4	53.9	26	16	12	9
1951.HK	锦欣生殖	146	18.4	23.4	30.6	37.7	10	8	6	5
2273.HK	固生堂	129	13.7	16.2	21.5	27.8	14	9	8	6
平均							16	12	10	8
6639.HK	瑞尔集团	80	16.2	16.8	20.9	25.5	5	5	5	4

资料来源：Wind，华西证券研究所（注释：可比公司数据来自于Wind一致性预期）

6. 风险提示

- (1) 经营业绩不及预期。医疗服务行业竞争较为激烈，可能存在经营、扩张速度不达预期的风险；
- (2) 医疗事故风险：随着医院、诊所数量增加，管理难度将上升，如果出现医疗事故，将影响公司医疗服务业务的正常开展，对公司品牌造成负面影响。
- (3) 医疗政策风险

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	FY2022	FY2023E	FY2024E	FY2025E	现金流量表 (百万元)	FY2022	FY2023E	FY2024E	FY2025E
营业收入	1629.41	1478.02	1941.20	2390.14	净利润	-701.03	-202.08	42.14	117.53
YoY(%)	7.46%	-9.29%	31.34%	23.13%	折旧和摊销	246.30	39.69	38.20	36.77
营业成本	1287.00	1206.53	1512.17	1837.55	营运资金变动	-61.87	129.97	-44.57	209.28
营业税金及附加					经营活动现金流	224.28	98.71	165.15	534.64
销售费用	79.63	80.97	87.35	116.96	资本开支	-120.68	0.00	0.00	0.00
管理费用	276.09	266.04	213.53	215.11	投资	-72.06	-154.99	-163.15	-168.59
财务费用	38.20	5.04	20.58	33.51	投资活动现金流	-203.94	-254.84	-212.54	-218.30
资产减值损失					股权募资	993.70	0.00	0.00	0.00
投资收益	-0.41	0.15	0.62	0.29	债务募资	-3430.56	1516.56	1270.05	1101.10
营业利润					筹资活动现金流	380.86	1485.22	1189.94	979.49
营业外收支					现金净流量	375.98	1329.08	1142.55	1295.83
利润总额	-709.91	-201.70	42.06	117.59	主要财务指标	FY2022	FY2023E	FY2024E	FY2025E
所得税	-13.51	0.45	0.03	0.32	成长能力				
净利润	-696.40	-202.14	42.03	117.27	营业收入增长率	7.16%	-8.96%	31.34%	23.13%
归属于母公司净利润	-701.03	-202.08	42.14	117.53	净利润增长率	-16.95%	71.17%	120.85%	178.92%
YoY(%)	-16.95%	71.17%	120.85%	178.92%	盈利能力				
每股收益(元)	-1.21	-0.35	0.07	0.20	毛利率	20.73%	18.37%	22.10%	23.12%
资产负债表 (百万元)	FY2022	FY2023E	FY2024E	FY2025E	净利润率	-43.18%	-13.67%	2.17%	4.92%
货币资金	1052.29	2381.37	3523.92	4819.75	总资产收益率 ROA	-23.44%	-4.65%	0.74%	1.65%
预付款项					净资产收益率 ROE	-44.80%	-14.83%	3.00%	7.72%
存货	47.08	35.26	66.82	57.49	偿债能力				
其他流动资产	95.29	99.78	117.53	149.52	流动比率	2.19	1.31	1.22	1.19
流动资产合计	1629.30	3019.88	4432.05	5861.33	速动比率	2.00	1.25	1.17	1.15
长期股权投资	14.16	20.02	24.80	28.89	现金比率	1.41	1.03	0.97	0.98
固定资产	297.80	282.91	268.76	255.32	资产负债率	46.14%	67.60%	74.67%	77.99%
无形资产	826.55	801.75	777.70	754.37	经营效率				
非流动资产合计	1361.05	1327.23	1293.80	1261.13	总资产周转率	0.61	0.40	0.39	0.37
资产合计	2990.35	4347.11	5725.86	7122.46	每股指标 (元)				
短期借款	137.36	1653.93	2923.98	4025.08	每股收益	-1.21	-0.35	0.07	0.20
应付账款及票据	74.21	145.25	118.92	198.35	每股净资产	2.69	2.34	2.42	2.62
其他流动负债	515.84	533.61	677.52	831.31	每股经营现金流	0.39	0.17	0.28	0.92
流动负债合计	744.94	2303.85	3640.56	4919.90	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	估值分析				
其他长期负债	634.91	634.91	634.91	634.91	PE	-10.53	-35.41	169.79	60.88
非流动负债合计	634.91	634.91	634.91	634.91	PB	4.72	5.25	5.09	4.70
负债合计	1379.85	2938.75	4275.47	5554.81					
股本	74.77	74.77	74.77	74.77					
少数股东权益	45.79	45.72	45.61	45.35					
股东权益合计	1610.50	1408.35	1450.39	1567.65					
负债和股东权益合计	2990.35	4347.11	5725.86	7122.46					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

分析师与研究助理简介

崔文亮：10年证券从业经验，2015-2017年新财富分别获得第五名、第三名、第六名，并获得金牛奖、水晶球、最受保险机构欢迎分析师等奖项。先后就职于大成基金、中信建投证券、安信证券等，2019年10月加入华西证券，任医药行业首席分析师、副所长，北京大学光华管理学院金融学硕士、北京大学化学与分子工程学院理学学士。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%

行业评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。