

通策医疗 (600763.SH)

省内省外扩张模式逐渐成熟，成长路径清晰的口腔连锁龙头

口腔连锁行业方兴未艾，潜在市场广阔。根据前瞻产业研究院测算，我国口腔市场2017年达880亿元，2020年口腔市场规模有望超过1000亿元。我们认为，口腔医疗市场目前处于供给小于需求的局面，需求尚未完全释放，在人口老龄化与消费升级两大趋势下，口腔连锁的市场空间广阔。

公司是唯一一家A股上市的口腔连锁龙头，未来的成长路径已经逐渐清晰。当前公司已经逐步形成“医院可复制+医生可复制+团队可复制”的成熟体系，省内依托蒲公英计划覆盖浙江省全省，省外通过存济基金打开局面，叠加种植倍增计划与特色医院战略提高高端业务占比，公司未来的发展路径已经逐渐清晰：

- “医院可复制+医生可复制+团队可复制”，模式清晰：**1) 医院可复制**：依托平海路、城西、宁波三家医院，打造“区域总院+分院”模式，实现医院的可复制；**2) 医生可复制**：对标纽约长老会的院校合作模式，组建实质意义上的医生集团，一方面和院校合作解决医生学术需求，另一方面从薪酬体系上解决医生物质需求，具有较强的获医能力；**3) 团队可复制**：学习梅奥模式，专家首诊并设计方案，年轻医生负责实施，可复制性更强。
- 省内“蒲公英计划”，省外“存济基金”，扩张路径清晰：省内公司实施蒲公英计划，依托杭口的品牌优势，3-5年在浙江实现100家分院；省外公司通过“存济基金”，定向投资北京、武汉、重庆、成都、广州、西安六家大型口腔医院，未来有望在当地区域总院逐渐成熟后，复制公司的“区域总院+分院”模式。
- 种植倍增计划+特色医院战略，高端业务占比提升路径清晰：**1) 启动“种植计划”，提升种植业务占比**：公司在2019年5月启动种植增长计划，推出低价位种植产品，打破种牙贵的传统思维，未来有望使公司种植牙业务占比提升；**2) 战略布局特色分院，为公司收入增长保驾护航**：公司目前已拥有多家特色分院，包括以正畸为特色的诸暨分院等。未来5年内，公司将新增紫金港、下沙、滨江、丁桥多个口腔诊疗特色鲜明的分院。

盈利预测。我们预计公司2019-2021年归母净利润为4.71、6.15、8.08亿元，同比增长41.9%、30.6%、31.3%，对应PE为64x、49x、37x，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：分院增长不及预期；竞争格局恶化；出现恶性医疗事故

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,180	1,546	1,984	2,511	3,182
增长率 yoy (%)	34.2	31.1	28.3	26.6	26.7
归母净利润(百万元)	217	332	471	615	808
增长率 yoy (%)	59.1	53.3	41.9	30.6	31.3
EPS 最新摊薄(元/股)	0.68	1.04	1.47	1.92	2.52
净资产收益率(%)	20.6	24.8	26.7	26.3	25.9
P/E(倍)	139.6	91.0	64.2	49.1	37.4
P/B(倍)	30.5	23.0	16.9	12.7	9.5

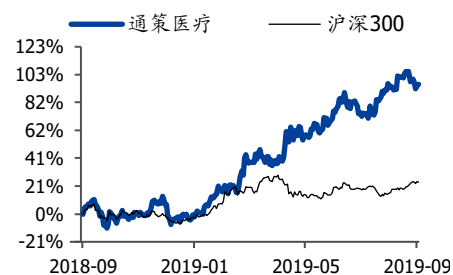
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持(首次)

股票信息

行业	医疗服务
前次评级	
最新收盘价	95.07
总市值(百万元)	30,483.24
总股本(百万股)	320.64
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	1.95

股价走势



作者

分析师 缪牧一

执业证书编号：S0680519010004

邮箱：miaomuyi@gszq.com

分析师 张金洋

执业证书编号：S0680519010001

邮箱：zhangjy@gszq.com



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	669	470	977	1,530	2,339
现金	560	350	803	1,343	2,080
应收账款	41	51	67	82	107
其他应收款	6	0	8	2	11
预付账款	28	28	44	48	69
存货	25	23	37	37	55
其他流动资产	9	18	18	18	18
非流动资产	1,125	1,662	1,703	1,778	1,893
长期投资	103	114	135	156	177
固定投资	641	812	825	887	994
无形资产	16	15	13	10	8
其他非流动资产	366	722	730	725	714
资产总计	1,795	2,133	2,680	3,308	4,232
流动负债	215	270	369	380	457
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	69	87	109	134	167
其他流动负债	146	183	260	246	289
非流动负债	480	415	336	268	208
长期借款	480	415	336	268	208
其他非流动负债	0	0	0	0	0
负债合计	695	685	705	648	665
少数股东权益	107	133	188	271	387
股本	321	321	321	321	321
资本公积	0	0	0	0	0
留存收益	672	994	1,521	2,220	3,143
归属母公司股东收益	993	1,315	1,786	2,389	3,180
负债和股东权益	1,795	2,133	2,680	3,308	4,232

现金流量表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动净现金流	347	469	612	786	1,027
净利润	227	359	527	699	923
折旧摊销	78	90	80	89	100
财务费用	12	24	31	37	40
投资损失	-7	-23	-26	-33	-34
营运资金变动	33	15	0	-5	-3
其他经营现金流	5	3	0	0	0
投资活动净现金流	-271	-597	-94	-132	-181
资本支出	69	241	19	55	93
长期投资	-6	-214	-21	-21	-21
其他投资现金流	-208	-570	-96	-99	-109
筹资活动净现金流	201	-82	-66	-114	-109
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	220	-65	-78	-68	-60
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-19	-17	13	-46	-49
现金净增加额	277	-209	452	541	737

利润表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,180	1,546	1,984	2,511	3,182
营业成本	692	877	1,099	1,364	1,693
营业税金及附加	5	5	6	7	9
营业费用	12	11	12	16	19
管理费用	186	190	218	265	325
财务费用	12	24	31	37	40
资产减值损失	2	1	1	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	7	23	26	33	34
营业利润	281	439	642	853	1,128
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	1	1	0	0	0
利润总额	282	439	644	854	1,129
所得税	55	80	117	156	206
净利润	227	359	527	699	923
少数股东收益	10	27	55	83	116
归属母公司净利润	217	332	471	615	808
EBITDA	374	546	746	968	1,254
EPS (元/股)	0.68	1.04	1.47	1.92	2.52

主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	34.2	31.1	28.3	26.6	26.7
营业利润 (%)	70.0	56.4	46.2	32.8	32.2
归属母公司净利润 (%)	59.1	53.3	41.9	30.6	31.3
盈利能力					
毛利率 (%)	41.4	43.3	44.6	45.7	46.8
净利率 (%)	18.4	21.5	23.8	24.5	25.4
ROE (%)	20.6	24.8	26.7	26.3	25.9
ROIC (%)	16.0	21.1	24.7	26.2	27.1
偿债能力					
资产负债率 (%)	38.7	32.1	26.3	19.6	15.7
净负债比率 (%)	-5.4	7.2	-19.3	-37.1	-49.8
流动比率	3.1	1.7	2.6	4.0	5.1
速动比率	3.0	1.7	2.5	3.9	5.0
营运能力					
总资产周转率	0.77	0.79	0.82	0.84	0.84
应收账款周转率	39.6	33.8	33.8	33.8	33.8
应付账款周转率	11.0	11.2	11.2	11.2	11.2
每股指标 (元/股)					
每股收益 (最新摊薄)	0.68	1.04	1.47	1.92	2.52
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.12	1.48	1.91	2.45	3.20
每股净资产 (最新摊薄)	3.10	4.10	5.57	7.45	9.92
估值指标 (倍)					
P/E	139.6	91.0	64.2	49.1	37.4
P/B	30.5	23.0	16.9	12.7	9.5
EV/EBITDA	80.9	55.8	40.3	30.5	23.0

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

一、规模效应逐渐显现的口腔连锁行业龙头.....	5
1.1 历史沿革：两轮扩张，业务从省内逐渐走向省外.....	5
1.2 经营状况稳定，业绩持续高速增长.....	7
1.3 规模效应逐渐显现，新院实现盈利周期明显缩短.....	9
二、市场空间广阔，口腔连锁大有可为.....	12
2.1 口腔患者群体逐渐扩大，治疗率仍然很低.....	12
2.2 老龄化带来需求不断提升，消费升级有望拉动高端需求.....	14
2.3 比对成熟市场，我国口腔市场处于爆发前夜.....	18
2.3.1 比对发达国家，我国牙医供给明显不足.....	18
2.3.2 人均 GDP 的快速增长阶段往往是口腔行业供给爆发的先行指标.....	20
三、口腔行业连锁龙头，竞争优势鲜明.....	22
3.1 口腔行业竞争格局较好，公司作为 A 股上市公司具备融资优势.....	22
3.2 医院可复制+医生可复制+团队可复制，通策开辟口腔连锁新路径.....	24
3.3 “蒲公英计划”省内业务下沉，“存济基金”省外扩张.....	27
3.4 “种植计划”和特色医院战略提升高端业务占比.....	28
四、牵手诺奖得主，战略布局辅助生殖业务.....	30
4.1 国内辅助生殖市场需求增长，供给稀缺.....	30
4.2 公司牵手诺奖得主，业务布局进展顺利.....	32
五、盈利预测.....	34
5.1 关键假设.....	34
5.2 盈利预测与估值.....	34
六、风险提示.....	35

图表目录

图表 1: 通策医疗历史沿革.....	5
图表 2: 通策医疗股权结构（此处仅显示主要控股参股公司）.....	5
图表 3: 公司口腔业务第一轮扩张情况.....	6
图表 4: 公司口腔业务第二轮扩张情况.....	6
图表 5: 辅助业务生殖子公司情况.....	7
图表 6: 公司营业收入快速增长.....	7
图表 7: 公司归母净利润快速增长.....	7
图表 8: 公司 2018 年营业收入结构.....	8
图表 9: 公司 2018 年毛利结构.....	8
图表 10: 公司 2018 年医疗服务收入结构.....	8
图表 11: 公司省内、省外业务情况.....	9
图表 12: 公司省内外营业收入增长情况.....	9
图表 13: 公司整体毛利率情况.....	9
图表 14: 公司医疗服务毛利率情况.....	9
图表 15: 公司材料成本、人力成本占比.....	10
图表 16: 公司管理费用率、销售费用率与营业税金率.....	10
图表 17: 公司新建分院实现盈利的周期有所减短.....	11
图表 18: 公司未盈利分院的亏损缺口在逐渐收窄.....	11
图表 19: 口腔市场规模.....	12
图表 20: 我国 4 个典型年龄段患龋率变化情况（2005 vs. 2017）.....	13

图表 21: 34-55 岁年龄段其他口腔疾病患病率.....	13
图表 22: 我国 4 个典型年龄段龋齿治疗率情况.....	13
图表 23: 近年口腔医疗行业重要政策.....	14
图表 24: 65 岁及以上人口数年增长率在 5% 以上.....	14
图表 25: 65 岁及以上人口占比逐年上升.....	14
图表 26: 居民可支配收入及医疗保健支出均稳步上升.....	15
图表 27: 医疗保健消费占比逐年提升.....	15
图表 28: 不同缺齿修复方式对比.....	15
图表 29: 种植牙的费用水平较高.....	16
图表 30: 种植牙数量持续高增长.....	16
图表 31: 种植牙数量持续高增长.....	16
图表 32: 不同正畸方式对比.....	17
图表 33: 正畸凹槽产量持续稳定增长.....	17
图表 34: 正畸凹槽产量持续稳定增长.....	17
图表 35: 口腔医院单次诊疗费用 (口腔医院业务收入/诊疗人次).....	18
图表 36: 世界主要国家每百万人拥有牙医数.....	19
图表 37: 我国口腔执业医师数量增长缓慢.....	19
图表 38: 我国口腔医院数量及民营比例.....	20
图表 39: 我国口腔医院数量及民营比例.....	20
图表 40: 澳门人均 GDP 增长与牙医总数增长对比.....	20
图表 41: 日本人均 GDP 增长与牙医总数增长对比.....	21
图表 42: 西班牙人均 GDP 增长与牙医总数增长对比.....	21
图表 43: 不同口腔医疗服务供给方对比.....	22
图表 44: 通策医疗与知名公立三甲专科医院体量对比.....	22
图表 45: 民营口腔连锁品牌分布和融资情况.....	23
图表 46: 2019 年 H1 可比公司财务数据对比.....	23
图表 47: 公司省内外主要口腔医院布局情况 (红字为区域总院, 括号内为持股比例).....	24
图表 48: 通策医疗与国内外知名高校合作情况.....	26
图表 49: CM 模式优势.....	27
图表 50: 公司蒲公英计划.....	27
图表 51: 公司浙江区域单次诊疗收入有所提升.....	29
图表 52: 2012-2017 年辅助生殖市场规模.....	30
图表 53: 我国不孕不育率持续上升.....	30
图表 54: 2012-2017 年辅助生殖总周期数.....	31
图表 55: 全国获批辅助生殖中心和试管婴儿中心数量.....	32
图表 56: 昆明辅助生殖中心门诊量和 IVF-ET 治疗周期数.....	33
图表 57: 通策医疗收入拆分.....	34

一、规模效应逐渐显现的口腔连锁行业龙头

1.1 历史沿革：两轮扩张，业务从省内逐渐走向省外

通策医疗是国内第一家以口腔专科连锁为主营业务的上市公司。公司前身是北京中燕，2005年杭州宝群完成受让新疆屯河集团有限公司29.69%的股份。2006年底，杭州宝群将其全资拥有的杭州口腔医院100%股权和2550万元注入上市公司，正式转向以口腔业务为核心。2007年起，公司在浙江省内建立多家口腔医院，合营多家口腔门诊，开启第一轮扩张。2011年公司通过与昆明口腔医院的合作，势力扩展到省外。2013年公司设立赢湖创造、赢湖共享基金，开启第二轮扩张。2016年公司设立存济基金，投资体系外的6家存济医院。

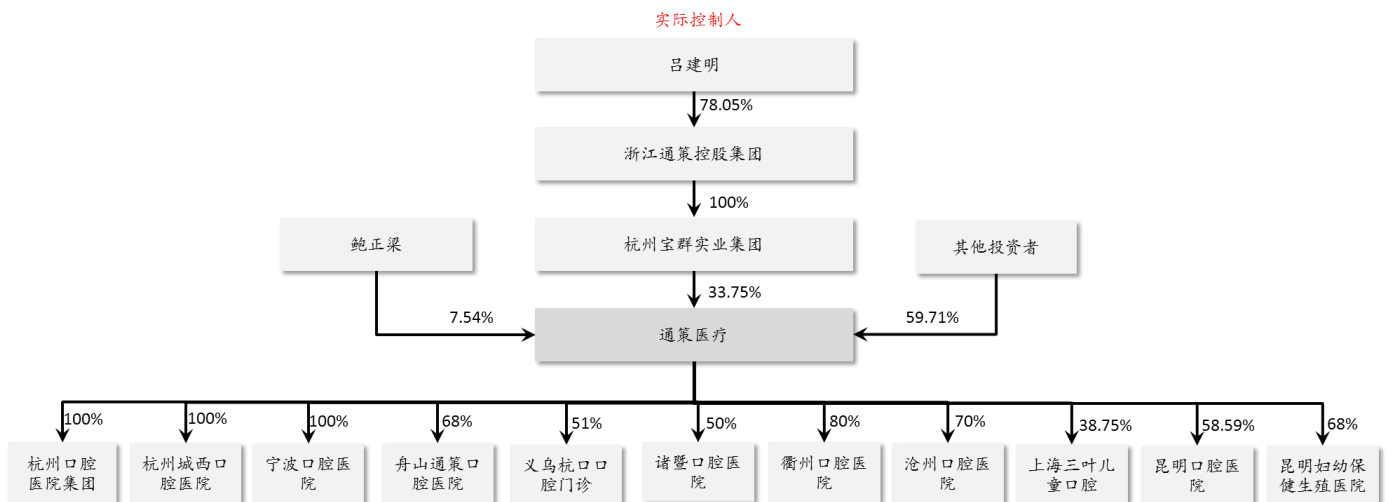
图表1：通策医疗历史沿革



资料来源：公司官网，公司公告，国盛证券研究所

股权结构集中且稳定，近十年来大股东持股比例保持不变。公司的第一大股东为杭州宝群实业集团（实际控制人为吕建明先生），持股比例为33.75%，近十年持股比例保持不变。稳定、集中的股权结构能为公司带来较高的决策效率、管理效率。从子公司情况来看，公司以浙江省的三大口腔医院（平海路口腔、杭州城西口腔、宁波口腔）为基础，业务不断下沉，同时拓展到省外上海、武汉、昆明等地区。同时，公司还与昆明妇幼保健院积极合作，开展了辅助生殖业务。

图表2：通策医疗股权结构（此处仅显示主要控股参股公司）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

两轮扩张，目前已拥有**30**余家口腔医疗机构和**3**家辅助生殖子公司。口腔业务方面，公司自2006年底重组以来，共经过2轮扩张：2006年底至2011年通过公立医院改制、收购、设立的方式将杭州口腔、宁波口腔、沧州口腔、昆明口腔等纳入公司；2013年底至今通过设立的方式成立了诸暨口腔、舟山通策、上海三叶儿童医院等医院。辅助生殖方面，公司自2013年底起，依次设立了昆明妇幼保健生殖医院、杭州波恩生殖医院、舟山波恩生殖医院。

图表 3: 公司口腔业务第一轮扩张情况

主要医院名称	持股比例	设立/并表时间	成立方式
杭州口腔医院有限公司	100%	2006年	公立医院改制
杭州城西口腔医院有限公司	100%	2007年	设立
杭州东河口腔门诊部有限公司	100%	2007年	设立
衢州口腔医院有限公司	80%	2007年	设立
沧州口腔医院有限公司	70%	2007年	收购
宁波口腔医院有限公司	100%	2008年2月	收购
黄石现代口腔医院有限公司	100%	2008年3月	收购
义乌杭口口腔门诊部有限公司	51%	2009年11月	设立
昆明市口腔医院有限公司	58.59%	2011年5月	公立医院改制

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 4: 公司口腔业务第二轮扩张情况

主要医院名称	持股比例	设立/并表时间	成立方式
诸暨口腔医院有限责任公司	50%	2013年	设立
海宁通策口腔医院有限公司	60%	2014年	设立
舟山通策口腔医院有限公司	68%	2014年	设立
绍兴上虞口腔医院有限公司	51%	2015年	设立
南京牙科医院有限公司	90%	2015年	设立
上海三叶儿童口腔医院	38.75%	2015年	设立
湖州通策口腔医院有限公司	60%	2015年	设立
杭州萧山通策杭口口腔医院有限公司	60%	2015年	设立
绍兴越城口腔医院有限公司	59%	2015年	设立
杭州庆春口腔门诊部有限公司	50%	2016年6月	设立
宁波北仑通策口腔医院有限公司	76%	2016年6月	设立
益阳口腔医院有限公司	60%	2016年7月	设立
苏州存济城西口腔医院	100%	2016年10月	设立
杭州城北口腔医院有限公司	61%	2016年12月	设立
浙江存济妇女儿童医院	100%	2016年12月	设立
杭州骋东口腔门诊部有限公司	61%	2017年2月	设立
温州存济口腔医院	80%	2017年5月	设立
义乌新杭口口腔门诊部有限公司	51%	2018年5月	设立
绍兴柯桥存济口腔医院有限公司	51%	2018年12月	设立
杭州口腔医院集团德清口腔门诊部有限公司	51%	2019年4月	设立
怀化口腔医院有限公司	70%	2019年5月	设立

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表5: 辅助业务生殖子公司情况

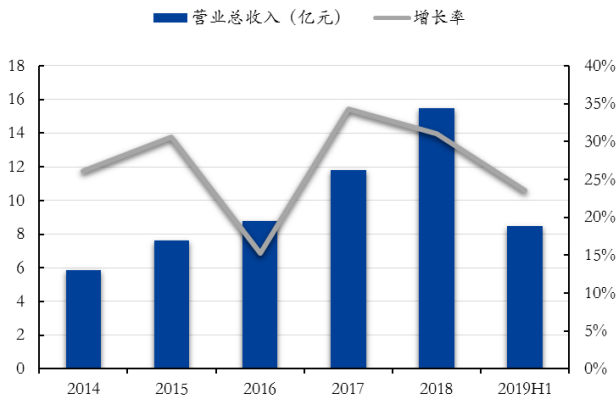
医院名称	持股比例	设立/并表时间	成立方式
杭州波恩生殖技术管理有限公司	70%	2013年7月	设立
昆明妇幼保健生殖医院	68%	2013年12月	设立
舟山波恩生殖医院有限公司	68%	2016年12月	设立

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1.2 经营状况稳定, 业绩持续高速增长

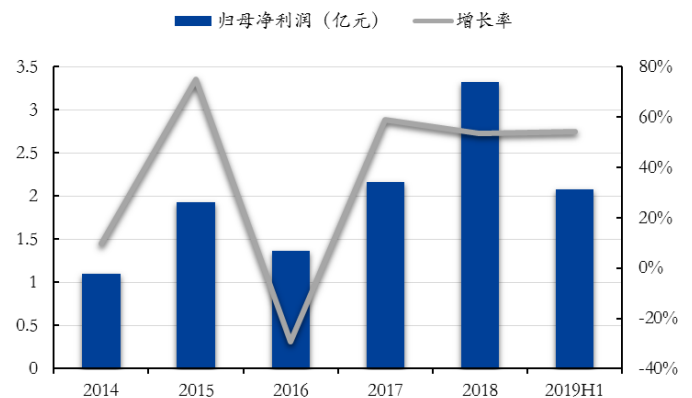
公司营业收入、归母净利润快速提升。近5年来公司营业收入一直快速上升, 2017年、2018年、2019年H1的同比增长率更是分别达到了35.25%、31.05%和23.58%。这得益于公司下属的各口腔医院2018年度医疗服务收入持续向好, 而前期新建的口腔医院完成培育期, 进入增长期。归母净利润同样高速增长提升, 近2年来同比增长超过50%, 2019年H1同比提升54.07%。

图表6: 公司营业收入快速增长



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

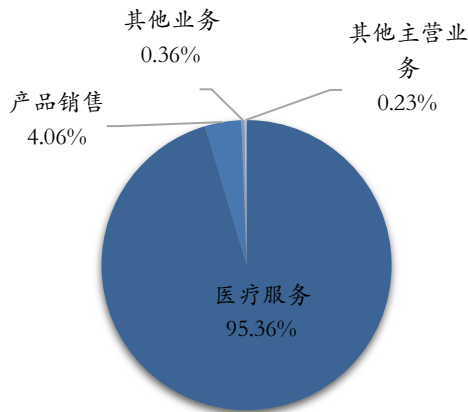
图表7: 公司归母净利润快速增长



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

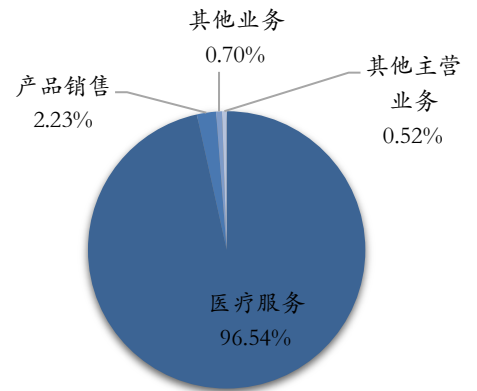
公司业务以口腔医疗服务为主。从公司的营业收入和毛利结构项目来看, 公司的业务主要集中在医疗服务上, 占总体比重分别为95.36%和96.54%。医疗服务以口腔医疗、辅助生殖为主: 口腔医疗占比94.79%, 主要包括正畸、种植、儿童口腔、牙周治疗和修复综合等医疗服务, 其中综合服务占比29.94%, 正畸占比21.11%, 种植占比15.74%, 儿科占比15.23%, 各类服务的增长一直高速且稳定。辅助生殖主要包括不孕不育诊疗、辅助生殖(IVF)等医疗服务。辅助生殖医疗服务收入占比5.21%, 主要包括不孕不育诊疗、辅助生殖(IVF)等医疗服务。

图表 8: 公司 2018 年营业收入结构



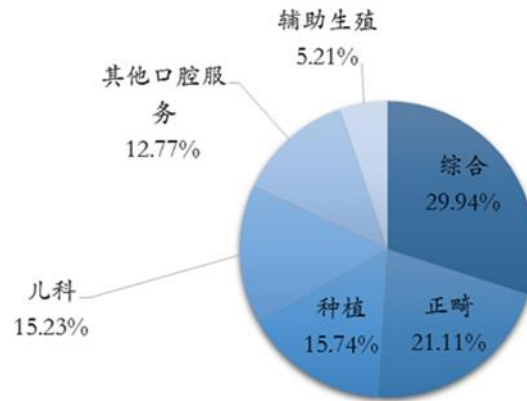
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 9: 公司 2018 年毛利结构



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

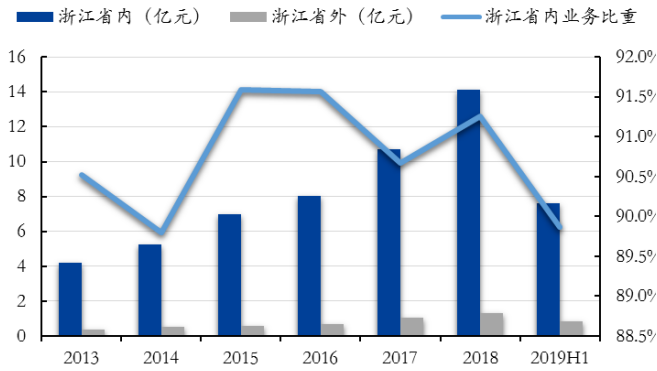
图表 10: 公司 2018 年医疗服务收入结构



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

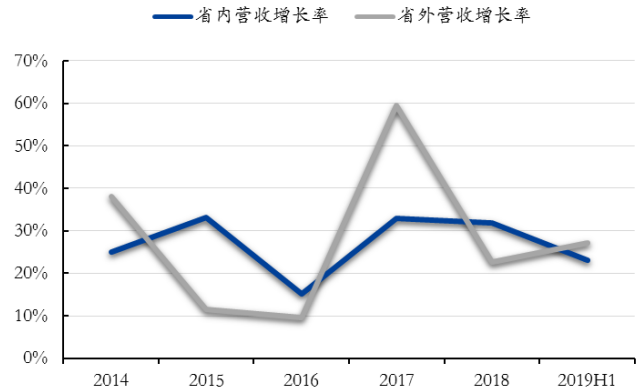
公司业务集中在浙江省内, 省外业务逐步步入正轨。公司的业务主要集中在浙江省内, 近 4 年来省内业务比重占比在 90% 左右。2017 年以来, 公司投资的省外业务走入正轨, 前期投资逐步成熟, 营业收入增长率提升明显, 2017 年、2018、2019H1 年分别达到 59.45%、22.58% 和 27.20%。省内业务收入增长率则稳定在 25%-35%。

图表 11: 公司省内、省外业务情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 12: 公司省内外营业收入增长情况

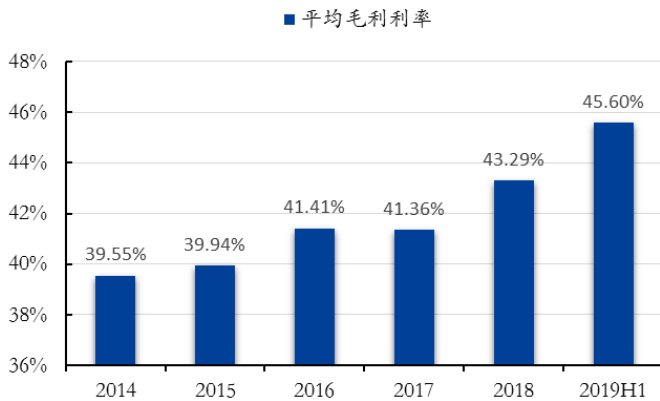


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1.3 规模效应逐渐显现, 新院实现盈利周期明显缩短

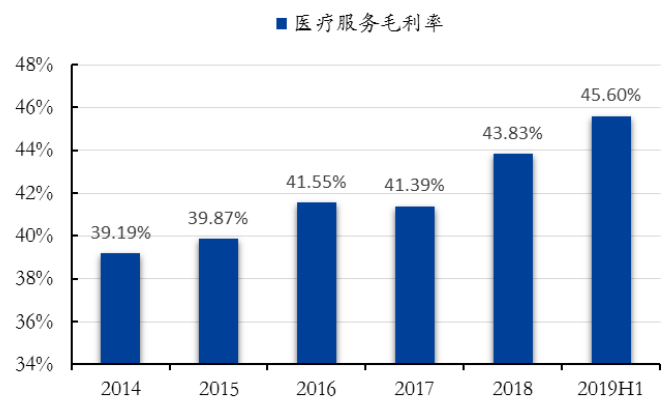
长期经营、集团采购提升公司与上游的议价能力。公司的平均毛利率从 2014 年的 39.55% 增长到了 2019 年 H1 的 45.60%，累计提升 6.05 个百分点。毛利率主要的提升来自于医疗服务，其毛利率从 39.19% 提升到 43.83%，累计提升 6.41 个百分点。规模化经营带来了医疗材料采购成本上的议价优势是造成毛利率降低的主要原因，同时公司采购及物流系统是比价平台，各医院集团与供应商通过平台直接交易，根据对供应商的评价进行取舍，优化各医院集团采购供应体系。2018 年医疗材料成本占医疗服务的收入的比重更是从 2017 年的 42.60% 降低到 37.79%，下降 4.81 个百分点。

图表 13: 公司整体毛利率情况



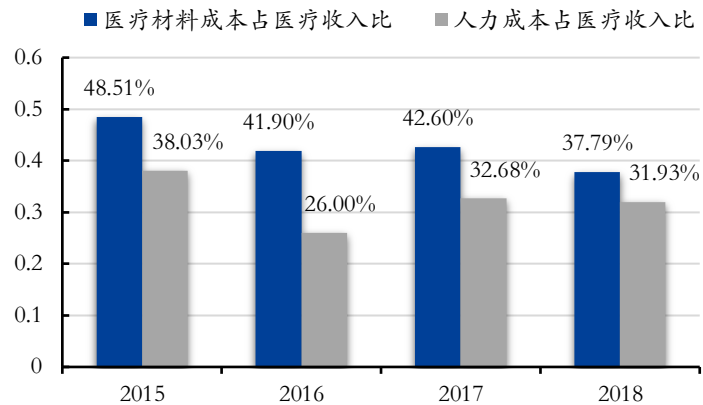
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 14: 公司医疗服务毛利率情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

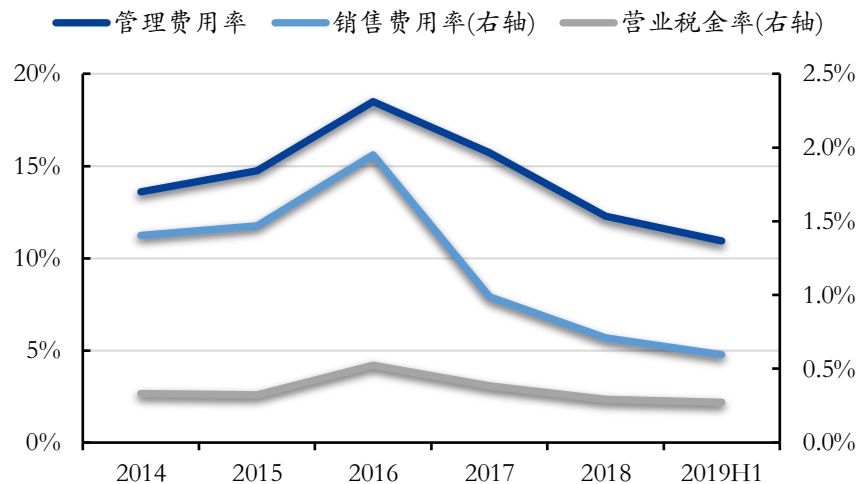
图表 15: 公司材料成本、人力成本占比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

品牌效应、规模效应同样带来期间费用率的降低。口腔治疗普遍周期长, 用户更换医生的机会成本高、概率低等因素, 用户将具有高粘性和高忠诚度, 将显著提升口腔医院留客率, 降低口腔行业获客成本。集团品牌效应的积累、品牌形象的培育成熟, 显著降低了营销开支, 经营规模的扩大也在集团内部产生了协同效应、规模效应, 近3年来管理费用率、销售费用率、营业税金率均有所下降, 2019年H1较2018年全年降低1.35、0.11、0.02个百分点, 期间费率仍在持续降低。

图表 16: 公司管理费用率、销售费用率与营业税金率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司新建分院实现盈利的周期缩短, 亏损缺口逐渐收窄。公司新建、收购分院的盈利周期在逐渐缩短, 从最开始的3年后实现盈利, 到后来2年、1年, 再到最后的当年成立, 即可实现盈利。而未盈利分院的亏损缺口也在逐渐收窄, 亏损降幅较大。**我们认为主要有两方面原因: 1) 公司分院模式愈加成熟。**在经历了前期的摸索后, 在选址、人才输出等方面愈加成熟, 公司在开分院上已经卓有心得; **2) 规模效应支撑。**在规模效应的支撑下, 公司毛利率稳健上升、期间费用率稳步下降, 带来分院盈利周期的缩短。

图表 17: 公司新建分院实现盈利的周期有所减短

子公司	设立/并表时间	开始盈利时间	时间差	18年净利润(万元)	17年净利润(万元)	16年净利润(万元)	15年净利润(万元)
昆明市口腔医院有限公司	2011年	2017年	5-6年	234.08	136.09	-73.33	-134.58
海宁通策口腔医院有限公司	2014年	2017年	2-3年	479.38	228.84	-252.15	-370.61
绍兴上虞口腔医院有限公司	2015年	2016年	1-2年	399.54	243.21	20.55	-278.96
上海三叶儿童口腔医院投资管理有限公司	2015年6月	2017年	1-2年	399.8	119.67	-214.89	未披露
湖州通策口腔医院有限公司	2015年8月	2017年	1-2年	436.53	112.24	-410.93	-298.47
绍兴越城口腔医院有限公司	2015年10月	2018年	2-3年	33.21	-64.52	-379.57	未披露
宁波北仑通策口腔医院有限公司	2016年3月	2018年	1-2年	83.72	-1.36	-62.38	
杭州庆春口腔门诊部有限公司	2016年6月	2018年	1-2年	567.1	-391.35	-500	
益阳口腔医院有限公司	2016年7月	2018年	1-2年	380.87	未披露		
义乌新杭口腔门诊部有限公司	2018年5月	2018年	0-1年	19.11			

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 18: 公司未盈利分院的亏损缺口在逐渐收窄

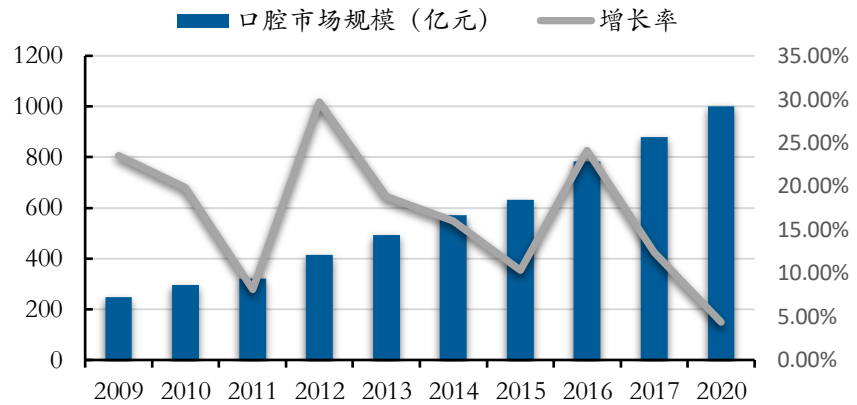
子公司	设立/并表时间	18年净利润(万元)	17年净利润(万元)	16年净利润(万元)	15年净利润(万元)
杭州波恩生殖技术管理有限公司	2013年7月	-0.77	-32.82	-45.14	-119.41
昆明市妇幼保健生殖医学医院有限公司	2013年12月	-65.16	-165.18	-356.15	-254.68
南京牙科医院有限公司	2015年4月	-577.76	-923.23	-1,170.18	
杭州萧山通策杭口口腔医院有限公司	2015年10月	-527.8	-734.53	-342.26	

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

二、市场空间广阔，口腔连锁大有可为

目前口腔市场整体规模接近千亿元。据前瞻产业研究院测算，2017年我国口腔市场约880亿元，维持着较高速度的增长。随着政策鼓励口腔疾病治疗率将逐步提升，老龄化将带来种植、填充等需求提升，消费升级带动口腔服务需求结构向种植、正畸等高端业务转换，2020年口腔市场规模有望超过1000亿元。

图表 19: 口腔市场规模



资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

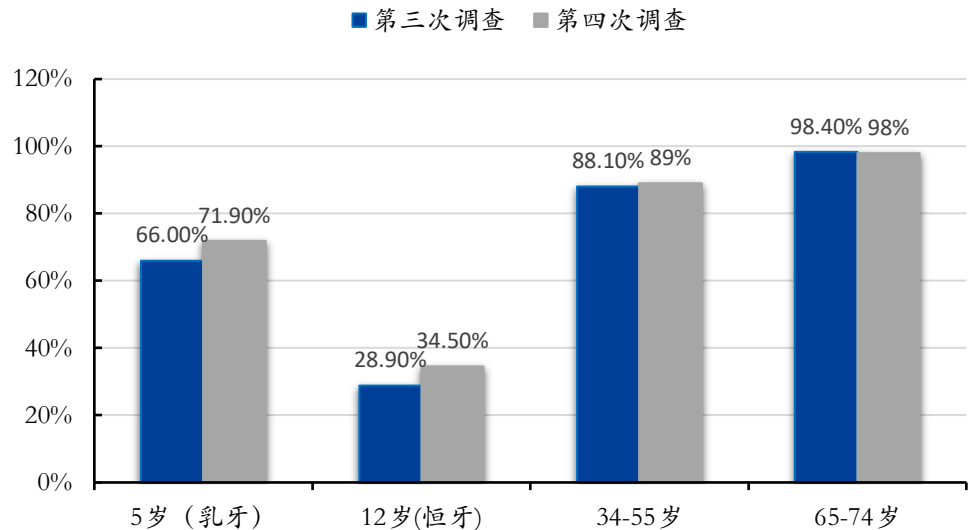
我们认为，口腔医疗市场目前处于供给小于需求的局面，需求尚未完全释放，口腔连锁的市场空间广阔。

- **从需求层面来看:** 1) 从过去的数据来看，消费者口腔疾病患病率上升，而目前较低的治疗率有望随着政策鼓励而逐步提升；2) 而从未来的趋势来看，老龄化将带来整体需求提升，而消费升级带动需求向种植、正畸等高收入业务转换；
- **从供给层面来看:** 1) 对比国外其他国家我国口腔医师供给有很大改善空间，而一般的小型民营口腔医院存在的先天劣势加大了供给扩张的难度；2) 结合其他国家的经验，口腔行业的供给常爆发于GDP高速增长之后，未来我国的供需缺口有逐渐缩小趋势。

2.1 口腔患者群体逐渐扩大，治疗率仍然很低

儿童和中年人口腔疾病患病率在逐步提升。根据2017年底国家卫生健康委员会发布的《第四次全国口腔健康流行病学调查报告》来看，相比2005年进行的第三次调查结果，儿童患龋齿的概率提升，5岁和12岁的患病率为70.1%、34.5%，分别提升4.1个百分点和5.6个百分点。而35-44岁的中年人患龋率上升0.9个百分点，牙龈出血比例提升了11.1个百分点。口腔疾病患病率提升的主要原因是人们生活方式和饮食结构的改变，蛋糕、饼干等精加工含糖食品及含糖饮料的摄入量增加，提高了龋病等口腔疾病的发生风险。

图表 20: 我国 4 个典型年龄段患龋率变化情况 (2005 vs. 2017)



资料来源: 卫健委, 国盛证券研究所

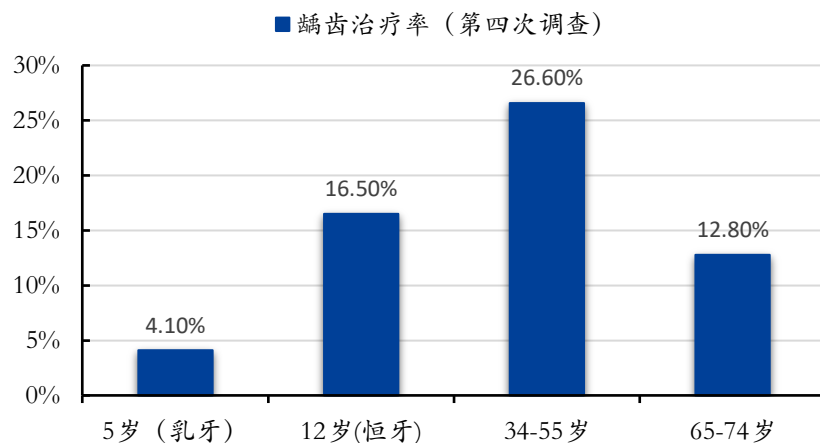
图表 21: 34-55 岁年龄段其他口腔疾病患病率

	第三次调查	第四次调查	变动百分点
牙石检出率	97.30%	96.70%	-0.60 个
牙龈出血率	77.30%	88.40%	11.10 个

资料来源: 卫健委, 国盛证券研究所

当前口腔疾病的治疗率仍然很低, 未来可提升空间较大。目前 5 岁、12 岁、34-55 岁、65-74 岁四个典型年龄段的龋齿治疗率分别为 4.10%、16.50%、26.60%、12.80%, 治疗率均低于 30%, 未来治疗率的可提升空间较大。

图表 22: 我国 4 个典型年龄段龋齿治疗率情况



资料来源: 卫健委, 国盛证券研究所

政策持续鼓励, 有望带来治疗率的提升。近年来, 国家颁布多个文件支持口腔行业发展。一方面, 要求将口腔健康纳入常规体检, 将口腔疾病上升到了和糖尿病、心脑血管病等疾病的同等高度; 另一方面, 允许口腔医生多点执业、自主创业, 提高口腔医生从业积极性和灵活性, 同时发布具体行动方案使口腔健康服务覆盖全人群、全生命周期。

图表 23: 近年口腔医疗行业重要政策

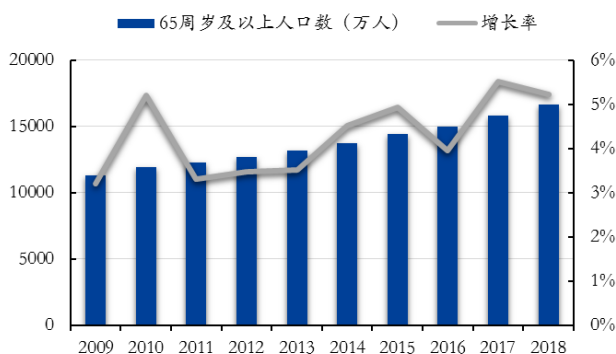
时间	文件名称	相关内容	解读
2016年12月27日	《“十三五”卫生与健康规划（2016-2020年）》	1.将口腔健康检查纳入常规体检；2.将重点人群的口腔疾病综合干预纳入慢病综合防控重大疾病防治项目；3.加快健康产业发展，鼓励社会力量发展口腔保健，满足多元需求的服务。	通过具体措施促进口腔医疗行业的发展
2017年1月22日	《中国防治慢性病中长期规划（2017-2025年）》	本规划所称慢性病主要包括心脑血管疾病、癌症、慢性呼吸系统疾病、糖尿病和口腔疾病。	将口腔疾病上升到了与糖尿病、心脑血管疾病等疾病的同等高度
2017年4月1日	新修订《医疗机构管理条例实施细则》	删除了第十二条第一款第三项“医疗机构在职、因病退职或者停薪留职的医务人员不得申请设置医疗机构”的内容	口腔医生可多点执业、自主创业，从业灵活性、积极性提升
2019年2月	《健康口腔行动方案（2019—2025年）》	1.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；2.到2025年，健康口腔社会支持性环境基本形成，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。	设定未来五年内口腔医疗目标

资料来源：国务院、卫健委、国盛证券研究所

2.2 老龄化带来需求不断提升，消费升级有望拉动高端需求

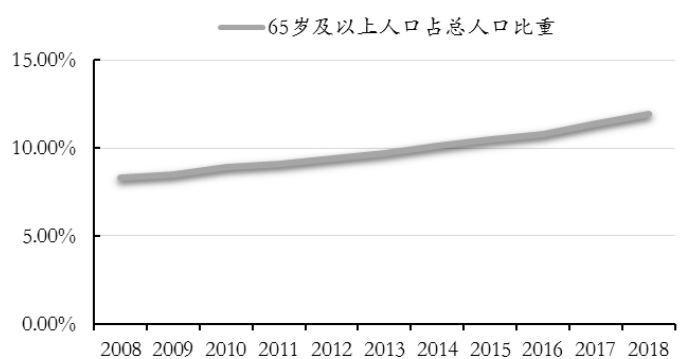
我国老龄化日益严重，种植、修复、充填等口腔业务需求持续提升。近年来，我国人口年龄结构的改变，老龄化日益严重，65岁及以上人口占总人口的比重从2008年的8.3%上升至2018年的11.9%，65岁周岁及以上人口数从2008年的10956万人增长到了16658万人，且仍然保持着5%以上的增长率，预计2019年65周岁以上人口将达到17500万人，新增约842万人。老年人龋齿患病率均远大于其他年龄层，这将带来种植、修复、充填等龋齿相关业务需求上升。

图表 24: 65岁及以上人口数年增长率在5%以上



资料来源：统计局，国盛证券研究所

图表 25: 65岁及以上人口占比逐年上升

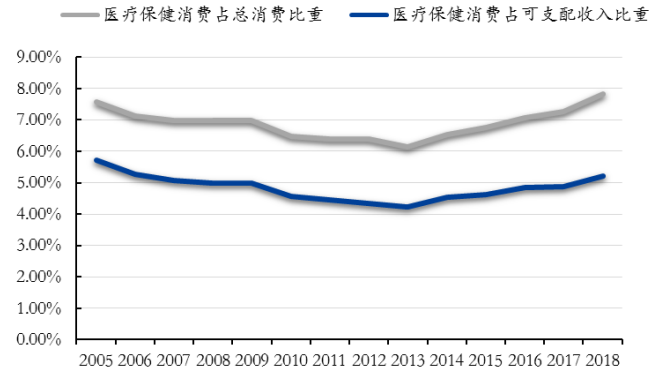
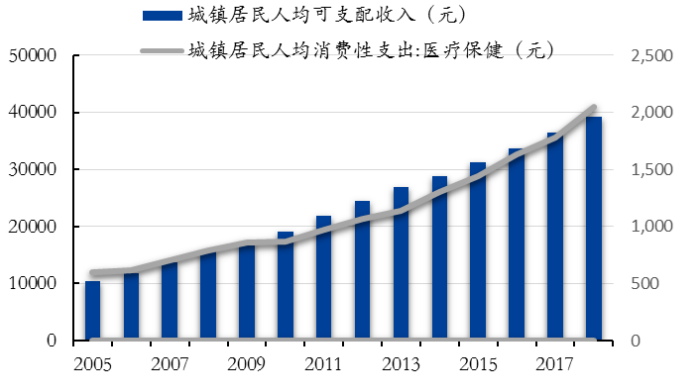


资料来源：统计局，国盛证券研究所

人均可支配收入上升，口腔服务潜在需求上升。近年来消费升级背景下，居民可支配收入增多，同比增长率稳定在8%左右，从2005年的每年10,493元上升到2018年的每年39,251元。居民可支配收入的提升拉动了居民医疗保健消费，近5年来医疗保健消费占总消费的比重和占可支配收入的比重均在稳定上升，而随着医疗保健消费的提高，消费者对口腔健康的重视程度和保健意识将持续提升。

图表 26: 居民可支配收入及医疗保健支出均稳步上升

图表 27: 医疗保健消费占比逐年提升



资料来源: 统计局, 国盛证券研究所

资料来源: 统计局, 国盛证券研究所

消费升级刺激需求向种植、正畸等业务转化，单次诊疗费用显著提升：

- 种植牙费用水平高，数量保持高速增长，潜在市场规模巨大。种植牙是指一种以植入骨组织内的下部结构为基础来支持、固定上部牙修复体的缺牙修复方式。种植牙的优势包括具有很强的固定性和稳定性，可恢复80%以上的咀嚼能力，不涉及邻牙，与天然牙功能、结构和美观效果十分相似。但种植牙费用水平高，在经济许可的条件下，种植牙替代活动义齿、烤瓷牙，成为国际公认的齿科修复首选。随着老龄化的加剧、消费水平升级等条件的刺激，种植牙需求飞速上升。自2012年以来，我国种植牙数量保持着高速增长，复合增长率高达53.6%，2018年已达240万颗，但种植牙渗透率仍然非常低。以韩国为例，5100多万人口一年的种植牙有300万颗，而中国接近14亿人口（17年老年人数量为1.02亿）仅有240万颗，未来中国种植牙的潜在市场巨大。

图表 28: 不同缺齿修复方式对比

类型	适用症状	特点	优势	劣势	价格(每颗)
活动义齿修复	适用于牙缺失、牙周条件不理想的症状	使用活动义齿修复缺失牙位	可恢复约10%的咀嚼功能，价格实惠	仅可恢复10%的咀嚼功能，需要取戴	200-400元
烤瓷单冠修复	适用于变色牙，釉质发育不全，畸形牙，大面积缺损牙等症状	将患者的基牙打磨小后，加装烤瓷材料的牙冠	在尽可能保留基牙的前提下，达到修复的效果，可恢复约60%的咀嚼功能，材质美现自然	修复时对邻牙有一定损害	300-5000元
种植修复	适用于牙缺失较严重，半口甚至全口牙位缺失	在已缺失的牙位的牙槽骨上植入人工植体，再在人工植体上加装牙冠	具有很强的固定性和稳定性，可恢复80%以上的咀嚼能力，不涉及邻牙	无法修复缺失程度低的牙	8000-22000元

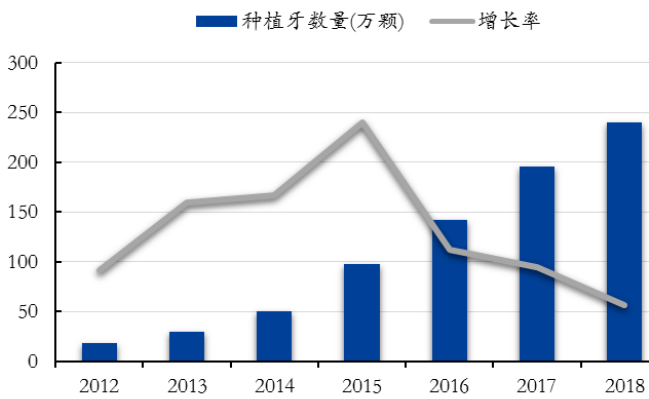
资料来源: 公开资料整理, 国盛证券研究所

图表 29: 种植牙的费用水平较高

项目名称	收费
种植体	3500-12000 元
种植基台	1500 元
牙冠	烤瓷牙 300-1000 元, 全瓷牙 1000-2500 元
修复材料	1200-2500 元
手续费及麻醉药	3000-5000 元
合计费用	8000-22000 元

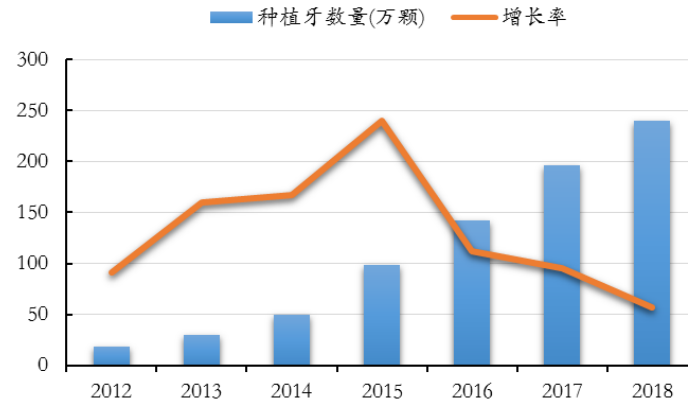
资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

图表 30: 种植牙数量持续高增长



资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

图表 31: 种植牙数量持续高增长



资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

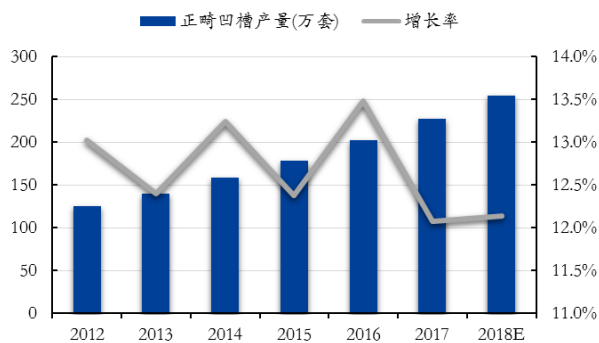
- 正畸凹槽价格和数量均稳定增长, 有望随着对牙齿美观的重视程度提升而快速增长。从价格来看, 正畸通过佩戴凹槽, 解除错牙合畸形, 矫正耗材分类包括: 活动凹槽、颊内固定托槽、自锁托槽、无托槽隐形托槽、舌侧隐形托槽等。因耗材价格差异很大, 正畸价格从传统正畸的 5 千-1 万元, 到隐形正畸的 2-3 万元, 再到舌侧正畸的 4 万元。在美观程度、卫生程度、舒适程度方面, 舌侧正畸和透明牙套隐形正畸均具有较大的优势, 正逐渐替代传统正畸, 正畸凹槽平均价格增长。从数量来看, 第四次全国口腔健康流行病学调查数据显示, 牙齿错颌畸形发病率约为 49%, 其中乳牙列、混合牙列、早期恒牙列的牙颌畸形患病率分别为 51.84%、71.21%、72.97%, 较 20 世纪 60 年代明显增加, 正畸需求增长。自 2012 年以来, 我国正畸凹槽数量增长稳定, 复合增长率达到 12.65%, 且仍有上升趋势, 未来随着对牙齿美观的重视程度上升带来的消费升级, 正畸市场空间巨大, 假设未来我国青年人牙齿错颌的发病率为 50%, 10-19 岁总人口为 1.5 亿人 (2017 年为 1.46 亿人), 正规治疗率为 5%, 平均客单价为 6000 元, 则正畸市场规模为 450 亿元。

图表 32: 不同正畸方式对比

矫正方式	特点	优势	劣势	价格
传统钢丝托槽矫正	通过粘固剂将矫正附件粘固于压面, 将金属托槽和钢丝加装到牙齿上, 由医师定期手工调整加大压力	对材料、医生技术要求低, 费用低	1. 牙面清晰可见钢丝托槽, 对美观有一定影响; 2. 托槽和弓丝上残留碎渣, 滋生细菌; 3. 牙套中弓丝和托槽会刺激口腔, 造成异物感	5000-10000元
透明陶瓷托槽半隐形矫正	通过陶瓷托槽挤弓丝等装置矫正	托槽几乎透明, 隐蔽性好	1. 托槽和弓丝上残留碎渣, 滋生细菌; 2. 牙套中弓丝和托槽会刺激口腔, 造成异物感	10000元左右
舌侧隐形矫正	将矫治器安装与牙齿舌侧面矫正	矫治器在舌侧, 外观完全无痕, 周期缩短 1/3 到 1/2	1. 托槽和弓丝上残留碎渣, 滋生细菌; 2. 牙套中勾丝和托槽会刺激口腔, 造成异物感	40000元左右
透明牙套隐形矫正	通过透明的可自行摘带的无托槽隐形矫治器矫正	1. 矫治器透明, 难以察觉; 2. 可自行穿戴, 易于清洁; 3. 没有托槽与弓丝, 无不适感	牙套更换更频繁, 费用高	20000-30000元

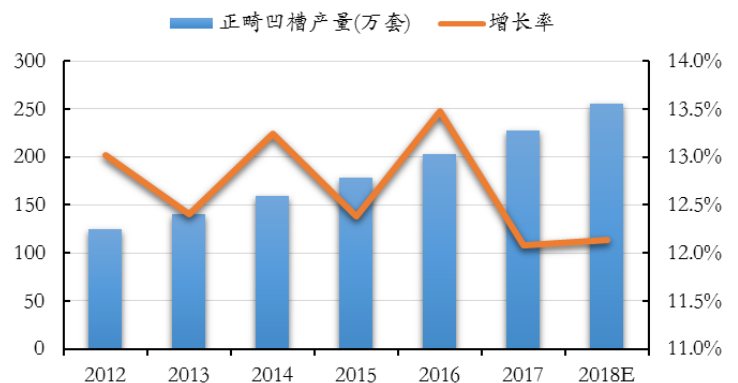
资料来源: 公开资料整理, 国盛证券研究所

图表 33: 正畸凹槽产量持续稳定增长



资料来源: 智研咨询, 国盛证券研究所

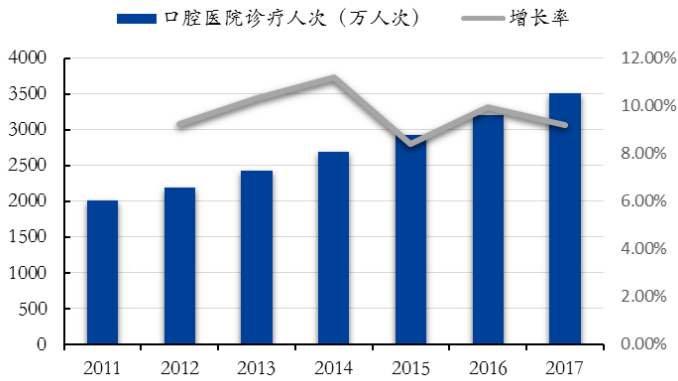
图表 34: 正畸凹槽产量持续稳定增长



资料来源: 智研咨询, 国盛证券研究所

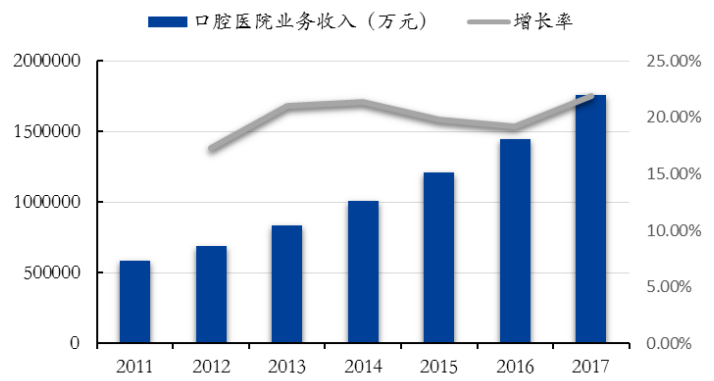
- 消费升级促进口腔医院单次诊疗费用显著升高。我国口腔医院业务收入从 2011 年的 586782 万元增长到 1760246 万元, 年增长率在 18%-22%; 口腔医院诊疗人次从 2011 年的 2011 万人次增长到 3506 万人次, 年增长率在 8%-12%, 口腔医院单次诊疗费用从 2011 年的 291.8 元/人次增长到 2017 年的 502.1 元/人次, 年增长率在 7%-12%。

图表 35: 口腔医院诊疗人次



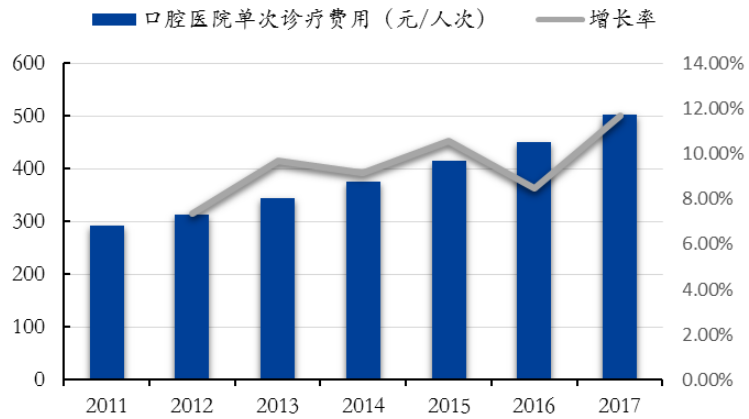
资料来源: 国家卫计委, 国盛证券研究所

图表 36: 口腔医院业务收入



资料来源: 中商产业研究院, 国盛证券研究所

图表 35: 口腔医院单次诊疗费用 (口腔医院业务收入/诊疗人次)



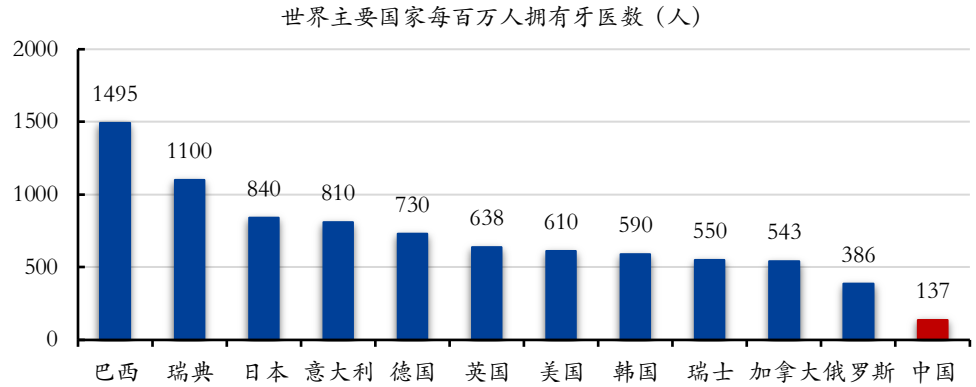
资料来源: 国家卫计委, 国盛证券研究所

2.3 比对成熟市场, 我国口腔市场处于爆发前夜

2.3.1 比对发达国家, 我国牙医供给明显不足

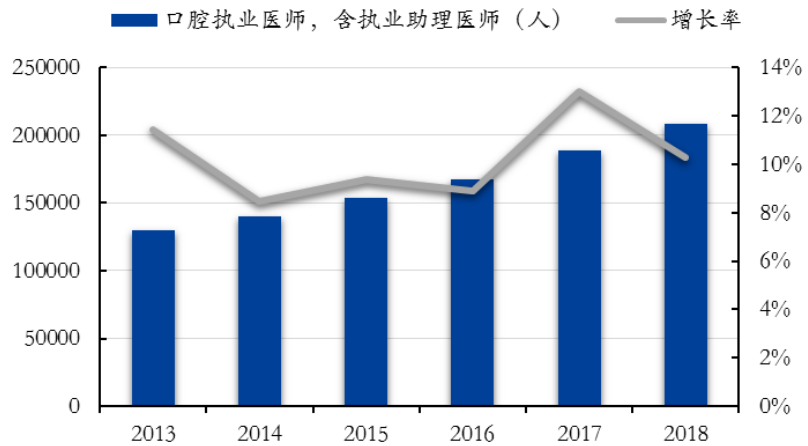
比对发达国家, 我国牙医供给严重不足, 但增长较快。日本、英国、美国等发达国家每百万人拥有的牙医数分别为 840 人、638 人和 610 人, 而我国每百万人拥有的牙医数仅为 137 人, 不足发达国家的三分之一, 牙科医生的供给仍有很大提升空间。由于我国经济的快速发展, 我国牙医数数量增长率多年维持在 10% 左右。

图表 36: 世界主要国家每百万人拥有牙医数



资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

图表 37: 我国口腔执业医师数量增长缓慢

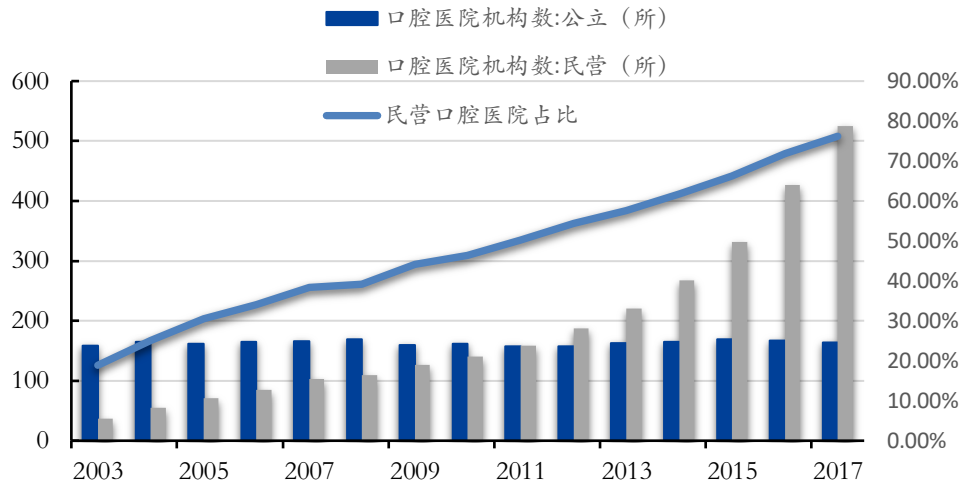


资料来源: 中商研究院, 医趋势, 国盛证券研究所

口腔医院的增长主要来自民营资本, 规模扩张难度大。近年来, 我国口腔医院快速增长, 从 2013 年的 196 所增长到了 2017 年的 689 所, 年复合增长速率达到 9.39%。主要的动力来自于大量民间资本进入口腔医疗行业, 民营口腔医院数量快速增长, 年复合增长率达到 20.86%, 2017 年占总体比重高达 76.2%。一般的民营口腔医院存在起步规模小、资金不足、经营稳定性差等先天劣势, 规模扩张的难度较大。

图表 38: 我国口腔医院数量及民营比例

图表 3



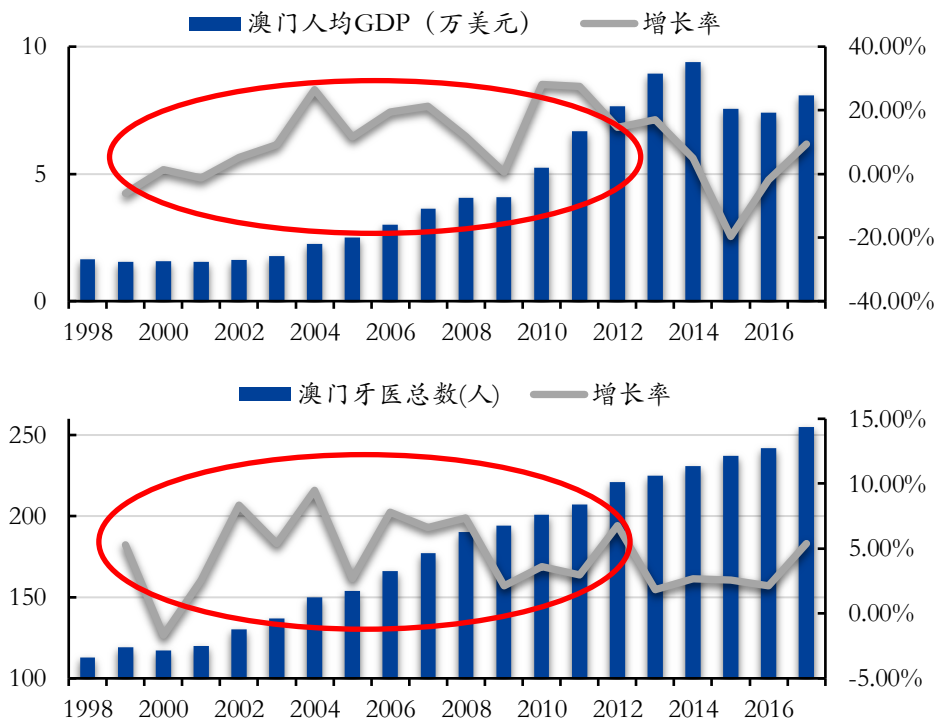
资料来源: 卫计委, 国盛证券研究所

资料来源

2.3.2 人均 GDP 的快速增长阶段往往是口腔行业供给爆发的先行指标

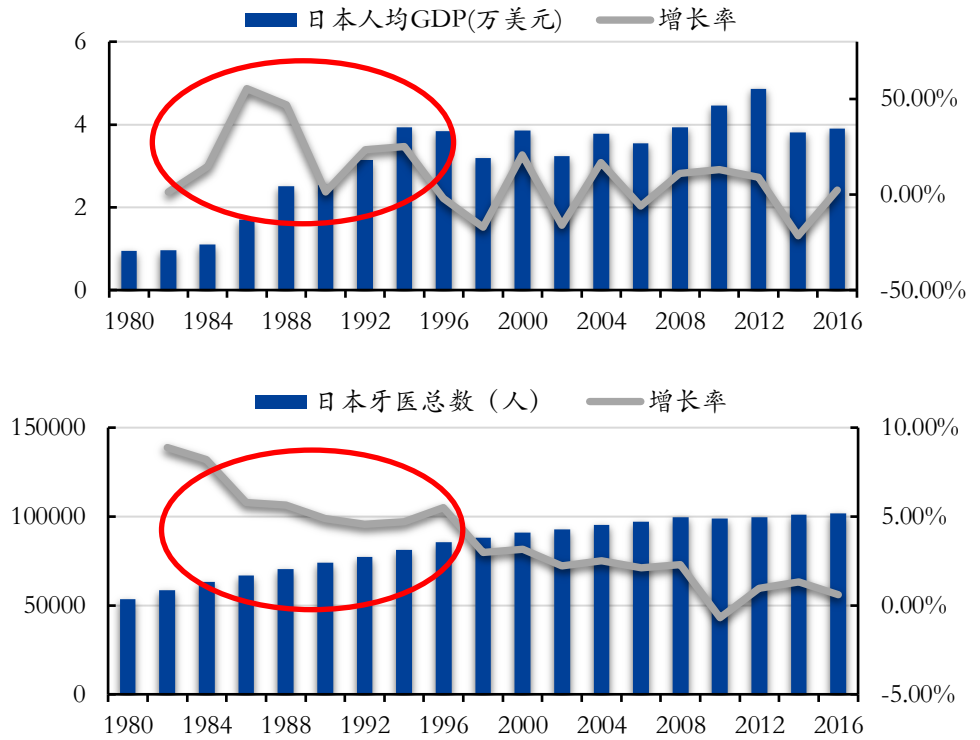
从澳门、日本、西班牙等地区的经验来看, 尽管各国的牙医总数在持续增长, 但在人均 GDP 的快速提升的时期, 往往将带来牙医总数的快速上升。其潜在的逻辑是, 人均 GDP 上升, 消费能力提升带来口腔消费上升, 需求增加带动口腔行业供给上升, 之后供需缺口逐渐缩窄。因此, 我国人均 GDP 的高增长一直带来口腔行业供给 10% 左右的增长, 未来也有望持续。

图表 40: 澳门人均 GDP 增长与牙医总数增长对比



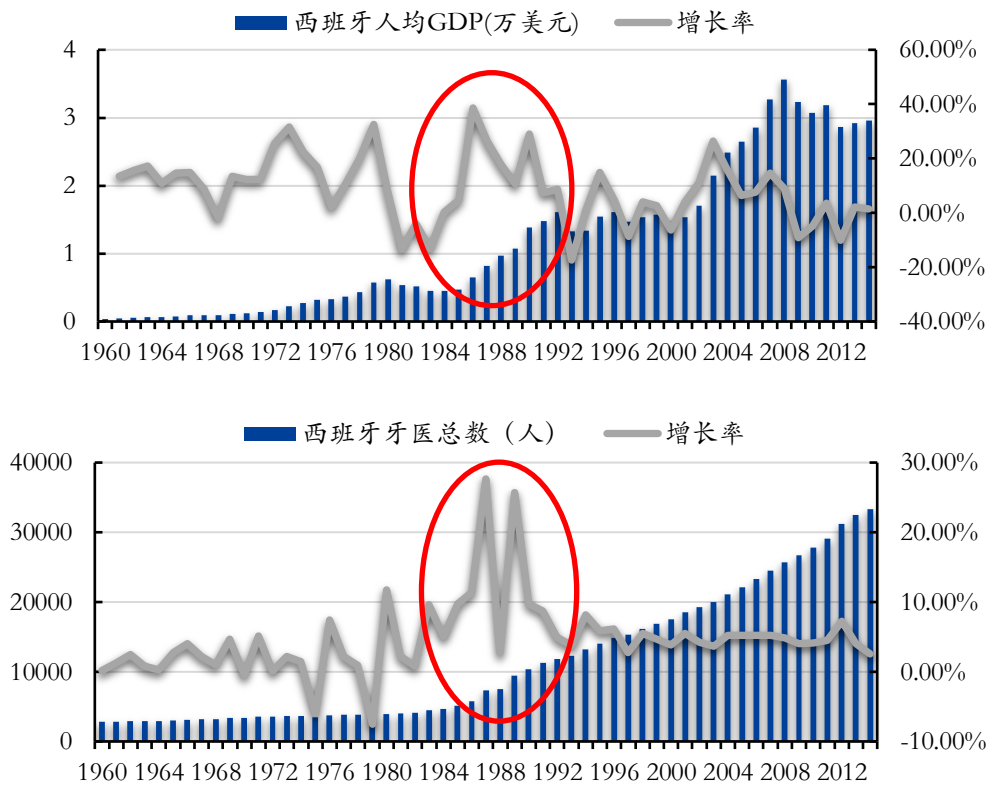
资料来源: 世界银行, WHO, 国盛证券研究所

图表 41: 日本人均 GDP 增长与牙医总数增长对比



资料来源: 世界银行, WHO, 国盛证券研究所

图表 42: 西班牙人均 GDP 增长与牙医总数增长对比



资料来源: 世界银行, WHO, 国盛证券研究所

三、口腔行业连锁龙头，竞争优势鲜明

3.1 口腔行业竞争格局较好，公司作为 A 股上市公司具备融资优势

公司主要竞争者来自公立大中型口腔医院和其他民营口腔连锁品牌。口腔医疗服务的供给方主要包括：公立综合医院口腔科、公立口腔医院、民营口腔连锁品牌和个体口腔诊所。在医生技术、设备水平、服务范围等方面来看，公立综合医院口腔科和个体口腔诊所与通策医疗针对的细分市场用户不同，对公司口腔业务的冲击不大。通策医疗主要的竞争者来自两方面：一方面是公立大中型口腔医院，另一方面是同类的其他民营口腔连锁品牌。

图表 43：不同口腔医疗服务供给方对比

代表企业	特征	服务范围	扩张优势因素	扩张限制因素	
公立综合性医院口腔科	--	依托综合医院，医生和设备条件一般	一般口腔疾病诊疗	在各城镇均有布局，基层覆盖面广	对优质口腔医生的吸引力低，市场化程度低
公立大中型口腔医院	四川大学华西口腔医院、北京大学口腔医院等	规模大，设备精良，医生学历高，多承担科研教学任务	各种口腔疾病、疑难杂症，包括种植、正畸、颌面外科等	多背靠高校医生资源充足；受公有资本背书更易建立品牌效应	受体制约束，缺乏足够的激励机制和市场敏感性，市场化程度低
民营口腔连锁品牌	通策医疗、亚非、佳美、拜瑞等	设备精良，就医环境、服务体验优良	种植、正畸、修复、口腔保健等中高端定制服务	对医生的激励措施完善；可通过公立医院改制、并购、设立等方式实现扩张	体量相对较小，改制有难度，谈判周期长，外延式扩张进程较难把握
个体口腔诊所	--	数量众多，设备有限，多针对中低端市场	补牙、镶牙、拔牙等基础性服务	经营灵活性程度高，资产投入低	服务半径受限，规模效应低

资料来源：公开资料整理，国盛证券研究所

公立大中型口腔医院扩张限制较多，公司诊疗量和牙床数量已与其相当。公立医院受体制约束，缺乏足够的激励机制和市场敏感性，市场化程度低。民营口腔连锁品牌对医生的激励措施完善，可通过公立医院改制、并购、设立等方式实现迅速扩张。2018 年公司医疗服务营业面积达 11.2 万平米，开设牙椅 1472 台，口腔医疗诊疗量 184.22 万人次，口腔医疗收入 14.6355 亿元；2019 年 H1 公司口腔医疗服务营业面积达 11.38 万平米，开设牙椅 1510 台，口腔医疗门诊量 100.62 万人次，总体体量与多家知名公立口腔医院相当。单台牙椅年平均诊疗量 2018 年、2019 年 H1 分别为 1251.49、1332.71 人次/台，单台牙椅年平均收入 2018 年为 99.4 万元/台，对比公立医院仍有一定提升空间。

图表 44：通策医疗与知名公立三甲专科口腔医院体量对比

名称	所在区域	成立年份	诊疗牙椅数(台)	年诊疗量(万人次)	单台牙椅年平均诊疗量(人次/台)
通策医疗	主要在浙江省	2006 年重组	1472	184.22	1251.49
北京大学口腔医院	北京市	1941 年	569	100	1757.47
四川大学华西口腔医院	四川成都市	1907 年	325	80	2461.54
首都医科大学附属口腔医院	北京市	1945 年	298	76	2550.34
中山大学光华口腔医学院附属口腔医院	广东广州市	1974 年	326	70	2147.24
广东省口腔医院	广东广州市	1962 年	318	60	1886.79
武汉大学附属口腔医院	湖北武汉市	1960 年	450	55	1222.22
第四军医大学口腔医院	陕西西安市	1935 年	270	50	1851.85
南京市口腔医院	江苏南京市	1947 年	200	45	2250.00

资料来源：各医院官网，卫计委，公开资料整理，国盛证券研究所

民营口腔连锁品牌竞争尚不激烈，公司是唯一一家A股上市公司，而同类公司融资方式相对单一。目前民营口腔连锁品牌之间的竞争尚不激烈，多家竞争者处于C轮、D轮融资阶段，部分竞争者在新三板上市，部分竞争者虽门店数目较多，但门店规模较小，拥有的牙床数和执业医师数不足，门店间规模效应较弱。公司的同类竞争者发展模式尚未完全成熟，融资途径单一，具有较严重的地域依赖性。

图表 45: 民营口腔连锁品牌分布和融资情况

品牌	成立时间	主要区域	门店数量	主要地区分布	融资状态
通策医疗	2006年底重组	杭州、宁波	30+	浙江省内 20 家左右	A 股上市
亚非口腔	1993 年	四川	32	成都 15 家、台州 10 家	E 轮
佳美口腔	1993 年	北京	29	北京 24 家	C 轮
拜瑞口腔	1993 年	北上广	200+	上海 45 家、北京 20 家、重庆 24 家、广州 20 家	新三板终止挂牌
同步齿科	1993 年	深圳	21	深圳 17 家	新三板终止挂牌
唐牙科	1994 年	四川	19	成都 19 家	未披露
爱康健齿科	1995 年	广东	30	深圳 27 家、香港 2 家、广州 1 家	未披露
瑞尔齿科	1998 年	北京、上海	55	北京 19 家、上海 14 家、深圳 7 家	D 轮
德仁口腔	2001 年	广州	9	广州 7 家、江门 2 家	未披露
小白兔口腔	2003 年	陕西	25	西安、咸阳、宝鸡等地共计 25 家	新三板
好牙依口腔	2005 年	湖南	20	长沙 18 家、长春 2 家	未披露
永康口腔	2006 年	北京	32	北京 15 家、黑龙江 7 家、江苏 3 家	未披露
大众口腔	2007 年	武汉	19	武汉 19 家	新三板终止挂牌
蓝天口腔	2009 年	广西、贵州	10+	3 家口腔医院	新三板
友睦口腔	2009 年	深圳	10	深圳 9 家、东英 1 家	新三板终止挂牌
华美牙科	2011 年	四川、重庆	19	成都市区 6 家、周边区县 10 家	新三板

资料来源: 前瞻产业研究院, 中商产业研究院, 国盛证券研究所

从民营口腔行业的可比公司来看，公司毛利率、管理费用率、销售费用率方面具备显著优势。选取华美口腔、蓝天口腔、小白兔口腔作为民营口腔行业的可比公司，可以看出公司毛利率高于平均水平，销售费用率、管理费用率远低于其他公司水平，这主要受益于公司在浙江区域范围内的品牌优势积累，良好的口碑带来获客成本的降低，同时管理模式逐步成熟，规模效应开始显现。

图表 46: 2019 年 H1 可比公司财务数据对比

公司名称	代码	营业收入 (亿元)	营业收入 增长率	归母净利润 (亿元)	归母净利润 增长率	毛利率	财务费用 率	销售费用 率	管理费用 率
通策医疗	600763.SH	8.47	23.58%	2.08	54.07%	45.60%	1.49%	0.60%	10.93%
华美口腔	833269.OC	0.62	15.94%	0.01	3077.27%	47.37%	2.14%	22.17%	17.18%
蓝天口腔	873101.OC	0.27	32.05%	0.01	124.27%	33.93%	1.02%	9.21%	24.51%
小白兔口腔	871521.OC	1.21	42.66%	0.11	73.14%	53.92%	0.77%	15.21%	25.70%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

3.2 医院可复制+医生可复制+团队可复制，通策开辟口腔连锁新路径

劳动密集、高依赖性增大了口腔医院复制的难度。牙科具有劳动密集、低机械化的属性，对口腔医生手工操作有高度依赖性。而口腔医生从业壁垒高、培养年限长，一直存在较大供给缺口。这与当今社会工业化大生产的发展方向相背离，增大了口腔医院扩张、复制的难度。因此，全世界口腔连锁机构鲜有成功案例。

1) 医院可复制：“区域总院+分院”模式，实现医院的可复制。公司依托平海路、城西、宁波三家中心医院，围绕这3家医院，各自又发展2家以上分院，总院带领分院，医生团队参股分院。区域总院平台对医生医疗服务技能、学术地位形成支撑，并在区域内形成品牌影响力。分院作为总院的“护城河”可将品牌影响力快速推开，实现医疗资源的优化及患者就诊便捷，在较短时间内积累客户资源、获取市场份额。这样较大程度抵御了口腔医疗手工业性质带来的管理、扩张风险，使得口腔医院区域集团可以成为一种商业模式。

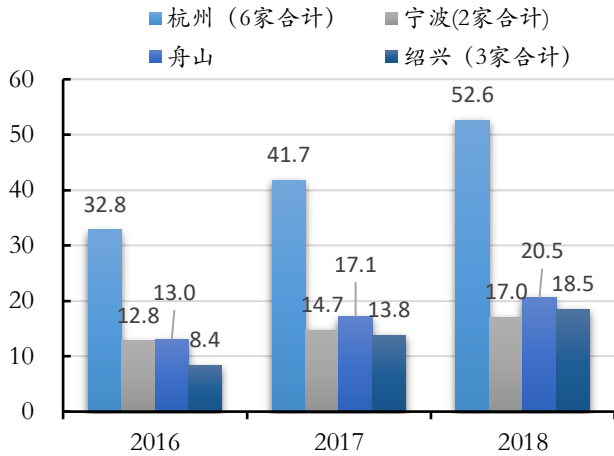
图表 47: 公司省内外主要口腔医院布局情况 (红字为区域总院, 括号内为持股比例)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

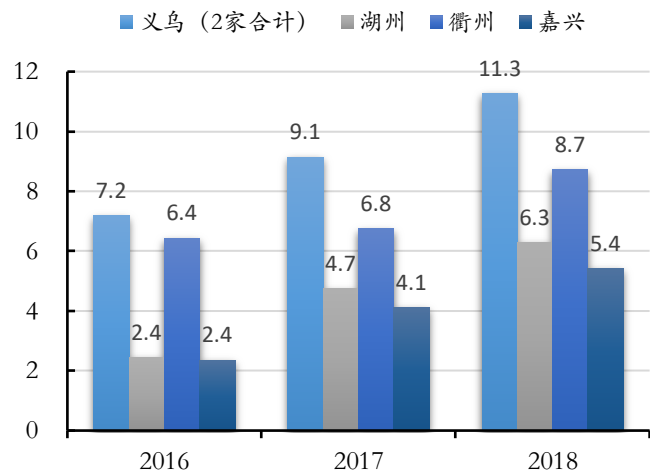
比对公司同区域不同分院口腔业务的覆盖程度，仍有较大增长空间。公司浙江省内优势区域主要包括：杭州、宁波、绍兴、舟山，省内其他区域主要包括：义乌、湖州、衢州和嘉兴，省外区域主要包括河北沧州、云南昆明、湖南益阳、江苏南京和上海等。以通策在各市口腔医院的合计收入/常住人口数和合计收入/GDP 作为两个指标来衡量通策在各市的渗透程度。可以看出：宁波、湖州、嘉兴、南京等地区相较于区域内的其他地区而言，公司的市场覆盖程度较低，均具备较广阔的市场增长空间。

图表 39: 浙江省内优势区域医院收入/常住人口 (单位: 万元/万人)



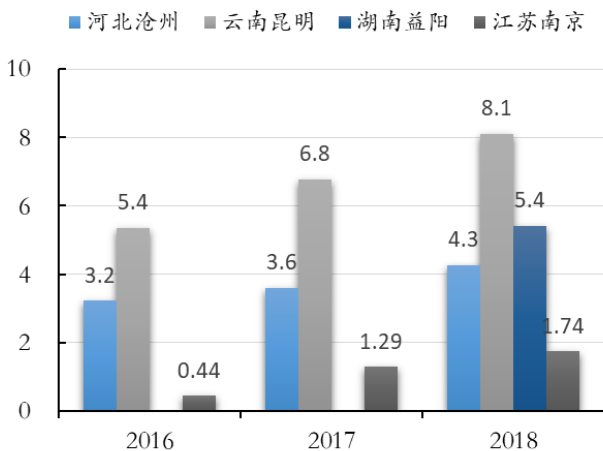
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 39: 浙江省内其他区域医院收入/常住人口 (单位: 万元/万人)



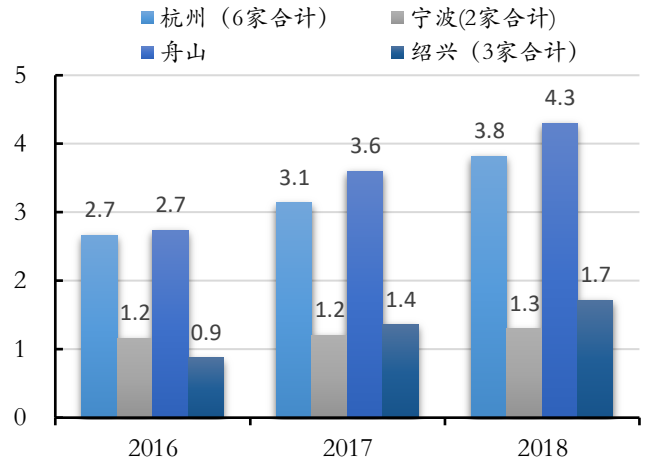
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 39: 浙江省外区域医院收入/常住人口 (单位: 万元/万人)



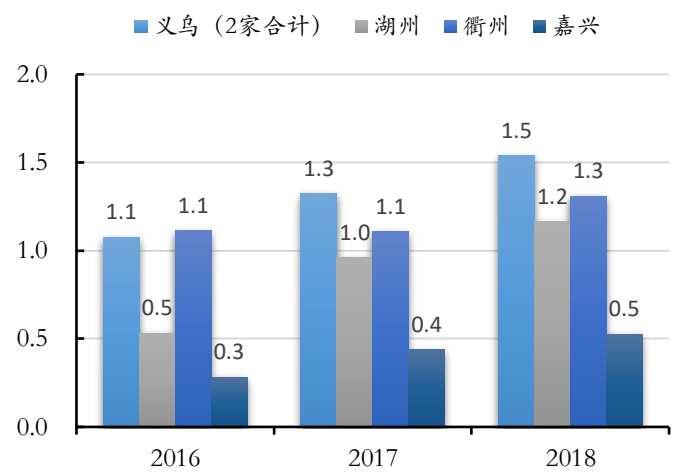
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 40: 浙江省内优势区域医院收入/GDP (单位: 万元/亿元)



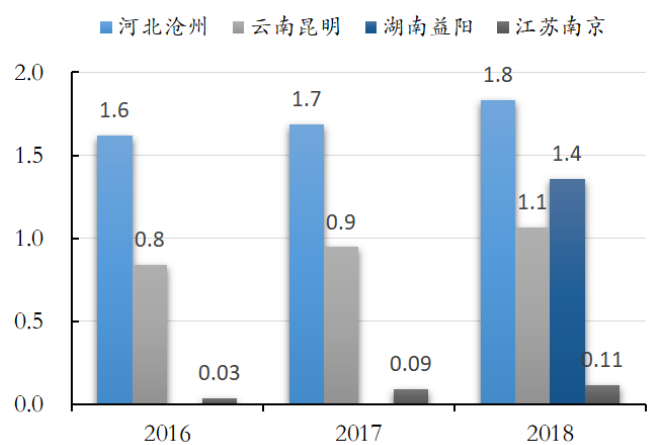
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 40: 浙江省内其他区域医院收入/GDP (单位: 万元/亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

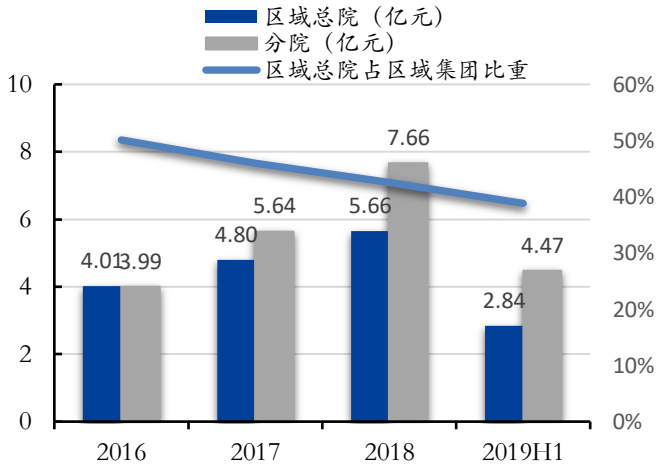
图表 40: 浙江省外区域医院收入/GDP (单位: 万元/亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

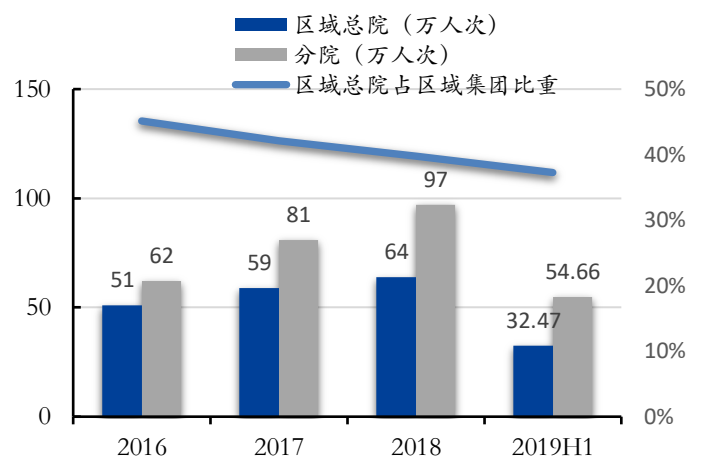
公司分院扩张迅速，重要程度逐渐上升。截至2019年H1，公司已成立30余家口腔医疗机构。近3年来区域总院占区域集团业务的比重有所降低，2019年H1医疗收入占比和门诊人次占比分别为38.83%和37.27%，较2018年全年分别降低3.67个百分点和2.49个百分点。2017年、2018年、2019年H1分院持续发力，收入同比增长为41.30%、35.77%和34.17%，是拉动集团总营业收入增长的重要原因。

图表 35: 公司浙江区域医疗服务收入的分布



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 36: 公司浙江区域门诊人次的分布



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2) 医生可复制: 对标纽约长老会的院校合作模式实现医生的可复制。公司的院校合作模式对标纽约长老会医院，事实上是组建医生集团。纽约长老会医院通过其下辖的两家常青藤大学——康奈尔大学和哥伦比亚大学的医学中心形成医生集团，并在曼哈顿下城医院、艾伦医院等六个院区以及纽约的各个社区医疗机构整体调配医生资源，从而逐步形成其掌控纽约地区医院管理的格局及美国医疗服务领域的行业地位。

公司依托中国科学院大学、浙江中医药大学、杭州医学院、益阳医学高等专科学校、湖南医药学院、北华大学等国内知名院校和荷兰阿姆斯特丹大学、美国天普大学、德国柏林大学等国外知名高校，建立各学科名医为核心的通策医生集团，优化配置各级医生资源，发挥优质医生资源在协作中的关键作用，让更多基层医护人员广泛参与，综合发挥各级医生专业优势。

图表 48: 通策医疗与国内外知名高校合作情况

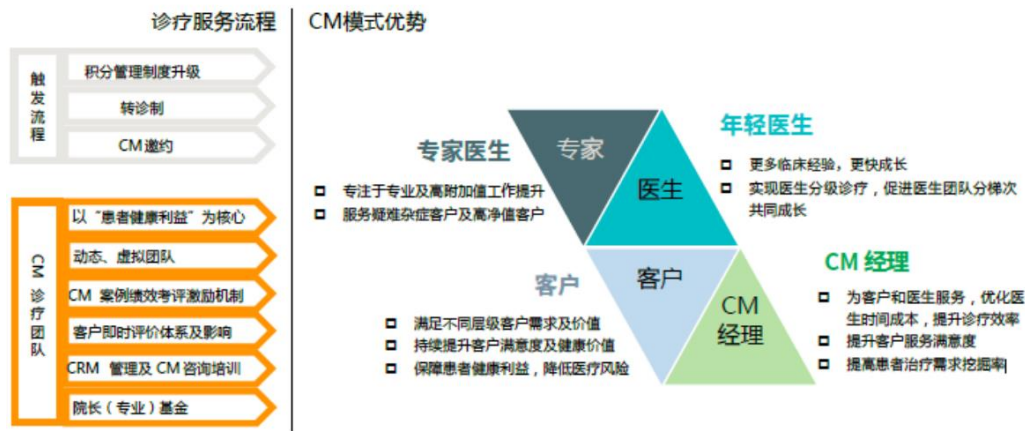


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3) 团队可复制: CM 接诊模式实现团队的可复制。公司对标梅奥诊所 (Mayo Clinic)，对中高端客户实行以患者为中心的 CM(Case Manager)团队接诊模式。医生实行首诊负责制，根据客户的需求组成动态团队，共同解决客户问题。CM 本质上实现了分工精细

化，减轻了专家医生负担，避免其精力分散于管理、客户关系维护等繁杂琐事上，可服务更多高净值客户、疑难杂症客户；同时也为年轻医生提供更多临床机会、成长机会。目前公司已在杭口城西分院践行了CM模式，并在体系内其他医院总结推广，单张牙椅产出和整体营收显著提高。

图表 49: CM 模式优势



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

3.3 “蒲公英计划”省内业务下沉，“存济基金”省外扩张

“蒲公英计划”将业务下沉到省内基层。2018年12月，通策医疗启动“蒲公英计划”，旨在将优质口腔医疗机构和医生“双下沉”到浙江全省基层。该计划是由杭口集团、医生集团与计划参与人共同出资，杭口集团为新建分院提供品牌、管理、人才、技术、资金等支持；通策体系内口腔医生组成的医生集团，将为分院提供医疗技术支持；计划参与人核心团队持股负责组建分院核心医生团队。股权比例原则上是杭口集团持股为**51%及以上**，蒲公英合伙企业持股比例**9-20%**，当地医生团队持股比例**30-40%**。

公司提出3-5年内浙江省布局100家分院。截至2019年8月，已取得营业执照7家，分别为德清、镇海、奉化、临平、下沙、柯桥、台州项目，各项目均在设计装修阶段。预计2019年有10家蒲公英计划分院开业。2019年下半年“蒲公英”计划第二期已启动，有15家医院进入项目立项及筹备阶段。

图表 50: 公司蒲公英计划



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

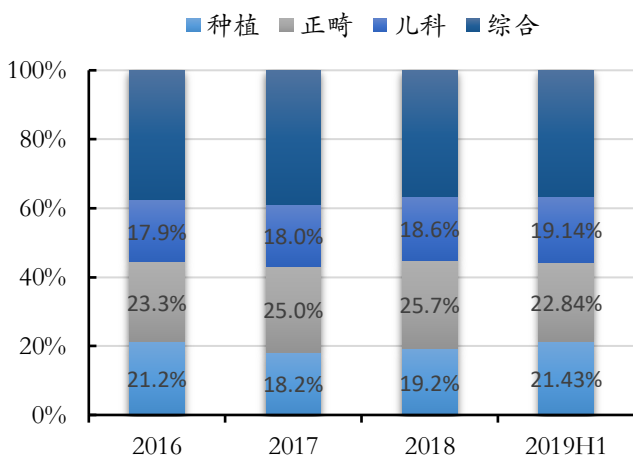
“存济基金”将业务铺平到省外。2016年10月，公司设立通策口腔医疗投资基金，定

向投资北京、武汉、重庆、成都、广州、西安六家大型口腔医院。公司出资2亿元作为该基金的优先级有限合伙人，该优先级资金确保本金加6%的年化收益率，不参与超额分配，优先确保退出。基金提供六家大型口腔医院所有建设及运营资金并提供管理，承担在培育期间所有亏损及责任，获得标的医院的实际投资权益；在培育期满后公司具有标的医院的优先收购权。公司参与设立口腔医疗投资基金之举，创新了以往的直接由公司对外投资新建医疗机构的模式，能够合理降低、规避公司因直接投资建设大型口腔医院可能面临的新建医院培育期亏损、发展前景不明确、经济效益不明确等风险，从而维护全体股东的利益。目前武汉存济已于2018年1月开始营业，重庆存济也于2019年2月开始试营业，北京存济预计2020年试营业，西安存济、成都存济将加快投建进度，预计2019年年内落成。

3.4 “种植计划”和特色医院战略提升高端业务占比

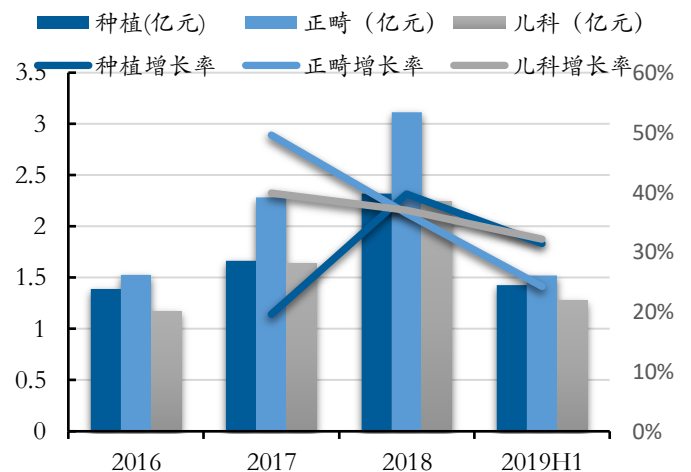
种植和正畸是消费升级背景下口腔行业最典型的转型方向，公司抓住机遇，致力提升种植、正畸等高端业务的占比，种植、正畸和儿科业务收入2019年H1分别同比增长31%、24%、32%，合计占主要口腔业务的比重从2016年的60.34%提升至2019年H1的63.41%。高端业务占比的提升显著提升了公司的单次诊疗费用，2016年到2019年H1浙江区域总院的单次诊疗费用从786元/人次上升到873元/人次，浙江区域分院的单次诊疗费用从644元/人次上升到817元/人次。

图表 39: 种植、正畸和儿科业务收入合计占比上升



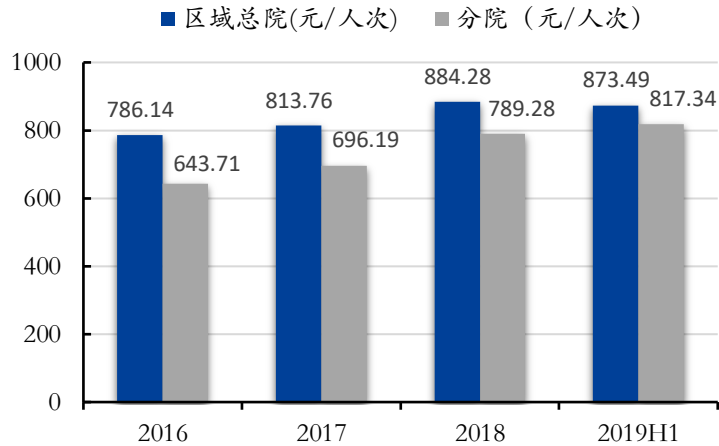
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 40: 公司高端口腔业务收入增长情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 51: 公司浙江区域单次诊疗收入有所提升



资料来源: 中商研究院, 医趋势, 国盛证券研究所

启动“种植计划”，提升种植业务占比。公司在2019年5月启动种植增长计划，根据市场细分进行差异化定价，满足不同的消费需求，在保持原有针对中高端种植产品的同时，推出低价位种植产品，打破种牙贵的传统思维；同时根据医生的年资决定可从事的种植种类；由牙周医生根据客户病情作为首诊与种植医生共同确定治疗方案，实行以导师负责制为核心的三级医生合伙人体系。**种植计划全省统一结算、统一布置、统一考核、统一市场策略、统一宣传广告发布、统一售后服务**，全省范围内杭州口腔医院集团所属的19家医疗机构和今后县（市、区）新建医院均为“种植计划”的定点医疗机构。公司目标是通过种植3年计划，将浙江省的种植量提高到全国较高水平，实现杭口集团的行业优势。

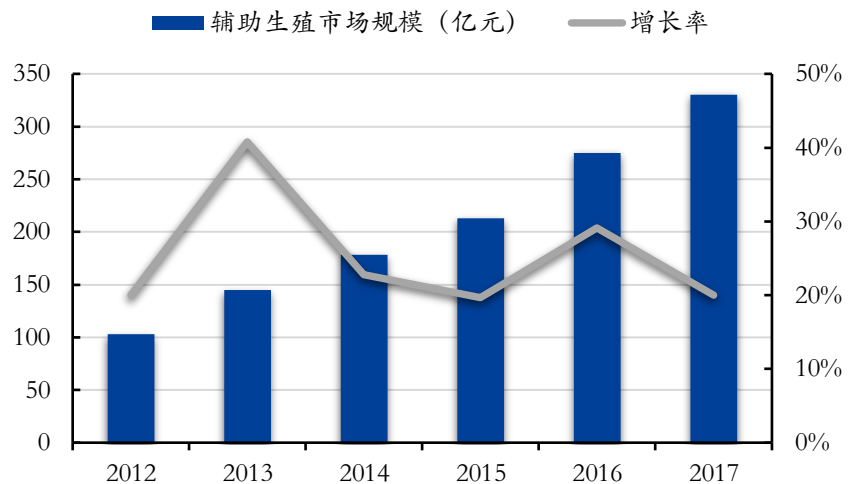
战略布局特色分院，为公司收入增长保驾护航。公司目前已拥有多家特色分院，包括以正畸为特色的诸暨分院等。未来5年内，公司将新增紫金港、下沙、滨江、丁桥多个口腔诊疗特色鲜明的分院。2019年公司将进一步完善杭州口腔医院集团的布局，计划建设紫金港、滨江两个院区。紫金港院区以数字化正畸和儿童口腔专科为主，并作为未来诊室实验基地。滨江院区作为杭州口腔医院集团的外科分院，打造颌面外科在浙江的领先优势，组建一流团队，引进包括ICU在内的先进设备设施，全力发展覆盖各个消费层级的牙齿种植事业，招聘专职PI开展科研工作，为杭州口腔医院集团真正成为中国既大又强的一流口腔医院夯实基础。

四、牵手诺奖得主，战略布局辅助生殖业务

4.1 国内辅助生殖市场需求增长，供给稀缺

2017年我国辅助生殖市场约为330亿，但随着不孕不育率逐年攀升、辅助生殖渗透率不断提升，未来辅助生殖市场有望突破千亿。

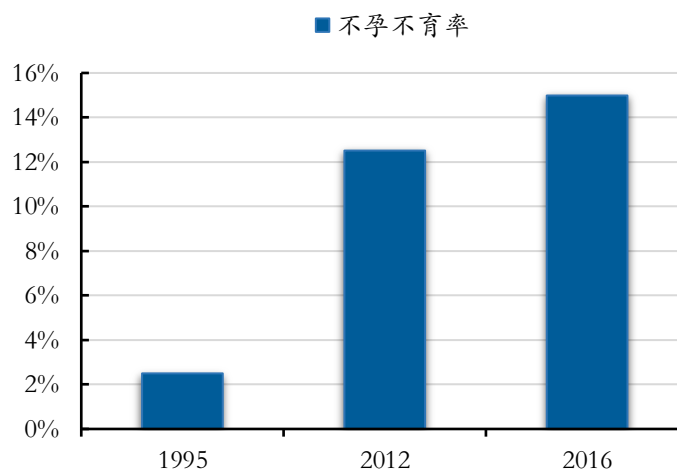
图表 52: 2012-2017 年辅助生殖市场规模



资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

- 不孕不育率逐年攀升。**由于生育年龄持续后退，加上饮食、生活习惯的影响，我国不孕不育发病率持续上升。据统计，我国不孕不育患者人数超过5000万，其中女性占50%，男性占40%，夫妇双方共同原因占10%。据人口协会和国家计生委统计，我国不孕不育率已从1995年的2.5%-3%攀升到2016年的12.5%-15%左右。

图表 53: 我国不孕不育率持续上升

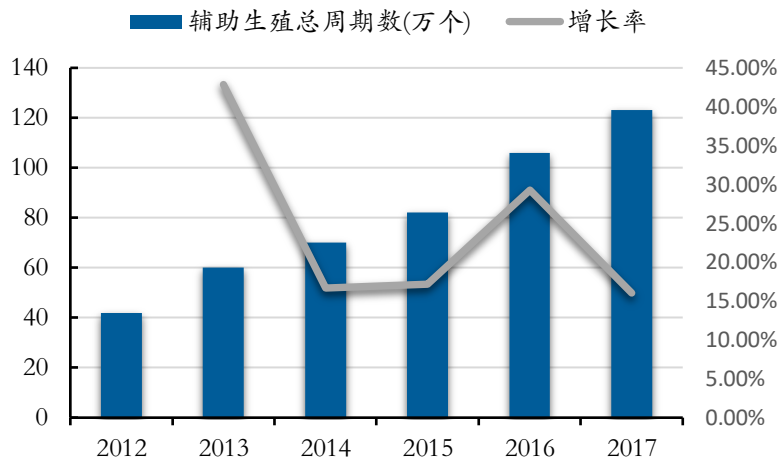


资料来源: 中国人口协会, 国家计生委, 国盛证券研究所

- 辅助生殖总周期数快速增长。**辅助生殖包括人工授精(AI)和体外授精-胚胎移植(IVF-ET)两大类:人工授精(AI)包括夫精人工授精(AIH)和供精人工授精(AID);体外授精-胚胎移植(IVF-ET)是指从人体取出配子,在体外条件下受精形成胚胎,移植入子宫腔着床发育成胎儿的技术,又称试管婴儿技术。根据国家卫生健康委员会妇幼健康司的数据显示,我国辅助生殖总周期数(包括人工授精AI和体外授精

IVF-ET)从2012年的42万个增长到2017年的123万个,复合增长率达到23.97%,近5年同比增长率为15%-30%。

图表 54: 2012-2017 年辅助生殖总周期数



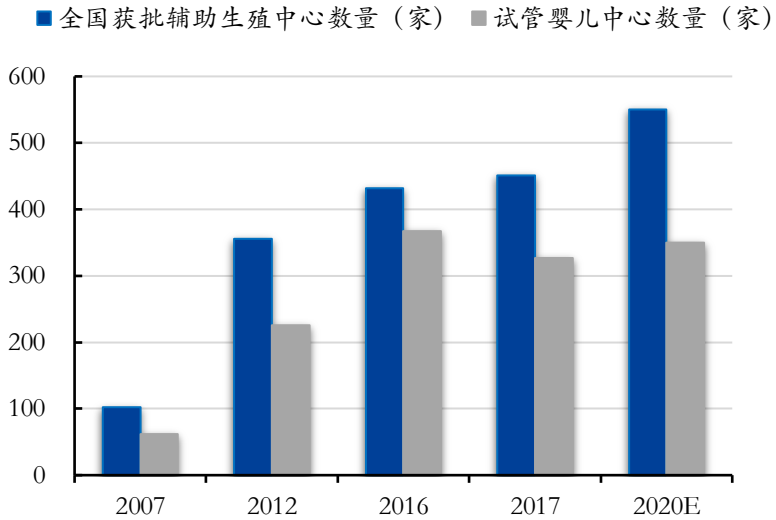
资料来源: 国家卫生健康委员会妇幼健康司, 国盛证券研究所

- 渗透率有较大提升空间, 潜在市场超过千亿。**目前辅助生殖已经成为发达国家治疗不孕不育的主要手段, 在欧洲、美国应用比例达到 70%-90%, 2016 年中国现辅助生殖服务渗透率仅为 4.7%, 与发达国家平均 60%的渗透率有较大差距。未来, 随着生活水平提高、对辅助生殖认知增加及政府对公众辅助生殖教育的普及, 渗透率大有提升空间。

假设渗透率未来达到发达国家平均水平, 辅助生殖潜在市场规模超过千亿。根据 2010-2015 年我国新生儿出生数量可以看出, 年新生儿数量在 1650 万人左右, 结合人口基数, 预计未来因为二胎政策每年新生人口数量多增加 430 万人左右。按照现有政策下 12.5%-15%的不孕不育率, 二胎生育 20%的辅助生殖需求, 则年辅助生殖生育需求在 290 万-335 万之间, 假设这其中每个新生儿出生平均需要进行 2.5 次辅助生殖手术, 辅助生殖手术每次 3 万元左右, 则理论市场规模应该超过 2000 亿元。假设能达到发达国家平均 60%的辅助生殖渗透率, 则年市场需求规模在 1200 亿元左右。

- 供给稀缺, 我国辅助生殖市场严重供不应求。**辅助生殖行业是一个政策属性强的行业, 由政策决定供给。国内现有的辅助生殖技术和机构不能满足增长迅猛的市场需求, 辅助生殖机构属于稀缺资源。截至 2016 年底, 中国共有 451 家辅助生殖中心、23 家人类精子库机构, 其中获试管婴儿牌照的医院仅有 327 家, 还有 28%的生殖中心达不到试管婴儿技术要求。结合各省市辅助生殖技术设置规划和国家卫计委每 300 万人设置 1 个机构的标准测算, 未来辅助生殖中心牌照上限不低于 550 家, 至少还有约 100 家的空间, 其中试管婴儿中心数量将达到 362 家左右。

图表 55: 全国获批辅助生殖中心和试管婴儿中心数量



资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

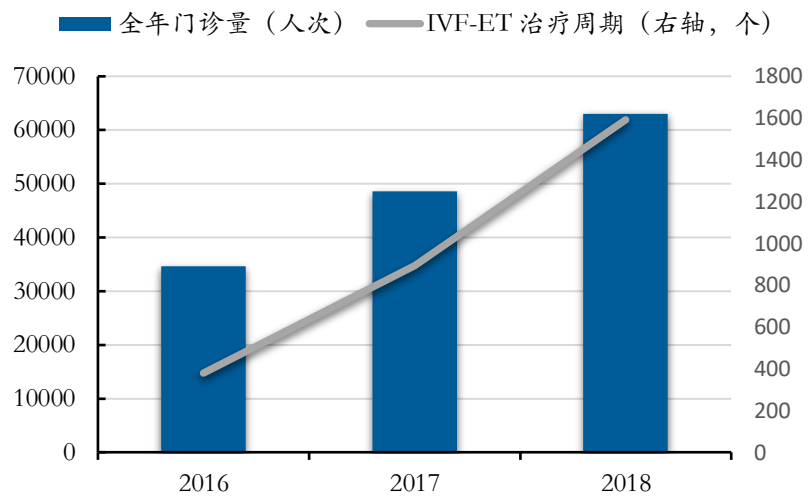
4.2 公司牵手诺奖得主，业务布局进展顺利

牵手诺奖得主，逐步建立品牌优势。公司 2013 年与诺贝尔奖获得者罗伯特·爱德华兹教授创立的剑桥波恩生殖中心 (Bourn Hall Clinic) 建立了合作，罗伯特·爱德华兹被誉为“试管婴儿之父”，因对体外受精的发展做出贡献而获得了 2010 年诺贝尔生理学或医学奖章。公司采用国际先进水平的医疗服务模式和管理经验，结合我国医疗体制具体情况，从服务手段、服务内容、治疗方式、材料使用和设备选择等方面入手，运用世界先进技术，向患者提供高水准的辅助生殖医疗服务，逐步建立品牌优势。

竞争格局以公立医院占主导，公司着重布局三级医院。从政策导向来看，辅助生殖市场的竞争格局仍以公立生殖中心占主导，行业梯队层次分明为特征，全国排名前 10 的生殖中心有 7 家为公立医院。由于试管婴儿牌照申请的条件之一是原则上必须是国家批准的三级医院，公司将在辅助生殖领域着重布局三级专科或三级甲等的妇儿医院，而后申请获批开展辅助生殖的资质，积极抢占市场。2013 年公司与全省唯一的三级甲等妇幼保健院——昆明市妇幼保健院合作，落地第一家生殖中心，2015 年已投入运营。2016 年公司与三级甲等的舟山妇幼保健院建立合作，目前已签约落户。

昆明辅助生殖中心门诊量稳定上升，治疗成功率维持较高。2018 年昆明辅助生殖中心持续通过医生联营、学术报告会、医联体等多种活动，不断提升辅助生殖中心的影响力，全年门诊量 63037 人次，同比年增长 29.8%；全年共计完成 IVF-ET 治疗周期 1592 个，同比增长 78.23%。中心治疗效果 3 年均维持在较高水平，为后续的发展奠定坚实的基础，2016 年、2017 年总体 IVF-ET 治疗成功率 53.7%、57.82%，2018 年单次成功率为 55%。

图表 56: 昆明辅助生殖中心门诊量和 IVF-ET 治疗周期数



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

五、盈利预测

5.1 关键假设

核心假设：1、假设杭口、宁口等核心医院保持现有增长趋势（以下各医院 19-21 年收入增速为我们预测增速）；2、新开分院净利率逐渐提升至成熟分院水平；3、公司未来会持续增加分院，现有的核心医院占收入比重会逐步下降。

图表 57：通策医疗收入拆分（万元）

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
杭州口腔医院集团	65113.10	84815.71	107033.39	132321.06	162899.21	199741.49
YOY	19.7%	30.3%	26.2%	23.6%	23.1%	22.6%
宁波口腔医院集团	11562.28	13789.37	16349.44	19179.90	22536.30	26525.55
YOY	4.4%	19.3%	18.6%	17.3%	17.5%	17.7%
诸暨口腔医院有限责任公司	2660.88	4368.58	5,768.43	7498.96	9373.70	11248.44
YOY	36.1%	64.2%	32.0%	30%	25%	20%
昆明市口腔医院有限公司	3607.71	4594.44	5,547.19	6656.63	7987.95	9585.54
YOY	34.3%	27.4%	20.7%	20%	20%	20%
沧州口腔医院有限公司	2417.48	2715.84	3,226.79	3872.15	4569.13	5391.58
YOY	13.2%	12.3%	18.8%	20%	18%	18%
衢州口腔医院有限公司	1391.40	1475.23	1,926.04	2503.85	3129.82	3912.27
YOY	-8.6%	6.0%	30.6%	30%	25%	25%
南京牙科医院有限公司	364.98	1072.35	1,467.74	1981.45	2674.96	3611.19
YOY		193.8%	36.9%	35%	35%	35%
杭州城北口腔医院有限公司		815.79	2,070.76	3520.29	5280.44	7392.61
YOY			153.8%	70%	50%	40%
核心医院整体	87117.83	113647.31	143389.78	177534.28	218451.51	267408.67
核心医院占医疗服务收入比重	100.0%	98.9%	97.3%	94.6%	92.5%	90.0%
医疗服务	87099.5	114857.2	147429.9	187668.4	236163.8	297120.7
YOY	16.5%	31.9%	28.4%	27.3%	25.8%	25.8%
其他	776.9	3115.6	7174.4	10761.7	15066.3	21092.9
YOY		301.0%	130.3%	50.0%	40.0%	40.0%
整体收入	87876.4	117972.8	154604.4	198430.0	251230.1	318213.6
YOY	15.1%	34.2%	31.1%	28.3%	26.6%	26.7%

资料来源：国盛证券研究所

5.2 盈利预测与估值

我们预计公司 2019-2021 年归母净利润为 4.71、6.15、8.08 亿元，同比增长 41.9%、30.6%、31.3%，对应 PE 为 64x、49x、37x，首次覆盖给予“增持”评级。

六、风险提示

新纳入分院业务增长不达预期: 如果新纳入分院业务进展缓慢、盈利周期长,将对公司业绩产生影响。

资本涌入,竞争格局恶化: 口腔医疗市场长期供小于求,一旦资本普遍开始布局口腔医疗领域,有可能导致竞争格局恶化。

出现恶性医疗事故: 随着连锁分院的增多,公司管理复杂程度、协调难度加大,一旦分院出现恶性医疗事故将影响公司整体品牌形象。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com