

通策医疗（600763）/医疗保健
成长路径清晰，口腔连锁龙头迈入新纪元
评级：买入（首次）

市场价格：108.75

分析师：江琦

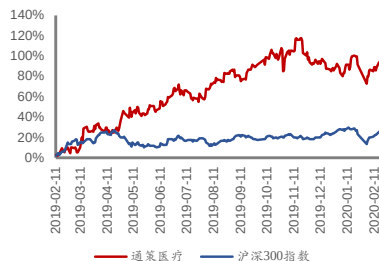
执业证书编号：S0740517010002

电话：021-20315150

Email: jiangqi@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	321
流通股本(百万股)	321
市价(元)	108.75
市值(亿元)	348.70
流通市值(亿元)	348.70

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1179.73	1546.04	1966.35	2530.00	3264.95
增长率 yoy%	34.25%	31.05%	27.19%	28.66%	29.05%
净利润	216.57	332.09	446.88	595.41	783.47
增长率 yoy%	59.05%	53.34%	34.56%	33.24%	31.58%
每股收益（元）	0.68	1.04	1.39	1.86	2.44
每股现金流量	1.08	1.46	1.95	2.53	3.24
净资产收益率	21.82%	25.25%	25.36%	25.26%	24.94%
P/E	161.00	105.00	78.03	58.56	44.51
PEG	2.73	1.97	2.26	1.76	1.41
P/B	35.13	26.51	19.79	14.79	11.10

备注：数据截止日期为 2020 年 2 月 21 日

投资要点

- **核心观点：**1、口腔医疗消费升级趋势明显，种植正畸渗透率快速提高，预计各自市场规模可达千亿，将带动整体市场快速扩容；2、公司业绩高速增长具备可持续性，未来 5 年浙江省内收入复合增速有望达 30% 以上；3、通策集团联手国科大打造存济新品牌，参股基金体外培育六家大型口腔医院，为公司全国性扩张奠定基础。
- **供需缺口大，民营口腔迎来发展机遇。**1) 需求端，牙科疾病发病率呈上升趋势，老龄化进程加快将带动发病率进一步上升。人均医疗消费支出占可支配收入的 6%，份额提升速度快于收入增速，国民健康保健意识崛起。2) 供给端，民营口腔医院份额不断上升，现已占据总数的 80%。随着口腔医疗服务可及性的提升，就诊率有望大幅提高。民营口腔具备规模、技术、服务等多重优势，预计将以 20% 左右的复合增速发展。
- **消费升级趋势明显，种植正畸带动口腔医疗市场快速扩容。**对比韩国，我国种植牙市场已经具备爆发增长的关键要素：国民收入的提高、种植体价格的下降、以及种植牙医的增多。另一方面，美学意识崛起带动正畸的发展，种植、正畸的渗透率有望快速提高，预计各自市场规模可达千亿，约为现有体量的 3 倍左右，将带动整体口腔医疗市场的扩容。当前口腔医疗市场规模约 1135 亿，十年为期待整体市场规模可达 3000 亿，公司作为民营口腔连锁龙头，有望直接受益于行业快速发展。
- **高速增长具备可持续性，未来 5 年浙江省内收入有望达到 30% 以上复合增速。**1) 目前总分院模式步入收获期，杭口、城西、宁口三大核心医院盈利趋好，总院品牌力的辐射下分院盈利加速，内生增长进入良性循环。2) 种植倍增计划于 2020 年发力，瞄准中低端种植体市场，目标实现种植牙数量每年翻倍增长。3) 蒲公英计划 3-5 年在省内开设百家分院，依托现有品牌和人才优势，预计分院在 1.5-2 年内能够快速实现盈亏平衡，整体有望为公司贡献不低于 30 亿元的收入。综合考虑，未来 5 年公司收入复合增速有望达到 30% 以上。
- **体外培育存济新品牌，奠定全国扩张基础。**联合国科大打造“存济”品牌，将助力公司在人才培育和品牌建设两个维度进一步筑高壁垒，提升了口腔医院跨区域复制能力，奠定公司长期竞争力。公司参股基金定向投资六家大型存济口腔医院，规模对标杭口总院，通过体外产业基金培育建设，待实现盈利或时机成熟后注入上市公司，有效降低短期利润风险，长期发展空间可期。
- **盈利预测与估值：**我们预计 2019-21 年公司收入 19.66、25.30、32.65 亿元，同比增长 27.19%、28.66%、29.05%，归母净利润 4.47、5.95、7.83 亿元，同比增长 34.56%、33.24%、31.58%，对应 EPS 为 1.39、1.86、2.44。目前公司股价对应 2019 年 78 倍 PE，2020 年 59 倍 PE，考虑到公司作为民营口腔医疗龙头，有望直接受益于行业快速扩容，业绩高速增长具备可持续性，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示事件：**口腔医院扩张不及预期，种植倍增计划推广不及预期，医疗事故风险，市场规模测算基于一定的假设条件、存在不及预期的风险。

目录

供需缺口叠加消费升级，民营口腔方兴未艾.....	- 4 -
供需缺口大，民营口腔乘势而上.....	- 4 -
消费升级驱动种植、正畸千亿级市场	- 6 -
行业空间广阔，专科医院大有可为	- 11 -
聚焦口腔主业，通策步入成长新周期.....	- 13 -
品牌和人才两大核心竞争力，直击口腔医疗痛点	- 13 -
体内增长进入良性循环，多重举措提效率	- 16 -
蒲公英播撒，品牌影响力持续兑现.....	- 19 -
体外培育存济新品牌，多地复制区域医院集团.....	- 21 -
眼科、辅助生殖进一步打开公司成长空间.....	- 23 -
高起点布局眼科医疗，瞄准新的蓝海市场	- 23 -
不孕率攀升迅速，辅助生殖稳步推进	- 24 -
盈利预测与估值.....	- 25 -
盈利预测	- 25 -
投资建议	- 25 -
风险提示	- 26 -

图表目录

图表 1: 2005-2015 年 10 年间牙科疾病发病率对比.....	- 4 -
图表 2: 65 岁及以上人口数及其占比	- 4 -
图表 3: 1949-1980 年中国出生人数.....	- 4 -
图表 4: 口腔类别执业（含助理）医师数量（万）	- 5 -
图表 5: 世界各国每十万人拥有牙医数量	- 5 -
图表 6: 民营口腔医院数量及占比	- 5 -
图表 7: 中国口腔医疗市场近 3 年主要投融资	- 6 -
图表 8: 部分口腔诊疗项目价格比较.....	- 6 -
图表 9: 主要国家种植牙渗透率（每万人种植牙颗数）	- 7 -
图表 10: 全球种植牙市场份额分布	- 7 -
图表 11: 韩国家庭可支配收入与卫生保健占比	- 8 -
图表 12: 中国居民人均可支配收入与医疗保健占比.....	- 8 -
图表 13: 2013 年中国种植牙市场份额分布.....	- 8 -
图表 14: 2018 年中国种植牙市场份额分布.....	- 8 -
图表 15: 每年接受 Osstem AIC 培训的中国牙医数量.....	- 9 -
图表 16: 未来十年种植牙市场规模测算	- 9 -
图表 17: 口腔医疗市场不同托槽对比.....	- 10 -
图表 18: 爱齐科技（隐适美）近三年中国区收入（万元）	- 10 -
图表 19: 未来十年正畸市场规模测算.....	- 11 -
图表 20: 口腔医疗行业不同业态对比.....	- 11 -
图表 21: 2011-2018 年口腔医院诊疗人次.....	- 12 -
图表 22: 2013-2018 年毛利增速前五的专科医院	- 12 -

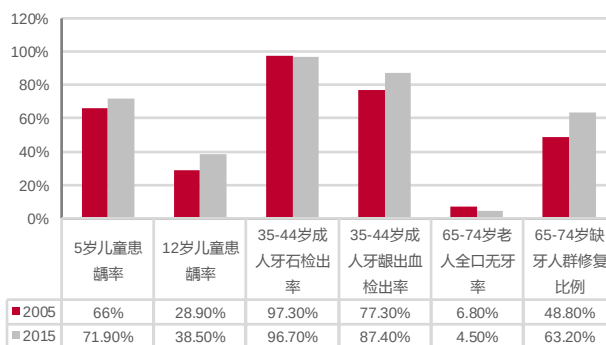
图表 23: 2018 年口腔医疗服务市场规模测算	- 12 -
图表 24: 未来十年口腔医疗市场规模测算	- 12 -
图表 25: 2013-2019 年 Q3 通策医疗营业收入 (百万)	- 13 -
图表 26: 2013-2019 年 Q3 通策医疗净利润 (百万)	- 13 -
图表 27: 国内主要口腔连锁对比	- 14 -
图表 28: 通策医疗扩张路径	- 14 -
图表 29: 通策医疗 2013-2018 年三费占比 (万)	- 15 -
图表 30: 通策医疗与爱尔眼科、美年健康三费对比	- 15 -
图表 31: 诸暨口腔医院成立以来盈利情况	- 16 -
图表 32: 部分其他合伙人制分院营收增长情况	- 16 -
图表 33: 公司浙江省医疗服务收入构成	- 16 -
图表 34: 公司浙江省门诊人次构成	- 16 -
图表 35: 杭州口腔医院历年收入利润增长情况 (百万)	- 17 -
图表 36: 宁波口腔医院历年收入利润增长情况 (百万)	- 17 -
图表 37: 杭口旗下主要分院 2015-2019H1 收入情况 (百万)	- 18 -
图表 38: 杭口旗下主要分院净利润率变化情况	- 18 -
图表 39: 通策医疗主要产品收入结构 (万)	- 18 -
图表 40: 通策医疗经营效率提升明显	- 18 -
图表 41: 提升牙椅产值的具体措施	- 19 -
图表 42: 口腔数字化主要技术及应用领域	- 19 -
图表 43: 公司蒲公英计划的规划示意图	- 20 -
图表 44: 蒲公英计划目标县市的人口、经济情况	- 20 -
图表 45: 蒲公英分院单店收入和毛利预测 (万)	- 21 -
图表 46: 蒲公英计划分院收支情况预测	- 21 -
图表 47: 存济口腔医院股权结构	- 22 -
图表 48: 武汉和重庆存济口腔医院规模	- 22 -
图表 49: 全国眼科疾病门诊及住院患者数量 (百万人)	- 23 -
图表 50: 中国眼科服务市场规模 (十亿)	- 23 -
图表 51: 浙江广济眼科医院情况	- 23 -
图表 52: 辅助生殖技术对比	- 24 -
图表 53: 通策医疗财务模型预测	- 27 -

供需缺口叠加消费升级，民营口腔方兴未艾

供需缺口大，民营口腔乘势而上

- 口腔医疗市场需求旺盛，牙科疾病发病率呈上升趋势，而就诊率偏低。根据卫计委发布的第四次全国口腔健康流行病学调查，儿童（5 岁以下）、中老年人（35 岁到 74 岁）患龋率非常高，尤其老年人（65 岁到 74 岁）患龋率高达 98.4%。与之相对的，儿童患龋治疗率只有 2.8%，老年人组患龋治疗率仅为 1.9%。牙周病的发病率也在攀升，35 岁至 44 岁居民中，口腔内牙石检出率为 96.7%，牙龈出血检出率为 87.4%，与十年前相比上升了 10.1%。老年人留存牙数为 22.5 颗，全口无牙的比例为 4.5%。与此同时，有缺牙的 65 岁至 74 岁老年人中修复的比例为 63.2%，比十年前上升了近 15%，但仍然有将近一半的老年人未能及时修复牙齿。

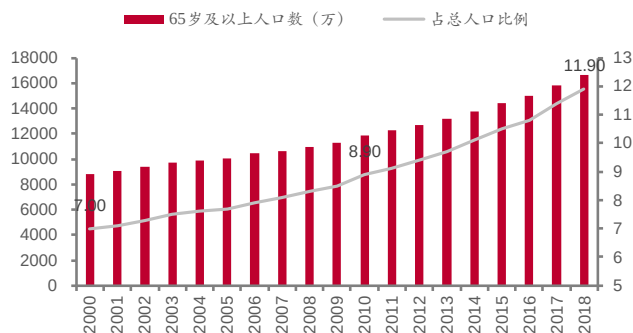
图表 1：2005-2015 年 10 年间牙科疾病发病率对比



来源：《第四次全国口腔健康流行病学调查》，中泰证券研究所

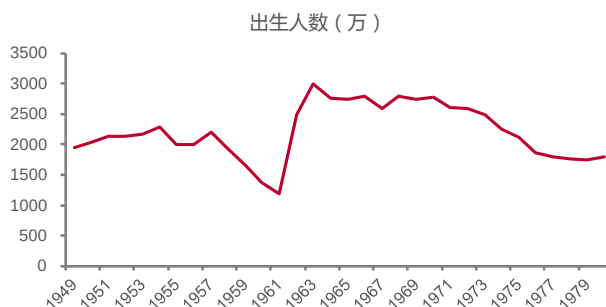
- 老龄化奠定了口腔服务市场庞大的人群基础。Straumann 的研究结果显示，随着年龄的增长，牙齿缺失率上升速度加快，18-24 岁年龄阶段的缺失率为 20%左右，35-44 岁为 35%，而 55-64 岁则攀升至 65%-70%。日益上升的老龄人口比例为口腔医疗市场提供了庞大的人群基础，至 2018 年，65 岁及以上的人口数已达 1.66 亿，占总人口比例为 11.9%。1962-1972 年我国婴儿潮，年均出生人口约 2719 万，这批人群也将在未来 10-20 年间逐步步入老年人口的行列，大大加快老龄化进程。趋于老龄化的社会人口结构下，牙齿缺失和牙科疾病等发病率大幅上升，将显著推动口腔医疗需求释放。

图表 2：65 岁及以上人口数及其占比



来源：国家统计局，中泰证券研究所

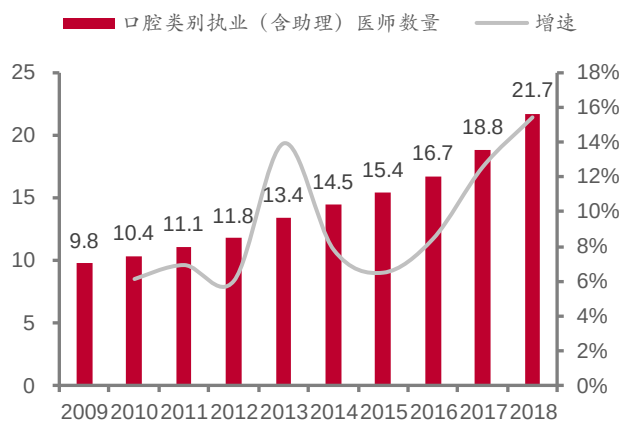
图表 3：1949-1980 年中国出生人数



来源：国家统计局，中泰证券研究所

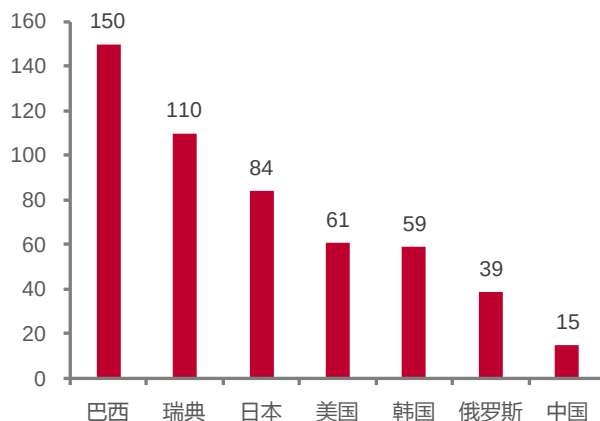
- **牙医数量稳步提升，与需求相比供给仍显不足。**口腔医疗服务目前仍以手工业态为主，因此牙医作为医疗服务的直接提供者，其数量很大程度反映了口腔医疗市场的供给能力。近年来我国口腔类别执业医师数量稳步增长，至2018年已有21.7万人次，相比2017年增长了2.9万人次。据此估算我国每十万人拥有牙医数仅为15.5人，仅为发达国家的15%-25%。与国外发达国家相比，中国口腔市场的牙医配备明显不足。WHO建议的牙医人口比例为1:5000，针对发达国家这一比例上升至1:2000，而目前我国牙医人口比例约为1:7000，远低于其他国家水平和WHO的建议值。

图表4：口腔类别执业（含助理）医师数量（万）



来源：卫生统计年鉴，中泰证券研究所

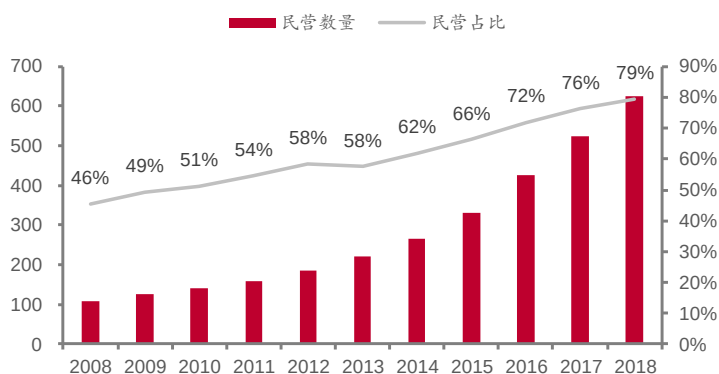
图表5：世界各国每十万人拥有牙医数量



来源：各国官网，中泰证券研究所

- **供需缺口下，民营口腔乘势而上，形成了对公立口腔医疗的有效补充。**随着国家对民营资本广泛参与投资医疗服务的鼓励力度不断加大，口腔领域备受资本青睐，民营口腔发展势头强劲。2003年共有口腔医院196家，其中民营性质的仅37家，所占比重为19%；至2018年，民营口腔医院数量激增至624家，已经占据了口腔医院总数的79%，而公立口腔医院在此期间几乎未有增长。民营口腔逐渐成为口腔医疗市场供给端扩容的主要动力。

图表6：民营口腔医院数量及占比



来源：卫生统计年鉴，中泰证券研究所

- **口腔医疗市场份额向民营转移的趋势已经十分明显。**口腔作为独立性较强的学科，其经营较少依赖大型医疗设备，医生的技能实际起着最关键的作用，民营医疗可以通过引进成熟医生快速提升自身竞争力；另一方面，口腔医疗作为消费属性较强的领域，民营医疗容易提供更多高端医

疗项目和更好的消费体验；参考国外情况，口腔医疗市场份额逐渐向民营转移是大势所趋。回顾近三年口腔医疗市场主要投融资案例，民营口腔备受资本青睐，发展势头强劲。

图表 7：中国口腔医疗市场近 3 年主要投融资

名称	时间	轮次	融资金额（万元）	投资方
美立刻	2019.4	A轮	数千万	中信资本、雅惠投资等
正雅齿科	2019.3	C轮	数亿元	中金启辰、高科新浚等
小白兔口腔	2019.1	——	6000万	定向增发
美维口腔	2018.12	A轮	30000万	达晨创投
三爱口腔医疗	2018.12	天使轮	500万	安徽联合邦达商务咨询
正方形口腔	2018.11	Pre-A轮	千万级	创新工场
领健信息	2018.9	B+轮	千万级	美团点评
马泷齿科	2018.9	D轮	23000万	歌斐资产、绿地金融、源星资本
极橙齿科	2018.7	A+轮	未披露	道彤投资、清新资本、IDG资本
欢乐口腔	2018.6	B轮	45000万	君联资本、泽屹投资、信合资本、清科创投、中信证券
拜博医疗	2018.5	——	206200万	泰康人寿
友睦口腔	2018.2	B轮	6500万	经纬中国、景旭创投
摩尔齿科	2018.1	A轮	亿元及以上	松柏资本、国鑫投资、高瓴资本
友睦口腔	2017.10	A轮	6500万	经纬中国、景旭创投
正雅齿科	2017.9	B轮	5000万	元生资本、辰德资本、东资壹号
瑞尔齿科	2017.8	D轮	9000万	高瓴资本、Hillhouse Capital、高盛集团
美奥口腔	2017.4	A轮	未披露	天亿实业
正雅齿科	2017.3	B轮	5000万	邦信资产、辰德资本、元生创投
马泷齿科	2017.3	C轮	11000万	金浦基金、源星资本、弘晖资本
牙医管家	2017.1	A轮	10000万	平安创投、厚生基金、辰德基金

来源：医趋势、国家卫生健康委国际交流与合作中心，中泰证券研究所

消费升级驱动种植、正畸千亿级市场

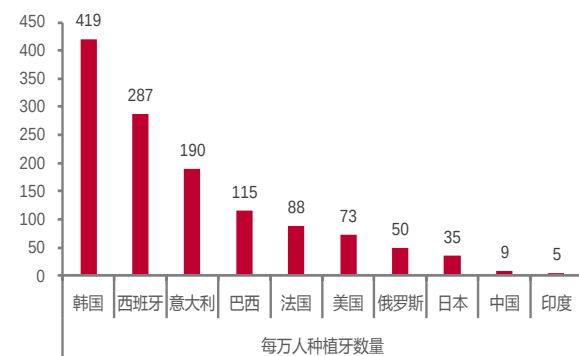
- 口腔医疗服务囊括所有与口腔、牙齿健康与卫生护理相关的医学、美容诊疗程序。按科室划分大致可分为口腔预防科、口腔修复科、牙体牙髓科、口腔正畸科、口腔种植科、口腔颌面外科等。其中牙科治疗纳入医保范围的主要是补牙（基本的材料和治疗费）、根管治疗、拔牙、补牙、牙周治疗及牙龈炎等牙病发生的费用。而涉及牙齿整形美容的如镶牙、洗牙、牙齿矫正、种植牙等项目，普遍不在医保覆盖范围之内，这也决定了种植、正畸等高附加值业务主要的潜在客户群体集中在中高端消费群体。

图表 8：部分口腔诊疗项目价格比较

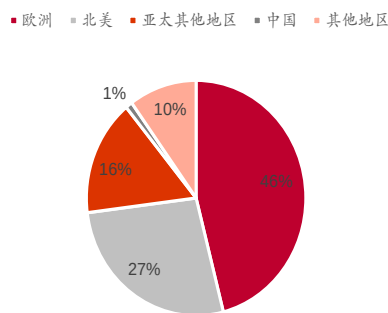
大类	具体项目	计价单位	价格
外科	拔牙	颗	20-400
牙周	洗牙	次	150元/全口
修复	普通补牙	颗	200-400元/牙
	镶牙	颗	1500-6000元/牙
牙体	根管治疗龋齿	颗	400-1800元/牙
	活动假牙	颗	300-1000
	全口义牙	副	600-4000
种植	种植牙	颗	15000元/牙
正畸	矫正牙齿	疗程	20000元/疗程

来源：好大夫在线，中泰证券研究所

- **全球种植牙市场达 4500 亿美元，我国渗透率仍较低。**种植牙是口腔医疗市场中发展最快的类别，取代烤瓷牙（固定假牙）、活动义齿等针对缺牙的修复方式，具有不影响临牙、美观、功能性强等显著治疗优势。Straumann 年报显示 2018 年全球种植牙市场规模约为 4500 亿，其中北美和欧洲各占 36% 左右，亚洲占据 20% 的市场份额。其中中国约占全亚洲份额的 3%，占全球不到 1% 的份额。从种植牙渗透率来看，大部分发达国家都已经达到了每万人 90 颗以上的平均植入率，韩国更是达到了每万人 400 颗以上的植入率，而我国目前仅为每万人 9 颗，可待挖掘的种植牙市场潜力大。

图表 9：主要国家种植牙渗透率（每万人种植牙颗数）


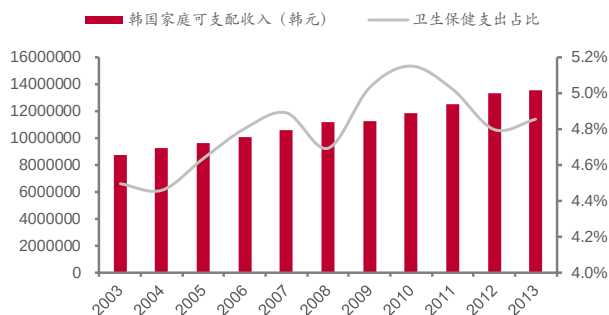
来源：Straumann，中泰证券研究所

图表 10：全球种植牙市场份额分布


来源：Straumann，中泰证券研究所

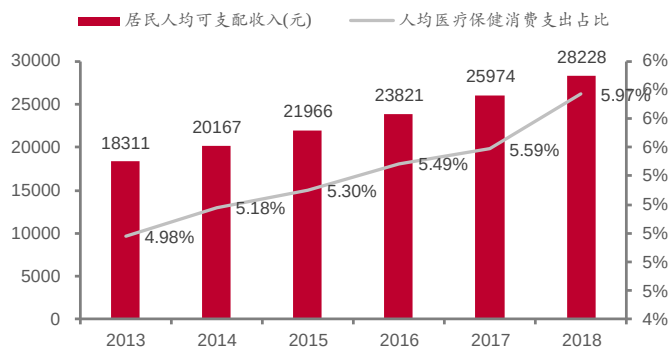
- **对比韩国种植牙市场的崛起，中国已经具备了爆发增长的关键条件。**韩国种植牙市场经历了本世纪初近 10 年的高速增长，种植牙市场规模从 2003 年的 3300 万美元，成长到 2008 年的近 2 亿美元，复合增长率达 42%，究其原因可以总结为三点：国民收入的提升、种植体价格的下调、以及种植牙医数的增长。我国正在经历同样的改变，处于种植牙市场爆发增长的前夕。
 - 1) **国民收入的提升。**韩国央行数据显示，韩国国民收入水平在本世纪初有着较快的增长，家庭可支配收入从 2003 年的 873 万韩元上升至 2013 年的 1353 万韩元，若按家庭人均 3 人算，则 2003 年的人均可支配收入约为 1.8 万元人民币，我国在 2013 年就达到了这一水平。韩国家庭卫生保健支出占比保持在 4.5%-5% 之间，收入增长使得国民用于卫生保健的消费随之提高。目前我国人均可支配收入达到 2.8 万元，卫生保健支出占比将近 6%，不管是收入水平还是健康意识都优于当时的韩国。国民收入水平的提升为种植牙市场的拓展奠定了支付基础。

图表 11: 韩国家庭可支配收入与卫生保健占比



来源: 韩国央行, 中泰证券研究所

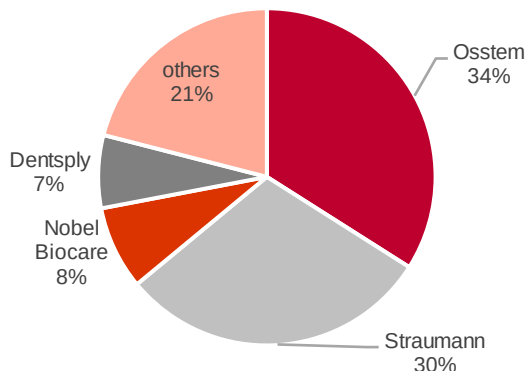
图表 12: 中国居民人均可支配收入与医疗保健占比



来源: 国家统计局, 中泰证券研究所

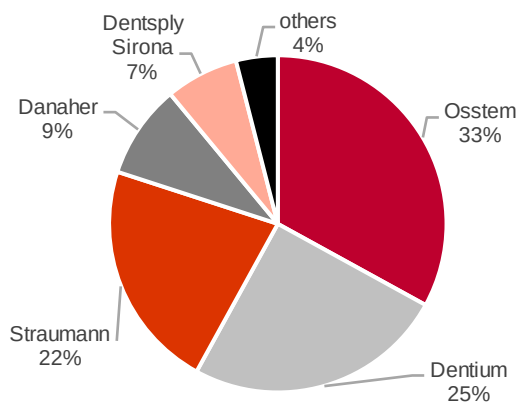
2) 种植体价格的下调。2000 年之前, 韩国种植牙市场被 Straumann 和 Nobel Biocare 等外资品牌垄断, 而后本土品牌 Osstem 异军突起, 采取低价策略快速抢占市场, 长期占据韩国种植牙市场 50%-60% 的份额。韩国种植体价格在激烈的价格竞争下, 下降到低于 2000 元人民币/颗。种植体价格的下调使得种植牙迅速平民化, 2003~2008 年期间, 种植量从 9 万颗增长到 80 万颗。中国也正在经历种植体低价化的过程。2013 年 Osstem 和 Straumann 分别占我国种植牙市场 34%、30% 的市场份额, 到 2018 年, Straumann 的市占率下滑至 22%, 两大韩国种植体品牌 Osstem 和 Dentium 合计市占率达到 58%, 而韩国品牌种植体的价格仅为 Straumann 等高端品牌的 50%。原本一二线城市是种植牙市场的消费主力, 产品低价化的趋势使得三四线城市也具备消费能力。

图表 13: 2013 年中国种植牙市场份额分布



来源: Osstem, 中泰证券研究所

图表 14: 2018 年中国种植牙市场份额分布

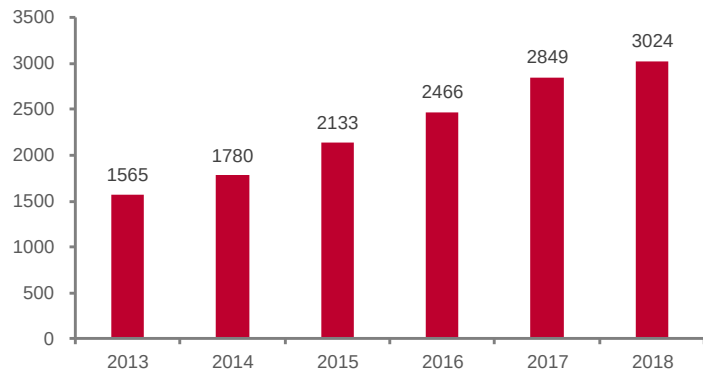


来源: Osstem, 中泰证券研究所 (注: Danaher 2014 年收购了 Nobel Biocare)

3) 种植牙医数量增长。2000 年, 韩国 15000 名牙医中仅 300 名 (占 2%) 拥有种植牙执照, 到 2012 年这一比例已经超过 80%, 全国共有 15000 名牙医可以进行种植牙手术, 这其中有 8000 名为 Osstem 所培训。Osstem 也将提供种植牙医培训的附加服务带到了所重视的中国市场, 迄今为止共为 1.9 万名中国牙医接受了 Osstem 的 AIC 培训。我国并没有官方颁发的植牙资质认证 (植牙的医疗机构需要

牌照), 医生仅需接受种植牙相关专业培训。随着种植牙市场的发展, 将会带动越来越多的牙医学习植牙技术, 这又将推动种植市场的扩容。我们认为未来中国种植牙医的数量将以较快的速度增长, 种植牙服务的可及性将得到大幅提升。

图表 15: 每年接受 Osstem AIC 培训的中国牙医数量



来源: Osstem, 中泰证券研究所

- 若以年龄划分, 则 65 岁及以上人口为种植牙市场消费主力, 以此为基础对我国未来十年种植牙市场规模进行测算: 1) 考虑到我国老龄化进程加快, 假设每年新增 65 岁及以上人口 1500 万人; 2) 考虑到卫生健康习惯的改善, 假设人均缺牙颗数略有下降; 3) 预计种植牙渗透率提升至每万人 50 颗; 4) 假设客单价从当前的 12000/人逐年下降至 8000 元/人, 据此估算出 2028 年我国种植牙市场可达 1076 亿元, 是当前市场规模的 3 倍左右, 种植牙市场成长空间广阔。

图表 16: 未来十年种植牙市场规模测算

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
65 岁及以上人口数量 (百万)	181.5	196.5	211.5	226.5	241.5	256.5	271.5	286.5	301.5	316.5
人均缺牙颗数	9	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5
种植牙渗透率	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%
种植牙数量(万颗)	327	334	539	578	616	872	923	974	1281	1345
客单价 (元)	12000	12000	10000	10000	10000	9000	9000	9000	8000	8000
市场规模(亿)	392	401	539	578	616	785	831	877	1025	1076

来源: 国家统计局, 中泰证券研究所

- 正畸是指针对错颌畸形的治疗, 错颌畸形不仅影响容貌, 也可能诱发龋齿、牙周病、咀嚼肌痉挛、颞颌关节功能紊乱等疾病, 严重者还会影响患者的发音, 降低咀嚼效率, 引发消化不良及肠胃疾病等。根据中国正畸市场消费蓝皮书的调研数据, 目前我国实际需要矫正的错颌畸形患病率达到 72%, 仅有 9% 的人群达到了理想正常状态。错颌畸形患者人群基数大、年龄层分布广, 但其中接受正规治疗的仅为 15.4%, 青少年的治疗率略高, 大约在 20%-30%, 与美国青少年 70% 的正畸治疗率相比仍然较低。美学意识扩张正引导着消费者选择相对弹性的牙科医疗服务, 正畸治疗率也将随之显著提升。
- 托槽是正畸治疗的主要费用端, 根据美观和舒适度的不同, 可供选择的有金属托槽、陶瓷托槽、金属/陶瓷自锁托槽、隐形矫治以及舌侧隐形矫治, 价格也依次提高, 从 2 万元到 8 万元不等。依据病例的复杂程度, 手术费用也有所不同, 复杂病例的全部诊疗费用相加则可能达到 2.5 万

-10 万元不等。

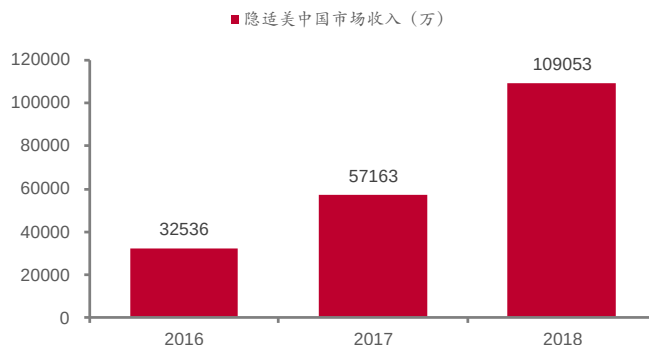
图表 17：口腔医疗市场不同托槽对比

	价格	观感	卫生	触感
金属托槽矫治	20000元左右	牙齿清晰可见钢丝托槽	托槽和弓丝上残留碎渣，易滋生细菌	牙套中弓丝和托槽会刺激口腔，造成异物感
陶瓷托槽矫治	22000元左右	托槽半透明，隐蔽性较好	托槽和弓丝上残留碎渣，易滋生细菌	牙套中弓丝和托槽会刺激口腔，造成口腔磨损
金属/陶瓷自锁托槽	23000-33000元	无需结扎，牙齿移动较快，舒适度较高	托槽和弓丝上残留碎渣，易滋生细菌	牙套中弓丝和托槽会刺激口腔，造成口腔磨损
隐形矫治	35000-45000元	矫治器透明，难以觉察，患者自行摘戴	可自行穿戴，易于清洁	没有托槽和弓丝，不适感轻微
舌侧隐形矫治	55000-80000元	固定矫治器在舌侧，外观无痕	托槽和弓丝上残留碎渣，易滋生细菌	牙套中弓丝和托槽会刺激口腔，造成异物感

来源：中国正畸市场消费蓝皮书，中泰证券研究所

- **隐形正畸成为正畸市场新的增长点。**目前隐形正畸市场规模约 15 亿元左右，爱齐科技（隐适美）和时代天使两大隐形矫正器品牌，合计占据 80%以上的市场份额。中国已经成为隐适美的全球第三大市场，仅次于美国和荷兰。预计未来几年隐形正畸将继续以较快速度发展，带动正畸市场平均诊疗费用的不断提高。

图表 18：爱齐科技（隐适美）近三年中国区收入（万元）



来源：ALGN 年报，中泰证券研究所

- **渗透率提升，正畸矫治呈现成人化趋势。**汉瑞详（HenrySchein）的统计数据显示，我国 2014 年及 2015 年正畸病例量分别为 145 万例和 163 万例，增长幅度为 12.4%。若保持此增速，2018 年接受正畸矫治的人数为 229 万例左右。《2018 年中国正畸市场消费蓝皮书》显示 2017 年中国正畸病例量超过 206 万例，若以 12%的增速计算，2018 年正畸病例量约为 230 万例，两者大致相当。据毕马威调研统计，目前正畸矫治的年龄逐渐成人化，中国成年人的正畸治疗率已经从十年期的 10%-20% 上升至 30%，在江浙和北上广等部分经济发达地区，成人正畸率甚至可达 40%-50%。
- 正畸市场的消费主力集中在 9-14 岁和 15-35 岁这两个年龄段，前者是乳齿换恒牙后的生长高峰期，被认为是正畸矫治的最佳时期，因此也是正畸渗透率最高的年龄段；后者是正畸市场正在崛起的新兴力量，在正畸矫治人群中占比不断提升，且倾向于选择相对弹性、客单价更高的正畸服务。以此为基础对我国未来十年种植牙市场规模进行测算，假设 9-14 岁青少年正畸渗透率从 3%提高至 6%，15-35 岁的正畸渗透率从 0.2%提高至 0.6%，人均诊疗费用从 12000 元/人提升至 13500 元/人。随着

正畸渗透率和客单价的提升,2028 年我国正畸市场规模有望达 1006 亿,与目前相比至少有 2-3 倍的成长空间。

图表 19: 未来十年正畸市场规模测算

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
9-14 岁	96.06	95.06	94.06	93.06	92.06	91.06	90.06	89.06	88.06	87.06	86.06
正畸渗透率	3.00%	3.00%	3.00%	4.00%	4.00%	4.00%	5.00%	5.00%	5.00%	6.00%	6.00%
15-35 岁	433.8	428.8	423.8	418.8	413.8	408.8	403.8	398.8	393.8	387.8	381.8
正畸渗透率	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%	0.60%	0.60%	0.60%
正畸矫治人数 (万)	262	371	367	456	534	528	612	605	677	755	745
人均诊疗费用	12000	12000	12000	12500	12500	12500	13000	13000	13000	13500	13500
市场规模 (亿)	315	445	440	570	667	660	795	786	880	1019	1006

来源: 国家统计局, 中泰证券研究所 (假设错颌畸形率为 70%)

行业空间广阔, 专科医院大有可为

- 内在属性决定了行业格局分散, 专科医院迎来发展良机。口腔医疗市场当前以综合性医院口腔科、口腔专科医院、口腔医疗诊所三种业态为主, 其中口腔诊所占据了总数的 90% 以上, 整体格局较为分散。由于口腔医疗行业进入门槛较低, 一家 5 张牙椅的小型口腔诊所初始投入资本金为 100 万元左右, 大多数牙医都可以承受, 因此稍有个人影响力的牙医都有动力和能力实现个人执业, 是造成口腔行业诊所林立的主要原因。但口腔诊所受制于规模和医生服务能力, 其盈利天花板也相对较低。一方面是因为高水准的口腔专家医生关注平台和学术地位, 小规模诊所不易聘请资历深技术好的口腔专家; 另一方面由于医生数量少及个人能力的局限, 中小型诊所难以解决疑难病症, 无法全方位满足客户需求尤其是高层次客户的需求。综合性医院口腔科目前仍是公立占据主导, 通常具有较强的区域性品牌影响力, 长期处于超负荷运转状态, 因而在消费体验上有所欠缺。同时兼具了医技和服务优势的口腔专科医院大有可为。

图表 20: 口腔医疗行业不同业态对比

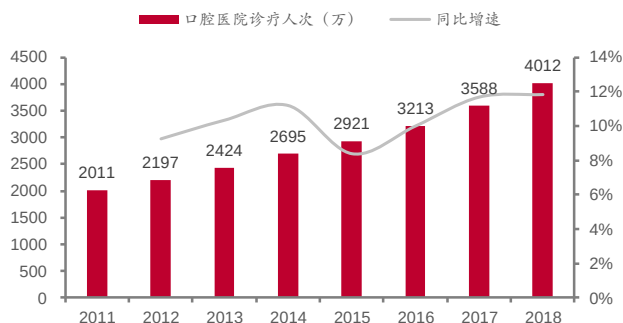
	综合性医院口腔科	口腔专科医院	口腔医疗诊所	
			口腔诊所连锁	个体口腔诊所
分布	二级及以上的综合医院均有配置	主要分布在一二线城市, 部分经济发达的三线城市	主要分布在一二线城市	广泛分布在各城镇生活区
医疗设备及医技水平	设备齐全, 略逊于专科医院; 医技水平高	规模大、设备精良; 医技水平高	设备精良, 服务体验好; 医技水平普通	规模小, 设备简易; 医技水平较低
服务范围	一般口腔疾病的诊治	各种口腔疾病、疑难杂症诊疗, 也包括种植正畸等	主要特色为种植、正畸、修复等	较为低端的“拔、镶、补”
特点	口腔医疗服务的主要提供者	市场化程度提高, 口碑良好	市场化程度高、扩张速度快	数量众多, 主要服务中低端市场
存在问题	受体制约束, 缺乏足够的激励和市场敏感性	体量成熟的医院稀缺, 扩张进程缓慢	异地品牌认可度低、客流量不稳定	服务半径受限, 收入天花板较低

来源: 公开资料, 中泰证券研究所

- 口腔专科医院近年来发展态势良好, 2018 年诊疗人次已达 4012 万人, 2011 年至今复合增速超 10%。横向对比不同专科, 口腔专科医院盈利能力也较为突出, 毛利规模体量位居所有专科医院第四, 仅次于神经病、肿瘤、和眼科。过去 5 年毛利复合增长率为 18%, 增速较快, 也因此备

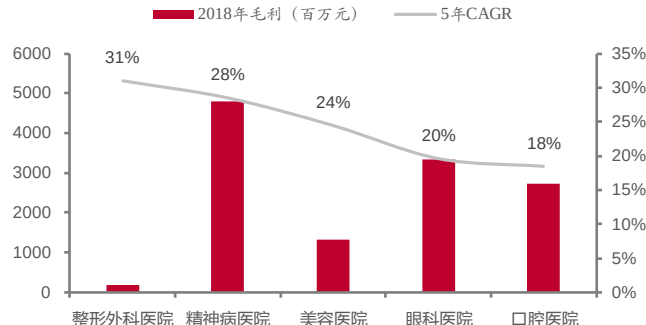
受资本青睐。基于口腔专科医院目前在口腔医疗行业中规模份额仍然较小，且发展态势良好，我们认为未来十年口腔专科医院市场将以快于整体的增速发展。

图表 21：2011-2018 年口腔医院诊疗人次



来源：卫生统计年鉴，中泰证券研究所

图表 22：2013-2018 年毛利增速前五的专科医院



来源：卫生统计年鉴，中泰证券研究所

- 基于综合性医院口腔科、口腔专科医院、口腔医疗诊所三种不同业态服务能力的差异，我们对 2018 年度口腔医疗服务整体市场规模进行了测算。2018 年我国共有口腔专科医院 786 家（其中 624 家为民营），年诊疗人次为 4012 万人，实现业务收入 215 亿元，则口腔专科医院客单价约为 540 元/人。2018 年医院端口腔科总诊疗人次约为 1.3 亿人，去除专科医院，综合医院口腔科的年诊疗人次约为 9000 万人。此外，仍有大量民营口腔医疗诊所未被统计，粗略估计口腔诊所约有 7.5 万家。其余关键假设如下：1) 综合医院口腔科服务能力略弱于口腔专科医院，假设其客单价为 480 元/人；2) 假设口腔诊所日均诊疗人次为 6 人，则年诊疗人次总数约为 1.6 亿人；3) 由于口腔诊所服务能力有限，很多高附加值项目无法开展，因而假设其客单价为 300 元/人。基于以上假设，测算出 2018 年口腔医疗服务市场规模为 1135 亿元左右。《2018 年口腔行业白皮书》中给出的市场规模在 1035 至 1215 亿元，与我们的测算大致相当。

图表 23：2018 年口腔医疗服务市场规模测算

	综合性医院口腔科	口腔专科医院	口腔医疗诊所
机构数量	6076	786	75000
日均诊疗人次	40	140	6
年诊疗人次 (万)	8871	4016	16425
客单价 (元/人)	480	540	300
市场规模 (亿)	426	217	493
合计	1135 亿元		

来源：卫生统计年鉴，中泰证券研究所

- 我们对未来十年口腔医疗市场规模进行了测算，从综合性医院口腔科、口腔专科医院以及口腔医疗诊所三种业态的发展机遇来看，假设综合性医院口腔科和口腔医疗诊所市场规模以 5%-6% 的速度增长；口腔专科医院目前市场规模较小且发展势头强劲，假设以 20%-25% 的速度增长。以十年为周期看口腔医疗服务市场，整体规模可达 3000 亿，可以维持 10% 左右的增速。

图表 24：未来十年口腔医疗市场规模测算

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
综合性医院口腔科市场规模	426	447	470	493	518	544	571	599	629	661	694
口腔专科医院市场规模	217	271	339	424	530	636	763	915	1099	1318	1516
口腔医疗诊所市场规模	493	523	554	587	617	647	680	714	749	772	795
合计 (亿元)	1136	1241	1363	1504	1664	1827	2013	2229	2477	2751	3005
整体增速		9.3%	9.8%	10.4%	10.6%	9.8%	10.2%	10.7%	11.2%	11.0%	9.2%

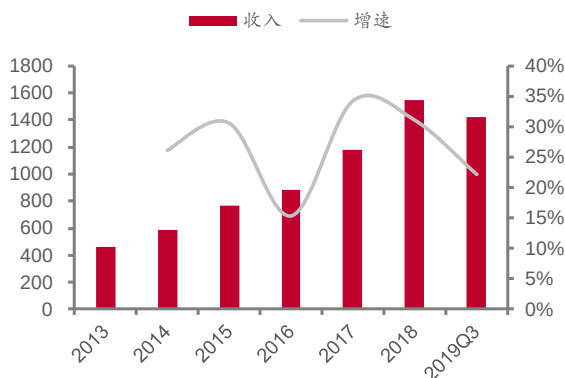
来源：卫生统计年鉴，中泰证券研究所

聚焦口腔主业，通策步入成长新周期

品牌和人才两大核心竞争力，直击口腔医疗痛点

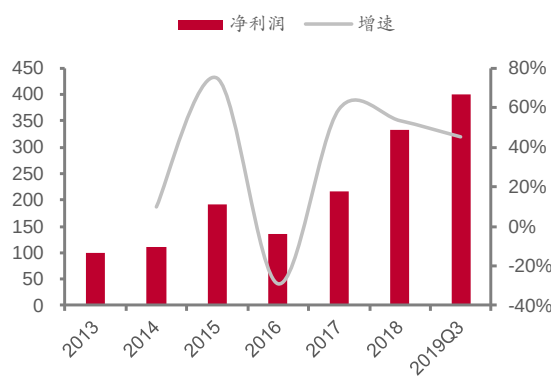
- 通策医疗是国内首家国内以口腔医疗连锁经营为主要经营模式的上市公司，以杭州口腔医院为核心和起点，采用区域总院+分院的扩张模式，以总院带动分院。到 2018 年底，公司已在全国经营约 30 家牙科医院和诊所，其中浙江省内 20 余家；共计开设牙椅 1472 台，其中省内设置 1100 余台。2019 年前三季度实现营业收入 14.21 亿，同比增长 22.11%；实现归母净利润 4 亿，同比增长 45.13%；销售净利率高达 31.4%。从收入利润规模来看，公司已经是当之无愧的民营口腔医疗龙头。

图表 25：2013-2019 年 Q3 通策医疗营业收入（百万）



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 26：2013-2019 年 Q3 通策医疗净利润（百万）



来源：公司公告，中泰证券研究所

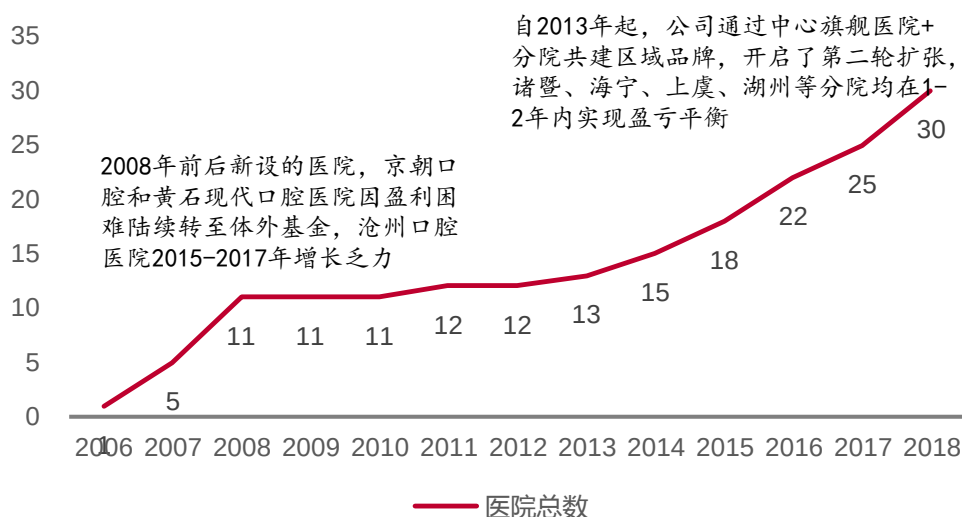
- 我国口腔医疗市场呈现公立医疗占据主导、个体诊所林立特征，民营口腔连锁通常通过布局中高端诊所和前期投入大的专科医院进行突围，以形成差异化竞争。而从实际经营数据来看，国内大部分口腔连锁都处于亏损或小幅盈利状态。佳美口腔一度在两年内扩张至百家门店，后因亏损而不断收缩规模；拜博口腔自联想入股后扩张激进，连续两年亏损近 8 亿，于 2018 年缩减 69 张牙椅。一方面是因为口腔医疗市场格局分散，品牌难以跨区域实现影响力，异地扩张难度大、培育期长；另一方面，单纯的复制扩张而缺乏核心医疗人才的资源匹配，实则为企业后续经营管理埋下了隐患。通策在口腔领域的长期深耕中，逐渐形成了品牌和人才两大核心竞争力，直击口腔医疗的痛点，在不断扩张的同时仍然保持较高的盈利水平。

图表 27：国内主要口腔连锁对比

	通策医疗	拜博口腔	瑞尔齿科	佳美口腔	大众口腔	华美牙科	可思口腔	小白兔口腔
成立时间	1995	1993	1998	1993	2007	2011	2011	2011
门店数量	26	200	55	29	27	22	20	16
核心地区	浙江	北上广	北上广	北上广	湖北	四川	山东	陕西
经营场所	居民区+商圈	商圈	商圈	商圈	居民区	居民区	商圈	居民区+商圈
客户定位	中端	中高端	中高端	中高端	中等	中等	中高端	中等
2016年收入（万）	87876	125700	70000	18300	8118	6835	11320	8190
2016年净利润（万）	13616	-79500	5000	3522	1028	-506	-174	961
净利率	15%	-63%	7%	19%	13%	-7%	-2%	12%

来源：各公司官网，中泰证券研究所（注：为增加对比宽度，表格数据时间节点均为 2016 年）

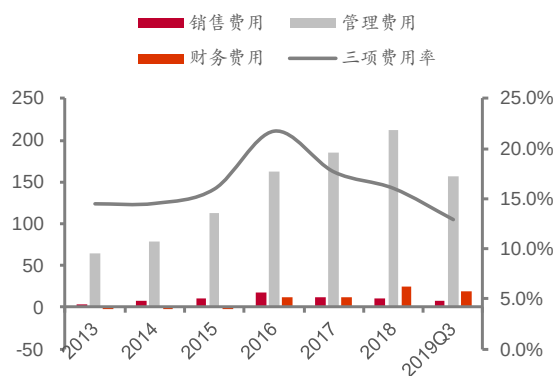
- **区域化中心化是口腔连锁形成品牌力的关键。**2006 年杭口通过改制并表进入通策，公司于 2007-2008 年开启第一轮扩张。由于当时仍处于品牌培育期，多点开花式的省外扩张并不顺利。京朝口腔和黄石现代口腔医院因盈利困难陆续转至体外基金，沧州口腔医院 2015-2017 年增长乏力，营收维持在 2000 万左右。自 2013 年起，公司通过中心旗舰医院+分院共建区域品牌，开启了第二轮扩张。相继设立的诸暨、海宁、上虞、湖州分院，在杭口总院的品牌辐射下均在 1-2 年内实现盈亏平衡，区域内分院盈利速度提升明显。纵观行业，拜博口腔 213 家门店中有 52 家是口腔医院，诊所 161 家，医院和诊所的比例约为 1:3；发起于陕西的口腔连锁新秀小白兔口腔也提出了“1+N”的发展模式，无论是行业老玩家还是新竞争者都意识到了中心化是口腔连锁扩张的必然趋势，也是形成品牌影响力的关键所在。

图表 28：通策医疗扩张路径


来源：公司公告，中泰证券研究所

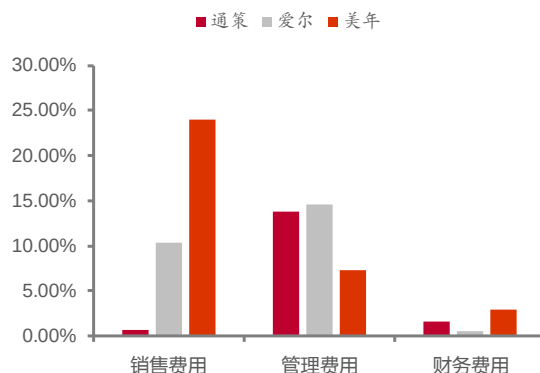
- **区域总院+分院的模式塑造了强大的品牌影响力，口碑代替营销有效减少了销售费用的支出。**得益于公司在杭州乃至浙江地区多年深耕带来的品牌影响力，公司经营规模的增长几乎不依靠广告和市场行为拉动，2018 年公司的销售费用率仅为 0.99%，远低于同类医疗服务企业以及国内其他连锁口腔医院。

图表 29：通策医疗 2013-2018 年三费占比（万）



来源：wind，中泰证券研究所

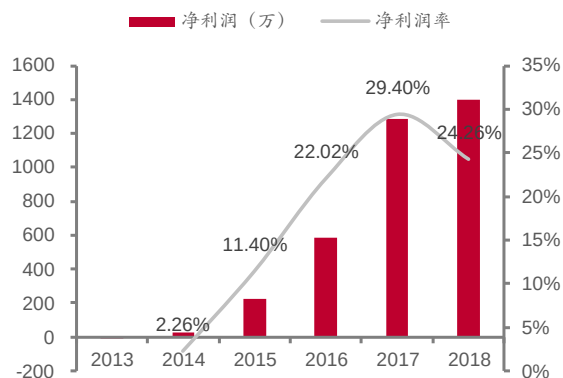
图表 30：通策医疗与爱尔眼科、美年健康三费对比



来源：wind，中泰证券研究所

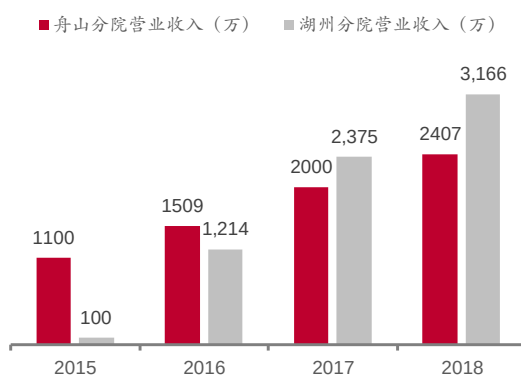
- 对比同为上市的医疗服务企业爱尔眼科和美年健康，口腔行业连锁扩张的限制性在于其可复制较弱，对于核心医生资源的依赖度很高。口腔医院的品牌力塑造归根结底是医生对患者的吸引力，公司通过构建学术平台和“合伙制”实现了对医生人才的吸引和绑定，牢牢把握口腔医疗行业的核心资源。
- 构建学术平台，培育吸引优秀牙医共成长。一方面，公司积极与高等院校开展合作，通过与国科大存济医学院、杭州医学院合作办学，建立起人才储备机制，医教研一体化的培养机制将为旗下的口腔医院输送新鲜血液。2019 年 6 月，杭州医学院口腔医学专业，面向全国招收 60 名本科生、60 名专科生，五年制本科及三年制专科均已录取完毕，有望为公司储备一定数量的牙科医生。另一方面，医生在公司旗下口腔医院享有同公立医院对等的评级和聘用机会，职业晋升通道清晰，有助于医生实现自我增值。另外，我国有教学职称，主要分为（助）讲师、副教、教授，需要在医科大学医院或与医科大学具有教学合作关系的医院才能拥有。通策旗下医院挂牌为浙江中医药大学附属、中国科学院大学附属、杭州医学院附属，享有教学职称评级。拥有获得“教授”评级资格打通了医生的职业晋升通道，实现了医生的学术追求，从而极大地提高了医生粘性。
- 启动“合伙制”，充分激励核心骨干。2013 年通策的全资子公司通胜医疗与 42 名员工共同设立杭州赢湖创造、杭州赢湖共享，参与对分院的投资。诸暨口腔医院是首家由赢湖创造、赢湖共享参与设立的医院，设立一年之内即实现盈亏平衡，成立以来净利率提升迅速，2018 年净利率达 24.3%。此外公司在新建口腔医院时向老院的核心管理团队和技术人员开放投资认购，激发了核心骨干的能动性，如宁口部分核心员工出资 20% 参股舟山分院，城西部分核心员工出资 20% 参股湖州分院，实现了对核心医疗人才的绑定和区域医疗资源的共享，极大提高了分院的盈利增速。

图表 31: 诸暨口腔医院成立以来盈利情况



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 32: 部分其他合伙人制分院营收增长情况

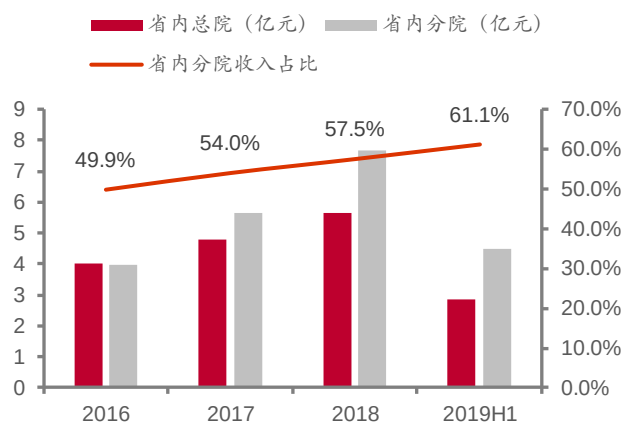


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

体内增长进入良性循环, 多重举措提效率

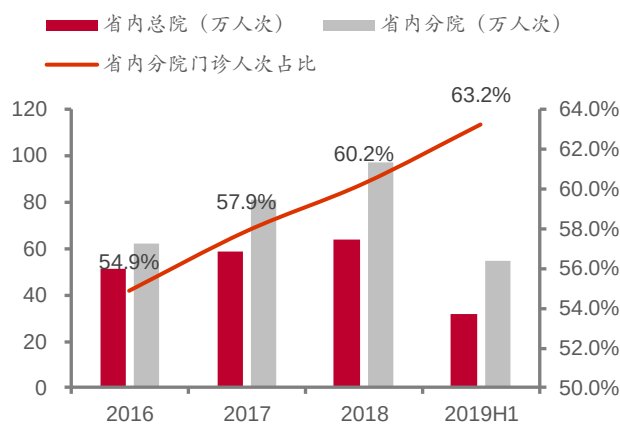
- 公司区域总院+分院的模式已经逐渐成熟, 总院收入稳步增长的同时, 分院在总院的扶持下快速成长。2017 年省内分院收入合计 5.64 亿元, 收入规模首次超越杭口总院, 2019 年 H1 占比进一步超 60%; 省内分院门诊人次在总院的导流下也有了较快增长, 近三年复合增速为 25%, 2019 年 H1 占省内总诊疗人次比例为 63.2%。这意味通策“区域总院+分院”的发展模式已经步入收获期, 体内增长进入良性循环, 目前的高增长具备可持续性。

图表 33: 公司浙江省医疗服务收入构成



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 34: 公司浙江省门诊人次构成



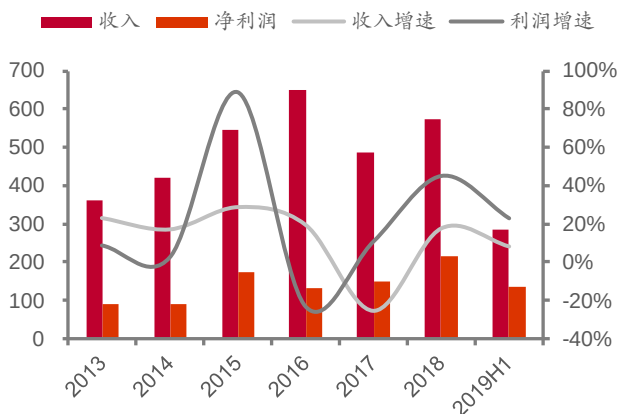
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 杭口、城西、宁口三足鼎立, 成熟期利润加速释放。杭口、城西、宁口是公司体内规模前三的三家医院, 也是公司收入和利润的主要贡献者, 合计贡献公司 62.4% 的收入, 净利润贡献达 85.6%。作为中心旗舰医院, 杭口、城西和宁口目前均已进入成熟阶段, 呈现出净利润增速大幅高于收入的盈利特征, 2018 年杭口收入增速 17.8%、净利润增速达 45.2%; 宁口收入增速 16.3%、净利润增速达 40.5%, 且有进一步扩大的趋势; 而城西收入增速 31.3%、净利润增速高达 77.7%。目前城西和宁口都面临超负荷运转的问题, 即将置换到占地更广、设备更精良的新院。预计

置换新址之后，城西和宁口的体量将更进一步，焕发新活力。

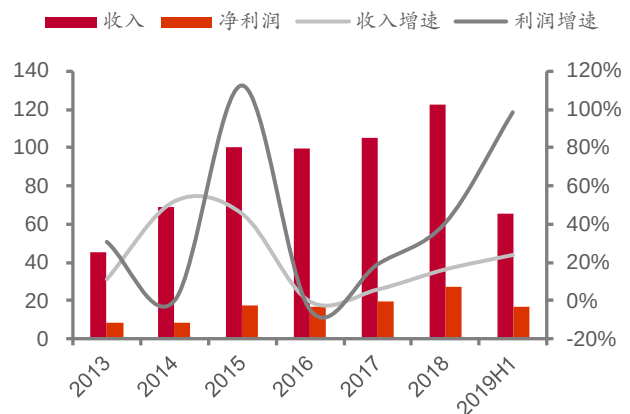
- 1) **杭州口腔医院**：自 2014 年搬入高规格新总院后，杭口实现了新一轮业绩增长，2018 年杭口总院实现 5.74 亿营收，实现净利润 2.15 亿，同比增长 45%，扣除投资分红部分净利润率略超 30%，是公司利润的主要贡献者。2017 年杭口表观收入有所下滑的原因是由于统计口径发生变化，杭州城西口腔医院和其他几个分院的收入单独核算不再计入总院。目前杭州口腔医院有超过 15 家分院营业，分布在杭州市、宁波市、金华市、衢州、嘉兴市、绍兴市等，形成了以杭州市区为核心，辐射浙江省北部和中部地区的格局。
- 2) **杭口城西分院**：城西口腔是公司的经营标杆医院，成立于 2010 年，现拥有牙椅数约 140 余张，是公司旗下收入规模第二大的口腔医院。2018 年实现营业收入 2.98 亿元，同比增长 30%，归母净利润约 6700 万元，同比增长 78%。城西口腔以种植、数字化微创美学修复、儿童齿科等高端项目为医疗特色，单牙椅年产值近 200 万。城西口腔医院近年常年处于高负荷运转状态，将城西口腔进一步建设成旗舰医院的项目已经启动。2018 年底公司投资 3.1 亿元（含承担债务）购买杭州捷木股权投资管理有限公司 50% 股权用于公司新的总部及杭州口腔医院城西 VIP 医院总部院区项目，未来杭州口腔医院城西医院将是拥有 350 台牙椅的院区，与平海路 1 号杭州口腔医院形成双总部院区。房产建设将于 2020 年建成，2021 年装修并开业。
- 3) **宁波口腔医院**：宁口成立于 2005 年，2007 年通策收购实现控股，2012 年年底宁波口腔医院搬迁至海曙区黄金地段解放南路，牙椅 90 余张，是宁波地区目前规模最大、设置最齐全的口腔诊疗中心。宁口是公司的第三家主力口腔医院，成立以来发展持续向好，2017 年和 2018 年分别实现净利润 1643 万和 2735 万元，净利润率达 18.58% 和 22.42%，呈现快速提升的态势。由于场地容量限制的原因宁口的收入增长受到制约，公司已经决定建立宁波口腔医院新总部，新总院位于海曙区壹都文化广场，经营面积将从 5700 平方米扩张到 2.5 万平方米，新总院将于 2020 年投入使用，作为通策医疗的第三家大型中心口腔医院，宁口有望迎来第二轮快速成长期。

图表 35：杭州口腔医院历年收入利润增长情况（百万）



来源：公司公告，中泰证券研究所

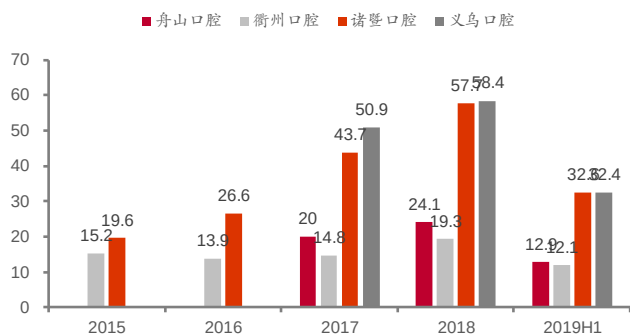
图表 36：宁波口腔医院历年收入利润增长情况（百万）



来源：公司公告，中泰证券研究所

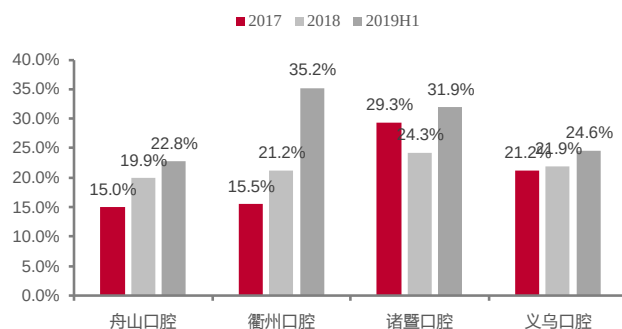
- **总院带动下，分院盈利加速趋势明显。**以杭口集团为例，旗下的舟山、衢州、诸暨、义乌分院在杭口品牌的辐射下都实现了快速增长。2019H1这四家分院的收入增速均高于25%，其中衢州口腔的收入增速更是达到51%，诸暨和义乌2019上半年的收入规模均达到3000万以上。分院盈利加速趋势也十分明显，舟山、衢州、义乌净利润率均有较大幅度提升，诸暨由于从开业初期高附加值业务一直发展良好，净利润率始终维持高位水平。

图表 37：杭口旗下主要分院 2015-2019H1 收入情况（百万）



来源：公司公告，中泰证券研究所

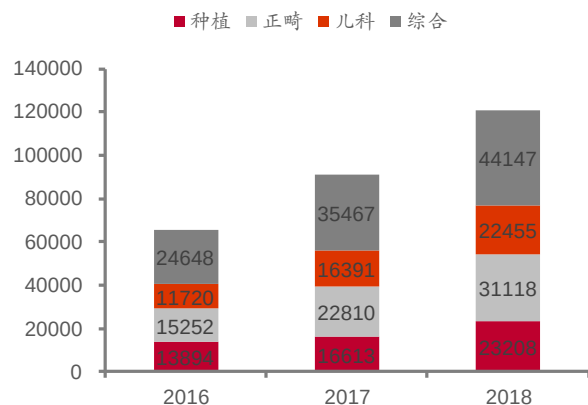
图表 38：杭口旗下主要分院净利润率变化情况



来源：公司公告，中泰证券研究所

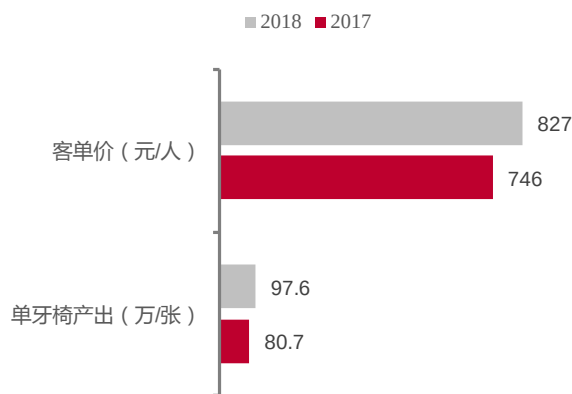
- **多重举措提效率，客单价、单牙椅产出提升明显。**在收入规模不断攀升的同时，公司对经营效率有了更多的追求。2018 年总院客单价为 884 元/人，同比上升 8.7%；分院客单价为 789 元/人，同比上升 13.4%。单张牙椅的产出也得到快速提升，从 2017 年的 80.7 万/张提升至 2018 年的 97.6 万/张，涨幅 21%。由于收入结构优化，高附加值业务增速维持较快速度，总体客单价和单张牙椅产出持续上升。从杭口总院的情况来看，单张牙椅产出可达 140 万/张，目前省内分院为 100 万/张左右，省外分院则更低，仍有很大的提升空间。公司推出了种植倍增计划、建设正畸等特色专科医院、以及推行 CM 团队诊疗模式等多重举措，旨在整体提高公司客单价，从而进一步提升单张牙椅的产值。

图表 39：通策医疗主要产品收入结构（万）



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 40：通策医疗经营效率提升明显



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 41：提升牙椅产值的具体措施

举措	具体实施	推行目的
种植倍增计划	1) 根据市从细分制定不同价格； 2) 根据医生年资决定种植种类； 3) 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； 4) 实行三级医生合伙人体系	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，加速年轻医生的成长
建设特色专科医院	1) 紫金港园区以数字化正畸和儿童口腔专科为主，并作为未来诊室试验基地； 2) 滨江园区作为杭州口腔医院就按的外科分院，打造颌面外科在浙江的领先优势，引进包括ICU在内的先进设备设施	覆盖各个消费层级的牙齿事业，整体提高公司客单价，从而提升单张牙椅产出
推行CM团队诊疗模式	1) 对标美国梅奥诊所，全面围绕客户需求开展工作； 2) 专家在团队接诊模式中主要做诊断、诊疗方案设计并参与部分关键的治疗环节	在杭口城西分院进一步践行梅奥模式，并在体系内其他医院总结推广

来源：公司公告，中泰证券研究所

- **未来数字化推广有望进一步提升服务效率，口腔医疗可复制性提高。**随着数字化技术得到学术界认可，未来口腔医疗服务将更高效、更精准，操作风险也更加可控。目前数字化技术的应用仍处于初步阶段，种植和正畸领域有望率先实现数字化，椅旁一体化、口内扫描、3D 打印等技术已经在临床诊治中有所应用。未来数字化在口腔领域的普及将更多地释放牙医的生产力，口腔医疗的可复制性将得到极大的提高，驱动行业服务效率的质变。

图表 42：口腔数字化主要技术及应用领域

技术	应用领域
VR/AR	虚拟现实和增强现实可以彻底改变口腔医学的教育、培训，甚至远程诊断和治疗
3D 打印	彻底改变耗材、设备制造市场，有可能未来直接完成牙床、牙齿和软组织整体修复
云计算、设计、SaaS	针对个人口腔的大数据，预测、预防、治疗和护理的个人档案和针对性强的方案。完成产业链上的大数据，使得整个产业的演变和发展更加有效
新材料	寻找可以3D打印的新材料，以及和人体协同的可以生长和修复的生物材料
椅旁一体化	将整个解决方案呈现在牙医的身边，使得诊断、治疗能够在椅旁完成，使得牙医能够聚焦分析、判断和治疗
口内扫描	直接扫描患者口腔内部获取三维信息，应用于口腔医学临床诊疗，便于医生进行模型分析、修复体制作、治疗设计的精度需求，省却繁琐的传统步骤，简化临床操作流程

来源：医趋势，中泰证券研究所

蒲公英播撒，品牌影响力持续兑现

- 2018 年公司推出“蒲公英计划”，由上市公司与杭州口腔医院集团联合发起，规划目标 3-5 年在浙江省内建设 100 家分院，实施区域为浙江省内的县（市、区）及重点乡镇。“蒲公英计划”中每家新建口腔医院的牙椅数在 30-50 张，单家医院投资额在 1000 万-2000 万之间，上市公司持股各分院 51%及以上股权，当地医生团队视情况而定最高持股 40%。杭口集团在技术、人才、管理、财务、IT 信息系统上对分院进行支持，

公司通过和当地医生团队合作，保障推进中的人才需求问题。凭借杭口集团在省内出色的品牌影响力，以及在合伙人模式下核心医生积极性的释放，公司预计各分院在 0.5-3 年内能够快速实现盈亏平衡。

图表 43：公司蒲公英计划的规划示意图



来源：公司年报，中泰证券研究所

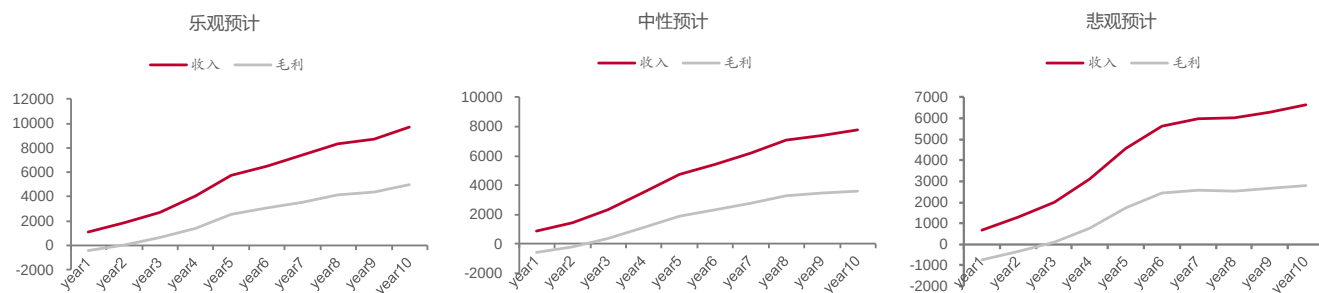
- 蒲公英计划是公司在浙江省内进一步的渠道下沉，瞄准了下级县市未被满足的医疗需求。蒲公英计划省内目标县市共有 64 个，目标地区人口总和达到 5302 万人，占浙江总人口的 92.4%；2018 年 GDP 总产值达到 45297 亿元，占浙江总 GDP 的 80.6%，市场潜在空间较大。

图表 44：蒲公英计划目标县市的人口、经济情况

	GDP (亿元)	人口 (万人)	人口密度 (人/平方公里)	60 岁以上人口比例 (%)
杭州	6726	568	740	22.54
宁波	6400	572	780	25.09
湖州	2719	303	535	25.47
嘉兴	4872	473	1108	26.37
金华	4100	597	532	21.71
丽水	1395	220	139	19.48
衢州	1471	221	254	22.17
绍兴	5417	682	608	25.52
台州	4875	614	704	20.66
温州	6006	935	796	18.33
舟山	1317	117	747	27.81
合计	45297	5302		

来源：浙江省统计年鉴，中泰证券研究所（注：其中杭州、宁波剔除主城区数据）

- 2018 年 12 月 26 日已经完成 10 家新建口腔医院的签约。按照公司计划 2019 年下半年有 10 家蒲公英计划口腔医院开业，到 2020 年预计达到 30 家。假设单家蒲公英分院开设 30 张牙椅，单店的初始投入成本约 1000 万元。我们分别从悲观、中性和乐观的角度对单店经营模型进行了模拟，得出蒲公英分院平均实现盈亏平衡的时间为 1-2.5 年。经过多年的培育和经营，预计蒲公英分院单张牙椅产出可以达到与省内分院相当，为每年 100 万元/张，则全部蒲公英计划的分院有望给公司带来不低于 30 亿的收入贡献。

图表 45：蒲公英分院单店收入和毛利预测（万）


来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 46：蒲公英计划分院收支情况预测

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
当年新开	10	20	25	25	20	0	0
分院总数	10	30	55	80	100	100	100
当年投入资金（万）	10000	20000	25000	25000	20000	0	0
当年实现收入（万）	8775	32319	74791	139636	224972	259843	300118
牙椅数	300	900	1650	2400	3000	3000	3000
单张牙椅产出(万)	29	36	45	58	75	87	100
诊疗人次（万）	17.55	61.56	135.7	241.2	370.2	407.2	447.9
客单价	500	525	551.25	578.8	607.8	638.1	670.0

来源：公司公告，中泰证券研究所

体外培育存济新品牌，多地复制区域医院集团

- 合作国科大打造“存济”品牌，奠定公司长期竞争力。2015 年 5 月，通策集团与中国科学院大学开启战略合作，建立了国科大医学院。背靠国科大存济医学院，通策医疗将对接全国优质医疗资源，为全国扩张奠定基础。依托国科大存济医学院，通策集团计划在北京、武汉、重庆、成都、广州、西安六大重点城市进行布局，打造存济口腔品牌。存济品牌将助力公司在人才培育和品牌建设两个维度进一步筑高壁垒，提升了口腔医院异地复制能力，奠定公司长期竞争力。
- 公司与海骏科技及其全资子公司共同投资设立了诸暨通策口腔医疗投资基金，上市公司作为优先级有限合伙人占股 20%，不参与超额分配，优先确保退出。基金定向投资北京、武汉、重庆、成都、广州、西安六家大型存济口腔医院，承担培育期所有亏损和责任，并取得标的医院的投资权益；在培育期满后公司享有优先收购权。截止目前该基金工商登记下仅涵盖北京、武汉、成都和西安四地。由于六家医院建成后由投资基金实际持有经营，待达到盈利或时机成熟后注入上市公司，有效地平衡了公司的短期利润表现和长期发展空间。

图表 47：存济口腔医院股权结构

	股东	持股比例
武汉存济口腔医院	诸暨通策口腔医疗投资基金	80%
	熊荣华	20%
重庆存济口腔医院	浙江通策口腔医院投资管理集团有限公司（代持）	70%
	重庆宏融资本运营管理集团有限公司	30%
西安存济医学中心有限公司	诸暨通策口腔医疗投资基金	90%
	杭州海骏科技股份有限公司	10%
成都存济口腔医院	诸暨通策口腔医疗投资基金	90%
	杭州海骏科技股份有限公司	10%
北京存济口腔医院	诸暨通策口腔医疗投资基金	48%
	浙江通策口腔医院投资管理集团有限公司（代持）	52%
上海存济医院	上海存济医院投资管理有限公司	100%

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 目前武汉存济口腔医院已经开业一年，重庆存济口腔医院也已开始试营业，北京存济口腔医院建设已经进入尾声阶段。武汉、北京、重庆这三家大型口腔医院均按照三甲专科医院标准建设，平均经营面积 2 万平方米以上，平均牙椅数超 200 张，其建设规模直接对标杭口。不难看出公司在全国范围内计划打造多个杭口的强大决心，如果这六家大型中心医院顺利达到杭口的经营规模，再叠加全国联动形成存济品牌效应，若后续注入上市公司，通策较目前将有较大的营收增长空间。

图表 48：武汉和重庆存济口腔医院规模

	武汉存济口腔医院	重庆存济口腔医院
投资总额	1 亿元	1.5 亿元
医院地址	武汉市江汉区姑嫂树路 10 号-京华国际 A 座	重庆市江北区聚贤岩广场 6 号
医生数量	260+	200+
诊疗科目	牙体牙髓科、修复科、颌面外科、口腔黏膜科、正畸科、儿童口腔科（含三叶儿童）、牙周科、种植科、预防保健科、综合科、影像科等	
建设规模	1.8 万平，250 台牙椅，50 张床位（按三甲标准）	2 万平，500 台牙椅，50 张床位（按三甲标准）

来源：公司公告，中泰证券研究所

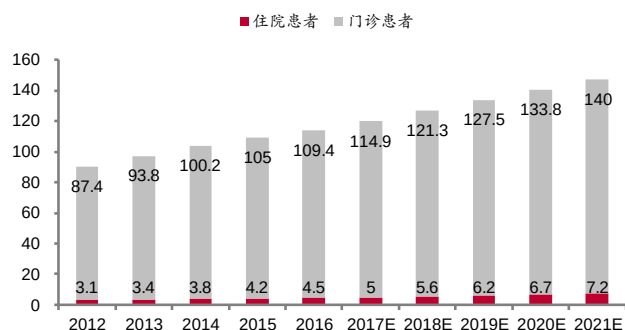
- 中心型大城市的布局将进一步在全国范围内推广“区域总院+分院”的经营模式，譬如重庆、成都存济口腔医院的定位就是通策医疗西南区域中心总院，服务城市主城区，辐射管辖云、贵、陕等西南周边地区。待总院经营逐步进入较理想的状态时，借总院良好的品牌影响力在周边区域发展分院将成为必经之路，以此“区域总院+分院”的模式有望在全国多地复制。

眼科、辅助生殖进一步打开公司成长空间

高起点布局眼科医疗，瞄准新的蓝海市场

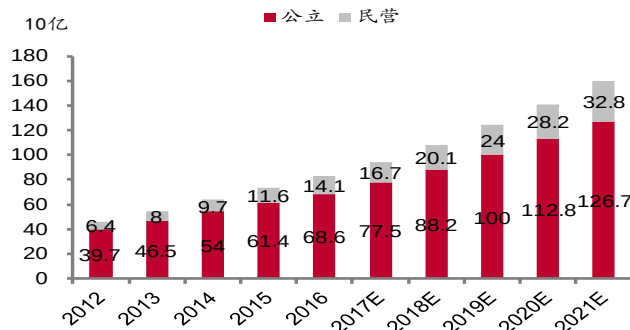
- **眼科医疗市场广阔，民营份额不断提升。**2018 年，眼科疾病门诊患者数量为 1.17 亿人次，近 5 年复合增长率为 4%。人口老龄化趋势加上不断壮大的中产阶级，将进一步催化眼科市场需求。眼科医疗服务市场规模 2012 年至 2016 年年复合增长率为 15.7%，其中民营眼科服务市场规模从 2012 年的 64 亿元增长至 2016 年的 141 亿元，年复合增长率达 21.7%，远高于眼科市场整体水平。民营眼科的收入占比也在不断扩大，2012 年民营眼科收入占比为 13.8%，2016 年其占比已经增加至 17.05%，预计民营医疗机构将于日后在中国眼科服务市场中发挥日益重要的作用。

图表 49：全国眼科疾病门诊及住院患者数量（百万人）



来源：希玛眼科招股说明书，中泰证券研究所

图表 50：中国眼科服务市场规模（十亿）



来源：希玛眼科招股说明书，中泰证券研究所

- **高起点布局眼科医疗，对标省内大型三甲。**公司 2017 年 10 月投资 1 亿元受让控股股东通策控股集团持有的通策眼科医院投资管理公司 20% 股权。眼科医院投资管理公司最重要的资产为民办非企业单位浙江广济眼科医院，总投资 18 亿元，于 2019 年投入使用。广济眼科医院又称浙江大学眼科医院，公司控股股东通策集团与浙江大学、浙医二院合作共建的浙江大学眼科医院，是对浙二眼科中心的扩容扩建，2017 年浙二眼科中心年门诊（含急诊）量突破了 70 万人次，各类手术量 6.9 万例，是一家高水平的三甲眼科专科医院。

图表 51：浙江广济眼科医院情况

浙江广济眼科医院	
类别	眼科医院
经营性质	非盈利性
拟建设规模	面积为 4 万多平方米，地下 3 层，地上建筑 7-8 层，设有学术交流中心，地下 2-3 层为停车库，可容纳约 150 个车位数
设计容量	拟设立床位 200 张，配备人员 500 多人，设计最大门诊量 6000 人次/天
诊疗科目	眼科、麻醉科、医学检验科、医学影像科
投资总额	18 亿元

来源：公司公告，中泰证券研究所

- **浙江大学眼科医院采取新型 PPP 运作模式，是公立医院与社会资本的**

合作结晶，仍将挂牌“浙江大学附属第二医院眼科中心”，并充分依托浙医二院大型综合性医院的学科优势，加强与其他学科的合作。建成后的浙江大学眼科医院，将拥有一支以浙江省特级专家姚克教授为首席专家的眼科精英团队。据浙医二院的官方信息，姚克教授任中华医学会眼科学分会主委兼白内障学组组长，是全国眼科学领军人物。眼科精英团队一共 14 位专家，分别在中华医学会 12 个专科分会中担任学术职务，浙江大学眼科医院也是临床和基础科研水平双高的眼科医院之一。广济眼科医院强劲的专科实力，有望助力公司成为实力强劲的综合医疗服务平台。

不孕率攀升迅速，辅助生殖稳步推进

- 辅助生殖技术应用于不孕夫妇，是采用医疗辅助手段、使不孕夫妇妊娠的技术。辅生技术类型主要有试管婴儿技术（IVF）、人工受精技术 2 大类，技术的评判标准为综合妊娠率。试管婴儿技术的整体妊娠率为 40%~60%，远高于人工受精技术的整体妊娠率 15%，因此试管婴儿技术为辅助生殖的主导技术，是生殖中心的主要盈利项目。根据中国人口协会、国家卫健委发布的数据，中国的不孕不育率从 20 年前的 2.5%-3% 攀升到 2018 年的 16% 左右，且随着环境污染、生育年龄推迟、生活压力等原因，不孕夫妇人数还在以每年 5% 的增速不断增加，2018 年我国不孕不育症患者人数约为 4780 万左右。
- **定位高端，目标打造一流辅助生殖中心。**通策依托国际顶级品牌和技术，与公立医院共建高品质辅助生殖中心，打造国内一流辅助生殖中心，深入布局妇幼医疗领域。昆明市妇幼保健院波恩生殖医学中心作为通策医疗在辅助生殖领域第一个落地项目，其不孕症门诊成立于 2007 年，2011 年 8 月获得人工授精（AIH）正式运行审批。2018 年昆明生殖中心全年门诊量 63,037 人次，同比年增长 29.8%；新增客户 3935 人，同比增长 15.1%。2018 年中心共计完成 IVF-ET 治疗周期 1,592 个，2018 年新鲜取卵周期 851 个，同比增长 40.4%。同时，2018 年总共完成移植周期 741 个，总体 IVF 治疗成功率仍然维持在较高水平，2018 年单次成功率为 55%。

图表 52：辅助生殖技术对比

技术类型	技术	性价比	技术应用
试管婴儿	体外受精-胚胎移植（IVF-ET）	单价3万至6万元；妊娠率为40%~65%	一代技术，最成熟，解决女性原因的不孕问题
	卵细胞浆内单精子显微注射（ICSI）		二代技术，解决男性原因的不孕问题
	植入前胚胎遗传学诊断（PGS/PGD）		解决优生优育问题，但技术难度高、目前应用受限
人工受精	夫人工受精（AIH）	单价3000~5000元；妊娠率仅15%~20%	一代技术，属于基础性应用应用极少
	供精人工受精（AID）		

来源：中泰证券研究所

- **2018 年基本盈亏平衡，2019 年有望实现盈利。**辅助生殖主要业务公司昆明妇幼生殖医院 2018 实现营收入约 1100 万元，同比增长 8.9%，亏损 65 万元，接近盈亏平衡。行业空间广阔加上公司建立起的品牌和技术优势，预计未来辅助生殖的收入会稳步增长，通策已经在这一领域建立其领先的市场地位，借助波恩品牌和合作医院资源有利于快速复制扩

张，辅助生殖业务有望成为公司新的利润增长点。

盈利预测与估值

盈利预测

- 我们预计 2019-21 年公司收入 19.66、25.30、32.65 亿元，同比增长 27.19%、28.66%、29.05%，归母净利润 4.47、5.95、7.83 亿元，同比增长 34.56%、33.24%、31.58%，对应 EPS 为 1.39、1.86、2.44。
- 核心假设：1) 假设杭口、城西收入增速小幅放缓，宁口置换新址后收入增长提速；2) 假设两年内新开分院收入快速提升，次新分院净利率水平逐渐提升至与总院相当；3) 假设省外分院经营向好，整体收入增速为 30% 以上。

图表 53：通策医疗业务拆分预测（百万）

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
杭口系合计	677.49	853.88	1033.07	1253.95	1533.94
yoy		26.04%	20.99%	21.38%	22.33%
城西系合计	237.27	323.73	443.45	584.68	766.24
yoy		36.44%	36.98%	31.85%	31.05%
宁口系合计	137.89	163.49	204.37	263.10	338.81
yoy		18.57%	25.00%	28.74%	28.77%
省外分院合计	83.83	126.30	168.96	226.81	300.23
yoy		50.66%	33.78%	34.24%	32.37%
口腔合计收入	1136.47	1467.41	1849.85	2328.55	2939.21
yoy		29.12%	26.06%	25.88%	26.23%
辅助生殖-昆明	0.10	11.00	16.50	21.45	25.74
yoy		106.10%	50.00%	30.00%	20.00%
其他收入	30.00	66.00	100.00	180.00	300.00
收入合计	1176.57	1544.41	1966.35	2530.00	3264.95
yoy		31.26%	27.32%	28.66%	29.05%

来源：中泰证券研究所，公司年报

公司，平均估值在 77X2019PE、59X2020PE，目前公司股价对应 2019 年 78 倍 PE，2020 年 59 倍 PE，考虑到公司作为民营口腔医疗龙头，有望直接受益于行业快速扩容，业绩高增长具备可持续性，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 54：可比公司估值（百万）

股票代码	证券简称	营业收入 (2018)	营业收入三 年CAGR	净利润 (2018)	净利润三年 CAGR	净利润率	PE(2019)	PE(2020)	PE(2021)	总市值 (亿)
300015.SZ	爱尔眼科	8008.6	41.5%	1,008.9	34.5%	12.6%	97	73	56	1341
002044.SZ	美年健康	8458.5	65.7%	820.6	55.6%	9.7%	57	44	34	548
600763.SH	通策医疗	1546.0	32.6%	332.1	56.2%	21.5%	78	59	45	349

来源: wind, 中泰证券研究所 (数据截止日期为 2020 年 2 月 21 日)

风险提示

- **口腔医院扩张不及预期。**公司新设或置换地址的口腔医院存在项目建设进展不及预期、盈利周期较长的风险,可能会对公司长期业绩产生影响。
- **种植倍增计划推广不及预期。**种植倍增计划瞄准了中低种植牙市场,此前公司种植牙业务主要集中客单价较高的业务,存在推广不及预期的风险。
- **医疗事故风险。**随着公司规模不断扩大,分院不断增多,管理难度亦随之提高,一旦发生医疗事故则将对公司整体品牌形象产生影响。
- **市场规模测算基于一定的假设条件、存在不及预期的风险。**本文对于口腔行业市场规模的测算均基于一定假设,若假设条件不符,实际市场规模将会有所偏差。

图表 53：通策医疗财务模型预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	470	870	1333	2070	营业收入	1546	1966	2530	3265
现金	350	710	1137	1820	营业成本	877	1097	1397	1783
应收账款	51	60	77	99	营业税金及附加	5	6	7	10
其他应收款	17	22	28	36	营业费用	11	12	15	20
预付账款	28	33	42	53	管理费用	190	238	304	395
存货	23	34	40	53	财务费用	24	11	-10	-38
其他流动资产	1	11	10	9	资产减值损失	1	1	1	1
非流动资产	1662	1735	1928	2097	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	114	120	135	150	投资净收益	23	25	30	35
固定资产	812	881	1069	1254	营业利润	439	598	813	1092
无形资产	15	11	8	5	营业外收入	1	1	1	1
其他非流动资产	722	722	716	688	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	2133	2605	3261	4168	利润总额	439	598	812	1091
流动负债	270	318	376	454	所得税	80	109	148	199
短期借款	0	0	0	0	净利润	359	489	664	893
应付账款	87	109	139	177	少数股东损益	27	42	69	109
其他流动负债	183	209	237	277	归属母公司净利润	332	447	595	783
非流动负债	415	350	285	220	EBITDA	554	713	927	1203
长期借款	415	350	285	220	EPS (元)	1.04	1.39	1.86	2.44
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	685	668	660	674	主要财务比率				
少数股东权益	133	174	243	353	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
股本	321	321	321	321	成长能力				
资本公积	0	0	0	0	营业收入	31.1%	27.2%	28.7%	29.0%
留存收益	994	1441	2037	2820	营业利润	56.4%	36.0%	36.0%	34.3%
归属母公司股东权益	1315	1762	2357	3141	归属于母公司净利润	53.3%	34.6%	33.2%	31.6%
负债和股东权益	2133	2605	3261	4168	获利能力				
					毛利率(%)	43.3%	44.2%	44.8%	45.4%
现金流量表					净利率(%)	21.5%	22.7%	23.5%	24.0%
单位: 百万元					ROE(%)	25.3%	25.4%	25.3%	24.9%
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	ROIC(%)	37.3%	48.9%	57.7%	70.5%
经营活动现金流	469	625	810	1038	偿债能力				
净利润	359	489	664	893	资产负债率(%)	32.1%	25.7%	20.2%	16.2%
折旧摊销	90	104	125	150	净负债比率(%)	66.40%	58.34%	49.19%	38.54%
财务费用	24	11	-10	-38	流动比率	1.74	2.73	3.55	4.56
投资损失	-23	-25	-30	-35	速动比率	1.66	2.63	3.44	4.44
营运资金变动	15	45	59	67	营运能力				
其他经营现金流	3	1	2	3	总资产周转率	0.79	0.83	0.86	0.88
投资活动现金流	-597	-188	-329	-329	应收账款周转率	32	34	35	35
资本支出	241	150	300	300	应付账款周转率	11.22	11.17	11.26	11.27
长期投资	214	22	15	15					
其他投资现金流	-142	-16	-14	-14	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-82	-77	-55	-27	每股收益(最新摊薄)	1.04	1.39	1.86	2.44
短期借款	0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	1.46	1.95	2.53	3.24
长期借款	-65	-65	-65	-65	每股净资产(最新摊薄)	4.10	5.50	7.35	9.80
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	0	0	0	P/E	98.78	73.41	55.10	41.87
其他筹资现金流	-17	-12	10	38	P/B	24.94	18.62	13.92	10.44
现金净增加额	-209	360	427	683	EV/EBITDA	58	45	35	27

来源：中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 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 (另有说明的除外)。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。