

2019年03月15日

医疗服务II

证券研究报告—行业深度

# 市场需求持续上升，品牌连锁快速扩张

## 口腔医疗服务行业深度报告

分析日期 2019年03月15日

行业评级： 标配(40)

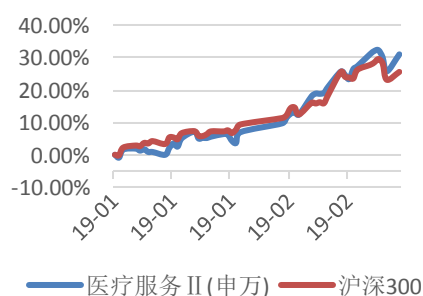
证券分析师：常江

执业证书编号：S0630515080001

电话：021-20333717

邮箱：changj@longone.com.cn

### 行业走势图



### 相关研究报告

### ◎投资要点：

◆我国口腔医疗服务需求巨大，市场规模近千亿元。由于口腔医疗兼容了健康和美丽的概念，属于消费升级型产品，因此，伴随着中国经济的不断发展与居民保健意识的增强，国内口腔医疗服务行业处于快速增长的发展状态。口腔医疗具有很好的市场概念和运作空间，无论是从人口的数量、口腔疾病的普遍性，还是从牙医的市场需求状况、口腔产业和其他产业的联系、合作、互补性等方面考虑，不管是现在还是将来，随着人们经济生活、文化消费水平的提高以及对口腔健康的认识，我国的口腔医疗产业都会快速发展，市场需求巨大。截止到2017年，我国口腔医疗服务市场规模达到了880亿元，2008-2017年十年复合增长率达18%。保守以15%的复合增速计算，预计到2020年我国口腔医疗服务市场将突破千亿规模。

◆社会办医政策扶持下，民营口腔医疗机构处于蓬勃发展阶段。近年来，国家允许口腔医疗保健机构引入多元化经营主体的政策先后出台，口腔医疗保健机构从单一的公有制向多元化转变，口腔医疗保健机构既有公有制的非营利性的口腔专科医院、综合医院的口腔专科，也有其他所有制形式的口腔医疗机构。口腔医疗因为商业性、美容性、康复性的特点，民营口腔医疗机构发展迅速，已占据我国口腔医疗市场的半壁江山。长远来看，口腔医院连锁经营品牌形象好，客流稳定，未来发展空间巨大。

◆老龄化加剧、消费升级、资本支持等因素推动行业长期稳健发展。随着我国步入老龄社会，社会人口结构中患牙齿缺失、口腔疾病等疾患病例的比例大幅增加，将显著推动医疗需求的不断上升。其次，国民收入的不断增加带来居民消费水平提高，口腔医疗相关的治疗、美容等服务需求也在扩大。另外，口腔医疗行业的高成长性和高毛利率吸引社会资本不断涌入，强大持续的资金支持下，国内口腔医疗机构纷纷走向了快速扩张之路，以尽快抢占空白市场。

◆口腔医疗服务领域重点推荐通策医疗。通策医疗作为国内医疗服务行业唯一的牙科上市公司，标的稀缺，其“区域总院+分院”的扩张模式高增长确定性强，公司致力于打造以口腔、眼科和辅助生殖医疗等服务为主营业务的综合型医疗服务集团，未来发展前景广阔，建议重点关注。

◆风险提示：民营医院社会认知度相对较低；牙科人才短缺风险；医疗事故风险；产业政策推进不及预期等。

### 重点公司

股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)				P/E(倍)			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
600763	通策医疗	62.38	增持	0.68	1.02	1.33	1.73	91.74	61.16	46.90	36.06

## 正文目录

<b>1. 口腔医疗行业概况</b>	<b>4</b>
1.1. 口腔医疗的定义	4
1.2. 行业经营业态	4
1.3. 口腔医疗机构主营业务	5
<b>2. 我国口腔医疗行业发展现状</b>	<b>5</b>
2.1. 口腔疾病患病率高，就诊率低	5
2.2. 口腔医生供不应求	6
2.3. 口腔医疗服务市场规模不断扩大	7
2.4. 口腔医院利润率高，资产规模大	8
2.5. 民营口腔医院呈爆发式增长	8
<b>3. 我国口腔医疗行业未来发展前景</b>	<b>9</b>
3.1. 中国人口老龄化推动行业发展	9
3.2. 中国口腔人均花费增长空间巨大	10
3.3. 鼓励社会办医政策促进口腔医疗行业健康发展	11
3.4. 高成长性及高毛利率的行业特性吸引大规模社会资本	12
<b>4. 相关标的</b>	<b>13</b>
4.1. 通策医疗：口腔医疗业务快速扩张，打造综合医疗服务集团	13
4.1.1. 公司概况	13
4.1.2. 公司看点	14
4.1.3. 盈利预测及估值	15
4.1.4. 风险提示	15
4.2. 可恩口腔：德州标志性口腔医院，加速实现全省连锁化运营	15
4.2.1. 公司概况	15
4.2.2. 公司看点	16
4.2.3. 风险提示	17
4.3. 华美牙科：“器材+服务”全产业链发展的口腔医疗机构	17
4.3.1. 公司概况	17
4.3.2. 公司看点	18
4.3.3. 风险提示	18
<b>5. 投资建议</b>	<b>18</b>
<b>6. 风险因素</b>	<b>19</b>
6.1. 民营医疗机构的社会认知风险	19
6.2. 民营连锁医疗机构市场竞争风险	19
6.3. 人才短缺风险	19
6.4. 医疗安全风险	19
6.5. 经营规模快速扩张的风险	19

## 图表目录

图 1 各年龄层人群龋齿患病率和治疗率	6
图 2 2012-2017 年我国口腔医生数量	6
图 3 我国每百万人牙医数量远低于发达国家	6
图 4 2010-2017 年我国口腔患者人数（单位：亿人）	7
图 5 2011-2018 年我国口腔医院数量	7
图 6 2011-2018 年我国口腔医院诊疗人次	7
图 7 我国口腔医疗服务行业市场规模预测	8

图 8	专科医院利润率水平排名.....	8
图 9	2011-2018 年我国口腔医院总资产.....	8
图 10	民营口腔专科医院不断增加.....	9
图 11	2008-2016 年民营口腔医院比重急剧上升.....	9
图 12	我国人口老龄化加剧.....	10
图 13	随着年龄的增长，牙齿缺失率上升速度加快.....	10
图 14	我国居民人均可支配收入及增速.....	10
图 15	我国卫生费用占 GDP 比重及人均卫生消费.....	10
图 16	口腔医疗公司的毛利率水平.....	13
图 17	2011-2016 年口腔医疗企业成立数量.....	13
图 18	2013-2017 年公司营收及增速.....	14
图 19	2013-2017 年公司归母净利润及增速.....	14
图 20	2013-2017 年公司毛利率及净利率.....	14
图 21	2013-2017 年公司营收及增速.....	16
图 22	2013-2017 年公司归母净利润及增速.....	16
图 23	2013-2017 年公司毛利率及净利率.....	16
图 24	2013-2017 年公司营收及增速.....	17
图 25	2013-2017 年公司归母净利润及增速.....	17
图 26	2013-2017 年公司毛利率及净利率.....	18
表 1	我国口腔医疗机构的分类.....	4
表 2	口腔医疗机构的主营业务.....	5
表 3	医疗服务行业相关政策梳理.....	12
表 4	民营口腔医院融资情况.....	13
表 5	盈利预测.....	15

## 1.口腔医疗行业概况

### 1.1.口腔医疗的定义

口腔医疗产业是指以口腔医疗服务消费为基础，集合了口腔医疗服务、职业牙医教育培训、口腔医疗器械的研发生产、市场策划、宣传、投资、经营、管理等一体的医疗产业链。目前，我国从事口腔医疗服务的主体包括：综合性医院口腔科、口腔专科医院、连锁口腔门诊、个体口腔诊所等。

### 1.2.行业经营业态

目前，我国口腔医疗服务行业的经营模式有三种：第一种是占主流的大中型非营利性医院；第二种是个体口腔诊所，目前此类诊所绝对数量较大；第三种是品牌口腔连锁。第一种大中型的公立医院在医保范围内占据绝对优势，但受体制限制，市场化程度低，发展缓慢。第二种个体牙科门诊，更多定位于低端市场。第三种口腔医疗连锁机构，不但能建立患者对医生的信任，也为新品牌的创立乃至规模化经营提供机遇。

从市场区域分布情况来看，我国口腔医疗机构的重点市场主要在一二线城市，占据我国牙科市场总量的绝大部分。与区域市场份额比例相应，近几年口腔医疗初创企业发展也呈现类似布局：北上广三地口腔诊所数量众多，中西部地区口腔诊所相对较少。在未来几年，随着国家对区域发展的统筹布局，逐步缓解地区经济发展之间的不平衡问题，我国口腔医疗产业将逐步向中西部地区渗透。中西部地区经济的崛起将带动该地区口腔医疗市场的扩大。

表 1 我国口腔医疗机构的分类

	综合性医院口腔科	口腔专科医院	连锁口腔门诊	个体口腔诊所
分布	各个城镇大型综合性医院均设有口腔科	一线城市、省会城市、部分经济较为发达的地级市	主要集中于北上广深等一线城市	遍地开花，在城镇主要分布于各个生活小区周边
硬件设备水平	硬件水平较好，但与专科医院相比，存在一定差距	建设规模较大，硬件设备精良	设备精良，就医环境、服务态度、就医体验好	良莠不齐，大多投资规模在 100 万左右
医疗服务范围	龋病、牙周、种植、正畸、修复等	龋病、牙周、种植、正畸、修复、口腔颌面外科等	盈利主要来源于非医保范围内口腔美容和保健，包括种植、修复、正畸等	拔牙、镶牙、补牙等
服务人群	在缺少口腔专科医院的地区，综合医院口腔科占据主导地位	具有品牌效应的一线口腔专科医院可以辐射到全国	经济发达城市的中高端人群、外籍人士等	社区患者就近治疗

资料来源：公开资料，东海证券研究所

### 1.3.口腔医疗机构主营业务

在我国，口腔医疗机构的主要经营业务包括口腔外科（拔牙、种植牙等）、口腔内科（龋病、牙周疾病等）、口腔修复（铸造金属全冠、烤瓷全冠等）、口腔正畸（各种牙列不齐的矫正等）、牙齿美白（超声波洗牙、物理美白等）。

表 2 口腔医疗机构的主营业务

	主营业务
口腔外科	拔牙、种植牙、唇颊系带修整、唇腭裂、颌面部肿瘤、创伤、炎症等
口腔内科	牙髓病变、根尖周病、龋病、牙周疾病、口腔黏膜疾病等
口腔修复	嵌体、铸造金属全冠、烤瓷全冠、全瓷冠、钛合金烤瓷、贵金属烤瓷、纯钛烤瓷、隐形义齿等
口腔正畸	各种牙列不齐的矫治，如排列不齐、上下颌骨位置异常等
牙齿美白	超声波洗牙、喷砂洗牙、物理美白、电浆牙齿美白、冷光牙齿美白等

资料来源：公开资料，东海证券研究所

## 2.我国口腔医疗行业发展现状

随着中国经济的发展，人们健康意识的提高，对于口腔医疗服务的需求迅速增加。近年来，随着口腔健康的持续宣传，国内居民的口腔健康意识在逐步增强。第四次全国口腔健康流行病学调查结果显示，居民口腔健康知识知晓率为 60.1%，84.9%的人对口腔保健持积极态度。此外，改革开放 40 年来，我国国民经济持续快速增长，为口腔医疗行业的发展提供了较好的经济基础。同时，国家允许口腔医疗保健机构引入多元化经营主体的政策先后出台，口腔医疗保健机构从单一的公有制向多元化转变，口腔医疗保健机构既有公有制的非营利性的口腔专科医院、综合医院的口腔专科，也有其他所有制形式的口腔医疗机构。未来我国民营口腔医疗机构将变得更加普遍，并在口腔医疗保健中起到重要作用。

由于口腔医疗兼容了健康和美丽的概念，属于消费升级型产品，因此，伴随着中国经济的不断发展与居民保健意识的增强，国内的口腔医疗服务行业处于快速增长的发展状态。口腔医疗具有很好的市场概念和运作空间，无论是从人口的数量、口腔疾病的普遍性，还是从牙医的市场需求状况、口腔产业和其他产业的联系、合作、互补性等方面考虑，不管是现在还是将来，随着人们经济生活、文化消费水平的提高以及对口腔健康的认识，我国的口腔医疗产业都会快速发展，市场需求巨大。

### 2.1.口腔疾病患病率高，就诊率低

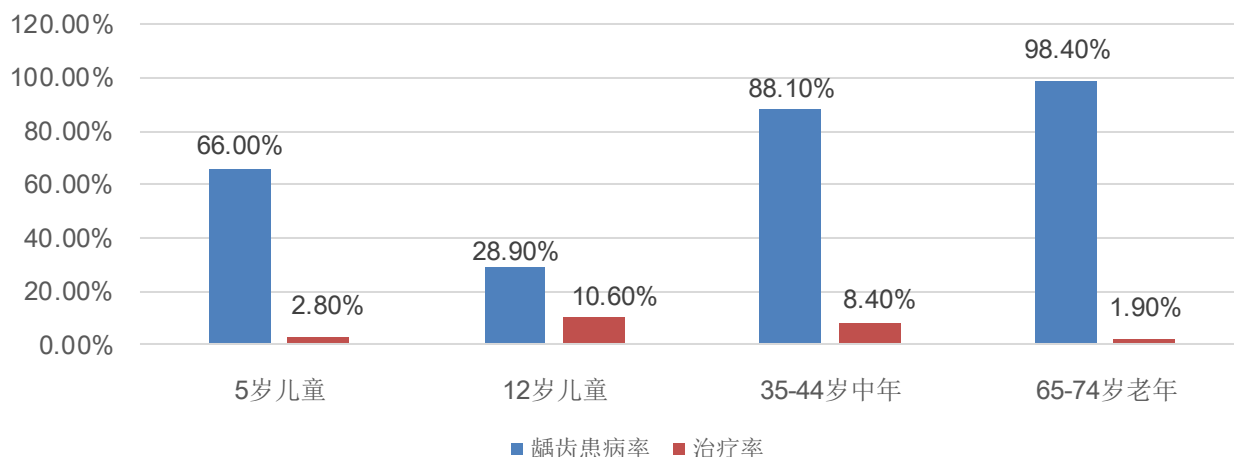
世界卫生组织（WHO）把口腔健康列为人体健康的十大标准之一。一直以来，我国口腔疾病的患病率非常高，几乎每个人都有不同程度的空腔疾病问题，且就诊率极低，特别是我国儿童、中老年人患龋齿率非常高。

据 2017 年发布的我国第四次口腔健康流行病学调查结果显示，12 岁儿童恒牙龋患率为 34.5%，比十年前上升了 7.8 个百分点；5 岁儿童乳牙龋患率为 70.9%，比十年前上升了 5.8 个百分点，儿童患龋情况已呈现上升态势。35-44 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 个百分点。

与高患病率形成鲜明对比的是，目前我国口腔疾病患者的就诊率较低。2017 年发布的第四次全国口腔健康流行病学调查结果显示，5 岁儿童龋齿中经过充填治疗的牙齿比例

为 4.1%。12 岁儿童龋齿中经过充填治疗的牙齿比例为 16.5%。65-74 岁老年人中，存留牙数为 22.5 颗，全口无牙的比例为 4.5%，缺牙已修复治疗比例为 63.2%。

图 1 各年龄层人群龋齿患病率和治疗率



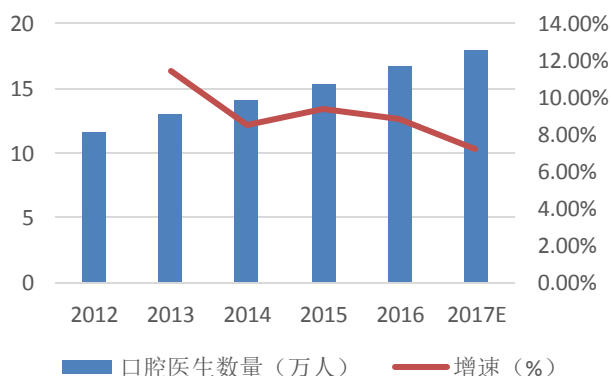
资料来源：卫生部，东海证券研究所

## 2.2.口腔医生供不应求

2016 年我国口腔执业（助理）医师的数量为 16.72 万人，比上年增加了 1.36 万人。中国有 14 亿人口，按每 4000 人配比 1 名口腔医生计算，全国口腔医生的需求量应该为 32 万名。

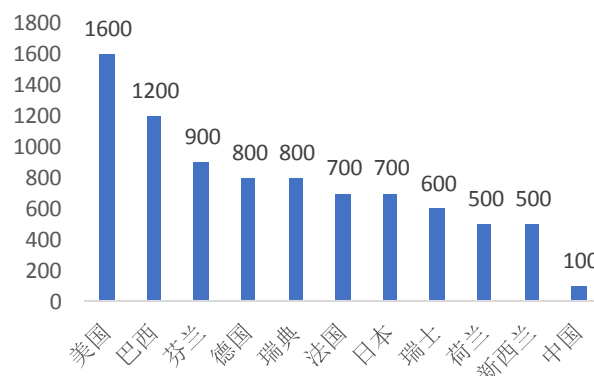
据前瞻产业研究院的研究数据显示，我国每百万人拥有牙医数量只有 100 名，远低于欧美发达国家或中等发达国家的 500-2000 名，同为发展中国家的巴西都达到了 1200 名，充分显示出我国牙医需求缺口巨大。

图 2 2012-2017 年我国口腔医生数量



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图 3 我国每百万人牙医数量远低于发达国家

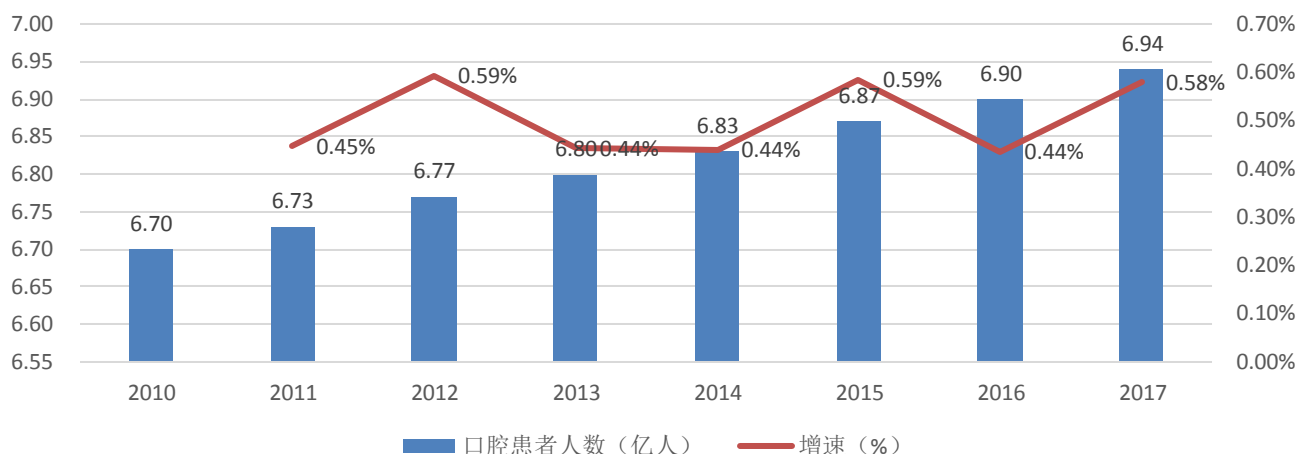


资料来源：前瞻产业研究院，东海证券研究所

## 2.3.口腔医疗服务市场规模不断扩大

根据国家卫健委的数据显示，我国口腔患者的数量一直维持稳定小幅上升的态势，由2008年的6.64亿提高至2017年的6.94亿。在国家政策利好的环境下，抓住口腔医疗良好的发展风口，纷纷进行相关布局，促使我国口腔医疗服务市场规模不断扩大。

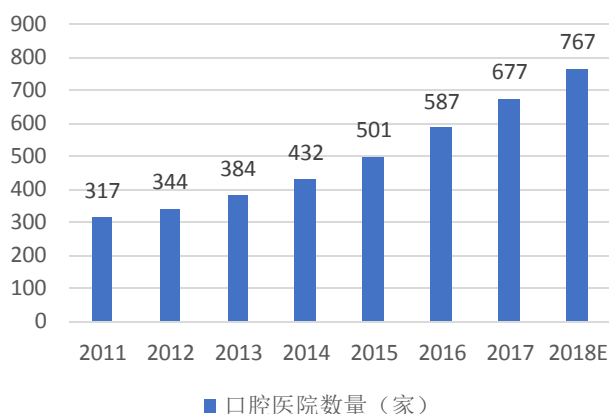
图4 2010-2017年我国口腔患者人数（单位：亿人）



资料来源：卫健委，东海证券研究所

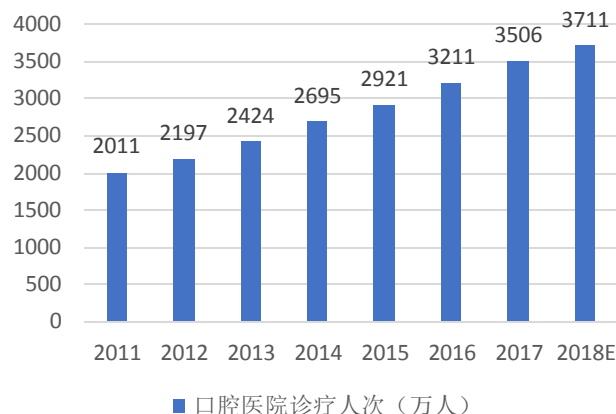
口腔医疗兼容了健康和美丽的概念，具有很好的市场概念和运作空间。2017年，我国共有专业口腔医院677家，预计2018年将达到767家。随着经济的发展和人民生活水平的提高，人民对口腔健康的重视程度不断提升，我国口腔医院治疗人次逐年增加。2016年我国口腔医院的诊疗人次达3500万人，预计2018年达到3711万人。

图5 2011-2018年我国口腔医院数量



资料来源：卫生部，东海证券研究所

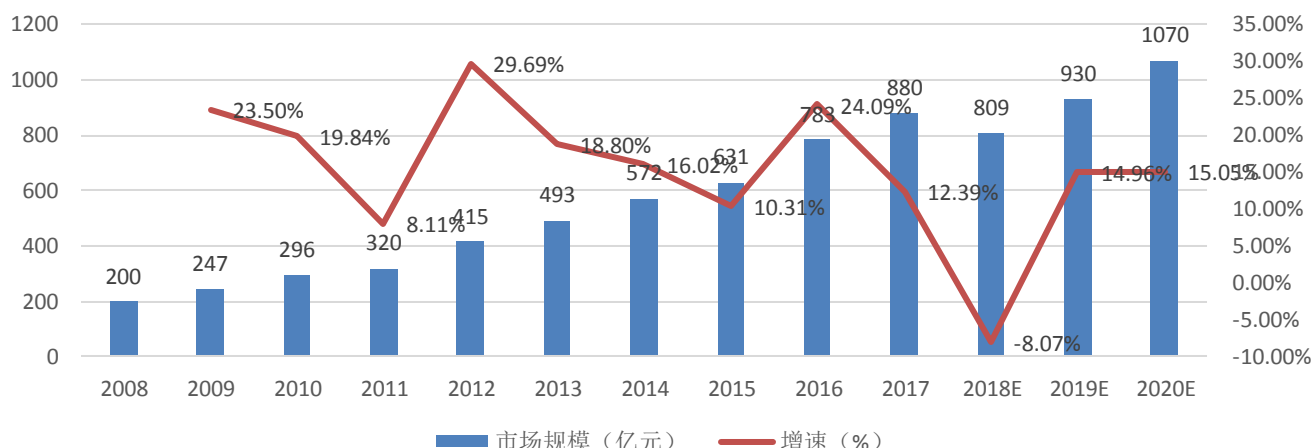
图6 2011-2018年我国口腔医院诊疗人次



资料来源：卫生部，东海证券研究所

根据前瞻产业研究院的统计数据，2008年我国口腔医疗服务市场规模已达200亿元。2011年我国口腔服务市场规模达320亿元。到2013年我国口腔服务市场规模接近500亿元。到了2016年我国口腔服务市场规模达到783亿元。截止到2017年，我国口腔服务市场规模达到880亿元，2008-2017年十年复合增长率达18%。保守以15%的复合增速计算，预计到2020年我国口腔医疗服务市场将突破千亿规模。

图7 我国口腔医疗服务行业市场规模预测

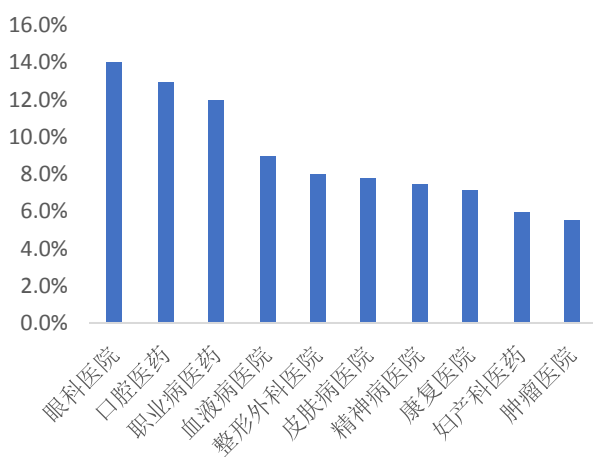


资料来源：前瞻产业研究院，东海证券研究所

## 2.4.口腔医院利润率高，资产规模大

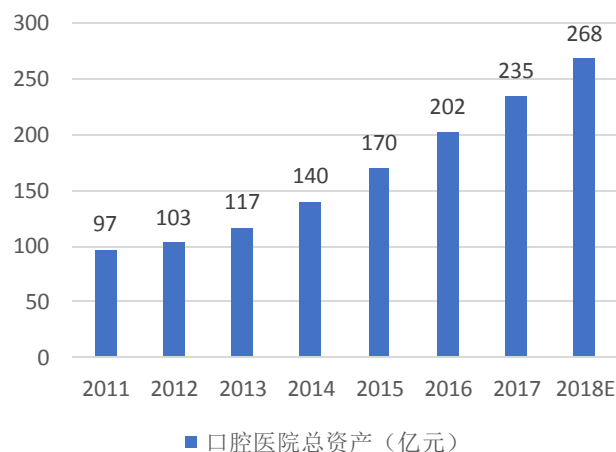
相比其他专科医院，口腔专科医院盈利能力强劲，在所有专科医院中，口腔专科医院利润率水平排在眼科医院之后，位居第二。近年来，我国口腔医院的规模逐年扩大，口腔医院资产也不断增长。2012年我国口腔医院总资产突破百亿，2016年突破200亿元，预计2018年我国口腔医院总资产接近270亿元。

图8 专科医院利润率水平排名



资料来源：中商产业研究院，东海证券研究所

图9 2011-2018年我国口腔医院总资产



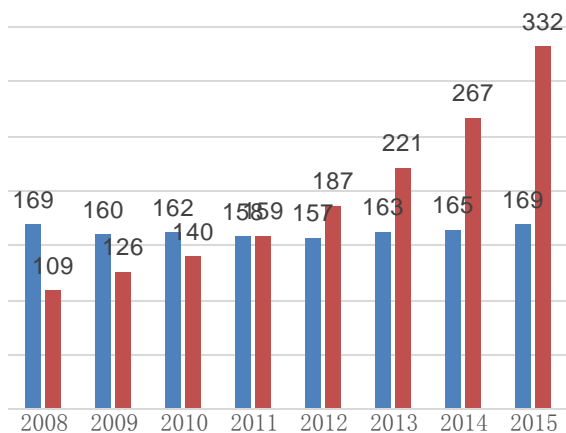
资料来源：中商产业研究院，东海证券研究所

## 2.5.民营口腔医院呈爆发式增长

口腔医疗的安全性较高，不容易出现医患纠纷，固定资产投资较低，大多数口腔项目都不在医保范围内，牙科医生不需要跟医保打交道，患者更注重便利性，所以口腔医院的经营模式多为个体经营。长远来看，口腔医院连锁经营品牌形象好，客流稳定，未来发展空间巨大。

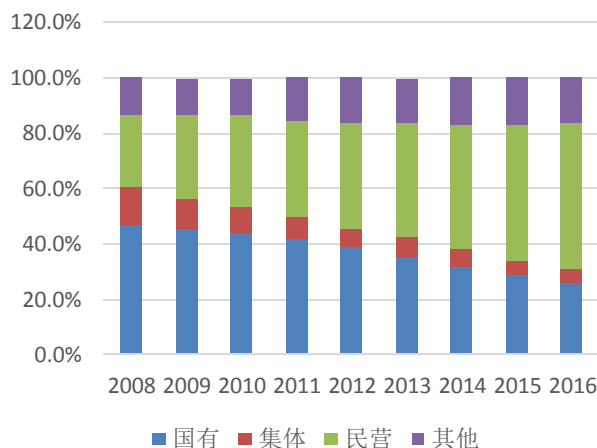
随着医改的推进，民营资本进入医疗领域的限制逐步放开。口腔医疗因为商业性、美容性、康复性的特点，民营口腔门诊发展迅速。目前我国口腔医疗经营机构分为公立口腔医疗机构和民营口腔医疗机构，其中公立机构包括综合性医院的口腔科和公立口腔专科医院；民营口腔医院包括连锁口腔医院和个体口腔诊所。近几年公立口腔专科医院数量保持平稳，但是民营口腔专科医院数量持续增加，从 2008 年的 109 所增加到 2015 年的 332 所。此外还有很多小型的民营口腔门诊，据不完全统计有 6 万个以上。2016 年，民营口腔医院的比重接近 53%，已在我国口腔医疗市场占据了半壁江山。

图 10 民营口腔专科医院不断增加



资料来源：Wind，东海证券研究所

图 11 2008-2016 年民营口腔医院比重急剧上升



资料来源：前瞻产业研究院，东海证券研究所

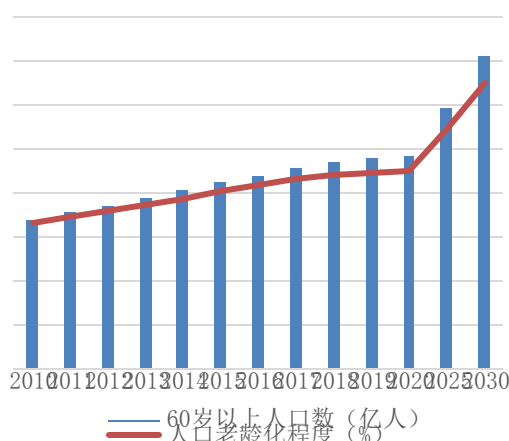
### 3. 我国口腔医疗行业未来发展前景

#### 3.1. 中国人口老龄化推动行业发展

据牙科种植修复顶尖公司 Straumann 的研究结果，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在 20% 左右；35-44 岁年龄阶段的缺失率为 35%；到 55-64 岁老龄阶段，牙齿缺失率则攀升至 65%-70%；而在 65-74 岁老人中，86% 存在牙齿缺失，10% 全口无牙；80 岁以上老人中，拥有 20 颗牙齿人数不足 35%。

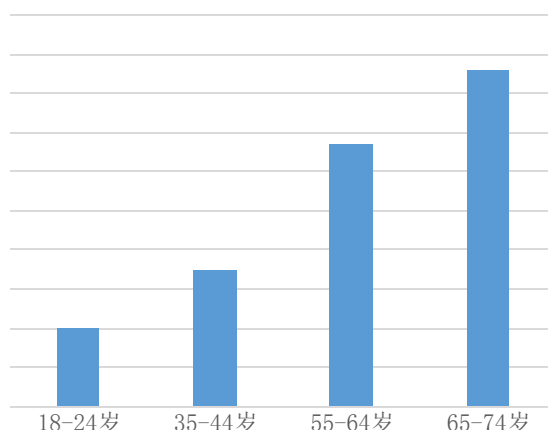
根据国家统计局的数据，2015 年我国 60 岁及以上人口达到 2.22 亿，占总人口的 16.15%。预计到 2020 年，老年人口将达到 2.48 亿，老龄化水平达到 17.17%，其中 80 岁以上老年人口将达到 3067 万人；到 2025 年，六十岁以上人口将达到 3 亿，我国将成为超老年型国家。随着我国步入老龄社会，社会人口结构中患牙齿缺失、口腔疾病等疾患病例的比例大幅增加，将显著推动医疗需求的不断上升。

图 12 我国人口老龄化加剧



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图 13 随着年龄的增长，牙齿缺失率上升速度加快

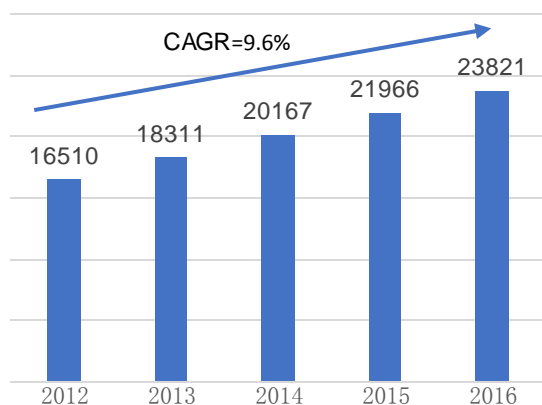


资料来源：Straumann，东海证券研究所

### 3.2.中国口腔人均花费增长空间巨大

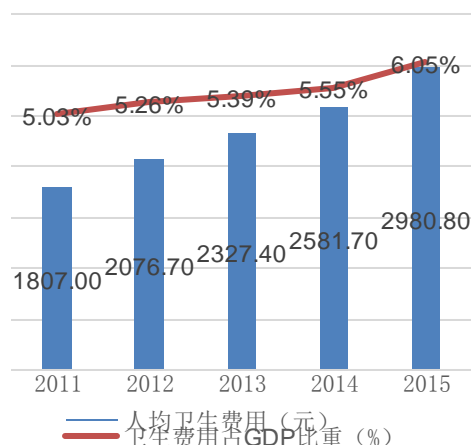
口腔市场的发展有赖于国民经济水平的提高，近年来我国人均消费能力的不断提升带动了人均卫生费用的增加，从而进一步推动了口腔产业的发展。根据中国卫生统计年鉴数据显示，我国人均可支配收入在 2012-2016 年以年均 10%左右的复合增速增加，并在未来的几年中保持较为稳定的增长。2015 年我国卫生费用占 GDP 比重达 6.05%，人均卫生费用支出达 2,980.80 元。我国口腔医院诊疗人数高达 2,423.92 万人，口腔科急诊人数为 2,416.38 万人。国民收入增加带来居民消费水平提高，口腔医疗相关的治疗、美容等服务需求也在扩大。

图 14 我国居民人均可支配收入及增速



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图 15 我国卫生费用占 GDP 比重及人均卫生消费



资料来源：卫计委，东海证券研究所

### 3.3.鼓励社会办医政策促进口腔医疗行业健康发展

从政策层面看，近年来，国家为促进民营医院发展制定了一系列支持政策，鼓励民间资本、社会资本进入口腔领域办医。2010 年国家发改委、卫生部、财政部、商务部、人力资源社会保障部等多部委联合下发《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构的意见》，放宽社会资本举办医疗机构的准入范围，进一步改善社会资本举办医疗机构的执业环境，促进非公立医疗机构持续健康发展。

2015 年国务院印发的《全国医疗卫生服务体系规划纲要》指出，未来国家会大力发展社会办医。党的十八届五中全会通过的“十三五”规划建议中明确提出要鼓励民营企业依法进入更多领域。2015 年 1 月 12 日，国家卫生计生委公布了《关于推进和规范医师多点执业的若干意见》，对多点执业的医师明确提出允许临床、口腔和中医类别医师多点执业。

2016 年，《“健康中国 2030”规划纲要》中提出推进全民健康生活方式行动，开展健康口腔专项行动，到 2030 年基本实现以县级为单位的全覆盖；明确要求加强口腔卫生，将 12 岁儿童龋齿率在 2030 年控制到 25% 以内。《“十三五”卫生与健康规划》将口腔健康检查纳入常规体检；将重点人群的口腔疾病综合干预纳入慢病综合防控重大疾病防治项目；鼓励社会力量发展口腔保健等稀缺资源及满足多元需求的服务。

2017 年，《中国防治慢病中长期规划（2017-2025）》明确指出慢性病包括口腔疾病。在策略与实施计划中提出：全面加强幼儿园、中小学口腔保健等健康知识和行为教育，开展针对儿童和老年人的个性化干预，加大口腔常见疾病的干预力度。《医疗机构基本标准（试行）》中对各种口腔医院的设立标准进行了明确规定。这些文件制度都成为推进民营口腔医院良好发展的政策基础，将对民营口腔医院规模化发展产生重要影响。

表 3 医疗服务行业相关政策梳理

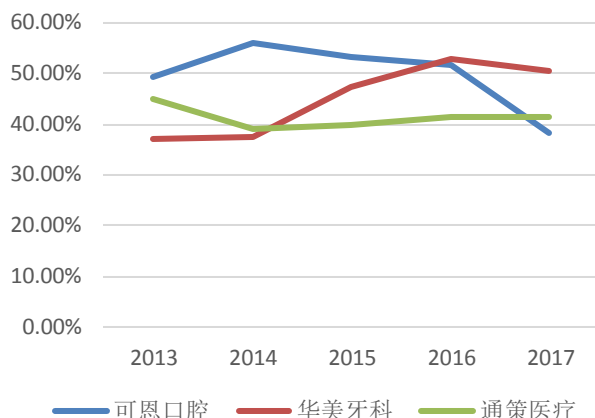
时间	政策	主要内容
2010	《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构的意见》	放宽社会资本举办医疗机构的准入范围，进一步改善社会资本举办医疗机构的执业环境，促进非公立医疗机构持续健康发展。
2015	《全国医疗卫生服务体系规划纲要（2015-2020）》	鼓励社会力量举办中医类专科医院、康复医院、护理院（站）、以及口腔疾病、老年病、慢性病等诊疗机构。
2015	《国务院办公厅印发关于促进社会办医加快发展若干政策措施的通知》	对社会办医疗机构提供的医疗服务免征营业税。
2015	《关于推进和规范医师多点执业的若干意见》	对多点执业的医师明确提出允许临床、口腔和中医类别医师多点执业。
2016	《国家慢性病综合防控示范区建设管理方法》	针对儿童等口腔疾病高风险人群，推广窝沟封闭、局部用氟等口腔预防适宜技术。
2016	《“健康中国 2030”规划纲要》	推进全民健康生活方式行动，开展健康口腔专项行动，到 2030 年基本实现以县级为单位的全覆盖；明确要求加强口腔卫生，将 12 岁儿童龋齿率在 2030 年控制到 25% 以内。
2016	《“十三五”卫生与健康规划》	将口腔健康检查纳入常规体检；将重点人群的口腔疾病综合干预纳入慢病综合防控重大疾病防治项目；鼓励社会力量发展口腔保健等稀缺资源及满足多元需求的服务。
2017	《中国防治慢病中长期规划（2017-2025）》	明确指出慢性病包括口腔疾病。在策略与实施计划中提出：全面加强幼儿园、中小学口腔保健等健康知识和行为教育，开展针对儿童和老年人的个性化干预，加大口腔常见疾病的干预力度。
2017	《医疗机构基本标准（试行）》	对各种口腔医院的设立标准进行了明确规定。

资料来源：东海证券研究所整理

### 3.4.高成长性及高毛利率的行业特性吸引大规模社会资本

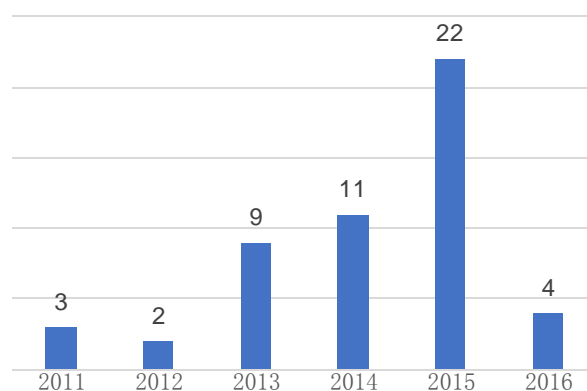
随着我国人均治疗费用和诊疗率的提高，口腔医疗市场还有很大的发展空间。口腔医疗行业的高成长性和高毛利率吸引了大批资本的注意。口腔医疗的毛利率很高，根据 A 股和新三板上市的口腔医疗公司的数据，口腔医疗企业的毛利率在 40%-60% 之间。据动脉网统计，口腔医疗企业成立数量从 2011 年开始稳步增长，在 2015 年达到爆发期，2015 年一年成立了 22 家相关公司。融资方面，自 2014 年以来，口腔医疗行业共发生 15 起数万美元以上的融资行为，仅 2017 年就有 5 起 5000 万美元以上的融资行为发生。拿到融资后几乎所有口腔连锁医院都走向了快速扩张之路，以尽快抢占空白市场。

图 16 口腔医疗企业的毛利率水平



资料来源：Wind，东海证券研究所

图 17 2011-2016 年口腔医疗企业成立数量



资料来源：动脉网，东海证券研究所

表 4 民营口腔医疗机构的融资情况

名称	融资阶段	总融资额（万美元）
拜博口腔	D 轮	18636
瑞尔齿科	C 轮	11000
欢乐口腔	A 轮	5303
佳美口腔	不明确	5000
马泯齿科	B 轮	2439
领健信息	A+轮	1061
牙邦科技	B 轮	339
好牙医	B 轮	303

资料来源：中商产业研究院，东海证券研究所

## 4. 相关标的

### 4.1. 通策医疗：口腔医疗业务快速扩张，打造综合医疗服务集团

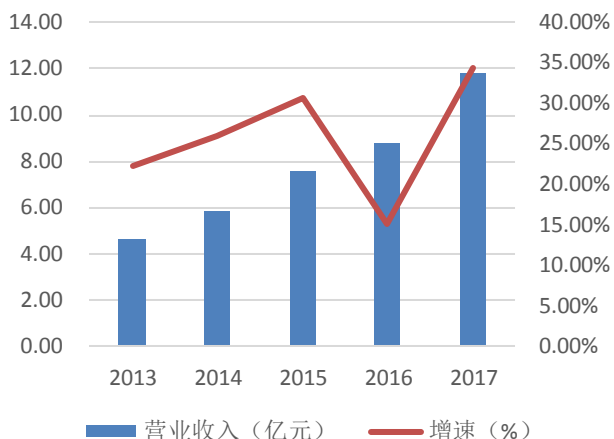
#### 4.1.1. 公司概况

通策医疗是目前国内第一家以口腔、辅助生殖医疗等服务为主营业务的主板上市公司（主要以口腔医疗服务业务为主），其中口腔医疗服务主要包括种植、正畸、修复等医疗服务，辅助生殖服务主要包括不孕不育诊疗、辅助生殖（IVF）等医疗服务。公司自 2006 年转型至医疗服务领域，目前拥有不同规模的专科医院及医疗网点共 30 家，主要集中在浙江省内。

近几年公司业绩保持快速增长，营业收入从 2013 年的 4.63 亿元增长到 2017 年的 11.80 亿元，复合增速达 26.35%；归属于上市公司股东的净利润从 2013 年的 1 亿元增长到 2017 年的 2.17 亿元，复合增速达 21.37%。通策医疗的口腔医疗服务采用“区域总院+分院”的经营模式，2006 年 10 月通过收购杭州口腔医院进入口腔民营医院领域，之后又通过新建和收购的方式，在宁波、北京、昆明等地区扩张。通过收购公立口腔医院进行改

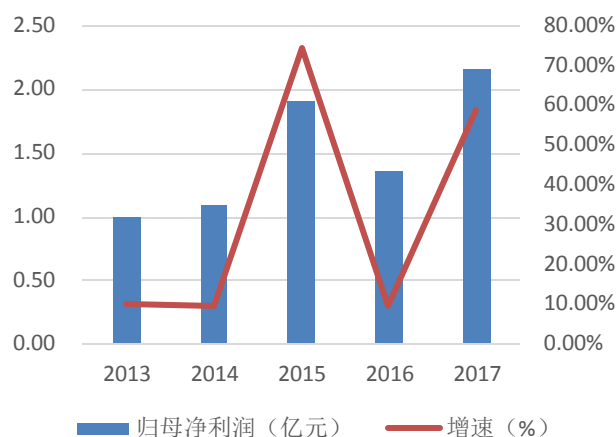
制，公司迅速获得了口腔医疗所需的牌照和专业医务人员。截至 2018 上半年，公司已经拥有口腔医院 30 家，其中杭州口腔医院和宁波口腔医院是公司营业收入的主要来源。随着“区域总院+分院”经营模式的成熟，预计公司将在更多的省会城市扩张和推广。

图 18 2013-2017 年公司营收及增速



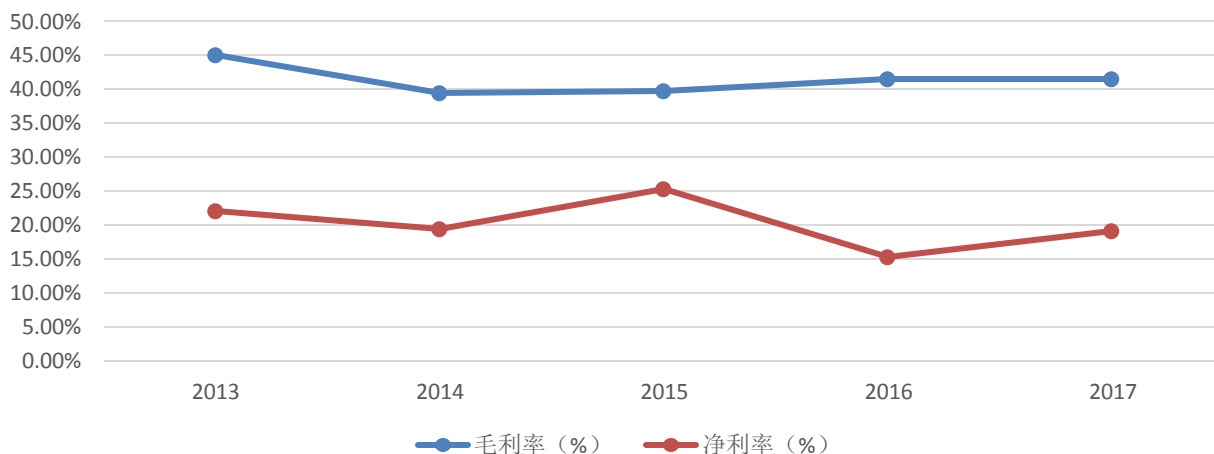
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 19 2013-2017 年公司归母净利润及增速



资料来源：Wind，东海证券研究所

图 20 2013-2017 年公司毛利率及净利率



资料来源：Wind，东海证券研究所

#### 4.1.2. 公司看点

◆ **口腔医疗业务不断拓展，业绩保持稳健增长。**公司 2017 年实现营业收入 11.80 亿元，同比增长 34.25%，实现归属于上市公司股东的净利润 2.17 亿元，同比增长 59.05%。截至 2018 年底，通策医疗杭口系在浙江内拥有 17 家营业分院，另 2 家已获批筹建，19 家院区营业面积合计 10 万余平方米、牙椅 1200 余台（单床产出 100 余万元）。公司预计 2018 年实现归属于上市公司股东的净利润 3.26 亿元，同比增速超 50%。

◆ **省外总院建设符合预期，武汉存济口腔医院 2018 年开业。**2017-2018 年，公司与中国科学院大学存济医学院合作，开展省外分院建设，目前北京存济、武汉存济、重庆

存济、苏州存济建设符合预期，武汉存济口腔医院已经于 2018 年开业，有望扩大通策品牌影响力，为后续增厚公司业绩储备力量。

◆ **着力打造辅助生殖，IVF 治疗成功率位居国内前列。**公司学习和引进国际先进水平的医疗服务模式与管理经验，在昆明建立第一个波恩生殖医学中心。2017 年生殖中心初诊总量为 48552 人次，同比增长 40.05%，完成周期数 893 例，同比增长 135.62%。总体 IVF 治疗成功率（D35 临床妊娠率）为 57.82%，同比增长 4.12%。公司重点布局辅助生殖领域，积极打造公司未来新的盈利增长点。

◆ **积极整合行业优势资源，探索眼科发展新模式。**公司受让浙江通策眼科 20% 股权，通过控股股东与浙江大学、浙江大学附属第二医院及其眼科中心合作，整合省内眼科优势资源，加快眼科医疗领域发展，探索眼科发展新模式，提高公司核心竞争力。

◆ **“区域总院+分院”，医院集团化复制模式不断升级。**2017 年公司推行“区域总院+分院”的医院集团化经营模式。模式中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。医院集团化经营模式的不断成熟，将助力公司向综合型医疗服务集团持续迈进。

#### 4.1.3. 盈利预测及估值

通策医疗是口腔医疗服务行业唯一的 A 股上市公司，标的稀缺，2018-2020 年“区域总院+分院”扩张模式高增长确定性强，公司致力于打造以口腔、眼科和辅助生殖医疗等服务为主营业务的综合型医疗服务集团，未来发展可期。预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.02、1.33、1.73 元，对应 PE 分别为 60.59、46.47、35.72 倍，给予“增持”评级。

表 5 盈利预测

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（亿元）	11.80	15.65	20.53	26.88
同比增速（%）	34.25	32.68	31.16	30.90
归母净利润（亿元）	2.17	3.26	4.26	5.55
同比增速（%）	59.05	50.23	30.67	30.36
EPS	0.68	1.02	1.33	1.73
PE	91.74	61.16	46.90	36.06

资料来源：Wind，东海证券研究所

#### 4.1.4. 风险提示

- 口腔医疗业务拓展不及预期；
- 辅助生殖业务发展不及预期；
- 眼科医疗业务发展不及预期等。

### 4.2. 可恩口腔：德州标志性口腔医院，加速实现全省连锁化运营

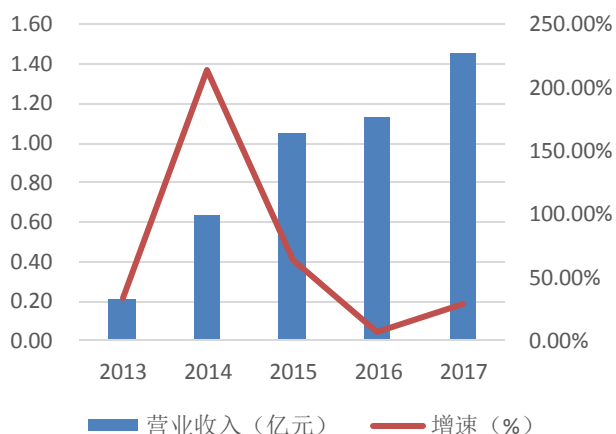
#### 4.2.1. 公司概况

公司全称是德州可恩口腔医院股份有限公司，是发源于山东本土的高端口腔医疗连锁机构，2014 年 8 月在新三板挂牌。公司严格遵循国际化口腔专科发展模式，采用标准四

手操作，将口腔疾病细分，率先成立了牙体牙髓、种植、修复、牙周、儿牙、正畸、口外七大特色科室，以直营专科医院模式，为客户提供集预防、医疗、保健于一体的综合口腔服务。

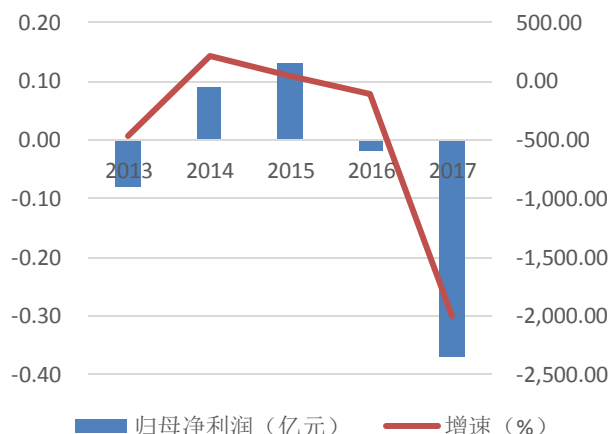
2017 年度，公司实现营业收入 1.46 亿元，同比增长 28.65%。2017 年公司建成并营业 5 家新机构，随着新建机构的陆续投入运营，公司营业收入增长明显。2018 年，公司预计实现营业收入 2.10 亿元，同比增长 43.89%。目前，公司共拥有 13 家口腔医疗机构，分布于山东德州、济南、青岛、潍坊、淄博等地市及上海市。经过公司不断的市场运营，公司已在德州、济南、潍坊、淄博、青岛具备一定的市场认可度，随着公司 13 家医疗机构运营的愈加成熟，面对日益增长的市场需求，公司未来营业收入将大幅度增长。

图 21 2013-2017 年公司营收及增速



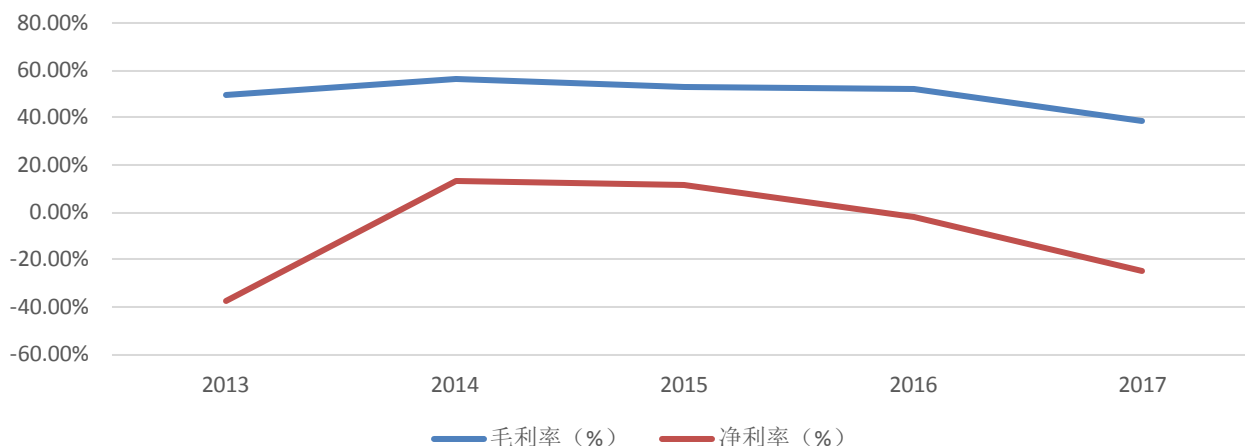
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 22 2013-2017 年公司归母净利润及增速



资料来源：Wind，东海证券研究所

图 23 2013-2017 年公司毛利率及净利率



资料来源：Wind，东海证券研究所

#### 4.2.2. 公司看点

公司已具备连锁口腔医疗机构的建设运营经验。自公司成立以来，公司通过自筹资金及股票发行募集资金已先后建设并投入运营 13 家新医疗机构。公司新设医疗机构运营状况良好，公司已具备连锁口腔医院运营管理经验，为后续扩张奠定基础。

毛利率和净利率提升空间较大。目前公司的规模相对较小，导致管理费用和销售费用较高。随着公司连锁医疗机构的增多，期间费用会得到逐步降低，毛利率和净利率还有较大的提升空间。通常口腔连锁医疗企业的毛利率和净利率在 40% 和 15% 以上，随着公司规模扩大，公司的毛利率和净利率将呈现稳定增长。

#### 4.2.3. 风险提示

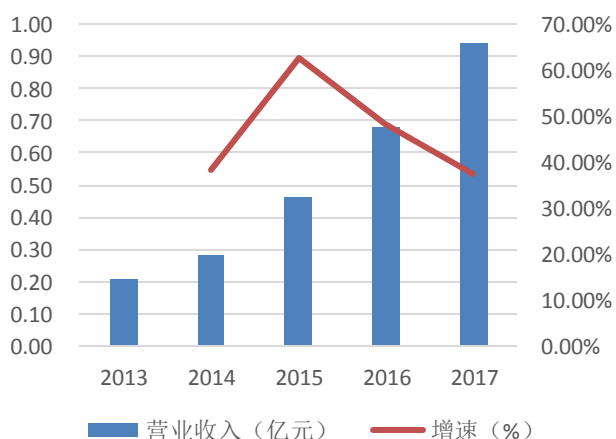
- 公司长期不产生盈利风险；
- 扩张速度不及预期；
- 新三板流动性风险。

### 4.3. 华美牙科：“器材+服务”全产业链发展的口腔医疗机构

#### 4.3.1. 公司概况

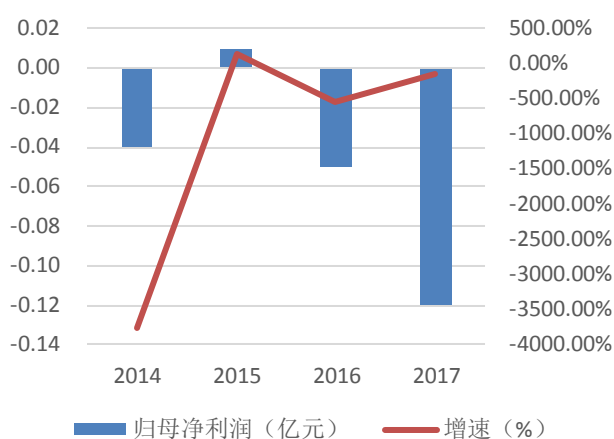
公司主营业务包括口腔医疗服务、义齿加工生产和口腔医疗器械销售。公司主要服务于口腔疾病患者，致力于打造集采购、义齿生产、医疗服务、产品销售为一体的口腔医疗连锁机构。公司近几年通过在四川省的中心及周边城市开设口腔医院连锁和门诊部连锁的方式，以四川成都为依托，向“云贵川”的主要城市及其近郊区发展，公司的布局战略为立足四川，辐射西南，不断扩大公司规模。公司营收规模不断扩大，从 2013 年 0.21 亿元增长至 2017 年的 0.94 亿元，复合增速达 45.45%。但是，由于公司尚处于发展阶段，目前规模相对较小，导致管理费用和销售费用较高，公司尚未产生盈利。随着公司连锁医疗机构的增多，期间费用会得到逐步降低，盈利水平也会有较大的提升空间。

图 24 2013-2017 年公司营收及增速



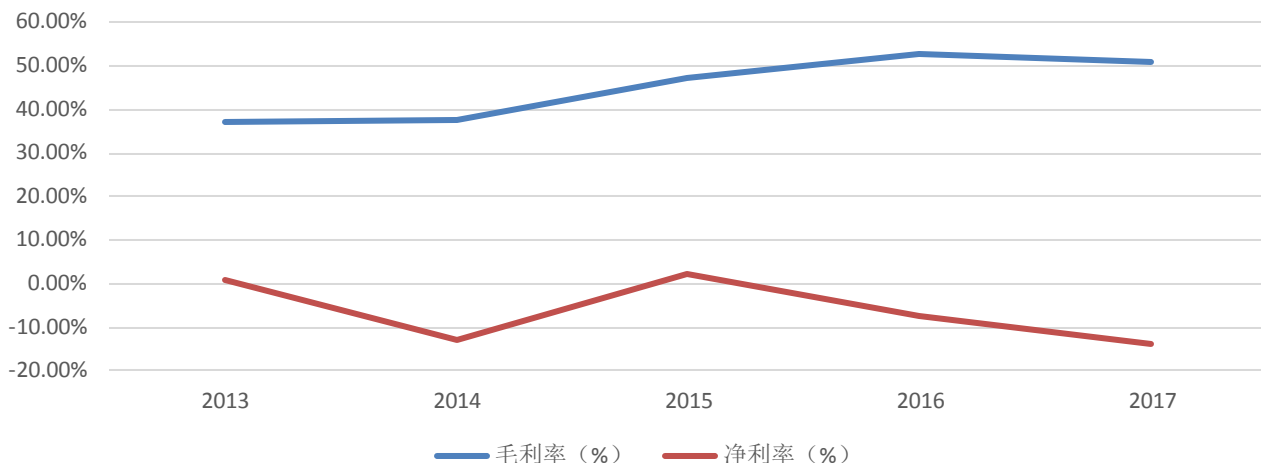
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 25 2013-2017 年公司归母净利润及增速



资料来源：Wind，东海证券研究所

图 26 2013-2017 年公司毛利率及净利率



资料来源：Wind，东海证券研究所

### 4.3.2. 公司看点

**新设+并购两轮驱动，公司规模不断扩大。**公司拓店主要采取新设以及购买的模式，截至 2018 年上半年，公司拥有全资子（孙）公司 12 家，控股子公司 8 家，参股公司 8 家。2017 年，公司新设控股子公司阳光华美，并投资参股曼购华美、华宇华美、鹭洲里华美，不断整合成都周边地区现有资源，提高市场占有率，为公司进一步发展奠定良好基础。

**整合有力资源，实现牙科全产业链协同发展。**公司建立了配套的义齿加工厂和医疗器械贸易公司，形成完整的牙科产业链。公司总部，通过牙科连锁联盟平台，为牙科医疗机构输出整店运营模式，提供诊所赚钱能力，通过各个终端门店，直接面向消费者，提供口腔健康整体解决方案。公司总部主要致力于品牌的打造、团队训练、管理体系的搭建以及资源资金的供给，而各个门店则着力于基础服务平台的搭建以及进行医生资源整合。通过公司总部以及下属医疗机构的分工协作，有效整合资源，实现牙科产业链的协同发展。

### 4.3.3. 风险提示

- 公司长期不产生盈利风险；
- 扩张速度不及预期；
- 新三板流动性风险。

## 5. 投资建议

目前，我国口腔医疗需求与供给之间存在巨大缺口。根据我国牙科诊所市场发展情况看，我国口腔医疗产业尚处于成长期，发展潜力巨大。随着口腔医疗消费潜力的释放以及国家政策的扶持，未来的口腔医疗领域有望继续高速增长。在行业下一个发展阶段，品牌连锁口腔医疗将成为国内口腔医疗服务的主流模式。随着连锁机构增多，借助内部资源共享，连锁口腔医院的管理和销售费用占比会逐步降低，净利润率有望逐步提升。此外，大规模连锁可以有效降低采购成本，规模化连锁经营采购量提升之后，议价空间增大，成本能够有效降低。以上因素将帮助连锁口腔医疗机构占得未来行业竞争的先机。

通策医疗，作为我国医疗服务行业唯一的牙科上市公司，标的稀缺，其“区域总院 + 分院”的扩张模式高增长确定性强，公司致力于打造以口腔、眼科和辅助生殖医疗等服务为主营业务的综合型医疗服务集团，未来发展前景广阔，建议重点关注。

## 6. 风险因素

### 6.1. 民营医疗机构的社会认知风险

我国公立医疗机构起步早、积累深厚，拥有良好的人才资源和政策支持，加上国有资本的背景，在市场竞争中比较容易获得患者的信赖。民营医疗机构是在公立医疗机构处于垄断地位的背景下发展起来的，起步晚、积累少、技术水平和管理水平参差不齐，加上小部分民营医疗机构缺乏诚信和自律，损害了民营医疗机构在社会上的整体形象，使得民营医疗机构更加难以获得患者的信任。虽然，近年来随着医疗体制改制的推进和民营医疗机构的不断涌现，社会民众对民营医疗机构的认知有所改观，但这种认知的改变需要一定的时间和过程。

### 6.2. 民营连锁医疗机构市场竞争风险

不断扩大的市场规模和国家鼓励性的政策导向，将会吸引更多的社会资本进入口腔医疗服务行业，加之现有口腔医疗机构的竞争意识和竞争能力也在逐步增强，这些因素都将使我国口腔医疗服务市场的竞争愈加激烈。

### 6.3. 人才短缺风险

口腔医疗服务属于技术密集型行业，高素质的技术和管理人才对医疗机构的发展意义重大。目前我国口腔医疗行业技术人才和管理人才较为稀缺，且高素质的技术人才和管理人才培养周期较长，一定程度上影响了口腔医疗机构的长远发展。

### 6.4. 医疗安全风险

由于存在着医学认知局限、患者个体差异、医生素质差异等诸多因素的影响，医学的各类诊疗行为不可避免地存在风险。大多数口腔疾病需要通过手术治疗来完成，就口腔科手术而言，尽管现有医技水平已达到较高水平，且大多数手术操作是可控的，但由于口腔科手术质量的好坏受医师素质、诊疗设备、质量控制水平等多种因素的影响，因此口腔医疗机构不可避免地存在一定的医疗风险。

### 6.5. 经营规模快速扩张的风险

随着医改的推进，民营资本进入医疗领域的限制逐步放开。口腔医疗因为商业性、美容性、康复性的特点，我国民营口腔医院数量呈爆发式增长，企业扩张速度过快导致其专业人员获取压力加大。在管理层面上，需要企业具备较强的管理输出能力，在一定程度上，为企业的经营管理增加了难度。

## 分析师简介:

常江, 新西兰惠灵顿维多利亚大学工商管理硕士, 五年以上证券行业医药研究经验, 在创新药、生物制品、医疗服务、医疗器械等细分领域具有深入研究。

## 附注:

### 一、市场指数评级

看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20%

看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间

看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%

### 二、行业指数评级

超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10%

标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间

低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 三、公司股票评级

买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15%

增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间

中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间

减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间

卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

### 四、风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用, 并不构成对客户投资建议, 并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证, 建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

### 五、免责声明

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料, 但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断, 并不代表东海证券股份有限公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下, 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多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

### 六、资格说明

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

## 上海 东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦

网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

电话: (8621) 20333619

传真: (8621) 50585608

邮编: 200215

## 北京 东海证券研究所

地址: 北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F

网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

电话: (8610) 66216231

传真: (8610) 59707100

邮编: 100089