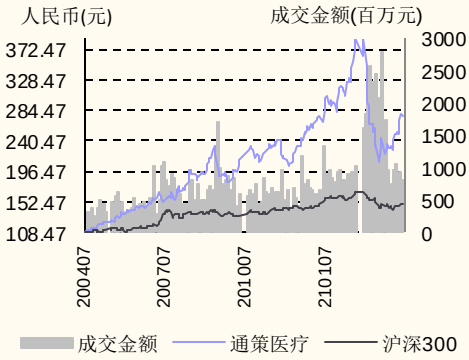
通策医疗 (600763.SH) 增持（维持评级）

公司深度研究

市场价格（人民币）：275.30 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	3.21
已上市流通 A 股(亿股)	3.21
总市值(亿元)	882.72
年内股价最高最低(元)	388.00/108.98
沪深 300 指数	5140
上证指数	3483



相关报告

1.《内生增长稳健，维持口腔行业景气度判断-通策医疗 2019 年年报...》，2020.4.26

口腔龙头地位稳固，省内市场下沉可期

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,546	1,894	2,127	2,769	3,563
营业收入增长率	31.05%	22.52%	12.31%	30.15%	28.68%
归母净利润(百万元)	332	463	539	721	952
归母净利润增长率	53.34%	39.44%	16.36%	33.85%	32.00%
摊薄每股收益(元)	1.036	1.444	1.681	2.249	2.969
每股经营性现金流净额	1.46	2.02	2.06	2.81	3.64
ROE(归属母公司)(摊薄)	25.25%	25.94%	23.28%	23.83%	23.99%
P/E	45.83	70.99	164.55	122.93	93.13
P/B	11.57	18.41	38.31	29.30	22.34

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **充分利用稀缺医疗资源成就“通策模式”，“旗舰总院+分院”的路径巩固国内连锁口腔龙头地位：**公司收购当地知名的口腔医院，与该医院的原有品牌相结合，发展连锁分院实现扩张。该模式具有患者流量稳定、业绩确定性高的独特优势，强化了人才与运营方面的竞争壁垒。杭口等收购老院的整合效应显著，新建分院逐步进入成长期，为业绩贡献新增量。
- **学科建设业务丰富，各细分领域未来发展空间广阔：**正畸和种植是口腔医疗的两条黄金赛道，公司正推进“种植倍增计划”和“正畸旋风计划”两大战略。“种植倍增计划”是公司根据种植细分市场进行差异化产品定位，推出了低端种植产品，拓展客户群体；“正畸旋风计划”是以互联网为平台，以现代 3D 打印、AI 技术等为主要支撑的数字化正畸诊疗模式，旗下设立的“Ortholink 优领”&“Hibeauty 隐秀”，提供隐形数字化正畸解决方案。
- **省内播种“蒲公英计划”，在浙江省内进一步渠道下沉，省外布局“存济”品牌，开启全国性复制探索：**一方面，公司在省内播种“蒲公英计划”，提出了三到五年内在浙江省内布局 100 家分院，实施区域为浙江省内的县（市、区）及重点乡镇，蒲公英计划是公司在浙江省内进一步渠道下沉，提高浙江省内市占率的重要举措。另一方面，与中国科学院大学合作成立的国科大存济医学院是公司新一轮全国扩张的核心医疗平台，支持公司建立各地旗舰中心医院所需要的品牌冠名、人才输出和学术平台。
- **辅助生殖领域推进，波恩技术协同合作医院，综合诊治能力成就优质辅助生殖机构：**自 2011 年进入辅助生殖领域，引进波恩(英国)辅助生殖技术，逐步打造辅助生殖行业优势地位。

投资建议

- 我们看好公司在民营口腔医疗服务行业的龙头地位，公司业务模式可持续复制，业绩有望维持较快增长。我们预计公司 2020-2022 年归属母公司净利润分别为 5.39 亿、7.21 亿、9.52 亿，分别同比增长 16%、34%、32%。
- 给予公司目标价 311.4 元，给予“增持”评级。

风险

- 医疗事故风险；口腔医院扩张不及预期；省外扩张计划不及预期。

袁维 分析师 SAC 执业编号：S1130518080002
(8621)60230221
yuan_wei@gjzq.com.cn

内容目录

总院+分院充分利用稀缺医疗资源，口腔龙头扬帆启航.....5
推进省内省外布局，铸就民营口腔医疗服务龙头.....5
历经三轮扩张，各阶段稳步发展，全国布局逐步落定.....7
口腔医疗市场空间广阔，“通策模式”铸就国内口腔连锁龙头地位.....10
高速增长口腔医疗需求面临较大执业牙医缺口.....10
全国范围行业集中度偏低，民营口腔连锁化成为趋势.....11
种植、正畸是口腔医疗服务的两条黄金赛道.....13
学科建设业务丰富，各细分领域未来发展空间广阔.....14
中国正畸市场高速发展，隐形正畸占比持续提升.....14
旗下设“Ortholink 优领”&“Hibeauty 隐秀”，提供隐形数字化正畸解决方案...17
老龄化驱动种植牙市场扩容，种植体是种植牙系统的核心.....19
省内播种“蒲公英计划”，省外布局“存济”品牌，打开公司长期发展空间.....21
杭州口腔医院品牌成熟，是具有区域影响力且体量成熟的稀缺医疗资源.....21
复制杭口路径拓展：收购、改制医院与扩张的成功案例分析.....24
省内播种“蒲公英计划”，在浙江省内进一步渠道下沉.....24
建立横向与纵向的团队诊疗模式，是分院扩张的重要支撑.....26
体外培育“存济”品牌，省外复制医院集团.....27
主营业务领域的新开拓：推进辅助生殖，启航综合妇幼医疗领域.....28
投资建议与盈利预测.....29
风险提示.....30

图表目录

图表 1：通策医疗股权结构.....5
图表 2：2006-2020Q3 通策医疗营收情况（亿元）.....5
图表 3：2006-2020Q3 通策医疗归母净利润（亿元）.....5
图表 4：2016-2020H1 年通策医疗门诊量及增速.....6
图表 5：2016-2020H1 年综合客单价（元）.....6
图表 6：通策医疗 2020H1 年主营业务收入构成.....6
图表 7：2016-2020H1 年医疗服务收入构成.....6
图表 8：2006-2020Q3 通策医疗期间费用情况（%）.....7
图表 9：2006-2020Q3 通策医疗毛利率、净利率（%）.....7
图表 10：公司浙江省内和省外口腔医疗服务收入拆分.....7
图表 11：公司浙江省内和省外毛利率情况.....7
图表 12：通策医疗历史沿革.....7
图表 13：通策医疗第一轮扩张口腔医院一览.....8
图表 14：赢湖创造、赢湖共享投资基金详情.....8
图表 15：通策医疗第二轮扩张口腔医院一览.....9

图表 16：中国科学院大学 Logo.....9
图表 17：国科大存济医学院 Logo.....9
图表 18：诸暨通策口腔医疗投资基金合伙企业（有限合伙）详细情况.....9
图表 19：杭口品牌下口腔医院一览.....10
图表 20：2019 年（经选定地区）每百万人口牙医人数.....10
图表 21：2019 年（经选定地区）牙科服务普及率.....10
图表 22：中国居民口腔健康状况.....11
图表 23：浙江省牙科服务市场规模（单位：亿元）.....11
图表 24：浙江省牙科单次就诊平均支出（单位：元）.....11
图表 25：不同口腔医疗机构特点类比：按经营主体分类.....12
图表 26：不同运营模式下口腔医疗机构类比.....12
图表 27：2008-2019 年中国口腔医疗行业市场规模.....13
图表 28：公立口腔医院与民营口腔数量.....13
图表 29：口腔医疗服务细分.....14
图表 30：传统正畸疗法及隐形矫治疗法对比.....15
图表 31：2019 年中美正畸病例对比.....17
图表 32：优领全流程数字化正畸解决方案.....18
图表 33：优领定制款口扫仪.....18
图表 34：隐秀新膜片.....18
图表 35：优领数字化正畸模型.....19
图表 36：Ortholink 优领测量.....19
图表 37：3D 模拟，医生可以根据此制定治疗方案.....19
图表 38：医生提供全方位的治疗建议.....19
图表 39：常见口腔修复治疗手段及其特点与功效.....20
图表 40：种植牙系统可获得与天然牙齿相似修复效果.....20
图表 41：种植牙步骤示意图.....20
图表 42：种植牙费用细分.....21
图表 43：种植牙费用结构.....21
图表 44：2011-2018 年我国种植牙数量变化情况（单位：万颗，%）.....21
图表 45：2007-2019 杭口集团营收情况.....22
图表 46：2009-2019 杭口集团净利润情况.....22
图表 47：衢州分院营业收入（百万元）及增速（%）.....22
图表 48：衢州分院净利润（百万元）及增速（%）.....22
图表 49：2010-2019 衢州口腔医院（杭口衢州分院）净利率情况.....23
图表 50：2014～2019 杭口诸暨分院营收（百万元）.....23
图表 51：2014～2019 杭口诸暨分院净利润（百万元）.....23
图表 52：2014-2019 诸暨口腔医院（杭口诸暨分院）净利率情况.....23
图表 53：通策医疗收购医院一览.....24
图表 54：2009～2019 宁波口腔医院营业收入（万元）.....24

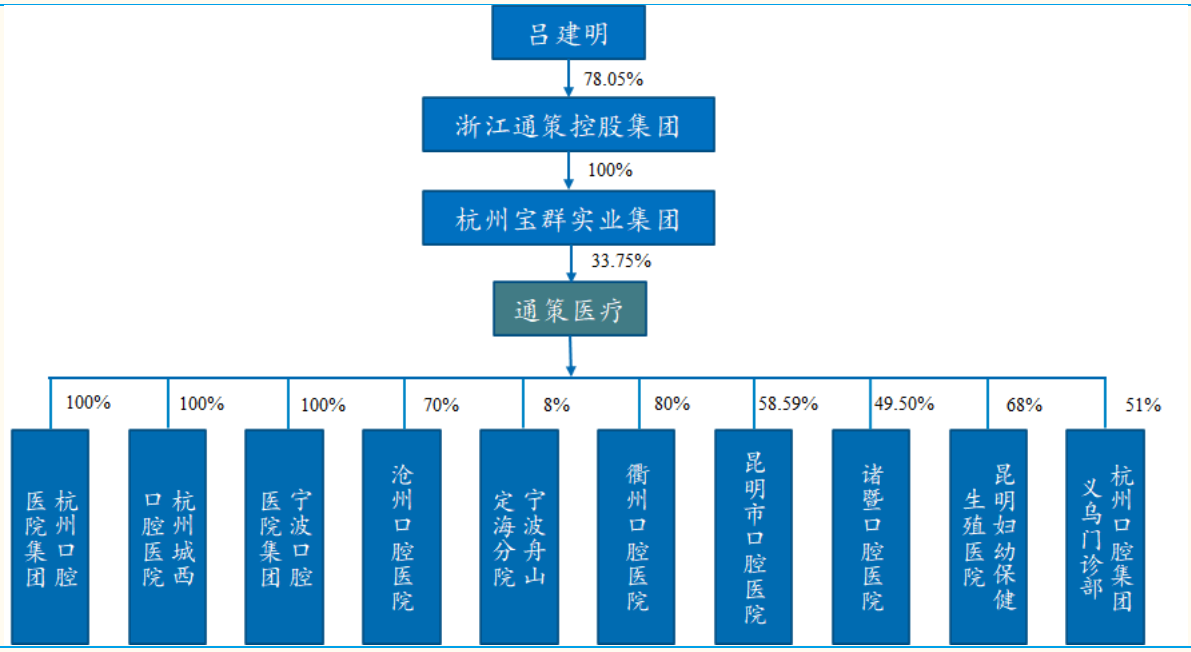
图表 55：2009～2019 宁波口腔医院净利润（万元）.....24
图表 56：蒲公英计划规划示意图.....25
图表 57：部分已开业蒲公英医院股权结构.....25
图表 58：蒲公英分院收入测算模型.....26
图表 59：梅奥诊所就诊流程.....27
图表 60：通策医疗 CM 模式.....27
图表 61：体外存济医院股权结构.....28
图表 62：IVF-ET（试管婴儿）技术相关术语一览.....28
图表 63：通策医疗在辅助生殖领域形成的行业壁垒.....29
图表 64：公司收入预测（单位：百万元）.....30
图表 65：可比公司估值情况（截止 2021/04/06）.....30

总院+分院充分利用稀缺医疗资源，口腔龙头扬帆启航

推进省内省外布局，铸就民营口腔医疗服务龙头

- 通策医疗是国内连锁口腔医疗的龙头公司。致力于打造集临床、科研、教学三位一体的大型口腔医疗集团。公司以浙江省为大本营，持续推进“总院+分院”模式，打造以“杭口”、“城西”、“宁口”三大总院为核心盈利医院，利用总院品牌影响力辐射带动分院实现群聚效应；同时，公司在省内播种“蒲公英计划”，提升浙江省内市占率，通过产业基金在省外布局“存济”品牌，布局全国。
- 截止 2020 年中报，公司拥有口腔医疗机构 35 家，公司口腔医疗服务营业面积达到 16 万平米，开设牙椅 1753 台。

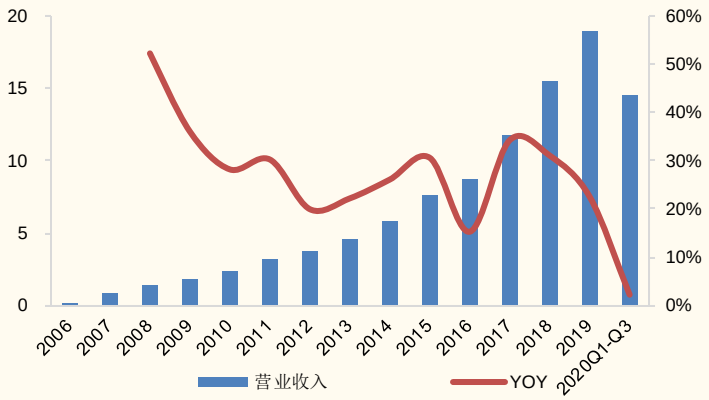
图表 1：通策医疗股权结构



来源：公司公告，天眼查，国金证券研究所

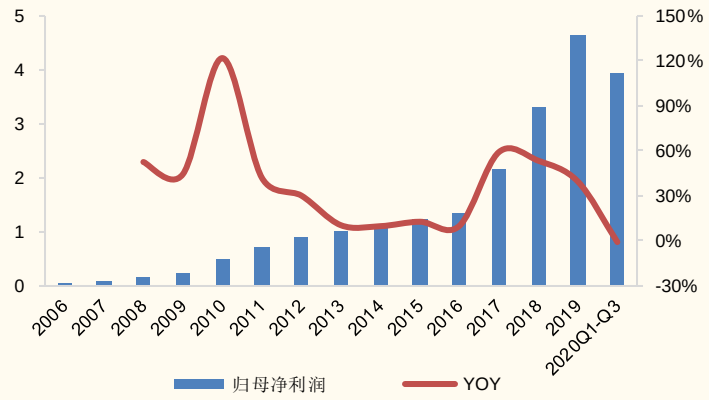
- **公司自上市以来业绩保持高速增长。**2019 年，公司实现营业收入 18.94 亿元，较 2018 年同比增长 22.52%；实现归母净利润 4.63 亿元，同比增长 39.44%。2020 年初公司业务受疫情一定影响，但公司积极调整，5 月中旬后口腔诊疗业务全面恢复。

图表 2：2006-2020Q3 通策医疗营收情况（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

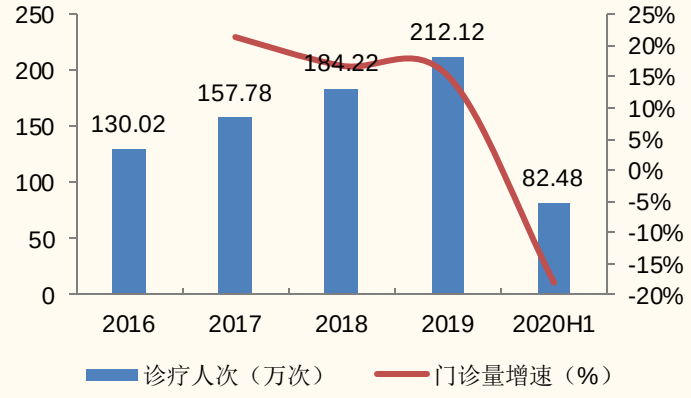
图表 3：2006-2020Q3 通策医疗归母净利润（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

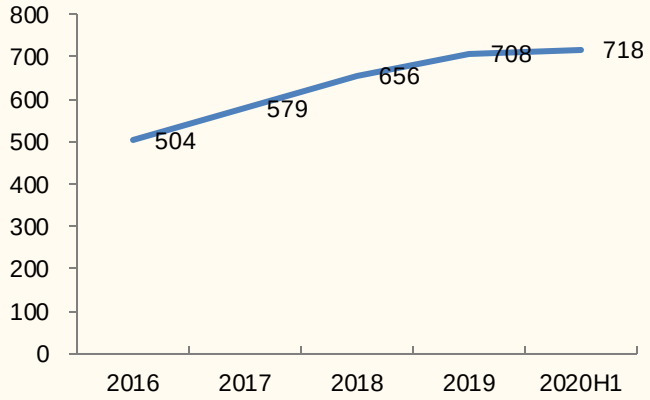
■ **口腔业务一直是业绩增长的主要来源，近年来公司规模增长与学科丰富相叠加，门诊量和客单价均呈增长趋势。**截止 2020 年中报，公司口腔医疗服务营业面积达到 16 万平米，开设牙椅 1753 台，口腔医疗门诊量 82.48 万人次，2020 年上半年综合客单价达到 718 元。

图表 4：2016-2020H1 年通策医疗门诊量及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

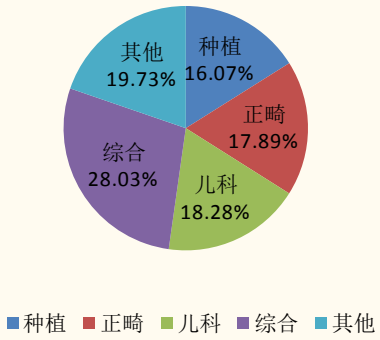
图表 5：2016-2020H1 年综合客单价（元）



来源：公司公告，国金证券研究所

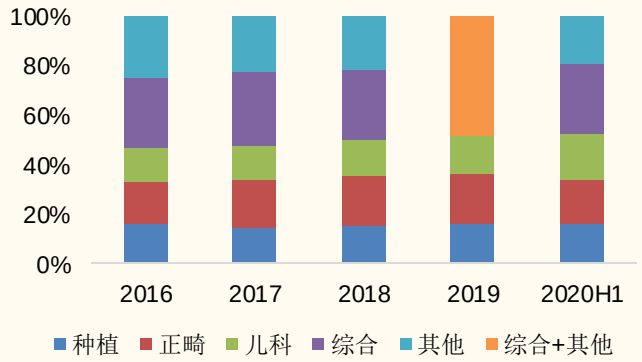
■ **种植、正畸、儿科及综合口腔项目是公司的主要口腔服务业务，近几年比例相对稳定。**2020 年上半年公司实现营业收入 7.38 亿元，其中种植业务实现收入 1.19 亿元，占比 16.07%，正畸业务实现收入 1.32 亿元，占比 17.89%，儿科业务实现收入 1.35 亿元，占比 18.28%，综合口腔项目实现收入 2.07 亿元，占比 28.03%。

图表 6：通策医疗 2020H1 年主营业务收入构成



来源：公司公告，国金证券研究所

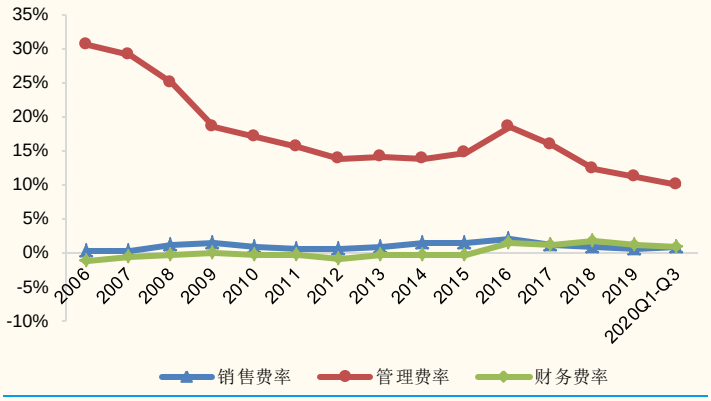
图表 7：2016-2020H1 年医疗服务收入构成



来源：公司公告，国金证券研究所

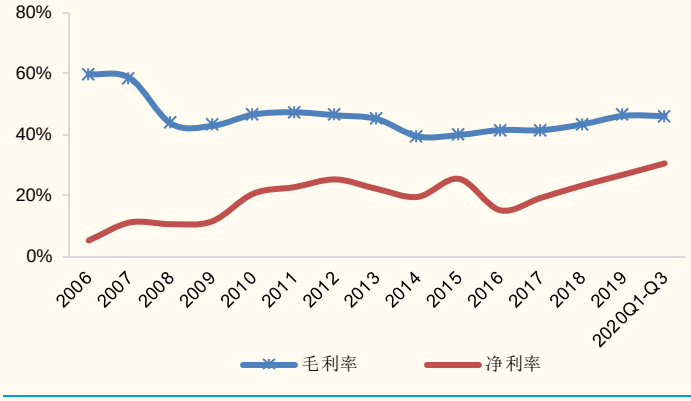
■ **公司注重费用控制，费用控制优异，净利率稳步增长。**2014~2015 年期间的费用比例虽然有小幅上升，但是从 2016 年起管理费用率、销售费用率以及财务费用率均进入下降通道，净利润率也随之稳步提升；2019 年，公司毛利率为 46.08%，净利润为 26.81%。

图表 8：2006-2020Q3 通策医疗期间费用情况（%）



来源：公司公告，国金证券研究所

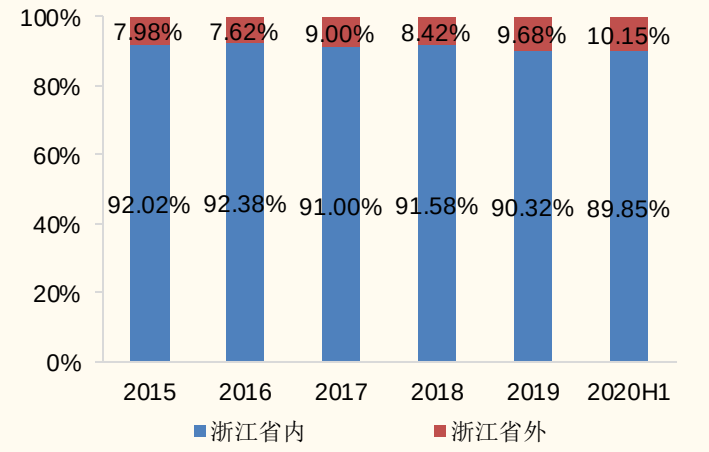
图表 9：2006-2020Q3 通策医疗毛利率、净利率（%）



来源：公司公告，国金证券研究所

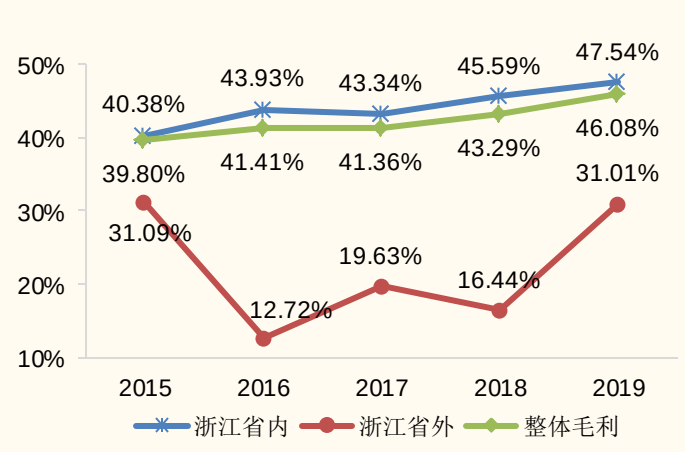
- **浙江区域是公司核心的营收来源，且毛利率处于较高水平。**2019 年，公司实现营业收入 18.94 亿元，其中 90.32%的收入来自浙江省内，近年来，公司浙江省外收入占比有提升趋势。公司省内业务毛利率为 47.54%，省外业务毛利率为 31.01%，仍有较大提升空间。

图表 10：公司浙江省内和省外口腔医疗服务收入拆分



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 11：公司浙江省内和省外毛利率情况

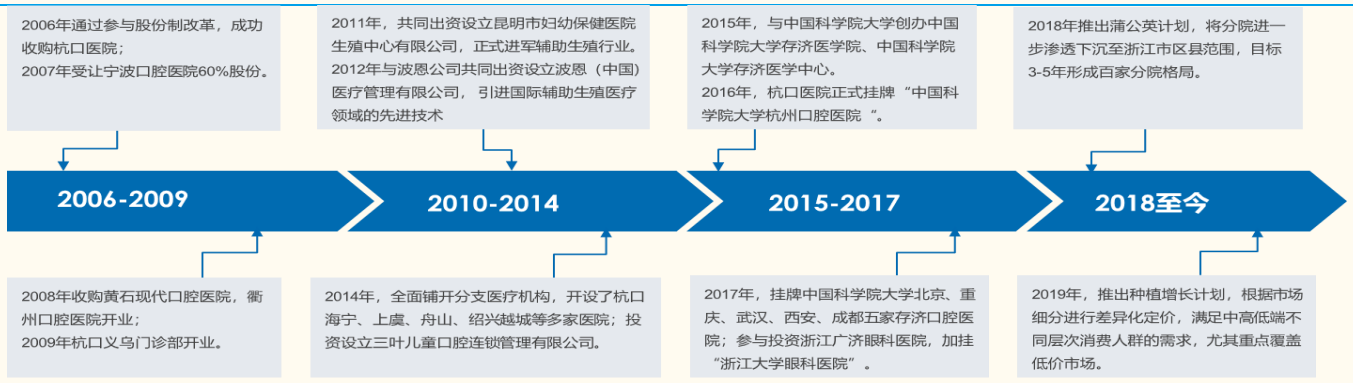


来源：公司公告，国金证券研究所

历经三轮扩张，各阶段稳步发展，全国布局逐步落定

- 公司自 2006 年 6 月改制后的杭州口腔医院进入口腔医疗以来，至今共经历了三轮扩张。

图表 12：通策医疗历史沿革



来源：公司公告，公司官网，国金医药整理绘制，国金证券研究所

- 2007～2011 年第一轮扩张：收购成熟医院拓展至浙江省外
  - 公司充分发挥杭州口腔医院在当地的知名度和权威性，通过“杭州口腔医院总院+分院”对杭州市及周边区域市场实现迅速覆盖，将“总院+分院”的协同效应最大化。同时，公司通过外延并购和参与公立医院改制，布局了宁波、衢州、北京、黄石、沧州、义乌、昆明。

图表 13：通策医疗第一轮扩张口腔医院一览

医院名称	品牌	覆盖区域	持股比例	时间	成立方式
杭州口腔医院有限公司	杭口	杭州市	100%	2006年	公立医院改制
杭州城西口腔医院有限公司	杭口	杭州市	100%	2007年	设立
杭州东河口腔门诊部有限公司	杭口	杭州市	100%	2007年	设立
衢州口腔医院有限公司	衢口/杭口	衢州市	80%	2007年	设立
沧州口腔医院有限公司	沧口	沧州市	70%	2007年	收购
宁波口腔医院有限公司	宁口	宁波市	100%	2008年2月	收购
黄石现代口腔医院有限公司	黄石现代	黄石市	100%	2008年3月	收购
北京通策京朝口腔医院有限公司	将迁址扩建为北京存济	北京市	剥离至通策口腔医疗基金	2008年3月	收购
义乌杭口口腔门诊部有限公司	杭口	义乌市	51%	2009年11月	设立
昆明市口腔医院有限公司	昆口	昆明市	58.59%	2011年5月	公立医院改制

来源：公司公告，公司官网，口腔医院官网，国金证券研究所

- 2013～2015 年第二轮扩张：资本运作多元化，投资基金加速分院整体扩张布局
  - 2013 年 11 月，公司子公司通盛医疗关键管理人及其他自然人共同设立了杭州赢湖创造投资合伙企业（赢湖创造）和杭州赢湖共享投资合伙企业（赢湖共享）。
  - 通盛医疗作为普通合伙人对赢湖创造出资 270 万元，占其注册资本 18%，对赢湖共享出资 520 万元，占其注册资本的 34.67%。

图表 14：赢湖创造、赢湖共享投资基金详情

投资基金名称	设立方		出资比例
诸暨赢湖创造投资合伙企业	普通合伙人	杭州通盛医疗投资管理有限公司	18%
	有限合伙人	其他有限合伙人	82%
诸暨赢湖共享投资合伙企业	普通合伙人	杭州通盛医疗投资管理有限公司	34.67%
	有限合伙人	其他有限合伙人	65.33%

来源：天眼查，国金证券研究所

- **投资基金的引入加快了公司口腔医院的内生性增长和外延扩张。**杭口分院围绕总院，辐射周边地区建设分院。同时，宁波口腔医也复制杭口“总院+分院”模式进行战略布局，实现了跨区开设分院。

图表 15：通策医疗第二轮扩张口腔医院一览

医院名称	品牌	覆盖区域	持股比例	时间	成立方式
诸暨口腔医院有限责任公司	诸暨口腔/杭口	诸暨市	50%	2013年12月	设立
海宁通策口腔医院有限公司	杭口	海宁市	60%	2014年8月	设立
舟山通策口腔医院有限公司	宁口	宁波市	66%	2014年9月	设立
绍兴上虞口腔医院有限公司	杭口	绍兴市	51%	2015年1月	设立
南京金陵口腔医院	存济	南京市	90%	2015年4月	设立
湖州通策口腔医院有限公司	杭口	湖州市	60%	2015年8月	设立
杭州萧山通策杭口口腔医院有限公司	杭口	杭州市	60%	2015年10月	设立
绍兴越城口腔医院有限公司	杭口	绍兴市	59%	2015年10月	设立
杭州庆春口腔门诊部有限公司	杭口	杭州市	50%	2016年6月	设立
杭州城北口腔医院有限公司	杭口	杭州市	61%	2016年3月	设立
宁波北仑通策口腔医院有限公司	宁口	北仑市	76%	2016年6月	设立

来源：公司公告，公司官网，口腔医院官网，国金证券研究所

- 2015 年至今第三轮扩张：对接国科大学术资源，全国前瞻布局区域旗舰医院，2019 年播种“蒲公英计划”进一步提升浙江省内地区渗透率
  - 2015 年 5 月，通策集团与中国科学院大学（国科大）联合创办了国科大存济医学院。国科大存济医学院将成为公司全国扩张的核心医疗平台，支持公司建立布局全国市场，建立各地旗舰医院所需要的品牌冠名、人才输出和学术平台。
  - 根据公司公告，在浙江地区，未来 3~5 年，公司计划通过“蒲公英计划”进一步渗透下沉到主要县（市、区），布局 100 家口腔医院。

图表 16：中国科学院大学 Logo



来源：国科大官网，国金证券研究所

图表 17：国科大存济医学院 Logo



来源：国科大官网，国金证券研究所

- 公司通过诸暨通策口腔医疗投资基金在武汉、西安、重庆、成都等投资设立“存济”旗舰口腔医院，每家体量相当于杭州口腔医院中心医院，逐步面向全国战略布局口腔医疗服务。

图表 18：诸暨通策口腔医疗投资基金合伙企业（有限合伙）详细情况

投资基金名称	成立时间	注册资本	设立方	出资金额（万元）	出资比例
诸暨通策口腔医疗投资基金合伙企业（有限合伙）	2016 年 10 月	10 亿元	诸暨海骏口腔医疗投资管理有限公司	79000	79%
			杭州海骏科技有限公司	1000	1%
			通策医疗股份有限公司	20000	20%

来源：公司公告，天眼查，国金证券研究所

- 公司旗下的旗舰品牌包括杭州口腔医院（杭口）、宁波口腔医院（宁口）、昆明市口腔医院（昆口）、沧州口腔医院（沧口）、黄石现代口腔医院（黄口）、益阳口腔医院（益口）、上海三叶儿童口腔医院（上海三叶）、以及国科大存济附属口腔医院。
- 其中，杭口以参股、人才输出以及品牌冠名等方式开设分院（门诊部），是公司最成功的口腔医院品牌。

图表 19：杭口品牌下口腔医院一览

序号	医院注册名称	所在地区	时间	杭口参股	杭口品牌输出使用名称	人才输出
1	杭州城西口腔医院有限公司	杭州市	2007年	100%	杭口城西分院	√
2	杭州东河口腔门诊部有限公司	杭州市	2007年	100%	杭口东河门诊部	√
3	衢州口腔医院有限公司	衢州市	2007年	-	衢州口腔医院/杭口衢州分院	√
4	义乌杭口口腔门诊部有限公司	义乌市	2009年11月	51.00%	义乌杭州口腔医院	√
5	诸暨口腔医院有限责任公司	诸暨市	2013年12月	-	诸暨口腔医院/杭口诸暨分院	√
6	海宁通策口腔医院有限公司	海宁市	2014年8月	60%	杭口海宁分院	√
7	绍兴上虞口腔医院有限公司	绍兴市	2015年1月	51%	杭口上虞分院	√
8	湖州通策口腔医院有限公司	湖州市	2015年8月	60%	杭口湖州分院	√
9	杭州萧山通策杭口口腔医院有限公司	杭州市	2015年10月	60%	杭口萧山分院	√
10	绍兴越城口腔医院有限公司	绍兴市	2015年10月	59%	杭口绍兴分院	√
11	杭州庆春口腔门诊部有限公司	杭州市	2016年6月	50%	杭口庆春路分院	√
12	杭州城北口腔医院有限公司	杭州市	2016年3月	61%	杭口城北分院	√
13	杭州骋东口腔门诊部有限公司	杭州市	2017年2月	61%	杭口骋东分院	√

备注：衢州口腔医院与诸暨口腔医院是杭口的品牌冠名和人才输出医院，由通策医疗持股，持股比列分别为80%、50%。

来源：公司公告，天眼查，国金证券研究所

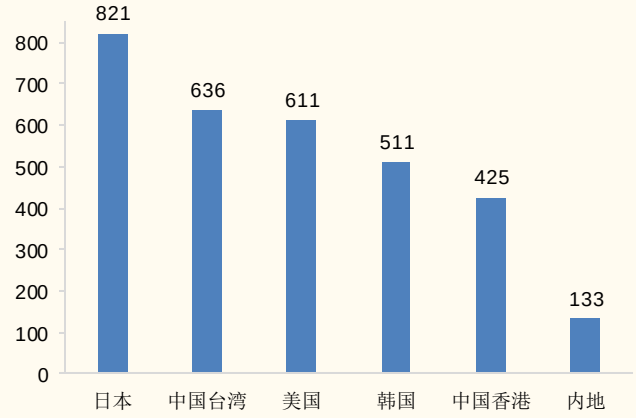
- 自 2006 年重组至今，公司除了在口腔领域处于行业领先地位之外，其“区域总院+分院”的独特发展模式也将拓展至辅助生殖、眼科在内的其他专科医疗领域。

口腔医疗市场空间广阔，“通策模式”铸就国内口腔连锁龙头地位

高速增长口腔医疗需求面临较大执业牙医缺口

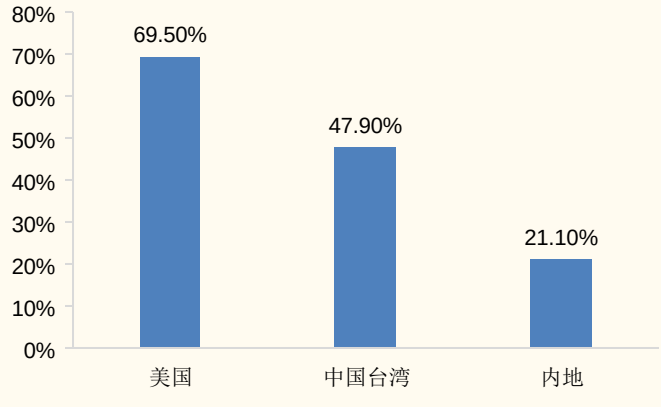
- **目前我国口腔人才严重短缺，我国牙科服务市场仍有较大发展空间。**根据中国口腔医疗集团招股书，从每百万人牙医数量来看，2019 年香港、日本、台湾、美国及韩国等地区百万人口牙医人数为 425 人至 821 人，而中国则为 133 人。2019 年，我国牙科服务普及率为 21.1%，远低于美国及台湾等其他地区。

图表 20：2019 年（经选定地区）每百万人口牙医人数



来源：中国口腔医疗集团招股书，弗若斯特沙利文，国金证券研究所

图表 21：2019 年（经选定地区）牙科服务普及率

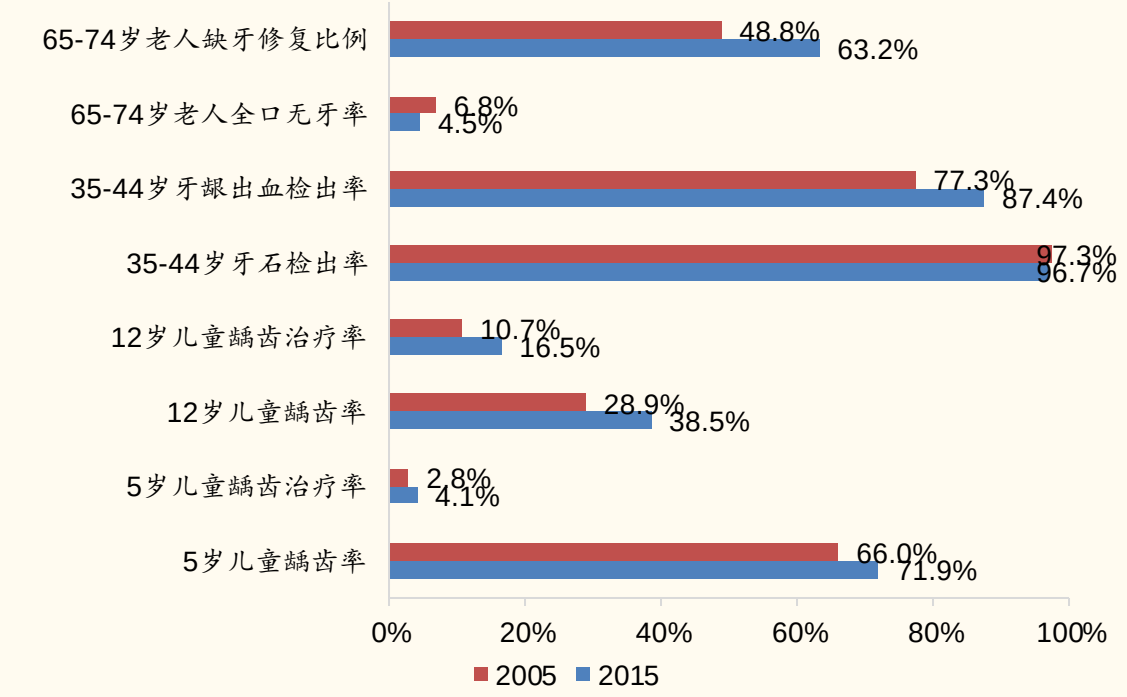


来源：中国口腔医疗集团招股书，弗若斯特沙利文，国金证券研究所

- 据 2017 年第四次口腔健康流行病学调查结果显示，2015 年我国 5 岁和 12 岁儿童龋齿率分别为 71.9%和 38.5%，较 2005 年提升较快。35-44 岁人群牙石与牙龈出血检出率较高，分别为 96.7%和 87.4%。65-74 岁老人

全口无牙率为 4.5%，较 2005 年略有下降，但缺牙修复比例由 48.8%提升至 63.2%。整体来看，我国居民口腔健康医疗需求呈明显上升趋势。

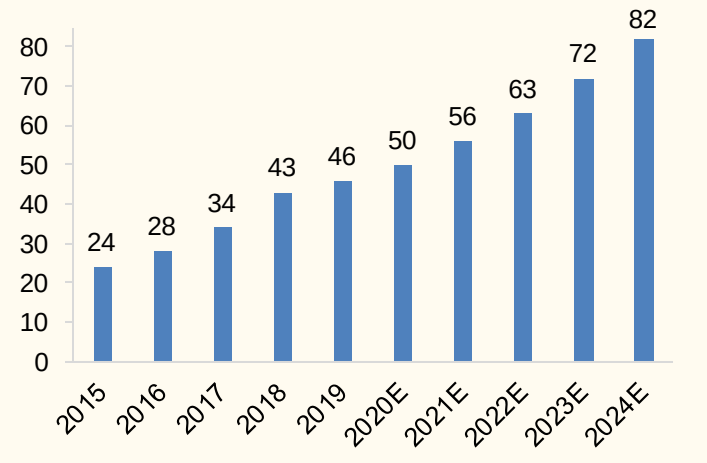
图表 22：中国居民口腔健康状况



来源：第四次口腔健康流行病学调查报告，国金证券研究所

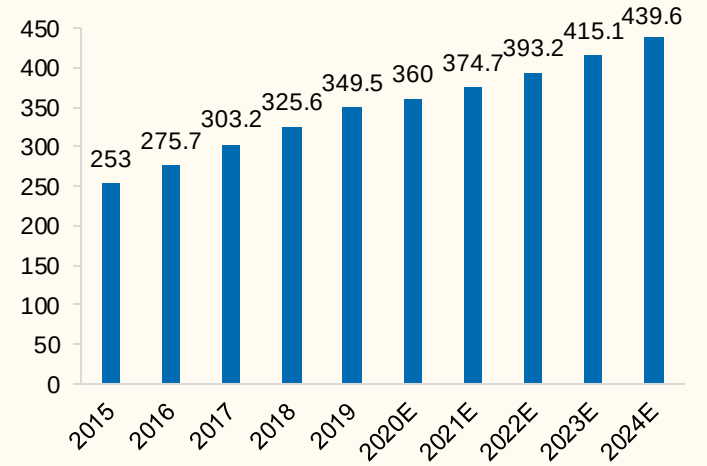
- **浙江省口腔医疗服务市场增长强劲。**浙江省经济发展水平居于各省前列，2019 年人均可支配收入 6.02 万元，远高于全国人均可支配收入 4.24 万元。二胎政策的开放与人口老龄化趋势带来牙科服务市场规模的强劲增长，根据中国口腔医疗集团招股书，浙江省牙科服务市场规模由 2015 年的 24 亿元提升至 2019 年的 46 亿元，年复合增长率为 18.0%，预计 2024 年牙科服务市场规模进一步增至 82 亿元，2020 年-2024 年预计实现 13.2%的年复合增长率。
- 随着居民口腔健康意识的不断提升与消费需求升级，牙科服务单次就诊平均支出也稳步提升，2015 年浙江省牙科单次就诊平均支出为 253 元，2019 年提升至 349.5 元，预计 2024 年将进一步提升至 439.6 元。

图表 23：浙江省牙科服务市场规模（单位：亿元）



来源：中国口腔医疗集团招股书，国金证券研究所

图表 24：浙江省牙科单次就诊平均支出（单位：元）



来源：中国口腔医疗集团招股书，国金证券研究所

全国范围行业集中度偏低，民营口腔连锁化成为趋势

- 按照经营主体的不同，可以将我国的口腔医疗机构分为四类：非营利性综合性医院口腔科、非营利性口腔专科医院、营利性民营口腔医院及其连锁机构和个体口腔诊所。

图表 25：不同口腔医疗机构特点类比：按经营主体分类

	非营利性医院		盈利性口腔医院/门诊部/诊所	
	综合性医院口腔科	大中型口腔专科医院	品牌口腔连锁	个体口腔诊所
分布	各城镇综合医院均有设置	一线及省会城市，部分经济发达的地级市	目前一线城市、省会城市等经济发达地区较集中	遍布各城镇生活区
硬件设备及医师技能水平	硬件设备较齐全，与专科医院相比有一定差距；医师技能较好	规模大，设备精良；有大量知名专家，医师学历一般在硕士以上	设备精良，且相比公立医院有就医环境、服务、体验等优势；医师学历多在本科以上，一般配有知名专家	规模小，设备较简易，医师技能和学历一般
医疗服务范围	一般口腔疾病的诊疗	各种口腔疾病、疑难杂症诊疗，包括种植、正畸、颌面外科等	主要特色一般来自于种植、正畸、修复、口腔保健等项目	较为常见的“拔、镶、补”等
服务人群	专科口腔医院缺少的情况下或占据主导	一线口腔专科医院可辐射至全国，大部分为当地口碑	有定位高端的机构，也有中端服务满足多元化医疗需求	社区患者，就近服务

来源：前瞻产业研究院，国金证券研究所

- **全国范围内口腔医疗产业的市场集中度较低。**而在以城市为单位的区域市场上，市场集中度较高。我国每个省会级城市都有一到两家综合性医院的口腔或口腔专科医院在当地具有一定的影响。如四川大学华西口腔医院、北京大学口腔医院、第四军医大学口腔医院、武汉大学附属口腔医院、中山大学附属光华口腔医院、浙江大学医学院附属口腔医院等。
- 这些区域性主导口腔医院以公立性质为主，创办历史悠久，在临床和科研水平均处于全国行业领先地位，具有较高的知名度和权威性，具有成功的医院品牌。其就诊患者除本地以外也包括来自周边省份甚至全国各地，且多为疑难口腔患者，年门急诊体量大，是多数患者首选的就诊处，占主要的服务提供份额。这类非营利性公立口腔医疗机构较易受体制约束，市场化程度较低，扩张缓慢。

图表 26：不同运营模式下口腔医疗机构类比

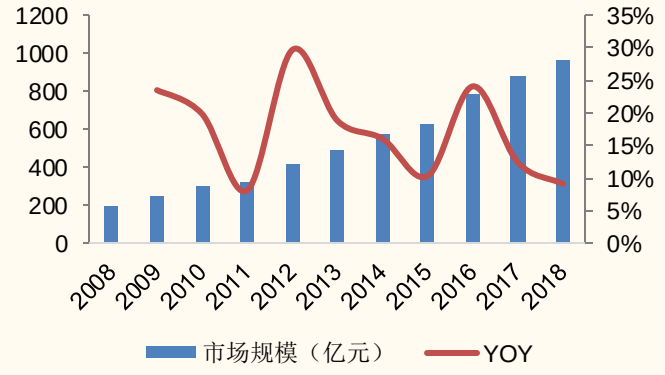
模式	营运实体	代表企业	特点及优势	存在的问题
非盈利医院	大型口腔专科医院，大型综合医院口腔科	四川大学华西口腔医院、北京大学口腔医院等	技术水平高、承担教学科研任务，多为医保定点医院，是目前我国口腔医院服务的主要提供者。受体制约束，缺乏足够的激励机制和市场敏感性，市场化程度低，扩张缓慢	受体制约束，缺乏足够的激励机制和市场敏感性，市场化程度低，扩张缓慢
品牌口腔连锁（单品牌）	标准化口腔连锁门准	拜瑞、华美、佳美、瑞尔、大众、亚非等	品牌逐步树立，市场化程度高，扩张速度快，服务项目大多聚集在正畸、种植牙等高利润、高附加值的业务中	扩张时容易受制约的因素：流量低、盈利慢，医疗渗透率低，竞争内容（服务项目）较为一致，口腔机构受众群较窄，客流量不稳定
品牌口腔连锁（医院品牌）	盈利性口腔医院+分院	通策医疗	在上市公司的大品牌下，通过参与地方公立口腔医院改制，实现并购体量成熟的口腔医院成为品牌旗舰医院，依托该医院的品牌效应发展分院（门诊部）实现扩张，同时覆盖医保和非医保消费者	体量成熟的口腔医院稀缺；推进过程中地方政府在改制谈判中的主动性较强，改制难度大，谈判周期较长，外延式扩张过程较难把握
个体口腔诊所	个体口腔诊所	—	数量众多，依靠口碑扩大客源，主要定位于中低端市场	服务半径受限，不能通过规模化效应降低成本

来源：前瞻产业研究院，国金证券研究所

- **自新医改启动以来，多元化的医疗体制得到大力的推动和发展，政策的放开为社会资本进入医疗服务行业提供了机遇。**在政策鼓励民营资本进入医疗领域，消费升级、患者认知提高等多项利好条件下，民营口腔医疗近年来发展迅速。民营口腔医疗机构相比公立机构有更好的就医环境，在足够的激励机制和较高的市场敏感度下，更加重视市场的开拓和服务质量，民营口腔医疗机构近年来得到快速发展，影响力也逐年扩大。
- **专科连锁模式是民营资本参与口腔医疗服务的主要方式。**连锁专科模式具有轻资产运营的特点，特点是技术壁垒低，风险小，多采用标准化的治疗

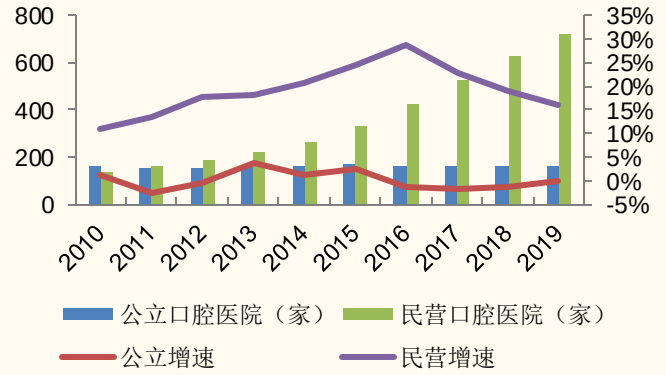
流程，可复制性高，易于市场扩张。通常针对公立医院不太重视或对医保依赖度低的科室。

图表 27：2008-2019 年中国口腔医疗行业市场规模



来源：前瞻产业研究院，国金证券研究所

图表 28：公立口腔医院与民营口腔数量



来源：中国卫生健康统计年鉴，国金证券研究所

- **品牌连锁多优先锁定发达城市进行拓展，定位于中高端市场居多。**到目前为止，民营口腔尚无全国性的综合知名品牌。而以发达城市为中心的区域性知名连锁品牌已出现。目前中国主要的知名口腔连锁品牌主要集中在北京、上海、广州、深圳、杭州等经济发达沿海地带，其中北上广一带的竞争尤为激烈。在品牌连锁机构的主导扩张下，全国性的知名综合品牌有望应运而生。

种植、正畸是口腔医疗服务的两条黄金赛道

- **口腔医疗服务的细分领域较多。**从科室上细分，包括牙体牙髓科、牙周科、口腔颌面外科、口腔修复科、口腔正畸科、口腔种植科、口腔预防保健科等。
- **牙齿修复已不仅局限于种植、固定或佩戴义齿，牙齿美学修复需求明显增加。**过去，进行牙齿修复患者多为牙齿龋损严重者。近年来，多数患者在牙齿修复时强调对美观的诉求，也有患者无牙齿病变，单纯以美观要求进行牙齿修复。
  - 前牙区是美学区域，因牙体缺损、牙齿缺失、颜色异常、牙齿排列异常等原因可影响美观和功能。此类治疗难度稍大、治疗程序繁琐，不仅需要在治疗方案选择、适配过程中征求患者意见，还多需正畸治疗，有条件医院还需要开展计算机口腔建模、3D 模型制作，花费较大。
- **正畸和种植口腔医疗的两条黄金赛道，客单价高于普通的拔牙、补牙，且不在医保报销范围内，是高价值项目。**医保只报销补牙基本的材料和治疗费、拔牙及治疗牙周炎等牙病的费用，涉及牙齿美容类的，如镶牙、烤瓷牙、洗牙、种植牙、正畸等基本不报销。种植和正畸均不在医保报销范围内，对消费者的支付能力要求较高。
- **公司正推进“种植倍增计划”和“正畸旋风计划”两大战略。**其中，“种植倍增计划”是公司根据种植细分市场进行差异化产品定位，推出了低端种植产品，拓展客户群体；“正畸旋风计划”是以互联网为平台，以现代 3D 打印、AI 技术等为主要支撑的数字化正畸诊疗模式。

图表 29：口腔医疗服务细分

细分科室名称	特点	临床业务范围	客单价
牙体牙髓科	指牙齿本身的疾病，及由此引起的根尖周组织疾病	龋齿，牙髓病和根尖周病的诊断与系统治疗；牙齿硬组织缺陷的诊断与治疗；变色牙齿的诊断与治疗，牙齿美学修复，牙齿美白；牙体牙髓疑难疾病的诊断与序列治疗	10-200元/根管（牙）
牙周科	口腔科最常见的疾病	牙周炎、牙龈增生、牙龈出血、牙龈红肿、牙龈退缩、牙松动和口臭等	5-500/牙
口腔颌面外科	以颌面部位为主，兼具治疗和美容	颌面部炎症、颈下颌关节疾病、口腔颌面部创伤、牙颌面畸形、唇腭裂	100-10000元/次
口腔修复科	对牙及牙列的缺损，缺失以及颌面部的缺损进行修复	单冠修复、固定桥修复、可摘除局部义齿修复、全口义齿	50-300/牙
口腔正畸科	牙颌面畸形诊疗，美观需求为主	针对牙齿排列不齐、龅牙、地包天等开展普通固定矫正、隐形矫正等	20000-80000元
口腔种植科	利用人工种植体进行修复	各类牙列缺损与损失、颌面部缺损的种植修复治疗	8000-12000元/颗
口腔预防保健科	针对口腔疾病的综合治疗	儿童口腔疾病和成人的龋齿、牙髓病、根尖周病和牙周病的诊疗；高危人群的龋齿管理；口腔疾病的预防和口腔健康教育口腔卫生指导	5-40元/颗

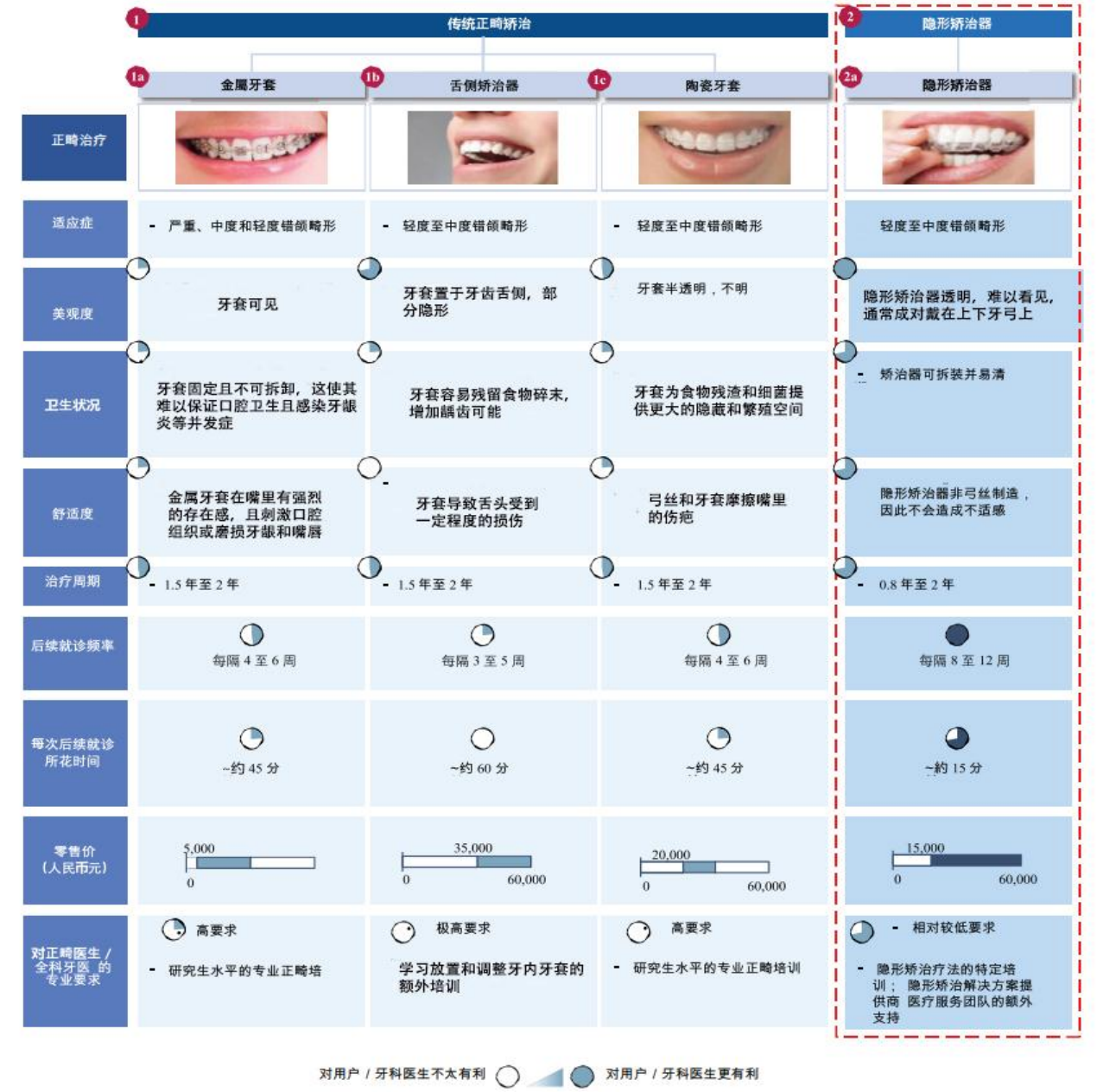
来源：武大口腔医院，国金证券研究所

学科建设业务丰富，各细分领域未来发展空间广阔

中国正畸市场高速发展，隐形正畸占比持续提升

- **口腔正畸即牙齿矫正，可解除错牙和畸形，包括其诊断分析及预防治疗，正畸可达到美观牙齿的功效。**正畸治疗主要通过各种矫正装置来调整面部骨骼、牙齿及颌面部的神经及肌肉之间的协调性，调整上下颌骨之间，上下牙齿之间、牙齿与颌骨之间和联系它们的神经及肌肉之间不正常的关系，其最终矫治目标是达到口颌系统的平衡、稳定和美观。
- **传统的正畸矫治包括金属牙套、舌侧矫治器及陶瓷牙套，是错颌畸形的主要疗法，但存在较多限制。**包括（1）牙套太过明显而不美观；（2）传统牙套的设计和材料引发口腔不适；（3）牙套不可摘戴，导致口腔卫生不良；（4）对牙科医生的技术要求高，一般要求研究生水平的的正畸专业培训；及（5）需要调整、维修或更换弓丝导致后续就诊频率高、耗时长。
- **隐形矫治疗具有美观、舒适、可摘带等诸多优势。**隐形矫治疗法于 1998 年在美国首次推出，它的出现打破了传统正畸疗法的限制。包括（1）透明隐形矫治器更加美观；（2）隐形矫治器的定制设计及先进材料令口腔舒适度更高；（3）可摘隐形矫治器可改善口腔卫生；（4）隐形矫治解决方案提供商提供综合矫治方案设计支持；（5）减少后续就诊频率和时长；（6）全科牙医的要求相对温和，且易于采用。

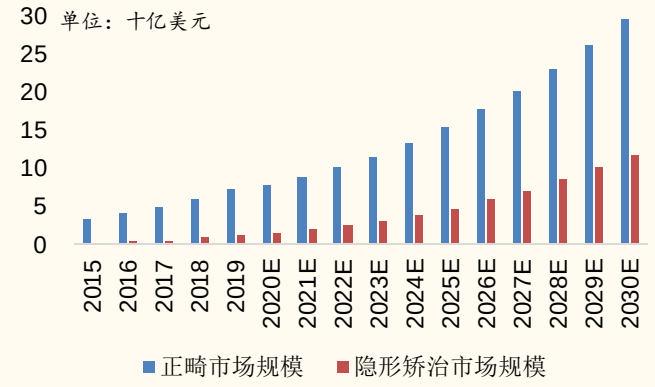
图表 30：传统正畸疗法及隐形矫治疗法对比



来源：时代天使招股说明书，国金证券研究所

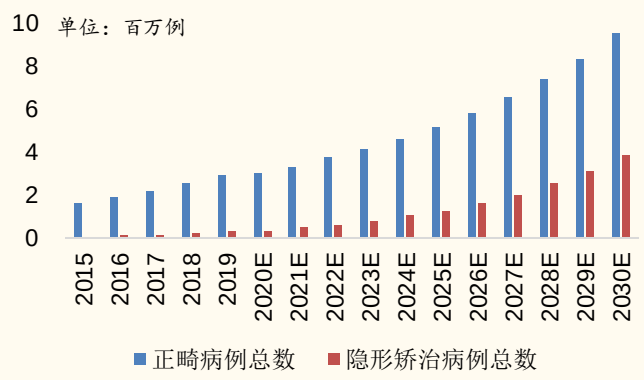
- **中国正畸市场高速增长，隐形正畸病例总数持续提升。**根据时代天使招股书，中国正畸市场由 2015 年的 34 亿美元增至 2019 年的 73 亿美元，复合年增长率为 20.7%，且有望于 2030 年达到 296 亿美元，2019 年至 2030 年的复合年增长率预计为 13.6%。隐形矫治市场规模由 2015 年的 2 亿美元增至 2019 年的 14 亿美元，复合年增长率为 56.0%，并有望于 2030 年达到 119 亿美元，2019 年至 2030 年的复合年增长率预计为 21.5%。
  - 中国正畸病例数目由 2015 年的 1.6 百万例增至 2019 年的 2.9 百万例，复合年增长率为 15.3%，并预期将于 2030 年达到 9.5 百万例，复合年增长率为 11.4%。
  - 中国隐形矫治正畸病例数目由 2015 年的 47,800 例增至 2019 年的 303,900 例，复合年增长率为 58.8%，并预期将于 2030 年达到 3.8 百万例，复合年增长率为 25.9%。

图表 3：2015-2030 年中国正畸与隐形矫治市场规模



来源：时代天使招股书，国金证券研究所

图表 4：2015-2030 年中国正畸与隐形矫治病例总数



来源：时代天使招股书，国金证券研究所

- **中国正畸市场发展空间广阔，对标美国仍有六倍发展空间。**根据灼识咨询报告，于 2019 年，中国和美国，错颌畸形患病率分别约为 74.0%，73.0%；根据中华人民共和国 2019 年国民经济和社会发展统计公报，2019 年中国大陆总人口数为 14 亿人，结合人口数我们预计中国错颌畸形患者量约为 10.37 亿人；根据 CEICDATA，2019 年美国总人口数为 3.28 亿，结合人口数我们预计美国错颌畸形患者量约为 2.44 亿人。
- 由此我们计算得出 2019 年中国口腔正畸市场渗透率仅为 0.28%，2019 年美国口腔正畸渗透率为 1.85%，将该比率作为可及水平进行对标，中国正畸市场仍有约 6 倍提升空间，发展空间广阔。

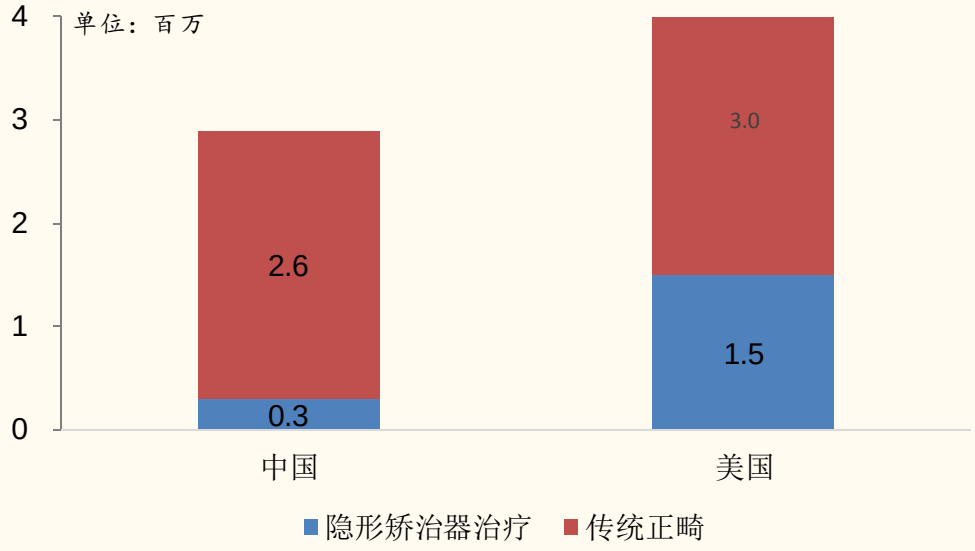
图表 5：中国口腔正畸市场发展空间广阔

2019 年指标	中国	美国
错颌畸形患病率	74.0%	73.0%
错颌畸形患者数（百万）	1036.6	243.5
口腔正畸病例数（百万）	2.9	4.5
正畸市场渗透率	0.28%	1.85%
对标提升空间	6.6 倍	

来源：中国口腔医学会，时代天使招股书，国金证券研究所

- **中国接受隐形矫治器渗透率低于美国，未来用户基数有巨大增长潜力。**2019 年，中国约有 10.37 亿例错颌畸形病例，远高于美国的约 2.44 亿例错颌畸形病例。然而，2019 年中国接受治疗的 290 万例错颌畸形病例中，仅有 10.5%使用隐形矫治器，美国接受治疗的 450 万例错颌畸形病例中有 33.1%使用隐形矫治器。

图表 31：2019 年中美正畸病例对比



来源：时代天使招股书，国金证券研究所

- 根据灼识咨询报告，中国口腔正畸市场规模将持续增长，在隐形矫正在患者收入水平提高，及隐形正畸的不断普及下，其市场规模在正畸市场总体规模中的占比将由 2019 年的 19.7%提升至 2025 年的 31.2%。

图表 5：中国口腔正畸市场发展空间广阔

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
正畸市场规模（十亿美元）	3.4	4.1	5.0	6.1	7.3	7.8	8.9	10.2	11.6	13.4	15.4
正畸市场规模增速	-	20.6%	22.0%	22.0%	19.7%	6.8%	14.1%	14.6%	13.7%	15.5%	14.9%
隐形矫治市场规模（十亿美元）	0.2	0.4	0.6	1.0	1.4	1.5	2.0	2.6	3.2	3.9	4.8
隐形矫正市场规模增速	-	100.0%	50.0%	66.7%	40.0%	7.1%	33.3%	30.0%	23.1%	21.9%	23.1%
隐形矫正市场规模占比	5.9%	9.8%	12.0%	16.4%	19.2%	19.2%	22.5%	25.5%	27.6%	29.1%	31.2%
正畸病例总数（百万例）	1.6	1.9	2.2	2.5	2.9	3.0	3.3	3.7	4.1	4.6	5.1
隐形矫治病例总数（百万例）	0.0	0.1	0.1	0.2	0.3	0.3	0.5	0.6	0.8	1.0	1.2
隐形矫治病例数占比	0.0%	5.3%	4.5%	8.0%	10.3%	10.0%	15.2%	16.2%	19.5%	21.7%	23.5%

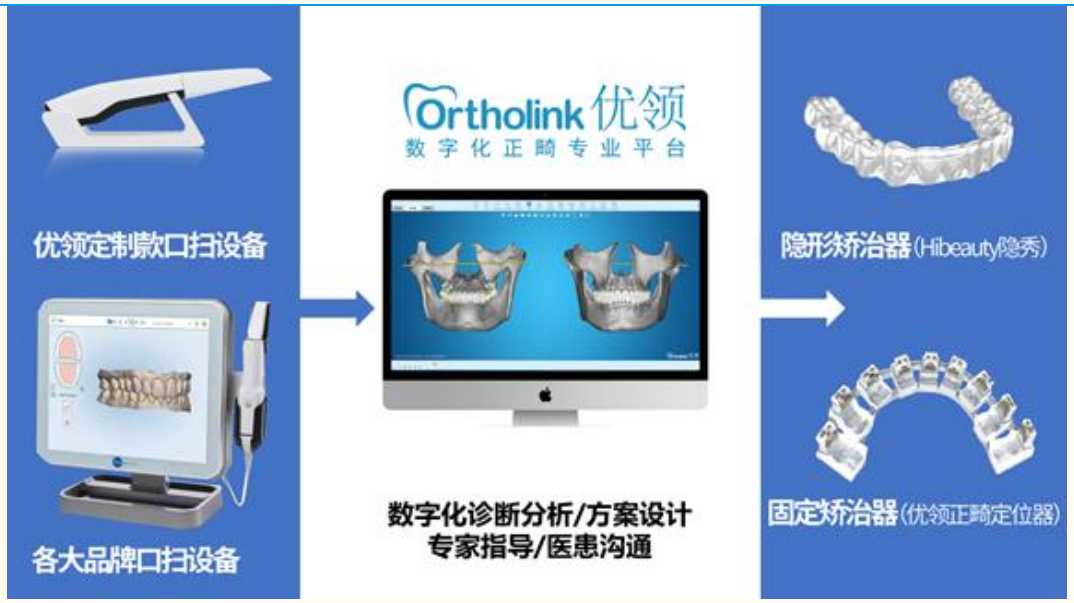
来源：时代天使招股书，Henry Schein 官网，国金证券研究所

旗下设“Ortholink 优领”&“Hibeauty 隐秀”，提供隐形数字化正畸解决方案

- **公司构建隐形矫正数字化设计、口扫设备对接的数字化平台，平台可同时提供隐秀矫正和固定矫正的数字化解决方案。**数字化技术正引领口腔正畸行业的发展，相较于传统方式更加精准、高效，公司“Ortholink 优领”&“Hibeauty 隐秀”两大品牌分别致力于数字化正畸与隐形矫正的研究与开发，2020 年 8 月，发布托槽“间接粘接”功能，平台实现了固定矫正的数字化设计。

- **通策集团旗下的杭州一牙数字口腔有限公司自主研发“Ortholink 优领”数字化正畸专业平台，是“Hibeauty 隐秀”无托槽隐形矫正的核心技术平台，可为医生提供基于云计算的正畸全案服务。**通过与口内扫描仪、矫治器的对接，覆盖数据采集、资料分析、方案制定等各个环节，医生可根据自己的需要，在优领平台上获得目标位模拟、专家指导、质控管理、专业培训、矫治器对接等多方面的解决方案，给医生提供“一站式”服务。

图表 32：优领全流程数字化正畸解决方案



来源：通策医疗官方公众号，国金证券研究所

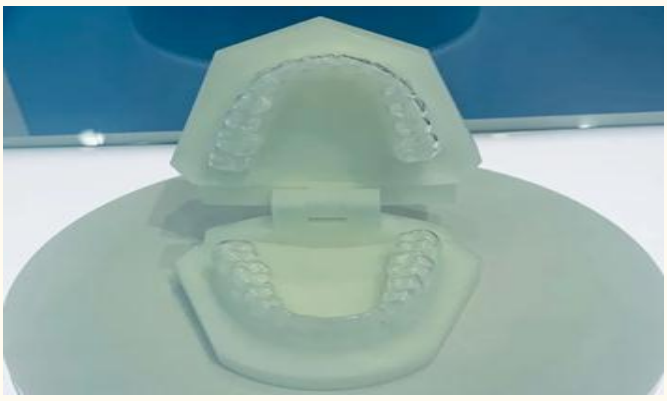
- “Ortholink 优领”平台运用先进的数字化技术，集正畸资料管理、测量分析、模拟矫治方案排牙、专家指导和专业正畸培训等功能于一体，涵盖了检查、测量、分析、诊断、设计等环节，为正畸医生提供专业、高效、精准的数字化正畸技术服务，并会有新的技术不断推出。
  - **资料采集——定制款口扫。**优领“定制款口内扫描仪”使优领全流程数字化正畸如虎添翼，开启数字化正畸之旅。
  - **资料分析与方案沟通——优领新功能。**作为全流程数字化的重要环节，优领平台全新功能：“AI 一键头影测量”功能、“自动分牙”功能等，方便快捷，专业可靠。
  - **优领正畸定位器——可通过优领正畸平台进行正畸方案的目标位模拟后，根据最终方案选择矫治工具。**使正畸托槽的定位更加精准，保证正畸效果，降低医生椅旁时间，提高医生工作效率。针对正畸患者口腔特点的个性化定制，满足医生粘接托槽的个性化需求；采取上下颌一体化的结构，医生可根据需要整体使用，或拆解分段使用；主要原材料为医用树脂，安全可靠。
  - **隐秀新膜片**——具备卓越的抗断裂能力，出众的回弹力，出众的化学耐受性，更持久有效的矫治力。

图表 33：优领定制款口扫仪



来源：通策医疗官方公众号，国金证券研究所

图表 34：隐秀新膜片



来源：通策医疗官方公众号，国金证券研究所

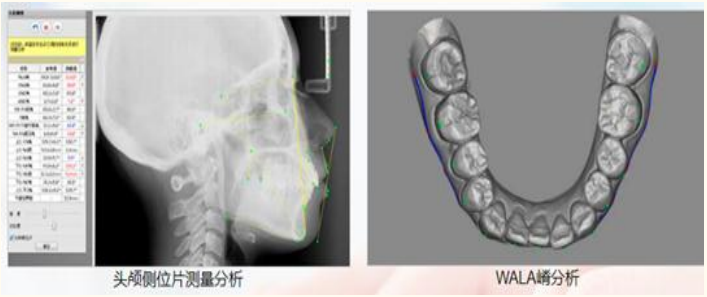
- **优领数字化正畸功能的实现包括以下步骤：**
- ①利用扫描技术建立 3D 数字化模型，为医生进行数字化测量分析和矫治方案模拟提供数据基础。数字模型还具备网络存储、远程传输和在线读取等功能。
- ②测量分析。医生可以利用 Ortholink 优领测量软件对数字模型 、X 光片进行快速精确的测量，并可实时观看测量结果，为制定治疗方案提供依据。

图表 35：优领数字化正畸模型



来源：通策医疗官网，国金证券研究所

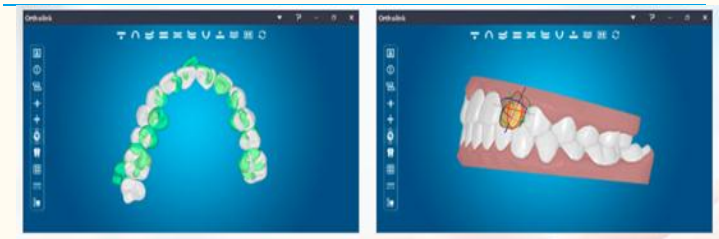
图表 36：Ortholink 优领测量



来源：通策医疗官网，国金证券研究所

- ③3D 模拟医生可以根据治疗方案，利用 Ortholink 优领排牙软件对数字模型进行试验性排牙，360° 查看治疗方案的模拟结果，既有利于医生确定治疗方案，又方便医生和患者进行沟通，直观呈现治疗目标。
- ④专家指导。Ortholink 优领拥有经验丰富的正畸专家，为医生提供全方位的方案建议、治疗过程管理，以及专业的医学培训，授人以鱼，更授人以渔。
- ⑤专业培训。依托平台优质专家资源，搭建系统全面课程体系，开展丰富多样的授课形式，为不同层次的医生提供系统学习和培训机会，让医生与专家零距离沟通，体验一场美妙的正畸医学之旅。

图表 37：3D 模拟，医生可以根据此制定治疗方案



来源：通策医疗官网，国金证券研究所

图表 38：医生提供全方位的治疗建议



来源：通策医疗官网，国金证券研究所

- **2020 年发布托槽“间接粘接”功能，平台实现了固定矫正的数字化设计。**间接粘接有望缓解口腔医疗行业手工业性重复制慢的特点，实现了固定矫正的数字化设计。相比传统的粘接方式，优领的“间接粘接”功能具有如下优势。
  - 定位更精准，优领的正畸定位器利用数字化设计及 3D 打印技术，实现导板的个性化定制，精度更高，且减少人为操作误差。
  - 粘接更高效，优领正畸定位器的一体化设计，可以实现托槽分段或全颌的联合粘结，克服了手工逐个粘结耗时长、患者舒适度低的问题，减少椅旁操作时间。
  - 使用更方便，优领的正畸定位器内部结构与患者牙齿咬合面完全吻合，就位非常方便。

老龄化驱动种植牙市场扩容，种植体是种植牙系统的核心

- **牙齿缺失的发病率随年龄的增加而上升。**牙列缺损、牙列缺失是口腔常见病和多发病。从缺失牙原因来看，龋病是缺失牙的主要原因，其次是牙周

病和外伤。随着年龄的增加，人均缺牙数越高，患者口内平均修复牙数和义齿的修复率提高。老年人由于牙龈生理性萎缩，使没有牙釉质覆盖的牙根暴露在口腔中，加上食物嵌塞，口腔细菌积累造成菌斑及其代谢产物共同作用下更容易导致龋病、牙周病。

- **第四次全国口腔健康流行病学调查显示，较 2005 年，我国老年人口腔状况及口腔卫生服务水平都有所提升。**调查发现，65-74 岁老年人中，存留牙数为 22.5 颗，城市高于农村，全口无牙的比例为 4.5%，农村高于城市；缺牙已修复治疗比例为 63.2%，城市高于农村。与十年前相比，老年人存留牙数平均增加了 1.5 颗，全口无牙的比例下降了 33.8%，修复比例上升了 29.5%。

- **最为常见的牙齿缺失修复方法有三种，分别为种植牙、固定义齿及活动义齿，种植牙目前牙齿修复的首选方法。**活动义齿即为常见的假牙，存在异物感强、稳定性差且咀嚼功能受限等缺点；固定牙齿（烤瓷牙）咀嚼功能好，但需要磨损两颗健康牙齿，对邻牙要求高；种植牙较接近天然牙的功能、结构，美观效果也好，不需磨损健康牙，但种植牙费用相对较高。

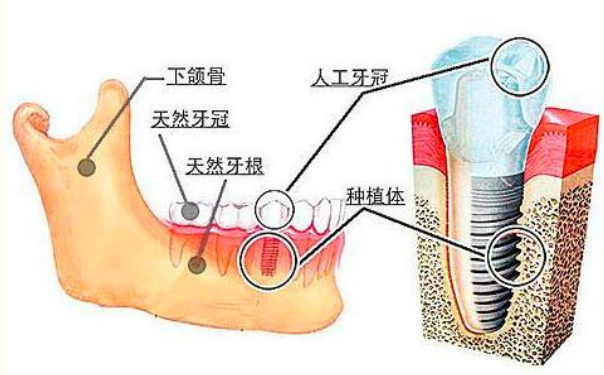
图表 39：常见口腔修复治疗手段及其特点与功效

分类	种植牙	固定义齿	活动义齿
治疗方式	做种植牙修复，需要填入用钛金属制成的种植体，等种植体在牙骨里面稳定生存后，再在种植体上面用美牙冠修复缺牙	做烤瓷牙之前,需要先将缺牙旁边的天然牙磨掉一部分,用来制作一个固定桥,将烤瓷牙固定	活动假牙,就是用钢丝连接塑料假牙和剩余天然牙,用来修复缺牙的部位
价格	8000-12000 元/颗	800-3000 元/颗	200 元/颗左右
优点	较接近天然牙的功能、结构，美观效果也好，不需磨损健康牙	容易清洗、使用方便而且外观好看	对剩余口腔组织伤害小,价格便宜
缺点	价格比活动假牙和固定假牙贵,但长远来看物超所值	制作固定桥一定要磨除缺牙两侧的健康牙,缺一颗牙较少需要磨两颗健康牙,才能修复缺牙,会对健康牙产生一定伤害	易出现各种并发症，导致食物塞牙，牙槽骨萎缩，甚至出现基牙疼痛，容易脱落，也要经常清洗较为麻烦
治疗时间	3-6 个月	短	短
使用寿命	半永久性	每 5-10 年更换	每 3-4 年更换或作其他处理

来源：湖北口腔医学院、蚌埠医学院修复正畸学教研室，国金证券研究所

- **种植牙系统由种植体、种植基台和牙冠组成。**种植牙是以“骨结合”的方式，将与人体骨质兼容性高的生物材料纯钛和钛合金制作的人工牙根（种植体充当人工牙根）以外科小手术的方式植入到压槽骨内，再通过基台与牙冠连接。

图表 40：种植牙系统可获得与天然牙齿相似修复效果



来源：开立特口腔，国金证券研究所

图表 41：种植牙步骤示意图



来源：开立特口腔，国金证券研究所

- **在种植牙系统中，种植体是核心，占手术费用比例最大。**根据前瞻产业研究院，目前国内市场上种植牙手术的费用大概在 8000-22000 元，其中种植体作为核心材料，费用最高，一般达到 3500-12000 元，占整个手术费用的 44%。其次为手术费+麻醉费 3000-5000 元（25%），修复材料 1200-

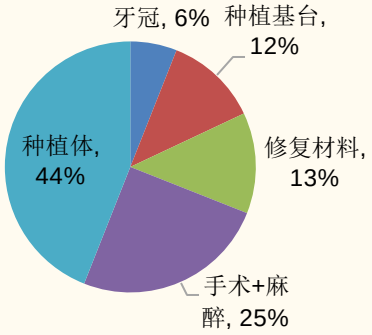
2500 元（13%），种植基台 1500 元（12%），牙冠分烤瓷牙 300-1000 元，或全瓷牙 1000-2500 元（6%）。

图表 42：种植牙费用细分

种类	价格
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，视情况使用
手术费及麻醉费	3000-5000 元
总费用	8000-22000 元

来源：前瞻产业研究院，国金证券研究所

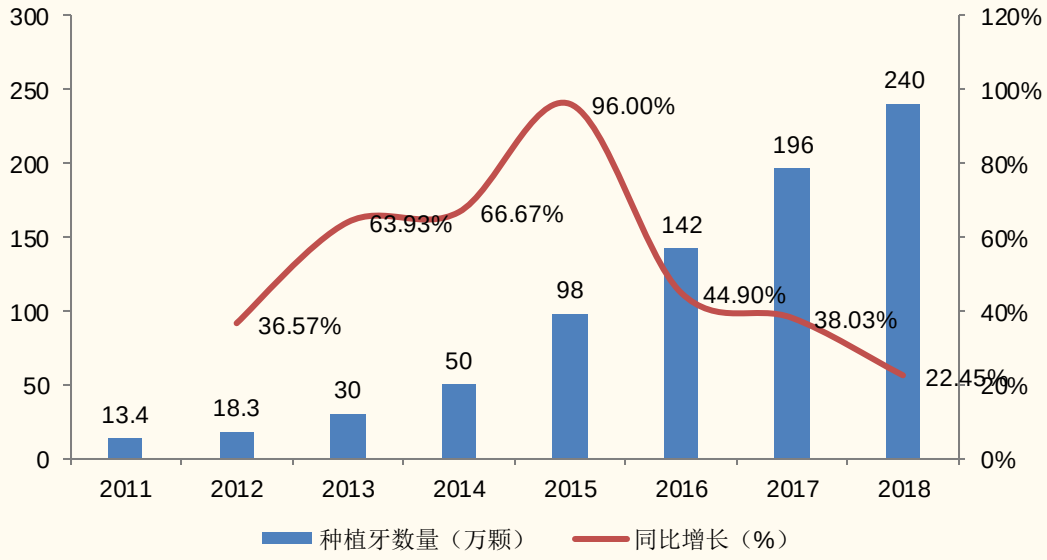
图表 43：种植牙费用结构



来源：前瞻产业研究院，国金证券研究所

- **我国种植牙数量高速增长，处于渗透率快速提升的阶段。**2011 年我国种植牙数量仅有 13.4 颗，2018 年我国种植牙数量已达到约 240 万颗，2011-2018 年复合年增速超过 50%，处于渗透率快速提升的阶段。

图表 44：2011-2018 年我国种植牙数量变化情况（单位：万颗，%）



来源：中为咨询研究，国金证券研究所

省内播种“蒲公英计划”，省外布局“存济”品牌，打开公司长期发展空间

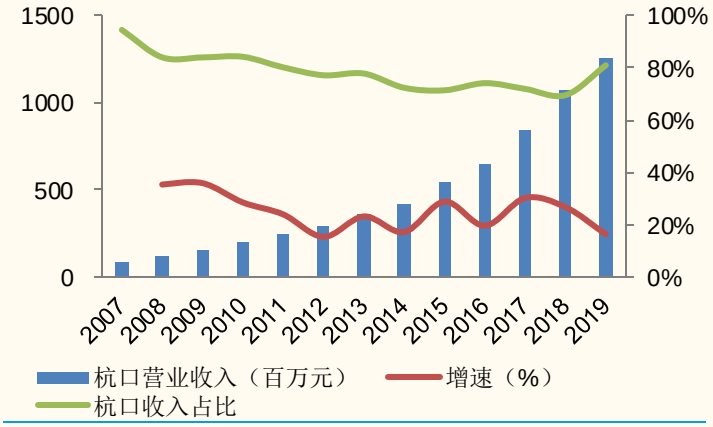
杭州口腔医院品牌成熟，是具有区域影响力且体量成熟的稀缺医疗资源

- **杭口具有成熟的医院品牌，其口碑在浙江省具有一定影响力，是优质的口腔医疗资源。**其雏形是解放初期 10 位口腔老前辈组建的联合诊所，后几经迁址合并，于 1952 年在杭州市官巷口成立了“上城区牙病防治所”。1987 年 10 月正式迁址至平海路 57 号口腔医院办公楼，并更名为“杭州市口腔医院”。2001 年被确定为省级和市级职工基本医疗保险定点医院。2004 年更名为“杭州口腔医院”。
- **杭州口腔医院平海院区是公司体系内单体面积最大、营业收入最高的口腔医院，已形成“杭口总院+分院”的杭口集团。**2019 年杭州口腔医院集团（还原集团口径）实现营业收入 12.51 亿元，占总营收的 80.03%，净利

润 4.28 亿元。联系分院为湖滨分院、庆春分院、萧山分院、德清分院以及 2020 年开业运营的临平分院和下沙分院。

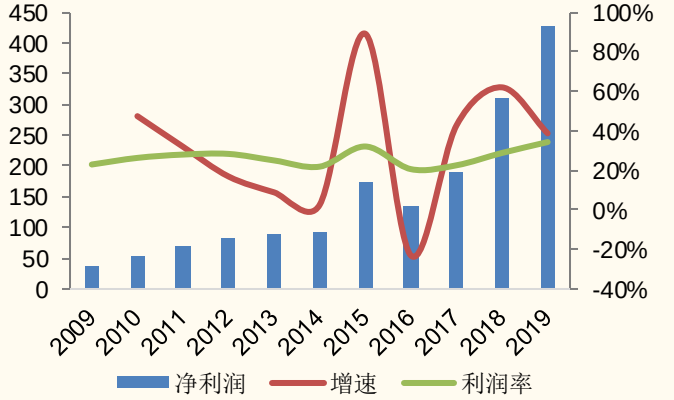
- 根据公司公告，2017 年起，公司改变了杭州口腔医院的披露口径。2016 年及以前所披露的杭口营收信息合并了分院，实则反应了“杭口集团”的营收情况。2017 年公司则对杭口总院以单体医院进行了单独披露。
- 2007 年至 2010 年是杭口医院集团的高速增长期。2010 年之后，杭口集团收入端增速逐步稳定，历年仍保持 20%以上的增速。2019 年，杭口集团利润率提升至 34.24%。

图表 45：2007-2019 杭口集团营收情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 46：2009-2019 杭口集团净利润情况

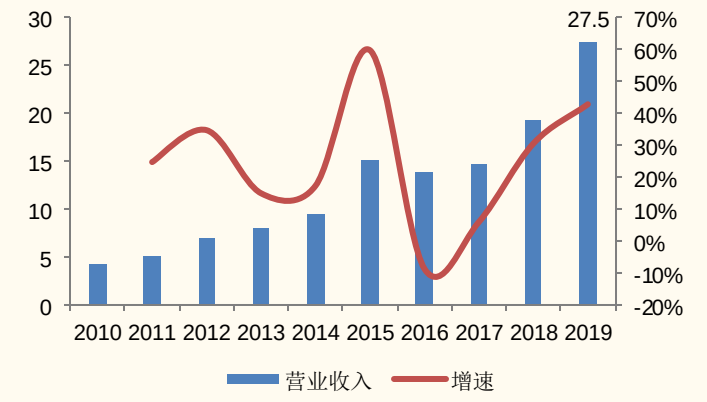


来源：公司公告，国金证券研究所

备注：由于公司未披露 2017 年及以后杭口整体（包括分院）的财务数据，还原口径根据 2017 年报披露的子公司信息所得

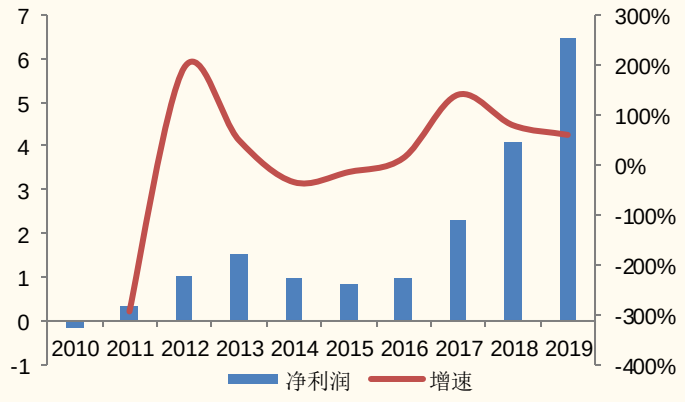
- 以衢州口腔医院（杭口衢州分院)和诸暨口腔医院(杭口诸暨分院)为例。
  - 衢州口腔医院是公司设立的首个跨区域的杭口品牌及人才输出分院。衢州口腔医院设立于 2007 年，是衢州市纪委、衢州市卫生局 2007 年招商引资项目，是衢州市大型口腔专科医院，按二级医院标准设置。
  - **衢州口腔医院在设立后 3 年(2010 年)实现盈亏平衡，度过培育期。**于 2011 年开始盈利，进入成长期。2019 年衢州口腔医院实现营业收入 2750 万元，同比增长 42.83%，2011~2017 年净利率波动较大，随后稳步提升，2019 年实现净利润 650 万元，同比增长 59.37%，利润率 23.59%。

图表 47：衢州分院营业收入（百万元）及增速（%）



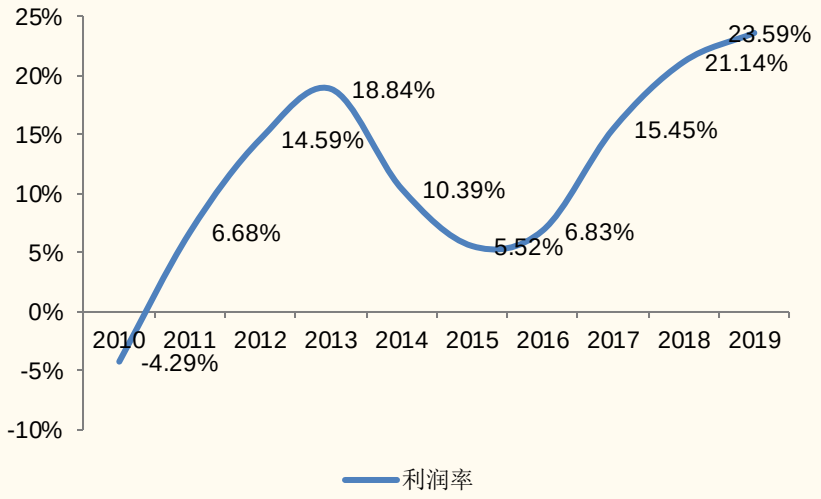
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 48：衢州分院净利润（百万元）及增速（%）



来源：公司公告，国金证券研究所

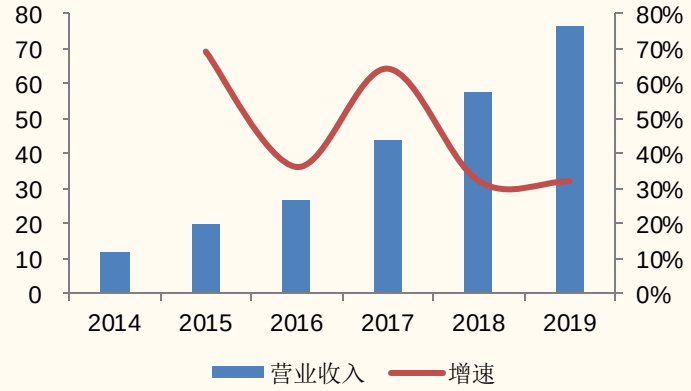
图表 49：2010-2019 衢州口腔医院（杭口衢州分院）净利率情况



来源：公司公告，国金证券研究所

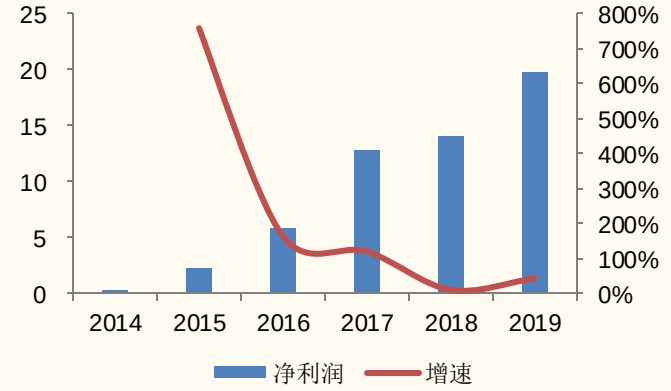
- **诸暨口腔医院设立于 2013 年，设立第二年即实现盈利，是杭口所有分院中最快实现盈利的分院。**2019 诸暨口腔医院实现营业收入 7612.5 万元，较 2018 年同比增加 31.97%，2019 年实现净利润 1982 万元，较 2018 年同比增加 41.48%，利润率 26.04%。

图表 50：2014～2019 杭口诸暨分院营收（百万元）



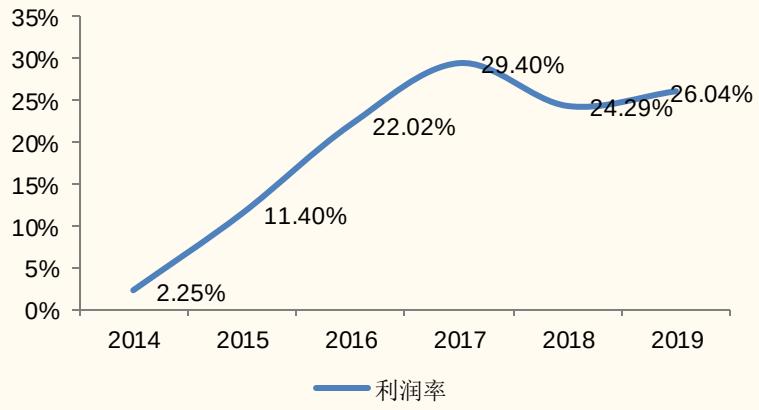
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 51：2014～2019 杭口诸暨分院净利润（百万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 52：2014-2019 诸暨口腔医院（杭口诸暨分院）净利率情况



来源：公司公告，国金证券研究所

复制杭口路径拓展：收购、改制医院与扩张的成功案例分析

- **复制杭口路径拓展，收购医院进入运营良性循环，营收贡献逐渐放量。**公司复制杭口路径进行扩张，通过外延并购和改制公立医院获取了当地优质的口腔医疗资源，将浙江省内市场从杭州市拓展宁波市，并进一步拓展至河北省、湖北省及云南省。旗下医院品牌增加了沧口、宁口、黄石现代以及昆口。

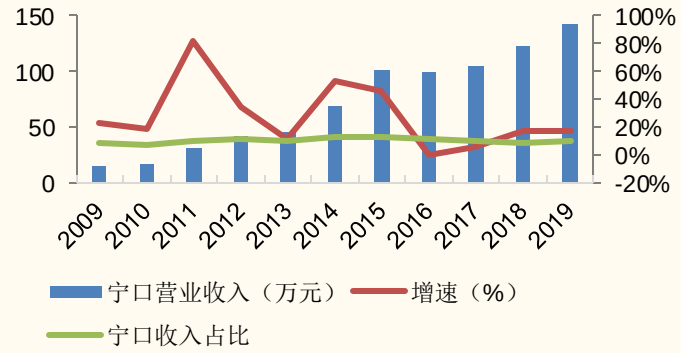
图表 53：通策医疗收购医院一览

医院名称	品牌	覆盖区域	收购时间	实现盈利年限	收购时医院背景
沧州口腔医院有限公司	沧口	河北沧州市	2007年	2年	沧州市唯一一家大型正规治疗牙科疾病的专科医院，创建于1954年，为沧州医学高等专科学校附属口腔医院，是沧州地区历史悠久、规模较大、在市民中享有盛誉的口腔专科医院
宁波口腔医院有限公司	宁口	浙江宁波市	2008年2月	1年	1993年创立，成立时隶属于宁波市海曙区口腔医院。2005年与海曙区口腔医院的合作到期前由海曙区口腔医院进行管理，在宁波口腔医疗市场已树立了良好口碑
黄石现代口腔医院有限公司	黄口	湖北黄石市	2008年3月	1-2年	
昆明市口腔医院有限公司	昆口	云南昆明市	2011年5月	改制前已盈利	2009年，昆口的业务收入为685万，在市属9家医院中排名倒数。因为业务量小，14层的医院大楼中，共有10层处于闲置状态

来源：公开公告，国金证券研究所

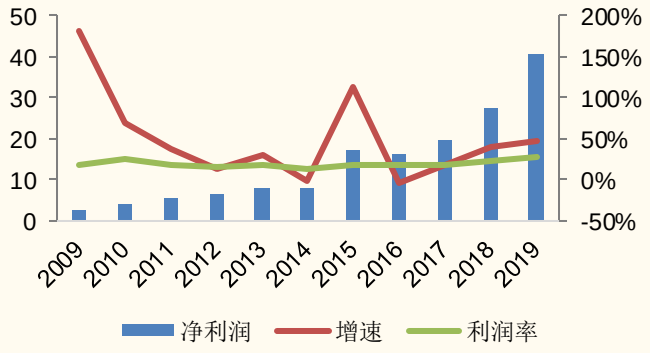
- 宁波口腔医院在 2005 年以前实际是由海曙区口腔医院经营，是宁波市规模最大、成立最早、医疗实力最强的一所集口腔医疗、教学和科研的非营利性公立医院，是浙江省口腔医院技术协作医院、温州医学院教育实习基地、宁波市医保定点单位，创立已三十余年。
- **借助于海曙区口腔医院的品牌效益，在 2007 年收购宁口之际在宁波口腔医疗市场已树立了良好口碑。**自 2011 年起，宁波口腔医院营收贡献逐渐放量，已成为公司口腔板块的第二大营收来源，2017 年宁口占公司主营业务收入的比重达到 8.91%。

图表 54：2009～2019 宁波口腔医院营业收入（万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 55：2009～2019 宁波口腔医院净利润（万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

省内播种“蒲公英计划”，在浙江省内进一步渠道下沉

- **公司于 2018 年推出“蒲公英计划”，提出了三到五年内在浙江省内布局 100 家分院，实施区域为浙江省内的县（市、区）及重点乡镇。**蒲公英计划是公司在浙江省内进一步渠道下沉，提高浙江省内市占率的重要举措。

图表 56：蒲公英计划规划示意图



来源：公司公告，国金证券研究所

- **“蒲公英计划”采取医生合伙人模式，可增强分院医生的积极性。**根据工商信息，蒲公英医院采取三方持股的方式，上市公司持有各分院 51%及以上股权，总院医生集团持有 15%左右，分院核心医生持股比例在 35%左右。在杭口集团在省内的品牌的辐射作用下，以及合伙人模式下核心医生积极性被调动，保证分院的运营效率，同时，总院医生团队持股保证了对分院的支持，分院核心医生持股保证了分院的高效运营。

图表 57：部分已开业蒲公英医院股权结构

	下沙分院	临平分院	德清分院	柯桥分院	镇海分院	鄞州分院	奉化分院	普陀分院
总院集团持股	51%	51%	51%	51%	51%	51%	51%	51%
总院医生集团持股（诸暨通策蒲公英投资咨询合伙企业）	19%	16%	15%	24%	14%	0	9%	17%
分院核心医生团队持股	30%	33%	34%	25%	35%	49%	40%	32%

来源：天眼查，国金证券研究所

- **蒲公英计划快速推进，我们预计到 2025 年将有望为公司带来不低于 24 亿元的收入贡献。**我们假设公司 2019 年新开蒲公英分院 10 家，2020 年新开分院 15 家，2021 年新增分院 30 家，每家蒲公英分院拥有 30 张牙椅，门店实现盈亏平衡的时间为 2 年，我们预计到 2021 年将有 60 家蒲公英分院，到 2025 年实现百家蒲公英分院的目标。

图表 58：蒲公英分院收入测算模型

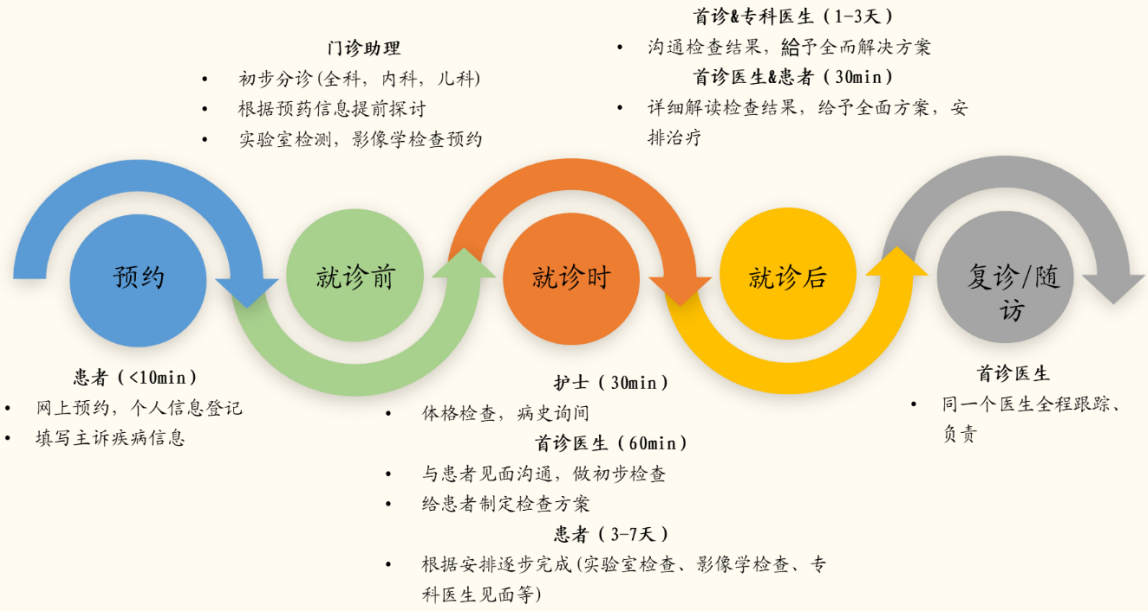
	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
新增	10	15	30	25	15	0	0
蒲公英分院总院数	15	30	60	85	100	100	100
1 年店	10	15	30	25	15	0	0
2 年店	5	10	15	30	25	15	0
3 年店	0	5	15	30	60	85	100
牙椅数	30	900	1800	2550	3000	3000	3000
单张牙椅创收（万）	30	40	45	50	60	70	80
蒲公英分院营业收入（万）	900	36,000	81,000	127,500	180,000	210,000	240,000
蒲公英分院收入增速（%）		3900%	125%	57%	41%	17%	14%
分院平均利润率（%）	-0.90%	-0.15%	1.05%	4.90%	13.30%	20.95%	25.00%
蒲公英净利润（万）	-8	-54	851	6,248	23,940	43,995	60,000

来源：国金证券测算，国金证券研究所

建立横向与纵向的团队诊疗模式，是分院扩张的重要支撑

- 公司积极采用团队模式，有效提升了医生的人均效率。
  - **横向团队模式：**城西团队通过医生资源的重新整合，组成跨学科团队，为客户提供一站式的治疗方案，从而提高了医生的人均效率；
  - **纵向团队模式：**公司采取总院+分院模式，分院主要做好基础管理和基础治疗，总院团队医生以纵向团队模式支持分院发展。
- **公司的团队模式 2.0 致力于动态团队模式，借鉴著名的梅奥团队模式的理念精髓，是解决医生资源缺乏的关键点。**团队诊疗模式既有以患者为中心的多学科医生团队模式，也有同专业高中低年资医生组成的专科团队。以患者为中心，为每一位患者量身定制医疗服务团队。
  - **为患者提供服务的不只是一位医生，而是“一个组织”。**为患者治疗的初诊医师负责与院内其他医生和护士协商沟通，确定诊断结果并制定治疗方案。根据患者的情况，不同外科医生，手术室护士、技术人员、受过专业训练的护士、营养学专家、理疗专家，社会工作者等都有可能加入这个团队。在对每位患者进行医疗护理之后，团队成员就会重新组合，接着为其他患者提供医疗服务。
  - **梅奥诊所实行医生领导下与管理者合作经营医院。**梅奥诊所强调医生领导医院，就像在高校里强调“教授治校”一样。但是在梅奥，医生的领导作用和职业经理人的管理行为并不矛盾，在梅奥实行与管理者合作经营医院。在梅奥诊所大多数层级中，医生——管理者合作的模式已经运行了将近一个世纪的时间。在这种模式下，“医生领导者拥护的是患者至上的理念，而管理者则要对财务运营负责，只有在这两方面保持适度平衡，才会产生高效的管理决定”。

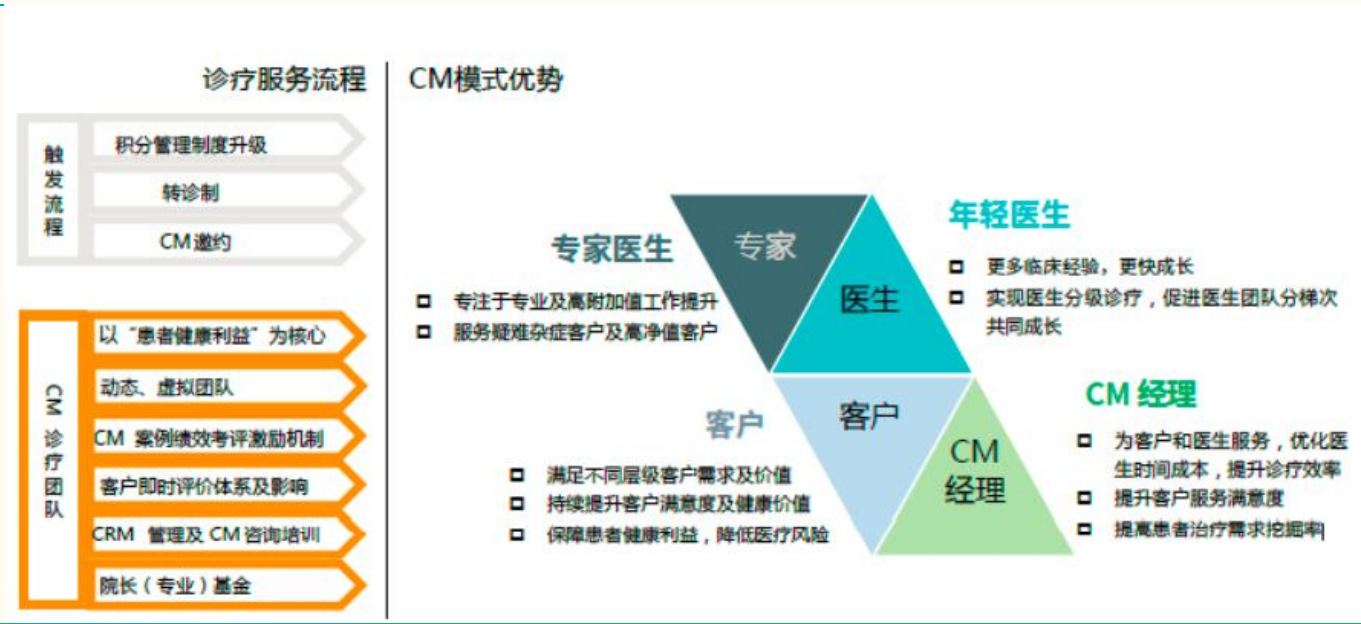
图表 59：梅奥诊所就诊流程



来源：Mayo Clinics，国金证券研究所

■ **对标梅奥诊所，通策建立了以患者为中心的 CM（Case Manager）团队接诊模式。**CM 是常规诊疗团队的升级，当客户达到一定条件（比如客户累计积分达标）时升级为 CM 团队提供服务，让医生专注做专业及高附加值的工作；让年轻医生在团队中获得更多临床机会，更快成长；让专家医生服务更多的高净值客户和疑难杂症客户。

图表 60：通策医疗 CM 模式



来源：公司公告，国金证券研究所

体外培育“存济”品牌，省外复制医院集团

■ 存济医学院是公司新一轮全国扩张的核心医疗平台，支持公司建立各地旗舰中心医院所需要的品牌冠名、人才输出和学术平台。

■ 为进一步保障旗舰中心医院的顺利落地，2016 年 10 月，公司与关联方海骏科技及海骏科技全资子公司诸暨海骏医疗投资管理有限公司共同发起设立诸暨通策口腔医疗投资基金，定向投资北京、武汉、重庆、成都、广州

及西安各中国科学院大学存济医学院附属口腔医院的筹建，助力公司中心型大城市的布局策略。

图表 61：体外存济医院股权结构

体外医院名称	设立方	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，天眼查，国金证券研究所

主营业务领域的新开拓：推进辅助生殖，启航综合妇幼医疗领域

- 人类辅助生殖技术分为体 IVF-ET（试管婴儿）和人工授精（AI）两大类
  - 人类辅助生殖技术(Assisted Reproductive Technology，ART)包括体外受精—胚胎移植(In Vitro Fertilization and Embryo Transfer，IVF—ET)及其衍生技术和人工授精(Artificial Insemination，AI)两大类。
  - 体外受精—胚胎移植技术（IVF-ET），又称试管婴儿技术，是指从人体取出配子（精子和卵子），在体外条件下受精形成胚胎，再挑选优质胚胎移植入子宫腔着床发育成胎儿的技术。

图表 62：IVF-ET（试管婴儿）技术相关术语一览

简称	中文全称	英文全称	概述
IVF-ET	体外受精联合胚胎移植技术	In Vitro Fertilization and Embryo Transfer	分别将卵子与精子从人体内取出并在体外受精,发育成胚胎后,再移植回母体子宫内,以达到受孕目的的一种技术
IMSI	精子形态学选择后卵泡浆内微注射	Ntracytoplasmic Morphologically-selected Sperm Injection	这是在体外受精（试管婴儿）辅助生殖治疗中在实验室进行的一项技术，是一项将通过形态选择好的精子注入卵子内的技术
ICSI	卵胞浆内单精子显微注射技术	Intracytoplasmic Sperm Injection	借助显微操作系统将单一精子注射入卵子内使其受精
PGD	胚胎植入前遗传学诊断	Preimplantation Genetic Diagnosis	指在IVF-ET的胚胎移植前，取胚胎的遗传物质进行分析，排除基因缺陷，筛选健康胚胎移植，防止遗传病传递的方法
Eeva	Eeva检测	Eeva Test	Eeva System提供自动化的电脑图像分析，有助于排除那些形态学好但发育停滞可能性高的胚胎，使用Eeva检测能够提高Day3/Day5胚胎移植的成功率及高评分的囊胚较低评分的囊胚有更高的妊娠率和种植率

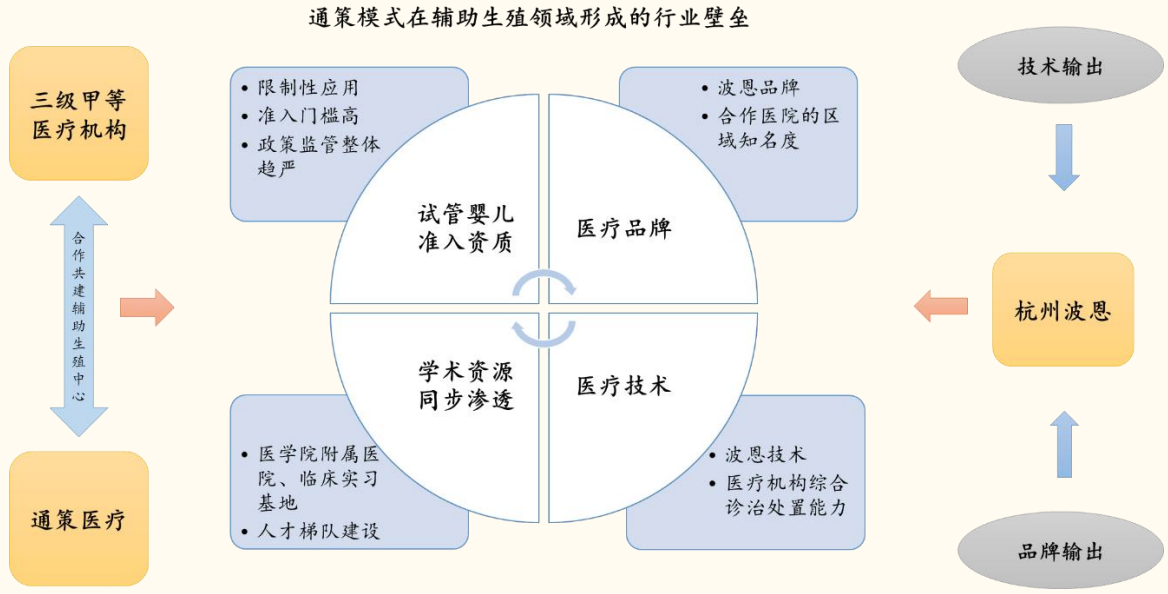
来源：中国知网、锦欣生殖招股书，国金证券研究所

- 公司自 2011 年进入辅助生殖医疗领域，引进波恩(英国)国际领先辅助生殖医疗领域的先进技术，逐步打造辅助生殖行业优势地位。

- 英国波恩生殖医学中心（BOURN HALL LIMITED）成立于 1980 年，总部位于英国剑桥，是全球首家“试管婴儿”中心，由 2010 年诺贝尔生理学或医学奖获得者、“试管婴儿之父”Robert Edwards 创立。创办至今近 40 年，波恩生殖中心拥有丰富的辅助生殖临床治疗经验和一系列先进的生殖治疗技术，是国际顶尖品牌的代表。
- 波恩生殖医学中心有一套完善、规范的质量控制体系，可以直接用于指导昆明市妇幼保健院波恩生殖中心开展的临床、胎胚、护理等各项业务，打造国内领先质控体系。昆明生殖中心通过严格考评、控制各项工作的操作实施，以保证患者绝对安全的情况下，成功率始终维持在高水平。2019 年“试管婴儿”技术全年龄段的单次成功率为 60%以上，35 岁以下的累积妊娠率为 90%。

- 2019 年昆明生殖中心共计完成 IVF-ET 治疗周期 1778 个，其中包括取卵周期 944 个，移植周期 834 个。2019 年新鲜取卵周期 944 个，同比增长 10.9%。同时，2019 年总共完成移植周期 834 个，其中 ET（新鲜周期移植）223 个，FET（冷冻周期移植）611 个，同比增长 12.5%。
- 公司在妇幼医疗领域的发展模式清晰，一方面公司采用和当地具有学术资源的三级甲等医疗机构合作共建辅助生殖中心的模式切入市场，另一方面，子公司杭州波恩则作为辅助生殖品牌、技术以及管理体系的输出主体。该模式下，公司在辅助生殖领域形成的行业壁垒显著，体现在试管婴儿准入资质、医疗技术、医疗品牌、以及学术资源四大方面。

图表 63：通策医疗在辅助生殖领域形成的行业壁垒



来源：国金医药绘制，国金证券研究所

投资建议与盈利预测

- 随着旗下医院培育期缩短，新建分院梯队式步入盈利期，兑现营收新增量。我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 21.27 亿、27.69 亿元、35.63 亿元，分别同比增长 12%、30%、28%，归属母公司净利润分别为 5.39 亿、7.21 亿、9.52 亿，分别同比增长 16%、34%、32%。

图表 64：公司收入预测（单位：百万元）

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	878.76	1179.73	1546.04	1894.22	2127.35	2768.77	3562.89
YOY	15.27%	34.25%	31.05%	22.52%	12.31%	30.15%	28.68%
毛利额	362.66	480.99	645.89	835.84	1016.65	1350.34	1773.35
毛利率	41.27%	40.77%	41.78%	44.13%	47.79%	48.77%	49.77%
一、医疗服务业务收入合计	870.99	1148.57	1474.30	1791.11	1995.32	2579.91	3300.44
增速	16.52%	31.87%	28.36%	21.49%	11.40%	29.30%	27.93%
毛利额	360.68	475.05	638.22	825.34	973.72	1289.96	1683.22
增速	21.23%	31.71%	34.35%	29.32%	17.98%	32.48%	30.49%
毛利率	41.41%	41.36%	43.29%	46.08%	48.80%	50.00%	51.00%
二、产品销售		24.07	62.71	91.60	119.08	172.67	241.73
增速			160.53%	46.07%	30.00%	45.00%	40.00%
毛利额					31.54	46.62	72.52
毛利率					26.49%	27.00%	30.00%
三、其他收入	7.77	7.09	9.03	11.51	12.95	16.19	20.72
增速	-47.71%	-8.72%	27.41%	27.45%	12.50%	25.00%	28.00%
毛利额	1.98	5.94	7.67	10.50	11.39	13.76	17.61
毛利率	25.54%	83.87%	84.92%	91.21%	88.00%	85.00%	85.00%

来源：公司公告，国金证券预测，国金证券研究所

- 我们选用相对估值法对公司进行估值，选取爱尔眼科、锦欣生殖、海吉亚医疗、国际医学为可比公司，以对应公司 Wind 一致预测为参考，2021-2022 年参考公司市盈率平均值分别为 159 倍、75 倍。考虑公司作为口腔医疗服务行业上市龙头，旗下医院培育期缩短，新建分院梯队式步入盈利期有望兑现营收新增量，给予公司 12 个月内 105 倍目标市盈率，对应上市公司 2022 年目标市值 999.6 亿元，对应目标价为 311.4 元，给予“增持”评级。

图表 65：可比公司估值情况（截止 2021/04/06）

	公司简称	收盘价（元）	EPS			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
300015.SZ	爱尔眼科	62.96	0.44	0.58	0.76	144	108	83
1951.HK	锦欣生殖	17.80	0.14	0.18	0.25	127	99	72
6078.HK	海吉亚医疗	60.00	0.57	0.68	0.91	106	88	66
000516.SZ	国际医学	14.03	-0.0300	0.0413	0.1757	(468)	340	80
平均						-	159	75

来源：Wind，国金证券研究所

风险提示

- **医患社会问题、医疗事故的风险：**
  - 口腔治疗标准化程度低，依赖执业医生根据各个患者的不同情况制定不同的诊疗方案，但由于医生诊疗过程需依赖医生的专业判断，其中任何细微的误差都可能影响治疗效果，可能导致治疗未能成功、治疗结果不如预期。
  - 因此公司面临一定的医疗事故或纠纷的风险，该风险是医疗机构所固有的。医疗事故或纠纷会导致公司面临投诉、经济赔偿或法律诉讼，可能会对公司声誉和品牌美誉度产生不利影响，从而会对公司的业务、经营业绩及财务状况产生不利影响。
- **收购扩张模式存在的风险：**
  - 从宏观层面出发，成熟医院的整体收购受政策影响较大，尤其涉及公立医院改制时，地方政府在改制谈判中的主动性较强，改制的进程中存在改制难度大、谈判周期较长，谈判进度不确定性高的问题。
  - 从微观角度出发，一方面处于经营体制和管理体系更迭期的标的医院，受路径依赖施加的反作用影响，标的医院可能面临业绩增量不稳定、

盈亏反复，对公司营收贡献低于预期的风险；另一方面，收购口腔医院的扩张模式将埋下大量牵扯股权、人员管理以及服务标准等等的隐患，若处置不当，则容易将公司陷入法律诉讼险，影响上市公司声誉。

- **行业竞争格局加剧的风险：**
  - 公司在省外布局“存济”品牌，省外口腔医院品牌较多，不断扩大的市场规模及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，增加口腔医疗机构之间的竞争，公司可能面临行业竞争格局加剧的风险。
- **新建医院运营的风险：**
  - 公司浙江省内播种“蒲公英计划”提高省内市占率，有大量医院、诊所处于成长阶段，公司可能面临新建口腔医院盈利能力不及预期的风险。
  - 公司在省外布局“存济”品牌，省外新建口腔医院在培育期可能存在亏损、发展前景不明确、经济效益不明确等风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**1,180**	**1,546**	**1,894**	**2,127**	**2,769**	**3,563**
增长率	34.32%	31.1%	22.5%	12.3%	30.2%	28.7%
主营业务成本	-692	-877	-1,021	-1,111	-1,418	-1,790
%销售收入	58.6%	56.7%	53.9%	52.2%	51.2%	50.2%
毛利	488	669	873	1,017	1,350	1,773
%销售收入	41.4%	43.3%	46.1%	47.8%	48.8%	49.8%
营业税金及附加	-5	-5	-5	-6	-7	-9
%销售收入	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-12	-11	-12	-15	-21	-27
%销售收入	1.0%	0.7%	0.6%	0.7%	0.8%	0.8%
管理费用	-186	-190	-210	-236	-306	-395
%销售收入	15.7%	12.3%	11.1%	11.1%	11.1%	11.1%
研发费用	0	-23	-22	-25	-32	-42
%销售收入	0.0%	1.5%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
息税前利润（EBIT）	286	441	624	735	984	1,301
%销售收入	24.3%	28.5%	32.9%	34.5%	35.5%	36.5%
财务费用	-12	-24	-24	-22	-23	-22
%销售收入	1.0%	1.6%	1.3%	1.0%	0.8%	0.6%
资产减值损失	-2	-1	-1	-1	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	7	23	33	30	25	25
%税前利润	2.6%	5.2%	5.2%	4.0%	2.5%	1.9%
营业利润	281	439	634	742	985	1,302
营业利润率	23.8%	28.4%	33.5%	34.9%	35.6%	36.5%
营业外收支	1	0	0	0	0	0
税前利润	282	439	633	742	985	1,302
利润率	23.9%	28.4%	33.4%	34.9%	35.6%	36.5%
所得税	-55	-80	-126	-147	-187	-254
所得税率	19.5%	18.2%	19.8%	19.8%	19.0%	19.5%
净利润	227	359	508	595	798	1,048
少数股东损益	10	27	45	56	77	96
归属于母公司的净利润	**217**	**332**	**463**	**539**	**721**	**952**
净利率	18.4%	21.5%	24.4%	25.3%	26.0%	26.7%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	227	359	508	595	798	1,048
少数股东损益	10	27	45	56	77	96
非现金支出	80	91	86	79	91	104
非经营收益	7	4	-4	-7	-1	-1
营运资金变动	33	15	56	-6	14	16
经营活动现金净流	**347**	**469**	**647**	**661**	**902**	**1,167**
资本开支	-68	-241	-126	-319	-263	-334
投资	-206	-214	-58	-150	-230	-340
其他	3	-142	-240	30	25	-75
投资活动现金净流	**-271**	**-597**	**-423**	**-439**	**-468**	**-749**
股权募资	23	8	18	0	0	0
债权募资	240	-45	-75	-3	0	0
其他	-62	-44	-36	-33	-34	-34
筹资活动现金净流	**201**	**-82**	**-92**	**-35**	**-34**	**-34**
现金净流量	**277**	**-209**	**131**	**186**	**400**	**384**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	560	350	483	669	1,070	1,454
应收款项	52	68	91	90	121	166
存货	25	23	16	30	39	49
其他流动资产	33	30	46	41	58	77
流动资产	669	470	635	831	1,288	1,745
%总资产	37.3%	22.1%	23.9%	25.6%	31.4%	33.4%
长期投资	273	398	552	702	932	1,372
固定资产	663	827	871	1,016	1,079	1,201
%总资产	36.9%	38.8%	32.8%	31.3%	26.3%	23.0%
无形资产	186	188	189	195	204	213
非流动资产	1,125	1,662	2,024	2,414	2,816	3,487
%总资产	62.7%	77.9%	76.1%	74.4%	68.6%	66.6%
资产总计	**1,795**	**2,133**	**2,660**	**3,245**	**4,104**	**5,232**
短期借款	20	40	60	60	60	60
应付款项	92	108	135	135	172	217
其他流动负债	103	122	146	150	183	227
流动负债	215	270	341	345	415	504
长期贷款	480	415	320	320	320	320
其他长期负债	0	0	28	25	25	25
负债	695	685	690	690	761	850
普通股股东权益	993	1,315	1,785	2,315	3,026	3,969
其中：股本	321	321	321	321	321	321
未分配利润	658	976	1,433	1,962	2,673	3,616
少数股东权益	107	133	184	240	317	413
负债股东权益合计	**1,795**	**2,133**	**2,660**	**3,245**	**4,104**	**5,232**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.675	1.036	1.444	1.681	2.249	2.969
每股净资产	3.096	4.102	5.568	7.219	9.438	12.377
每股经营现金净流	1.081	1.464	2.017	2.061	2.814	3.639
每股股利	0.030	0.000	0.000	0.030	0.030	0.030
回报率						
净资产收益率	21.82%	25.25%	25.94%	23.28%	23.83%	23.99%
总资产收益率	12.07%	15.57%	17.41%	16.60%	17.57%	18.20%
投入资本收益率	14.40%	18.95%	21.23%	20.05%	21.37%	21.96%
增长率						
主营业务收入增长率	34.25%	31.05%	22.52%	12.31%	30.15%	28.68%
EBIT 增长率	59.27%	54.05%	41.49%	17.82%	33.88%	32.17%
净利润增长率	59.05%	53.34%	39.44%	16.36%	33.85%	32.00%
总资产增长率	39.54%	18.84%	24.72%	22.01%	26.47%	27.48%
资产管理能力						
应收账款周转天数	9.2	10.8	10.3	10.5	11.0	12.0
存货周转天数	13.4	9.9	6.9	10.0	10.0	10.0
应付账款周转天数	33.2	32.5	35.9	36.0	36.0	36.0
固定资产周转天数	198.2	191.8	152.0	151.6	126.2	104.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-5.44%	7.21%	-5.21%	-11.30%	-20.61%	-24.49%
EBIT 利息保障倍数	24.7	18.1	25.9	33.4	43.7	58.1
资产负债率	38.74%	32.12%	25.95%	21.27%	18.53%	16.25%

来源：公司年报、国金证券研究所

敬请参阅最后一页特别声明

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	3	5	10	47
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**1.00**	**1.00**	**1.00**	**1.00**	**1.00**

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-04-28	增持	73.00	N/A
2	2019-08-02	增持	85.20	N/A
3	2019-10-30	增持	110.00	N/A
4	2020-04-26	增持	121.53	N/A

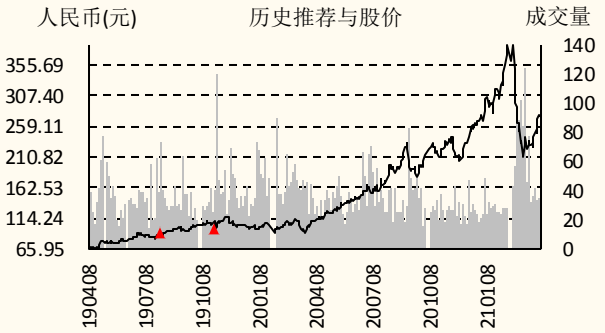
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号嘉里建设广场 T3-2402