2020 年 10 月 22 日
证券研究报告•公司深度报告
通策医疗（600763）医药生物

买入（首次）
当前价：220.71 元
目标价：288.65 元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

扩张模式成熟复制性高，省内市场下沉可期

投资要点

- **推荐逻辑：**(1)我国至少存在 22%口腔医生供给缺口，医生资源补齐驱动行业稳健增长，我们预计未来 5 年有望保持约 18%复合增速。公司作为龙头企业有望充分享受行业发展红利，2020-2022 年实现 20%左右的收入复合增长；(2)“总院+分院”扩张模式成熟可复制，公司计划未来 3-5 年新开 100 家分院下沉省内市场，预计 5 年后提高省内市占率至 45%；公司在省外扩张区域保持人口净流入、经济发展有活力，且行业竞争激烈程度好于浙江省，打开长期成长空间。

- **市场格局分散，龙头企业有望享受行业发展红利：**依赖医生和服务半径小导致口腔医院分散十分普遍，世界上尚无口腔连锁医院集团巨头。我国口腔医疗服务格局分散，龙头市占率不足 2%。口腔专科医院民营化受政策支持，运营效率更高，已经是大势所趋。通策医疗作为国内民营连锁口腔服务龙头企业，医院数量接近 40 家，医生数量超过 1 千位，医疗资源和资金实力、管理经验优秀，有望充分享受行业发展红利期，2020-2022 年实现 20%左右的收入复合增长。

- **浙江省龙头企业，依托杭口品牌下沉市场：**公司坚持先建设旗舰总院再围绕总院开设分院战略，降低扩张边际成本，新医院盈利周期缩短至两年。在浙江省内公司拥有绝对龙头品牌杭口和区域龙头宁口，蒲公英计划新开 100 家分院有望助力公司实现省内市场下沉，支撑未来 3 年业绩增长年均增速 23%左右，有望在 2026 年左右提高省内市占率至 45%（目前约 33%），打造绝对龙头品牌。

- **通策模式省外复制，打开成长空间。**在浙江省外，公司依托国科大存济医学院培育新品牌，武汉、重庆、西安存济口腔已开业，成都存济筹建中。四地多年保持人口净流入、经济发展活力强，因此口腔服务需求大，同时牙医资源相对不发达，因此竞争程度好于浙江省。通策模式省外复制成功将打开公司巨大长期发展空间，在未来 5-10 年有望带来年均 15%的业绩增速。

- **盈利预测与投资建议。**公司作为国内民营口腔医院领军企业，扩张模式成熟可复制，短期看省内市场下沉，长期看省外复制。随公司总院升级改造完成、新开分院进入盈利周期，业绩有望将保持较快增长。预测 2020-2022 年归母净利润分别为 6、8.1、11 亿元，EPS 1.87、2.51、3.42 元，参考可比公司 2021 年业绩平均估值，给予公司 115 倍 PE，对应目标价 288.65 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

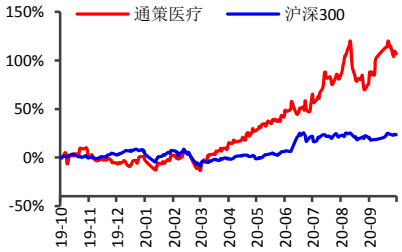
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1894.22	2277.45	2933.76	3713.60
增长率	22.52%	20.23%	28.82%	26.58%
归属母公司净利润（百万元）	463.07	598.05	805.84	1095.58
增长率	39.44%	29.15%	34.74%	35.95%
每股收益 EPS（元）	1.44	1.87	2.51	3.42
净资产收益率 ROE	25.78%	25.96%	26.86%	27.75%
PE	153	119	88	65
PB	39.80	31.11	23.92	18.20

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：杜向阳
执业证号：S1250520030002
电话：021-68416017
邮箱：duxy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：Wind

基础数据

总股本(亿股)	3.21
流通 A 股(亿股)	3.21
52 周内股价区间(元)	91.48-233.0
总市值(亿元)	708.48
总资产(亿元)	27.52
每股净资产(元)	6.05

相关研究

投资要件

关键假设

1）受到疫情影响，预计 2020-2022 年诊疗人次增速约为 16%、25%、23%；

2）单次门诊收入：基于公司的种植（颗数）倍增计划扩量，保守假设单次门诊创收 2020-2022 年年均增速约为 4%，相比 2019 年下降约 1pp；

3）单人次固定成本：根据收入增速和医生人均创收增速的相关性和疫情影响，假设 2020-2022 年医护人员人均工资增速为 6%、10%、8%；

4）单人次可变成本：随公司扩大客户基础，材料采购管理能力增强，假设未来在约 210 元/人次水平基础上逐渐下降。

我们区别于市场的观点

1）市场对公司省内扩张下沉实现率存在质疑。我们认为在当前行业还处于口腔医生供小于求的发展阶段，公司作为龙头企业享受行业发展红利。我们论证公司扩张模式有效缩短新分院盈利周期至 2 年，远优于同省同行公司 5-7 年，有望凭借杭口和宁口龙头品牌实现省内下沉；省外扩张区域保持稳定人口净流入、人均可支配收入稳增长，具有良好的发展潜力，且竞争格局好于浙江市场，公司有望打造存济医学院品牌成功实现异地模式复制。预计公司在 2026 年的省内市占率和全国市占率将分别提升 15pp、0.8pp 至 45%、2.3%；

2）市场对于公司扩张进程中的毛利率逐年上升的驱动因素没有清晰的认知，我们认为主要原因是通策模式下医生的经营杠杆撬动，并且这一驱动因素有望保持。

股价上涨的催化因素

1）引入新的明星口腔医生；2）并购优质公立口腔专科医院。

估值和目标价格

在 FCFF 法下，公司合理市值约为 422 亿元，公司每股内在价值约 145.6 元。但绝对估值的结果受假设影响较大，0.5%资本成本假设变动至少引起市值估算结果 12%的改变。因此采用相对估值 PE 法估值。

公司作为国内民营口腔医院领军企业，短期看省内市场下沉，长期看模式省复制。随公司总院升级改造完成、新开分院进入盈利周期，业绩有望将保持较快增长。新冠疫情给经济发展和各行业带来较大不确定性，客观凸显了内需行业、业绩确定性较高资产的稀缺价值。公司扩张模式成熟，业绩确定性强，我们看好公司中长期发展，但同时考虑目前市场给予公司的确定性溢价已处于较高水平，参考可比公司 2021 年业绩平均估值，给予公司 115 倍 PE，对应目标价 288.65 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

投资风险

医生流失和人才短缺风险；跨区域发展风险；并购进展不及预期；医疗事故风险。

目 录

1 通策医疗：民营口腔医疗服务龙头 1

2 千亿市场有望保持 18%增长，龙头市占率仅 1.6% 5

2.1 行业存在供需缺口，医生增长主导市场增长 5

2.2 老龄化和人均收入水平的提升是我国牙科服务长期增长动力 7

2.3 千亿市场规模 18%增速，民营专科医院受益最高 12

3 省内下沉战略实现率高，有望继续加强龙头地位 17

3.1 杭口和宁口品牌不断强化 17

3.2 凭借省内现有品牌，蒲公英计划下沉战略可期 18

3.3 省外旗舰医院打造中，有望实现异地复制 20

3.4 收购三叶口腔门诊，继续加码优质儿科 23

4 持续盈利提升的秘密 24

4.1 经营杠杆已经形成，毛利率将持续提升 24

4.2 医生创收提升空间超过 100% 26

4.3 盈利弹性是口腔专科行业专属 27

5 盈利预测与估值 29

5.1 盈利预测 29

5.2 绝对估值 31

5.3 相对估值 32

6 风险提示 33

图 目 录

图 1：公司股权结构 1
图 2：通策集团事业版图 1
图 3：2006-2019 年公司营业收入保持高增速 1
图 4：2016 年来规模效应降低管理费率明显提升利润率 1
图 5：公司运营医院数量增长（个） 2
图 6：收入与毛利主要来自于口腔服务（百万元） 3
图 7：口腔医疗服务按主要科室收入结构（百万元） 3
图 8：通策医疗服务版图-省内市级 3
图 9：公司约 90%收入来自于浙江省内（百万元） 3
图 10：口腔医疗服务市场增长逻辑 5
图 11：世界各国牙医资源对比 （每十万人拥有牙医位数） 5
图 12：日本每十万人口拥有牙科诊所数目超过 50 所 6
图 13：2018 年国内每十万人拥有牙医数（位） 6
图 14：2012 年-2018 年国内口腔医师（助理）注册数保持快速增长（人） 6
图 15：我国儿童患龋率上升 7
图 16：日本老龄化趋势带来的影响 8
图 17：老龄人医疗费用支出更多（亿日元） 8
图 18：日本牙科诊疗费用与整体医疗费用同步增长 8
图 19：1960-2019 年日本老龄化趋势 9
图 20：1990~2019 年我国人口老龄化趋势 9
图 21：2018 年我国分地区老龄化进程与日本二十世纪八十年代末期水平对比 9
图 22：中老年人深牙周袋状况恶化 10
图 23：中老年人牙龈出血状况恶化 10
图 24：日本人均诊所数量与 GDP 正相关关系 10
图 25：日本牙科诊所数量稳定，诊疗单价提升趋势 10
图 26：牙科基础治疗 11
图 27：牙科可选治疗 11
图 28：我国种植牙市场起步阶段增速较快 11
图 29：我国种植牙全球市场份额极低 11
图 30：我国正畸数量保持较快增长 12
图 31：浙江省每十万人拥有牙医数高出全国水平 70% 13
图 32：浙江省常住人口约占全国 4% 13
图 33：医疗服务支出粘性较强（元） 14
图 34：2017 年我国牙科服务市场格局概览 14
图 35：日本诊所无床（规模更小）占比保持提升 15
图 36：通策医疗省内市占率约为 33% 15
图 37：通策医疗全国市占率仅 1.6% 15
图 38：我国口腔专科医院数量保持高速增长 16
图 39：民营口腔专科医院数量占比逐年提高 16

图 40：公司省内医院布局两个中心聚集和市辖区火种 17
图 41：杭口医院大楼 17
图 42：杭州口腔医院历年经营表现（百万元） 17
图 43：杭口城西医院分离以来业绩表现 17
图 44：宁口医院 2010 年以来经营情况（百万元） 18
图 45：宁口医院大楼 18
图 46：通策模式下扩张路径 19
图 47：杭口双总部和宁口总部集群效应 19
图 48：海宁分院开业两年半盈利 19
图 49：公司省内市占率有望不断提高 20
图 50：通策医疗扩张示意图 21
图 51：省外城市与杭州常住人口情况对比 21
图 52：2019 年城镇居民人均可支配收入(元） 21
图 53：浙江省和扩张区域每十万人拥有牙医数对比（人） 22
图 54：2016 年以来通策模式下毛利率持续提升 24
图 55：医院数量并不直接影响盈利质量和收入水平 24
图 56：通策医疗经营杠杆分析框架 24
图 57：拆解利润率与营业利润率对比 25
图 58：通策医疗 2015-2019 年单诊次成本分析（元） 25
图 59：种植、正畸等高客单价业务占比逐渐提升 25
图 60：参考温州市场的客单价种植、正畸平均费用/元较高 25
图 61：公司绩效考核走廊形成 26
图 62：2015-2019 年以来公司医生数量稳健上升 27
图 63：2016-2019 年公司医生人均创收水平保持快速提升 27
图 64：公司与爱尔眼科毛利率稳步上升 28
图 65：公司比爱尔眼科净利率走势差异大 28
图 66：公司期间费用以管理费用为主 28
图 67：2016-2019 年公司管理提质特征明显 28
图 68：通策医疗薪酬占收入比重超过 35%（百万元） 28
图 69：可比公司爱尔眼科对设备投入水平较高（百万元） 28

表 目 录

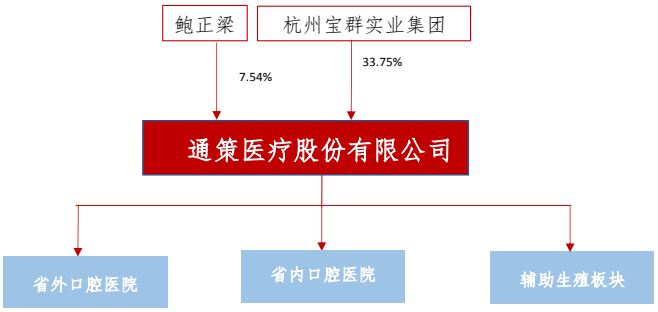
表 1：公司发展历程 2
表 2：公司较大规模运营医院 4
表 3：国内口腔医疗服务市场规模预测 13
表 4：牙科客单价较高服务收费对比（各地区客单价） 13
表 5：口腔医疗服务市场主体 14
表 6：公司总院 2019 年经营情况 18
表 7：外埠旗舰医院一览 21
表 8：外埠竞争市场格局分析 22
表 9：收购三叶口腔门诊九门店经营信息 23
表 10：估算公司 2019 年静态创收空间达 128% 26
表 11：公司 2020-2022 年收入预测总表 29
表 12：口腔医疗服务业务收入与成本预测 30
表 13：产品销售与其他收入成本预测 31
表 14：绝对估值假设条件 31
表 15：FCFF 估值结果 31
表 16：FCFF 估值敏感性分析 32
表 17：可比公司估值情况 32
附表：财务预测与估值 34

1 通策医疗：民营口腔医疗服务龙头

通策医疗是当前的中国民营口腔医疗服务龙头企业。公司于 2006 年收购杭州口腔医院集团，上市十三年来专注于口腔医疗服务，以浙江省为大本营，逐渐向阜外扩张，并于 2015 年正式开始涉足辅助生殖医疗服务。通策医疗营业网点的逐年扩张及业绩的稳步增长不断验证公司的发展模式。

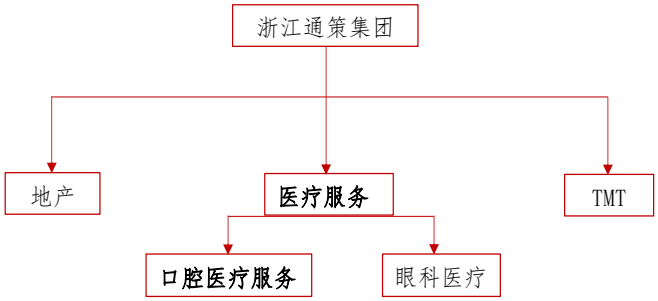
公司是通策集团口腔的医疗板块主体，集团控股比例为 33.75%。通策集团是一家以金融手段统合地产、医疗健康和互联网等现代化服务业的综合性企业集团，以地产起步，主业为医疗健康和 TMT。根据 2019 年年报显示公司实际控制人杭州宝群实业集团持股比例 33.75%，宝群实业是通策集团的全资控股子公司。公司第二大股东鲍正梁持股 7.54%。

图 1：公司股权结构



数据来源：公司 2019 年年报，西南证券整理

图 2：通策集团事业版图

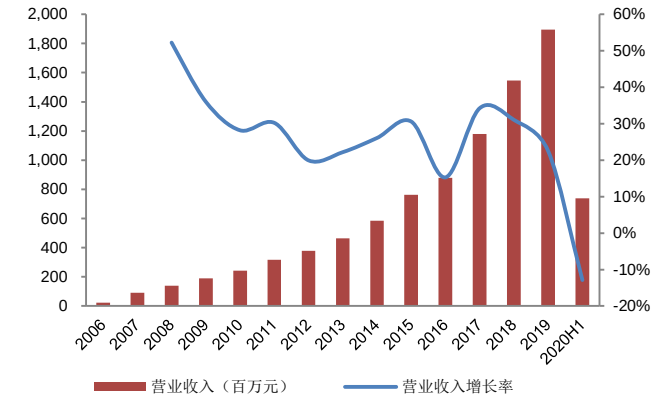


数据来源：公司 2019 年年报，西南证券整理

业绩亮眼，上市 13 年来保持高增速。公司自上市以来，业绩一直保持高速增长，2006 年-2019 年收入复合增长率 37% ,归母净利润复合增长率 54%，近五年业绩增长率在医药服务板块排名第六。

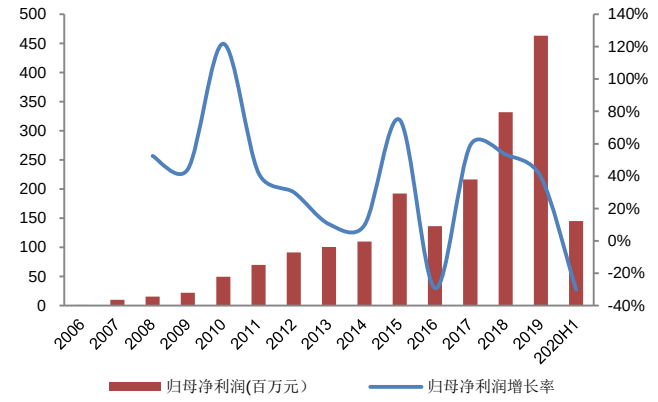
疫情导致上半年业绩下滑，20Q2 快速恢复。20H1 公司实现营业收入约 7.4 亿元，同比-13%，实现归母净利润约 1.4 亿元，同比-30%，主要是受到新冠疫情影响一季度医院开业，20Q2 公司的业务恢复程度较好，单二季度实现收入约 5.5 亿元，同比约+20%，实现归母金净利润 1.6 亿元，同比约+45%。预计 8 月能够实现与去年同期营收基本持平（1~8 月总营收）。

图 3：2006-2019 年公司营业收入保持高增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：2016 年来规模效应降低管理费率明显提升利润率



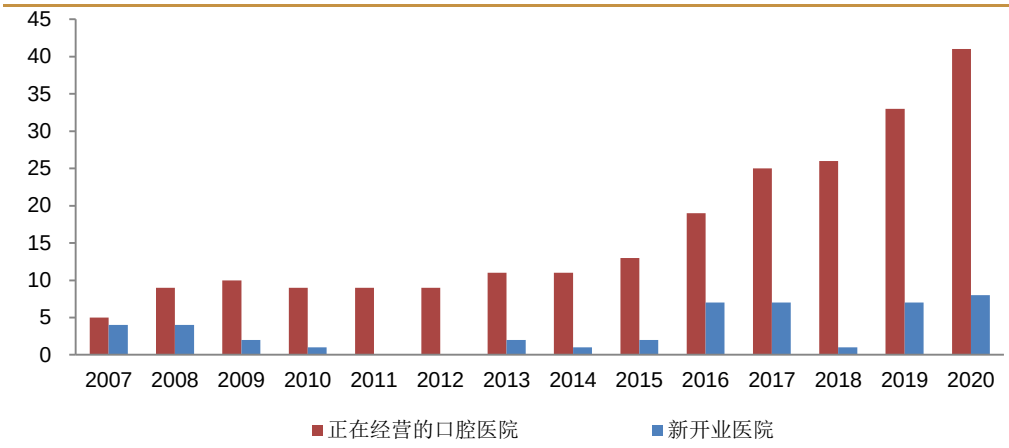
数据来源：公司公告，西南证券整理

表 1：公司发展历程

阶段	时间	发展情况
发展初期	2006 年-2011 年	2006 年公司收购杭州口腔医院集团，完成首次公立医院改制，新建宁波口腔医院。陆续收购昆口，新开设约 2-3 家杭口分院，主要以总院支撑收入增长。 培养了一批最早期口腔医生资源。尝试过以杭口、宁口、衢州口为核心的层级发展模式。
成长期	2013 年-2015 年	增长主要来源为已运营医院，准备布局新的地区。 2012 年公司与恩波签订授权合作书，计划涉足辅助生殖医疗服务。 2015 年公司收购昆明市妇幼保健生殖医学医院，正式开展辅助生殖业务
通策模式发展期	2016 年至今	每年新开医院数量明显增多。 尝试建设以医生资源为主、“区域总院+分院”的发展模式，医院集团化复制模式。扩建总院以及下沉浙江省，“蒲公英计划”2019 年以后的 5~10 年内在省内主要市、县开设 100 家分院。

数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：公司运营医院数量增长（个）

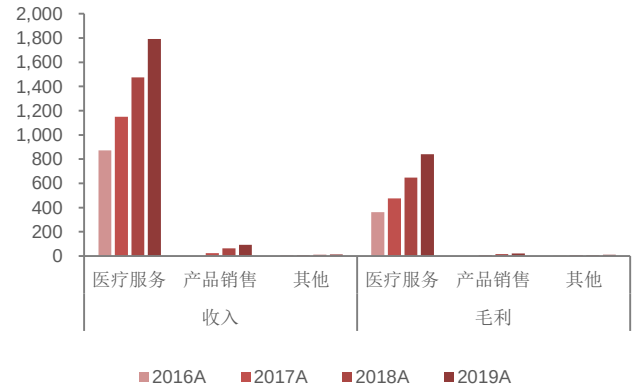


数据来源：公司公告，西南证券整理

通策医疗是目前国内口腔医疗服务的龙头，营收规模和盈利质量远超同行。2017 年收入排名第一的泰康拜博口腔医疗，共实现营收 14 亿元，超过公司同期收入的 22%，但届时拜博口腔 2015-2017 年累计亏损已经超 20 亿元，后被泰康保险集团收购 52%股权。

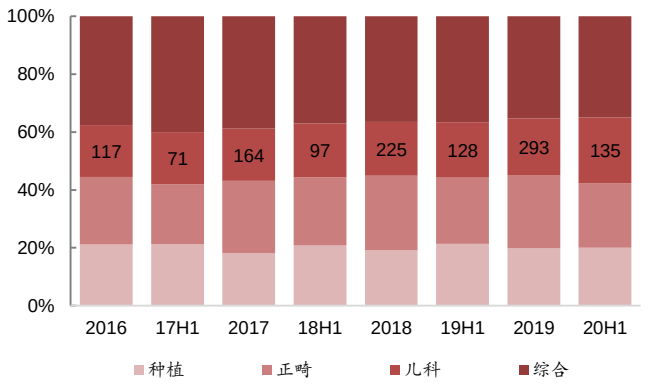
公司主营业务包括医疗服务、产品销售，其中口腔医疗服务收入贡献业绩比例超过 99%。2019 年公司实现收入共 18.9 亿元，医疗服务收入 17.9 亿元，其中口腔医疗服务收入 17.8 亿元，辅助生殖医疗服务约为 1100 万元。产品销售实现收入约 9100 万元，主要系牙科材料和设备等产品。口腔医疗服务收入占比 94%，按主要科室划分口腔医疗服务收入结构，有种植、正畸、儿科、综合四项，2019 年贡献营业收入比例为 17%、21%、16%、30%，最近几年比例较为稳定。20H1 受到疫情影响，儿科业务占比略有提升，主要是因为儿科患者上半年相比以往就诊时间较为充裕。

图 6：收入与毛利主要来自于口腔服务（百万元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：口腔医疗服务按主要科室收入结构（百万元）

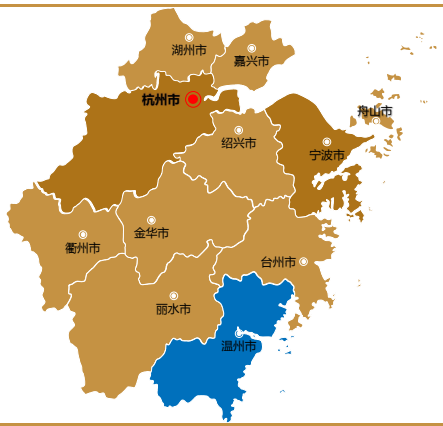


数据来源：公司公告，西南证券；2019 年未披露综合科室收入具体数值

战略发展民营口腔医院优势业务种类如种植、正畸、儿科。种植、正畸、儿科业务的客单价较高，患者的消费者属性强，对服务要求质量较高，是体现民营口腔医院的价值所在。在业务扩张上，公司正在推进“种植倍增计划”和“正畸旋风计划”两大战略。“种植倍增计划”根据市场细分进行差异化定价，在保持原有针对中高端种植产品的同时，推出低价位种植产品，扩大客户群体，实现种植科室收入增长；“正畸旋风计划”是以互联网为平台，以现代 3D 打印、 AI 技术为支撑的数字化正畸诊疗模式。

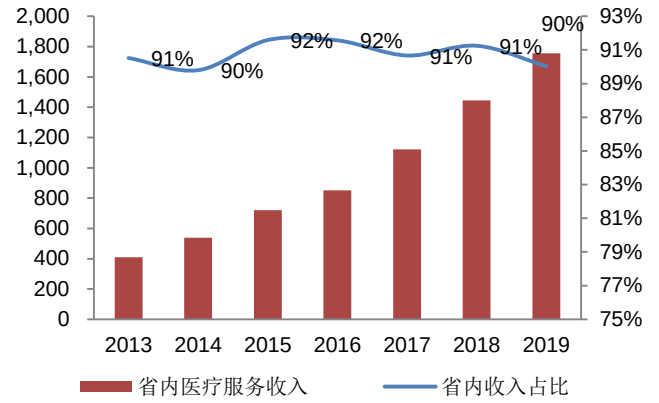
口腔医疗服务收入主要来源于浙江省，2019 年公司实现营业收入 18.9 亿元，其中口腔医疗服务收入 17.8 亿元，占比 94%，差额主要是公司的辅助生殖医疗服务收入。公司超 90%的收入来自于省内，系因口腔医疗服务的服务半径较小，地域属性较强。公司目前在省内已经运营的口腔医院 21 家，其中有 3 个总部，2020 年将有 15 家医院新开业，其中包括 1 家总院（宁波口腔医院）待开业，9 家分院拟建。

图 8：通策医疗服务版图-省内市级



数据来源：公司公告，西南证券整理；黄色区域为公司医院在省内分布

图 9：公司约 90%收入来自于浙江省内（百万元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

表 2：公司较大规模运营医院

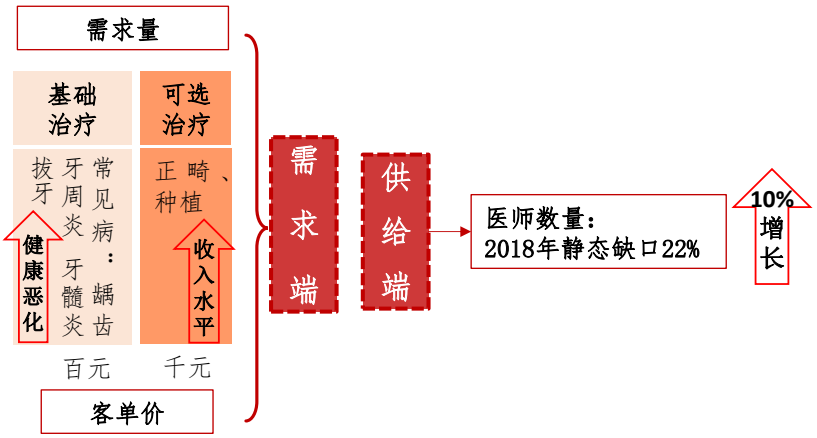
序号	名称	覆盖区域	持股比例	成立方式	开业年份
1	杭州口腔医院	杭州	100%	公立医院改制	2006
2	宁波口腔医院	宁波	70%	收购	2006
3	沧州口腔医院	沧州	70%	收购扩建	2007
4	杭州城西口腔医院	杭州	100%	设立	2008
5	杭州东河口腔门诊部	杭州	100%	设立	2008
6	衢州口腔医院	衢州	80%	设立	2008
7	杭州口腔医院大学路院区	杭州	100%	设立	2009
8	义乌杭口口腔门诊部	义乌	51%	设立	2009
9	杭口诸暨口腔医院	绍兴	50%	设立	2013
10	昆明口腔医院希望路分院	昆明	59%	设立	2013
11	海宁通策口腔医院	海宁	60%	设立	2015
12	舟山通策口腔	舟山	60%	设立	2015
13	绍兴上虞路口腔医院	绍兴	51%	设立	2016
14	湖州通策口腔医院	湖州	60%	设立	2016
15	杭州口腔医院绍兴分院	绍兴	59%	设立	2016
18	昆明市口腔医院北市区分院	昆明	59%	新建医院	2016
19	萧山通策杭口口腔医院	杭州	60%	设立	2017
20	杭州城北口腔医院	杭州	61%	设立	2017
21	杭州庆春口腔门诊部	杭州	50%	设立	2017
22	杭州骋东口腔门诊部	杭州	61%	设立	2017
23	益阳口腔医院	益阳	60%	设立	2017
24	义乌新杭口腔门诊部	义乌	51%	设立	2018
25	苏州存济城西口腔医院	苏州	100%	设立	2017
26	昆明市妇幼保健生殖医学医院	昆明	68%	设立	2015
27	黄石现代口腔医院	黄石	100%	迁址扩建	2017
29	昆明市口腔医院	昆明	59%	公立医院改制	2010

数据来源：公司公告，西南证券整理

2 千亿市场有望保持 18%增长，龙头市占率仅 1.6%

当前我国口腔医疗服务行业还处在医生资源缺口较大的阶段，随着口腔医学院数量增加，从业医师数量上升，未来 5 年行业有望保持 18%增速。口腔医疗服务潜在需求量上升，主要基于我国人口老龄化趋势和居民收入水平不断提高。但我国 2018 年每十万人拥有的牙医数量仅为 15.6 位，比世卫组织推荐标准少 22%，不足日本饱和水平的 1/4。

图 10：口腔医疗服务市场增长逻辑

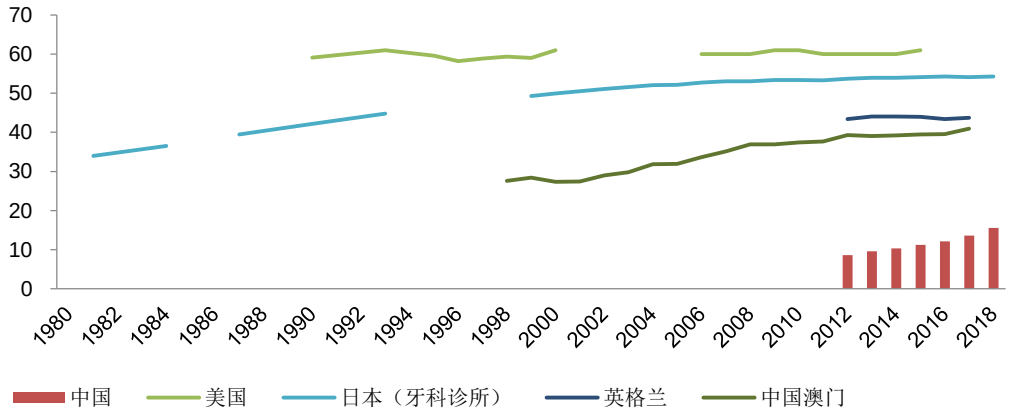


数据来源：西南证券

2.1 行业存在供需缺口，医生增长主导市场增长

当前我国口腔医疗服务市场增长仍将是医生增长主导的。我国口腔医师资源缺口大，国内尚无公开的牙科诊所数量，以口腔医师执业证书表征牙医数目，在如此口径下，我国 2018 年十万人均拥有牙医数仅为 15.6 位。

图 11：世界各国牙医资源对比 （每十万人拥有牙医位数）

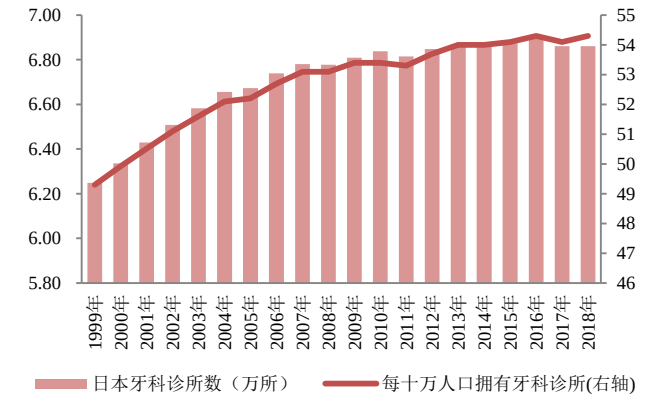


数据来源：卫计委统计数据，日本厚生劳动省，英国统计局，澳门统计暨普查局，西南证券整理；“中国”数据不包含港澳台数据

我国目前的牙医数量在世卫组织标准下仍存在 22%的缺口。世界卫生组织于上世纪末建议全球范围的国家牙医配比为 1:5000，也即 10 万人拥有牙医数目为 20 位，我国 2018 年十万人均拥有牙医数仅为 15.6 位，在最低标准下仍存在 22%的缺口。

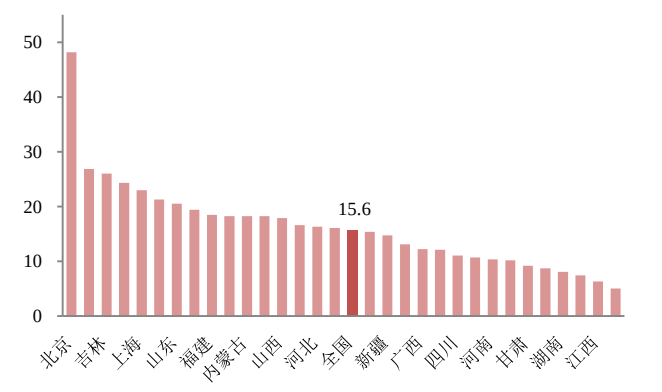
参考日本缺口为 71%，我们认为日本不仅是成熟市场，人均牙医数目稳定，并且与我国文化背景相似，有一定的可参考性。日本每十万人口拥有牙科诊所数目和牙科诊所数目总量已经趋于稳定，可作为成熟市场参考。2018 年日本共有 6.9 万家诊所，平均十万人拥有 54 所牙科诊所，高出我国 2018 年水平的 71%。即使是我国口腔医师资源最丰富的北京市，2018 年十万人均 48 名口腔医生水平仍低于日本 1999 年水平（由于单个诊所不可能只有一位医生，因此人均拥有牙医诊所数目更低）。

图 12：日本每十万人口拥有牙科诊所数目超过 50 所



数据来源：日本厚生劳动省，西南证券整理

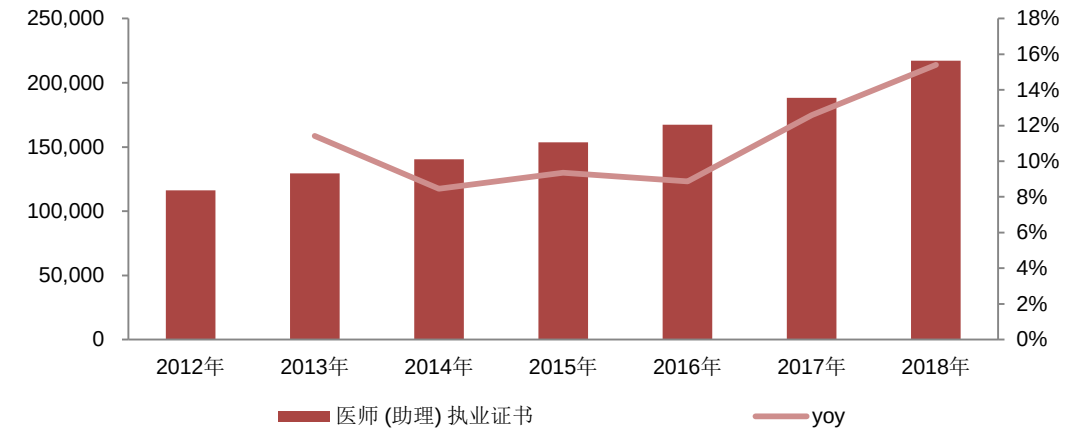
图 13：2018 年国内每十万人拥有牙医数（位）



数据来源：卫计委统计数据，西南证券整理

前瞻性指标国内口腔医师（助理）注册数保持增长，2012 年至 2018 年复合增速 11%，并且有望继续保持。牙科医生需要取得该职业证书才能开始营业，获得证书并且工作 5 年之后的医生才可以申请开办牙科诊所。卫计委口腔医师(助理)执业证书数据显示，2018 年共有 21.7 万名注册的口腔医师，同比增加 2.8 万名，保守假设取得证书五年后每名医师年创收 50 万元，对应市场规模将增长 144 亿元。教育部注册的开设口腔专业的院校（系）有 213 所，2020 年口腔医学专科学校增加 13 所。截至 2019 年 11 月 1 日，教育部同意 2020 年增设高职专业点 290 个，未来我国口腔医生供给有望保持较快增长。

图 14：2012 年-2018 年国内口腔医师（助理）注册数保持快速增长（人）



数据来源：卫计委统计数据，西南证券整理

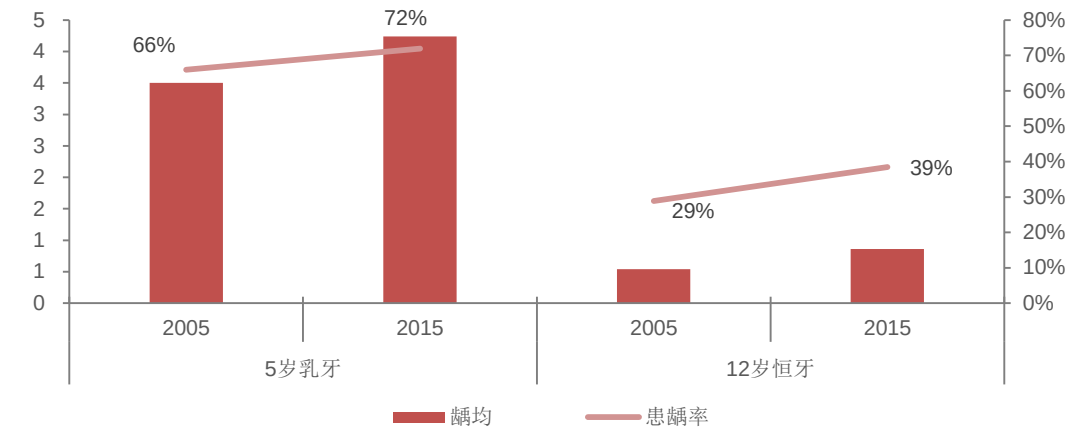
2.2 老龄化和人均收入水平的提升是我国牙科服务长期增长动力

2.2.1 儿童患龋率快速提升，培育增量市场

第四次全国口腔健康流行病调查报告结果显示我国口腔居民健康状况正在恶化，2005 年-2015 年儿童和中老年口腔健康质量指标水平快速下降，带来口腔医疗服务基础需求量的增长。

我国儿童患龋率呈现上升趋势。2005-2015 年内 12 岁儿童患龋率为 38.5%，增加 9.6 个百分点。5 岁儿童乳牙患龋率达到 72%，同比增加约 6pp。国家卫生健康委员会发布《健康口腔行动方案（2019—2025 年）》，不断深入推进“三减三健”健康口腔行动，预计 2020 年 12 岁儿童龋患率控制在 32%以内，2025 年 12 岁儿童龋患率控制在 30%以内；12 岁儿童龋齿充填治疗比在 2020 年和 2025 年预计达到 20%和 24%；儿童窝沟封闭服务覆盖率预计在 2020 年达到 22%，在 2025 年达到 28%。随着健康口腔行动方案的逐步实施，我国儿童口腔疾病就诊患者数量将会大幅提高。

图 15：我国儿童患龋率上升



数据来源：《第四次全国口腔健康流行病调查报告》，西南证券整理

我国儿童整体口腔健康状况恶化，叠加居民收入水平提升背景下父母对孩子健康的愈加重视，我国口腔儿科市场发展格局有望持续扩张。第四次全国口腔健康流行病调查报告结果还显示 2005 年-2015 年儿童龋齿接受充填治疗的比例分别为 4.1%、16.5%，十年增长接近 50%。儿童口腔医疗服务发展不仅有助于短期市场格局发展，并且随着新一代年轻人撑场，从自身渐渐提升口腔医疗健康的重视程度，有望利好未来口腔医疗服务渗透率提高。

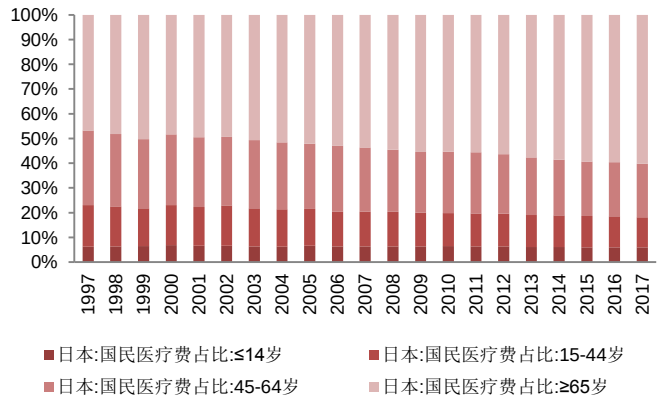
2.2.2 老龄化趋势带来换牙等需求

参考日本市场，老龄化带来医疗费用持续提升，牙科诊疗费用亦是如此。按联合国新标准 65 岁老人占总人口的 7%，即该地区视为进入老龄化社会，日本早在 1971 年进入老龄化社会，随后 65 岁以上人口占比一路上升，目前已经达到 28%，约有 1/3 的人口超过 65 岁。持续老龄化带来日本全民诊疗费用持续提升，2010 年-2019 年日本老龄人口占比提升 5.5pp，同期国民人均诊疗费用复合增速超过 2%，主要系因老龄人口医疗费用较高。

老龄化趋势提高人均牙科诊疗费用。参考日本老年人人均医疗费用较高，65 岁以上居民超过 65 岁以下居民水平的两倍，牙科诊疗费用也随之增长。2010 年至 2017 年，日本国

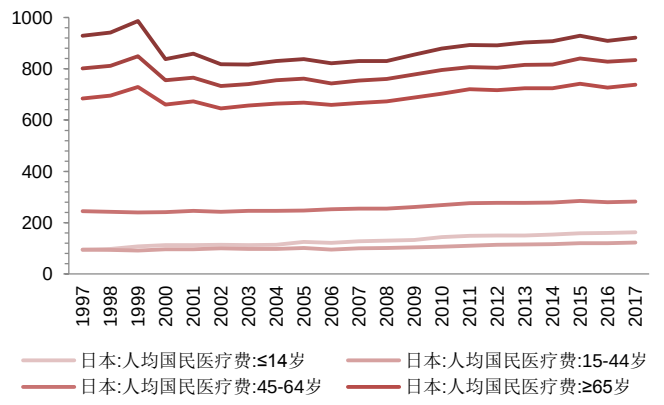
名医疗费复合增长率约为 2%，牙科整理费用复合增长率为 1.4%。老龄人面临口腔积累性疾病更多，护理、义齿需求更加旺盛，随着我国人口老龄化发展，我国牙科市场长期增长的动力充足。

图 16：日本老龄化趋势带来的影响



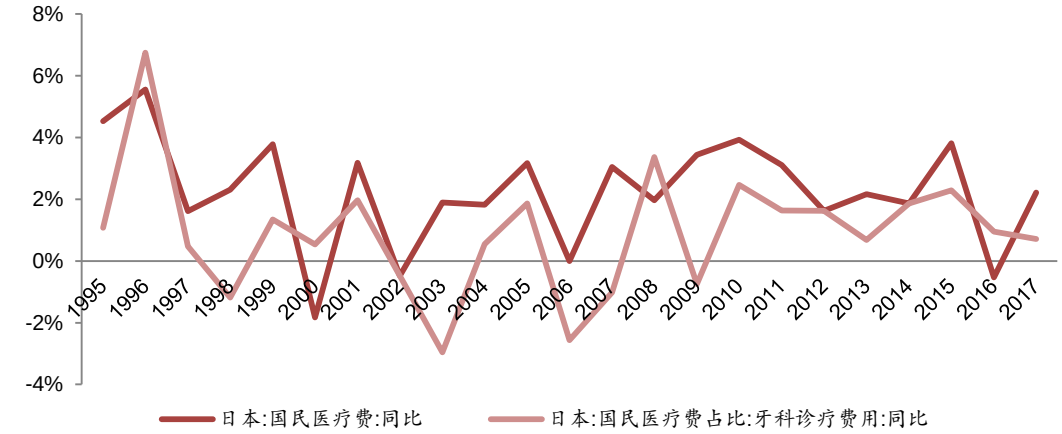
数据来源：日本厚生劳动省，西南证券整理

图 17：老龄人医疗费用支出更多（亿日元）



数据来源：日本厚生劳动省，西南证券整理

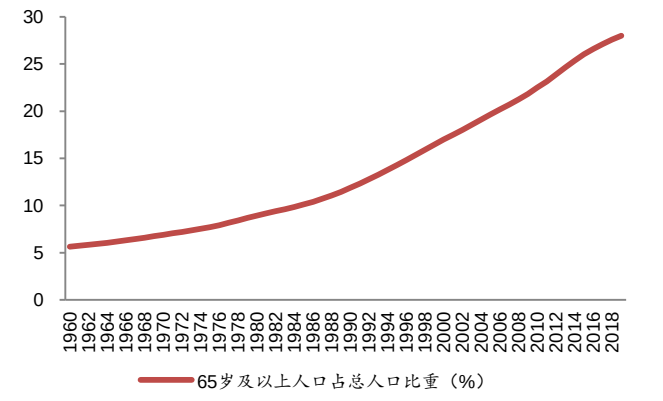
图 18：日本牙科诊疗费用与整体医疗费用同步增长



数据来源：日本厚生劳动省，西南证券整理

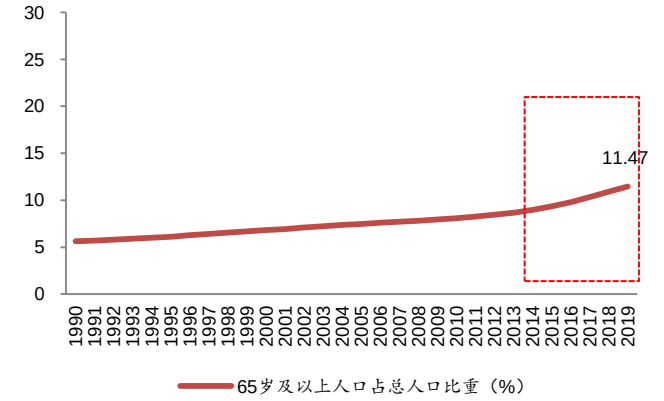
我国人口老龄化进程初启，长期来看提升人均诊疗费用和牙科诊疗费用。根据我国 2019 年人口年龄结构，我国 65 岁以上年龄占比达到 11.5%，超过国际定义 7%水平，并于 2014 年开始上升较快。分地区来看，我国经济发展程度较高的地区如华东、华北、西南重地重庆等老龄化程度较高，与日本上世纪九十年代年老龄化程度相当。牙科疾病发病率随着年龄增长有提升趋势，随着我国人口老龄化进程，医疗服务市场规模和牙科服务市场需求有持续提升基础。老龄化程度提升有望带来基础治疗如牙髓病、牙周炎、种植和义齿等服务需求。

图 19：1960-2019 年日本老龄化趋势



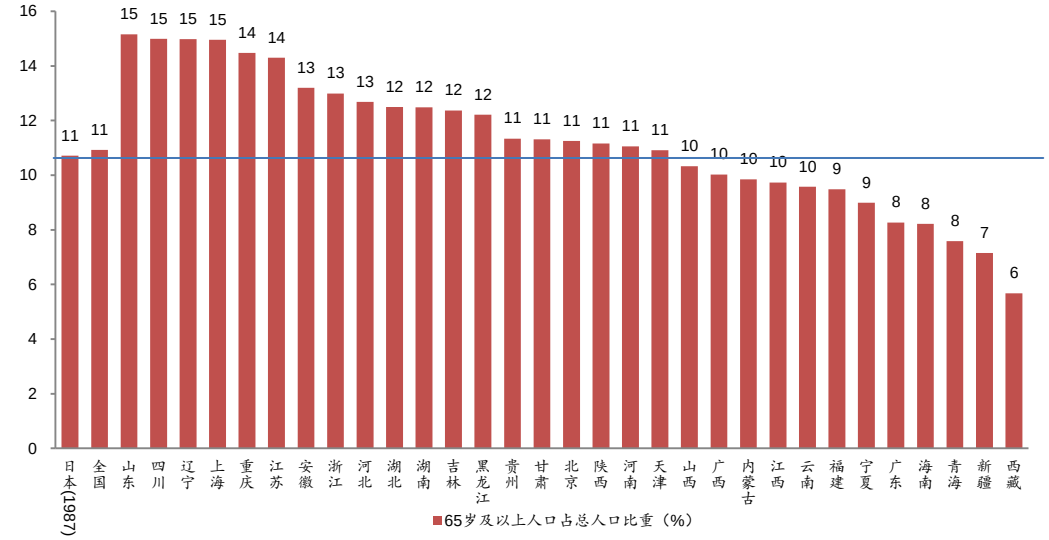
数据来源：国家统计局，西南证券整理

图 20：1990~2019 年我国人口老龄化趋势



数据来源：国家统计局，西南证券整理

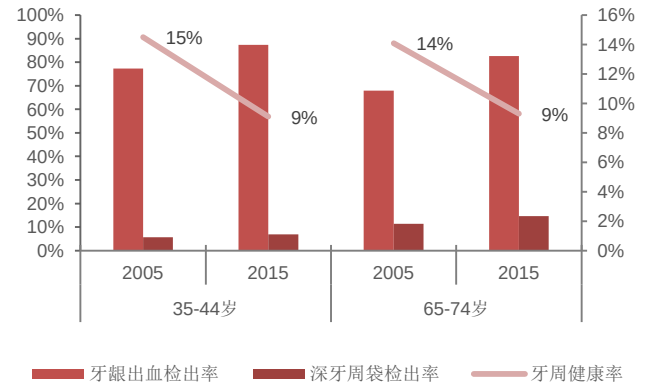
图 21：2018 年我国分地区老龄化进程与日本二十世纪八十年代末期水平对比



数据来源：日本厚生劳动省，国家统计局，西南证券整理

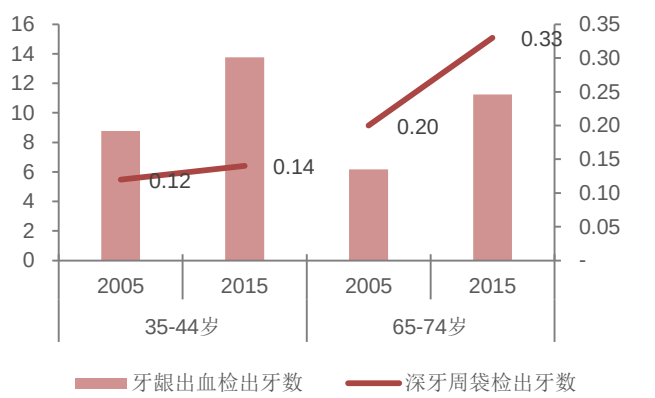
我国中老年人牙周健康状况恶化，有望为牙科服务需求增长增加动力。中、老年组牙周健康率在 2005 年-2015 年的十年内分别下降 6pp、5pp，2015 年，牙周健康率仅为 9%。牙龈出血和深牙周袋是慢性炎症的常见原因，有时也可以是某些系统性疾病的口腔表现，在中老年组检出率分别上升了 10pp、15pp，检出牙数都上升了 5 颗。中老年组深牙周袋检出率提高了 1.2pp、3.3pp，检出颗数提高了 17%、65%。慢性龈炎向深部扩展会形成牙周袋，并且随着牙周袋加深，更有利于菌斑堆积和滞留，使炎症更加严重，使牙周袋更深，形成恶性循环。深牙周袋症状者在炎症发作时疼痛难忍，并且有牙齿脱落的风险。

图 22：中老年人深牙周袋状况恶化



数据来源：《第四次全国口腔健康流行病调查报告》，西南证券整理

图 23：中老年人牙龈出血状况恶化

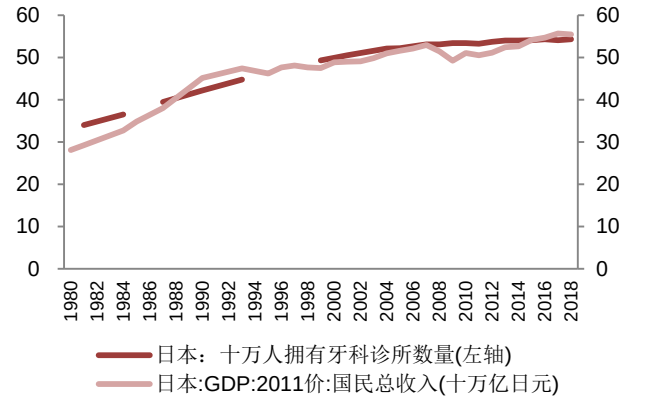


数据来源：《第四次全国口腔健康流行病调查报告》，西南证券整理

2.2.3 人均收入水平提高，助力牙科服务消费升级

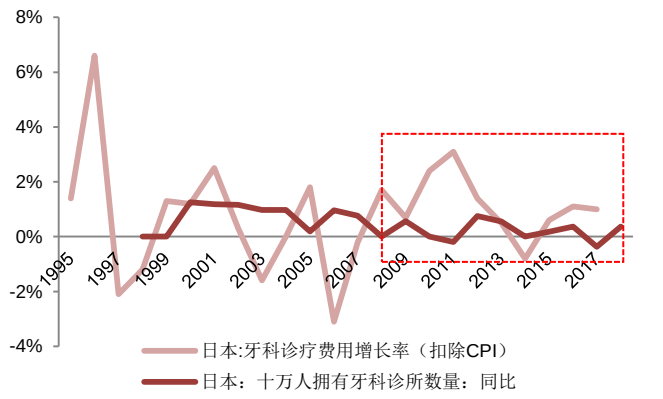
日本牙科市场提价逻辑在后期仍然成立。随着经济发展水平和居民收入水平提高，健康要求和意识也随之增长。我们希望从日本牙科市场的发展中得出一些借鉴。拆分为数量和单价来看，日本平均牙科诊所数量与 GDP 水平呈现明显的正相关关系。日本牙科市场在诊所数量上基本从 2009 年开始已经饱和，增速不足 1%，但同时牙科诊疗费用增速（扣除 CPI）基本保持正数，说明客单价的提高在行业发展后期仍然成立。

图 24：日本人均诊所数量与 GDP 正相关关系



数据来源：日本厚生劳动省，日本内阁府，西南证券整理

图 25：日本牙科诊所数量稳定，诊疗单价提升趋势



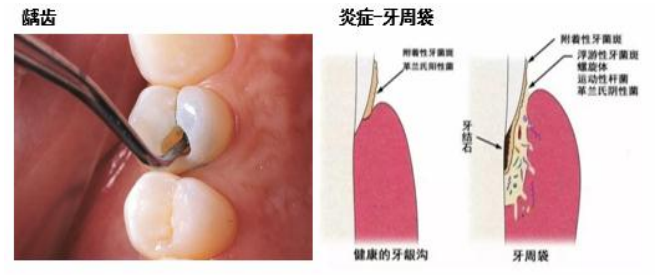
数据来源：日本厚生劳动省，西南证券整理

我国牙科服务客单价有望随着高客单价业务增长得到提升。参考日本牙科服务市场发展路径，得出在后期客单价提升的逻辑仍然存在，而我国牙科市场正处于快速发展期，消费升级以提高客单价逻辑仍然成立，主要是我国正畸和种植等市场渗透率低，未来发展空间大，随着居民收入水平提升（需求拉动）和上游行业材料发展（供给发力），未来有望持续提升，高客单价业务快速发展有望推动我国行业客单价上升。

可选治疗如种植、正畸有望迎来快速发展期。把牙科服务分为基础治疗和可选治疗，基础治疗指的是会引发疼痛的蛀牙、炎症等，刚性较高，客单价较低约为 200-500 元/颗不等。可选治疗指的是种植和正畸，不治疗并不会直接引发疼痛，需求偏弹性。种植价格约为 5 千-2 万元/颗，正畸价格约为 5 千-4 万元/套。高客单价业务近几年在过我国处于发展初期，增

速较高，并将不断提高渗透率。主要由于（1）居民收入水平提高和健康、审美意识的提升；（2）种植和正畸上游制造产业已经实现降价，韩国厂商奥齿泰的种植牙出厂价格低至 1 千/颗左右，种植服务单价设置灵活性有望得到提高，获取中低端客户。

图 26：牙科基础治疗



数据来源：公开资料，西南证券

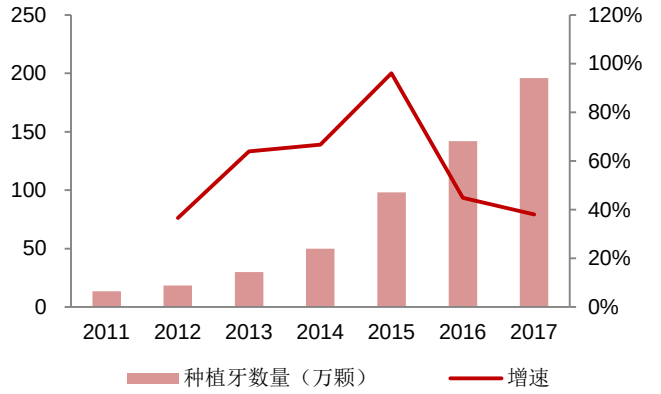
图 27：牙科可选治疗



数据来源：公开资料，西南证券整理

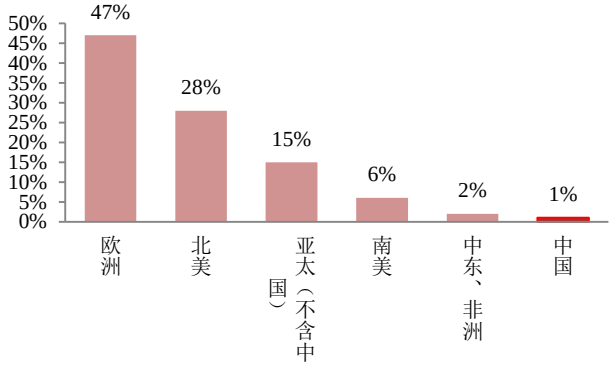
我国种植牙市场正处于发展初期，增速较快，在全球市场份额占比较低，未来发展空间大。我国种植牙全球市场份占比只有 1%，与欧洲 47%、北美 28%相比差距巨大。全球范围内来看，万人均植牙数量最高的是以色列和韩国，达到 600 颗，与这些国家植牙纳入医疗报销政策有关。在没有报销政策的地区中，欧洲发达国家和美国的种植牙渗透率较高，大约有 100 颗。而我国目前仅 7 颗/万人左右，远远低于其他国家，对标发达国家，我国种植牙市场发展空间很大。

图 28：我国种植牙市场起步阶段增速较快



数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

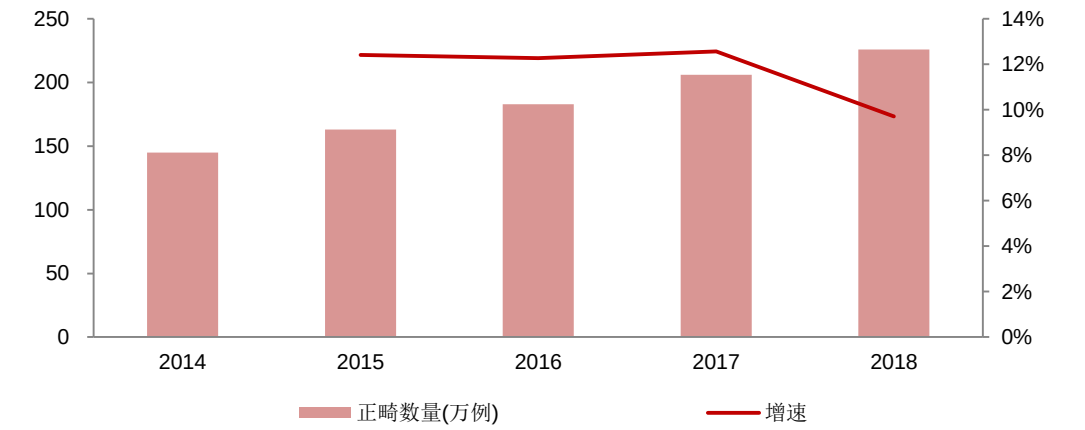
图 29：我国种植牙全球市场份额极低



数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

隐形正畸有望推动正畸市场消费升级。我国牙齿畸形人群占较高达 72%，但实际治疗比例较小，仅占全部牙齿畸形人群的 15.4%，正畸数量方面有望随收入水平和口腔健康意识提高保持较快增速。目前国内正畸市场中，普通正畸仍占主导地位，隐形正畸的人数占比较低。隐形正畸的客单价较高，隐适美等知名欧美产品全疗程费用在 3~4 万元不等，金属自锁托槽矫正单价较低约为 3 千~1 万元不等。随着我国人民基础需求不断得到满足，人们对形象的重视程度不断上升，更加美观的、单价更高的隐形正畸有望成为正畸市场升级的主要驱动因素。

图 30：我国正畸数量保持较快增长



数据来源：华经情报网，西南证券整理

2.3 千亿市场规模 18%增速，民营专科医院受益最高

2.3.1 千亿市场规模，格局分散

口腔医疗服务市场规模 = 诊疗人次 x 客单价。尽管全国范围内的诊所数量无准确计量，全国市场规模尚无官方统计，但浙江省内口腔医疗服务市场信息较为公开透明，根据中国口腔医疗集团（H01331）和通策医疗的经营数据，可测算出 2019 年全国市场规模约为 1132 亿元。并基于以下假设，未来 5 年国内市场 CAGR 有望保持 18%：

1） **诊疗人次：**假设总体诊疗人次保持 10%的增速，主要是基于口腔健康状况下降，居民的健康意识增强；

2） **客单价增速：**假设未来 8 年内客单价增速能继续维持 8%-9%，参考浙江省客单价 2014-2018 年增速为 9%，考虑到市场受到医师资源短缺仍然存在供需缺口，价格维持能力较高，并且正畸、种植等高客单价科目渗透率有望随着居民收入水平提高而提升；

3） **全国口径客单价估算：**假设全国口腔医疗客单价是浙江省水平的 95%。口腔医疗服务平均价格敏感度不高，但浙江省是我国经济强省，2019 年国内人均 GDP 排名第四，高出全国水平 52%；

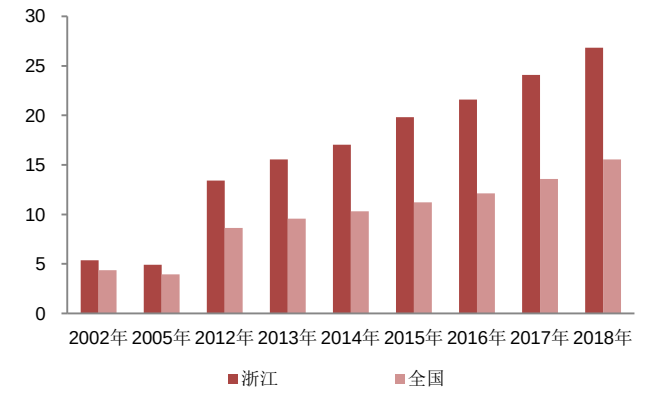
4） **人口基数：**假设浙江省人口将持续占全国的 4.1%，在预测全国市场规模时需要考虑到人口基数的影响，主要基于浙江省人口 2009-2019 年占全国人口比例稳定在 4%左右。

表 3：国内口腔医疗服务市场规模预测

	2014~2018CAGR		2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
浙江省口腔医疗客单价（元）	233	328	356	384	413	446	482	520	561	606
Yoy（2014-2018CAGR4）		9%	8%	8%	7%	8%	8%	8%	8%	8%
全省诊疗次数（万次）	859	1,249	1,371	1,381	1,654	1,808	1,967	2,141	2,319	2,500
Yoy（2014-2018CAGR4）		10%	10%	10%	10%	9%	9%	9%	8%	8%
浙江省市场规模（亿元）	20	41	49	53	68	81	95	111	130	151
Yoy（2014-2018CAGR4）		20%	19%	9%	29%	18%	17%	17%	17%	16%
全国市场规模（亿元）	**463**	**950**	**1,132**	**1,230**	**1,583**	**1,868**	**2,195**	**2,579**	**3,015**	**3,510**
Yoy（2014-2018CAGR4）		20%	19%	9%	29%	18%	17%	17%	17%	16%
十万人拥有牙医数量	10.3	15.6								28.76

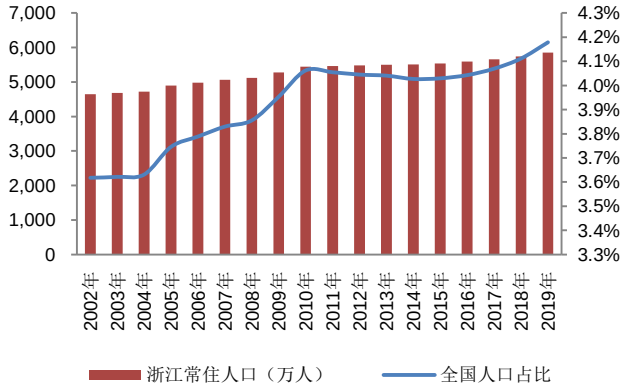
数据来源：弗若斯特沙利文咨询报告，西南证券

图 31：浙江省每十万人拥有牙医数高出全国水平 70%



数据来源：卫计委统计数据，国家统计局，西南证券整理

图 32：浙江省常住人口约占全国 4%



数据来源：国家统计局，西南证券整理

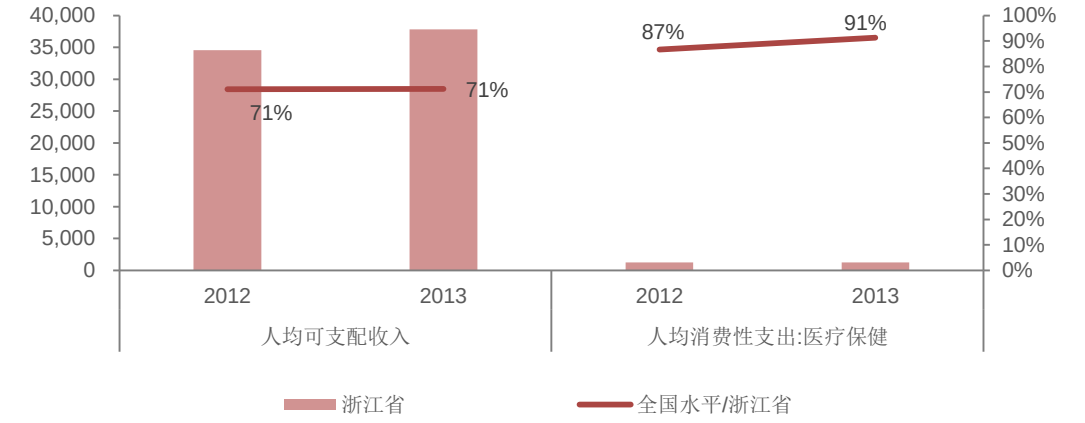
我们根据浙江省客单价和诊疗次数计算市场规模，并且保守假设全国客单价是浙江省水平的 95%，乘以全国人口数量得到全国市场规模。我们统计了公司的强势区域杭州和省外扩张区域旗舰医院所在城市的市场价格，发现各类正畸和种植价格范围相差不大。从整体医疗支出水平来看，医疗消费水平和收入水平之间没有必然的相关关系，根据 2012-2013 年国家统计局数据显示，尽管全国人均可支配收入水平是浙江省的 71%，但全国人均医疗消费支出水平是浙江省的 87%~91%，综上我们认为 95%的全国客单价折算是较为合理的假设。

表 4：牙科客单价较高服务收费对比（各地区客单价）

正畸和种植价格对比（元）		杭州	重庆	武汉	西安	成都
正畸	传统金属矫正	10000-15000	6000-11000	6000-18000	5000-10000	~10000
	金属自锁矫正	12000-20000	10000-20000	13000-25000	10000-20000	14000-17000
	陶瓷托槽矫正	15000-20000	15000-30000	10000-20000	~20000	13000-30000
	隐形矫正	24000—45000	20000-50000	15000-36000	20000-50000	20000-42000
	舌侧矫正	25000-40000	>40000	20000-50000	20000-50000	>50000
种植	种植牙价格	8000-18000	5000-20000	8000-15000	4000-20000	6000-25000

数据来源：大众点评，西南证券整理

图 33：医疗服务支出粘性较强（元）



数据来源：国家统计局，西南证券整理

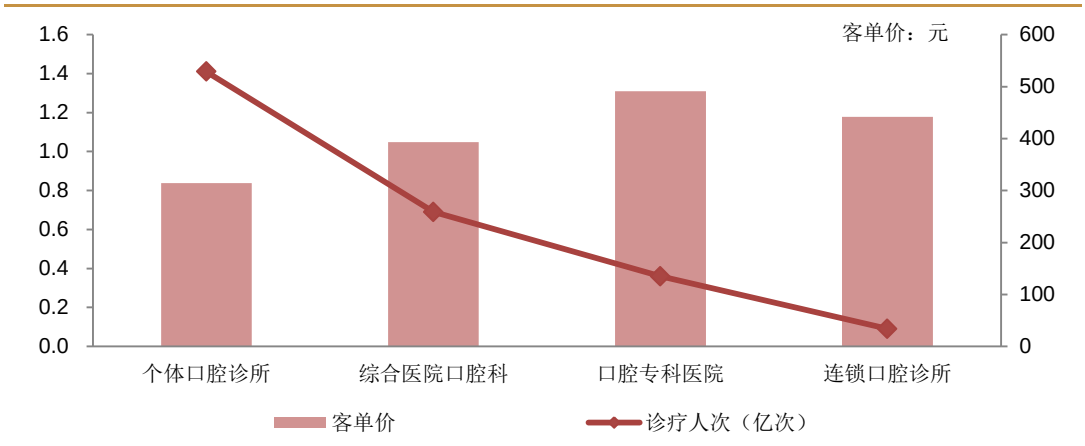
我国牙科服务主体小而众，竞争格局分散，综合实力较强的口腔专科医院稀缺。我国口腔医疗服务市场主体可以分为口腔专科医院、综合医院口腔科、口腔门诊部、诊所。其中诊所和门诊部数量占到最高，国家统计局公布 2013 年我国已有超过 6 万家口腔诊所，估计 2019 年已超过 8 万家，其中存在着大量缺乏资质，诊疗水平低下的个体诊所。现在连锁口腔诊所在 2000-3000 家，我国口腔诊所连锁率仅 2.5%-3.8%，处于较低水平。

表 5：口腔医疗服务市场主体

主体类型		医师数目	牙椅数	床位
口腔专科医院	二级医院	2 名以上副主任医师；至少 9 名医师	20~59	15~49
	三级医院	各科室主任是副主任医师以上职称;至少 27 名医师	>=60	>=50
医院口腔科		县级医院基本标准要求：牙科综合治疗椅，口腔牙片机		
口腔门诊部		至少有 2 名口腔科医师，其中 1 名具有主治医师以上职称	>4	无
诊所		至少 1 名口腔科医师	<3	无

数据来源：卫生委通知，西南证券整理

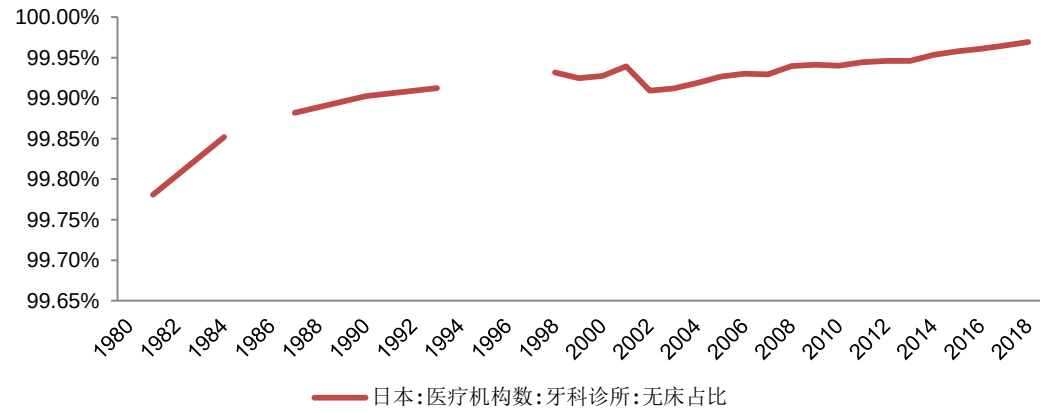
图 34：2017 年我国牙科服务市场格局概览



数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

全世界范围内口腔医院分散是普遍现象，世界上尚无口腔连锁医院集团巨头。美国口腔行业极度分散，在行业发展后期出现 DSO（dental support Service Organizations），其盈利模式类似于商业服务公司，通过为牙医提供培训、行政管理、降低材料成本实现盈利。日本目前约有 99.97%的牙科诊所无床，全国只有 21 个有床诊所，规模普遍较小。欧美市场没有龙头连锁医院，多为保险公司控股牙科医院。

图 35：日本诊所无床（规模更小）占比保持提升

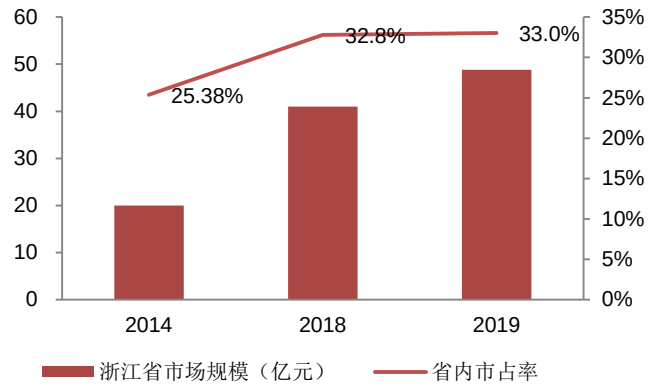


数据来源：日本厚生劳动省，西南证券整理

口腔医疗服务半径小和对医生资源的依赖是我国市场分散的主要原因。最早的牙医是匠人技师，补牙、拔牙、清洗等基础服务没有较大技术壁垒。随着牙科服务难度和金融服务的不断发展，当前国内市场的牙科医生的学习成本远高于资本成本，调研得知在杭州中心城区开设 10 个牙椅规模的门诊部的启动资金约为 200 万元，医疗器械等可以通过租赁公司租用，行业进入壁垒不高。从消费端来看，患者跟着牙科医生走是行业的普遍现象，首先齿科疾病特异性程度较高，持续就医是病情所需；其次牙科服务的服务半径短，拔牙、补牙、修复、正畸、种植等多种服务都需要复诊多次，因此就近和便利是重要的因素。

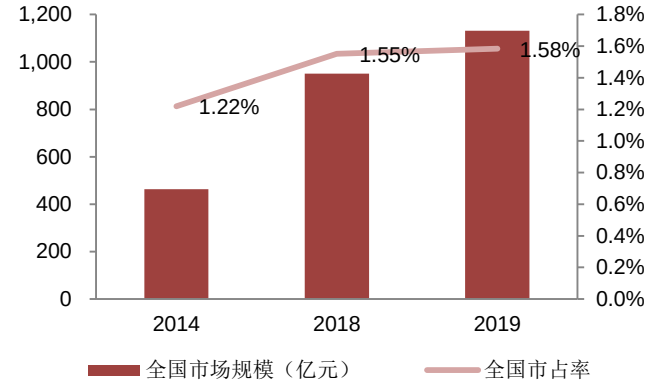
全国性龙头稀缺，通策医疗全国市占率仅为 1.6%。通策医疗是我国口腔医疗服务行业的龙头企业，2019 年口腔医疗服务营业收入达到 17.8 亿元，全国市场规模约为 1132 亿元，浙江省市场规模约为 49 亿元。公司 2019 年全国市占率仅为 1.6%，由于其医院大部分分布在浙江省内，省内市场占有率约为 33%。

图 36：通策医疗省内市占率约为 33%



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 37：通策医疗全国市占率仅 1.6%

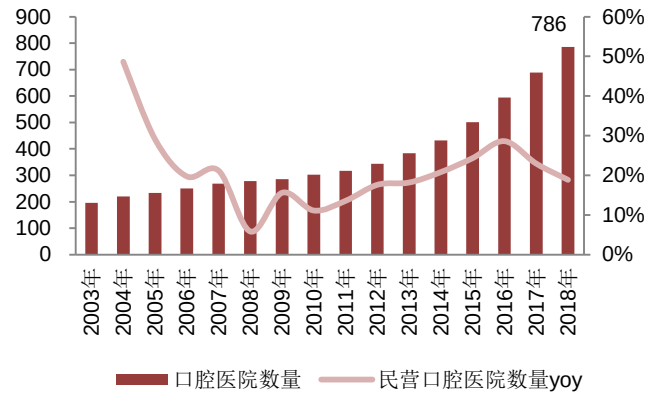


数据来源：公司公告，西南证券整理

2.3.2 口腔专科医院民营化趋势有望不断加强

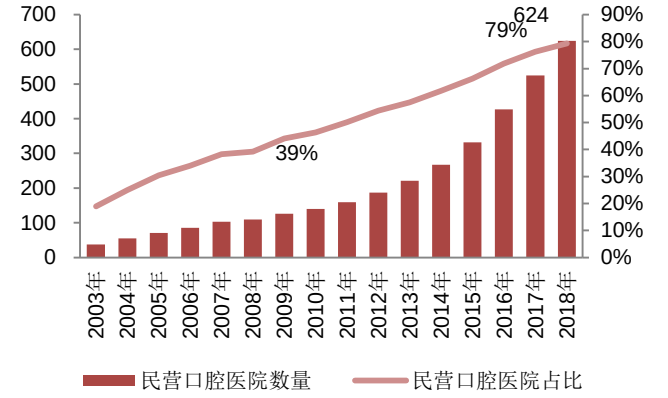
政策支持+效率更高，口腔专科医院民营化是大势所趋。根据卫计委公布的统计数据，2018 年我国共有 786 所口腔专科医院，其中民营口腔医院 624 所，占比 79%，相比于 10 年前提升了 40pp。口腔科是相对独立的科室，与其他疾病的关联较少，在我国医疗资源集中在大医院的背景下，独立出口腔科可以减少综合医院的行政服务负担，在医生能力合格和服务价格合理的情况下，患者在口腔专科医院就诊体验更好，因此在本质上，口腔科有合理的独立价值。2017 年，卫计委发布《医疗机构管理条例实施细则》，表明在职医务人员也可以申请设立医疗机构，允许医生在一家主要医疗机构注册，其他机构进行备案，执业机构数量不受限制，医改“放管服”方针客观上促进口腔医生资源的市场化，客观上促进了民营专科医院的发展。

图 38：我国口腔专科医院数量保持高速增长



数据来源：卫计委统计数据，西南证券整理

图 39：民营口腔专科医院数量占比逐年提高



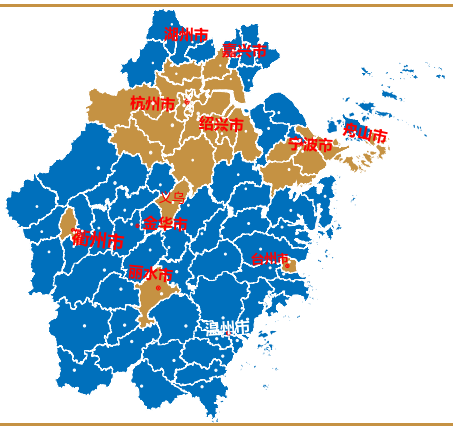
数据来源：卫计委统计数据，西南证券整理

3 省内下沉战略实现率高，有望继续加强龙头地位

3.1 杭口和宁口品牌不断强化

杭口是浙江省绝对齿科龙头品牌，总部实力和品牌实力不断增强。公司于 2006 年收购杭州口腔医院，当年杭口已经是优秀的公立医院，日接诊超过 600 次，拥有 160 台左右牙椅（当下三级口腔专科医院水平），超过 340 名员工。经过十几年的发展，目前总营业面积已经超过 10 万平方米，拥有 14 家营业院区，总牙椅超过 1500 台，就诊人次达 180 万次/年，集临床、教学、科研为一体。公司正在打造平海路一号（原总院）和西溪谷一号（城西新院区）双总部，杭口作为浙江省口腔龙头品牌实力有望持续增强。

图 40：公司省内医院布局两个中心聚集和市辖区火种



数据来源：公司公告，西南证券整理

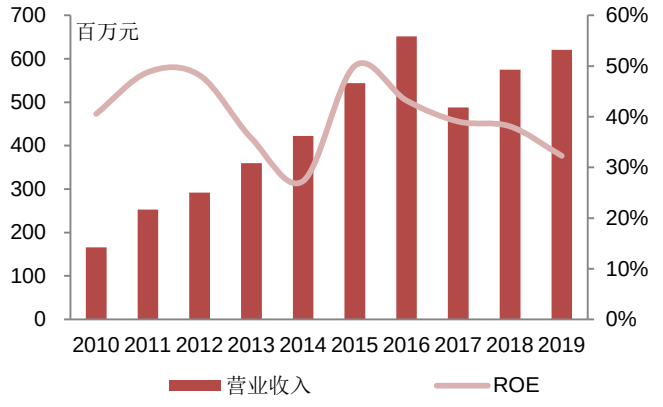
图 41：杭口医院大楼



数据来源：公司官网，西南证券整理

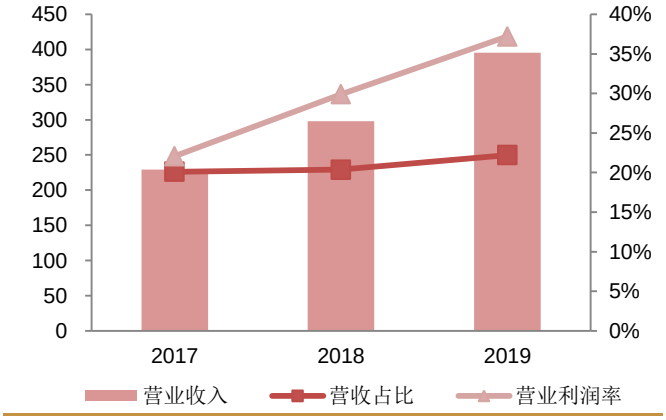
杭州口腔医院城西区域总院是公司创新发展的排头兵，单张牙椅产出最高，单体营收规模排名第二，是公司的改革先锋。2017 年杭口城西分院从杭口医院集团独立，成为新独立总院，城西分院积极探索团队接诊模式，积极联系分院，收入保持快速增长的同时，经营利润率也持续攀升，2019 年城西医院人均创收 91 万元，高出公司整体水平 53 万元约 71%。城西医院的精英团队模式有望持续为公司提高管理模式积攒经验。

图 42：杭州口腔医院历年经营表现（百万元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 43：杭口城西医院分离以来业绩表现



数据来源：公司公告，西南证券整理

表 6：公司总院 2019 年经营情况

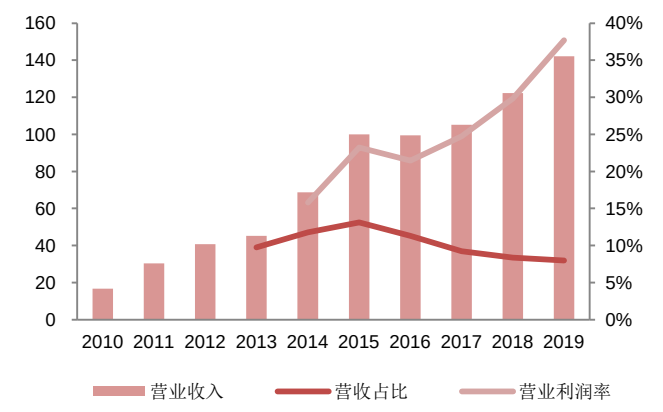
三大总院	杭州口腔医院	杭州城西口腔	宁波口腔医院	公司整体水平
营业收入（百万元）	621	395	142	**1,894**
YOY	8%	33%	16%	**23%**
营收占比	33%	**22%**	**8%**	
营业利润率	47%	37%	38%	33%
人员规模	750	434	268	
人均创收（万元）	83	91	53	53

数据来源：公司公告，西南证券整理

2020 年杭州区域拔高建设特色院区杭口滨江院区和紫金港园区。滨江院区定位种植和口腔外科特色，紫金港院区以浙江大学师生及附近居民为主要目标客户群，重点研究规划正畸团队模式和未来医院模式。预计 2020 年将投入建设资金 3 亿元。

宁口正在逐渐成为区域龙头，新总院预计 2020 年开业。宁波口腔医院于 2007 年并入通策医疗，当时医院仅拥有 45 张牙椅，年收入约 815 万元。宁口新总院位于宁波市海曙区壹都文化广场，建筑面积 2 万平米，总规划牙椅数量 190 张，计划 2020 年暑期开业，是一所集口腔医疗、口腔疾病预防、口腔保健于一体的特色现代化口腔专科医院，是打造临床与科研、教学与培训、技术交流与合作的多功能院区。公司将在宁波拥有一家三级口腔专科医院，彻底稳固宁波口腔医疗界的龙头地位。现在宁波区域共有 7 个分院(海曙院区、北仑分院、定海分院、鄞州分院、奉化分院、镇海分院、普陀分院)。

图 44：宁口医院 2010 年以来经营情况（百万元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 45：宁口医院大楼

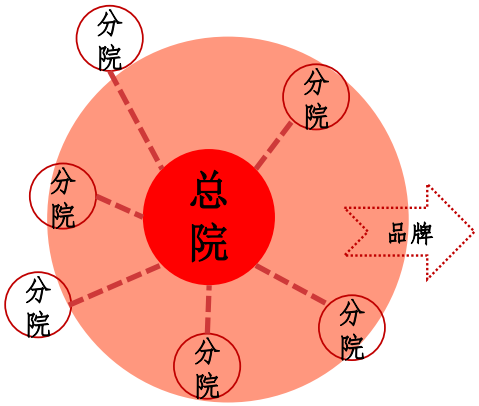


数据来源：公司官网，西南证券整理

3.2 凭借省内现有品牌，蒲公英计划下沉战略可期

省内下沉空间大，公司有望凭借杭口品牌进一步提高市占率。公司在浙江省内以杭口平海院区（杭口）、杭口城西医院（城西）和宁波口腔医院（宁口）三家总院为中心，加上各自具有管理关系的分院，构成 3 个“总院+分院”的区域医院集群，目前在浙江省内的市占率已经达到 33%。但细化到市县区，可以看出公司在省内的医院布点主要围绕着杭口和宁口两个总部，在衢州、金华、台州等市只有市辖区布点，随着 2020 年温州存济医院开业，公司将在浙江省完成所有市辖区布点。我们认为省内的口腔医疗服务市场仍然有很大下沉空间，公司坚持建设通策模式和目前已完成的市辖区医院建设，有望加快省内市场渗透率。

图 46：通策模式下扩张路径



数据来源：西南证券

医生资源互通，总院+分院有助于强化品牌、快速打开市场。区域总院主要为口腔专科医院规模，杭口和宁口目前的牙椅数。分院主要以门诊部规模，每所门诊部配备口腔医生 10~20 位，设有至少 1 名副主任医师。分院以杭口冠名，在区域内利用品牌影响力吸引当地高端客户。总院与分院距离较近，**每周总院专家以固定排班在分院接待门诊**，实现区域总院平台对医生医疗服务技能、学术地位的支撑和带动。同时分院实现快速推开品牌影响力，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。

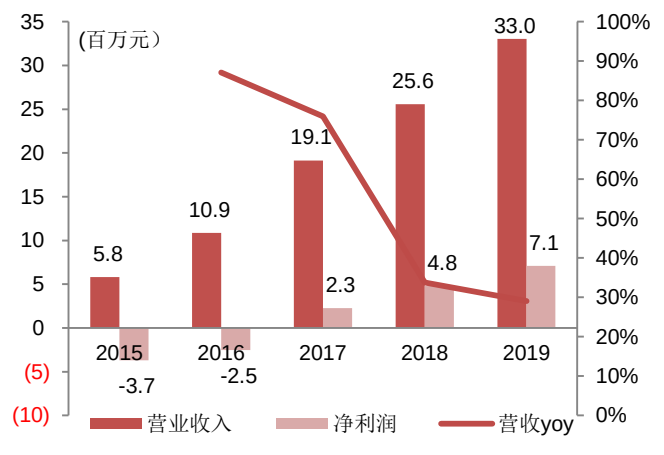
先建设总院品牌再围绕总院开设分院，扩张模式降低边际成本，有利于缩短新医院盈利周期。分院借助总院的品牌力量能够实现新店收入快速增长+医生互通节约初期固定成本，实现缩短盈利周期。公司在 2017-2019 年年报中披露分院能在 1-2 年内实现盈利，对比同省内温州口腔医疗服务企业中国口腔医疗集团新开设分院盈利周期长达 5-7 年，后者周期在 2020 年初在港股上市申报稿中披露。以城西医院的联系分院海宁分院为例，海宁分院于 2014 年末开业，2017 年扭亏实现净利润 230 万元，盈利周期两年。海宁分院紧邻杭州，运营 5 年状态趋于稳定，2019 年实现营业收入 3300 万元，净利率 21.5%，同比提升 2.8pp。

图 47：杭口双总部和宁口总部集群效应



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 48：海宁分院开业两年半盈利

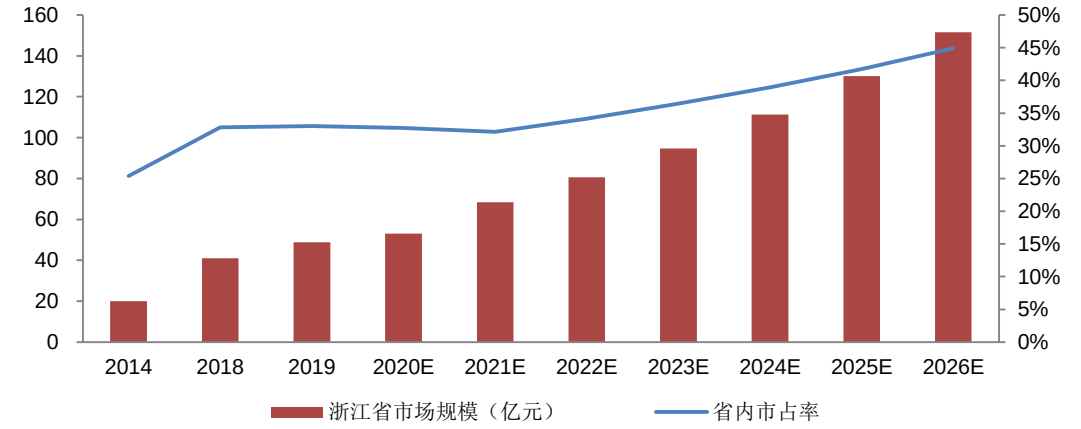


数据来源：公司公告，西南证券整理

蒲公英计划有望助力公司实现省内市场下沉。2018 年底公司发布蒲公英计划，在未来 3-5 年将继续深入省内市场，在浙江省主要县（市、区），布局 100 家分院。蒲公英计划的设计核心是与当地医生团队合作，快速获得当地患者资源，口腔行业患者跟着医生走是普遍现象，获医能力决定获患能力。公司凭借杭口品牌和经营管理实力，希望与合作的核心医生快速协同。“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 万元之间，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%。预计各新开分院在 1-3 年内能够实现盈亏平衡。

总院强化建设+分院扩张计划推进有望拉动市场规模增长，同时提高市占率。随着公司在省内顺利推进分院建设，以杭口、宁口以及各市辖区总部为中心不断传播、变现品牌力，我们预计到 2026 年公司在省内市占率将达到 45%，对应全国市占率约 2.3%。

图 49：公司省内市占率有望不断提高

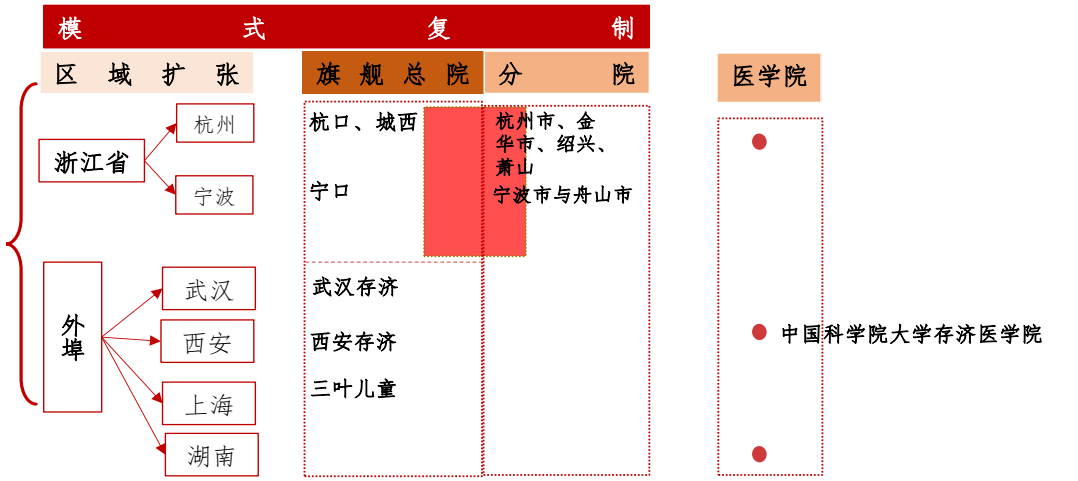


数据来源：公司公告，西南证券

3.3 省外旗舰医院打造中，有望实现异地复制

公司在浙江省外通过口腔医疗基金在武汉、西安、重庆、成都等投资新建大型口腔医院，每家体量相当于杭州口腔医院中心医院，成为逐步面向全国战略布局的医疗服务企业。目前已经开业的有武汉存济口腔、重庆存济口腔，西安、成都存济正在筹建中，为在外埠扩张打下基础。

图 50：通策医疗扩张示意图



数据来源：西南证券

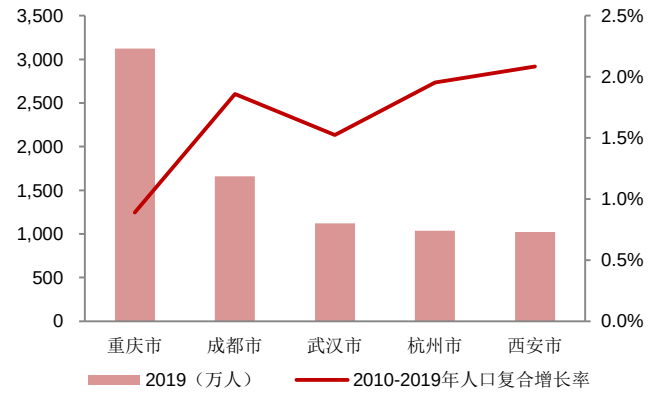
表 7：外埠旗舰医院一览

	医院等级	营业面积	人员规模	牙科椅数	病床数	持股比例
重庆存济口腔医院	三级口腔专科	2 万平方米	116	250	50	70%
武汉存济口腔医院	三级口腔专科	1.8 万平方米	260	250	50	最终实控人 37.47%
西安存济口腔医院	三级口腔，中国科学院大学西安存济医学中心，还包括存济眼科、妇幼三级医院					最终实控人 47.35%
成都存济口腔医院	筹建中					最终实控人 47.86%

数据来源：公司公告，公开资料整理，西南证券整理

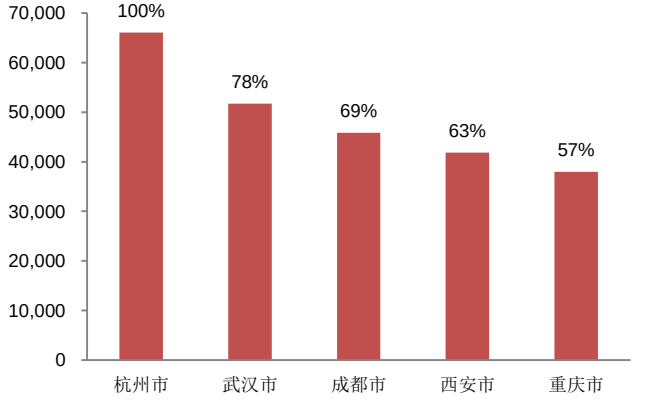
省外扩张实现第一步是建设旗舰总院，布局市场大有可为。公司坚持遵循预先布局并重点打造一个有规模、有高度的区域总院，以此为基地向周边扩张的“区域总院十分院”战略。目前已经开业的有武汉存济口腔、重庆、西安存济口腔，成都医院还在筹建中。重庆、武汉、西安等地相比于杭口所在地杭州来说，尽管人均收入水平相对较低，但人口规模较大并最近十年保持较稳定的人口流入状态，人口基数较大，对优质口腔服务需求大，同时区域经济发展水平和牙科服务市场升级发展奠定潜在动力。

图 51：省外城市与杭州常住人口情况对比



数据来源：国家统计局，西南证券整理

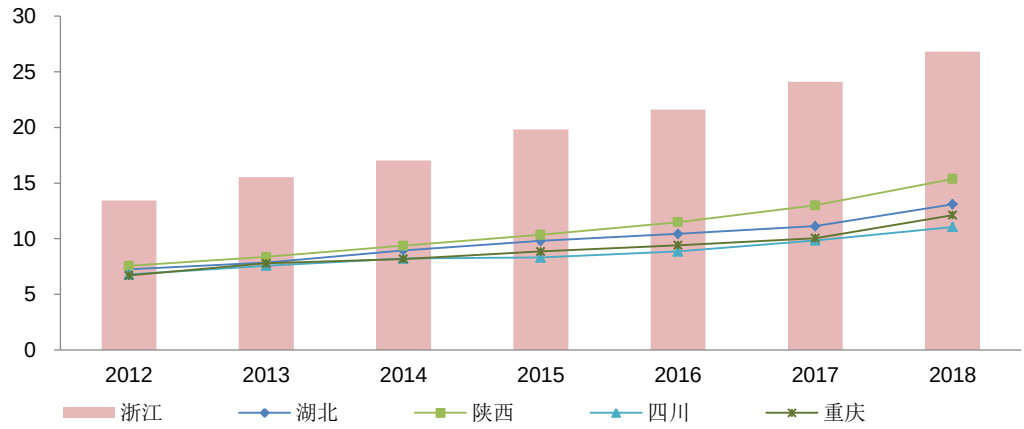
图 52：2019 年城镇居民人均可支配收入(元)



数据来源：国家统计局，西南证券整理；注：百分数是相对杭州市水平

公司在未来有望推动重庆、武汉等地牙科服务发展。浙江省口腔医生资源丰富，2018年占全国比例达到7%,超过人口比例4%。重庆、武汉等地人均牙医资源约为杭州一半水平，医师资源集中在公立医院相对更为严重。我们认为公司进入行业空间大、医师资源目前相对较低的地区，有望推动这些地区口腔医疗服务市场规模增长。对于公司自身而言，省外扩张阻力较小。

图 53：浙江省和扩张区域每十万人拥有牙医数对比（人）



数据来源：卫健委，西南证券整理；注：注册口腔医师（助理）

表 8：外埠竞争市场格局分析

	口腔专科医院	公立医院口腔科	民营市场	市场特征
重庆	重庆医科大附属口腔医院，重庆华西牙科医院	西南医院、新桥医院、重医附一院、附二院等口腔科	瑞泰口腔；拜博口腔；牙卫士口腔；美奥口腔；维乐口腔	市场空间大，有数家连锁口腔医院
武汉	武大口腔医院，华西口腔，武汉第一口腔医院	同济武汉医院，协和武汉医院等口腔科	大众口腔连锁（超过 30 家）	武汉共有口腔门诊部、诊所和医院超过 1000 家，2016 年-2018 年复合增速约 70%
西安	西安交大口腔医院；第四军医大口腔医院；西交大附属二院口腔医院；东郊 518 口腔医院	西安空军医院、陕西省人民医院、西安市中医院等口腔科	惟真口腔、中诺口腔、海涛口腔、诺贝尔口腔、画美口腔、植德口腔、德美口腔、百思美口腔、拜博口腔、尤邦口腔	民营口腔医疗机构崛起，抢占市场份额；公立三甲综合性医院中的口腔科逐渐边缘化
成都	四川大学华西口腔医院；成都口腔医院	成都市第一人民医院、成飞医院、四川省人民医院等口腔科	华美牙科、亚非牙科、新桥口腔、武侯大嘉口腔、锦江思迈口腔	民营口腔医院数量猛增，但回报周期长、正迎来重新洗牌：连锁口腔机构一般 2-3 年实现收支平衡

数据来源：公开资料，西南证券整理

公司与国科大合作设立存济口腔医学院，为省内外扩张做好人才储备。口腔行业对医生资源较依赖，公司积极探索与高校办医的深度合作，2019 年 6 月正式成立杭州医学院存济口腔医学院，目标在于尽快跻身国内一流口腔医学院，主要任务是培养真正能解决患者问题的优秀临床医生，并且设置了杭口集团平海院区和湖滨院区、城西院区、宁波院区 4 个临床学院、6 个教研室。存济口腔医学院还聘请阿姆斯特丹医学中心（VUMC）口腔颌面外科主任 Tim 教授担任存济口腔医学院院长，特邀中国工程院院士、国家口腔疾病临床医学研究中心主任、中国医学科学院口腔学部主任张志愿教授出任学院学术委员会主席。学院招生首期

五年制本科 60 人，三年制专科 60 人。目前，公司已在学校临安校区附近选址，筹建杭州医学院附属口腔医院，进一步为临床教学和学生实习创造条件，有望为公司持续提供医生资源。

3.4 收购三叶口腔门诊，继续加码优质儿科

公司继续加码儿科服务，各方面利好业务布局。2020 年 9 月 12 日，公司公告拟收购海骏科技持有的长期股权投资，标的包括 9 家三叶儿童口腔门诊和上海三叶口腔医院投资管理公司，作价 1.5 亿元，收购标的 2019 年、2020H1 收入分别为 9466 万元、3382 万元，净利润为 1795.5 万元、174.8 万元。交易海骏科技由公司实际控制人控股 65%，承诺标的资产在 2021 年至 2023 年累计扣非净利润不低于 4000 万元。

儿科口腔服务需求量高且客流服务稳定。一方面，儿童和青少年时期是正畸治疗的最佳时间段，同时在我国儿童患龋率不断提升和独生子女占比越来越高的背景下，儿童齿科的护理、治疗都有较好前景。对牙科诊所而言，儿科顾客粘性高，中小学生基本都在当地居住，有较长的服务期，其群体同质性强，家长相互推荐效果好。儿科服务毛利率较高，公司目前儿科业务在口腔收入占比约为 23%，2020 年受疫情影响，使得学生居家时间较长有较好的治疗窗口，单二季度公司儿科收入增长约 37%，占比增加约 2pp，带动二季度毛利率同比提升大幅 5.7pp 至 50.3%。

此次收购的 9 个门诊公司采用“三叶儿童口腔”品牌及经营理念，借鉴美式儿童口腔会员制模式，以家庭为单位开展全方位口腔健康管理，传达“预防重于治疗”理念，比如年会费用在 1500-2000 元左右，其中服务项目包括涂氟、洗牙、家长指导、定期检查和尽早干预等预防服务。

会员制儿童服务增长较快，有望超额完成业绩承诺。此次收购的 9 家口腔门诊成立时间在 2015-2017 年间，合计 84 张牙椅，除庆春分院（32 张牙椅）和杭州海叶（12 张牙椅）规模较大以外，其余门店椅数量均在 6 张左右，2019 年收入增速普遍较快，预计随着门店逐渐成熟、疫情一过性影响消除，整体有望超额完成业绩承诺。

表 9：收购三叶口腔门诊九门店经营信息

公司名称	营业收入（万元）			2019 年毛利率	2020H1 营业收入（万元）	牙椅数	租赁营业面积（平方米）	成立日期
	2018 年	2019 年	yoy					
庆春口腔公司	3,282	3,984	21%	32%	1,075	32	3552.39	2016 年 6 月 29 日
三叶投资公司	782	1,020	30%	99%	432			2015 年 6 月 19 日
北京三叶公司	327	475	45%	0%	152	6	410.51	2016 年 1 月 20 日
宁波三叶公司	320	673	111%	36%	405	6	479.3	2016 年 9 月 8 日
上海汇叶公司	390	439	12%	9%	206	6	294.41	2017 年 3 月 13 日
杭州海叶公司	810	988	22%	34%	397	12	600	2016 年 10 月 18 日
杭州煦叶公司	478	1,066	123%	31%	480	6	293	2017 年 5 月 16 日
绍兴辰叶公司	202	327	62%	28%	122	6	361.79	2017 年 1 月 17 日
北京风尚公司	382	439	15%	-13%	113	4	275.7	2016 年 3 月 17 日
杭州天使公司	200	53	-73%	-195%	迁址中	6	迁址中	2016 年 7 月 27 日
合计	7,173	9,466	32%	34%	3,382	84	6267	

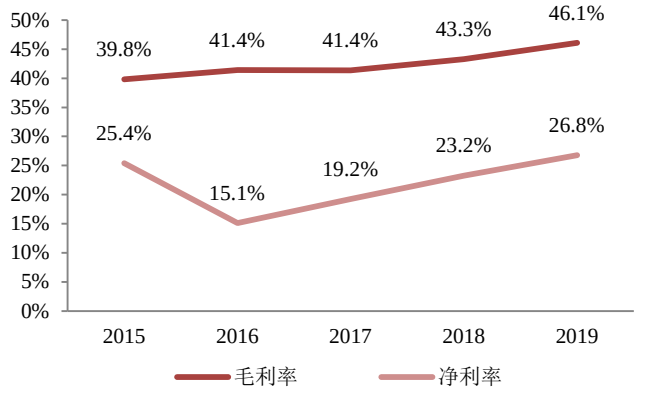
数据来源：公司公告，西南证券整理

4 持续盈利提升的秘密

4.1 经营杠杆已经形成，毛利率将持续提升

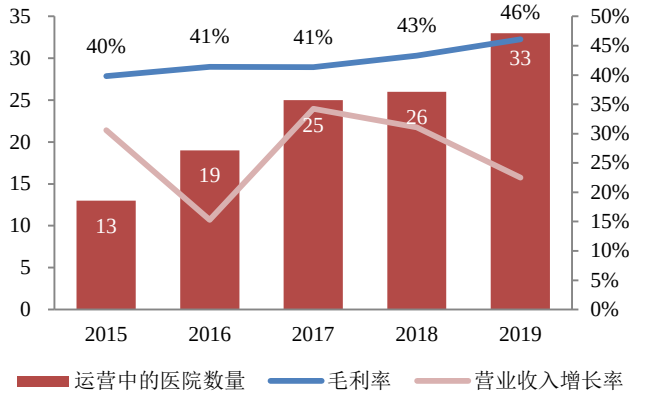
经营杠杆逻辑下，公司毛利率有望继续上升。2016 年开始公司进入快速扩张期，4 年新开业医院约 20 家，营收复合增长率达到 20%。与此同时公司保持毛利率逐年上升，五年提升 6.3pp 至 46.1%，我们认为公司在扩张期同时保持盈利水平提升，在经营杠杆逻辑下是因为医生单诊次创收（客单价）提升快于单人次成本增长。

图 54：2016 年以来通策模式下毛利率持续提升



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 55：医院数量并不直接影响盈利质量和收入水平



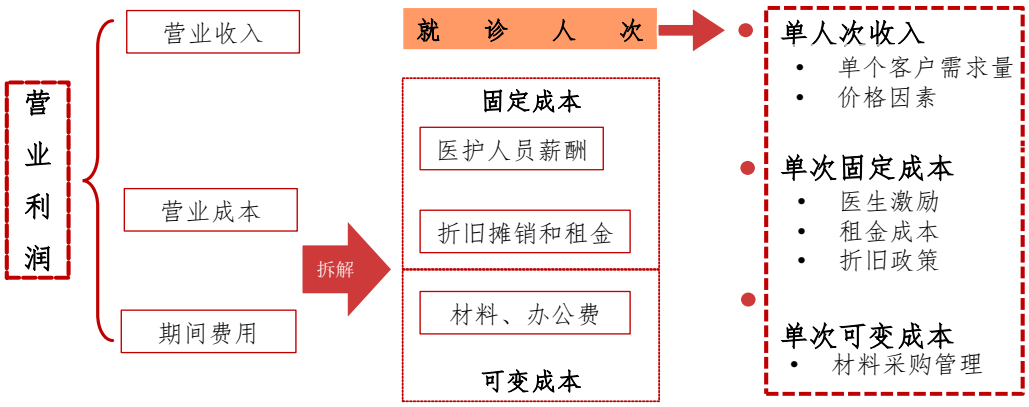
数据来源：公司公告，西南证券整理

口腔医院的核心资源是医生资源。公司 2019 年医护人员薪酬占成本比例接近 60%，同时医生的能力和口碑对收入端产生直接影响。我们认为在通策医生集团模式下，更适合采用经营杠杆，针对口腔医生的数量和诊疗次数进行经营分析。主要是因为：

1） 在通策模式下，医生并不完全固定于主要注册医院，各级医生的联合出诊是提高公司盈利质量的关键；

2） 2015-2019 年公司新开业约 20 家医院，期间毛利率稳定提升，两者并无直接关系。

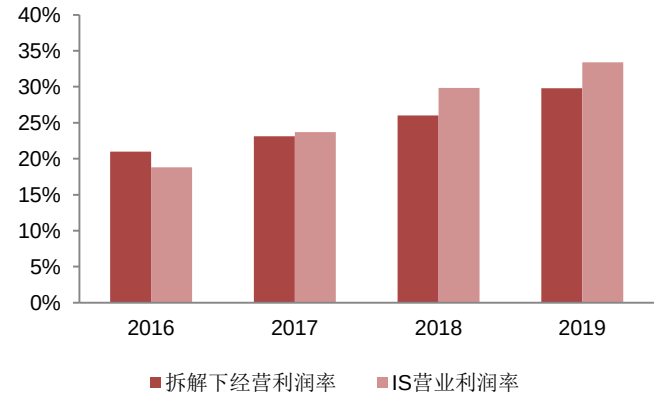
图 56：通策医疗经营杠杆分析框架



数据来源：西南证券

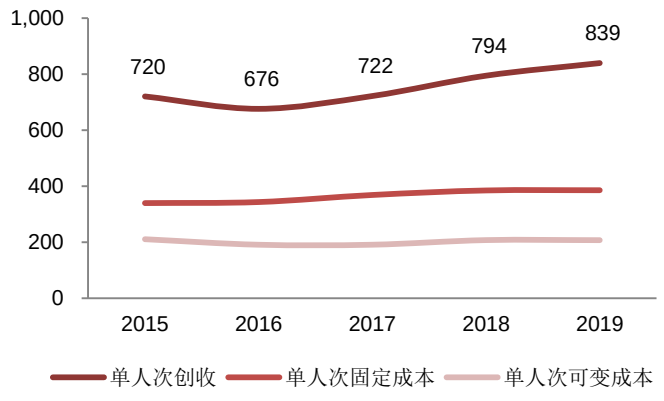
将公司的成本和期间费用拆分为可变成本和固定成本，医院的固定成本由职工薪酬、折扣摊销和租金成本构成，分别计入财务报表中的营业成本、管理费用和研发费用。我们将营业成本和费用拆分，得到的结果与原始口径的营业利润率对比，结果保持一致。

图 57：拆解利润率与营业利润率对比



数据来源：公司公告，西南证券整理；注：差额是产品销售业务引起的

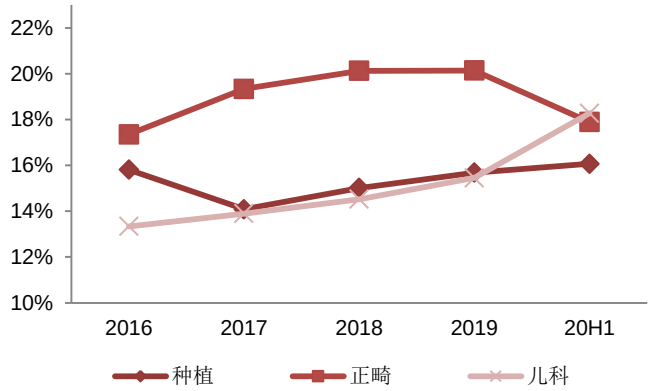
图 58：通策医疗 2015-2019 年单诊次成本分析（元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

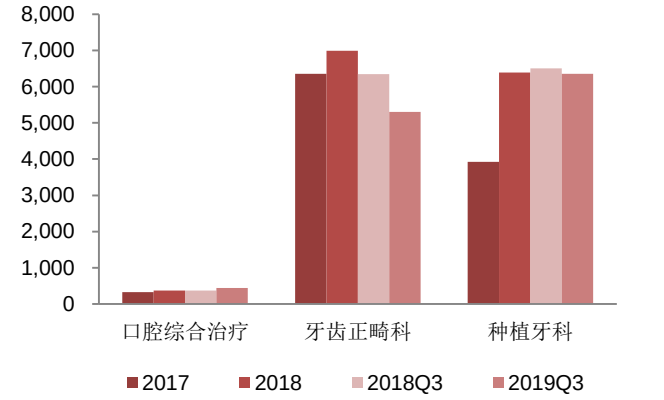
利润率提高的主要原因是单诊次收入水平提高。2016-2019 年，公司口腔医疗服务单人次创收水平从 720 元提高至 839 元，年复合增速约为 7.5%，同期的单人次固定成本复合增速较低约为 4%，单人次固定成本复合增速较低约为 3%，近年来稳定在 200 元/人次水平，预计随公司扩张，不断扩大客户群体基数，持续进行材料采购成本管理，平均可变成本能够继续保持这一水平。

图 59：种植、正畸等高客单价业务占比逐渐提升



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 60：参考温州市场的客单价种植、正畸平均费用/元较高



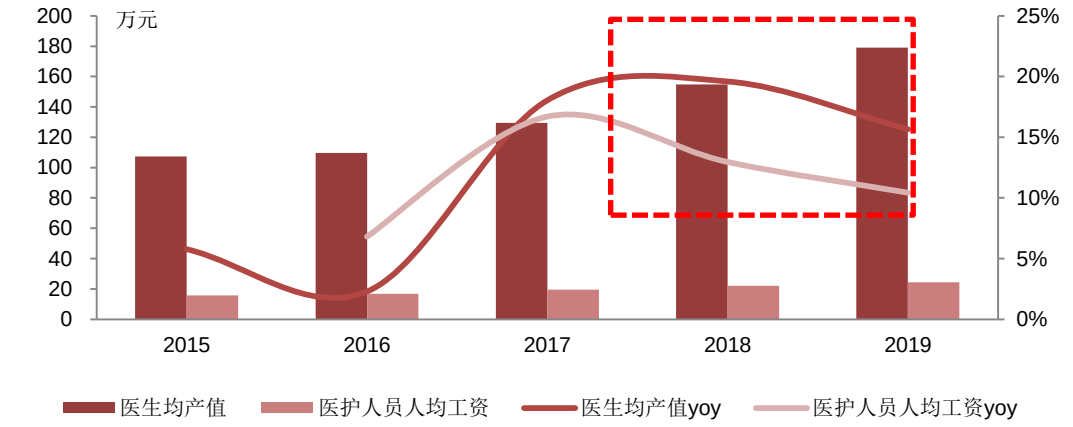
数据来源：中国口腔医疗集团招股说明书，西南证券整理

从消费端分析，伴随公司品牌力变现，客单价提升有望继续保持。整体客单价的提升是因为种植、正畸、儿科等高客单价业务保持较快增长，主营业务收入比例在期间稳健上升，正畸和种植的客单价都超过 6000 元，远高于普通的口腔综合治疗平均费用。客单价（单人次创收）能有效地表征公司的品牌力，公司有望凭借已积累的客户实力和口碑，继续推进数字化正畸和种植倍增计划，客单价提升在未来一段时间内或可保持稳定。

从经营角度看，医护人员创收增速>薪酬增速，有望持续提高公司毛利率水平。公司对医生激励较强，人均创收水平和人均薪酬水平从内在驱动公司盈利周期。口腔医院的成本投入以人员薪酬为主，其中又以医护人员为主。2019 年公司薪酬付出 6.8 亿元，其中医护人员

工资 5.6 亿元，占营业成本的 59%。医护人员的薪资水平与其业务量挂钩，两者同期表现必然有相关性，但实质是创收增长在前，薪酬激励在后。2016 年-2019 年内医生创收水平复合增速为 14%，2018 年起高于其薪酬增速约 5pp，经营杠杆效应初步形成。

图 61：公司绩效考核走廊形成



数据来源：公司公告，西南证券整理

4.2 医生创收提升空间超过 100%

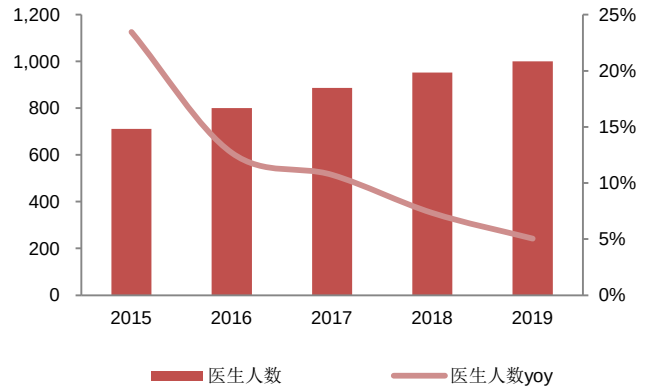
公司医生创收能力空间较大，以 2019 年为基础看，公司口腔医生创收能力有 128%的提升空间。截止 2019 年期末，公司共有 1000 位在职医生，我们根据各科室收入和各等级医生收入水平假设做了基本测算，认为公司目前的医生结构中明星医生数量占比较低，普通医生数量占比超过 85%，随着团队接诊和公司内部丰富的培训体系，基数大、创收能力较低的普通医生创收能力提升是公司主要内在增长动力，公司有望持续通过医生资源积厚实现品牌建设、业绩增长。根据我们的测算，在医生数量不扩张的情况下，公司创收增长空间约为 128%。

表 10：估算公司 2019 年静态创收空间达 128%

（百万元）	2019 年	业务量空间	假设参考
明星医生人数	20		城西明星医生 10 位，宁口和杭口总部假设合计 10 位
年产值	20.0	24.0	顶级医生年业务量上升空间较小，假设有 20%空间
种植医生人数	32		
年产值	7.0	14.0	参考绍兴上虞分院种植医生 2019 年业务量 500 万元
正畸医生人数	85		
年产值	4.0	8.0	一般正畸医生业务量比种植医生低，假设为 300 万
普通医生人数	862		
年产值	0.9	2.8	最低情况：乡镇诊所普通医生年业务量约 45 万元
口腔医疗服务收入	1,780	4,051	
不扩张上升空间	128%		

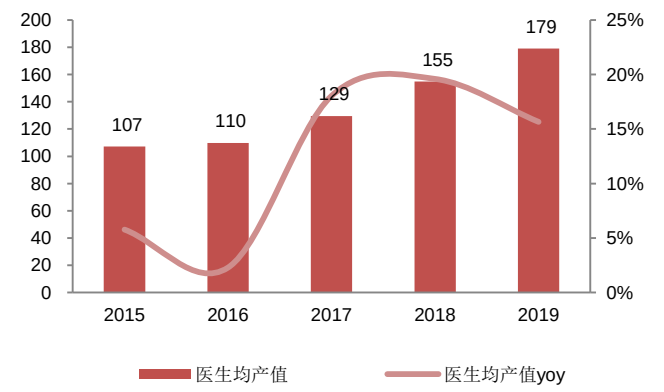
数据来源：公司公告，西南证券

图 62：2015-2019 年以来公司医生数量稳健上升



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 63：2016-2019 年公司医生人均创收水平保持快速提升



数据来源：公司公告，西南证券整理

2017-2019 年三年内，通策医疗医师人数增长速度较低，截止 2019 年末，公司共有 1000 位口腔医师，数量同比增长 5%。但医师均产值持续快速增长，实现了医师资源的积厚。公司从 2016 年正式开始建设医生集团，在 2016-2019 年实现了医生年均收入的快速提升，2019 年为 179 万元，比 2016 年提升了 64%。

进一步拆解：**医生创收水平=门诊次数*客单价**

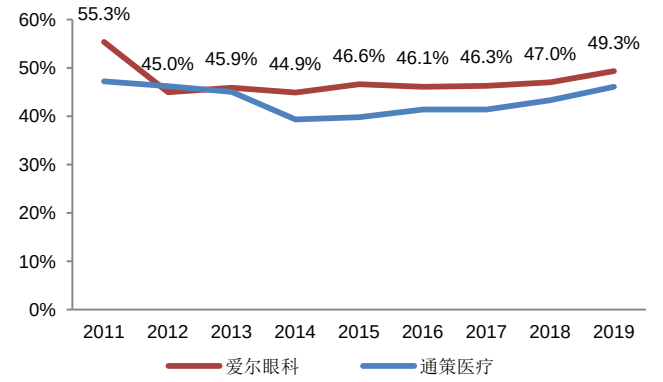
横纵联合的模式进一步提升了医生的收入水平和效率。杭口城西医院是公司的团队模式先锋医院，人均效率明显高于其他院区。城西团队模式通过把医生资源进行重新组合，组成跨学科团队，给客户提供一站式治疗方案，不仅充分开发患者需求，有利于提升医院的客单价，还能够提升医生的接诊效率。

4.3 盈利弹性是口腔专科行业专属

口腔医院依靠医生资源吸引消费者。不同于眼科医疗服务除了依靠专业医生资源还需要昂贵、高级的设备投入，口腔疾病治疗对于医疗器材的要求相对较低，患者选择口腔医院更加看重医院或诊所的医生水平、服务环境，因此口腔医院对医师资源的倚重比眼科程度更大，要想提高医院的收入增速，必须提高医生的创收能力。

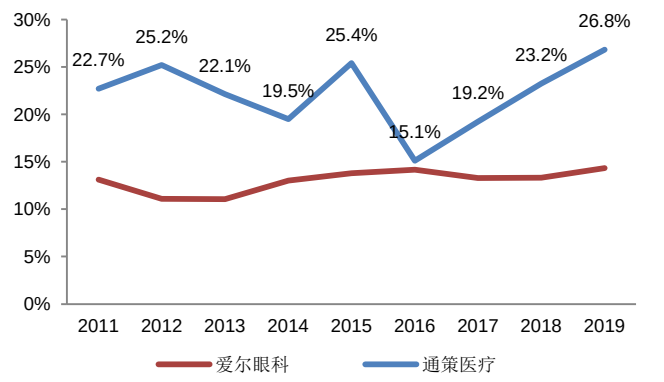
经营提质更有助于口腔医院抬升经营杠杆，提高盈利质量。口腔医院和眼科医院的毛利率水平都比较稳定，主要是两者的客户群体是个人患者，医院的定价相对于消费者更为强势。但成本结构的差异使得口腔医院的净利率波动比眼科医院的更大，口腔医院的固定成本-薪酬付出（全体员工薪酬口径）占比更高，员工的产出效益通过管理费用和收入两个因素造成净利率水平的波动。2016-2019 年，公司毛利率水平稳健上升 5 个百分点，同期净利率拉升超过 11 个百分点，公司员工平均产值快速拉升，管理费用率水平快速下降。

图 64：公司与爱尔眼科毛利率稳步上升



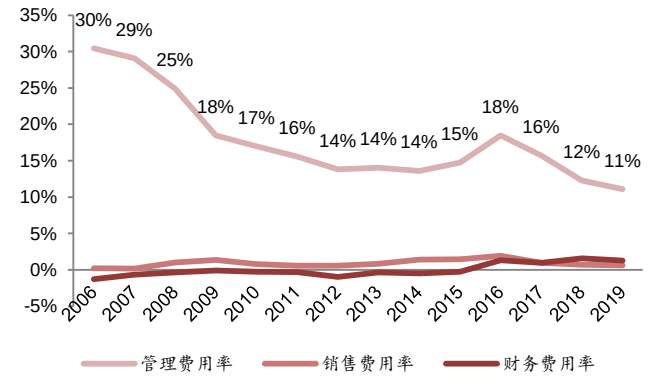
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 65：公司比爱尔眼科净利率走势差异大



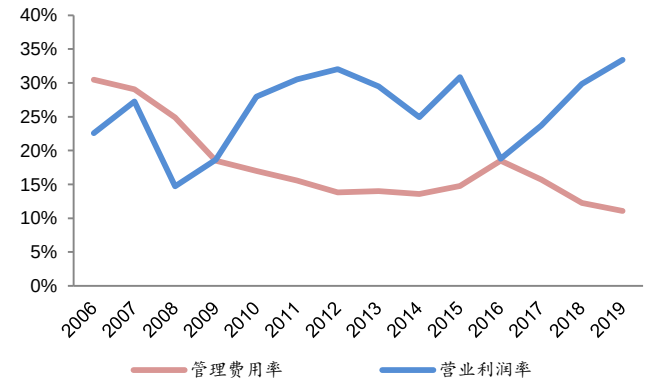
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 66：公司期间费用以管理费用为主



数据来源：公司公告，西南证券整理

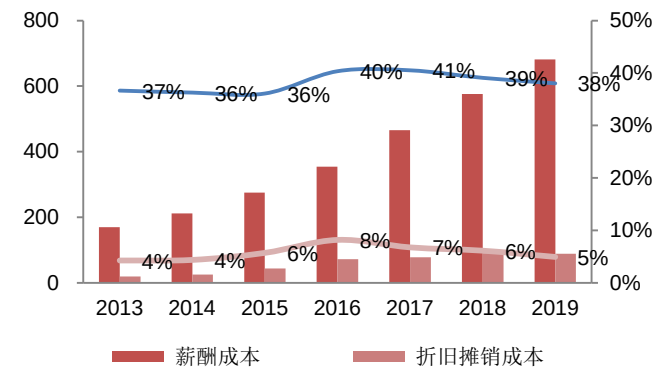
图 67：2016-2019 年公司管理提质特征明显



数据来源：公司公告，西南证券整理

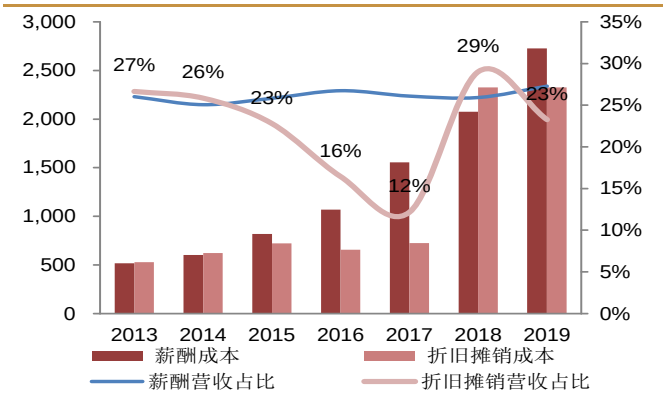
公司人力成本占比较高，管理提质空间大。人力成本、设备折旧摊销和租金成本构成了医院的固定成本，医院的折旧摊销主要由设备折旧产生。对比通策医疗与爱尔眼科近五年来的固定成本投入，通策医疗（口腔医院）的折旧占收入比重在 4%~8%，爱尔眼科（眼科医院）均值超过 20%。口腔医院的薪酬占收入比例更高，2019 年通策医疗薪酬为 6.8 亿元，占全部收入比例为 38%，比爱尔眼科高 11pp。因此我们认为提高经营管理质量有利于公司提高盈利水平。

图 68：通策医疗薪酬占收入比重超过 35%（百万元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 69：可比公司爱尔眼科对设备投入水平较高（百万元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

我们预测公司 2020 年-2022 年收入为 22.8、29、37 亿元，增速为 20%、29%、27%，归母净利润分别为 6、8.1、11 亿元，对应增速为 29%、34.7%、36%。

收入=医疗服务收入+产品销售收入；

医疗服务收入=口腔医疗服务收入+辅助生殖服务收入，其中口腔医疗服务占医疗服务比重超过 99%；

口腔医疗服务收入=医生人均接诊量*单诊次创收*医生人数；

口腔医疗服务成本=(平均固定成本+平均可变成本)*诊次。

表 11：公司 2020-2022 年收入预测总表

百万元	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
总收入	1,180	1,546	1,894	2,277	2,934	3,714
yoy		31%	23%	20%	29%	27%
医疗服务收入	1,149	1,474	1,791	2,148	2,775	3,524
yoy	31%	28%	22%	20%	29%	27%
口腔医疗服务收入	1,139	1,463	1,780	2,137	2,764	3,512
yoy		7%	5%	20%	29%	27%
辅助生殖服务收入	10.1	11.0	11.0	11.3	11.7	12.0
yoy		8%	0%	3%	3%	3%
产品销售收入	24.1	62.7	91.6	115.5	142.1	170.6
yoy		161%	46%	26%	23%	20%
其他收入	7.1	9.0	11.5	13.5	16.2	19.0
yoy		27%	28%	17%	20%	17%

数据来源：公司公告，西南证券

关键假设：

1） **诊疗人次增速**：受到疫情影响，2020-2022 年增速约为 16%、25%、23%，诊疗人次=医生数量*平均门诊量。

2） **新增医生人数**：结合公司最近三年的医院建设情况和医生增速，考虑到数十家蒲公英医院和杭口、宁口扩张计划，将于 3-5 年内完成，假设 2020-2022 年期末在职医生人数年均增速为 13.5%；

3） **单次门诊收入**：基于公司的种植（颗数）倍增计划，保守假设单次门诊创收水平 2020-2022 年年均增速约为 4%，相比 2019 年下降约 1pp；

4） **单人次固定成本**：根据收入增速和医生人均创收增速的相关性，考虑疫情影响，假设 2020-2022 年医护人员人均工资增速为 6%、10%、8%；

5） **单人次可变成本：**公司凭借蒲公英计划和总院升级建设的推进，扩大客户基础，材料采购管理能力增强，假设未来在约 210 元/人次水平逐渐下降。

表 12：口腔医疗服务业务收入与成本预测

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
口腔医疗服务收入（百万元）	1,139	1,463	1,780	2,137	2,764	3,512
yoy	30%	28%	22%	20%	29%	27%
期末在职医生人数	887	952	1000	1,124	1,293	1,461
yoy		7%	5%	**12%**	**15%**	**13%**
门诊次数（万次）	158	184	212	247	308	378
yoy	21%	17%	15%	**16%**	**25%**	**23%**
医生平均门诊量（次）	1,870	2,003	2,173	2,197	2,383	2,586
yoy	9%	7%	8%	8%	8%	8%
单人次创收（元）	722	794	839	**866**	**897**	**930**
yoy		10%	6%	**3%**	**4%**	**4%**
单人次固定成本(元)	368	385	385	379	380	370
单人次可变成本(元)	191	207	207	208	206	204
毛利率	41%	43%	46%	46%	47%	50%
成本	673	828	951	1136	1425	1735
医护人员人均工资（万元）	19	22	24	26	28	31
yoy	17%	13%	10%	6%	10%	8%
管理费用（百万元）	56%	57%	59%	58%	58%	58%
管理费用率	170	190	210	229	284	328
管理费用 yoy	14.4%	12.3%	11.1%	10.1%	9.7%	8.8%
管理人员人均工资（万元）		12%	11%	9%	24%	16%
薪酬占管理费用比例	14	14	12	12	13	14
销售费用（百万元）	46%	49%	51%	52%	54%	58%
销售费用率	12	11	12	14	20	23
财务费用（百万元）	1.0%	0.7%	0.6%	0.6%	0.7%	0.6%
财务费用率	12	24	24	3	4	5

数据来源：公司公告，西南证券

产品销售与其他收入预测：公司销售牙科材料和设备确认为产品销售收入，预计随着公司规模扩大和客户群体的扩张，产品销售收入随者增长，2020-2022 年收入增速为 26%、23%、20%，毛利率水平保持稳定。

表 13：产品销售与其他收入成本预测

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
产品销售收入（百万元）	24.1	62.7	91.6	115.5	142.1	170.6
yoy		161%	46%	26%	23%	20%
毛利率	26%	24%	24%	24%	24%	24%
其他收入（百万元）	7.1	9.0	11.5	13.5	16.2	19.0
yoy	-9%	27%	28%	17%	20%	17%
毛利率	88%	91%	95%	94%	94%	94%

数据来源：公司公告，西南证券

综上，我们预测公司 2020 年-2022 年营业收入为 22.8、29、37 亿元，增速为 20%、29%、27%，归母净利润分别为 6、8.1、11 亿元，对应增速为 29%、34.7%、36%。

5.2 绝对估值

关键假设如下：

1)过渡期年数为 7,考虑公司未来省内和省外市场保持较快发展,过渡期增长率为 15%;永续期增长率为 3%;

2）无杠杆 β 系数为 0.90;

3）税率：保持 15%稳定税率。

表 14：绝对估值假设条件

估值假设	数值
过渡期年数	7
永续期增长率	3.00%
无风险利率 Rf	2.50%
市场组合报酬率 Rm	8.00%
有效税率 Tx	15.00%
过渡期增长率	15.00%
β 系数	0.89
债务资本成本 Kd	6.00%
债务资本比重 Wd	0.40%
股权资本成本 Ke	7.43%
WACC	7.42%

数据来源：西南证券

表 15：FCFF 估值结果

FCFF 估值	现金流折现值（百万元）
核心企业价值	44891.77
净债务价值	-1,802.84
股票价值	46694.61
每股价值	**145.63**

数据来源：西南证券

表 16：FCFF 估值敏感性分析

WACC / 永续增长率	5.92%	6.42%	6.92%	7.42%	7.92%	8.42%	8.92%
1.5%	163.08	144.65	129.68	117.31	106.93	98.09	90.50
2.0%	179.26	157.00	139.34	125.01	113.16	103.21	94.74
2.5%	200.17	172.50	151.19	134.27	120.54	109.19	99.65
3.0%	228.23	192.54	166.05	**145.63**	129.43	116.27	105.39
3.5%	267.88	219.44	185.26	159.88	140.32	124.79	112.18
4.0%	328.16	257.44	211.04	178.30	153.99	135.24	120.36
4.5%	430.86	315.23	247.48	203.03	171.65	148.35	130.38

数据来源：西南证券

在以上假设的 FCFF 法下，公司合理市值约为 449 亿元，公司每股内在价值约 145.6 元。但绝对估值的结果受假设影响较大，由上表知 0.5%资本成本假设变动至少引起市值估算结果 12%的改变。

5.3 相对估值

表 17：可比公司估值情况

证券代码	证券名称	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
300015.SZ	爱尔眼科	58.18	0.41	0.56	0.74	142.88	104.02	78.94
000516.SZ	国际医学	6.67	-0.05	0.05	0.24	-135.57	132.34	27.26
平均值						-	118.18	53.10
600763.SH	通策医疗	220.71	1.87	2.51	3.42	118.03	87.93	64.54

数据来源：Wind，预测时间为 2020 年 10 月 21 日，西南证券整理

新冠疫情给经济发展和各行业带来较大不确定性，客观凸显了内需行业资产的稀缺性价值，年初以来医疗服务板块估值水平持续上升，截止 10 月 20 日，医疗服务子行业估值水平（PETTM）为 109 倍，相对沪深 300 溢价率为 655%，处于历史较高水平。

公司作为国内民营口腔医院领军企业，扩张模式成熟可复制，短期看省内市场下沉，长期看省外复制。随公司总院升级改造完成、新开分院进入盈利周期，业绩有望将保持较快增长。受到疫情影响医院上半年经营，预测 2020-2022 年归母净利润分别为 6、8.1、11 亿元。爱尔眼科和国际医疗是以眼科专科医院和综合医院为运营主体的主板上市公司，具有可比性，我们采用作为相对估值的参考。参考可比公司 2021 年业绩平均估值，给予公司 115 倍 PE，对应目标价 288.65 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

6 风险提示

1） 医生流失和人才短缺风险：医疗人才培养周期较长，且需要后续教育和医疗实践培养，公司面临医生资源流失的风险；

2） 跨区域发展风险：跨地区发展面临的风险包括政策性风险、竞争性风险。各地的政策和竞争在当前的发展环境中存在差异，人才的储备情况及与公司的适应性也有不同。公司在跨区域发展过程中面临的风险可能表现为外地新医院客流不及预期；

3） 并购进展不及预期：开展蒲公英计划需要寻找大量优质并购标的，公司可能面临并购进展不及预期的风险；

4） 医疗事故风险：在临床医学上，由于存在着医学认知局限、患者个体差异、疾病情况不同、医生水平差异、医院条件限制等诸多因素的影响，各类诊疗行为客观上存在着程度不一的风险，医疗事故和差错无法完全确保杜绝。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1894.22	2277.45	2933.76	3713.60
营业成本	1021.37	1224.75	1533.75	1865.44
营业税金及附加	4.95	6.66	8.28	10.48
销售费用	11.79	14.18	19.73	23.12
管理费用	210.13	252.44	308.10	354.01
财务费用	24.04	3.19	4.11	5.20
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	32.91	35.67	34.75	34.32
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	632.70	811.91	1094.53	1489.66
其他非经营损益	-0.43	0.11	-0.04	-0.05
利润总额	632.27	812.02	1094.50	1489.60
所得税	125.62	156.24	210.87	288.27
净利润	507.77	655.78	883.62	1201.33
少数股东损益	44.70	57.73	77.78	105.75
归属母公司股东净利润	463.07	598.05	805.84	1095.58

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	507.77	655.78	883.62	1201.33
折旧与摊销	86.40	86.69	115.73	122.31
财务费用	24.04	3.19	4.11	5.20
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	26.01	-91.06	15.25	20.79
其他	3.62	-35.49	-34.78	-34.33
经营活动现金流净额	647.84	619.10	983.93	1315.29
资本支出	-53.30	-230.31	-186.99	-213.98
其他	-369.80	-327.33	-165.25	-165.68
投资活动现金流净额	-423.10	-557.64	-352.24	-379.66
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	-94.37	-50.00	-50.00	-50.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
支付股利	0.00	-92.61	-119.61	-161.17
其他	1.92	-70.35	-4.11	-5.20
筹资活动现金流净额	-92.45	-212.96	-173.72	-216.37
现金流量净额	132.29	-151.50	457.98	719.26

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	483.04	331.53	789.52	1508.78
应收和预付款项	100.60	125.13	158.83	196.35
存货	15.65	18.59	23.36	28.46
其他流动资产	36.14	29.05	37.42	47.36
长期股权投资	231.89	331.89	431.89	531.89
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	871.34	1043.81	1159.97	1291.25
无形资产和开发支出	63.92	62.84	61.76	60.68
其他非流动资产	857.22	1192.45	1268.63	1350.10
资产总计	2659.80	3135.28	3931.36	5014.86
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	259.85	310.27	392.17	485.33
长期借款	320.43	270.43	220.43	170.43
其他负债	109.87	28.92	29.09	29.26
负债合计	690.14	609.62	641.69	685.02
股本	320.64	320.64	320.64	320.64
资本公积	0.18	0.18	0.18	0.18
留存收益	1457.46	1962.89	2649.13	3583.54
归属母公司股东权益	1785.44	2283.72	2969.95	3904.36
少数股东权益	184.21	241.94	319.72	425.47
股东权益合计	1969.65	2525.66	3289.67	4329.83
负债和股东权益合计	2659.80	3135.28	3931.36	5014.86

财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
销售收入增长率	22.52%	20.23%	28.82%	26.58%
营业利润增长率	37.13%	28.32%	34.81%	36.10%
净利润增长率	41.36%	29.15%	34.74%	35.95%
EBITDA 增长率	29.03%	21.35%	34.66%	33.17%
获利能力				
毛利率	46.08%	46.22%	47.72%	49.77%
三费率	12.99%	11.85%	11.31%	10.30%
净利率	26.81%	28.79%	30.12%	32.35%
ROE	25.78%	25.96%	26.86%	27.75%
ROA	19.09%	20.92%	22.48%	23.96%
ROIC	48.93%	52.97%	60.11%	72.97%
EBITDA/销售收入	39.23%	39.60%	41.39%	43.55%
营运能力				
总资产周转率	0.79	0.79	0.83	0.83
固定资产周转率	2.37	2.62	2.91	3.33
应收账款周转率	35.46	35.55	35.96	35.95
存货周转率	52.70	71.15	72.55	71.61
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	100.79%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	25.95%	19.44%	16.32%	13.66%
带息债务/总负债	46.43%	44.36%	34.35%	24.88%
流动比率	1.86	1.62	2.57	3.66
速动比率	1.82	1.56	2.51	3.60
股利支付率	0.00%	15.49%	14.84%	14.71%
每股指标				
每股收益	1.44	1.87	2.51	3.42
每股净资产	5.57	7.12	9.26	12.18
每股经营现金	2.02	1.93	3.07	4.10
每股股利	0.00	0.29	0.37	0.50

业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
EBITDA	743.15	901.79	1214.37	1617.16
PE	153.44	118.81	88.17	64.85
PB	39.80	31.11	23.92	18.20
PS	37.51	31.20	24.22	19.13
EV/EBITDA	94.49	77.62	57.14	42.37
股息率	0.00%	0.13%	0.17%	0.23%

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn