

通策医疗 (600763.SH)

连锁医疗持续升级，口腔龙头价值提升

核心观点：

- **口腔连锁医疗龙头，行业整合空间较大。**
公司依托于杭州口腔，打造了以浙江省为核心的 25 家连锁口腔医院（根据三季报数据），过去 10 年取得了持续高于行业的成长速度。在辅助生殖、儿童口腔和省外扩张等新方向持续取得进展，随着行业消费水平的提升和新业务板块逐步贡献业绩，未来三年公司仍具备持续快速成长空间。
- **口腔医院：内外拓展，开启新一轮扩张进程。**
连锁口腔是医疗服务的核心板块，目前集中度仍然很低，公司占比不超过 5%，行业整合空间较大。公司依托于杭州口腔的影响力，通过建设多家分院强化自身的品牌形象，中小医院的盈利能力持续提升，随着城西分院等高端消费需求的快速增长，整体毛利率有望持续提升。今年前三季度收入增长 36%，净利润增长 45%，后续公司前期投建医院的折旧压力进一步减小，利润的快速增长有望会持续。
- **辅助生殖和儿童口腔打造综合医疗平台。**辅助生殖和儿童口腔正在培育期，三叶儿童口腔是公司参股 38.8% 的重要子品牌，定位中高端儿童口腔细分市场，定制差异化的服务，用户粘性较高。辅助生殖领域继续和波恩诊所长期合作，辅助生殖中心子公司 2017 年半年报收入 563 万，净利润 6.6 万，基本盈亏平衡。在经过技术积累期后，后续有望进行商业推广和复制，打造新的利润增长点。
- **预计 17-19 年业绩分别为 0.63 元/股、0.82 元/股、1.06 元/股**
公司从地方口腔医院逐步打造以浙江为核心，全国综合布局的口腔连锁医疗龙头，未来省外大型口腔医院将增强公司的品牌效应，长期成长空间较大。我们预计 2017-2019 年公司归母净利润 2.03 亿、2.64 亿、3.40 亿，增长 49.2%、29.8%、29.0%，对应 PE51 倍、39 倍、30 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示**
新建医院回收期过长，省外扩张不及预期

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	762.36	878.76	1,158.31	1,434.97	1,787.89
增长率(%)	30.59%	15.27%	31.81%	23.88%	24.59%
EBITDA(百万元)	220.72	251.54	363.86	422.89	520.44
净利润(百万元)	124.42	136.16	203.12	263.62	340.03
增长率(%)	12.98%	9.44%	49.17%	29.78%	28.99%
EPS（元/股）	0.388	0.425	0.633	0.822	1.060
市盈率（P/E）	81.66	78.98	50.94	39.25	30.43
市净率（P/B）	19.12	13.15	10.14	8.06	6.37
EV/EBITDA	71.19	42.66	27.77	23.48	18.62

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格

32.27 元

前次评级

买入

报告日期

2017-11-23

相对市场表现



分析师：罗佳荣 S0260516090004



021-60750612



luojiarong@gf.com.cn

相关研究：

通策医疗 (600763.SH)：一 2017-04-20

季报业绩平稳增长，符合预期

通策医疗 (600763.SH)：业 2017-04-05

绩符合预期，主营业务稳步扩张

通策医疗 (600763.SH)：业 2015-07-24

绩稳定增长，业务持续扩张

目录索引

连锁口腔医疗服务行业龙头企业.....	5
内生外延并行，口腔医疗业务稳步扩张.....	7
我国口腔护理治疗率正在提升，行业市场空间大.....	7
采用“中心医院+分院”模式扩张，以杭口辐射周边.....	8
开启新一轮扩张，依托存济医学院打造大型医学中心.....	14
调整产业结构，辅助生殖将成为未来利润增长点.....	15
辅助生殖市场供不应求，增长空间大.....	15
掌握核心资源，致力打造一流 IVF 医疗集团.....	17
参股三叶口腔专注细分市场，互联网平台加速三叶扩张.....	20
定位中高端儿童口腔细分市场，全方位提高服务品质.....	20
依托互联网平台，三叶连锁模式有望加速扩张.....	21
盈利预测与投资评级.....	22
风险提示.....	23

图表索引

图 1: 公司业务发展历程	5
图 2: 公司目前的口腔医院数量	5
图 3: 非公开发行前股权结构	5
图 4: 预计非公开发行后股权结构	5
图 5: 2011-2017Q3 通策医疗的营业收入及增速	6
图 6: 2011-2017Q3 通策医疗的扣非净利润及增速	6
图 7: 2011-2017H1 口腔业务收入及增速	6
图 8: 2011-2017H1 公司口腔业务毛利润及增速	6
图 9: 通策医疗口腔业务毛利率基本维持在 39% 以上	6
图 10: 2005-2016 年我国城镇居民家庭人均年可支配收入 (元)	7
图 11: 公司口腔医院整体布局战略	8
图 12: “总院+分院”经营模式	8
图 13: 杭州口腔医院发展历程	9
图 14: 杭州口腔医院新老总院对比	9
图 15: 杭州口腔医院 2011-2017H1 营业收入及增长率	9
图 16: 2011-2017H1 杭州口腔医院占公司总营收比例	9
图 17: 杭口和宁口带动浙江省内分院布局	10
图 18: 杭州口腔医院对核心医疗资源的把握	12
图 19: 赢湖创造投资医院项目	12
图 20: 赢湖共享投资医院项目	12
图 21: 通策医疗与高校合作	13
图 22: 通策医疗历年设立口腔医院数量	14
图 23: 依托存济医学院, 打造大型医学中心	14
图 24: 全面二胎政策进度	16
图 25: 不同时间内妊娠率分布	16
图 26: 不孕症病因性别分布	16
图 27: 不孕症的诊疗流程	16
图 28: 通策医疗辅助生殖业务发展	17
图 29: 波恩生殖中心业务开展	18
图 30: 37 岁及以下年龄段辅助生殖成功率	18
图 31: 38 岁及以上年龄段辅助生殖成功率	18
图 32: 波恩生殖中心主要辅助生殖项目定价 (从 2017 年 1 月起实行)	18
图 33: 昆明市妇幼保健院波恩辅助生殖中心	19
图 34: 西因妇科医院与昆明妇幼保健院波恩生殖中心	19
图 35: 杭州波恩生殖技术管理有限公司签订合作协议	20
图 36: 杭州波恩与杭州医学院共建存济妇产临床学院	20
图 37: 三叶口腔股权架构	20
图 38: 三叶口腔布局战略	21
图 39: 三叶儿童口腔业务流程	22

表 1: 我国居民口腔护理未治疗率较高	7
表 2: 浙江省内口腔医院布局	10
表 3: 口腔医院省外扩张	11
表 4: 市场可比公司估值 (2017 年 11 月 22 日收盘价)	22

连锁口腔医疗服务行业龙头企业

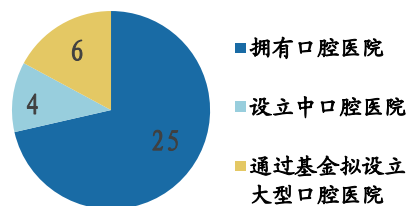
通策医疗是目前国内唯一一家以口腔医院、辅助生殖医院等医疗服务为主营业务的主板上市公司。公司自2006年起业务转型至医疗服务领域，根据三季报等公告数据，目前拥有口腔医院超过25家，在建口腔医院4家，此外拟通过并购基金建设6家大型口腔医院。通策医疗以口腔医疗服务和辅助生殖服务为主营方向，计划进军多项专业医疗服务领域。

图1：公司业务发展历程



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

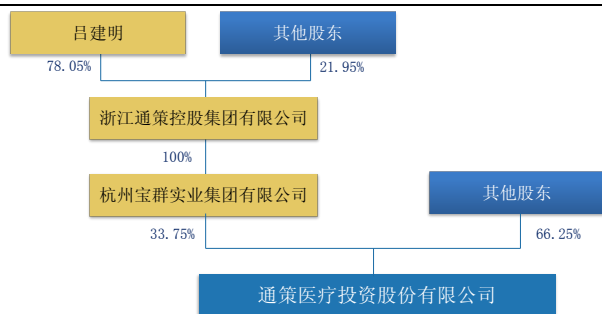
图2：公司目前的口腔医院数量



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

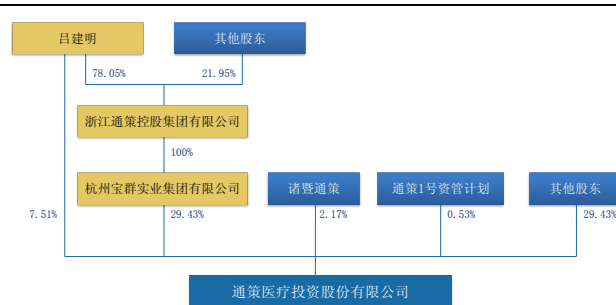
截止至2017年三季报，杭州宝群实业集团有限公司持有公司33.75%的股权，为公司第一大股东。浙江通策控股集团有限公司通过杭州宝群实业集团有限公司持有公司33.75%的股权，吕建明为浙江通策控股集团有限公司实际控制人，通过宝群实业间接控制股权比例为33.75%，此外去年以来还持续增持上市公司股权，直接持股比例0.31%，合计控制股权34.06%。

图3：非公开发行前股权结构



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

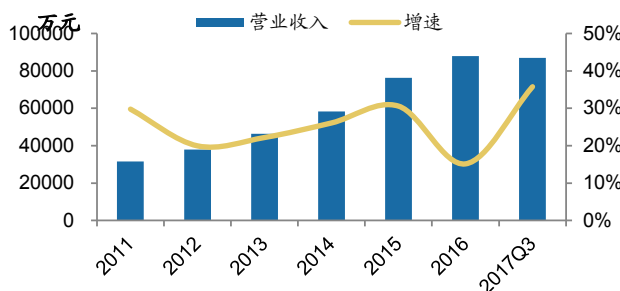
图4：预计非公开发行后股权结构



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

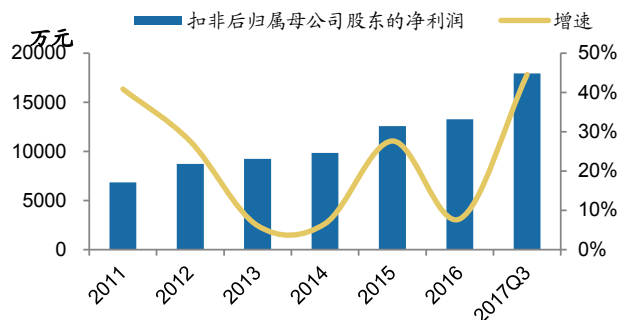
今年公司拟非公开发行股份，限售期3年，募集资金不超过8亿，董事长认购比例66%，其他认购方还包括员工持股计划和诸暨通策，内部认购比例很高，彰显了管理层对公司的长期经营信心。

图5：2011-2017Q3通策医疗的营业收入及增速



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

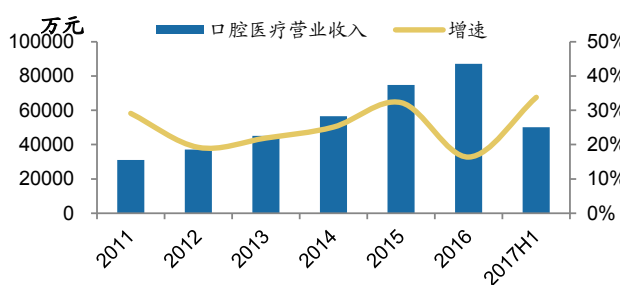
图6：2011-2017Q3通策医疗的扣非净利润及增速



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

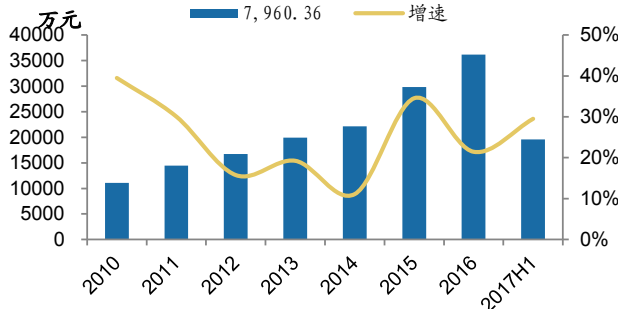
公司自转型以来营业收入逐年增加，逐步成长成口腔医疗服务龙头企业。2010年维持较高的复合增速。2017年前三季度公司营业收入达8.7亿元，同比增长35.8%，扣非后归属母公司股东净利润为1.79亿，同比增长44.6%，业绩逐步进入加速释放期。

图7：2011-2017H1口腔业务收入及增速



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

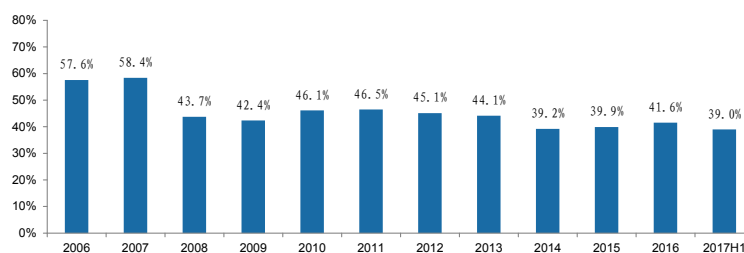
图8：2011-2017H1公司口腔业务毛利润及增速



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

以口腔医疗服务为主业，营业收入及毛利润不断上升。2017上半年实现营业收入5亿元，同比增长33.8%，口腔医疗服务业务盈利能力较强，毛利率维持在39%以上，后续随着公司牙椅利用率的提升，盈利能力有望持续提升。

图9：通策医疗口腔业务毛利率基本维持在39%以上



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

综合来看，公司通过**掌握核心医疗资源、把握市场机遇**快速发展。在口腔医疗服务领域，公司通过差异化薪酬策略、员工基金、投资认购等计划提升管理层及核心技术人员薪酬待遇；通过与高校及先进医疗机构合作，以医学院为依托提升医生的社会地位和学术地位，通过一系列措施来引进和留住口腔医疗行业最核心的医疗资源——医生资源。在辅助生殖服务业务，公司通过与国际先进的辅助生殖中心合作，获取辅助生殖各项核心技术及专家资源，同时与国内高校合作设立医学院及研究中心，为打造一流IVF医疗中心打好基础。公司目前正处于高速发展期，随着行业不断发展，公司在掌握核心医疗资源、密切关注市场的条件下会不断发展壮大，达到百亿规模。

内生外延并行，口腔医疗业务稳步扩张

我国口腔护理治疗率正在提升，行业市场空间大

根据第三次全国口腔健康流行病学调查，我国5岁、12岁、35-44岁以及65-74岁人口患龋率分别为66%、28.9%、88.1%及98.4%，其中治疗率均不到20%。对于我国大数居民而言，口腔病不算病，口腔护理意识薄弱。

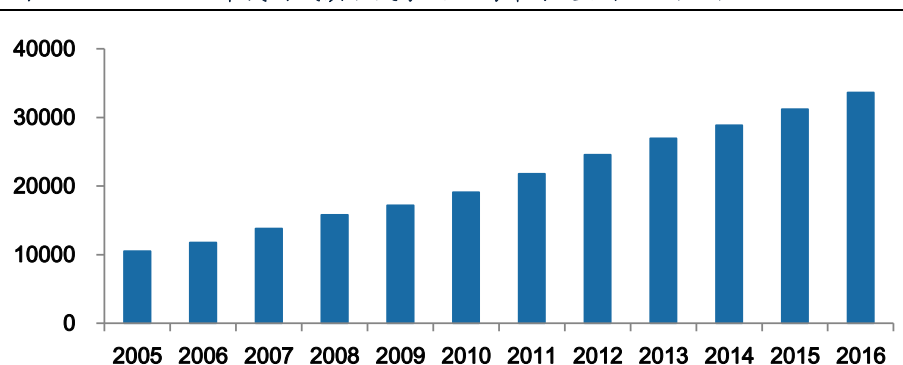
表1：我国居民口腔护理未治疗率较高

年龄段	龋齿患病率	未治疗率
5岁	66%	97.10%
12岁	28.9%	88.9%

数据来源：卫计委、广发证券发展研究中心

随着我国居民可支配收入的提高将带来口腔市场的消费升级，随着居民口腔保健意识的觉醒和对高端口腔护理项目更多的需求，口腔行业市场规模还有很大的上升空间。

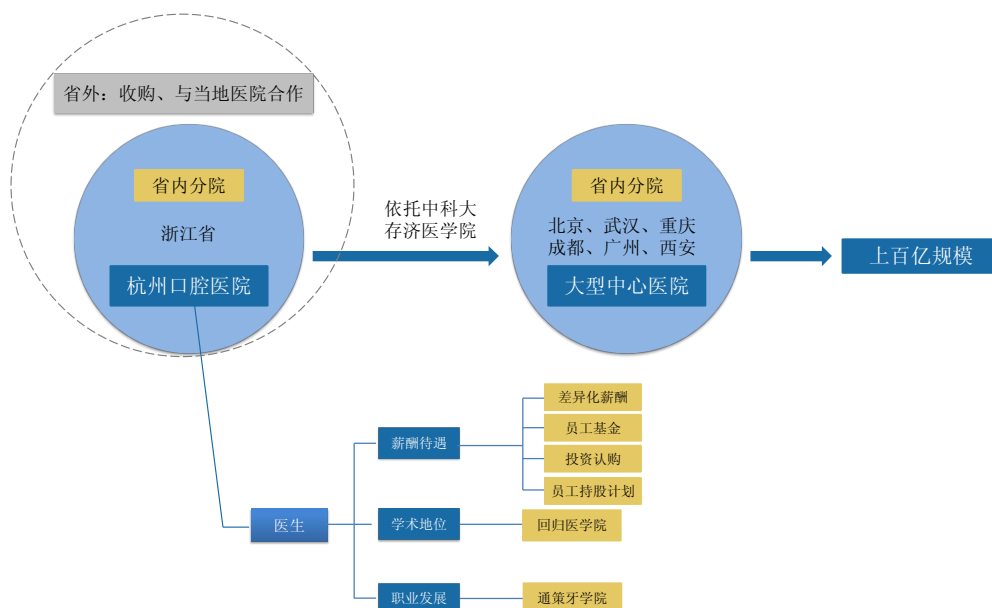
图10：2005-2016年我国城镇居民家庭人均年可支配收入（元）



数据来源：统计局、广发证券发展研究中心

公司多年以来在口腔医院领域持续布局，在公司内部激励、学术建设、职业培训方面也建立了自己的完整体系，整体行业影响力持续提升。

图11: 公司口腔医院整体布局战略



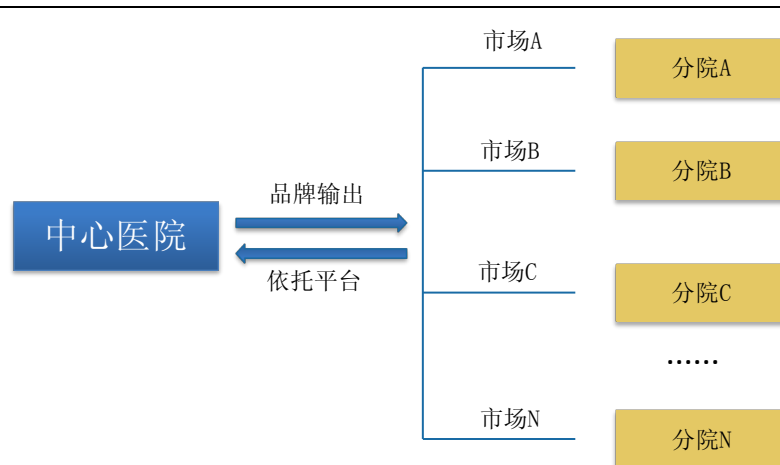
数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

公司一直密切关注市场动态,在把握历史机遇上先人一步。2010年公司积极参与昆明市口腔医院的改制进程,成功收购昆明市口腔医院,这表明公司在口腔医疗行业为主业的卫生、保健、护理领域的经营管理能力已获得了相关地方政府的认可,已成为行业内领先的龙头企业,未来仍会稳步扩张。

采用“中心医院+分院”模式扩张,以杭口辐射周边

在口腔医疗业务上,公司采用“中心医院+分院”的经营模式不断扩张:先运营一家高等级的“中心医院”,再依托中心医院开设分院,以满足不同区域、不同需求的客户。中心医院的平台对医生的社会地位、学术地位形成支撑,并在区域内形成品牌影响力。以中心医院为基础在附近区域开设分院,可以将品牌影响力快速推开,在较短的时间内积累客户资源、获取市场份额。

图12: “总院+分院”经营模式



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

旗舰总院养成记：杭州口腔医院

杭州口腔医院（简称“杭口”）是公司口腔医院的“中心总院”，也是公司最重要的全资子公司。杭口创建于1952年，是目前浙江省内历史最悠久的口腔专科医院，自2006年起与浙江中医药大学合作，2008年正式成为浙江中医药大学的附属医院。

图13：杭州口腔医院发展历程



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

杭州口腔医院跟随我国口腔医疗服务行业的发展一起壮大起来，多年来在口腔医疗行业的深耕积累了大量客户，具有一定品牌知名度。随着杭口不断发展，先前的平海路总院满负荷运转，场地等客观条件限制了就医环境的改善。2013年公司决定建立杭州口腔医院新总部，总面积约3.3万平方米，拥有牙椅数约600张，是世界上最大单体口腔医院。新杭口总部拥有博士、硕士研究生300余名，中高级职称300余名，对场地、员工等都进行了扩张。

图14：杭州口腔医院新老总院对比

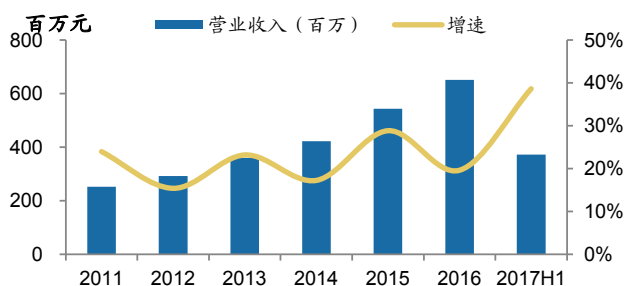
	原平海路总院	杭口新总院
地址	平海路57号	平海路1号，24层、3.3万平方米
牙椅设置	300余张牙椅	600余张牙椅
专业人才储备	博士、硕士近100名 中高级职称近150名	博士、硕士300余名 中高级职300余名

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

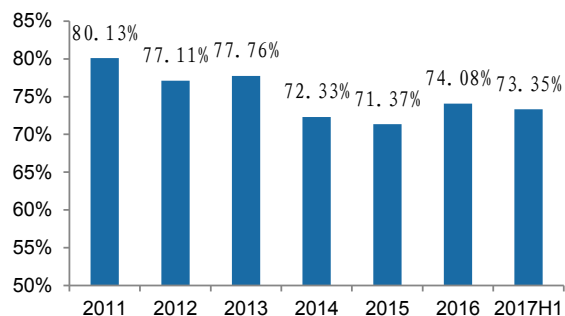
杭口2006年起至今营业收入不断上升，是公司经营业绩的主要贡献者。在经历2013年、2014年搬迁缓冲期后，2016年业绩快速增长，实现营业收入6.5亿元，同比增长20.4%，杭口营业收入达到公司总营业收入的74%。根据杭口新总部在医疗设备和人员配置的扩容，以及医院对中高端业务的偏移，盈利能力持续提升。目前从2017年前三季度的运营情况看，杭口已经进入业绩的加速释放期，前期折旧的相对压力减小，利润率显著提升。

图15：杭州口腔医院2011-2017H1营业收入及增长率

图16：2011-2017H1杭州口腔医院占公司总营收比例



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

以杭口为中心，辐射周边地区

杭州口腔医院年收入从2006年约6000万到2016年的6.5亿，在口腔医疗服务行业处于领先地位，无论是医院品牌还是医疗资源，都具有辐射周边的能力。宁波口腔医院（简称“宁口”）建于2005年，2007年被公司收购，目前是公司的全资子公司，近年来营收不断上升，也形成了一定规模。

图17：杭口和宁口带动浙江省内分院布局



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

公司在浙江省内通过杭口和宁口辐射，建立分院，逐步占据省内市场份额。从医院的分布上可以看出，杭口以杭州市为中心，在浙江省的中北部扩张，在人均消费能力较高的地级市设置医院。

表2：浙江省内口腔医院布局

地级市	2015年末常住人口 (万)	2015年人均GDP (万元)	总院及分院数量 (包含设立中医院)	人均GDP排名
杭州	901.8	11.15	6	1
宁波市	782.5	10.24	2	2
绍兴	496.8	8.99	4	4
金华	545.4	6.25	1	6
嘉兴	458.5	7.67	1	7
湖州	295	7.07	1	8
衢州	213.3	5.37	1	9
舟山	115.2	9.50	1	11

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

省外扩张因地制宜，多样化设立医院

公司在浙江省内的扩张依托杭口总院，在浙江省外则通过收购现有医院、掌握现成资源，或者与当地有名气、有资源的医院合作共建医院。

表 3：口腔医院省外扩张

医院	省份	成立/收购时间	牙椅数	设立方式
沧州口腔医院	河北	2007	47	收购
黄石现代口腔医院	湖北	2008	25	受让
昆明市口腔医院	云南	2010	92	公立医院改制
南京牙科医院	江苏	2015	40	自建
益阳口腔医院	江苏	2016	40	设立后托管
苏州通叶口腔医院	湖南	2016	27	自建

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

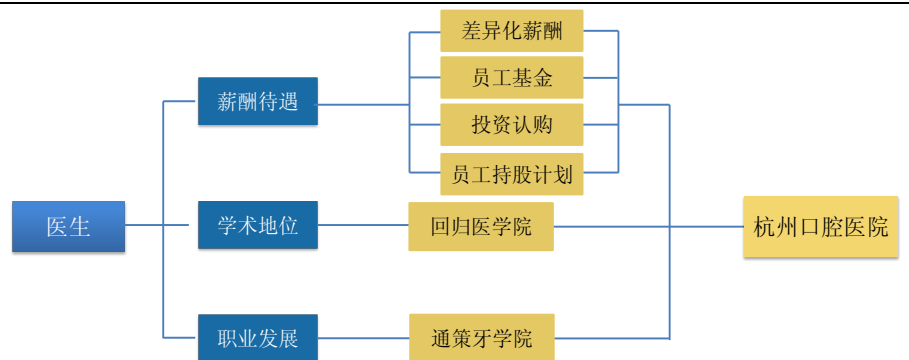
2007年公司收购沧州口腔医院70%产权，沧州口腔医院收购成功为公司占领华北市场迈出了第一步。2010年公司积极参与昆明市口腔医院的改制进程，成功收购昆明市口腔医院，为公司在西南地区的扩展奠定基础。近来公司在湖南省益阳市设立益阳口腔医院，借助益阳医学高等专科学校口腔医疗品牌、人才、技术等资源优势，在医院设立完成后将交由湖南益阳医学高等专科学校附属口腔医院实行整体托管，增强公司在益阳市以及湖南省口腔医疗服务市场的影响力。

杭州口腔医院的发展壮大，我们总结认为核心原因在于对医疗资源的掌握。对于口腔医疗服务业务来说，医生就是最核心的医疗资源，也是非常稀缺的资源，对人才的引进和保留非常重要。为了更好地引进、留住人才，公司采取了多项措施：（1）在提供具有市场竞争力的薪酬基础上，采用员工基金、新建医院认购投资、员工持股等方式激励管理层及核心技术人员。（2）与医学院合作，提升医生学术地位、增强公司医院的医疗实力。（3）完善培训机制，关注员工职业发展。

引进与留住人才，掌握口腔医疗服务行业核心资源

从医师的角度来看，薪酬待遇、学术地位以及职业发展前景是职业选择中最主要的考虑因素。

图18: 杭州口腔医院对核心医疗资源的把握

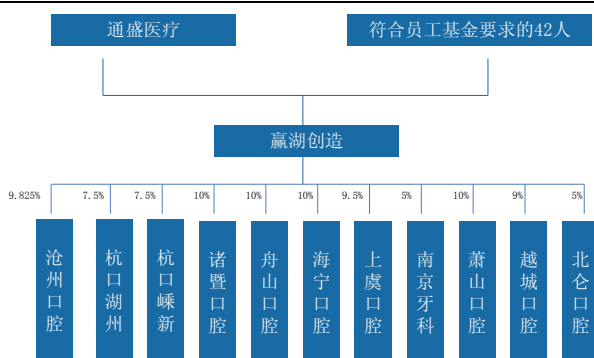


数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

在薪酬方面，公司对关键岗位特别是医生技术人员，采取薪酬领先策略，对市场供求充足人员薪酬采取市场跟随战略，以确保避免公司医生技术人员的流失，为企业发展提供保障。

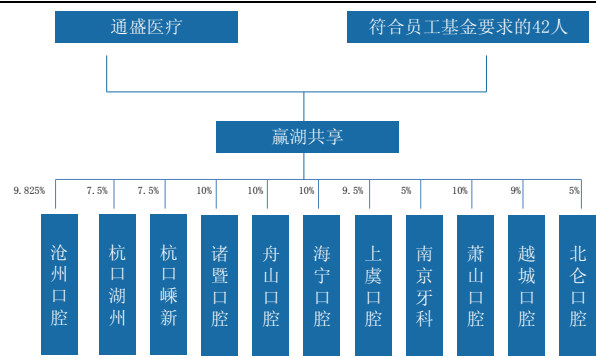
除了提供具有市场竞争力的薪酬，公司还设立了员工基金，对于核心管理团队和技术人员开设。员工基金采用有限合伙企业形式，主要投资通策医疗体系内新建对外收购的医院项目，充分调动公司经营者及高级管理人员的积极性，实现公司和员工双赢。公司于2013设立赢湖创造和赢湖共享合伙公司，由全资子公司通盛医疗作为普通合伙人，出资10%，其余符合员工基金要求的42人组成有限合伙人，迄今为止赢湖创造和赢湖共享先后已经投资十几家医院项目。通过员工基金投建的医院培育周期短，发展速度更快，以诸暨口腔医院为例，诸暨口腔医院2013年12月底正式开业运营，2014年即实现1157万收入并实现盈利，盈亏平衡周期不足一年。

图19: 赢湖创造投资医院项目



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图20: 赢湖共享投资医院项目



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

除了员工基金，公司还向核心管理团队和技术人员开放投资认购。舟山口腔医院的设立向宁波口腔医院核心管理团队和技术人员开放投资认购，其中宁口总经理、

院长助理、专家门诊主任、行政副院长都参与投资。杭州口腔医院湖州分院设立向杭州城西口腔医院核心管理团队和技术人员开放投资认购，持股比例20%。杭州口腔医院城北分院设立亦向杭州城西口腔医院核心管理团队和技术人员开放投资认购，持股比例更高、参与人数更广，有包含副院长、党支部书记、院长助理、特需科主任、牙周科主任、护理部院感主任等21人。此外杭州骋东口腔门诊部由城西口腔医院出资61%，李小凤及城西口腔医院部分核心管理团队及技术人员出资比例为39%。此外宁波口腔医院北仑分院也有管理团队参与投资。

管理层及核心技术人员认购有利于留住核心骨干，同时有助于提高管理效率，推动公司医院新建进展。近来，公司准备非公开发行股份相关事宜，其中包含员工持股计划。公司作为国内唯一一家以口腔医院为主营医院的上市公司，相比国内盛行的口腔诊所具有其自身优势

(1) 国内患者普遍具有从众心理，对于医院的认同感比诊所强；

(2) 口腔医院相比于口腔诊所而言，平台更大、更易于与高校医学院开展合作，因此对于医生的吸引力更大；

(3) 公司作为上市公司，可以通过股权激励等方式留住核心人员、进一步将医生变成公司的主人，对核心资源有更强的掌握力。

对医生来说，学术地位也非常重要。民营医院与公立医院不同，没有现成的资源可以利用，因此需要自己去整合、配置资源，而优秀的医疗资源都是围绕着大学医学院的，医学生终生受医学院辐射。公司清晰地认识到这些问题，积极寻求与高校以及先进的医疗机构合作，通过设立医学院、成立人才基金、共享科研成果来支撑医生的学术地位，提升医院的医疗实力，同时做好人才引进和储备工作。

杭州口腔医院自2008年成为浙江中医药大学的附属医院，中医药大学设立医学系，由杭口院长担任系主任。2015年公司与中国科学院大学就联合创办中国科学院医学院签订协议，双方合作共建中国科学院大学存济医学院。2016年公司与杭州医学院签署战略合作协议，联合创办杭州医学院存济口腔医学院作为杭州医学院的二级学院。与高校合作共设医学院可以实现科研与临床相结合，以医院和医学院平台为依托，帮助医生提高科研实力、提升学术地位。同时公司可以优先接收医学院毕业生，有助于人才引进和储备。

图21：通策医疗与高校合作



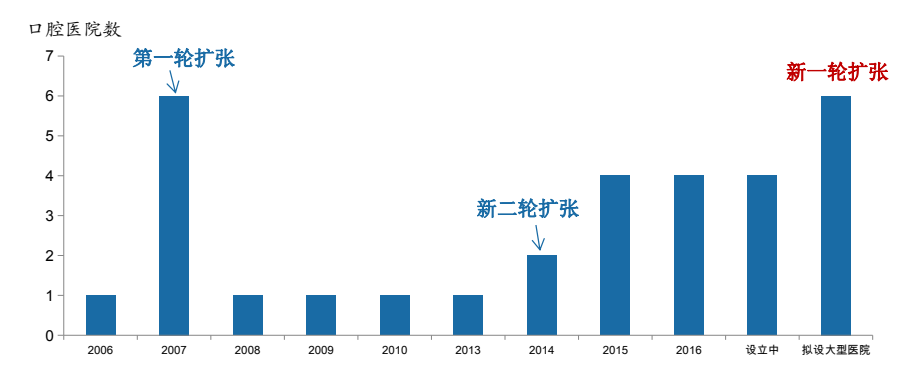
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

通过设立通策牙学院，开展口腔医生继续教育。在培训方面，通过开设通策牙学院开展口腔医生继续教育，课程囊括口腔内科、口腔外科、牙体牙髓科、儿科、牙周科、种植科、修复科等，还开设医生助手及护士培训。曾联合美国佛罗里达大学牙学院、美国Temple大学牙学院、美国天普大学旗下的Maurice H.Kornberg牙科学院联合开办课程。通过丰富培训内容、完善培训机制，满足医生的职业发展需求。

开启新一轮扩张，依托存济医学院打造大型医学中心

公司已经经历2轮扩张，第一轮从2007年起，布局了宁波、沧州、黄石等地。第二轮从2014年起，主要在浙江省内进行分院扩张。目前启动新一轮扩张，依托中国科学院大学存济医学院，通过并购基金打造对标杭口的大型旗舰医院。

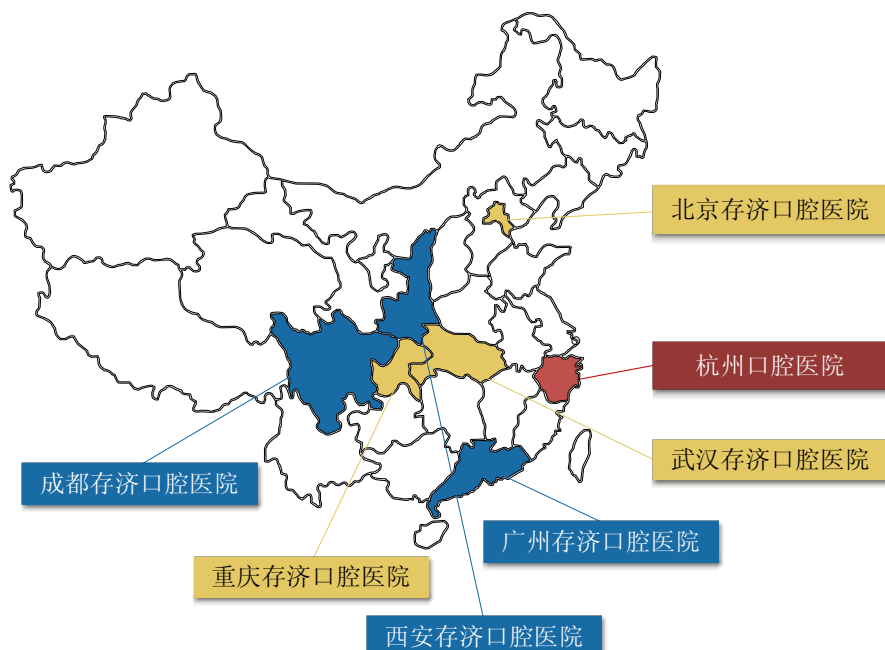
图22：通策医疗历年设立口腔医院数量



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

依托中国科学院大学存济医学院，公司计划进行中心型大城市的布局，筹建各大型中国科学院大学存济医学院附属口腔医院。为了合理降低、规避公司因直接介入新建口腔医院项目可能面临的发展前景不明确的风险以及前期存在诸多不确定因素的风险，公司与海骏科技及其全资子公司共同投资设立浙江通策口腔医疗投资基金，用于专项投资大型口腔医院。目前公司已经与投资基金公司签订《委托管理协议》，委托管理北京存济口腔医院有限公司、武汉存济口腔医院有限公司以及重庆存济口腔医院有限公司。由投资基金对医院进行建设、管理，在达到一定的盈利能力和规范程度后由公司优先收购，从体外转至体内，有利于消除和化解公司在新建口腔医院前期的财务风险、税收及法律等各项风险。

图23：依托存济医学院，打造大型医学中心



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

公司已公告未来将通过并购基金在成都、广州、西安等地设立大型口腔医院，加上杭口会形成7家大型口腔医院。如果省外医院可以顺利达到杭州口腔的经营规模，将带来较大的品牌影响力的提升，连锁口腔业务规模有望快速提升。

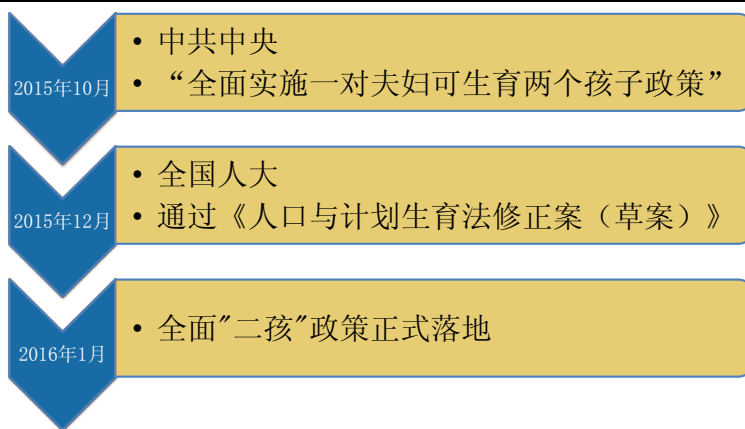
调整产业结构，辅助生殖将成为未来利润增长点

辅助生殖市场供不应求，增长空间大

辅助生殖业务也是公司业务的重要布局方向，2017年以来已经实现盈利，整体利润占比较低，预期明后年逐步规模化扩张。

2015年10月，中共中央拟定《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》，提出“全面实施一对夫妇可生育两个孩子政策”。同年12月，全国人大审议通过《人口与计划生育法修正案（草案）》，全面“二孩”政策正式落地，已于2016年1月1日起施行。随着全面“二孩”政策的施行，我国未来生育需求将呈现爆发式增长。

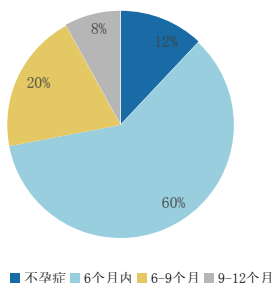
图24：全面二孩政策进度



数据来源：卫计委等、广发证券发展研究中心

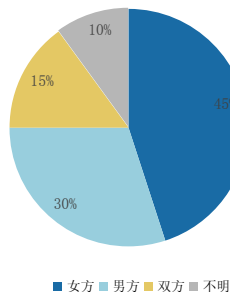
不孕症是指育龄夫妇同居1年以上，正常性生活不避孕未怀孕的现象。不孕症的发生与生理因素、晚婚晚育、人工流产、环境因素、精神压力等密切相关。我国育龄夫妇6个月内妊娠率60%，9个月内80%，1年内85-90%，不孕症患病率10-15%。不孕症的病因中，女方因素占45%，男方因素占30%，共同因素占15%，不明原因占10%。考虑到“二孩”夫妇年龄偏大，未来不孕症的发生率将进一步增加，达到15-20%。

图25：不同时间内妊娠率分布



数据来源：《妇产科学（第八版）》（人民教育出版社）、广发证券发展研究中心

图26：不孕症病因性别分布

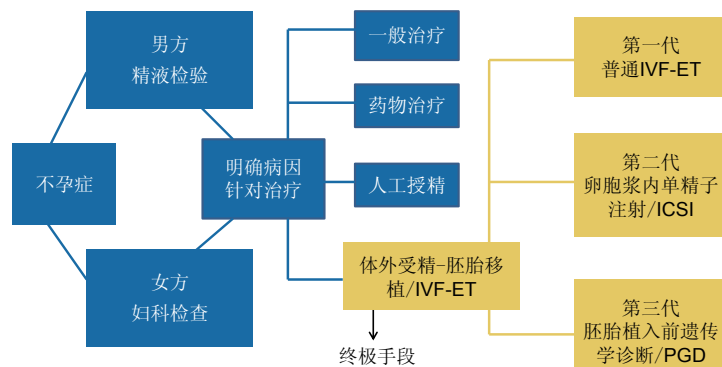


数据来源：《妇产科学（第八版）》（人民教育出版社）、广发证券发展研究中心

不孕症的确诊需要对夫妇双方进行检验检查，包括男方精液检验、男科检查，女方排卵监测、盆腔检查、宫腔镜检查，输卵管造影等。确诊后采取针对性治疗，包括一般治疗、药物治疗、人工授精、体外受精胚胎移植（in vitro fertilization and embryo transfer, IVF-ET）。其中IVF（辅助生殖）是治疗不孕症的“终极手段”。

IVF的发展历经三代，第一代为普通体外受精-胚胎移植，解决了女性因素引起的不孕；第二代为卵胞浆内单精子注射（ICSI），解决了男性因素引起的不孕；第三代为胚胎植入前遗传学诊断（PGD），进一步促进优生优育。

图27：不孕症的诊疗流程



数据来源：《妇产科学（第八版）》（人民教育出版社）、广发证券发展研究中心

我国每年有1600万新生儿，不孕症发病率为10%-15%，每年不孕症夫妇约200万对，其中20-30%（平均25%）需要IVF治疗，每对夫妇2-3个周期（平均2.5个周期）成功受孕，每个周期花费2-4万元（根据行业数据推算），市场规模约为400亿元。考虑到“二胎”政策的影响，未来市场规模有望达到500亿。

由于审批严格，民营资本难以获得“牌照”，另一方面，卫计委严格限制公立医院规模，使得IVF市场供不应求。据悉，一线城市等待IVF手术排队时间6个月-1年。

掌握核心资源，致力打造一流 IVF 医疗集团

公司最先进入口腔医疗服务行业，除了把口腔服务做大做强，公司对其他专科医疗领域保持高度关注。2011年公司与昆明市妇幼保健院签订合作协议，共建昆明市妇幼保健院辅助生殖中心，开始进军辅助生殖医疗服务领域。2012年，公司与国际领先IVF医疗中心波恩(Bourn Hall)合作共设波恩在中国的医疗管理公司，引入国际先进的辅助生殖技术与管理方法，表明公司要打造国际一流的IVF医疗集团的决心。2015年昆明市妇幼保健院波恩生殖中心开始试营业，运营情况良好，2017年上半年门辅助生殖子公司收入实现583万元。随着公司进一步积累资源、有序扩张，未来辅助生殖业务将成为一大利润增长点。

图28：通策医疗辅助生殖业务发展



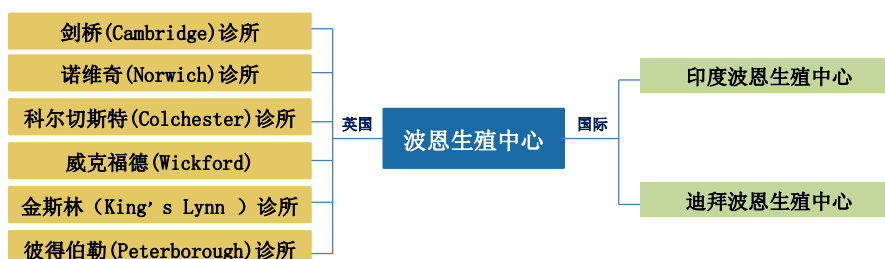
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

英国波恩生殖中心：世界上第一家IVF医疗中心

英国波恩生殖中心由被誉为“试管婴儿之父”、同时于2010年获得诺贝尔奖生理学 and 医学奖的Robert Edwards（罗伯特·爱德华兹）在1980年设立，总部位于英国剑桥。波恩生殖中心是全球第一家IVF医疗中心，诞生了全世界第一个试管婴儿。截至2013年，波恩生殖中心已经帮助超过10000个试管婴儿出生。

波恩生殖中心无论在医疗技术还是管理上都处于世界一流水平。波恩在英国已设有6家生殖中心，分别为剑桥、诺维奇、科尔切斯特和威克福德、金斯林和彼得伯勒生殖中心。近年来，波恩生殖医疗公司积极开展国际业务，分别在印度和迪拜建有生殖中心，与公司合作也是波恩进入中国市场的契机。

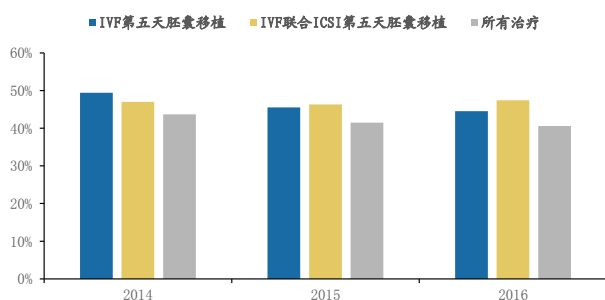
图29：波恩生殖中心业务开展



数据来源：Bourn Hall Clinic官网、广发证券发展研究中心

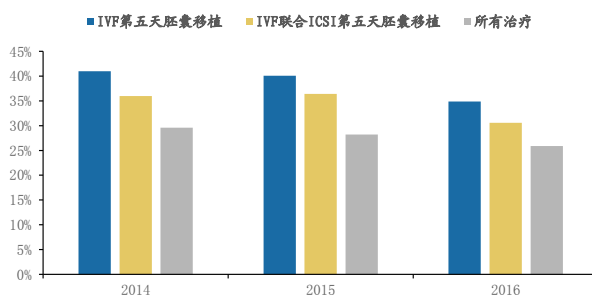
英国波恩生殖中心成功率高且较为稳定，以剑桥门诊部IVF（5天胚胎单胚移植，IVF with day 5 Blastocyst transfer）为例，37岁及以前年龄层，成功率在40%以上，38岁及以上年龄层，成功率在35%以上。

图30：37岁及以下年龄段辅助生殖成功率



数据来源：Bourn Hall Clinic官网、广发证券发展研究中心

图31：38岁及以上年龄段辅助生殖成功率



数据来源：Bourn Hall Clinic官网、广发证券发展研究中心

英国波恩生殖中心从2017年1月份开始实行新的定价，辅助生殖费用折合人民币大概在3万元左右，与国内价格相差不大。根据公司签订协议内容以及波恩生殖中心特点，我们可以看出，公司与波恩的合作可以获得辅助生殖行业最核心的资源要素：技术和人员，其中技术包括辅助生殖最核心的技术、国际最前沿的科研成果，以及标准操作步骤（SOP）和质量控制体系。

图32：波恩生殖中心主要辅助生殖项目定价（从2017年1月起实行）

治疗项目	费用（英镑）	费用（折合人民币）
IVF	3300	28050
含供精IVF（IVF with donated eggs）	6250	53125
冷冻胚胎移植（Frozen embryo transfer）	1300	11050
宫内人工授精（IUI）	850	7225

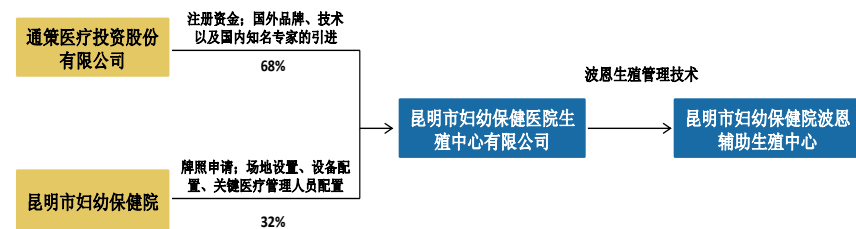
数据来源：Bourn Hall Clinic官网、广发证券发展研究中心

昆明市妇幼保健院波恩辅助生殖中心-波恩进入中国建立的第一家生殖中心

公司于2011年与昆明市妇幼保健院签署合作协议，共同创办昆明市妇幼保健院

辅助生殖中心，而后引入英国波恩生殖中心合作。2015年去英国培训人员结束培训，英国波恩专家也回到中国进行技术及管理上的指导。昆明市妇幼保健院波恩辅助生殖中心于2015年开始试运营，目前有1名英国专家、6名国内主任医师，其中英方专家为波恩诊所核心专家，目前已经进行过超过1万个周期，有丰富的临床经验。在牌照方面，昆明波恩于2015年3月获得辅助生殖试运行牌照，2016年底获得正式牌照。目前IVF的成功率在50%以上，技术水平领先行业。未来公司仍将与波恩诊所长期合作。

图33：昆明市妇幼保健院波恩辅助生殖中心



数据来源：Bourn Hall Clinic官网、广发证券发展研究中心

为了更好地理解昆明市妇幼保健院波恩辅助生殖中心的现况及发展，我们将其与锦欣集团的西因妇科医院进行比较分析。

成都西因妇科医院前身系成都市锦江区妇幼保健院生殖学中心，成立于2000年，为四川省最早开展辅助生殖技术的医疗机构之一。2001年迎接首批病人，提供专业治疗，2002年9月第一例试管婴儿病人诞生，2010年3月成立成都西因妇科医院。医院建立了国内一流的生殖内分泌实验室、胚胎实验室、基因实验室、基础实验室、采精室、诊断及治疗室，拥有辅助生殖核心技术。2015年锦欣集团人类辅助生殖业务板块试管婴儿周期数近9000例/年，位居全国前列。2014年营业收入与2.7亿元，净利润达1.2亿元，2015年因停业装修，实现营收2.8亿元，净利润1.0亿元，预计未来营收仍会增长。

图34：西因妇科医院与昆明妇幼保健院波恩生殖中心

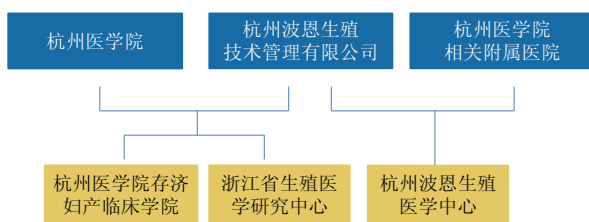
	成都西因妇科医院	昆明妇幼保健院波恩生殖中心
医院		
设立时间	2000年	2013年
开办资金	2000万	1000万
迎接首批病人	2001年	2015年
第一例试管婴儿	2002年	2016年
专业卫生技术人员	西因自有专家	波恩驻地专家、昆妇幼自有专家
试管婴儿成功率	50%左右	52%
利润率	约40%	约40%

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

将昆明市妇幼保健院波恩生殖中心与西因妇科医院进行比较，我们可以发现两

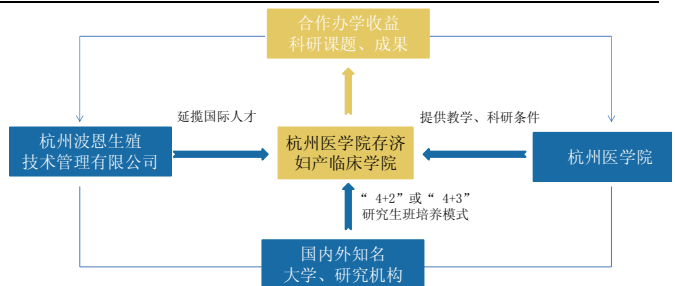
家医院在辅助生殖核心技术、人员配置上都做了充足的准备，且有相似的试管婴儿成功率，都超过50%，在全国处于领先水平。依托波恩品牌以及高成功率形成的好口碑，预计未来昆明波恩周期数会稳步增长。2017年，杭州波恩生殖技术管理有限公司拟与舟山市妇幼保健院开展合作，合作共建舟山波恩生殖医院有限公司，并交由舟山市妇幼保健院托管。由于辅助生殖行业的高壁垒，预计利润率可能高于30%，未来将成为一个高利润的业务板块。随着各地生殖中心的进一步开设与运营，辅助生殖版块有望快速扩张。

图35：杭州波恩生殖技术管理有限公司签订合作协议



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图36：杭州波恩与杭州医学院共建存济妇产临床学院



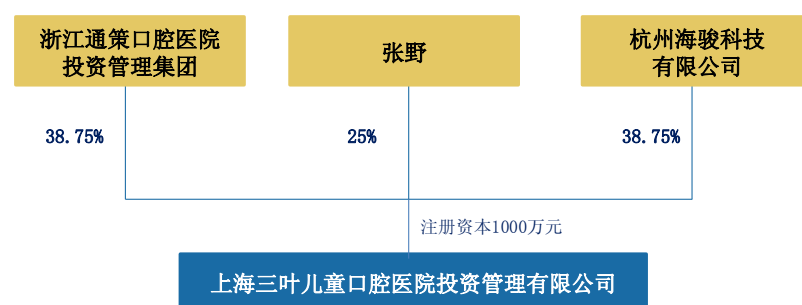
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

合作融合了医疗服务产业与医学院的优势，体现了公司打造一流IVF医疗中心的决心。公司积极设立医学院及研究中心：提升医疗、教育、科研水平，做好人才储备。

参股三叶口腔专注细分市场，互联网平台加速三叶扩张

三叶口腔是公司参股38.75%的重要业务板块，上海三叶儿童口腔医院投资管理有限公司由公司全资子公司浙江通策口腔医院投资管理集团有限公司、张野和杭州海骏科技有限公司共同出资创立，经营口腔诊疗。海骏科技有限公司为后续吸收的合资股东，其医疗云及互联网技术有利于推动三叶更快发展，其中上市公司参股38.75%。

图37：三叶口腔股权架构

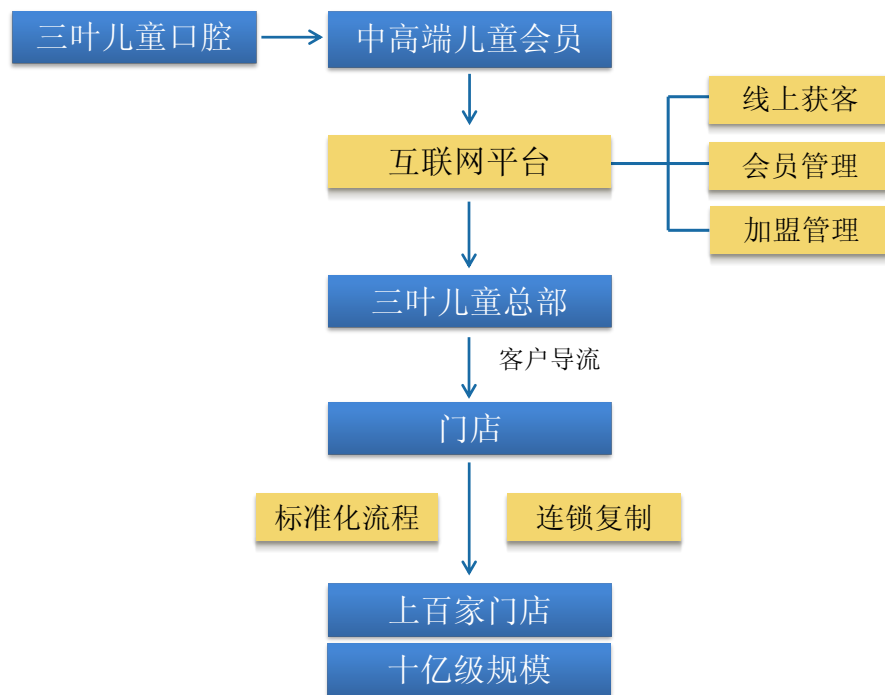


数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

定位中高端儿童口腔细分市场，全方位提高服务品质

三叶儿童口腔医院主要针对0-14岁的儿童，从0岁开始为孩子提供系统全方位口腔健康管理：检查→预防→治疗。三叶儿童口腔定位于中高端儿童会员客户，该细分的儿童口腔领域需要有较高收入，受教育程度高，口腔保健意识较高的家长。三叶需要不断提升服务品质和就医环境，提供更多高质量的口腔增值服务。

图38：三叶口腔布局战略



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

目前该细分市场是一片蓝海领域，根据人口统计，我国0-14岁儿童有2.27亿人，每个儿童都有口腔健康管理的需要，按照中高端家庭1.5%的需求，则市场容量就达34万，整体发展空间大。

依托互联网平台，三叶连锁模式有望加速扩张

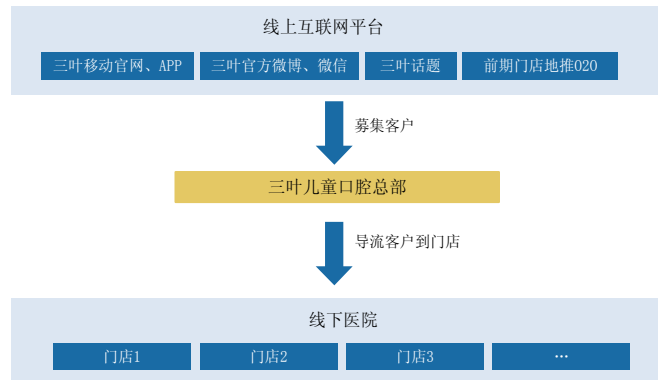
三叶口腔的张野博士是日本长崎大学儿童齿学博士，曾在北京医科大学口腔医学院儿科、日本长崎大学齿科部儿童齿科工作，近年在互联网平台的影响力持续提升。由于微博粉丝有很大可能转化为三叶的客户，通过创始人的线上影响力，三叶拥有很强的客户资源。

三叶儿童口腔以互联网为依托，采用会员制度。三叶通过线上官网、微博、微信等方式募集客户，客户通过注册会员，可以享受一系列会员服务，如家庭服务计划、一对一口腔指导。通过采用会员制，对于客户而言，定期检查和预防治疗项目有助于提高孩子以及家庭的口腔健康水平、预防大病发生；对于三叶而言，会员制提高了客户黏性，通过加入会员，三叶客户很少会去其他诊所就诊。

三叶的另一大特点是预约制，通过线上预约、线下就诊，可以减少排队和等候

的时间，提高客户满意度。总结来说，互联网平台、会员制和预约制三大特点提升了三叶的发展速度、客户粘性以及服务质量。三叶采取分叶式导流，一家门店的客户达到上限后，将客户导流到新店，因此常常在没有开店前就已经有客户，盈利能力可观。

图39：三叶儿童口腔业务流程



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

三叶第一家门店三叶平海店进展顺利，平海店位于杭州口腔医院内部，2014年9月当月会员67人，前三个月累计会员323人。运营半年后就累计会员989人，3名医生的临床诊疗工作量基本达到饱和。为了保证会员的服务质量和就诊体验，又招聘了2名医生，截至2015年11月会员1596人，5名医生的临床诊疗工作量又接近饱和，已在城西开设分院。

三叶可复制效率高，自2014年9月起开始正式市场推广，到2015年12月12日，三叶儿童口腔拥有诊所2家（平海路店、城西店）和5家正建诊所，11家分店完成签约进入初步合作阶段共计正式会员人数1700人（会费2000元/年），准会员4624人（缴费100元），意向会员15830人，平台注册用户已超过10万用户数三叶对于公司来说是精品项目，公司计划稳步铺开，预计未来会开设大量分店。

盈利预测与投资评级

盈利假设：

杭州口腔医院：杭口新院自2015年投入运营以来，经营压力逐步减轻，预期未来三年收入持续快速成长；宁波口腔医院：随着当地竞争结构的逐步改善，从稳健增长逐步提速，辅助生殖：辅助生殖业务经过较长时间的试营业和技术积累，今年上半年微有盈利，预计未来门诊量有望继续增长，持续贡献利润。

公司从地方口腔医院逐步打造以浙江为核心，全国综合布局的口腔连锁医疗龙头，未来省外大型口腔医院将增强公司的品牌效应，长期成长空间较大。我们预计2017-2019年公司归母净利润2.03亿、2.64亿、3.40亿，增长49.2%、29.8%、29.0%，对应PE51倍、39倍、30倍，维持“买入”评级。

表4：市场可比公司估值（2017年11月22日收盘价）

证券代码	证券简称	股价（元）	EPS（元/股）				PE（倍）			
			2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E
002044	美年健康	22.44	0.14	0.23	0.34	0.48	139.4	84.6	56.7	41.0
300015	爱尔眼科	27.63	0.56	0.49	0.65	0.85	50.7	57.6	43.4	33.3
600763	通策医疗	32.27	0.42	0.63	0.82	1.06	79.0	50.9	39.3	30.4

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

风险提示

新建医院回收期过长，省外扩张不及预期

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	360	376	601	799	1064
货币资金	300	283	501	676	915
应收及预付	39	66	67	82	101
存货	20	26	32	40	48
其他流动资产	1	1	1	0	0
非流动资产	970	910	954	1060	1189
长期股权投资	7	3	3	3	3
固定资产	784	648	717	812	943
在建工程	37	33	37	44	40
无形资产	139	159	129	135	137
其他长期资产	2	66	68	65	65
资产总计	1330	1286	1555	1858	2253
流动负债	141	127	189	229	283
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	140	127	189	229	283
其他流动负债	1	0	1	0	0
非流动负债	296	260	261	260	260
长期借款	295	260	260	260	260
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1	0	1	0	0
负债合计	436	387	450	489	543
股本	321	321	321	321	321
资本公积	38	0	0	0	0
留存收益	463	497	700	964	1304
归属母公司股东权益	822	818	1021	1284	1624
少数股东权益	71	81	85	85	85
负债和股东权益	1330	1286	1555	1858	2253

利润表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	762	879	1158	1435	1788
营业成本	459	515	671	832	1033
营业税金及附加	2	5	6	8	9
销售费用	11	17	16	23	29
管理费用	112	162	178	232	283
财务费用	-2	12	12	10	10
资产减值损失	0	3	14	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	56	0	3	2	3
营业利润	235	165	264	332	427
营业外收入	7	4	4	5	5
营业外支出	2	2	2	2	2
利润总额	240	168	267	335	430
所得税	46	35	59	71	90
净利润	126	133	207	264	340
少数股东损益	1	-3	4	0	0
归属母公司净利润	124	136	203	264	340
EBITDA	221	252	364	423	520
EPS (元)	0.39	0.42	0.63	0.82	1.06

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	184	161	348	359	448
净利润	194	133	207	264	340
折旧摊销	43	72	77	83	86
营运资金变动	0	-62	55	17	27
其它	-53	18	9	-5	-6
投资活动现金流	-141	-145	-130	-184	-210
资本支出	-89	-98	-133	-186	-212
投资变动	-52	-47	3	2	3
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	2	-44	1	-1	0
银行借款	0	0	0	0	0
债券融资	0	0	0	0	0
股权融资	14	6	0	0	0
其他	-11	-51	1	-1	0
现金净增加额	45	-28	218	175	238
期初现金余额	255	300	283	501	676
期末现金余额	300	272	501	676	915

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	30.6	15.3	31.8	23.9	24.6
营业利润增长	61.4	-29.7	59.7	25.8	28.5
归属母公司净利润增长	13.0	9.4	49.2	29.8	29.0
获利能力(%)					
毛利率	39.8	41.4	42.1	42.0	42.2
净利率	25.4	15.1	17.9	18.4	19.0
ROE	15.1	16.7	19.9	20.5	20.9
ROIC	16.3	17.6	28.0	30.2	34.8
偿债能力					
资产负债率(%)	32.8	30.1	28.9	26.3	24.1
净负债比率	-	-	-0.2	-0.3	-0.4
流动比率	2.56	2.95	3.18	3.49	3.76
速动比率	2.25	2.50	2.79	3.09	3.37
营运能力					
总资产周转率	0.72	0.67	0.82	0.84	0.87
应收账款周转率	79.27	58.15	73.56	72.44	69.92
存货周转率	21.55	22.24	21.08	20.82	21.41
每股指标(元)					
每股收益	0.39	0.42	0.63	0.82	1.06
每股经营现金流	0.57	0.50	1.09	1.12	1.40
每股净资产	2.56	2.55	3.18	4.01	5.07
估值比率					
P/E	126.3	79.0	50.9	39.3	30.4
P/B	19.1	13.2	10.1	8.1	6.4
EV/EBITDA	71.2	42.7	27.8	23.5	18.6

广发医药行业研究小组

- 罗佳荣：首席分析师，上海财经大学管理学硕士，2016 年进入广发证券发展研究中心。
- 吴文华：分析师，华东师范大学金融硕士，2014 年进入广发证券发展研究中心。
- 冯 鹏：分析师，北京大学化学生物学硕士，2015 年进入广发证券发展研究中心。
- 马 帅：分析师，上海交通大学医学硕士，2015 年进入广发证券发展研究中心。
- 蔡 强：分析师，中南大学基础医学硕士，2015 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 6001 号 太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海浦东新区世纪大道 8 号 国金中心一期 16 层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。