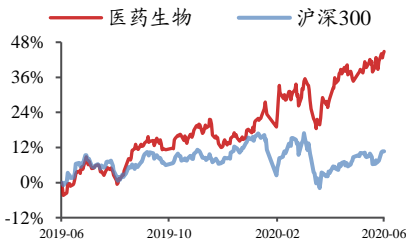


医药生物

2020 年 06 月 06 日

投资评级：看好（首次）

行业走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

从中国口腔医疗集团拟 IPO 看口腔医疗服务：专科医院为连锁最优模式，得医生者得市场

——行业深度报告

杜佐远（分析师）

duzuoyuan@kysec.cn

证书编号：S0790520050003

● 民营口腔专科医院获医及获客能力最强，为连锁最优模式

国内口腔医疗机构可分为综合医院口腔科、口腔专科医院（民营为主、公立为辅）、口腔门诊部（独立有限公司）和口腔诊所（个体户）。口腔服务行业单体投资成本低、自费项目多，患者对口腔医生黏性更强。但在投入成本与运营难度日益上升的压力下，小型诊所逐步边缘化，民营口腔专科医院获医及获客能力最强，为连锁最优模式。连锁机构扩张需要具备三要素——资金、品牌、人才；资金：近年政策扶持医疗健康行业，引来产业资本聚焦；品牌：口腔医疗行业具备强地域性，使得口腔连锁多以参股当地品牌或者与高校合作的模式异地扩张；人才：牙科医生是核心战略资源，缺口大，未来连锁机构拼的是吸引和留住人才的机制。

● 衡量一个地区的口腔服务市场潜力，看三点：人口、GDP、牙医数

牙医是核心资产，代表着牙科服务提供商的品牌形象。一个地区的执业牙医人数直接反映了该地区牙科服务市场的质量及发展。

● 我国目前口腔连锁机构：龙头企业站稳脚跟，资金、品牌、医生、技术资源把控性强

我国口腔医疗行业目前相对较大的口腔连锁机构包括通策医疗、拜博口腔、瑞尔齿科等，各有优势：

1. 通策医疗通过多渠道降低人才+资金+技术+品牌壁垒，目前 5 年复合增长率达 25% 以上，未来成长能力强；省内市场，公司依托杭口品牌和资源，借蒲公英计划，打造“总院+分院”的模式已逐步得到市场认可；省外市场，公司依托“中国科学院大学存济”品牌，基金体外培育模式，定向投资省外 6 家存济口腔医学院（三级），待体外医院达到一定成熟期后，再分批注入上市公司，已初显成效。
2. 拜博口腔战略性引入泰康人寿作为控股股东，优化资本结构，为发挥保险与医疗的协同作用奠定基础；
3. 瑞尔齿科定位于高端业务团体，通过改善门店环境与建立独特的客户服务体系加强客户的就诊体验；
4. 递交了招股书的中国口腔医疗集团的优势在于：4 家医院地理位置优越，辐射范围广；医院使用率还有较大提升空间；实控人及高管团队管理及医疗经验丰富，医生获客能力强，销售费用率低；有良好激励机制吸引和留住医生；与知名供应商合作，及时推广新技术满足客户需求。

● 受益标的：通策医疗。

● **风险提示：**口腔医院扩张进度不及预期；短期新医院建设对当年业绩可能有拖累。

目 录

| | |
|---|----|
| 1、口腔为什么是医疗服务的黄金赛道？——中国口腔医疗招股书行业数据梳理 | 4 |
| 1.1、浙江省口腔市场预计 2019-2023 年 CAGR19%，人次贡献更明显 | 4 |
| 1.2、行业增长驱动因素：老龄化、消费升级、就诊率提升助推行业快速增长 | 6 |
| 1.3、行业趋势：资源下沉、民营快速崛起 | 6 |
| 1.3.1、口腔医疗资源按逐步渗透至二三线城市 | 6 |
| 1.3.2、民营/私人口腔医院市占率快速提升，为连锁最优模式 | 7 |
| 2、以小见大，从中国口腔医疗集团经营数据看口腔连锁医院特征 | 9 |
| 2.1、口腔医疗机构的收入构成：种植、正畸、儿科占比呈提升趋势 | 9 |
| 2.2、各项业务量价拆分：需求刚性，人次提升更明显，客单价增速较稳定 | 10 |
| 2.2.1、口腔综合治疗：客单价稳定提升 | 10 |
| 2.2.2、修复：价格差异大，人次提升占主导 | 10 |
| 2.2.3、正畸：成年（爱美之心）正畸带动市场快速增长 | 11 |
| 2.2.4、种植：老龄化及渗透率提升助推种植业务快速增长 | 12 |
| 2.3、牙椅、牙医、护士配置：平均 1 医生配 1.5 名护士，1-2 台牙椅 | 12 |
| 2.4、口腔医院及诊所成本构成：人员支出占近一半，设备占比不高 | 12 |
| 2.5、运营周期（筹备、盈亏平衡、投资回收期）：口腔医院盈亏平衡周期约 4 年 | 13 |
| 3、中国口腔医疗集团要站稳温州、异地扩张，所具备的优势分析：品牌、人才、区位 | 13 |
| 3.1、中国口腔医疗集团目前已有医院运营情况 | 13 |
| 3.2、中国口腔医疗集团的扩张计划：医院+诊所，从温州向外扩张 | 14 |
| 3.3、中国口腔医疗集团的优势：品牌、人才、区位 | 15 |
| 3.3.1、4 家医院地理位置优越，辐射范围广 | 15 |
| 3.3.2、实控人及高管团队管理及医疗经验丰富，医师获客能力强，销售费用率低 | 15 |
| 3.3.3、有良好激励机制吸引和留住医师 | 16 |
| 3.3.4、与知名供应商合作，及时推广新技术满足客户需求 | 16 |
| 4、受益标的 | 17 |
| 5、风险提示 | 17 |

图表目录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 图 1：温州口腔市场增速略快于浙江省（规模：亿元） | 4 |
| 图 2：温州客单价（元）增速与浙江省相当 | 5 |
| 图 3：温州就诊人次（万人）CAGR 略高于浙江省 | 5 |
| 图 4：通策医疗蒲公英计划，充分下沉 | 6 |
| 图 5：温州私营牙科医院份额呈扩大趋势 | 8 |
| 图 6：中国口腔医疗集团收入中综合、正畸、修复占比高 | 10 |
| 图 7：通策医疗收入中综合、正畸、种植占比高 | 10 |
| 图 8：中国口腔医疗集团在温州有 4 家医院 | 14 |
| 表 1：未来就诊人次对行业增速贡献更大 | 5 |
| 表 2：四类口腔医疗机构对比：私营牙科医院设备、人才职业发展等方面更具优势 | 7 |
| 表 3：温州口腔患者就诊总人数（千人）逐年递增 | 8 |
| 表 4：温州私营牙科医院及诊所患者就诊人次增速较快 | 8 |

| | |
|---|----|
| 表 5: 中国口腔医疗集团在 2018 年（温州）民营牙科服务商中排名第一..... | 9 |
| 表 6: 综合业务收费较低..... | 10 |
| 表 7: 综合业务量价拆分：需求刚性，客单价增速较稳定..... | 10 |
| 表 8: 修复业务收费价格差异较大..... | 11 |
| 表 9: 修复量价拆分：人次提升占主导..... | 11 |
| 表 10: 正畸业务收费高..... | 11 |
| 表 11: 正畸量价拆分：人次提升占主导，且增速稳定..... | 11 |
| 表 12: 种植业务收费差异大..... | 12 |
| 表 13: 种植量价拆分：人次及客单价均快速增长..... | 12 |
| 表 14: 牙科医院前期投资中，人员成本占比最大..... | 12 |
| 表 15: 牙科设备单价绝大部分在 5 万元以下..... | 13 |
| 表 16: 中国口腔医疗集团的 4 家口腔医院成本中，员工成本占 44%-50%..... | 13 |
| 表 17: 中国口腔医疗集团 4 家医院中 3 家已经达到收支平衡..... | 14 |
| 表 18: 中国口腔医疗集团 4 家医院运营数据..... | 14 |
| 表 19: 中国口腔医疗集团销售费用率平均在 5% 以内..... | 15 |
| 表 20: 通策医疗销售费用率不到 1%..... | 16 |
| 表 21: 中国口腔医疗集团复诊患者占比呈提升趋势..... | 16 |
| 表 22: 2018 年中国口腔医疗集团前五大供应商中 INVISALIGN® 透明牙套居第三位..... | 17 |

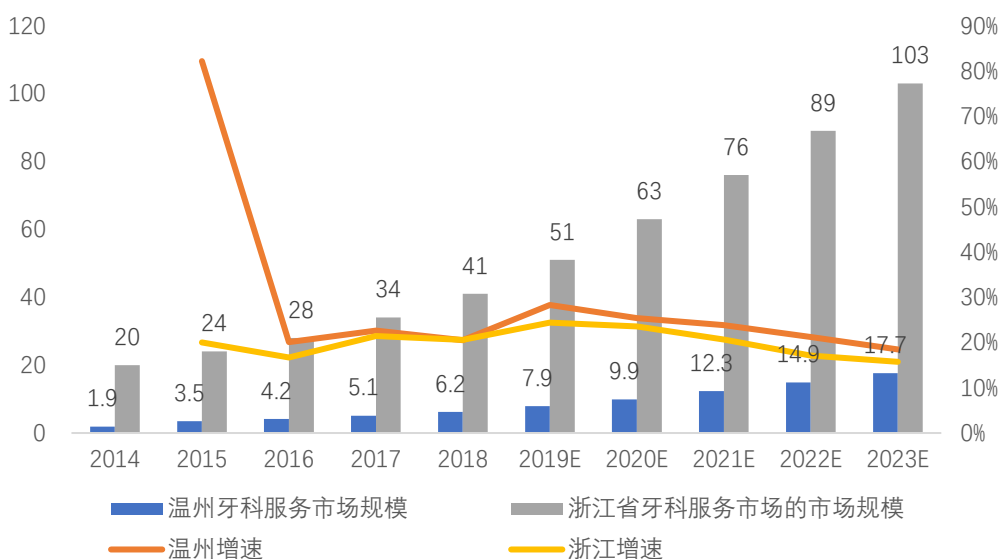
1、口腔为什么是医疗服务的黄金赛道？——中国口腔医疗招股书行业数据梳理

1.1、浙江省口腔市场预计 2019-2023 年 CAGR19%，人次贡献更明显

2020 年 2 月 10 日，浙江温州最大的民营口腔医院连锁——中国口腔医疗集团，向港交所提交了 IPO 申请书。公司于 2011 年开始提供牙科服务，经营着 4 家位于温州的民营牙科医院（温州市的温州医院及鹿城医院、瑞安市的瑞安分院以及龙港市的苍南医院），是温州地区民营口腔服务龙头。根据中国口腔医疗集团招股书数据，我们可以分析国内口腔医疗机构的特征和连锁复制的必备要素。

根据中国口腔医疗集团招股书，2017 年国内口腔服务市场规模 880 亿，浙江占比约 4%。2019 年浙江口腔服务市场 41 亿，那么通策医疗在浙江的市占率为 38%，是绝对龙头；中国口腔医疗集团市占率 2%，提升空间大。中国口腔医疗集团所在的温州口腔市场约占浙江省的 15%，增速略高于浙江省，我们从量价两个角度来分拆。

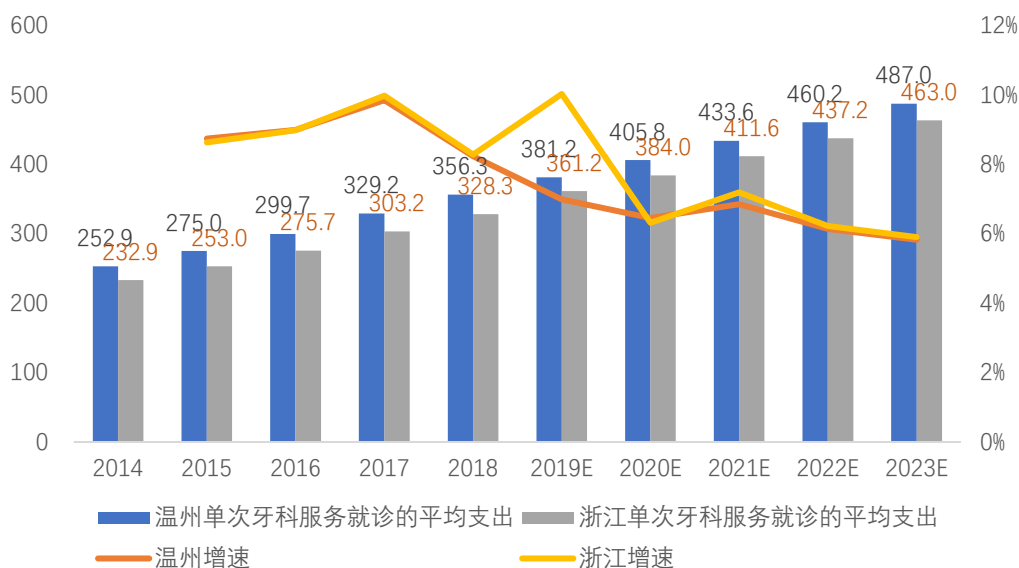
图1：温州口腔市场增速略快于浙江省（规模：亿元）



数据来源：中国口腔医疗招股书、开源证券研究所

客单价（单次就诊平均支出，元）：可以看到，浙江省和温州的客单价差别不大，并且增速基本一致，6-10%的水平。

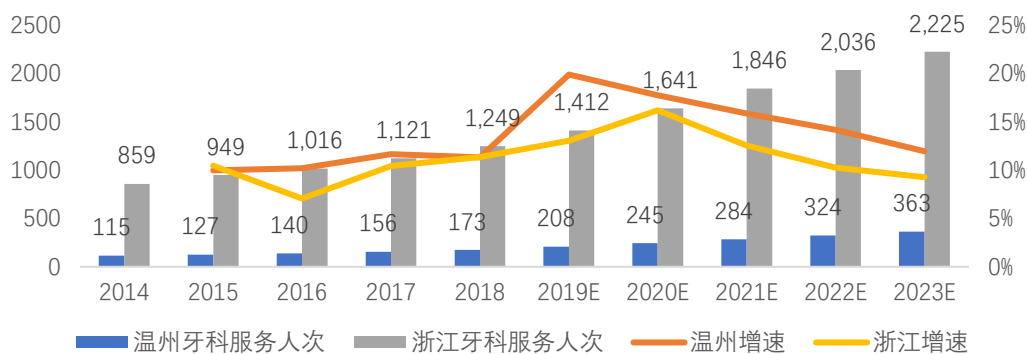
图2：温州客单价（元）增速与浙江省相当



数据来源：中国口腔医疗招股书、开源证券研究所

就诊人次（规模/单价，万人）：温州就诊人次约占浙江省14%，2014-2018年CAGR10.8%，略高于浙江省9.8%的水平。（注：招股书中披露温州2014年就诊人次为115万，但如果按规模/客单算出来是76万，我们选取115万这一数据。其他年份的就诊人次与规模/客单吻合）

图3：温州就诊人次（万人）CAGR略高于浙江省



数据来源：中国口腔医疗招股书、开源证券研究所

表1：未来就诊人次对行业增速贡献更大

| 复合年增长率 | 2014-2018 | 2019E-2023E |
|---------------|-----------|-------------|
| 浙江牙科服务市场的市场规模 | 19.1% | 19.0% |
| 温州牙科服务市场的市场规模 | 20.7% | 22.2% |
| 浙江单次就诊的平均支出 | 9.0% | 6.4% |
| 温州单次就诊的平均支出 | 8.9% | 6.3% |
| 浙江就诊人次 | 9.8% | 12.0% |
| 温州就诊人次 | 10.8% | 14.9% |

数据来源：中国口腔医疗招股书、开源证券研究所

从量价拆分中可以看出，客单价增长比人次平缓，未来行业增长更多依靠就诊人

次的提升。而就诊人次的增长与当地人口、名义 GDP 增速相对应。浙江省 2018 年名义 GDP 在全国排第四，城镇居民可支配收入高于全国，因此总市场增速和人次增速高于全国平均，市场空间足够大。

1.2、行业增长驱动因素：老龄化、消费升级、就诊率提升助推行业快速增长

1) 老龄化和二胎放开带来的牙科服务供不应求；2) 消费水平提高及牙科护理意识增强；3) 促进牙科服务的有利政策及多元化的牙科服务。

需要强调的是，老龄化的到来给口腔种植、基础治疗带来了巨大市场空间。以日本某口腔连锁为例，其 21 家分院都成为了所在区域的政府公办养老院指定的口腔服务机构。通过积极的开展访问医疗业务（上门服务），养老院的口腔服务和访问医疗收入占了总收入的 20%，年增速达到 25%。¹

国内（包括浙江）的老龄化时代到来，2018 年 65 岁以上老年群体约 1.65 亿人，我们认为政府积极探索医养结合的背景下，国内的区域口腔龙头更有能力承接这类业务。

1.3、行业趋势：资源下沉、民营快速崛起

1.3.1、口腔医疗资源按逐步渗透至二三线城市

近年来，二三线城市的年均可支配收入亦出现更快的增长，支撑其牙科服务方面消费支出的增长。预期将会有更多的牙科服务资源转移到二三线城市。通过通策医疗的蒲公英计划可以印证这一趋势。

图4：通策医疗蒲公英计划，充分下沉



资料来源：通策医疗年报

¹ 资料来源：《剖析日本口腔医疗现状，看中国口腔医疗未来》，作者朱可希，医涯学识、诊所界。

1.3.2、民营/私人口腔医院市占率快速提升，为连锁最优模式

牙科服务提供商主要分为四类，即综合医院牙科部、公立牙科医院、私营牙科医院及私人牙科诊所。相较于综合医院牙科部及公立牙科医院，私营牙科医院通常提供更好的医院环境、更先进的设备、较少出现患者拥挤、更专业及灵活的客户服务系统以及更多样化的牙科保健计划。相较于私人牙科诊所，私营牙科医院通常汇集大量的牙科专家，并提供全面的人才晋升方案。此外，部分私营牙科医院已获得当地医保局的批准，成为与基本医疗保险挂钩的定点医院，获得较其他私营牙科服务提供商更高的认可度及偏好。

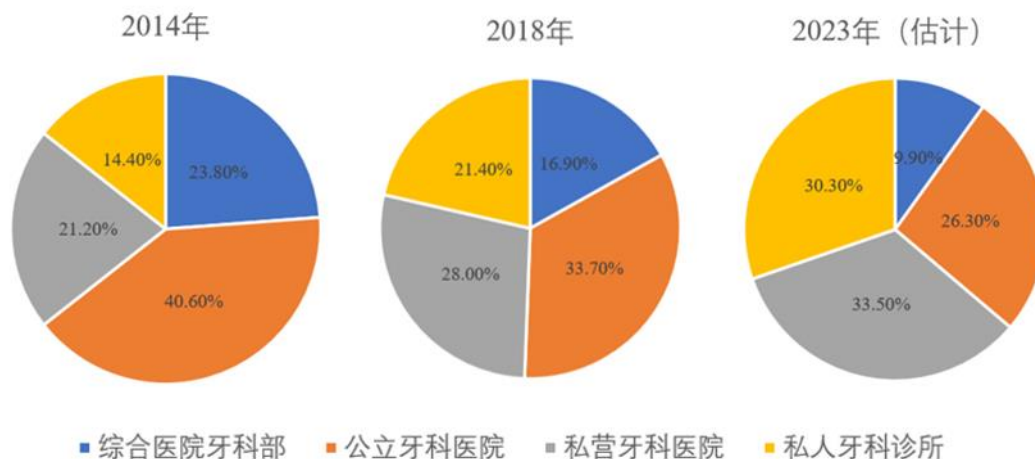
表2：四类口腔医疗机构对比：私营牙科医院设备、人才职业发展等方面更具优势

| | 综合医院牙科部 | 公立牙科医院 | 私营牙科医院 | 私人牙科诊所 |
|------------------|-------------------------------|-------------------------------|--------------------------------------|-----------------------------------|
| 地理分布 | 大部分位于城市及农村地区的医院设有牙科部 | 大部分位于一线及二线城市，部分位于相对发达的三线及四线城市 | 大部分位于一线及二线城市，部分位于相对发达的三线及四线城市 | 广泛分布在城市及农村地区 |
| 硬件及设备 | 相对多样化及全面 | 较综合医院牙科部更为多样化及全面 | 较好的环境及设备完善，较公立牙科医院更为多样化，全面及相对先进 | 硬件及设备种类有限 |
| 人才技能及职业发展 | 相对熟练；提供更合理的晋升方案 | 技术精湛及拥有大量行业专家；具备合理的晋升方案 | 技术精湛及拥有若干行业专家；具备合理的晋升方案 | 相对于综合医院牙科部、公立及私营牙科医院，其技能更低；晋升方案较少 |
| 服务范围 | 常见牙科疾病 | 各类型的牙科疾病；复杂症状 | 各类型的牙科疾病；更多美容相关长期护理计划 | 常见牙科疾病类别有限 |
| 目标患者 | 当地居民 | 遍布城市及地区的更好患者群 | 遍布城市及地区的更大患者群 | 社区居民 |
| 客户服务 | 已建立较为简单及繁忙的客户服务体系，服务周期相对严格及有限 | 已建立相对全面及专业的客户服务体系，服务周期相对严格及有限 | 已建立针对患者的全面及专业的客户服务体系，提供更灵活及亲民的全天客户服务 | 通常缺乏全面及专业的客户服务体系 |
| 平均牙医人数 | 5-20 人 | 20-50 人 | 20-50 人 | 1-5 人 |

资料来源：中国口腔医疗招股书、开源证券研究所

从数量和市占率看：与其他专业医疗保健类别（如妇产科及眼科）相比，牙科服务资本门槛相对较低。因此，中国民营牙科医院数目由 2014 年的 267 家快速增加至 2018 年的 624 家，而该期间公立牙科医院的数目则由 165 家减至 162 家。温州私营牙科医院的市场规模显著增长，从 2014 年的 0.6 亿增至 2018 年的 1.73 亿元，CAGR29.4%，占同期温州牙科服务市场规模总值的百分比由 21.2%增至 28.0%。预计 2019-2023 年 CAGR26.1%，2023 年占比预计达到 33.5%。

图5：温州私营牙科医院份额呈扩大趋势



数据来源：弗若斯特沙利文分析、中国口腔医疗招股书、开源证券研究所

从不同机构的就诊人数看：温州民营口腔医院+口腔诊所的人次增速远高于公立体系，并且 2017-2018 年民营牙科医院增速最高。

表3：温州口腔患者就诊总人数（千人）逐年递增

| 年份 | 综合医院牙科部 | 公立牙科医院 | 私营牙科医院 | 私人牙科诊所 | 总人次 |
|-------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 2014 | 266.3 | 375.2 | 262.2 | 247.5 | 1151.2 |
| 2015 | 277.8 | 422.1 | 284.8 | 281.4 | 1266.1 |
| 2016 | 293.3 | 452.0 | 324.8 | 325.9 | 1396.1 |
| 2017 | 313.3 | 473.3 | 387.5 | 383.5 | 1557.6 |
| 2018 | 326.4 | 484.3 | 467.2 | 456.3 | 1734.3 |
| 2019E | 356.2 | 549.3 | 585.9 | 587.7 | 2079.0 |
| 2020E | 382.9 | 615.0 | 718.9 | 731.7 | 2448.4 |
| 2021E | 407.0 | 690.7 | 852.6 | 886.8 | 2837.0 |
| 2022E | 430.6 | 763.8 | 992.4 | 1052.7 | 3239.5 |
| 2023E | 453.4 | 829.0 | 1127.4 | 1216.9 | 3626.7 |

数据来源：中国口腔医疗招股书、开源证券研究所

表4：温州私营牙科医院及诊所患者就诊人次增速较快

| 年份 | 综合医院牙科 yoy | 公立牙科医院 yoy | 私营牙科医院 yoy | 私人牙科诊所 yoy | 总人次 yoy |
|-------|------------|------------|------------|------------|---------|
| 2015 | 4.32% | 12.50% | 8.62% | 13.70% | 9.98% |
| 2016 | 5.58% | 7.08% | 14.04% | 15.81% | 10.27% |
| 2017 | 6.82% | 4.71% | 19.30% | 17.67% | 11.57% |
| 2018 | 4.18% | 2.32% | 20.57% | 18.98% | 11.34% |
| 2019E | 9.13% | 13.42% | 25.41% | 28.80% | 19.88% |
| 2020E | 7.50% | 11.96% | 22.70% | 24.50% | 17.77% |
| 2021E | 6.29% | 12.31% | 18.60% | 21.20% | 15.87% |
| 2022E | 5.80% | 10.58% | 16.40% | 18.71% | 14.19% |
| 2023E | 5.29% | 8.54% | 13.60% | 15.60% | 11.95% |

数据来源：中国口腔医疗招股书、开源证券研究所

从竞争格局看，民营牙科医院的牙医数量、服务能力及业务规模趋向于增加。许多发展成熟的牙科服务提供商已积累忠实的客户群及声誉良好的品牌形象，这为后来的进入者设置了较高的准入门槛。截至 2018 年，温州前五大民营牙科服务提供商的收入约为 1.26 亿，占温州民营牙科服务市场总市场规模约 41.1%。中国口腔医疗集团 2018 年收入 0.74 亿元，占民营整体市场约 24.1%。

表5：中国口腔医疗集团在 2018 年（温州）民营牙科服务商中排名第一

| 排名 | 中国口腔医疗集团 | 收益 (人民币百万元) | 占温州私人牙科服务 市场的总市场份额 | 占温州牙科服务市 场的总市场份额 |
|----|----------|----------------|-----------------------|---------------------|
| 1 | 中国口腔医疗集团 | 73.6 | 24.1% | 11.9% |
| 2 | A | 17.4 | 5.7% | 2.8% |
| 3 | B | 17.2 | 5.6% | 2.8% |
| 4 | C | 11.1 | 3.6% | 1.8% |
| 5 | D | 6.5 | 2.1% | 1.1% |
| | 前五大 | 125.8 | 41.1% | 20.4% |

数据来源：中国口腔医疗招股书、开源证券研究所。注：数据均为约数。

2、以小见大，从中国口腔医疗集团经营数据看口腔连锁医院特征

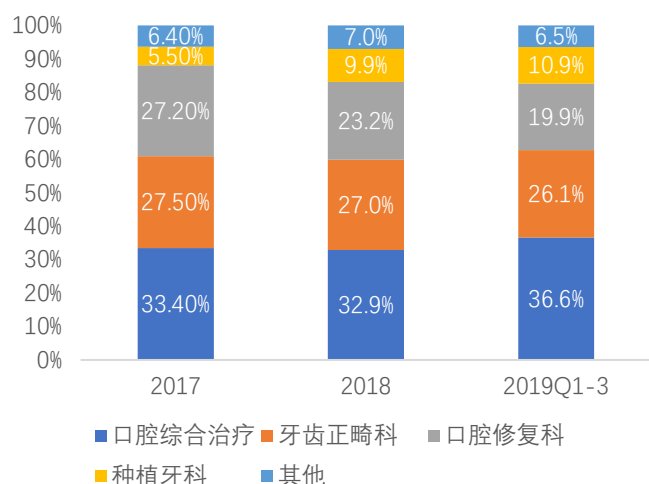
2.1、口腔医疗机构的收入构成：种植、正畸、儿科占比呈提升趋势

中国口腔医疗集团的业务构成与行业类似，综合业务占比最大，35%左右，并且有提升趋势；正畸+修复+种植占比 60%左右，2019 年前三季度略有下降；其他（洗牙、放射扫描、药物）等占比 6-7%。

当然不同类型的机构业务结构有差异，公立医院综合类项目占比更高。不同国家也有差异，比如日本某连锁机构种植和正畸收入占比不到 10%，定期预防（主要是洁牙）占 23%，修复和基础治疗占 67%，主要因为日本正畸和种植医生一般都自己开业，综合口腔医院此类项目占比较低。²

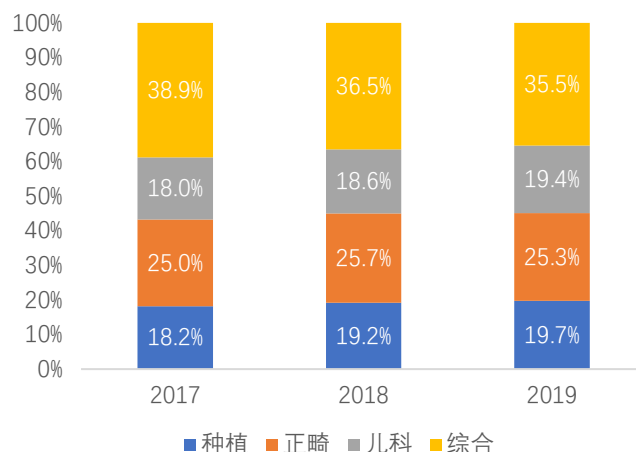
² 资料来源：《剖析日本口腔医疗现状，看中国口腔医疗未来》，作者朱可希，医涯学识、诊所界。

图6：中国口腔医疗集团收入中综合、正畸、修复占比高



数据来源：中国口腔医疗招股书、开源证券研究所

图7：通策医疗收入中综合、正畸、种植占比高



数据来源：通策医疗年报、开源证券研究所。注：通策的洗牙等项目在“其他”类，图中剔除“其他”项。

2.2、各项业务量价拆分：需求刚性，人次提升更明显，客单价增速较稳定

2.2.1、口腔综合治疗：客单价稳定提升

表6：综合业务收费较低

| 牙科 | 说明 | 于最后实际可行日期的概约价格范围 |
|------|--|------------------|
| 补牙 | 补牙是采用人造的充填材料对龋坏的牙洞进行填充修补以恢复其正常的外形和功能 | 每颗牙 30 到 1500 元 |
| 根管治疗 | 根管治疗是牙周疾病和牙髓病的国际上最常用的有效治疗方法。原理是通过机械和化学的方法去除根管内的大部分的感染物，并通过充填根管，封闭冠部，防止发生根尖周病变或促进已经发生的根尖周病变的愈合。 | 每只牙根 300-400 元 |

资料来源：中国口腔医疗招股书、开源证券研究所

表7：综合业务量价拆分：需求刚性，客单价增速较稳定

| | 2017 年 | 2018 年 | 2019Q1-3 | 2018yoy | 2019 前三 yoy |
|---------------|--------|--------|----------|---------|-------------|
| 收入 (人民币万元) | 1606.8 | 2424.5 | 2314.7 | 51% | 28% |
| 就诊次数 | 49280 | 65378 | 52460 | 33% | 6% |
| 单次就诊的平均开支(元) | 326.1 | 370.8 | 441.2 | 14% | 20% |

数据来源：中国口腔医疗招股书、开源证券研究所

2.2.2、修复：价格差异大，人次提升占主导

表8: 修复业务收费价格差异较大

| 牙科 | 说明 | 于最后实际可行日期的概约价格范围 |
|----------|--|------------------|
| 牙冠（又名牙套） | 是用于修复牙齿的一种方法，当牙齿损坏且难于通过补牙的方式修复时，可用不同的材料制成人造牙冠，套在改小了的天然牙冠上 | 每颗牙齿 500 至 600 元 |
| 可摘局部义齿 | 为缺失的牙齿及周边组织定制活动义齿的修复治疗。可摘局部义齿是一种患者可以自行摘戴的用于部分牙缺失（牙列缺损）的修复体。义齿主要通过固定在余留天然牙上的卡环等固位装置和基托保持义齿在牙列中的位置，利用天然牙和缺牙区剩余牙槽脊做支持，恢复缺失牙及其周围缺损组织的解剖形态和生理功能 | 每套 250 至 3000 元 |

资料来源：中国口腔医疗招股书、开源证券研究所

价格差异取决于耗材材质、品牌和修复程度（如缺牙数量及缺牙的位置）。

表9: 修复量价拆分：人次提升占主导

| | 2017 年 | 2018 年 | 2019Q1-3 | 2018yoy | 2019 前三 yoy |
|---------------|--------|--------|----------|---------|-------------|
| 收入 (人民币万元) | 1311.1 | 1710.7 | 1255.7 | 30% | -4% |
| 就诊次数 | 4250 | 5298 | 3870 | 25% | -3% |
| 单次就诊的平均开支（元） | 3084.9 | 3229.0 | 3224.7 | 5% | -1% |

数据来源：中国口腔医疗招股书、开源证券研究所

2.2.3、正畸：成年（爱美之心）正畸带动市场快速增长

表10: 正畸业务收费高

| 牙齿服务说明 | 与最后实际可行日期的每个完成的疗程的概约价格范围（人民币） |
|----------------------------------|-------------------------------|
| 使用标准金属托槽及金属丝进行牙齿正畸 | 13500 至 19500 元 |
| 使用透明或陶瓷托槽进行牙齿正畸 | 20500 至 23000 元 |
| 使用 INVISALIGN®等透明、智能型新材料牙套进行牙齿正畸 | 27000 至 40000 元 |

数据来源：中国口腔医疗招股书、开源证券研究所

正畸通常涉及多个疗程的治疗过程，取决于患者的口腔与牙齿状况，并因此取决于治疗的复杂性，整个疗程可以进行 10 到 22 次疗程，持续一至两年时间。

表11: 正畸量价拆分：人次提升占主导，且增速稳定

| | 2017 年 | 2018 年 | 2019Q1-3 | 2018yoy | 2019 前三 yoy |
|---------------|--------|--------|----------|---------|-------------|
| 收入 (人民币万元) | 1311.1 | 1710.7 | 1255.7 | 50% | 1% |
| 就诊患者数 | 2083 | 2844 | 3107 | 37% | 21% |
| 单次就诊的平均开支（元） | 6351.9 | 6989.5 | 5301.3 | 10% | -17% |

数据来源：中国口腔医疗招股书、开源证券研究所

因牙齿正畸科一个疗程通常涉及多次治疗，持续一年至两年时间，在相关年度/期间，每位接受治疗的患者的平均支出通常会少于整个疗程的总价。

2.2.4、种植：老龄化及渗透率提升助推种植业务快速增长

表12：种植业务收费差异大

| 牙齿服务 | 与最后实际可行日期的每个完成的疗程的概 约价格范围（人民币） |
|--------|-----------------------------------|
| 种植牙种植体 | 每颗牙齿 6000 至 16800 元 |

数据来源：中国口腔医疗招股书、开源证券研究所

种植手术的服务费因治疗使用的种植牙种植体及假牙冠的材质及品牌而有很大差异。种植牙种植体一般由钛合金制成，患者自行选择不同品牌，进口种植体占主导。

量价拆分：2018 年增速较快是因为中国口腔医疗集团雇佣一名种植牙科的知名牙医，专门进行较复杂的手术。也充分表明获客能力强的牙医能给机构带来较大的业绩增量。

表13：种植量价拆分：人次及客单价均快速增长

| | 2017 年 | 2018 年 | 2019Q1-3 | 2018yoy | 2019 前三 yoy |
|---------------|--------|--------|----------|---------|-------------|
| 收入 (人民币万元) | 263.2 | 772.9 | 686.4 | 194% | 24% |
| 就诊次数 | 670 | 1139 | 1080 | 70% | 27% |
| 单次就诊的平均开支（元） | 3928.4 | 6390.7 | 6355.6 | 63% | -2% |

数据来源：中国口腔医疗招股书、开源证券研究所

2.3、牙椅、牙医、护士配置：平均 1 医生配 1.5 名护士，1-2 台牙椅

中国口腔医疗集团 4 家医院总建筑面积为 9077 平米，共 120 张牙椅，因此计算出平均 76 平米需要配 1 张牙椅。

截止 2019 年 Q3，中国口腔医疗集团拥有 54 名持牌执业牙科医生、81 名护士和 40 名其他医学专业人员。中国口腔医疗集团的 4 家医院共 120 张牙椅，因此算出牙椅、牙医、护士配置为：2 牙椅配 1 医生；以及 1 医生配 1.5 护士。

2018 年 4 家医院合计收入 7364 万元，单张牙椅产值 61 万，通策医疗 2018 年牙椅单产已超过 100 万元，中国口腔医疗集团还有较大提升空间。

2.4、口腔医院及诊所成本构成：人员支出占近一半，设备占比不高

建设 1 家牙科医院一般需要 1-2 年时间。前期投资明细为：

表14：牙科医院前期投资中，人员成本占比最大

| 万元 | 鹿城儿童医院 (1500 平米) | 新温州主医院 (3500 平米) | 鹿城成本占比 | 温州成本占比 |
|-----------|---------------------|---------------------|--------|--------|
| 两年工作人员成本 | 1524 | 2493.6 | 49% | 43% |
| 牙科装置及设备成本 | 850.6 | 1621.1 | 27% | 28% |
| 翻新成本 | 450 | 1050 | 14% | 18% |
| 两年租金 | 306 | 600 | 10% | 10% |
| 合计 | 3130.6 | 5764.7 | 100% | 100% |

数据来源：中国口腔医疗招股书、开源证券研究所

口腔医院初始投资金额约为 3000-6000 万，其中人员工资占了近一半。翻新成

本可理解为装修成本。牙科设备的成本占比不高，原因主要是设备单价不高。

表15：牙科设备单价绝大部分在 5 万元以下

| 器械类别 | 设备数量 | 估计单位价格范围 (人民币元) | 估计单价 (人民币元) |
|--------------------------|------|--------------------|--------------|
| 牙科辅助设备 ³ | 39 | 25,000-1,200,000 | 641-30,769 |
| 口腔综合治疗的牙科设备 ⁴ | 12 | 8,000-30,000 | 667-2,500 |
| 口腔修复科的牙科设备 | 19 | 28,000-2,050,000 | 1,474-55,263 |
| 种植牙科的牙科设备 | 5 | 20,000 | 4,000 |

数据来源：中国口腔医疗招股书、开源证券研究所

在运营期，以中国口腔医疗集团的 4 家口腔医院成本拆分为例：员工成本仍为最大的开支，占成本约 44%-50%。

表16：中国口腔医疗集团的 4 家口腔医院成本中，员工成本占 44%-50%

| | 2017 年 | | 2018 年 | | 2018Q1-3 | | 2019Q1-3 | |
|-------------------|--------------|------|--------------|------|--------------|------|--------------|------|
| | 销售成本 (万元) | 百分比% | 销售成本 (万元) | 百分比% | 销售成本 (万元) | 百分比% | 销售成本 (万元) | 百分比% |
| 员工成本 | 1,177 | 50% | 1,453 | 45% | 1,048 | 44% | 1,420 | 50% |
| 存货、耗材及定制产品成本 | 769 | 33% | 1,151 | 36% | 893 | 37% | 910 | 32% |
| 物业、厂房及设备使用权资产折旧开支 | 364 | 15% | 547 | 17% | 396 | 17% | 441 | 16% |
| 其他 | 54.3 | 2% | 73.6 | 2% | 53 | 2% | 68.6 | 2% |
| 总计 | 2,365 | 100% | 3,224 | 100% | 2,389 | 100% | 2,839 | 100% |

数据来源：中国口腔医疗招股书、开源证券研究所

2.5、运营周期（筹备、盈亏平衡、投资回收期）：口腔医院盈亏平衡周期约 4 年

成立牙科医院一般需要 1-2 年时间。中国口腔医疗集团招股书同时披露，预计一家牙科医院通常需要约 4 年盈亏平衡，7 年收回初始投资。而一家新的牙科诊所将需要大约 1-2 年达到收支平衡，大约需要 3-4 年才能收回初始投资。

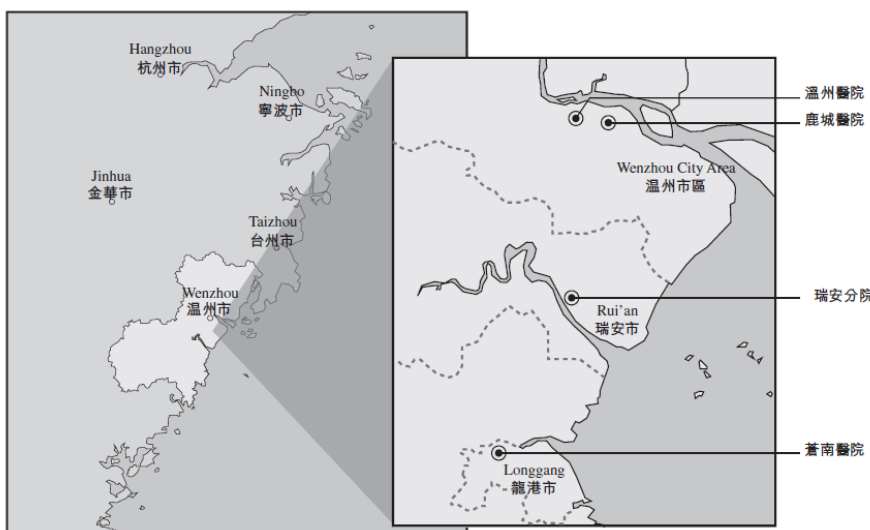
3、中国口腔医疗集团要站稳温州、异地扩张，所具备的优势分析：品牌、人才、区位

3.1、中国口腔医疗集团目前已有医院运营情况

³ 牙科辅助设备包括支援多个牙科科室的治疗或辅助牙医诊断过程的设备，以及培训设备（例如口腔内窥镜数码相机及水激光系统）。

⁴ 口腔综合治疗的牙科设备包括根管治疗仪及口内热牙胶系统。

图8：中国口腔医疗集团在温州有 4 家医院



资料来源：中国口腔医疗招股书

表17：中国口腔医疗集团 4 家医院中 3 家已经达到收支平衡

| 牙科医院 | 总建筑面积 (平方米) | 开始运营年份 | 地点 | 中国口腔医疗 集团持股比例 | 是否达至 收支平衡 | 是否达至可收 回投资 |
|------|----------------|-------------|-------|------------------|--------------|---------------|
| 温州医院 | 2409 | 2011 年 3 月 | 温州市地区 | 100% | 是 | 是 |
| 苍南医院 | 1614.3 | 2016 年 10 月 | 龙港市 | 95% | 是 | 否 |
| 鹿城医院 | 2954 | 2017 年 6 月 | 温州市地区 | 100% | 是 | 否 |
| 瑞安分院 | 2100 | 2018 年 4 月 | 瑞安市 | 100% | 否 | 否 |

资料来源：中国口腔医疗招股书、开源证券研究所

表18：中国口腔医疗集团 4 家医院运营数据

| 牙科医院 | 牙科医 师人数 | 护士人 数 | 手术室 数目 | 服务室 数目 | 牙科椅 数目 | 2018 年 收入 (万) | 牙椅单 产 (万) | 2017 年 毛利率 | 2018 年 毛利率 | 2019 年 Q1-3 毛 利率 | 2018 收 入 yoy | 2019 前 三收入 yoy |
|------|------------|----------|-----------|-----------|-----------|---------------------|-----------------|---------------|---------------|------------------------|-----------------|----------------------|
| 温州医院 | 36 | 48 | 3 | 37 | 69 | 6260.5 | 91 | 59.50% | 65.50% | 61.30% | 43% | -7% |
| 苍南医院 | 5 | 11 | 2 | 34 | 20 | 261.9 | 13 | -22.20% | 4.40% | 46.40% | -5% | 117% |
| 鹿城医院 | 9 | 14 | 2 | 57 | 20 | 692.7 | 35 | -67.30% | 7.00% | 44.30% | 362% | 132% |
| 瑞安分院 | 4 | 8 | 2 | 23 | 11 | 148.6 | 14 | - | -12.30% | 3% | - | 115% |

数据来源：中国口腔医疗招股书、开源证券研究所

2018 年中国口腔医疗集团 85% 的收入来源于 2011 年运营的温州医院，但在逐年下降；2016 年及之后开业的三家医院牙椅单产不到 35 万，但处于快速爬坡期，2019 年前三季度这三家医院的收入增速均超过 100%。同时，4 家医院在 2019 年前三季度的使用率分别为 62.2%、49.4%、64.9%、18.6%，也在快速提升中。

3.2、中国口腔医疗集团的扩张计划：医院+诊所，从温州向外扩张

中国口腔医疗集团计划在温州及中国其他城市扩张，扩张方向是：

1) 在温州开办 2 家民营口腔医院（鹿城儿童医院和新温州主医院）；

2) 在杭州、宁波及上海收购表现出良好业绩记录和享负盛名的牙科医院，计划投资 0.66 亿，并为收购医院重新命名；

3) 在约 5 年内以新商标名称于温州以外的地区建立一个由约 15 家牙科诊所组成的连锁机构，每年将有 2 至 4 家新的牙科诊所投入运营，诊所主管牙医有望占诊所 30-40% 的股份。

3.3、中国口腔医疗集团的优势：品牌、人才、区位

3.3.1、4 家医院地理位置优越，辐射范围广

温州医院：附近有许多历史古迹，学校及社区众多，公共交通便利，服务温州市中心社区、附近县市及福建省北部地区。2018 年复诊患者数量占比 82%。

苍南医院：临近 104 号国道、深海（甬台温）高速公路及温福铁路，主要为龙港市苍南县、温州平阳县及福建省北部地区的当地社区提供服务。2018 年复诊患者数量占比 6.2%。

鹿城医院：附近甲级写字楼及富人社区林立。东面是一个开发区，将成为温州新的商业中心。医院邻近温州火车站及温州汽车站，交通相对便利，主要服务温州市中心社区、附近县市及福建省北部地区。2018 年复诊患者数量占 10.4%。

瑞安分院：临近 104 号国道、沿海高速公路及瑞安火车站。瑞安分院主要为瑞安市的当地社区服务。2018 年复诊患者数量占 1.6%。

3.3.2、实控人及高管团队管理及医疗经验丰富，医师获客户能力强，销售费用率低

中国口腔医疗集团实控人王晓敏先生於中国牙科服务行业医院管理方面拥有近 15 年经验，在进入民营口腔服务行业前曾在温州市房产管理局任职。其配偶、同时也是中国口腔医疗集团创始人之一、中国口腔医疗集团总经理郑女士于中国牙科服务行业医院管理方面拥有近 15 年经验。

温州医院副院长陈海兵医师，在牙科领域拥有超过 14 年经验，于 2018 年 6 月任温州市牙科学会第二届会议的执行副会长。

温州医院牙齿正畸科的副主任医师郑晓峰医师，在牙科领域拥有超过 20 年的经验，在温州市第二人民医院（现为温州市中心医院）担任牙医。

核心牙医执业经验丰富，获客户能力强，因此中国口腔医疗集团的销售费用率平均在 5% 以内，低于部分口腔诊所 20% 左右的销售费用率。销售费用中 50% 左右是营销及推广开支，包括线下营销（例如于报章刊登广告）及在线营销（例如百度的搜索引擎优化）。同时，医院老客户占比逐年提升。

表19：中国口腔医疗集团销售费用率平均在 5% 以内

| | 2017 年 | 2018 年 | 2018Q1-3 | 2019Q1-3 |
|----------|--------|--------|----------|----------|
| 毛利率 | 50.9% | 56.2% | 57.9% | 55.1% |
| 销售费用率 | 3.3% | 1.9% | 1.5% | 5.8% |
| 管理费用率 | 19.0% | 11.5% | 11.0% | 13.0% |
| 财务费用率 | 1.9% | 1.2% | 1.2% | 1.2% |
| 年内经调整纯利率 | 18.10% | 30.80% | 32.70% | 28.60% |

数据来源：中国口腔医疗招股书、开源证券研究所

表20: 通策医疗销售费用率不到 1%

| | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 |
|-------|--------|--------|--------|
| 毛利率 | 41.36% | 43.29% | 46.08% |
| 销售费用率 | 0.99% | 0.71% | 0.62% |
| 管理费用率 | 15.73% | 13.77% | 12.26% |
| 财务费用率 | 0.98% | 1.57% | 1.27% |
| 净利率 | 19.22% | 23.23% | 26.81% |

数据来源: 通策医疗各年年报、开源证券研究所

表21: 中国口腔医疗集团复诊患者占比呈提升趋势

| | 2017 年 | | 2018 年 | | 2018Q1-3 | | 2019Q1-3 | |
|--------|--------|--------|--------|--------|----------|--------|----------|--------|
| | 患者数目 | 占活跃患者% | 患者数目 | 占活跃患者% | 患者数目 | 占活跃患者% | 患者数目 | 占活跃患者% |
| 新患者 | 30450 | 72.50% | 37795 | 66.6% | 29088 | 64.0% | 31788 | 65.3% |
| 复诊患者 | 11548 | 27.50% | 18962 | 33.4% | 16374 | 36.0% | 16903 | 34.7% |
| 活跃复诊患者 | 41998 | 100% | 56757 | 100.0% | 45462 | 100.0% | 48691 | 100.0% |

数据来源: 中国口腔医疗招股书、开源证券研究所

除经验丰富且敬业的主要管理团队外, 中国口腔医疗集团的各家医院均配备一名管理院长, 积极参与设计及监督我们服务的安全性及质量, 管理院长在加入集团前曾在其他医院或医疗机构担任管理人员或重要管理职务。

3.3.3、有良好激励机制吸引和留住医师

牙医是牙科服务行业的核心资产, 获医能力越强的机构获客能力就会越强 (参考通策)。牙医与中国口腔医疗集团合作关系的平均约为 4 年。中国口腔医疗集团的机制在于:

①与安徽医科大学及湖北职业技术学院合作, 为彼等的医学生提供实习机会, 并可能招聘在实习期间表现出色的顶尖医学生;

②赞助中国口腔医疗集团的牙科医师或牙医助理参加第三方医学院校或机构提供的牙科培训课程, 且必须签订合约, 保证他们在完成学习后继续受中国口腔医疗集团聘用;

③从 2018 年开始与中国牙病防治基金会合作, 成为“粉红行动”于温州的临床技能培训基地;

④中国口腔医疗集团计划在约 5 年内以新商标名称于温州以外的地区建立一个由约 15 家牙科诊所组成的连锁机构, 每年把 2 至 4 家新的牙科诊所投入运营, 诊所主管牙医有望占诊所 30-40%的股份。

3.3.4、与知名供应商合作, 及时推广新技术满足客户需求

比如, 中国口腔医疗集团是温州首家为患者提供 INVISALIGN®隐形牙套的牙科服务提供商。

表22：2018 年中国口腔医疗集团前五大供应商中 INVISALIGN®透明牙套居第三位

| 供应商 | 背景及业务性质 | 主要供应产品 | 期内采购额 (人民币千元) | 付款方式 | 占采购总额百分比 | 关系年份(直至最后实际可行日期) |
|--------------|-------------------------|--------------------------------|------------------|------|----------|------------------|
| 供应商 A | 一家主要从事义齿及义齿配件生产及制造的私人公司 | 义齿 | 2,611 | 银行转账 | 24.5 | 8 |
| 杭州原华贸易有限公司 | 一家主要从事医疗器械零售及批发的私人公司 | 齿科产品, 如牙科粘合剂、龋洞临时填充材料、不锈钢/陶瓷牙冠 | 1,174 | | 11 | 8 |
| 杭州拉瓦生物科技有限公司 | 一家主要从事医疗器械零售及批发的私人公司 | INVISALIGN®透明牙套 | 859 | 银行转账 | 8.1 | 6 |
| 供应商 D | 一家主要从事医疗器械零售及批发的私人公司 | 透明牙套 | 831 | 银行转账 | 7.8 | 4 |
| 供应商 B | 一家主要从事医疗器械零售及批发的私人公司 | 义齿 | 712 | 银行转账 | 6.7 | 8 |
| 总计 | | | 6,187 | | 58.1 | |

数据来源：中国口腔医疗招股书、开源证券研究所

4、受益标的

我们看好口腔专科医院连锁模式，受益标的：通策医疗。

5、风险提示

口腔医院扩张进度不及预期；短期新医院建设对当年业绩可能有拖累。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

| | 评级 | 说明 |
|------|----------------|------------------------|
| 证券评级 | 买入（Buy） | 预计相对强于市场表现 20%以上； |
| | 增持（outperform） | 预计相对强于市场表现 5%~20%； |
| | 中性（Neutral） | 预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动； |
| | 减持 | 预计相对弱于市场表现 5%以下。 |
| 行业评级 | 看好（overweight） | 预计行业超越整体市场表现； |
| | 中性（Neutral） | 预计行业与整体市场表现基本持平； |
| | 看淡 | 预计行业弱于整体市场表现。 |

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835