

证券研究报告 / 行业深度报告

## 下游行业集中度或加剧，上游关注增量机会

---口腔行业深度报告

优于大势

上次评级:优于大势

### 报告摘要:

口腔下游：短期承压，看好消费好转后龙头机构复苏预期。

1) 机构端：口腔医疗机构整体保持扩张趋势，但增速呈下降趋势，短期扩张动力偏低。①根据我们统计，截止2023年12月15日，全国存量口腔医疗机构（包括医院）数量约13.8万家（+13.5%），整体扩张趋势仍旧；②口腔门诊部形式医疗机构增长速度明显低于口腔诊所，中大型机构扩张更趋谨慎；③2023年口腔诊所注销比例明显提升（4.6%）。

2) 业务端：种植、正畸业务价格趋稳，24年有望保持较高增速，儿牙与牙周业务有望成为未来终端机构核心增长点。我们认为，行业集中度或加剧，头部机构市场份额有望稳健提升，建议重点关注通策、瑞尔等头部机构。1) 头部机构（如通策、瑞尔等）种植业务营收已基本恢复至集采前水平，正畸业务结构也基本完成调整，24年价稳量增状态下有望实现业绩同比正增长；2) 儿牙与牙周领域疾病对医生要求较高，中小机构受限于医生资源，行业需求有望向头部机构集中。

口腔上游：建议关注口腔修复与口腔正畸领域有增量逻辑的投资机会。

1) 隐形正畸：受限于正畸医生数量，中国正畸渗透率整体处于较低水平，隐形正畸占比仅有10-15%，远低于美国市占率水平。另一方面，考虑到国内消费复苏情况，短期国内市场或保持10-15%的稳健增长速度。推荐标的：时代天使。①国内隐形正畸市场龙头，国内业务增速有望保持与行业平均水平相当，基本盘稳固；②海外市场加速扩张，欧洲、美洲、澳洲、巴西等区域全面协同推广，较其他出海企业力度之大，效率之高显而易见，海外市场有望超预期表现。

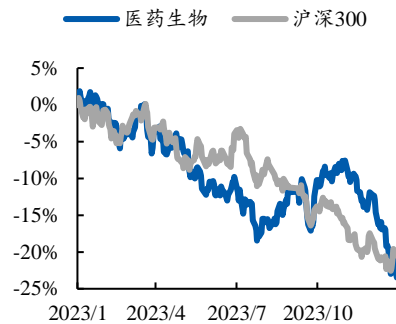
2) 口腔修复：种植牙增长带动后期修复业务放量的逻辑不变，骨粉/骨膜使用量有望同步提升，另一方面，参考欧洲临床数据，约20-30%患者需要使用骨粉/骨膜，中国仅头部医疗机构骨粉/骨膜使用比例与欧洲相当，长期看，这一比例有望提升。推荐标的：正海生物。①公司积极调整市场策略，建立公立/民营学术联动机制，海澳骨膜有望于24年实现逆势反弹，增速恢复至行业平均水平之上，重新抢占更多市场份额；②公司自研骨粉有望于25年上市销售，与骨膜协同推广，有望更好抢占口腔科市场份额；③公司重磅创新产品活性骨正式开启商业化之路，市场空间巨大。我们认为，2024年口腔管线保持稳健增长是基本盘，活性骨准入以及医生教育仍需时间，预计25年骨科管线进入贡献快速爬坡阶段。

风险提示：消费复苏不及预期、集采范围扩大、出海不及预期等风险。

### 重点公司主要财务数据

重点公司	现价	EPS			PE			评级
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
通策医疗	59.47	1.81	2.22	2.70	32.92	26.78	22.05	增持
瑞尔集团	6.05	0.04	0.22	0.38	126.35	25.08	14.55	增持
时代天使	53.2	0.36	1.55	1.94	136.39	31.64	25.24	买入
正海生物	20.7	1.05	1.20	1.42	19.71	17.22	14.53	增持

### 历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-13%	-13%	-25%
相对收益	-8%	-4%	-3%

### 行业数据

成分股数量 (只)	473
总市值 (亿)	55766
流通市值 (亿)	26482
市盈率 (倍)	29.19
市净率 (倍)	2.36
成分股总营收 (亿)	23361
成分股总净利润 (亿)	1882
成分股资产负债率 (%)	41.84

### 相关报告

《浦东综改方案关注价格，药物创新价值凸显》  
--20240125

《脑科行业深度：服务端护城河高，科技端想象空间大》  
--20240118

《医药行业深度报告：关注刚性需求医药消费场景》  
--20240115

--20240115

--20240115

## 目 录

1.	行业估值处于历史底部，看好长期成长空间 .....	4
2.	投融资端：投融资热度下降，数字化或为未来方向 .....	6
3.	机构端：扩张趋势依旧，增速下降趋势依旧 .....	9
4.	业务端：政策因素基本出清，头部机构有望迎来利润改善 .....	11
4.1.	种植：集采完全落地，头部机构量增明显 .....	11
4.2.	正畸：终端价格适当下调，竞争格局稳定 .....	14
4.3.	修复：种植修复+牙冠修复，有望成医疗机构短期增长点 .....	17
4.3.1.	种植牙放量助力骨粉、骨膜使用量增，有望带动修复业务放量 .....	17
4.3.2.	常规牙冠修复未参与集采，利润空间相对较大 .....	20
5.	公司端：消费复苏承压，关注有增量逻辑的投资机会 .....	21
5.1.	下游：短期承压，静待消费复苏 .....	21
5.2.	上游：受下游影响较大，关注有增量逻辑的标的 .....	24
5.2.1.	时代天使：国内稳健增长，海外业绩有望超预期 .....	24
5.2.2.	正海生物：口腔修复基本面 + 活性骨放量，构建 24 年业绩高增长基础 .....	26

## 图表目录

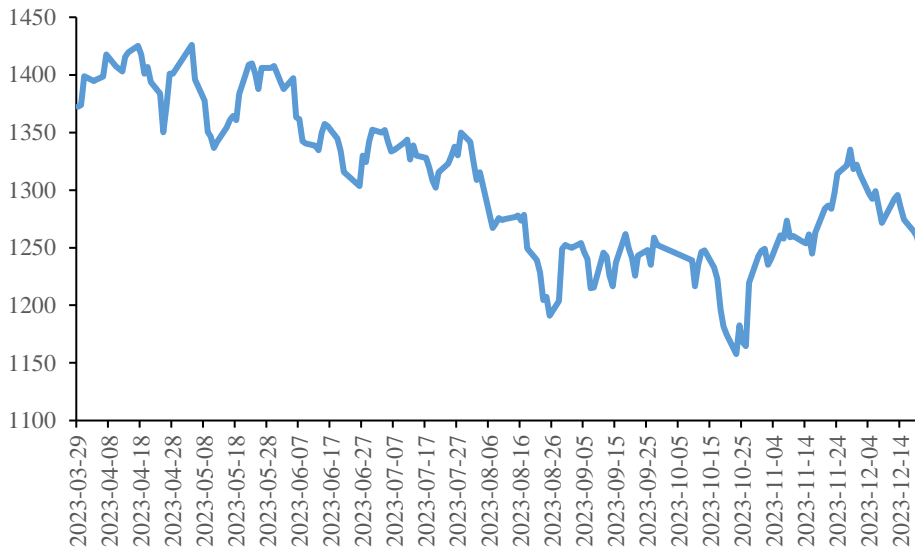
图 1:	口腔医疗指数变化趋势 (2023/3/29 至 2023/12/20) .....	4
图 2:	齿科产业链部分标的 2020-2023 年底 PE 值变化 .....	5
图 3:	中国口腔医生数量/10 万人(2021 年)较低 .....	5
图 4:	中国正畸医生数量/10 万人(2021 年)远低于美日 .....	5
图 5:	中国人均可支配收入变化情况 (元) .....	6
图 6:	2021 年各国人均可支配收入 (元) .....	6
图 7:	2015-2023 年口腔领域投融资案例数 .....	8
图 8:	2023 年口腔领域投融资结构 .....	8
图 9:	口腔诊疗医疗机构数量变化 (2006/01/01-2023/12/15) .....	9
图 10:	口腔专科门诊部存量机构数量变化 .....	9
图 11:	口腔诊所存量机构数量变化 .....	9
图 12:	口腔专科门诊部与口腔专科诊所历年注销比例 .....	10
图 13:	2011-2020 我国种植牙数量 (万颗) .....	11
图 14:	种植体集采政策进展关键时间节点 .....	12
图 15:	集采政策落地后公司种植量同比变化情况 .....	12
图 16:	部分上市公司种植业务营收变化情况 (万元) .....	13
图 17:	部分上市公司种植业务营收同比变化情况 (%) .....	13
图 18:	头部连锁公司 23H1 种植业务营收基本恢复 .....	14
图 19:	隐形正畸集采各中标组数量关系 (套) .....	15
图 20:	隐形正畸各中标组产品价格加权平均降幅 .....	15
图 21:	传统正畸托槽集采价格降幅 (%) .....	15
图 22:	上市公司正畸业务营收变化情况 (万元) .....	16
图 23:	上市公司正畸业务营收同比变化情况 (%) .....	16
图 24:	上市公司 23H1 正畸业务营收基本恢复 .....	17
图 25:	上市公司修复业务营收同比情况 (%) .....	18
图 26:	上市公司 23H1 修复业务营收基本恢复 .....	18
图 27:	瑞尔集团修复业务占比稳健提升 .....	20
图 28:	牙冠修复主要使用场景 .....	20
图 29:	根管治疗牙冠修复流程图 .....	21
图 30:	上市公司种植业务营收占比变化 (%) .....	22

图 31: 口腔医疗服务公司销售费率对比 .....	23
图 32: 口腔医疗服务公司管理费率对比 .....	23
图 33: 2015-2030 年全球正畸市场规模 (按地区, 10 亿美元) .....	24
图 34: 时代天使天使全球业务布局 .....	25
图 35: 2015-2030 年全球正畸案例数 (按地区, 百万例) .....	25
表 1: 2023 年口腔产业链主要投融资事件 .....	6
表 2: 口腔门诊部与口腔诊所区别 .....	10
表 3: 中国不同年龄段缺牙数测算 .....	11
表 4: 2024 年 TOP10 牙冠品牌及其所属牙冠集采价格 .....	19
表 5: 2023 年口腔产业链主要公司最新报表核心数据一览表 .....	22
表 6: 正海生物营收测算 (万元) .....	26

## 1. 行业估值处于历史底部，看好长期成长空间

口腔医疗指数当下已处于底部区间，静待消费复苏时机。口腔医疗指数近三周呈持续回调趋势，产业链企业业绩表现短期承压。口腔医疗指数主要包含口腔医疗设备、药品、耗材以及日常护理领域的相关公司，共计 22 家。2022 年至今，消费降级趋势持续，一方面，种植业务放量主要体现在欧美系与韩系集采品种，非集采高端种植体增量不明显；另一方面，正畸业务结构发生明显变化，多家头部口腔连锁机构隐形正畸占比持续下降，传统固定正畸占比提升，客单价呈下降趋势，消费降级趋势对下游机构营收增长产生冲击。我们认为，上、下游企业短期业绩增长承压，长期仍有较大反弹空间。一方面，随着消费复苏，带动居民对口腔医疗服务的需求持续回暖；另一方面，种植业务、正畸业务有望于 2024 年实现价稳量增，下游医疗机构业绩复苏可期。

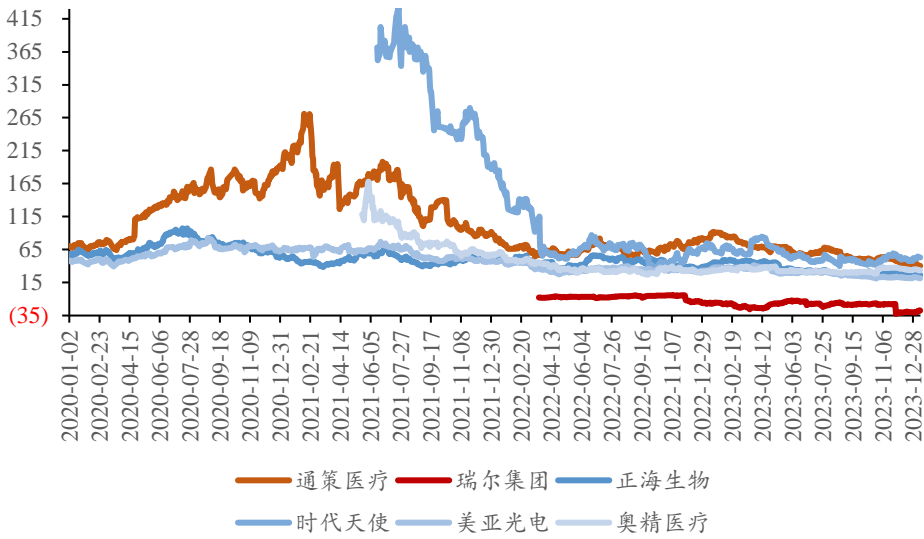
图 1：口腔医疗指数变化趋势（2023/3/29 至 2023/12/20）



数据：WIND，东北证券

多数核心标的估值已处于相对底部。口腔上游与下游标的估值水平均出现不同程度下降，基本处于过去四年的底部区间，其中通策医疗/正海生物/时代天使/美亚光电的 PE(TTM)较年初分别下降 45.8%/28%/26.3%/34.3%。我们认为，口腔下游政策因素基本出清，相关标的业绩表现有望随消费复苏呈现持续增长趋势。1) 种植管线价稳量增：种植牙集采政策大幅降低牙齿缺损的治疗成本，有利于种植渗透率提升，2024 年有望保持价稳量增；2) 正畸业务受政策影响有限：陕西省牵头的正畸托槽集采联盟区域内行业竞争格局没有发生明显变化，价格降低一定程度上刺激了消费需求，同时消费降级带来的正畸产品结构性调整已经体现，24 年或在全国范围内实现价格联动，考虑到医疗服务价格未做调整，2023 年各机构结构调整带来正畸客单价已经下降，24 年全年正畸业务仍有望同比保持价稳量增的趋势；3) 其他业务亦存在增长放量逻辑。①修复业务有望随着种植业务放量实现增长，头部医疗机构在高端修复领域更有竞争优势；②儿童近年受重视程度持续提升，儿童早矫业务也在持续保持高增长，据时代天使中报，其儿童版隐形矫治器上半年同比增长 70%左右，儿童早矫赛道有望持续保持高增速；③综合牙科业务属偏刚需性医疗服务需求，在消费降级背景下仍保持稳定增长。

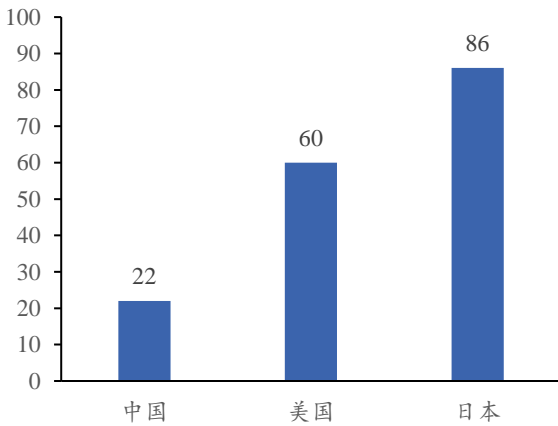
图 2：齿科产业链部分标的 2020-2023 年底 PE 值变化



数据：WIND，东北证券

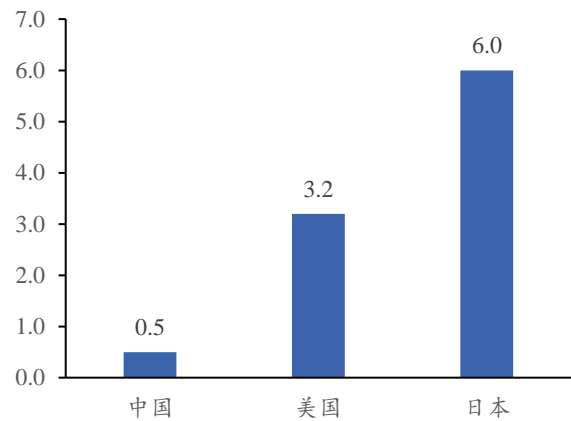
口腔医疗服务赛道长期供需两旺格局不变，行业仍具有较高成长性。1) 供给端：中国口腔医生密度相对少于美日等发达国家，正畸医生缺口更大，我们认为，长期看供给端仍有成长空间。2) 需求端：中国人均可支配收入水平持续提升，2015-2022 年中国人均可支配收入复合增速约 7.7%，增速基本保持稳健。我们认为，随着人均可支配收入水平提升，人均口腔医疗服务需求与口腔消费支出也会对应提升，2020 年中国人均口腔消费支出 136 元，远低于美国（2123 元）与日本（1562 元），经济增长可带动的口腔医疗服务行业增长空间巨大。

图 3：中国口腔医生数量/10 万人(2021 年)较低



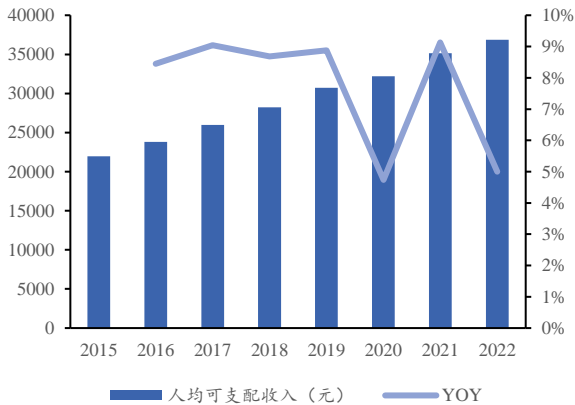
数据：中国隐形正畸行业白皮书，东北证券

图 4：中国正畸医生数量/10 万人(2021 年)远低于美日



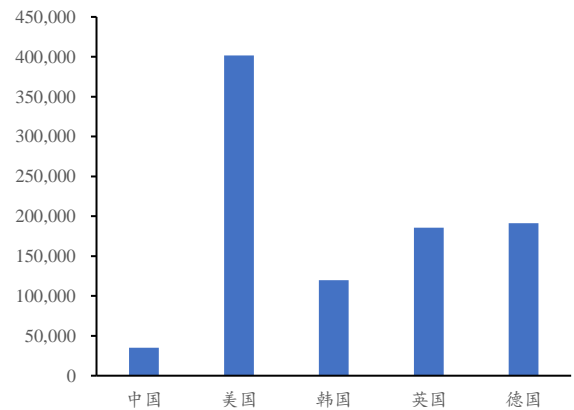
数据：中国隐形正畸行业白皮书，东北证券

图 5：中国人均可支配收入变化情况（元）



数据：中国统计年鉴，东北证券

图 6：2021 年各国人均可支配收入（元）



数据：公开资料整理，东北证券

## 2. 投融资端：投融资热度下降，数字化或为未来方向

投融资热度较前两年明显下降，上游主要聚集种植、正畸与修复方面，下游略倾向数字化整合方向。2023 年产业内投融资案例数共计 30 起，较 2022 年仍呈下降趋势。我们认为，短期消费降级持续影响投资热情，参考 23 年投融资方向，未来资金有望聚集在更前沿、更能提升诊疗效率的方向（如修复领域的再生医学方向、数字化整合等）。

表 1：2023 年口腔产业链主要投融资事件

公司名称	简要介绍	地区	获投轮次	时间	金额	投资方
好牙医	牙医在线预约服务平台提供商	中国-江苏	C+轮	2023/11/13	未透露	仙瞳资本
瑞通生物	口腔正畸生物材料研制开发和生产销售商	中国-广东	股权融资	2023/9/27	RMB¥4000 万	兴泰创投、兴泰资本
问吉信息	大型数字化云平台提供商	中国-江苏	PreA 轮	2023/9/19	RMB¥2 亿	兔简广告创投基金、AD-PE 基金
白里挑一	AI 牙齿美白解决方案提供商	中国-浙江	天使轮	2023/8/25	RMB¥1000 万	未透露
威高洁丽康	牙科医疗器械研发、生产、销售商	中国-山东	A 轮	2023/8/24	数亿人民币	创景资本、周济同历、威海产投集团
健齿生物	牙科种植体研发商	中国-广东	B 轮	2023/8/14	未透露	均为创投

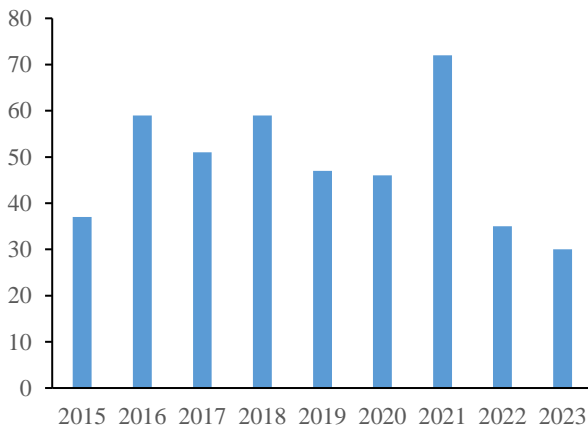
金石三维	3D 打印技术研发商	中国-广东	D+轮	2023/8/4	未透露	锦聚投资
	3D 打印技术研发商	中国-广东	D+轮	2023/1/30	未透露	川商基金、恒邦资本、苏州相城基金
玉汝成	医用口腔材料、设备研发商	中国-广东	A+轮	2023/7/31	数千万人民币	拾萃资本、紫金港资本
三帝科技	3D 打印医疗器械制造商	中国-北京	C 轮	2023/7/27	RMB¥1 亿	成为资本、中科海创
善思微	固态成像芯片及探测器模组等相关产品研发、生产和销售商	中国-四川	A+轮	2023/7/18	数千万人民币	乐礼资本、惠每资本、重元纳星、经纬创投
亚洲生物	医用材料及器械研发生产商	中国-湖北	A 轮	2023/7/11	未透露	武汉产业创新发展研究院、昌达资产
高峰医疗	口腔种植医疗器械研发、生产商	中国-江苏	B+轮	2023/7/4	未透露	惠萃恒益基金、九颂山河、浚源资本
美维口腔医疗	口腔医疗服务提供商	中国-上海	战略融资	2023/6/29	未透露	盛世投资
美奥口腔	口腔医疗服务提供商	中国-上海	未公开	2023/6/28	未透露	盛世投资
格登特	口腔器械材料研发商	中国-四川	天使轮	2023/6/17	RMB¥1500 万	成都天府国际生物城投资
恒升医学	医疗器械研发、生产、销售商	中国-新疆	新三板定增	2023/5/22	RMB¥1008 万	未透露
	医疗器械研发、生产、销售商	中国-新疆	新三板	2023/3/8	未透露	未透露
登特菲	口腔医疗设备研发商	中国-安徽	B 轮	2023/4/18	RMB¥1 亿	君联资本、鑫元成长基金
械联科技	齿科全流程数字化服务商	中国-江苏	B 轮	2023/4/18	RMB¥2.36 亿	祥峰投资、三正健康投资、真成投资
登康口腔	口腔护理产品开发商	中国-重庆	IPO	2023/4/10	RMB¥8.258 亿	未透露
易美齐	口腔正畸技术研发商	中国-浙江	C 轮	2023/3/16	未透露	浙大创投
纽睿医美	医美 SaaS 平台提供商	中国-四川	A 轮	2023/3/10	RMB¥1000 万	Artesian Investments
诺一迈尔	人体组织修复和器官再造产品研发商	中国-江苏	B 轮	2023/3/7	数亿人民币	君茂投资、鼎晖投资、汇鼎医疗投资基金、翎翎资本、博雅君子兰创投、苏高新金控
笑更美	隐形正畸产品提供商	中国-广东	A 轮	2023/3/6	未透露	世纪长河集团

新华医疗	医疗器械、制药装备研发生产商	中国-山东	定向增发	2023/2/22	RMB¥12.76 亿	处厚基金、泰康人寿、颐养健康产业发展集团、JP Morgan、港通一号投资、中金公司、阳光资产、 <span style="background-color: #cccccc;">      </span> 资产、财通基金管理、建投投资、易方达基金、诺德基金管理、华实劲鸿
啞呀口腔	口腔医疗服务提供商	中国-湖北	未公开	2023/2/17	数亿人民币	方源资本
通和立泰	器械设备耗材研发商	中国-北京	A 轮	2023/2/14	未透露	未透露
博雅迈特	高值医疗器械生产商	中国-安徽	种子轮	2023/1/13	未透露	启迪控股、合肥产投
赛乐医疗	专业牙科器械制造商	中国-江苏	B 轮	2023/1/9	数亿人民币	摩天石投资、佑硕创投、广发信德

数据：动脉网，东北证券

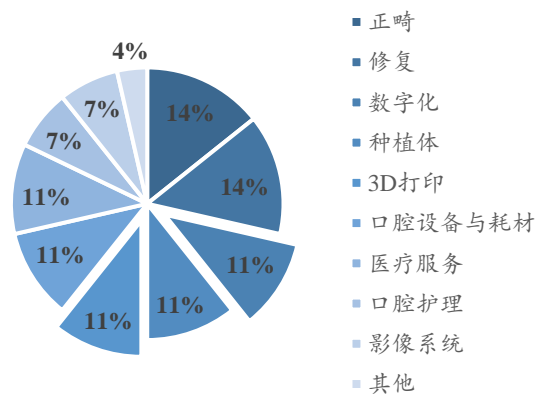
投融资数量为九年内最低，TOP5 领域聚焦正畸、修复、数字化、种植与 3D 打印。正畸与修复投融资数量各四起，数字化、种植与 3D 打印各三起，合计占比约 57%。上游设备投融资案例数远高于下游医疗服务。我们认为，1) 投融资数量下降说明行业热度下降，一定程度也代表着行业投资更趋理性；2) 3D 打印与口腔数字化有协同效应，行业 23 年在口腔数字化产业链上进行了较多布局，口腔数字化或是未来行业发展的重要方向。

图 7：2015-2023 年口腔领域投融资案例数



数据：动脉网，东北证券

图 8：2023 年口腔领域投融资结构



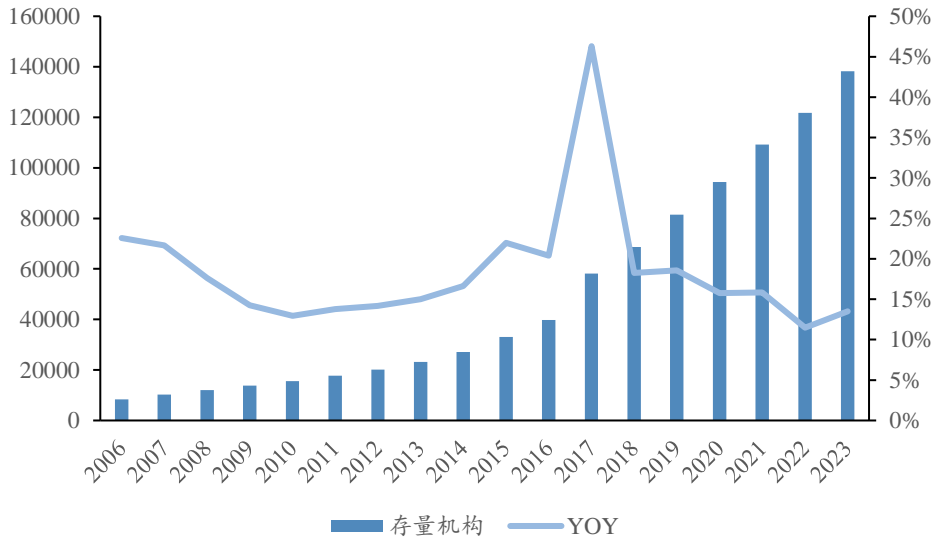
数据：动脉网，东北证券



### 3. 机构端：扩张趋势依旧，增速下降趋势依旧

医疗机构扩张趋势依旧，增速略有放缓，但23年整体增速仍高于22年水平。根据我们统计，截止2023年12月15日，全国可进行口腔科相关项目的专科门诊部、专科诊所与美容机构总数量约13.8万家，较2023年同比增长13.5%，增速在趋势上下午，但23年增速高出22年2pct，整体扩张趋势依旧。我们认为，口腔诊疗相关机构数量的持续增长，口腔行业景气度仍在，随着消费持续复苏、政策因素陆续出清，行业竞争格局有望优化，长期看，口腔医疗服务行业有望保持中等增速持续发展。

图 9：口腔诊疗医疗机构数量变化（2006/01/01-2023/12/15）

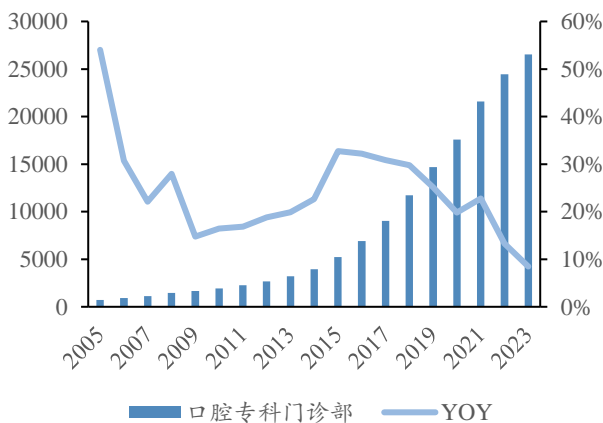


数据：工商行 政管理局，东北证券

备注：1) 医疗机构数量中包含可进行口腔美容或诊疗相关的美容机构；2) 统计时间截止2023/12/15，下同。

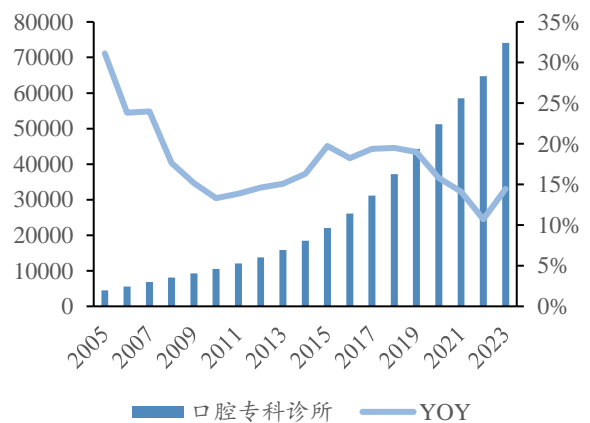
口腔专科门诊部扩张速度明显低于口腔诊所。2023年口腔专科门诊部数量同比增长8.5%，同期口腔专科诊所数量同比增长14.5%，整体而言，2021-2023年口腔专科门诊部数量增速明显低于口腔诊所。我们认为，一方面，在外部环境存在不确定性情况下，口腔专科门诊部因其投入的资金、人力、设备等均远大于口腔诊所，扩张会更趋谨慎；另一方面，口腔门诊部对医生需求下降，会导致口腔医师或从业者自行开设诊所比例增加。

图 10：口腔专科门诊部存量机构数量变化



数据：工商行 政管理局，东北证券

图 11：口腔诊所存量机构数量变化



数据：工商行 政管理局，东北证券

对标海外发展路径，口腔医疗服务行业集中度会持续提升，口腔门诊部竞争力远高于口腔诊所。我们认为，长期看，专科门诊部市场占比会持续提升，边际规模效应会越来越突显。

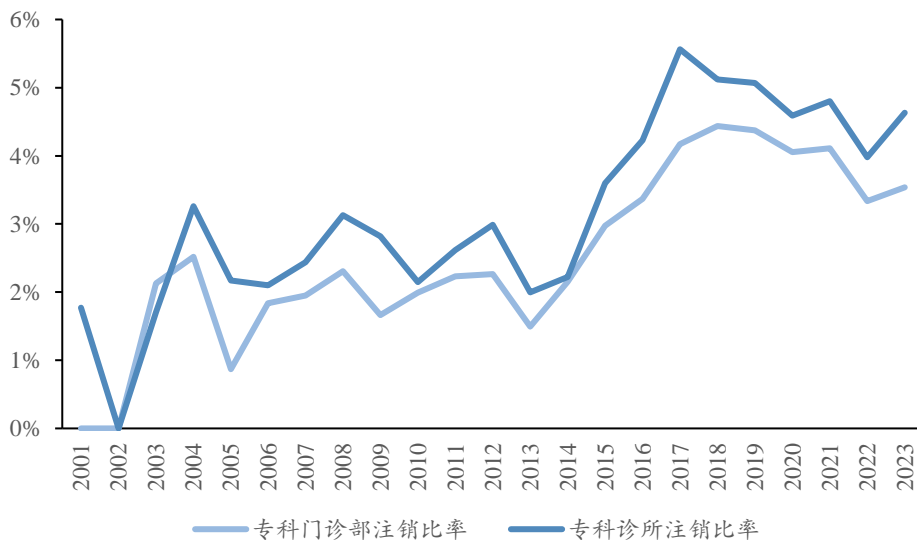
**表 2：口腔门诊部与口腔诊所区别**

机构类型	所 件	牙椅数量	面积	医生	诊疗服务
口腔门诊部	医疗机构执业许可证	最低 4 台牙椅	不低于 120 平方米	必须有主治医师	可以设置放射诊疗及口腔种植服务
口腔诊所	诊所备案凭证	1-3 台牙椅	不低于 40 平方米	执业满五年即可	不能开设口腔种植及放射诊疗服务

数据：公开资料整理，东北证券

口腔专科门诊部历年注销比例基本均低于口腔诊所，体现较好的抗风险能力。1) 2023 年口腔专科门诊部注销比例约为 3.5%，口腔专科诊所注销比例约为 4.6%，比例差值为 2018 年以来首次突破 1pct，经济环境对口腔诊所的影响更大；2) 如前文所述，口腔门诊部对牙椅椅位、面积、医生、诊疗服务内容等均有要求，相对更强的竞争能力能更好实现获客，长期看区域竞争力会越来越强。我们认为，1) 口腔专科门诊部与口腔诊所均是口腔医疗服务市场的重要参与部分，前者除了基础治疗，更兼顾种植、正畸等更复杂的治疗项目，二者存在竞争的同时又协同互补；2) 2018-2023 年间，口腔专科门诊部数量五年复合 CAGR=17.7%，口腔专科诊所数量五年复合 CAGR=14.8%，更长时间维度上，口腔专科门诊部增速更高，体现行业集中度提升逻辑。

**图 12：口腔专科门诊部与口腔专科诊所历年注销比例**



数据：工商行政管理局，东北证券

## 4. 业务端：政策因素基本出清，头部机构有望迎来利润改善

### 4.1. 种植：集采完全落地，头部机构量增明显

过去十数年，中国种植牙需求持续保持高增长。1) 2011年-2020年间中国口腔种植体需求量高速增长（其中2011-2019年中国种植体需求量复合增速达48.8%），随着人口老龄化程度的不断加深以及人均可支配收入水平的提高，我国种植牙需求连续保持高速增长；2) 2020年中国种植牙量达到约406万颗，2017年-2020年复合增速仍高达27.5%，中国种植体市场渗透率处于快速提升中。

图 13：2011-2020 我国种植牙数量（万颗）



数据：《2020 中国口腔医疗行业报告》，东北证券

中国种植牙缺口较大，未来较长时间内仍有望保持过往高增速。根据我们测算，目前中国居民缺牙人数超 20 亿颗。假设 2021 年种植牙量同比增速 30%，2022 年考虑到集采政策出台，22Q4 患者观望情绪较高，假设种植牙量同比增长-10%，则累计种植牙量约 2508 万颗，渗透率占比仅为 1.14%，种植牙做为最有效的牙列缺损治疗手段，渗透率仍有较大提升空间。我们认为，集采政策在长期助力行业渗透率提升，考虑到当下的低渗透率，未来较长时间内，种植牙行业平均增速仍有望保持在相对较高水平。

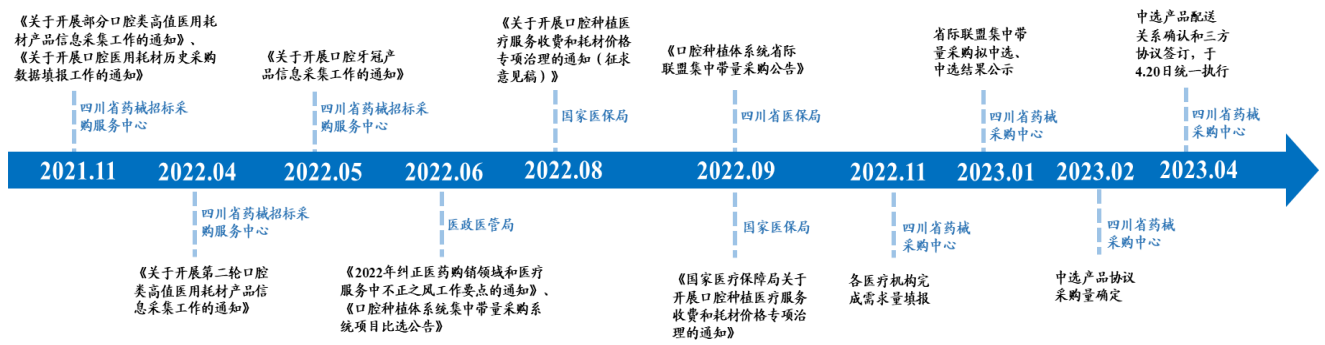
表 3：中国不同年龄段缺牙数测算

	35-44 岁	45-54 岁	55-64 岁	65-74 岁
平均存留牙数	29.6	27.935	26.3	22.5
平均缺牙数	0.4	2.1	3.7	7.5
2021 年人口数(万人)	19592.8	23067.8	18222.5	12995.9
缺牙数 (万颗)	7837.1	47634.9	67423.4	97469.4
<b>总缺牙数 (万颗)</b>	<b>220364.8</b>			

数据：《第四次全国口腔健康流行病学调查报告》，国家统计局，东北证券

种植体集采政策落地，公立医疗机构种植牙量大幅增长，种植体渗透率有望加速提升。2023 年 4 月种植体集采政策落地，各省市完全采用新价格体系，单颗种植牙终端均价降至 6000-7000 元左右水平，相对集采前，公立医疗机构价格降幅超 50%，较大程度上刺激了消费者需求，公立医疗机构种植牙量同比实现大幅提升，远期看，种植牙渗透率有望同步实现较大提升。

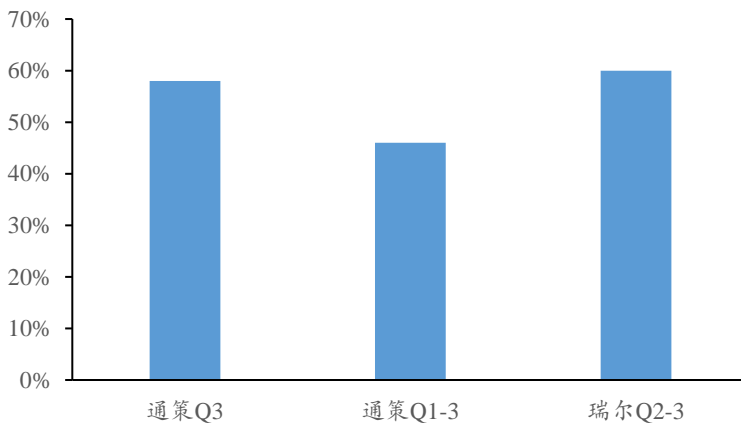
图 14：种植体集采政策进展关键时间节点



数据：四川省药械采购中心，各医保局官网，东北证券

头部医疗机构种植牙量持续保持高速增长。1) 根据通策医疗业绩会，公司单 Q3 种植牙量同比增长约 58%，前三季度种植牙量同比增长约 46%，整体种植牙增速持续保持高位水平；2) 根据瑞尔集采中期业绩会，公司上半财年（4-9 月）种植牙量同比增长约 60%，整体仍处于高速增长水平。我们认为，一方面，头部机构价格对比公立三级医疗机构，集采政策落地前后价差明显，另一方面，头部民营机构医生资源丰富，而公立医疗机构产能有限，相当一部分需求转而流向民营医疗机构，头部机构有望凭借良好的医生资源与口碑承接较大的种植牙增量需求。

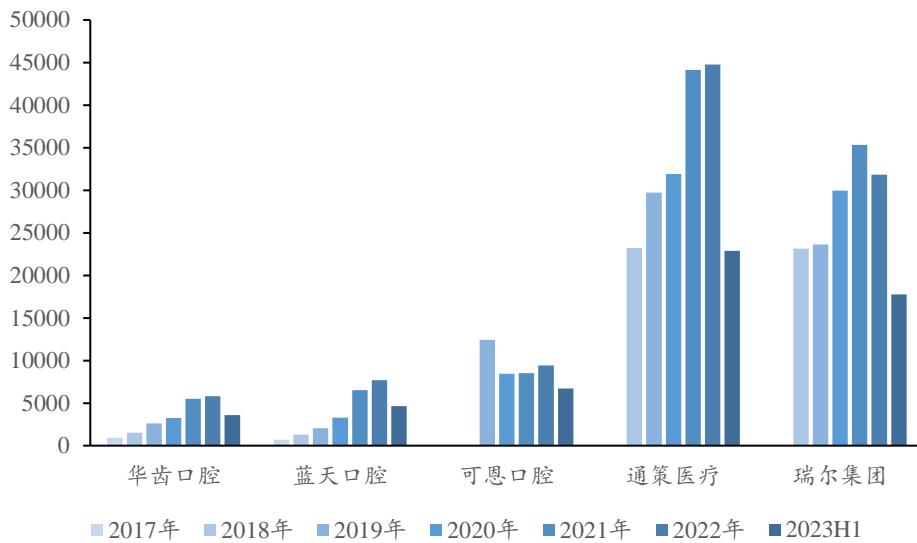
图 15：集采政策落地后公司种植量同比变化情况



数据：公司业绩说明会，东北证券

头部机构盈收端基本实现以量换价，24 年价稳量增，有望实现营收与利润同比高速增长。1) 各司种植业务营收额整体仍保持增长趋势。外部环境变化较大的年份（2020 年、2022 年），各司种植业务营收增速明显下降；2) 2023 年 4 月，种植体集采政策完全落地，我们观察到，华齿、蓝天、可恩等体量相对小一点的区域龙头连锁口腔医疗机构种植业务逆势增长，全年有望创新高，另一方面，通策、瑞尔等大体量连锁口腔医疗机构增速下降最明显，主要系其集采前定价直接对标区域内公立医院，集采后价格降幅相对更大，瑞尔集团仅旗下瑞泰品牌参与集采，平均降幅相对通策医疗更低一点，故而增速表现相对通策略高。我们认为，各头部机构种植业务营收均同比实现正增长，2023 年实现以价换量，种植量大幅增长是其共同点，24 年政策因素基本出清，价稳量增是主要趋势，头部机构有望在价格可比状态下实现种植量中高速增长，种植业务有望实现较高业绩增长。

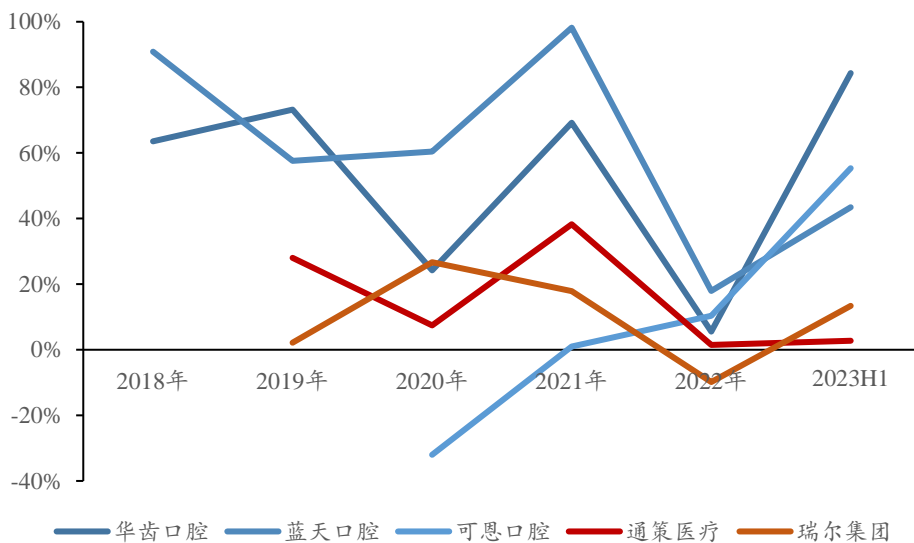
图 16：部分上市公司种植业务营收变化情况（万元）



数据：公司公告，东北证券

备注：瑞尔集团年报为财年制，图中 2022 年收入为 2022/04/01-2023/03/31 期间收入，2023H1 为 2023/04/01-2023/09/31 期间的收入，下同。

图 17：部分上市公司种植业务营收同比变化情况（%）



数据：公司公告，东北证券

头部机构与区域龙头机构种植业务体量已恢复至 21 年同期水平。考虑到 22 年疫情封控对口腔行业影响，我们对比 23H1 与 21H1 发现，通策医疗、瑞尔集团已经恢复至 21 年同期水平，对于华齿口腔、蓝天口腔、可思口腔等区域级头部连锁品牌，种植业务增量相对比较可观，两年复合增速分别为 21.3%/36.8%/34.0%，集采政策落地，种植业务增速明显提升。我们认为，1) 通策、瑞尔等机构定价对标公立机构，以其优质的服务溢价，客单价甚至高于公立医疗机构，集采政策落地后，量增对营收贡献仅略大于价减影响；2) 区域级龙头定价基本低于公立医疗机构，价格降幅相对较低，量增对营收贡献远大于价减影响，实现业务高速增长。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/396021133152010044>