

21世纪经济报道记者朱艺艺 杭州报道

继民营口腔龙头瑞尔集团 ( 06639.HK ) 登陆港股上市之后，号称“一颗牙背后一个博士团”服务模式的民营口腔服务提供商牙博士医疗控股集团股份有限公司（简称“牙博士”）也开启了赴港上市之路。

3月底，牙博士向港交所递交了上市申请，这是2021年9月27日首次递表之后，该公司二度闯关港股。

招股书显示，牙博士自2012年在苏州开设首间口腔服务机构以来，过往十年深耕华东地区，已在苏州、南京、上海及温州等华东城市拥有31家口腔服务机构。

另一组数据显示，2020年，牙博士的单牙椅收入为210万元，“新建的各间口腔服务机构平均盈亏平衡期及平均投资回报期分别为5.8个月及20.8个月”。

“这样的运营水平，在业内算是比较出色的”，4月7日，某家专注口腔业务的公司人士向21世纪经济报道记者分析指出，“下游口腔服务机构，以正畸和种植等高值口腔项目为黄金赛道，仍然有较大的盈利空间”。

排名在牙博士之前的民营口腔集团分别为拜博、通策医疗 ( 600763.SH )、美维口腔、瑞尔集团旗下瑞尔齿科，分别以20亿元、19.95亿元、14亿元、12.40亿元营收，对应获得2020年2.3%、2.3%、1.6%、1.4%的市场份额。

国内多家民营口腔机构争相申请上市，竞争正酣。

目前，另一家由温州夫妻创立的牙科服务提供商中国口腔医疗集团有限公司也向港交所提交了上市招股书，这已经是其第四次递表。

此外，陕西省民营口腔龙头小白兔口腔医疗科技集团股份公司于2020年11月从新三板摘牌，拟申请A股上市；2021年11月，德伦口腔则被上市公司融钰集团 ( 002622.SZ ) 控股收购。

一张牙椅产出210万元

在上一版招股书中，2018年，牙博士还陷入亏损，当年净利润为亏损的394.6万元。

情况从2019年开始转变。

2019年、2020年及2021年，牙博士实现收入分别为8.71亿元、8.35亿元及10.74亿元，录得经调整纯利分别为0.24亿元、0.85亿元及1.25亿元。

牙博士指出，公司收入由2020年的8.35亿元大幅增长28.7%至2021年的10.74亿元，主要原因是就诊人次由2020年的约0.8百万人次增加至2021年的约1.1百万人次。

具体而言，牙博士2020年前开业的26家口腔服务机构于2021年进入快速增长期和成熟期，且2021年区域连锁产生协同效应。

此外，2020年6月公司新开业了一家口腔服务机构，于2021年录得首个全年收入0.32亿元；及2021年新增四间新开业口腔服务机构贡献0.29亿元收入。

牙椅单产是衡量口腔医疗机构经营效率的一个核心指标。

根据年报、招股书等公开信息对比，通策医疗2020年开设牙椅1986台，总营收20.88亿元，牙椅平均单产为105万元/台。而瑞尔集团2021财年处于稳健增长阶段的门店椅位单产约160万/年。

牙椅单产的差异，一方面来自不同公司业务结构的差异。

尽管牙博士宣传业务涵盖种植服务、正畸服务和综合口腔服务，但高毛利的种植服务与正畸服务无疑是核心收入来源。

招股书显示，根据灼识咨询报告，2019年、2020年及2021年，牙博士的种植服务及正畸服务合计总收入占比达到66.5%、67.5%及67.5%。

按种植服务和正畸服务产生的收入占总收入的百分比计，于2020年在全国中高端口腔医疗服务集团中位居市场第一。

此外，牙博士的种植和正畸服务价格均高于行业平均水平：2019年、2020年及2021年，消费者每次就诊牙博士的种植服务的平均售价分别为6475元、6529元及6445元，每宗正畸服务平均售价分别为19771元、21247元及21115元。相比之下，2021年，行业价格范围的种植为5000元至7500元，正畸为1.5-2.5万元。

2019年至2021年，牙博士的种植服务及正畸服务同期的平均毛利率分别高达60.5%及52.9%。

21世纪经济报道记者统计发现，相比之下，2018年-2020年，通策医疗实现总营收

分别为15.46亿元、19.31亿元和20.88亿元，其中，种植服务和正畸服务合计5.43亿元、6.79亿元、7.3亿元，占比仅为35.12%、35.16%、34.96%；而通策医疗的牙科综合业务2018年-2020年贡献收入分别高达4.41亿元、8.09亿元、8.64亿元。

此外，2021财年，瑞尔集团正畸科收入3.42亿元；种植科收入2.99亿元，合计6.41亿元，仅占总收入15亿元的42.73%，而普通牙科收入8.28亿元，占比55%。

另一方面，牙博士牙医的接诊次数远高于同行，也推动其牙椅单产收入攀高。

近十年，牙博士于华东地区累计服务人次超过5.0百万、累计服务患者量近1.0百万名、正畸量近逾5.2万人，完成近8.4万例种植牙手术。

招股书另一组数据显示，牙博士2021年就诊人次约110万人次，而公司拥有401位牙医，相当于平均每位牙医接诊2743人次。

同行的瑞尔集团2021年就诊人次约为137万次，拥有856位全职牙医，平均每位牙医接诊1600人次；通策医疗2020年口腔医疗门诊量219万人次，当年牙医数量1381人，平均每位牙医接诊1585人次。

### 深耕华东，以诊所模式扩张

从扩张模式来看，相比通策医疗的“区域总院+分院”复制扩张模式，牙博士选择了以诊所模式进行扩张。

目前，各级口腔医疗机构大致可分为三级口腔医院、二级口腔医院、口腔门诊部、口腔诊所、口腔诊所（诊所改革试点地区）等等。

目前，牙博士拥有6家精品诊所、17家标准诊所、8家旗舰诊所。

有医疗行业人士分析指出，“在一、二线城市，由于经营医院的成本较高，口腔诊所会是更普遍的业态，10-20张牙椅的规模适中，该规模下的运营压力、种植、隐形正畸等特色科室的服务精细度、扩张难度都是较为合适的。相比之下，40张牙椅以上的口腔医院，投资大，初期运营压力大，不易扩张”。

牙博士目前的诊所以自建为主。

此外，其于2018年至2021年期间收购了四家口腔服务机构，其中包括2018年8月收购的温州市鹿城牙博士及温州市牙博士，2019年3月收购的上海恒兴牙博士及上

海南洲牙博士(通过收购彼等各自唯一股东上海牙博士(其为一间投资控股公司)的股权)。

招股书中，牙博士指出，“于往绩记录期间，我们新建的各间口腔服务机构平均盈亏平衡期及平均投资回报期分别为5.8个月及20.8个月。于往绩记录期间，我们已收购的各间口腔服务机构平均盈亏平衡期及平均投资回报期分别为13个月及25个月。”

也就是说，牙博士新建的诊所，仅需平均6个月达到盈亏平衡，平均21个月收回投资；牙博士收购的诊所，则需要平均13个月达到盈亏平衡，平均25个月收回投资。

“这样的运营水平，在业内算是比较出色的”，4月7日，某家专注口腔业务的公司人士向21世纪经济报道记者分析指出。

根据其逻辑，口腔产业链上游，大多以传统的医疗器械企业为主，上游亟需推进义齿等口腔器械的国产化和成本降低；而下游口腔服务机构，以正畸和种植等高值口腔项目为黄金赛道，仍然有较大的盈利空间，但随着口腔耗材集采、以及以治疗为中心向以预防为中心转变等因素，相关企业需要适应市场发展趋势。

从区域来看，牙博士现有31家口腔服务机构分布于苏州、南京、上海、嘉兴、台州、温州等7个城市。

牙博士的野心显然不限于此，其计划进一步扩大于江苏省、浙江省及上海的业务。

在招股书中，牙博士披露了两轮融资，2017年10月A轮融资中，宁波励鼎股权投资合伙企业(有限合伙)、共青城顺天仁达投资合伙企业(有限合伙)及共青城顺天华盈投资合伙企业(有限合伙)成为其A轮投资者。

其中，宁波励鼎曾投资三博脑科医院管理集团股份有限公司(2021年拟在深交所创业板上市)等医疗保健行业公司。而私募股权基金顺天仁达，曾投资天津天堰科技股份有限公司(833047.NEEQ)、北京海金格医药科技股份有限公司、江苏盖睿健康科技有限公司等医疗保健及科技行业公司。

在2021年5月牙博士的B轮融资中，出现了南通招商江海产业发展基金合伙企业、中新创投及自然人王蔚等身影，背后有南通高科技投资、南通产业、招商局资本、元禾控股等等。

南通招商曾投资通富微电(002156.SZ)、富满微(300671.SZ)、深圳国人科技股份有限公司及北京五色科技有限公司等医疗保健及科技行业公司。

在生物医学领域多有投资的元禾控股，此前投资案例包括信达生物制药(01801.HK)、药明巨诺(开曼)有限公司(02126.HK)、亚盛医药集团(06855.HK)、创胜集团医药有限公司(06628.HK)及开拓药业有限公司(09939.HK)等公司。

自然人王蔚则为A股上市公司晶方科技(603005.SH)董事长兼总裁，该公司主要从事集成电路先进封装技术服务。

## 百度进入前三供应商

从渠道来看，招股书显示，牙博士的新客，有58.5%来自于竞价、地推及电商。

“于往绩记录期间内各年，我们通过线上竞价推广渠道引流新诊约41600人、地面推广渠道引流新诊约40100人、电商渠道引流新诊约45100人，合共占我们新客总数的58.5%。此外，我们透过以奖励积分(让我们的会员享有若干会员优惠)的形式向彼等提供推介奖励深度挖掘现有客户的推荐潜力。于往绩记录期间，我们客户中的推荐客户总量占我们客户总数的比例为10%左右，客户转介绍率为22%左右”。

从供应商名单，也能体现牙博士线上竞价推广引流的这一特点。

2019年-2021年，百度在线网络技术(北京)有限公司上海软件技术分公司(简称“百度上海”)一直位列牙博士前三供应商。

其中，2019年，牙博士向百度上海采购金额0.19亿元，占同期总采购额的4.8%；2020年，牙博士向百度上海采购金额0.16亿元，占同期总采购额的4.5%；2021年，百度上海晋升为第二大供应商，牙博士向其采购金额0.27亿元，占同期总采购额的6.1%。

此外，2021年，一家名为J的供应商也挤进前五供应商。

不过，这家主要从事网络平台推广服务的公司并未透露名称，而2021年牙博士向其采购金额0.17亿元，占同期总采购额的3.8%。

另有数据显示，2019年-2021年，牙博士的“销售及分销开支”类目中的“营销、推广及广告开支”分别为1.73亿元、1.40亿元、1.65亿元，分别占同期总营收的19.8%、16.7%、15.3%。

有业内人士分析指出，“口腔医疗机构获得客源的方式很多，比如有医疗机构的品

牌效应，医生的个人品牌和口碑，广告营销等等，最终还是要看医疗机构的治疗水平。”

尽管营销推广费用占比较高，但是牙博士强调，“营销推广及广告开支占公司总收入的比例由2019年的19.8%下降至2020年的16.7%，进而下降至2021年的15.3%，主要因为品牌知名度提升且口腔服务机构产生了巨大的协同效应，对我们的增长起到支持作用。由于线上社交媒体已成为重要的沟通渠道，因此通过专注于线上广告来优化品牌推广策略”。

对比来看，瑞尔集团、通策医疗的销售费用占比较低。

根据年报、招股书等公开信息对比可知，瑞尔集团2019-2021财年销售费用支出分别为1.06亿元、0.85亿元和0.79亿元，占总营收的9.8%、7.7%和5.2%；2018年-2020年，通策医疗的广告、宣传等销售费用分别为0.11亿元、0.12亿元、0.18亿元，占总营收的比例均在1%以下。

更多内容请下载21财经APP