

证券研究报告—深度报告

港股

现代牙科(03600)
买入

港股 II

合理估值: 10.73~12.24 港币 昨收盘: 8.17 港币 (首次评级)

2021年06月01日

股票数据

总股本/流通(百万股)	960/960
总市值/流通(百万港币)	7840/7840
上证综指/深圳成指	3,615/14,996
12个月最高/最低(港币)	1.16/8.17

深度报告

义齿加工龙头，隐形正畸新秀

证券分析师：朱寒青

电话：0755-81981837

E-MAIL: zhuhanqing@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519070002

证券分析师：陈益凌

电话：021-60933167

E-MAIL: chenyingling@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519010002

联系人：张超

电话：0755-81982940

E-MAIL: zhangchao4@guosen.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

● 现代牙科：国际化的义齿加工龙头，业绩迎来拐点

全球义齿市场规模超过 300 亿美元，中国为义齿出口大国，市场增速较快，老龄化趋势下对义齿的刚性需求将持续提升治疗渗透率。现代牙科从义齿加工室起家，持续并购实现欧洲、北美、澳洲等地区的国际化布局，海外营收占比近 80%，在多个国家市占率处于领先地位（香港市占率超过 50%），新冠疫情加速淘汰小型技工室，进一步提升公司市场份额。经过多年的全球并购整合，叠加数字化趋势，经此一疫，公司盈利能力持续提升，业绩实现底部反转，未来值得期待。

● 业务模式：“传承+创新”！步入发展新阶段

义齿加工是传统“手艺活”，但实现“大规模+个性化”定制式生产和服务则需要极强的精细化运营能力。公司以“低成本+高品控”优势占领海内外高端市场，东莞及后续越南工厂投产将提升毛利率。数字化潮流下带来新的发展机遇，2016 年公司已在全球建立四个主要数字化生产中心；并与多个知名品牌（士卓曼、爱尔创、拜博等）达成业务合作，不断提升终端覆盖和服务。公司新一代年轻接班人拥有高学历海归牙科背景，有望在传统业务和数字化机遇并存时代，迎来新发展。

● 隐形正畸：微笑时代，新秀入局

国内隐形正畸渗透率较低，2030 年预计市场规模接近 300 亿美元。隐形矫治器产品“材料+设计+品牌”缺一不可，龙头公司具备较强先发优势。现代牙科 TrioClear（透舒丽）于 2020 年先后在香港、澳洲和欧洲推出，采用了独特的 3 步方案，并结合独家 TrioDim Force 技术，减少使用附件，节省诊疗时间，有望借助现有 2 万多名海外牙医网络实现交叉销售，打造又一个具备发展想象力的“现代牙科”

● 风险提示：新冠疫情反复导致海外业务不及预期
● 投资建议：义齿加工龙头，隐形正畸新秀，推荐“买入”

预计 2021-23 年归母净利润为 4.02/4.74/5.45 亿港元，当前股价对应 PE 20/17/14X。综合绝对估值和相对估值，公司合理股价在 10.73~12.24 港币，相较当前股价 8.17 港币（2021-05-31）有 31%-50% 溢价空间，估值极具性价比，首次覆盖，给予“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万港币)	2,400	2,190	2,648	2,956	3,255
(+/-%)	3.6%	-8.7%	20.9%	11.6%	10.1%
净利润(百万港币)	162	108	402	474	545
(+/-%)	89.2%	-33.3%	273.1%	17.9%	15.0%
摊薄每股收益(港币)	0.17	0.11	0.42	0.49	0.57
EBIT Margin	10.1%	12.9%	20.3%	21.4%	22.3%
净资产收益率(ROE)	8.0%	4.8%	15.2%	15.2%	14.9%
市盈率(PE)	48.5	72.7	19.5	16.5	14.4
EV/EBITDA	23.2	32.7	14.3	12.6	11.2
市净率(PB)	3.9	3.5	3.0	2.5	2.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

2020年中国牙科护理市场规模为262亿美元，复合增长超过10%。人口老龄化趋势下口腔护理及修复需求愈发刚性，叠加消费升级提升高附加值的正畸及种植业务渗透率，中国口腔医疗市场从支付端（人均牙科开支）、供给端（人均牙医数量）和需求端（口腔器械及服务）等维度均有较大提升空间。口腔产业链由上游耗材设备厂商、中游渠道商和下游医疗服务机构组成，各环节均有大市值龙头公司出现，其中的投资机会值得重点关注。

现代牙科是国际化的义齿加工龙头，精细化运营能力强，产能向低人工成本地区转移提升产品毛利；顺应数字化潮流推动生产、设计流程革新，疫情下加速淘汰行业内小型玩家，公司市占率稳步提升；推出隐形矫治器新业务，借助现有医生渠道协同销售；新一代管理层接班，兼具“工匠精神”和创新理念，锐意进取。海外业务基本整合完成，盈利能力有望触底反弹。

预计2021-23年归母净利润为4.02/4.74/5.45亿港元，利润年增速分别为273%/18%/15%，当前股价对应PE 20/17/14X。综合来看，绝对估值在10.93-11.88港币，相对估值在10.52~12.60港币，取平均值，我们认为公司合理股价在10.73~12.24港币，相对于公司目前股价（2021-05-31）有31%-50%溢价空间，估值极具性价比，首次覆盖，给予“买入”评级。

核心假设与逻辑

- 第一，数字化潮流推动生产、设计流程革新，淘汰小型竞争对手，疫情加速这一过程，公司市占率稳步提升；
- 第二，精细化运营能力强，产能向低人工成本地区转移提升产品毛利；
- 第三，TrioClear隐形矫治器推广顺利，借助现有医生渠道协同销售。

与市场的差异之处

- 第一，市场认为义齿加工为劳动密集型产业，人工成本占比高，难以标准化，公司市占率提升困难；但我们认为牙科数字化趋势下，口扫、CAD/CAM软件、3D打印等技术的应用会逐步淘汰小型义齿加工室，叠加疫情加速这一过程，作为稀缺的跨国义齿龙头，公司有充足的资本和技术积累、超过2万名的广泛牙医网络顺应趋势，提升市占率；
- 第二，市场认为公司盈利能力一般，毛利率在50%以下，净利率低于8%；我们认为公司盈利能力已明确出现底部反转，2020H2毛利率提升至52%，利润率提升至19%，其中东莞工厂投产、高毛利产品占比增加、运营架构调整、MicroDental逐步扭亏等多重因素叠加推动盈利能力改善；
- 第三，市场认为公司历史成长性一般，过往依赖并购实现体量扩张，业绩成长存在不确定性；我们认为义齿加工向龙头集中的趋势较为明确，公司凭借精细化运营能力和远优于行业的品控有望逐步复制在香港市场的市占率；此外，公司的隐形矫治器业务也于2020年顺利推出，有望借助于全球牙医网络实现交叉销售，开辟新的增长极。

股价变化的催化因素

- 第一， 盈利能力底部反转，业绩超预期；
- 第二， 国产正畸龙头时代天使筹划港股上市，提升牙科赛道关注度；
- 第三， 公司持续进行股票回购或满足港股通纳入条件后被顺利纳入；

核心假设或逻辑的主要风险

- 第一， 新冠疫情出现反复，导致海外业务出现波动或修复不及预期；
- 第二， 大量资本涌入义齿加工市场，促使行业整合，公司市占率提升不及预期；
- 第三， TrioClear 隐形矫治器业务推广不及预期。

内容目录

口腔产业链：蓬勃向上，高速发展	6
口腔产业链各环节均有大市值龙头公司	6
国内口腔医疗服务市场处于快速增长阶段.....	6
现代牙科：国际化的义齿加工龙头	8
全球义齿市场规模大，国内修复渗透率仍较低.....	8
现代牙科是为数不多实现国际化布局的义齿加工商	10
业务模式：“传承+创新”！步入新发展阶段	14
传承“匠人精神”，市场及业务整合空间大	14
创新业务布局，新管理层接班锐意进取	15
隐形正畸：微笑时代，新秀入局	18
千亿赛道空间广阔，具备“医疗+科技+消费”复合属性	18
核心竞争力：“材料+设计+品牌”的多维度综合能力	18
现代牙科 TrioClear 优势：独特三步矫正法和全球医生网络.....	20
盈利预测	21
假设前提及盈利预测.....	21
盈利预测的敏感性分析	22
估值与投资建议	23
绝对估值：10.93-11.88 港币	23
相对估值：10.52~12.60 港币	24
投资建议：义齿加工龙头，隐形正畸新秀，推荐“买入”.....	24
风险提示	25
附表：财务预测与估值	27
国信证券投资评级	28
分析师承诺	28
风险提示	28
证券投资咨询业务的说明	28

图表目录

图 1: 2015-2030 年美国和中国牙科护理服务市场规模 (十亿美元)	7
图 2: 2008-2018 年不同国家的人均牙科开支 (港币)	7
图 3: 2009-2019 年中国口腔医生数量 (万人) 及增速	8
图 4: 世界主要国家每百万人口拥有牙医数量 (人)	8
图 5: 中国口腔器械行业市场规模 (亿元) 及增长率	8
图 6: 中国口腔器械行业细分市场份额	8
图 7: 美国及欧洲义齿市场规模 (亿美元)	9
图 8: 中国义齿市场规模 (亿元) 及同比增速	9
图 9: 现代牙科旗下义齿品牌全球布局	11
图 10: 2020 年公司按产品收入	12
图 11: 2020 年公司按地区收入	12
图 12: 现代牙科 2015-2020 年营收净利历史	13
图 13: 现代牙科 2018H2-2020H2 各项经营指标对比	13
图 14: 境内各地区定制式义齿生产企业分布	14
图 15: 美国牙科技工所的数量持续下降	14
图 16: 现代牙科洋紫荆生产车间	16
图 17: 3Shape 义齿设计软件: 数字化方式创建全口义齿	16
图 18: 中美错颌畸形及隐形矫治人群数对比	18
图 19: 中美正畸市场规模比较 (亿美元)	18
图 20: 时代天使产品系列简介	19
图 21: TrioClear 优势	20
图 22: TrioClear 疗程概览	20
表 1: 口腔产业链公司一览	6
表 2: 义齿分类及简介	10
表 3: 现代牙科发展大事记	11
表 4: 现代牙科各区域布局情况	12
表 5: 现代牙科历史收购对价情况	15
表 6: 现代牙科生产基地建设规划及规模	15
表 7: 现代牙科 3D 打印设备车间	16
表 8: 3Shape 操作 DENTAL SYSTEM 2020 软件方案	16
表 9: 现代牙科与其他厂商或医疗机构合作情况	17
表 10: 公司高管团队简介	17
表 11: 国内龙头隐形矫治器龙头厂商对比	19
表 12: 现代牙科盈利预测	21
表 13: 盈利预测的情景分析	22
表 14: 资本成本假设	23
表 15: 现代牙科未来十年预测及 FCFF 估值	23
表 16: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (港币)	23
表 17: 口腔医疗赛道可比公司估值比较	24

口腔产业链：蓬勃向上，高速发展

口腔产业链各环节均有大市值龙头公司

口腔产业链由上游耗材设备厂商、中游渠道商和下游医疗服务机构组成。从全球范围来看，外资厂商在隐形正畸、种植体、牙科耗材、口扫设备等领域优势明显，既有综合性厂商如登士柏西诺德，也有专科化龙头如隐适美。国产厂商正向上游不断突破，实现国产替代。中游渠道商在美国市场也出现了龙头 Henry Schein，而国内尚未有能够主导牙科器械分销的企业。下游医疗机构国内已出现了一些全国或区域连锁的机构，如通策医疗、瑞尔齿科等。口腔医疗赛道作为一个蓬勃向上的千亿级别赛道，产业链各环节的投资机会均值得关注。

表 1：口腔产业链公司一览

产业链环节	外资/内资	公司	代码	市值(亿)*	营收(亿)	净利润(亿)	PE (TTM)	主营业务及公司特点
上游	外资	登士柏西诺德	XRAY.O	147	40	2.6	84	全球性牙科解决方案提供商，业务涵盖 CAD/CAM 全瓷修复系统、X 线影像系统、根管、修复和种植领域的专用产品和耗材
		士卓曼	SWX: STMN	224	16	3.1	247	牙科种植体龙头，全球市占率超过 25%，与天津正丽科技达成合作进入隐形正畸市场
		隐适美	ALGN.O	467	24	4.4	102	隐形正畸龙头，美国市占率超过 70%，中国市占率超过 40%
		SDC	SDC.O	32	7	-5.4	-41	隐形正畸 DTC 零售模式，凭借高性价比和便捷性快速抢占市场
	内资	时代天使	H01483.HK	-	7	0.8	-	隐形正畸龙头，中国市占率超过 40%
		国瓷材料	300285.SZ	513	22	5.4	81	陶瓷粉体龙头，收购爱尔创借助数字化口腔打通种植体产业链
		正海生物	300653.SZ	84	3	1.1	61	深耕再生医学领域，拥有口腔修复膜等拳头产品，代理江苏创英种植体
		现代牙科	3600.HK	64	24	1.6	73	全球义齿加工龙头，布局隐形矫治器业务
中游	家鸿口腔	A20648.SZ	-	3	0.4	-	区域义齿加工商，与登士柏西诺德建立合作关系	
	Henry Schein	HSIC.O	107	100	7.2	24	美国最大的口腔医疗产品和器械销售商，	
	国药口腔	-	-	-	-	-	打造专业的口腔产品与增值服务一站式综合解决方案	
下游	内资	通策医疗	600763.SH	1,123	19	5.1	167	口腔医疗服务连锁龙头，杭州口腔医院市占率超过 50%
		中国口腔医疗集团	H01331.HK	-	1	0.2	-	温州最大的民营口腔集团，温州市占率超过 20%
		可恩口腔	830938.OC	6	3	-0.2	-131	山东本土高端口腔医疗连锁机构
		瑞尔齿科	-	-	-	-	-	全国性民营口腔连锁，2021 年完成近 2 亿美元 E 轮融资
		拜博口腔	-	-	-	-	-	全国性民营口腔连锁，2018 年泰康出资 21 亿收购 52% 股权

资料来源：Wind、公司年报、国信证券经济研究所整理

注：市值及盈利数据货币单位 A 股为人民币，H 股为港币，美股为美元，士卓曼为瑞士法郎；由于 2020 年受疫情影响，营收及净利润选用 2019 年数据

国内口腔医疗服务市场处于快速增长阶段

根据灼识咨询的测算，2020 年中国牙科护理市场规模为 262 亿美元，到 2030 年的复合增长超过 10%，预计可达到 752 亿美元。美国仍是全球最大的牙科护理市场，尽管增速仅有 2% 左右，但整体市场规模超过 1600 亿美元。

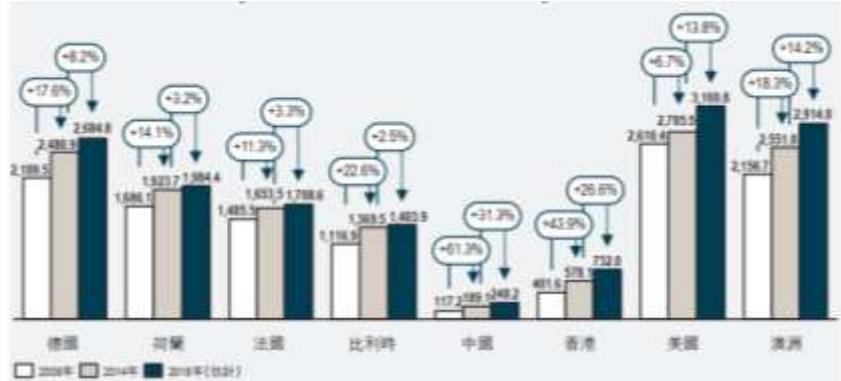
图 1：2015-2030 年美国和中国的牙科护理服务市场规模（十亿美元）



资料来源：美国牙科协会、中国卫生健康统计年鉴、灼识咨询、国信证券经济研究所整理

支付端：中国是全球主要经济体中人均牙科开支最低的国家之一。2016 年美国、德国、澳大利亚等发达国家的人均牙科支出均超过或接近 2000 港币，法国、比利时、荷兰等国家也超过 1000 港币。而国内口腔医疗行业起步较晚，人均口腔消费支出与欧美发达国家相比存在很大差距，高速增长下 2018 年中国人均牙科支出也仅达到 198 港币，潜在市场空间广阔。

图 2：2008~2018 年不同国家的人均牙科开支（港币）



资料来源：罗兰贝格、现代牙科招股书、国信证券经济研究所整理

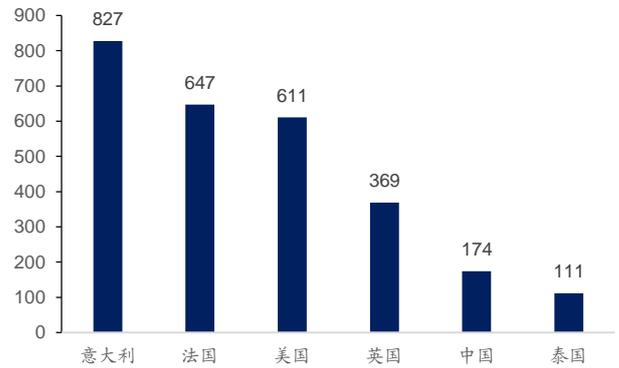
供给端：人均牙医数量低，供给缺口正在缩小。从每百万人口拥有牙医数量来看，国内仅 174 人，远低于美法英等国，其中专业的种植医生、正畸医生的缺口更大。根据卫生健康统计年鉴，2019 年国内口腔医生数达到 24.5 万，同比增长 13%，高于整体医师增长率，供给缺口正不断缩小，数字化等技术手段的应用也在不断提升医生的工作效率，并部分降低对专业医师的依赖。

图 3: 2009-2019 年中国口腔医生数量 (万人) 及增速



资料来源: 中国卫生健康统计年鉴, 国信证券经济研究所整理

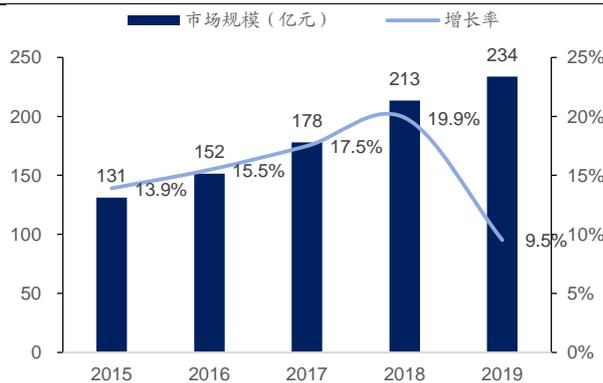
图 4: 世界主要国家每百万人口拥有牙医数量 (人)



资料来源: 家鸿口腔招股书, 中国卫生健康统计年鉴, 国信证券经济研究所整理

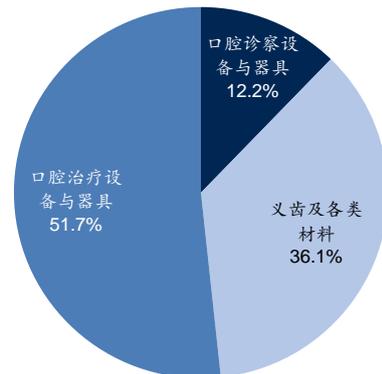
需求端: 国内口腔器械市场规模近 250 亿元, 义齿等各类材料占比 36%。2019 年中国口腔器械市场规模为 234 亿元, 同比增长 9.5%。随着正畸、种植、儿牙等高附加值的服务渗透率上升, 将会带动相关器械的销售。口腔器械主要由治疗设备及器具、诊察设备及器具和义齿等各类材料构成, 义齿等材料占比达 36%。

图 5: 中国口腔器械行业市场规模 (亿元) 及增长率



资料来源: 2018 年医疗器械行业发展报告, 家鸿口腔招股书, 国信证券经济研究所整理

图 6: 中国口腔器械行业细分市场份额



资料来源: 2018 年医疗器械行业发展报告, 家鸿口腔招股书, 国信证券经济研究所整理

现代牙科: 国际化的义齿加工龙头

全球义齿市场规模大, 国内修复渗透率仍较低

全球义齿市场规模超过 300 亿美元, 国内市场增速较快。据统计, 美国是最大的义齿市场, 年假牙需求量达 9000 万颗。此外, 西欧国家社会保险制度完善, 患者自费程度低, 口腔治疗意愿普遍较高, 口腔修复市场发展成熟, 义齿市场规模较大。中国是全球口腔义齿生产大国, 同时也是出口大国, 根据中国海关统计数据, 2019 年中国义齿出口金额达 3.6 亿美元, 同比增长 41%, 主要出口至美、德、日本等国家。2019 年国内义齿市场规模超过 80 亿人民币, 同比增长 12%, 维持较高增速。

义齿需求较为刚性, 国内渗透率有望持续提升。根据美国口腔颌面外科医师协

会 (AAOMS) 的统计, 69% 的 35-44 岁成年人至少永久丢失一颗牙齿; 到 74 岁时, 26% 的成年人所有牙齿都会脱落。根据第四次全国口腔健康流行病学调查结果, 国内 65-74 岁老年人中 86% 存在牙缺失, 存留牙数为 22.5 颗, 全口无牙的比例为 4.5%, 缺牙修复治疗比例为 63%, 同时伴随美容牙科需求的释放, 国内义齿修复的治疗渗透率有望持续提升。

图 7: 美国及欧洲义齿市场规模 (亿美元)



资料来源: 家鸿口腔招股书、前瞻产业研究院、国信证券经济研究所整理

图 8: 中国义齿市场规模 (亿元) 及同比增速



资料来源: 家鸿口腔招股书、前瞻产业研究院、国信证券经济研究所整理

义齿可细分为固定义齿、活动义齿和种植义齿, 可由多种修复材料生产。固定义齿通过使用固定修复体结构 (如缺失牙两侧的健康牙做支持) 对缺失牙进行修复, 活动义齿是患者可以自行摘戴的假牙, 适宜于全口多数牙缺失, 余留牙少的情况。种植牙是近年新兴产品, 主要由种植体、基台组成, 其外观、功能接近天然牙齿, 并能有效防止牙齿缺失后牙槽骨继续萎缩。临床上广泛应用的牙科修复材料主要包括四大类: 金属、陶瓷 (氧化锆和氧化铝等)、高分子树脂, 以及复合材料。其中, 氧化锆陶瓷因具有优异的机械性能、良好的生物相容性、优良的美学效果及稳定性, 目前已成为牙科修复领域的主流材料。

表 2: 义齿分类及简介

分类	具体产品	材料	特点	图示
固定义齿	钴铬合金金属烤瓷牙	钴铬合金、瓷粉	生物学性能良好，性价比高。但容易发青，少部分人使用过程中会出现黑色牙龈线等问题；使用者不能做核磁共振	
	贵金属烤瓷牙	医用贵金属、瓷粉	生物相容性好，不存在牙龈发炎、颈缘发黑、金属异味等问题。外表面的瓷粉使烤瓷牙美观，满足美容修复的要求，价格相对较高。	
	全瓷牙	氧化锆瓷块、铸瓷、玻璃陶瓷、瓷粉	有效避免了金属过敏和牙龈黑线等问题，对人体健康几乎无毒副作用，形态颜色更加自然逼真，且对核磁共振检查无影响；对医生的备牙技术要求较高	
活动义齿	钴铬支架可摘局部义齿	钴铬；树脂牙；牙托粉	适用于仍保留有少量天然牙的情况，价格实惠、坚固；弹性和柔软度可缓冲对牙床组织的损伤；美观性稍差。	
	纯钛支架可摘局部义齿	钛；树脂牙；牙托粉	适用于仍保留有少量天然牙的情况，生物相容性好、重量轻巧、舒适感强、不易碎裂；格较高	
	树脂基托可摘全口义齿	树脂牙；牙托粉	适用于全口无牙的情况，价格实惠、美观度较好，方便取戴，无创伤，但弹性较差。	
种植义齿	金属类	纯钛/钛合金	无论是单牙缺失、多牙缺失或全口牙缺失，均可采用；咀嚼功能接近自然牙；价格昂贵，治疗过程相对复杂，治疗周期较长；金属类抗腐蚀性强；氧化锆高硬度并有优良的美学效果	
	生物惰性陶瓷材料	氧化锆		

资料来源：家鸿口腔招股书、现代牙科招股书、Straumann 官网、国信证券经济研究所整理

现代牙科是为数不多实现国际化布局的义齿加工商

小型义齿加工室起家，持续并购实现国际化布局。19 世纪 80 年代，陈冠斌在中国香港建立了一家 10 人规模的加工室。6 年后将生产线迁至深圳，建立来料加工厂。陈冠峰（陈冠斌兄长）、魏志坚先后加入集团成为一代创业者。随后在深圳成立面向内地的洋紫荆品牌，并与海外义齿公司开展业务合作。2011~2017 年公司面向全球市场持续并购扩张，收购了欧洲、北美、澳洲等多地的经销商或生产商布局国际业务，成为为数不多的横跨全球的义齿加工厂。公司于 2015 年在港交所主板上市，2019 年底东莞生产基地一期工程正式投入使用，二期工程和越南工厂均在建设中。在新冠疫情下，公司进行运营架构优化，推进数字化转型，发布 TrioClear 隐形矫治器产品，与多家齿科上下游公司达成合作，在后疫情时代有望推动行业整合，提升市占率，并实现多元化业务发展。

表 3: 现代牙科发展大事记

时期	年份	事件
牙医创业, 苦练内功, 布局内地	1986 年	在香港观塘成立独资公司现代牙科 (约 10 人的加工室), 从事义齿器材生产及经销业务
	1992 年	收购现代牙科器材以向香港及海外客户提供服务; 生产线迁移至中国深圳, 建立来料加工厂
	1996 年	与 Labocast 集团开展业务关系
	1998 年	首间中国义齿技工厂 洋紫荆深圳 在深圳成立, 为华南市场提供义齿器材
	2000~2001 年	与 Permadental 集团开展业务关系; 与 SCDL 集团开展业务关系; 与 Elysee 集团开展业务关系
	2005 年	生产线搬迁至深圳南山区西丽镇石岭工业区, 并于当地建设新生产基地, 工厂约 1200 人
	2006 年	通过欧洲标准化委员会 (CEN) 与欧洲电工标准化委员会颁布的医疗器械行业质量体系标准 ISO13485:2003 认证
面向全球, 持续并购, 高速扩张	2011 年	洋紫荆深圳收购洋紫荆北京以发展在华北市场的业务; 收购 Labocast 集团以在 法国及印度洋市场 发展义齿器材生产及贸易业务
	2012 年	在香港注册成立首间原材料生产中心 Digitek Dental; 深圳来料加工厂成功转型为现代牙科器材 (深圳) 有限公司, 发展到 2000 人以上, 成为国内最具规模的义齿及口腔器材生产商之一
	2013 年	在荷兰设立欧洲总部; 收购 Quantum Dental 发展 加拿大市场 ; 收购 Gold & Ceramics 发展 澳洲市场 ; 收购 Permadental 集团发展 德国市场
	2014 年	收购 Elysee 集团发展 荷兰、比利时、丹麦及西班牙市场 ; 在美国特洛伊设立生产基地并投产
	2015 年	收购 SCDL 集团发展 澳洲市场 ; 德国埃默里希的生产基地投产; 在香港联交所主板上市
	2016 年	收购 Micro Dental 集团发展 北美市场 ; 收购 Dentrade、Ratiodontal 和 Zahnmanufaktur Köln Dr. M. B. 发展 德国及挪威市场 ; 收购 Precision 发展 新西兰市场 ; 收购 Cenetary 发展 澳洲市场
	2017 年	收购 Schmidt 发展 丹麦市场 ; 收购 CDI 发展 瑞典市场
多元发展, 数字趋势, 合作共赢	2019 年	现代牙科集团东莞公司一期工程正式投入使用
	2020 年	依次在香港、澳洲和欧洲推出 TrioClear 隐形矫治器 ; 获得 STM Dental (与 Straumann 设立的合资公司) 的控制权; 现代牙科洋紫荆总部大厦在东莞松山湖正式动工, 计划工期 450 天; 越南工厂动工
	2021 年	洋紫荆牙科器材成功中标泰康拜博口腔义齿全国供应商; 士卓曼中国授予洋紫荆成为 Straumann 数字化解决方案战略合作伙伴

资料来源: 公司官网、公司公告、国信证券经济研究所整理

旗下品牌数量超过二十个, 在多个国家市占率处于领先地位。本地化的义齿品牌在个体牙科诊所占主导的欧洲、北美等海外市场十分普遍, 牙科医生与当地品牌关系紧密, 因此现代牙科的海外扩张以并购为主, 通过收购当地的经销商获得销售渠道和医生资源, 借助国内的成本优势、数字化技术优势和资本优势赋能当地品牌。经过多年耕耘, 公司在多个国家或地区市场份额达到领先地位, 但由于义齿加工行业极度分散, 公司市占率一般在 1~3% 之间, 但在香港地区公司凭借强大的渠道和品牌优势获得了超过 50% 的市占率。

图 9: 现代牙科旗下义齿品牌全球布局



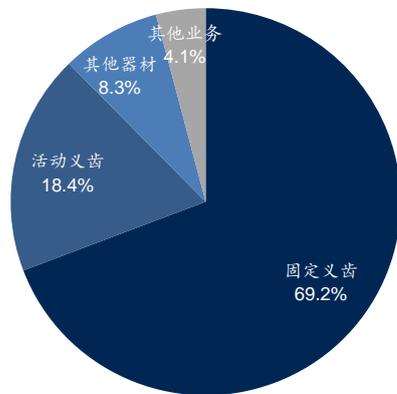
资料来源: 现代牙科公司年报、国信证券经济研究所整理

表 4：现代牙科各区域布局情况

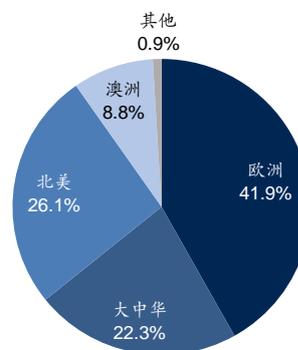
区域	品牌	覆盖市场	公司市占率 (2014 年)	简介
大中华地区	洋紫荆	中国内地	>1%	目前国内最大的知名牙科技工中心之一，成立于 1998 年。秉持优良的义齿设计及制作工艺传统，在业界享有良好口碑
	Modern Dental	中国香港	50~60%	于 1986 年开始以该品牌名称进行业务及销售义齿器材
	Digitex Dental	中国香港	-	生产及销售高精度种植部件
欧洲	Labocast	法国	1~2%	1996 年开始以 Labocast 品牌进行业务及销售义齿器材
	Permadental	德国	<1%	2000 年开始以 Permadental 品牌进行业务及销售义齿器材；在德国排名 TOP 3，市占率 1-3%
	Elysee	荷兰、比利时、丹麦等	荷兰 6~7% 比利时 ~3%	2001 年开始以 Elysee 品牌进行业务及销售义齿器材
北美	Micro Dental	美国	<1%	美国市场相对较分散，拥有超过 6000 家义齿技工工厂。Modern Dental USA 一直落实并购策略，提升市场份额
	Modern Dental USA	美国	<1%	
	Quantum Dental	加拿大	-	2013 年开始以 Quantum 品牌进行业务及销售义齿器材
澳洲	Southern Cross	澳洲、纽西兰、爱尔兰	澳洲 7~8%	2000 年开始以 Southern Cross 品牌进行业务及销售义齿器材
印度洋	Labo Ocean Indien	印度洋国家	-	Labo OI 一直服务法国市场及印度洋国家

资料来源：现代牙科招股书、公司公告、国信证券经济研究所整理

欧洲、大中华及北美地区贡献主要营收。欧洲市场是公司最重要的收入来源，营收占比超过 40%，公司目前已覆盖德国、法国、比利时、丹麦、荷兰、爱尔兰等国家，后续预计会考虑在未覆盖的国家如英国、意大利等考虑合适的并购机会。大中华地区涵盖中国内地及香港地区，内地市场仍处于较高速增长阶段，国内市场会是未来的发展重点之一，2021 年公司中标拜博口腔义齿全国供应商，有望积极提升国内业务收入。北美市场在收购 MicroDental 后获得长足进步，但花费了近 3-4 年时间进行业务整合，预计今年起将扭亏，有效改善盈利能力。

图 10：2020 年公司按产品收入


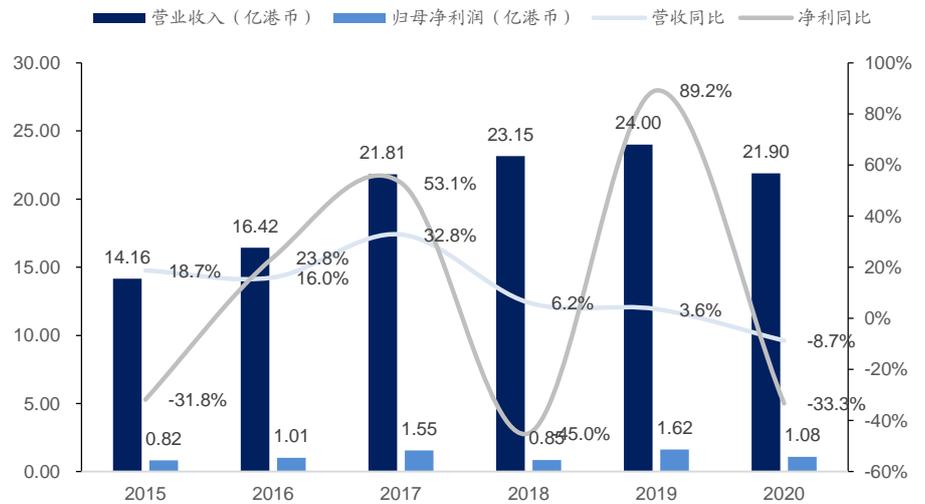
资料来源：现代牙科公司年报、国信证券经济研究所整理

图 11：2020 年公司按地区收入


资料来源：现代牙科公司年报、国信证券经济研究所整理

近年营收增速有所下滑，净利波动较大。2018 年前随着多个并购项目落地，公司营收高速增长，净利润在 2016-17 年也有良好表现。自 2018 年起公司营收增速下滑明显，主要是由于前期收购公司仍在整合阶段，市占率提升缓慢，且未有新业务布局。净利润波动较大，主要是由于部分年度出现了较大的一次性损益如上市开支、汇兑亏损、商誉减值等。新冠疫情下，2020 年实现营收 21.9 亿，同比下降 8.7%，归母净利润为 1.08 亿，同比下降 33.3%，其中包含了 1.5 亿的商誉减值影响。

图 12: 现代牙科 2015-2020 年营收净利历史



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

2020H2 净利润创出历史新高，盈利能力复苏有望持续。将 2020 年的业绩表现拆解来看，下半年公司的经营情况有明显改善，净利润创出历史新高，达到 2.47 亿元，毛利率提升至 52%，净利率从先前的 6-8% 大幅提升至 19%。除了东莞工厂投产提振毛利率外，运营架构调整、营销投入减少、所得税开支下降（商誉减值可抵消）等也使得各项费用率有较明显下降。随着生产成本降低、高毛利产品占比增加、运营情况改善，公司盈利能力相较过往将有明显提升。

图 13: 现代牙科 2018H2-2020H2 各项经营指标对比



资料来源: 现代牙科业绩演示材料、国信证券经济研究所整理

业务模式：“传承+创新”！步入新发展阶段

传承“匠人精神”，市场及业务整合空间大

义齿的加工是一项传统“手艺活”。口腔修复是由医生和技工协调完成的诊疗工作，义齿加工商在医生所提供的模型和设计要求的指导下进行制作，具体流程复杂，涉及 10 多个步骤，包括 3D 打印、铸造、涂瓷、车瓷、上釉以及抛光等等。由于每一个病人的牙齿都是独特的，形状尺寸颜色各异，因此必须手工制作和打磨，无法完全流水线化生产。因此义齿的质量和品控需要很强的精细化运营能力，尤其是在现代牙科如此大规模生产下，公司却保证了极低的返工率，远低于行业平均水平。公司 CEO 魏志坚为牙科技师背景，曾任香港大学牙科学院牙科技师指导员，出版专著并在英国获得多项技师高级证书，在义齿领域有 53 年经验，魏先生 72 岁仍活跃在公司一线便是最好的“匠人精神”体现。

行业正不断整合，疫情加速淘汰小型技工室。由于国内人工成本的优势，有较多义齿生产需求转向国内市场，国内承担了全球很大一部分的义齿加工业务，生产企业主要分布在珠三角及长三角区域。广东省拥有义齿生产企业数量最多，2018 年达到 328 家，数量超过一百家的省达到 7 个。但行业在规范化、数字化趋势下正不断整合，集中度在缓慢提升，新冠疫情加速了这一过程。根据美国劳工局 (BLS) 数据，2004 年美国有 7855 家牙科技工室，2019 年下降到 5701 家，2020Q2 为 5522 家，新冠疫情正加速淘汰小型的技工室。根据全国牙科技工室协会 (NADL) 主任的表述，由于新冠疫情的经济影响，2020 年可能会看到 750-900 家技工室倒闭或被兼并而消失。因此，现代牙科在海外的市占率有望得到快速提升，抢占原先较难覆盖的牙医。

图 14: 境内各地区定制式义齿生产企业分布



资料来源：深圳市义齿行业现状及发展研究报告（2019 版）、国信证券经济研究所整理

图 15: 美国牙科技工所的数量持续下降



资料来源：GROUP DENTISTRY NOW、国信证券经济研究所整理

以合理对价并购，商誉减值风险可控。公司历史上进行超过 10 次并购，透过这些遍布当地并邻近客户的经销商或技工厂，可以提供更快捷、更有效的周转时间。公司在进行收购时，收购代价一般不大，且会谨慎考虑估值的性价比，一般在百万欧元级别，少数大型并购可达 3000 万欧元。最大的一笔并购来自于美国 MicroDental，收购代价达 6511 万美元，公司看好 MicroDental 集团 40 年的品牌历史、广泛的分销网络及其受高度培训及经验丰富的员工带来的协同效应。从现有商誉分布情况来看，商誉较高的项目均来自于 2015~16 年前的收购，经过超过 5 年的业务整合在非极端情况下运营稳健，减值风险较低。

表 5: 现代牙科历史收购对价情况

日期	被收购公司	收购代价	业务	商誉账面价值* (千港币)
2011年8月	Labocast	896万欧元	在法国及印度洋市场发展义齿器材生产及贸易	64,805
2013年7月	Quantum	256万加元	在加拿大发展义齿器材生产及贸易	11,153
2013年11月	Permadental	3023万欧元	在德国发展义齿器材贸易	280,056
2014年4月	Elysee	2987万欧元	在荷兰、比利时、丹麦及西班牙发展义齿器材生产及贸易	216,625
2013年6月	Gold & Ceramics	109万澳元	于澳洲销售义齿器材	334,814
2015年3月	SCDL	4339万澳元	于澳洲销售义齿器材	-
2016年4月	Precision	97.4万新西兰元及或然代价60万新西兰元	于新西兰销售义齿器材	-
2016年6月	Cenetry	45.6万澳元	于澳洲销售义齿器材	-
2016年9月	Dentrade	227万欧元	于德国及挪威买卖义齿器材	18,386
2016年10月	MicroDental	6511万美元	于美国销售义齿器材	265,560
2016年12月	Ratiodental	104万欧元	于德国销售义齿器材	-
2017年1月	Schmidt	111万欧元	于丹麦销售义齿器材	8,462
2017年2月	CDI	389万欧元	于瑞典销售义齿器材	31,661
2019年11月	DD Dental	54.6万欧元	于德国销售义齿器材	-

资料来源：现代牙科招股书、公司年报、国信证券经济研究所整理 注：商誉账面价值取自 2020 年年报

产能向低人工成本地区转移，越南工厂投产将进一步提升毛利率。义齿产品既是一个功能性产品，也是一个美学产品，技工成长需要在实际操作中通过经验积累提高技能，接触大量临床修复病例以实现技能的快速提升。成为高级技工一般需要 5 年以上实操经验，因此在义齿的生产中人工成本一般要占到所有成本的 55% 以上。为了降低人工成本，公司在广东东莞和越南新建生产基地，东莞一期已经于 2019 年投产，越南工厂预计今年可进行试生产，进一步降低生产成本，东莞二期已经开工建设，预计 2022 年可竣工。

表 6: 现代牙科生产基地建设规划及规模

生产基地	规划情况	规模
东莞一期生产基地	2016 年 12 月开始新建，2018 年建成，2019 年投入使用	第一期包括生产工厂大楼及员工宿舍大楼，共占地 16,575 平方米，总建筑面积为 47,707 平方米
东莞二期生产基地	2021 年 4 月动工，项目工期 450 天	项目工程占地 11000 平方米，总建筑面积 49500 平方米
越南工厂	2021 年预计完工，进行试生产，相关资本开支预算约 1000 万	招募 200-300 人

资料来源：公司公告、公司官网、国信证券经济研究所整理

创新业务布局，新管理层接班锐意进取

口扫、3D 打印、CAD/CAM 渐成主流，数字化应用渗透率加速提升。数字化软硬件正推动义齿在研发、设计、生产、加工及制造环节的技术革新，公司正在形成以口腔内扫描技术(CBCT)、计算机辅助设计制造(CAD/CAM)、自动化切削技术和 3D 打印技术的闭环生产体系。技术投入加大，生产变得更加高效且标准化。据深圳市义齿行业现状及发展研究报告（2019 版）统计，深圳市使用 3D 打印设备生产加工的义齿数量占比达 7.11%；使用 3D 切削设备生产加工的义齿数量占比超过 15%，义齿加工行业正加速向数字化、自动化发展。

图 16: 现代牙科洋紫荆生产车间



资料来源: 爱迪牙、洋紫荆牙科器材、国信证券经济研究所整理

表 7: 现代牙科 3D 打印设备车间



资料来源: 爱迪牙、国信证券经济研究所整理

口扫带动下的口腔数据电子化结合 CAD/CAM 技术提升义齿品质。口腔行业内出现了一批经营数字化设备的企业, 如 3Shape 公司可提供先进的口内数字印模系统, 并配套 CAD/CAM 解决方案。其一, 可将传统繁重的工作流程简化, 精简生产步骤, 有效提高工作效率, 降低生产成本; 其二, 降低企业对技师依赖程度, 降低用人成本, 荷兰牙科数字化技工厂 DTL Mediaan 创始人 Germen Versteeg 接受采访时曾表述: "以往一件义齿生产耗时接近一天, 使用数字化软件 (DENTAL SYSTEM) 后缩短到 2~2.5 小时.....30%-40%案例是口扫订单.....之前人工成本占比几乎等于 50%, 使用这个软件后人工成本占比下降到 20%"; 其三, 拓展具有优良性能的义齿原材料, 如具有良好的生物相容性及美观性的生物陶瓷、强度及韧性高的氧化锆陶瓷等, 以往受限于加工技术不足, 无法被生产加工为符合标准的义齿产品, 没有形成广泛应用。

图 17: 3Shape 义齿设计软件: 数字化方式创建全口义齿



使用数字化方式创建全口
义齿并提高生产力

3Shape 义齿设计软件的完善, 搭配新的制造工艺和耗材的改良, 使得技工所的数字化义齿业务得以广泛应用。我们智能的软件有助于快速、轻松且高效地生产全口义齿和局部义齿。

资料来源: 3Shape 官网、国信证券经济研究所整理

表 8: 3Shape 操作 DENTAL SYSTEM 2020 软件方案

软件方案	具体用途
Premium	设计所有适应症从牙冠牙桥直到咬合板、临时冠、数字化的微笑设计、Realview、套筒冠、桩核等
Crown & Bridge	设计全解剖形态、牙桥、内冠、基底冠及蜡型。使用 CAD Point 提供高级的适应症解决方案
RPD	适用于专门提供全口义齿和局部义齿的技工所
仅限扫描	通过数字化的便捷之路。接受 TRIOS 病例或扫描石膏模型数据并传递给外包设计服务中心
可选的附加模块以及 CAD Point 方案	使用附加模块为客户提供基台、种植杆卡和桥、模型、义齿等解决方案。或根据病例购买 CAD Point 支持软件包没有的适应症模块
Complete Restorative	获得 Premium 和 Removable 软件版本的适应症, 再加上可用的修复附加模块以具有吸引力的价格来设计基台、种植杆卡、模型等

资料来源: 3Shape 官网、国信证券经济研究所整理

公司已广泛应用 CAD/CAM 技术。公司于 2007 年已开始使用 CAD/CAM 技术, 2016 年已拥有四个主要数字化生产中心, 分别位于香港、美国、澳洲及德国。据罗兰贝格估计, 2014 年美国约 25% 的义齿器材采用 CAD/CAM 技术生产, 预计 2015~17 年, 应用占比将上升至约 28%~33%。公司各地的数字生产中心

会优先处理偏好本地化生产义齿患者的订单，以缩短周转时间。

与多个知名品牌达成业务合作，提升终端覆盖能力。公司曾于全球种植牙龙头士卓曼合资成立 STM Digital 生产高品质的定制化义齿，成立 Peak Dental Solutions 以利用公司在香港及澳门的牙科分销能力向当地诊所独家出售士卓曼产品。此外，公司还与相应专业厂商达成了防龋器和数字导航的合作。终端覆盖能力也在不断提升，洋紫荆在 2021 年陆续和摩尔口腔、拜博集团达成战略合作协议，为其提供义齿设计和加工服务。

表 9：现代牙科与其他厂商或医疗机构合作情况

时间	合作伙伴	合作情况
2017 年	士卓曼 (Straumann)	合作成立 STM Digital，旨在于中国市场从事生产客制化义齿，于 2018 年上半年末于市场推出
2017 年	Oventus Medical	与防龋器创新公司 Oventus Medical 订立策略性分销协议，为美国市场增加额外收益来源并为全球客户提供新产品
2019 年	士卓曼 (Straumann)	与士卓曼合资成立 Peak Dental Solutions，进入香港及澳门牙科器材分销市场，向当地牙科诊所独家出售士卓曼产品
2020 年	诺保科	诺保科与与洋紫荆签订数字化导板的战略合作
2021 年	泰康拜博集团	泰康拜博成功中标拜博的义齿加工全国合作伙伴
2021 年	珠海摩尔口腔	洋紫荆与珠海摩尔口腔签订战略合作协议

资料来源：公司公告、公司官网、国信证券经济研究所整理

新一代管理层接班，均为高学历海归背景。2021 年完成新老管理层换届，原执行董事陈奕朗接替陈冠峰成为董事会主席，原执行董事兼营运总监魏志豪接替陈冠斌成为董事会副主席，一代创业者中魏志坚仍担任 CEO 职务。陈奕朗具有海外留学经历，有 MBA 和牙齿修复美学双硕士学位，2014 年加入集团，曾负责东南亚业务的策略规划和市场推广，并负责隐形矫治器业务和产品研发的全球性战略。魏志豪为法学和营销背景，于义齿领域拥有逾 14 年经验。海外各地均由具备丰富从业经验的职业经理人直接负责业务。新一代管理层锐意进取，职业经理人体系健全，有望引领公司步入快速发展轨道。

表 10：公司高管团队简介

	姓名	年龄	职位	简介
一代创业者	陈冠峰	66	前董事会主席	牙科技师，在义齿领域拥有逾 30 年经验。
	陈冠斌	63	前董事会副主席	公司创始人；牙科技师，在义齿领域拥有逾 30 年经验；负责本集团的整体策略规划及管理（陈冠峰胞弟）
	魏圣坚	72	CEO	1996 年加入集团；牙科技师，于义齿领域拥有逾 53 年经验；负责本集团的整体策略规划及企业经营政策
新一代核心管理层	魏志豪	43	董事会副主席及营运总监	2006 年加入集团；澳洲墨尔本大学法学学士、应用商学（营销）硕士，香港城市大学 MBA；于义齿领域拥有逾 14 年的经验（魏圣坚儿子）
	陈志远	36	子公司主席、总经理	2011 年加入集团；加拿大南阿尔伯特理工学院工商管理专业；负责洋紫荆的业务发展、客户服务及日常营运（陈冠峰儿子）
	陈奕朗	34	董事会主席	2014 年加入集团；负责本集团东南亚业务的策略规划、销售及市场推广，负责隐形矫治器业务，产品研发的全球性战略规划；加拿大卡尔加里大学生物科学学士、香港大学牙医学士、英国赫瑞瓦特大学工商管理硕士、曼彻斯特大学牙齿修复美学理科硕士（陈冠斌儿子）
其他高管	陈奕茹	33	营销总监	2014 年加入集团；在营销领域有超过 10 年经验，负责集团的整体营销；加拿大卡尔加里大学哈斯卡尼商学院商学士（陈冠斌女儿）
	August Wilhelm Torsten Schwafert	56	Modern Dental Europe 行政总裁	2014 年加入集团；主要负责领导本集团于欧洲的业务，拥有逾 28 年管理经验及于欧洲牙科行业拥有广泛的人脉
	Gregory Scialom	46	Labocast SAS 总裁	负责法国及印度洋业务；于 Labocast SAS 拥有逾 20 年的义齿领域相关经验
	James Squirrel	48	Modern Dental Pacific 行政总裁	负责澳洲及新西兰的业务；担任财务主任拥有逾 13 年经验
	Laura Kelly	58	MicroDental Lab 行政总裁	负责引北美的业务；于牙科领域拥有逾 30 年经验

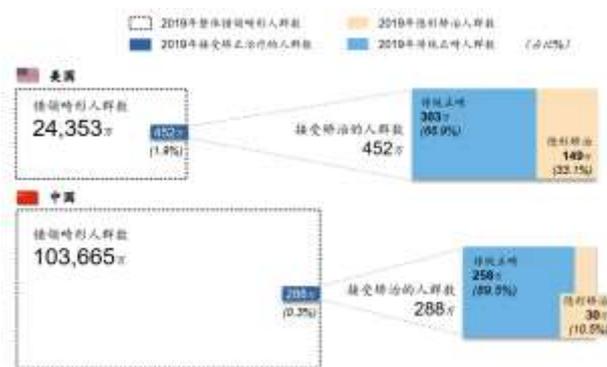
资料来源：公司公告、公司年报、国信证券经济研究所整理

隐形正畸：微笑时代，新秀入局

千亿赛道空间广阔，具备“医疗+科技+消费”复合属性

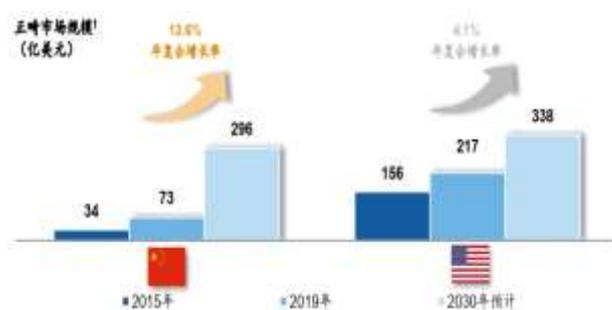
隐形正畸渗透率较低，2030年预计国内正畸市场规模接近300亿美元。2019年国内正畸整体案例数约300万，治疗率为0.3%，其中隐形正畸案例数接近30万，渗透率约10%。对标美国（2%的治疗率，30%的隐形正畸渗透率），国内隐形正畸案例数有10倍以上成长空间，终端市场规模接近300亿美元。隐形矫正当前主要受众群体为20-35岁女性，有爱美需求同时具备支付能力，驱动治疗渗透率快速提升。此外，儿牙正畸市场也在高速增长。

图 18：中美错颌畸形及隐形矫治人群数对比



资料来源：时代天使 NDR 材料、国信证券经济研究所整理

图 19：中美正畸市场规模比较（亿美元）



资料来源：时代天使 NDR 材料、国信证券经济研究所整理

核心竞争力：“材料+设计+品牌”的多维度综合能力

“材料+设计+品牌”缺一不可，龙头公司具备较强先发优势。隐适美和时代天使各占据国内40%的市场份额，龙头地位突出。隐形矫治器的膜片材料是矫治力的基础，隐适美拥有SmartTrack专利材料，其余厂商一般使用TPU或PET-G材料，大多数对标隐适美上一代EX30的材料构成和设计理念。矫治方案设计是治疗的核心环节，隐适美和时代天使的数据库拥有最庞大的案例数据库，并配备了专门的医学设计团队，大大降低全科牙医的工作难度，其余厂商仍有差距，需要更多时间积累数据；品牌认知度上两大龙头品牌地位突出，时代天使和隐适美分别于2003年和2010年在国内推出产品，牵头医生培育和 market 开发工作，与行业内的KOL实现强绑定，一定程度上占领了消费者心智。

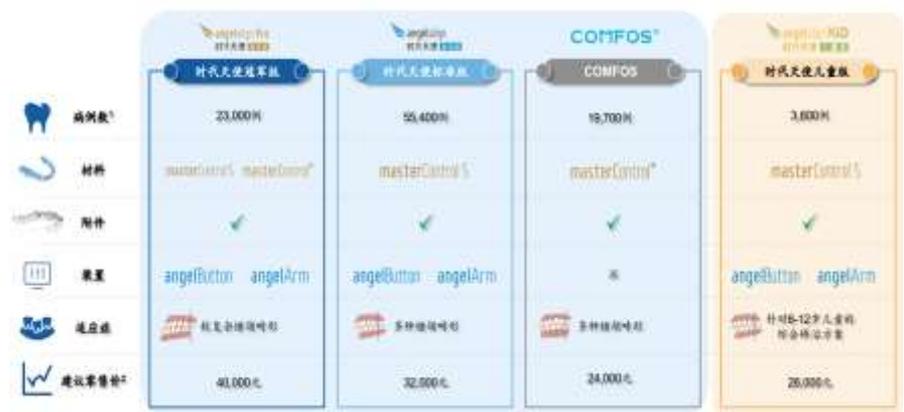
表 11: 国内龙头隐形矫治器龙头厂商对比

厂商		隐适美	时代天使
产品系列		3 个系列: Lite、Moderate、Comprehensive 2 个独立产品: iGO、First2	标准版 (2006 年)、冠军版 (2016 年)、COMFOS (2017 年)、儿童版 (2019 年)
销量及市场份额		★★★ 2019/20 年案例数: 13.2/13.9 万例 (市占率 41.4%)	★★★ 2019/20 年案例数: 12/13.8 万例 (市占率 41.0%)
材料		★★★ 2013 年推出 Smart Track, 拥有专利, 进行蓝胶测试, 可提供舒适而持续的矫治力	★★ Master Control, TPU 材料, 具备自适应性、记忆性、超弹性、抗撕裂性等多项性能
设计 & 生产	附件 & 设计软件	★★★ Smart Force	★★★ Master Force
	数据库	★★★ Smart Stage 全球数据库近千万案例, 覆盖绝大部分复杂病例	★★ Master Engine, 拥有最大的亚洲病例数数据库的厂商之一
	设计团队	★★ 医学设计团队原先在海外, 沟通流程长, 且以技师为主; 开始在国内建立团队	★★★ 拥有超过 400 人的医学设计团队, 3-4 个工作日完成方案设计, 以医师为主, 强有力赋能终端医生
	生产	★★★ 在四川资阳建立第二个全球生产基地, 智能化生产基地已于 2020 年投产	★★★ 在无锡建立中国首个矫治器 3D 打印基地, 在无锡创美基地扩产, 产能预计达 1 亿副
品牌	销售策略/品牌定位	大型公立医院及民营连锁的专业正畸医生基本必备的进口品牌; 以高定价和强大品牌占据高端客群	公立医院及民营连锁的专业正畸医生基本配备的国产品牌; 多产品线差异化定位, 销售灵活; 有力赋能全科医生, 粘性强
	覆盖医生	★★★ 覆盖近 2 万名医生	★★★ 2020 年底覆盖 19,900 名医生
	品牌认可度	★★★	★★

资料来源: 隐适美官网、时代天使官网、时代天使招股书、国信证券经济研究所整理

时代天使为国产隐形正畸标杆厂商。时代天使成立于 2003 年, 2020 年新增案例数近 14 万, 市占率为 41%, 与隐适美不相上下。公司目前拥有完善的产品梯队定位低中高端 (儿童版/COMFOS-标准版-冠军版), 不断扩大可及市场。时代天使拥有超过 400 人的专业医师团队协助设计方案, 服务口腔医生, 有良好的医生忠诚度。生产技术层面, 公司部署了最先进的 3D 打印机, 生产效率远高于行业平均, 后续将新建无锡创美基地, 产能有望提升至 1 亿副/年。

图 20: 时代天使产品系列简介



资料来源: 时代天使 NDR 材料、国信证券经济研究所整理

现代牙科 TrioClear 优势：独特三步矫正法和全球医生网络

TrioClear 正在全球推广，具备独特优势。公司的隐形矫治器产品 TrioClear（透舒丽）于 2020 先后在香港、澳洲和欧洲推出。与传统牙套相比，TrioClear 采用了独特的 3 步方案，要求患者在疗程中替换三层渐进厚度的牙套，循序渐进地持续改善牙齿状况，同时结合独家的 TrioDim Force 技术，透过牙套内的小凹痕，减少使用附件，节省诊疗时间。

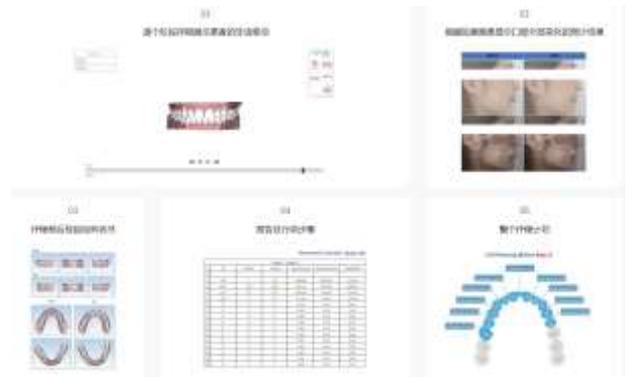
有效利用公司现有医生网络推广 TrioClear。现代牙科目前在全球覆盖 2 万名牙科医生，并通过过往的义齿加工服务实现了强有力的绑定。公司将借助于现有的医生网络推广试用 TrioClear，相较其他的隐形矫治器供应商而言有较强的渠道优势。TrioClear 在香港市场维持高品质的形象，定价水平与隐适美等龙头品牌相差不大，公司预计每位牙医潜在贡献年销售额约 4 万港元。隐形矫治器业务将成为公司营收增长的又一重要发力点。

图 21: TrioClear 优势

金属牙箍	常规透明牙套品牌	透舒丽™
无法更换	7-14日更换	3-9日更换
金属外观	能见且易触的附件	利用TrioDim Force技术，将附件数量减至最少
不可拆卸的金属附件	可拆卸的单一物料	可拆卸的多元物料，可允许疗程使用十分纤薄的牙套

资料来源：TrioClear 官网、国信证券经济研究所整理

图 22: TrioClear 疗程概览



资料来源：TrioClear 官网、国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提及盈利预测

我们的盈利预测基于以下假设条件:

1. 业绩复苏趋势明确,2020年Q3公司整体同比增长5.8%,Q4同比增长8.1%;疫情加速淘汰小型技工厂,公司市占率提升,低基数效应下各块业务有望实现快速增长。其他器材中的隐形矫治器 TrioClear 伴随覆盖医生数量稳步增加,将成为营收重要增长点;
2. 东莞一期工厂已经投产,越南工厂预计明年投产,人工成本有望下降;高毛利产品如隐形矫治器销售占比提升,将推动毛利率持续上行;
3. 销售费用率和财务费用率假设延续 2020H2 的经营情况,保持稳定;运营架构完成优化,美国 MicroDental 逐步扭亏,管理费用率下降
4. 所得税率逐步回到 20%的中枢水平;商誉减值风险较低。

表 12: 现代牙科盈利预测

单位: 万港币	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	备注
营业收入	218,129	231,547	239,955	219,021	264,793	295,610	325,461	1. 2020 年受疫情影响,存在低基数效应;从 Q3 开始,公司业务明显修复, Q3 同比增长 5.8%, Q4 同比增长 8.1%, 预计各项业务将延续该趋势; 2. 美国、欧洲市场小型竞争对手的退出提升公司市占率;香港地区复产复工推动大中华地区营收增长 3. 其他器材包括正畸类器材、防龋器及运动防护口腔, 隐形矫治器 TrioClear 已于 2020 年推出,覆盖医师数量稳步提升, 贡献收益; 4. 其他业务包含原材料收益、牙科设备收益及服务收益,涉及合作厂商的代理业务等; 5. 东莞一期工厂已经投产,越南工厂预计明年投产,人工成本有望下降,毛利率持续提升; 6. 销售费用率和财务费用率保持稳定;运营架构完成优化,美国 MicroDental 逐步扭亏,管理费用率下降 7. 商誉减值风险小,所得税率维持在 20%左右
yoy	32.83%	6.15%	3.63%	-8.72%	20.90%	11.64%	10.10%	
固定义齿	157,559	166,446	168,242	151,608	178,140	194,172	207,764	
yoy	39.0%	5.6%	1.1%	-9.9%	17.5%	9.0%	7.0%	
活动义齿	41,700	45,130	46,010	40,333	47,996	52,796	57,020	
yoy	17.2%	8.2%	1.9%	-12.3%	19.0%	10.0%	8.0%	
其他器材	17,247	17,913	20,373	18,081	26,059	32,265	40,206	
yoy	26.5%	3.9%	13.7%	-11.2%	44.1%	23.8%	24.6%	
其他业务	1,624	2,058	5,330	8,998	12,598	16,377	20,471	
yoy	0.8%	26.7%	159.0%	68.8%	40.0%	30.0%	25.0%	
毛利率	48.66%	46.61%	48.05%	49.77%	52.80%	53.50%	54.20%	
其他收入、收益及亏损	2,391	1,134	1,474	2,739	1,627	1,816	1,999	
销售费用	-26,593	-27,514	-29,435	-25,141	-29,524	-32,665	-35,638	
销售费用率 (%)	12.19%	11.88%	12.27%	11.48%	11.15%	11.05%	10.95%	
管理费用	-58,653	-63,056	-61,573	-55,582	-56,666	-62,374	-68,184	
管理费用率 (%)	26.89%	27.23%	25.66%	25.38%	21.40%	21.10%	20.95%	
融资成本	-2,858	-5,152	-3,790	-3,370	-2,913	-3,281	-3,743	
财务费用率 (%)	1.31%	2.23%	1.58%	1.54%	1.10%	1.11%	1.15%	
其他经营开支	-158	-1253	-1718	-56	-1,896	-2,116	-2,330	
商誉减值				-15,013				
联营公司损益	-129	-193	-50	-154	-55	-90	-140	
税前溢利	20,151	11,900	20,201	12,422	50,383	59,441	68,364	
所得税开支	-4,416	-3,576	-4,156	-1,657	-10,077	-11,888	-13,673	
所得税率 (%)	21.91%	30.05%	20.57%	13.34%	20.00%	20.00%	20.00%	
净利润	15,735	8,324	16,045	10,765	40,307	47,553	54,691	
净利率 (%)	7.21%	3.59%	6.69%	4.92%	15.22%	16.09%	16.80%	
yoy	52.68%	-47.10%	92.76%	-32.91%	274.42%	17.98%	15.01%	
EBITDA	32,000	26,545	39,154	44,255				
EBITDA/营收	14.67%	11.46%	16.32%	20.21%				

资料来源: Wind、公司年报、国信证券经济研究所整理及预测

按上述假设条件,预计公司 2021-23 年收入分别为 26.48/29.56/32.55 亿港元,净利润 4.03/4.76/5.47 亿港元,利润年增速分别为 274%/18%/15%。

盈利预测的敏感性分析

我们做了不同情景下营业收入和净利润增长情况，如下所示：

表 13：盈利预测的情景分析

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
乐观情景：					
营业收入(百万元)	2,400	2,190	2,694	3,039	3,376
(+/-%)	3.6%	-8.7%	23.0%	12.8%	11.1%
净利润(百万元)	162	108	596	696	796
(+/-%)	89.2%	-33.3%	453.0%	16.9%	14.3%
摊薄 EPS	0.17	0.11	0.62	0.73	0.83
中性情景：					
营业收入(百万港币)	2,400	2,190	2,648	2,956	3,255
(+/-%)	3.6%	-8.7%	20.9%	11.6%	10.1%
净利润(百万港币)	162	108	402	474	545
(+/-%)	89.2%	-33.3%	273.1%	17.9%	15.0%
摊薄 EPS	0.17	0.11	0.42	0.49	0.57
悲观情景：					
营业收入(百万港币)	2,400	2,190	2,602	2,875	3,136
(+/-%)	3.6%	-8.7%	18.8%	10.5%	9.1%
净利润(百万港币)	162	108	223	272	321
(+/-%)	89.2%	-33.3%	106.8%	22.1%	17.7%
摊薄 EPS	0.17	0.11	0.23	0.28	0.33
总股本(百万股)	960	960	960	960	960

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

估值与投资建议

考虑公司业务特点，采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值

绝对估值：10.93-11.88 港币

我们使用 FCFF 模型进行估值，关键假设如表 30 所示，WACC=9.63%，永续增长率=2%：

表 14：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.0	T	20.00%
无风险利率	3.50%	Ka	9.68%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	1.03
公司股价（港币）	8.17	Ke	10.17%
发行在外股数（百万）	960	E/(D+E)	90.94%
股票市值(E, 百万人民币)	7840	D/(D+E)	9.06%
债务总额(D, 百万人民币)	781	WACC	9.63%
Kd	5.30%	永续增长率（10年后）	2%

资料来源：国信证券经济研究所假设

表 15：现代牙科未来十年预测及 FCFF 估值

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	TV
EBIT	536	631	726	792	856	917	973	1,032	1,095	1,162	
所得税税率	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	
EBIT*(1-所得税税率)	429	505	581	633	685	733	778	826	876	929	
折旧与摊销	123.1	131.7	139.7	146.3	151.2	155.1	158.6	162.0	165.4	168.8	
营运资金的净变动	251.3	2.4	(7.9)	37.2	18.5	19.3	20.2	19.7	19.1	18.5	
资本性投资	(150.0)	(150.0)	(105.0)	(73.5)	(51.5)	(51.5)	(51.5)	(51.5)	(51.5)	(51.5)	
FCFF	653	489	607	743	803	856	905	956	1,009	1,065	14,238
PV(FCFF)	596	407	461	515	507	493	476	458	441	425	5,677
核心企业价值	10,455.7										
减：净债务	(465.3)										
股票价值（港币）	10,921.0										
每股价值（港币）	11.38										

资料来源：公司数据、国信证券经济研究所预测

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，表 32 是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析

表 16：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（港币）

11.38	WACC 变化					
	9.2%	9.4%	9.6%	9.8%	10.0%	
永续增长率变化	2.6%	12.67	12.28	11.92	11.58	11.26
	2.4%	12.45	12.08	11.73	11.41	11.10
	2.2%	12.24	11.88	11.55	11.24	10.94
	2.0%	12.04	11.70	11.38	11.08	10.79
	1.8%	11.85	11.53	11.22	10.93	10.65
	1.6%	11.68	11.36	11.06	10.78	10.51
1.4%	11.51	11.21	10.92	10.64	10.38	

资料来源：国信证券经济研究所分析

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得到公司的合理价值区间为

10.93-11.88 港币。

相对估值：10.52~12.60 港币

选取 AH 股中上游牙科耗材或骨材料相关同类医药公司作为可比公司，正海生物深耕再生医学，口腔修复膜为其核心产品之一，且近期与江苏创英合作代理其种植体；国瓷材料是陶瓷粉体龙头，已实现氧化锆粉体、瓷块、义齿/牙冠、数字化口腔和爱尔创种植牙的全产业链布局；奥精医疗是矿化胶原人工骨修复材料的领导者，其产品可用于口腔骨缺损的填充和再生修复。可比公司 2021 年平均 PE 为 89X，由于可比公司具体业务布局、成长性、AH 股流动性均存在差异，给予现代牙科 2021 年 25~30X PE，对应估值为 101~121 亿港币，对应合理股价为 10.52~12.60 港币。

表 17：口腔医疗赛道可比公司估值比较

代码	简称	股价 (21/05/31)	EPS (人民币/港币)				PE				PEG (21E)	ROE* (20A)	总市值 (亿元)
			20A	21E	22E	23E	TTM	21E	22E	23E			
300653.SZ	正海生物	73.08	0.99	1.33	1.69	2.17	61.4	54.9	43.2	33.7	1.45	17.8%	88
300285.SZ	国瓷材料	52.10	0.60	0.77	0.96	1.18	81.1	67.8	54.4	44.3	2.16	12.5%	523
688613.SH	奥精医疗	133.33	0.89	0.93	1.25	1.70	166.3	143.4	107.1	78.3	4.44	14.3%	178
	均值						102.9	88.7	68.2	52.1	2.68		
3600.HK	现代牙科	8.17	0.15	0.42	0.49	0.57	72.7	19.5	16.5	14.4	0.29	11.7%	64

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理和预测

注：港股股价、EPS、总市值以港币计价，ROE 为扣除非经常损益后计算，除了现代牙科为国信预测外，其余皆为 Wind 一致预测

投资建议：义齿加工龙头，隐形正畸新秀，推荐“买入”

现代牙科是国际化的义齿加工龙头，精细化运营能力强，产能向低人工成本地区转移提升产品毛利；顺应数字化潮流推动生产、设计流程革新，疫情下加速淘汰行业内小型玩家，公司市占率稳步提升；推出隐形矫治器新业务，借助现有医生渠道协同销售；新一代管理层接班，兼具“匠人精神”和创新理念，锐意进取。海外业务基本整合完成，盈利能力有望触底反弹。

预计 2021-23 年归母净利润为 4.02/4.74/5.45 亿港币，利润年增速分别为 273%/18%/15%，当前股价对应 PE 20/17/14X。综合来看，绝对估值在 10.93-11.88 港币，相对估值在 10.52~12.60 港币，取平均值，我们认为公司合理股价在 10.73~12.24 港币，相对于公司目前股价（2021-05-31）有 31%-50% 溢价空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值 10.73~12.24 港币之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 3.5%、风险溢价 6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的种植或骨修复材料公司进行比较，选取了可比公司 2021 年平均动态 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司的行业地位、商业模式和成长性，对行业平均动态 PE 进行修正，可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

盈利预测中假设公司义齿市占率持续提升，美国业务扭亏提升盈利能力，隐形矫治器推广顺利。但实际可能受到市场竞争加剧、美国业务经营不当或新产品销售不及预期导致盈利预测与实际经营业绩产生较大偏差。

政策风险

公司所处行业是政策监管非常强的行业，可能由于合规监管执行力度超预期，进而影响公司的销售，使公司未来 3 年销售收入/利润不及预期的风险。

经营风险

公司海外收入占比接近 80%，贸易摩擦加剧可能影响义齿产品销售。中美贸易摩擦加剧造成产品关税上升或被纳入禁止进口名单，可能会对营收产生较大影响。

财务风险

商誉减值风险。公司 2020 年计提 1.5 亿港币的商誉减值，年末商誉账面价值为 12.4 亿港币，若各地业务经营不善，可能造成商誉减值风险。

汇兑损益。公司海外收入占比接近 80%，若外币相对港币大幅贬值，将会产生较大的外汇亏损。

市场风险

新产品销售下滑对公司产品销售产生负面影响，从而导致公司未来销售收入/利润不及预期的风险。公司已推出 TrioClear 隐形矫治器，新业务收入可能受产品质量、销售能力、竞品情况影响，在临床的推广中存在不确定性。

其它风险

海外新冠疫情持续扩散导致欧洲、美国、澳洲销售受到负面影响。公司接近 80% 的收入来源于海外，若新冠疫情持续扩散，部分医疗机构可能停业，海外业务运营受到影响，销售可能不及预期。

医疗事故风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	698	1241	1721	2299	营业收入	2190	2648	2956	3255
应收款项	560	585	677	765	营业成本	1100	1250	1375	1491
存货净额	128	127	143	157	营业税金及附加	0	0	0	0
其他流动资产	5	5	6	7	销售费用	251	295	327	356
流动资产合计	1391	1958	2547	3227	管理费用	556	633	691	749
固定资产及其他	519	613	698	730	财务费用	(35)	29	33	37
无形资产	1670	1603	1536	1469	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	85	85	85	85	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0
长期股权投资	1	6	11	16	其他收入	(193)	83	84	85
资产总计	3665	4264	4877	5527	营业利润	124	523	616	707
短期借款及交易性金融负债	188	108	134	143	营业外净收支	0	(19)	(21)	(23)
应付款项	142	131	152	167	利润总额	124	504	594	684
其他流动负债	272	508	559	607	所得税费用	17	101	119	137
流动负债合计	601	747	844	918	少数股东损益	(0)	1	2	2
长期借款及应付债券	673	673	673	673	归属于母公司净利润	108	402	474	545
其他长期负债	134	184	224	254					
长期负债合计	807	857	897	927	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1409	1604	1742	1845	净利润	108	402	474	545
少数股东权益	9	10	11	13	资产减值准备	0	0	0	0
股东权益	2248	2650	3124	3669	折旧摊销	45	123	132	140
负债和股东权益总计	3665	4264	4877	5527	公允价值变动损失	50	0	0	0
					财务费用	(35)	29	33	37
关键财务与估值指标					营运资本变动	(15)	251	2	(8)
每股收益	0.11	0.42	0.49	0.57	其它	(0)	1	1	2
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	188	777	610	679
每股净资产	2.34	2.76	3.26	3.82	资本开支	(20)	(150)	(150)	(105)
ROIC	10%	19%	23%	26%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	5%	15%	15%	15%	投资活动现金流	(11)	(155)	(155)	(110)
毛利率	50%	53%	54%	54%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	13%	20%	21%	22%	负债净变化	(23)	0	0	0
EBITDA Margin	13%	25%	26%	27%	支付股利、利息	0	0	0	0
收入增长	-9%	21%	12%	10%	其它融资现金流	174	(80)	26	9
净利润增长率	-33%	273%	18%	15%	融资活动现金流	128	(80)	26	9
资产负债率	39%	38%	36%	34%	现金净变动	304	543	481	578
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	394	698	1241	1721
P/E	72.75	19.50	16.54	14.39	货币资金的期末余额	698	1241	1721	2299
P/B	3.49	2.96	2.51	2.14	企业自由现金流	255	653	489	607
EV/EBITDA	32.71	14.33	12.56	11.19	权益自由现金流	436	545	489	592

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032