

“牙科铁公鸡”通策医疗毁灭记：上市 18 年仅分红 1.9 亿， 千亿市值暴跌 9 成！

导语：实控人连收 2 封警示函。

作者：市值风云 App：白猫

随着监管层对“突出回报要求”的政策导向越来越清晰，原先一些股东回报意识淡薄、“死猪”不怕开水烫的公司迎来了“铁树开花”般的转变，比如今天的主角——素有“铁公鸡”之称的通策医疗（600763.SH）。

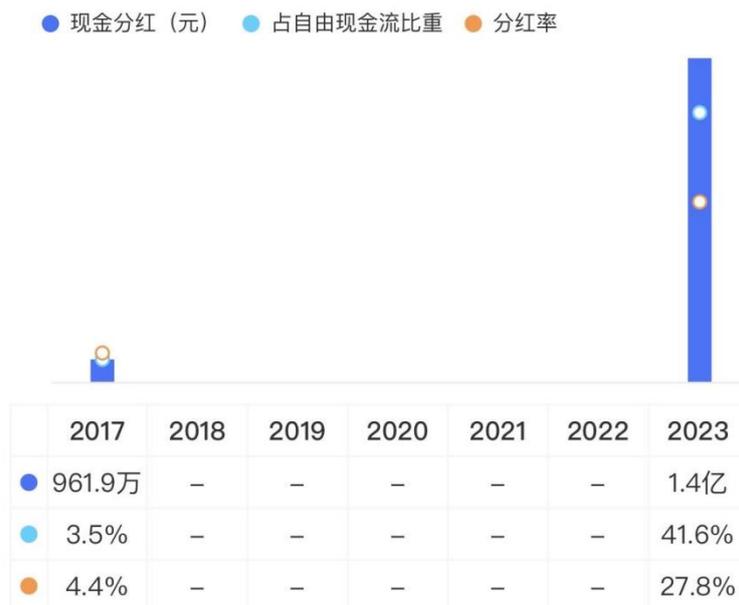
2017 年，证监会称将进一步加强监管，研究制定对付“铁公鸡”的硬措施，对具备分红能力而不分红的公司进行监管约谈。

对此，已借壳上市数十年不分红的通策医疗立刻发布《关于变更 2016 年度利润分配方案的公告》，首次掏出 3847.7 万元进行现金分红，接着 2017 年又掏出 900 多万，两次总计不到 0.5 亿。



(来源：市值风云 APP)

时隔 5 年，在监管压力下，公司掏出 1.4 亿巨款进行分红，现金分红比率 28%。



(来源：市值风云 APP)

但股民似乎已经被熬的没啥期待了，公司的股价早已被打回原形，从 2021 年中至今，公司的市值近乎蒸发 9 成！



(来源：市值风云 APP)

公司到底经历了什么？

一、营收增长失速，中高价市场竞争力不强

2006 年公司借壳上市，乘着公立医院改制的东风顺势崛起，并凭着“区域总院+分院”以及区域医院集团化的发展模式实现高速扩张。2006-2021 年，公司营收 CAGR 近 38%。

当然这背后离不开口腔医疗市场需求、供给、政策、资本端的共同推动。

口腔医疗服务市场兼具医疗和消费属性，在我国作为一种新消费，目前还处于市场发展早期。根据公司年报数据测算，2015-2020 年行业市场规模年复合增速为 9.6%。

然而到了 2022 年，公司高速增长的气势戛然而止，这一年也成为了公司的分水岭，营收出现下滑。随后的 2023 年以及今年第一季度营收增速仅在 5%左右，营收分别为 28.5 亿、7.1 亿。



(来源：市值风云 APP)

这是为何？

公司的营收来源于种植、正畸、儿科、修复以及综合。这 5 大板块的营收分布常年较为稳定，前 4 个板块各自的营收占比在 16%-20%之间，剩下的大综合略高一些，2023 年营收占比为 28%。

业务类型 (科室)	2023 年		2022 年		同比增长
	主营业务收入	收入占比	主营业务收入	收入占比	
种植	47,886.00	17.81%	44,774.00	17.40%	6.95%
正畸	49,891.00	18.56%	51,506.00	20.02%	-3.14%
儿科	49,948.00	18.58%	48,542.00	18.87%	2.90%
修复	45,551.00	16.94%	42,683.00	16.59%	6.72%
大综合	75,571.00	28.11%	69,756.00	27.11%	8.34%

(来源：通策医疗年报)

从门诊量以及客单价来看，前期公司的高增长来自于量价齐升，其中门诊量的增长是最大驱动因素。

最近两年营收增长失速的主要原因是客单价在 2021 年达到顶峰后，2022 年和 2023 年连续两年出现下降，降幅分别为 7%和 8%。

通策医疗	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
营收增速	31%	23%	10%	33%	-2%	5%
门诊量增速测算	17%	15%	3%	28%	5%	14%
客单价增速测算	10%	6%	9%	3%	-7%	-8%

(来源：通策医疗年报 制表：市值风云 APP)

客单价下降的第一个直接原因是种植牙收费体系规范的冲击。

2022年9月，国家医保局发布《关于开展口腔种植医疗服务收费和耗材价格专项治理的通知》，这意味着全国范围的种植牙集采正式启动，并同步调控和规范口腔种植服务收费。

根据东吴证券，服务价格降幅在25%-50%左右。

价格调控基准为4500元，非一刀切标准，体现技术及服务价值，项目收费更加明确透明。服务项目整合为“诊疗检查+种植体植入+牙冠置入”，将三级公立医院种植牙医疗服务部分的价格调控目标确定为4500元。此前，公立医疗机构单颗种植牙的平均服务费为6000元，降价后按照4500元的服务费计算，降价幅度25%，某些省市服务费超过9000元，降幅达50%。

(来源：东吴证券)

2023年4月种植牙集采政策全面落地，经过测算公司的种植牙平均单价较2022年下降约27%，如果相比2021年，这个降幅来的更大。

第二个根本原因是公司中高价市场的竞争力不强且对客户的定价权变弱。

公司称其在中高价的市场优势明显，而为了进入低价市场以实现增长，从2021年相继推出了低价项目。

随着口腔市场的扩容，社会资本不断进入口腔医疗服务行业，增加口腔医疗机构之间的竞争，但中国的口腔市场是万亿级的市场，大部分老百姓口腔医疗需求没有得到激发、引导和满足。当前口腔市场存在多样化的诊疗需求，其中低价市场竞争最为激烈，公司在中高价市场优势明显，但低价市场进入较晚，目前占有率仍不高，且公司对于低价市场的战略仍处于探索深入阶段，因此，在该领域的增长存在一定的不确定性。公司将在做好中高价市场的前提下切入低价市场，保证公司盈利能力稳定。

根据新的消费形势，我们将进一步调整医院布局，增加中低服务产品的供给。原定紫金港头面部医院改为杭州口腔医院城西院区总部，并

(来源：通策医疗 2023 年报)

这种说法貌似很有道理，而且也符合口腔种植市场“拼多多”模式的流行趋势。

应症和其他医学问题。一些机构开启流水线种植模式，极端地偏离了种植牙的医疗本质，以消化绝大部分新增的、对价格极度敏感的、缺乏医疗知识的消费群体。口腔种植市场的拼多多模式，长远来看，其影响要超过集采政策。

(来源：通策医疗 2023 年报)

但是，公司直到去年底共拥有 84 家医疗机构，市场份额也才 1.8%。**如果在这么低的基数上都只能往低价走，就充分说明了所谓的高价市场优势不具备可扩张性，对客户的定价权不强。**

所以说，从逻辑上讲，公司的“故事”有些自相矛盾。

公司虽是国内民营口腔医疗服务龙头，但根据瑞尔集团 (06639.HK) 年报，2023 年国内口腔医疗服务市场规模约为 1500 亿元，由此测算公司市场份额也仅为 1.8%，与 2021 年一样，与同行拉不开太大差距。

二、民营市场高度分散，省外扩张难

说到市场格局，民营口腔市场高度分散。

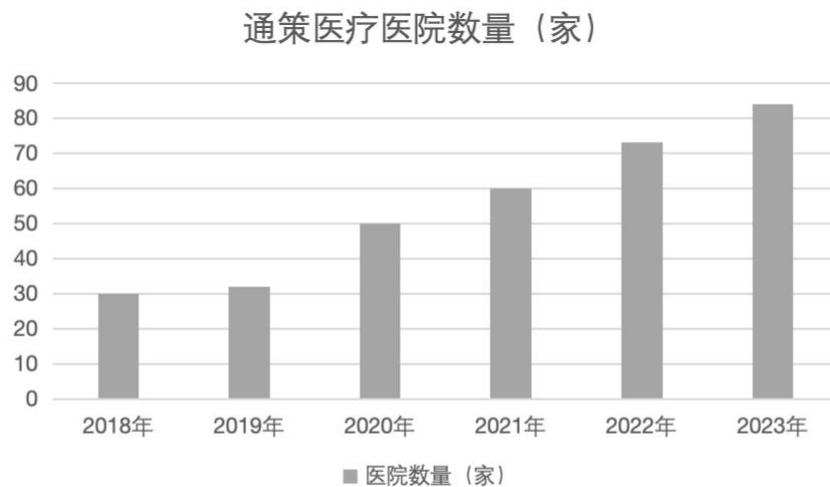
2022 年十大民营口腔医疗服务提供商的市场份额仅占民营市场的 13.6%，其中前五名的大本营分别盘踞在浙江、广东、上海、北京以及江苏这样经济发达的地区。

这主要源于国内民营口腔医疗机构主要由口腔诊所组成，对运营、监管以及资本要求较低。因此民营口腔诊所地域分布更广，同时数量也比公立机构多。

根据瑞尔集团招股书, 2020 年民营口腔诊所整体占国内口腔医疗服务市场总额的 52%。

公司的大本营就在浙江, 经过这么多年的“跑马圈地”, 公司已在浙江立足, 同时不断向省外扩张。

虽然公司未披露省内、省外医院的具体数量, 但是从扩张区域来看, 公司已经从浙江逐步扩张到江苏、湖北、陕西、云南、湖南、河北等地, 2023 年合计拥有 84 家医疗机构, 2018 年这一数量为 30 家, 2021 年为 60 家。



(来源: 通策医疗年报 制图: 市值风云 APP)

相比之下, 长期以来公司浙江省内的营收占比在 9 成以上, 省外市场难以打开局面。

通策医疗分地区营收（亿元）



(来源: Choice 终端 制图: 市值风云 APP)

首先，搞清楚公司最初能成功的原因很关键。

通策医疗这么多年来之所以能在浙江成功扩张，有一个很大原因是背靠原有公立医院的资质。其中杭州口腔医院（以下简称为杭口医院）最为典型，是公司主要的利润来源。

公司名称	公司类型	所处行业	主要产品	注册资本	总资产	净资产	营业收入	净利润
杭州口腔医院集团有限公司	有限责任	医疗服务	口腔医疗	47,700,000.00	1,452,892,940.28	1,082,568,654.55	578,058,573.92	247,724,468.69
杭州口腔医院集团城西口腔医院有限公司	有限责任	医疗服务	口腔医疗	6,000,000.00	653,506,440.78	603,591,190.81	417,880,869.35	141,076,760.58
宁波口腔医院集团有限公司	有限责任	医疗服务	口腔医疗	6,000,000.00	371,533,610.30	271,615,117.82	182,283,925.09	39,373,515.46
沧州口腔医院有限公司	有限责任	医疗服务	口腔医疗	9,441,498.10	105,453,011.35	47,673,342.68	68,179,923.93	15,769,610.91
衢州口腔医院有限公司	有限责任	医疗服务	口腔医疗	20,000,000.00	45,710,700.28	36,029,522.73	42,766,439.02	14,432,188.48
昆明市口腔医院有限公司	有限责任	医疗服务	口腔医疗	43,334,448.00	75,552,030.11	60,799,236.01	47,434,785.85	5,192,325.17
诸暨口腔医院有限责任公司	有限责任	医疗服务	口腔医疗	10,101,000.00	98,059,687.40	68,875,170.49	122,736,796.87	29,835,032.88
杭州城北口腔医院有限公司	有限责任	医疗服务	口腔医疗	10,000,000.00	60,679,640.60	35,266,687.21	61,897,605.41	10,021,044.36
杭州口腔医院集团萧山口腔医院有限公司	有限责任	医疗服务	口腔医疗	25,000,000.00	62,817,790.95	45,311,708.61	74,891,780.00	16,056,739.77
杭州口腔医院集团湖州口腔医院有限公司	有限责任	医疗服务	口腔医疗	10,000,000.00	50,918,082.67	39,465,399.93	77,201,718.73	14,743,732.50
杭州口腔医院集团海宁口腔医院有限公司	有限责任	医疗服务	口腔医疗	10,000,000.00	37,276,064.93	31,717,019.42	48,414,002.43	11,264,262.80
益阳口腔医院有限公司	有限责任	医疗服务	口腔医疗	15,350,000.00	53,131,350.24	31,603,803.91	48,950,075.31	7,509,470.09
义乌杭口口腔门诊部有限公司	有限责任	医疗服务	口腔医疗	5,000,000.00	56,358,887.66	50,188,263.97	69,993,621.61	17,161,302.68

(主要控股参股公司，来源：通策医疗 2023 年报)

杭口医院原是浙江最大的口腔专科公立医院。趁着当时公立医院改制的契机，2006 年吕建明嗅到了商机，通过宝群实业拍下医院 100% 的股权，之后杭口医院便成为通策医疗旗下的全资口腔专科民营医院。

总结为一句话：那便是吃到了公立医院改制东风下的红利。

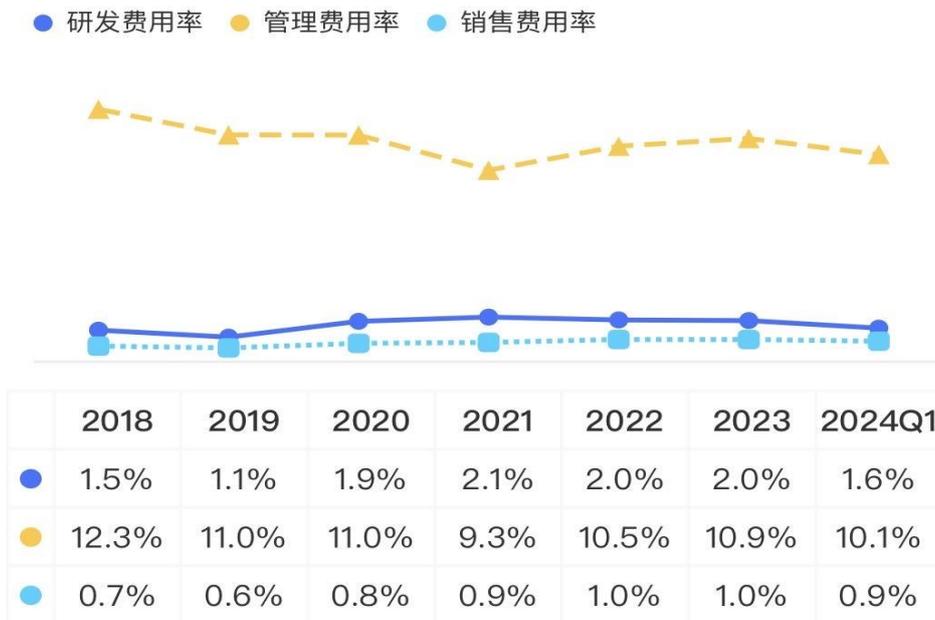
以杭州口腔医院的成功改制为模板，积极参与公立医疗机构的改制。

杭州口腔医院创建于1952年，原隶属于杭州市上城区政府的口腔专科医院。2006年，通策集团参与杭州口腔医院改制，通过公开交易方式取得杭州口腔医院100%股权后，通策集团将杭州口腔医院产权置入上市公司。

(来源：通策医疗2018年报)

后面，公司也接连收购当地拥有较高知名度的宁波口腔医院和沧州口腔医院。在这样高的起点下，公司凭借总院的名声、资源不断在省内以自建的方式发展分院，也就是公司所说的“区域总院+分院”的模式。

不得不说，真香，广告等市场费用都省了不少。从销售费用来看，公司的销售费用率极低，常年在1%左右。



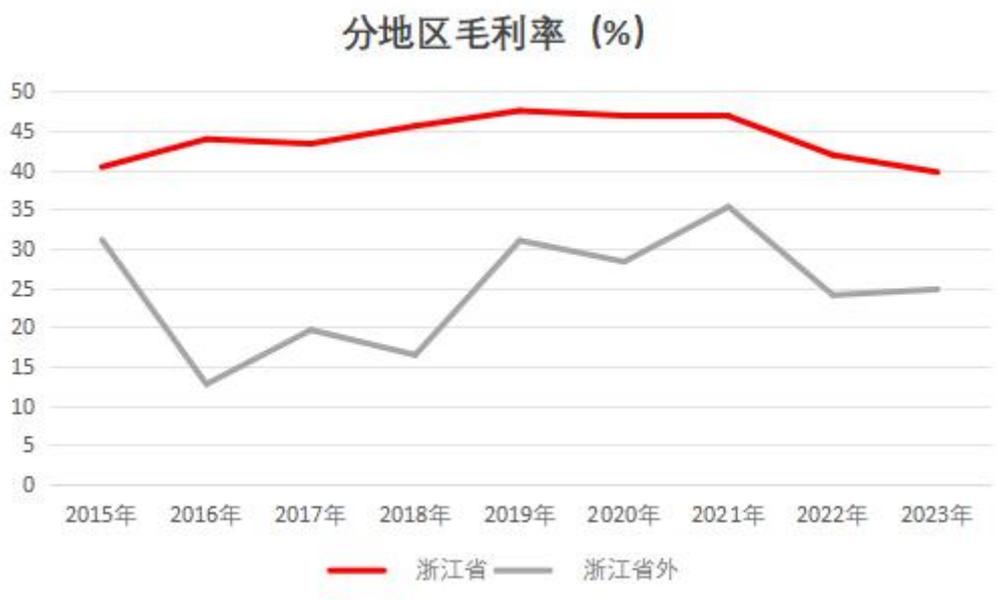
(来源：市值风云 APP)

但这种模式在省外市场难以复制，主要是很难跨过公立机构这座大山，改制还是依赖政策上给机会。

多年来，公司外延扩张均采用自建方式，从口腔行业服务半径（3-5KM）以及充分竞争的情况来看，自建的方式面临培育周期长、回报慢的问题，难以打出影响力。

五六年前,公司曾在重庆、成都建立了 2 家大型口腔医院作为西北发展的根据地,入不敷出后 2023 年也已关闭。

从毛利率来看,浙江省外业务整体毛利率比省内低 10-30 个百分点。



(来源: Choice 终端 制图: 市值风云 APP)

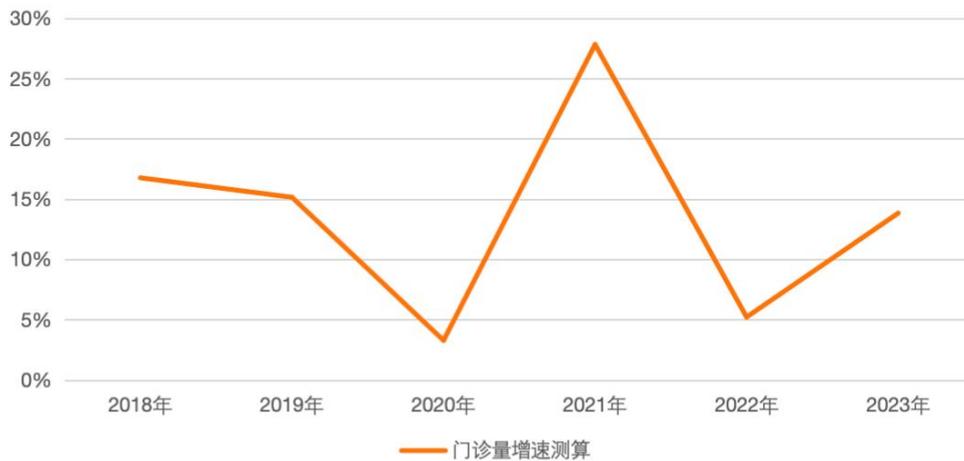
三、由“自建”式扩张, 转为收购和加盟

话说牙科手工业者的属性,决定了资本进入口腔医疗领域需要经历较长的培育期。牙科较为依赖优质牙医资源,技术和口碑是关键,但优质的牙医资源稀缺,所以一定程度上来说, **经营和扩张并不是靠简单的连锁复制就能成功。**

从 2018-2021 年,公司旗下口腔医院数量翻了一倍,门诊量也快速增长。但是 2021-2023 年,在口腔医院数量增加 40%的情况下,门诊量的增长却明显跟不上了。

2023 年 14%的门诊量增速,一定程度上还是由于集采的原因,公司种植牙数量增长了 47%,较大地带动了门诊量的增长,这也说明其他业务的门诊量增速不如以往。

通策医疗门诊量增速



(来源：年报 制图：市值风云 APP)

公司的实控人吕建明并非医学背景出身，是做房地产开发起家的。

姓名	主要工作经历
吕建明	男，1965年出生，现任通策控股集团董事局主席、浙江大学校董、浙江大学校友总会副会长、杭州浙江大学校友会会长、浙江省医院协会副会长等社会职务。1988年毕业于杭州大学中文系。1995年，成立浙江通策房地产开发有限公司。2003年，成立浙江通策控股集团有限公司。2006年，集团旗下上市公司“通策医疗”，成为中国首家医疗服务上市公司。

(来源：公司年报)

在增长模式和定价权受到双重打压的情况下，吕建明表示，烧钱堆人的发展模式已经不合时宜，未来外延扩张将从“自建”改为“以收购兼并和加盟”为主，这意味着未来扩张的成本也将变大，好标的必然是溢价收购。

强力的整合清理。靠烧钱和堆人的发展模式已经不合时宜。通策以后的外延扩张，将从仅靠自建改为以收购兼并和加盟为主。我们的标的，将是在当地已耕耘多年，形成了一定影响力，而且没有跨地区扩张的、有一定自律能力的口腔医疗机构。

(来源：通策医疗 2023 年报)

四、利润下滑，实控人连收 2 次警示函

2022-2023 年，公司的毛利率连续下滑。2023 年毛利率为 38.5%，较 2021 年下滑近 8 个百分点。



(来源：市值风云 APP)

毛利率下滑背后的主要原因是前面提到的客单价的下降。

值得一提的是，由于牙科手工业者的属性，人工成本常年占据公司总成本的 55% 左右。如果公司需要维持相对优质的医生资源，其在上游的议价能力就会相对较弱。

同时，公司对下游的定价权也在减弱，这是目前公司面临的一大硬伤。

通策医疗	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
门诊人次 (万)	184.2	212.1	219.1	280.0	294.6	335.3
客单价测算 (元/人)	800	844	917	940	873	802
客单成本测算 (元/人)	449	448	497	502	513	486

(来源：年报 制表：市值风云 APP)

如果说扩张不顺，业绩下滑只是经营上的问题，那频频被曝出的非经营性资金占用、关联交易不及时披露以及披露不实等骚操作就是管理层诚信问题！

风云君不止一次强调过，不要和不值得信任的管理层为伍，哪怕一天，哪怕一次！

今年，由于实控人控制的关联方资金占用问题，吕建明已经连收证监局 2 封警示函，同时证监局对通策医疗、吕建明、董事长王毅等责任方记入证券期货市场诚信档案。

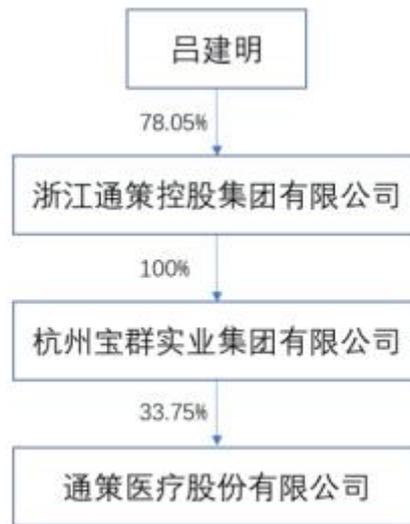
司又发布了增持计划，风云君以为来了笔大的。哦豁，独立董事增持金额 9.6 万，公告称后续拟继续增持 100-200 万金额，果然大手笔。

(5) 本次增持信息:

姓名	职务	增持时间	增持数量 (股)	增持平均价格 (元/ 股)	增持比例 (%)	增持金额 (元)
李敏	独立董事	2024/6/24	1800	53.55	-	96,390

(20240626 通策医疗:通策医疗股份有限公司关于公司董事增持股份及后续增持计划的公告)

最新截止 4 月 9 日，吕建明控制的通策控股集团间接持有公司 33.8% 的股权。

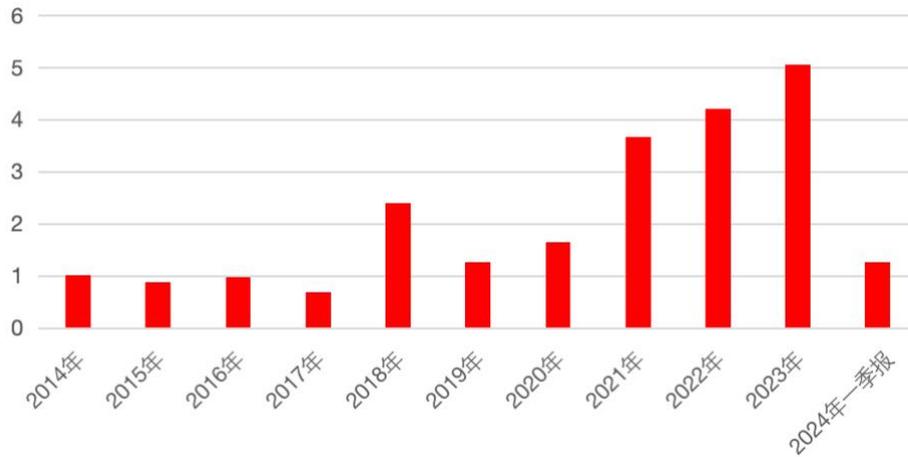


(来源：公司年报)

五、造血能力不赖，ROE 仍在 10% 以上

2021-2023 年，公司通策医疗的资本开支为近 10 年高峰，其中 2022-2023 年逆势扩张，连年走高，三年合计近 13 亿。

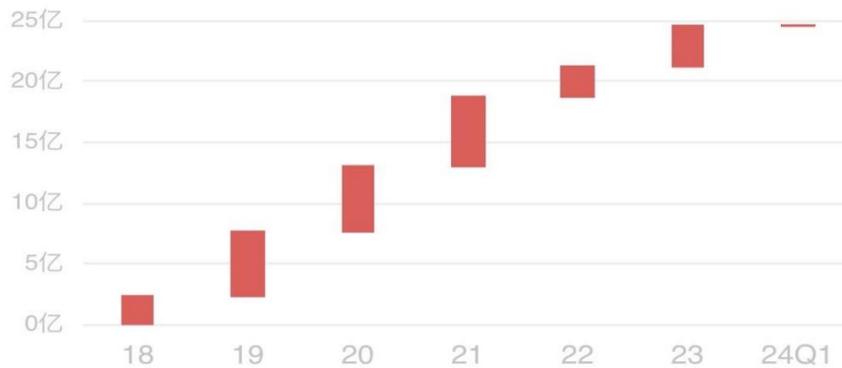
通策医疗资本开支（亿元）



(来源: Choice 终端, 制图: 市值风云 APP)

与此同时，公司 2021 年开始有息负债率明显升高到 20% 以上。公司的造血能力不赖，常年为正，虽借壳上市以来还未募资过，但有能力分红却长期不分红，**18 年来累计分红不到 2 个亿。**

● 自由现金流 (元)



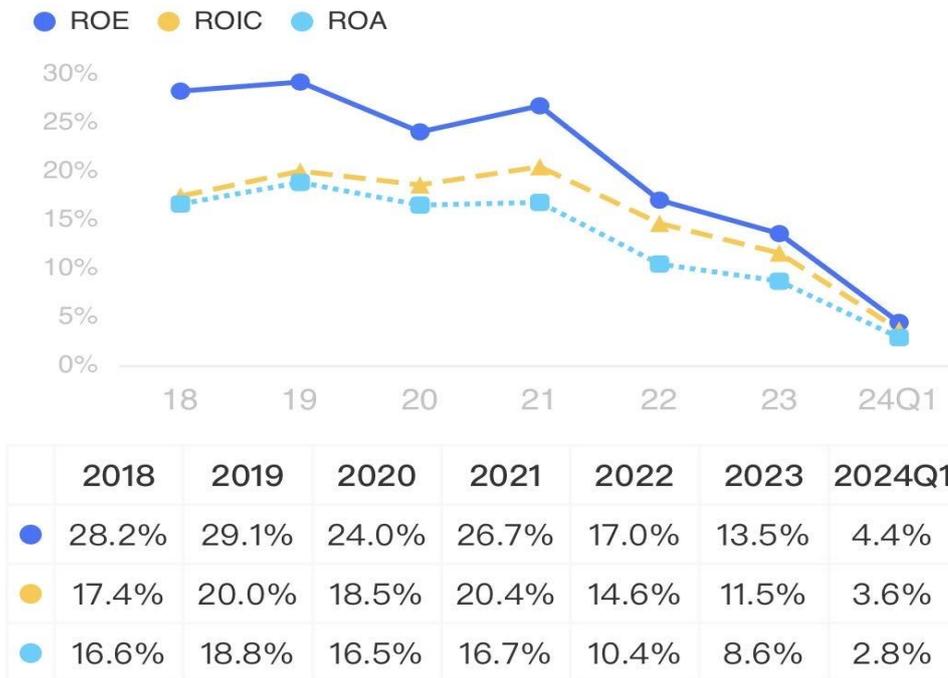
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1
●	2.3亿	5.3亿	5.4亿	5.7亿	2.5亿	3.3亿	334.6万

(来源: 市值风云 APP)

个中缘由，感兴趣的老铁可以在本文开头引述的两篇研报细品。

由于资产周转率以及净利率的下降，2022 年开始公司的 ROE 下降到 20% 以下，2023 年为 13.5%。

截止 7 月 10 日收盘，公司的 PB 为 4.5 倍。



(来源：市值风云 APP)