

通策医疗 (600763.SH) 逆势扩张的口腔连锁龙头企业，业绩有望逐步复苏

2024年08月19日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

余汝意（分析师）

阮帅（分析师）

yuruyi@kysec.cn

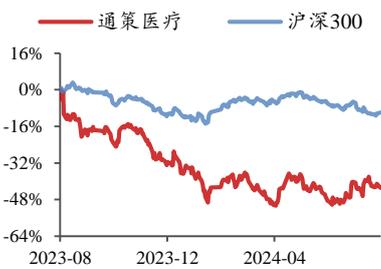
ruanshuai@kysec.cn

证书编号：S0790523070002

证书编号：S0790524040007

日期	2024/8/19
当前股价(元)	43.30
一年最高最低(元)	109.58/37.50
总市值(亿元)	193.68
流通市值(亿元)	193.68
总股本(亿股)	4.47
流通股本(亿股)	4.47
近3个月换手率(%)	85.59

股价走势图



数据来源：聚源

● 立足浙江、全国布局的口腔连锁龙头企业

历经29年发展，公司创设并坚持“区域总院+分院”的发展模式，在浙江、江苏、湖北、陕西、云南、湖南、河北等地建设80余家口腔医院。2023年，公司口腔医疗门诊量达到335.33万人次，同比增长13.8%，实现总收入28.47亿元，同比增长4.70%，实现归母净利润5亿元，同比下降8.72%。近两年业绩有所波动，主要受疫情及新建分院影响。国内口腔医疗市场空间大，行业竞争格局分散，未来龙头企业有望获得较大市场份额，我们长期看好公司的发展，预计公司2024-2026年归母净利润为5.59/6.17/6.86亿元，当前股价对应PE为34.7/31.4/28.2倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 口腔医疗行业发展前景良好，细分市场发展空间较大

根据弗若斯特沙利文报告，中国口腔医疗服务市场规模由2018年的1229亿元增至2022年的1234亿元，预计2026年将达到2080亿元，2023-2026年复合增速为15.2%。从细分市场看，口腔种植需求保持高速增长，集采政策驱动种植渗透率提升，公司于2023年执行种植牙集采政策，2023年种植量同比增长47%，实现以价换量。正畸市场潜力较大，未来随着消费市场转变，正畸市场规模有望迎来较快增长，隐形正畸渗透率有望持续提升。

● 坚持“区域总院+分院”发展模式，推进省内市场下沉

公司近些年医生数持续增长，2023年公司拥有医生2133人，同比增长21.19%。通过“总院+分院”模式，在总院的技术加持下，分院医生培养快速推进。2018年以来蒲公英计划顺利推进，借助省内各地市快速拓展蒲公英分院，公司市场份额快速提升。省外扩张方面，公司积极探索优质标的，2023年收购娄底口腔，实现并购加盟模式的首次落地。运营管理上，公司深化三三制工作模式，推进医生合伙制，未来有望进一步提高效率、实现增长。

● 风险提示：医疗风险、竞争风险、声誉风险等。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,719	2,847	3,132	3,458	3,816
YOY(%)	-2.2	4.7	10.0	10.4	10.4
归母净利润(百万元)	548	500	559	617	686
YOY(%)	-22.0	-8.7	11.6	10.4	11.3
毛利率(%)	40.8	38.5	38.7	38.9	38.9
净利率(%)	20.2	17.6	17.8	17.8	18.0
ROE(%)	17.0	14.0	13.8	13.5	13.4
EPS(摊薄/元)	1.23	1.12	1.25	1.38	1.53
P/E(倍)	35.3	38.7	34.7	31.4	28.2
P/B(倍)	5.8	5.1	4.6	4.1	3.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 通策医疗：立足浙江、布局全国的口腔连锁龙头企业.....	4
1.1、 管理层行业经验丰富，杭口品牌力较强.....	4
1.2、 收入稳健增长，盈利能力恢复到较高水平.....	6
2、 口腔医疗行业发展前景良好，细分市场空间较大.....	7
2.1、 口腔医疗服务市场快速扩容，潜力较大.....	8
2.2、 口腔种植需求保持高速增长，集采政策驱动种植渗透率提升.....	9
2.3、 正畸市场需求强劲，市场潜力较大.....	13
2.4、 儿童口腔问题发病率高，市场发展空间大.....	14
3、 坚持“区域总院+分院”发展模式，推进省内市场下沉.....	15
3.1、 推动“区域总院+分院”发展模式，做深省内市场.....	15
3.2、 探索加盟并购模式，加速省外扩张.....	19
3.3、 深化三三制工作模式，推进医生合伙制.....	20
4、 盈利预测与投资建议.....	21
4.1、 关键假设.....	21
4.2、 盈利预测与估值.....	22
5、 风险提示.....	23
附：财务预测摘要.....	24

图表目录

图 1： 创始人为公司实控人，股权结构稳定.....	5
图 2： 近些年公司营收稳健增长趋势.....	6
图 3： 近些年利润端受新开医院影响有所波动.....	6
图 4： 近些年种植及儿科业务占比有所提升.....	6
图 5： 2024Q1 公司盈利能力企稳回升.....	7
图 6： 近些年公司销售费用率处于较低水平.....	7
图 7： 中国部分口腔疾病患病率较高，儿童龋齿治疗率远低于美国.....	8
图 8： 口腔医疗市场规模预计持续增长（单位：亿元）.....	8
图 9： 民营口腔医疗机构占比较大（单位：亿元）.....	8
图 10： 经济型口腔医疗服务占比最大（单位：亿元）.....	9
图 11： 65-74 岁老人潜在种植量不断提升（万颗）.....	10
图 12： 我国种植牙需求保持高速增长（万颗）.....	10
图 13： 2023 年种植收入同比增长 6.95%（亿元）.....	12
图 14： 2023 年修复及大综合收入增速较快（亿元）.....	12
图 15： 预期正畸市场规模于 2025 年达 660 亿（亿元）.....	13
图 16： 隐形正畸正在快速渗透中国正畸诊疗.....	13
图 17： 公司正畸业务收入 2022 年有所下滑，2023 年下滑幅度收窄.....	14
图 18： 12 岁儿童口腔健康知识知晓率有所提高.....	14
图 19： 2015 年儿童患龋率相较于 10 年前有所提升.....	14
图 20： 公司儿科业务收入 2022 年有所下滑，2023 年小幅回升.....	15
图 21： 2019-2023 年公司医生数量稳健增长.....	15
图 22： 公司口腔医疗门诊量逐年增长.....	15

图 23: 浙江省内实行“总院+分院”布局, 发挥双品牌效应	16
图 24: 2019-2023 年牙椅数量持续增加	16
图 25: 近些年单张牙椅产出有所下滑	16
图 26: 蒲公英分院数量逐年增加	17
图 27: 蒲公英分院收入规模稳健增长	17
图 28: 杭口平海业绩有所波动 (百万元)	17
图 29: 杭口城西业绩有所波动 (百万元)	17
图 30: 2023 年宁口医院营收利润均有所回升 (百万元)	18
图 31: 诸暨口腔医院营收表现亮眼 (百万元)	18
图 32: 杭口萧山、湖州院区营收稳步增长 (百万元)	18
图 33: 沧州口腔医院 2023 年营收回升 (百万元)	19
图 34: 昆明市口腔医院 2023 年营收有所下滑 (百万元)	19
图 35: 省内医院毛利率维持在 40% 以上	19
图 36: 2023 年省外医院业绩有所回升	19
表 1: 历经 29 年发展, 通策医疗已成为民营口腔医疗集团龙头	4
表 2: 公司为客户提供的服务主要为口腔医疗, 旗下重点医院口碑良好	4
表 3: 公司高管均具有丰富的行业经验	5
表 4: 口腔医疗主要细分市场为种植牙、正畸和儿童牙科	7
表 5: 中国口腔医疗服务机构主要分为三大类, 民营机构占比最大	9
表 6: 种植牙耗材及医疗服务价格调整相关政策逐步推进	10
表 7: 种植集采相关政策逐步推进, 陆续落地	11
表 8: 中美错颌畸形患病情况差异较大	13
表 9: 省外重点医院布局情况	20
表 10: CM 管理中心持续推广以客户为中心的团队接诊模式	20
表 11: 2024-2026 年通策医疗各子版块营收预计稳健增长 (百万元)	22
表 12: 与可比公司平均估值相比, 公司估值较低	22

1、通策医疗：立足浙江、布局全国的口腔连锁龙头企业

通策医疗成立于 1995 年，2006 年收购杭州口腔医院，2007 年收购宁波口腔医院，以口腔医疗连锁经营为主要经营模式。公司创设并坚持“区域总院+分院”的发展模式，在全国布局口腔医院，在浙江、江苏、湖北、陕西、云南、湖南、河北建设 80 余家口腔医院，其中杭州口腔医院集团是中国领先的口腔医疗集团。公司通过参与口腔医疗基金在武汉、西安、上海等地投资新建大型口腔医院，打造成为各区域总院。

表1：历经 29 年发展，通策医疗已成为民营口腔医疗集团龙头

年份	业务发展
1952 年	公司旗下杭州口腔医院成立
1995 年	通策医疗股份有限公司成立
1996 年	通策医疗股份有限公司上市
2007 年	由原“中燕纺织股份有限公司”更名为现“通策医疗股份有限公司” 受让宁波口腔医院 70% 股份，成立“宁波口腔医院有限公司”
2010 年	公司以 2538.9 万认购昆明口腔医院改制新股，认购完成后通策医疗拥有口腔医院 58.59% 股份
2018 年	提出蒲公英计划，计划 3-5 年内在浙江省新开 100 家口腔机构
2020 年	以 1.5 亿收购关联方海骏科技持有的 10 家“三叶系”资产，包括上海三叶儿童口腔 医院投资管理有限公司、北京三叶等 9 家口腔诊所部分股权
2021 年	正式启动建设紫金港中心医院，预计装配 540 台牙椅，80 张床位
2023 年	出资 5.01 亿收购和仁科技 19% 的股份，成为其第二大股东 并购加盟模式首次落地，收购并增资娄底口腔，持有其 56.28% 股份

资料来源：通策医疗官网、通策医疗年报、Wind、开源证券研究所

1.1、管理层行业经验丰富，杭口品牌力较强

公司在浙江省内实施双品牌战略，“杭州口腔医院”品牌覆盖杭州等九个地区，“宁波口腔医院”品牌覆盖宁波和舟山两个地区。截至 2023 年年底，杭州口腔医院、宁波口腔医院在浙江省内开业机构已有 62 家，另有 10 余家正在筹建中。目前每年全省患者门诊量近 300 万人次。

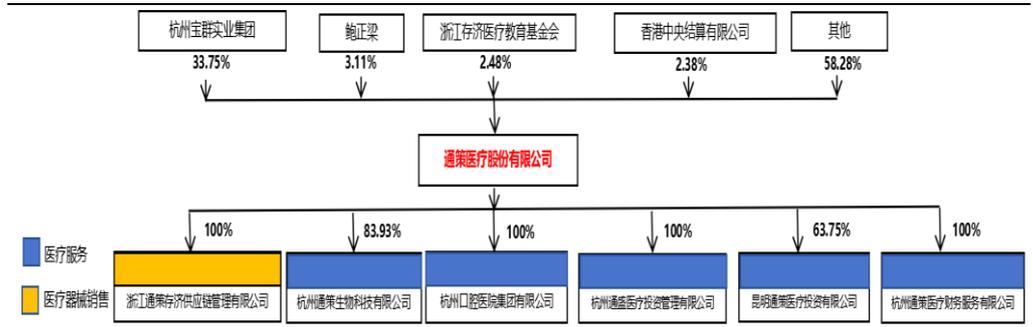
表2：公司为客户提供的服务主要为口腔医疗，旗下重点医院口碑良好

业务分类	医院名称	具体介绍
口腔医疗	杭州口腔医院	创始于 1952 年，是浙江省内历史悠久、规模庞大、具有强大辐射力和影响力的口腔专科医院，是通策医疗旗下集临床、教学、科研为一体的口腔医院，现有员工 6115 名，其中博士、硕士学历医生 548 名，牙椅近 2500 张。2017 年成为浙江省级规培基地，2020 年成为第三批国家级住院医师规范化培训基地
	宁波口腔医院	2005 年建院，下设 12 家专业口腔机构。按三级专科医院标准建设，是宁波地区较早拥有住院病房的口腔医疗机构。其建筑面积 2.6 万方，拥有标准化住院床位 60 张，综合治疗椅位超 185 张
	三叶儿童口腔	通策医疗旗下专注于儿童齿科的高端口腔健康管理公司，以互联网运营与国际化连锁口腔诊所诊疗相结合的会员制医疗服务机构

资料来源：通策医疗年报、开源证券研究所

创始人为公司实控人，股权结构稳定。截至 2023 年，公司第一大股东杭州宝群

实业集团持股 33.75%，实际控制人为公司创始人吕建明，吕建明直接持股及通过宝群实业间接持股，直接持股比例 34.22%，股权结构稳定。

图1：创始人为公司实控人，股权结构稳定


资料来源：通策医疗年报、开源证券研究所

公司高管行业经验丰富。公司实控人吕建明于 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，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。杭州口腔医院集团总院长陈丹鹏曾任上海交通大学附属第一人民医院口腔科副主任和正畸修复科主任及口腔科学教研室主任、瑞尔集团全国正畸总监、通策集团信息事业部一牙数字口腔有限公司董事长、杭州口腔医院副院长，现任杭州口腔医院集团总院长、昆明市口腔医院院长。其余高管均拥有丰富的行业经验。

表3：公司高管均具有丰富的行业经验

姓名	职务	工作经历
吕建明	公司创始人、实际控制人	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
王毅	董事长、总经理	曾就职于中国银行江西省分行系统,曾担任浙江通策控股集团股份有限公司财务总监助理、财务中心主任、副总会计师、浙江通策房地产集团有限公司财务总监,通策医疗股份有限公司副总经理兼财务总监。现任通策医疗股份有限公司董事、总经理
黄浴华	非独立董事	历任海通联合律师事务所专职律师、浙江通策控股集团法律合规部经理兼董事局主席秘书、香溢融通类金融总部主管法务、北京金杜律师事务所杭州分所诉讼部门任主办律师、通策医疗董秘。现任浙江通策控股集团副总,通策股权基金管理人、和仁科技股份有限公司董事等职务
吕紫莹	非独立董事	伦敦大学学院计算机科学硕士、经济学学士。现任浙江通策控股集团董事、浙江通策眼科投资管理公司董事
王维倩	非独立董事	主任医生,从事口腔医学工作 32 年。曾任杭州口腔医院有限公司办公室主任。现任杭州口腔医院集团副院长(非执行)、杭州口腔医院平海院区院长、通策医疗股份有限公司监事
陈丹鹏	杭州口腔医院集团总院长	曾任上海交通大学附属第一人民医院口腔科副主任和正畸修复科主任、口腔科学教研室主任;瑞尔集团全国正畸总监;通策集团信息事业部一牙数字口腔有限公司董事长、杭州口腔医院副院长。现任杭州口腔医院集团总院长、昆明市口腔医院院长
李小凤	杭州口腔医院城西院区院长	中华口腔医学会口腔修复学专业委员会委员、口腔麻醉学专业委员会委员,口腔医疗服务分会人力资源管理学组组长,浙江中医药大学口腔基础教研室主任,浙江中医药大学校聘教授。现任杭州口腔医院城西分院院长,杭州口腔医院副院长,名医门诊主任
徐国喜	财务总监	注册会计师,税务师。2015 年 1 月加入通策医疗股份有限公司,先后任公司财务主管、财务经理,现任

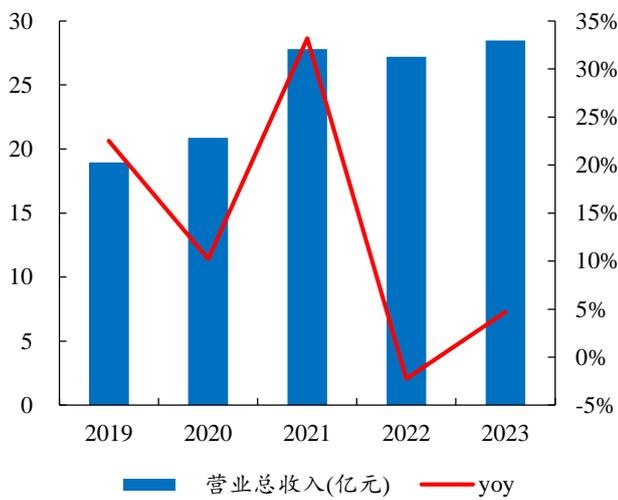
姓名	职务	工作经历
张华	董事会秘书	通策医疗财务总监 曾就职于浙江省高教系统,曾担任浙江通策房地产集团有限公司总裁,通策医疗股份有限公司投资发展部总经理及杭州通盛医疗投资管理公司董事总经理。现任通策医疗股份有限公司董事会秘书

资料来源: Wind、通策医疗官网、通策医疗年报、开源证券研究所

1.2、收入稳健增长，盈利能力恢复到较高水平

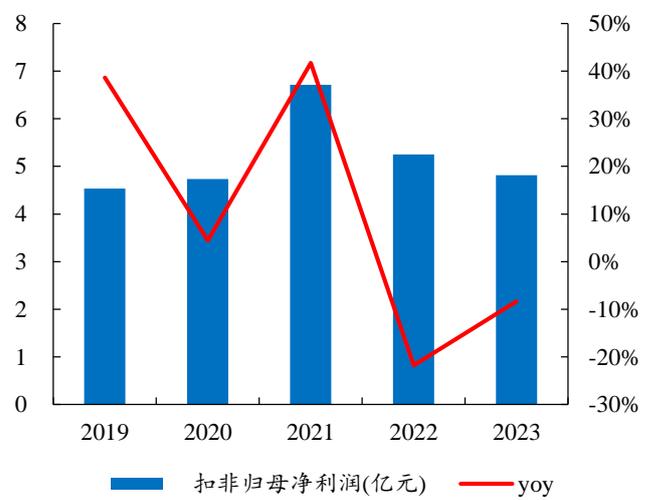
营收稳健增长趋势，净利润受疫情及扩张影响有所波动。2023年公司实现营收28.47亿元，同比增长4.7%，业绩复苏主要受种植集采政策落地的影响，扣非归母净利润4.81亿元，同比下降8.37%，主要系新开业医院项目投入导致的人力成本和建设成本增加影响。

图2: 近些年公司营收稳健增长趋势



数据来源: Wind、开源证券研究所

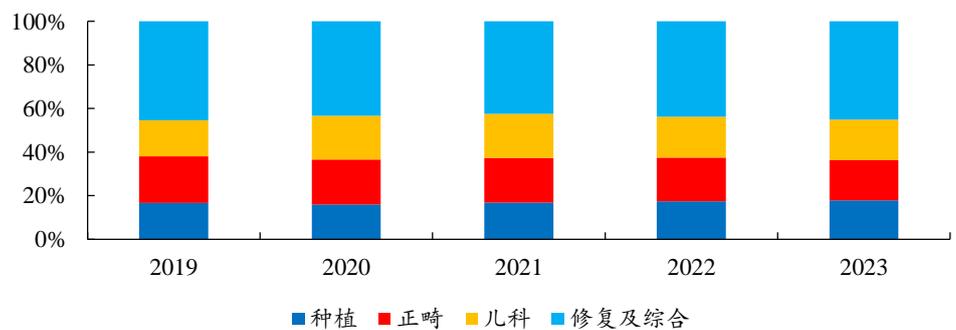
图3: 近些年利润端受新开医院影响有所波动



数据来源: Wind、开源证券研究所

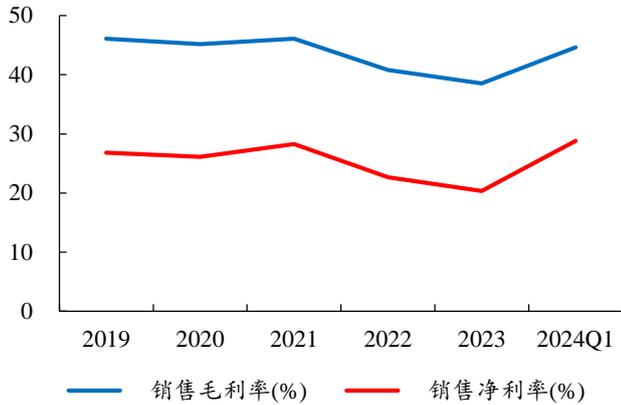
种植及儿科业务占比有所提升，修复及综合业务占比最大。近年来种植和儿科业务营收占比有所提升，种植业务收入占比从2019年的16.69%提升至2023年的17.81%，儿科业务营收占比从2019年的16.44%提升至2023年的18.58%；正畸业务营收占比从2019年的21.43%下降至2023年的18.56%，与消费降级等因素有关。近些年修复及综合业务营收占比最大，2023年合计占比45.05%。

图4: 近些年种植及儿科业务占比有所提升

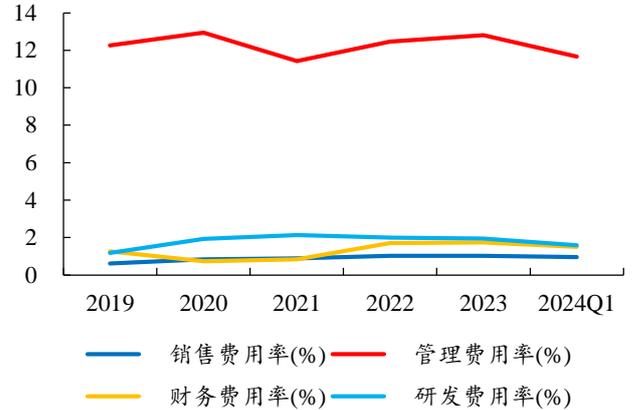


数据来源: 通策医疗年报、开源证券研究所

2024Q1 公司费用率有所下滑，盈利能力企稳回升。受种植业务降价影响，公司毛利率从2019年的46.08%下降至2022年的38.53%，公司净利率从2019年的26.81%下降至2023年的20.32%。公司获客主要凭借品牌及口碑，近些年销售费用率较低，2023年销售费用率为1.03%。精细化管理，公司管理费用率、财务费用率、研发费用率较稳定。

图5：2024Q1 公司盈利能力企稳回升


数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：近些年公司销售费用率处于较低水平


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、口腔医疗行业发展前景良好，细分市场空间较大

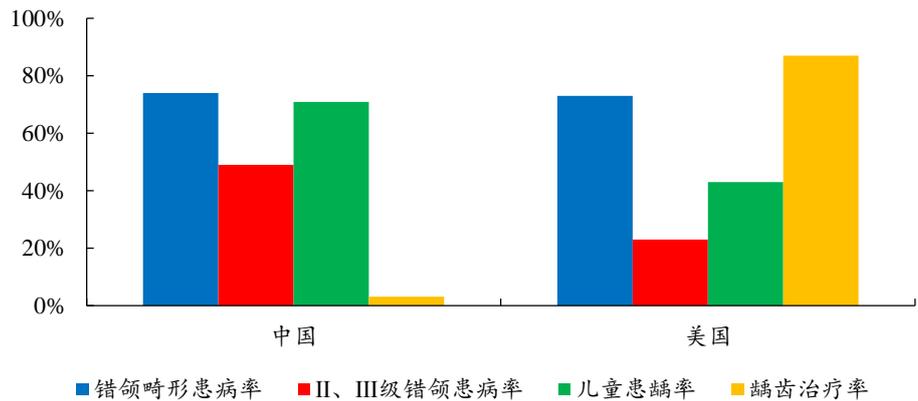
口腔医疗是以口腔医疗服务为基础，包含医疗及消费双重属性，是为满足口腔及颌面部疾病的预防和诊疗、口腔美容等需求提供相关医疗服务的行业。随着宏观消费市场的增长、消费结构的变化、人口结构的变化、医疗品质提升的需求等大主题下，口腔护理、种植、正畸、儿牙、修复等市场的整体未满足的需求较大。多数口腔疾病发病率高，诊疗需求大。此外，随着“颜值经济”的到来，消费者对于牙齿美容的需求也日益攀升。

表4：口腔医疗主要细分市场为种植牙、正畸和儿童牙科

口腔医疗细分市场	具体介绍
种植牙科	各类口腔种植修复治疗，包括种植牙等
正畸科	各类牙齿错颌畸形的正畸治疗，包括金属托槽正畸、隐形正畸等
儿牙科	15岁以下的少年儿童及幼儿的各类牙病诊治，包括窝沟封闭、龋齿填充、根管治疗、拔牙、预成冠、早期矫治等

资料来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

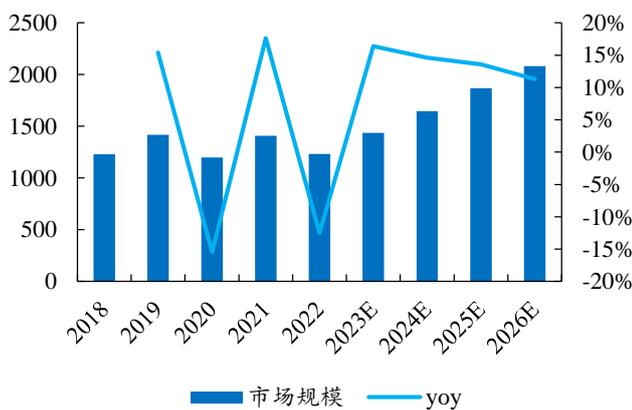
中国部分口腔疾病患病率高，治疗率低。中美错颌畸形患病率分别为74%、73%，但中国的II、III级错颌患病率为49%，远高于美国的23%，中国的儿童患龋率也显著高于美国。在口腔疾病治疗率上，中国的儿童龋病治疗率远低于美国，根据《第四次全国口腔流行病学调查报告》，中国的儿童龋病治疗率仅为3.1%，美国只有13%未经治疗。

图7：中国部分口腔疾病患病率较高，儿童龋齿治疗率远低于美国


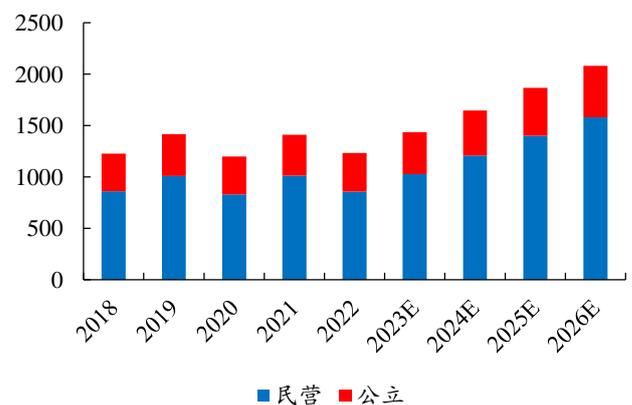
数据来源：《第四次全国口腔流行病学调查报告》、美国疾控中心、松鼠口腔、艾媒智库、开源证券研究所

2.1、口腔医疗服务市场快速扩容，潜力较大

口腔医疗市场发展空间广阔，民营口腔医疗机构占比较大。随着公民医疗支出的增加及医疗保险服务的改善，中国口腔医疗服务市场规模不断扩大。根据弗若斯特沙利文报告，中国口腔医疗服务市场规模由 2018 年的 1229 亿元增至 2022 年的 1234 亿元，2019-2022 年受疫情影响市场规模有所波动，但预期市场规模会按年复合增长率 15.2% 继续增长，于 2026 年达到 2080 亿元。民营口腔医疗市场增长较快，2026 年底将达到 1582 亿元。

图8：口腔医疗市场规模预计持续增长（单位：亿元）


数据来源：Frost & Sullivan、开源证券研究所

图9：民营口腔医疗机构占比较大（单位：亿元）


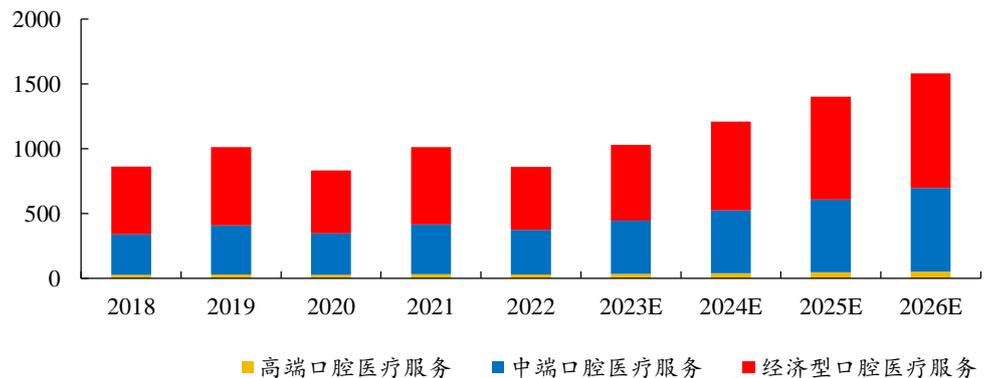
数据来源：Frost & Sullivan、开源证券研究所

民营口腔医疗市场持续增长，经济型占比最大。根据弗若斯特沙利文报告，按不同定位来看，高端民营口腔医疗服务市场从 2018 年的 27 亿元增长至 2022 年的 29 亿元，预期将按年复合增长率 15.6% 继续增长，于 2026 年达到 52 亿元。中端市场从 2018 年的 312 亿元增长至 2022 年的 344 亿元，预期 2026 年将达到 645 亿元。经济型口腔医疗服务市场从 2018 年的 524 亿元增长到 2022 年的 486 亿元，预计 2026 年达到 885 亿元。

表5：中国口腔医疗服务机构主要分为三大类，民营机构占比最大

口腔机构类型	市场定位	主要特征
公立部门		包括口腔医院（主要向一二线城市客户提供全面多元的口腔治疗）及设有口腔科的综合医院（通常位于为满足大众人群的普通口腔治疗需求的城市及农村地区）
民营部门	高端口腔医疗服务	向具有高购买力的上层市场消费主体提供优质且定价较高的口腔医疗方案，收费挂牌价格较三甲医院高出至少 25%。通常于一线城市黄金地段设立机构，设有更高的医疗标准并提供更佳的服务设施及更高的隐私性，品牌知名度更高
	中端口腔医疗服务	针对中上阶层市场消费主体，收费较三甲医院挂牌价格高出约 10%。通常在二线城市开展业务，以口腔医疗服务连锁店的形式提供全面口腔服务。部分有关口腔医疗机构为政府医保计划下的定点医院或诊所。口腔医疗连锁店之间的质量一致性高，可重复性强
	经济型口腔医疗服务	收费价格相较于中高端最为经济，迎合更广泛的消费者群体
私人牙科诊所		监管运营方面的要求较为宽松，投资收益率较高，服务体验更好

资料来源：瑞尔集团招股书、美皓集团招股书、开源证券研究所

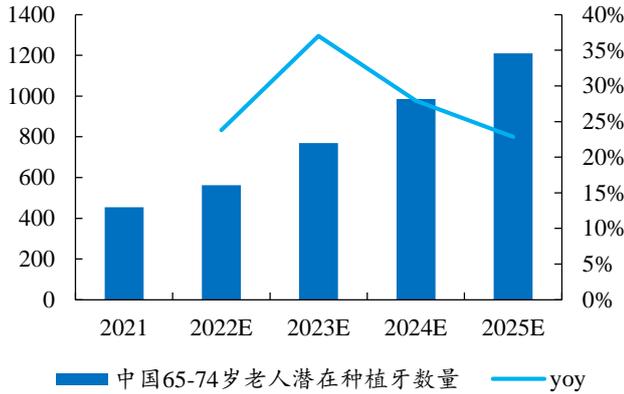
图10：经济型口腔医疗服务占比最大（单位：亿元）


数据来源：Frost & Sullivan、开源证券研究所

2.2、口腔种植需求保持高速增长，集采政策驱动种植渗透率提升

口腔种植市场持续增长，潜在规模近 1600 亿元。口腔种植是缺牙修复的重要方式，与固定义齿、可摘义齿等常规修复方式相比，种植牙的功能、结构、外观更接近天然牙。随着人口老龄化进程的加深、居民消费水平的提高及集采政策的落地推行，一方面，老年人作为种植需求的主要人群，修复意识逐步提升，65-74 岁老人种植渗透率将持续提升，潜在种植量持续增长，预计 2025 年潜在种植量达到 1210 万颗；此外，我国种植牙需求由 2011 年的 13 万颗增至 2019 年的 312 万颗，复合年均增长率 48%，是全球增长最快的种植牙市场之一。根据《2020 年中国口腔医疗行业报告》，我国种植牙医疗服务市场潜在规模近 1600 亿元。

图11: 65-74岁老人潜在种植量不断提升(万颗)



数据来源:《第三次全国口腔流行病学调查报告》、《第四次全国口腔流行病学调查报告》、开源证券研究所

图12: 我国种植牙需求保持高速增长(万颗)



数据来源:《2020年中国口腔医疗行业报告》、开源证券研究所

种植服务限价4500元,有望提高种植牙渗透率。有关口腔种植医疗服务收费和耗材价格的相关政策陆续出台,2023年浙江省医保局明确在杭省级公立医疗机构单颗常规种植调控目标不超过4500元,为避免实际收费超过调控目标,留出4%的余量,全流程总价不超过4320元。服务价格调控合理,项目收费更加清晰透明。

表6: 种植牙耗材及医疗服务价格调整相关政策逐步推进

政策/法规名称	发布部门	发布时间	主要内容
《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(征求意见稿)》	国家医保局	2022.08	专项治理启动阶段(2022年8月),按照“横到边、竖到底、全覆盖”的原则,全面开展口腔种植收费和医疗服务价格调查登记;将全流程价格中种植体植入手术及牙冠置入价格占比控制在60%左右,检查设计价格占比控制在10%左右
《国家医疗保障局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》	国家医保局	2022.09	三级公立医疗机构的价格调控目标为整体不超过4500元每颗,允许经济发达、人力成本高、口腔种植技术领先的地区放宽目标,幅度不超过20%;允许国家口腔医学中心/口腔种植专业列入国家临床重点专科的医疗机构放宽10%;允许口腔种植成功率高,公开服务质量信息、承诺接受监督和检查的医疗机构放宽10%
《关于做好口腔种植医疗服务收费专项治理有关工作的通知》	四川省医保局	2023.02	确定四川省单颗常规种植牙医疗服务价格全流程调控目标为不超过4400元(不含允许放宽情形上浮值,下同),并作为第一价区三级公立医疗机构调控目标,第二价区及第三、四价区三级公立医疗机构调控目标分别为不超过4300元及4200元;确定第一价区、第二价区及第三、四价区的二级及以下公立医疗机构调控目标分别为不超过3667元、3584元及3500元
浙江省医疗保障局关于规范口腔种植等医疗服务价格项目的通知	浙江省医保局	2023.03	按照“诊查检查+种植体植入+牙冠置入”的医疗服务价格实施整体调控,在杭省级公立医疗机构单颗常规种植调控目标不超过4500元,为避免实际收费超过调控目标,留出4%的余量,即全流程总价不超过4320元
浙江省医疗保障局关于做好口腔种植医疗服务收费和耗材价格落地执行工作的通知	浙江省医保局	2023.04	将口腔种植医疗服务收费、种植体集中带量采购、牙冠竞价挂网“三位一体”的综合治理措施和成果同步实施,确保群众4月20日前享受治理后的口腔种植价格;全省自2023年4月20日起执行省际联盟口腔种植体系统集中带量采购中选结果,牙冠按不高于价格联动挂网结果进行采购;

政策/法规名称	发布部门	发布时间	主要内容
关于发布“承诺参与口腔种植价格治理医疗机构名单”等信息的公告	国家医保局	2024.01	<p>4月20日前，设区市医保部门要在官方网站醒目位置长期公布本区域口腔种植医疗机构名单，包括医疗机构信息、是否参与专项治理、医疗服务项目收费、使用的种植体系统和牙冠品牌及价格等；各地医保部门迅速向辖区内提供口腔种植服务的医疗机构发放一封信，讲明政策要求和实施安排，起草致患者的一封信，讲明种植牙收费构成和价格政策</p> <p>公布“口腔种植体系统集中带量采购中选产品清单”等有关信息。主要包括中选产品各自的厂家、材质、价格以及全国医疗机构的约定采购量等信息；</p> <p>公布“承诺参与口腔种植价格治理的医疗机构名单”并定期更新。名单内的机构，主要是同时作出“执行医疗服务价格全流程调控”“参加种植体系统集采并执行耗材‘零差率’销售政策”“执行牙冠竞价挂网结果”这三项承诺的公立和民营医疗机构，公布的信息主要包括医疗机构的名称、地址、联系方式等</p>

资料来源：国家医保局官网、浙江省医保局官网、开源证券研究所

种植耗材集采政策落地，有望进一步提高种植牙渗透率。种植集采政策在2023年陆续落地，集采后的平均拟中选价格为909元，与集采前中位采购价相比，平均降幅55%，与系统基准价相比，平均降幅29%，降幅符合预期。集采政策的落地预计将使此前持观望态度的患者陆续就诊，带来门诊量及种植量的增长。

表7：种植集采相关政策逐步推进，陆续落地

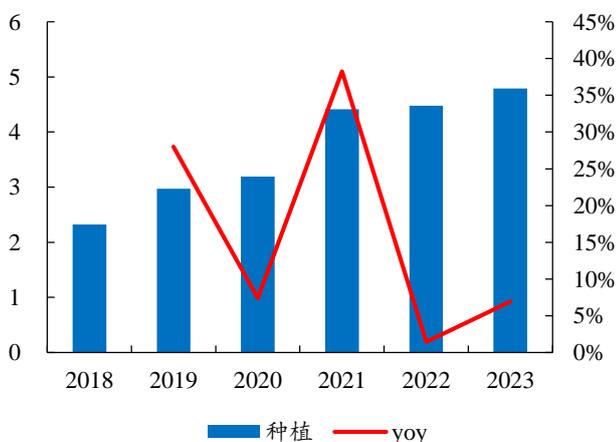
政策/法规名称	发布部门	发布时间	集采方案及降价结果
《关于开展部分口腔类高值医用耗材产品信息采集工作的通知》	四川省药械招标采购服务中心	2021.11	<p>申报产品范围：主要涉及口腔类种植体系统，具体包括口腔种植体、修复基台、种植修复配件(含愈合基台、覆盖螺丝、转移杆、扫描杆、替代体、修复基底、基台螺丝、基台保护帽、临时基台)等组成口腔种植体系统的医用耗材</p>
《关于开展口腔医用耗材历史采购数据填报工作的通知》	四川牵头，其他省份跟进	2021.11	<p>口腔医用耗材填报范围：种植体、修复基台、种植修复配件(含愈合基台、覆盖螺丝、转移杆、扫描杆、替代体、修复基底、基台螺丝、基台保护帽、临时基台)等；</p> <p>参加数据填报的医疗机构范围：所有开展口腔种植手术的公立医疗机构(含军队医疗机构)均应参加，其他医疗机构自愿参加</p>
《关于开展第二轮口腔类高值医用耗材产品信息采集工作的通知》	四川牵头，其他省份跟进	2022.04	<p>申报产品范围：口腔种植体、修复基台、种植修复配件(含愈合基台、覆盖螺丝、转移杆、替代体)等组成口腔种植体系统的医用耗材</p>
《口腔种植体系统省际联盟集中带量采购公告(第2号)》	四川牵头，其他省份跟进	2022.12	<p>采购周期：3年，起始时间以联盟各地区中选结果实际执行之日起算</p> <p>申报价及基准价：最高有效申报价为2380,基准价为参与本次集采的机构2021年采购该医疗器械注册人所有产品系统的有效采购价的低值；</p> <p>协议采购量及续标规定：原则上不低于前一年整体实际使用量，不低于同中选企业上年协议采购量的90%。机构采购累计需求量前90%为A组，其余为B组。目前意向采购量合计283.4万套；</p> <p>入围规则：同时满足申报价格不高于【基准价*(100%-√K*15%)】，且不得高于最高有效申报价格，其中种植体(含覆盖螺丝)、修复基台两部件价格申报价格之后占系统价格比例不超过80%；</p> <p>甲类中选规则：入围后，同一竞价单元内，按医疗器械注册人产品系统</p>

政策/法规名称	发布部门	发布时间	集采方案及降价结果
口腔种植体系统集中带量采购 生拟中选结果	四川省医保局	2023.01	<p>申报价格由低到高排序，取入围的医疗器械注册人排名前 60% 直接获得甲类拟中选资格；</p> <p>乙类中选规则：A 组入围但未中选甲类，申报价格不高于基准价的 55% 或不高于基准价*(100%-K*15%);或者 B 组产品入围但未中选甲类，申报价格不高于 A 组所有拟中选价格算数平均值</p> <p>采购量分配：甲类中选产品系统中，1-3 名分配需求量的 100%,4 名及之后分配需求量 90%,乙类中选 产品系统分配需求量的 75%。</p> <p>价格：拟中选最低价格为 548 元/套(B 组),较有效基准价下降 39%;诺贝尔及士卓曼价格最高,为 1855 元/套(A 组),较有效基准价下降 45%。集采后,平均拟中选价格为 909 元,与集采前中位采购价相比,平均降幅 55%,与系统基准价相比,平均降幅 29%;</p> <p>降价幅度：降幅符合预期。相较于有效基准价,四级纯钛平均降幅为 28%,钛合金平均降幅 31%。对于系统基准价较低的企业,拟中选价格较有效基准价的实际降幅仅略高于 VK*15%,大多数企业均根据入围规则进行合理报价</p> <p>中选企业：中选率 71%,四级纯钛种植体 A/B 组分别中选 14/16 家;钛合金种植体 A/B 组分别中选 6/10 家,中选企业中国产比例达 38%;</p> <p>医疗机构端：本次 1.4 万家民营医疗机构积极参加此次集采,占医疗机构总数的 80%。</p>

资料来源：四川省药械招标采购服务中心、医疗器械招标网、四川省医保局官网、开源证券研究所

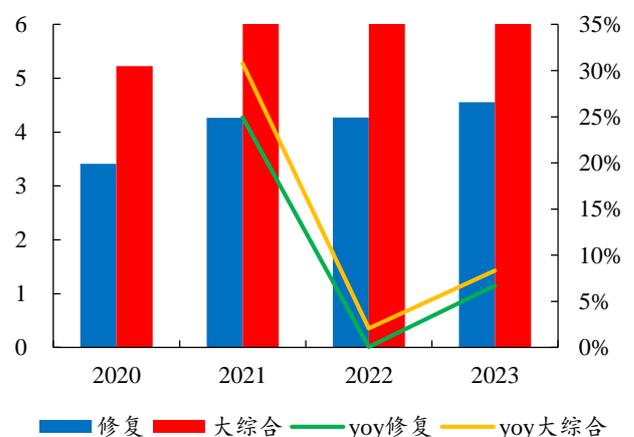
种植集采政策推动行业以价换量。2023 年 4 月国家医保局种植集采政策全面落地，公司在全国率先落实国家种植牙集采政策，向患者推出低价种植业务，推动通策高中低口腔超市的概念，提升市场占有率；此外，调整种植牙收费体系，区域总院三人组配合平台运营部种植季项目开展，推动所管辖分院种植季活动的宣传和落地。2023 年公司种植 5.3 万多颗，同比增长 47%，种植收入 4.79 亿元，同比增加 6.95%。此外，2023 年公司修复及大综合业务收入分别同比增长 6.72%、8.34%，快于整体平均增速，口腔种植的客流量增长有望带动修复、大综合等其他业务收入。

图13：2023 年种植收入同比增长 6.95%（亿元）



数据来源：通策医疗年报、开源证券研究所

图14：2023 年修复及大综合收入增速较快（亿元）



数据来源：通策医疗年报、开源证券研究所

2.3、正畸市场需求强劲，市场潜力较大

正畸市场患者基数庞大，需求拉动市场扩容。根据世界卫生组织，口腔三大疾病为错颌畸形、龋病、牙周病。错颌畸形不仅会影响“颜值”，严重的错颌还会对颌面部发育、口腔健康、口腔功能、心理信心等造成影响。《第四次全国口腔健康流行病学调查报告》显示，我国错颌畸形患病率高达 74%，对应潜在错颌畸形患病人数约为 10.4 亿人，且我国诊疗难度更高的 II、III 级错颌患病率达 49%，美国仅 23%。我国的主力正畸人群年龄范围集中在 6-40 岁，并有向两端扩大的趋势，中国正畸市场患者基数庞大。随着居民消费水平的提高和对口腔健康、美学的追求，正畸市场稳步增长，2021 年中国正畸市场规模约为 412 亿元，预计 2025 年将达到 660 亿元，复合增速达到 15%。

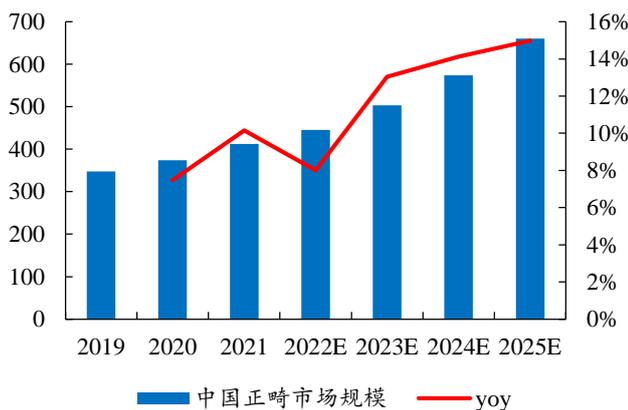
表8：中美错颌畸形患病情况差异较大

国家	错颌畸形情况
中国	错颌畸形患病率
	患病人群情况
美国	错颌畸形患病率
	患病人群情况

资料来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

隐形正畸渗透率持续提升。隐形正畸是由计算机辅助设计和制作的透明弹性材料矫正装置，可自由佩戴，相较于传统正畸，在保证疗效的基础上具有美观度高、口内异物感小、清洁方便等优势。隐形正畸渗透率持续提升，市场规模快速增长。

图15：预期正畸市场规模于 2025 年达 660 亿（亿元）



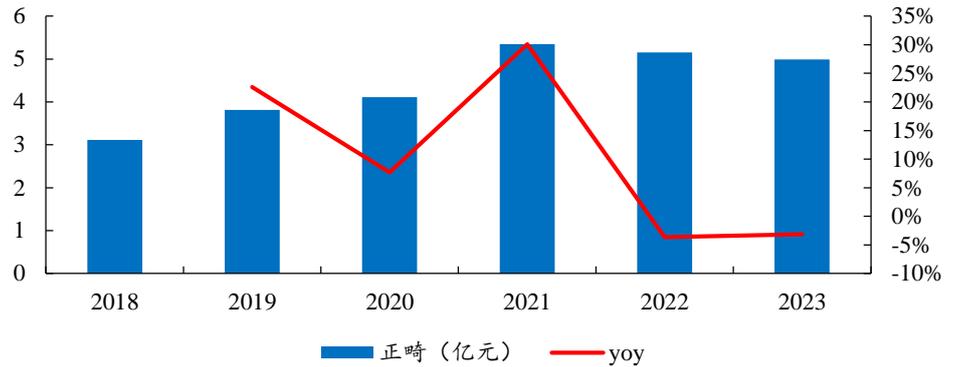
数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

图16：隐形正畸正在快速渗透中国正畸诊疗



数据来源：灼识咨询、开源证券研究所

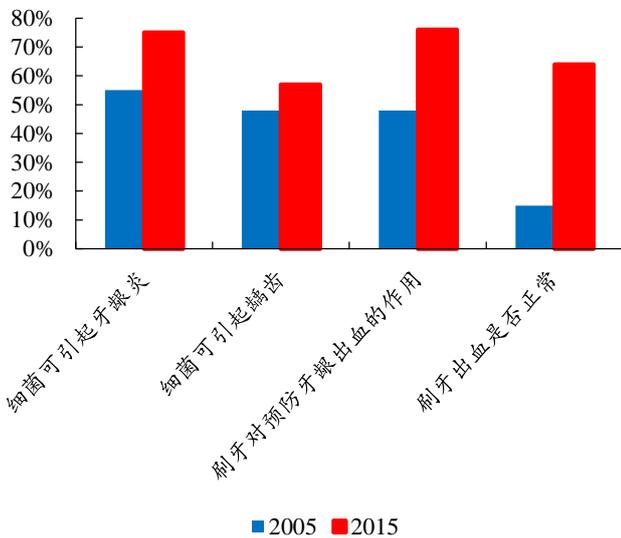
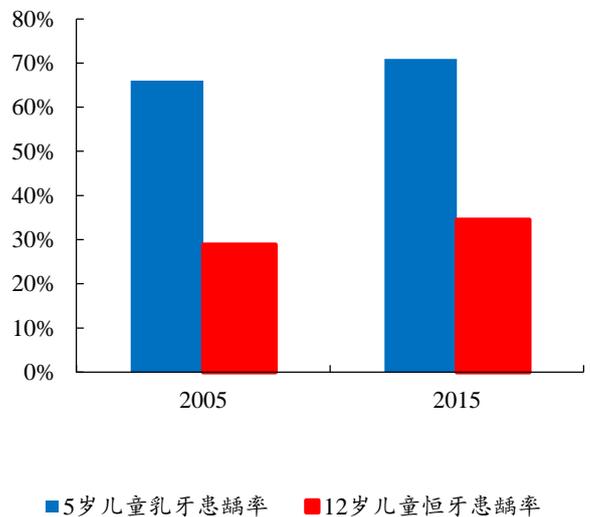
公司正畸业务收入 2022 年有所下滑，2023 年下滑幅度收窄。2023 年公司正畸业务实现收入 4.99 亿元，同比下降 3.14%，主要受消费降级等影响，2018-2021 年正畸收入稳步增长。

图17：公司正畸业务收入 2022 年有所下滑，2023 年下滑幅度收窄


数据来源：通策医疗年报、开源证券研究所

2.4、儿童口腔问题发病率高，市场发展空间大

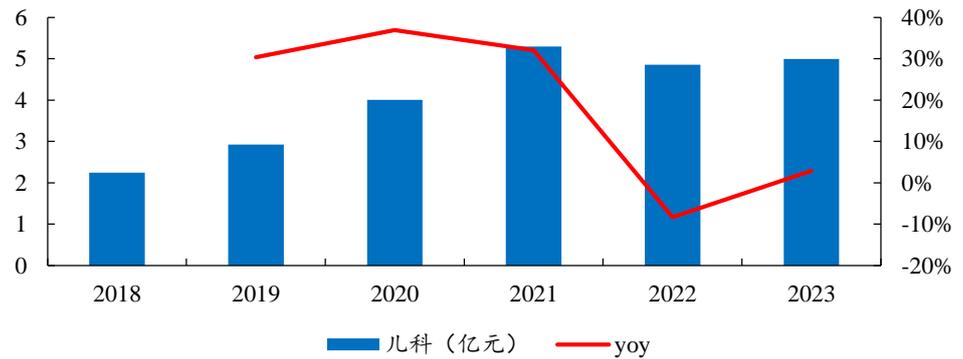
儿童口腔问题发病率高，市场发展空间大。我国适龄儿童基数大，患龋率高，2015 年相比于 2005 年 5 岁和 12 岁儿童的患龋率都有所提高，2015 年的 5 岁儿童患龋率高达 70% 以上；同时家长对孩子的口腔健康重视程度提升，儿童口腔护理市场发展潜力较大。儿童早期预防和矫治是未来儿童口腔医疗的大趋势，目前我国专业的儿童口腔医生较少，口腔医疗服务对医生依赖度高，导致儿童口腔行业业态分散，与成人口腔相比，市场还有较大的发展空间。

图18：12 岁儿童口腔健康知识知晓率有所提高

图19：2015 年儿童患龋率相较于 10 年前有所提升


数据来源：通策医疗年报、开源证券研究所

数据来源：《第三次全国口腔流行病学调查报告》、《第四次全国口腔流行病学调查报告》、开源证券研究所

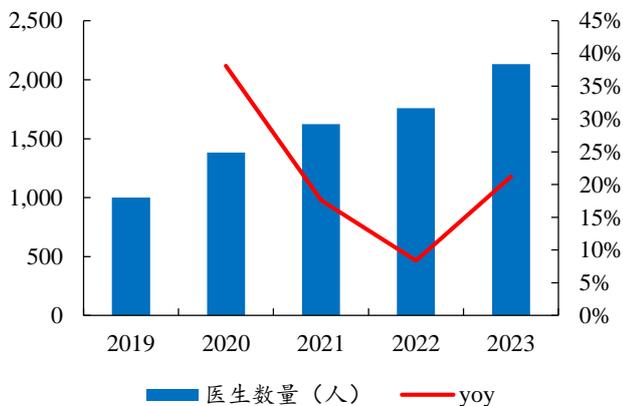
公司儿科业务收入 2022 年有所下滑，2023 年小幅回升。2023 年公司儿科业务实现收入 4.99 亿元，同比增长 2.9%，业绩小幅回升。2018-2021 年儿科收入稳健增长，2022 年有所下滑，2023 年有一定回升。

图20：公司儿科业务收入 2022 年有所下滑，2023 年小幅回升


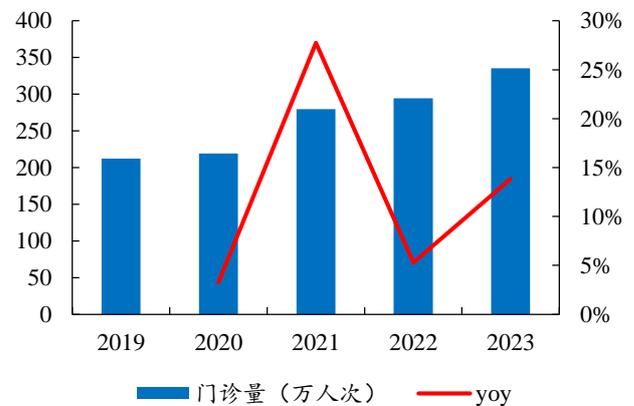
数据来源：通策医疗年报、开源证券研究所

3、坚持“区域总院+分院”发展模式，推进省内市场下沉

2019-2023 年医生数量稳健增长,2023 年公司拥有医生 2133 人,同比增长 21.19%。2023 年公司新增门诊量约 40.74 万人次,全年口腔医疗累计门诊量 335.33 万人次,同比增长 13.8%。随着蒲公英计划及并购加盟模式的稳步推进,未来公司的口腔医疗业务规模将持续提升。

图21：2019-2023 年公司医生数量稳健增长


数据来源：通策医疗年报、开源证券研究所

图22：公司口腔医疗门诊量逐年增长


数据来源：通策医疗年报、开源证券研究所

3.1、推动“区域总院+分院”发展模式，做深省内市场

推动“区域总院+分院”发展模式，做深省内市场。通策医疗推行“总院+分院”模式，总院拥有良好的市场口碑及较高的医疗服务技术，在此基础上开设分院，能够降低分院的市场营销成本，同时在总院医疗资源的支持下和标准化诊疗服务流程的约束下，保证分院的医疗服务质量。

公司在浙江省内实施双品牌战略，“杭州口腔医院”品牌覆盖杭州等九个地区、“宁波口腔医院”品牌覆盖宁波和舟山两个地区。截至 2023 年年底，杭州口腔医院、宁波口腔医院在浙江省内开业机构已有 62 家，另有 10 余家正在筹建中。目前每年全省患者门诊量近 300 万人次。

度。截至 2024Q1，蒲公英分院累计开业 41 家，已开业的蒲公英医院中有一半实现盈利。2022 年蒲公英分院贡献 4.04 亿元收入，同比增长 96.52%；2023 年蒲公英分院实现收入 5.9 亿元，同比增长 46%，增长势头良好。

图26：蒲公英分院数量逐年增加

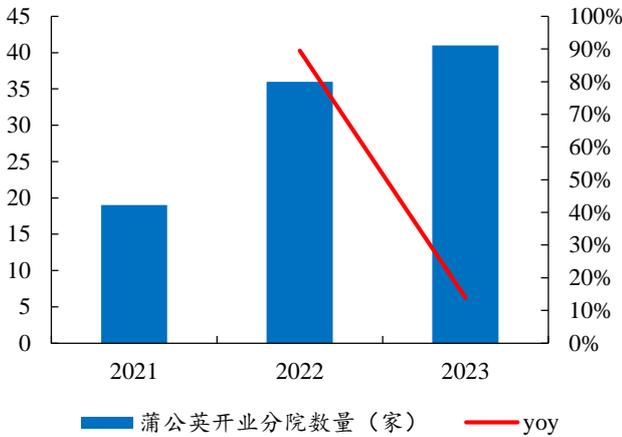
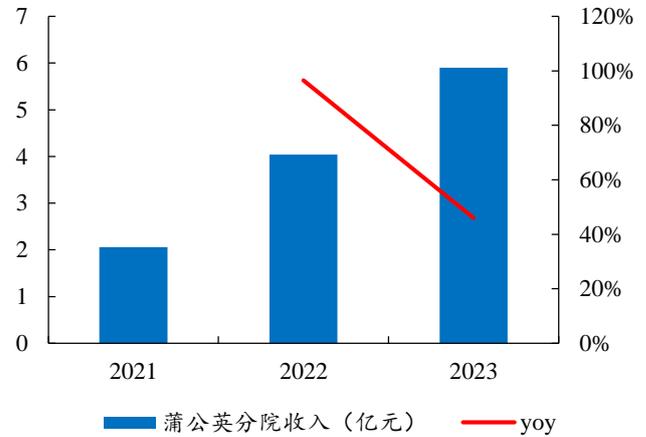


图27：蒲公英分院收入规模稳健增长



数据来源：通策医疗年报、通策医疗公告、开源证券研究所

数据来源：通策医疗年报、通策医疗公告、开源证券研究所

近些年杭口平海总院受疫情影响业绩有所波动。杭州口腔医院平海院区创始于 1952 年，总面积 33000 平方米，现有员工 6115 名，特色科室包含种植、正畸、修复、牙周粘膜、儿童口腔。杭口是浙江省内具有强大辐射力和影响力的口腔专科医院，是公司的人才培养基地，为集团口腔医疗服务发展奠定基础。2023 年杭口平海总院实现营收 5.78 亿元，同比下降 11.97%，实现净利润 2.47 亿元，同比下降 21.76%。

近些年杭口城西总院受疫情影响业绩有所波动。杭口城西总院于 2007 年开业，2019-2021 年营收和净利润实现快速增长，2022 年主要受疫情和医生分流到新建分院的影响，营收和净利润均有所下滑。2023 年实现营收 4.18 亿元，同比下降 10.53%，实现净利润 1.41 亿元，同比下降 14.31%。

图28：杭口平海业绩有所波动（百万元）

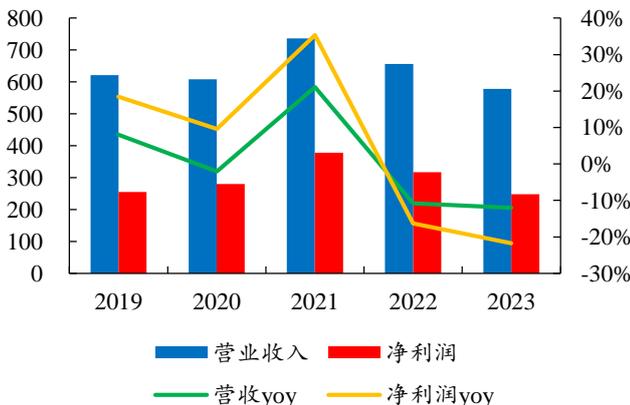
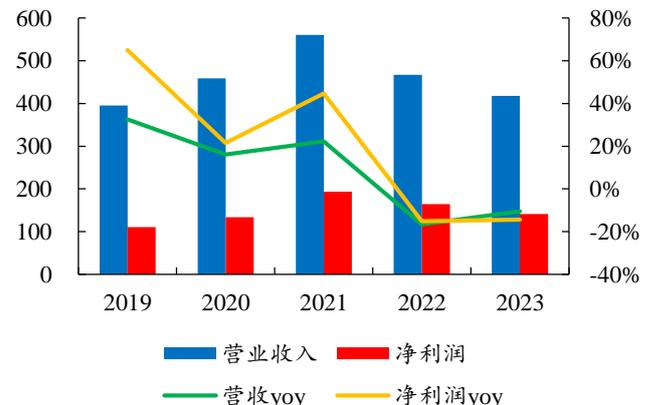


图29：杭口城西业绩有所波动（百万元）



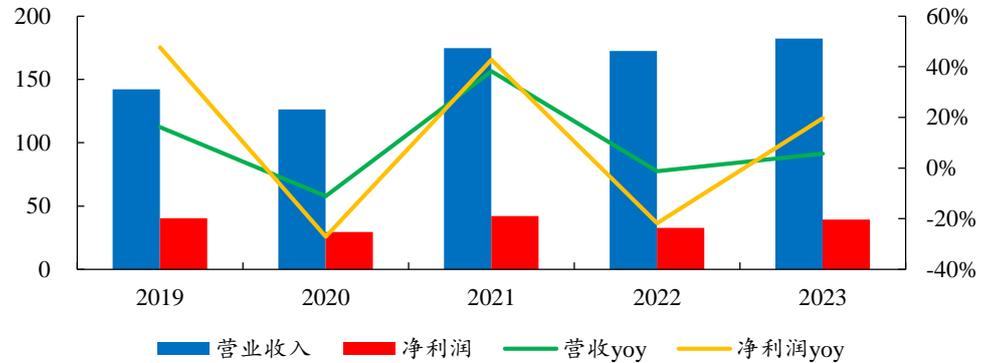
数据来源：通策医疗年报、开源证券研究所

数据来源：通策医疗年报、开源证券研究所

宁波口腔医院坚持“学术强院”，2023 年业绩强劲复苏。宁波口腔医院于 2005 年建院，历经 17 年已发展为口腔医院集团，下设 12 家专业口腔机构。宁波口腔医院总院按三级专科医院标准建设，是宁波地区较早拥有住院病房的口腔医疗机构。其建筑面积 2.6 万方，拥有标准化住院床位 60 张，综合治疗椅位超 185 张。

宁波口腔医院一直将“学术强院”作为重点发展战略。2022 年受疫情影响业绩有所下滑，2023 年实现营收 1.82 亿元，同比增长 5.65%，净利润 0.39 亿元，同比增长 19.69%，业绩强劲复苏。

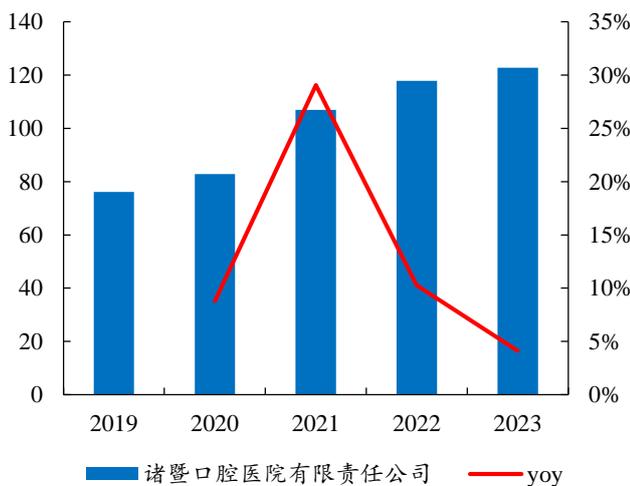
图30：2023 年宁口医院营收利润均有所回升（百万元）



数据来源：通策医疗年报、开源证券研究所

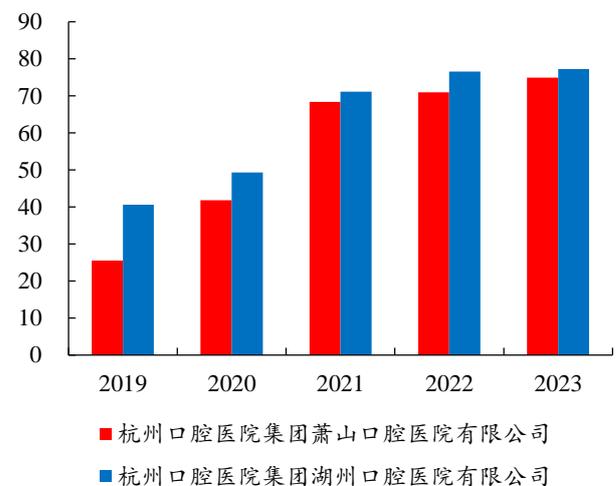
分院建设持续推进，诸暨口腔医院表现亮眼。公司区域分院建设持续推进，借助总院良好的市场口碑及较高的医疗服务技术，有效降低分院的市场推广成本并缩短盈利周期；此外，在总院医疗资源的支持下和标准化诊疗服务流程的约束下，分院的医疗服务质量得到有效保证。区域分院规模逐步扩大，其中诸暨口腔医院近 5 年营收保持稳步增长，2021 年营收超过 1 亿元，2023 年实现营收 1.23 亿元，同比增长 4.12%，发展为分院中规模最大的医院。

图31：诸暨口腔医院营收表现亮眼（百万元）



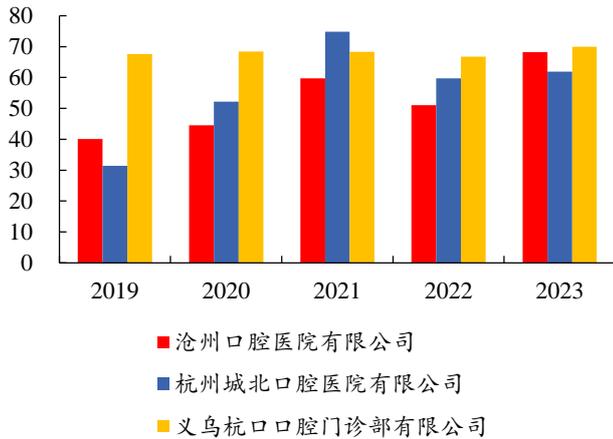
数据来源：通策医疗年报、开源证券研究所

图32：杭口萧山、湖州院区营收稳步增长（百万元）



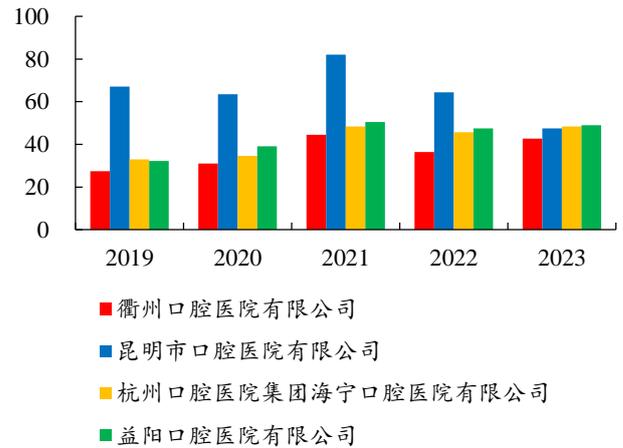
数据来源：通策医疗年报、开源证券研究所

图33: 沧州口腔医院 2023 年营收回升 (百万元)



数据来源: 通策医疗年报、开源证券研究所

图34: 昆明市口腔医院 2023 年营收有所下滑 (百万元)

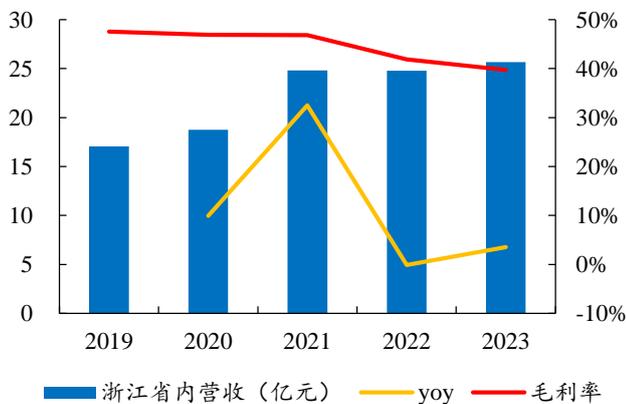


数据来源: 通策医疗年报、开源证券研究所

3.2、探索加盟并购模式, 加速省外扩张

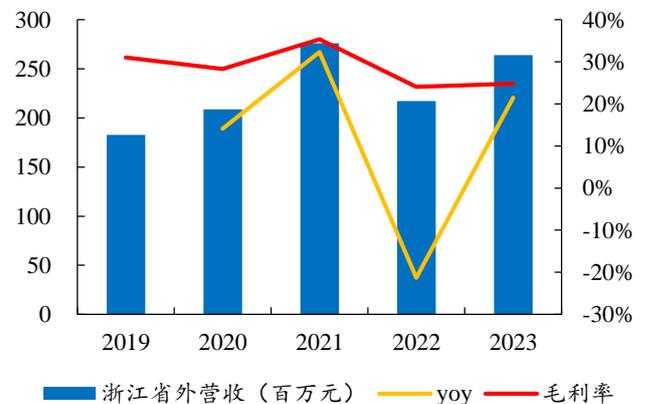
省内医院毛利率稳定在 40% 以上, 2023 年省外医院营收有所回升。2023 年, 公司浙江省外医院实现收入 2.64 亿元, 同比增长 21.47%, 毛利率 24.79%。2023 年公司浙江省内医院实现营收 25.68 亿元, 同比增长 3.55%, 毛利率 40%, 维持较高毛利率水平。

图35: 省内医院毛利率维持在 40% 以上



数据来源: 通策医疗年报、开源证券研究所

图36: 2023 年省外医院业绩有所回升



数据来源: 通策医疗年报、开源证券研究所

通策医疗坚持在医疗资源丰富、患者教育有基础的地方发展, 在全国布局口腔医院集团, 在浙江、江苏、湖北、陕西、云南、湖南、河北建设 80 余家口腔医院, 通过参与口腔医疗基金在武汉、西安、上海等地投资新建大型口腔医院, 打造成为各区域总院。

表9：省外重点医院布局情况

医院名称	投资方式	成立时间
益阳口腔医院	自建	2017年
娄底口腔医院	收购	2014年
乐坪口腔医院	收购	2006年
怀化口腔医院	自建	2019年
昆明存济口腔医院	自建	2022年
沧州口腔医院	收购	1954年
南京牙科医院	自建	2014年
北京通策京朝口腔医院	收购	2017年

资料来源：通策医疗年报、开源证券研究所

收购娄底口腔，并购加盟模式落地。2023年收购并增资娄底口腔，持有其51%股权。并购加盟模式的落地，有利于完善区域市场布局，形成规模效应，进一步巩固和提升公司的竞争优势。

3.3、深化三三制工作模式，推进医生合伙制

持续深化三三制工作模式，成立CM管理中心，打造客户终身管理中心。2023年公司继续深化三三制工作模式，在公司、区域口腔集团和口腔医院三个层级，建立上下联动的各级运营三人组。在此基础上，进一步建立营销三人组和CM（Case Manager）三人组。营销三人组根据运营计划开展对应的营销引流活动，CM三人组与营销引流适配，根据客户分级匹配医生。2024年，公司成立CM管理中心，融合客户服务、咨询和客户终身管理等职能，通过对客户需求的采集和梳理，形成任务清单，并组织医院各模块响应需求，整合跨职能、跨团队的资源，为最有价值的客户提供个性化的服务。CM建设以项目管理形式，推动三家试点医院先行探索、开展，打造模型，得到验证之后在全集团开展。

表10：CM管理中心持续推广以客户为中心的团队接诊模式

团队类型	具体内容
以提高专家医生效率为目标	围绕专家医生而建，根据诊疗任务需要，为专家医生配备年轻医生、医助、护士和CM（病例管理经理），甚至是运营人员，通过团队内部分工协作，致力于专家医生在本院区门诊和多院区门诊的效率最大化
以营销或者客户服务为目标	要求全面代表客户，根据客户需求组织团队，从疗效、经济负担、文化习惯、心理健康等各个维度为客户提供最佳方案、服务和极致体验
以多病种诊疗为目标	根据客户多病种的诊疗需求，设立MDT团队联合会诊，全面解决客户口腔问题

资料来源：通策医疗年报、开源证券研究所

推进医生合伙制。公司一方面通过蒲公英计划让骨干医生参股蒲公英分院，与公司形成事业发展合伙人，有效激励医生发展。另一方面，年轻医生伴随着口腔区域集团和各分院的发展壮大，既有专业上向专家方向发展的成长路径，又有团队长、科主任、分院院级领导等职业方向的发展平台。杭州医学院存济口腔医学院的建设和口腔集团内部案例培训课程，进一步补充和完善了医生培训、教学的成长路径，多渠道促进年轻医生成长。公司目前拥有通策牙学院、商学院、各类专业培训课程等，为建立后备人才池、后备干部梯队做充分准备。

深入建设存济口腔医生委员会，保障高质量医疗服务水平。存济口腔医生委员会是通策体系内外所有医生共同参与的存济医生集团的决策机构，医生委员会负责学科体系建设，对各分院的科室负责人直接管理。医院除经济目标以外的管理由医生委员会负责。医生委员会建立医生的评级系统，负责医疗标准，承担了医院管理 80% 的工作任务。2023 年，存济医生委员会启动“通策医疗分级体系构建专项”。“分级体系构建专项”第一阶段聚焦于初诊接诊流程标准化与专科诊疗流程的标准化，顺势打通医疗质控的系统化并构建相应的医生培训考核体系。公司将杭州口腔医院湖滨院区作为“分级体系构建专项”首个试验基地。

4、盈利预测与投资建议

4.1、关键假设

现阶段，通策医疗通过自建和并购加盟不断加强旗下医院实力并提高各业务水平，我们预计：

(1) 医疗服务业务中，种植业务受种植集采政策落地的影响，预计 2024 年的平均价格同比 2023 年将有所下降，此后种植量预计逐步增加；正畸业务会受消费降级等影响，修复及综合业务会随着种植业务的增长被带动起来，且本身刚需性较强。预计公司医疗服务业务 2024-2026 年的营收增速为 10%、10%、10%，毛利率随着降本增效工作的推进将会逐步提升，预计 2024-2026 年医疗服务毛利率为 39.5%、39.6%、39.7%。

(2) 产品销售业务受消费降级等影响，预计 2024-2026 年公司产品销售业务营收增速为 7%、15%、15%，毛利率预计保持稳定，2024-2026 年产品销售毛利率为 18%、20%、19%。

(3) 综合服务业务受消费降级等影响，预计 2024-2026 年公司综合服务业务营收增速为 7%、12%、10%，毛利率预计保持稳定，2024-2026 年综合服务毛利率为 95%、94%、95%。

(4) 建设工程业务随着蒲公英分院的建设的推进及省外医院的扩张，将会逐步增加，预计 2024-2026 年公司建设工程业务营收增速为 20%、22%、20%，毛利率预计逐步提升，2024-2026 年建设工程毛利率为 25%、27%、30%。

(5) 其他业务会随公司医疗服务等业务的增长被逐步带动起来，预计 2024-2026 年公司其他业务营收增速为 8%、15%、12%，毛利率预计保持稳定，2024-2026 年其他业务毛利率为 76%、77%、77%。

(6) 随着收入规模不断增加，公司的销售、管理、研发及财务费用率有望稳步下降。

表11：2024-2026年通策医疗各子版块营收预计稳健增长（百万元）

子版块	财务表现	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
医疗服务	营收	2572.60	2688.47	2957.32	3253.05	3578.35
	同比增速 (%)	-2.27	4.60	10.00	10.00	10.00
	毛利率 (%)	41.31	39.34	39.50	39.60	39.70
产品销售	营收	116.47	101.08	108.16	124.38	143.04
	同比增速 (%)	-7.04	-13.21	7.00	15.00	15.00
	毛利率 (%)	20.99	17.65	18.00	20.00	19.00
综合服务费	营收	1.46	0.33	0.35	0.40	0.44
	同比增速 (%)	-	-77.39	7.00	12.00	10.00
	毛利率 (%)	99.88	94.89	95.00	94.00	95.00
建设工程	营收	6.88	42.12	50.54	61.66	74.00
	同比增速 (%)	-	512.51	20.00	22.00	20.00
	毛利率 (%)	39.40	23.62	25.00	27.00	30.00
其他业务	营收	21.21	14.51	15.67	18.02	20.18
	同比增速 (%)	-4.60	-31.60	8.00	15.00	12.00
	毛利率 (%)	85.40	76.25	76.00	77.00	77.00

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：2024-2026年关键假设数据来自开源证券研究所

4.2、盈利预测与估值

历经 29 年发展，公司创设并坚持“区域总院+分院”的发展模式，在浙江、江苏、湖北、陕西、云南、湖南、河北等地建设 80 余家口腔医院。短期看，充足的牙椅储备、高质量的医生团队及精细化的运营管理为业绩高增长提供保障。中长期看，蒲公英计划的推进、省外并购加盟模式的落地及种植集采政策的推行有望为未来业绩增长贡献新动能。国内口腔医疗市场空间大，行业竞争格局分散，未来龙头企业有望获得较大市场份额，我们长期看好公司的发展，预计公司 2024-2026 年归母净利润为 5.59/6.17/6.86 亿元，当前股价对应 PE 为 34.7/31.4/28.2 倍。选取与公司业务模式相近的爱博医疗、国际医学及三博脑科作比较。与可比公司的平均估值相比，通策医疗估值较低，首次覆盖，给予“买入”评级。

表12：与可比公司平均估值相比，公司估值较低

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速 (%)			PE (倍)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
688050.SH	爱博医疗	79.20	32.53	29.98	27.36	36.97	28.44	22.34
000516.SZ	国际医学	4.41	130.00	202.97	70.83	90.18	29.78	17.43
301293.SZ	三博脑科	34.02	17.59	11.96	12.62	76.18	68.04	60.42
可比公司平均			60.04	81.64	36.94	67.78	42.09	33.40
600763.SH	通策医疗	43.30	11.65	10.36	11.32	34.7	31.4	28.2

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：国际医学、三博脑科的盈利预测来自 Wind 一致预测，爱博医疗、通策医疗盈利预测来自开源证券研究所，数据截至 2024 年 8 月 19 日收盘

5、风险提示

医疗风险：现代医学在诊疗过程中仍存在认知局限，患者个体存在差异，不同疾病的情况也有所不同，医生水平、医疗设备条件等多方因素都可能导致医疗风险的可能。

竞争风险：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。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。

声誉风险：声誉风险管理工作作为公司全面风险管理体系的重要一环，对于行业稳定和市场信心具有至关重要的维护作用。对于医疗服务行业，患者的口碑宣传比较重要，存在声誉受损带来的风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1112	969	1119	1323	1567
现金	630	594	690	851	1109
应收票据及应收账款	105	138	95	179	113
其他应收款	60	64	70	79	85
预付账款	26	13	35	14	42
存货	23	25	27	30	33
其他流动资产	268	135	202	168	185
非流动资产	4043	5037	5359	5752	6101
长期投资	243	767	981	1367	1667
固定资产	860	840	1041	1206	1340
无形资产	12	14	13	12	12
其他非流动资产	2927	3415	3324	3167	3083
资产总计	5154	6006	6479	7076	7669
流动负债	477	645	532	554	549
短期借款	0	80	90	60	50
应付票据及应付账款	141	183	181	215	225
其他流动负债	337	381	261	279	274
非流动负债	1059	1239	1198	1164	1124
长期借款	29	189	159	120	82
其他非流动负债	1030	1050	1040	1045	1042
负债合计	1536	1883	1731	1718	1673
少数股东权益	307	317	395	486	584
股本	321	321	449	449	449
资本公积	0	0	0	0	0
留存收益	3071	3571	4119	4678	5326
归属母公司股东权益	3311	3805	4353	4871	5411
负债和股东权益	5154	6006	6479	7076	7669

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	670	840	719	889	1012
净利润	616	578	637	708	785
折旧摊销	128	140	143	172	202
财务费用	47	50	61	58	58
投资损失	-38	-60	-49	-55	-52
营运资金变动	-170	30	-80	4	14
其他经营现金流	88	101	8	2	6
投资活动现金流	-497	-884	-421	-508	-500
资本支出	422	505	196	207	236
长期投资	-60	-504	-214	-386	-300
其他投资现金流	-15	126	-12	85	37
筹资活动现金流	-386	9	-252	-169	-254
短期借款	0	80	10	-30	-10
长期借款	-81	160	-30	-39	-38
普通股增加	0	0	128	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-305	-232	-361	-100	-207
现金净增加额	-213	-35	46	211	258

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2719	2847	3132	3458	3816
营业成本	1609	1750	1920	2114	2330
营业税金及附加	7	7	8	8	9
营业费用	28	29	32	36	39
管理费用	285	309	334	372	409
研发费用	54	56	61	66	73
财务费用	47	50	61	58	58
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	8	9	9	9	9
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	38	60	49	55	52
资产处置收益	-0	0	-0	-0	-0
营业利润	734	712	771	864	954
营业外收入	6	1	4	2	3
营业外支出	2	4	3	4	3
利润总额	738	709	771	862	954
所得税	122	130	135	155	169
净利润	616	578	637	708	785
少数股东损益	67	78	78	91	98
归属母公司净利润	548	500	559	617	686
EBITDA	849	849	911	1026	1138
EPS(元)	1.23	1.12	1.25	1.38	1.53

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-2.2	4.7	10.0	10.4	10.4
营业利润(%)	-24.7	-3.0	8.3	12.0	10.5
归属于母公司净利润(%)	-22.0	-8.7	11.6	10.4	11.3
获利能力					
毛利率(%)	40.8	38.5	38.7	38.9	38.9
净利率(%)	20.2	17.6	17.8	17.8	18.0
ROE(%)	17.0	14.0	13.8	13.5	13.4
ROIC(%)	17.2	13.7	14.0	14.1	14.1
偿债能力					
资产负债率(%)	29.8	31.4	26.7	24.3	21.8
净负债比率(%)	-12.2	-4.1	-8.3	-11.8	-15.7
流动比率	2.3	1.5	2.1	2.4	2.9
速动比率	1.7	1.2	1.6	2.0	2.4
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	30.5	23.5	27.0	25.2	26.1
应付账款周转率	10.2	10.8	10.5	10.7	10.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.23	1.12	1.25	1.38	1.53
每股经营现金流(最新摊薄)	1.50	1.88	1.61	1.99	2.26
每股净资产(最新摊薄)	7.40	8.51	9.44	10.60	11.81
估值比率					
P/E	35.3	38.7	34.7	31.4	28.2
P/B	5.8	5.1	4.6	4.1	3.7
EV/EBITDA	22.8	23.1	21.4	18.8	16.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

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（underperform）	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（underperform）	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，属于商业秘密材料，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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn