

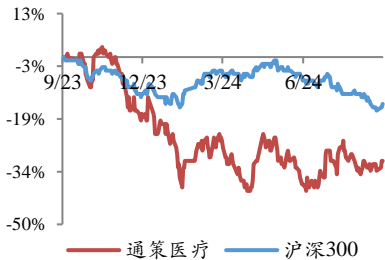
## 口腔医疗行业领先，纵深战略打造复利之路

投资评级：买入  
首次覆盖

报告日期：2024-09-26

收盘价 (元)	49.18
近 12 个月最高/最低 (元)	92.66/37.50
总股本 (百万股)	447
流通股本 (百万股)	447
流通股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	220
流通市值 (亿元)	220

### 公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

分析师：陈珈蔚

执业证书号：S0010524030001

邮箱：chenjw@hazq.com

### 相关报告

### 主要观点：

#### ● 老牌口腔医疗服务企业，走出政策扰动，长期发展可期

通策医疗是中国民营口腔医疗服务领军企业，以区域总院+分院+蒲公英+省外并购的模式打造区域连锁口腔医疗服务网络，截至 2024 年上半年，公司旗下共经营 84 家口腔医疗机构，开设牙椅 3037 张。公司 2024 年上半年实现营业总收入 14.11 亿元 (+3.52%)，实现归母净利润 3.10 亿元 (+1.77%)；口腔门诊量 171 万人次，口腔服务实现营收 13.14 亿元，同比增长 2.69%，口腔医疗服务业务逐渐走出政策扰动，整体企稳。从扩张模式看，公司蒲公英分院扩张逐步放缓，成本费用控制初见成效，未来增长可期。

#### ● 医院布局纵深：“区域总院+分院”模式逐步成熟，省外并购同步发展探索

公司采用“总院+分院”模式进行医院运营管理，积极打造深耕浙江、辐射全国的集团品牌。在省内，公司在浙江省内已经拥有杭口平海区域集团、杭口城西区域集团、宁波口腔医院集团、杭口绍兴区域集团和杭口浙中区域集团 5 家口腔区域集团，由此扩张分院，形成多个“区域总院+分院”区域医院集群，截至 24 年上半年，杭口、宁口在浙江省内开业机构已有 63 家，且有 10 余家正在筹建。此外公司采用蒲公英计划进入省内下沉市场，截至 2023 年年底蒲公英已开业 41 家，2024 年计划新增 8 家，部分医院在建设中，部分医院已完成选址；50%的蒲公英医院实现盈利，50%处于孵化培育期。蒲公英医院规模均在 30-100 张牙椅之间（对应医生 25-85 名之间）。此外，公司通过并购探索省外机会，2023 年收购娄底口腔医院股权，并通过参与口腔医疗基金在武汉、西安、上海等地投资建立口腔医疗机构。

#### ● 医院运营纵深：团队诊疗模式行业领先，牢牢把握医师核心资源，精细化管理提升患者品牌认知度

在患者诊疗方面，公司设立多种机制解决医生资源缺乏问题，提高患者满意度：**1) 医生合伙人模式**：通过蒲公英计划让骨干医生参股蒲公英分院，形成事业发展合伙人，持续激励医生提升工作效率。在区域集团和各分院发展的过程中，公司进一步补充和完善了医生培训、教学的成长路径，从而多渠道促进年轻医生成长，为公司长远健康发展增强竞争力；**2) CM 团队诊疗模式**：根据患者动态需求组建对接 CM 团队，提供专业化、定制化的诊疗服务，把医生资源进行重新组合成跨学科团队，为客户提供一站式治疗方案，纵向团队模式区域总院专家医生对分院起到支持作用；**3) 三三制工作模式**：公司建立公司、区域口腔集团和口腔医院三个层级联动的各级运营三人组，并在此基础上进一步建立了营销三人组和 CM 三人组，营销引流与医师就诊相配合，为患者提供有针对性的诊疗服务，精细化运营管理。

#### ● 口腔医疗服务行业细分领域发展各有千秋，消费人群垂直细分，集采政策倒逼服务机构提质增效，老牌企业柳暗花明

国内口腔医疗服务市场规模逐年稳步上升，受我国医疗保健支出高速增长、人口老龄化趋势加速显现的影响，种植业务需求持续扩大，叠加种植牙集采政策的推行，种植需求的发展态势有望持续向上。2015-2023年中国的正畸数量从163万例上升至374万例，需求正在快速扩大，主力正畸人群集中在24-34岁阶段的成年人中，并向低龄化和成熟化两端延伸。口腔健康市场需求的持续扩大对服务机构提出了新的要求，拥有规模效应和品牌影响力的企业更有望获得长期竞争优势。

● **投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级**

公司是浙江省内口腔医疗服务老牌企业，区域总院+分院的经营模式助力公司扎根浙江、辐射省外。短期维度看，种植牙集采落地一年有余，公司业务企稳回升，短期业绩有望稳定提升；中长期维度看，口腔医疗服务行业人工成本占比高&固定且对医生依赖度高，公司通过人才培养、经营管理模式创新等多维度的探索，初步实现了对人才、科研和获客的管理，长期良性发展确定性高。我们预计2024~2026年公司将实现营业收入29.49/33.22/36.76亿元（+3.6%/12.7%/10.7%）将实现归母净利润5.68/6.65/7.62亿元（+13.4%/17.2%/14.6%），首次覆盖，给予“买入”评级。

● **风险提示**

医疗安全事件风险；低端口腔医疗市场的竞争风险；品牌声誉风险。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2847	2949	3322	3676
收入同比（%）	4.7%	3.6%	12.7%	10.7%
归属母公司净利润	500	568	665	762
净利润同比（%）	-8.7%	13.4%	17.2%	14.6%
毛利率（%）	38.5%	38.9%	39.6%	40.2%
ROE（%）	13.2%	13.5%	14.2%	14.6%
每股收益（元）	1.56	1.27	1.49	1.70
P/E	49.01	35.48	30.27	26.42
P/B	6.44	4.79	4.30	3.85
EV/EBITDA	26.78	19.91	17.20	15.05

资料来源：wind，华安证券研究所

# 正文目录

1 口腔医疗服务老牌企业，厚积薄发.....	6
1.1 立足省内辐射全国，口腔医疗服务老牌企业柳暗花明.....	6
1.2 股权结构稳定合理，管理团队人才济济.....	7
1.3 柳暗花明，业绩企稳.....	8
2 齿科医疗需求强劲，细分市场潜力释放.....	12
2.1 口腔医疗增长迅速，行业发展空间广阔.....	12
2.2 种植板块：集采提振需求，渗透率有望持续提升，看好长期发展空间.....	13
2.3 正畸板块：美容需求与经济发展驱动.....	16
2.4 儿科板块：青少年口腔健康意识在提升，但口腔问题仍严重.....	18
3 夕惕若厉，民营口腔医疗服务领先企业打造纵深格局.....	21
3.1 战略布局之纵深：立足华东，布局全国.....	21
3.2 医院运营之纵深：“区域总院+分院”模式脱颖而出.....	23
3.3 蒲公英计划：由点到面实现机构、医生省内“双下沉”.....	24
3.4 医师资源丰富，保障优质服务供给.....	25
4 盈利预测与投资建议.....	26
4.1 盈利预测.....	26
4.2 投资建议.....	27
风险提示.....	28
财务报表与盈利预测.....	29

# 图表目录

图表 1 通策浙江省内业务版图 (截至 24 年 4 月)	6
图表 2 公司主要参股控股医院相关财务数据 (截至 2024 年 H1, 人民币亿元)	6
图表 3 公司发展大事记	7
图表 4 公司股权架构 (截至 24 年 H1)	7
图表 5 管理团队人才济济 (截至 24 年 H1)	8
图表 6 2018-2024H1 公司营收增长 (RMB 亿元)	9
图表 7 2018-2024H1 年公司归母净利润增长 (RMB 亿元)	9
图表 8 2018-2024H1 年公司收入结构 (RMB MN)	9
图表 9 2020-2024H1 口腔服务项目拆分 (RMB MN)	10
图表 10 2020-2024H1 种植及正畸板块营收 (RMB MN)	10
图表 11 2018-2024H1 年公司营业收入分地区 (RMB MN)	10
图表 12 公司医疗服务收入分地区 (RMB MN)	10
图表 13 2020-2024H1 各业务成本 (RMB MN)	10
图表 14 2020-2023 年医疗服务成本结构 (%)	10
图表 15 2018-2024H1 公司整体毛净利率	11
图表 16 2018-2024H1 公司毛利率拆分 (按业务)	11
图表 17 2018-2024H1 公司三费情况	11
图表 18 2017-2023 年公司牙椅数量 (张)	12
图表 19 2017-2023 年公司门诊量 (万人次)	12
图表 20 2014-2022 年中国医疗保健支出 (百亿元)	12
图表 21 2014-2020 年华东地区医疗保健占总支出占比	12
图表 22 2018 年我国各年龄段民众患龋率和龋均数量 (颗)	13
图表 23 2018 年我国 35-44 岁中年人牙周问题隐患频出	13
图表 24 健康口腔行动方案相关指标	13
图表 25 缺齿修复方式对比	13
图表 26 种植项目内容	14
图表 27 2005-2023 年我国老龄化情况不断加剧	14
图表 28 2021 年不同年龄段缺牙及修复比例 (颗/人)	14
图表 29 2019 年我国种植牙渗透率较低, 市场提升空间大	15
图表 30 种植牙集采政策梳理	15
图表 31 正畸方式对比	16
图表 32 2015-2022 年正畸例数及隐形正畸占比 (万例, %)	17
图表 33 2015-2023 年人均可支配收入 (元)	17
图表 34 2018-2022 年各年龄段正畸占比	17
图表 35 2015-2030E 正畸市场规模预测 (RMB 亿元)	17
图表 36 儿科业务简述	18
图表 37 我国儿童口腔健康意识演变 (2007→2018)	18
图表 38 儿童龋齿患病率及治疗率 (2007→2018)	19
图表 39 2015-2025E 民营医院市场规模迅速提升 (单位: 十亿元)	19
图表 40 2021 年各专科医院占比	20
图表 41 2014-2023 中国牙医增长情况	20

图表 42 2023 年不同国家每百万人口牙医数 .....	20
图表 43 2021 年中美每十万人口口腔、正畸医生数量 .....	20
图表 44 2022 年连锁民营口腔机构品牌竞争格局 .....	21
图表 45 浙江省内口腔医院建设规划数（截至 2024 年 4 月） .....	21
图表 46 2018-2024H1 年公司收入按地区划分（RMB MN） .....	21
图表 47 公司全国医疗机构图（截至 2023 年末） .....	22
图表 48 公司三叶儿童口腔布局（截至 2023 年末） .....	22
图表 49 2020-2024H1 双品牌医院收入情况（RMB MN） .....	23
图表 50 2020-2024H1 双品牌医院净利润情况（RMB MN） .....	23
图表 51 2020-2024H1 城西口腔营收与净利润（RMB MN） .....	23
图表 52 公司省内新建分院培养周期明显缩短 .....	24
图表 53 2020-2024H1 省外医院收入增长情况（RMB MN） .....	24
图表 54 2021-2023 年部分蒲公英分院营收情况（RMB MN） .....	25
图表 55 2016-2024H1 诸暨口腔营收与净利润情况（RMB MN） .....	25
图表 56 公司医师收入贡献企稳，后续提升可期（左轴医疗服务收入 百万元，右轴单人次贡献 百万元/人） .....	25
图表 57 2017-2023 年公司医技人员持续增加，医师资源丰富（人） .....	25
图表 58 通策医疗团队诊疗模式 .....	26
图表 59 盈利预测（RMB MN） .....	26

# 1 口腔医疗服务老牌企业，厚积薄发

## 1.1 立足省内辐射全国，口腔医疗服务老牌企业柳暗花明

民营口腔医疗服务老牌企业，体量、经营能力、商业模式等方面全国领先。通策医疗以口腔医疗服务起家，是主板首家医疗服务上市公司，其服务涉及种植、正畸、修复、牙周治疗及儿童齿科等多领域。公司于 2006 年收购杭州口腔医院集团、借壳上市，开创性使用“总院+分院”医院运营模式、辅以高等院校合作和参与公立医院改制等发展路径，经过二十余载深耕，打造出了“临床+教育+科研”一体化的大型连锁民营口腔医疗集团，深耕浙江，辐射全国。截至 2024 年上半年，公司拥有已营业口腔医疗机构 84 家，其中浙江省内设有杭州口腔医院平海园区、城西园区和宁波口腔医院三家总院，绍兴、义乌、台州等地将布局区域性总院，拥有牙椅数 3037 张，2023 年年末拥有 2133 名医生。

图表 1 通策浙江省内业务版图 (截至 24 年 4 月)



资料来源：公司年报，华安证券研究所

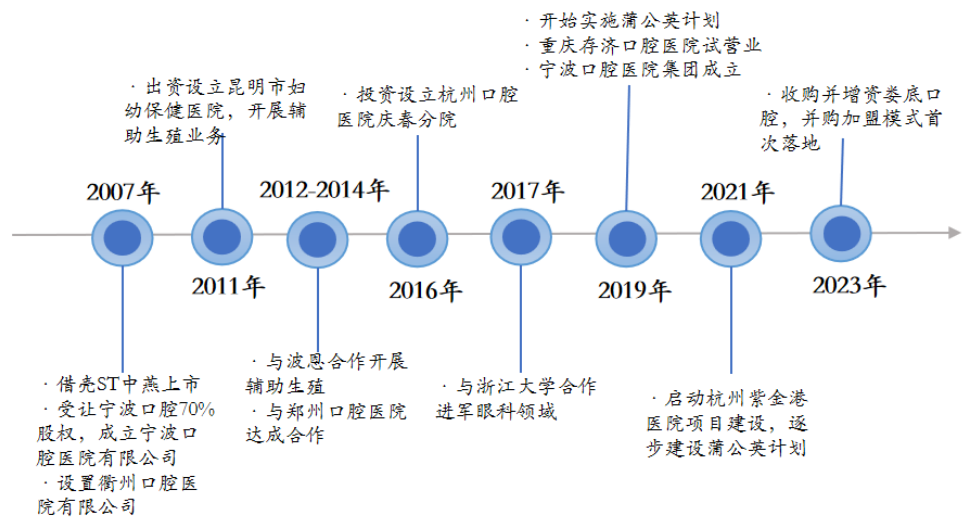
图表 2 公司主要参股控股医院相关财务数据 (截至 2024 年 H1, 人民币亿元)

公司名称	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	14.27	11.16	2.67	1.73
杭州口腔医院集团城西口腔医院有限公司	6.78	6.46	1.92	0.77
宁波口腔医院集团有限公司	5.05	2.98	0.85	0.26
沧州口腔医院有限公司	1.01	0.47	0.32	0.11
诸暨口腔医院有限责任公司	1.00	0.64	0.59	0.21
杭州城北口腔医院有限公司	0.58	0.35	0.29	0.08
杭州口腔医院集团萧山区口腔医院有限公司	0.61	0.46	0.37	0.11
杭州口腔医院集团湖州口腔医院有限公司	0.51	0.40	0.37	0.11
义乌杭口口腔门诊部有限公司	0.56	0.46	0.33	0.09

资料来源：公司年报，华安证券研究所

体内医疗机构历史悠久经验丰富，经营模式独具一格。通策的总院杭州口腔医院成立于1952年，2006年公司乘公立医院改制之风收购杭州口腔医院并切入口腔医疗服务领域，次年进入宁波、衢州开展口腔医疗。2016年5月挂牌中国科学院大学杭州口腔医院，同年设立杭州口腔医院庆春分院，2019年公司开始实施蒲公英计划，体外存济医院试营业。公司多年来一直执行着立足于：1) 省内加密，以“总院+分院”的模式为基础，公司在杭州省内已经拥有杭口平海区域集团，杭口城西区域集团，宁波口腔医院集团，杭口绍兴区域集团和杭口浙中区域集团；2) 省外，以存济基金与三叶儿童口腔为基础，同时通过并购进一步探索省外机会。2023年公司收购并增资娄底口腔，省外扩张模式初步得到印证。

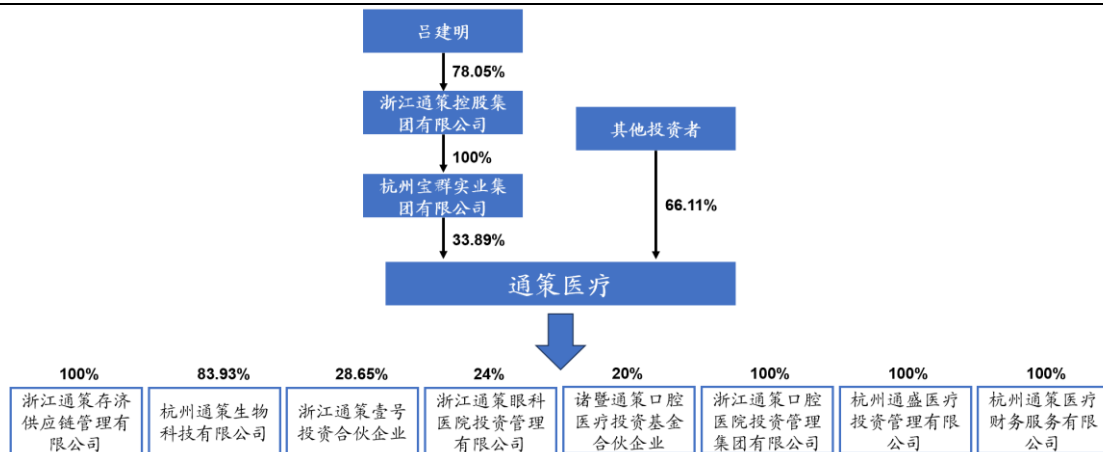
图表3 公司发展大事记



资料来源：公司官网、公司公告，华安证券研究所

## 1.2 股权结构稳定合理，管理团队人才济济

图表4 公司股权架构 (截至24年H1)



资料来源：公司公告，wind，华安证券研究所

公司第一大股东为杭州宝群实业集团有限公司，股权占比 33.89%，公司实际控制人为吕建明，吕先生亦为公司创始人。公司管理团队同时具备高水平管理素质和深厚医学底蕴。董事长、总经理王毅历任通策房地产公司财务总监及通策医疗公司财务总监，对公司运营和财务状况有着丰富经验。而公司总院院长均为全国口腔医学学科领军人物，主任医师王维倩，从事口腔医学 32 年，现任杭州口腔医院平海区域总院长；陈丹鹏博士为杭州口腔医院总院长和昆明口腔医院院长，曾任上海交通大学硕士生导师，现任浙江省口腔医学会口腔医院管理专业委员会副主任委员；富明先生为西安存济医学中心院长、通策集团省外存济医院集团院长，毕业于第四军医大学，曾任第四军医大学口腔医院医教部副主任、第四军医大学出版社社长，任全军医学编辑委员会副主任委员。公司学术底蕴深厚的管理层团队和具备强号召力的各总院院长将为公司长期发展保驾护航。

**图表 5 管理团队人才济济（截至 24 年 H1）**

姓名	职务	履历
<b>公司管理层</b>		
王毅	董事、总经理，浙江和仁科技股份有限公司董事	曾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。
黄浴华	浙江通策股权投资合伙企业（有限合伙）管理人、浙江通策控股集团有限公司副总经理、通策医疗股份有限公司董事、浙江和仁科技股份有限公司董事	毕业于华中科技大学，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。
<b>总院院长</b>		
陈丹鹏	杭州口腔医院集团总院长、昆明市口腔医院院长、浙江省口腔医学会口腔医院管理专业委员会副主任委员	华西医科大学医学博士、主任医师、教授，从事口腔医学工作 36 年。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，硕士研究生导师；杭州口腔医院副院长。
王维倩	杭州口腔医院集团副院长、杭州口腔医院平海区域总院长、杭州医学院兼职教授	曾任杭州口腔医院集团有限公司办公室主任，曾任通策医疗股份有限公司第八届监事会监事。
富明	西安存济医学中心院长，通策集团省外存济医院集团院长	毕业于第四军医大学，西安交通大学高级管理人员工商管理硕士，编审。历任第四军医大学口腔医院医教部副主任、第四军医大学出版社社长，任全军医学编辑委员会副主任委员等。

资料来源：公司公告，wind，华安证券研究所

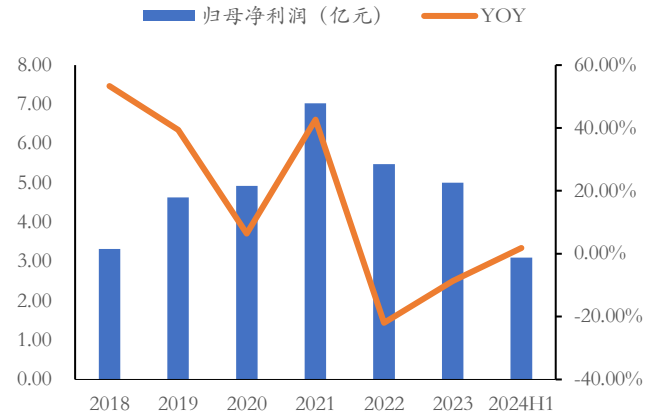
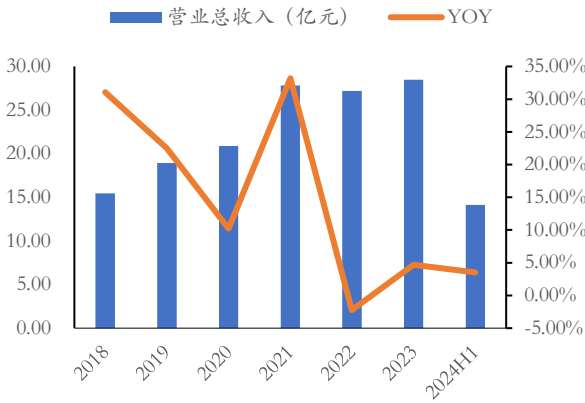
### 1.3 柳暗花明，业绩企稳

营收和归母净利润整体保持增长，集采负面影响基本消化，业绩有望企稳回升。2023 年公司营业收入 28.47 亿元，同比增长 4.70%，归母净利润 5 亿元，同比下降 8.72%。2024H1，公司实现营收 14.11 亿元，同比增长 3.52%，归母净利润 3.1 亿元，同比增长 1.77%，逐步走出集采政策影响。



图表 6 2018-2024H1 公司营收增长 (rmb 亿元)

图表 7 2018-2024H1 年公司归母净利润增长 (rmb 亿元)

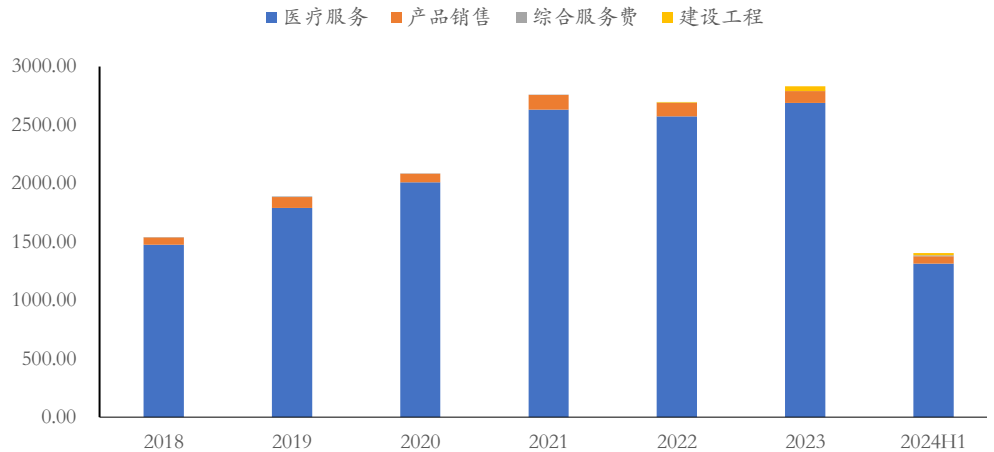


资料来源: wind, 华安证券研究所

资料来源: wind, 华安证券研究所

**口腔医疗为公司最主要的收入来源。**拆分收入结构, 医疗服务板块可以细拆为口腔医疗服务和辅助生殖服务, 2022 年后辅助生殖业务不再并表, 24H1 公司实现口腔医疗服务收入 13.14 亿元, 是公司最主要的收入来源, 稳健增长。

图表 8 2018-2024H1 年公司收入结构 (rmb mn)

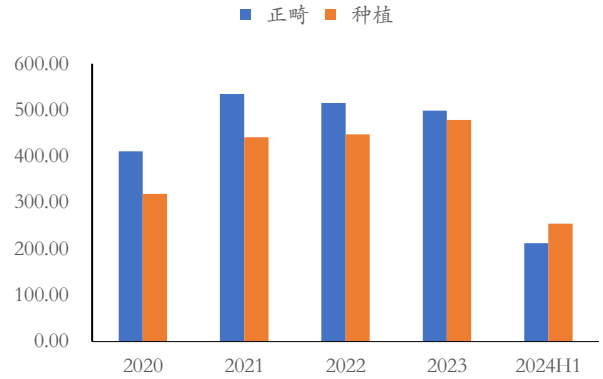
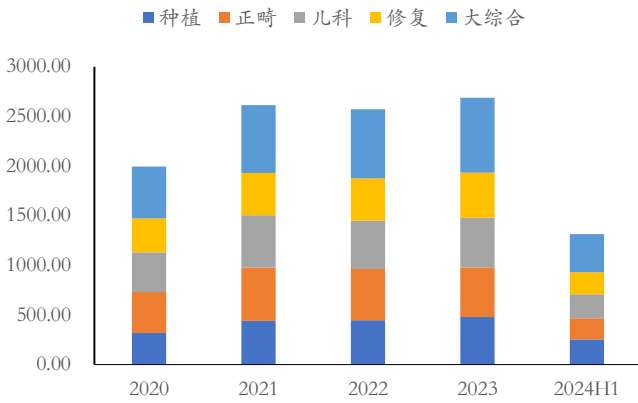


资料来源: wind, 公司年报, 华安证券研究所

**细分领域均衡发展, 种植正畸业务步入成熟期。**拆分结构, 公司收入可以分为种植、正畸、儿科、修复等业务板块, 2023 年全年各业务板块分布均匀, 大综合板块较为突出, 占比 28.11%, 种植 17.81%, 正畸 18.56%, 儿科 18.58%, 修复 16.64%。2023 年受经济恢复不及预期、政策等因素影响, 公司正畸、儿科占比有所降低, 种植、修复、大综合板块实现增长。受种植牙集采政策影响, 2022 年种植板块营收 4.48 亿元, 同比增长 1.47%, 增速有所放缓, 2023 年 4.79 亿元, 同比增长 6.95%, 企稳回升。公司积极应对集采影响, 提出高中低口腔超市的概念, 提升市场占有率, 不断提升患者就诊体验, 业绩企稳恢复。2023 年公司种植 5.3 万+颗, 同比增长 47%, 量增明显。

图表 9 2020-2024H1 口腔服务项目拆分 (rmb mn)

图表 10 2020-2024H1 种植及正畸板块营收 (rmb mn)



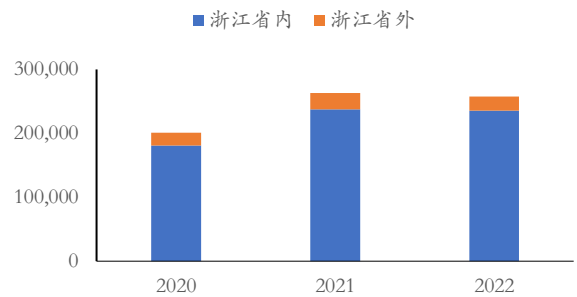
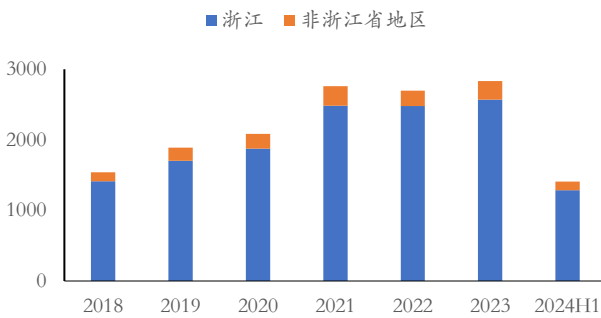
资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

**深耕浙江, 辐射全国。**公司以浙江为大本营, 2023 年在浙江省内实现营业收入 25.68 亿元人民币, 22 年同期 24.80 亿元人民币 (其中浙江省内实现医疗服务收入 23.56 亿元), 浙江省内贡献 90.68% 的营收, 是公司业绩的主要来源, 未来公司通过省内总院的稳定发展、分院的持续爬坡, 以及省外的外延并购机会, 将有望保持长期稳定增长的趋势。

图表 11 2018-2024H1 年公司营业收入分地区 (rmb mn)

图表 12 公司医疗服务收入分地区 (rmb mn)



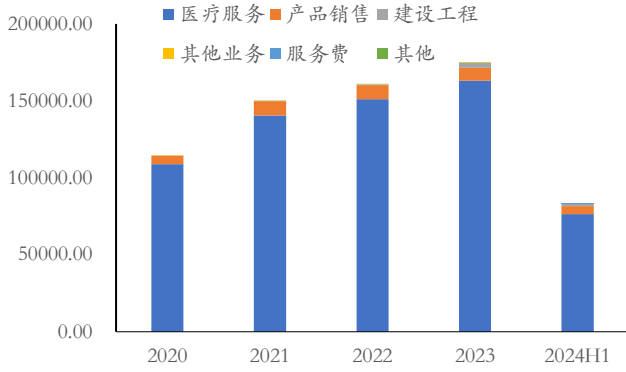
资料来源: wind, 华安证券研究所

资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

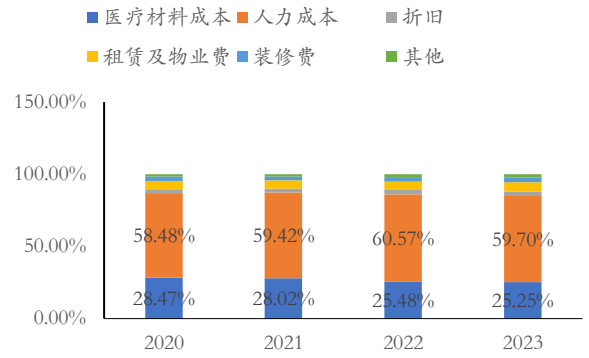
**“总院+分院”模式优化库存管理。**公司成本可分为医疗服务、产品销售、建设工程、其他四个方面, 其中医疗服务成本占比最高, 2023 年占比高达 93.39%。在医疗服务成本中, 医疗材料成本占比逐年降低, 由 2020 年 28.47% 降至 2023 年 25.25%, 2022 年公司人员处于扩张期, 人力成本的占比提升至 60.57%。公司不断强化供应链管理, 集中采购, 优化库存管理, 降低了药品和耗材的成本, 同时通过医生参股形式, 提高工作效率又降低了人力资源成本。

图表 13 2020-2024H1 各业务成本 (rmb mn)

图表 14 2020-2023 年医疗服务成本结构 (%)



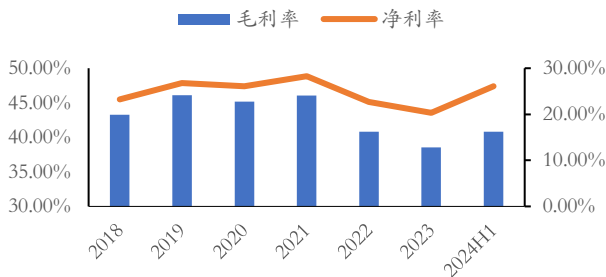
资料来源: wind, 华安证券研究所



资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

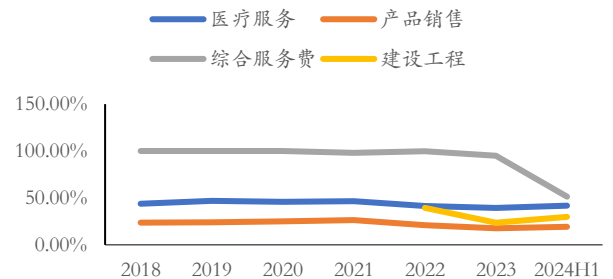
**盈利能力持续增强, 毛净利率稳步提高。**公司整体毛利率从2018年的43.29%提升至2021年的46.06%, 受消费降级及种植牙集采影响, 由46.06%降至2023年的38.53%, 但公司迅速适应政策变化、及时调整业务发展模式, 2024H1 毛利率40.83%, 企稳回升。公司整体净利率从2018年的23.23%上升至2021年的28.27%, 2023年承压至20.32%, 24H1净利率26.06%, 回升明显, 盈利能力领跑行业。拆分毛利率结构, 2024上半年公司医疗服务业务毛利率41.82%、产品销售业务毛利率19.08%。

图表 15 2018-2024H1 公司整体毛净利率



资料来源: wind, 华安证券研究所

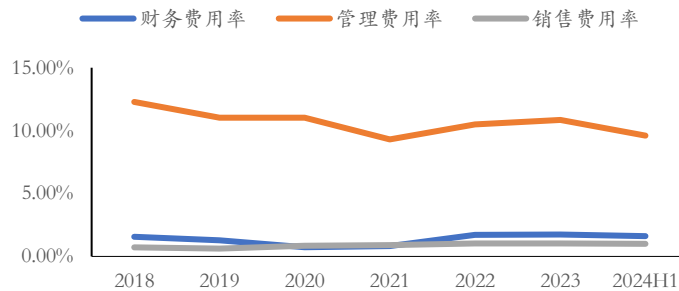
图表 16 2018-2024H1 公司毛利率拆分 (按业务)



资料来源: 公司年报, wind, 华安证券研究所

**费用管控逐步优化。**公司三费管理能力不断加强, 管理费用率从2018年的12.28%下降至2024年上半年的9.60%, 而销售费用率和财务费用率持续稳定在1%左右, 管控能力优秀。未来随着降本增效措施的持续推进, 公司费用率有望进一步下降。

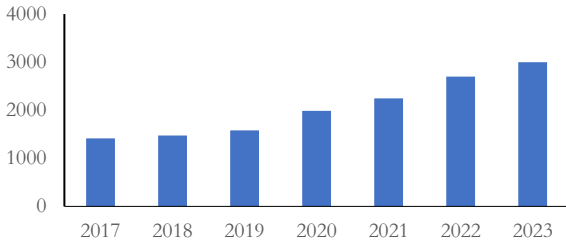
图表 17 2018-2024H1 公司三费情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

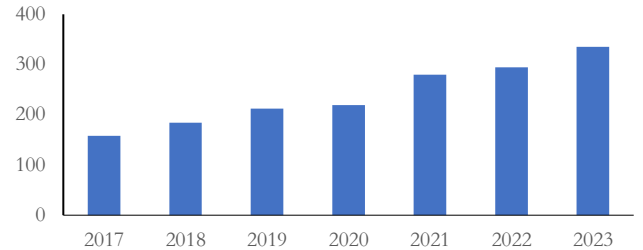
随着公司医院运营模式的不断成熟、蒲公英计划的逐步推进和区域加密、及需求端的上升,公司口腔医疗服务领域有望重回量价齐升趋势。2023年公司牙椅数量3000张,相较2022年增加300张;2023年公司口腔医疗服务门诊量达335.33万人次,同比增长13.83%;24H1公司门诊量171万人次。

图表 18 2017-2023 年公司牙椅数量 (张)



资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

图表 19 2017-2023 年公司门诊量 (万人次)



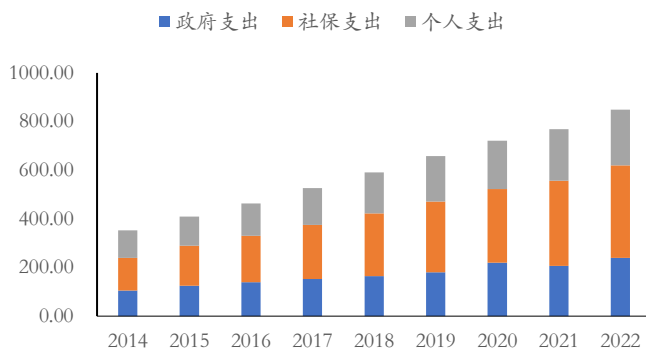
资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

## 2 齿科医疗需求强劲, 细分市场潜力释放

### 2.1 口腔医疗增长迅速, 行业发展空间广阔

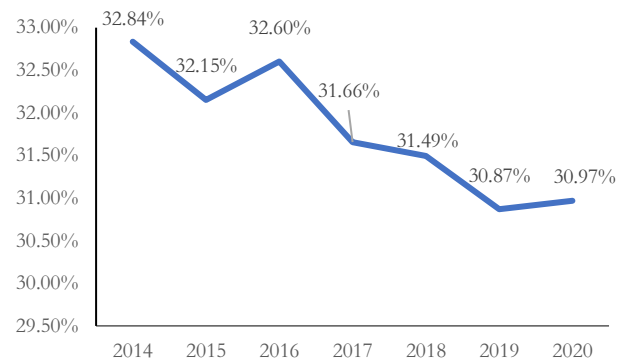
医疗保健支出高速增长, 华东地区市场巨大。我国医疗保健总支出从 2014 年的 35312 亿元增至 2022 年的 84847 亿元, 2017-2022 CAGR 10.04%, 医疗保健支出的持续增加为口腔医疗服务需求的持续扩大奠定了基础。从区域划分来看, 华东地区医疗保健支出占比较高, 虽然近年来占比有下降趋势, 但自 2014 年以来始终保持 30% 以上, 华东地区口腔医疗服务市场的活跃需求可见一斑。扎根于华东地区的企业面对更广阔的地区消费力, 将有望获得更高的业绩增长景气度。

图表 20 2014-2022 年中国医疗保健支出 (百亿元)



资料来源: 中国卫生统计年鉴, wind, 华安证券研究所

图表 21 2014-2020 年华东地区医疗保健占总支出占比

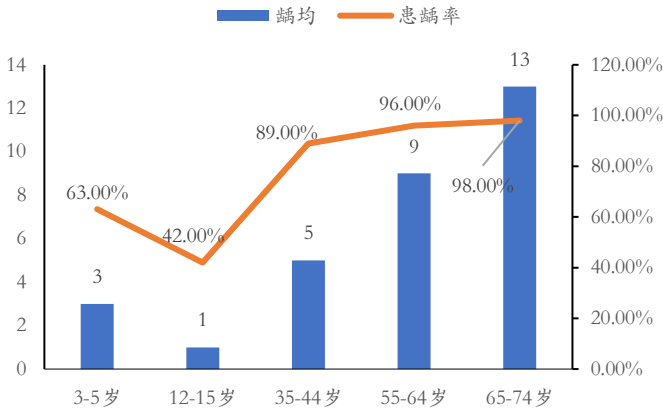


资料来源: 中国卫生统计年鉴, wind, 华安证券研究所

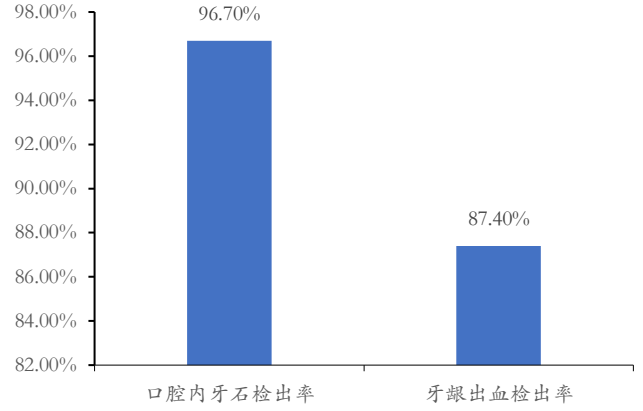
口腔保健意识基础较弱, 国家重视口腔问题。根据我国第四次流行病学调查的数据 (2018 年), 我国各年龄段人群均面临程度不一的口腔问题, 口腔医疗服务存在大批潜在需求。在此基础上, 国家卫健委提出《健康口腔行动方案 (2019—2025

年)》，对各年龄段人群都提出了口腔治疗的相关目标。供给端的边际放松也对行业发展提供了便利，利好政策的持续落地也将促进口腔医疗机构逐步发展。

图表 22 2018 年我国各年龄段民众患龋率和龋均数量 (颗) 图表 23 2018 年我国 35-44 岁中年人牙周问题隐患频出



资料来源: 艾瑞咨询, 华安证券研究所



资料来源: 第四次口腔健康流行病学调查报告, 华安证券研究所

图表 24 健康口腔行动方案相关指标

主要指标	2016	2020	2025
12 岁儿童龋齿患病率	34.50%	32%以内	30%以内
12 岁儿童龋齿充填治疗比 (%)	16.50%	20%	24%
儿童窝沟封闭服务覆盖率 (%)	19.40%	22%	28%
成人每天 2 次刷牙率 (%)	36.10%	40%	45%
65-74 岁老年人存留牙数 (颗)	22.5	23	24

资料来源: 国家卫健委, 华安证券研究所

## 2.2 种植板块: 集采提振需求, 渗透率有望持续提升, 看好长期发展空间

口腔种植是患者缺齿修复的优选方式。口腔种植是指应用生物材料制作人工牙根、牙冠等, 修复缺失牙及周围组织, 获得长期稳定、舒适的咀嚼功能和牙齿外形。对比传统治疗方法, 种植牙具备高舒适度、高美观度和长使用寿命等优点, 且对口腔整体影响较小, 因而受到患者喜爱。

图表 25 缺齿修复方式对比

品类	治疗方式	适应症	舒适度	美观度	口腔健康	客单价	使用寿命
活动义齿	钢丝挂靠旁侧牙齿佩戴 (局部缺牙) 通过上下颌黏膜吸附力佩戴 (全口缺牙)	局部/全口缺牙	佩戴与清洁假牙过程复杂, 佩戴感觉较为不适	活动义齿无法重塑牙根, 长期牙根缺失会导致生长畸形、牙槽骨萎缩、面型改变	长期牙根缺失	0.2k-0.7k	3-5 年

种植牙	通过种植体、基台、牙冠代替原有牙齿	局部/全口缺牙	感觉与原有牙齿基本相同	外观与天然牙基本相同, 不会导致明显牙槽骨萎缩	牙齿牙釉质损失; 牙根缺失	0.3k-1w	半永久
固定义齿	打磨旁侧牙齿、重塑冠体、建立固定联桥	局部缺牙	牙釉质损伤, 易敏感疼痛。	仅适用于局部缺牙, 因此不会明显改变外观	对口腔健康无明显负面影响	7.5k-2.5w	10-15年

资料来源: 立鼎产业研究, 国家卫健委, 华安证券研究所

种植价格由诊疗费用、种植体、人工牙冠和基台构成, 其中诊疗费用占比最高。种植体是种植牙核心部分, 主要功能为上部修复体提供固位支持, 种植体材质通常为钛/钛合金, 能够与人体骨组织发生骨结合。基台则是种植体与修复体的连接部分。修复体负责恢复咀嚼与美观, 其通常分为金属、烤瓷、全瓷三种材质。业务则根据适应症的不同分为全/半口种植、单颗种植和多颗种植。

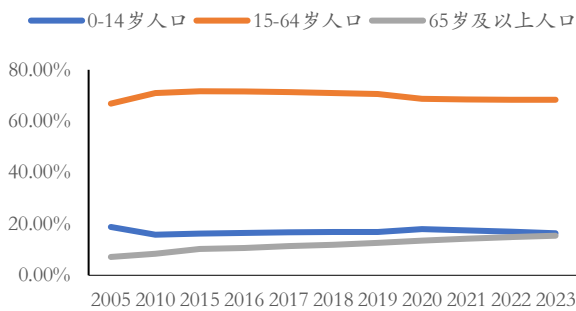
图表 26 种植项目内容

项目	适应症	治疗方式	客单价
单颗种植	单颗牙齿缺失	常规植入种植体, 安装基台与上部修复体	0.57k 起
多颗种植	相邻牙齿缺失	常规植入种植体, 安装基台与相联的修复体或联桥, 提高稳定性并减少植入种植体数量	视情况而定
全口/半口种植	全口/半口无牙	全口/半口植入 4-12 颗种植体, 安装基台与种植体固位式活动义齿. 从而在减少种植体数的情况下恢复口腔功能与美观	5w/2.5w

资料来源: 宫萃《口腔种植学》, 贝色口腔, 华安证券研究所

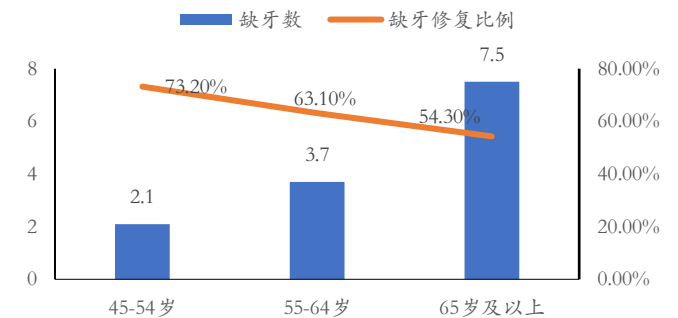
缺牙率与年龄成正比, 人口老龄化驱动种植业务发展。我国人口老龄化的趋势逐步显现, 65 岁以上人口从 2005 年的 7.13% 已经达到 2023 年的 15.4%, 而种植需求低的 0-14 岁人口占比从 2005 年的 18.8% 下降至 2023 年的 16.3%。人口结构的改变意味着持续扩大的潜在需求, 65 岁以上人群缺牙数显著高于 65 岁以下人群, 达到 7.5 颗/人, 同年龄段缺牙修复比例占 54.30%, 依旧存在一定提升空间。

图表 27 2005-2023 年我国老龄化情况不断加剧



资料来源: 中国卫生健康统计年鉴, 华安证券研究所

图表 28 2021 年不同年龄段缺牙及修复比例 (颗/人)

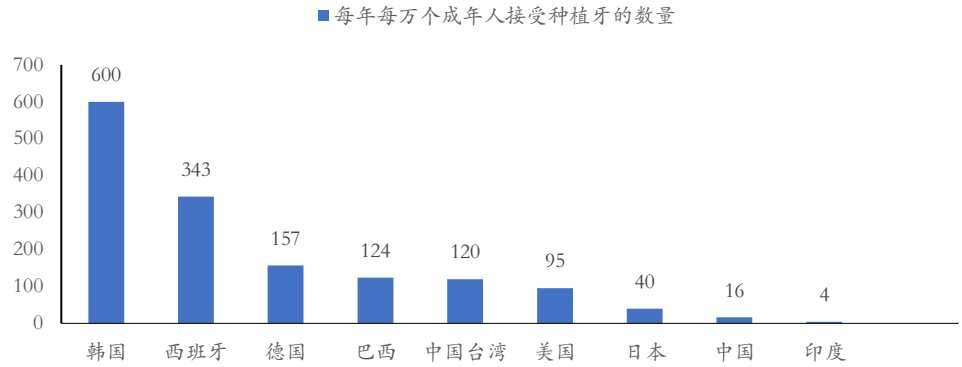


资料来源: 立鼎产业研究, 华安证券研究所

渗透率低迎来广阔成长空间, 行业具备高天花板。相比世界上其他国家, 我国每年每万人接受种植牙数量显著较低, 2019 年每万人中仅有 16 接受种植牙, 仅小

幅高于印度，而韩国已经达到>600人/万人。随着口腔保健知识的普及和人民生活水平的逐步提高，中国种植市场的渗透率有望随之上升。

图表 29 2019 年我国种植牙渗透率较低，市场提升空间大



资料来源：Straumann 2019 年报，华安证券研究所

**集采政策推行，渗透率有望持续提高。**2022 年 9 月 8 日国家医保局印发《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》，明确采取“三管齐下”的方式降低种植牙费用。此次种植牙集采政策由四川省牵头，各省份跟进形式不断推进，四川省在 2023 年 1 月 11 日成功组织开标。此次集采使得种植牙均价降至 900 余元，平均降幅达到 55%。同年 3 月 21 日在成都举行牙冠竞价挂网，牙冠价格从以往的 1000 余元降至 327 元。同时国家医保局经过调研和反复测算，最终将全国三级公立医院种植牙医疗服务价格调控目标确定为 4500 元。经过种植体系统集采、牙冠竞价挂网、医疗服务价格全流程调控，四川省单颗常规种植牙费用已经从均价 15000 元降至 7000 元左右。2023 年 4 月 20 日四川省种植牙集采价格正式落地。各省份在四川省的带领下，也开始逐步出台相关政策，浙江省医保局于 2023 年 3 月 16 日发布《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》，同年 10 月公布集采拟中选结果。集采政策正在全国遍地开花，种植牙价格显著下降。在政策的引导下，我国种植牙渗透率有望进一步提高，市场前景广阔。

图表 30 种植牙集采政策梳理

时间	事件
2022 年 1 月	国务院常务会议决定，将群众关注的种植牙纳入集中带量采购范围。
2022 年 5 月	九部委联合印发《2022 年纠正医药购销领域和医疗服务中不正之风工作要点》，部署“规范牙科医疗服务和耗材收费”。
2022 年 9 月 8 日	国家医保局印发《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》，明确采取“三管齐下”的方式降低种植牙费用。 医疗服务部分的费用占种植牙整体费用比重较高，政策出台前平均费用超过 6000 元，一些省市费用超过 9000 元，政策规定三级公立医院种植牙医疗服务部分的价格调控目标为 4500 元。
2022 年 12 月 23 日	四川省医保局官网发布《口腔种植体系统省际联盟集中带量采购公告（第 2 号）》，公布口腔种植体系统省际联盟集中带量采购文件。由四川省牵头、各省份跟进发布。

2023年1月11日	由四川省医保局牵头、所有省份参与的种植牙联盟集采在成都开标。近60款种植体产品系统参与报价，最终拟中选产品共40款，市场主流产品均有入选。中选产品价格区间为548元—1855元，均价降至900余元，与集采前相比平均降幅55%。集采汇聚全国近1.8万家医疗机构的需求量，达287万套种植体系统，约占国内年种植牙数量（400万颗）的72%，预计每年可节约患者费用40亿元左右。
2023年3月	国家医保局指导各地开展牙冠耗材竞价挂网，共有107家企业的767条产品获得入围资格，产品入围率88%。牙冠价格区间为100元—656元，拟入围均价从以往的1000余元降至327元。
2023年4月20日	四川省种植牙集采价格正式落地。

资料来源：国家医保局官网，各省医保局官网，华安证券研究所

### 2.3 正畸板块：美容需求与经济发展驱动

正畸治疗是依靠戴用矫治器对牙齿、牙槽骨及颌骨施力使其产生生理性移动，从而解除错牙和畸形，达到口颌系统的平衡、稳定和美观的口腔治疗方法。治疗方式包括常规钢丝托槽矫治、自锁托槽矫正、陶瓷托槽矫治、隐形矫治、舌侧隐形矫治等。隐形矫治器具有美观、舒适、易于清洁等特点，契合人们对生活质量以及矫治期间牙齿美观的需求。

图表 31 正畸方式对比

类型	特点	舒适度	卫生性	美观性	治疗周期
金属牙套	需要通过结扎丝将弓丝结扎在托槽上	舒适度差，刺激口腔组织或摩擦牙龈和嘴唇	清洁较难	差	1.5~2年
陶瓷牙套	使用半透明的陶瓷材料制作托槽，玻璃纤维制作弓丝；适用于对金属过敏的患者	舒适度较差，弓丝和牙套摩擦牙龈和嘴唇。	牙套容易残留食物碎末，增加龋齿风险	较美观	1.5~2年
舌侧矫治	矫治器安装在牙齿的舌侧面	舒适度较差。一定程度上损伤舌头，影响咀嚼和发音	牙套容易残留食物碎末，增加龋齿风险	美观	1.5~2年
隐形矫治	使用复合聚合物材料，结合数字成像、3D打印技术个性化定制	舒适度高	可自行摘戴，利于口腔卫生	美观	10个月~2年

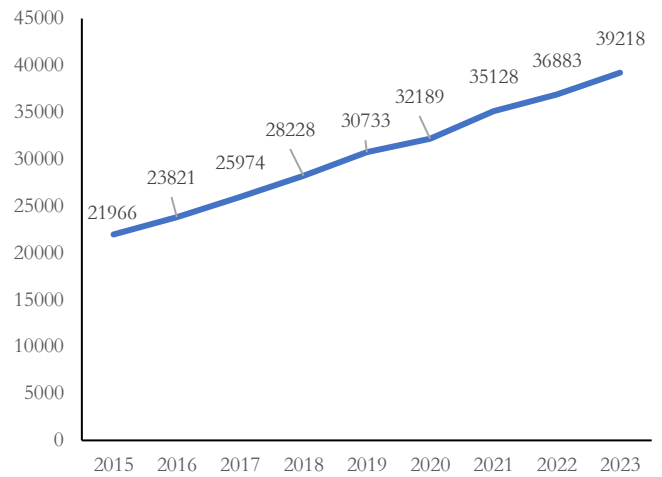
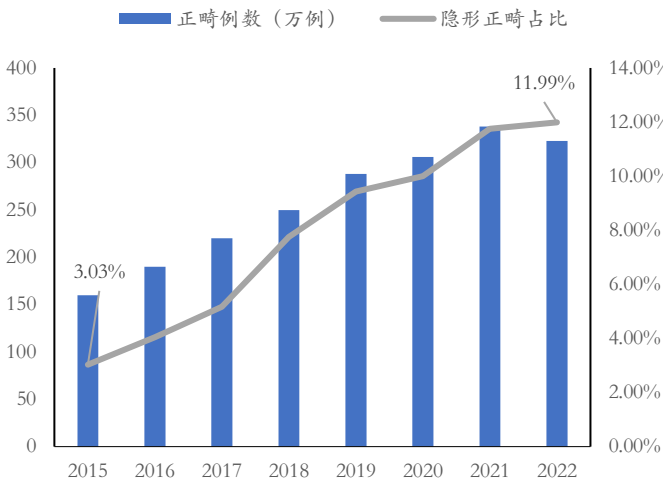
资料来源：时代天使招股书，华安证券研究所

“爱美之心”推动正畸需求增大，潜在需求随消费能力的提高而逐步转化。2015-2022年，中国的正畸数量从160万例上升至323万例，正畸项目渗透率快速提高。其中，出于对日常生活的考量，不影响美观的隐形正畸案例的占比不断提高，从2015年的3.03%提升至2022年的11.99%，是正畸市场扩容的坚实基础。与此同时，人均可支配收入的上升为价格更高的隐形正畸的普及创造了可能性，未来随着经济环境和消费能力的逐步恢复，正畸市场仍大有可为。



图表 32 2015-2022 年正畸例数及隐形正畸占比 (万例, %)

图表 33 2015-2023 年人均可支配收入 (元)



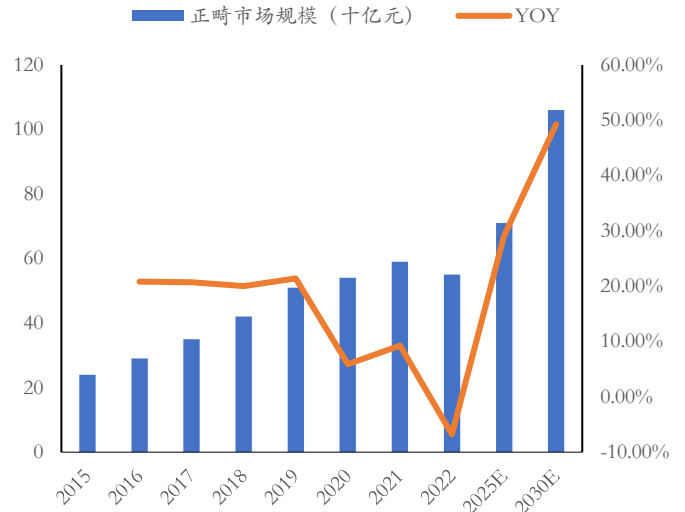
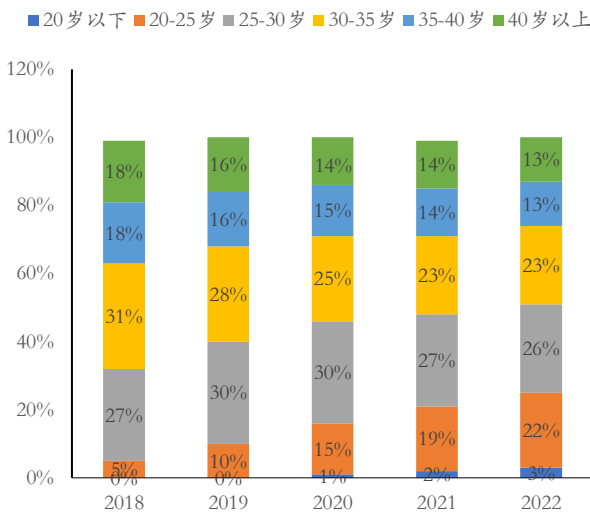
资料来源: 灼识咨询, 时代天使招股说明书, 华安证券研究所

资料来源: 国家统计局, 华安证券研究所

中青年人群为正畸主力, 女性占比更高。主力正畸人群集中在 24-34 岁阶段的成年人种, 并向低龄化和成熟化两端延伸。各年 ( ) 年龄段正畸人群中, 女性正畸的数量明显高于男性, 2022 年占比约为 61%, 近年来男性占比在逐步增加, 同时 20-35 岁年龄段占人口数接近七成, 口腔医疗消费持续年轻化; 这与女性追求完美的心态不无关系。多因素驱动下, 预计正畸市场规模将高速发展。未来随着经济的逐步恢复, 正畸需求与市场规模有望持续稳定增长。

图表 34 2018-2022 年各年龄段正畸占比

图表 35 2015-2030E 正畸市场规模预测 (rmb 亿元)



资料来源: 动脉网, 华安证券研究所

资料来源: 灼识咨询, 华安证券研究所

## 2.4 儿科板块：青少年口腔健康意识在提升，但口腔问题仍严重

儿童齿科主要针对低龄儿童和青少年人群。人有两次换牙期，第一次 6 个月开始，2-3 岁长齐 20 颗乳牙，第二次 6 岁开始，12-13 岁长齐 28-32 颗恒牙。儿童齿科对于这两个阶段儿童口腔进行维护，在牙齿成长初期给予矫正和管理。

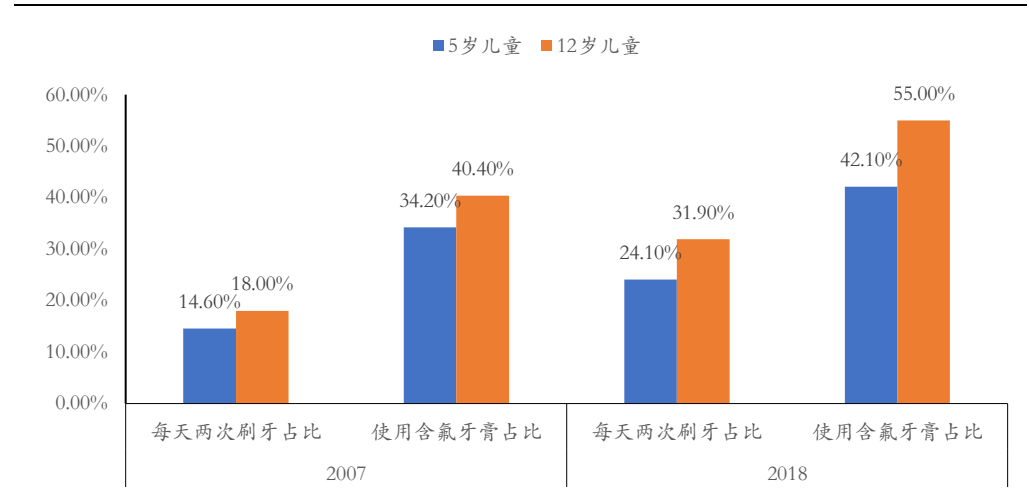
图表 36 儿科业务简述

项目	介绍
窝沟封闭	用高分子材料把牙齿的窝沟填平，使牙面变得光滑易清洁，避免龋齿发生
涂氟	对牙齿进行清洁后，把氟保护漆涂抹在牙表面，使牙表面和缝隙附着氟化物，释放氟化物，达到防龋目的。
补牙	采用人造物质修补牙体缺损，有效预防继续龋齿，恢复正常咬合，维持牙弓长度
儿童矫正	纠正不良口腔习惯，矫正畸形牙列牙颌，预防面部发育畸形。
便捷拔牙	乳牙拔除、运动护齿器、松牙固定
根管治疗	对根管进行清理根管内坏死物质和病菌，避免遗漏，有利于防止发生根尖周或促进根尖周愈合

资料来源：泰康拜博口腔儿童齿科官网，华安证券研究所

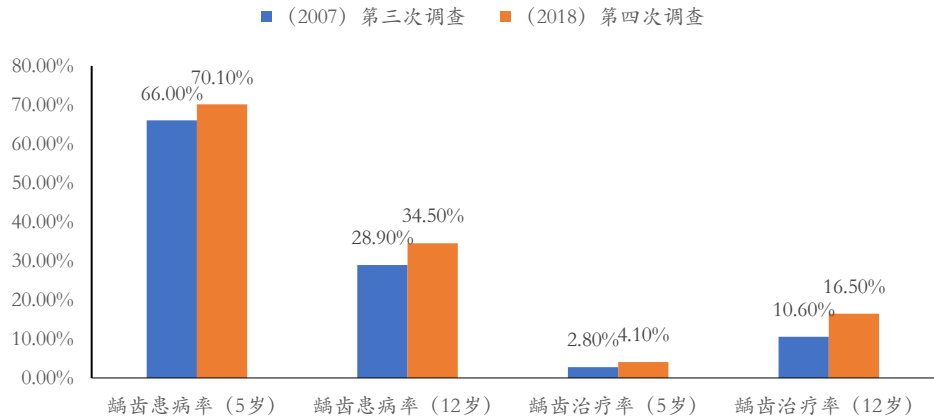
近年来青少年口腔意识不断提高。2018 年《第四次全国口腔健康流行病学调查报告》显示，2007~2018 年间，青少年两次刷牙率、使用含氟牙膏率均有明显提高。但儿童口腔问题仍不容小视，相比十年前的第三次全国口腔健康流行病学调查，青少年龋齿患病率和治疗率反而有所上升，因而儿科口腔业务潜在需求逐步扩大，儿童市场潜力无限。

图表 37 我国儿童口腔健康意识演变（2007→2018）



资料来源：第三、四次全国口腔健康流行病学调查报告，豆丁网，华安证券研究所

图表 38 儿童龋齿患病率及治疗率 (2007→2018)

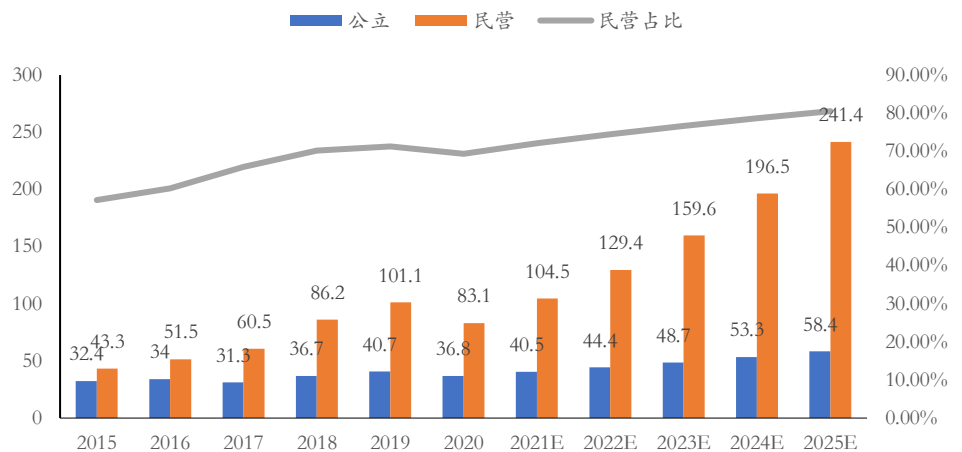


资料来源: 第三、四次全国口腔健康流行病学调查报告, 豆丁网, 华安证券研究所

## 2.4 口腔医疗机构数量众多, 医生为稀缺资源

政策驱动下, 民营医院占比迅速提高。自 2009 年开始, 国家逐步出台相关政策支持社会资本进入医疗行业, 民营医院投资的赛道持续火热。2021 年《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》中提出, 要积极支持社会办医发展, 社会办医疗机构可以牵头组建或参加县域医共体和城市医疗集团。在政策的春风下, 民营医院数量快速增长, 2020 年我国民营口腔医疗行业市场规模为 831 亿元, 预计 2025 年民营医院占比将进一步提高至 80.52%。

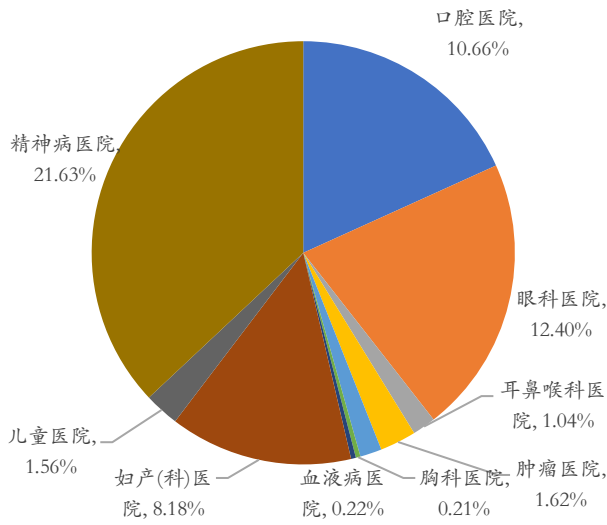
图表 39 2015-2025E 民营医院市场规模迅速提升 (单位: 十亿元)



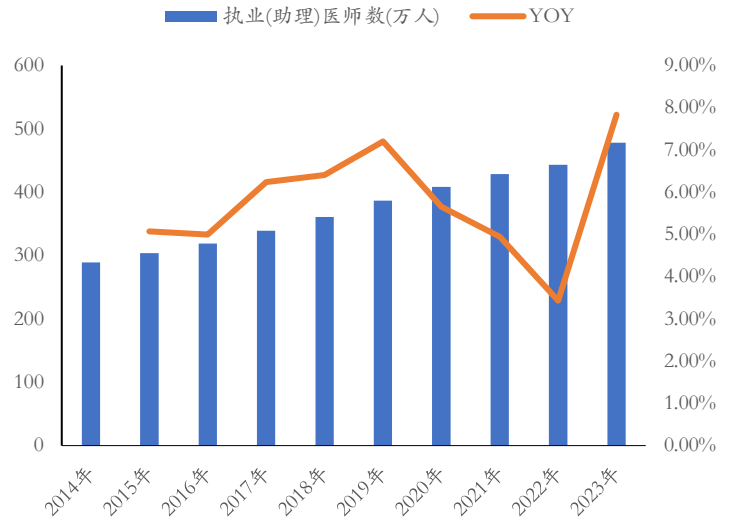
资料来源: 弗洛斯特沙利文, 华安证券研究所

口腔专科医疗服务市场保持高景气, 执业医师迅速发展。截止 2020 年, 我国专科口腔医院共计 945 家, 口腔专科医院在过去的十年的总和盈利能力显著高于医疗机构水平, 2020 年遭疫情的打击, 净资产回报率有所下降, 但口腔专科医院的 ROE 仍然达到了 12%, 依旧高于医疗机构平均的 ROE (-4%)。

图表 40 2021 年各专科医院占比



图表 41 2014-2023 中国牙医增长情况

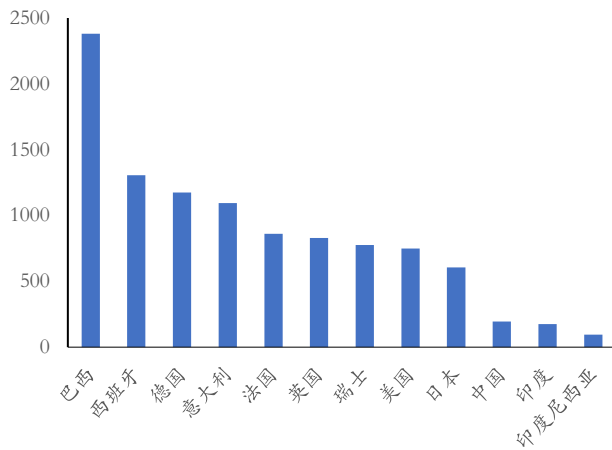


资料来源：中国卫生健康统计年鉴，华安证券研究所

资料来源：国家统计局，华安证券研究所

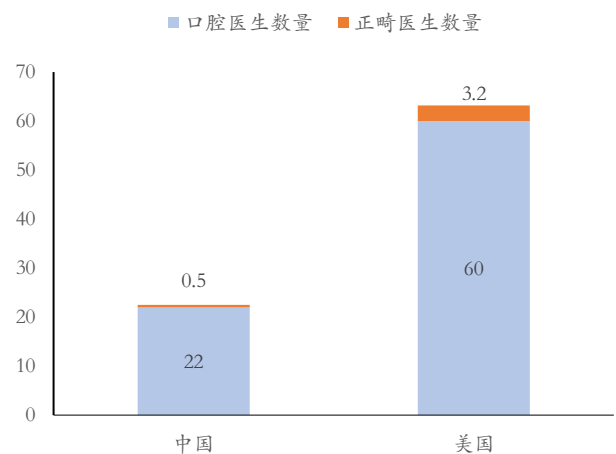
**牙医数仍显著不足，正畸人才短缺严重。**2023 年每百万人口牙医数量排名中，中国在该指标上显著低于发达国家和部分发展中国家，仅 195 人/每百万人口，是美国的 26%及日本的 32.23%。牙医供给仍处于低位。正畸人才短缺严重。相较于美国，中国牙医更倾向于成为全科牙医，而非专业的正畸医生，2021 年中国每十万人中只有 0.5 名正畸医生，而美国有 3.2 名。在相同人口基数的情况下，美国正畸医生数量约是中国的 7 倍。

图表 42 2023 年不同国家每百万人口牙医数



资料来源：Straumann 2023 年报，华安证券研究所

图表 43 2021 年中美每十万人人口口腔、正畸医生数量



资料来源：灼识咨询，华安证券研究所

**市场集中度较低，竞争仍处蓝海。**根据艾媒金榜指数，在 2022 年最新发布的连锁民营口腔机构品牌十强榜单中，通策医疗获得 83.69 的评分，排名第六。泰康拜

博口腔以 91.38 的金榜指数摘得桂冠；美维口腔、瑞尔齿科分别以 88.34、85.34 的金榜指数位列第二、第三名。

图表 44 2022 年连锁民营口腔机构品牌竞争格局

2022年中国连锁民营口腔机构品牌 10强榜单			2022年中国连锁民营口腔机构品牌 10强榜单		
	品牌	金榜指数		品牌	金榜指数
1	泰康拜博口腔	91.38	6	通策医疗	83.69
2	美维口腔	88.34	7	佳美口腔	83.37
3	瑞尔齿科	85.34	8	永康口腔	82.91
4	欢乐口腔	84.26	9	维尔口腔	82.36
5	大众口腔	84.23	10	同步口腔	81.62

资料来源：艾媒咨询，华安证券研究所；艾媒金榜采用大数据评价模型根据企业综合实力、门店数量、融资能力等全面评价得到金榜指数

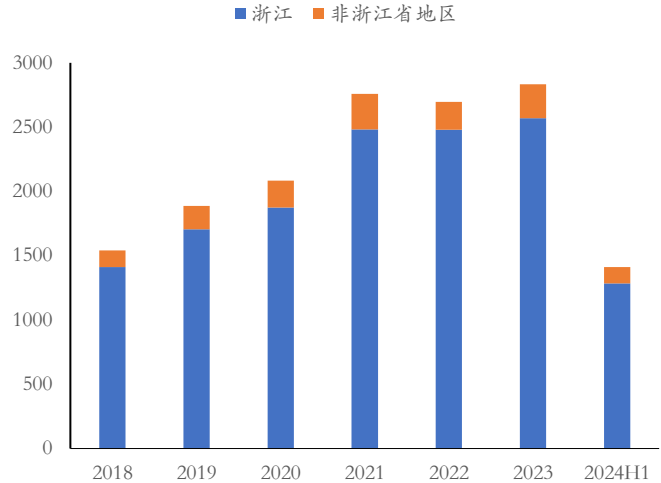
### 3 夕惕若厉，民营口腔医疗服务领先企业打造纵深格局

#### 3.1 战略布局之纵深：立足华东，布局全国

通策医疗立足于浙江省，近年来开始全国布局。省内，公司中心医院具备顶尖设备，覆盖浙江省全境，并采用蒲公英计划进入下沉市场，目前已有口腔医疗机构 43 家，还有 8 家分院分别处于筹备、建设、验收阶段，10 家分院已经完成立项，即将开始建设。

图表 45 浙江省内口腔医院建设规划数（截至 2024 年 4 月） 图表 46 2018-2024H1 年公司收入按地区划分（rmb mn）

浙江省内口腔医院建设规划图



资料来源：公司年报，华安证券研究所

资料来源：公司年报，华安证券研究所

省外，公司利用体外存济医院及三叶儿童口腔医院进行布局。公司优先发展长三角、珠三角，并驻扎武汉、西安、成都等中心城市。武汉存济口腔医院 2021 年门诊为 10.87 万人次，同比增长 82%，营收较去年增长 63%，实现盈亏平衡，其首家蒲公英分院也将于今年开业。西安存济医学中心由口腔、眼科、妇产联合组成，2020 年 10 月试营业，优于武汉存济同期水平，发展符合预期。公司三叶儿童口腔医院为旗下专注于儿科口腔服务品牌，已布局 7 个省超 15 个城市。三叶口腔采取对标 Costco、凯撒医疗的会员模式，以会员制为业务的特征和核心，通过会员体系加强与客户的健康管理，形成会员粘性，以更少的成本运营，提高医护积极性，2021 年三叶会员量存有量达 4 万名以上，服务儿童家庭门诊人次超 20 万人次，22 年会员量突破 5 万。2023 年上海三叶实现净利润 759.64 万元，较 22 年同期提升 5.9%。

图表 47 公司全国医疗机构图 (截至 2023 年末)



资料来源：公司年报，华安证券研究所

图表 48 公司三叶儿童口腔布局 (截至 2023 年末)

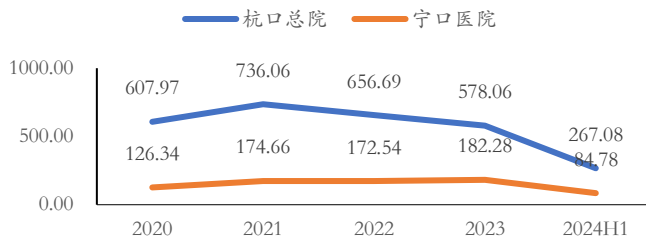


资料来源：公司年报，华安证券研究所

### 3.2 医院运营之纵深：“区域总院+分院”模式脱颖而出

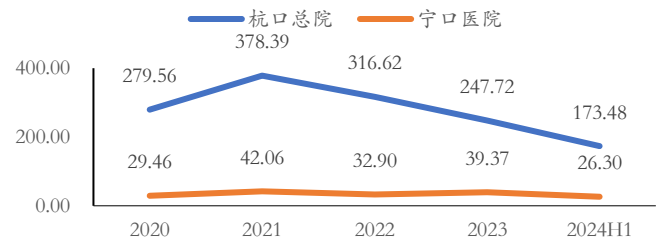
公司“总院+分院”医院运营模式日渐成熟。公司目前拥有杭州口腔医院集团有限公司、杭州口腔医院集团城西口腔医院有限公司、宁波口腔医院集团有限公司三大总院，由此扩张分院，形成多个“区域总院+分院”区域医院集群，总院负责品牌培育和技术输出，分院负责扩大市场份额。

图表 49 2020-2024H1 双品牌医院收入情况 (rmb mn)



资料来源：公司年报，华安证券研究所

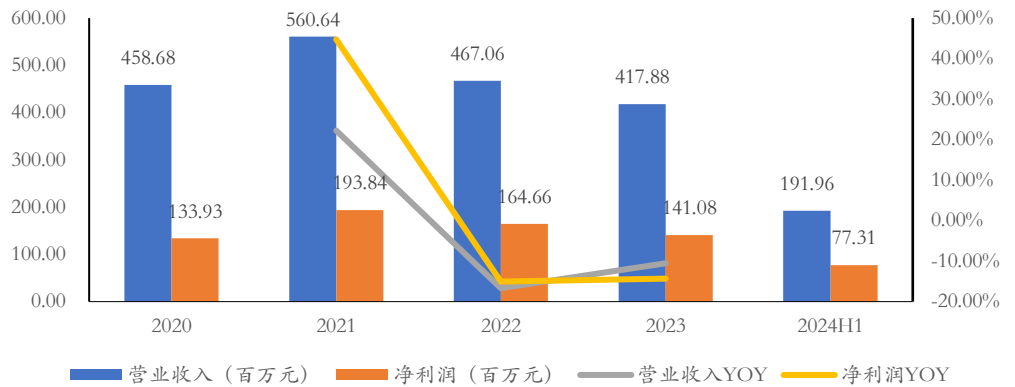
图表 50 2020-2024H1 双品牌医院净利润情况 (rmb mn)



资料来源：公司年报，华安证券研究所

**总院发展稳健，贡献大部分利润。**总院定位为当地规模、水平均领先的医院，由区域总院平台对医生医疗服务技能、学术地位形成支撑，并在区域内形成品牌影响力。2023年，城西、杭口和宁口三大总院收入分别为4.18亿元、5.78亿元和1.82亿元，同比下降10.53%、11.97%和增长5.65%。2023年三大总院所占利润达74.02%。2024年上半年城西口腔医院实现营收1.92亿元，净利润7731万元。

图表 51 2020-2024H1 城西口腔营收与净利润 (rmb mn)



资料来源：公司年报，华安证券研究所

**分院发展迅猛。**作为总院的“护城河”，分院可将品牌影响力快速推开，实现医疗资源的优化及客户就诊便捷，在较短时间内积累客户资源、获取市场份额。近年来，各地分院增速显著上升，诸暨口腔收入于2023年达1.23亿元，同比增长14.81%。同时，省内新建分院培养周期显著缩短，盈亏平衡期已经逐步下降至0-1年。省内总院分院发展不断为省外扩张助力，省外医院中沧州口腔近四年营收逐年上升，随

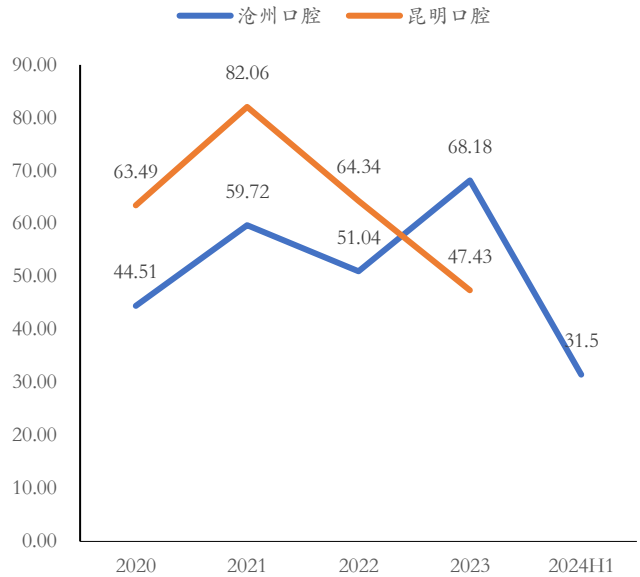
着公司省外并购逐步推行,凭借着在省内模式下构筑的品牌基础,能够进一步加速在其他省市的口腔布局,扩张品牌规模。

图表 52 公司省内新建分院培养周期明显缩短

医院名称	成立时间	注册资本	盈亏平衡期
衢州口腔	2007	300 万	4 年
萧山口腔	2015	2500 万	5 年
诸暨口腔	2013	1000 万	1-2 年
海宁口腔	2014	1000 万	3-4 年
舟山通策	2014	500 万	1-2 年
绍兴越城口腔	2015	1000 万	3-4 年
湖州通策	2015	1000 万	2-3 年
绍兴上虞口腔	2015	1000 万	1-2 年
杭州庆春	2016	3000 万	2-3 年
宁波北仑	2016	500 万	2-3 年
杭州城北	2016	1000 万	2-3 年
义乌新杭口	2018	100 万	0-1 年
杭州和睦	2019	500 万	0-1 年

资料来源:公司公告,wind,华安证券研究所

图表 53 2020-2024H1 省外医院收入增长情况 (rmb mn)



资料来源:公司年报,华安证券研究所

### 3.3 蒲公英计划: 由点到面实现机构、医生省内“双下沉”

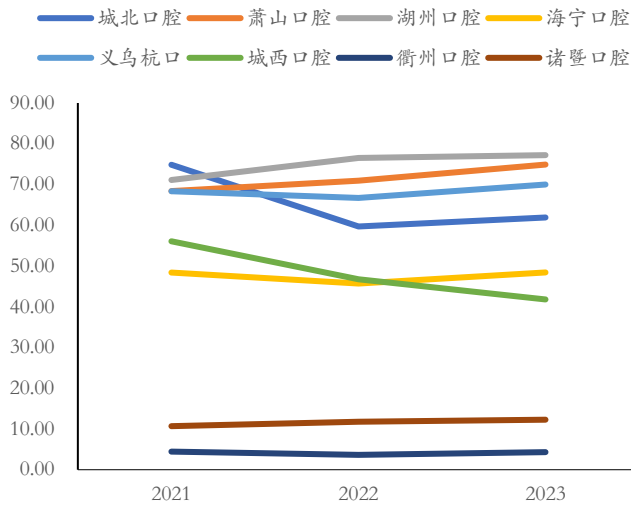
2018 年 12 月,通策医疗和杭州口腔医院集团启动“蒲公英计划”,加大投资力度,凝聚各方面医疗人才,3-5 年内在浙江省内县(市、区)和重点乡镇建设 100 家分院。“蒲公英计划”旨在将优质口腔医疗机构和医生“双下沉”到浙江全省基层县(市、区),并携手全省各地有威望的优秀口腔医生,提高基层地区口腔教育和保护、改变当地口腔医疗薄弱现状,提升口腔医疗水平和群众就医满意度。蒲公英医院规模均在 30-100 张牙椅之间(对应医生 25-85 名之间)。采用医生合伙人模式让骨干医生参股蒲公英分院,与公司形成事业发展合伙人,深度绑定医生,持续提高工作效率。

截至 2024 年一季度末,蒲公英已开业 41 家,2024 年计划新增 8 家,部分医院在建设中,部分医院已完成选址,已开业的蒲公英医院中 50%实现盈利,50%处于孵化培育期。2023 年蒲公英医院贡献营业收入 5.9 亿元,同比增长 46%,整体发展态势良好,短期内虽建设的投入较大,但长期来看,人才资源的聚集与营收利润的提升空间有望逐步显现。

以诸暨为标杆,蒲公英医院持续成长。近年来诸暨口腔发展迅猛,在 2014-2023 年间,营业收入由 1157 万元增长至 12273 万元,净利润从 26 万元增至 2983 万元,整体业绩亮眼;各分院营收在 2021-2023 年间也整体呈现上升趋势,其中衢州分院 2023 年营收达 4277 万元,同比增长 17.26%。2024 年公司将推进所有蒲公英医院以诸暨口腔医院为标杆,对蒲公英分院的考核将以医院五年的发展规划为指引,形成包括收入、利润和最低利润率要求的年度 KPI 指标体系,进一步推动蒲公英医院的标准化和可持续发展。

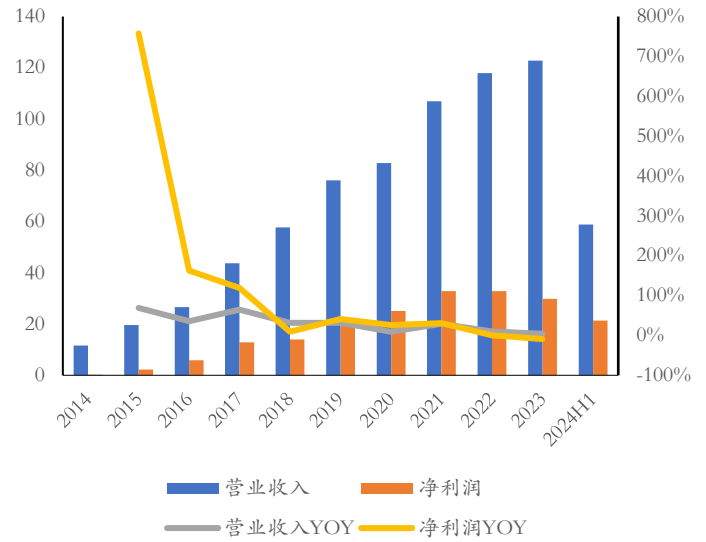


图表 54 2021-2023 年部分蒲公英分院营收情况 (rmb mn)



资料来源: 公司公告, wind, 华安证券研究所

图表 55 2016-2024H1 诸暨口腔营收与净利润情况 (rmb mn)

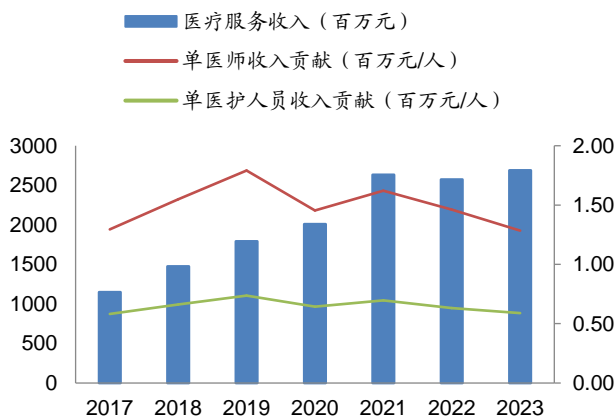


资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

### 3.4 医师资源丰富, 保障优质服务供给

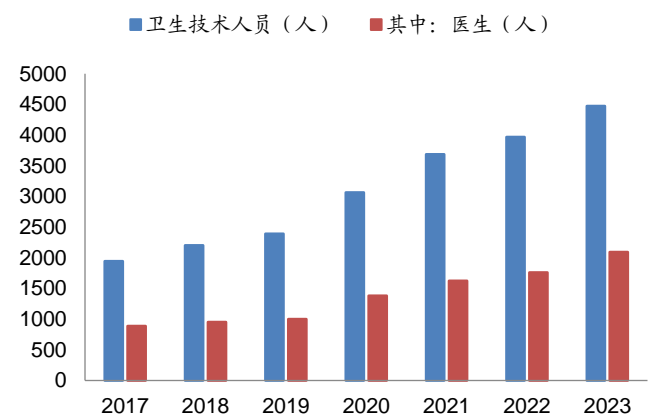
医师资源丰富, 单位医师产出有较大提升空间。口腔医疗需求个性化程度高, 口腔医疗服务行业因此重人工, 人力成本占比一直较高。公司的医生由 2017 年的 887 名增至 2023 年的 2093 位, 医技团队整体由 2017 年的 1944 名增至 2023 年的 4473 名, 为优质医疗服务的供给提供坚实保障。公司 2017-2019 单医师收入贡献稳定增长, 后因疫情、集采等因素有所下滑, 2023 年已回到 2017 年水平 (2023 年单医师收入贡献 128 万元、单医护人员收入贡献 59 万元), 在不利因素基本消化完毕的背景下, 公司单医师产出有望重回增长态势。

图表 56 公司医师收入贡献企稳, 后续提升可期 (左轴医疗服务收入 百万元, 右轴单人次贡献 百万元/人)



资料来源: 公司公告, wind, 华安证券研究所

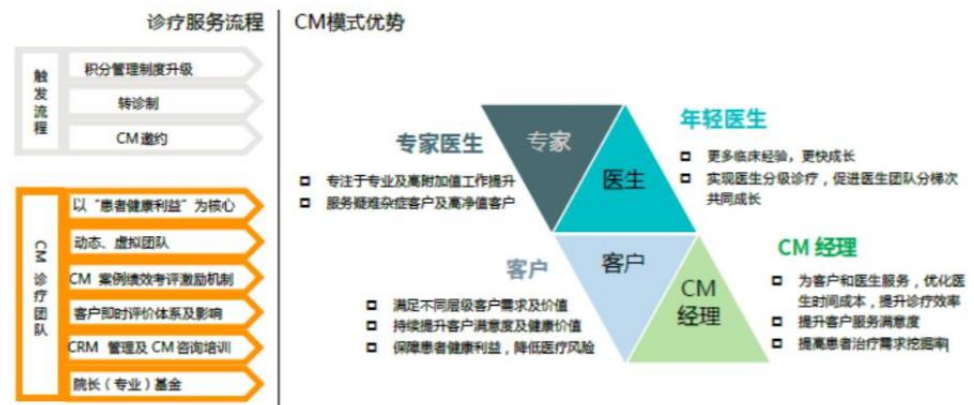
图表 57 2017-2023 年公司医技人员持续增加, 医师资源丰富 (人)



资料来源: 公司公告, wind, 华安证券研究所

采用 **CM 团队诊疗模式**，解决医生资源稀缺问题。团队模式是解决医生资源缺乏的关键点。公司将团队模式划分为横向团队模式以及纵向团队模式，其中横向团队模式通过把医生资源进行重新组合，组成跨学科团队，给客户一站式治疗方案，从而提高每位医生的人均效率。纵向团队模式公司中，区域总院专家医生对分院起到支持作用。此外，公司采用学院制模式，以通策商学院与牙学院为公司不断培养人才；通策牙学院汇聚大批口腔医疗专家，为公司医师团队持续提供新鲜血液，长期发展确定性高。

图表 58 通策医疗团队诊疗模式



资料来源：公司年报，华安证券研究所

## 4 盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测

图表 59 盈利预测（rmb mn）

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	2,718.61	2,846.51	2949.00	3322.35	3676.20
Yoy%	-2.23%	4.70%	3.60%	12.66%	10.65%
<b>1) 医疗服务收入</b>	<b>2572.6</b>	<b>2688.47</b>	<b>3033.06</b>	<b>3474.95</b>	<b>3885.36</b>
Yoy%	2572.6	2688.47	2767.25	3118.79	3452.29
a. 正畸	515.06	498.91	410.00	455.50	490.00
Yoy%	-3.62%	-3.14%	-17.82%	11.10%	7.57%
b. 种植	447.74	478.86	576.00	680.00	784.00
Yoy%	1.47%	6.95%	20.29%	18.06%	15.29%
c. 儿科	485.42	499.48	509.47	560.42	610.85
Yoy%	-8.34%	2.90%	2%	10%	9%
d. 修复	426.83	455.51	478.29	550.03	616.03
Yoy%	0.07%	6.72%	5%	15%	12%

c. 综合	697.56	755.71	793.50	872.85	951.40
Yoy%	2.06%	8.34%	5%	10%	9%
2) 其他收入	146.01	158.04	181.75	203.56	223.91
	-1.55%	8.24%	15%	12%	10%

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 4.2 投资建议

口腔医疗服务发展空间广阔，变化的环境给经营管理能力优秀、规模效应突出的企业以发展的春风。我国医疗保健支出的持续增加，叠加老龄化的趋势，口腔医疗服务需求持续扩大，行业规模天花板高。种植牙政策倒逼企业提质增效，具备优秀经营管理能力的企业有望突出重围，积极适应变化的环境，寻求发展新路径。未来随着经济的逐步企稳向好，消费类口腔医疗服务项目有望持续扩张，口腔医疗服务行业依旧具备较大的发展空间。

公司作为以医疗服务为主营业务的主板上市公司，经营持续向好。通过“区域总院+分院”的模式，公司打造了有口皆碑的医院品牌，医疗资源优势显著，通过蒲公英进行省内加密及分院建设，新增口腔医院达到盈亏平衡的速度远超过同行业其他公司，达到总院盈利能力强，蒲公英医院稳步持续扩张的状态。公司已逐渐走出政策扰动带来的业绩压力，我们认为公司长期发展可期。我们预计 2024~2026 年公司将实现营业收入 29.49/33.22/36.76 亿元 (+3.6%/12.7%/10.7%) 将实现归母净利润 5.68/6.65/7.62 亿元 (+13.4%/17.2%/14.6%)，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 风险提示

**医疗安全事件带来的风险。**由于现代医疗体系的不足、患者个体存在差异、不同疾病的诊疗情况，医生水平、医疗设备条件等多方因素都可能导致医疗安全事故。重大医疗安全事故的发生会显著影响医院的品牌信誉，进而给公司业绩带来重大不利影响。

**低端口腔医疗市场的竞争风险。**当前口腔市场存在多样化的诊疗需求，其中低端市场竞争最为激烈，公司在中高端市场优势明显，但低端市场进入较晚，目前占有率仍不高，且公司对于低端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。

**公司品牌声誉风险。**声誉风险管理工作对于行业稳定和市场信心具有至关重要的维护作用。良好的声誉是一家公司多年发展积累的重要资源，是维护良好的投资者关系、客户关系等诸多重要关系的保证。特别是在集采落地的当下，如何维护好公司品牌声誉对其发展有着重要影响。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	969	1313	1867	2486	<b>营业收入</b>	2847	2949	3322	3676
现金	594	1050	1578	2173	营业成本	1750	1803	2008	2198
应收账款	138	139	152	163	营业税金及附加	7	7	8	9
其他应收款	64	66	74	82	销售费用	29	32	40	48
预付账款	13	18	20	22	管理费用	309	295	332	368
存货	25	26	28	31	财务费用	50	38	26	13
其他流动资产	135	15	15	15	资产减值损失	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	5037	5144	5206	5283	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	767	717	667	617	投资净收益	60	59	66	74
固定资产	840	856	869	880	<b>营业利润</b>	712	789	924	1059
无形资产	14	15	16	17	营业外收入	1	1	1	1
其他非流动资产	3415	3555	3654	3769	营业外支出	4	3	3	3
<b>资产总计</b>	6006	6457	7074	7769	<b>利润总额</b>	709	787	922	1057
<b>流动负债</b>	645	622	667	708	所得税	130	142	166	190
短期借款	80	80	80	80	<b>净利润</b>	578	645	756	866
应付账款	183	180	195	208	少数股东损益	78	77	91	104
其他流动负债	381	362	392	421	<b>归属母公司净利润</b>	500	568	665	762
<b>非流动负债</b>	1239	1234	1234	1234	EBITDA	946	1029	1160	1286
长期借款	189	189	189	189	EPS (元)	1.56	1.27	1.49	1.70
其他非流动负债	1050	1045	1045	1045					
<b>负债合计</b>	1883	1856	1902	1943					
少数股东权益	317	395	486	590					
股本	321	447	447	447					
资本公积	0	0	0	0					
留存收益	3484	3759	4239	4790					
归属母公司股东权	3805	4206	4686	5237					
<b>负债和股东权益</b>	6006	6457	7074	7769					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	840	834	975	1081
净利润	578	645	756	866
折旧摊销	245	204	211	216
财务费用	52	53	53	53
投资损失	-60	-59	-66	-74
营运资金变动	29	-5	19	18
其他经营现金流	546	645	739	851
<b>投资活动现金流</b>	-884	-131	-209	-221
资本支出	-505	-432	-336	-355
长期投资	-504	60	60	60
其他投资现金流	126	241	66	74
<b>筹资活动现金流</b>	9	-247	-238	-265
短期借款	80	0	0	0
长期借款	160	0	0	0
普通股增加	0	127	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-232	-374	-238	-265
<b>现金净增加额</b>	-35	455	528	596

主要财务比率				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入	4.7%	3.6%	12.7%	10.7%
营业利润	-3.0%	10.8%	17.2%	14.6%
归属于母公司净利	-8.7%	13.4%	17.2%	14.6%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	38.5%	38.9%	39.6%	40.2%
净利率 (%)	17.6%	19.2%	20.0%	20.7%
ROE (%)	13.2%	13.5%	14.2%	14.6%
ROIC (%)	10.3%	11.3%	11.9%	12.2%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	31.4%	28.7%	26.9%	25.0%
净负债比率 (%)	45.7%	40.3%	36.8%	33.3%
流动比率	1.50	2.11	2.80	3.51
速动比率	1.24	2.02	2.70	3.41
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.51	0.47	0.49	0.50
应收账款周转率	23.48	21.31	22.79	23.29
应付账款周转率	10.81	9.92	10.70	10.91
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.56	1.27	1.49	1.70
每股经营现金流	1.88	1.86	2.18	2.42
每股净资产	11.87	9.40	10.48	11.71
<b>估值比率</b>				
P/E	49.01	35.48	30.27	26.42
P/B	6.44	4.79	4.30	3.85
EV/EBITDA	26.78	19.91	17.20	15.05

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**谭国超，医药首席分析师，中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生(上海)医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所，主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目，有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

**分析师：**陈珈蔚，医药行业分析师，负责医疗服务及生物制品行业研究。南开大学本科、波士顿学院金融硕士。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。