

刚需业务支撑业绩稳健增长，新院区提供增长动能

核心观点

2025年上半年公司口腔医疗门诊量累计达到173.22万人次，同比增长1.21%，医疗服务收入同比增长2.31%，表明上半年公司客单价同比有所回升。短期来看，公司各业务线呈现良好发展态势，正畸业务企稳回升，重现增长动力；儿科口腔业务潜力较大，杭口领先行业十余年打造儿牙科室，随经济环境好转后，业务有望恢复正增长；大综合、修复业务属等偏刚需业务持续为公司提供稳健可靠的业绩支撑。预计2025年下半年公司收入增速保持中低个位数，利润增速略快于收入增速。蒲公英医院逐步进入利润释放期，紫金港、新城西等新总院的开业将提升公司服务能力和承接能力，为业绩增长提供新动能。

事件

公司发布2025年中报

公司2025年上半年实现营业收入14.48亿元，同比增长2.68%；实现归母净利润3.21亿元，同比增长3.67%；实现扣非归母净利润3.17亿元，同比增长3.85%。EPS为0.72元，同比增长4.35%。暂无利润分配预案。

简评

25Q2业绩符合预期，25H1公司客单价企稳回升

单季度来看，公司2025Q2实现营业收入7.04亿元，同比增长0.24%；归母净利润1.37亿元，同比增长0.33%；扣非归母净利润1.35亿元，同比下滑0.20%，业绩符合预期。

25Q2分业务来看，正畸业务收入0.91亿元，同比增长0.7%；种植业务收入1.38亿元，同比-4.4%；儿科业务收入1.16亿元，同比-0.9%；修复和大综合业务分别实现收入1.22亿元、1.92亿元，分别同比+5.5%、+2.2%

2025年上半年公司口腔医疗门诊量累计达到173.22万人次，同比增长1.21%，同期医疗服务收入同比增长2.31%，表明上半年公司客单价同比有所回升。其中，省内门诊人次150.57万人次，同比增长1.65%；省外门诊人次22.65万人次，同比持平。

通策医疗(600763.SH)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

王在存

wangzaicun@csc.com.cn

010-56135310

SAC 编号:S1440521070003

SFC 编号:BVA292

吴严

wuyandcq@csc.com.cn

010-56135318

SAC 编号:S1440524060003

发布日期：2025年10月13日

当前股价：44.68元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现(%)

1个月	3个月	12个月
-6.57/-9.37	7.28/-5.20	-28.02/-40.74
12月最高/最低价(元)		55.86/39.73
总股本(万股)		44,728.91
流通A股(万股)		44,728.91
总市值(亿元)		199.63
流通市值(亿元)		199.63
近3月日均成交量(万)		1145.73
主要股东		
杭州宝群实业集团有限公司		33.89%

股价表现



2025 年上半年，公司正畸业务实现收入 2.29 亿元，同比增长 7.75%；种植业务实现收入 2.55 亿元，同比基本持平（+0.02%），在集采后价格体系趋于稳定，业务发展稳健；修复业务和大综合业务作为基础刚需，持续为公司提供可靠的业绩支撑，分别实现收入 2.30 亿元（同比+3.59%）和 3.94 亿元（同比+2.44%）；儿科业务实现收入 2.36 亿元，同比下降 1.48%。

回顾公司 2024 年以来主要科室收入增速趋势：修复、大综合等偏刚需业务在过去三个季度保持收入同比正增长；种植业务收入受集采影响，2024 年客单价下降、颗数快速增长，2025 年以来收入增速明显下降，主要是颗数基数较高，预计 25Q3 及以后的种植业务收入增速与整体业务趋势类似；正畸和儿科业务收入增速受消费环境影响较大，最近一年季度间同比增速波动较大，其中正畸从 24Q4 开始连续三个季度实现收入正增长，一方面可能是消费环境触底回升，另一方面也可能是公司逐渐适应较低迷的环境，正畸业务整体客单价降低、同时实现更高的业务量增长。

图表1：通策医疗口腔医疗服务单季度收入拆分 24Q1-25Q2（百万元）

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2
口腔医疗服务	658	656	765	653	685	660
yoy	3.5%	1.9%	-3.6%	6.1%	4.1%	0.5%
种植	111	144	129	146	117	138
yoy	5.9%	15.8%	12.3%	8.0%	5.7%	-4.4%
正畸	122	90	172	89	138	91
yoy	2.0%	-12.4%	-12.9%	13.9%	12.9%	0.7%
儿科	122	117	146	115	120	116
yoy	-3.0%	0.9%	-1.5%	5.9%	-2.0%	-0.9%
修复	106	116	109	131	108	122
yoy	4.5%	1.3%	-5.3%	5.6%	1.9%	5.1%
大综合	197	188	208	172	202	192
yoy	7.0%	1.5%	-4.0%	1.5%	2.7%	2.2%

资料来源：公司公告，中信建投证券

财务指标保持稳健，AI 赋能提升运营效率

2025H1 公司毛利率为 40.75%，净利率为 26.26%，盈利能力保持在较高水平。上半年公司各项期间费用率保持稳定，销售费用同比增长 4.58%，主要系新建与存量医院增加口腔健康宣教投入；管理费用同比增长 2.74%，主要系新建院区增加带来的行政人力薪资上升；研发费用同比增长 5.88%；财务费用同比下降 6.92%。公司经营现金流表现良好，2025 年上半年实现经营活动产生的现金流量净额 3.56 亿元，同比增长 9.72%，主要系销售商品、提供劳务收到的现金增加所致。

公司积极推进“医疗+科技”双轮战略，基于和仁科技自研的 MindHub 人工智能中台，在临床诊疗、患者服务、运营管理等多场景提供智能化支撑，辅助医生进行更精准的临床诊断，并对患者就诊全流程进行智能化管理，提升运营效率。AI 的应用将主要体现在管理费用的优化上，通过再造管理架构，提升公司管理半径和能力。

“蒲公英计划”成效显著，新院建设稳步推进

截至 2025 年 6 月 30 日，公司旗下运营医疗机构 89 家，拥有专业医疗人员 4,452 名，牙椅 3,100 余台。公司持续推进“区域总院+分院”的模式，省内“蒲公英计划”成效显著。2025 上半年，蒲公英 48 家分院（其中二季度新增一家）总体营收 3.93 亿元，同比增长 21%；净利润 5368 万元，同比增长 36%；门诊量同比增长 23%，蒲公英医院有望成为公司新的业绩增长点。

总院建设方面，紫金港总院一期于 2025 年 6 月底交付运营，面积 8800 平方米，设计牙椅 103 张，试运营期间启用 42 张，后续将随门诊量增长逐步新增牙椅数，目前运营状况良好。紫金港总院是公司重点发展的战略项目，定位为杭州区域最大总院区。公司将集中优势资源运营，通过整合集团骨干力量、合作国内大咖及杭州医学院教学基地的教授、副教授等专家资源，在教学空余时间为其匹配优质患者，加速品牌与业务发展；针对周边核心客群，通过多样化口腔宣传活动集聚人气，推动紫金港院区快速发展。公司新城西大楼（自有物业）已建设完毕，总部办公区域已完成搬迁，现城西总院预计将于未来 1-2 年内大部分搬迁至新城西大楼，院区转移后，城西总院运营成本将进一步降低。

25H1 公司客单价同比企稳回升，看好公司中长期成长空间

短期来看，公司各业务线呈现良好发展态势，正畸业务企稳回升，重现增长动力；儿科口腔业务潜力较大，杭口领先行业十余年打造儿牙科室，随经济环境好转后，业务有望恢复正增长；大综合、修复业务属等偏刚需业务，持续为公司提供稳健可靠的业绩支撑。预计 2025 下半年公司收入增速保持中低个位数，利润增速略快于收入增速。

中期来看，蒲公英医院逐步进入利润释放期，紫金港、新城西等新总院的开业将提升公司服务能力和承接能力，为业绩增长提供新动能。长期来看，公司在省内深耕的同时，通过并购和加盟模式探索省外扩张，AI 赋能提升运营效率和服务质量，以及打造口腔产业生态平台，有望进一步打开成长空间。

盈利预测与估值

我们预测 2025-2027 年，公司营收分别为 29.61 亿元、30.87 亿元、32.23 亿元，分别同比增加 3.05%、4.25%、4.39%；归母净利润分别为 5.27 亿元、5.73 亿元、6.17 亿元，分别同比增加 5.17%、8.57%、7.71%。以 2025 年 10 月 10 日收盘价（44.68 元/股）计算，2025-2027 年 PE 分别为 38、35、32 倍。维持“买入”评级。

图表2： 财务摘要（百万元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,846.51	2,873.78	2,961.44	3,087.38	3,222.93
YoY(%)	4.70	0.96	3.05	4.25	4.39
归母净利润(百万元)	500.47	501.43	527.33	572.52	616.68
YoY(%)	-8.72	0.19	5.17	8.57	7.71
毛利率(%)	38.53	38.50	38.50	38.73	38.96
净利率(%)	17.58	17.45	17.81	18.54	19.13
ROE(%)	13.15	12.45	11.89	11.74	11.51
EPS(摊薄/元)	1.12	1.12	1.18	1.28	1.38
P/E(倍)	39.93	39.86	37.90	34.91	32.41

资料来源：iFind，中信建投证券

风险分析

- 1) 医疗风险：在临床医学上，由于存在着医学认知局限、患者个体差异、疾病情况不同、医生水平差异、医院条件限制等诸多因素的影响，各类诊疗行为客观上存在着程度不一的风险，医疗事故和差错无法完全杜绝。医疗机构不可避免地存在一定的医疗风险。医疗事故的发生可能会对公司的品牌和经营造成较大的负面影响。
- 2) 人力资源储备不足风险：伴随着公司规模快速扩张，能否吸引、培养、用好高素质的技术人才和管理人才，是影响公司未来发展的关键性因素。虽然公司在前期已经为后续的发展进行了相应的人才储备，但如果公司不能持续吸引足够的技术人才和管理人才，且不能在人才培养和激励方面继续进行机制创新，公司仍将在发展过程中面临人才短缺风险。
- 3) 市场竞争风险：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，其中低端市场竞争最为激烈，公司在中高端市场优势明显，但在低端市场中竞争力不足，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，若公司采取了不合适的竞争策略，有可能会损伤公司品牌、并对公司业绩造成不利影响。
- 4) 医院运营风险：医院日常经营存在医疗安全、医疗质量、医保基金合规使用等相关风险；若合规性管控不足，存在医疗反腐和医保飞行检查力度加大背景下的合规性风险。
- 5) 以上部分风险具有不可预测性（如医疗政策风险、公司改变经营计划等），我们的盈利预测存在无法达到的风险。

图表3： 财务报表预测

资产负债表(百万元)

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	969.06	917.63	1,257.79	1,800.67	2,379.98
现金	594.46	620.56	849.72	1,375.41	1,936.22
应收票据及应收账款合计	137.51	151.03	137.67	143.53	149.83
其他应收款	64.40	74.88	69.73	72.70	75.89
预付账款	12.79	12.28	17.93	18.69	19.51
存货	24.80	29.99	27.54	28.61	29.75
其他流动资产	135.10	28.90	155.19	161.73	168.77
非流动资产	5,036.75	5,264.46	5,033.58	4,634.13	4,277.70
长期投资	767.27	924.59	950.65	976.71	1,002.77
固定资产	1,902.47	1,860.87	1,714.17	1,540.57	1,340.05
无形资产	14.26	79.68	191.40	361.45	406.51
其他非流动资产	2,352.76	2,399.32	2,177.36	1,755.40	1,528.37
资产总计	6,005.82	6,182.09	6,291.37	6,434.80	6,657.68
流动负债	644.69	547.27	535.87	556.76	579.22
短期借款	80.09	80.09	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款合计	183.28	136.65	163.54	169.86	176.65
其他流动负债	381.33	330.53	372.33	386.90	402.57
非流动负债	1,238.60	1,275.73	952.04	592.28	271.28
长期借款	1,193.79	1,234.47	910.79	551.02	230.02
其他非流动负债	44.81	41.26	41.26	41.26	41.26
负债合计	1,883.29	1,823.00	1,487.92	1,149.04	850.50
少数股东权益	317.48	331.29	404.64	483.80	568.94
股本	320.64	447.29	447.29	447.29	447.29
资本公积	0.09	0.00	0.00	0.00	0.00
留存收益	3,484.31	3,580.51	3,986.52	4,424.68	4,895.95
归属母公司股东权益	3,805.04	4,027.80	4,433.81	4,871.97	5,343.24
负债和股东权益	6,005.82	6,182.09	6,326.37	6,504.80	6,762.68

现金流量表(百万元)

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	944.09	878.19	1,205.72	1,305.48	1,167.78
净利润	578.42	572.13	601.03	652.53	702.86
折旧摊销	348.75	382.63	637.88	664.79	496.77
财务费用	49.59	48.36	47.81	23.15	2.87
投资损失	-60.19	-46.43	-48.31	-48.31	-48.31
营运资金变动	30.43	-69.98	-42.30	3.70	3.96
其他经营现金流	-2.90	-8.52	9.62	9.62	9.62
投资活动现金流	-884.18	-324.97	12.62	12.62	12.62
资本支出	506.85	335.67	0.00	0.00	0.00

A 股公司简评报告

长期投资	-504.25	-34.77	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-886.78	-625.87	12.62	12.62	12.62
筹资活动现金流	8.76	-412.69	-688.87	-563.64	-461.52
短期借款	80.09	0.00	-80.09	0.00	0.00
长期借款	181.24	40.69	-441.55	-410.83	-318.98
其他筹资现金流	-252.56	-453.38	-167.23	-152.81	-142.53
现金净增加额	68.67	140.53	529.48	754.47	718.89

利润表(百万元)

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,846.51	2,873.78	2,961.44	3,087.38	3,222.93
营业成本	1,749.75	1,767.31	1,821.22	1,891.56	1,967.20
营业税金及附加	6.76	5.72	6.75	7.04	7.35
销售费用	29.31	31.94	31.32	32.65	34.08
管理费用	308.91	316.29	319.18	332.75	347.36
研发费用	55.65	58.95	59.17	61.68	64.39
财务费用	49.59	48.36	47.81	23.15	2.87
资产减值损失	0.00	0.15	0.05	0.06	0.06
信用减值损失	-3.92	-1.45	-2.56	-2.67	-2.78
其他收益	9.11	6.73	7.98	7.98	7.98
公允价值变动收益	0.00	1.42	0.00	0.00	0.00
投资净收益	60.19	46.43	48.31	48.31	48.31
资产处置收益	0.00	0.14	0.03	0.03	0.03
营业利润	711.92	698.63	729.82	792.26	853.27
营业外收入	0.92	0.21	2.54	2.54	2.54
营业外支出	3.98	4.83	3.74	3.74	3.74
利润总额	708.86	694.01	728.62	791.05	852.07
所得税	130.43	121.88	127.59	138.53	149.21
净利润	578.42	572.13	601.03	652.53	702.86
少数股东损益	77.95	70.70	73.69	80.01	86.18
归属母公司净利润	500.47	501.43	527.33	572.52	616.68
EBITDA	1,107.19	1,125.00	1,414.31	1,478.99	1,351.71
EPS（元）	1.12	1.12	1.18	1.28	1.38

资料来源：iFind，中信建投

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

王在存

医疗器械及服务首席分析师，北京大学生物医学工程博士，《医疗器械行业蓝皮书》编委。团队负责研究医疗器械与医疗服务各细分赛道的发展趋势和投资机遇。

吴严

中信建投医药分析师，复旦大学保险学硕士，华东理工大学学士。主要负责医疗服务、医疗器械行业研究。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk