

通策医疗 (600763)

杭口品牌日久弥新，区域集团模式扩张

买入 (维持)

2024年05月31日

证券分析师 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

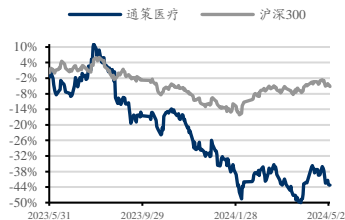
证券分析师 冉胜男

执业证书: S0600522090008

ranshn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	2719	2847	3241	3833	4515
同比 (%)	(2.23)	4.70	13.87	18.26	17.78
归母净利润 (百万元)	548.27	500.48	604.82	753.74	936.63
同比 (%)	(21.99)	(8.72)	20.85	24.62	24.26
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.71	1.56	1.89	2.35	2.92
P/E (现价&最新摊薄)	35.03	38.37	31.75	25.48	20.50

股价走势



投资要点

■ **投资逻辑:** 公司是浙江省民营口腔医疗服务龙头，通过区域总院+分院模式已建成立足浙江、扩张省外的医疗服务网络。短期来看，集采政策影响逐步消化，种植业务有望提速增长，整体业务增速同比上年改善；中长期来看，蒲公英分院扩张减缓后将步入收获期，分院及总院规模有望稳步增长，省内市场下沉&省外并购加盟打开长期成长天花板。

■ **口腔赛道前景广阔，细分市场倍具潜力。** 我国口腔诊疗潜在消费人群基数大、诊疗率低，老龄化和居民收入提高将推动行业发展，随着供给端医生数量增长，口腔诊疗意识提升，我国口腔医疗服务市场预计将增长至 2028 年的 3837 亿元，2024-2028 年复合增长率约 13%。其中，种植业务方面，国内种植牙渗透率为 29 颗/万人，相比于韩国 2019 年渗透率 500 颗/万人，仍有很大提升空间，种植牙集采政策落地将推动种植量扩容，2023 年公司种植量同比增长 47%。正畸业务方面，国内每十万人正畸医生数量仅 0.4 名，远不及美国 3.3 名，随着人们对于口腔健康和美学的追求，正畸市场仍有望稳健增长。综合诊疗等项目，随着发病率与诊疗率提升，以及种植量的增长等，预计业务规模也将持续增长。

■ **“总院+分院”联动，口腔市场做深做广。** 截至 2023 年底，公司拥有医疗机构 84 家、医生 2133 名，医疗服务营业面积超过 25 万平方米，开设牙椅 3000 台。1) 总院方面，三大总院具备很强的口碑影响力，专业能力突出，形成了全省的服务网络和专家辐射网络。2) 分院来看，“蒲公英计划”由点到面，加速省内市场下沉，分院盈利周期逐步缩短。截至 2024Q1，已开业蒲公英分院中约一半已经实现盈利。短期来看，投入蒲公英医院对公司利润增速有所拖累；但长期来看，蒲公英分院储备充足的人力资源及牙椅资源将承接地县需求，将进一步提升公司省内市占率。3) 省外布局方面，公司进一步探索并购加盟模式，2023 年收购娄底口腔医院股权，未来将继续完善区域市场布局，形成区域规模效应。

■ **获医能力突出，医生资源多维保障。** 公司多方面建立和巩固优秀的医生人才梯队，提高医生团队效率：1) 依托浙江大学、杭州医学院等国内外知名院校，配置各级医生资源；2) 采取医生合伙人模式，通过总院医生集团及蒲公英当地医生团队分别持股，确保总院医生为分院管理和医疗赋能，同时深度绑定分院优质医生；3) 引入特色 Case Manager(CM) 团队接诊模式，发挥专家及年轻医生各自的优势，提高各级医生工作人效；4) 全面推进“三三制”工作模式，在集团、区域总院和分院层级分别建立上下联动的各级运营三人组，推进口腔医院精益化管理和运营。

■ **盈利预测与投资评级:** 我们维持预计 2024-2026 年公司营业总收入分别为 32.41/38.33/45.15 亿元，公司归母净利润分别为 6.0/7.5/9.4 亿元，对应当前市值的估值分别为 32/25/21 倍。维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 种植牙放量不及预期风险，医院扩张或整合不及预期的风险，核心医生流失风险，行业竞争加剧风险等。

市场数据

收盘价(元)	59.89
一年最低/最高价	52.24/119.50
市净率(倍)	4.83
流通 A 股市值(百万元)	19,203.13
总市值(百万元)	19,203.13

基础数据

每股净资产(元,LF)	12.40
资产负债率(% ,LF)	28.88
总股本(百万股)	320.64
流通 A 股(百万股)	320.64

相关研究

《通策医疗(600763): 2023 年报&2024 一季度点评: 集采影响逐步消化, 2024 年增长趋势改善》

2024-05-05

《通策医疗(600763): 2023 年三季度报点评: 业绩仍有所承压, 种植牙放量明显, 蒲公英盈利能力持续提升》

2023-10-26

内容目录

1. 浙江省民营口腔医疗服务龙头，行业地位稳固	5
1.1. 由杭口启航，发展为民营口腔医疗集团龙头	5
1.2. 规模不断扩大，浙江省内市场“做大做深”	6
1.3. 规模效应降低成本，盈利能力高于行业平均水平	9
2. 口腔行业蓬勃发展，细分市场倍具潜力	10
2.1. 多因素推动口腔市场扩容	10
2.2. 需求带动种植市场发展迅速，集采政策有望实现快速放量	12
2.2.1. 口腔种植市场增速快、渗透率低，有较大发展前景	12
2.2.2. 种植牙政策助力行业渗透率提升，看好“以价换量”空间	13
2.2.3. 公司执行种植牙集采，量增效果显著	15
2.3. 正畸市场快速发展，双需求蕴含市场潜力	15
2.4. 儿童口腔诊疗意识提升，专业化儿科口腔服务发展机会大	17
3. “总院+分院”联动，获医能力突出，口腔市场做深做广	18
3.1. “总院+分院”联动成长，省内市场不断做深	18
3.1.1. 三大总院夯实业绩基础，力争单牙椅产出最大化	18
3.1.2. 模式逐渐成熟，分院盈利周期逐步缩短	21
3.1.3. “蒲公英计划”由点到面，加速省内市场下沉	22
3.2. 省外扩张：“存济基金”+“三叶儿童口腔”做广省外市场，进一步探索优质标的并购与加盟	23
3.3. 获医能力突出，医生资源多维保障	24
4. 盈利预测与投资评级	26
4.1. 关键假设	26
4.2. 估值及评级	27
5. 风险提示	28

图表目录

图 1:	通策医疗历史大事.....	5
图 2:	公司股权结构和主要参控股公司（截至 2024 年 Q1）.....	5
图 3:	公司营业收入及同比增速.....	7
图 4:	公司归母净利润及同比增速.....	7
图 5:	公司牙椅数量及同比增速情况.....	7
图 6:	公司口腔医疗门诊量及同比增速情况.....	7
图 7:	公司收入拆分（按业务构成）.....	8
图 8:	公司客单价及其同比增速.....	8
图 9:	公司单台牙椅产值及同比增速.....	8
图 10:	浙江省内、省外收入占比情况.....	9
图 11:	浙江省内毛利率远大于省外水平.....	9
图 12:	2018-2023 年公司医疗服务成本结构.....	9
图 13:	公司及同行业公司毛利率水平.....	9
图 14:	公司销售费用率远低于同行业水平.....	10
图 15:	公司管理费用率远低于同行业水平.....	10
图 16:	公司净利率远高于同行业水平.....	10
图 17:	公司 ROE 水平.....	10
图 18:	口腔医疗服务市场规模（亿元）及增速.....	11
图 19:	2005-2015 年中国各年龄组龋病变化情况.....	11
图 20:	2005 年-2015 年中国各年龄组龋补充填比.....	11
图 21:	2014 年-2021 年中国综合医院口腔科及口腔专科医院门急诊人次.....	12
图 22:	2013-2023 年中国居民医疗保健人均支出（元/年）.....	12
图 23:	2011 年-2020 年中国种植牙数量及其增速.....	13
图 24:	2019 年部分国家种植牙渗透率.....	13
图 25:	种植牙耗材及医疗服务价格调整相关政策梳理.....	14
图 26:	2020-2023 年公司种植牙收入及其增速.....	15
图 27:	2020-2023 年公司修复及综合业务收入及其增速.....	15
图 28:	2020 年中美各年龄组错颌畸形患者数量（亿人）对比.....	16
图 29:	2015 年-2030E 的中国正畸市场规模（十亿美元）.....	16
图 30:	传统正畸&隐形矫治器对比.....	16
图 31:	中国适龄儿童错颌畸形发病率.....	17
图 32:	2005-2015 年中国 12 岁人群口腔健康知识知晓率.....	17
图 33:	省内“总院+分院”格局.....	18
图 34:	三家总院占公司总营收比重.....	19
图 35:	三家总院占公司总净利润比重.....	19
图 36:	杭口平海院区营收及净利润情况.....	19
图 37:	杭口城西院区营业收入及净利润情况.....	20
图 38:	杭口城西与公司平均单台牙椅产出对比.....	20
图 39:	宁波口腔医院营业收入及净利润情况.....	20
图 40:	2018-2023 年各区域分院营业收入（万元）.....	21
图 41:	2019-2023 年各区域分院净利率.....	21
图 42:	浙江省内口腔医院建设规划图.....	22

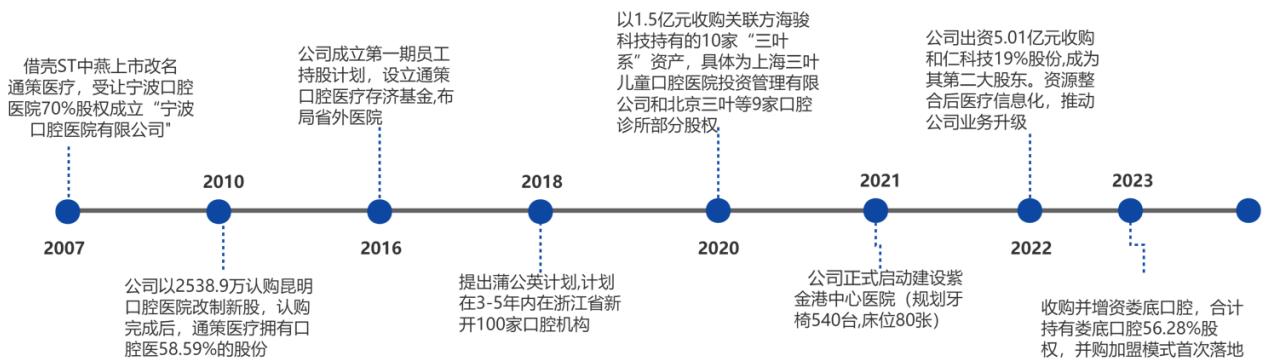
图 43: 上海三叶儿童口腔医院净利润变化情况.....	24
图 44: 浙江省外公司营收情况.....	24
图 45: 公司医护人员数量变化.....	24
图 46: 公司人员学历变化.....	24
图 47: CM 团队接诊模式特点	26
表 1: 公司核心管理层情况 (截至 2024Q1)	6
表 2: 公司分院盈利周期情况.....	21
表 3: 蒲公英分院营收及利润测算.....	23
表 4: 部分已开业蒲公英分院医生持股情况 (截至 2023 年底)	25
表 5: 收入拆分 (百万元) 及预测.....	27
表 6: 可比公司估值 (收盘日期为 2024 年 5 月 30 日)	28

1. 浙江省民营口腔医疗服务龙头，行业地位稳固

1.1. 由杭口启航，发展为民营口腔医疗集团龙头

公司借公立医院改制契机，于2006年收购杭州口腔医院（下文简称杭口），完成股权分置改革；2007年借壳上市，并先后受让宁波口腔医院（下文简称宁口）、黄石现代口腔医院、昆州口腔医院股份，发展成为浙江省乃至中国领先的综合医疗平台。公司口腔医疗服务主要包括种植、正畸、儿童口腔、修复及综合等业务。公司以浙江省为中心，通过“总院+分院”的模式拓展市场，并向省外拓展，拥有杭口、宁口、“存济”、“三叶”等品牌。截至2023年底，公司拥有医疗机构84家，医疗服务营业面积超过25万平方米，开设牙椅3000台，口腔医院门诊量达335.33万人次。2024Q1，公司营收7.08亿元（+5.03%），归母净利润1.73亿元（+2.51%）。

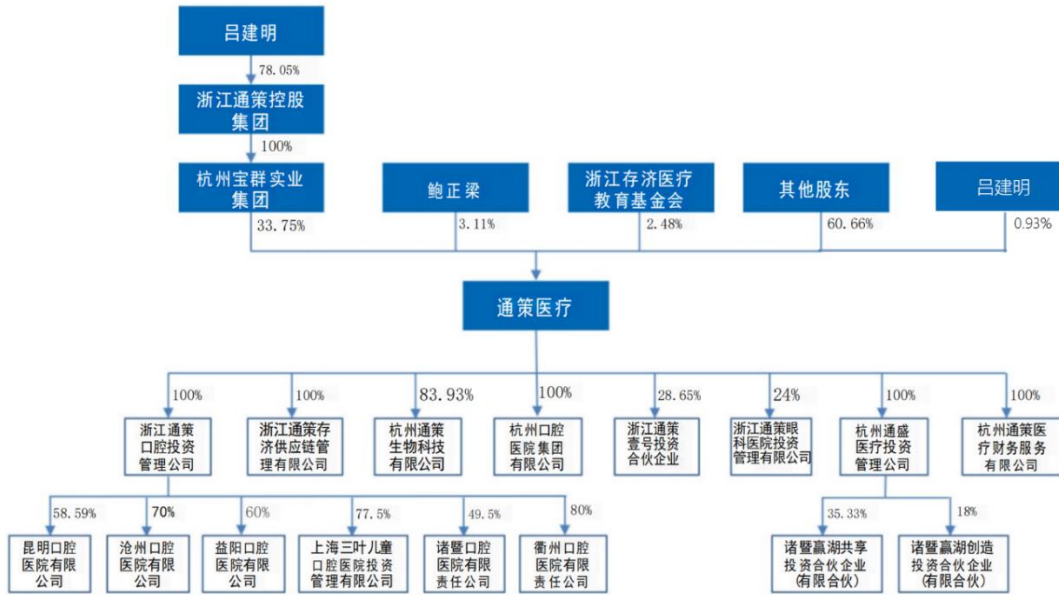
图1：通策医疗历史大事



数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

股权结构稳定，医务核心管理层专业性强。截至2024年Q1，公司第一大股东杭州宝群实业集团持股33.75%，实际控制人为吕建明。吕建明直接持股及通过宝群实业间接持股，合计控股27.27%，股权结构稳定。公司医务业务核心管理层均为口腔领域专家，临床经验丰富，科研教学水平高，专业强。

图2：公司股权结构和主要参控股公司（截至2024年Q1）



数据来源：wind，东吴证券研究所

表1: 公司核心管理层情况 (截至 2024Q1)

姓名	职务	简历
王毅	董事长、总经理	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
陈丹鹏	杭州口腔医院集团总院长、昆明市口腔医院院长	华西医科大学医学博士、主任医师、教授。云南省正畸专业委员会副主任委员、英国爱丁堡皇家外科学院正畸专科院士。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。
李小凤	杭州口腔医院集团副院长(非执行)、城西院区院长	主任医师，浙江中医药大学校聘教授、口腔基础教研室主任。现任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
王维倩	杭州口腔医院集团副院长、平海院区院长	浙江中医药大学、杭州医学院兼职副教授，杭州市口腔医学会副会长、浙江省医师协会理事、中国医学装备协会口腔装备与技术专委会常务委员、中华医学会牙周专委会委员、杭州市政府特殊津贴奖获得者

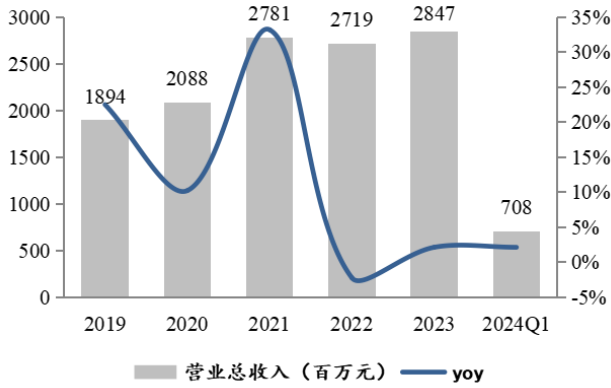
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1.2. 规模不断扩大，浙江省内市场“做大做深”

政策及宏观环境影响下公司业绩承压，叠加逆势扩张影响短期利润表现，2024 年 Q1 业绩逐步回暖。2016 年以后，公司采取收购、新建、合作等方式加快医院布局，公

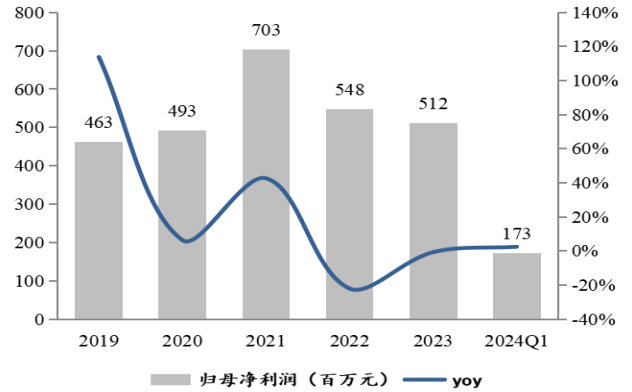
公司发展进入新阶段。2023 年公司实现营业收入 28.46 亿元，同比上升 4.7%，主要受消费降级及种植牙集采政策影响，公司营业收入小幅增长。2023 年归母净利润约 5 亿元，同比下降 8.72%，主要系公司选择逆势扩张的战略，大量人力成本和分院建设成本短期内降低了净利润，但奠定了未来高速增长的基础。2024Q1，公司营业收入同比增长 5.03%，归母净利润同比增长 2.51%，业务增势回暖。

图3: 公司营业收入及同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

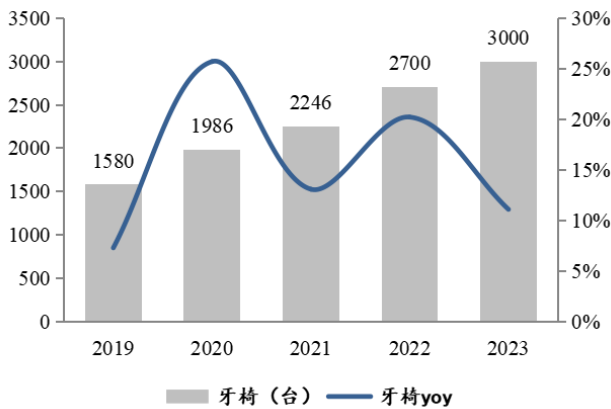
图4: 公司归母净利润及同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

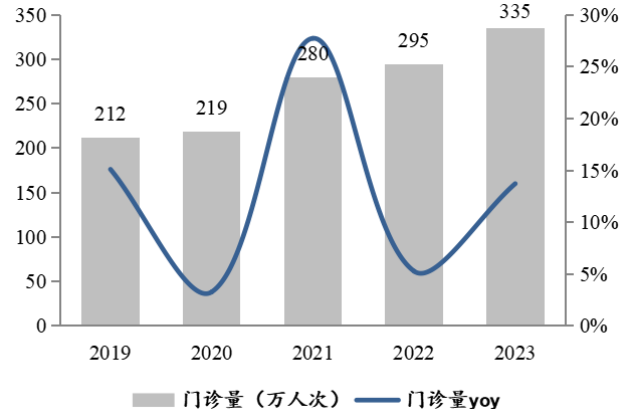
公司口腔医疗服务规模的不断扩张，牙椅数量同步提升。2023 年，公司开设牙椅 3000 台，同比增长 11.1%；2023 年，公司口腔医疗门诊量达 335.33 万人次，营收 28.47 亿元（+4.7%，较上年同期增长 4.7%，下同），归母净利润 5.04 亿元（-8.72%）。我们预计随着“蒲公英计划”及其他项目的稳步推进，未来公司口腔医疗业务规模、医生和牙椅产能储备将持续提升。

图5: 公司牙椅数量及同比增速情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图6: 公司口腔医疗门诊量及同比增速情况

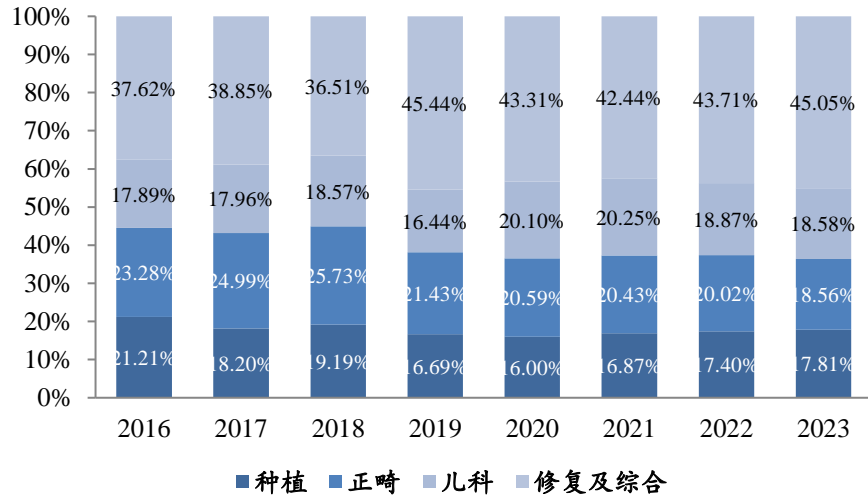


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

分业务来看，公司正畸与种植业务增速快于行业平均水平。2016-2021 年公司正畸与种植业务营收 CAGR 分别为 28.5%与 26.0%，远高于行业 16.76%及 20.98%的年复合

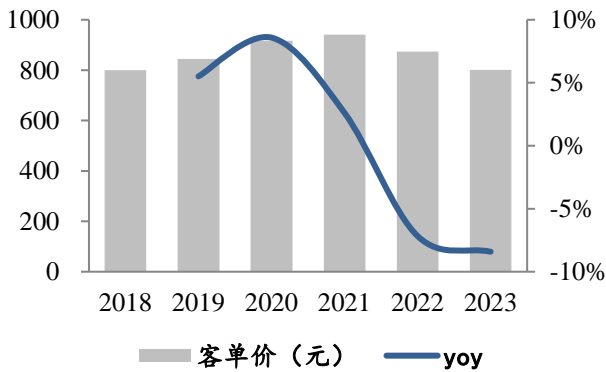
增速。在宏观环境及政策影响下，2022-2023 年公司客单价及单牙椅产出有所下降，2023 年平均客单价下滑至 802 元，同比下滑 8%，单台牙椅产值从 2021 的 117 万元降至 2023 年的 90 万元。2023 年，种植、修复及综合的收入占比有所提升，而正畸、儿科收入占比有所下滑，其中正畸由 2017 年占比 24.99% 下滑至 2023 年的 18.56%，儿科由 2021 年占比 20.25% 下滑至 2023 年占比 18.58%。

图7：公司收入拆分（按业务构成）



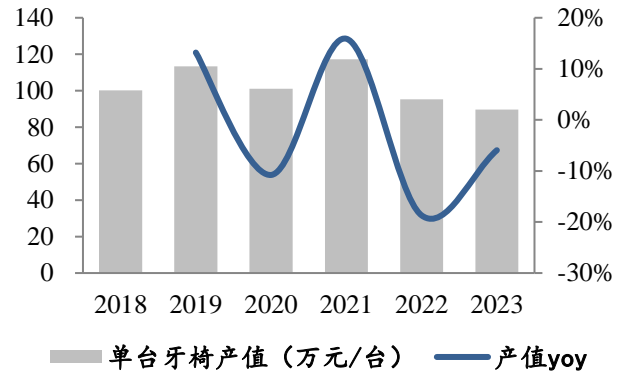
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图8：公司客单价及其同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所
注：此处客单价=医疗服务收入/门诊量

图9：公司单台牙椅产值及同比增速

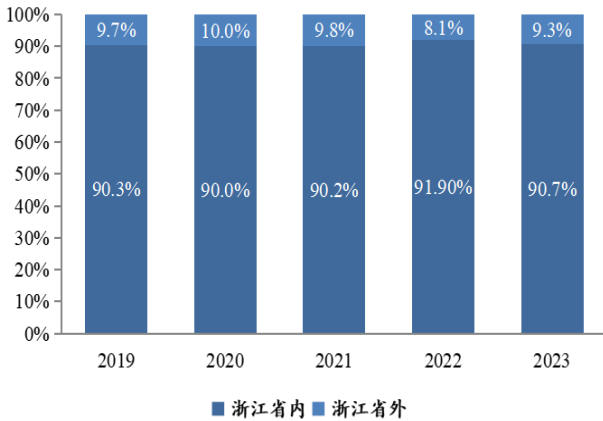


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

分地区来看，浙江省内市场仍是收入增长的主要驱动。浙江省内收入占比自 2016 年以来维持 90% 以上，2023 年公司省内实现收入 25.7 亿元，较 2022 年持平。省外毛利率虽较省内仍存在差距，但整体逐步上升，从 2017 年的 19.6% 大幅提升至 2023 年的 24.8%，2023 年公司毛利率整体有所下降。浙江省内仍然是公司营收和利润增长的主要

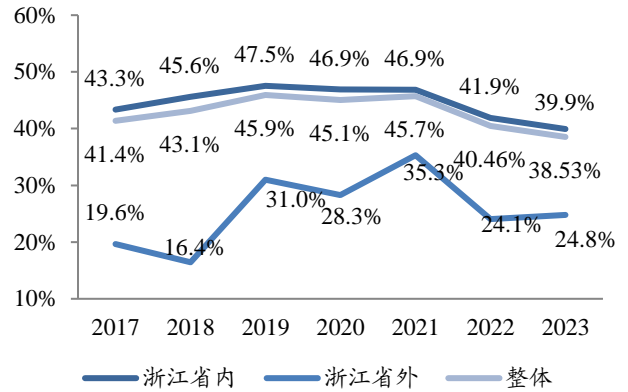
驱动，夯实了公司业绩的基本盘，省外市场对公司长期成长空间的贡献值得期待。

图10: 浙江省内、省外收入占比情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图11: 浙江省内毛利率远大于省外水平

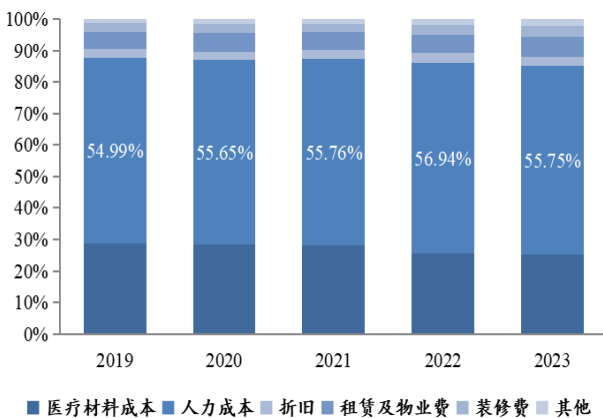


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

1.3. 规模效应降低成本, 盈利能力高于行业平均水平

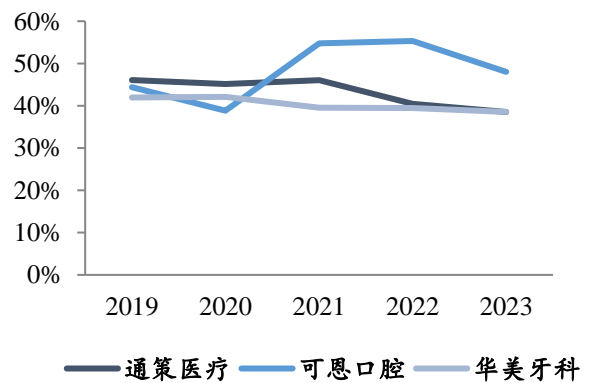
浙江省内规模效应降低成本, 毛利率受集采政策影响有所下降。公司以总院为中心辐射区域分院, 通过集中采购, 优化库存管理, 降低了药品和耗材的成本, 医疗材料成本在总成本中的占比不断下降, 从2016年的29.5%降低至2023年的23.58%。公司逆势扩张下, 人力成本占比有所提升, 2023年占总成本的55.75%。受种植牙集采影响, 公司毛利率水平下降至2023年的39%。

图12: 2018-2023 年公司医疗服务成本结构



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图13: 公司及同行业公司毛利率水平

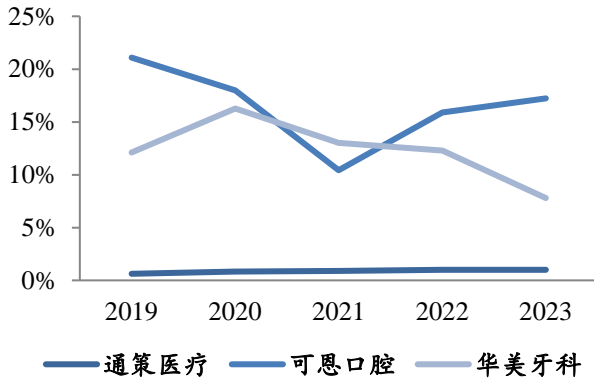


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司净利润水平显著高于同行业公司。得益于品牌效应与规模效应, 公司的销售费用率和管理费用率远低于同行业公司水平, 2023年分别为1%和10.9%; 2023年公司净利率为20.32%, 高于同行业公司水平。2024Q1, 公司期间费用率依然保持下降趋势, 销售/管理/财务费用率分别为0.95%/10.07%/1.51%, 公司净利率28.79%, 加权ROE水

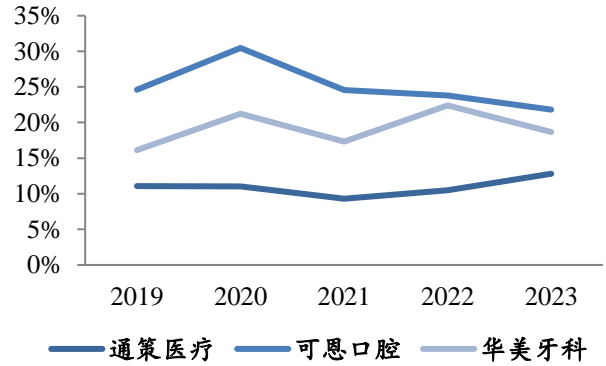
平约 4.5%。2016-2021 年公司 ROE 维持 20% 以上，2022 年以来公司逆势扩张，各项成本和资产增加导致 ROE 有所下滑，但为未来业绩增长储备势能。

图14: 公司销售费用率远低于同行业水平



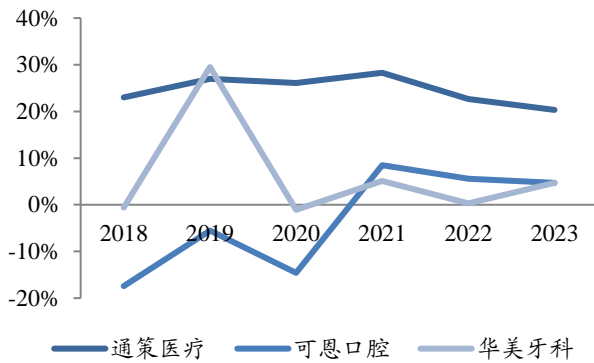
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图15: 公司管理费用率远低于同行业水平



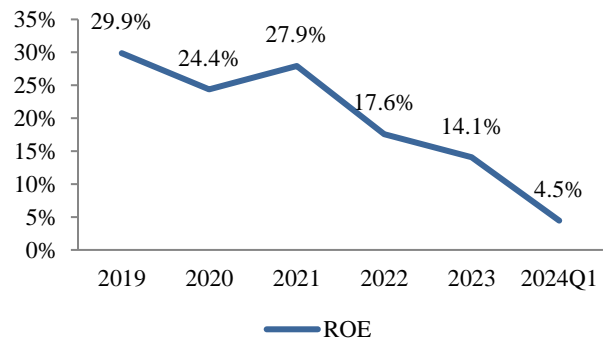
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图16: 公司净利率远高于同行业水平



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图17: 公司 ROE 水平



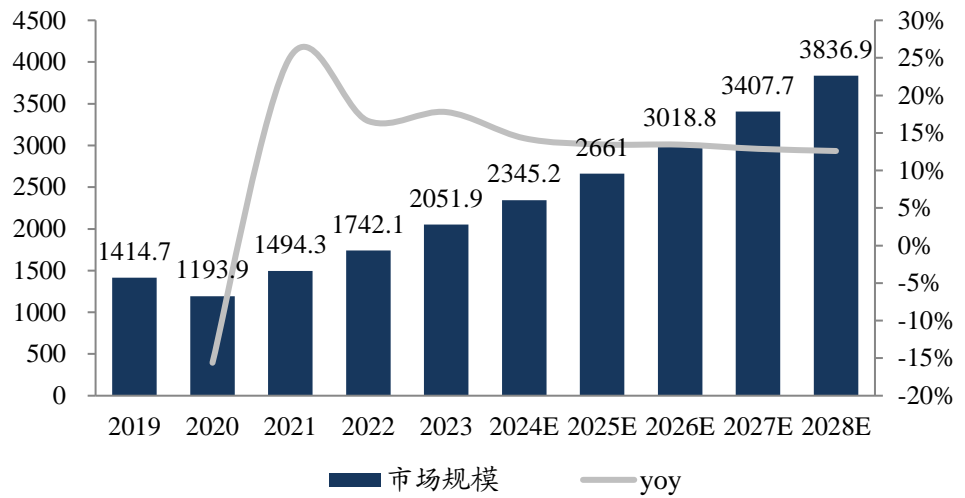
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2. 口腔行业蓬勃发展, 细分市场倍具潜力

2.1. 多因素推动口腔市场扩容

口腔医疗服务市场兼容医疗和消费概念, 伴随人全生命周期, 疾病和需求种类繁多, 从疾病的普遍性、市场需求和消费理念变化等方面看, 都是一个快速发展、具有潜力的市场。根据头豹研究院数据, 我国口腔行业市场规模由 2019 年 1415 亿元增长至 2023 年 2052 亿元, 复合增长率约为 9.7%。中国口腔医疗服务市场预计将于 2028 年增长至 3837 亿元, 2024-2028 年复合增长率约为 13%, 市场发展空间广阔。

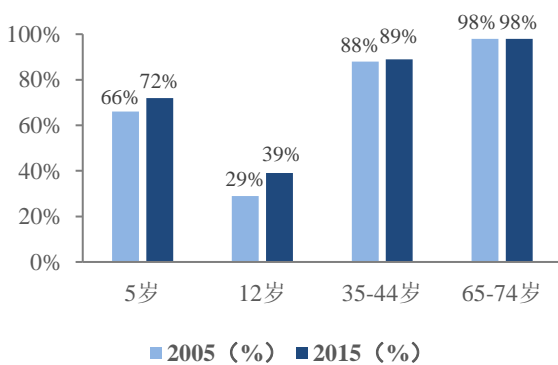
图18: 口腔医疗服务市场规模(亿元)及增速



数据来源: 头豹研究院, 美皓集团招股书, 瑞尔集团招股书, 东吴证券研究所

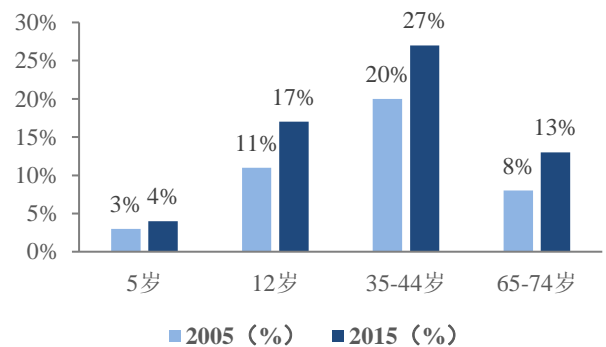
中国人口老龄化加快, 中老年牙周健康问题显著, 龋病患病率高、就诊率低, 基础治疗需求空间广阔。老龄化趋势将促进基础治疗如牙髓病、牙周炎、种植和义齿等服务需求进一步扩大。《第四次全国口腔健康流行病学调查报告》显示, 相较于2005年第三次调查结果, 2015年我国5岁及12岁儿童群体龋病患病率均呈明显上升趋势, 分别上涨了6%和10%, 3-5岁及35-74岁人群患龋率均超过50%, 但各年龄段修复率均不足30%, 龋病修复市场空间大。2015年各年龄组的龋补填充比较2005年均有所提升, 口腔预防态度呈积极态势, 患者治疗积极性推动口腔市场正向发展。

图19: 2005-2015年中国各年龄组龋病变化情况



数据来源: 《第四次全国口腔健康流行病学调查报告》, 东吴证券研究所

图20: 2005年-2015年中国各年龄组龋补填充比

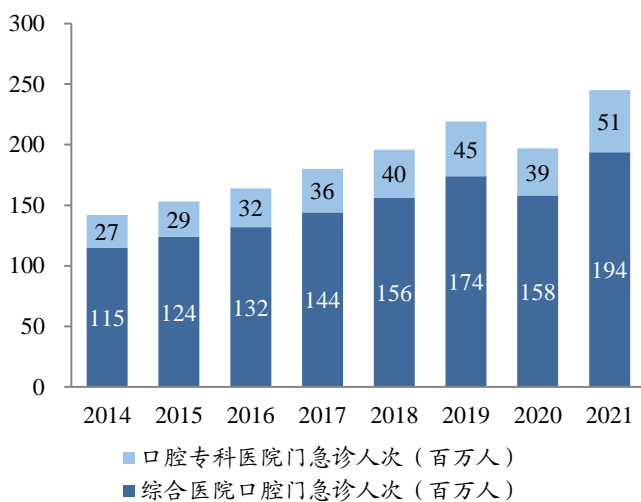


数据来源: 《第四次全国口腔健康流行病学调查报告》, 东吴证券研究所

口腔诊疗人次与日俱增, 人均可支配收入提升带动消费升级, 中高端口腔医疗服务仍有缺口。《中国卫生年鉴》显示, 我国综合医院口腔科及口腔专科医院门急诊人次从

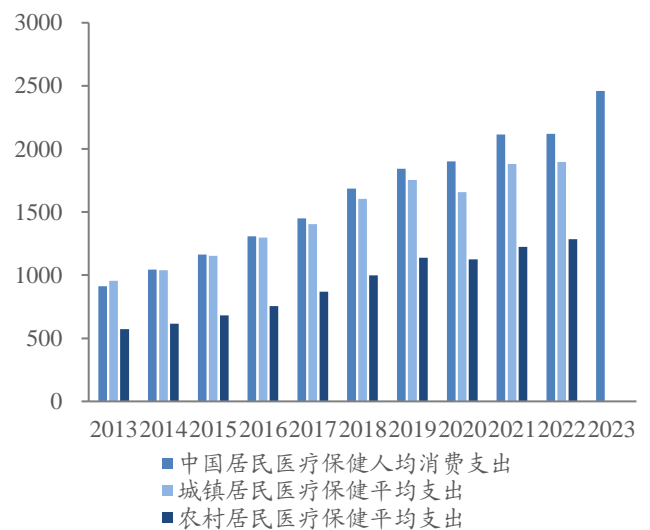
2014年至2019年持续增长，2020年受到疫情影响有所下滑，2021年重回增长态势，其中2021年口腔专科医院同比增长31%，2014-2021年复合增速8%；综合医院口腔门急诊人次2021年同比增长31%，2014-2021年复合增速10%。国家统计局数据显示，2013年至2023年中国居民医疗保健人均支出由912元上升至2460元，复合增长率为10.43%，为口腔医疗服务发展提供支撑。口腔行业兼具“刚需”和“消费升级”双重属性，随着就诊人数的增多和医疗支出的升高，消费者的基础需求稳定增长，消费性的服务需求也在持续扩大。

图21：2014年-2021年中国综合医院口腔科及口腔专科医院门急诊人次



数据来源：中国卫生统计年鉴，东吴证券研究所

图22：2013-2023年中国居民医疗保健人均支出(元/年)



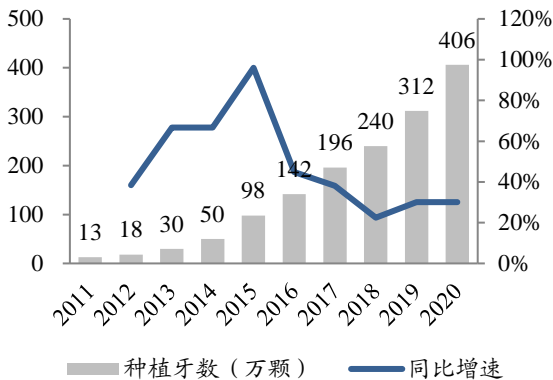
数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

2.2. 需求带动种植市场发展迅速，集采政策有望实现快速放量

2.2.1. 口腔种植市场增速快、渗透率低，有较大发展前景

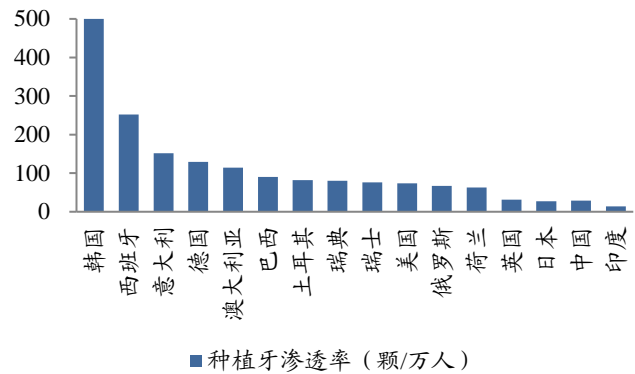
口腔种植已成为修复牙齿缺损或缺失的常规治疗方式之一，市场拥有增速快、渗透率低的特点，有较大发展前景。随着人口老龄化程度的不断加深以及人均消费水平的提高，我国种植牙需保持高速增长，由2011年13万颗增长至2020年406万颗，复合增长率达46.58%，2016年以来增长速率维持在30%左右。各国种植牙渗透率差异明显，2019年渗透率最高的韩国达到500颗/万人，韩国自2014年起出台政策，种植牙对于部分高端人群可纳入报销，大幅提升了渗透率。中国的种植牙渗透率为29颗/万人，远低于发达国家。根据《第四次全国口腔健康流行病学调查报告》，2015年我国35-44岁、55-64岁及65-74岁人群平均缺牙数分别为2.4颗、5.7颗及9.5颗，各年龄层种植牙率分别为0.2%、0.1%、0.3%。中老年各年龄段需求强劲，未来仍有较大提升空间。

图23: 2011年-2020年中国种植牙数量及其增速



数据来源:《2020年中国口腔医疗行业报告》, 东吴证券研究所

图24: 2019年部分国家种植牙渗透率



数据来源: Straumann 2019 年报, 东吴证券研究所

2.2.2. 种植牙政策助力行业渗透率提升, 看好“以价换量”空间

从种植牙耗材到服务费, 多项政策出台。2022年9月8日, 国家医保局发布了关于《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》的公告, 开展全面覆盖公立和民营医疗机构的口腔种植价格专项治理工作。政策旨在调控高价的种植牙费用, 规范种植牙收费项目。

➤ 服务价格方面, 价格调控合理, 高技术服务凸显价值。

(1) 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%。

(2) 政策进一步明确了允许放宽医疗服务价格整体调控目标的情形, 1) 允许经济发达、人力成本高的地区对服务费进行调控, 放宽幅度 20%; 2) 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, 放宽幅度 10%; 3) 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, 放宽幅度 10%; 同时涉及 3 种情形的, 可调控目标放宽额度=4500 × (20%+10%+10%)=1800 元, 因此可参考的服务定价区间在 4500-6300 元。

2023年3月16日, 浙江省医保局对口腔种植等医疗服务价格项目进行规范, 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, 包括含种植全过程的诊查费、生化检验、影像检查费、种植体植入费、牙冠置入费、扫描设计建模费、麻醉费、药品费用的总和。口腔种植服务费价格得到进一步细化和明确。

(3) 强化公立医院价格的公益性及“锚”的作用，并没有改变民营医疗机构自主定价的政策。

- **耗材方面，集采民营机构参与度高。**根据四川医保局官网，2023年4月下旬起，种植牙费用综合治理结果落地实施，口腔种植体产品均价降至900余元、降幅达到55%，单颗常规种植牙均价从15000元降至7000元左右。2023年5月，浙江省医保局公告了省级公立医疗机构口腔种植服务信息，同年10月，口腔种植体系统省际联盟集中带量采购拟中选结果公示。
- **集采政策落地后，此前持观望态度的患者陆续就诊，带来种植量的增长，种植牙渗透率有望进一步提升。**

图25: 种植牙耗材及医疗服务价格调整相关政策梳理

文件名称	颁布部门	颁布时间	主要内容/结果
《关于征求〈关于进一步明确医保历年账户支付种植牙项目的方案〉意见的通知》	宁波市医保局	2021/8/24	建立医保历年账户可支付的种植牙品牌目录，仅目录内产品可用医保支付；原则上国产品牌3000元（材料费1000+医疗服务费2000元），进口品牌3500元（材料费1500+医疗服务费2000元）
《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	2021/11/17	申报产品范围：主要涉及口腔种植体系统，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），不含义齿、口腔修复膜、骨粉等耗材
《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	2021/11/26	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；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
《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	2022/4/25	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。
《种植牙医保限价支付政策“五问五答”》	宁波市医保局	2022/4/29	限定 国产品牌3000元/颗，进口品牌3500元/颗 ；无论是使用医保历年账户支付还是现金支付，同城同价；不在品牌目录内的种植牙，医保历年账户不予支付；进入医保限支付的首批品牌（14）：创英、ZDI、1号种植体、沃兰、DIO、百康特、康盛、康德泰、SG等。
《蚌埠市关于开展种植牙项目试点工作的通知》	蚌埠市医保局	2022/8/1	共纳入创英、SG等9个植体品牌及26家区域内医疗机构，其中 三级医院医疗服务价格定在2200元，二级2000元，一级1800元，耗材费用最高1800元，最低950元/颗。
《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	2022/8/18	按照“横到边、竖到底、全覆盖”的原则全面开展调查登记工作，原则上各统筹地区参加本次集采的医疗机构数（含民营）占开展种植牙服务医疗机构的比例应达40%以上，或本区域报送需求总量占上年度实际使用总量的比例达50%以上。种植牙牙冠实行挂网采购，并“零差率”销售， 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。
《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）结果》	国家医保局	2022/9/2	约60%的反馈意见支持开展专项治理。约30%的反馈意见在表达支持的同时提出建设性意见。约10%的反馈意见表达了反对或保留态度
《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	2022/9/8	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 ；1) 允许经济发达、人力成本高的地区对服务费进行调控，放宽幅度20%；2) 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，放宽幅度10%；3) 口腔种植成功率高，公开服务质量信息的医疗机构，放宽幅度10%； 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计算 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； 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 ； 【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%； 【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； 【乙类中选规则】 A组入围但未选中甲类，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组产品入围但未选中甲类，申报价格不高于A组所有拟中选价格算数平均值 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%。
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	2022/12/23	
口腔种植体系统集中带量采购产生拟中选结果	四川省医保局	2023/1/12	从价格来看 ：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%； 从降价幅度来看 ：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√K*15%，大多数企业均根据入围规则进行合理报价 从中选企业来看 ：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%； 从医疗机构端来看 ：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%。
《关于印发口腔种植医疗服务价格调控操作要点（试行）的通知》	浙江省医保局	2023/03/16	设立种植体植入费（单颗）等15项口腔种植医疗服务价格项目；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 ，包含种植全过程的诊查费、生化检验、影像检查费、种植体植入费、牙冠置入费、扫描设计建模费、麻醉费、药品费用的总和。

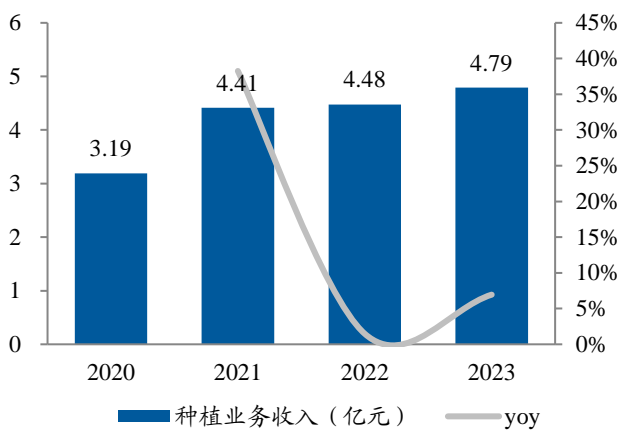
数据来源：政府官网，东吴证券研究所

2.2.3. 公司执行种植牙集采，量增效果显著

2023年4月，公司在全国率先落实种植牙集采政策。一方面，公司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；另一方面，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，提高患者服务质量。2023年，公司种植5.3万多颗，同比增长47%；种植牙收入4.79亿元（+6.95%），收入占比从2022年的17.4%提升至17.8%。

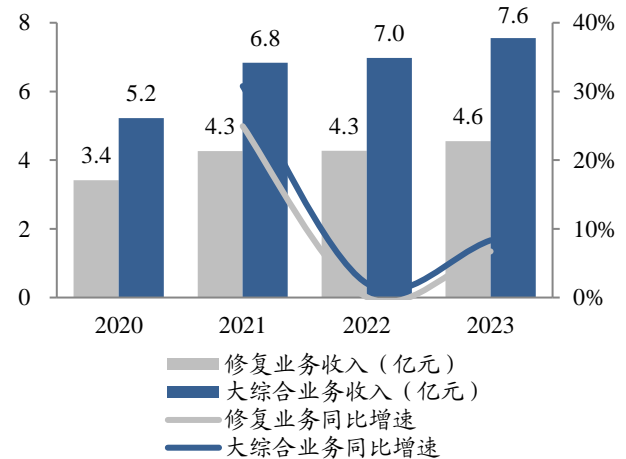
2023年，公司修复及大综合业务收入分别提升6.72%、8.34%，快于公司整体的业务增速，我们认为种植客流量的提升，未来有望带动修复、综合等其他科室的增长。

图26: 2020-2023年公司种植牙收入及其增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图27: 2020-2023年公司修复及综合业务收入及其增速

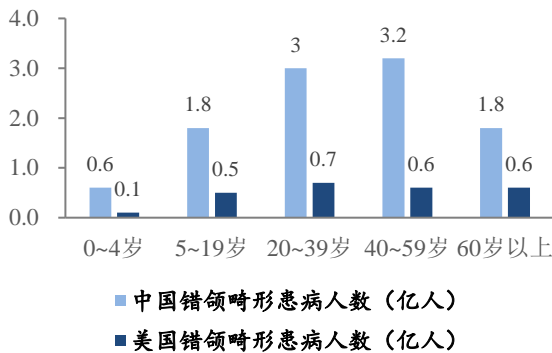


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.3. 正畸市场快速发展，双需求蕴含市场潜力

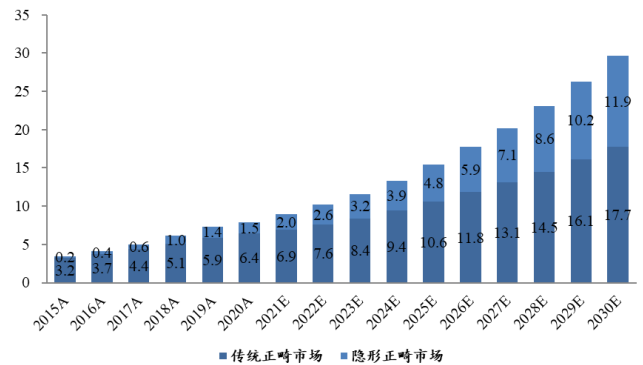
患者基数庞大，双需求蕴含市场潜力。《第四次全国口腔健康流行病学调查报告》显示，中国的错颌畸形的患病率达74%，对应潜在错颌畸形患病人数约10.4亿人；并且诊疗难度更大的II、III级错颌患病率在中国高达49%，远高于美国的23%。中国的主力正畸人群年龄范围集中在6-40岁，患病人数远超美国。错颌畸形是世界卫生组织总结的口腔三大疾病之一，不仅对颌面部发育、口腔健康及功能等产生病理影响，还可能影响患者的面部容貌和心理信心，功能性需求和美容需求叠加推动正畸市场扩容。

图28: 2020 年中美各年龄组错颌畸形患者数量 (亿人) 对比



数据来源: 世界卫生组织, 东吴证券研究所

图29: 2015 年-2030E 的中国正畸市场规模 (十亿美元)



数据来源: 灼识咨询, 东吴证券研究所

传统正畸保持平稳增长态势, 隐形矫正较美国等市场仍有差距。根据灼识咨询数据, 全球正畸市场由 2015 年的 399 亿美元增长至 2020 年的 594 亿美元, 主要系中国、美国、欧洲国家及其他亚太地区的快速增长。中国正畸市场稳定增长, 主要由于人们对口腔健康、美学的追求及可支付水平的提升。2019 年中国隐形矫治市场成为世界第二大市场, 但中国隐形矫正渗透率仍较低。医生供给方面, 2020 年, 美国每 10 万人中有 47.8 名全科牙医及 3.3 名正畸医生, 而中国每 10 万人中仅有 19.5 名全科牙医及 0.4 名正畸医生。中国的正畸医生具有较大的增长潜力, 从供给端的角度来看中国正畸服务仍存在较大成长空间。

图30: 传统正畸&隐形矫治器对比

	金属牙套	舌侧矫正器	陶瓷牙套	隐形矫治器
适应症	轻度-严重错颌畸形	轻-中度错颌畸形	轻-中度错颌畸形	轻-中度错颌畸形
美观度	牙套可见, 金属牙套和丝固定在牙齿表面	牙套置于牙齿舌侧, 部分隐形	牙套半透明, 不明显	透明难以看见, 通常成对戴在上下牙弓
卫生状况	难以保证口腔卫生且感染牙龈炎等并发症	增加龋齿可能性	为食物残渣和细菌提供隐藏繁殖空间	可拆卸、易清洗
舒适度	强烈存在感、摩擦牙龈和嘴唇	舌头受到一定程度的损伤	弓丝和牙套摩擦嘴唇里的伤疤	不会造成不适感
治疗周期	1.5-2 年	1.5-2 年	1.5-2 年	0.8-2 年
后续就诊频率	每隔 4-6 周	每隔 3-5 周	每隔 4-6 周	每隔 8-12 周
每次就诊所花时间	约 45min	约 60min	约 45min	约 15min
零售价	5000-30000 元	35000-60000 元	20000-35000 元	15000-60000 元
对正畸医生/全科牙医的专业要求	高要求: 研究生水平的专业正畸培训	极高要求: 学习放置和调整牙内牙套的额外培训	高要求: 研究生水平的专业正畸培训	相对较低的要求: 隐形矫治疗法的特定培训; 隐形矫治解决方案提供商; 医学服务团队的额外支持

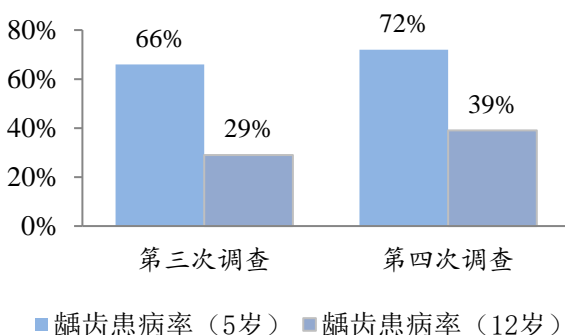
数据来源：中华口腔正畸学杂志，上海第九人民医院，灼识咨询，东吴证券研究所

正畸项目医疗服务价值高，耗材集采预计对下游服务价格的影响较小。2022年12月19日，陕西牵头的16省联盟正畸材料集采结果出炉，最终32家企业的572个产品拟中选，拟中选产品平均降幅43.23%，整体降价符合预期。从集采结果来看，整体国产报量显著大于进口，有利于优化竞争格局，加速国产替代；对于隐形矫治厂商来说，有望借助集采加速下沉市场布局。从医疗服务端来看，正畸项目对医生技术的依赖程度高，患者之间存在个性化治疗，且治疗周期较长，需反复复诊，服务价值较强，我们认为从行业正向发展及医生积极性来看，正畸医疗服务价格调整空间不大。

2.4. 儿童口腔诊疗意识提升，专业化儿科口腔服务发展机会大

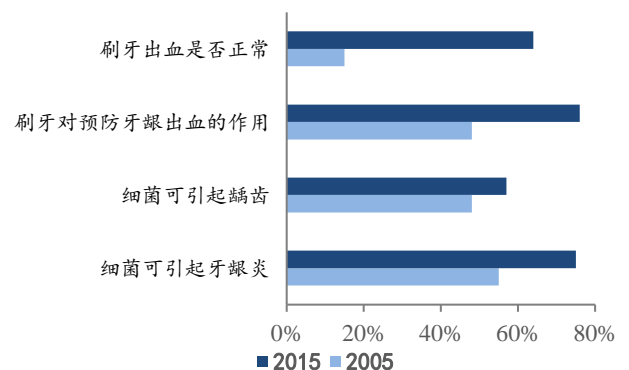
儿牙市场处于发展初期阶段，看好长期发展。对比竞争格局清晰的成人口腔赛道，儿牙行业市场仍较为散乱，专业儿童口腔机构体量不大，多家成人口腔赛道企业主动布局儿童口腔行业。**儿童口腔问题发病率高，且儿童口腔健康意识提升。**由于适龄儿童基数大、患病率高，父母对儿童口腔健康问题意识的提升及技术的发展，儿童口腔护理市场已经具备发展基本条件。2021年我国0-14岁人口数量达到2.5亿人，占全国总人口数量的17.95%；而我国儿童的牙齿及面部颌骨发育异常的发病率已高达70%以上。家长作为儿牙的主要市场教育对象，年轻一代具有科学化的儿童口腔健康意识，为孩子投入关注和资源的意愿也更强。随着患者教育的推进，2015年中国12岁人群对于口腔健康各方面知识知晓率相比2005年有所提升。

图31：中国适龄儿童错颌畸形发病率



数据来源：《第四次全国口腔健康流行病学调查报告》，东吴证券研究所

图32：2005-2015年中国12岁人群口腔健康知识知晓率



数据来源：《第四次全国口腔健康流行病学调查报告》，艾瑞咨询，东吴证券研究所

牙医和机构资源短缺为较大发展瓶颈。儿童早期预防和矫治是未来整个儿童口腔的

大趋势，适应儿童牙齿的生长发育规律并科学实施儿牙矫治需要大量数据积累和专业医生储备。我国专业的儿童口腔医生非常少，远不足以满足日益增长的儿童口腔医疗服务需求。专业的儿童口腔机构还存在区域发展不均衡、市场渗透率的问题，相较于成人口腔市场，儿童口腔市场竞争不够充分，市场仍有增量机会。

3. “总院+分院”联动，获医能力突出，口腔市场做深做广

3.1. “总院+分院”联动成长，省内市场不断做深

公司自建“总院+分院”医院模式，实现品牌技术和市场份额同时攻破，打造特色品牌壁垒。公司已形成“一家总院带几家分院”格局，总院为公司提供成熟的技术、经验和医生支持，打造总院品牌效应和患者基础，可降低获客成本的投入，提高盈利能力。分院负责推广品牌影响力，加速市场扩张效率。

图33: 省内“总院+分院”格局



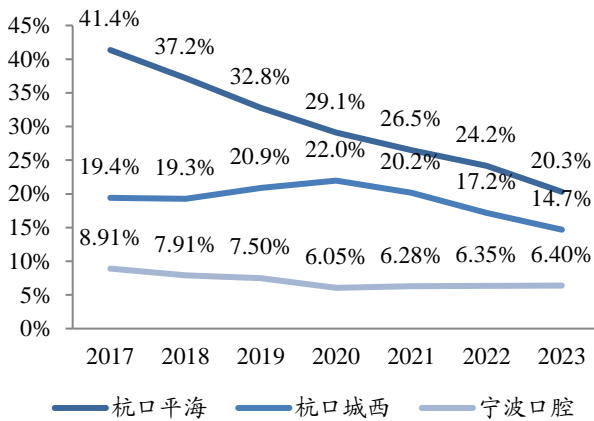
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：淡蓝色为区域分院；灰色为蒲公英分院；图中仅列示部分分院，不代表全部分院。

3.1.1. 三大总院夯实业绩基础，力争单牙椅产出最大化

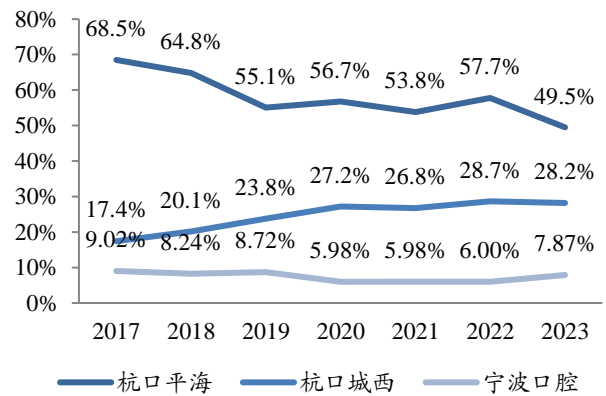
公司拥有杭州口腔医院平海院区、杭州口腔医院城西院区以及宁波口腔医院三家总院，随着分院的陆续拓展，三家总院占公司营收比重有所下降，分院仍在成长阶段，总院因成熟的运营模式，占公司净利润比重始终居于高位，2017-2023年期间，贡献公司超85%的净利润。

图34: 三家总院占公司总营收比重



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图35: 三家总院占公司总净利润比重



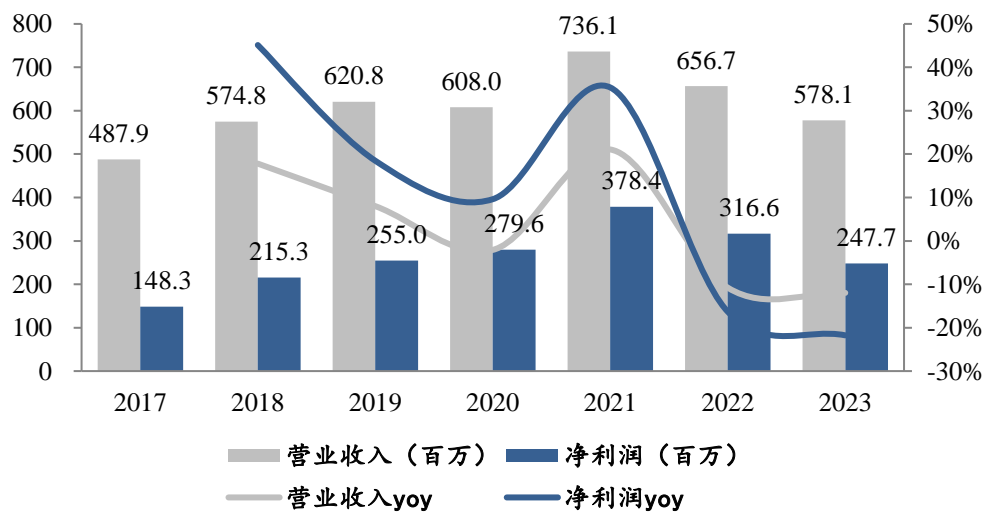
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

注: 总院净利润包含投资收益

杭口医院平海院区于 1952 年建立, 是公司成立时间最早、单体面积最大、营收最高的医院, 开启了集团口腔医疗服务的时代。杭口总院是目前浙江省内规模最大的口腔专科医院, 拥有着不可撼动的民众口碑和城市地位, 也是公司人才的培养基地, 为区域分院输送了大量的优质资深医生, 为后期各区域集团提供了快速发展的基础。

2017-2021 年期间杭口总院营业收入与净利润均稳步增长, 2022 年-2023 年营业收入和净利润有所下滑, 主要系 1) 总院医生支持下属分院; 2) 疫情及种植牙政策影响。总院支持下属分院短期看虽对总院的医生资源和患者进行了分流; 但从公司整体层面来看, 总院医生坐诊分院有助于分院快速吸引患者, 更早实现分院盈利; 同时总院凭借其强大的品牌口碑, 患者量仍会逐步恢复增长。

图36: 杭口平海院区营收及净利润情况



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所 注: 净利润口径包含旗下分院分红

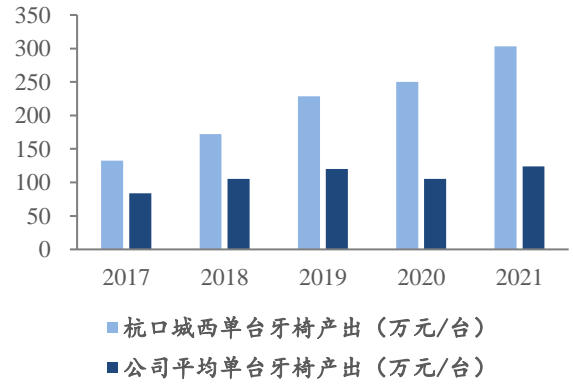
杭口城西院区于 2007 年开业，是公司单张牙椅产出最高、单体营收规模排名第二的医院。2017-2021 年期间，城西院区营业收入与净利润快速提升，收入端年复合增长 25%，利润端年复合增长达 49%。2022 年医院受到疫情以及医生分流的影响，营业收入和利润有所下滑。2023 年下滑幅度有所收窄。

图37: 杭口城西院区营业收入及净利润情况



数据来源: wind, 公司公告, 东吴证券研究所
注: 净利润口径包含旗下分院分红

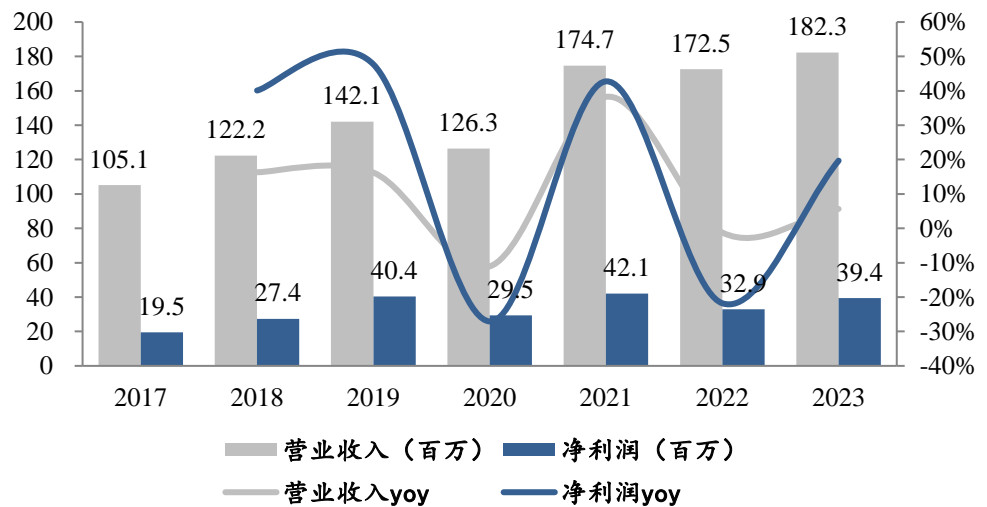
图38: 杭口城西与公司平均单台牙椅产出对比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

宁波口腔医院是公司于 2007 年收购，2020 年投入新院区，期间公司加大投入，计划将宁波口腔医院建设成具有业内学术地位的医院。截至 2023 年底，综合治疗椅位超 185 张。同时，宁口医院也是全国第一个配置核磁共振的口腔专科医院。为提高其学术影响力，公司试点进行“西采东用”，引入西安口腔专家至宁波口腔医院兼职院长、副院长，积极开展技术指导、学术交流、项目合作等活动，进一步提升口腔诊疗技术水平，将学科建设不断推上新台阶。

图39: 宁波口腔医院营业收入及净利润情况



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所 注: 净利润口径包含旗下分院分红

3.1.2. 模式逐渐成熟，分院盈利周期逐步缩短

区域分院逐步进入收获期。2013年起，公司陆续进行省内扩张，区域分院规模逐步扩大，且净利率逐步提升至20%以上水平。其中，诸暨口腔医院表现亮眼，2021年起单体医院收入超过1亿元，2023年实现营收1.23亿元，同比增长4%，净利率24%，成为区域分院收入规模最大的单体医院。2023年，衢州口腔医院表现突出，营收超4000万元，同比增长17%，净利率水平大幅提升。

图40: 2018-2023年各区域分院营业收入(万元)

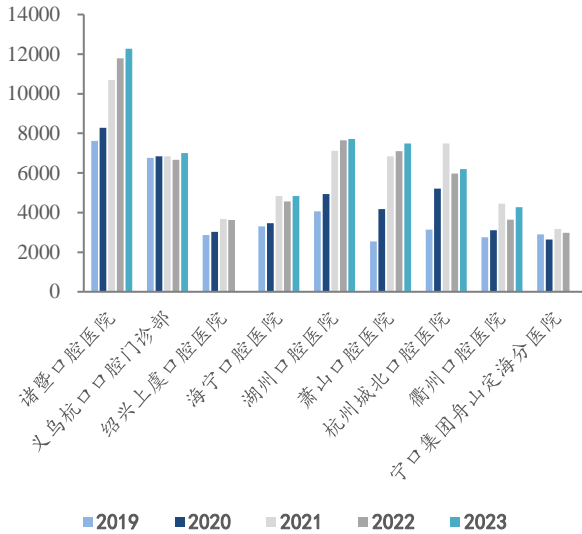
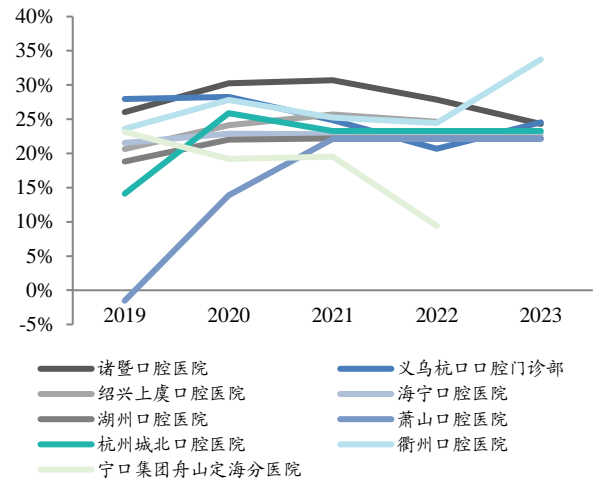


图41: 2019-2023年各区域分院净利率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

随着总院医护人员经验的日渐丰富和品牌口碑的日渐强大,分院选址、设计、装修、人员培训以及运营效率也随之快速提升。省内已实现盈利的分院盈利周期由最初的3-4年缩短至1-2年,盈利周期逐步缩短。

表2: 公司分院盈利周期情况

	成立年份	实现盈利年份	盈利时长
衢州口腔医院	2007	2011	4年
诸暨口腔	2013	2014	1年
杭口海宁	2014	2017	3年
舟山通策	2014	2015	1年
绍兴越城	2015	2018	3年
杭州湖州	2015	2017	2年
绍兴上虞	2015	2016	1年
萧山口腔	2015	2020	5年
杭州庆春	2016	2018	2年
宁波北仑	2016	2018	2年

杭口城北	2016	2018	2 年
义乌新杭口	2018	2018	1 年
杭州和睦	2019	2019	1 年

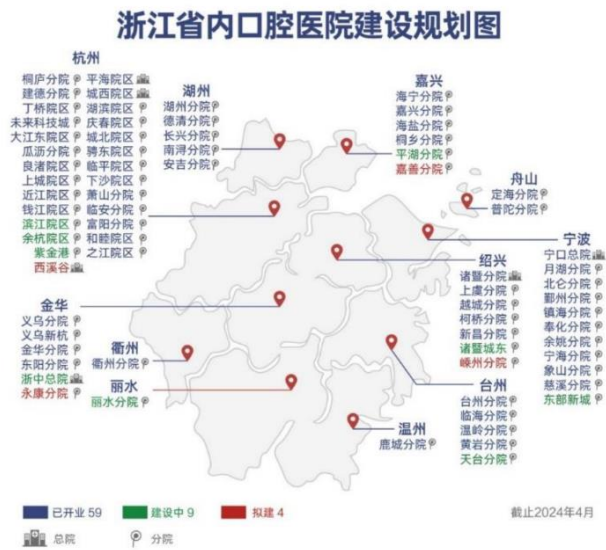
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

3.1.3. “蒲公英计划”由点到面，加速省内市场下沉

公司于 2018 年 12 月确立启动“蒲公英计划”，旨在凝聚多方医疗人才，实现机构和医生双下沉至浙江全省基层县。相较于开设大型总院/区域分院，蒲公英医院拥有投入相对小、培育期快、见效快等优势，同时也能快速覆盖浙江省基层地区，有望在“总院+分院”模式下迅速成长。每家蒲公英分院规模在 30-50 张牙椅，单院投资额在 1500-2000 万元。蒲公英分院采取医生合伙人模式，公司持股、总院杭口医生集团持股、蒲公英当地医生团队持股相结合。通过这种模式：1) 确保总院医生能为分院管理和医疗赋能，提高运营效率；2) 建院初期通过当地资深医生快速吸引客流，缩短新院爬坡期。

截至 2024 年 Q1，公司在浙江省内口腔医疗机构已布局 59 家，其中蒲公英分院累计开业 41 家。2022 年，蒲公英分院贡献 4.04 亿收入，同比增长 96.52%。2023 年蒲公英医院营收 5.9 亿元，同比增长 46%，增长态势良好。截至 2024 年 Q1，已开业蒲公英分院中约一半已经实现盈利。短期来看，蒲公英医院的投入确实对利润端有所拖累，2022 年新增蒲公英分院净利率仅 1.15%，部分蒲公英医院仍在亏损，生产力尚未充分释放；长期来看，蒲公英分院提前储备的人力资源以及牙椅资源为后续承接浙江省内牙科患者提供保障，我们认为成熟蒲公英医院的净利率有望达 25%。

图42：浙江省内口腔医院建设规划图



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

我们对蒲公英分院的营业收入及利润测算如下，2023 年，蒲公英分院贡献 5.9 亿元收入，2030 年有望贡献 15 亿元收入。具体假设如下：

(1) 假设蒲公英分院平均开店时间是年中，2024 年预计新开分院的数目为 8 家，此后扩张计划放缓，利润恢复增长；

(2) 新开分院牙椅数假设平均为 30 张；

(3) 新店培育周期为 5 年，综合考虑单牙椅产出及牙椅利用率的爬坡，假设 0.5/1/2/3/4/5 年店龄的分院对应的单牙椅产出分别为 30/40/53/64/77/88 万元；超过五年的门店每年单店产出提升 5%；

(4) 分院净利率逐步提升，成熟门店净利率稳定在 25%。

表3：蒲公英分院营收及利润测算

	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
新增分院数目		5	8	0	0	0	0	0	0
蒲公英分院总院数	36	41	49	49	49	49	49	49	49
总收入（百万元）	404	589	795	990	1142	1267	1365	1451	1524
yoy		45%	35%	25%	15%	11%	8%	6%	5%
牙椅数		1230	1470	1470	1470	1470	1470	1470	1470
单牙椅产出（万元/年）		47.91	54.06	67.37	77.72	86.22	92.83	98.73	103.67
净利率		9.00%	10.00%	13.00%	16.00%	18.00%	20.00%	22.50%	25.00%
净利润（百万元）		53.03	79.46	128.74	182.79	228.14	272.93	326.55	380.97

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：净利润按 100% 股权计算，未考虑对总院的分红

3.2. 省外扩张：“存济基金”+“三叶儿童口腔”做广省外市场，进一步探索优质标的并购与加盟

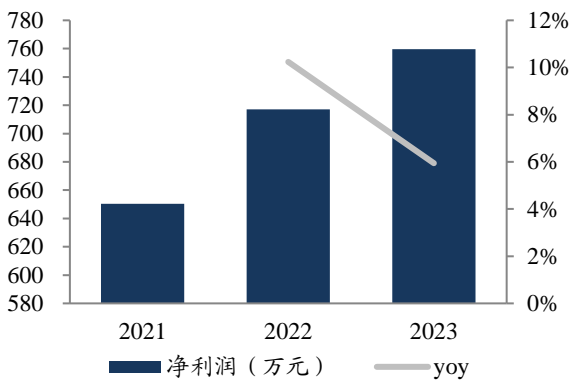
公司 2020 年完成对于海骏科技下属三叶口腔诊所的收购，打开高端儿科口腔新市场。三叶儿童医疗借鉴了美式儿童口腔会员制的模式，为家庭提供全方位的高品质、深度定制、高附加值的口腔健康服务，主要服务项目包括涂氟、洗牙、定期检查等。自收购以来，上海三叶儿童口腔医院利润稳步提升。截至 2021 年年底，三叶会员存有量超过 4 万名，儿童家庭门诊人次超过 20 万人次，同比上涨 43%。2023 年，上海三叶实现净利润 759.64 万元，较 22 年同期提升 5.9%。

通策医疗收购娄底口腔医院股权，进一步探索并购加盟模式。2023 年 12 月 11 日，通策医疗以 2259.6 万元的价格收购娄底口腔 42% 股权；同时通策医疗以 988.163 万元参与增资，合计持有娄底口腔 51% 股权。在收购交割过程中，考虑到通策医疗总部对娄底口腔医院全方位的支持和赋能，经协商以 1 元对价转让 5.28% 的股权作为对公司的补偿，最终浙江通策口腔医院投资管理有限公司合计持有标的公司 56.28% 的股权并完成收购。

娄底口腔医院承诺现有业务在 2024 年度、2025 年度、2026 年度实现的净利润分别不低于 400 万元、500 万元、600 万元，三年合计不低于 1500 万元，经营管理层院长人选及财务总监将由通策医疗委派。

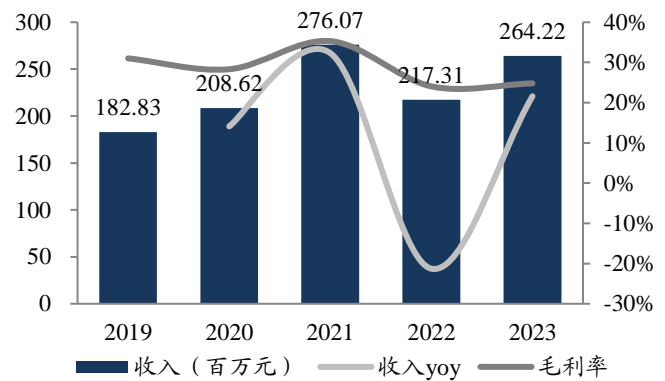
收购娄底口腔医院集团股权是通策医疗全国扩张策略的又一尝试，除省内自建以外，公司因地制宜，并购、加盟并举，并购加盟模式的首次落地，有利于完善区域市场布局，形成规模效应，进一步巩固和提升公司的竞争优势。

图43: 上海三叶儿童口腔医院净利润变化情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图44: 浙江省外公司营收情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.3. 获医能力突出，医生资源多维保障

公司已经建立了完善的人才引进、培养、激励体系，吸引人才政策效果显著。2017-2023 年期间，医生（含医助、洁牙师）和护士数量已经实现翻倍增长。其中，硕博士及以上学历人才、本科学历人才分别实现 9%、18% 的年复合增长。2022 年，公司逆势扩张，主要为新建的城西总院区、紫金港医院、滨江未来医院等大型口院以及新设蒲公英分院储备医护人才。口腔行业对医生依赖水平高，优质医生存在供给缺口，公司充足的医护团队储备将成为医生人才的蓄水池，为公司未来持续增长提供动能。

图45: 公司医护人员数量变化

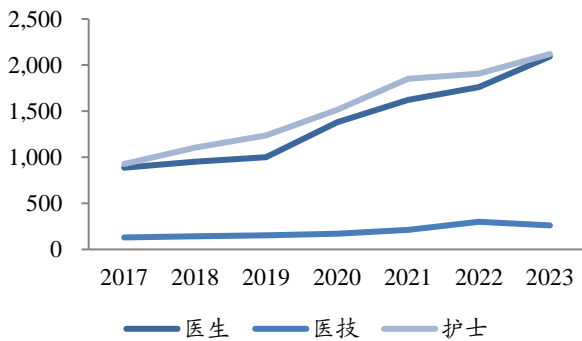
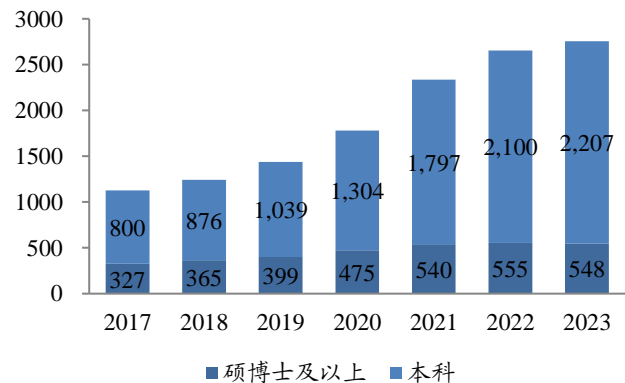


图46: 公司人员学历变化



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

核心医生参股激发医生的主观能动性。公司通过蒲公英计划并购成熟医院以及建设新院的方式，吸纳入当地核心医生和管理团队。公司开设了医生合伙人分级激励机制——“医生集团”模式，通过给予医生参股的机会，调动其工作积极性并保持高度的人才吸附力。

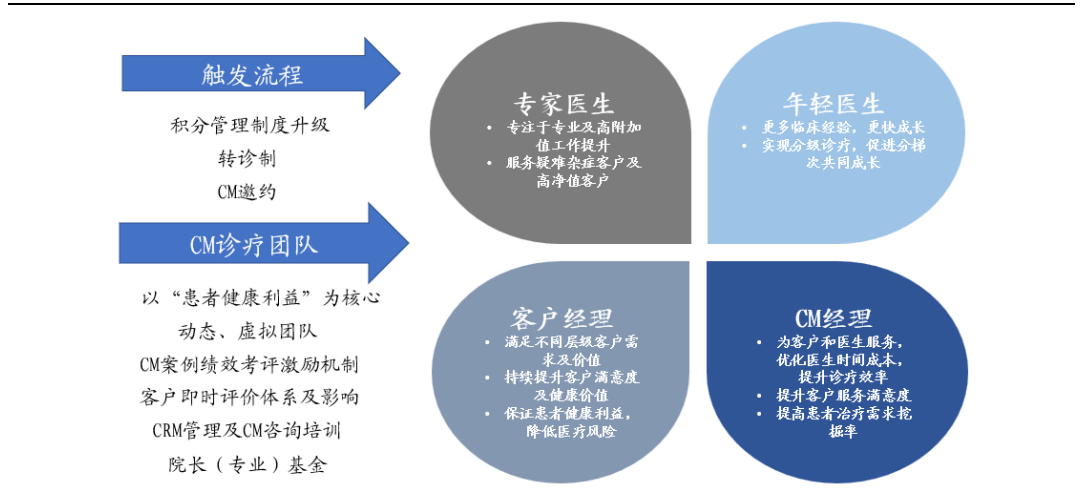
表4：部分已开业蒲公英分院医生持股情况（截至 2023 年底）

医院	公司持股	当地医生持股	总院医生持股
杭口临平门诊	51%	16%	33%
宁口奉化门诊	51%	9%	40%
宁口镇海门诊	54%	9%	37%
宁口舟山普陀	54%	15%	31%
杭口德清门诊	51%	15%	34%
杭口绍兴柯桥门诊	67%	9%	24%
宁波鄞州门诊	65%	35%	0%
宁口余姚门诊	60%	40%	0%
杭口建德门诊	60%	40%	0%
杭口富阳医院	51%	34%	15%
杭口台州门诊	51%	14%	35%
杭口嘉兴医院	60%	13.5%	26.5%
杭口和睦门诊	52%	48%	0%
杭口桐庐门诊	51%	9%	40%
杭口未来科技城门诊	60%	40%	0%

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

引入特色 Case Manager (CM) 团队接诊模式，解决医生资源缺乏的关键点，提高各级医生效率。根据患者动态需求组建对接 CM 团队，提供更专业更定制化的诊疗服务。横向来说，通过将医生资源进行重新组合，组成跨学科团队，为客户提供一站式治疗方案；纵向来说，区域总院专家对分院起到支持作用。医生团队内包括专家医生和年轻医生，专家医生负责专业及高附加值的诊疗，年轻医生则负责基础治疗。该模式大幅度提升了团队诊断的效率，也为年轻医生提供了临床实践机会，同时也减免了患者转诊的麻烦。公司在杭口城西实行 CM 模式，并取得更明显的效率提升，成为单张牙椅产出是集团内部最高的院区，公司也在其他院区推广。

图47: CM 团队接诊模式特点



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所整理

建立通策商学院与牙学院, 为院内人才提供高质量培养平台。通策商学院为公司培养具有综合管理能力的专业人才。通策牙学院集合了中华口腔医学会副会长等业内知名专家教授, 为集团内部医师提供标准化培训, 提高院内医护团队的整体质量水平。此外, 公司还与国内外高校合作, 同中国科学院大学合作共建中国科学院大学存济医学院, 与杭州医学院合作共建杭州医学院附属口腔医院, 通过产教融合多维度提高公司行业影响力。

全面推进“三三制”工作模式, 提高经营管理效率。2023 年公司全面推行“三三制”的工作模式, 在集团、区域总院和分院三个层级, 建立上下联动的各级运营三人组, 推进口腔医院精益化管理和运营。在此基础上, 公司进一步建立了营销三人组和 CM 三人组。其中, 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, 为客户提供有针对性的诊疗服务。公司继续建设区域口腔医院集团, 在平海、城西、宁波等口腔区域集团的基础上, 再建设湖南口腔区域集团和昆明口腔区域集团, 各区域集团内外部协同, 形成合力, 推动医院发展。

4. 盈利预测与投资评级

4.1. 关键假设

- (1) 种植业务: 种植牙集采政策自 2023 年 Q2 开始落地实施, 我们预计 2024 年价格较 2023 年全年平均价格仍有所下滑, 此后保持相对稳定水平, 随着种植牙渗透率的提升, 我们预计种植量稳步提升, 综合考虑量价情况, 预计 2024-2026 年种植牙收入增速为 15%/20%/18%;

- (2) 正畸业务&儿牙业务: 考虑到业务的消费属性, 受宏观经济环境影响较大。我们预计 2024-2026 年, 正畸业务收入增速为 10%/15%/15%; 儿牙业务收入增速为 7%/15%/15%;
- (3) 修复和综合: 修复和综合业务刚需性强, 且种植等业务增加也会带动相关业务增加, 我们预计 2024-2026 年, 修复业务收入增速为 12%/16%/16%; 综合业务收入增速为 20%/22%/20%。

综上, 我们预计 2024-2026 年公司收入为 32.41/38.33/45.15 亿元, 对应增速分别为 13.87%/18.26%/17.78%。随着公司业务规模不断扩张, 预计毛利率能够逐步回升。

表5: 收入拆分 (百万元) 及预测

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
总收入	2,718.61	2,846.51	3,241.44	3,833.35	4,515.06
YoY	-2.23%	4.70%	13.87%	18.26%	17.78%
毛利率	40.81%	38.54%	39.84%	40.71%	41.58%
医疗服务	2,572.60	2,688.47	3,052.43	3,606.49	4,241.83
YoY	-2.27%	4.29%	13.54%	18.15%	17.62%
毛利率	41.31%	39.34%	39.84%	40.84%	41.84%
种植	447.74	478.86	552.17	662.60	795.12
YoY	2%	7%	15%	20%	18%
正畸	515.06	498.91	548.80	631.12	725.79
YoY	-4%	-3%	10%	15%	15%
儿科	485.42	499.48	534.44	614.61	706.80
YoY	-8%	3%	7%	15%	15%
修复	426.83	455.51	510.17	591.80	686.49
YoY	0%	7%	12%	16%	16%
综合	697.56	755.71	906.85	1106.36	1327.63
YoY	2%	8%	20%	22%	20%
产品销售	116.47	101.08	126.35	157.94	197.42
YoY	-7%	-13%	25%	25%	25%
其他业务	29.55	56.96	62.66	68.92	75.81
YoY	93%	10%	10%	10%	15.00%

数据来源: wind, 东吴证券研究所

4.2. 估值及评级

瑞尔集团为民营医疗口腔医疗服务的上市公司之一, 业务和通策医疗相同; 爱尔眼

科和通策医疗分别为民营眼科、口腔医疗服务的龙头，故选其作为可比公司，2024-2026年可比公司 PE 均值为 49/29/24X。

我们预计通策医疗 2024-2026 年归母净利润分别为 6.05/7.54/9.37 亿元，2024-2026 年 P/E 估值分别为 32X、25X、21X，2024-2026 年估值水平低于可比公司均值。随着集采影响逐步消化，公司业绩有望于 2024 年下半年提速。维持“买入”评级。

表6：可比公司估值（收盘日期为 2024 年 5 月 30 日）

公司	代码	市值 (亿元)	归母净利润（亿元）				P/E（倍）			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
爱尔眼科	300015.SZ	1127.64	33.59	40.47	50.45	61.75	33.57	27.86	22.35	18.26
瑞尔集团	6639.HK	32.02	(2.20)	0.46	0.91	1.11	-	69.61	35.19	28.85
平均		579.83	15.69	20.47	25.68	31.43	33.57	48.74	28.77	23.56
通策医疗	600763.SH	192.03	5.00	6.05	7.54	9.37	38.37	31.75	25.48	20.50

数据来源：通策医疗、爱尔眼科数据为东吴证券研究所预测，瑞尔集团来自 wind 一致预期。

注：1）瑞尔集团数据对应 2024-2026 财年；瑞尔集团的财年时间截至次年 3 月 31 日，与爱尔眼科、通策医疗财年时间不一致。2）全文如无特殊注明，相关数据的货币单位均为人民币，汇率为 1 港元=1.098 元

5. 风险提示

- (1) **种植牙放量不及预期风险**：种植牙目前渗透率低、市场空间大，集采后放量明显，但后续放量速度仍具有一定的不确定性；
- (2) **医院扩张或整合不及预期的风险**：分院扩张节奏以及省外投资并购、整合节奏具有一定的不确定性；
- (3) **核心医生流失风险**：口腔医疗服务业务对医生具有较强的依赖性，核心医生的流动可能会对业务产生一定影响；
- (4) **行业竞争加剧风险**：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。公司对于低价市场的战略仍处于探索深入阶段，在该领域的增长存在一定的不确定性；
- (5) **医院盈利提升不及预期**：分院及总院的净利率仍有提升空间，但宏观经济环境及政策均有可能影响医院盈利能力情况；
- (6) **突发医疗事故风险等**：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。

通策医疗三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	969	1,534	2,316	3,281	营业总收入	2,847	3,241	3,833	4,515
货币资金及交易性金融资产	594	1,122	1,863	2,769	营业成本(含金融类)	1,750	1,950	2,273	2,638
经营性应收款项	150	171	202	237	税金及附加	7	8	9	11
存货	25	28	29	34	销售费用	29	33	39	46
合同资产	0	0	0	0	管理费用	309	352	416	490
其他流动资产	200	214	222	241	研发费用	56	63	75	88
非流动资产	5,037	5,227	5,460	5,632	财务费用	50	58	58	54
长期股权投资	767	1,023	1,279	1,535	加:其他收益	9	10	12	14
固定资产及使用权资产	1,902	1,905	1,886	1,835	投资净收益	60	32	46	68
在建工程	839	695	636	549	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	14	19	24	29	减值损失	(4)	0	0	0
商誉	50	50	50	50	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	377	423	449	476	营业利润	712	820	1,022	1,269
其他非流动资产	1,086	1,111	1,135	1,159	营业外净收支	(3)	0	0	0
资产总计	6,006	6,761	7,775	8,913	利润总额	709	820	1,021	1,269
流动负债	645	697	778	871	减:所得税	130	148	184	228
短期借款及一年内到期的非流动负债	220	220	220	220	净利润	578	672	837	1,041
经营性应付款项	183	205	239	277	减:少数股东损益	78	67	84	104
合同负债	20	22	26	30	归属母公司净利润	500	605	754	937
其他流动负债	222	250	294	345	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.56	1.89	2.35	2.92
非流动负债	1,239	1,270	1,365	1,369	EBIT	701	835	1,021	1,241
长期借款	189	229	309	309	EBITDA	946	1,121	1,319	1,549
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	38.53	39.84	40.71	41.58
租赁负债	1,005	997	1,012	1,016	归母净利率(%)	17.58	18.66	19.66	20.74
其他非流动负债	45	45	45	45	收入增长率(%)	4.70	13.87	18.26	17.78
负债合计	1,883	1,967	2,143	2,240	归母净利润增长率(%)	(8.72)	20.85	24.62	24.26
归属母公司股东权益	3,805	4,410	5,164	6,100					
少数股东权益	317	385	468	573					
所有者权益合计	4,123	4,795	5,632	6,673					
负债和股东权益	6,006	6,761	7,775	8,913					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	840	1,004	1,199	1,388	每股净资产(元)	11.87	13.75	16.10	19.03
投资活动现金流	(884)	(443)	(485)	(413)	最新发行在外股份(百万股)	321	321	321	321
筹资活动现金流	9	(33)	26	(68)	ROIC(%)	11.10	11.63	12.49	13.23
现金净增加额	(35)	528	741	907	ROE-摊薄(%)	13.15	13.72	14.60	15.35
折旧和摊销	245	285	297	308	资产负债率(%)	31.36	29.09	27.56	25.14
资本开支	(505)	(150)	(224)	(174)	P/E(现价&最新股本摊薄)	38.37	31.75	25.48	20.50
营运资本变动	29	15	41	34	P/B(现价)	5.05	4.35	3.72	3.15

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>