

评级变动报告

通策医疗 600763. SH



鉴于近期国内口腔科消费需求的改变，我们调整了通策医疗未来三年及远期的营收与利润率预期，导致公司DDM估值及动态估值小幅波动，核心原因如下：

行业需求短期下滑：在宏观经济预期与居民可支配收入变化的背景下，口腔科/齿科作为典型的可选消费受冲击明显。成人正畸、高端全瓷修复等非紧急项目的决策周期拉长，患者更倾向于选择低价替代方案或直接放弃，行业需求短期下滑。

公立体系扩张与供给过剩：受DRG/DIP医保支付改革影响，公立医院大临床科室营收承压，开始高度重视口腔科这一优质创收科室。公立口腔专科及综合医院口腔科门诊量暴增，一定程度上虹吸了民营机构的客源，造成一定短期影响。

公司作为国内最大的民营口腔连锁之一，在国内口腔行业依然具备综合服务优势。经过综合评估，公司评级根据实际情况在合理区间内调整，公司远期发展的核心逻辑保持不变。

公司基本信息



公司是浙江省民营口腔医疗服务龙头，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。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。

公司深度评级

所属行业	医疗健康	成长空间	★★★★☆	DDM估值：价值 173.68亿(较上期-23.26%)
当前股价	34.8元	盈利趋势	★★★★☆	状态 合理估值(上行空间+12%)
总市值	155.66亿	产业格局	★★★★☆	
PE-TTM	30.83	护城河	★★★★☆	动态估值：价值 173.40亿(较上期-13.55%)
PB-MRQ	3.52			状态 合理估值(上行空间+11%)

公司盈利预测

通策医疗	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	28.2	28.7	29.1	33.0	37.2	42.0	47.5	52.8
归母净利润(亿)	5.0	5.1	5.1	5.9	6.6	7.4	8.2	9.0
归母净利润增速(%)	-7.6	2.0	-0.4	16.6	11.2	11.8	11.4	9.3
经营性净利润(亿)	5.3	5.4	5.6	6.6	7.3	8.2	9.1	9.9
经营性净利润增速(%)	-9.1	2.1	2.7	17.5	11.2	11.8	11.4	9.3
经营性归母净利润(亿)	4.6	4.8	4.8	5.9	6.6	7.4	8.2	9.0
经营性归母净利润增速(%)	-11.7	3.4	-0.0	24.0	11.2	11.8	11.4	9.3

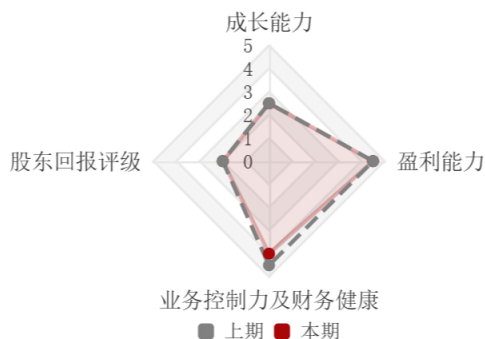
资料来源：壹评级

请务必阅读末页免责声明及评级说明

量化评级变动分析

经营绩效评级

经营绩效变动趋势图



数据来源：壹评级整理

本期数据截取时间：2026-03-31

业务控制力及财务健康下降0.5星级：上期星级4.5星，本期星级4.0星。

本期公司占款能力下滑，业务控制力小幅下调0.5星至4星。

估值评级

DDM估值下降-23.26%：上期 226.33亿，本期 173.68亿。动态估值下降-13.55%：上期 200.57亿，本期 173.40亿。

本期通策医疗的DDM估值下调了23.26%，主要系对公司近中期的细分业务营收调整所致。长期视角下，公司核心业绩预期未发生明显改变。

我们对公司2026-2028年收入及归母净利润进行了合理下调，主要基于对公司口腔业务的业绩表现进行了重新评估。

1. 未来三年营业收入下调

我们对公司未来三年营业收入及净利率的预测进行下调，主要是我们对公司口腔业务的营收预测进行重估。

口腔业务市场：经过评估，我们对公司国内医疗设备业务的营收平均下调了23%左右，主要是因为随着下游消费需求的减少，公司以种植、儿牙科为代表的业务细分的总体市场规模下滑。另一方面，公司市场相对地位稳固，市占率相对稳定。

2. 未来三年归母净利润预测同比例下调

我们对公司未来三年的归母净利润预测同比例下调，主要是因为我们在下调公司营收的基础上对公司未来三年期间费用率维持相对稳定假设。

长期视角下各业务营收：

通策医疗的业务主要包含口腔科的种植、正畸、儿科、修复等细分。长期视角下，公司各业务的表现随着国内细分市场规模的变化而变化。

种植牙业务：经过评估，我们对公司种植牙业务的中期市场规模下调了约16%，主要是因为当前种植牙市场的行业价格战日益激烈，种植牙集采落地带来的价格降幅接近50%，市场预期进一步收缩。

正畸业务：经过评估，我们对公司正畸业务的中期市场规模下调了约8%，主要是因为口腔正畸的价格战持续，对于行业市场空间的影响略强于此此前预期。

儿牙业务：经过评估，我们对公司儿牙业务的中期市场规模下调了约27%，主要是因为我们调整了基于出生率等因素的儿牙科未来市场预期。

修复业务：经过评估，我们对公司修复业务的中期市场规模下调了约7%，主要是因为修复业务的价格战持续，对于行业市场空间的影响略强于此此前预期。

盈利预测

核心假设及逻辑

公司医疗服务业务涵盖种植、正畸、儿牙、修复和大综合业务，未来按照各业务实际情况分别预测，核心假设及逻辑如下：

对于种植牙业务：

收入假设：

- 1) 未来市场规模增长：随着老龄化的日益加剧，与人们口腔健康意识的逐步提高，种植修复率将会在各年龄层人群中显著提升，至稳态有望翻倍。因此，种植牙业务预期未来稳态市场规模有望达到2080亿元。
- 2) 稳态市占率提升空间较大：公司业务区域性明显，市占率有望从目前的约1.26%提升至稳态的3%。

对于正畸业务：

收入假设：

- 1) 未来市场规模增长：国内正畸市场的治疗渗透率显著低于以韩国和美国为代表的发达国家（仅约0.6%），未来有望提升至2%。同时相对高端的隐形正畸偏好度预期将逐步增强。因此，正畸业务预期未来稳态市场规模有望达到1230亿元。
- 2) 稳态市占率提升空间较大：公司业务区域性明显，市占率有望从目前的约1.26%提升至稳态的3%。

对于儿牙科业务：

收入假设：

- 1) 未来市场规模增长：儿牙科主要涉及0-14岁儿童的龋齿治疗和正畸治疗。儿牙科的市场和人们经济水平提升和健康意识的增强高度相关，未来稳态市场规模有望达到850亿元。
- 2) 稳态市占率提升空间较大：公司在浙江地区的知名度日益提高，未来稳态市占率有望从目前的约0.84%提升至稳态的3%。

对于修复业务：

收入假设：

- 1) 未来市场规模增长：主要涉及种植修复、固定修复、数字化修复及活动义齿等项目，修复业务的市场随着人们经济水平提升而逐步增大，整体市场规模有望达到1550亿元。

2) 稳态市占率提升空间较大：公司在浙江地区的知名度日益提高，未来稳态市占率有望从目前的约1.03%提升至稳态的3%。

对于大综合业务：

收入假设：大综合业务包含除上述业务以外的全部口腔科市场业务，涵盖范围广、难以推定业务市场规模，因此采用整体行业增长CAGR替代项目细分增长预测。假定大综合业务CAGR为8.58%，接近行业CAGR（约8.5%）。

公司医疗服务整体盈利能力假设：

公司业务的毛利率一般（约39%），未来随着行业服务费用受政策限制，毛利率水平或将进一步下滑（至稳态约36.3%）

公司整体业绩预测

通策医疗	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	28.2	28.7	29.1	33.0	37.2	42.0	47.5	52.8
归母净利润(亿)	5.0	5.1	5.1	5.9	6.6	7.4	8.2	9.0
归母净利润增速(%)	-7.6	2.0	-0.4	16.6	11.2	11.8	11.4	9.3
经营性净利润(亿)	5.3	5.4	5.6	6.6	7.3	8.2	9.1	9.9
经营性净利润增速(%)	-9.1	2.1	2.7	17.5	11.2	11.8	11.4	9.3
经营性归母净利润(亿)	4.6	4.8	4.8	5.9	6.6	7.4	8.2	9.0
经营性归母净利润增速(%)	-11.7	3.4	-0.0	24.0	11.2	11.8	11.4	9.3

数据来源：壹评级

公司分业务业绩预测

医疗服务	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	26.7	27.3	27.6	31.4	35.5	40.3	45.8	51.0
收入增速(%)	4.5	2.4	1.2	13.4	13.3	13.4	13.5	11.5
经营性净利润(亿)	5.4	5.5	5.7	6.5	7.2	8.1	9.0	9.9
经营性净利率(%)	20.3	20.2	20.5	20.8	20.4	20.1	19.8	19.4
经营性净利润增速(%)	-7.4	2.0	2.3	15.0	11.4	11.9	11.5	9.4
其他	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	1.6	1.4	1.5	1.6	1.7	1.7	1.8	1.8
收入增速(%)	9.0	-9.4	4.2	9.1	3.0	3.0	3.0	3.0
经营性净利润(亿)	-0.1	-0.1	-0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
经营性净利率(%)	-5.4	-5.7	-4.3	4.0	3.8	3.6	3.3	3.1
经营性净利润增速(%)	-571.6	3.3	21.5	200.5	-2.6	-3.0	-3.4	-4.0

数据来源：壹评级

动态估值

公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
医疗服务	9.5%	中等	非常好	强	8.0%	19.66	9.8
其他	3.0%	中低	一般	一般	8.0%	11.14	0.1
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
医疗服务(亿)	22.3	141.9	164.2	2.1	3.2	9.5	172.6
其他(亿)	0.2	0.5	0.7	0.1	—	—	0.8
公司整体测算(亿)	22.5	142.4	164.9	2.2	3.2	9.5	173.4

数据来源：壹评级

DDM估值

公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
医疗服务(亿)	73.5	91.3	164.8	2.1	3.2	9.5	173.2
其他(亿)	0.4	0.0	0.4	0.1	—	—	0.5
公司整体测算(亿)	73.9	91.3	165.2	2.2	3.2	9.5	173.7

数据来源：壹评级

估值确定性

★★★★☆

公司估值关键假设主要依赖公司财报以及国家公开发布的各项医疗疾病统计数据与人口数据等。其中，国家人口及疾病发病率统计为定期发布，相对滞后，更新频率较低。各类细分服务的市场规模统计则存在明显的统计口径差异与时滞性。对于估值假设的市占率及各类服务价格数据，则可能随着行业竞争加剧、新政策的出台而产生偏差。综上，我们认为公司的估值确定性一般。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断, 不保证所包含信息不发生变更。在不同时期, 本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时, 本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改, 客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用, 均不构成对任何人的投资建议, 本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险, 投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有, 未经事先书面授权, 任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“壹评级”, 且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的, 本公司将保留向其追究法律责任的权利。