

通策医疗(600763.SH)

多因素合并拖累公司业绩，23年公司有望稳定增长

推荐 (维持)

股价:118.51元

主要数据

行业	医药
公司网址	www.tcmedical.com.cn
大股东/持股	杭州宝群实业集团有限公司/33.75%
实际控制人	
总股本(百万股)	321
流通A股(百万股)	321
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	380
流通A股市值(亿元)	380
每股净资产(元)	10.85
资产负债率(%)	31.5

行情走势图



证券分析师

叶寅	投资咨询资格编号 S1060514100001 BOT335 YEYIN757@pingan.com.cn
李颖睿	投资咨询资格编号 S1060520090002 LIYINGRUI328@pingan.com.cn



事项:

公司发布2022年年报: 实现收入27.19亿元 (-2.23%), 归母净利润5.48亿元 (-21.99%), 扣非净利润5.25亿元 (-21.73%)。

四季度单季, 实现收入5.79亿元 (-10.11%), 归母净利润0.33亿元 (-59.98%), 扣非净利润0.28亿元 (-55.56%)。

分配预案: 拟决定不进行利润分配。

公司发布2023年一季度报告: 实现收入6.75亿元 (+3.04%), 归母净利润1.69亿元 (+1.49%), 扣非净利润1.64亿元 (0.42%)。

平安观点:

- 多因素合并拖累公司业绩:** 2022年全年公司门诊量为294.59万人次, 其中2、6、7、9月有比较快速的增长, 但3、4、8、10、11、12受疫情影响明显, 省内患者流动受限, 省外医院停诊时间较长, 门诊量增幅受到不同程度的影响, 公司收入端出现下滑。利润端看, 1) 为实现逆势扩张, 2022年公司人员处于扩张期。公司储备大量人才, 人力成本支出攀升, 医护人才等储备共计1000余人, 全年增加人力成本约1亿余元; 2) 公司新建医院的物业仍以长期经营租赁为主, 执行新租赁准则会确认整个租赁期的使用权资产、租赁负债, 按照剩余租赁付款额计提租赁负债财务费用, 2022年计入损益的租赁负债利息费用4250万; 3) 新开业医院租金及物业费用增加850万元, 装修摊销、设备折旧增加1200万元, 直接影响当期利润2050万元。剔除上述因素影响, 公司利润将增厚1.63亿元, 公司业绩与2021年基本持平。
- 种植牙集采及疫情影响公司业务结构:** 2022年公司儿科医疗服务4.85亿元 (-8.3%), 正畸医疗服务5.15亿元, (-3.6%)。疫情期间部分学校封闭管理, 学生出行不便导致正畸及儿科业务下滑。种植医疗服务4.48亿元 (+1.5%), 修复服务4.27亿元 (+0.1%), 综合医疗服务6.98亿元 (+2.1%), 基本维持稳定。2023Q1 儿科医疗服务1.26亿元 (-0.2%), 正畸医疗服务1.20亿元 (-3.5%)。一季度新冠感染患者数

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,781	2,719	3,674	4,782	6,179
YOY(%)	33.2	-2.2	35.1	30.2	29.2
净利润(百万元)	703	548	780	1,051	1,383
YOY(%)	42.7	-22.0	42.3	34.6	31.7
毛利率(%)	46.1	40.8	46.0	46.8	47.1
净利率(%)	25.3	20.2	21.2	22.0	22.4
ROE(%)	24.4	16.6	19.1	20.4	21.2
EPS(摊薄/元)	2.19	1.71	2.43	3.28	4.31
P/E(倍)	54.1	69.3	48.7	36.2	27.5
P/B(倍)	13.2	11.5	9.3	7.4	5.8

量较多，限制了患者就医。种植医疗服务1.04亿元（+2.7%），修复服务1.01亿元（+5.4%），综合医疗服务1.84亿元（+5.7%）。一季度种植集采政策尚未落地，部分患者仍处于观望状态，因此影响了公司种植牙业务的放量。随着后续种植牙集采政策的落地，公司种植牙业务有望实现稳定增长。

- **公司积极扩张，为长期增长奠定基础：**2022年公司不断进行人才储备、新设医院和蒲公英分院的布局，持续提升公司未来高速增长的动力。2023Q1，公司蒲公英分院累计开业37家，本年预计交付8家医院投入运营。2022年陆续开业的医院2023Q1实现盈利的7家，Q1蒲公英贡献业务收入1.26亿元，同比增长60%。同时，公司继续推进城西总院区、紫金港医院、滨江未来医院等大型口院的建设。公司积极扩张，为长期的增长奠定基础。
- **维持“推荐”评级：**考虑种植牙集采的落地，我们调整公司23及24年盈利预测，并新增25年盈利预测，预计公司23-25年EPS分别为2.43元、3.28元和4.31元（原预测2023-2024年EPS为2.55元和3.37元）。通策医疗未来3-5年新院加速开设抢占浙江口腔市场，进一步深耕正畸和种植牙领域，公司长期发展向好，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**行业增长低于预期的风险；收购医院进度低于预期的风险；新冠疫情持反复从而对行业带来负面影响。

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,112	1,698	3,191	4,993
现金	630	1,311	2,688	4,343
应收票据及应收账款	105	119	154	200
其他应收款	60	73	95	122
预付账款	26	44	58	75
存货	23	29	37	47
其他流动资产	268	123	160	207
非流动资产	4,043	4,488	4,033	3,746
长期投资	243	255	267	279
固定资产	1,943	2,811	2,520	2,228
无形资产	12	10	8	6
其他非流动资产	1,844	1,411	1,238	1,233
资产总计	5,154	6,186	7,225	8,739
流动负债	477	748	962	1,235
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	141	231	297	381
其他流动负债	337	517	665	855
非流动负债	1,059	949	602	299
长期借款	1,013	902	556	253
其他非流动负债	46	46	46	46
负债合计	1,536	1,697	1,564	1,535
少数股东权益	307	398	520	680
股本	321	321	321	321
资本公积	0	0	0	0
留存收益	2,990	3,770	4,821	6,204
归属母公司股东权益	3,311	4,091	5,142	6,525
负债和股东权益	5,154	6,186	7,225	8,739

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	578	1,711	1,730	1,943
净利润	616	871	1,172	1,544
折旧摊销	128	467	467	299
财务费用	47	43	28	7
投资损失	-38	-44	-44	-44
营运资金变动	-170	365	97	127
其他经营现金流	-4	10	10	10
投资活动现金流	-497	-878	22	22
资本支出	430	900	0	-0
长期投资	-60	0	0	0
其他投资现金流	-866	-1,778	22	22
筹资活动现金流	-386	-153	-375	-310
短期借款	0	0	0	0
长期借款	-119	-110	-347	-303
其他筹资现金流	-268	-43	-28	-7
现金净增加额	-305	680	1,377	1,655

利润表

单位：百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,719	3,674	4,782	6,179
营业成本	1,609	1,983	2,545	3,267
税金及附加	7	9	12	15
营业费用	28	34	44	57
管理费用	285	514	669	865
研发费用	54	74	96	124
财务费用	47	43	28	7
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	-2	-1	-1	-1
其他收益	8	8	8	8
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	38	44	44	44
资产处置收益	-0	-0	-0	-0
营业利润	734	1,068	1,438	1,894
营业外收入	6	4	4	4
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	738	1,070	1,440	1,896
所得税	122	199	268	352
净利润	616	871	1,172	1,544
少数股东损益	67	90	122	160
归属母公司净利润	548	780	1,051	1,383
EBITDA	912	1,579	1,935	2,203
EPS (元)	1.71	2.43	3.28	4.31

主要财务比率

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入(%)	-2.2	35.1	30.2	29.2
营业利润(%)	-24.7	45.5	34.7	31.7
归属于母公司净利润(%)	-22.0	42.3	34.6	31.7
获利能力				
毛利率(%)	40.8	46.0	46.8	47.1
净利率(%)	20.2	21.2	22.0	22.4
ROE(%)	16.6	19.1	20.4	21.2
ROIC(%)	19.3	23.4	29.5	42.9
偿债能力				
资产负债率(%)	29.8	27.4	21.6	17.6
净负债比率(%)	10.6	-9.1	-37.7	-56.8
流动比率	2.3	2.3	3.3	4.0
速动比率	1.7	2.0	3.1	3.8
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	25.9	31.0	31.0	31.0
应付账款周转率	11.5	8.6	8.6	8.6
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.71	2.43	3.28	4.31
每股经营现金流(最新摊薄)	1.80	5.34	5.40	6.06
每股净资产(最新摊薄)	10.33	12.76	16.04	20.35
估值比率				
P/E	69.3	48.7	36.2	27.5
P/B	11.5	9.3	7.4	5.8
EV/EBITDA	54.4	24.0	18.8	15.8

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

平安证券研究所投资评级:

股票投资评级:

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级:

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2023版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话:4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023号平安金融中心B座25层

上海

上海市陆家嘴环路 1333号平安金融大厦26楼

北京

北京市丰台区金泽西路4号院1号楼丽泽平安金融中心B座25层