

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

通策医疗(600763)

投资评级 买入

上次评级 买入

刘嘉仁 社零&美护首席分析师

执业编号: S1500522110002

联系电话: 15000310173

邮箱: liujiaren@cindasc.com

阮帅 医药行业研究助理

联系电话: 17612019362

邮箱: ruanshuai@cindasc.com

相关研究

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 2022 年业绩有所波动，期待 2023 年业绩拐点

2023 年 04 月 28 日

**事件:** 近日，公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报，2022 年公司实现营收 27.19 亿元，同比增长-2.23%，归母净利润 5.48 亿元，同比增长-21.99%，扣非归母净利润 5.25 亿元，同比增长-21.73%。2023Q1 公司实现营收 6.75 亿元，同比增长 3.04%，归母净利润 1.69 亿元，同比增长 1.49%，扣非归母净利润 1.64 亿元，同比增长 0.42%。

**点评:**

- **2022 业绩受疫情、会计准则变更等有所波动。**2022Q4 公司实现营收 5.79 亿元，同比增长-10.11%，归母净利润 0.33 亿元，同比增长-59.98%，扣非归母净利润 0.28 亿元，同比增长-55.56%。2022 年公司业绩波动主要是因为 (1) 2022 年计入损益的租赁负债利息费用 4250 万，减少当期利润；(2) 公司储备大量人才，人力成本支出攀升，全年增加人力成本 1 亿余元，降低了当期利润；(3) 新开业医院租金及物业费增加 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；(4) 门诊量及经营情况受疫情影响比较严重。
- **蒲公英分院维持快速增长。**2022 年，公司种植业务收入 4.48 亿元，同比增长 1.5%，正畸业务收入 5.15 亿元，同比增长-3.6%，儿科业务收入 4.85 亿元，同比增长-8.3%，修复业务收入 4.27 亿元，同比增长 0.1%，综合业务收入 6.98 亿元，同比增长 2.1%，2022 年种植业务主要受到观望情绪延迟消费的影响，正畸、儿牙主要受到客观因素、学校封闭等因素影响。2023Q1 公司种植业务收入 1.04 亿元，同比增长 2.7%，正畸业务收入 1.2 亿元，同比增长-3.5%，儿科业务收入 1.26 亿元，同比增长-0.2%，修复业务收入 1.01 亿元，同比增长 5.4%，综合业务收入 1.84 亿元，同比增长 5.7%。2023Q1，公司蒲公英分院贡献收入 1.26 亿元，同比增长 60%。
- **蒲公英分院达到 37 家，牙椅数达到 2700 张。**截止 2022 年末，公司拥有 2700 张牙椅，同比增长 20.21%，蒲公英分院累计开业 36 家，其中 2022 年盈利的有 17 家，2021 年以前开业的 19 家，其中 14 家盈利；2022 年开业 17 家，其中 3 家实现当年盈利，2023Q1 新开业 1 家，公司预计全年交付 8 家分院投入运营。2022 年，公司口腔医疗门诊量达到 294.59 万人次，同比增长 5.28%，存量医院门诊人次 245.84 万人次，同比下降 4.42%。2022 年，公司杭口平海总院、城西总院、宁口总院合计收入 12.96 亿元，同比增长-11.9%，剔除投资收益后的净利润为 4.16 亿元，同比增长-19.49%。2022 年，蒲公英分院贡献收入 4.04 亿元，同比增长 96.52%，新增蒲公英分院净利率为 1.15%，2023 年有望贡献利润增长。

- **2023Q1 毛利率出现较好恢复。**2022 年，公司综合毛利率为 40.81%，  
请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

同比变动-5.25pct, 净利率为 22.65%, 同比变动-5.62%, 2023Q1 公司毛利率为 45.09%, 同比变动-1.66pct, 净利率为 29.28%, 同比变动 0.21pct。2022 年公司销售费用率、管理费用率、财务费用率、研发费用率分别为 1.03%、10.48%、1.71%、1.99%, 同比变动 0.14pct、1.18pct、0.88pct、-0.14pct。

➤ **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2023-2025 年收入分别为 35.11、45.45、58.84 亿元, 同比增长 29.1%、29.4%、29.5%, 归母净利润分别为 7.6、10.34、13.71 亿元, 同比增长 38.6%、36.2%、32.5%, 对应 PE 分别为 50.31、36.95、27.89 倍, 考虑公司口腔品牌力较强、城西新院区及紫金港院区在今年陆续开业、蒲公英分院稳步推进、种植牙业务放量, 维持“买入”评级。

➤ **风险因素:** 医疗风险、竞争加剧风险。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	2,781	2,719	3,511	4,545	5,884
增长率 YoY %	33.2%	-2.2%	29.1%	29.4%	29.5%
归属母公司净利润 (百万元)	703	548	760	1,034	1,371
增长率 YoY%	42.7%	-22.0%	38.6%	36.2%	32.5%
毛利率%	46.1%	40.8%	41.7%	42.2%	42.3%
净资产收益率ROE%	24.4%	16.6%	18.7%	20.3%	21.2%
EPS(摊薄)(元)	2.19	1.71	2.37	3.23	4.27
市盈率 P/E(倍)	90.87	89.47	50.31	36.95	27.89
市净率 P/B(倍)	22.15	14.82	9.41	7.50	5.91

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 04 月 28 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	1,021	1,112	1,496	2,233	3,188
货币资金	844	630	923	1,593	2,471
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	74	105	144	174	193
预付账款	23	26	45	60	78
存货	20	23	28	38	48
其他	60	328	355	368	397
<b>非流动资产</b>	3,934	4,043	4,279	4,612	5,008
长期股权投资	386	243	243	243	243
固定资产	886	860	966	1,087	1,291
无形资产	13	12	12	10	8
其他	2,649	2,927	3,058	3,271	3,466
<b>资产总计</b>	4,955	5,154	5,775	6,845	8,196
<b>流动负债</b>	625	477	514	678	838
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	174	141	196	288	372
其他	451	337	318	390	466
<b>非流动负债</b>	1,185	1,059	769	479	89
长期借款	110	29	39	49	59
其他	1,075	1,030	730	430	30
<b>负债合计</b>	1,810	1,536	1,283	1,157	927
少数股东权益	264	307	431	593	803
归属母公司	2,881	3,311	4,061	5,095	6,466
<b>负债和股东权益</b>	4,955	5,154	5,775	6,845	8,196

### 重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,781	2,719	3,511	4,545	5,884
同比 (%)	33.2%	-2.2%	29.1%	29.4%	29.5%
归属母公司净利润	703	548	760	1,034	1,371
同比	42.7%	-22.0%	38.6%	36.2%	32.5%
毛利率 (%)	46.1%	40.8%	41.7%	42.2%	42.3%
ROE%	24.4%	16.6%	18.7%	20.3%	21.2%
EPS (摊薄)(元)	2.19	1.71	2.37	3.23	4.27
P/E	90.87	89.47	50.31	36.95	27.89
P/B	22.15	14.82	9.41	7.50	5.91
EV/EBITDA	56.84	51.56	31.60	22.99	17.30

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	2,781	2,719	3,511	4,545	5,884
营业成本	1,500	1,609	2,048	2,628	3,396
营业税金及附加	8	7	9	12	15
销售费用	25	28	39	48	57
管理费用	259	285	344	441	565
研发费用	59	54	62	76	102
财务费用	23	47	15	-5	-33
减值损失合计	0	0	0	0	0
<b>投资净收益</b>	56	38	66	88	110
其他	11	6	10	12	17
<b>营业利润</b>	975	734	1,070	1,446	1,909
营业外收支	0	4	0	0	0
<b>利润总额</b>	975	738	1,071	1,446	1,909
所得税	188	122	187	250	328
<b>净利润</b>	786	616	883	1,196	1,581
少数股东损益	83	67	124	161	210
<b>归属母公司净利润</b>	703	548	760	1,034	1,371
EBITDA	1,131	962	1,208	1,618	2,077
EPS (当年)(元)	2.19	1.71	2.37	3.23	4.27

### 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	939	670	993	1,503	1,890
净利润	786	616	883	1,196	1,581
折旧摊销	189	219	199	278	328
财务费用	29	50	31	20	9
投资损失	-56	-38	-66	-88	-110
营运资金变动	-14	-171	-53	96	83
其它	6	-5	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-484	-497	-369	-522	-614
资本支出	-367	-421	-445	-571	-681
长期投资	-2	-60	55	5	2
其他	-114	-16	21	43	65
<b>筹资活动现金流</b>	-286	-386	-331	-310	-399
吸收投资	17	38	0	0	0
借款	0	0	10	10	10
支付利息或股息	-47	-70	-31	-20	-9
<b>现金流净增加额</b>	170	-213	293	670	878

## 研究团队简介

**刘嘉仁**，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016年加入兴业证券社会服务团队，2019年担任社会服务首席分析师，2020年接管商贸零售团队，2021年任现代服务业研究中心总经理。2022年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021年获新财富批零与社服第2名、水晶球社服第1名/零售第1名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第1名/零售第2名/社服第3名、上证报最佳分析师批零社服第3名，2022年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第2名/社服第2名/零售第2名、医美行业白金分析师。

**史慧颖**，团队成员，上海交通大学大学药学硕士，曾在PPC佳生和Parexel从事临床CRO工作，2021年加入信达证券，负责CXO行业研究。

**王桥天**，团队成员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021年12月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

**阮帅**，团队成员，暨南大学经济学硕士，2年证券从业经验。曾在明亚基金从事研究工作，2022年加入信达证券，负责医药消费、原料药行业研究。

**吴欣**，团队成员，上海交通大学生物医学工程本科及硕士，曾在长城证券研究所医药团队工作，2022年4月加入信达证券，负责医疗器械和中药板块行业研究。

**赵晓翔**，团队成员，上海交通大学生物技术专业学士，卡耐基梅隆大学信息管理专业硕士，2年证券从业经验，2022年加入信达证券，负责医疗器械、医疗设备、AI医疗、数字医疗等行业研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	<a href="mailto:zhaolanqi@cindasc.com">zhaolanqi@cindasc.com</a>
华北区销售	张澜夕	18810718214	<a href="mailto:zhanglanxi@cindasc.com">zhanglanxi@cindasc.com</a>
华北区销售	王哲毓	18735667112	<a href="mailto:wangzheyu@cindasc.com">wangzheyu@cindasc.com</a>
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	sun tong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	<a href="mailto:wangheran@cindasc.com">wangheran@cindasc.com</a>
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyuwei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	<a href="mailto:songwangfeiyi@cindasc.com">songwangfeiyi@cindasc.com</a>

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准20%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。