

# 通策医疗 (600763.SH)

增持 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 业务短期承压,下半年有望迈上修复快车道 业绩简评

2023年8月24日,公司发布2023年半年度报告。2023年H1公司实现收入13.6亿元(+3.4%);归母净利润3.0亿元(+3.0%);扣非归母净利润2.9亿元(+2.3%)。

分季度来看,2023年Q2公司实现收入6.9亿元(+3.7%);归母净利润1.4亿元(+4.9%);扣非归母净利润1.3亿元(+4.8%)。

### 经营分析

**正畸业务承压,二季度其余业务保持增长。**2023年H1公司各业务收入分别为:种植2.3亿元(+2.7%);正畸2.2亿元(-3.9%);儿科2.4亿元(+1.0%);修复2.2亿元(+7.8%);大综合3.7亿元(+5.4%)。单季度来看,2023年Q2公司各业务收入分别为:种植1.2亿元(+2.7%);正畸1.0亿元(-4.3%);儿科1.2亿元(+2.4%);修复1.1亿元(+9.9%);大综合1.9亿元(+5.1%)。

**诊疗量恢复,“蒲公英计划”进展值得关注。**2023年H1,公司口腔医疗门诊量达158.5万人次(+11.4%),其中浙江省内139.8万人次(+11.8%),浙江省外18.7万人次(+8.1%)。2023年H1,公司重点发展“蒲公英计划”,加速杭州口腔医院的分院建设,新增口腔医院达到盈亏平衡的速度超过公司预期。下半年公司各医院特别是蒲公英医院项目将持续发力,后续有望为公司业绩增长赋能。

**费用端控制良好,盈利能力存在提升空间。**2023年H1,公司销售费用率为0.89%、管理费用率为9.53%,同比基本持平;综合毛利率为41.4%(-1.0pcts),净利率为26.3%(+0.3pcts)。随着蒲公英分院建设的持续推进,规模效应有望逐步彰显,盈利能力存在提升潜力。

### 盈利预测、估值与评级

2023年4月种植牙集采政策全面落地,此前受观望情绪影响的需求有望于下半年释放,公司下半年业绩有望持续修复。参考上半年业绩,我们下调公司23-25年收入预测至30.31、40.50、50.74亿元,预计23-25年公司归母净利润分别为6.89、9.12、11.70亿元,同比增长26%、32%、28%,EPS分别为2.15、2.84、3.65元,现价对应PE为49、37、29倍,维持“增持”评级。

### 风险提示

政策性风险;市场竞争加剧风险;人才短缺风险;跨区发展风险;医疗安全性事故纠纷风险等;合规监管风险;种植牙集采事件风险。

医药组

分析师:袁维(执业S1130518080002)

yuan\_wei@gjzq.com.cn

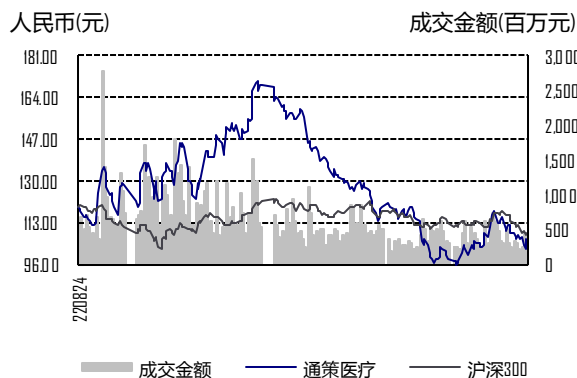
分析师:徐雨涵(执业S1130522060002)

xuyuhan@gjzq.com.cn

市价(人民币):106.06元

相关报告:

- 《通策医疗公司点评:人才储备促长期发展,分院建设为增长蓄能》,2023.4.28
- 《疫情影响诊疗节奏,蒲公英计划持续推进-通策医疗三季报点评》,2022.10.25



### 公司基本情况(人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,781	2,719	3,031	4,050	5,074
营业收入增长率	33.19%	-2.23%	11.50%	33.60%	25.30%
归母净利润(百万元)	703	548	689	912	1,170
归母净利润增长率	42.67%	-21.99%	25.68%	32.32%	28.28%
摊薄每股收益(元)	2.192	1.710	2.149	2.844	3.648
每股经营性现金流净额	2.93	2.09	2.78	3.65	4.23
ROE(归属母公司)(摊薄)	24.40%	16.56%	18.02%	20.86%	23.06%
P/E	90.79	89.47	49.35	37.30	29.08
P/B	22.15	14.82	8.89	7.78	6.70

来源:公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>主营业务收入</b>	<b>2,088</b>	<b>2,781</b>	<b>2,719</b>	<b>3,031</b>	<b>4,050</b>	<b>5,074</b>	货币资金	674	844	630	1,489	1,439	1,349
增长率		33.2%	-2.2%	11.5%	33.6%	25.3%	应收款项	103	129	165	145	190	228
主营业务成本	-1,145	-1,500	-1,609	-1,792	-2,382	-2,943	存货	18	20	23	24	32	40
%销售收入	54.8%	53.9%	59.2%	59.1%	58.8%	58.0%	其他流动资产	39	28	294	66	282	796
毛利	943	1,281	1,110	1,239	1,668	2,132	流动资产	833	1,021	1,112	1,725	1,942	2,413
%销售收入	45.2%	46.1%	40.8%	40.9%	41.2%	42.0%	%总资产	27.2%	20.6%	21.6%	30.4%	31.6%	35.6%
营业税金及附加	-4	-8	-7	-12	-12	-18	长期投资	548	726	688	688	688	688
%销售收入	0.2%	0.3%	0.2%	0.4%	0.3%	0.4%	固定资产	914	1,085	1,120	1,241	1,392	1,424
销售费用	-18	-25	-28	-27	-49	-63	%总资产	29.8%	21.9%	21.7%	21.9%	22.6%	21.0%
%销售收入	0.8%	0.9%	1.0%	0.9%	1.2%	1.3%	无形资产	226	307	397	439	451	463
管理费用	-230	-259	-285	-282	-385	-477	非流动资产	2,231	3,934	4,043	3,951	4,213	4,357
%销售收入	11.0%	9.3%	10.5%	9.3%	9.5%	9.4%	%总资产	72.8%	79.4%	78.4%	69.6%	68.4%	64.4%
研发费用	-40	-59	-54	-57	-79	-100	<b>资产总计</b>	<b>3,064</b>	<b>4,955</b>	<b>5,154</b>	<b>5,676</b>	<b>6,156</b>	<b>6,769</b>
%销售收入	1.9%	2.1%	2.0%	1.9%	1.9%	2.0%	短期借款	60	166	141	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	651	931	736	861	1,144	1,473	应付款项	193	199	169	225	317	358
%销售收入	31.2%	33.5%	27.1%	28.4%	28.3%	29.0%	其他流动负债	206	259	167	171	243	279
财务费用	-15	-23	-47	-53	-40	-26	流动负债	459	625	477	396	560	637
%销售收入	0.7%	0.8%	1.7%	1.7%	1.0%	0.5%	长期贷款	225	110	29	-11	-31	-51
资产减值损失	-1	2	-2	0	0	0	其他长期负债	32	1,075	1,030	1,147	919	754
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	716	1,810	1,536	1,532	1,448	1,340
投资收益	39	56	38	22	42	31	<b>普通股股东权益</b>	<b>2,150</b>	<b>2,881</b>	<b>3,311</b>	<b>3,824</b>	<b>4,371</b>	<b>5,073</b>
%税前利润	5.7%	5.8%	5.2%	2.7%	3.7%	2.1%	其中：股本	321	321	321	321	321	321
营业利润	679	975	734	830	1,146	1,477	未分配利润	1,822	2,488	2,998	3,412	3,959	4,660
营业利润率	32.5%	35.1%	27.0%	27.4%	28.3%	29.1%	少数股东权益	198	264	307	320	336	356
营业外收支	1	0	4	0	0	0	<b>负债股东权益合计</b>	<b>3,064</b>	<b>4,955</b>	<b>5,154</b>	<b>5,676</b>	<b>6,156</b>	<b>6,769</b>
税前利润	680	975	738	830	1,146	1,477	<b>比率分析</b>						
利润率	32.6%	35.0%	27.1%	27.4%	28.3%	29.1%		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
所得税	-135	-188	-122	-129	-218	-288	<b>每股指标</b>						
所得税率	19.9%	19.3%	16.6%	15.5%	19.0%	19.5%	每股收益	1.536	2.192	1.710	2.149	2.844	3.648
净利润	545	786	616	701	928	1,189	每股净资产	6.706	8.984	10.325	11.927	13.633	15.821
少数股东损益	52	83	67	12	17	20	每股经营现金净流	2.210	2.930	2.090	2.777	3.647	4.233
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>493</b>	<b>703</b>	<b>548</b>	<b>689</b>	<b>912</b>	<b>1,170</b>	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.860	1.137	1.459
净利率	23.6%	25.3%	20.2%	22.7%	22.5%	23.0%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	22.91%	24.40%	16.56%	18.02%	20.86%	23.06%
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	总资产收益率	16.08%	14.18%	10.64%	12.14%	14.81%	17.28%
净利润	545	786	616	701	928	1,189	投入资本收益率	19.72%	21.72%	16.09%	17.60%	19.82%	22.05%
少数股东损益	52	83	67	12	17	20	<b>增长率</b>						
非现金支出	94	187	221	107	118	127	主营业务收入增长率	10.22%	33.19%	-2.23%	11.50%	33.60%	25.30%
非经营收益	-14	-20	4	36	28	24	EBIT 增长率	4.33%	43.00%	-20.92%	16.95%	32.92%	28.75%
营运资金变动	84	-14	-171	46	95	17	净利润增长率	6.38%	42.67%	-21.99%	25.68%	32.32%	28.28%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>708</b>	<b>939</b>	<b>670</b>	<b>891</b>	<b>1,169</b>	<b>1,357</b>	总资产增长率	15.21%	61.69%	4.03%	10.11%	8.46%	9.97%
资本开支	-166	-367	-421	732	-280	-170	<b>资产管理能力</b>						
投资	-52	-2	-60	0	-200	-500	应收账款周转天数	10.7	9.2	12.0	11.0	10.5	10.0
其他	-77	-114	-16	22	42	31	存货周转天数	5.3	4.6	4.9	5.0	5.0	5.1
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-294</b>	<b>-484</b>	<b>-497</b>	<b>755</b>	<b>-438</b>	<b>-639</b>	应付账款周转天数	44.8	41.5	35.6	38.0	37.0	36.0
股权募资	14	17	38	100	0	0	固定资产周转天数	138.6	116.3	115.5	109.7	89.4	70.0
债权募资	-95	-105	-110	-199	-20	-20	<b>偿债能力</b>						
其他	-155	-198	-314	-350	-435	-523	净负债/股东权益	-16.56%	-18.05%	-12.73%	-36.21%	-31.22%	-25.78%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-236</b>	<b>-286</b>	<b>-386</b>	<b>-449</b>	<b>-455</b>	<b>-543</b>	EBIT 利息保障倍数	42.7	40.4	15.8	16.3	28.6	55.7
<b>现金净流量</b>	<b>178</b>	<b>170</b>	<b>-213</b>	<b>1,196</b>	<b>276</b>	<b>175</b>	资产负债率	23.37%	36.54%	29.80%	26.99%	23.52%	19.80%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-10-15	增持	274.05	N/A
2	2022-04-11	增持	141.08	150.00~160.00
3	2022-04-28	增持	123.33	N/A
4	2022-05-15	增持	136.34	N/A
5	2022-08-23	增持	122.40	N/A
6	2022-10-25	增持	126.53	N/A
7	2023-04-28	增持	118.51	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

**特别声明：**

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806