

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

唐爱金 医药行业首席分析师

执业编号: S1500523080002

联系电话: 19328759065

邮箱: tangaijin@cindasc.com

阮帅 医药行业研究助理

联系电话: 13229421730

邮箱: ruanshuai@cindasc.com

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

2023 上半年恢复性增长，期待种植业务持续放量

2023 年 09 月 03 日

事件: 2023 年 8 月 25 日，公司发布 2023 年半年报，2023H1 公司实现收入 13.63 亿元，同比增长 3.38%；归母净利润 3.04 亿元，同比增长 2.99%，扣非归母净利润 2.93 亿元，同比增长 2.32%。2023Q2 公司实现收入 6.88 亿元，同比增长 3.71%，归母净利润 1.35 亿元，同比增长 4.92%，扣非归母净利润 1.29 亿元，同比增长 4.84%。

点评:

- **2023H1 公司业绩呈现恢复性增长。**2023 年上半年种植牙公司业绩持续增长。2023 上半年，公司口腔医疗门诊量达 158 万人次，同比增长 11%，其中浙江省内 139.8 万人次，同比增长 11.8%，浙江省外 18.7 万人次，同比增长 8.1%。
- **种植业务有所增长，浙江省内业务持续增长。**2023H1 公司种植业务收入 2.29 亿元，同比增长 2.7%；正畸业务收入 2.23 亿元，同比下滑 3.9%；儿科业务收入 2.43 亿元，同比增长 1%；修复业务收入 2.16 亿元，同比增长 7.8%；大综合业务收入 3.69 亿元，同比增长 5.4%。2023H1 公司浙江省内口腔医疗收入 11.74 亿元，同比增长 3.2%，省外口腔医疗收入 1.06 亿元，同比下滑 2.1%。
- **盈利能力维持较高水平，杭州口腔医院分院建设持续加速。**2023H1 公司毛利率为 41.36%，同比下滑 1.03pct，净利率为 26.32%，同比提升 0.27pct。2023H1 公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 0.89%、9.53%、1.04%，同比-0.04pct、+0.03pct、+0.15pct。目前公司旗下共有 74 家医疗机构和 2056 名医生，营业面积超过 24 万平方米，开设牙椅 2700 余张。2023H1，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的预期。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2023-2025 年收入分别为 28.68、37.09、47.97 亿元，同比增长 5.5%、29.3%、29.4%，归母净利润分别为 6.14、8.43、11.2 亿元，同比增长 12%、37.3%、32.8%，对应 PE 分别为 48.46、35.28、26.56 倍，考虑公司口腔品牌力较强、城西新院区及紫金港院区有望于今年明年陆续开业，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	2,868	3,709	4,797
增长率 YoY %	33.2%	-2.2%	5.5%	29.3%	29.4%
归属母公司净利润 (百万元)	703	548	614	843	1,120
增长率 YoY%	42.7%	-22.0%	12.0%	37.3%	32.8%
毛利率%	46.1%	40.8%	41.6%	42.1%	42.2%
净资产收益率ROE%	24.4%	16.6%	15.7%	17.7%	19.1%
EPS(摊薄)(元)	2.19	1.71	1.92	2.63	3.49
市盈率 P/E(倍)	90.87	89.47	48.46	35.28	26.56
市净率 P/B(倍)	22.15	14.82	7.60	6.25	5.06

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 09 月 01 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,021	1,112	1,258	1,745	2,381
货币资金	844	630	741	1,173	1,746
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	74	105	118	142	158
预付账款	23	26	37	49	64
存货	20	23	23	31	39
其他	60	328	339	350	374
非流动资产	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(合计)	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
资产总计	4,955	5,154	5,538	6,356	7,389
流动负债	625	477	446	580	710
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	174	141	161	235	304
其他	451	337	285	344	406
非流动负债	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
负债合计	1,810	1,536	1,215	1,059	799
少数股东权益	264	307	407	539	711
归属母公司股东权益	2,881	3,311	3,915	4,759	5,879
负债和股东权益	4,955	5,154	5,538	6,356	7,389
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	2,868	3,709	4,797
同比(%)	33.2%	-2.2%	5.5%	29.3%	29.4%
归属母公司净利润	703	548	614	843	1,120
同比(%)	42.7%	-22.0%	12.0%	37.3%	32.8%
毛利率(%)	46.1%	40.8%	41.6%	42.1%	42.2%
ROE%	24.4%	16.6%	15.7%	17.7%	19.1%
EPS(摊薄)(元)	2.19	1.71	1.92	2.63	3.49
P/E	90.87	89.47	48.46	35.28	26.56
P/B	22.15	14.82	7.60	6.25	5.06
EV/EBITDA	56.84	51.56	29.43	21.30	16.11

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,781	2,719	2,868	3,709	4,797
营业成本	1,500	1,609	1,675	2,147	2,772
营业税金及附加	8	7	7	10	12
销售费用	25	28	32	39	47
管理费用	259	285	287	360	461
研发费用	59	54	51	62	83
财务费用	23	47	15	-4	-30
减值损失合	0	0	0	0	0
投资净收益	56	38	40	56	72
其他	11	6	8	10	14
营业利润	975	734	850	1,161	1,538
营业外收支	0	4	0	0	0
利润总额	975	738	850	1,161	1,538
所得税	188	122	136	186	246
净利润	786	616	714	975	1,292
少数股东损益	83	67	100	132	172
归属母公司净利润	703	548	614	843	1,120
EBITDA	1,131	962	1,015	1,369	1,750
EPS(当年)(元)	2.19	1.71	1.92	2.63	3.49
现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	939	670	837	1,296	1,624
净利润	786	616	714	975	1,292
折旧摊销	189	219	199	278	328
财务费用	29	50	31	20	9
投资损失	-56	-38	-40	-56	-72
营运资金变动	-14	-171	-66	79	68
其它	6	-5	0	0	0
投资活动现金流	-484	-497	-395	-555	-652
资本支出	-367	-421	-445	-571	-681
长期投资	-2	-60	55	5	2
其他	-114	-16	-5	11	27
筹资活动现金流	-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
现金流净增加额	170	-213	111	431	574

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师。浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超9年。

史慧颖，团队成员，上海交通大学药学硕士，曾在PPC佳生和Parxel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硕，曾在长城证券研究所医药团队工作，22年4月加入信达证券，负责中药和生物制品板块行业研究。

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。

曹佳琳，团队成员，中山大学岭南学院数量经济学硕士，2年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL等领域的研究工作。

宋丹，团队成员，中山大学中山医学院基础医学硕士，2年证券从业经验，2年创新药研发产业工作经验，曾任职于方正证券研究所、强生研发部。2023年加入信达证券，负责创新药板块行业研究。

章钟涛，团队成员，暨南大学国际投融资硕士，1年医药生物行业研究经历，CPA（专业阶段），曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

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。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：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。