

通策医疗 (600763.SH)

增持 (维持评级)

业绩尚待修复，期待分院成长

业绩简评

2023年10月24日，公司发布2023年第三季度报告。2023年前三季度，公司实现收入21.85亿元(+2.12%，同比，下同)；实现归母净利润5.12亿元(-0.67%)；实现扣非归母净利润4.97亿元(-0.09%)。

分季度来看，2023年Q3公司实现收入8.22亿元(+0.11%)；实现归母净利润2.07亿元(-5.58%)；实现扣非归母净利润2.04亿元(-3.37%)。

经营分析

费用端维持稳定，盈利能力环比显著改善。2023Q3公司各项费用率基本维持稳定，销售费用率为1.00%(+0.12pct)、管理费用率为7.64%(+0.05pct)，保持平稳；综合毛利率为44.62%(+0.26pct)，净利率为30.81%(-0.62pct)。

蒲公英计划短期业绩贡献有限，长期为公司打开成长天花板。根据公司2023年8月披露的机构调研内容纪要，截至2023年H1，近60%的蒲公英分院实现盈利，30%的蒲公英分院接近盈亏平衡，10%的蒲公英分院处于培育期，盈利爬坡周期相对较短。公司蒲公英计划推进节奏良好，短期内对于总院人才具有输出依赖，但是随着时间的推移，各家分院逐步度过盈亏平衡点，以及已经盈利分院有望进入快速成长期，公司盈利能力有望继续改善。

种植牙集采政策稳步执行中，以价换量有望促进业绩陆续释放。2023年4月种植牙集采政策全面落地，根据公司2023年8月披露的机构调研内容纪要，集采落地后种植牙增速有明显提升。我们认为，集采落地后，公司作为行业龙头，在浙江省内形成了规模庞大、口碑良好的连锁体系，在业务量的增长上具备优势，在经历一定过渡周期后，以价换量有望在业绩释放上有所体现。

盈利预测、估值与评级

蒲公英分院增长潜力十足，叠加持续进行的人才储备，我们认为，公司长期发展前景值得期待。参考前三季度业绩，我们分别下调公司23-25年收入预测7%、12%、12%至28.23、35.74、44.50亿元，下调23-25年公司归母净利润9%、12%、13%至6.28、8.07、10.19亿元，同比增长15%、29%、26%，EPS分别为1.96、2.52、3.18元，现价对应PE为41、32、25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)：80.61元

相关报告：

- 1.《通策医疗公司点评：业务短期承压，下半年有望迈上修复快车道》，2023.8.25
- 2.《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
- 3.《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	2,823	3,574	4,450
营业收入增长率	33.19%	-2.23%	3.85%	26.60%	24.50%
归母净利润(百万元)	703	548	628	807	1,019
归母净利润增长率	42.67%	-21.99%	14.53%	28.57%	26.25%
摊薄每股收益(元)	2.192	1.710	1.958	2.518	3.179
每股经营性现金流净额	2.93	2.09	2.54	3.26	3.75
ROE(归属母公司)(摊薄)	24.40%	16.56%	16.58%	18.90%	20.87%
P/E	90.79	89.47	41.16	32.01	25.36
P/B	22.15	14.82	6.82	6.05	5.29

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)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	2,088	2,781	2,719	2,823	3,574	4,450
增长率	33.2%	-2.2%	3.9%	26.6%	24.5%	
主营业务成本	-1,145	-1,500	-1,609	-1,657	-2,080	-2,572
%销售收入	54.8%	53.9%	59.2%	58.7%	58.2%	57.8%
毛利	943	1,281	1,110	1,166	1,494	1,878
%销售收入	45.2%	46.1%	40.8%	41.3%	41.8%	42.2%
营业税金及附加	-4	-8	-7	-11	-11	-16
%销售收入	0.2%	0.3%	0.2%	0.4%	0.3%	0.4%
销售费用	-18	-25	-28	-28	-43	-56
%销售收入	0.8%	0.9%	1.0%	1.0%	1.2%	1.3%
管理费用	-230	-259	-285	-265	-332	-409
%销售收入	11.0%	9.3%	10.5%	9.4%	9.3%	9.2%
研发费用	-40	-59	-54	-56	-69	-88
%销售收入	1.9%	2.1%	2.0%	2.0%	1.9%	2.0%
息税前利润 (EBIT)	651	931	736	805	1,039	1,309
%销售收入	31.2%	33.5%	27.1%	28.5%	29.1%	29.4%
财务费用	-15	-23	-47	-69	-63	-49
%销售收入	0.7%	0.8%	1.7%	2.5%	1.8%	1.1%
资产减值损失	-1	2	-2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	39	56	38	22	42	31
%税前利润	5.7%	5.8%	5.2%	3.0%	4.1%	2.4%
营业利润	679	975	734	758	1,017	1,291
营业利润率	32.5%	35.1%	27.0%	26.8%	28.5%	29.0%
营业外收支	1	0	4	0	0	0
税前利润	680	975	738	758	1,017	1,291
利润率	32.6%	35.0%	27.1%	26.8%	28.5%	29.0%
所得税	-135	-188	-122	-117	-193	-252
所得税率	19.9%	19.3%	16.6%	15.5%	19.0%	19.5%
净利润	545	786	616	640	824	1,039
少数股东损益	52	83	67	12	17	20
归属于母公司的净利润	493	703	548	628	807	1,019
净利率	23.6%	25.3%	20.2%	22.2%	22.6%	22.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	545	786	616	640	824	1,039
少数股东损益	52	83	67	12	17	20
非现金支出	94	187	221	107	118	127
非经营收益	-14	-20	4	36	28	24
营运资金变动	84	-14	-171	32	76	14
经营活动现金净流	708	939	670	816	1,046	1,204
资本开支	-166	-367	-421	732	-280	-170
投资	-52	-2	-60	0	-200	-500
其他	-77	-114	-16	22	42	31
投资活动现金净流	-294	-484	-497	755	-438	-639
股权募资	14	17	38	100	0	0
债权募资	-95	-105	-110	-199	-20	-20
其他	-155	-198	-314	-326	-393	-463
筹资活动现金净流	-236	-286	-386	-424	-413	-483
现金净流量	178	170	-213	1,146	195	82

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	674	844	630	1,439	1,307	1,124
应收账款	103	129	165	135	167	200
存货	18	20	23	22	28	35
其他流动资产	39	28	294	61	272	784
流动资产	833	1,021	1,112	1,658	1,774	2,143
%总资产	27.2%	20.6%	21.6%	29.6%	29.6%	33.0%
长期投资	548	726	688	688	688	688
固定资产	914	1,085	1,120	1,241	1,392	1,424
%总资产	29.8%	21.9%	21.7%	22.1%	23.2%	21.9%
无形资产	226	307	397	439	451	463
非流动资产	2,231	3,934	4,043	3,951	4,213	4,357
%总资产	72.8%	79.4%	78.4%	70.4%	70.4%	67.0%
资产总计	3,064	4,955	5,154	5,609	5,987	6,499
短期借款	60	166	141	0	0	0
应付款项	193	199	169	209	277	313
其他流动负债	206	259	167	158	214	244
流动负债	459	625	477	366	491	557
长期贷款	225	110	29	-11	-31	-51
其他长期负债	32	1,075	1,030	1,147	919	754
负债	716	1,810	1,536	1,502	1,379	1,260
普通股股东权益	2,150	2,881	3,311	3,787	4,272	4,883
其中：股本	321	321	321	321	321	321
未分配利润	1,822	2,488	2,998	3,375	3,859	4,471
少数股东权益	198	264	307	320	336	356
负债股东权益合计	3,064	4,955	5,154	5,609	5,987	6,499

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.536	2.192	1.710	1.958	2.518	3.179
每股净资产	6.706	8.984	10.325	11.812	13.323	15.230
每股经营现金净流	2.210	2.930	2.090	2.545	3.263	3.755
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.783	1.007	1.272
回报率						
净资产收益率	22.91%	24.40%	16.56%	16.58%	18.90%	20.87%
总资产收益率	16.08%	14.18%	10.64%	11.20%	13.48%	15.68%
投入资本收益率	19.72%	21.72%	16.09%	16.61%	18.38%	20.31%
增长率						
主营业务收入增长率	10.22%	33.19%	-2.23%	3.85%	26.60%	24.50%
EBIT 增长率	4.33%	43.00%	-20.92%	9.40%	29.00%	26.04%
净利润增长率	6.38%	42.67%	-21.99%	14.53%	28.57%	26.25%
总资产增长率	15.21%	61.69%	4.03%	8.82%	6.75%	8.55%
资产管理能力						
应收账款周转天数	10.7	9.2	12.0	11.0	10.5	10.0
存货周转天数	5.3	4.6	4.9	5.0	5.0	5.1
应付账款周转天数	44.8	41.5	35.6	38.0	37.0	36.0
固定资产周转天数	138.6	116.3	115.5	117.8	101.2	79.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-16.56%	-18.05%	-12.73%	-35.31%	-29.04%	-22.42%
EBIT 利息保障倍数	42.7	40.4	15.8	11.6	16.4	26.6
资产负债率	23.37%	36.54%	29.80%	26.77%	23.04%	19.38%

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	2022-04-11	增持	141.08	150.00~160.00
2	2022-04-28	增持	123.33	N/A
3	2022-05-15	增持	136.34	N/A
4	2022-08-23	增持	122.40	N/A
5	2022-10-25	增持	126.53	N/A
6	2023-04-28	增持	118.51	N/A
7	2023-08-25	增持	106.06	N/A

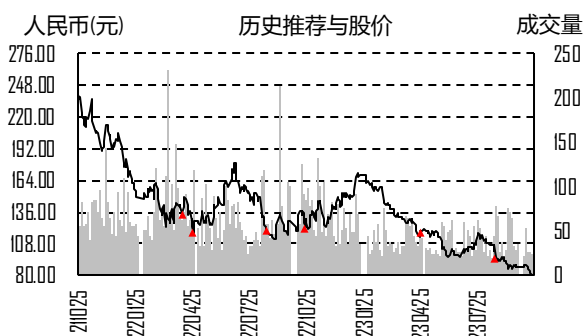
来源：国金证券研究所

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 电话：021-80234211 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn 邮编：201204 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	北京 电话：010-85950438 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn 邮编：100005 地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	深圳 电话：0755-83831378 传真：0755-83830558 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn 邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806
---	--	---