

# 通策医疗 (600763.SH)

增持 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 门诊人数稳步复苏，集采助力种植牙放量

### 业绩简评

2024年4月25日，公司发布2023年年度报告，2023年公司实现营业收入28.47亿元（同比+5%），归母净利润5.00亿元（同比-9%），扣非归母净利润4.81亿元（同比-8%）；

同时公司公布2024年一季度业绩，单季营收7.08亿元（同比+5%），归母净利润1.73亿元（同比+3%），扣非归母净利润1.7亿元（同比+4%）。

### 经营分析

门诊人数稳步复苏，集采助力公司种植牙放量。2023年公司口腔医疗门诊量达到335.33万人（同比+14%），口腔门诊人数稳步复苏。此外公司落实种植牙集采政策，助力种植板块收入快速增长。种植牙业务方面，2023年公司实现种植5.3万余颗（同比+47%），种植业务营收4.79亿元（同比+7%）。其他业务方面，儿科业务营收4.99亿元（同比+3%）；修复业务营收4.56亿元（同比+7%）；大综合业务营收7.56亿元（同比+8%），正畸业务营收4.99亿元（同比-3%），各细分业务板块均实现平稳增长。

浙江省内“双品牌战略”顺利推进、省外营收增速超20%，增加中低服务产品的供给。公司在浙江省内顺利推进“双品牌战略”。截至2023年年底，杭州口腔医院、宁波口腔医院在浙江省内开业机构已有62家，另有10余家正在筹建中。2023年公司于浙江省内营收25.68亿元，同比增长3.55%。浙江省外方面，2023年公司于浙江省外营收2.64亿元（同比+21%），毛利率24.79%（同比+0.73pct）。未来随公司根据新销售形势调整医药布局，增加种地服务产品供给，有望进一步提升市占率。

### 盈利预测、估值与评级

考虑消费医疗整体环境，我们下调公司24、25年归母净利润至7.02亿元、8.69亿元，预计2026年公司实现归母净利润10.35亿元，分别同比增长40%、24%、19%，EPS分别为2.19、2.71、3.22元，现价对应PE为26、21、17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

市价（人民币）：56.03元

相关报告：

- 《通策医疗公司点评：业绩尚待修复，期待分院成长》，2023.10.25
- 《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
- 《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



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,719	2,847	3,518	4,250	5,050
营业收入增长率	-2.23%	4.70%	23.59%	20.81%	18.82%
归母净利润(百万元)	548	500	702	869	1,035
归母净利润增长率	-21.99%	-8.72%	40.29%	23.83%	19.09%
摊薄每股收益(元)	1.710	1.561	2.190	2.712	3.229
每股经营性现金流净额	2.09	2.62	2.64	3.35	3.98
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.56%	13.15%	16.19%	17.39%	17.91%
P/E	89.47	48.98	25.59	20.66	17.35
P/B	14.82	6.44	4.14	3.59	3.11

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)						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>主营业务收入</b>	2,781	2,719	2,847	3,518	4,250	5,050	货币资金	844	630	594	1,535	2,155	2,928
增长率		-2.2%	4.7%	23.6%	20.8%	18.8%	应收款项	129	165	202	251	286	299
<b>主营业务成本</b>	-1,500	-1,609	-1,750	-2,181	-2,644	-3,151	存货	20	23	25	31	37	41
%销售收入	53.9%	59.2%	61.5%	62.0%	62.2%	62.4%	其他流动资产	28	294	148	39	59	78
<b>毛利</b>	1,281	1,110	1,097	1,337	1,607	1,899	流动资产	1,021	1,112	969	1,856	2,538	3,346
%销售收入	46.1%	40.8%	38.5%	38.0%	37.8%	37.6%	%总资产	20.6%	21.6%	16.1%	29.8%	37.1%	44.1%
<b>营业税金及附加</b>	-8	-7	-7	-9	-11	-13	长期投资	726	688	1,197	1,162	1,141	1,133
%销售收入	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	1,085	1,120	1,680	1,644	1,585	1,530
<b>销售费用</b>	-25	-28	-29	-35	-42	-48	%总资产	21.9%	21.7%	28.0%	26.4%	23.2%	20.2%
%销售收入	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	无形资产	307	397	441	443	444	445
<b>管理费用</b>	-259	-285	-309	-382	-457	-540	非流动资产	3,934	4,043	5,037	4,372	4,297	4,240
%销售收入	9.3%	10.5%	10.9%	10.9%	10.8%	10.7%	%总资产	79.4%	78.4%	83.9%	70.2%	62.9%	55.9%
<b>研发费用</b>	-59	-54	-56	-69	-81	-91	<b>资产总计</b>	<b>4,955</b>	<b>5,154</b>	<b>6,006</b>	<b>6,228</b>	<b>6,835</b>	<b>7,587</b>
%销售收入	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%	1.9%	1.8%	短期借款	166	141	220	150	160	140
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	931	736	696	843	1,017	1,207	应付款项	199	169	216	224	288	362
%销售收入	33.5%	27.1%	24.5%	24.0%	23.9%	23.9%	其他流动负债	259	167	209	217	256	294
<b>财务费用</b>	-23	-47	-50	-36	-6	16	流动负债	625	477	645	591	704	796
%销售收入	0.8%	1.7%	1.7%	1.0%	0.1%	-0.3%	长期贷款	110	29	189	189	189	189
<b>资产减值损失</b>	2	-2	-4	-1	0	0	其他长期负债	1,075	1,030	1,050	794	625	504
<b>公允价值变动收益</b>	0	0	0	0	0	0	负债	<b>1,810</b>	<b>1,536</b>	<b>1,883</b>	<b>1,574</b>	<b>1,518</b>	<b>1,489</b>
<b>投资收益</b>	56	38	60	40	40	30	<b>普通股股东权益</b>	<b>2,881</b>	<b>3,311</b>	<b>3,805</b>	<b>4,336</b>	<b>4,999</b>	<b>5,781</b>
%税前利润	5.8%	5.2%	8.5%	4.7%	3.8%	2.4%	其中：股本	321	321	321	321	321	321
<b>营业利润</b>	975	734	712	856	1,060	1,263	未分配利润	2,488	2,998	3,472	3,982	4,620	5,386
营业利润率	35.1%	27.0%	25.0%	24.3%	24.9%	25.0%	少数股东权益	264	307	317	317	317	317
<b>营业外收支</b>	0	4	-3	0	0	0	<b>负债股东权益合计</b>	<b>4,955</b>	<b>5,154</b>	<b>6,006</b>	<b>6,228</b>	<b>6,835</b>	<b>7,587</b>
<b>税前利润</b>	975	738	709	856	1,060	1,263	<b>比率分析</b>						
利润率	35.0%	27.1%	24.9%	24.3%	24.9%	25.0%		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>所得税</b>	-188	-122	-130	-154	-191	-227	<b>每股指标</b>						
所得税率	19.3%	16.6%	18.4%	18.0%	18.0%	18.0%	每股收益	2.192	1.710	1.561	2.190	2.712	3.229
<b>净利润</b>	786	616	578	702	869	1,035	每股净资产	8.984	10.325	11.867	13.522	15.592	18.028
少数股东损益	83	67	78	0	0	0	每股经营现金净流	2.930	2.090	2.620	2.637	3.352	3.985
<b>归属于母公司的净利润</b>	703	548	500	702	869	1,035	每股股利	0.000	0.000	0.435	0.600	0.720	0.840
净利率	25.3%	20.2%	17.6%	20.0%	20.5%	20.5%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	24.40%	16.56%	13.15%	16.19%	17.39%	17.91%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	14.18%	10.64%	8.33%	11.27%	12.72%	13.65%
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	投入资本收益率	21.72%	16.09%	12.46%	13.76%	14.64%	15.33%
净利润	786	616	578	702	869	1,035	<b>增长率</b>						
少数股东损益	83	67	78	0	0	0	主营业务收入增长率	33.19%	-2.23%	4.70%	23.59%	20.81%	18.82%
非现金支出	187	221	249	160	159	160	EBIT 增长率	43.00%	-20.92%	-5.42%	21.03%	20.66%	18.72%
非经营收益	-20	4	-16	34	4	7	净利润增长率	42.67%	-21.99%	-8.72%	40.29%	23.83%	19.09%
营运资金变动	-14	-171	29	-51	42	76	总资产增长率	61.69%	4.03%	16.52%	3.70%	9.75%	11.00%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>939</b>	<b>670</b>	<b>840</b>	<b>846</b>	<b>1,075</b>	<b>1,278</b>	<b>资产管理能力</b>						
资本开支	-367	-421	-505	633	-46	-51	应收账款周转天数	9.2	12.0	15.5	17.0	15.9	13.5
投资	-2	-60	-504	55	46	23	存货周转天数	4.6	4.9	5.0	5.3	5.2	4.9
其他	-114	-16	126	40	40	30	应付账款周转天数	41.5	35.6	33.8	31.3	33.5	35.7
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-484</b>	<b>-497</b>	<b>-884</b>	<b>728</b>	<b>40</b>	<b>2</b>	固定资产周转天数	116.3	115.5	107.8	78.4	58.0	44.2
股权募资	17	38	4	1	0	0	<b>偿债能力</b>						
债权募资	-105	-110	238	-86	10	-20	净负债/股东权益	-18.05%	-12.73%	-4.50%	-25.70%	-33.97%	-42.62%
其他	-198	-314	-233	-250	-275	-306	EBIT 利息保障倍数	40.4	15.8	14.0	23.6	165.3	-75.9
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-286</b>	<b>-386</b>	<b>9</b>	<b>-335</b>	<b>-265</b>	<b>-326</b>	资产负债率	36.54%	29.80%	31.36%	25.28%	22.21%	19.62%
<b>现金净流量</b>	<b>170</b>	<b>-213</b>	<b>-35</b>	<b>1,239</b>	<b>850</b>	<b>954</b>							

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
买入	0	2	3	5	25
增持	0	0	0	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.17	1.00

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	2022-04-28	增持	123.33	N/A
2	2022-05-15	增持	136.34	N/A
3	2022-08-23	增持	122.40	N/A
4	2022-10-25	增持	126.53	N/A
5	2023-04-28	增持	118.51	N/A
6	2023-08-25	增持	106.06	N/A
7	2023-10-25	增持	80.61	N/A

来源：国金证券研究所

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。

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



**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：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 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 18 楼 1806