

评级：买入(维持)

市场价格：119.20

分析师：祝嘉琦

执业证书编号：S0740519040001

电话：021-20315150

Email: zhujq@zts.com.cn

分析师：孙宇瑶

执业证书编号：S0740522060002

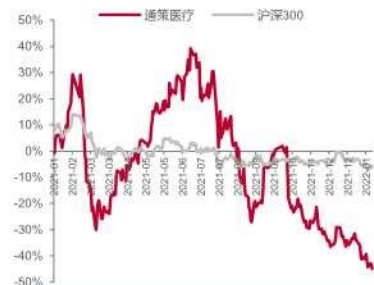
电话：021-20315895

Email: suny03@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	321
流通股本(百万股)	321
市价(元)	119.20
市值(亿元)	382
流通市值(亿元)	382

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2780.73	2718.61	3268.75	4064.98	5102.91
增长率 yoy%	33.19%	-2.23%	20.24%	24.36%	25.53%
净利润(百万元)	702.81	548.27	694.28	893.54	1206.66
增长率 yoy%	42.67%	-21.99%	26.63%	28.70%	35.04%
每股收益(元)	2.19	1.71	2.17	2.79	3.76
每股现金流量	2.93	2.09	2.86	3.23	4.54
净资产收益率	24.40%	16.56%	16.91%	17.85%	19.44%
P/E	54.38	69.71	55.05	42.77	31.67
P/B	13.27	11.54	9.31	7.64	6.16

备注：数据截止 2023/4/28

投资要点

- **事件：2023年4月28日，1) 公司发布2022年报，报告期内实现营业收入27.19亿元，同比减少2.23%；实现归母净利润5.48亿元，同比减少21.99%。2) 发布2023年一季报，报告期内实现营业收入6.75亿元、同比增长3.04%；实现归母净利润1.69亿元，同比增长1.49%。**
- **疫情反复及逆势扩张导致2022年业绩阶段性承压。**2022年单四季度公司实现营收5.79亿元、同比减少10.11%；归母净利润3310万元、同比下降59.98%；主要是受Q4疫情防控政策变化影响，医院门诊量大幅下滑。公司在疫情背景下仍坚持逆势扩张，导致2022年当期利润有所承压：1) 为新建的城西总院区、紫金港医院、滨江未来医院等大型口院以及新设蒲公英分院的医护人才等储备共计1000余人，全年增加人力成本约1亿余元；2) 执行新租赁准则带来计入损益的租赁负债利息费用4250万；3) 新开业医院租金及物业费用增加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。
- **Q1客流回暖，23年有望恢复性增长。**2023年1月受客观因素影响单月营收同比下降31.8%，2月业务恢复正常，单月营收同比增长32.3%；3月市场因受种植牙集采观望情绪影响，单月营收同比增长5.6%。Q1来看，修复、综合此类偏刚需的医疗服务率先恢复，分别同比增长5.4%、5.7%；种植、正畸、儿科均处于逐渐恢复态势。2023年4月以来，多地陆续开始执行种植牙集采价格，种植牙需求有待释放。
- **省内扩张提速明显，牙椅周转效率有望随客流恢复提升。**截止2022年底，公司拥有已营业口腔医疗机构73家（较2021年净增13家），牙椅数达到2700台（新增454台）。全年实现门诊量294.59万人次，同比增长5.28%；实现牙科服务收入25.73亿元，同比减少2.27%。2022年单牙椅产出为95.3万/张，较2021年同期有所下滑，预计随疫后客流恢复、新院爬坡加速，牙椅周转效率有望提升。
- **三大总院表现稳定，蒲公英分院快速爬坡。**抗口、城西以及宁口三大总院2022年分别实现营收6.57、4.67、1.73亿元，合计占总收入的47.7%；剔除分红后的净利润分别为2.32亿、1.57亿、2659万元，合计占公司净利润的75.82%；三大总院仍然保持高水平的盈利能力。截至目前，蒲公英分院累计开业36家，其中报告期内盈利的17家；平均盈亏平衡周期在1-2年左右；蒲公英分院2022年贡献营收4.04亿元，同比增长96.52%，处于快速爬坡期。
- **盈利预测和投资建议：**考虑到公司未来2-3年浙江省内仍维持较快的扩张步伐，新开业医院爬坡收入端有望加速；随着规模效应体现利润率逐渐好转。我们预计公司2023-2025年营业收入分别为32.69、40.65、51.03亿，同比分别增长20.24%、24.36%、25.53%；归母净利润分别为6.94、8.94、12.07亿（2023-2024年调整前值为8.52、10.99亿），同比分别增长26.63%、28.70%、35.04%，考虑到公司作为民营口腔医疗龙头，省内扩张加速，业绩高增长具备可持续性，维持买入评级。
- **风险提示事件：口腔医院扩张不及预期，高值项目推广不及预期，医疗事故风险**

- 疫情反复及逆势扩张导致 2022 年业绩阶段性承压。**2022 年公司实现营业收入 27.19 亿元，同比减少 2.23%；其中医疗服务收入 25.73 亿元，同比减少 2.27%；实现归母净利润 5.48 亿元，同比减少 21.99%。其中单四季度实现营收 5.79 亿元、同比减少 10.11%；归母净利润 3310 万元、同比下降 59.98%；主要是受 Q4 疫情防控政策变化影响，医院门诊量大幅下滑。公司在疫情背景下仍坚持逆势扩张，导致 2022 年当期利润有所承压：1) 为新建的城西总院区、紫金港医院、滨江未来医院等大型口院以及新设蒲公英分院的医护人才等储备共计 1000 余人，全年增加人力成本约 1 亿余元；2) 执行新租赁准则带来计入损益的租赁负债利息费用 4250 万；3) 新开业医院租金及物业费用增加 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。

图表 1: 通策医疗年度主要财务数据 (百万)



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 2: 通策医疗 2022 年月度门诊量情况



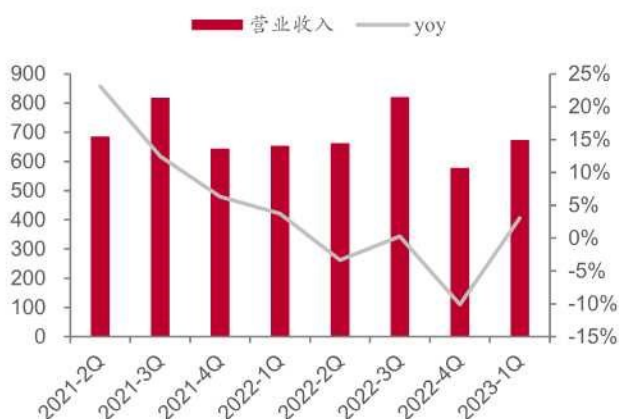
来源: 公司年报, 中泰证券研究所

- **Q1 客流回暖，23 年有望恢复性增长。**2023 年 1 月受客观因素影响单月营收同比下降 31.8%，2 月业务恢复正常，单月营收同比增长 32.3%；3 月市场因受种植牙集采观望情绪影响，单月营收同比增长 5.6%。整体来看，Q1 收入增长呈逐步恢复态势，看好全年恢复性增长。

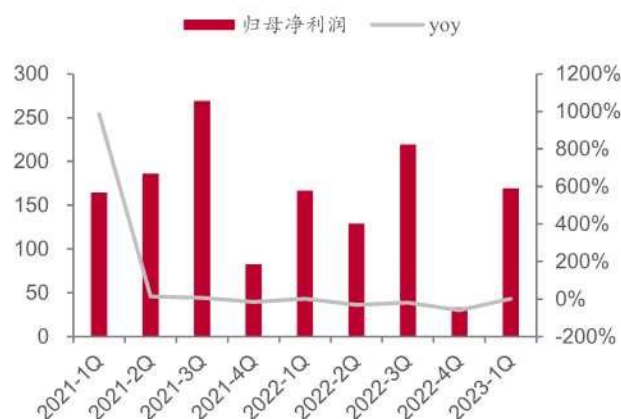
图表 3：通策医疗分季度财务数据（百万）

	2021-1Q	2021-2Q	2021-3Q	2021-4Q	2022-1Q	2022-2Q	2022-3Q	2022-4Q	2023-1Q
营业收入	631.1	686.4	818.9	644.3	654.6	663.5	821.2	579.2	674.5
营收同比增长	227.3%	23.1%	12.4%	6.3%	3.7%	-3.3%	0.3%	-10.1%	3.0%
营收环比增长	-0.7%	8.8%	19.3%	-21.3%	1.6%	1.4%	23.8%	-29.5%	16.5%
营业成本	331.2	370.4	410.2	388.3	348.6	410.9	456.9	392.6	370.4
毛利	299.9	316.1	408.7	256.0	306.1	252.7	364.3	186.6	304.1
营业费用	6.0	5.2	5.3	8.1	6.5	5.7	7.2	8.6	5.5
管理费用	61.3	58.4	53.7	85.3	64.9	60.3	62.3	97.2	66.9
财务费用	7.5	6.9	4.6	4.1	5.9	5.8	6.6	28.2	5.4
营业利润	222.7	243.3	345.1	163.8	224.9	175.1	282.0	52.0	225.0
利润总额	222.5	243.6	344.9	163.6	224.4	175.2	287.0	51.4	224.7
所得税	35.4	34.0	36.3	82.7	34.1	22.2	28.8	37.2	27.2
归母净利润	164.4	186.3	269.3	82.7	166.5	129.1	219.6	33.1	169.0
毛利率	47.52%	46.05%	49.91%	39.73%	46.75%	38.08%	44.36%	32.21%	45.09%
销售费用率	0.96%	0.76%	0.65%	1.26%	0.99%	0.86%	0.88%	1.49%	0.82%
管理费用率	9.71%	8.51%	6.56%	13.23%	9.91%	9.09%	7.59%	16.79%	9.91%
财务费用率	1.18%	1.00%	0.56%	0.63%	0.91%	0.87%	0.81%	4.87%	0.79%

来源：wind，中泰证券研究所

图表 4：通策医疗季度营业收入情况（百万）


来源：wind，中泰证券研究所

图表 5：通策医疗季度归母净利润情况（百万）


来源：wind，中泰证券研究所

- **人员成本增加及新院扩张导致毛利率、净利率有所下滑。**2022 年整体毛利率 40.8%、净利率 22.7%，分别较上年下降 5.25pp、5.62pp；营业成本拆分来看，占营业成本 56.9%的人力成本 2022 年同比增长 9.49%；折旧、装修、租赁及物业费也均有较大幅度上升。2022 年公司期间费用率为 13.22%，与上年同期基本持平；其中销售费用率 1.03%（同比+0.14pp）；管理费用率 10.48%（同比-0.95pp）；财务费用率 1.71%（同比+0.88pp）。

图表 6: 通策医疗毛利率和净利率变化



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 7: 通策医疗三项费用率变化 (百万)



来源: wind, 中泰证券研究所

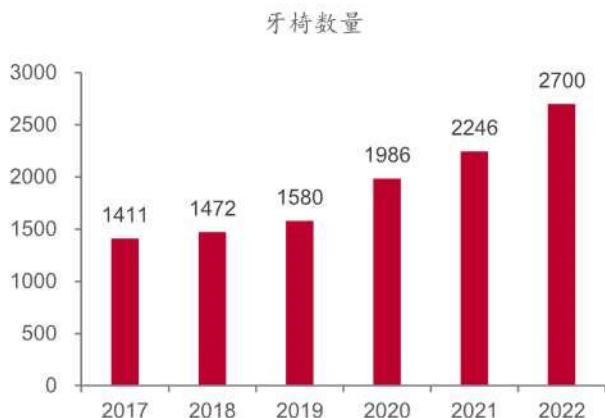
- **省内扩张提速明显, 牙椅周转效率有望随客流恢复提升。**截止 2022 年底, 公司拥有已营业口腔医疗机构 73 家 (较 2021 年净增 13 家), 牙椅数达到 2700 台 (新增 454 台)。全年实现门诊量 294.59 万人次, 同比增长 5.28%; 实现牙科服务收入 25.73 亿元, 同比减少 2.27%。2022 年单牙椅产出为 95.3 万/张, 较 2021 年同期有所下滑, 预计随疫后客流恢复、新院爬坡加速, 牙椅周转效率有望提升。

图表 8: 通策医疗牙科医疗服务收入 (百万)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 9: 通策医疗牙椅数量 (台)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- **Q1 刚需治疗率先复苏, 种植牙集采落地后需求有待释放。**分板块来看, 2022 年种植、正畸、儿科、修复以及大综合分别实现营收 4.48、5.15、4.85、4.27、6.98 亿元, 同比分别+1.5%、-3.6%、-8.3%、+0.1%、+2.1%; 种植业务主要受到观望情绪延迟消费的影响; 正畸、儿牙主要受到疫情冲击、学校封闭等因素影响。从 23 年 Q1 来看, 修复、综合此类偏刚需的医疗服务率先恢复, 分别同比增长 5.4%、5.7%; 种植、正畸、儿科均处于逐渐恢复态势。2023 年 4 月以来, 多地陆续开始执行种植牙集采价格, 我们认为集采降价后将会大幅提升种植牙的消费可及性, 带动渗透率有明显提升, 公司作为民营医院龙头, 医生储备充足, 有望显著受益。

图表 10: 2021-2022 年通策医疗分业务板块收入情况 (百万)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

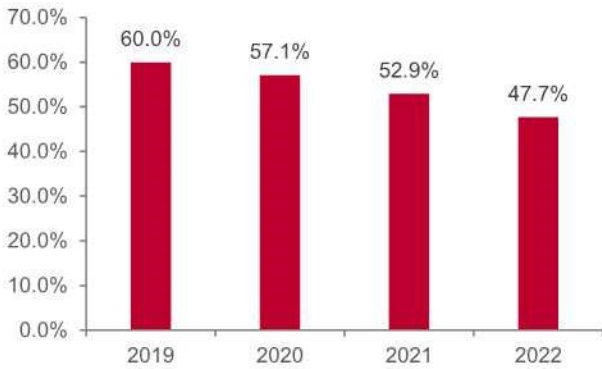
图表 11: 2022Q1-2023Q1 通策医疗分业务板块收入情况 (百万)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 三大总院表现稳定, 蒲公英分院快速爬坡。** 杭口、城西以及宁口三大总院 2022 年分别实现营收 6.57、4.67、1.73 亿元, 合计占总收入的 47.7%; 剔除分红后的净利润分别为 2.32 亿、1.57 亿、2659 万元, 合计占公司净利润的 75.82%; 三大总院仍然保持较高水平的盈利能力。截至目前, 蒲公英分院累计开业 36 家, 其中报告期内盈利的 17 家; 平均盈亏平衡周期在 1-2 年左右; 蒲公英分院 2022 年贡献 营收 4.04 亿元, 同比增长 96.52%, 处于快速爬坡期。

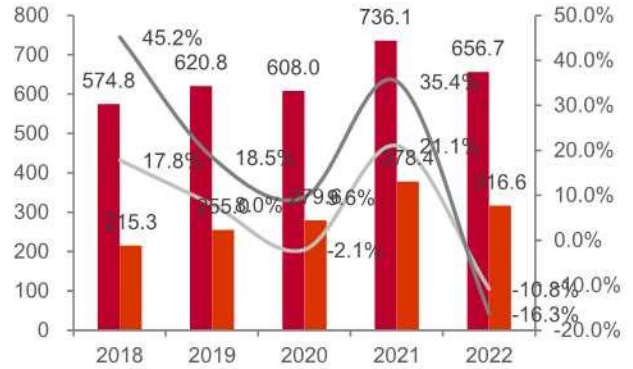
图表 12: 三大总院占收入比重情况
图表 13: 杭州口腔医院收入利润情况 (百万)

三家总院收入占比



来源：公司公告，中泰证券研究所

收入 净利润 收入增速 利润增速



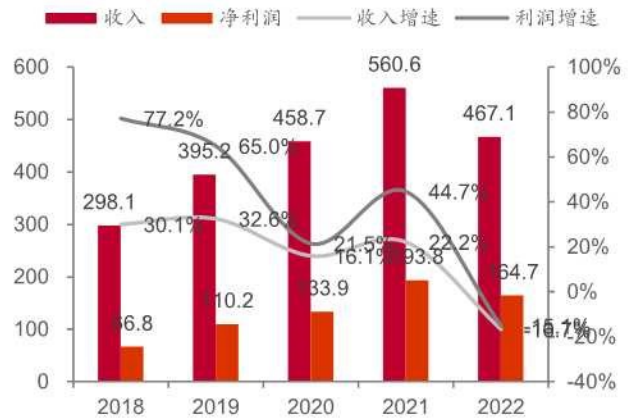
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 14: 宁波口腔医院收入利润情况 (百万)



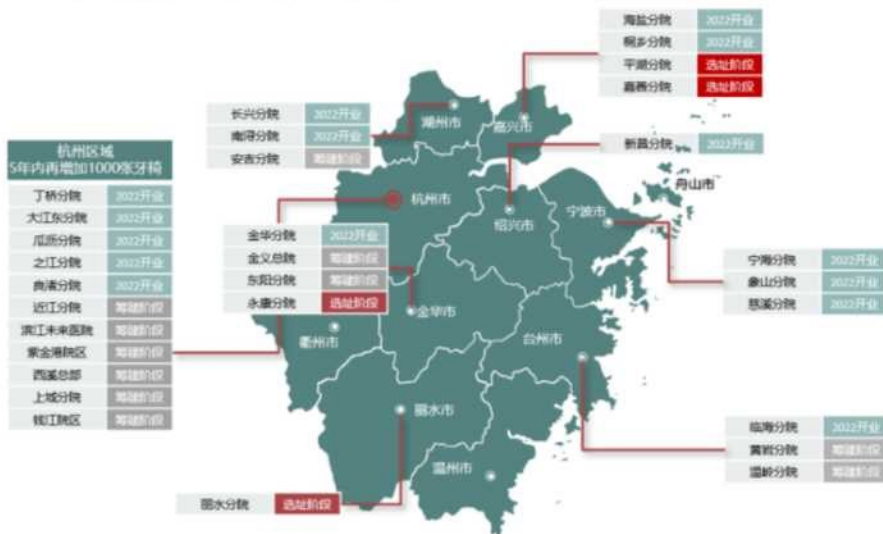
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 15: 城西口腔医院收入利润情况 (百万)



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 16: 通策医疗浙江省内口腔医院建设规划



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 风险提示事件：口腔医院扩张不及预期，高值项目推广不及预期，医疗事故风险

图表 17: 通策医疗财务预测模型

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	1112	1949	2899	4114	营业收入	2719	3269	4065	5103
现金	630	1433	2319	3457	营业成本	1609	1929	2439	2960
应收账款	105	99	124	155	营业税金及附加	7	8	10	13
其他应收款	60	72	89	112	营业费用	28	36	41	51
预付账款	26	58	73	89	管理费用	285	366	439	541
存货	23	27	34	42	财务费用	47	-22	-45	-85
其他流动资产	268	260	260	260	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	4043	3872	4311	4410	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	243	120	135	150	投资净收益	38	20	60	30
固定资产	860	1039	1268	1459	营业利润	734	943	1208	1623
无形资产	12	11	10	9	营业外收入	6	4	4	4
其他非流动资产	2927	2702	2898	2792	营业外支出	2	2	2	2
资产总计	5154	5821	7210	8524	利润总额	738	946	1210	1626
流动负债	477	415	487	576	所得税	122	176	220	289
短期借款	0	0	0	0	净利润	616	770	990	1337
应付账款	141	168	213	258	少数股东损益	67	76	97	130
其他流动负债	337	246	274	318	归属母公司净利润	548	694	894	1207
非流动负债	1059	916	1239	1130	EBITDA	908	1036	1308	1712
长期借款	29	229	329	264	EPS (元)	1.71	2.17	2.79	3.76
其他非流动负债	1030	688	910	866					
负债合计	1536	1331	1725	1706	主要财务比率				
少数股东权益	307	383	480	610	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
股本	321	321	321	321	成长能力				
资本公积	0	0	0	0	营业收入	-2.2%	20.2%	24.4%	25.5%
留存收益	3071	3765	4658	5865	营业利润	-24.7%	28.5%	28.1%	34.3%
归属母公司股东权益	3311	4107	5005	6208	归属于母公司净利润	-22.0%	26.6%	28.7%	35.0%
负债和股东权益	5154	5821	7210	8524	获利能力				
					毛利率(%)	40.8%	41.0%	40.0%	42.0%
					净利率(%)	20.2%	21.2%	22.0%	23.6%
					ROE(%)	16.6%	16.9%	17.9%	19.4%
					ROIC(%)	38.0%	43.5%	51.8%	66.2%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	29.8%	22.9%	23.9%	20.0%
					净负债比率(%)	11.05%	20.19%	21.38%	17.81%
					流动比率	2.33	4.70	5.96	7.14
					速动比率	2.28	4.63	5.89	7.07
					营运能力				
					总资产周转率	0.54	0.60	0.62	0.65
					应收账款周转率	30	31	35	35
					应付账款周转率	10.25	12.48	12.79	12.55
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.71	2.17	2.79	3.76
					每股经营现金流(最新摊薄)	2.09	2.86	3.23	4.54
					每股净资产(最新摊薄)	10.33	12.81	15.61	19.36
					估值比率				
					P/E	69.71	55.05	42.77	31.67
					P/B	11.54	9.31	7.64	6.16
					EV/EBITDA	41	36	28	22

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 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, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。