

2023Q1 业绩符合预期， 逆势扩张储备增长动力

核心观点

公司 23Q1 收入与归母净利润增长符合预期。公司在疫情期间推进蒲公英医院和新总院建设，为后集采时代做准备。2023 年 4 月种植牙集采政策在全国范围内陆续落地，预计年内公司种植牙业务量将会实现较快增长。中期来看，蒲公英医院进入利润释放阶段、新总院开业后单椅产出逐渐提升，有助于公司实现稳定增长。长期来看，公司在体外培育存济口腔医院品牌，武汉、西安存济口腔医院品牌成熟后，有望进一步打开公司的成长空间。

事件

2023 年 4 月 25 日，公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报

公司 2022 年实现收入 27.19 亿元，同比下降 2.23%；实现归母净利润 5.48 亿元，同比下降 21.99%；实现扣非归母净利润 5.25 亿元，同比下降 21.73%；EPS 1.71 元，同比减少 21.92%。

其中 2022 年第四季度收入为 5.79 亿元，同比下降 10.11%，归母净利润为 0.33 亿元，同比下滑 59.98%。

2023 年一季度营收为 6.75 亿元，同比增长 3.04%；归母净利润为 1.69 亿元，同比增长 1.49%；扣非归母净利润为 1.64 亿元，同比增长 0.42%。

简评

2022 年利润略低于预期，2023Q1 业绩增长符合预期

2022 年公司实现收入 27.19 亿元，同比下降 2.23%，符合预期。其中第四季度收入同比下降 10.11%，主要是因为 12 月国内疫情防控政策变化，对公司旗下医院的正常经营造成较大影响。

2022 年公司实现归母净利润 5.48 亿元，同比下降 21.99%，略低于预期。主要是因为公司的扩张战略和新租赁准则的实行等多个因素导致的，共计影响利润约 1.6 亿余元。其中，公司为新建大型口院以及新设蒲公英分院，储备共计 1000 余人，全年增加人力成本约 1 亿余元；2022 年新开业的 17 家蒲公英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，合计影响约为 2050 万元；公司新建医院的物业以长期经营租赁为主，2022 年执行新租赁准则计提了租赁负债利息费用 4250 万元。

通策医疗 (600763. SH)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-86451162

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

王在存

wangzaicun@csc.com.cn

010-86451382

SAC 编号:S1440521070003

发布日期：2023 年 04 月 29 日

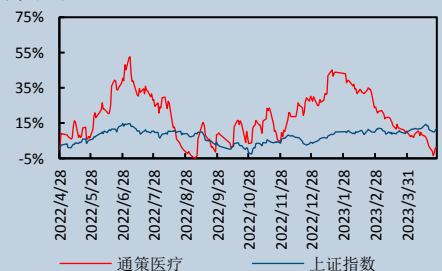
当前股价：119.20 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-8.91/-11.12	-29.64/-31.43	-3.35/-15.69
12 月最高/最低价 (元)		179.68/111.79
总股本 (万股)		32,064.00
流通 A 股 (万股)		32,064.00
总市值 (亿元)		382.20
流通市值 (亿元)		382.20
近 3 月日均成交量 (万)		353.22
主要股东		
杭州宝群实业集团有限公司		33.75%

股价表现



相关研究报告

2022-10-25 【中信建投医疗服务】通策医疗 (600763):22Q3 持续投入蒲公英医院建设，短期利润承压

【中信建投医疗服务】通策医疗

23Q1 公司收入与净利润增长符合预期，收入同比增长 3.04%、归母净利润同比增长 1.49%。其中 1 月份受疫情放开影响，收入同比下降 31.8%，2 月份业务恢复正常，收入同比增长 32.3%，3 月份市场主要因为受种植牙集采观望情绪影响，收入同比增长 5.6%。

公司疫情影响下逆势扩张，蒲公英医院收入占比持续提升

公司在疫情期推进蒲公英医院开业和新总院建设，为后集采时代做准备。2022 年公司新开业了 17 家蒲公英医院，其中已经有 7 家在 2023Q1 实现盈利；2023Q1 又新开业了 1 家。截止 2023 年一季度末，公司蒲公英分院累计开业 37 家，本年预计还会开业 7-8 家。预计到 2023 年年底，公司将拥有 44-45 家蒲公英分院。新总院建设方面，城西新大楼、紫金港医院、浙中总院等预计于 2024 年内开业。

分医院来看，2022 年公司旗下总院收入占比降低，蒲公英医院收入占比提升。杭口总院（包含平海路 1 号和 57 号院区）实现收入 6.57 亿元，同比-10.8%；杭口城西总院实现收入 4.67 亿元，同比-16.7%；宁口实现收入 1.72 亿元，同比-1.2%。2022 年蒲公英分院贡献 4.04 亿元收入，同比增长 96.52%。23Q1 蒲公英医院贡献业务收入 1.26 亿元，同比增长 60%。

公司旗下部分蒲公英医院仍在亏损、生产力尚未充分释放，2022 年净利率仅 1.15%。公司对蒲公英医院的持股比例在 60-80% 不等。短期来看，蒲公英医院净利率较低，其收入占比提升对公司归母净利润增长有一定的负面影响；但中长期来看，蒲公英医院进入利润释放阶段后，将会成为公司新的业绩增长点。

种植牙集采观望情绪仍较强，23Q1 寒假期间正畸、儿科受影响较大

2022 年，公司实现种植收入 4.48 亿元，同比增长 1.5%；正畸收入 5.15 亿元，同比下降 3.6%；儿科收入 4.85 亿元，同比下降 8.3%；修复收入 4.27 亿元，同比上升 0.1%；大综合收入 6.98 亿元，同比上升 2.1%。种植业务主要受到观望情绪、延迟消费的影响；正畸、儿牙主要受到客观因素、学校封闭等因素影响。

23Q1，公司实现种植收入 1.04 亿元，同比增长 2.7%；正畸收入 1.20 亿元，同比下降 3.5%；儿科收入 1.26 亿元，同比下降 0.2%；修复收入 1.01 亿元，同比上升 5.4%；大综合收入 1.84 亿元，同比上升 5.7%。一季度分业务趋势基本与 2022 年的相同，种植业务受观望情绪影响；正畸、儿牙的消费旺季在假期，23 年 1 月的疫情影响较大，造成正畸、儿科 23Q1 收入同比均有所下滑。修复、大综合等偏刚需牙科业务收入保持相对较快增长。

展望全年，2023 年 4 月种植集采政策在全国范围内陆续落地，预计年内公司种植牙业务量将会实现较快增长；正畸和儿科累积的需求有望在旺季（假期）释放；修复和大综合业务将会继续保持稳定增长。22Q1-23Q1 公司单季度收入增速分别为 3.74%、-3.34%、0.29%、-10.11%、3.04%，考虑到低基数情况以及种植牙观望情绪可能有所延续，预计公司在 23Q3、23Q4 的单季度收入增速将会更为可观。

各项财务指标基本正常

2022 年公司整体销售费用率 1.03%，同比增加 0.14 个百分点，主要是新建和存量医院增加口腔普及宣传投入所致；管理费用率 10.48%，同比增加 1.17 个百分点，主要是新建医院增加而增加行政管理人员所致；财务费用率 1.71%，同比增加 0.88 个百分点，主要是执行新租赁准则，租赁负债利息费用增加所致。

23Q1 公司各项期间费用率保持稳健，销售费用率、管理费用率、财务费用率依次为 0.82%、9.91%、0.79%。

2022 年、23Q1 公司应收账款周转天数分别为 11.82、16.94 天，分别同比增加 30%、15%，可能是由于当地医保基金支付结算周期波动导致的。2022 年、23Q1 公司应付账款周转天数分别为 35.13、32.43 天，分别同比减少 14%、22%。

盈利预测与估值

我们预测 2023-2025 年，公司营收分别为 32.80、40.00、48.95 亿元，分别同比增加 20.65%、21.94%、22.39%；归母净利润分别为 6.73、8.59、10.85 亿元，分别同比增加 22.70%、27.63%、26.41%。以 2023 年 4 月 28 日收盘价（119.20 元/股）计算，2023-2025 年 PE 分别为 57、45 和 35 倍。维持“买入”评级。

图表1： 预测和比率

单位:百万元	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2087.86	2780.73	2718.61	3280.01	3999.61	4895.10
增长率(%)	10.22%	33.19%	-2.23%	20.65%	21.94%	22.39%
归属母公司股东净利润	492.63	702.81	548.27	672.71	858.55	1085.28
增长率(%)	6.38%	42.67%	-21.99%	22.70%	27.63%	26.41%
每股收益(EPS)	1.54	2.19	1.71	2.10	2.68	3.38
市盈率(P/E)	78	54	70	57	45	35

资料来源: Wind, 中信建投

风险分析

1) 医疗事故风险：在临床医学上，由于存在着医学认知局限、患者个体差异、疾病情况不同、医生水平差异、医院条件限制等诸多因素的影响，各类诊疗行为客观上存在着程度不一的风险，医疗事故和差错无法完全杜绝。医疗机构不可避免地存在一定的医疗风险。医疗事故的发生可能会对公司的品牌和经营造成较大的负面影响。

2) 人力资源储备不足风险：伴随着公司规模快速扩张，能否吸引、培养、用好高素质的技术人才和管理人才，是影响公司未来发展的关键性因素。虽然公司在前期已经为后续的发展进行了相应的人才储备，但如果公司不能持续吸引足够的技术人才和管理人才，且不能在人才培养和激励方面继续进行机制创新，公司仍将在发展过程中面临人才短缺风险。

3) 市场竞争风险：随着口腔市场的扩容，社会资本不断进入口腔医疗服务行业，增加口腔医疗机构之间的竞争。当前口腔市场存在多样化的诊疗需求，其中低端市场竞争最为激烈，公司在中高端市场优势明显，但低端市场进入较晚，目前占有率仍不高，且公司对于低端市场的战略仍处于探索深入阶段，若公司采取了不合适的竞争策略，有可能会损伤公司品牌、并对公司业绩造成不利影响。

图表2： 财务报表预测

利润表（百万元）					现金流量表（百万元）						
2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2718.61	3280.01	3999.61	4895.10	净利润	615.68	755.42	964.10	1218.71		
营业成本	1609.03	1927.33	2300.69	2774.21	折旧与摊销	127.70	97.90	97.90	97.90		
营业税金及附加	6.73	8.20	10.11	12.29	财务费用	46.55	14.09	12.28	10.44		
销售费用	28.03	34.16	42.07	52.00	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00		
管理费用	284.78	347.02	428.35	529.15	经营营运资本变动	-252.38	108.01	17.89	37.47		
财务费用	46.55	14.09	12.28	10.44	其他	132.50	-33.58	-37.03	-38.43		
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	670.05	941.83	1055.13	1326.10		
投资收益	38.30	38.30	38.30	38.30	资本支出	-36.67	0.00	0.00	0.00		
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-460.68	298.30	38.30	38.30		
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-497.35	298.30	38.30	38.30		
营业利润	733.91	922.32	1176.92	1487.38	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00		
其他非经营损益	4.08	-1.08	-1.18	-1.15	长期借款	-81.16	0.00	0.00	0.00		
利润总额	737.98	921.24	1175.74	1486.23	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00		
所得税	122.31	165.82	211.63	267.52	支付股利	0.00	-109.65	-134.54	-171.71		
净利润	615.68	755.42	964.10	1218.71	其他	-305.03	-174.60	-12.28	-10.44		
少数股东损益	67.41	82.71	105.56	133.43	筹资活动现金流净额	-386.19	-284.25	-146.82	-182.15		
归属母公司股东净利润	548.27	672.71	858.55	1085.28	现金流量净额	-213.50	955.88	946.61	1182.24		

资产负债表（百万元）					财务分析指标						
2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	630.32	1586.20	2532.81	3715.06	成长能力						
应收和预付款项	166.23	176.16	219.10	270.26	销售收入增长率	-2.23%	20.65%	21.94%	22.39%		
存货	22.90	27.25	30.74	38.42	营业利润增长率	-24.72%	25.67%	27.60%	26.38%		
其他流动资产	292.44	39.14	47.72	58.41	净利润增长率	-21.68%	22.70%	27.63%	26.41%		
长期股权投资	243.07	243.07	243.07	243.07	EBITDA 增长率	-17.76%	13.89%	24.44%	23.98%		
投资性房地产	42.79	42.79	42.79	42.79	获利能力						
固定资产和在建工程	1120.33	1058.53	996.73	934.93	毛利率	40.81%	41.24%	42.48%	43.33%		
无形资产和开发支出	62.65	60.00	57.34	54.69	三费率	13.22%	12.05%	12.07%	12.09%		
其他非流动资产	2573.73	2540.28	2506.84	2473.39	净利率	22.65%	23.03%	24.10%	24.90%		
资产总计	5154.45	5773.42	6677.15	7831.02	ROE	17.02%	17.80%	19.00%	19.91%		
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	11.94%	13.08%	14.44%	15.56%		
应付和预收款项	287.58	436.02	503.55	602.02	ROIC	136.04%	133.81%	191.72%	247.18%		
长期借款	28.80	28.80	28.80	28.80	EBITDA/销售收入	33.41%	31.53%	32.18%	32.60%		
其他负债	1219.84	1064.19	1070.82	1079.23	营运能力						
负债合计	1536.22	1529.01	1603.18	1710.05	总资产周转率	0.54	0.60	0.64	0.67		
股本	320.64	320.64	320.64	320.64	固定资产周转率	3.12	3.96	5.21	6.94		
资本公积	0.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	29.82	30.23	31.94	31.56		
留存收益	3070.50	3633.56	4357.57	5271.14	存货周转率	73.82	76.60	76.48	76.83		
归属母公司股东权益	3310.75	3854.21	4578.22	5491.79	销售商品提供劳务收到 现金/营业收入	99.39%	—	—	—		
少数股东权益	307.48	390.19	495.75	629.18	资本结构						
股东权益合计	3618.23	4244.41	5073.97	6120.97	资产负债率	29.80%	26.48%	24.01%	21.84%		
负债和股东权益合计	5154.45	5773.42	6677.15	7831.02	带息债务/总负债	1.87%	1.88%	1.80%	1.68%		
					流动比率	2.33	3.89	5.20	6.27		
					速动比率	2.28	3.83	5.14	6.21		
					股利支付率	0.00%	16.30%	15.67%	15.82%		

业绩和估值指标									
2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标					
EBITDA	908.16	1034.30	1287.09	1595.72	每股收益	1.71	2.10	2.68	3.38
PE	69.71	56.82	44.52	35.22	每股净资产	10.33	12.02	14.28	17.13
PB	11.54	9.92	8.35	6.96	每股经营现金	2.09	2.94	3.29	4.14
PS	14.06	11.65	9.56	7.81	每股股利	0.00	0.34	0.42	0.54
EV/EBITDA	38.97	33.16	25.91	20.16					
股息率	0.00%	0.29%	0.35%	0.45%					

资料来源: Wind, 中信建投

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

王在存

北京大学生物医学工程博士。2017 年加入中信建投研究发展部，负责医疗器械和医疗服务板块，研究勤奋、全面，深度跟踪医疗器械产业趋势和研究成果。

研究助理

刘慧彬

liuhuibin@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
 座 12 层
 电话：(8610) 8513-0588
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南
 塔 2103 室
 电话：(8621) 6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交
 汇处广电金融中心 35 楼
 电话：(86755) 8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：(852) 3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk