

**投资评级 优于大市 维持**

## 人才和新院扩张拖累短期业绩，静待产能释放

### 股票数据

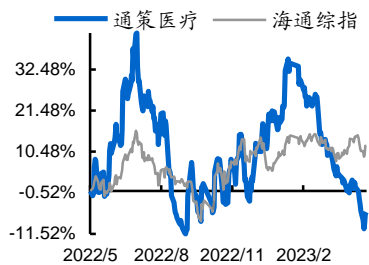
05月11日收盘价(元)	115.59
52周股价波动(元)	110.02-182.58
总股本/流通A股(百万股)	321/321
总市值/流通市值(百万元)	38272/38272

### 相关研究

《医院扩张储备叠加疫情影响，短期业绩承压》2022.08.30

《受疫情影响短期业绩承压，长期趋势未改》2022.05.03

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-6.1	-16.6	-26.8
相对涨幅(%)	-4.0	-13.8	-23.8

资料来源：海通证券研究所

分析师:余文心

Tel:(0755)82780398

Email:ywx9461@haitong.com

证书:S0850513110005

分析师:郑琴

Tel:(021)23219808

Email:zq6670@haitong.com

证书:S0850513080005

联系人:彭婷

Tel:(010)68067998

Email:pp13606@haitong.com

### 投资要点:

- 事件:** 公司发布2022年年报及2023年一季报, 2022年实现营业收入27.19亿元(-2.23%), 归母净利润5.48亿元(-21.99%), 扣非归母净利润5.25亿元(-21.73%), 业绩同比下滑, 主要系1) 门诊量受客观因素影响; 2) 人员逆势扩张, 全年增加人力成本约1亿余元; 3) 长期租赁采用会计新政策, 计入损益的租赁负债利息费用4250万; 4) 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。
- 23Q1** 实现营业收入6.75亿元(+3.04%), 归母净利润1.69亿元(+1.49%), 扣非归母净利润1.64亿元(+0.42%), 23年1月份受客观因素影响单月营收同比下降31.8%, 2月份业务恢复正常, 单月营收同比增长32.3%, 3月份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%。
- 点评:**
  - 截至2022年底, 公司口腔医疗服务营业面积超过23万平方米, 开设牙椅2700台, 口腔医疗门诊量达294.59万人次。2022年医疗服务收入25.73亿元(-2.27%), 其中高毛利项目儿科、正畸、种植医疗服务分别实现收入4.85、5.15、4.48亿元, 同比变动-8.3%、-3.6%、1.5%。随着2023年4月20日种植牙集采政策落地执行, 我们认为前期采取观望态度的患者将逐步回归, 此外随着儿童正畸、早矫以及全麻、种植牙、高端修复的增加, 公司客单价有望实现增长。
  - 2022年, 杭口、城西以及宁口三大总院分别实现营业收入6.57亿元、4.67亿元、1.73亿元, 剔除分红后的净利润分别为2.32亿元、1.57亿元、2659万元, 杭口总院和城西总院的盈利能力维持较高的水平, 宁口总院利润下滑, 主要系宁波每个地级市都有蒲公英分院, 但总院的人力资源不足, 支出较多, 且新总院的费用投入较大, 颌面外科业务盈利能力较弱, 后续与月湖老院共享病人后业绩有望改善。公司还在推动城西新院区、紫金港医院、滨江未来医院、浙中总院等旗舰总院的建设, 为后续县市级分院的建设蓄能。
  - 公司的“蒲公英计划”在2019年生根发芽, 由省城向基层县市区不断生长。截至23年4月, 蒲公英分院累计开业36家, 其中2022年内盈利的有17家, 2022年新开的17家中有3家实现当年盈利。蒲公英医院目前仍有部分在亏损, 生产力尚未充分释放, 整体净利率1.15%, 培育期过后蒲公英分院的边际效应有望逐步提升。2023年公司预计新投入运营8家蒲公英分院, 此外已经开业的蒲公英分院开放的牙椅数也将从20张逐步提升到35张, 配合近两年为扩张储备的人才, 公司的产能有望进一步提升。

### 主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2781	2719	3413	4036	4645
(+/-)YoY(%)	33.2%	-2.2%	25.5%	18.3%	15.1%
净利润(百万元)	703	548	678	859	1049
(+/-)YoY(%)	42.7%	-22.0%	23.7%	26.6%	22.1%
全面摊薄EPS(元)	2.19	1.71	2.11	2.68	3.27
毛利率(%)	46.1%	40.8%	39.6%	40.4%	41.5%
净资产收益率(%)	24.4%	16.6%	17.0%	17.7%	17.8%

资料来源: 公司年报(2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

- **盈利预测:** 我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 6.78 亿元、8.59 亿元、10.49 亿元，对应 EPS 分别为 2.11 元、2.68 元、3.27 元。公司依靠杭口医院为基点形成强品牌效应，“区域总院+分院”的发展模式在浙江省内得到验证，逐步体内外扩张，参考可比公司，我们给予公司 2023 年估值 50-60X PE，对应合理价值区间为 105.74-126.88 元，继续维持“优于大市”评级。
- **风险提示:** 种植牙集采带来的风险，市场竞争加剧的风险，扩张进度不及预期的风险。

**表 1 通策医疗收入分项 (百万元)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>总收入 (百万元)</b>	<b>2087.86</b>	<b>2780.73</b>	<b>2718.61</b>	<b>3412.79</b>	<b>4036.27</b>	<b>4644.94</b>
增速 (%)	10%	33%	-2%	26%	18%	15%
毛利率 (%)	45%	46%	41%	40%	40%	42%
<b>浙江省内口腔服务收入 (百万元)</b>	<b>1796.01</b>	<b>2356.88</b>	<b>2355.30</b>	<b>3008.07</b>	<b>3557.31</b>	<b>4077.88</b>
增速 (%)	12%	31%	0%	28%	18%	15%
毛利率 (%)	49%	51%	43%	42%	42%	44%
<b>浙江省外口腔服务收入 (百万元)</b>	<b>199.06</b>	<b>258.78</b>	<b>217.31</b>	<b>260.78</b>	<b>312.93</b>	<b>375.52</b>
增速 (%)	9%	30%	-16%	20%	20%	20%
毛利率 (%)	28%	29%	24%	25%	25%	25%
<b>产品销售收入 (百万元)</b>	<b>73.77</b>	<b>125.28</b>	<b>116.47</b>	<b>133.94</b>	<b>154.03</b>	<b>177.13</b>
增速 (%)	-19%	70%	-7%	15%	15%	15%
毛利率 (%)	25%	26%	21%	22%	22%	22%
<b>综合服务收入 (百万元)</b>		<b>0.79</b>	<b>1.46</b>	<b>1.75</b>	<b>2.10</b>	<b>2.52</b>
增速 (%)			86%	20%	20%	20%
毛利率 (%)		98%	100%	99%	99%	99%
<b>建设工程收入 (百万元)</b>			<b>6.88</b>	<b>8.25</b>	<b>9.90</b>	<b>11.88</b>
增速 (%)				20%	20%	20%
毛利率 (%)			39%	40%	40%	40%

资料来源: wind, 海通证券研究所

**表 2 可比公司估值**

股票代码	股票简称	收盘价 (元)		EPS (X)			PE (X)		
		2023/5/12	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	
300015	爱尔眼科	28.70	0.36	0.50	0.65	78.65	57.57	44.11	
002044	美年健康	7.06	-0.14	0.16	0.23	(50.43)	44.35	30.47	
000516	国际医学	9.97	-0.52	0.01	0.11	(19.17)	1,608.06	87.76	
	均值						569.99	54.12	

资料来源: wind, 海通证券研究所 注: 收盘价为 2023 年 5 月 12 日价格, EPS 为 wind 一致预期

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业收入</b>	2719	3413	4036	4645
每股收益	1.71	2.11	2.68	3.27	营业成本	1609	2062	2406	2717
每股净资产	10.33	12.44	15.12	18.39	毛利率%	40.8%	39.6%	40.4%	41.5%
每股经营现金流	2.09	3.08	3.26	3.91	营业税金及附加	7	9	10	12
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	28	34	40	47
P/E	66.79	54.00	42.64	34.91	营业费用率%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
P/B	11.06	9.18	7.55	6.21	管理费用	285	345	379	423
P/S	13.47	10.73	9.07	7.88	管理费用率%	10.5%	10.1%	9.4%	9.1%
EV/EBITD	51.56	37.86	30.14	24.46	EBIT	742	883	1095	1317
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	47	38	28	17
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	1.7%	1.1%	0.7%	0.4%
毛利率	40.8%	39.6%	40.4%	41.5%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	20.2%	19.9%	21.3%	22.6%	投资收益	38	58	67	75
净资产收益率	16.6%	17.0%	17.7%	17.8%	<b>营业利润</b>	<b>734</b>	<b>926</b>	<b>1170</b>	<b>1427</b>
资产回报率	10.6%	11.1%	12.0%	12.5%	营业外收支	4	0	0	0
投资回报率	13.0%	13.1%	13.9%	14.1%	<b>利润总额</b>	<b>738</b>	<b>926</b>	<b>1170</b>	<b>1427</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITD	962	958	1173	1398
营业收入增长率	-2.2%	25.5%	18.3%	15.1%	所得税	122	167	208	252
EBIT 增长率	-21.2%	19.0%	24.0%	20.3%	有效所得税率%	16.6%	18.0%	17.8%	17.7%
净利润增长率	-22.0%	23.7%	26.6%	22.1%	少数股东损益	67	80	103	126
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>548</b>	<b>678</b>	<b>859</b>	<b>1049</b>
资产负债率	29.8%	28.4%	25.3%	22.4%					
流动比率	2.33	2.94	3.97	5.07	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
速动比率	1.68	2.46	3.53	4.65	货币资金	630	1484	2418	3572
现金比率	1.32	2.18	3.22	4.33	应收账款及应收票据	105	114	137	161
<b>经营效率指标</b>					存货	23	29	34	38
应收账款周转天数	14.09	12.20	12.40	12.62	其它流动资产	354	377	394	413
存货周转天数	5.19	5.19	5.15	5.17	流动资产合计	1112	2004	2983	4185
总资产周转率	0.53	0.56	0.56	0.55	长期股权投资	243	253	263	273
固定资产周转率	3.16	4.06	4.92	5.84	固定资产	860	841	820	795
					在建工程	260	309	364	416
					无形资产	12	12	12	11
					非流动资产合计	4043	4112	4165	4213
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>资产总计</b>	<b>5154</b>	<b>6116</b>	<b>7148</b>	<b>8398</b>
净利润	548	678	859	1049	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	67	80	103	126	应付票据及应付账款	141	220	245	274
非现金支出	221	75	78	81	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	4	-9	-19	-29	其它流动负债	337	461	506	551
营运资金变动	-171	164	25	28	流动负债合计	477	681	750	826
<b>经营活动现金流</b>	<b>670</b>	<b>989</b>	<b>1046</b>	<b>1255</b>	长期借款	29	29	29	29
资产	-421	-105	-111	-109	其它长期负债	1030	1030	1030	1030
投资	-60	-10	-10	-10	非流动负债合计	1059	1059	1059	1059
其他	-16	28	57	65	<b>负债总计</b>	<b>1536</b>	<b>1739</b>	<b>1809</b>	<b>1884</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-497</b>	<b>-87</b>	<b>-64</b>	<b>-54</b>	实收资本	321	321	321	321
债权募资	-110	0	0	0	归属于母公司所有者权益	3311	3989	4848	5896
股权募资	38	0	0	0	少数股东权益	307	388	491	617
其他	-314	-49	-48	-47	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>5154</b>	<b>6116</b>	<b>7148</b>	<b>8398</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-386</b>	<b>-49</b>	<b>-48</b>	<b>-47</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>-213</b>	<b>853</b>	<b>934</b>	<b>1155</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 12 日; (2) 以上各表均为简表  
资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

# 信息披露

## 分析师声明

余文心 医药行业  
 郑琴 医药行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 天士力,华润三九,人福医药,凯莱英,纳微科技,药康生物,片仔癀,华兰生物,沃森生物,同仁堂,微芯生物,万泰生物,康泰生物,康龙化成,迈瑞医疗,贝达药业,百普赛斯,海泰新光,诺唯赞,惠泰医疗,诺禾致源,普瑞眼科,以岭药业,博腾股份,科伦药业,泰格医药,东阿阿胶,博济医药,万孚生物,康华生物

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

## 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 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波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。