

证券研究报告 / 公司点评报告

增持

政策出清，外部环境向好，23年高业绩增长可期

上次评级：增持

--- 通策医疗年报&一季报点评

报告摘要：

公司发布2022年年报，2022年实现营收27.19亿元(-2.23%)，实现归母净利润5.48亿元(-21.99%)，业绩表现略低预期；同时公司发布2023年一季报，Q1实现营收6.75亿元(+3.04%)，实现归母净利润1.69亿元(+1.49%)。

点评：

2022年公司业绩承压。2022年公司业绩略低预期，主要系：1)3、4、8、10、11、12月份受客观因素影响明显，门诊量增长受到不同程度的影响，尤其12月份门诊量同比下降超20%；2)种植牙医疗服务价格调整、种植耗材集采及正畸托槽集采政策相继推出，患者观望情绪浓厚，存在消费延迟。

2023年政策出清，外部环境趋好，公司兼具医生资源优势与品牌优势，消费复苏后业绩有望实现快速恢复。1)2023年2月份开始业务恢复正常，单月营收同比增长32.3%，3月份市场观望情绪较明显，单月营收同比增长5.6%，Q1整体呈逐步恢复态势，我们认为，就种植业务，在4月集采政策完全落地后，公司完成政策调整并度过适应期，该业务有望通过以价换量对冲政策影响，实现营收、利润同比双增；2)医生质量与数量优势兼具，更易获客。公司2022年医生数1760人(+8.4%)，其中种植医生近400人，按每年500颗单产保守估计，产能将达到20万颗，充足的产能有望为更多患者提供更优质的服务，实现良性获客循环。

2023年蒲公英分院有望实现更高营收贡献及一定的利润贡献。1)营收端：2022年蒲公英分院实现营收4.04亿元(+96.52%)，与我们测算基本一致(见前期报告)，我们认为，随着蒲公英分院牙椅单产爬坡持续进行，2023年有望实现更高营收贡献；2)利润端：2022年新增蒲公英分院报告期内净利率1.15%，2023年牙椅单产爬坡有望提速，我们认为，全年蒲公英分院整体有望达到较高的利润率水平。

中长期内总院级医院有望为公司业绩带来第二增长曲线。根据公司规划，城西新总院、紫金港医院、滨江未来医院等大型口腔医院共计贡献牙椅数近千张，总院级医院品牌与获客优势明显，长期更具成长性。

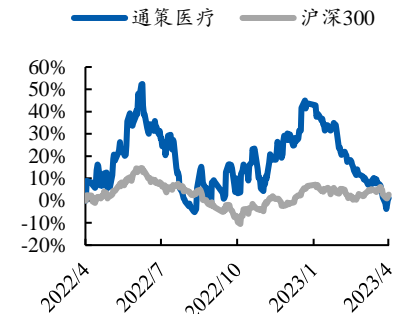
盈利预测：公司基本面稳健，23年政策端因素已出清，蒲公英分院进入高营收贡献阶段，利润贡献可期，长、短期业绩均有支撑，我们预测2023-2025年公司归母净利润分别为7.03/9.14/11.74亿元，EPS为2.19/2.85/3.66元，当前市值对应PE分别为54倍/42倍/32倍，维持“增持”评级。

风险提示：核心医生流失、分院单产提升不及预期等风险。

股票数据 2023/04/28

6个月目标价(元)	--
收盘价(元)	119.20
12个月股价区间(元)	111.79~179.68
总市值(百万元)	38,220.29
总股本(百万股)	321
A股(百万股)	321
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	4

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	-9%	-30%	1%
相对收益	-9%	-26%	-2%

相关报告

《通策医疗(600763)：政策影响有限，蒲公英分院有望进入利润贡献阶段》

--20221026

《通策医疗(600763)：疫情冲击下稳步扩张，蒲公英分院进入营收贡献阶段》

--20220824

《通策医疗(600763)：总分院稳健增长，蒲公英分院放量可期》

财务摘要(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,781	2,719	3,248	4,067	5,047
(+/-)%	33.19%	-2.23%	19.49%	25.19%	24.11%
归属母公司净利润	703	548	703	914	1,174
(+/-)%	42.67%	-21.99%	28.16%	30.07%	28.47%
每股收益(元)	2.19	1.71	2.19	2.85	3.66
市盈率	90.87	89.47	54.39	41.82	32.55
市净率	22.15	14.82	9.52	7.94	6.38
净资产收益率(%)	27.93%	17.57%	17.49%	18.99%	19.61%
股息收益率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本(百万股)	321	321	321	321	321

证券分析师：刘宇腾

执业证书编号：S0550521080003

010-63210890 liuyt@nesc.cn

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	630	1,495	2,171	3,629	净利润	616	815	1,069	1,389
交易性金融资产	0	0	0	0	资产减值准备	2	3	3	1
应收款项	105	88	156	151	折旧及摊销	219	92	96	100
存货	23	27	34	41	公允价值变动损失	0	0	0	0
其他流动资产	8	8	8	8	财务费用	50	40	38	37
流动资产合计	1,112	1,968	2,765	4,230	投资损失	-38	-50	-64	-78
可供出售金融资产					运营资本变动	-171	225	-107	214
长期投资净额	243	221	187	139	其他	-7	-6	-1	0
固定资产	860	864	863	852	经营活动净现金流量	670	1,119	1,034	1,663
无形资产	12	12	12	11	投资活动净现金流量	-497	-184	-170	-138
商誉	50	50	50	50	融资活动净现金流量	-386	-70	-188	-67
非流动资产合计	4,043	4,190	4,330	4,446	企业自由现金流	-34	882	776	1,402
资产总计	5,154	6,159	7,095	8,676					
短期借款	0	0	0	0	财务与估值指标				
应付款项	141	262	221	367		2022A	2023E	2024E	2025E
预收款项	0	0	0	0	每股指标				
一年内到期的非流动负债	141	141	141	141	每股收益 (元)	1.71	2.19	2.85	3.66
流动负债合计	477	694	708	929	每股净资产 (元)	10.33	12.53	15.01	18.68
长期借款	29	-1	-31	-61	每股经营性现金流量 (元)	2.09	3.49	3.23	5.19
其他长期负债	1,030	1,030	1,030	1,030	成长性指标				
长期负债合计	1,059	1,029	999	969	营业收入增长率	-2.2%	19.5%	25.2%	24.1%
负债合计	1,536	1,723	1,707	1,898	净利润增长率	-22.0%	28.2%	30.1%	28.5%
归属于母公司股东权益合计	3,311	4,017	4,813	5,988	盈利能力指标				
少数股东权益	307	419	574	790	毛利率	40.8%	42.2%	43.5%	44.4%
负债和股东权益总计	5,154	6,159	7,095	8,676	净利率	20.2%	21.6%	22.5%	23.3%
					运营效率指标				
					应收账款周转天数	11.82	10.69	10.80	10.93
					存货周转天数	4.84	4.83	4.79	4.81
					偿债能力指标				
					资产负债率	29.8%	28.0%	24.1%	21.9%
					流动比率	2.33	2.84	3.90	4.55
					速动比率	1.67	2.36	3.42	4.17
					费用率指标				
					销售费用率	1.0%	0.9%	1.2%	1.3%
					管理费用率	10.5%	9.1%	9.3%	9.0%
					财务费用率	1.7%	0.8%	0.2%	-0.1%
					分红指标				
					股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
					估值指标				
					P/E (倍)	89.47	54.39	41.82	32.55
					P/B (倍)	14.82	9.52	7.94	6.38
					P/S (倍)	18.04	11.77	9.40	7.57
					净资产收益率	17.6%	17.5%	19.0%	19.6%

利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,719	3,248	4,067	5,047
营业成本	1,609	1,878	2,297	2,807
营业税金及附加	7	9	12	14
资产减值损失	0	0	0	0
销售费用	28	29	49	66
管理费用	285	296	378	454
财务费用	47	28	8	-7
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	38	50	64	78
营业利润	734	1,002	1,308	1,700
营业外收支净额	4	6	1	0
利润总额	738	1,008	1,309	1,701
所得税	122	193	240	311
净利润	616	815	1,069	1,389
归属于母公司净利润	548	703	914	1,174
少数股东损益	67	112	155	215

资料来源：东北证券

研究团队简介:

刘宇腾：中国人民大学经济学硕士。曾任职于华创证券研究所。2021 年加入东北证券。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准： A 股市场以沪深 300 指数为市场基准，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）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

东北证券股份有限公司

网址：<http://www.nesc.cn> 电话：95360,400-600-0686 研究所公众号：dbzqyanjiusuo

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴世纪金融广场 3 号楼 10 层	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

