


2024年08月26日
通策医疗(600763.SH)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

医疗服务

业绩增长阶段性承压，继续夯实口腔医疗基础设施

事件：

2024年8月23日，公司发布2024年中期报告。2024年上半年公司实现营业收入14.11亿元，同比增长3.52%；实现归母净利润3.10亿元，同比增长1.77%；实现扣非归母净利润3.06亿元，同比增长4.33%。单季度来看，2024年Q2公司实现营业收入7.02亿元，同比增长2.04%；实现归母净利润1.37亿元，同比增长0.85%；实现扣非归母净利润1.35亿元，同比增长4.49%。

业绩增长阶段性承压，种植业务恢复两位数增长。

2024年H1公司口腔医疗门诊量达到171万人次，同比增长8%左右，营业收入和净利润同比基本持平，我们推测主要受消费降级影响，业绩增长阶段性承压。分业务来看：2024年H1种植业务实现营业收入2.55亿元，同比增长11.3%，恢复两位数增长，我们推测主要得益于集采持续放量和客单价逐步平稳；2024年H1正畸业务实现营业收入2.13亿元，同比下滑4.7%，我们推测主要受消费降级趋势影响，高客单价的隐形正畸业务表现不及预期；2024年H1儿科业务实现营业收入2.40亿元，同比下滑1.1%，我们推测主要受消费降级和出生率下降的影响；2024年H1修复业务实现营业收入2.22亿元，同比增长2.8%，表现相对平稳；2024年H1大综合业务实现营业收入3.85亿元，同比增长4.2%，表现相对平稳。

盈利能力保持平稳，推动数字化管理升级。

2024年H1公司毛利率为40.83%，同比减少0.53pct；销售净利率为26.06%，同比减少0.26pct；扣非净利率为21.67%，同比增加0.17pct；销售费用率为0.99%，同比增加0.11pct；管理费用率为9.60%，同比增加0.07pct；研发费用率为1.63%，同比减少0.37pct；财务费用率为1.61%，同比增加0.57pct。我们认为，公司近年来处于扩张期，医疗机构数量以及人员数量持续增加，但是整体盈利能力保持平稳，展现出公司良好的成本费用管控能力。2024年上半年公司继续推动数字化管理升级：1) 客户管理方面，积极推动运营平台CM管理中心的落地，为客户提供精细化个性化的服务，逐步实现客户口腔全生命周期的管理维护；2) 医务管理方面，将病种、医生分级、医生培训、医疗流程实现标准化，并运用到医院的日常工作中，实现各医院管理、运营、诊疗水平的进一步提升。

蒲公英医院持续交付，继续夯实口腔医疗基础设施。

投资评级	增持-A 维持评级
6个月目标价	43.05元
股价(2024-08-26)	40.85元

交易数据	
总市值(百万元)	18,271.76
流通市值(百万元)	18,271.76
总股本(百万股)	447.29
流通股本(百万股)	447.29
12个月价格区间	38.35/95.6元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.2	-25.0	-46.8
绝对收益	-5.7	-32.7	-57.2

马帅 分析师

SAC 执业证书编号：S1450518120001

mashuai@essence.com.cn

贺鑫 分析师

SAC 执业证书编号：S1450522110001

hexin1@essence.com.cn

相关报告

短期业绩承压，种植业务放量值得期待	2023-08-25
疫情影响短期业绩，扩张持续蒲公英医院快速成长	2022-08-23

公司坚持“区域总院+分院”的发展模式以及区域医院集团化的复制模式，2018 年开始启动蒲公英计划，根据中报后公告的调研内容纪要，截至 2024 年中报，蒲公英分院总数达到 42 家，下半年计划交付 6 家，另有一家已完成选址。2024 年 H1 蒲公英分院营收合计 3.25 亿元，同比增长 20%，占公司总营收的 24.7%；蒲公英分院平均毛利率达到 30%，同比增加 3pct；蒲公英分院合计净利润 3,954 万元，同比增长 66%；蒲公英分院门诊人次 44.87 万人次，同比增长 30%。截至 2024 年中报，公司旗下共有 84 家医疗机构，营业面积超过 25 万平方米，开设牙椅 3,037 台，口腔基础设施趋于完善，其中浙江省内布局深入，依托杭州口腔医院、宁波口腔医院两家总院在浙江省内开业机构已有 63 家，另有 10 余家正在筹建中。

投资建议：

我们预计公司 2024 年-2026 年的营业收入分别为 30.22 亿元、33.58 亿元、37.32 亿元，归母净利润分别为 5.52 亿元、6.36 亿元、7.13 亿元，对应的 PE 估值分别为 33.1 倍、28.7 倍、25.6 倍。我们给予公司增持-A 的投资评级，6 个月目标价 43.05 元，相当于 2024 年 35 倍的动态市盈率。

风险提示：消费景气度不及预期的风险；集采政策变动风险；医疗事故风险；扩张不及预期的风险。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	2,718.6	2,846.5	3,022.4	3,358.0	3,732.2
净利润	548.3	500.5	551.5	635.8	712.6
每股收益(元)	1.23	1.12	1.23	1.42	1.59
每股净资产(元)	7.40	8.51	9.85	10.84	11.96

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	33.3	36.5	33.1	28.7	25.6
市净率(倍)	5.5	4.8	4.1	3.8	3.4
净利润率	20.2%	17.6%	18.2%	18.9%	19.1%
净资产收益率	16.6%	13.2%	12.5%	13.1%	13.3%
股息收益率	0.0%	0.8%	0.9%	1.0%	1.2%
ROIC	368.5%	221.0%	50.8%	50.5%	52.2%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福华一路 119 号安信金融大厦 33 层

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮 编： 200082

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034