

通策医疗 (600763)

2024 半年报点评：扣非利润保持稳健增长，种植业务实现环比提速

买入 (维持)

2024 年 08 月 27 日

证券分析师 朱国广

执业证书：S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 冉胜男

执业证书：S0600522090008

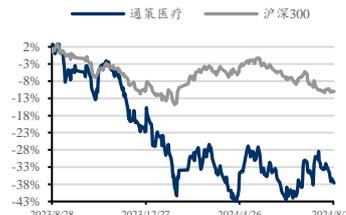
ranshn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	2719	2847	3145	3615	4152
同比 (%)	(2.23)	4.70	10.48	14.96	14.84
归母净利润 (百万元)	548.27	500.48	576.11	700.63	843.20
同比 (%)	(21.99)	(8.72)	15.11	21.61	20.35
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.23	1.12	1.29	1.57	1.89
P/E (现价&最新摊薄)	33.60	36.81	31.98	26.30	21.85

投资要点

- **事件：**公司公告，2024 上半年，公司实现营业收入 14.11 亿元 (+3.52%，表示同比增速，下同)，归母净利润 3.1 亿元 (+1.77%)，扣非归母净利润 3.06 亿元 (+4.33%)。2024Q2 季度，公司实现营业收入 7.02 亿元 (+2.04%)，归母净利润 1.37 亿元 (+0.85%)，扣非归母净利润 1.35 亿元 (+4.49%)。业绩基本符合预期。
- **种植实现加速增长，总院增长态势改善。**1) **分业务来看**，2024H1，公司种植、修复、大综合业务收入分别同比增长 11.3%，2.8%、4.2%。种植业务收入 2024Q1 同比增速 5.9%，2024H1 实现双位数增长，可见在逐步消化集采影响后，呈现环比提速增长趋势，我们认为 2024 下半年在完全消化价格同比下降因素后，种植业务仍将保持加速增长趋势。2024H1，公司正畸、儿科业务收入分别同比下滑 4.7%、1.1%，我们估计主要由于可选类项目受消费购买力影响，尤其正畸科室由于高客单的隐形正畸项目占比下降，业务结构变化带来平均客单价下降，导致业务增速下滑。2) **分医院来看**，2024H1 杭州口腔医院集团、杭州口腔医院集团城西口腔医院营收分别同比下滑 8.5%、6.1%，宁波口腔医院集团同比增长 3.3%，杭州总院下滑呈现收窄趋势，宁波总院实现同比增长。我们估计上半年营收增长主要来自于蒲公英分院增长贡献，未来总院恢复增长，将带动公司整体业绩增速回升。
- **公司毛利率、净利率略降，费用率基本稳定。**2024H1，公司整体销售毛利率 40.83% (-0.53pp)，销售净利率 26.06% (-0.26pp)，毛利率略降，估计主要由于种植仍在消化集采降价影响、高客单的正畸项目下滑、公司小幅扩张医院的影响。费用率方面，2024H1，公司管理费用率 9.6% (+0.07pp)，销售费用率 0.99% (+0.1pp)，研发费用率 1.63% (-0.37pp)，财务费用率 1.61% (+0.57pp)，财务费用率增加主要系利息收入减少。期间费用率整体稳定。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到正畸等可选类项目受经济消费环境影响增速疲软，我们将公司 2024-2026 年归母净利润预期由 6.0/7.5/9.4 亿元调整为 5.8/7.0/8.4 亿元，对应当前市值的 PE 估值分别为 32/26/22 倍。同时考虑到公司在消化种植牙项目集采后将呈现增长加速趋势，且公司自 2025 年扩张减缓后将有利于利润业绩加速增长，维持“买入”评级。
- **风险提示：**种植牙数量增长不及预期风险，医院扩张或整合不及预期的风险，核心医生流失风险，行业竞争加剧风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	40.85
一年最低/最高价	37.50/99.98
市净率(倍)	3.31
流通 A 股市值(百万元)	18,271.76
总市值(百万元)	18,271.76

基础数据

每股净资产(元,LF)	12.33
资产负债率(%,LF)	30.70
总股本(百万股)	447.29
流通 A 股(百万股)	447.29

相关研究

《通策医疗(600763)：杭口品牌日久弥新，区域集团模式扩张》

2024-05-31

《通策医疗(600763)：2023 年报&2024 一季度点评：集采影响逐步消化，2024 年增长趋势改善》

2024-05-05

通策医疗三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	969	1,515	2,252	3,131	营业总收入	2,847	3,145	3,615	4,152
货币资金及交易性金融资产	594	1,111	1,816	2,648	营业成本(含金融类)	1,750	1,898	2,152	2,437
经营性应收款项	150	166	190	218	税金及附加	7	7	9	10
存货	25	27	28	31	销售费用	29	32	37	43
合同资产	0	0	0	0	管理费用	309	341	378	426
其他流动资产	200	212	218	233	研发费用	56	52	60	69
非流动资产	5,037	5,227	5,460	5,632	财务费用	50	58	58	55
长期股权投资	767	1,023	1,279	1,535	加:其他收益	9	10	12	13
固定资产及使用权资产	1,902	1,905	1,886	1,835	投资净收益	60	47	54	62
在建工程	839	695	636	549	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	14	19	24	29	减值损失	(4)	0	0	0
商誉	50	50	50	50	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	377	423	449	476	营业利润	712	813	988	1,189
其他非流动资产	1,086	1,111	1,135	1,159	营业外净收支	(3)	0	0	0
资产总计	6,006	6,742	7,711	8,763	利润总额	709	812	988	1,189
流动负债	645	684	748	821	减:所得税	130	146	178	214
短期借款及一年内到期的非流动负债	220	220	220	220	净利润	578	666	810	975
经营性应付款项	183	199	226	256	减:少数股东损益	78	90	109	132
合同负债	20	21	24	28	归属母公司净利润	500	576	701	843
其他流动负债	222	243	278	317	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.12	1.29	1.57	1.89
非流动负债	1,239	1,270	1,365	1,369	EBIT	701	814	980	1,168
长期借款	189	229	309	309	EBITDA	946	1,099	1,278	1,476
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	38.53	39.64	40.49	41.32
租赁负债	1,005	997	1,012	1,016	归母净利率(%)	17.58	18.32	19.38	20.31
其他非流动负债	45	45	45	45	收入增长率(%)	4.70	10.48	14.96	14.84
负债合计	1,883	1,954	2,113	2,190	归母净利润增长率(%)	(8.72)	15.11	21.61	20.35
归属母公司股东权益	3,805	4,381	5,082	5,925					
少数股东权益	317	407	517	648					
所有者权益合计	4,123	4,789	5,599	6,573					
负债和股东权益	6,006	6,742	7,711	8,763					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	840	978	1,156	1,318	每股净资产(元)	11.87	13.66	15.85	18.48
投资活动现金流	(884)	(429)	(476)	(418)	最新发行在外股份(百万股)	447	447	447	447
筹资活动现金流	9	(33)	26	(68)	ROIC(%)	11.10	11.34	12.02	12.55
现金净增加额	(35)	517	705	832	ROE-摊薄(%)	13.15	13.15	13.79	14.23
折旧和摊销	245	285	297	308	资产负债率(%)	31.36	28.98	27.40	24.99
资本开支	(505)	(150)	(224)	(174)	P/E(现价&最新股本摊薄)	36.81	31.98	26.30	21.85
营运资本变动	29	9	33	25	P/B(现价)	3.47	3.01	2.60	2.23

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5% 以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准 -5% 与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>