

评级：买入(维持)

市场价格：41.56

分析师：祝嘉琦

执业证书编号：S0740519040001

电话：021-20315150

Email: zhujq@zts.com.cn

分析师：孙宇瑶

执业证书编号：S0740522060002

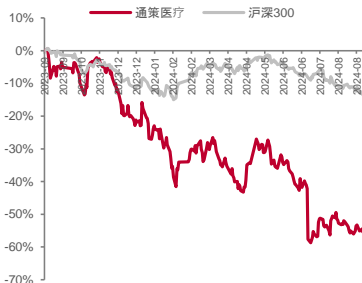
电话：021-20315895

Email: sunyy03@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	447
流通股本(百万股)	447
市价(元)	41.56
市值(亿元)	186
流通市值(亿元)	186

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,719	2,847	3,205	3,682	4,272
增长率 yoy%	-2.2%	4.7%	12.6%	14.9%	16.0%
净利润(百万元)	548	500	595	679	785
增长率 yoy%	-22.0%	-8.7%	19.0%	14.1%	15.5%
每股收益(元)	1.23	1.12	1.33	1.52	1.75
每股现金流量	1.50	1.88	2.17	0.61	3.79
净资产收益率	15.2%	12.1%	12.6%	12.5%	12.5%
P/E	33.9	37.1	31.2	27.4	23.7
P/B	5.6	4.9	4.3	3.8	3.3

备注：数据截止 2024/09/13

投资要点

- 事件：公司发布 2024 年中报，报告期内实现营业收入 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%；实现扣非净利润 3.06 亿元，同比增长 4.33%。
- 业绩符合预期，Q2 实现平稳增长。单二季度实现收入 7.02 亿元，同比增长 2.04%；归母净利润 1.37 亿元，同比增长 0.85%；扣非归母净利润 1.35 亿元，同比增长 4.49%；业绩表现符合此前市场预期。
- 高值项目整体承压，种植牙放量明显。分业务板块看，2024H1 种植、正畸、儿科、修复、大综合分别实现营收 2.55/2.13/2.40/2.22/3.85 亿元，分别同比增长 11.3%/-4.7%/-1.1%/2.8%/4.2%，种植牙业务在消化集采降价影响之后，呈现良好增长态势，高附加值的正畸、儿科业务阶段性承压。截止年中，公司旗下共有 84 家医疗机构，上半年门诊量达到 171 万人次，同比增长 8.23%；单牙椅产出为 43.3 万/张，较 2023 年同期下降 8.73%；客单价 768.4 元/人，较 2023 年同期下降 5.15%。
- 盈利能力小幅下降，费用率基本稳定。2024H1 公司实现毛利率 40.83%，同比下降 0.53pp；归母净利率为 21.96%，同比下降 0.38pp；我们预计高附加值项目的短期承压、新建医院的前期投入是公司盈利能力下滑的主要原因。上半年公司销售费用率 0.99%，同比提升 0.11pp，主要系新建和存量医院增加口腔普及宣传投入所致；管理费用率 9.60%，同比提升 0.07pp，主要系 2024 年上半年随新建医院增加而增加行政管理人员、折旧与摊销所致。
- 盈利预测和投资建议：根据中报，考虑到公司正畸、儿科业务短期承压，我们对盈利预测略作调整，预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 32.05、36.82、42.72 亿（2024-2025 预测前值为 36.56、44.79 亿），同比分别增长 13%、15%、16%；归母净利润分别为 5.95、6.79、7.85 亿（2024-2025 预测前值为 7.54、9.41 亿），同比分别增长 19%、14%、16%，考虑到公司作为民营口腔医疗龙头，浙江省内竞争优势突出，随着新产能爬坡业绩有望重回增长通道，维持买入评级。
- 风险提示事件：口腔医院扩张不及预期，高值项目推广不及预期，医疗事故风险

图表 1: 通策医疗财务预测模型

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	594	1,072	1,104	2,392	营业收入	2,847	3,205	3,682	4,272
应收票据	0	0	0	0	营业成本	1,750	1,968	2,253	2,606
应收账款	138	170	167	182	税金及附加	7	8	9	10
预付账款	13	25	27	28	销售费用	29	32	37	43
存货	25	28	764	249	管理费用	309	353	401	461
合同资产	0	0	0	0	研发费用	56	64	74	85
其他流动资产	200	192	250	333	财务费用	50	1	10	19
流动资产合计	969	1,487	2,313	3,184	信用减值损失	-4	-5	-5	-5
其他长期投资	41	41	41	41	资产减值损失	0	0	0	0
长期股权投资	767	767	767	767	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	840	1,163	1,514	1,889	投资收益	60	60	60	60
在建工程	839	939	939	839	其他收益	9	10	10	10
无形资产	14	14	14	15	营业利润	712	844	963	1,112
其他非流动资产	2,534	2,564	2,596	2,621	营业外收入	1	1	1	1
非流动资产合计	5,037	5,489	5,871	6,173	营业外支出	4	2	2	2
资产合计	6,006	6,976	8,185	9,356	利润总额	709	843	962	1,111
短期借款	80	97	305	335	所得税	131	155	177	204
应付票据	0	0	0	0	净利润	578	688	785	907
应付账款	183	394	457	537	少数股东损益	78	93	106	122
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	500	595	679	785
合同负债	20	45	52	60	NOPLAT	619	689	793	922
其他应付款	29	29	29	29	EPS (按最新股本摊薄)	1.12	1.33	1.52	1.75
一年内到期的非流动负债	140	140	140	140					
其他流动负债	193	201	210	222	主要财务比率				
流动负债合计	645	905	1,193	1,322	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	189	289	489	689	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	4.7%	12.6%	14.9%	16.0%
其他非流动负债	1,050	1,050	1,050	1,050	EBIT增长率	-3.3%	11.4%	15.0%	16.3%
非流动负债合计	1,239	1,339	1,539	1,739	归母公司净利润增长率	-8.7%	19.0%	14.1%	15.5%
负债合计	1,883	2,243	2,732	3,061	获利能力				
归属母公司所有者权益	3,805	4,322	4,937	5,658	毛利率	38.5%	38.6%	38.8%	39.0%
少数股东权益	317	410	516	638	净利率	20.3%	21.5%	21.3%	21.2%
所有者权益合计	4,123	4,732	5,453	6,296	ROE	12.1%	12.6%	12.5%	12.5%
负债和股东权益	6,006	6,976	8,185	9,356	ROIC	30.9%	26.5%	22.8%	21.5%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	31.4%	32.2%	33.4%	32.7%
					债务权益比	35.4%	33.3%	36.4%	35.2%
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	流动比率	1.5	1.6	1.9	2.4
经营活动现金流	840	972	271	1,697	速动比率	1.5	1.6	1.3	2.2
现金收益	768	850	992	1,165	营运能力				
存货影响	-2	-4	-736	515	总资产周转率	0.5	0.5	0.4	0.5
经营性应收影响	-20	-45	1	-16	应收账款周转天数	15	17	16	15
经营性应付影响	43	210	64	79	应付账款周转天数	33	53	68	69
其他影响	50	-39	-50	-47	存货周转天数	5	5	63	70
投资活动现金流	-884	-546	-573	-556	每股指标 (元)				
资本支出	-702	-583	-548	-515	每股收益	1.12	1.33	1.52	1.75
股权投资	-524	0	0	0	每股经营现金流	1.88	2.17	0.61	3.79
其他长期资产变化	342	37	-25	-41	每股净资产	8.51	9.66	11.04	12.65
融资活动现金流	9	51	335	147	估值比率				
借款增加	239	116	409	230	P/E	37	31	27	24
股利及利息支付	-78	-112	-136	-171	P/B	5	4	4	3
股东融资	4	0	0	0	EV/EBITDA	57	51	44	38
其他影响	-156	47	62	88					

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 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) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。