



# 通策医疗 (600763.SH)

增持 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 经营指标健康，蒲公英分院推进节奏良好

### 业绩简评

2024年10月24日，公司发布2024年第三季度报告。2024年前三季度，公司前三季度公司实现收入22.33亿元，同比+2.21%；实现归母净利润4.98亿元，同比-2.63%；实现扣非归母净利润4.94亿元，同比-0.47%。

分季度来看，2024Q3公司实现收入8.23亿元，同比+0.04%；实现归母净利润1.88亿元，同比-9.10%；实现扣非归母净利润1.88亿元，同比-7.37%。

### 经营分析

**经营指标健康。**盈利能力方面，2024Q3公司实现销售毛利率41.82%（同比-0.76pct），实现销售净利率26.95%（同比-1.06pct），盈利能力稍有波动主要系公司处于扩张期，营业成本有所上升。公司通过：1) 严格把控投资节奏，确保投入与产出相匹配；2) 合理安排投资成本和人员配置，以实现降本增效。期间费用率方面，2024Q3公司实现管理费用率8.97%（同比+0.15pct），实现销售费用率1.15%（同比+0.22pct），实现研发费用率1.84%（同比-0.17pct）。财务费用率方面，2024Q3公司实现财务费用率1.61%（同比+0.52pct），整体经营指标健康。

**蒲公英分院推进节奏良好，新院区有望在未来贡献增量。**根据公司2024年8月披露的机构调研内容纪要，截至2024H1，公司旗下共有84家医疗机构，开设牙椅3037台。其中，蒲公英分院总数达到42家，2024H2计划交付6家，整体蒲公英计划推进节奏良好。主要新院区拆解来看，截至2024年8月，1) 新城西院区：医院搬迁计划于2025年完成，新城西一期的牙椅配置计划为105张；2) 紫金港院区：项目规划配置为300张牙椅，第一期牙椅配置将103张，将于2024年年底试营业；3) 滨江院区：预计滨江院区将在10月份正式开业，牙椅配置为40张。

### 盈利预测、估值与评级

我们预计2024-2026年公司分别实现归母净利润5.74/6.66/7.62亿元，同比增长15%/16%/14%。公司2024-2026年EPS分别为1.28/1.49/1.70元，对应PE分别为42/36/32倍。给予公司“增持”评级。

### 风险提示

政策性风险；市场竞争加剧风险；人才短缺风险；跨区发展风险；医疗安全性事故纠纷风险等；合规监管风险。

医药组

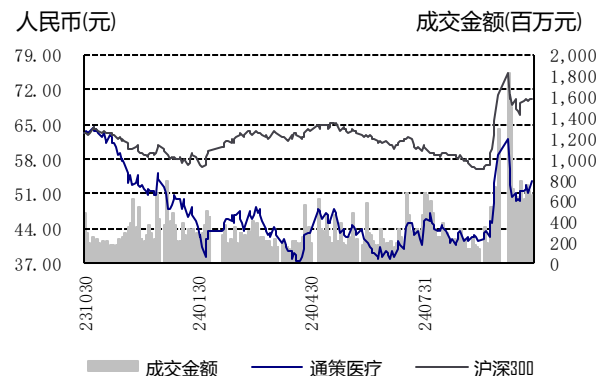
分析师：袁维 (执业S1130518080002)

yuan\_wei@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：53.67元

相关报告：

- 《通策医疗公司点评：业绩平稳增长，种植牙高速放量》，2024.8.25
- 《通策医疗公司点评：门诊人数稳步复苏，集采助力种植牙放量》，2024.4.26



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,719	2,847	3,094	3,485	3,908
营业收入增长率	-2.23%	4.70%	8.70%	12.63%	12.15%
归母净利润(百万元)	548	500	574	666	762
归母净利润增长率	-21.99%	-8.72%	14.69%	15.96%	14.46%
摊薄每股收益(元)	1.710	1.561	1.283	1.488	1.703
每股经营性现金流净额	2.09	2.62	2.35	2.87	3.21
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.56%	13.15%	13.65%	14.26%	14.73%
P/E	89.47	48.98	41.82	36.06	31.51
P/B	14.82	6.44	5.71	5.14	4.64

来源：公司年报、国金证券研究所


**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>主营业务收入</b>	<b>2,781</b>	<b>2,719</b>	<b>2,847</b>	<b>3,094</b>	<b>3,485</b>	<b>3,908</b>
增长率		-2.2%	4.7%	8.7%	12.6%	12.1%
主营业务成本	-1,500	-1,609	-1,750	-1,903	-2,143	-2,404
%销售收入	53.9%	59.2%	61.5%	61.5%	61.5%	61.5%
<b>毛利</b>	<b>1,281</b>	<b>1,110</b>	<b>1,097</b>	<b>1,191</b>	<b>1,342</b>	<b>1,505</b>
%销售收入	46.1%	40.8%	38.5%	38.5%	38.5%	38.5%
营业税金及附加	-8	-7	-7	-8	-9	-10
%销售收入	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-25	-28	-29	-31	-35	-39
%销售收入	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
管理费用	-259	-285	-309	-322	-366	-418
%销售收入	9.3%	10.5%	10.9%	10.4%	10.5%	10.7%
研发费用	-59	-54	-56	-60	-70	-78
%销售收入	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>931</b>	<b>736</b>	<b>696</b>	<b>770</b>	<b>863</b>	<b>960</b>
%销售收入	33.5%	27.1%	24.5%	24.9%	24.8%	24.6%
财务费用	-23	-47	-50	-47	-28	-7
%销售收入	0.8%	1.7%	1.7%	1.5%	0.8%	0.2%
资产减值损失	2	-2	-4	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	56	38	60	30	30	30
%税前利润	5.8%	5.2%	8.5%	3.9%	3.4%	3.0%
<b>营业利润</b>	<b>975</b>	<b>734</b>	<b>712</b>	<b>763</b>	<b>875</b>	<b>992</b>
营业利润率	35.1%	27.0%	25.0%	24.7%	25.1%	25.4%
营业外收支	0	4	-3	-2	-2	-2
<b>税前利润</b>	<b>975</b>	<b>738</b>	<b>709</b>	<b>761</b>	<b>873</b>	<b>990</b>
利润率	35.0%	27.1%	24.9%	24.6%	25.0%	25.3%
所得税	-188	-122	-130	-137	-157	-178
所得税率	19.3%	16.6%	18.4%	18.0%	18.0%	18.0%
<b>净利润</b>	<b>786</b>	<b>616</b>	<b>578</b>	<b>624</b>	<b>716</b>	<b>812</b>
少数股东损益	83	67	78	50	50	50
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>703</b>	<b>548</b>	<b>500</b>	<b>574</b>	<b>666</b>	<b>762</b>
净利率	25.3%	20.2%	17.6%	18.6%	19.1%	19.5%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	786	616	578	624	716	812
少数股东损益	83	67	78	50	50	50
非现金支出	187	221	249	160	159	160
非经营收益	-20	4	-16	37	20	9
营运资金变动	-14	-171	29	-68	24	50
<b>经营活动现金净流</b>	<b>939</b>	<b>670</b>	<b>840</b>	<b>753</b>	<b>919</b>	<b>1,031</b>
资本开支	-367	-421	-505	-89	-48	-53
投资	-2	-60	-504	55	46	23
其他	-114	-16	126	30	30	30
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-484</b>	<b>-497</b>	<b>-884</b>	<b>-4</b>	<b>28</b>	<b>0</b>
股权募资	17	38	4	0	0	0
债权募资	-105	-110	238	33	-109	-20
其他	-198	-314	-233	-254	-279	-306
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-286</b>	<b>-386</b>	<b>9</b>	<b>-221</b>	<b>-388</b>	<b>-326</b>
<b>现金净流量</b>	<b>170</b>	<b>-213</b>	<b>-35</b>	<b>528</b>	<b>560</b>	<b>705</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	844	630	594	825	1,154	1,679
应收款项	129	165	202	220	235	231
存货	20	23	25	27	30	32
其他流动资产	28	294	148	157	172	185
<b>流动资产</b>	<b>1,021</b>	<b>1,112</b>	<b>969</b>	<b>1,229</b>	<b>1,591</b>	<b>2,126</b>
%总资产	20.6%	21.6%	16.1%	19.8%	24.5%	30.5%
长期投资	726	688	1,197	1,162	1,141	1,133
固定资产	1,085	1,120	1,680	1,644	1,585	1,530
%总资产	21.9%	21.7%	28.0%	26.5%	24.4%	21.9%
无形资产	307	397	441	443	444	445
非流动资产	3,934	4,043	5,037	4,987	4,912	4,855
%总资产	79.4%	78.4%	83.9%	80.2%	75.5%	69.5%
<b>资产总计</b>	<b>4,955</b>	<b>5,154</b>	<b>6,006</b>	<b>6,215</b>	<b>6,503</b>	<b>6,982</b>
短期借款	166	141	220	269	160	140
应付款项	199	169	216	196	233	276
其他流动负债	259	167	209	191	210	229
流动负债	625	477	645	656	604	645
长期贷款	110	29	189	189	189	189
其他长期负债	1,075	1,030	1,050	796	627	506
负债	1,810	1,536	1,883	1,641	1,419	1,340
<b>普通股股东权益</b>	<b>2,881</b>	<b>3,311</b>	<b>3,805</b>	<b>4,207</b>	<b>4,666</b>	<b>5,174</b>
其中：股本	321	321	321	321	321	321
未分配利润	2,488	2,998	3,472	3,853	4,288	4,781
少数股东权益	264	307	317	367	417	467
<b>负债股东权益合计</b>	<b>4,955</b>	<b>5,154</b>	<b>6,006</b>	<b>6,215</b>	<b>6,503</b>	<b>6,982</b>

**比率分析**

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>每股指标</b>						
每股收益	2.192	1.710	1.561	1.283	1.488	1.703
每股净资产	8.984	10.325	11.867	9.405	10.433	11.567
每股经营现金净流	2.930	2.090	2.620	2.349	2.868	3.215
每股股利	0.000	0.000	0.435	0.600	0.720	0.840
<b>回报率</b>						
净资产收益率	24.40%	16.56%	13.15%	13.65%	14.26%	14.73%
总资产收益率	14.18%	10.64%	8.33%	9.24%	10.24%	10.91%
投入资本收益率	21.72%	16.09%	12.46%	12.48%	12.95%	13.11%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	33.19%	-2.23%	4.70%	8.70%	12.63%	12.15%
EBIT增长率	43.00%	-20.92%	-5.42%	10.68%	11.95%	11.24%
净利润增长率	42.67%	-21.99%	-8.72%	14.69%	15.96%	14.46%
总资产增长率	61.69%	4.03%	16.52%	3.49%	4.63%	7.35%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	9.2	12.0	15.5	17.0	15.9	13.5
存货周转天数	4.6	4.9	5.0	5.3	5.2	4.9
应付账款周转天数	41.5	35.6	33.8	31.3	33.5	35.7
固定资产周转天数	116.3	115.5	107.8	89.1	70.8	57.1
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-18.05%	-12.73%	-4.50%	-8.02%	-15.84%	-23.92%
EBIT利息保障倍数	40.4	15.8	14.0	16.4	31.1	129.9
资产负债率	36.54%	29.80%	31.36%	26.40%	21.82%	19.19%

来源：公司年报、国金证券研究所


**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	7	16	39
增持	0	0	1	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.13</b>	<b>1.24</b>	<b>1.00</b>

来源：聚源数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



**特别声明：**

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究