

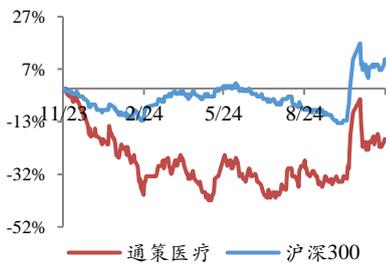
经营稳健，新院扩张稳定推进

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-11-07

收盘价（元）	54.90
近12个月最高/最低（元）	92.66/37.50
总股本（百万股）	447
流通股本（百万股）	447
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	243
流通市值（亿元）	243

公司价格与沪深300走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

分析师：陈珈蔚

执业证书号：S0010524030001

邮箱：chenjw@hazq.com

相关报告

1.【华安医药】通策医疗(600763.SH)
首次覆盖报告：口腔医疗行业领先，纵深战略打造复利之路 2024-09-27

主要观点：

● 事件：

近日公司发布2024年第三季度业绩报告，2024Q1~Q3公司实现营业收入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%。

● 点评：

✓ 业绩稳健，静待消费恢复

公司单Q3实现营业收入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1.89亿元，同比-7.37%。

从盈利能力角度看，2024Q1~Q3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；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；实现财务费用率1.61%，同比+0.52pct，整体经营指标较为健康，盈利能力略有波动，主要系公司体内部分医疗机构新开或在建，导致成本有所上升。

✓ 各业务稳健发展，新医院建设爬坡顺利

根据公司24年10月29日发布的投资者调研纪要，公司各业务板块稳健发展，24Q1~Q3种植3.84亿元，同比+11.7%；正畸3.95亿元，同比下降；儿科3.86亿元，同比持平略有下降；修复3.31亿，同比持平；综合5.93亿元，同比+1.1%。

蒲公英医院方面，4Q1~Q3蒲公英医院营收5.23亿元，同比+19%，毛利率21%，净利率12.9%，门诊量70.8万人次，同比+26%。扩张方面，公司2024年计划新开8家，2025年新开5-8家。截至目前，公司已交付3家，剩余5家（丽水、天台、平湖，宁波文化广场和滨江）预计年底前交付。公司新开医院爬坡进展顺利，短期由于成本投入较大而毛净利率表现略有承压，展望后续，公司毛净利率提升趋势可期，即将步入业绩收获期。

● 投资建议

公司是浙江省内口腔医疗服务老牌企业，区域总院+分院的经营模式助力公司扎根浙江、辐射省外。短期维度看，种植牙集采落地一年有余，公司业务企稳回升，短期业绩有望稳定提升；中长期维度看，口腔医疗服务行业人工成本占比高&固定且对医生依赖度高，

公司通过人才培养、经营管理模式创新等多维度的探索，初步实现了对人才、科研和获客的管理，长期良性发展确定性高。我们预计2024~2026年公司将实现营业收入29.49/33.22/36.76亿元（+3.6%/12.7%/10.7%）将实现归母净利润5.68/6.65/7.62亿元（+13.4%/17.2%/14.6%），维持“买入”评级。

● **风险提示**

医疗安全事件风险；低端口腔医疗市场的竞争风险；品牌声誉风险。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2847	2949	3322	3676
收入同比 (%)	4.7%	3.6%	12.7%	10.7%
归属母公司净利润	500	568	665	762
净利润同比 (%)	-8.7%	13.4%	17.2%	14.6%
毛利率 (%)	38.5%	38.9%	39.6%	40.2%
ROE (%)	13.2%	13.5%	14.2%	14.6%
每股收益 (元)	1.56	1.27	1.49	1.70
P/E	49.01	43.26	36.90	32.21
P/B	6.44	5.84	5.24	4.69
EV/EBITDA	26.78	24.20	21.01	18.48

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2024E	2025E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	969	1313	1867	2486	营业收入	2847	2949	3322	3676
现金	594	1050	1578	2173	营业成本	1750	1803	2008	2198
应收账款	138	139	152	163	营业税金及附加	7	7	8	9
其他应收款	64	66	74	82	销售费用	29	32	40	48
预付账款	13	18	20	22	管理费用	309	295	332	368
存货	25	26	28	31	财务费用	50	38	26	13
其他流动资产	135	15	15	15	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	5037	5144	5206	5283	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	767	717	667	617	投资净收益	60	59	66	74
固定资产	840	856	869	880	营业利润	712	789	924	1059
无形资产	14	15	16	17	营业外收入	1	1	1	1
其他非流动资产	3415	3555	3654	3769	营业外支出	4	3	3	3
资产总计	6006	6457	7074	7769	利润总额	709	787	922	1057
流动负债	645	622	667	708	所得税	130	142	166	190
短期借款	80	80	80	80	净利润	578	645	756	866
应付账款	183	180	195	208	少数股东损益	78	77	91	104
其他流动负债	381	362	392	421	归属母公司净利润	500	568	665	762
非流动负债	1239	1234	1234	1234	EBITDA	946	1029	1160	1286
长期借款	189	189	189	189	EPS (元)	1.56	1.27	1.49	1.70
其他非流动负债	1050	1045	1045	1045					
负债合计	1883	1856	1902	1943					
少数股东权益	317	395	486	590					
股本	321	447	447	447					
资本公积	0	0	0	0					
留存收益	3484	3759	4239	4790					
归属母公司股东权	3805	4206	4686	5237					
负债和股东权益	6006	6457	7074	7769					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	840	834	975	1081
净利润	578	645	756	866
折旧摊销	245	204	211	216
财务费用	52	53	53	53
投资损失	-60	-59	-66	-74
营运资金变动	29	-5	19	18
其他经营现金流	546	645	739	851
投资活动现金流	-884	-131	-209	-221
资本支出	-505	-432	-336	-355
长期投资	-504	60	60	60
其他投资现金流	126	241	66	74
筹资活动现金流	9	-247	-238	-265
短期借款	80	0	0	0
长期借款	160	0	0	0
普通股增加	0	127	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-232	-374	-238	-265
现金净增加额	-35	455	528	596

主要财务比率				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	4.7%	3.6%	12.7%	10.7%
营业利润	-3.0%	10.8%	17.2%	14.6%
归属于母公司净利	-8.7%	13.4%	17.2%	14.6%
获利能力				
毛利率 (%)	38.5%	38.9%	39.6%	40.2%
净利率 (%)	17.6%	19.2%	20.0%	20.7%
ROE (%)	13.2%	13.5%	14.2%	14.6%
ROIC (%)	10.3%	11.3%	11.9%	12.2%
偿债能力				
资产负债率 (%)	31.4%	28.7%	26.9%	25.0%
净负债比率 (%)	45.7%	40.3%	36.8%	33.3%
流动比率	1.50	2.11	2.80	3.51
速动比率	1.24	2.02	2.70	3.41
营运能力				
总资产周转率	0.51	0.47	0.49	0.50
应收账款周转率	23.48	21.31	22.79	23.29
应付账款周转率	10.81	9.92	10.70	10.91
每股指标 (元)				
每股收益	1.56	1.27	1.49	1.70
每股经营现金流	1.88	1.86	2.18	2.42
每股净资产	11.87	9.40	10.48	11.71
估值比率				
P/E	49.01	43.26	36.90	32.21
P/B	6.44	5.84	5.24	4.69
EV/EBITDA	26.78	24.20	21.01	18.48

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 谭国超, 医药首席分析师, 中山大学本科、香港中文大学硕士, 曾任职于强生(上海)医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所, 主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目, 有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

分析师: 陈珈蔚, 医药行业分析师, 负责医疗服务及生物制品行业研究。南开大学本科、波士顿学院金融硕士。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 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; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。