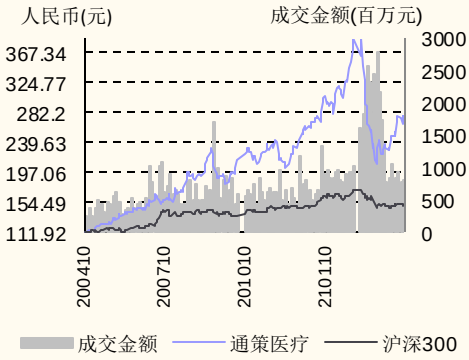
通策医疗 (600763.SH) 增持（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：274.70 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	3.21
已上市流通 A 股(亿股)	3.21
总市值(亿元)	880.80
年内股价最高最低(元)	388.00/112.39
沪深 300 指数	5035
上证指数	3451



相关报告

1.《口腔龙头地位稳固，省内市场下沉可期-通策医疗深度研究》，2021.4.7
2.《内生增长稳健，维持口腔行业景气度判断-通策医疗 2019 年年报...》，2020.4.26

牙椅数量快速增长，一季度扭亏为盈

公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,894	2,088	3,031	3,940	5,201
营业收入增长率	22.52%	10.22%	45.16%	30.00%	32.00%
归母净利润(百万元)	463	493	746	1,058	1,433
归母净利润增长率	39.44%	6.38%	51.36%	41.94%	35.42%
摊薄每股收益(元)	1.444	1.536	2.326	3.301	4.470
每股经营性现金流净额	2.02	2.21	2.52	3.90	5.19
ROE(归属母公司)(摊薄)	25.94%	22.91%	25.84%	26.90%	26.75%
P/E	70.99	179.98	118.12	83.22	61.45
P/B	18.41	41.24	30.52	22.38	16.44

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 4 月 9 日公司公布 2020 年年报，全年营收 20.88 亿元，同比增长 8%，实现净利润 4.93 亿元，同比增长 6%，实现扣非净利润 4.73 亿元，同比增长 4%。2020 年 Q4 实现营收 6.04 亿元，同比增长 27%，实现净利润 9270 万元，同比增长 46%。
- 公司公布 2021 年一季报，实现营收 6.31 亿元，同比增长 222%，较 2019 年同比增长 60%，实现净利润 1.64 亿元，扭亏为盈。

经营分析

- **公司各科室门诊基本恢复，牙椅数量快速增长，儿科业务维持较高增长态势：**2020 年，公司口腔服务营业面积达到 16 万平米，开设牙椅 1986 台（+26%），口腔医疗门诊量 219.07 万人次（+3%）。分科室来看：1）儿科业务实现营收 4.01 亿元（+19%），占比 19%；2）正畸业务实现营收 4.12 亿元（+7.7%），占比 20%；3）种植业务实现收入 3.19 亿元（+7.4%），占比 15%；4）综合口腔项目实现营收 8.64 亿元（+6.8%），占比 41%。
- **技术优势明显，推动数字化口腔解决方案，发挥学科建设优势：**公司诊疗标准、技术手段和临床设备与国际接轨，拥有一批先进技术，如儿童 MRC 早期干预治疗、全程数字化种植技术等；2021 年公司将在学科建设上发挥优势，将宁口打造为研究型医院，建设紫金港医院，强化公司在头面部、神经医学领域的医疗资源，提升在口腔医疗服务领域优势地位。
- **持续推进“区域总院+分院”模式，蒲公英计划逐步落地：**公司以“杭口”、“城西”、“宁口”三大总院为中心医院，2020 公司重点发展的“宁口”总院顺利开业，建筑面积 2 万平方米，总规划牙椅数量 190 台，目前已开设 90 余台，在宁波地区辐射能力将有望逐步显现；蒲公英计划持续推进，截止 2020 年，公司省内开业医院数量达 33 家（不包括三叶）。

盈利调整

- 公司 2021 年 Q1 业绩扭亏并加速恢复，因此我们上调公司 2021-2022 年盈利预测分别 17%、10%，2021-2023 年归母净利润分别为 7.46 亿、10.58 亿、14.33 亿，分别同比增长 51%、42%、35%。维持“增持”评级。

风险提示

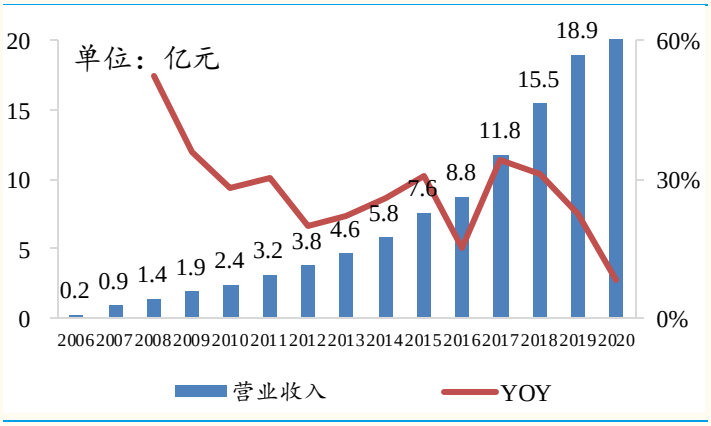
- 医疗事故风险；口腔医院扩张不及预期；省外扩张计划不及预期。

袁维 分析师 SAC 执业编号：S1130518080002
(8621)60230221
yuan_wei@gjzq.com.cn

疫情影响逐步消除，口腔业务加速恢复

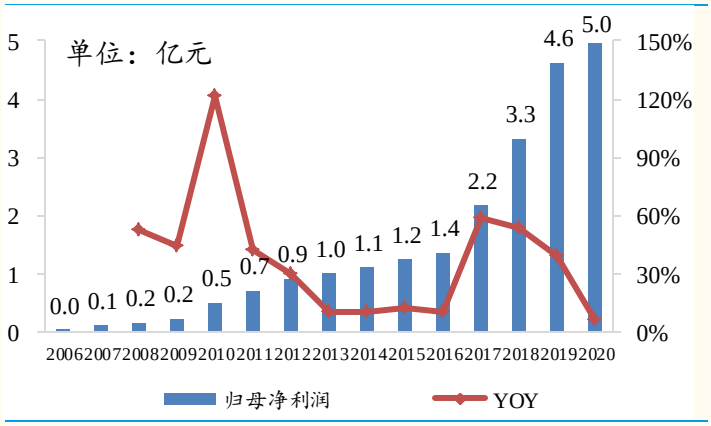
- 2021 年 4 月 10 日，公司公布 2020 年年报，全年实现营业收入 20.88 亿元，同比增长 8%，实现归母净利润 4.93 亿元，同比增长 6%，实现扣非净利润 4.73 亿元，同比增长 4%。2020 年初受疫情影响，公司 Q1 营收较 19 年同期有所下降，从 Q2 开始，公司营收恢复较高增长。
- 2020 年 Q4 实现营收 6.04 亿元，同比增长 27%，实现净利润 9270 万元，同比增长 46%。
- 公司公布 2021 年一季报，实现营收 6.31 亿元，同比增长 222%，实现净利润 1.64 亿元，扭亏为盈。

图表 1：2006-2020 通策医疗营收情况（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

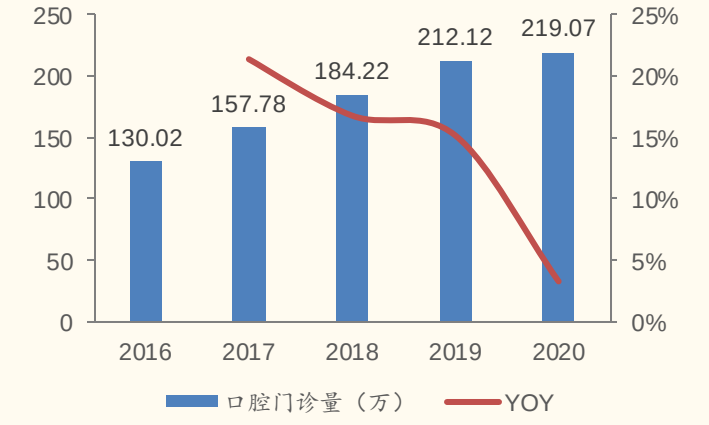
图表 2：2006-2020 通策医疗归母净利润（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

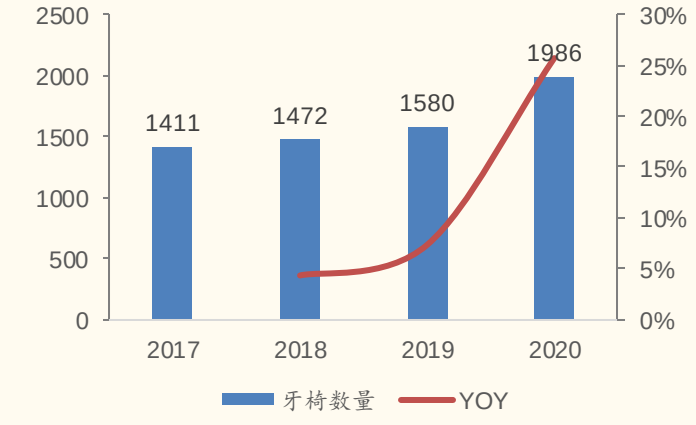
- **全年门诊量受疫情影响稳定增长，总牙椅数量大幅提升。**2020 年，公司口腔医疗服务营业面积达到 16 万平米，开设牙椅 1986 台（+26%），口腔医疗门诊量 219.07 万人次（+3%）。

图表 3：2016-2020 年通策医疗门诊量及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

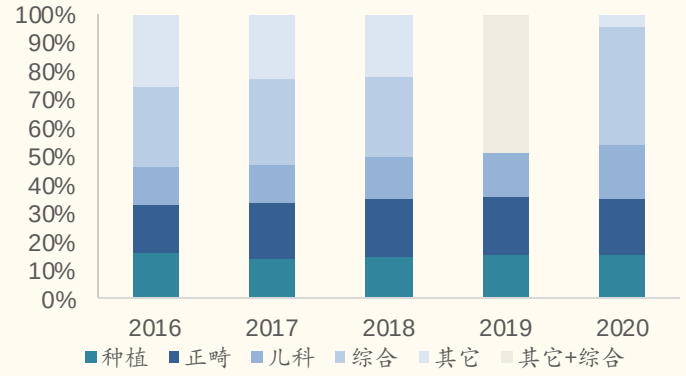
图表 4：2016-2020 年通策医疗牙椅数量（单位：台）



来源：公司公告，国金证券研究所

- 2020 年公司实现营业收入 20.88 亿元，其中儿科业务实现营收 4.01 亿元，同比增长 18.9%，正畸业务实现营收 4.12 亿元，同比增长 7.7%，种植业务实现收入 3.19 亿元，同比增长 7.4%，综合口腔项目实现营收 8.64 亿元，同比增长 6.8%。
- 疫情后 2020 年 4-12 月，公司儿科业务营收 3.58 亿元，同比增长 32%，正畸业务实现营收 3.74 亿元，同比增长 22%，种植业务实现营收 3 亿元，同比增长 26%，综合口腔业务实现营收 7.79 亿元，同比增长 26%。

图表 5：2016-2020 年医疗服务收入构成



来源：公司公告，国金证券研究所

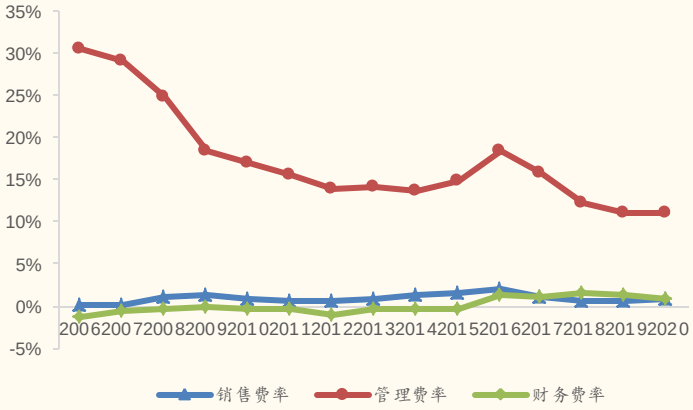
图表 6：公司 2020 年 4-12 月各业务情况（单位：元）



来源：公司公告，国金证券研究所

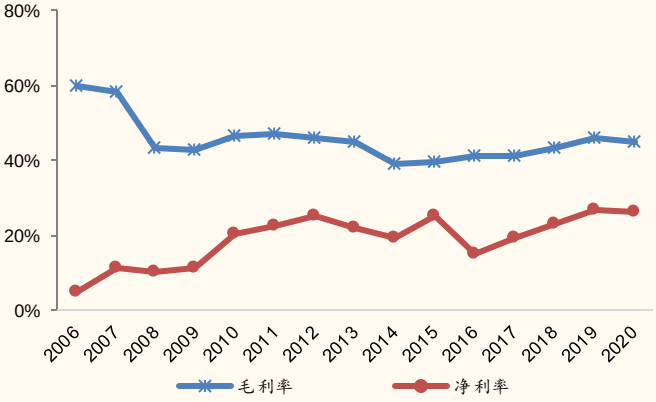
■ **公司费用控制优异，运营能力稳定提升。**期间费用率方面，公司管理费用率、销售费用率以及财务费用率均保持在较低水平，毛利率和净利润率也随之稳步提升，2020 年，公司毛利率为 45%，净利润为 26%。

图表 7：2006-2020 通策医疗期间费用情况（%）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 8：2006-2020 通策医疗毛利率、净利率（%）



来源：公司公告，国金证券研究所

坚持“总院+分院”发展模式，蒲公英计划逐步落地

■ **持续践行“总院+分院”模式，打造多个区域医院集团。**

- 公司坚持“总院+分院”模式，依托具有良好口碑以及强大影响力的区域中心医院，辐射周边分院，发挥中心医院于分院的联动效应。目前公司以杭州口腔医院平海院区、杭州口腔医院城西院区、宁波口腔医院三大总院为中心医院。
- 宁波口腔医院于 2020 年内开业，宁口新院区位于宁波海曙区壹都文化广场，建筑面积 2 万平方米，总规划牙椅数 190 张，目前已开设 90 余台牙椅。

■ **“蒲公英计划”逐步落地，省内市场下沉可期。**

- 公司蒲公英计划持续推进，未来将在浙江省内建设大量分院，使得公司下属医院遍布浙江省内各个区域；
- 截止 2020 年年报，公司省内开业医院数量已达到 33 家，新开分院包括临平、下沙、普陀、镇海、临安、富阳、和睦、台州、奉化、嘉兴等分院。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	**1,546**	**1,894**	**2,088**	**3,031**	**3,940**	**5,201**
增长率	34.32%	22.5%	10.2%	45.2%	30.0%	32.0%
主营业务成本	-877	-1,021	-1,145	-1,637	-2,018	-2,612
%销售收入	56.7%	53.9%	54.8%	54.0%	51.2%	50.2%
毛利	669	873	943	1,394	1,922	2,589
%销售收入	43.3%	46.1%	45.2%	46.0%	48.8%	49.8%
营业税金及附加	-5	-5	-4	-8	-10	-14
%销售收入	0.3%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-11	-12	-18	-22	-30	-39
%销售收入	0.7%	0.6%	0.8%	0.7%	0.8%	0.8%
管理费用	-190	-210	-230	-336	-435	-577
%销售收入	12.3%	11.1%	11.0%	11.1%	11.1%	11.1%
研发费用	-23	-22	-40	-35	-46	-61
%销售收入	1.5%	1.2%	1.9%	1.2%	1.2%	1.2%
息税前利润（EBIT）	441	624	651	993	1,400	1,898
%销售收入	28.5%	32.9%	31.2%	32.8%	35.5%	36.5%
财务费用	-24	-24	-15	-22	-23	-22
%销售收入	1.6%	1.3%	0.7%	0.7%	0.6%	0.4%
资产减值损失	-1	-1	1	-1	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	23	33	39	30	25	25
%税前利润	5.2%	5.2%	5.7%	3.0%	1.8%	1.3%
营业利润	439	634	679	1,000	1,402	1,900
营业利润率	28.4%	33.5%	32.5%	33.0%	35.6%	36.5%
营业外收支	0	0	1	0	0	0
税前利润	439	633	680	1,000	1,402	1,900
利润率	28.4%	33.4%	32.6%	33.0%	35.6%	36.5%
所得税	-80	-126	-135	-198	-266	-370
所得税率	18.2%	19.8%	19.9%	19.8%	19.0%	19.5%
净利润	359	508	545	802	1,135	1,529
少数股东损益	27	45	52	56	77	96
归属于母公司的净利润	**332**	**463**	**493**	**746**	**1,058**	**1,433**
净利率	21.5%	24.4%	23.6%	24.6%	26.9%	27.6%

现金流量表（人民币百万元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	359	508	545	802	1,135	1,529
少数股东损益	27	45	52	56	77	96
非现金支出	91	86	93	83	95	107
非经营收益	4	-4	-14	-12	-1	-1
营运资金变动	15	56	84	-65	20	29
经营活动现金净流	**469**	**647**	**707**	**808**	**1,249**	**1,664**
资本开支	-241	-126	-166	-189	-263	-334
投资	-214	-58	-52	-150	-230	-340
其他	-142	-240	-77	30	25	-75
投资活动现金净流	**-597**	**-423**	**-294**	**-309**	**-468**	**-749**
股权募资	8	18	14	0	0	0
债权募资	-45	-75	-95	-1	0	0
其他	-44	-36	-155	-33	-34	-34
筹资活动现金净流	**-82**	**-92**	**-236**	**-33**	**-34**	**-34**
现金净流量	**-209**	**131**	**177**	**465**	**747**	**881**

资产负债表（人民币百万元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	350	483	674	1,139	1,887	2,768
应收款项	68	91	103	129	173	242
存货	23	16	18	45	55	72
其他流动资产	30	46	39	60	82	111
流动资产	470	635	833	1,373	2,197	3,193
%总资产	22.1%	23.9%	27.2%	35.6%	43.2%	47.3%
长期投资	398	552	548	698	928	1,368
固定资产	827	871	914	1,059	1,121	1,243
%总资产	38.8%	32.8%	29.8%	27.4%	22.1%	18.4%
无形资产	188	189	226	229	234	240
非流动资产	1,662	2,024	2,231	2,486	2,885	3,552
%总资产	77.9%	76.1%	72.8%	64.4%	56.8%	52.7%
资产总计	**2,133**	**2,660**	**3,064**	**3,859**	**5,082**	**6,745**
短期借款	40	60	60	60	60	60
应付款项	108	135	193	198	245	317
其他流动负债	122	146	206	210	260	332
流动负债	270	341	459	468	565	709
长期贷款	415	320	225	225	225	225
其他长期负债	0	28	32	25	25	25
负债	**685**	**690**	**716**	**719**	**816**	**959**
普通股股东权益	**1,315**	**1,785**	**2,150**	**2,886**	**3,935**	**5,359**
其中：股本	321	321	321	321	321	321
未分配利润	976	1,433	1,822	2,558	3,607	5,031
少数股东权益	133	184	198	254	331	427
负债股东权益合计	**2,133**	**2,660**	**3,064**	**3,859**	**5,082**	**6,745**

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	1.036	1.444	1.536	2.326	3.301	4.470
每股净资产	4.102	5.568	6.706	9.001	12.272	16.712
每股经营现金净流	1.464	2.017	2.206	2.519	3.896	5.190
每股股利	0.030	0.000	0.000	0.030	0.030	0.030
回报率						
净资产收益率	25.25%	25.94%	22.91%	25.84%	26.90%	26.75%
总资产收益率	15.57%	17.41%	16.08%	19.32%	20.83%	21.25%
投入资本收益率	18.95%	21.23%	19.72%	23.21%	24.89%	25.15%
增长率						
主营业务收入增长率	31.05%	22.52%	10.22%	45.16%	30.00%	32.00%
EBIT增长率	54.05%	41.49%	4.33%	52.56%	41.03%	35.58%
净利润增长率	53.34%	39.44%	6.38%	51.36%	41.94%	35.42%
总资产增长率	18.84%	24.72%	15.21%	25.94%	31.67%	32.73%
资产管理能力						
应收账款周转天数	10.8	10.3	10.7	10.5	11.0	12.0
存货周转天数	9.9	6.9	5.3	10.0	10.0	10.0
应付账款周转天数	32.5	35.9	44.8	36.0	36.0	36.0
固定资产周转天数	191.8	152.0	138.6	106.9	89.0	71.7
偿债能力						
净负债/股东权益	7.21%	-5.21%	-16.56%	-27.20%	-37.54%	-42.91%
EBIT利息保障倍数	18.1	25.9	42.7	45.1	62.2	84.8
资产负债率	32.12%	25.95%	23.37%	18.63%	16.05%	14.22%

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	1	4	7	12	49
增持	1	1	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**1.50**	**1.20**	**1.13**	**1.08**	**1.00**

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-04-28	增持	73.00	N/A
2	2019-08-02	增持	85.20	N/A
3	2019-10-30	增持	110.00	N/A
4	2020-04-26	增持	121.53	N/A
5	2021-04-07	增持	275.30	270.00～315.00

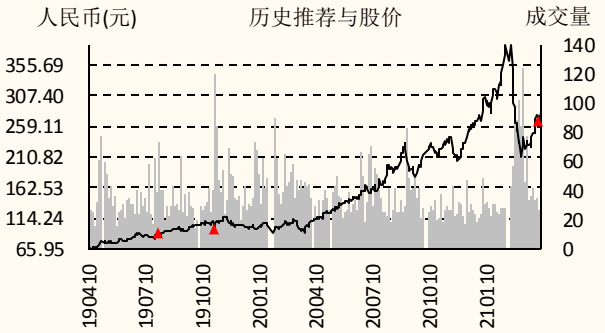
来源：国金证券研究所

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号嘉里建设广场 T3-2402