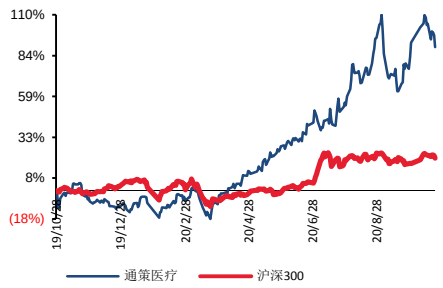
太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-10-26
公司点评报告
买入/维持
通策医疗(600763)

医疗保健 医疗保健设备与服务

# 客单价提升、分院增长强劲，Q3 在高基数上保持快速增长

■ 走势比较




■ 股票数据

| | |
|---|---|
| 总股本/流通(百万股) | 321/321 |
| 总市值/流通(百万元) | 67,527/67,527 |
| 12 个月最高/最低(元) | 233.00/91.48 |

**相关研究报告：**

通策医疗（600763）《总院、分院业绩稳健，公司业绩恢复速度超预期》--2020/04/24

通策医疗（600763）《期间费用率进一步下降，收入增速有望回升》--2019/10/30

通策医疗（600763）《利润增速超市场预期，盈利能力显著提升》--2019/08/01

**证券分析师：盛丽华**

E-MAIL：shenglh@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190520070003

**证券分析师助理：曹聪聪**

E-MAIL：caocc@tpyzq.com

**事件：**近日，公司发布 2020 年三季报：前三季度公司实现营收 14.52 亿（+2.22%），归母净利润 3.96 亿（-0.98%），扣非净利润 3.84 亿（-2.33%），经营现金流净额 4.52 亿（-7.65%）。EPS 1.23 元/股。

**省内分院增长强劲，种植业务恢复，Q3 在高基数上保持快速增长**

**分季度看，Q3 在高基数上保持快速增长：**2020 年 Q3 实现收入 7.14 亿（+24.49%），归母净利润 2.51 亿（+30.68%），扣非净利润 2.47 亿（+30.62%）；Q3 单季度净利润实现近五年最高值。2018Q3、2019Q3 和 2020Q3 的净利润同比增速分别为 50.07%、36.55%和 30.68%，近三年三季度的高增长延续。

**分区域看，Q3 省内分院增长强劲、总院客单价提升显著：**2020 年 Q3，省内总院、省内分院和省外医院的医疗服务收入分为为 2.09 亿（+13.52%）、4.10 亿（+35.30%）和 0.60 亿（+17.48%）；门诊人次分别为 18.19 万人次（+1.21%）、41.32 万人次（+26.78%）和 9.00 万人次（+14.74%）。我们认为，这显示了区域总院（杭口）的增长主要由客单价提升驱动，省内分院的增长主要由客流量提升驱动，“区域总院+分院”的发展模式不断验证。

**分业务看，Q3 种植业务恢复高增长：**2020 年 Q3，公司种植收入 1.07 亿（+26.31%），正畸收入 1.84 亿（+22.99%），儿科收入 1.18 亿（+31.19%），综合医疗服务收入 1.62 亿（+32.29%）；与其它业务相比，种植业务上半年受疫情影响较大，在三季度恢复高增长。

**财务分析：品牌+规模效应，公司成本费用维持在较低水平**

2020 年前三季度，公司毛利率 45.99%（同比下滑 1.94pp），净利率 30.48%（同比下滑 0.94pp），成本和费用仍维持在较低水平；Q3 单季度毛利率 51.86%（同比上升 0.49pp），净利率 39.58%（同比上升 2.22pp），主要系管理费用率的降低。

**盈利预测：**公司是浙江省口腔医疗服务龙头，“区域总院+分院”的发展模式在省内已取得初步验证，在省外即将取得突破。考虑到疫情的影响，我们预计公司 20-22 年归母净利润分别为 5.52/7.27/9.53 亿元，对应 PE 分别为 124/94/72 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**医院扩张进度不及预期；行业竞争加剧；恶性医疗事

故；新冠肺炎疫情持续。

■ **盈利预测和财务指标：**

| | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入(百万元) | 1894 | 2199 | 2830 | 3621 |
| (+/-%) | 22.51 | 16.10 | 28.69 | 27.95 |
| 净利润(百万元) | 463 | 552 | 727 | 953 |
| (+/-%) | 39.44 | 19.10 | 31.81 | 31.15 |
| 摊薄每股收益(元) | 1.44 | 1.72 | 2.27 | 2.97 |
| 市盈率(PE) | 70.99 | 123.51 | 93.71 | 71.45 |

*资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算*

**资产负债表(百万)**

| | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| 货币资金 | 350 | 483 | 1055 | 1699 | 2414 |
| 应收和预付款项 | 79 | 101 | 109 | 136 | 170 |
| 存货 | 23 | 16 | 21 | 27 | 34 |
| 其他流动资产 | 30 | 46 | 50 | 61 | 77 |
| 流动资产合计 | 470 | 635 | 1210 | 1896 | 2661 |
| 长期股权投资 | 114 | 232 | 232 | 232 | 232 |
| 投资性房地产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 812 | 789 | 809 | 922 | 1170 |
| 在建工程 | 14 | 82 | 184 | 337 | 566 |
| 无形资产 | 15 | 14 | 12 | 11 | 9 |
| 长期待摊费用 | 132 | 125 | 125 | 125 | 125 |
| 其他非流动资产 | 248 | 411 | 411 | 411 | 411 |
| 资产总计 | 2133 | 2660 | 3354 | 4304 | 5545 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付和预收款项 | 101 | 136 | 181 | 232 | 295 |
| 长期借款 | 415 | 320 | 370 | 420 | 470 |
| 其他长期负债 | 0 | 28 | 28 | 28 | 28 |
| 负债合计 | 685 | 690 | 786 | 928 | 1098 |
| 股本 | 321 | 321 | 321 | 321 | 321 |
| 资本公积 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 留存收益 | 976 | 1433 | 1901 | 2519 | 3330 |
| 归母公司股东权益 | 1315 | 1785 | 2330 | 3057 | 4010 |
| 少数股东权益 | 107 | 133 | 184 | 239 | 320 |
| 股东权益合计 | 1448 | 1970 | 2569 | 3376 | 4447 |
| 负债和股东权益 | 2133 | 2660 | 3354 | 4304 | 5545 |

**现金流量表(百万)**

| | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| 经营性现金流 | 469 | 648 | 689 | 909 | 1210 |
| 投资性现金流 | -597 | -423 | -150 | -302 | -532 |
| 融资性现金流 | -82 | -92 | 32 | 38 | 37 |
| 现金增加额 | -209 | 132 | 572 | 644 | 715 |

**利润表(百万)**

| | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入 | 1546 | 1894 | 2199 | 2830 | 3621 |
| 营业成本 | 877 | 1021 | 1188 | 1500 | 1883 |
| 营业税金及附加 | 5 | 5 | 6 | 8 | 10 |
| 销售费用 | 11 | 12 | 13 | 18 | 24 |
| 管理费用 | 190 | 210 | 242 | 297 | 362 |
| 财务费用 | 24 | 24 | 8 | 7 | 5 |
| 资产减值损失 | -1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 23 | 33 | 33 | 33 | 33 |
| 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 439 | 634 | 749 | 999 | 1326 |
| 其他非经营损益 | 0 | 0 | 2 | 2 | 2 |
| 利润总额 | 439 | 633 | 750 | 1000 | 1328 |
| 所得税 | 80 | 126 | 144 | 193 | 257 |
| 净利润 | 359 | 508 | 606 | 808 | 1071 |
| 少数股东损益 | 27 | 45 | 55 | 81 | 118 |
| 归母股东净利润 | 332 | 463 | 552 | 727 | 953 |

**预测指标**

| | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| 毛利率 | 43.29% | 46.08% | 46.00% | 47.00% | 48.00% |
| 销售净利率 | 23.23% | 26.81% | 27.56% | 28.54% | 29.58% |
| 销售收入增长率 | 31.05% | 22.52% | 16.10% | 28.68% | 27.96% |
| EBIT 增长率 | 54.05% | 41.49% | 15.64% | 34.47% | 33.62% |
| 净利润增长率 | 53.34% | 39.44% | 19.10% | 31.81% | 31.15% |
| ROE | 25.25% | 25.94% | 23.67% | 23.78% | 23.77% |
| ROA | 15.57% | 17.41% | 16.44% | 16.89% | 17.19% |
| ROIC | 28.44% | 26.79% | 29.97% | 36.30% | 40.78% |
| EPS(X) | 1.04 | 1.44 | 1.72 | 2.27 | 2.97 |
| PE(X) | 45.83 | 70.99 | 123.51 | 93.71 | 71.45 |
| PB(X) | 11.57 | 18.41 | 29.24 | 22.29 | 16.99 |
| PS(X) | 9.84 | 17.36 | 30.98 | 24.07 | 18.81 |
| EV/EBITDA(X) | 28.85 | 46.14 | 85.95 | 64.14 | 47.76 |

***资料来源：WIND，太平洋证券***

# 投资评级说明

## 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；
看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

## 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

# 销 售 团 队

| 职务 | 姓名 | 手机 | 邮箱 |
|---|---|---|---|
| 全国销售总监 | 王均丽 | 13910596682 | wangjl@tpyzq.com |
| 华北销售副总监 | 成小勇 | 18519233712 | chengxy@tpyzq.com |
| 华北销售 | 孟超 | 13581759033 | mengchao@tpyzq.com |
| 华北销售 | 韦珂嘉 | 13701050353 | weikj@tpyzq.com |
| 华北销售 | 韦洪涛 | 13269328776 | weiht@tpyzq.com |
| 华东销售总监 | 陈辉弥 | 13564966111 | chenhm@tpyzq.com |
| 华东销售副总监 | 梁金萍 | 15999569845 | liangjp@tpyzq.com |
| 华东销售 | 杨海萍 | 17717461796 | yanghp@tpyzq.com |
| 华东销售 | 杨晶 | 18616086730 | yangjinga@tpyzq.com |
| 华东销售 | 秦娟娟 | 18717767929 | qinjj@tpyzq.com |
| 华东销售 | 王玉琪 | 17321189545 | wangyq@tpyzq.com |
| 华东销售 | 慈晓聪 | 18621268712 | cixc@tpyzq.com |
| 华东销售 | 郭瑜 | 18758280661 | guoyu@tpyzq.com |
| 华东销售 | 徐丽闵 | 17305260759 | xulm@tpyzq.com |
| 华南销售总监 | 张茜萍 | 13923766888 | zhangqp@tpyzq.com |
| 华南销售副总监 | 查方龙 | 18565481133 | zhafl@tpyzq.com |
| 华南销售 | 张卓粤 | 13554982912 | zhangzy@tpyzq.com |
| 华南销售 | 张靖雯 | 18589058561 | zhangjingwen@tpyzq.com |
| 华南销售 | 何艺雯 | 13527560506 | heyw@tpyzq.com |

太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。