通策医疗（600763）

公司经营逐季向好，人才储备与蒲公英计划稳步推进

2020 年 10 月 26 日

买入（维持）

证券分析师 朱国广
执业证号：S0600520070004
021-60199793
zhugg@dwzq.com.cn
证券分析师 全铭
执业证书：S0600517010002
021-60199793
quanm@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,894	2,085	2,725	3,546
同比（%）	22.5%	10.1%	30.7%	30.2%
归母净利润（百万元）	463	550	720	936
同比（%）	39.4%	18.8%	30.8%	30.1%
每股收益（元/股）	1.44	1.72	2.24	2.92
P/E（倍）	147.10	123.81	94.67	72.77

投资要点

- **事件：**2020 年前三季度公司实现营业收入 14.52 亿元，同比增长 2.22%；归母净利润 3.96 亿元，同比下降 0.98%；扣非归母净利润 3.84 亿元，同比下降 2.33%。经营性现金流净额 4.52 亿元，同比下降 7.65%。

- **疫情影响逐步减弱，公司经营持续向好。**2020 年前三季度，公司营业收入总额已赶超去年同期，归母净利润小幅下滑 0.98%，主要受到疫情的影响。单季度来看，2020 年 Q1、Q2、Q3，公司收入分别同比变化-51.08%、+20.39%、+24.49%，归母净利润分别同比变化-119.58%、+44.63%、+30.68%，国内疫情得到缓解，公司业绩逐季加速，持续稳定发展。公司在兼顾业务稳定恢复与持续增长的同时，不断储备人才、新设医院和进行蒲公英分院的布局，持续提升公司未来高速增长的动力。

- **浙江省内及区域分院增长最快，儿科业务继续成为增长亮点。**2020 年第三季度，公司医院共计实现医疗服务收入 6.79 亿元（+26.16%）；共计门诊量 68.51 万人次（+17.30%）。**分区域来看：1）浙江省内**实现医疗服务收入 6.19 亿元（+27.07%），占比 91.22%；门诊量 59.51 万人次（+17.70%）。依然保持省内规模体量、扩张速度与单价优势。**2）浙江省外**实现医疗服务收入 5964.76 万元（+17.48%）；门诊量 9.00 万人次（+14.74%）。**从浙江省内来看，1）区域总院（杭口）**实现医疗服务收入 2.09 亿元（+13.52%），占比 33.78%。**2）区域分院**实现医疗服务收入 4.10 亿元（+35.30%），占比 66.22%；门诊量 41.32 万人次（+26.78%），区域分院在疫情影响下实现了较快发展。**分诊疗业务类型来看**，种植、正畸、儿科、综合分别实现收入 1.07/1.84/1.18/1.62 亿元，分别同比增长 26.31%/22.99%/31.19%/32.29%，儿科为业绩增长重要动力。

- **Q3 单季度盈利水平稳步上升，人才储备与蒲公英计划推动持续发展。**2020 前三季度，公司综合毛利率、净利率分别为 45.99%、30.48%，分别同比下降 1.94pct、0.94pct，主要受上半年疫情影响较大。单三季度来看，公司毛利率、净利率分别为 51.86%、35.10%，同比提升 0.49pct、1.66pct，继续保持稳中有升的盈利水平。受疫情影响的 2020 年，公司大力进行人才储备已达 600 余人，以满足杭州口腔医院、城西医院、宁波口腔医院三大总院区及开设新院和蒲公英分院发展所需要的专业人才，在合理增加人力成本的同时保持核心增长动力。此外，公司蒲公英计划已陆续投建及运营 15 家分院，将推动公司经营稳健向好发展。

- **盈利预测与投资评级：**预计 2020-2022 年归母净利润分别为 5.50 亿和 7.20 亿元、9.36 亿元，EPS 分别为 1.72 元、2.24 元、2.92 元。当前股价对应估值分别为 124 倍、95 倍、73 倍。考虑到公司经营稳健向好，人才储备与分院扩张保证持续增长。维持“买入”评级。

- **风险提示：**研发项目或不及预期，市场竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	212.45
一年最低/最高价	90.90/241.00
市净率(倍)	31.18
流通 A 股市值(百万元)	68119.97

基础数据

每股净资产(元)	6.81
资产负债率(%)	21.17
总股本(百万股)	320.64
流通 A 股(百万股)	320.64

相关研究

1、《通策医疗（600763）：口腔医疗服务龙头企业，扩张模式可复制，助企业快速增长》2020-03-09

请务必阅读正文之后的免责声明部分

通策医疗三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**635**	**1,071**	**1,677**	**2,344**
现金	483	922	1,448	2,098
应收账款	56	61	92	108
存货	16	26	27	42
其他流动资产	80	61	109	98
非流动资产	**2,024**	**2,098**	**2,410**	**2,777**
长期股权投资	232	232	232	232
固定资产	789	888	1,219	1,608
在建工程	82	79	85	93
无形资产	14	11	8	6
其他非流动资产	907	888	866	839
资产总计	**2,660**	**3,169**	**4,087**	**5,122**
流动负债	**341**	**318**	**451**	**469**
短期借款	0	0	0	0
应付账款	114	105	175	186
其他流动负债	228	213	276	283
非流动负债	**349**	**305**	**321**	**334**
长期借款	320	276	293	305
其他非流动负债	28	28	28	28
负债合计	**690**	**622**	**772**	**803**
少数股东权益	184	211	259	328
归属母公司股东权益	1,785	2,336	3,055	3,991
负债和股东权益	**2,660**	**3,169**	**4,087**	**5,122**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	648	614	875	1,064
投资活动现金流	-423	-151	-406	-486
筹资活动现金流	-92	-23	57	72
现金净增加额	132	439	525	650
折旧和摊销	86	78	94	118
资本开支	126	74	312	367
营运资本变动	34	-29	31	-26

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**1,894**	**2,085**	**2,725**	**3,546**
减:营业成本	1,021	1,113	1,425	1,836
营业税金及附加	5	5	7	9
营业费用	12	14	19	26
管理费用	210	247	340	464
财务费用	24	-12	-18	-34
资产减值损失	0	0	0	0
加:投资净收益	33	0	0	0
其他收益	0	0	0	0
营业利润	**634**	**717**	**952**	**1,244**
加:营业外净收支	-0	0	0	0
利润总额	**633**	**717**	**952**	**1,244**
减:所得税费用	126	140	184	239
少数股东损益	45	26	49	68
归属母公司净利润	**463**	**550**	**720**	**936**
EBIT	640	706	926	1,200
EBITDA	726	783	1,020	1,319

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	1.44	1.72	2.24	2.92
每股净资产(元)	5.57	7.28	9.53	12.45
发行在外股份(百万股)	321	321	321	321
ROIC(%)	23.4%	21.0%	21.6%	21.9%
ROE(%)	25.8%	22.6%	23.2%	23.3%
毛利率(%)	46.1%	46.6%	47.7%	48.2%
销售净利率(%)	24.4%	26.4%	26.4%	26.4%
资产负债率(%)	25.9%	19.6%	18.9%	15.7%
收入增长率(%)	22.5%	10.1%	30.7%	30.2%
净利润增长率(%)	39.4%	18.8%	30.8%	30.1%
P/E	147.10	123.81	94.67	72.77
P/B	38.15	29.17	22.30	17.07
EV/EBITDA	93.91	86.53	66.03	50.65

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn