2020 年 09 月 14 日
公司研究●证券研究报告

通策医疗（600763.SH）

公司快报

收购三叶系优质标的，持续加码儿科赛道

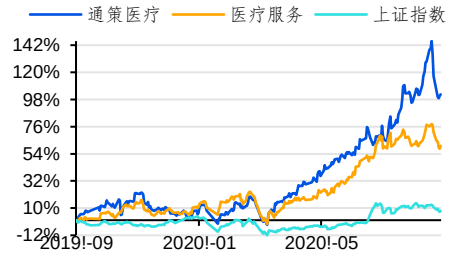
医药 | 医疗服务 III

投资评级	买入-A(维持)
股价(2020-09-11)	192.00 元

交易数据

总市值（百万元）	61,562.88
流通市值（百万元）	61,562.88
总股本（百万股）	320.64
流通股本（百万股）	320.64
12 个月价格区间	90.90/241.00 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.41	19.84	92.9
绝对收益	0.59	31.51	100.46

分析师 王睿
SAC 执业证书编号：S0910519080003
wangrui@huajinsc.cn
021-20377036

报告联系人 徐梓煜
xuziyu@huajinsc.cn
02120377063

相关报告

通策医疗：二季度业绩恢复情况良好，下半年有望再加速 2020-08-03

通策医疗：年报符合预期，疫情过后业绩有望快速反弹 2020-04-24

通策医疗：业绩符合预期，盈利能力持续提升 2019-10-30

通策医疗：口腔连锁龙头，发展前景清晰 2019-09-10

通策医疗：中报业绩略超预期，“总院+分院”成功模式有望在蒲公英计划中复制 2019-08-01

投资要点

- **事件：**公司拟以 1.51 亿元的价格收购海骏科技持有的 10 家长期股权投资，分别为：杭州庆春口腔 50%的股权、上海三叶投资 38.75%的股权、北京三叶 65%的股权、宁波鄞州三叶 65%的股权、上海汇叶口腔 65%的股权、杭州海叶 65%的股权、杭州煦叶 65%的股权、绍兴辰叶 65%的股权、北京三叶风尚 65%的股权、杭州天使口腔 65%的股权。海骏科技实控人为吕建明先生，海骏科技为公司关联方。

- **交易设定业绩承诺，保障公司利益：**本次交易对价 1.5 亿元，对应账面价值溢价 519%；将在公司通过董事会、股东大会、工商变更后 5 日内分别支付 30%、30%、40%的交易款项。交易设置业绩承诺，标的公司在 2021-2023 年合计净利润应不低于 4000 万元，不足部分由海骏科技以现金方式补足。从 2018-2020H1 的业绩来看，被收购标的完成业绩承诺可能性大。

- **加码高速发展业务，收购三叶儿科优质资产：**儿科为公司增长最快的业务之一，2016-2019 年 CAGR 达到 35.69%；今年二季度国内疫情缓解后，公司儿科业务同比增长 37.1%，远超其余业务。本次收购的 10 个标的 2019 合计收入 9466 万元，同比增加 31.97%；净利润 1795 万元，同比增长 162.70%；2020H1 因为疫情影响，收入和净利润分别为 3382 万元和 175 万元。标的股权评估总值为 1.51 亿元，对应 17.8 倍 PE，收购估值较低。除上海三叶外，其余 9 个标的均为三叶儿科医院，合计营业面积 6000 余平方米，拥有牙椅 84 张，平均单椅产出优秀，达到 113 万元/台。本次收购三叶医院优质标的将持续推动儿科优质业务快速增长。

- **我国口腔行业市场空间广阔，尤其是儿科领域：**我国口腔问题率高但是就诊率较低，导致了我国口腔服务渗透率较低，口腔市场潜力巨大。随着消费升级的进程，国人持续加强对口腔问题的关注，对特别是儿童龋齿问题和青少年错颌畸形问题的重视，将推动儿科、青少年正畸两大高附加值服务的市场规模。

- **投资建议：**我们预计公司 2020 - 2022 年的净利润分别为 5.89 亿、7.91 亿、10.32 亿元，增速分别为 27.2%、34.3%、30.4%，对应 2020 - 2022 年 PE 估值分别为 105X、78X、60X，考虑到公司作为国内口腔领域龙头企业省内业务能力突出；下半年业绩有望在二季度快速恢复的基础上在加速，维持"买入-A"评级。

- **风险提示：**口腔业务竞争加剧盈利水平下滑；口腔业务异地扩张不及预期；疫情后分院业绩恢复不及预期；疫情反复影响营业的风险。

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,546	1,894	2,281	2,967	3,800
YoY(%)	31.1	22.5	20.4	30.1	28.1
净利润(百万元)	332	463	589	791	1,032
YoY(%)	53.3	39.4	27.2	34.3	30.4
毛利率(%)	43.3	46.1	46.3	47.8	48.3
EPS(摊薄/元)	1.04	1.44	1.84	2.47	3.22
ROE(%)	24.8	25.8	23.9	24.7	24.5
P/E(倍)	185.4	132.9	104.5	77.8	59.7
P/B(倍)	46.8	34.5	25.9	19.5	14.7
净利率(%)	21.5	24.4	25.8	26.7	27.2

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	470	635	955	1434	2116
现金	350	483	780	1186	1824
应收票据及应收账款	51	56	72	95	119
预付账款	28	44	43	71	75
存货	23	16	30	28	46
其他流动资产	18	36	29	55	52
非流动资产	1662	2024	2352	2810	3301
长期投资	114	232	355	480	606
固定资产	812	789	1014	1366	1753
无形资产	15	14	11	8	6
其他非流动资产	722	990	972	956	936
资产总计	2133	2660	3306	4244	5418
流动负债	270	341	380	471	542
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	87	114	127	178	209
其他流动负债	183	228	252	294	333
非流动负债	**415**	**349**	**340**	**353**	**355**
长期借款	415	320	311	325	327
其他非流动负债	0	28	28	28	28
负债合计	685	690	719	825	897
少数股东权益	133	184	212	266	342
股本	321	321	321	321	321
资本公积	0	0	0	0	0
留存收益	994	1457	2021	2838	3912
归属母公司股东权益	1315	1785	2375	3153	4179
负债和股东权益	2133	2660	3306	4244	5418

现金流量表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	469	648	674	914	1193
净利润	359	508	617	845	1107
折旧摊销	90	86	81	101	127
财务费用	24	24	-6	-7	-20
投资损失	-23	-33	-16	-20	-23
营运资金变动	15	34	-2	-5	1
其他经营现金流	3	29	0	0	0
投资活动现金流	-597	-423	-392	-540	-596
筹资活动现金流	-82	-92	15	31	42

每股指标（元）

每股收益(最新摊薄)	1.04	1.44	1.84	2.47	3.22
每股经营现金流(最新摊薄)	1.46	2.02	2.10	2.85	3.72
每股净资产(最新摊薄)	4.10	5.57	7.41	9.83	13.03

利润表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1546	1894	2281	2967	3800
营业成本	877	1021	1225	1550	1965
营业税金及附加	5	5	8	10	12
营业费用	11	12	24	25	31
管理费用	190	210	249	326	416
研发费用	23	22	29	37	48
财务费用	24	24	-6	-7	-20
资产减值损失	1	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	23	33	16	20	23
营业利润	439	634	767	1047	1371
营业外收入	1	2	2	2	2
营业外支出	1	2	1	1	2
利润总额	439	633	768	1047	1371
所得税	80	126	150	202	264
税后利润	359	508	617	845	1107
少数股东损益	27	45	28	54	76
归属母公司净利润	332	463	589	791	1032
EBITDA	544	724	838	1127	1460

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	31.1	22.5	20.4	30.1	28.1
营业利润(%)	56.4	44.2	21.0	36.5	31.0
归属于母公司净利润(%)	53.3	39.4	27.2	34.3	30.4
获利能力					
毛利率(%)	43.3	46.1	46.3	47.8	48.3
净利率(%)	21.5	24.4	25.8	26.7	27.2
ROE(%)	24.8	25.8	23.9	24.7	24.5
ROIC(%)	21.0	23.4	21.9	23.0	23.1
偿债能力					
资产负债率(%)	32.1	25.9	21.8	19.4	16.6
流动比率	1.7	1.9	2.5	3.0	3.9
速动比率	1.5	1.7	2.3	2.8	3.7
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	33.8	35.5	35.5	35.5	35.5
应付账款周转率	11.2	10.2	10.2	10.2	10.2
估值比率					
P/E	185.4	132.9	104.5	77.8	59.7
P/B	46.8	34.5	25.9	19.5	14.7
EV/EBITDA	113.6	85.1	73.2	54.2	41.5

资料来源：贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王睿声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司
地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层
电话：021-20655588
网址： www.huajinsc.cn