# 业绩受疫情影响出现下滑 二季度已恢复增长态势

## ——2020 年中报点评

谨慎增持 ——维持

日期：2020 年 08 月 05 日

行业：医药制造业

分析师： 魏赟
Tel： 021-53686159
E-mail： weiyun@shzq.com
执业证书编号：S0870513090001
研究助理： 黄施齐
Tel： 021-53686139
E-mail： huangshiqi@shzq.com
执业证书编号：S0870119030007

**基本数据（2020H1）**

| | |
|---|---|
| 报告日股价（元） | 187.89 |
| 12mth A 股价格区间（元） | 87.78-192.41 |
| 总股本（百万股） | 320.64 |
| 无限售 A 股/总股本 | 100% |
| 流通市值（亿元） | 602.45 |
| 每股净资产（元） | 6.05 |
| PBR（X） | 31.03 |
| DPS（2019，元） | 无 |

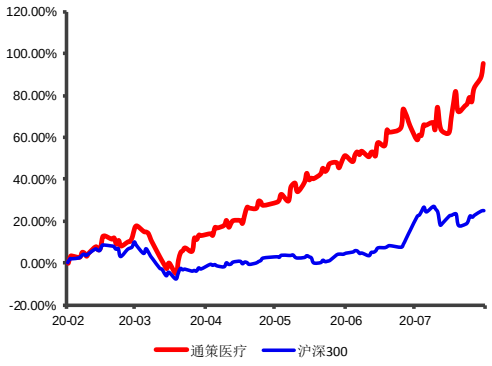
**主要股东（2020H1）**

| | |
|---|---|
| 杭州宝群实业集团有限公司 | 33.75% |
| 鲍正梁 | 7.54% |
| 香港中央结算有限公司（陆股通） | 2.87% |

**收入结构（2020H1）**

| | |
|---|---|
| 医疗服务 | 96.64% |
| 产品销售 | 2.76% |
| 其他 | 0.31% |

**最近 6 个月股票与沪深 300 比较**




## ■ 公司动态事项

公司发布2020年半年度报告。

## ■ 事项点评

### 受疫情影响业绩下滑，Q2 已恢复增长态势

2020H1，公司实现营业收入7.38亿元，同比下降12.87%；实现归母净利润1.45亿元，同比下降30.22%；扣非后归母净利润1.37亿元，同比下降32.86%；实现经营活动产生的现金流量净额1.43亿元，同比下降44.73%。从单季度来看，2020Q2，公司实现营收5.45亿元，同比增长20.39%；实现归母净利润1.64亿元，同比增长44.63%；实现扣非归母净利润1.60亿元，同比增长44.45%。因此，上半年业绩下滑主要是受到一季度疫情影响所致，从二季度来看，公司业绩恢复情况较好，已恢复正常增长态势。从诊疗人次来看，公司上半年门诊人次82.48万人，同比下降18.03%。其中，第二季度门诊人次达到57.73万人，同比增长12.47%，门诊情况恢复良好。

2020H1，公司整体毛利率为40.31%，同比下降，主要是受到疫情影响。2020Q2毛利率为50.35%，同比增加5.68pp。期间费用率方面，2020H1，公司的销售费用率和管理费用率分别为0.84%和14.10%，同比增加0.24pp和1.91pp，费用控制良好，集约采购继续降低公司采购成本，三费支出仍然维持整体较低的水平。

### 各项业务恢复情况较好，种植业务下半年有望加速释放

由于疫情爆发，公司公告于1月29日暂停诊疗服务，3月开始逐步恢复口腔急诊业务，随后于5月18日全面恢复包括牙周超声洁治、牙齿种植植入手术及冠桥牙体预备等在内的口腔科诊疗项目，因此上半年业绩受到影响。从细分业务来看，公司上半年种植、正畸、儿科和综合业务分别实现1.19亿元（-16.93%）、1.32亿元（-13.26%）、1.35亿元（+5.76%）和2.07亿元（-15.12%）收入。其中，种植牙业务的下降幅度较大，主要是由于该项业务相对于其他业务恢复较晚所致。从第二季度情况来看，各项业务已经恢复增长正常态势：儿科医疗服务同比增长37%、综合医疗服务同比增长24%、正畸医疗服务同比增长22%，种植医疗服务同比增长17%。种植服务由于恢复时间较晚，仍然存在较大的补种需求。此外，伴随公司“种植倍增”计划的持续推进，其业绩有望在下半年加速释放。

### 省内扩张持续推进，逐步完善全国布局

报告期内公司加快蒲公英分院建设和人才储备，通过项目目标管理和建设标准化尽量压缩建设周期和各类成本费用，以降低疫情的冲击，确保分院尽快开业，今年下半年蒲公英计划预计大约有5家可以交付。伴随蒲公英计划的推进，公司有望进一步完善浙江全省基层医疗机构的市场布局，强化品牌影响力。省外方面，公司通过基金参与的方式在武汉、重庆、成都、西安等地建设区域总院，不断拓展全国市场布局，市占率有望持续提升，进一步增厚公司业绩。

## ■ 风险提示

行业监管政策变化风险；市场拓展不及预期风险；技术人才流失的风险；并购整合不及预期风险；疫情变化风险。

## ■ 投资建议

### 维持“谨慎增持”评级

预计公司20、21年EPS为1.77和2.31元，以8月04日收盘价187.89元计算，动态PE分别为106倍和82倍。我们认为，公司作为牙科连锁领域领军企业，业绩将受益于医疗需求的持续提升以及市场渗透的逐步增加，未来伴随公司全国市场布局的进一步完善，其业绩具备明确成长性。我们看好公司未来发展，维持“谨慎增持”评级。

## ■ 数据预测与估值：

| 至 12 月 31 日（￥.百万元） | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入 | 1,894.22 | 2,209.43 | 2,807.39 | 3,514.89 |
| 年增长率 | 22.52% | 16.64% | 27.06% | 25.20% |
| 归属于母公司的净利润 | 463.07 | 567.23 | 739.22 | 938.78 |
| 年增长率 | 39.44% | 22.49% | 30.32% | 27.00% |
| 每股收益（元） | 1.44 | 1.77 | 2.31 | 2.93 |
| PER（X） | 130.10 | 106.21 | 81.50 | 64.17 |

*注：有关指标按当年股本摊薄*

## ■ 附表

**附表 1 损益简表及预测（单位：百万元人民币）**

**资产负债表（单位：百万元）**

| 指标 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| 货币资金 | 483 | 971 | 2,032 | 3,288 |
| 存货 | 16 | 30 | 27 | 44 |
| 应收账款及票据 | 68 | 77 | 108 | 123 |
| 其他 | 68 | 60 | 87 | 88 |
| 流动资产合计 | 635 | 1,138 | 2,254 | 3,543 |
| 长期股权投资 | 232 | 232 | 232 | 232 |
| 固定资产 | 789 | 549 | 308 | 68 |
| 在建工程 | 82 | 92 | 102 | 102 |
| 无形资产 | 14 | 12 | 11 | 10 |
| 其他 | 907 | 866 | 824 | 783 |
| 非流动资产合计 | 2,024 | 1,751 | 1,478 | 1,194 |
| **资产总计** | 2,660 | 2,889 | 3,732 | 4,738 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款及票据 | 135 | 152 | 207 | 241 |
| 其他 | 207 | 188 | 207 | 209 |
| 流动负债合计 | 341 | 341 | 414 | 450 |
| 长期借款和应付债券 | 320 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 28 | 9 | 13 | 17 |
| 非流动负债合计 | 349 | 9 | 13 | 17 |
| **负债合计** | 690 | 350 | 427 | 467 |
| 少数股东权益 | 184 | 202 | 233 | 265 |
| 股东权益合计 | 1,970 | 2,539 | 3,305 | 4,271 |
| **负债和股东权益总计** | 2,660 | 2,889 | 3,732 | 4,738 |

**现金流量表（单位：百万元）**

| 指标 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| 净利润 | 463 | 567 | 739 | 939 |
| 折旧和摊销 | 86 | 242 | 242 | 242 |
| 营运资本变动 | (417) | 8 | 63 | 48 |
| **经营活动现金流** | 648 | 840 | 1,066 | 1,245 |
| | | | | |
| 资本支出 | (43) | (10) | (10) | 0 |
| 投资收益 | 33 | 0 | 0 | 0 |
| **投资活动现金流** | (423) | (10) | (10) | 0 |
| | | | | |
| 股权融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 负债变化 | (94) | (320) | 0 | 0 |
| 股息支出 | 0 | (8) | (4) | (6) |
| **融资活动现金流** | (92) | (342) | 5 | 10 |
| **净现金流** | 132 | 488 | 1,061 | 1,255 |

**利润表（单位：百万元）**

| 指标 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | 1,894 | 2,209 | 2,807 | 3,515 |
| 营业成本 | 1,021 | 1,212 | 1,516 | 1,890 |
| 营业税金及附加 | 5 | 7 | 8 | 10 |
| 营业费用 | 12 | 18 | 25 | 35 |
| 管理费用 | 210 | 243 | 309 | 388 |
| 财务费用 | 24 | 6 | (9) | (16) |
| 资产减值损失 | 0 | 2 | 1 | 2 |
| 投资收益 | 33 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **营业利润** | 634 | 722 | 957 | 1,206 |
| 营业外收支净额 | (0) | 0 | (0) | (0) |
| **利润总额** | 633 | 722 | 957 | 1,206 |
| 所得税 | 126 | 137 | 187 | 235 |
| 净利润 | 508 | 585 | 770 | 972 |
| 少数股东损益 | 45 | 18 | 31 | 33 |
| **归属母公司股东净利润** | 463 | 567 | 739 | 939 |

**财务比率分析**

| 指标 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| 总收入增长率 | 22.52% | 16.64% | 27.06% | 25.20% |
| EBITDA 增长率 | 36.23% | 31.31% | 22.67% | 20.41% |
| EBIT 增长率 | 39.77% | 7.22% | 30.20% | 25.61% |
| 净利润增长率 | 39.44% | 22.49% | 30.32% | 27.00% |
| | | | | |
| 毛利率 | 46.08% | 45.15% | 46.00% | 46.23% |
| EBITDA/总收入 | 38.98% | 43.88% | 42.36% | 40.74% |
| EBIT/总收入 | 35.84% | 32.94% | 33.76% | 33.87% |
| 净利润率 | 24.45% | 25.67% | 26.33% | 26.71% |
| | | | | |
| 资产负债率 | 25.95% | 12.12% | 11.43% | 9.85% |
| 流动比率 | 1.86 | 3.34 | 5.44 | 7.87 |
| 速动比率 | 1.82 | 3.25 | 5.38 | 7.78 |
| | | | | |
| 总资产回报率（ROA） | 19.09% | 20.24% | 20.63% | 20.51% |
| 净资产收益率（ROE） | 25.94% | 24.27% | 24.06% | 23.44% |
| | | | | |
| EV/营业收入 | 9.6 | 16.9 | 26.6 | 20.6 |
| EV/EBITDA | 43.5 | 60.6 | 48.5 | 39.5 |
| PE | 130.1 | 106.2 | 81.5 | 64.2 |
| PB | 33.7 | 25.8 | 19.6 | 15.0 |

*数据来源：WIND 上海证券研究所*

## 分析师声明

魏赟 黄施齐

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

| 投资评级 | 定　义 |
|---|---|
| 增持 | 股价表现将强于基准指数 20%以上 |
| 谨慎增持 | 股价表现将强于基准指数 10%以上 |
| 中性 | 股价表现将介于基准指数±10%之间 |
| 减持 | 股价表现将弱于基准指数 10%以上 |

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

| 投资评级 | 定　义 |
|---|---|
| 增持 | 行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5% |
| 中性 | 行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5% |
| 减持 | 行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5% |

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。