口腔恢复迅猛，全年业绩增长有望修正

——通策医疗 2020H1 点评

买入|维持

事件：

8 月 03 日，公司公告 2020 年半年报，报告期内公司实现营业收入 7.38 亿元，同比下降 12.87%；归母净利润 1.45 亿元，同比下降 30.22%；扣非归母净利润 1.38 亿元，同比下降 32.86%。

- **2020H1 表现下滑，主要系 Q1 疫情影响，Q2 恢复显著**

由于新冠疫情影响，公司于 1 月 23 日起全面停诊，3 月 5 日陆续恢复急诊、急需诊疗活动，5 月 18 日正式全面恢复。Q2 业绩恢复良好：

从诊疗人次来看，公司上半年服务 82.48 万人次，同比下降 18%；Q1/Q2 服务人次分别为 24.75、57.73 万人次，同比变动-50%和+12.47%

从营收水平来看，公司上半年实现营收 7.38 亿元，同比下降 12.87%；Q1/Q2 分别实现营收 1.92 和 5.45 亿元，同比变动-51.08%和+20.39%

从净利润水平来看，公司上半年实现净利润 1.45 亿元，同比下降 30.22%；Q1、Q2 分别实现归母净利润-0.19 亿元和 1.64 亿元，同比变动-119.58%和+44.63%

从盈利能力上来看，公司上半年毛利率和净利率水平出现波动，分别为 40.31%和 21.67%，较去年同期水平分别下滑 5.29pct 和 8.64pct；Q2 毛利率和净利率分别为 50.35%和 34.00%，同比提升 5.68pct 和 6.18pct。

- **种植业务有望在三季度发力，其余业务已恢复到较高水平**

拆分业务数据来看，公司 Q1 和 Q2 种植业务收入增速分别为-66.7%和+17.4%，一季度下滑程度高于其他业务，主要系恢复时间较晚。种植积压需求在二季度并未完全释放，同时公司“种植倍增”计划大力推进，种植业务有望在三季度较大幅度提升。在 3 月份开始陆续恢复的业务如正畸、儿科和综合科在 Q2 分别实现 22%、37%和 24%的高增长。

- **内生增长依旧强劲，分院贡献度稳步提升**

核心医院平海路、城西和宁口分别变动-21.65%、-0.72%及-34.01%，城西已基本不受疫情影响，恢复到去年同期，而平海路院区在 Q2 也重回到两位数增长，恢复态势良好。新开分院潜力可期，业绩恢复迅猛，2017 年开业的萧山分院和城北分院在疫情下仍然分别实现 37%和 29%正收入增长。

- **投资建议与盈利预测**

疫情恢复状态良好，蒲公英计划有序进行，省外武汉恢复迅猛、西安医生资源丰富，复制确定性进一步提升。考虑疫情影响，预计公司 20-22 年营收分别为 23.37/30.10/38.61 亿元，归母净利润 5.86/7.74/10.26 亿元，EPS 分别为 1.83/2.41/3.20 元/股，对应 PE 为 99/75/57 倍，维持“买入”评级。

风险提示

医疗纠纷风险；跨区域发展推进不及预期；竞争加剧风险；人才流失风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1546.04	1894.22	2337.01	3009.84	3861.17
收入同比（%）	31.05	22.52	23.38	28.79	28.28
归母净利润(百万元)	332.09	463.07	586.25	773.95	1025.93
归母净利润同比(%)	53.34	39.44	26.60	32.02	32.56
ROE（%）	25.25	25.94	24.77	24.64	24.61
每股收益（元）	1.04	1.44	1.83	2.41	3.20
市盈率(P/E)	175.24	125.67	99.27	75.19	56.73

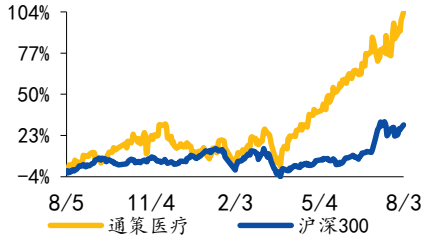
资料来源：Wind,国元证券研究中心

当前价:　181.50 元

基本数据

52 周最高/最低价（元）：	181.5 / 89.11
A 股流通股（百万股）：	320.64
A 股总股本（百万股）：	320.64
流通市值（百万元）：	58196.16
总市值（百万元）：	58196.16

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-通策医疗（600763）2019 年报&2020Q1 点评：疫情短期影响，拓展计划稳步进行》2020.04.24

《国元证券公司研究-通策医疗（600763）2019Q3 点评：运营模式渐入成熟，口腔市场未来可期》2019.10.30

报告作者

分析师　常启辉

执业证书编号　S0020517090001

电话　021-51097188-1936

邮箱　changqihui@gyzq.com.cn

联系人　刘慧敏

电话　021-51097188

邮箱　liuhuimin@gyzq.com.cn

受到新冠疫情影响，诊疗服务停诊或受限至 5 月下旬，2020H1 业绩表现仍然下滑，但 2020Q2 恢复迅猛，营收同比增长达到 20.39%，归母净利润同比增长 44.63%。由于新冠疫情影响，公司于 1 月 23 日起全面停诊，3 月 5 日陆续恢复急诊、急需诊疗活动，5 月 18 日正式全面恢复包括种植等在内的操作时间长、受气溶胶影响较多业务。根据公司披露的数据显示，3 月底至 5 月 17 日期间业务营收已超过去年同期水平，我们分析主要系公立医院受疫情防控影响就诊不便、部分中小型民营诊所尚未开诊或现金流断裂关闭，人流增长成为主要贡献力量。5 月 18 日恢复种植等业务后，高值业务带来收入的迅猛提升，6 月以来持续保持在较高增长水平。各项业务数据表明公司 Q2 业绩恢复良好：

- **从诊疗人次来看，**公司上半年服务 82.48 万人次，同比下降 18%；Q1/Q2 服务人次分别为 24.75 和 57.73 万人次，同比变动-50%和+12.47%
- **从营收水平来看，**公司上半年实现营收 7.38 亿元，同比下降 12.87%；Q1/Q2 分别实现营收 1.92 亿元和 5.45 亿元，同比变动-51.08%和+20.39%
- **从净利润水平来看，**公司上半年实现净利润 1.45 亿元，同比下降 30.22%；Q1、Q2 分别实现归母净利润-0.19 亿元和 1.64 亿元，同比变动-119.58%和+44.63%
- **从盈利能力上来看，**公司上半年毛利率和净利率水平出现波动，分别为 40.31%和 21.67%，较去年同期水平分别下滑 5.29pct 和 8.64pct；二季度毛利率和净利率分别为 50.35%和 34.00%，同比提升 5.68pct 和 6.18pct

种植业务有望在三季度发力，其余业务已恢复到较高水平。受到疫情影响，公司直到 5 月 18 日逐步恢复种植相关业务。拆分业务数据来看，公司 Q1 和 Q2 种植业务收入增速分别为下滑 66.7%和增长 17.4%，一季度下滑程度高于其他业务，主要系恢复时间较晚。**种植积压需求在二季度并未完全释放，同时公司“种植倍增”计划大力推进，种植业务有望在三季度较大幅度提升。**在 3 月份开始陆续恢复的业务如正畸、儿科和综合科在 Q2 分别实现 22%、37%和 24%的高增长。

表 1：主要业务构成及增长分析

业务类型	2019H1	2020H1	同比增长	2019Q1	2020Q1	同比增长	2019Q2	2020Q2	同比增长
种植	14273.66	11857.81	-16.9%	5831.66	1944.81	-66.7%	8442.00	9913.00	17.4%
正畸	15216.41	13198.57	-13.3%	7462.41	3719.57	-50.2%	7754.00	9479.00	22.2%
儿科	12751.83	13486.60	5.8%	5734.83	3866.6	-32.6%	7017.00	9620.00	37.1%
综合	24365.49	20682.03	-15.1%	11887.53	5226.23	-56.0%	12477.96	15455.80	23.9%

资料来源：国元证券研究中心

注：以上仅为主要业务构成，并不等同于所有服务收入。

内生增长依旧强劲，分院贡献度稳步提升。核心医院平海路总院、城西分院和宁口分别变动-21.65%、-0.72%及-34.01%，城西已基本不受疫情影响，恢复到去年同期，而平海路院区在 Q2 也重回到两位数增长，恢复态势良好。成熟分院净利率水平突出，涵盖分红，平海总院（+湖滨分院）、城西分院分别达到净利率 53.43%（含分红）和 26.48%，较去年同期仍有提升。新开分院潜力可期，业绩恢复迅猛，2017 年开业的萧山分院和城北分院在疫情下仍然分别实现 37%和 29%正收入增长，除庆春由于人员变动外，其余分院收入和利润下滑可控，仍有强劲恢复态势。从二季度

的门诊量和收入情况来看，分院成为主要的增长贡献。

表 2：浙江区域门诊量和收入情况拆分

浙江区域	门诊人次	同比增长	服务收入	同比增长
区域总院（杭口）	16.43	0.37%	16506.75	10.73%
区域分院	33.04	17.63%	31345.6	29.46%
区域集团（浙江）	49.46	11.28%	47852.35	22.32%

资料来源：公司财报，国元证券研究中心

表 3：部分核心门店收入和利润情况

诊所名称	开业年份	2019H1 收入	2020H1 收入	收入增长率	2019H1 净利	2020H1 净利	净利增长率	净利润率
杭州口腔医院有限公司								
平海分院（+湖滨分院）	2014 扩建	28,614.33	22419.05	-21.65%	13,603.31	11979.56	-11.94%	53.43%
庆春分院	2017	1,722.42	1099.84	-36.15%	365.82	(94.04)	-125.71%	-8.55%
萧山分院	2017	1,003.80	1376.16	37.10%	-54.37	161.21	196.51%	11.71%
上虞分院	2015	1,431.74	1108.92	-22.55%	399.35	284.78	-28.69%	25.68%
海宁分院	2015	1,566.68	1375.64	-12.19%	413.42	336.66	-18.57%	24.47%
义乌分院	2009	3,241.84	2600.87	-19.77%	797.82	658.76	-17.43%	25.33%
湖州分院	2016	1,820.07	1686.10	-7.36%	418.58	354.49	-15.31%	21.02%
诸暨分院	2014	3,259.26	3028.98	-7.07%	1,040.24	870.02	-16.36%	28.72%
衢州分院	2008	1,205.30	1053.22	-12.62%	424.37	406.23	-4.27%	38.57%
杭州城西口腔医院有限公司								
城西总院	2007	17,731.23	17603.91	-0.72%	4,560.76	4661.64	2.21%	26.48%
城北分院	2017	1,373.20	1781.61	29.74%	231.68	413.82	78.62%	23.23%
宁波口腔医院有限公司								
宁波总院	预计 2020 年底扩建完成	6,520.85	4303.15	-34.01%	1,694.13	351.43	-79.26%	8.17%
舟山分院（定海分院）	2015	1,290.74	945.23	-26.77%	294.55	130.08	-55.84%	13.76%
省外口腔医院								
沧州分院	2007 收购	1,891.04	1639.80	-13.29%	501.33	369.65	-26.27%	22.54%
昆明口腔	2011 收购	3,090.79	2550.44	-17.48%	459.09	198.46	-56.77%	7.78%
益阳口腔	2018	1,437.15	1471.20	2.37%	370.00	409.06	10.56%	27.80%

资料来源：公司财报，国元证券研究中心

蒲公英分院推进良好，省外业务亦在快速恢复。截止目前，蒲公英布局门店已有下沙、临平、柯桥、镇海、普陀、奉化、德清 7 个门店进入到试营业或正式营业阶段，其余门店在陆续建设获证之中，预计 2019 年第一批签约十家有望在年内全部进入营业状态。省外存济收到托管管理费 27.26 万元，分别来自于武汉 23.06 万元和重庆 5.84 万元，对应收入分别为 1153 万元和 292 万元，作为疫情“震中”的武汉，口腔医院恢复迅猛，预计今年有望实现超过 5000 万营收。

投资建议：疫情恢复状态良好，省内蒲公英计划有序进行，省外武汉恢复迅猛、西安医生资源丰富，复制确定性进一步提升。考虑到疫情影响，预计公司 20-22 年营业收入分别为 23.37/30.10/38.61 亿元，归母净利润 5.86/7.74/10.26 亿元，EPS 分别为 1.83/2.41/3.20 元/股，对应 PE 为 99/75/57 倍，维持“买入”评级。

风险提示：医疗纠纷风险；跨区域发展不及预期；竞争加剧风险；人才流失风险。

财务预测表

资产负债表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	470.30	635.44	1478.47	2267.37	3287.68
现金	350.40	483.04	1291.62	2033.47	2992.06
应收账款	50.54	56.30	71.05	91.50	117.38
其他应收款	16.99	34.92	26.43	34.04	43.67
预付账款	28.27	44.31	44.66	57.41	73.65
存货	22.76	15.65	31.42	40.39	51.82
其他流动资产	1.34	1.22	13.29	10.56	9.10
非流动资产	1662.39	2024.36	1776.44	1964.53	2150.18
长期投资	113.75	231.89	250.00	300.00	350.00
固定资产	812.43	788.94	943.25	1083.33	1209.18
无形资产	14.58	13.64	10.78	7.92	5.06
其他非流动资产	721.63	989.89	572.41	573.28	585.94
资产总计	2132.69	2659.80	3254.91	4231.90	5437.86
流动负债	270.12	341.44	321.03	446.24	524.38
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	87.23	113.54	127.60	246.05	315.65
其他流动负债	182.90	227.90	193.43	200.19	208.73
非流动负债	414.80	348.70	328.03	330.56	333.94
长期借款	414.80	320.43	320.43	320.43	320.43
其他非流动负债	0.00	28.28	7.60	10.13	13.51
负债合计	684.92	690.14	649.06	776.80	858.32
少数股东权益	132.56	184.21	238.93	313.43	410.88
股本	320.64	320.64	320.64	320.64	320.64
资本公积	0.18	0.18	0.18	0.18	0.18
留存收益	994.38	1457.46	2043.71	2817.66	3843.60
归属母公司股东权益	1315.21	1785.44	2366.92	3141.67	4168.66
负债和股东权益	2132.69	2659.80	3254.91	4231.90	5437.86

现金流量表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	469.42	647.84	1069.46	1006.26	1212.53
净利润	359.20	507.77	640.97	848.45	1123.38
折旧摊销	90.23	86.40	96.97	111.25	125.53
财务费用	24.32	24.04	5.71	-3.59	-13.79
投资损失	-22.79	-32.91	-30.00	-30.00	-30.00
营运资金变动	15.34	33.96	-2.79	110.81	48.44
其他经营现金流	3.11	28.57	358.60	-30.65	-41.02
投资活动现金流	-596.87	-423.10	-230.60	-268.80	-268.80
资本支出	240.55	125.84	215.00	215.00	215.00
长期投资	214.00	46.24	18.11	50.00	50.00
其他投资现金流	-142.32	-251.02	2.51	-3.80	-3.80
筹资活动现金流	-81.96	-92.45	-30.27	4.39	14.86
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	-65.20	-94.37	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.17	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-16.92	1.92	-30.27	4.39	14.86
现金净增加额	-209.41	132.29	808.59	741.85	958.59

利润表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1546.04	1894.22	2337.01	3009.84	3861.17
营业成本	876.77	1021.37	1276.01	1640.37	2104.34
营业税金及附加	4.52	4.95	6.54	8.43	10.81
营业费用	10.96	11.79	18.70	19.56	2.32
管理费用	189.89	210.13	264.08	331.08	424.73
研发费用	23.00	22.14	15.00	10.00	10.00
财务费用	24.32	24.04	5.71	-3.59	-13.79
资产减值损失	-0.99	0.00	1.00	1.00	1.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	22.79	32.91	30.00	30.00	30.00
营业利润	439.40	633.82	781.47	1034.50	1353.27
营业外收入	1.28	1.82	1.20	1.20	1.20
营业外支出	1.50	2.25	1.00	1.00	1.00
利润总额	439.19	633.39	781.67	1034.70	1353.47
所得税	79.99	125.62	140.70	186.25	230.09
净利润	359.20	507.77	640.97	848.45	1123.38
少数股东损益	27.11	44.70	54.72	74.50	97.45
归属母公司净利润	332.09	463.07	586.25	773.95	1025.93
EBITDA	553.95	744.26	884.15	1142.15	1465.00
EPS（元）	1.04	1.44	1.83	2.41	3.20

主要财务比率					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	31.05	22.52	23.38	28.79	28.28
营业利润(%)	56.44	44.25	23.30	32.38	30.81
归属母公司净利润(%)	53.34	39.44	26.60	32.02	32.56
获利能力					
毛利率(%)	43.29	46.08	45.40	45.50	45.50
净利率(%)	21.48	24.45	25.09	25.71	26.57
ROE(%)	25.25	25.94	24.77	24.64	24.61
ROIC(%)	37.35	51.54	57.14	75.54	96.17
偿债能力					
资产负债率(%)	32.12	25.95	19.94	18.36	15.78
净负债比率(%)	66.40	55.12	55.53	46.40	41.99
流动比率	1.74	1.86	4.61	5.08	6.27
速动比率	1.66	1.81	4.51	4.99	6.17
营运能力					
总资产周转率	0.79	0.79	0.79	0.80	0.80
应收账款周转率	32.03	33.67	34.85	35.18	35.12
应付账款周转率	11.22	10.17	10.58	8.78	7.49
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	1.04	1.44	1.83	2.41	3.20
每股经营现金流(最新摊薄)	1.46	2.02	3.34	3.14	3.78
每股净资产(最新摊薄)	4.10	5.57	7.38	9.80	13.00
估值比率					
P/E	175.24	125.67	99.27	75.19	56.73
P/B	44.25	32.59	24.59	18.52	13.96
EV/EBITDA	104.04	77.44	65.19	50.46	39.34

投资评级说明

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。 本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、 分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：（0551）62207952	传真：（021）68869125
	电话：（021）51097188