2020 年 08 月 04 日
公司研究●证券研究报告

# 通策医疗（600763.SH）

公司快报

# 二季度业绩恢复情况良好，下半年有望再加速

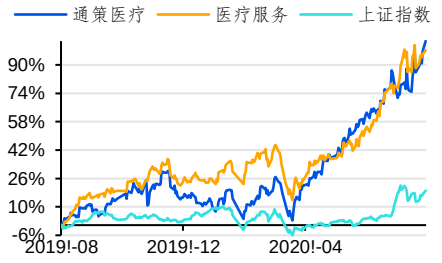
医药 | 医疗服务 III

| | |
|---|---|
| 投资评级 | 买入-A(维持) |
| 股价(2020-08-03) | 181.50 元 |

**交易数据**

| | |
|---|---|
| 总市值（百万元） | 58,196.16 |
| 流通市值（百万元） | 58,196.16 |
| 总股本（百万股） | 320.64 |
| 流通股本（百万股） | 320.64 |
| 12 个月价格区间 | 87.78/184.90 元 |

**一年股价表现**




*资料来源：贝格数据*

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|---|---|---|---|
| 相对收益 | 7.05 | 30.1 | 85.01 |
| 绝对收益 | 13.87 | 47.86 | 102.45 |

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

**相关报告**

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：**公司发布 2020 年中报，2020 上半年实现营业收入 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%；实现扣非净利润 1.37 亿元，同比下降 32.86%；经营性现金流为 1.43 亿元,同比下降 44.73%；上半年业绩下降主要因为公司主营业务为口腔健康服务，一季度受到疫情影响较大，明显拉低业绩；二季度业绩恢复较好，基本符合市场预期。

- **公司二季度业绩恢复较好，下半年业绩有望再加速。**疫情期间公司医院基本处于关停状态，导致一季度收入和归母净利润分别同比下降 51.1%、119.6%。随着国内疫情控制，公司业务逐步恢复；公司于 3 月初开始逐渐开放口腔医院急诊业务，3 月底恢复基础业务，但是包括超声洁牙、牙齿种植等部分易产生气溶胶的项目直到 5 月中旬才全面恢复。**分季度看，**公司 Q2 实现收入 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 44.64%，恢复情况良好。**分业务看，**2020 上半年公司种植、正畸、儿科、综合四大业务收入分别为 1.19 亿元、1.32 亿元、1.35 亿元、2.07 亿元，同比增长分别为-16.93%、-13.26%、5.76%、-15.12%。公司 Q2 种植、正畸、儿科、综合业务同比增速分别为 17.4%、22.2%、37.1%、23.9%。公司二季度各业务情况明显转好，尤其是儿科业务，由于 Q1 堆积的需求在 Q2 开始释放，业绩增长较快；牙齿种植业务 5 月才恢复，业绩恢复相对较慢。公司下半年将加速“种植倍增”计划的推进，瞄准 6-8 千元牙齿种植市场，确保今年完成 4 万颗种植牙的任务，种植业务有望成为下半年业绩支柱。**利润端来看，**公司 2020 上半年毛利率、净利率分别为 40.31%、21.67%；对比去年同期略有下降。公司 2020Q2 毛利率、净利率分别为 50.34%、34%，分别同比增长 5.68、6.18 个百分点。**费用率方面，**公司上半年费用率保持良好，依托优秀的客户基础，销售费用率仅为 0.84%；公司现金流优秀，财务费用率仅为 1.12%；由于宁波新院筹建期租赁费用增加，管理费用率同比增加 1.81 个百分点到 12.74%。**总体来看，**公司二季度业绩恢复良好；若国内或浙江省新冠疫情不反复，随着种植业务的恢复，公司下半年业绩有望在二季度高增速的基础上再加速。

- **公司加快宁口总院建设，全力推进蒲公英计划： 2020 是公司的“宁波年”。**随着宁口新院的加速落地，公司计划将宁波打造成省内第三个“总院+分院”的区域中心，与杭口总院、城西总院形成“三足鼎立”的局面。公司在宁波共规划 9 家分院，目前已开业 3 家，将开业 2 家。宁波新院建面 2 万方，规划牙椅 190 张，在今年暑假开业后，将破除宁波老院的产能瓶颈，与多家分院形成区域集团，成为公司业绩一大助力。**“总院+分院”模式帮助蒲公英各地扩散。**蒲公英计划预计在 3 至 5 年内于全省范围开设 100 家口腔专科医院，计划实施后杭口集团将覆盖浙江全部县区市，以此逐步占领并完善浙江口腔医疗服务市场。2019 年公司已在浙江开设 18 家蒲公英分院（包含之前的分院）；公司下一阶段计划在下沙、临平、普陀、奉化、镇海等地建设的 15 家蒲公英分院已经进入筹备阶段，部分分院得到牌照；并且公司开始在余姚、慈溪等 9 地建设计划的前期工作。蒲公英计划的加速布局将为公司

带来加速增长的动力。

- **我国口腔行业市场空间广阔：**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，特别是儿童龋齿问题和青少年错颌畸形问题，将推动儿科、正畸两大高附加值服务的市场规模。同时日益严重的老龄化问题带来了种植服务新的成长点。

- **其他业务为公司提供业绩弹性：省外口腔方面**，公司发起通策口腔医疗投资基金，在武汉、重庆、北京等六个一线及重点省会城市定向投资大型口腔医院，逐步完成从省内到全国的布局。 **辅助生殖方面**，2020 上半年昆明生殖受到疫情影响较大；下半年有望加速恢复。**眼科方面**，公司参股 20%浙江广济眼科医院，院区面积 5 万平方米，规划门诊诊室 150 间，检查室 80 间，眼科专科手术 30 间，医院拥有浙江省内最为优质的眼科医生资源和设备；预计年内可开业。

- **投资建议：**我们预计公司 2020 - 2022 年的净利润分别为 5.92 亿、7.93 亿、10.31 亿元，增速分别为 27.9%、33.8%、30.1%，对应 2020 - 2022 年 PE 估值分别为 95.5X、71.4X、54.9X，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 | 2,275 | 2,955 | 3,782 |
| YoY(%) | 31.1 | 22.5 | 20.1 | 29.9 | 28.0 |
| 净利润(百万元) | 332 | 463 | 592 | 793 | 1,031 |
| YoY(%) | 53.3 | 39.4 | 27.9 | 33.8 | 30.1 |
| 毛利率(%) | 43.3 | 46.1 | 46.5 | 47.9 | 48.4 |
| EPS(摊薄/元) | 1.04 | 1.44 | 1.85 | 2.47 | 3.22 |
| ROE(%) | 24.8 | 25.8 | 24.0 | 24.7 | 24.5 |
| P/E(倍) | 170.4 | 122.2 | 95.5 | 71.4 | 54.9 |
| P/B(倍) | 43.0 | 31.7 | 23.8 | 17.9 | 13.5 |
| 净利率(%) | 21.5 | 24.4 | 26.0 | 26.8 | 27.3 |

*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 | 958 | 1443 | 2125 |
| 现金 | 350 | 483 | 784 | 1196 | 1835 |
| 应收票据及应收账款 | 51 | 56 | 72 | 95 | 119 |
| 预付账款 | 28 | 44 | 43 | 70 | 75 |
| 存货 | 23 | 16 | 30 | 28 | 46 |
| 其他流动资产 | 18 | 36 | 29 | 55 | 51 |
| **非流动资产** | 1662 | 2024 | 2348 | 2802 | 3291 |
| 长期投资 | 114 | 232 | 355 | 480 | 606 |
| 固定资产 | 812 | 789 | 1010 | 1358 | 1743 |
| 无形资产 | 15 | 14 | 11 | 8 | 6 |
| 其他非流动资产 | 722 | 990 | 971 | 955 | 936 |
| **资产总计** | 2133 | 2660 | 3306 | 4245 | 5416 |
| **流动负债** | 270 | 341 | 377 | 470 | 538 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付票据及应付账款 | 87 | 114 | 126 | 177 | 207 |
| 其他流动负债 | 183 | 228 | 251 | 293 | 331 |
| **非流动负债** | **415** | **349** | **339** | **352** | **353** |
| 长期借款 | 415 | 320 | 310 | 323 | 325 |
| 其他非流动负债 | 0 | 28 | 28 | 28 | 28 |
| **负债合计** | 685 | 690 | 716 | 821 | 891 |
| 少数股东权益 | 133 | 184 | 213 | 266 | 342 |
| 股本 | 321 | 321 | 321 | 321 | 321 |
| 资本公积 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 留存收益 | 994 | 1457 | 2024 | 2842 | 3916 |
| 归属母公司股东权益 | 1315 | 1785 | 2378 | 3158 | 4183 |
| **负债和股东权益** | 2133 | 2660 | 3306 | 4245 | 5416 |

**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 | 676 | 916 | 1190 |
| 净利润 | 359 | 508 | 621 | 846 | 1107 |
| 折旧摊销 | 90 | 86 | 81 | 101 | 126 |
| 财务费用 | 24 | 24 | -7 | -8 | -20 |
| 投资损失 | -23 | -33 | -16 | -20 | -23 |
| 营运资金变动 | 15 | 34 | -3 | -4 | 0 |
| 其他经营现金流 | 3 | 29 | 0 | 0 | 0 |
| **投资活动现金流** | -597 | -423 | -389 | -536 | -592 |
| **筹资活动现金流** | -82 | -92 | 14 | 30 | 41 |

**每股指标（元）**

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| 每股收益(最新摊薄) | 1.04 | 1.44 | 1.85 | 2.47 | 3.22 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 1.46 | 2.02 | 2.11 | 2.86 | 3.71 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 4.10 | 5.57 | 7.42 | 9.85 | 13.05 |

**利润表(百万元)**

| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | 1546 | 1894 | 2275 | 2955 | 3782 |
| 营业成本 | 877 | 1021 | 1216 | 1538 | 1950 |
| 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 | 248 | 324 | 414 |
| 研发费用 | 23 | 22 | 29 | 37 | 47 |
| 财务费用 | 24 | 24 | -7 | -8 | -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 | 771 | 1048 | 1370 |
| 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 | 772 | 1049 | 1370 |
| 所得税 | 80 | 126 | 151 | 202 | 263 |
| **税后利润** | 359 | 508 | 621 | 846 | 1107 |
| 少数股东损益 | 27 | 45 | 28 | 54 | 75 |
| **归属母公司净利润** | 332 | 463 | 592 | 793 | 1031 |
| EBITDA | 544 | 724 | 842 | 1128 | 1459 |

**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 | 20.1 | 29.9 | 28.0 |
| 营业利润(%) | 56.4 | 44.2 | 21.7 | 36.0 | 30.7 |
| 归属于母公司净利润(%) | 53.3 | 39.4 | 27.9 | 33.8 | 30.1 |
| **获利能力** | | | | | |
| 毛利率(%) | 43.3 | 46.1 | 46.5 | 47.9 | 48.4 |
| 净利率(%) | 21.5 | 24.4 | 26.0 | 26.8 | 27.3 |
| ROE(%) | 24.8 | 25.8 | 24.0 | 24.7 | 24.5 |
| ROIC(%) | 21.0 | 23.4 | 22.0 | 23.0 | 23.1 |
| **偿债能力** | | | | | |
| 资产负债率(%) | 32.1 | 25.9 | 21.6 | 19.3 | 16.4 |
| 流动比率 | 1.7 | 1.9 | 2.5 | 3.1 | 4.0 |
| 速动比率 | 1.5 | 1.7 | 2.3 | 2.9 | 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 | 170.4 | 122.2 | 95.5 | 71.4 | 54.9 |
| P/B | 43.0 | 31.7 | 23.8 | 17.9 | 13.5 |
| EV/EBITDA | 104.5 | 78.3 | 67.0 | 49.7 | 38.1 |

*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