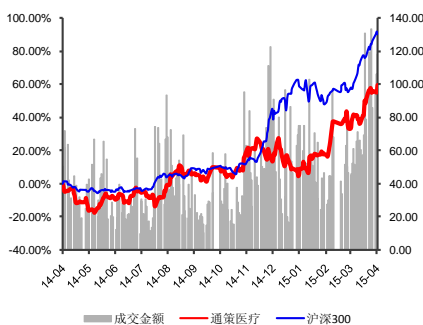


2015 年 4 月 9 日

——通策医疗（600763）年报点评
评级：推荐
最近 52 周走势：

相关研究报告：

《通策医疗（600763）三季报点评——浙江省内再增布点，创新儿童口腔管家》2014-10

报告作者：
分析师：刘生平
执业证书编号：S0590513090002
联系人：
方伟
电话：0510-82833337
Email: fangw@glsc.com.cn
独立性申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

事件：4月9日晚间，公司发布定期公告，2014年实现营业收入5.84亿元，同比增26.08%；归属于母公司所有者的净利润1.10亿元，同比增9.66%；EPS为0.69元，符合我们此前预期。公司同时公告投资设立萧山口腔医院及扩建杭州城西口腔医院，进一步扩大浙江省内的市场份额。

点评：

- **营收高增长，利润增速暂时承压。**2014年第四季度营收同比增长23.94%，归属母公司所有者的净利润同比增8.58%。近三年的营收依然保持加速增长的态势，但净利润增长不及营收，主要是口腔业务处在扩张期，人员薪酬、医用耗材及场所租金、装修成本的增长，综合毛利率下滑到40%左右，未来三年随着新开网点渡过培育期，毛利率将会有所回升。
- **口腔服务仍在加速阶段，15年目标30%增长。**根据公司经营计划，15年目标实现口腔医疗营收同比增长30%以上。公司的口腔业务以杭州为中心，目前90%的营收来自浙江省内，72%的营收由杭州贡献，为确立浙江省内的行业霸主地位，打造杭口成为世界一流的口腔医院集团，公司新建的杭口总院将在6月正式开业，同时扩建城西口腔医院，充分发挥总院+分院协同效应。
- **口腔服务龙头扩张加速。**目前除了杭州市内的杭口及其分院（门诊部），异地已有7家口腔医院正在运营，除了北京以外，都已实现盈利。14年又陆续新增8家口腔医院，在郑州、南京、海宁、上虞、舟山、绍兴、湖州、新昌等地。2015年，在浙江省内将新建至少5家杭州口腔医院分院；并借助合伙人制度，在南京、上海、北京、广州、郑州、哈尔滨完成布局。
- **顺应互联网+，打造数字口腔。**公司在14年已介入数字口腔医疗服务，与通策集团所属Hibeauty隐秀正畸矫治项目合作，用互联网手段获取市场，以互联网思维改造口腔医疗诊流程。
- **辅助生殖获得试运行牌照，标的稀缺。**公司与昆明妇幼保健院合

作建设的生殖中心在3月底刚刚获得开展人类辅助生殖技术准入试运行的批复，是目前唯一一家获得试运行牌照的上市公司，先发优势显著，而且技术全球领先，合作方创立的剑桥波恩诊所，是世界首例试管婴儿的诞生地，具备国际领先的辅助生殖技术。

- **维持“推荐”评级。**预计公司2015-2017年EPS分别为0.99元、1.33元、1.74元，对应4月9日收盘价69.95元的市盈率分别为71倍、53倍、40倍，考虑到公司在口腔专科领域的高增长及辅助生殖领域的预期，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1、新院盈利低于预期；2、工程建设进展低于预期。

| 利润表 | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
|-----------------|--------------|--------------|----------------|----------------|
| 营业收入 | 583.8 | 773.8 | 1,006.0 | 1,268.0 |
| YOY(%) | 26.1% | 32.5% | 30.0% | 26.1% |
| 营业成本 | 354.3 | 444.9 | 568.4 | 703.7 |
| 营业税金及附加 | 1.9 | 2.6 | 3.3 | 4.2 |
| 销售费用 | 8.2 | 10.9 | 14.1 | 17.8 |
| 占营业收入比(%) | 1.4% | 1.4% | 1.4% | 1.4% |
| 管理费用 | 79.4 | 105.3 | 136.9 | 172.5 |
| 占营业收入比(%) | 13.6% | 13.6% | 13.6% | 13.6% |
| EBIT | 144.2 | 211.7 | 284.5 | 370.5 |
| 财务费用 | -2.7 | -5.2 | -8.5 | -13.1 |
| 占营业收入比(%) | -0.5% | -0.7% | -0.8% | -1.0% |
| 资产减值损失 | 0.4 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 投资净收益 | 3.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 营业利润 | 145.7 | 215.3 | 291.8 | 382.8 |
| 营业外净收入 | 2.2 | 2.8 | 2.8 | 2.8 |
| 利润总额 | 147.9 | 218.1 | 294.6 | 385.6 |
| 所得税 | 34.0 | 54.5 | 73.6 | 96.4 |
| 所得税率(%) | 23.0% | 25.0% | 25.0% | 25.0% |
| 净利润 | 113.8 | 163.6 | 220.9 | 289.2 |
| 占营业收入比(%) | 19.5% | 21.1% | 22.0% | 22.8% |
| 少数股东损益 | 3.7 | 5.4 | 7.3 | 9.6 |
| 归属母公司净利润 | 110.1 | 158.1 | 213.6 | 279.6 |
| YOY(%) | 9.7% | 43.6% | 35.1% | 30.9% |
| EPS (元) | 0.69 | 0.99 | 1.33 | 1.74 |

| 主要财务比率 | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
|-----------------|--------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 26.1% | 32.5% | 30.0% | 26.1% |
| 营业利润 | -61.6% | 47.8% | 35.5% | 31.2% |
| 净利润 | 9.7% | 43.6% | 35.1% | 30.9% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率(%) | 39.3% | 42.5% | 43.5% | 44.5% |
| 净利率(%) | 19.5% | 21.1% | 22.0% | 22.8% |
| ROE(%) | 17.5% | 20.1% | 21.3% | 21.8% |
| ROA(%) | 19.1% | 23.2% | 24.4% | 25.5% |
| 偿债能力 | | | | |
| 流动比率 | 4.10 | 6.65 | 6.73 | 9.68 |
| 速动比率 | 3.76 | 6.40 | 6.38 | 9.39 |
| 资产负债率% | 9.0% | 6.7% | 8.2% | 6.3% |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 77.4% | 84.9% | 86.2% | 87.3% |
| 应收账款周转天数 | 4.7 | 5.6 | 4.8 | 5.3 |
| 存货周转天数 | 22.9 | 11.8 | 20.8 | 13.2 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 0.69 | 0.99 | 1.33 | 1.74 |
| 每股净资产 | 3.93 | 4.91 | 6.25 | 7.99 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 101.8 | 70.9 | 52.5 | 40.1 |
| P/B | 17.8 | 14.2 | 11.2 | 8.8 |

数据来源: 国联证券研究所

| 资产负债表 | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
|----------------|--------------|--------------|----------------|----------------|
| 现金 | 217.9 | 346.4 | 550.5 | 791.1 |
| 交易性金融资产 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 应收款项净额 | 37.3 | 44.3 | 60.6 | 70.1 |
| 存货 | 22.2 | 14.3 | 32.4 | 25.5 |
| 其他流动资产 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.0 |
| 流动资产总额 | 278.5 | 406.0 | 644.5 | 887.8 |
| 固定资产净值 | 105.1 | 105.1 | 213.3 | 255.3 |
| 减: 资产减值准备 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 固定资产净额 | 105.1 | 105.1 | 213.3 | 255.3 |
| 工程物资 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 在建工程 | 60.3 | 120.3 | 60.0 | 60.0 |
| 固定资产清理 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 固定资产总额 | 165.3 | 225.3 | 273.3 | 315.3 |
| 无形资产 | 62.3 | 62.3 | 62.3 | 62.3 |
| 长期股权投资 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 其他长期资产 | 234.8 | 203.9 | 173.0 | 173.0 |
| 资产总额 | 754.4 | 911.0 | 1,166.6 | 1,451.8 |
| 循环贷款 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 应付款项 | 68.0 | 61.0 | 95.7 | 91.7 |
| 预提费用 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 其他流动负债 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 流动负债 | 68.0 | 61.0 | 95.7 | 91.7 |
| 长期借款 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 应付债券 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 其他长期负债 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 负债总额 | 68.0 | 61.0 | 95.7 | 91.7 |
| 少数股东权益 | 56.8 | 62.2 | 69.6 | 79.1 |
| 股东权益 | 686.4 | 850.0 | 1,070.9 | 1,360.1 |
| 负债和股东权益 | 754.4 | 911.0 | 1,166.6 | 1,451.8 |

| 现金流量表 | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 税后利润 | 113.8 | 163.6 | 220.9 | 289.2 |
| 加: 少数股东损益 | 3.7 | 5.4 | 7.3 | 9.6 |
| 公允价值变动 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 折旧和摊销 | 25.4 | 30.9 | 42.9 | 18.0 |
| 营运资金的变动 | (9.5) | (14.4) | (11.9) | (23.8) |
| 经营活动现金流 | 129.7 | 180.0 | 252.0 | 283.5 |
| 短期投资 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 长期股权投资 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 固定资产投资 | (88.8) | (57.9) | (57.9) | (57.9) |
| 投资活动现金流 | (88.8) | (57.9) | (57.9) | (57.9) |
| 股权融资 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 长期贷款的增加/(| 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 公司债券发行/(| 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 股利分配 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 计入循环贷款前融 | 3.7 | 6.3 | 10.1 | 15.1 |
| 循环贷款的增加/(| 2.0 | (0.0) | (0.0) | (0.0) |
| 融资活动现金流 | 5.7 | 6.3 | 10.1 | 15.1 |
| 现金净变动额 | 46.6 | 128.4 | 204.2 | 240.6 |

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市滨湖区金融一街8号楼国联金融大厦9F

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

北京

国联证券股份有限公司 研究所

北京市海淀区首体南路9号主语国际4号楼12层

电话: 010-68790997

传真: 010-68790897

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦16层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

| 类别 | 级别 | 定义 |
|------------|------|---|
| 股票 投资评级 | 强烈推荐 | 股票价格在未来6个月内超越大盘20%以上 |
| | 推荐 | 股票价格在未来6个月内超越大盘10%以上 |
| | 谨慎推荐 | 股票价格在未来6个月内超越大盘5%以上 |
| | 观望 | 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-10%~10% |
| | 卖出 | 股票价格在未来6个月内相对大盘下跌10%以上 |
| 行业 投资评级 | 优异 | 行业指数在未来6个月内强于大盘 |
| | 中性 | 行业指数在未来6个月内与大盘持平 |
| | 落后 | 行业指数在未来6个月内弱于大盘 |
| | 关注 | 不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级,提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会 |

免责声明:

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写,本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性,客户也不应该认为该信息是准确和完整的。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和询价。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。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会,还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。