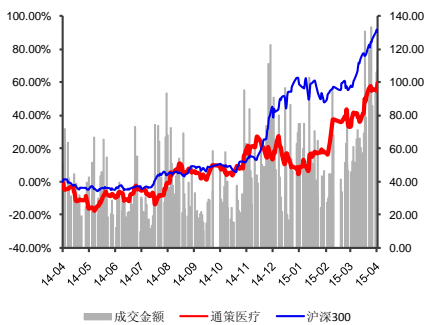


2015年4月16日

——通策医疗（600763）调研纪要

评级：推荐

最近 52 周走势：

相关研究报告：

《通策医疗（600763）年报点评——明确 15 年加速扩张，打造医疗服务集团》
 2015-4

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：近日，我们与公司高管深入交流了公司的战略部署和最新进展，相关纪要整理如下。

- **辅助生殖市场空间广阔。**国内辅助生殖市场供不应求，发展中国家因环境导致的不孕不育患病率急剧升高，平均发病率从 20 年前的 3% 快速提升到现在的 12.5%。每 8 对夫妇就有一例生育困难，国内市场空间巨大，但受限于政策壁垒，国内生殖中心排队现象普遍。通策引进的技术全球领先，会对国内存量市场构成冲击，试运行期间的重点是保证治疗的质量，建立昆明生殖中心的口碑，同时持开放的态度，在国内培育优秀的医师队伍，对于盈利暂时没有要求。由于 13 年与重庆市人口和计划生育科学技术研究院仅签署了合作框架协议，重庆波恩生殖医院目前遇到了当地妇幼保健院干扰，正在与当地政府沟通，未来有可能会被妇保医院收购。
- **推进与公立医院的合作，选择性布局。**国内有意愿合作共建生殖中心的公立医院很多，大多是政府主导，公司一直在持续接触，但在选择的时候比较慎重，如果地处三级城市，即使已经拿到牌照，也暂时不会考虑。未来计划布局不超过 10 个，不设分支机构，基本上 5 个就可以覆盖全国。目前与广州地区的合作已进入实质阶段。
- **互联网春风吹起“三叶”，打开向上空间。**医疗服务领域有较高的行业壁垒，互联网医疗是很好的商业模式，可以帮助医疗机构更快获得大量的消费人群。14 年设立的三叶儿童口腔发挥了快速的集聚效应，已募集 14000 名会员。其中杭州三叶有 720 多，会员费 2500-5500 元/人，200 多万会员费，即使在会员费提高以后，还超募了 120 个会员，明显供不应求。杭州三叶仅 3 名医生就获得了 600 万收入，远大于传统口腔医院的人均收入水平，未来还将尝试将儿童会员卡升级为全家卡，会员费相应增加 1000 元。杭州

三叶的成功可在全国快速复制。目前等待加盟的个人投资者已达 800 多人，公司鼓励医师成为三叶的合伙人。

- **积极培育隐秀正畸项目。**公司与通策集团所属的 Hibeauty 隐秀正畸矫治项目合作，看好国内的正畸美容市场。国内大约有 4 亿人需要正畸，如果仅 10% 就诊，人均诊疗费 1 万，就有 4000 亿的巨大市场。但国内仅有 2% 的医师可以做正畸，公司现有 114 个正畸医生，国内最多。未来还可以借助互联网思维，将正畸业务扩展到传统的美容整形。但考虑到稳定的盈利要求，投入大量的销售费用不现实，因此更多还是在集团的层面去做。
- **总院+分院稳健发展，省外布局一线旗舰店。**公司坚持总院+分院的模式，不赞成疯狂扩张，现阶段目标是把浙江省内的市场份额继续做大，省内目标布局 50 家医院，杭州达到 2000 张牙椅数的规模，对应 20 亿收入目标。省外在上海、广州等一线城市开设旗舰店式的口腔医院，挤压竞争对手的市场空间。
- **新杭口 6 月 3 日正式开业，北京差别定位。**新杭口开业后，首要目标是抢夺更大的市场份额，衢州今年年初也尝试了一个月的价格战，收入同比翻倍。北京尚未扭亏，原因一方面是当地竞争激烈，此外，当初收购前欠缺考量，运营期间也没有投入太多精力，未来定位为三叶医学总部，通过特色寻求差异化竞争。宁口下半年利润增速放缓，原因一是 9 月份受部分医师流失的影响，盈利受到短暂的影响，但 11 月份就已经恢复；此外，宁口作为改革试验田，由牙医导向（打造明星医生）转为品牌导向，目标收入过亿，打造为第二个杭口。新杭口证件已齐备，将于 6 月 3 日，借承办德国牙科工业学会第八届论坛之际，正式开业。
- **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 15 日收盘价 82.90 元的市盈率分别为 84 倍、62 倍、48 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。