

通策医疗 (600763)

占领医疗临床/学术制高点，实现互联网口腔O2O

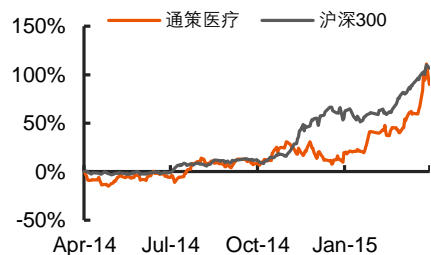
推荐 (首次)

现价: 81.06 元

主要数据

行业	生物医药
公司网址	www.tcmedical.com.cn
大股东/持股	杭州宝群实业集团有限公司 /33.75%
实际控制人/持股	吕建明/26.34%
总股本(百万股)	160
流通 A 股(百万股)	160
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	129.96
流通 A 股市值(亿元)	129.96
每股净资产(元)	3.93
资产负债率(%)	13.50

行情走势图



证券分析师

魏巍	投资资格编号 S1060514110001 021-20632019 WEIWEI093@pingan.com.cn
邹敏	投资资格编号 S1060514080003 021-20662997 ZOUJIN787@pingan.com.cn
叶寅	投资资格编号 S1060514100001 021-22662299 YEYIN757@pingan.com.cn

研究助理

张斌	一般从业资格编号 S1060114110003 021-20662550 ZHANGBIN482@pingan.com.cn
-----------	---

投资要点

事项:

近日，我们参加了公司2014年度业绩说明会，与公司管理层就战略规划和最新进展进行了深入的交流。

平安观点:

■ **与全球顶级医疗机构合作，占领医疗临床/学术制高点。**我们认为这对于民营医院发展至关重要，体现在以下四个方面：1、公司将引进国内口腔医疗学界顶级人才和学科带头人，着手打造口腔医疗殿堂级学院，并积极与境内外牙医学院开展合作，通过通策牙学院、通策商学院进行医生梯队建设和医院管理人才培养。2、公司与名牙医社交媒体意见领袖张野合作设立三叶儿童口腔连锁管理有限公司。3、公司与剑桥大学波恩诊所 (Bourn Hall Clinic) 合作，引入国际顶级标准和管理体系，并将昆明市妇幼保健院生殖中心打造成国内辅助生殖中心的标杆。4、预计大股东通策集团将与柏林大学附属夏里特医院 (Charite) 合作，引入全球最好的骨科医生和器械设备，进入骨科专科医疗领域。

■ **互联网口腔业务蓄势待发，实现数字化正畸矫治、儿童口腔 O2O。**

1、“互联网+技术进步”实现数字化正畸矫治 O2O。(1) 公司将与通策集团 Hibeauty 隐秀正畸矫治项目合作，实现正畸矫治操作标准化，将隐秀线上用户导入至公司线下口腔医院。(2) 正畸矫治标准化操作将大幅提高单位医生手术量。国内正畸医生只占口腔医生的 2% (大约 2000 人)，公司现有 114 个正畸医生，每年可以做 2-3 万例，通过隐形矫治可以做每年 10 万例。(3) 错颌畸形治疗率提升空间大。目前国内大约有 4 亿人需要正畸，如果治疗率提高至 10%，人均诊疗费 1 万，就有 4000 亿的市场空间。

2、“互联网+品牌管理”实现儿童口腔 O2O。(1) 14 年公司与名牙医社交媒体意见领袖张野合作设立三叶儿童口腔连锁管理有限公司，公司持股

	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入(百万元)	378.9	463.0	583.8	770.6	994.1
YoY(%)	19.9	22.2	26.1	32.0	29.0
净利润(百万元)	91.0	100.4	110.1	147.9	194.3
YoY(%)	30.1	10.3	9.7	34.3	31.4
毛利率(%)	46.2	45.0	39.3	40.0	40.5
净利率(%)	24.0	21.7	18.9	19.2	19.5
ROE(%)	21.0	18.2	16.6	18.2	19.3
EPS(摊薄/元)	0.57	0.63	0.69	0.92	1.21
P/E(倍)	142.7	129.4	118.0	87.9	66.9
P/B(倍)	31.0	25.0	20.6	16.7	13.4

75%，并在北京设立连锁管理总部，开设三叶儿童口腔医院，发展连锁加盟，将张野广大微博粉丝（近 26 万）导入线下加盟医院。（2）网络集聚效应非常明显，至今通过线上已募集 1.4 万名会员，预计会员费 2500-5500 元/人，要求加盟的医生和投资者已达 800 多人，目标是做到 1000 家加盟医院。

- **引入国际顶级品牌和技术，打造辅助生殖市场领先地位。**1、公司与剑桥大学波恩诊所（Bourn Hall Clinic）合作，引入国际标准和管理体系，并与公立医院合作开展辅助生殖业务，向其输入技术与管理，共建高品质的辅助生殖中心，目标布局 5-10 家辐射全国。2、公司现有的昆明、重庆两个生殖中心是按照每年 2000-3000 例进行设计的，昆明生殖中心于 3 月 26 日正式获得批复，目前重点工作是做好标准制定、技术完善和医生培养，目标是将昆明生殖中心打造成国内标杆。3、辅助生殖市场广阔，但由于牌照严格控制，严重供不应求。我国不孕不育发病率已攀升至 12.5-15%，根据每年 1600 万名新生儿估算，每年不孕不育夫妇大约有 230-280 万对，假设其中有 50% 采用试管婴儿手术进行治疗，平均每例试管婴儿手术费用为 3 万元，则每年辅助生殖市场规模达 345-420 亿。
- **充分发挥口腔“总院+分院”协同效应，稳步推行合伙人制度。**1、“总院+分院”模式的优势在于可以发挥高水平医院的品牌效应，以中心医院为平台，快速实现分院的扩张。2、公司已经在浙江省内完成以杭州口腔总院为中心医院（今年 6 月正式开业），宁波、衢州、诸暨、义乌、海宁、上虞、舟山、绍兴、湖州、新昌口腔等十家分院的布局，预计今年将至少新建五家分院，未来计划布局 50 家；并将“总院+分院”成熟的运营模式复制到省外，预计今年将在南京、上海、北京、广州、郑州、哈尔滨完成布局。3、公司通过赢湖创造、赢湖共享两个员工基金让医生共享医院扩张的收益，并通过老院持股新院的方式构筑多级医院体系，合伙人制度将医生的利益和公司的发展结合起来。
- **投资建议。**我们认为公司“三大战略+三大业务”布局清晰。在战略上，与全球顶级医疗机构合作，占领医疗临床/学术制高点；并积极拥抱互联网，开拓新型商业模式；同时稳步推行合伙人制度。在业务上，分别通过“互联网+技术进步”实现数字化正畸矫治 O2O、“互联网+品牌管理”实现儿童口腔 O2O；打造辅助生殖市场领先地位；充分发挥口腔“总院+分院”协同效应。我们预测公司 2015-2016 年 EPS 分别为 0.92、1.21 元，对应于当前收盘价，PE 分别为 88、67 倍，首次覆盖，给予公司“推荐”的投资评级。
- **风险提示。**口腔医疗业务扩张低于预期，辅助生殖业务推广低于预期。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
流动资产	253	316	448	655
现金	209	255	373	557
应收账款	9	12	16	20
其他应收款	0	0	0	0
预付账款	18	25	31	41
存货	16	22	27	36
其他流动资产	16	24	28	37
非流动资产	392	477	509	534
长期投资	9	3	2	1
固定资产	87	105	146	175
无形资产	17	19	20	20
其他非流动资产	280	350	342	338
资产总计	645	793	957	1188
流动负债	81	106	117	147
短期借款	0	0	0	0
应付账款	23	43	44	67
其他流动负债	58	63	74	80
非流动负债	0	1	1	1
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	1	1	1
负债合计	81	107	118	148
少数股东权益	44	57	62	69
股本	160	160	160	160
资本公积	198	198	198	198
留存收益	161	271	419	613
归属母公司股东权益	519	630	777	972
负债和股东权益	645	793	957	1188

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
经营活动现金流	134	129	163	232
净利润	102	114	148	194
折旧摊销	20	25	23	32
财务费用	0	0	-4	-6
投资损失	3	-3	-3	-3
营运资金变动	26	-5	-7	8
其他经营现金流	-17	-2	5	7
投资活动现金流	-35	-89	-49	-55
资本支出	-1	-2	-52	-58
长期投资	13	6	0	0
其他投资现金流	-46	-93	3	3
筹资活动现金流	7	6	4	6
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	7	6	4	6
现金净增加额	106	46	118	184

利润表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	463	584	771	994
营业成本	254	354	462	591
营业税金及附加	2	2	3	3
营业费用	4	8	11	14
管理费用	65	79	105	135
财务费用	-2	-3	-4	-6
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-3	3	3	3
营业利润	136	146	197	259
营业外收入	4	3	3	3
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	139	148	199	261
所得税	36	34	46	60
净利润	102	114	153	201
少数股东损益	2	4	5	7
归属母公司净利润	100	110	148	194
EBITDA	148	158	216	285
EPS(元)	0.63	0.69	0.92	1.21

主要财务比率

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
成长能力				
营业收入(%)	22.2	26.1	32.0	29.0
营业利润(%)	12.5	6.8	34.9	31.7
归属于母公司净利润(%)	10.3	9.7	34.3	31.4
获利能力				
毛利率(%)	45.0	39.3	40.0	40.5
净利率(%)	21.7	18.9	19.2	19.5
ROE(%)	18.2	16.6	18.2	19.3
ROIC(%)	69.7	86.7	80.3	90.0
偿债能力				
资产负债率(%)	12.6	13.5	12.3	12.5
净负债比率(%)	-9.1	-18.7	-17.7	-24.5
流动比率	3.1	3.0	3.8	4.4
速动比率	2.9	2.8	3.6	4.2
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	47.6	55.1	55.4	56.3
应付账款周转率	20.9	17.6	17.8	18.0
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.63	0.69	0.92	1.21
每股经营现金流(最新摊薄)	0.84	0.80	1.01	1.45
每股净资产(最新摊薄)	3.2	3.9	4.8	6.1
估值比率				
P/E	129.4	118.0	87.9	66.9
P/B	25.0	20.6	16.7	13.4
EV/EBITDA	32.1	45.8	57.6	43.0

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2015 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033