

2021年04月11日

# 通策医疗 (600763.SH)

## 公司快报

### 业绩符合预期，2021 口腔龙头再起航

#### 投资要点

◆ **事件：**公司发布 2020 年报，2020 全年实现营业收入 20.88 亿元，同比增长 8.12%；实现归母净利润 4.93 亿元，同比增长 5.69%；实现扣非净利润 4.73 亿元，同比增长 3.77%；经营性现金流 7.08 亿元，同比增长 7.52%。公司同时发布一季报，2021Q1 公司实现营收 6.31 亿元，同比增长 221.6%；归母净利润 1.64 亿元，同比增长 963.0%；业绩高增速因为去年同期基数较低。2021Q1 营收和净利润同比 2019Q1 分别增长 60.12%和 77.03%。

◆ **疫情后业绩保持高增速，口腔龙头再起航。**公司临床口腔服务业务受到疫情冲击较大，在一季度基本停止营业，且正畸、种植等部分高毛利项目在 5 月中旬全面恢复。作为省内口腔服务龙头，疫情后公司体现出业绩弹性，公司 2020 年营业面积达到 16 万平方米，同比增加 38.3%；开设牙椅 1986 台，同比增加 25.7%；门诊量达 219 万人次，同比增加 3.2%。**分季度看，**随着国内疫情的控制，公司营业恢复正轨，公司 Q2-Q4 业务均保持高增速，尤其是儿科、正畸和种植三大高附加值核心业务。Q2-Q4 营收同比增速分别为 20.4%、24.5%、34.2%；归母净利润同比增速分别为 44.6%、30.7%、52.8%。**分业务看，**2020 年公司儿科、正畸、种植、综合四大业务收入分别为 4.01 亿元、4.11 亿元、3.8 亿元、8.64 亿元，同比增长分别为 18.9%、7.7%、7.4%、6.8%。在不考虑受疫情影响严重的 Q1 的情况下，公司 Q2-Q4 儿科、正畸、种植、综合业务营收增速分别为 32%、22%、26%、26%；各业务条线保持高增速。**利润端来看，**公司 2020 年毛利率为 45.17%，同比下降 0.91pct；在疫情影响下，公司仍保持高毛利水平，主要因为 1) 公司集中采购、持续深化的供应链管理长期优化成本结构；2) 儿科等高毛利业务占比提升。费用率方面，公司依托省内强大品牌力和病人粘性、高经营效率和良好的现金流，销售、管理、财务费用率合计 12.59，同比减少 0.33pct；研发费用率提升 0.77pct 至 1.92%。综合来看，公司归母净利率下降 0.71pct 至 26.10%，仍保持高盈利能力。

◆ **2021Q1 业绩继续改善，2021 全年业绩可期。**分业务看，公司 2021Q1 儿科、正畸、种植、综合四大业务收入分别为 1.26 亿元、0.90 亿元、3.8 亿元、2.67 亿元，同比 2019Q1 分别增长 54.8%、59.9%、92.4%、43.1%；儿科业务增速突出。盈利能力反面，2021Q1 毛利率和净利率分别恢复到 47.52%和 29.65%，对比 2019Q1 分别增长 0.85pct 和 2.95pct；盈利能力持续修复。公司今年将重点推广此前因为疫情暂缓的“种植倍增”计划，在做好高端市场的同时，瞄准 6-8 千元低端种植市场，达成为了 3 年每年种植牙数翻倍计划。此外公司将加速推进紫金港和望江中心医院、三叶儿童医院、蒲公英计划的建设，保证公司未来几年业绩的高增速。

◆ **持续加码三叶儿科，看好儿童面部管理业务。**公司积极收购优质儿科资产，在 9 月以 1.51 亿元的价格收购海骏科技持有的 10 家公司，对应 17.8 倍 PE，收购估值较低。除上海三叶外，其余 9 个标的均为三叶儿科医院，合计营业面积 6000 余平方米，拥有牙椅 84 张。2021 年公司计划新建 2 家儿科二级医院和 8 家三叶诊所；目标在 2021 年合计拥有 5 家儿科二级医院和 25 家三叶诊所。此外，三叶将深入开展儿童面部管理业务（眼科、牙科、睡眠等）目前公司眼科日门诊量在 3000 人

医药 | 医疗服务 III

投资评级

**买入-A(维持)**

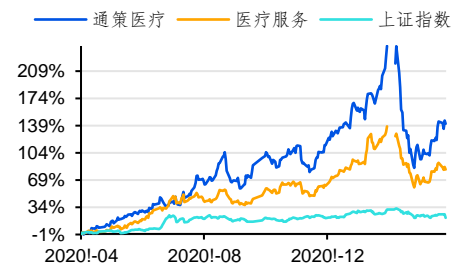
股价(2021-04-09)

274.70 元

#### 交易数据

总市值 (百万元)	88,079.81
流通市值 (百万元)	88,079.81
总股本 (百万股)	320.64
流通股本 (百万股)	320.64
12 个月价格区间	110.20/392.57 元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	17.08	-5.66	129.8
绝对收益	18.92	-9.89	152.06

#### 分析师

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

#### 报告联系人

徐梓煜  
 xuziyou@huajinsec.cn  
 02120377063

#### 相关报告

通策医疗：Q3 收入增速修正，全年有望再加速 2020-10-27

通策医疗：收购三叶系优质标的，持续加码儿科赛道 2020-09-14

通策医疗：二季度业绩恢复情况良好，下半年有望再加速 2020-08-03

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

以上，其中 50%以上为青少年和儿童，结合公司三叶儿科资源，形成联动和资源共享。面部管理未来发展空间大。

- ◆ **制定长期产能释放方案，全力推进蒲公英计划。**公司长期规划 10 年内省内实现 1 万张牙椅，其中杭州 3000 张，宁波 2000 张。公司计划未来到 2022 年底公司在杭州扩张 1000 张牙椅，到 2025 年实现杭州 3000 张牙椅的目标。公司 2021 年将加速已设计产能的释放：**1) 蒲公英计划：**2020 年公司共开设 15 家蒲公英分院，累计营业 33 家；建德、滨江、未来科技城等分院分别处于筹备、建设、验收阶段，另有 21 家已立项且逐渐开始建设。目前蒲公英分院依托公司省内强大品牌力和杭口蓄水池作用，基本能实现 1 年内盈亏平衡，快于此前规划的 1.5-2 年。蒲公英计划的加速布局将为公司带来加速增长的动力。**2) 中心医院：**公司增加大体量中心医院的投资规划；目前在杭州重点推进紫金港和望江分院，分别规划 500 和 100 张牙椅，和杭州、城西等总院形成互补；另规划金华和台州中心分院。**3) 三叶儿科：**公司为三叶制定了十年规划，目前计划新建 13 家三叶儿科诊所。
- ◆ **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。其中武汉存济 2020 年收入超 1 亿元，开始实现盈利；西安存济 10 月开业，处于业绩放量期。**辅助生殖方面，**昆明生殖受到疫情影响较大，下半年以恢复为主。**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，规划收入规模 15 亿，医院拥有浙江省内最为优质的眼科医生资源和设备，为公司提供高确定性收益。
- ◆ **投资建议：**我们预计公司 2021-2023 年的营收分别为 27.84、35.59、44.84 亿元，同比增加 33.3%、27.8%、26.0%；净利润分别为 7.15、9.35、12.15 亿元，同比增加 45.1%、30.9%、29.8%；EPS 分别为 2.23、2.92、3.79 元；对应 2020-2022 年 PE 估值分别为 123X、94X、73X，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，业绩确定性高，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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,894	2,088	2,784	3,559	4,484
YoY(%)	22.5	10.2	33.3	27.8	26.0
净利润(百万元)	463	493	715	935	1,215
YoY(%)	39.4	6.4	45.1	30.9	29.8
毛利率(%)	46.1	45.2	46.1	46.8	47.4
EPS(摊薄/元)	1.44	1.54	2.23	2.92	3.79
ROE(%)	25.8	23.2	24.8	24.7	24.3
P/E(倍)	190.2	178.8	123.2	94.2	72.5
P/B(倍)	49.3	41.0	30.7	23.2	17.6
净利率(%)	24.4	23.6	25.7	26.3	27.1

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)						利润表(百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	635	833	1388	2172	3254	<b>营业收入</b>	1894	2088	2784	3559	4484
现金	483	674	1134	1899	2864	营业成本	1021	1145	1500	1894	2359
应收票据及应收账款	56	66	97	112	152	营业税金及附加	5	4	8	9	12
预付账款	44	39	72	69	109	营业费用	12	18	17	21	20
存货	16	18	26	29	40	管理费用	210	230	291	363	449
其他流动资产	36	36	59	63	90	研发费用	22	40	38	51	54
<b>非流动资产</b>	2024	2231	2553	2857	3194	财务费用	24	15	-3	-16	-30
长期投资	232	242	260	281	302	资产减值损失	0	0	0	0	0
固定资产	789	793	1121	1432	1776	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	14	13	11	8	6	投资净收益	33	39	25	30	32
其他非流动资产	990	1183	1161	1136	1110	<b>营业利润</b>	634	679	959	1265	1652
<b>资产总计</b>	2660	3064	3942	5029	6449	营业外收入	2	3	2	2	2
<b>流动负债</b>	341	459	535	599	709	营业外支出	2	2	1	2	2
短期借款	0	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	633	680	959	1266	1653
应付票据及应付账款	114	168	201	265	315	所得税	126	135	186	244	324
其他流动负债	228	291	334	335	394	<b>税后利润</b>	508	545	774	1021	1329
<b>非流动负债</b>	349	257	285	289	271	少数股东损益	45	52	59	86	114
长期借款	320	225	253	257	238	<b>归属母公司净利润</b>	463	493	715	935	1215
其他非流动负债	28	32	32	32	32	EBITDA	724	766	1044	1361	1752
<b>负债合计</b>	690	716	820	888	980	<b>主要财务比率</b>					
少数股东权益	184	198	257	343	457	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
股本	321	321	321	321	321	<b>成长能力</b>					
资本公积	0	0	0	0	0	营业收入(%)	22.5	10.2	33.3	27.8	26.0
留存收益	1457	1822	2587	3606	4930	营业利润(%)	44.2	7.1	41.3	32.0	30.6
归属母公司股东权益	1785	2150	2865	3798	5012	归属于母公司净利润(%)	39.4	6.4	45.1	30.9	29.8
<b>负债和股东权益</b>	2660	3064	3942	5029	6449	<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	46.1	45.2	46.1	46.8	47.4
						净利率(%)	24.4	23.6	25.7	26.3	27.1
						ROE(%)	25.8	23.2	24.8	24.7	24.3
						ROIC(%)	23.4	21.9	23.6	23.8	23.8
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	25.9	23.4	20.8	17.7	15.2
						流动比率	1.9	1.8	2.6	3.6	4.6
						速动比率	1.7	1.7	2.4	3.5	4.4
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.8	0.7	0.8	0.8	0.8
						应收账款周转率	35.5	34.0	34.0	34.0	34.0
						应付账款周转率	10.2	8.1	8.1	8.1	8.1
						<b>估值比率</b>					
						P/E	190.2	178.8	123.2	94.2	72.5
						P/B	49.3	41.0	30.7	23.2	17.6
						EV/EBITDA	121.8	114.8	83.9	63.9	49.1

现金流量表(百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	648	708	829	1139	1410
净利润	508	545	774	1021	1329
折旧摊销	86	93	105	135	166
财务费用	24	15	-3	-16	-30
投资损失	-33	-39	-25	-30	-32
营运资金变动	34	85	-22	29	-23
其他经营现金流	29	9	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-423	-294	-402	-408	-471
<b>筹资活动现金流</b>	-92	-236	34	34	27
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.44	1.54	2.23	2.92	3.79
每股经营现金流(最新摊薄)	2.02	2.21	2.58	3.55	4.40
每股净资产(最新摊薄)	5.57	6.71	8.93	11.84	15.63

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.huajinsec.cn