

不惧疫情强势复苏，全年业绩稳中有进

——通策医疗 2020 年报&2021Q1 季报点评

买入|维持

事件:

4月9日，公司公告2020年报和2021年一季报，2020年实现营业收入20.88亿元，同比提升8.12%，归母净利润4.93亿元，同比提升5.69%，扣非归母净利润4.73亿元，同比提升3.77%。2021年Q1实现营收6.31亿元，同比增长221.59%，归母净利润1.64亿元，同比增长962.95%，扣非归母净利润1.61亿元，同比增长777.50%。

国元观点:

● 完全摆脱疫情影响，全年业绩稳步提升

2020年年初受疫情影响，Q1营收较往年同期有所下降，但Q2开始再次恢复稳健的高增速，Q1-Q4分别实现营收1.96亿元(-51.08%)、5.57亿元(+23.12%)、7.31亿元(+27.32%)和6.04亿元(+27.46%)。

从公司业务指标来看，口腔医疗服务营业面积超过16万平方米，开设牙椅1986台(+25.70%)。2020年口腔医疗门诊量达到219.07万人次(+3.28%)。2020年口腔服务收入为19.95亿元，客单价为953.06元，单台牙椅产出为100.45万元。目前拥有医生1381人(+38.1%)，显著的增幅体现了强大的获医能力。

从各板块来看，各项业务保持高速增长，儿科业务进入发展新纪元，收入达到4.01亿元(+18.9%)。正畸业务、种植业务和综合业务营收占比均保持稳定，并全部实现营收小幅增长。

从各院区情况来看，杭口平海院区、杭口城西院区和宁口三家总院分别实现收入6.08亿元(-2.07%)、4.59亿元(+16.06%)、1.26亿元(-11.07%)，其余核心旗舰院正在筹划中。蒲公英计划逐步落地，目前公司省内开业医院数量已经达到33家，未来将布局多个中心医院。省外方面，武汉存济、西安存济、重庆存济体外发展形势良好，成都、上海存济医院正在布局中。

● 2021年Q1延续高速增长，年度目标稳健推进中

2021年Q1公司实现营收6.31亿元，较2019年同期增长57.23%；实现归母净利润1.64亿元，较2019年同期增长69.58%，保持高速增长态势。2021年是通策医疗事业的第二个十年的开局之年，在不发生疫情反复等影响正常运营的情形下，**公司将努力实现全年营业收入较2019年不低于60%的增长。**

● 投资建议与盈利预测

省内总院+分院及蒲公英门店增长，考虑2021年蒲公英第一批优质分院上线、宁口大楼落成开业，有望贡献长期成长性，公司未来三年收入确定性较强。预计公司21-23年实现收入30.55/39.33/49.80亿元，归母净利润7.53/9.48/12.27亿元，EPS为2.35/2.96/3.83元/股，PE分别为117/93/72倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

新院建设不达预期；市场竞争激烈超过预期；疫情复发影响诊疗服务等不可预期因素等。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1931.05	2087.86	3055.13	3933.03	4980.17
收入同比 (%)	24.90	8.12	46.33	28.74	26.62
归母净利润(百万元)	466.12	492.63	752.59	947.53	1226.50
归母净利润同比(%)	40.36	5.69	52.77	25.90	29.44
ROE (%)	25.95	22.91	25.95	24.61	24.16
每股收益 (元)	1.45	1.54	2.35	2.96	3.83
市盈率(P/E)	188.96	178.80	117.04	92.96	71.81

资料来源：Wind, 国元证券研究所

当前价：274.70元

基本数据

52周最高/最低价(元): 388.0/112.39

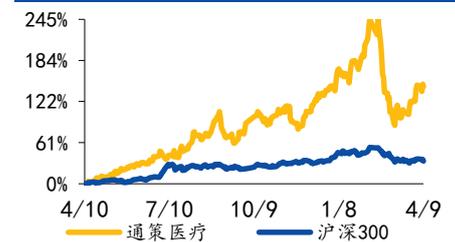
A股流通股(百万股): 320.64

A股总股本(百万股): 320.64

流通市值(百万元): 88079.81

总市值(百万元): 88079.81

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券行业研究-口腔服务深度报告：从供求分析和业务模式寻找口腔连锁成功潜力》2020.12.28

《国元证券公司研究-通策医疗(600763)2020Q3点评：疫情影响逐渐减弱，盈利能力持续提升》2020.10.26

《国元证券公司研究-通策医疗(600763)事件点评：收购三叶儿童口腔，预防出发引领家庭保健》2020.09.14

报告作者

分析师 刘慧敏

执业证书编号 S0020520110001

电话 021-51097188

邮箱 liuhuimin@gyzq.com.cn

联系人 徐雨涵

电话 021-51097188

邮箱 xuyuhan@gyzq.com.cn

公司 2020 年整体业绩在 2019 年的基础上稳步提升，目前已完全摆脱疫情产生的影响。2020 年全年公司实现营收 20.88 亿元 (+8.12%)，主要系医疗服务收入增加所致，其中口腔医疗服务收入 19.95 亿 (+9.34%)。2020 年年初受疫情影响，Q1 营收较往年同期有所下降，但 Q2 开始再次恢复稳健的高增速。公司 Q1-Q4 分别实现营收 1.96 亿元 (-51.08%)、5.57 亿元 (+23.12%)、7.31 亿元 (+27.32%) 和 6.04 亿元 (+27.46%)；归母净利润分别为-0.19 亿元 (-120.00%)、1.65 亿元 (+45.67%)、2.54 亿元 (+32.50%) 和 0.93 亿元 (+46.20%)，呈现出强劲的复苏态势。2020 年 10 月 31 日起公司对 8 家三叶儿童口腔实行并表，并表收入达到 3683 万元。公司全年实现归母净利润 4.93 亿元，同比增长 5.69%，实现扣非归母净利润 4.73 亿元，同比增长 3.77%，由于三叶并表的利润仅为 305 万元，内生利润增速强劲，符合预期。

2021 年是通策医疗事业的第二个十年的开局之年，在不发生疫情反复等影响正常运营的情形下，公司将努力实现全年营业收入较 2019 年不低于 60% 的增长。根据指引，对应 2021 年预计收入将不低于 30 亿元，同比增速不低于 45%。

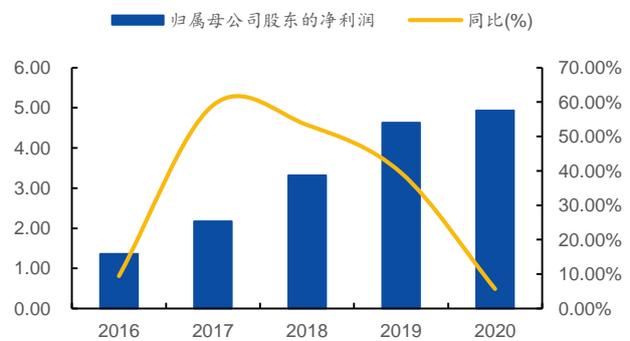
2021 年延续高景气度。2021 年 Q1 实现营收 6.31 亿元，同比增长 221.59%，归母净利润 1.64 亿元，同比增长 962.95%，扣非归母净利润 1.61 亿元，同比增长 777.50%。考虑到 2020 年 Q1 公司业务受疫情影响较大，故将 2021 年 Q1 经营状况与 2019 年同期进行对比更为客观，2021 年 Q1 公司营收较 2019 年同期增长 57.23%，归母净利润较 2019 年同期增长 69.58%，保持持续高速增长态势。预计 2021Q2-Q4 营收有望达到 24 亿元，同比 2020 年 Q2-Q4 增速为 26.62%。

图 1：2016-2020 年公司营收及增速情况（亿元；%）



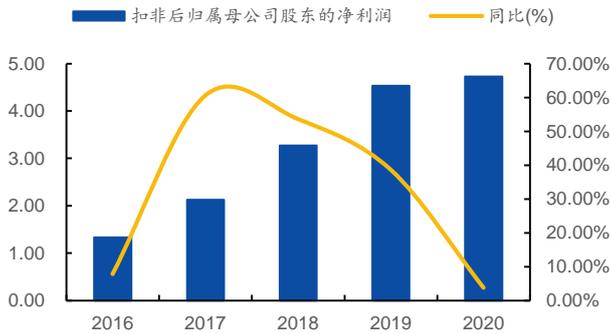
资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 2：2016-2020 年公司归母净利润及增速情况（亿元；%）



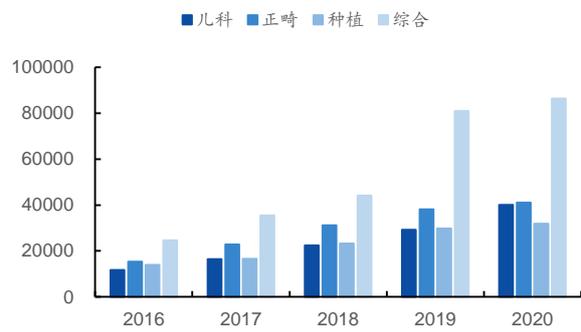
资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 3：2016-2020 年公司扣非归母净利润情况（亿元;%）



资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 4：2016-2020 年公司口腔主要业务收入（万元）

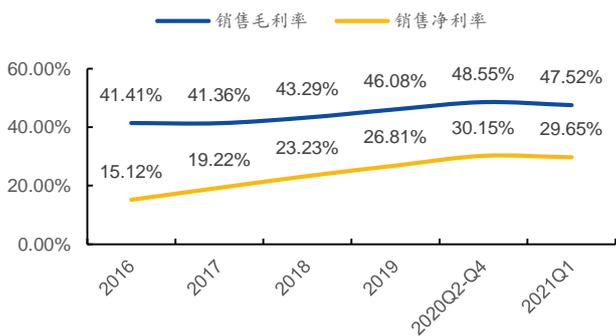


资料来源：Wind, 国元证券研究所

分板块来看，各项业务保持高速增长，尤其是儿科业务进入一个发展新纪元。2020 年儿科医疗服务收入达到 4.01 亿元，考虑三叶并表调整后，同比提升 18.9%。公司正畸业务、种植业务和综合业务营收占比均保持稳定，并全部实现营收小幅增长，占比分别为 19.68%、15.29%和 41.38%；营收分别为 4.11 亿元（+7.69%）、3.19 亿元（+7.43%）和 8.64 亿元（6.80%）。疫情后时期，2020Q2-Q4 儿科医疗服务 3.58 亿元（+32%），正畸医疗服务 3.74 亿元（+22%），种植医疗服务 3.0 亿元（+26%），综合医疗服务 7.79 亿元（+26%）。

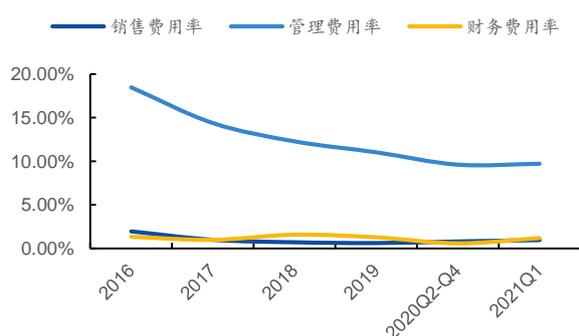
盈利能力保持在高位，效率进一步提升。2020 年公司毛利率为 45.17%，2020 年 Q2-Q4 公司毛利率为 48.55%，2021 年 Q1 公司毛利率为 47.52%，延续稳中有进的良好态势。费用率方面，公司管理费用率小幅下降，2020 年 Q2-Q4 为 9.61%，2021 年 Q1 为 9.71%；销售费用率和财务费用率控制良好，均维持在较低水平。2020 年销售净利率达到 26.10%，2020 年 Q2-Q4 净利率更是达到了 30.15%的水平，而调整后的 2019 年净利率水平为 24.10%，盈利能力进一步提升。

图 5：2016 年-2021Q1 公司毛利率与净利率情况（%）



资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 6：2016 年-2021Q1 公司费用率情况（%）

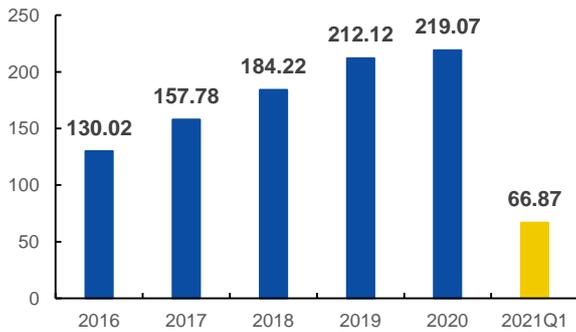


资料来源：Wind, 国元证券研究所

从公司业务指标来看，公司目前口腔医疗服务营业面积超过 16 万平方米，开设牙椅 1986 台，2020 年新增 406 台，同比提升 25.70%，主要系宁口新门店及蒲公英门店顺利开业。2020 年口腔医疗门诊量达到 219.07 万人次（+3.28%），2021 年 Q1 口腔医疗门诊量达到 66.87 万人次，较 2019 年 Q1 增加 34.63%。2020 年口腔服务收

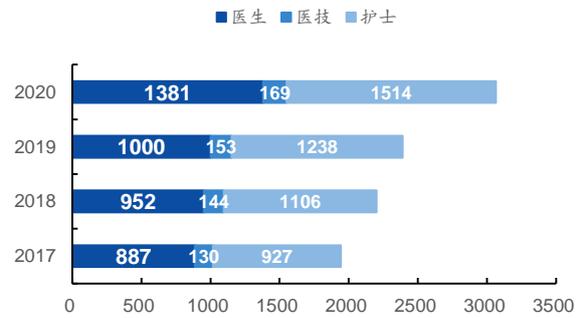
入为 19.95 亿元，客单价为 953.06 元，较 2019 年的 910.36 元进一步提升。单台牙椅产出为 100.45 万元，主要系第一季度收入有所拖累。目前拥有 3064 名卫生技术人员，其中医生 1381 人 (+38.1%)、医技人员 169 人和护士 1514 人，卫生技术人员人均产出为 65.11 万元。医生增幅显著，符合我们在之前对通策的判断，获医能力进一步得到验证和巩固，能够强力支撑未来业务成长性。

图 7：2016 年-2021Q1 口腔医疗门诊量（万人次）



资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 8：2016-2020 年公司卫生技术人员构成（人）



资料来源：Wind, 国元证券研究所

省内各院区情况

杭州口腔医院平海院区、杭州口腔医院城西院区和宁波口腔医院三家总院分别实现收入 6.08 亿元 (-2.07%)、4.59 亿元 (+16.06%)、1.26 亿元 (-11.07%)，其余核心旗舰院正在筹划中。

总院情况：

杭口平海院区是公司体系内单体面积最大、营收最高的口腔医院，2021 年将重点推广团队模式诊疗，实现新老医生以及不同学科医生的优化组合，建立“小综合，大专科”专病中心。受到产能瓶颈和效率影响，2019 年平海总院收入增速为 8.01%，2020 年公司坚持团队模式，调整运行效率，2020Q2-Q4 后疫情期间，平海路收入增速恢复到 13%，仍有较大上升潜力，考虑城西分红，净利润率已达 45.98%。

杭口城西院区作为团队模式的先行者，其优势正不断得到体现，是单张牙椅产出最高的院区。2019 年、2020 年城西营收达到 3.95 亿元、4.59 亿元，疫情期间仍逆势成长 16.06%，净利润率亦进一步提升至 29.20%。

宁波口腔医院新院区已于 2020 年内开业，建筑面积 2 万平米，总规划牙椅数量 190 张，目前已开设 90 余台牙椅，与中国科学院大学、杭州医学院展开深度合作，将科研成果转化为医院效益，发展成为“研究型医院”，未来有望形成宁波地区口腔学术高地。宁口新总院有望成为 2021 年的重要成长点。

新院布局：

绍兴集团作为新成立的区域医院集团，2021 年将以原有的诸暨分院为区域中心医院进一步扩大规模，储备优秀医疗资源，致力于提升绍兴区域属地医生的专业技能水平。

分院方面，各主要分院经营状况基本良好。其中，杭口萧山分院和杭口城北分院分别实现 63.85%和 66.09%的营收增速。**蒲公英计划**逐步落地，目前公司省内开业医院数量已经达到 33 家(不包括三叶)，新开分院包括临平、下沙、普陀、镇海、临安、富阳、和睦、台州、奉化、嘉兴等分院。公司继续贯彻“总院+分院”模式，建立区域总院，加强中心医院建设，未来仍将布局紫金港院区、望江院区、金华分院、台州分院等多个中心医院，强势扩大优势。

继续推进打造儿童口腔第一品牌三叶。公司计划建设 3 家定位于儿童口腔与家庭的二级医院，在省内、南京、武汉、西安、成都等地再新投入 8 家三叶品牌诊所，目标到 2021 年底实现管理二级医院 5 家，三叶品牌诊所超过 25 家，业务覆盖全国主要城市，通过采用事业合伙人制度，助力三叶品牌诊所迅速铺开。

➤ 省外院区情况

疫情后(4-12月)公司省外医疗服务实现收入 1.67 亿元，同比增长 21%；省外口腔医院门诊接待 27 万人次，同比增长 17.3%，呈现出良好的增长态势。

根据协议规定，公司收取省外存济医院年营业收入的 2%作为管理费用。公司 2020 年从武汉存济口腔医院、西安存济医学中心有限公司、重庆存济口腔医院分别收取 93.47、10.78、13.22 万元管理费，对应收入 4673.73、538.98、661.01 万元，体外发展形势良好。疫情情况下，作为震中的武汉在营业半年情况下仍然实现营收接近 5000 万，预计 2021 年有望实现盈亏平衡或小幅盈利。成都、上海存济医院正在布局中，有望于今年内试营业。

表 1：体外存济医院营收情况（万元）

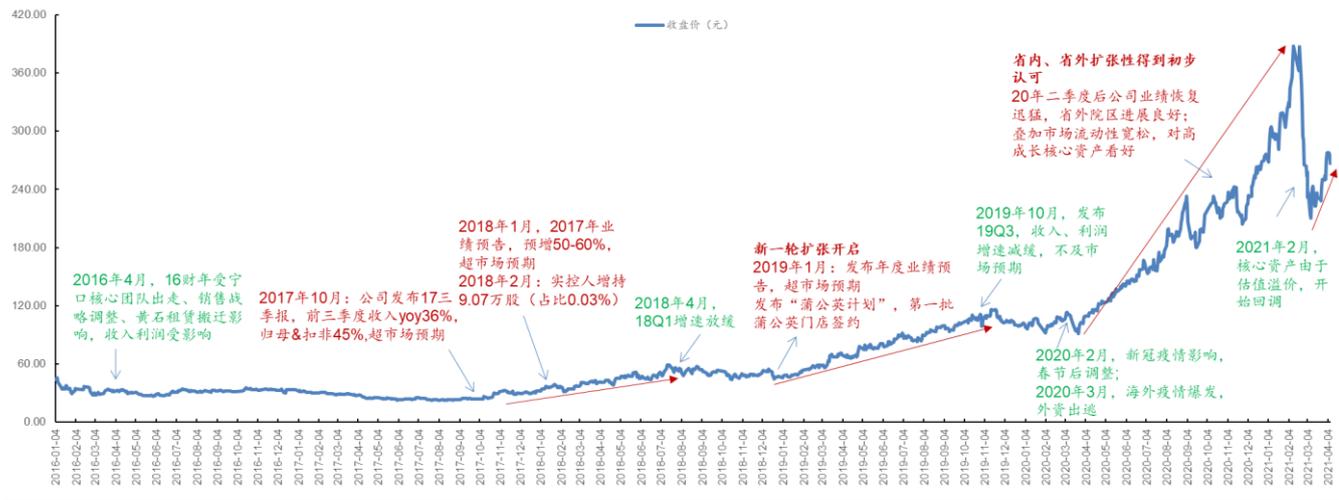
医院	开业时间	2018A	2019A	2020A
武汉存济	2018.01	1778.19	3625.39	4673.73
重庆存济	2019.02	N/A	521.72	661.01
西安存济	2020.10	N/A	N/A	538.98

资料来源：Wind，国元证券研究所

盈利预测与投资建议

我们对通策近几年做复盘来看，2017 年后，公司管理模式逐渐清晰，省内以公司控股+医生集团+当地合伙人形式，并于 2019 年正式推出蒲公英计划，在未来 3-5 年在浙江省内开到 100 家分院；省外以基金托管模式进行，依托“中国科学院存济口腔医院”统一品牌建设武汉、重庆、西安等地。2019 年起进入新一轮门店拓展期，并快速在 2021 年有望阶段性落地，远期行业景气度+公司业绩成长性高。

图 9：通策医疗 2016-2021 年复盘



资料来源：Wind，国元证券研究所

通策医疗浙江省内总院+分院及蒲公英门店增长，考虑 2021 年蒲公英第一批优质分院上线、宁口大楼落成开业，有望贡献长期成长性，公司未来三年收入确定性较强。预计 2021-2023 年，营收有望达到 30.55/ 39.33/ 49.80 亿元，年复合增长率有望突破 30%，归母净利润分别为 7.53/ 9.48/ 12.27 亿元，对应 PE 为 117/ 93/ 72 倍，考虑口腔行业和公司仍处在高速发展期，长期看好，维持“买入”评级。

风险提示

新院建设不达预期；市场竞争激烈超过预期；疫情复发影响诊疗服务等不可预期因素等。

表 2：2017-2023 年公司收入拆分与预测（万元）

		2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
平海分院（直属，原总院）	收入	48791.13	57479.37	62082.19	60797.00	71132.49	77534.41	83737.17
	收入增速		17.81%	8.01%	-2.07%	17.00%	9.00%	8.00%
	净利润	14833.89	21529.05	25504.42	27954.46	32009.62	35665.83	38519.10
	净利润增速		45.13%	18.47%	9.61%	14.51%	11.42%	8.00%
	净利润率	30.40%	37.46%	41.08%	45.98%	45.00%	46.00%	46.00%
城西总院	收入	22910.87	29810.45	39520.90	45867.00	67883.16	80102.13	94520.51
	收入增速		30.11%	32.57%	16.06%	48.00%	18.00%	18.00%
	净利润	3770.89	6680.88	11023.09	13393.16	20364.95	27234.72	33082.18
	净利润增速		77.17%	64.99%	21.50%	52.05%	33.73%	21.47%
	净利润率	16.46%	22.41%	27.89%	29.20%	30.00%	34.00%	35.00%
宁波分院（直属，计宁口）	收入	10508.68	12223.83	14207.31	12633.00	18949.50	24634.35	30792.94
	收入增速		16.32%	16.23%	-11.08%	50.00%	30.00%	25.00%
	净利润	1656.55	2170.62	2978.64	2946.02	5305.86	6897.62	9237.88
	净利润增速		31.03%	37.23%	-1.10%	80.10%	30.00%	33.93%
	净利润率	15.76%	17.76%	20.97%	23.32%	28.00%	28.00%	30.00%
浙江省内其他分院 （非蒲公英）	收入	23054.00	34597.23	45538.43	54582.87	84848.69	112917.48	142154.03
	收入增速		50.07%	31.62%	19.86%	55.45%	33.08%	25.89%
	净利润	1773.02	4844.64	10097.32	13053.38	26493.64	33978.51	44884.65
	净利润增速		173.24%	108.42%	29.28%	102.96%	28.25%	32.10%
	净利润率	7.69%	14.00%	22.17%	23.91%	31.22%	30.09%	31.57%
蒲公英	收入			565.83	10600.00	25600.00	54100.00	94500.00
	收入增速				1773.35%	141.51%	111.33%	74.68%
	净利润			-789.00	-400.00	2170.00	6200.00	13650.00
	净利润增速				49.30%	642.50%	185.71%	120.16%
	净利润率			-139.44%	-3.77%	8.48%	11.46%	14.44%
浙江省外及其他	收入	8414.63	13210.72	16649.23	18130.00	24952.50	29514.51	34924.65
	收入增速		57.00%	26.03%	8.89%	37.63%	18.28%	18.33%
基金存济管理费 （2% of 年营业额）	收入	16.98	35.56	82.94	117.47	274.00	456.00	709.20
	收入增速		109.43%	133.22%	41.63%	133.24%	66.42%	55.53%
三叶儿童（2016 年并表）	收入	733.78	782.04	462.88	1086.00	1954.80	2638.98	3562.62
	收入增速		6.58%	-40.81%	134.62%	80.00%	35.00%	35.00%
公司其他收入	收入	3114.81	7174.44	10311.21	7934.00	9917.50	11405.13	13115.89
	收入增速		130.33%	43.72%	-23.05%	25.00%	15.00%	15.00%
总收入		117544.88	155313.64	189420.92	208786.00	305512.64	393302.98	498017.01
收入增速%			32.13%	21.96%	10.22%	46.33%	28.74%	26.62%
归母净利润		21657.47	33209.29	46307.30	49262.00	75283.55	94746.81	122611.64
归母净利润增速			53.34%	39.44%	6.38%	52.82%	25.85%	29.41%
归母净利润率		18.42%	21.38%	24.45%	23.59%	24.64%	24.09%	24.62%

资料来源：Wind，国元证券研究所

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	650.78	833.24	1653.09	2591.78	3970.86
现金	495.79	674.09	1393.23	2260.55	3555.20
应收账款	56.44	66.46	101.58	130.77	165.59
其他应收款	35.62	36.27	47.84	61.59	77.99
预付账款	45.32	38.57	64.00	83.25	103.65
存货	16.39	17.66	39.40	51.25	63.81
其他流动资产	1.22	0.19	7.02	4.36	4.62
非流动资产	2038.44	2231.16	2231.55	2471.75	2617.68
长期投资	231.89	241.90	250.00	300.00	350.00
固定资产	797.67	792.82	964.92	1125.79	1275.49
无形资产	13.64	13.00	10.14	7.28	4.42
其他非流动资产	995.24	1183.44	1006.49	1038.68	987.77
资产总计	2689.22	3064.40	3884.64	5063.54	6588.54
流动负债	354.12	458.58	439.49	518.64	608.97
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	114.96	167.77	208.01	274.74	349.81
其他流动负债	239.16	290.81	231.48	243.90	259.16
非流动负债	348.70	257.43	239.83	244.68	243.55
长期借款	320.43	225.27	225.27	225.27	225.27
其他非流动负债	28.28	32.17	14.56	19.41	18.28
负债合计	702.82	716.02	679.32	763.32	852.52
少数股东权益	189.98	198.26	305.01	450.78	660.34
股本	320.64	320.64	320.64	320.64	320.64
资本公积	14.57	0.00	0.00	0.00	0.00
留存收益	1454.05	1822.30	2574.90	3522.42	4748.93
归属母公司股东权益	1796.42	2150.13	2900.32	3849.44	5075.68
负债和股东权益	2689.22	3064.40	3884.64	5063.54	6588.54

现金流量表

单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	658.96	708.50	951.61	1127.15	1543.37
净利润	512.26	544.96	859.34	1093.30	1436.06
折旧摊销	90.50	92.87	82.27	93.15	104.01
财务费用	24.58	15.23	2.14	-7.37	-20.35
投资损失	-32.91	-38.86	-30.03	-30.00	-30.00
营运资金变动	35.83	85.30	-92.98	39.00	36.43
其他经营现金流	28.70	9.00	130.87	-60.92	17.22
投资活动现金流	-424.85	-294.49	-227.87	-268.80	-268.80
资本支出	127.59	170.49	215.00	215.00	215.00
长期投资	46.24	-13.71	8.10	50.00	50.00
其他投资现金流	-251.02	-137.71	-4.76	-3.80	-3.80
筹资活动现金流	-93.81	-236.11	-4.60	8.97	20.08
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	-94.37	-95.16	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	14.38	-14.57	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-13.82	-126.38	-4.60	8.97	20.08
现金净增加额	140.30	177.90	719.14	867.32	1294.65

利润表

单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1931.05	2087.86	3055.13	3933.03	4980.17
营业成本	1049.40	1144.87	1600.12	2081.35	2591.17
营业税金及附加	4.95	4.49	9.47	11.01	14.94
营业费用	11.96	17.62	39.72	43.22	57.27
管理费用	212.92	230.03	351.34	471.96	579.21
研发费用	22.14	40.06	20.00	18.00	20.00
财务费用	24.58	15.23	2.14	-7.37	-20.35
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	32.91	38.86	30.03	30.00	30.00
营业利润	638.92	678.64	1065.37	1347.85	1770.92
营业外收入	1.83	3.07	3.24	3.00	3.00
营业外支出	2.32	1.64	1.10	1.10	1.00
利润总额	638.42	680.07	1067.51	1349.75	1772.92
所得税	126.15	135.10	208.16	256.45	336.85
净利润	512.26	544.96	859.34	1093.30	1436.06
少数股东损益	46.15	52.34	106.75	145.77	209.56
归属母公司净利润	466.12	492.63	752.59	947.53	1226.50
EBITDA	754.00	786.74	1149.78	1433.62	1854.58
EPS (元)	1.45	1.54	2.35	2.96	3.83

主要财务比率

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	24.90	8.12	46.33	28.74	26.62
营业利润(%)	45.41	6.22	56.99	26.52	31.39
归属母公司净利润(%)	40.36	5.69	52.77	25.90	29.44
获利能力					
毛利率(%)	45.66	45.17	47.63	47.08	47.97
净利率(%)	24.14	23.59	24.63	24.09	24.63
ROE(%)	25.95	22.91	25.95	24.61	24.16
ROIC(%)	51.56	53.98	69.01	82.06	101.86
偿债能力					
资产负债率(%)	26.13	23.37	17.49	15.07	12.94
净负债比率(%)	54.13	39.84	41.99	37.37	33.46
流动比率	1.84	1.82	3.76	5.00	6.52
速动比率	1.79	1.78	3.67	4.90	6.41
营运能力					
总资产周转率	0.80	0.73	0.88	0.88	0.85
应收账款周转率	34.28	32.26	34.54	32.16	31.93
应付账款周转率	10.38	8.10	8.52	8.62	8.30
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.45	1.54	2.35	2.96	3.83
每股经营现金流(最新摊薄)	2.06	2.21	2.97	3.52	4.81
每股净资产(最新摊薄)	5.60	6.71	9.05	12.01	15.83
估值比率					
P/E	188.96	178.80	117.04	92.96	71.81
P/B	49.03	40.96	30.37	22.88	17.35
EV/EBITDA	115.53	110.72	75.76	60.76	46.97

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构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, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188