

2020 年年报&2021Q1 季报点评: 疫情后业绩恢复迅速, 儿科业务持续快速增长 买入 (维持)

2021 年 04 月 14 日

证券分析师 朱国广
执业证号: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	2,088	2,877	3,711	4,888
同比 (%)	8.12%	37.8%	29.0%	31.7%
归母净利润 (百万元)	493	738	975	1,295
同比 (%)	5.69%	49.9%	32.1%	32.8%
每股收益 (元/股)	1.54	2.30	3.04	4.04
P/E (倍)	184.20	122.92	93.05	70.07

投资要点

■ **事件:** 2020 年公司实现营业收入 20.88 亿元 (+8.12%), 归母净利润 4.93 亿元 (+5.69%), 扣非归母净利润 4.73 亿元 (+3.77%); 经营性现金流净额 7.08 亿元 (比 2019 年调整后增长 7.52%)。2021 年 Q1 季度, 公司实现营业收入 6.31 亿元 (+222%), 归母净利润为 1.64 亿元 (+963%), 相较于 2019 年 Q1 的收入与归母净利润分别同比增长 60%、74%。年报业绩符合我们预期, Q1 业绩略超预期。

■ **疫情影响消除, 2021 年 Q1 业绩略超预期。** 2020 年初公司受到疫情影响, Q1 季度收入和归母净利润分别同比下降 51.08%、119.58%。但自二季度起公司恢复快速增长, Q2、Q3、Q4 季度, 营业收入分别同比增长 20.39%、24.49%、24.55%, 归母净利润分别同比增长 44.63%、30.68%、45.77%, 充分体现公司稳固的成长基石与增长韧性。公司全方面降本增效, 2020 年销售毛利率 45.17% (-0.91pp)、销售净利率 26.10% (-0.71pp), 维持相对稳定水平。2021 年 Q1 季度, 公司营收、利润同比 2020 年 Q1 实现大幅增长, 相较于 2019 年 Q1 仍有 60%、74% 增长; 销售毛利率、销售净利率分别为 47.52%、29.65%, 盈利水平持续提升。

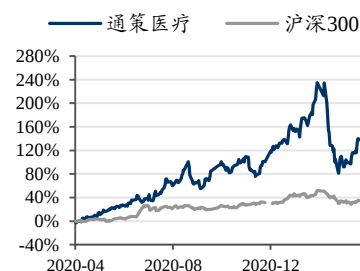
■ **省内及区域分院发展较快, 儿科业务仍为增长亮点。** 2020 年, 公司共计实现医疗服务收入 20.09 亿元 (+9.41%), 共计口腔门诊量 219.07 万人次。**分诊疗业务类型来看**, 儿科、正畸、种植、综合业务分别实现收入 4.01/4.11/3.19/8.64 亿元, 分别同比增长 18.9%/7.7%/7.4%/6.8%, 儿科业务继续成为增长亮点。**分区域来看**, 省内发展速度加快, 4-12 月, 1) 浙江省内医疗服务收入 16.47 亿元, 占比 91%, 比 2019 年同期增长 26%; 门诊人次 167 万, 比 2019 年同期增长 16%。2) 浙江省外医疗服务收入 1.67 亿元, 占比 9%, 比 2019 年同期增长 21%; 门诊人次 27 万, 比 2019 年同期增长 17%。**从浙江省内来看**, 4-12 月, 1) 区域总院 (杭州) 医疗服务收入 5.50 亿元, 占比 33%, 比 2019 年同期增长 13%。2) 区域分院医疗服务收入 10.97 亿元, 占比 67%, 比 2019 年同期增长 34%。在总院稳定增长的同时, 区域分院实现快速发展。

■ **继续打造区域医院集团, 蒲公英计划将推动持续发展。** 公司践行“区域总院+分院”模式, 在三大区域中心医院基础上, 已形成平海、城西、宁口、绍兴四个区域医院集团。同时蒲公英计划逐步落地, 2021 年底浙江省内开业医院数量已达 33 家, 工程建设与管理体系方面持续完善。

■ **盈利预测与投资评级:** 考虑到疫情后公司业绩稳定加速增长, 我们将 2021-2022 年公司归母净利润从 7.20/9.36 亿元上调至 7.38/9.75 亿元, 预计 2023 年归母净利润为 12.95 亿元。对应当前市值的 PE 分别为 123/93/70 倍。维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 市场竞争加剧的风险; 新院建设或不及预期的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	283.00
一年最低/最高价	110.20/392.57
市净率(倍)	39.20
流通 A 股市值(百万元)	90741.12

基础数据

每股净资产(元)	7.22
资产负债率(%)	30.87
总股本(百万股)	320.64
流通 A 股(百万股)	320.64

相关研究

- 1、《通策医疗 (600763): 公司经营逐季向好, 人才储备与蒲公英计划稳步推进》2020-10-27
- 2、《通策医疗 (600763): 口腔医疗服务龙头企业, 扩张模式可复制, 助企业快速增长》2020-03-09

通策医疗三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	833	1,409	2,226	3,374	营业收入	2,088	2,877	3,711	4,888
现金	674	1,147	1,946	2,942	减:营业成本	1,145	1,510	1,914	2,513
应收账款	66	98	114	165	营业税金及附加	4	6	8	11
存货	18	26	29	43	营业费用	18	24	32	42
其他流动资产	75	138	137	225	管理费用	230	285	368	475
非流动资产	2,231	2,531	2,821	3,231	研发费用	40	54	66	83
长期股权投资	242	264	286	308	财务费用	15	23	23	25
固定资产	793	1,076	1,356	1,749	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	121	139	156	184	加:投资净收益	39	34	36	36
无形资产	13	12	11	10	其他收益	5	4	4	4
其他非流动资产	1,062	1,039	1,012	979	资产处置收益	0	-0	-0	-0
资产总计	3,064	3,939	5,047	6,605	营业利润	679	1,012	1,339	1,779
流动负债	459	529	585	732	加:营业外净收支	1	1	1	1
短期借款	0	0	0	0	利润总额	680	1,012	1,340	1,779
应付账款	168	203	267	350	减:所得税费用	135	201	266	354
其他流动负债	291	326	318	382	少数股东损益	52	73	98	131
非流动负债	257	250	229	213	归属母公司净利润	493	738	975	1,295
长期借款	225	218	196	181	EBIT	675	992	1,300	1,712
其他非流动负债	32	32	32	32	EBITDA	768	1,101	1,437	1,884
负债合计	716	780	814	946	重要财务与估值指标				
少数股东权益	198	271	370	501	2020A	2021E	2022E	2023E	
归属母公司股东权益	2,150	2,888	3,863	5,159	每股收益(元)	1.54	2.30	3.04	4.04
负债和股东权益	3,064	3,939	5,047	6,605	每股净资产(元)	6.71	9.01	12.05	16.09
					发行在外股份(百万股)	321	321	321	321
					ROIC(%)	78.1%	86.1%	97.9%	102.6%
					ROE(%)	23.2%	25.7%	25.4%	25.2%
					毛利率(%)	45.2%	47.5%	48.4%	48.6%
					销售净利率(%)	26.1%	25.7%	26.3%	26.5%
					资产负债率(%)	23.4%	19.8%	16.1%	14.3%
					收入增长率(%)	8.12%	37.8%	29.0%	31.7%
					净利润增长率(%)	7.3%	48.9%	32.3%	32.8%
					P/E	184.20	122.92	93.05	70.07
					P/B	37.28	27.75	20.75	15.54
					EV/EBITDA	104.21	72.29	54.87	41.41
现金流量表(百万元)									
2020A	2021E	2022E	2023E						
经营活动现金流	708	882	1,227	1,570					
投资活动现金流	-294	-374	-392	-545					
筹资活动现金流	-236	-35	-37	-29					
现金净增加额	178	473	799	995					
折旧和摊销	93	108	137	171					
资本开支	170	278	268	388					
营运资本变动	85	-26	29	-17					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>