

通策医疗 (600763.SH)

疫情影响消除，业绩恢复强劲增长

投资要点

- ◆ **公司发布 2020 年年报及 2021 年一季报**：2020 年，公司实现收入 20.9 亿元，同比增长 8.1%，实现归属于上市公司股东的净利润 4.9 亿元，同比增长 5.7%。2021 年 Q1，公司实现收入 6.3 亿元，同比增长 221.6%，实现归属于上市公司股东的净利润 1.6 亿元，同比增长 963.0%。
- ◆ **通策医疗是区域连锁口腔龙头，已形成可复制的“区域总院+分院”的扩张模式**。目前公司拥有已营业口腔医疗机构 50 家，其中，公司在浙江省内已经拥有杭州口腔医院平海院区、城西院区 and 宁波口腔医院三家总院，绍兴区域医院集团也已经成立，由此扩张分院，形成多个“区域总院+分院”区域医院集群。截至 2020 年底，公司口腔医疗服务营业面积超过 16 万平方米，开设牙椅 1986 台，口腔医疗门诊量达到 219.1 万人次。
- ◆ **疫情影响逐步消除，2020 年公司收入实现正增长**。受国内疫情影响，2020 年 1 月公司下属医院全面停诊，2 月底陆续恢复部分急诊业务，直至 5 月中才全面恢复业务。2020 年公司实现医疗服务收入 20.1 亿元，其中口腔医疗服务收入为 20.0 亿元。分业务来看，公司实现儿科医疗收入 4.0 亿元 (+18.9%)；正畸医疗收入 4.1 亿元 (+7.7%)；种植医疗收入 3.2 亿元 (+7.4%)；综合医疗收入 8.6 亿元 (+6.8%)。
- ◆ **2021 年 Q1 公司实现各业务高速增长，儿科业务占比不断提升**。2021 年 Q1 公司实现口腔诊疗业务收入 6.0 亿元。分业务来看，公司实现儿科医疗收入 1.3 亿元 (+92.4%)；正畸医疗收入 4.1 亿元 (+59.9%)；种植医疗收入 3.2 亿元 (+54.8%)；综合医疗收入 8.6 亿元 (+43.1%)。在各项业务均保持高速增长的同时，儿科业务增长迅速，占口腔诊疗业务的比例不断提升。
- ◆ **蒲公英计划逐步落地，持续深化浙江区域龙头地位**。公司计划在浙江省内建设大量分院，使得公司下属医院能够遍布浙江省的各个区域。2020 年公司不断优化“蒲公英计划”各个环节，保障蒲公英计划顺利开展。截至 2021 年 Q1，公司省内开业医院数量已经达到 33 家(不包括三叶)。
- ◆ **投资建议：首次覆盖给予“增持”评级**。我们预计公司 2021-2023 年的 EPS 分别是 2.20 元、2.91 元、3.80 元，对应 PE 分别 128.6、96.9、74.4 倍。公司是国内区域口腔龙头，目前已形成可复制的成熟扩张模式，前景可期。首次覆盖给予“增持”评级。
- ◆ **风险提示**：分院建设不及预期；疫情反复；医疗纠纷。

财务数据与估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,894	2,088	2,873	3,728	4,765
YoY(%)	22.5	10.2	37.6	29.8	27.8
净利润(百万元)	463	493	704	935	1,218
YoY(%)	39.4	6.4	43.0	32.7	30.3
毛利率(%)	46.1	45.2	46.0	46.7	47.4
EPS(摊薄/元)	1.44	1.54	2.20	2.91	3.80
ROE(%)	25.9	22.9	24.7	24.7	24.4
P/E(倍)	195.6	183.9	128.6	96.9	74.4
P/B(倍)	50.7	42.1	31.8	24.0	18.1
净利率(%)	24.4	23.6	24.5	25.1	25.6

资料来源：Wind，万和证券研究所

投资评级

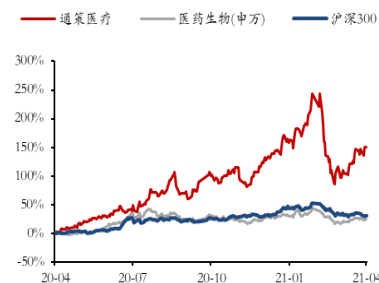
增持

首次评级

基本数据 (2021-04-15)

所属行业	医药生物 医疗服务Ⅲ
股价(元)	282.55
总市值(百万元)	90596.83
流通市值(百万元)	90596.83
总股本(百万股)	320.64
流通股本(百万股)	320.64
12 个月价格区间(元)	111.82-392.57

股价表现



%	1M	3M	12M
相对收益	19.18	5.86	113.62
绝对收益	15.96	-3.09	143.81

资料来源：Wind，万和证券研究所

作者

伍可心 分析师
 SAC 执业证书：S0380521010002
 联系电话：0755-82830333(190)
 邮箱：wukx@wanhesec.com

相关报告



请阅读正文之后的信息披露和重要声明

财务报表与财务指标

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	1405	2344	3591	营业收入	2088	2873	3728	4765
现金	674	1,155	2,092	3,219	营业成本	1145	1551	1987	2506
应收票据及应收账款	79	116	137	187	税金及附加	4	7	9	11
预付款项	39	69	67	102	销售费用	18	21	27	37
存货	18	45	26	62	管理费用	230	329	417	535
其他流动资产	24	20	23	23	研发费用	40	44	57	73
非流动资产	2,231	2,345	2,577	2,669	财务费用	15	-1	-11	-25
长期投资	242	242	242	242	资产减值损失	0	0	0	0
固定资产	793	977	1134	1267	信用减值损失	-1	-1	-1	-1
在建工程	121	325	315	309	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	13	12	11	10	投资净收益	39	32	34	35
其他非流动资产	849	610	730	730	其他收益	5	3	4	4
资产总计	3064	3750	4921	6260	营业利润	679	955	1278	1666
流动负债	459	392	529	529	营业外收入	3	2	2	2
短期借款	0	0	0	0	营业外支出	2	1	2	2
应付票据及应付账款	168	134	241	218	利润总额	680	955	1279	1666
预收账款	33	27	55	54	所得税	135	184	252	327
其他流动负债	173	135	135	135	税后利润	545	771	1027	1340
非流动负债	257	245	252	252	少数股东损益	52	67	93	122
长期借款	225	225	225	225	归属母公司净利润	493	704	935	1218
其他非流动负债	32	20	27	26	EBITDA	757	1037	1371	1764
负债合计	716	637	782	781					
少数股东权益	198	265	358	479					
股本	321	321	321	321					
资本公积	0	0	0	0					
留存收益	1822	2527	3461	4679					
归属母公司股东权益	2150	2847	3782	5000					
负债和股东权益总计	3064	3750	4921	6260					
	833	1405	2344	3591					
现金流量表(百万元)					主要财务比率				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	708	932	1137	1317	成长能力				
净利润	545	704	935	1218	营业收入(%)	10.2	37.6	29.8	27.8
折旧摊销	93	83	104	124	营业利润(%)	7.1	40.7	33.9	30.3
财务费用	15	-1	-11	-25	归母净利润(%)	6.4	43.0	32.7	30.3
投资损失	-39	-32	-34	-35	获利能力				
营运资本变动	21	111	51	-86	毛利率(%)	45.2	46.0	46.7	47.4
其他经营现金流	73	67	93	122	净利率(%)	23.6	24.5	25.1	25.6
投资活动现金流	-294	-438	-216	-215	ROE(%)	22.9	24.7	24.7	24.4
筹资活动现金流	-236	-13	16	25	ROIC(%)	55.1	81.2	68.0	87.6
					偿债能力				
					资产负债率(%)	23.4	17.0	15.9	12.5
					流动比率	1.8	3.6	4.4	6.8
					速动比率	1.8	3.5	4.4	6.7
					营运能力				
					总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.8
					应收账款周转率	28.4	29.6	29.6	29.5
					应付账款周转率	14.8	19.0	19.9	20.7
					估值比率				
每股指标(元)					P/E	183.9	128.6	96.9	74.4
每股收益(最新摊薄)	1.54	2.20	2.91	3.80	P/B	42.1	31.8	24.0	18.1
每股经营现金流(最新摊薄)	2.21	2.91	3.54	4.11	EV/EBITDA	115.6	86.1	64.4	49.5
每股净资产(最新摊薄)	6.71	8.88	11.79	15.59					

资料来源: Wind, 万和证券研究所

本公司具有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。

分析师声明：本研究报告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，保证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理解，本报告清晰准确的反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级标准：

行业投资评级：自报告发布日后的 12 个月内，以行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

同步大市：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%—10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级：自报告发布日后的 12 个月内，以公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对沪深 300 指数涨幅 15%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 5%—15%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-5%—5%之间；

回避：相对沪深 300 指数跌幅 5%以上。

免责声明：本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。

本报告由本公司研究所撰写，报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券股份有限公司研究所所有，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。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

市场有风险，投资需谨慎。

万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道 7028 号时代科技大厦西座 20 楼

电话：0755-82830333 传真：0755-25170093

邮编：518040 公司网址：<http://www.vanho.cn>