

通策医疗 (600763.SH) 增持 (维持评级)

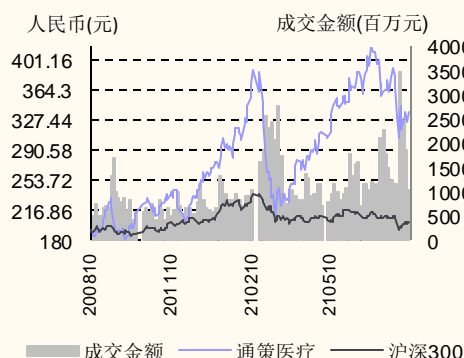
公司点评

市场价格 (人民币): 336.68 元

优秀品牌赋能, 盈利能力持续增强

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	3.21
已上市流通 A 股(亿股)	3.21
总市值(亿元)	1,079.53
年内股价最高最低(元)	417.99/180.00
沪深 300 指数	4986
上证指数	3495



公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,894	2,088	3,031	3,940	5,201
营业收入增长率	22.52%	10.22%	45.16%	30.00%	32.00%
归母净利润(百万元)	463	493	746	1,058	1,433
归母净利润增长率	39.44%	6.38%	51.36%	41.94%	35.42%
摊薄每股收益(元)	1.444	1.536	2.326	3.301	4.470
每股经营性现金流净额	2.02	2.21	2.52	3.90	5.19
ROE(归属母公司)(摊薄)	25.94%	22.91%	25.84%	26.90%	26.75%
P/E	70.99	179.98	118.12	83.22	61.45
P/B	18.41	41.24	30.52	22.38	16.44

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2021年8月9日, 公司公布半年报, 2021H1 实现营业收入 13.17 亿元, 同比增长 75%, 较 2019 年同比增长 56%; 净利润 3.51 亿元, 同比增长 141%, 较 2019 年同比增长 69%; 扣非净利润 3.42 亿元, 同比增长 148%, 较 2019 年同比增长 68%; 业绩增长略超预期。
- 分季度来看, 2021Q2 实现营业收入 6.86 亿元, 同比增长 23%, 较 2019 年同比增长 52%; 实现净利润 1.86 亿元, 同比增长 13%, 较 2019 年同比增长 65%; 扣非归母净利润 1.8 亿元, 同比增长 13%, 较 2019 年同比增长 62%。

经营分析

- 分业务来看:** (1) 种植业务实现收入 2.09 亿元 (+76%), 占比 17%; (2) 正畸业务实现收入 2.32 亿元 (+76%), 占比 19%; (3) 儿科业务实现收入 2.58 亿元 (+68%), 占比 21%; (4) 综合业务实现收入 5.43 亿元 (+69%), 占比 44%。
- 杭州口腔医院、宁波口腔医院、城西分院盈利能力进一步提升。** (1) 2021H1 杭口实现收入 3.56 亿元 (+59%), 净利润 2.2 亿元 (+83%), 利润率 61.69%, 2019 年同期净利率为 47.54%; (2) 宁波口腔医院实现收入 7798 万元 (-17.5%), 净利润 2106 万元 (+57%), 利润率 27.01%, 2019 年同期为 25.98%; (3) 城西口腔医院实现收入 2.69 亿元 (+53%), 净利润 9464 万元 (+103%), 净利率 35.18%, 2019 年同期为 25.72%。
- 省内播种蒲公英计划, 省外布局存济口腔医院, 均在稳步推进。**

盈利预测与投资建议

- 我们看好公司优秀品牌赋能, 以及省内省外逐步扩张的发展战略。我们预计 2021-2022 年公司分别实现净利润 7.46/10.58/14.33 亿元, 分别同比增长 51%、42%、35%。
- 维持“增持”评级。

风险提示

- 医疗事故风险; 口腔医院扩张不及预期; 省外扩张计划不及预期。

相关报告

- 《牙椅数量快速增长, 一季度扭亏为盈-通策医疗公司点评》, 2021.4.11
- 《口腔龙头地位稳固, 省内市场下沉可期-通策医疗深度研究》, 2021.4.7

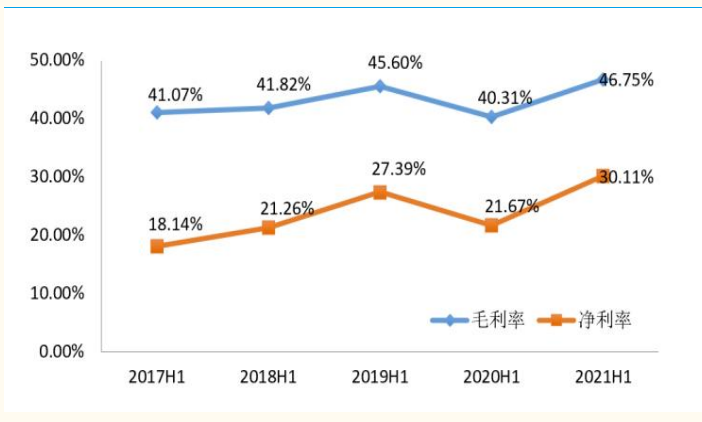
袁维

分析师 SAC 执业编号: S1130518080002
(8621)60230221
vuan_wei@aiza.com.cn

持续推进“区域总院+分院”模式

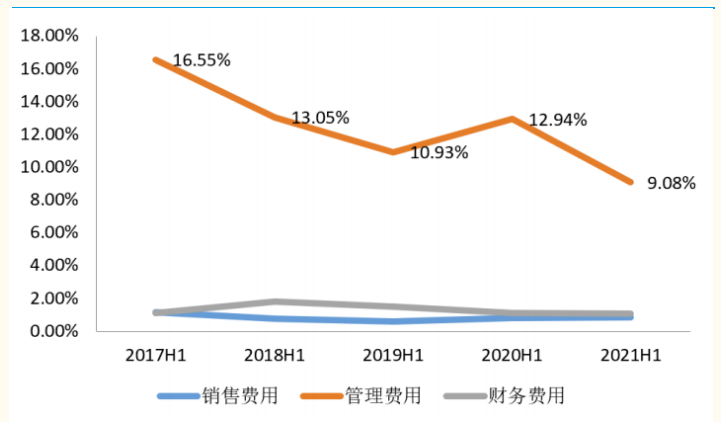
- 截至 2021 年上半年，公司口腔医疗服务营业面积达到 17 万平方米，开设牙椅 2101 台，口腔医疗门诊量 134.37 万人次（+56.50%）。
 - 2021H1 实现营业收入 13.17 亿元，同比增长 75%，较 2019 年同比增长 56%；净利润 3.51 亿元，同比增长 141%，较 2019 年同比增长 69%；扣非净利润 3.42 亿元，同比增长 148%，较 2019 年同比增长 68%；
 - 分季度来看，2021Q2 实现营业收入 6.86 亿元，同比增长 23%，较 2019 年同比增长 52%；实现净利润 1.86 亿元，同比增长 13%，较 2019 年同比增长 65%；扣非归母净利润 1.8 亿元，同比增长 13%，较 2019 年同比增长 62%。
- 2021 年上半年，公司毛利率、净利率分别为 46.75% 和 30.11%，保持稳定提升状态。公司保持对运营成本的合理控制，三费支出维持整体较低水平。

图表 1: 2017H1-2021H1 公司毛利率、净利率水平



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2: 2017H1-2021H1 公司三大费用情况



来源：公司公告，国金证券研究所

持续推进“区域总院+分院”模式

- 2021H1 浙江省内实现收入 11.28 亿元（+72%），占比 90.25%；浙江省外实现收入 1.22 亿元（+58%），占比 9.75%。
 - 省内播种蒲公英计划，逐步落地。2021 年上半年，公司蒲公英项目台州、临安、桐庐、嘉兴、富阳、温州医院已开始运营，建德、余姚、慈溪、宁海、象山等医院工商登记已经完成；杭州口腔医院滨江医院项目，已进入设计阶段，预计 8 月份房屋交付后可进入施工阶段；杭州紫金港医院项目已经处于设计阶段。
 - 省外布局存济口腔医院，稳步推进。公司通过口腔医疗基金参与投资新建武汉、重庆、西安、成都等大型口腔医院，每家体量相当于一个杭州口腔医院中心医院。其中，武汉存济口腔医院已于 2018 年 11 月正式开业；重庆存济口腔医院已于 2019 年 2 月开业试运营；西安存济医学中心由口腔、眼科、妇产联合组成，于 2020 年 10 月开始试营业；成都存济口腔医院将于 2021 年下半年试运营。
- 分业务来看：（1）种植业务实现收入 2.09 亿元（+76%），占比 17%；（2）正畸业务实现收入 2.32 亿元（+76%），占比 19%；（3）儿科业务实现收入 2.58 亿元（+68%），占比 21%；（4）综合业务实现收入 5.43 亿元（+69%），占比 44%。
- 分医院来看：杭州口腔医院、城西分院盈利能力逐渐提升。（1）2021H1 杭口实现收入 3.56 亿元（+59%），净利润 2.2 亿元（+83%），利润率 61.69%，2019 年同期净利率为 47.54%；（2）宁波口腔医院实现收入 7798 万元（-17.5%），净利润 2106 万元（+57%），利润率 27.01%，2019 年同期为 25.98%；（3）城西口腔医院实现收入 2.69 亿元（+53%），净利润 9464 万元（+103%），净利率 35.18%，2019 年同期为 25.72%。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	1,546	1,894	2,088	3,031	3,940	5,201	货币资金	350	483	674	1,139	1,887	2,768
增长率	34.32%	22.5%	10.2%	45.2%	30.0%	32.0%	应收款项	68	91	103	129	173	242
主营业务成本	-877	-1,021	-1,145	-1,637	-2,018	-2,612	存货	23	16	18	45	55	72
%销售收入	56.7%	53.9%	54.8%	54.0%	51.2%	50.2%	其他流动资产	30	46	39	60	82	111
毛利	669	873	943	1,394	1,922	2,589	流动资产	470	635	833	1,373	2,197	3,193
%销售收入	43.3%	46.1%	45.2%	46.0%	48.8%	49.8%	%总资产	22.1%	23.9%	27.2%	35.6%	43.2%	47.3%
营业税金及附加	-5	-5	-4	-8	-10	-14	长期投资	398	552	548	698	928	1,368
%销售收入	0.3%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	827	871	914	1,059	1,121	1,243
销售费用	-11	-12	-18	-22	-30	-39	%总资产	38.8%	32.8%	29.8%	27.4%	22.1%	18.4%
%销售收入	0.7%	0.6%	0.8%	0.7%	0.8%	0.8%	无形资产	188	189	226	229	234	240
管理费用	-190	-210	-230	-336	-435	-577	非流动资产	1,662	2,024	2,231	2,486	2,885	3,552
%销售收入	12.3%	11.1%	11.0%	11.1%	11.1%	11.1%	%总资产	77.9%	76.1%	72.8%	64.4%	56.8%	52.7%
研发费用	-23	-22	-40	-35	-46	-61	资产总计	2,133	2,660	3,064	3,859	5,082	6,745
%销售收入	1.5%	1.2%	1.9%	1.2%	1.2%	1.2%	短期借款	40	60	60	60	60	60
息税前利润 (EBIT)	441	624	651	993	1,400	1,898	应付款项	108	135	193	198	245	317
%销售收入	28.5%	32.9%	31.2%	32.8%	35.5%	36.5%	其他流动负债	122	146	206	210	260	332
财务费用	-24	-24	-15	-22	-23	-22	流动负债	270	341	459	468	565	709
%销售收入	1.6%	1.3%	0.7%	0.7%	0.6%	0.4%	长期贷款	415	320	225	225	225	225
资产减值损失	-1	-1	1	-1	-1	-1	其他长期负债	0	28	32	25	25	25
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	685	690	716	719	816	959
投资收益	23	33	39	30	25	25	普通股股东权益	1,315	1,785	2,150	2,886	3,935	5,359
%税前利润	5.2%	5.2%	5.7%	3.0%	1.8%	1.3%	其中：股本	321	321	321	321	321	321
营业利润	439	634	679	1,000	1,402	1,900	未分配利润	976	1,433	1,822	2,558	3,607	5,031
营业利润率	28.4%	33.5%	32.5%	33.0%	35.6%	36.5%	少数股东权益	133	184	198	254	331	427
营业外收支	0	0	1	0	0	0	负债股东权益合计	2,133	2,660	3,064	3,859	5,082	6,745
税前利润	439	633	680	1,000	1,402	1,900	比率分析						
利润率	28.4%	33.4%	32.6%	33.0%	35.6%	36.5%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-80	-126	-135	-198	-266	-370	每股指标						
所得税率	18.2%	19.8%	19.9%	19.8%	19.0%	19.5%	每股收益	1.036	1.444	1.536	2.326	3.301	4.470
净利润	359	508	545	802	1,135	1,529	每股净资产	4.102	5.568	6.706	9.001	12.272	16.712
少数股东损益	27	45	52	56	77	96	每股经营现金净流	1.464	2.017	2.206	2.519	3.896	5.190
归属于母公司的净利润	332	463	493	746	1,058	1,433	每股股利	0.030	0.000	0.000	0.030	0.030	0.030
净利率	21.5%	24.4%	23.6%	24.6%	26.9%	27.6%	回报率						
							净资产收益率	25.25%	25.94%	22.91%	25.84%	26.90%	26.75%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	15.57%	17.41%	16.08%	19.32%	20.83%	21.25%
							投入资本收益率	18.95%	21.23%	19.72%	23.21%	24.89%	25.15%
净利润	359	508	545	802	1,135	1,529	增长率						
少数股东损益	27	45	52	56	77	96	主营业务收入增长率	31.05%	22.52%	10.22%	45.16%	30.00%	32.00%
非现金支出	91	86	93	83	95	107	EBIT增长率	54.05%	41.49%	4.33%	52.56%	41.03%	35.58%
非经营收益	4	-4	-14	-12	-1	-1	净利润增长率	53.34%	39.44%	6.38%	51.36%	41.94%	35.42%
营运资金变动	15	56	84	-65	20	29	总资产增长率	18.84%	24.72%	15.21%	25.94%	31.67%	32.73%
经营活动现金净流	469	647	707	808	1,249	1,664	资产管理能力						
资本开支	-241	-126	-166	-189	-263	-334	应收账款周转天数	10.8	10.3	10.7	10.5	11.0	12.0
投资	-214	-58	-52	-150	-230	-340	存货周转天数	9.9	6.9	5.3	10.0	10.0	10.0
其他	-142	-240	-77	30	25	-75	应付账款周转天数	32.5	35.9	44.8	36.0	36.0	36.0
投资活动现金净流	-597	-423	-294	-309	-468	-749	固定资产周转天数	191.8	152.0	138.6	106.9	89.0	71.7
股权募资	8	18	14	0	0	0	偿债能力						
债权募资	-45	-75	-95	-1	0	0	净负债/股东权益	7.21%	-5.21%	-16.56%	-27.20%	-37.54%	-42.91%
其他	-44	-36	-155	-33	-34	-34	EBIT利息保障倍数	18.1	25.9	42.7	45.1	62.2	84.8
筹资活动现金净流	-82	-92	-236	-33	-34	-34	资产负债率	32.12%	25.95%	23.37%	18.63%	16.05%	14.22%
现金净流量	-209	131	177	465	747	881							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	3	7	14	17	45
增持	1	5	9	13	1
中性	0	1	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.25	1.54	1.46	1.48	1.06

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

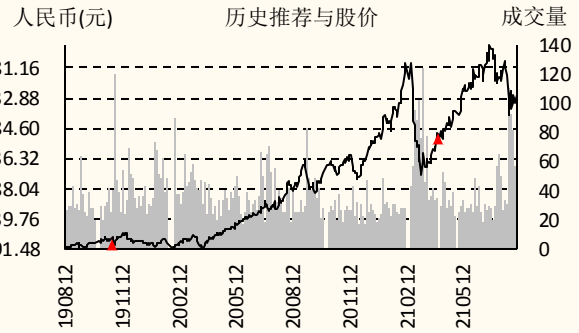
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-10-30	增持	110.00	N/A
2	2020-04-26	增持	121.53	N/A
3	2021-04-07	增持	275.30	270.00 ~ 315.00
4	2021-04-11	增持	274.70	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402