

2021年10月15日

通策医疗 (600763.SH)

公司快报

短期增速放缓，不改长期看好

投资要点

- ◆ **事件：**公司发布 2021 三季报，公司 2021 前三季度实现营收 21.36 亿元，同比增长 44.16%；实现归母净利润 6.20 亿元，同比增长 55.09%；实现扣非净利润 6.08 亿元，同比增长 56.69%；经营性现金流 6.80 亿元，同比增长 48.13%。剔除 2020 年疫情影响，公司营收和归母净利润对比 2019 前三季度年复合增长率为 22.6%和 24.6%。
- ◆ **因去年高基数，三季度业绩增速放缓：**公司 2021Q3 实现营业收入 8.19 亿元，同比增长 12.44%；归母净利润 2.69 亿元，同比增长 5.88%。Q3 单季度业绩不及市场预期。主要因为 2020 年疫情导致上半年部分诊疗需求递延到下半年，所以去年 Q3 业绩基数高；公司营收和归母净利润对比 2019Q3 的 CAGR 分别为 19.5%和 18.5%，仍保持较快增幅。
- ◆ **公司盈利能力维持优秀水平，研发投入不断增多：**公司 2021 前三季度毛利率为 47.96%，同比增加 1.97pct，对比 2019 前三季度增加 0.03pct。毛利率总体维持高水平，一方面因为公司集中采购、持续深化的供应链管理长期优化成本结构，另一方面因为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，期间费用率合计 11.27%，同比减少 1.36pct；其中管理费用降低 1.78pct 至 8.12%，研发费用率提升 0.28pct 至 1.49%。**综合来看，**公司归母净利率对比 2019 前三季度提升 2.53pct 至 33.01%，在业绩高速增长和优秀费用率下，盈利能力不断提升。
- ◆ **门诊量显著恢复，各业务保持高增速：**公司 2021 前三季度口腔医疗门诊量 211.33 万人次，同比上涨 36.39%；其中省内和省外门诊量增速分别为 37.10%和 31.91%，均保持稳定快速增长。从浙江省内来看，总院和分院门诊量分别为 53.91 和 129.86 万人次，同比增速分别为 23.76%和 43.53%。可以看到分院通过快速扩张，门诊量增速保持高增速。**分业务来看，**公司四大业务板块均保持高增速，其中种植、正畸、儿科、大综合业务收入同比增速分别为 46.49%、37.89%、41.64%、41.65%。
- ◆ **投资建议：**我们预计公司 2021-2023 年的营收分别为 28.64、37.15、47.17 亿元，同比增加 37.2%、29.7%、27.0%；净利润分别为 7.28、9.66、12.63 亿元，同比增加 47.8%、32.8%、30.7%；EPS 分别为 2.27、3.01、3.94 元；对应 2021-2023 年 PE 估值分别为 121X、91X、70X，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，业绩确定性较高；省外业务提供弹性，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。

医药 | 医疗服务 III

 投资评级 **买入-A(维持)**

 股价(2021-10-14) **274.05 元**

交易数据

总市值(百万元)	87,871.39
流通市值(百万元)	87,871.39
总股本(百万股)	320.64
流通股本(百万股)	320.64
12个月价格区间	200.70/421.99 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	15.39	-27.07	12.12
绝对收益	12.55	-26.22	18.63

分析师

 魏贇
 SAC 执业证书编号: S0910521040001
 weiyun@huajinsec.cn
 02120377191

报告联系人

 徐梓煜
 xuziyou@huajinsec.cn
 02120377063

相关报告

- 通策医疗：业绩符合预期，全年业绩将加速恢复 2021-08-10
- 通策医疗：业绩符合预期，2021 口腔龙头再起航 2021-04-12
- 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

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	2,864	3,715	4,717
YoY(%)	22.5	10.2	37.2	29.7	27.0
净利润(百万元)	463	493	728	966	1,263
YoY(%)	39.4	6.4	47.8	32.8	30.7
毛利率(%)	46.1	45.2	46.0	46.6	47.3
EPS(摊薄/元)	1.44	1.54	2.27	3.01	3.94
ROE(%)	25.8	23.2	25.1	25.2	24.8
P/E(倍)	189.8	178.4	120.7	90.9	69.6
P/B(倍)	49.2	40.9	30.5	22.9	17.2
净利率(%)	24.4	23.6	25.4	26.0	26.8

数据来源: Wind, 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
流动资产	635	833	1386	2176	3295	营业收入	1894	2088	2864	3715	4717
现金	483	674	1120	1891	2881	营业成本	1021	1145	1545	1984	2486
应收票据及应收账款	56	66	102	116	161	营业税金及附加	5	4	8	10	12
预付账款	44	39	75	72	115	营业费用	12	18	18	22	21
存货	16	18	27	30	42	管理费用	210	230	299	379	472
其他流动资产	36	36	62	65	96	研发费用	22	40	44	56	67
非流动资产	2024	2231	2597	2935	3305	财务费用	24	15	-2	-14	-28
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	1162	1506	1881	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	1163	1140	1116	营业利润	634	679	977	1307	1719
资产总计	2660	3064	3983	5111	6599	营业外收入	2	3	2	2	2
流动负债	341	459	551	617	741	营业外支出	2	2	1	2	2
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	633	680	977	1308	1719
应付票据及应付账款	114	168	212	276	335	所得税	126	135	189	253	337
其他流动负债	228	291	339	342	405	税后利润	508	545	788	1055	1382
非流动负债	349	257	295	305	288	少数股东损益	45	52	60	89	119
长期借款	320	225	263	273	256	归属母公司净利润	463	493	728	966	1263
其他非流动负债	28	32	32	32	32	EBITDA	724	766	1063	1407	1825
负债合计	690	716	846	923	1029						
少数股东权益	184	198	258	347	466	主要财务比率					
股本	321	321	321	321	321	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	0	0	0	0	0	成长能力					
留存收益	1457	1822	2601	3654	5031	营业收入(%)	22.5	10.2	37.2	29.7	27.0
归属母公司股东权益	1785	2150	2878	3842	5105	营业利润(%)	44.2	7.1	43.9	33.9	31.5
负债和股东权益	2660	3064	3983	5111	6599	归属于母公司净利润(%)	39.4	6.4	47.8	32.8	30.7
						获利能力					
						毛利率(%)	46.1	45.2	46.0	46.6	47.3
						净利率(%)	24.4	23.6	25.4	26.0	26.8
						ROE(%)	25.8	23.2	25.1	25.2	24.8
						ROIC(%)	23.4	21.9	23.9	24.3	24.2
						偿债能力					
						资产负债率(%)	25.9	23.4	21.3	18.0	15.6
						流动比率	1.9	1.8	2.5	3.5	4.4
						速动比率	1.7	1.7	2.3	3.4	4.2
						营运能力					
						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
						估值比率					
						P/E	189.8	178.4	120.7	90.9	69.6
						P/B	49.2	40.9	30.5	22.9	17.2
						EV/EBITDA	121.5	114.5	82.2	61.6	47.0

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

魏贇声明，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