

通策医疗 (600763)

证券研究报告

2021年10月17日

业务经营稳健，“总院+分院”模式蓄力长期发展

事件：

10月15日，公司发布2021年三季报，2021年前三季度实现营业收入21.36亿元，调整后同比增速为44.16%（追溯调整的原因系上年发生同一控制下企业合并），比2019年同期增长50.37%；归母净利润6.20亿元，调整后同比增速为55.09%，比2019年同期增长55.15%；扣非后净利润6.08亿元，调整后同比增速为56.69%。前三季度营业收入和净利润均实现快速增长。第三季度公司实现营业收入8.19亿元，调整后同比增速为12.44%；实现归母净利润2.69亿元，调整后同比增速为5.88%。

点评：

Q3业务经营表现稳健，盈利能力环比提升

2021Q3公司业务经营表现稳健，第三季度同比增速略低于中报增速，我们认为一方面2020年第三季度国内疫情控制较好，基数较高，另一方面，报告期内南京地区从7月开始出现疫情反复，口腔诊疗服务如正畸、种植等业务大多为择期项目，疫情防控力度加强或影响部分业务的开展，后续业务有望逐步恢复。第三季度公司期间费用率同比基本持平，其中管理费用率为6.56%，同比下降0.53个百分点，管理效率持续提升。

正畸业务收入占比提升，种植业务持续推广并完善种植增长计划

公司正畸业务第三季度实现收入2.05亿元，同比增长10.88%，收入占比提升至26.64%（同比提升2.61个百分点），公司加强自主品牌隐秀宣传力度，在第四次山东省民营口腔大会、数字化正畸技术临床应用与运营管理研讨会中持续加强医生教育和产品推广。公司种植牙业务第三季度实现营业收入1.22亿元，同比增长13.51%，收入占比为16.47%（同比提升1.89个百分点），报告期内公司持续推广并完善种植增长计划，扩大优质低价种植业务，公司蒲公英医院可以群体发力这部分业务，也为其他科室带来引流效应。

蒲公英计划顺利进行，坚持“总院+分院”模式蓄力长期发展

截至2021年8月，蒲公英计划38家分院已经运营、建立、规划完成，半年报纳入报表22家。我们认为公司已经在民营口腔医疗服务领域形成一定竞争实力，“总院+分院”模式蓄力长期发展。

盈利预测与投资评级

由于部分地区业务开展受到疫情影响，我们预计公司2021-2023年营业收入分别为29.02/38.14/49.11亿元（前值为30.36/40.21/53.27亿元），归母净利润分别为7.22/9.75/12.73亿元（前值为8.03/11.15/15.08亿元），通策医疗是国内领先的民营口腔医疗服务集团，继续给予“买入”评级。

风险提示：疫情反复的风险、医药政策变化的风险、核心人才流失的风险

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,894.22	2,087.86	2,901.97	3,813.97	4,910.80
增长率(%)	22.52	10.22	38.99	31.43	28.76
EBITDA(百万元)	738.35	792.38	1,081.62	1,473.85	1,957.24
净利润(百万元)	463.07	492.63	722.43	975.22	1,272.85
增长率(%)	39.44	6.38	46.65	34.99	30.52
EPS(元/股)	1.44	1.54	2.25	3.04	3.97
市盈率(P/E)	170.78	160.54	109.47	81.10	62.13
市净率(P/B)	44.29	36.78	27.60	20.59	15.47
市销率(P/S)	41.75	37.88	27.25	20.74	16.10
EV/EBITDA	43.47	110.38	71.70	52.24	39.18

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/医疗服务
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	246.65元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	320.64
流通A股股本(百万股)	320.64
A股总市值(百万元)	79,085.86
流通A股市值(百万元)	79,085.86
每股净资产(元)	8.64
资产负债率(%)	28.46
一年内最高/最低(元)	421.99/200.70

作者

杨松	分析师
SAC执业证书编号：	S1110521020001
yangsong@tfzq.com	
张雪	分析师
SAC执业证书编号：	S1110521020004
zhangxue@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《通策医疗-半年报点评:业绩超预期，口腔医疗服务航母彰显发展韧性与活力》2021-08-10
- 《通策医疗-公司深度研究:民营口腔医疗集团领航者》2021-06-07
- 《通策医疗-季报点评:三季度业绩步入正轨，蒲公英计划稳步推进》2020-10-27

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	483.04	674.09	1,199.86	1,626.74	1,947.96
应收票据及应收账款	56.30	66.46	102.24	118.12	167.86
预付账款	44.31	38.57	71.79	76.04	114.07
存货	15.65	17.66	46.43	27.89	77.67
其他	36.14	36.46	41.72	71.93	76.82
流动资产合计	635.44	833.24	1,462.04	1,920.73	2,384.38
长期股权投资	231.89	241.90	241.90	241.90	241.90
固定资产	788.94	792.82	1,038.39	1,424.65	2,063.45
在建工程	82.39	121.20	154.22	255.54	544.49
无形资产	13.64	13.00	12.19	11.38	10.57
其他	907.49	1,062.24	834.22	975.81	1,063.88
非流动资产合计	2,024.36	2,231.16	2,280.92	2,909.28	3,924.28
资产总计	2,659.80	3,064.40	3,742.96	4,830.00	6,308.66
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	113.54	167.77	161.29	289.63	308.27
其他	227.90	290.81	289.52	271.49	361.37
流动负债合计	341.44	458.58	450.81	561.12	669.64
长期借款	320.43	225.27	130.11	34.94	4.94
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	28.28	32.17	30.00	30.00	30.00
非流动负债合计	348.70	257.43	160.11	64.94	34.94
负债合计	690.14	716.02	610.91	626.07	704.59
少数股东权益	184.21	198.26	266.67	363.35	490.64
股本	320.64	320.64	320.64	320.64	320.64
资本公积	0.18	0.00	0.00	0.00	0.00
留存收益	1,457.64	1,822.30	2,544.73	3,519.95	4,792.79
其他	6.98	7.19	0.00	(0.00)	(0.00)
股东权益合计	1,969.65	2,348.39	3,132.05	4,203.94	5,604.07
负债和股东权益总计	2,659.80	3,064.40	3,742.96	4,830.00	6,308.66

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	507.77	544.96	722.43	975.22	1,272.85
折旧摊销	86.40	92.87	115.76	171.45	261.38
财务费用	23.06	18.76	(0.83)	(14.00)	(23.51)
投资损失	(32.91)	(38.86)	(31.52)	(34.43)	(34.94)
营运资金变动	(404.43)	54.91	121.71	(67.52)	(121.24)
其它	467.96	35.86	68.42	96.68	127.29
经营活动现金流	647.84	708.50	995.96	1,127.39	1,481.84
资本支出	201.20	110.81	395.70	658.22	1,188.32
长期投资	118.14	10.01	0.00	0.00	0.00
其他	(742.45)	(415.31)	(757.71)	(1,282.00)	(2,276.55)
投资活动现金流	(423.10)	(294.49)	(362.01)	(623.78)	(1,088.22)
债权融资	380.43	285.27	183.44	92.72	61.98
股权融资	(16.88)	(15.39)	(6.36)	14.00	23.51
其他	(456.00)	(505.99)	(285.27)	(183.44)	(157.88)
筹资活动现金流	(92.45)	(236.11)	(108.19)	(76.72)	(72.40)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	132.29	177.90	525.77	426.89	321.22

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,894.22	2,087.86	2,901.97	3,813.97	4,910.80
营业成本	1,021.37	1,144.87	1,590.77	2,083.90	2,681.36
营业税金及附加	4.95	4.49	7.44	9.31	11.71
营业费用	11.79	17.62	23.22	26.70	24.55
管理费用	210.13	230.03	290.20	362.33	441.97
研发费用	22.14	40.06	55.68	63.65	90.14
财务费用	24.04	15.23	(0.83)	(14.00)	(23.51)
资产减值损失	0.00	0.00	0.33	0.11	0.15
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	31.52	34.43	34.94
其他	(66.95)	(81.93)	(63.04)	(68.86)	(69.88)
营业利润	633.82	678.64	966.69	1,316.40	1,719.37
营业外收入	1.82	3.07	2.06	2.31	2.48
营业外支出	2.25	1.64	1.79	1.89	1.78
利润总额	633.39	680.07	966.95	1,316.82	1,720.07
所得税	125.62	135.10	176.10	244.93	319.93
净利润	507.77	544.96	790.85	1,071.89	1,400.14
少数股东损益	44.70	52.34	68.42	96.68	127.29
归属于母公司净利润	463.07	492.63	722.43	975.22	1,272.85
每股收益(元)	1.44	1.54	2.25	3.04	3.97

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	22.52%	10.22%	38.99%	31.43%	28.76%
营业利润	44.25%	7.07%	42.44%	36.18%	30.61%
归属于母公司净利润	39.44%	6.38%	46.65%	34.99%	30.52%
获利能力					
毛利率	46.08%	45.17%	45.18%	45.36%	45.40%
净利率	24.45%	23.59%	24.89%	25.57%	25.92%
ROE	25.94%	22.91%	25.21%	25.39%	24.89%
ROIC	59.46%	55.06%	83.36%	79.61%	79.14%
偿债能力					
资产负债率	25.95%	23.37%	16.32%	12.96%	11.17%
净负债率	-5.21%	-16.56%	-32.45%	-36.49%	-33.65%
流动比率	1.86	1.82	3.24	3.42	3.56
速动比率	1.82	1.78	3.14	3.37	3.44
营运能力					
应收账款周转率	35.46	34.02	34.40	34.62	34.34
存货周转率	98.63	125.34	90.55	102.63	93.05
总资产周转率	0.79	0.73	0.85	0.89	0.88
每股指标(元)					
每股收益	1.44	1.54	2.25	3.04	3.97
每股经营现金流	2.02	2.21	3.11	3.52	4.62
每股净资产	5.57	6.71	8.94	11.98	15.95
估值比率					
市盈率	170.78	160.54	109.47	81.10	62.13
市净率	44.29	36.78	27.60	20.59	15.47
EV/EBITDA	43.47	110.38	71.70	52.24	39.18
EV/EBIT	47.28	119.85	80.29	59.11	45.21

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com