

通策医疗 (600763.SH)

集采背景下需求延后增速放缓，高效运营 中稳步扩张预期不变

核心观点:

- **集采及疫情影响 Q3 增速放缓，整体业绩符合预期。**公司前三季度业绩实现稳健增长，实现营收 21.36 亿元（同比+44.2%）、归母净利润 6.20 亿元（同比+55.1%），整体业绩符合我们此前预期。其中 Q3 单季度实现营收 8.19 亿元（同比+14.6%）、归母净利润 2.69 亿元（同比+7.4%）。Q3 增速相比上半年放缓，主要系 9 月受集采政策不确定影响消费者手术择期观望以及上年同期因疫情影响部分就诊需求延后至下半年导致的高基数的影响。
- **重点业务保持较快增长，规模扩张稳步推进。**公司前三季度种植/正畸/儿科/大综合业务收入同比增长分别为 46.5%/37.9%/41.6%/41.7%，其中正畸业务增速低于种植主要系儿童矫正列示于儿科分类中导致。“蒲公英”项目扩张稳步推进，前三季度 9 家项目医院开业运营后，Q4 及 22 年预计还将有建德、余姚等 20+家新院陆续开业，进一步扩大公司经营规模，助力业绩增长。
- **蒲公英项目快速实现盈亏平衡，利润率维持较高水平。**Q3 单季度销售毛利率 49.91%（同比-1.94%），主要系医护人员及租赁等固定开支增加导致。销售净利率 32.89%（环比+5.74%），维持较高水平，主要得益于公司成熟运营经验，“蒲公英”项目医院迅速实现盈亏平衡。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司 21-23 年业绩分别为 2.36、3.02、3.84 元/股，对应 PE100.47x/78.55x/61.76x。我们判断公司三季度的业绩增速放缓主要来自需求延后及高基数影响，考虑公司近年来持续在省内外加速扩张，长期增长具备较大确定性。我们维持公司合理价值 365.80 元/股的观点不变，维持“买入”评级。
- **风险提示。**带量采购降价对行业整体增长影响；区域竞争加剧风险等。

盈利预测:

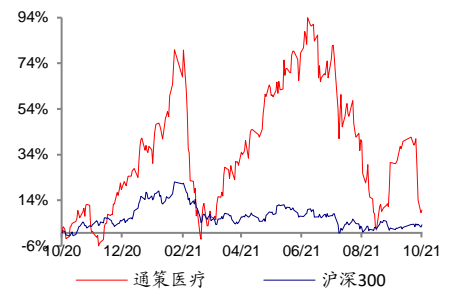
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,931	2,088	2,916	3,721	4,726
增长率（%）	24.9	8.1	39.7	27.6	27.0
EBITDA（百万元）	716	744	1,107	1,395	1,754
归母净利润（百万元）	466	493	758	969	1,233
增长率（%）	40.4	5.7	53.8	27.9	27.2
EPS（元/股）	1.45	1.54	2.36	3.02	3.84
市盈率（P/E）	70.53	179.98	100.47	78.55	61.76
ROE（%）	26.1	22.9	25.9	24.7	23.8
EV/EBITDA	45.77	118.70	67.66	52.90	41.28

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级	买入
当前价格	237.41 元
合理价值	365.80 元
前次评级	买入
报告日期	2021-10-20

相对市场表现



分析师:

罗佳荣



SAC 执证号: S0260516090004

SFC CE No. BOR756



021-38003671



luojiarong@gf.com.cn

分析师:

漆经纬



SAC 执证号: S0260520070003



021-38003667



qijingwei@gf.com.cn

请注意，漆经纬并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

- 通策医疗 (600763.SH):扣 2021-08-10
非净利润增长 149%，盈利能力持续提升
- 通策医疗 (600763.SH):一 2021-04-12
季度扣非净利润加速增长，城西分院表现突出
- 通策医疗 (600763.SH):单 2020-10-28
季度收入增长 24%，儿童口腔和种植业务表现突出

请务必阅读末页的免责声明

表 1: 可比公司估值水平 (EPS 参考 Wind 一致预期, 收盘价日期是 10 月 19 日)

证券代码	证券简称	收盘价 元/股	2021EPS 元/股	2022EPS 元/股	2021 PE 估值	2022 PE 估值
300015.SZ	爱尔眼科	47.18	0.44	0.58	107.85	81.95

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	635	833	1,747	2,907	4,399	经营活动现金流	648	708	997	1,239	1,556
货币资金	483	674	1,527	2,627	4,043	净利润	508	545	838	1,072	1,364
应收及预付	101	105	145	185	235	折旧摊销	86	93	96	105	116
存货	16	18	24	30	39	营运资金变动	56	84	85	90	112
其他流动资产	36	36	51	65	82	其它	-3	-13	-22	-28	-35
非流动资产	2,024	2,231	2,326	2,423	2,522	投资活动现金流	-423	-294	-136	-134	-133
长期股权投资	232	242	242	242	242	资本支出	-126	-166	-174	-179	-185
固定资产	789	793	835	874	909	投资变动	-58	-52	0	0	0
在建工程	82	121	175	233	298	其他	-240	-77	38	45	52
无形资产	14	13	12	12	11	筹资活动现金流	-92	-236	-8	-4	-7
其他长期资产	907	1,062	1,062	1,062	1,062	银行借款	0	0	8	12	10
资产总计	2,660	3,064	4,073	5,331	6,921	股权融资	18	14	0	0	0
流动负债	341	459	612	774	971	其他	-111	-250	-16	-16	-17
短期借款	0	0	8	20	30	现金净增加额	132	178	853	1,100	1,416
应付及预收	136	168	227	289	367	期初现金余额	350	495	674	1,527	2,627
其他流动负债	206	291	377	464	573	期末现金余额	483	673	1,527	2,627	4,043
非流动负债	349	257	257	257	257						
长期借款	320	225	225	225	225						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	28	32	32	32	32						
负债合计	690	716	869	1,031	1,228						
股本	321	321	321	321	321						
资本公积	0	0	0	0	0						
留存收益	1,457	1,822	2,597	3,590	4,852						
归属母公司股东权益	1,785	2,150	2,925	3,918	5,180						
少数股东权益	184	198	279	382	513						
负债和股东权益	2,660	3,064	4,073	5,331	6,921						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,931	2,088	2,916	3,721	4,726
营业成本	1,049	1,145	1,546	1,973	2,506
营业税金及附加	5	4	6	8	10
销售费用	12	18	17	22	28
管理费用	213	230	306	391	496
研发费用	22	40	29	37	47
财务费用	25	15	10	6	0
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	33	39	38	45	52
营业利润	639	679	1,046	1,338	1,702
营业外收支	0	1	0	0	0
利润总额	638	680	1,046	1,338	1,702
所得税	126	135	208	266	338
净利润	512	545	838	1,072	1,364
少数股东损益	46	52	80	103	131
归属母公司净利润	466	493	758	969	1,233
EBITDA	716	744	1,107	1,395	1,754
EPS (元)	1.45	1.54	2.36	3.02	3.84

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	24.9%	8.1%	39.7%	27.6%	27.0%
营业利润增长	45.4%	6.2%	54.1%	27.9%	27.2%
归母净利润增长	40.4%	5.7%	53.8%	27.9%	27.2%
获利能力					
毛利率	45.7%	45.2%	47.0%	47.0%	47.0%
净利率	26.5%	26.1%	28.7%	28.8%	28.9%
ROE	26.1%	22.9%	25.9%	24.7%	23.8%
ROIC	21.5%	19.8%	23.2%	22.4%	21.8%
偿债能力					
资产负债率	25.9%	23.4%	21.3%	19.3%	17.7%
净负债比率	35.0%	30.5%	27.1%	24.0%	21.6%
流动比率	1.86	1.82	2.86	3.76	4.53
速动比率	1.69	1.69	2.73	3.63	4.40
营运能力					
总资产周转率	0.73	0.68	0.72	0.70	0.68
应收账款周转率	34.30	31.41	31.41	31.41	31.41
存货周转率	123.35	118.22	122.26	122.25	122.25
每股指标 (元)					
每股收益	1.45	1.54	2.36	3.02	3.84
每股经营现金流	2.02	2.21	3.11	3.86	4.85
每股净资产	5.57	6.71	9.12	12.22	16.16
估值比率					
P/E	70.53	179.98	100.47	78.55	61.76
P/B	18.41	41.24	26.02	19.43	14.70
EV/EBITDA	45.77	118.70	67.66	52.90	41.28

广发医药行业研究小组

- 罗佳荣：首席分析师，上海财经大学管理学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 孔令岩：资深分析师，武汉大学金融学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 漆经纬：资深分析师，美国乔治华盛顿大学硕士，2020年5月进入广发证券发展研究中心。
- 李安飞：资深分析师，中山大学医学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 肖鸿德：研究助理，南加州大学硕士，2020年3月加入广发证券。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。