

通策医疗 (600763.SH) 增持 (维持评级)

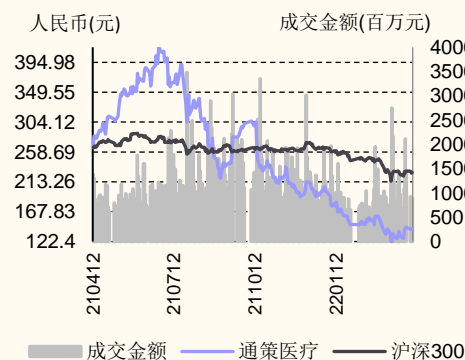
公司深度研究

市场价格 (人民币): 141.08 元

目标价格 (人民币): 155 元

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)	452.36
年内股价最高最低(元)	417.99/122.40
沪深 300 指数	4231
上证指数	3252



相关报告

- 1.《优秀品牌赋能，“总院+分院”模式稳步推进-通策医疗三季报点评》，2021.10.15
- 2.《优秀品牌赋能，盈利能力持续增强-通策医疗中报点评》，2021.8.10
- 3.《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

袁维 分析师 SAC 执业编号: S1130518080002

(8621)60230221
yuan_wei@gjzq.com.cn徐雨涵 联系人
xuyuhan@gjzq.com.cn

民营龙头蓝海扬帆，省内省外花开遍地

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	3,003	3,961	5,240
营业收入增长率	22.52%	10.22%	43.83%	31.89%	32.30%
归母净利润(百万元)	463	493	745	1,036	1,413
归母净利润增长率	39.44%	6.38%	51.28%	38.99%	36.44%
摊薄每股收益(元)	1.444	1.536	2.324	3.231	4.408
每股经营性现金流净额	2.02	2.21	2.58	3.96	5.25
ROE(归属母公司)(摊薄)	25.94%	22.91%	25.82%	26.48%	26.59%
P/E	70.99	179.98	85.62	61.60	45.15
P/B	18.41	41.24	22.11	16.31	12.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **国内口腔医疗服务行业龙头，三轮扩张探索不同发展路径，灵活运用多种成熟运营模式共同促进公司盈利能力稳步提升。**公司以参与公立医院改制的方式切入口腔医疗服务赛道，兼并收购多家成熟医院后，取得良好成绩，打造出杭州口腔医院平海院区、城西院区、宁波口腔医院等优质总院。公司推广的“总院+分院”模式将不同能级的医院进行协同运营，充分发挥各级机构的优势；CM 团队模式充分改善服务体验，显著提升运营效率。广泛应用团队模式的城西院区单台牙椅产值在 2021 年 H1 已达到 149 万元，同比提升 52.8%，为同期全公司平均水平的 2.4 倍；公司持续加强科研学术体系建设，促进了人才储备的良性循环。
- **省内拓展“蒲公英计划”，省外打造“存济”品牌。**公司逐步加速门店布局，推广“蒲公英计划”将优质口腔医疗资源下沉到浙江省内主要县（市、区）。截至 2022 年 3 月，公司在省内拥有已开业医院 42 家、待开业医院 8 家、拟建医院 12 家，实现省内渗透率提升的同时进一步落实了“区域总院+分院”模式。在省外，公司先后在口腔医疗资源相对丰富的六座重点城市布局较高规格的存济口腔医院，其中率先开业的武汉存济医院在 2020 年已实现营业收入 4409 万元。预计未来将以六家总院为核心，在当地尝试设立多家分院，拓展省外复制新方向。

盈利预测与投资建议

- 考虑到公司旗下核心总院长期经营稳健、业绩亮眼，省内蒲公英优质分院具备较强盈利能力，“总院+分院”模式有望贡献长期成长性，我们预计公司 2021-2023 年归属母公司净利润分别为 7.5 亿元、10.4 亿元、14.1 亿元，分别同比增长 51.28%、35.60%、36.43%，对应 PE 为 86 倍、62 倍、45 倍，12 个月内目标价位 155 元/股，维持“增持”评级。

风险提示

- 医疗服务纠纷事件风险；门店新设拓展不及预期风险；行业竞争加剧风险；新冠肺炎疫情影响诊疗节奏的风险；政策环境风险

内容目录

口腔医疗行业前景广阔，观念转变有望带来量价齐升局面	4
我国民众口腔健康问题刻不容缓，口腔医疗服务市场潜能	4
以种植牙为例：需求相对刚性+消费医疗属性，高附加值项目渗透率提升可期	6
省内布局：“总院+分院”模式持续拓展，“蒲公英计划”遍地开花	7
从三大核心总院的不同特色出发：探寻多种优势因素下的口腔扩张之路	7
杭州口腔医院平海院区：核心老院历久弥新，口碑积累推动盈利能力持续提升	8
杭州口腔医院城西院区：团队模式成熟运用，盈利能力持续提升	9
宁波口腔医院：新总院，新起点，学术立院未来可期	11
蒲公英计划：充分发挥总院平台优势，省内机构布局走向纵深	13
省外布局：打造“存济口腔医院”品牌，布局重点城市	15
口腔医疗服务龙头，深耕浙江，布局全国	16
盈利预测与投资建议	17
风险提示	19

图表目录

图表 1：2018 年我国各年龄段民众患龋率（%）和龋均数量（颗）	4
图表 2：近年来口腔医疗行业主要相关政策	4
图表 3：2015-2030E 中国牙科护理服务市场规模（亿美元，%）	5
图表 4：2015-2020 年国内口腔门诊就诊人次及增速（亿，%）	5
图表 5：2015-2020 年我国口腔专科医院数量（家，%）	5
图表 6：2015-2020 年我国口腔类别执业（助理）医师数（万人，%）	5
图表 7：2016-2021 年中国种植牙服务市场规模及增速（亿元，%）	6
图表 8：我国部分常用进口种植体信息	7
图表 9：1H2021 公司不同院区营业收入占比情况（%）	8
图表 10：1H2021 公司不同院区净利润占比情况（%）	8
图表 11：2014-1H2021 杭口平海院区营业收入（亿元）及增速（%）	8

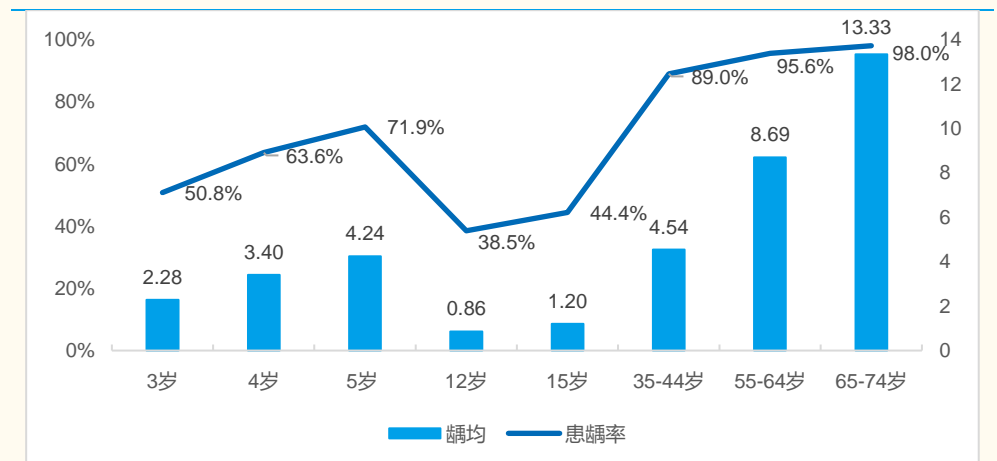
图表 12: 2016-1H2021 杭口平海院区净利率情况 (%)	8
图表 13: 2017-1H2021 杭口城西院区营业收入 (亿元) 及增速 (%)	9
图表 14: 2017-1H2021 杭口城西院区净利润 (亿元) 及增速 (%)	9
图表 15: 公司 CM 模式诊疗服务流程及优势	10
图表 16: 2017-1H2021 公司/城西院区单台牙椅产值情况 (万元/张)	11
图表 17: 杭州口腔医院城西院区李小凤院长诊疗团队成员构成	11
图表 18: 2014-1H2021 宁波口腔医院营业收入 (亿元) 及增速 (%)	12
图表 19: 2014-1H2021 宁波口腔医院净利润 (亿元) 及增速 (%)	12
图表 20: 近年来公司与各院校合作情况	13
图表 21: 部分诸暨市通策蒲公英投资咨询合伙企业持股企业	13
图表 22: 杭州口腔医院集团临平门诊部有限公司持股情况	14
图表 23: 公司“蒲公英计划”布局规划	14
图表 24: “蒲公英计划”项目进展	15
图表 25: 体外存济医院股权结构	15
图表 26: 2016-3Q2021 公司营业收入 (亿元) 及增速 (%)	16
图表 27: 2016-3Q2021 公司归母净利润 (亿元) 及增速 (%)	16
图表 28: 2016-1H2021 公司毛利率 (%) 与净利率 (%) 情况	17
图表 29: 2016-3Q2021 公司销售费率 (%) 与管理费率 (%) 情况	17
图表 30: 1H2021 公司浙江区域总院分院医疗服务收入占比 (%)	17
图表 31: 2016-2020 年公司浙江省内外毛利率对比 (%)	17
图表 32: 公司分板块收入预测 (单位: 百万元)	18
图表 33: 可比公司估值比较 (市盈率法)	19

口腔医疗行业前景广阔，观念转变有望带来量价齐升局面

我国民众口腔健康问题刻不容缓，口腔医疗服务市场潜能

- 受“牙疼不是病”等传统观念影响以及消费能力的制约，我国民众口腔保健意识相对薄弱。根据 2018 年的《第四次全国口腔健康流行病学调查报告》，我国各年龄段的患龋率皆居高不下，而治疗率尚未达到 20%。
- 即便是口腔保健指南中需要作为生活习惯的每日使用巴氏刷牙法刷牙不少于两次的要求都普及率尚低，每年进行一至两次龈上洁治的保健方式更是仍有很大的推广空间。相对应的，我国民众口腔健康问题刻不容缓，龋齿、牙结石、牙龈萎缩、缺牙、错颌畸形等疾病高发。

图表 1: 2018 年我国各年龄段民众患龋率 (%) 和龋均数量 (颗)



来源:《第四次中国口腔健康流行病学调查报告》，国金证券研究所

- 受益于国家医疗体系建设改革的逐步推进，国家近年来发布多项与口腔医疗行业相关政策，积极鼓励口腔行业发展，持续支持社会办医力量创办口腔医疗机构，逐步将口腔健康检查纳入常规体检，充分体现了对于口腔卫生事业的高度重视，有望逐步提升广大民众口腔保健意识，培养良好的口腔就诊习惯。

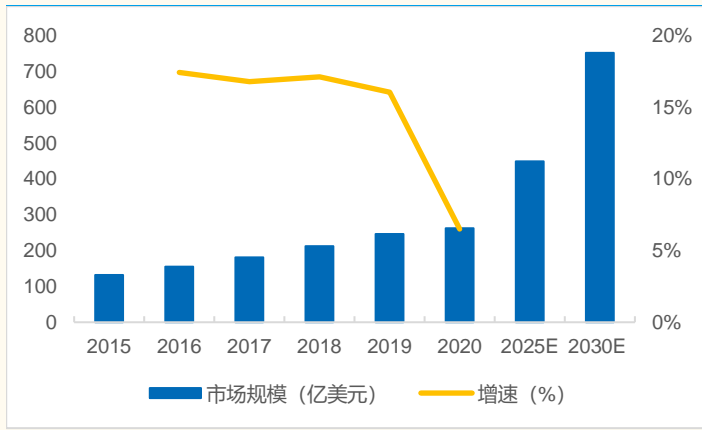
图表 2: 近年来口腔医疗行业主要相关政策

时间	政策	内容
2016年12月	“十三五”卫生与健康规划	将口腔健康检查纳入常规体检，鼓励社会力量发展口腔保健等资源稀缺及满足多元需求的服务。
2017年1月	中国防治慢性病中长期规划 (2017-2025)	将口腔疾病列为慢性病，将口腔健康检查纳入常规体检内容，加大牙周病、龋病等口腔常见病干预力度，实施儿童局部用氟、窝沟封闭等口腔保健措施，12岁儿童患龋率控制在30%以内。重视老年人口腔疾病的指导与干预。
2019年6月	健康口腔行动方案 (2019—2025 年)	落实分级诊疗制度，依托口腔专科医联体建设，规范口腔疾病诊疗行为。充分发挥国家口腔医学中心和国家口腔区域医疗中心在口腔疾病防治中的技术指导作用，逐步建立省、市、县 (区) 三级口腔疾病防治指导中心。充分发挥市场在口腔非基本健康领域配置资源的作用，鼓励、引导、支持社会办口腔医疗、健康服务机构参与口腔疾病防治和健康管理服务。
2019年11月	诊所改革试点地区诊所基本标准 (2019 年修订版)	降低了对口腔诊所的人员配置、面积要求。
2020年3月	“健康中国 2030”规划纲要	开展健康口腔专项行动，到2030年基本实现以县 (市、区) 为单位全覆盖。加强口腔卫生，12岁儿童患龋率控制在25%以内。
2021年1月	国家卫生健康委关于设置国家口腔医学中心的通知	设立多家口腔医学中心，形成错位发展、优势互补的模式，建立多中心协同工作机制，带动全国口腔医学领域建设与发展。

来源: 国家卫健委，国务院办公厅，国金证券研究所

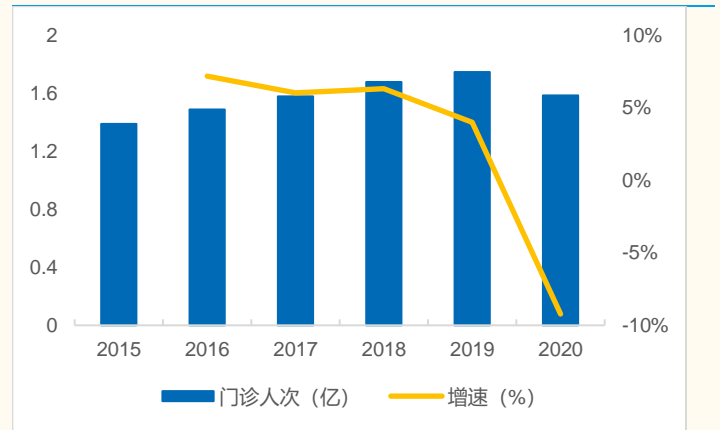
- 国内口腔医疗服务市场规模呈现连年上升趋势，以服务收入计算，中国牙科护理服务市场由 2015 年的 132 亿美元增至 2020 年的 262 亿美元，并有望于 2030 年达到 752 亿美元，2020 年至 2030 年间复合年增长率有望达到 11.1%。国内口腔门诊就诊人次于 2019 年突破 1.7 亿，除 2020 年由于疫情因素略有下降，近几年一直保持着 5% 左右的增长速度。

图表 3: 2015-2030E 中国牙科护理服务市场规模 (亿美元, %)



来源: Frost & Sullivan, 国金证券研究所

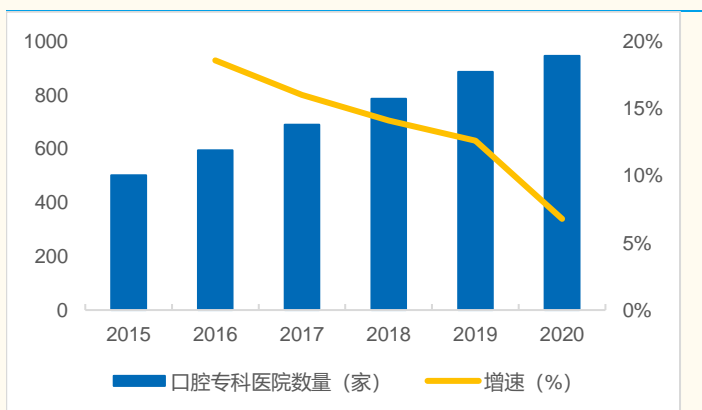
图表 4: 2015-2020 年国内口腔门诊就诊人次及增速 (亿, %)



来源: 中国卫生健康统计年鉴, 国金证券研究所

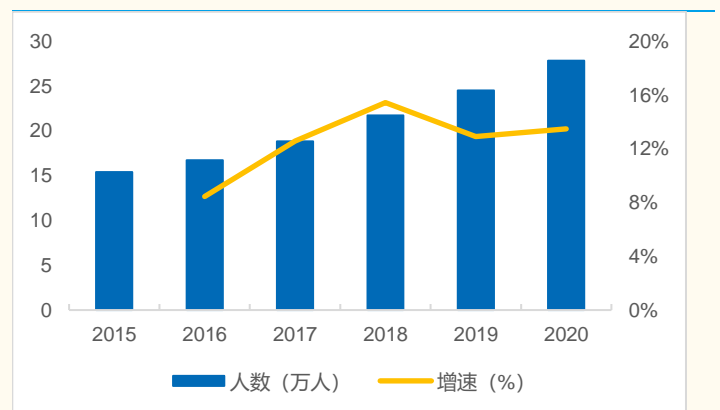
- 我国口腔机构类型主要包括口腔诊所、口腔医院和设有口腔科的综合医院三类。根据《2021 中国卫生健康统计年鉴》，至 2020 年，我国共有 945 家口腔专科医院。由于民营服务提供商经营的大量口腔诊所同样扮演着非常重要的角色，口腔医疗机构中还存在大量门诊部和诊所，机构总数已经从 2015 年的 6.41 万家增加至 2020 年的 8.77 万家，预计到 2025 年将达到 14.45 万家左右。
- 根据《2021 中国卫生健康统计年鉴》，至 2020 年，我国口腔类别执业（助理）医师数量约为 27.8 万人，每万人牙医数量不足 2 名，距离口腔医疗服务发达地区仍存在较大差距。在口腔医生供给严重不足的情况下，医生往往具有较强的自主选择权，医生一般会青睐于具有长期稳定发展、医疗质量管理严格、经济回报丰厚的医疗机构。

图表 5: 2015-2020 年我国口腔专科医院数量 (家, %)



来源: 中国卫生健康统计年鉴, 国金证券研究所

图表 6: 2015-2020 年我国口腔类别执业（助理）医师数 (万人, %)

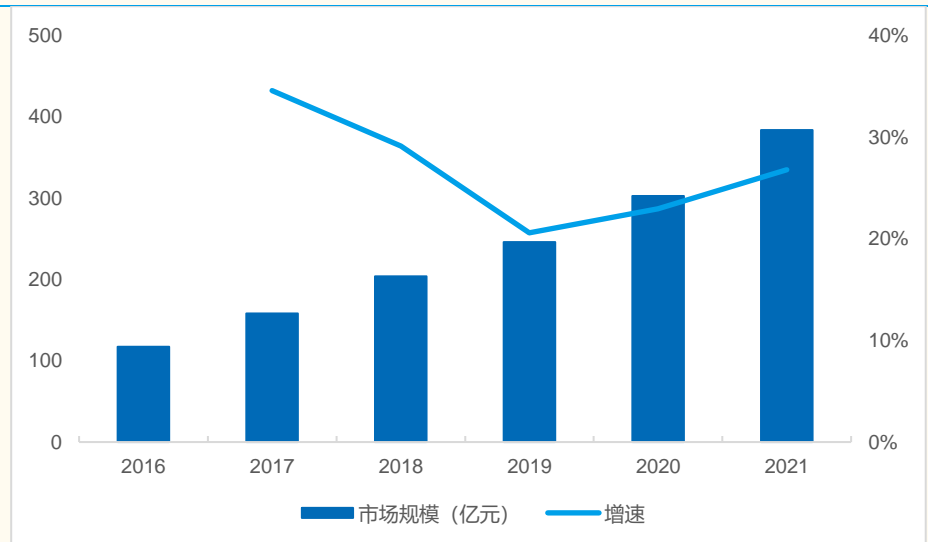


来源: 中国卫生健康统计年鉴, 国金证券研究所

以种植牙为例：需求相对刚性+消费医疗属性，高附加值项目渗透率提升可期

- **种植牙取代传统义齿方式，成为牙齿缺失修复的主要手段。**针对牙齿缺失，修复方案可分为种植牙、牙桥和活动义齿三种，效果从好到差、费用从高到低的排序为种植牙、牙桥、活动义齿。中青年人群更倾向于采用种植牙和牙桥方案，虽然花费更高，但使用效果更好、副作用更小；老年人群偏好采用活动义齿，因为牙齿缺失较多，种植牙的价格难以负担，但这一偏好在家庭可支配收入、人均寿命提升后，亦在逐步改变。
- **种植牙从“消费”逐渐转向“刚需”，**缺牙从中老年向中青年发展，长期使用+便捷性促使种植牙成为中青年的刚需性选择，消费性主要体现在种植牙服务价格差异大，不同套餐之间价差可达到几万元。
- “牙疼不是病”思维下引发的不良口腔习惯、高错颌率和长期不重视牙周问题，使得种植具有低龄化趋势，种植牙市场即将迎来重大发展机遇。目前我国种植牙服务市场规模仅为 383 亿元左右，且近几年保持着相对稳健的增速，预计未来仍有很大成长空间。

图表 7：2016-2021 年中国种植牙服务市场规模及增速（亿元，%）



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

- **我国种植牙渗透率显著低于发达国家，仍存在较大提升空间。**种植牙进入国内市场的时间约晚于国外三十年，虽然我国居民口腔健康状况并不乐观，缺失牙人群比例较高，但是由于种植牙属于非病变项目，在多地未能纳入医保目录，价格令普通消费者难以负担，目前我国每万人种植牙保有量仍和发达经济体存在较大差距。
- **随着我国社会老龄化进程的加速、居民负担能力的成长以及口腔保健意识的提升，种植牙渗透率有望进一步增长。**根据士卓曼年报，2020 年韩国种植量达到 632 颗/万人，其他发达国家也多在 100-300 颗/万人之间，而中国仅为 9 颗/万人。韩国的高种植量得益于韩系种植体兴起后降低了平均价格并提升了医生供给量，同时牙科保险开始覆盖种植费用。由此可见推动或制约种植行业的发展主要在于支付能力和医生供给量。
- 种植牙虽然定价较高，但是具备长期性价比。相较于传统义齿治疗方案，种植牙的舒适度、稳定性、功能性大幅提升，患者几乎感受不到种植牙和天然牙的区别。种植体由生物相容性材料制成，可以在不被人体排斥的同时维持自然骨骼，稳定颌骨的牙槽骨水平，减少骨质流失和颌骨轮廓收缩。

图表 8：我国部分常用进口种植体信息

产品名称	注册人名称	注册证编号	材质信息	参考价格（元）
NOBELSPEEDY	Nobel Biocare 瑞典	国械注进20153633818	纯钛，表面经阳极氧化处理	13800-23161
ITI Dental SLActive	Straumann 瑞士	国械注进20173636688	TA4纯钛，表面经喷砂、酸蚀处理	10950-23270
Integra-Ti Implant	Bicon 美国	国械注进20153630818	钛合金Ti6Al4V，表面经喷砂处理	10750-14810
Semados	BEGO 德国	国械注进20153170821	纯钛	17980-22280
种植体系统	ADIN 以色列	国械注进20153633147	Ti6Al4V ELI，经过RBM喷砂处理	11800-15800
Osstem Implant	奥齿泰 osstem 韩国	国械注进20153632257	纯钛，表面经喷砂酸蚀处理	6500-9491
纯钛人工牙种植体	登腾 dentium 韩国	国械注进20173632068	纯钛TA4，表面进行了大颗粒喷砂及酸蚀	5980-9241

来源：NMPA，药智数据，国金证券研究所

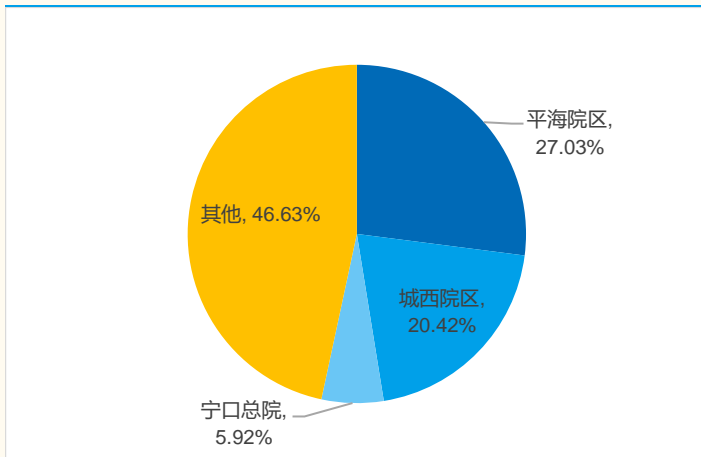
- 同理，随着居民口腔保健意识的增强和消费能力的提升，口腔正畸、美学修复、牙齿美白等高消费项目在我国的渗透率仍有极大的提升空间。目前各类牙科高消费项目主要从一、二线城市发力，逐渐向其他城市扩张，在老龄化、收入水平提升、健康意识提升等因素催化下，有望加速实现消费升级。

省内布局：“总院+分院”模式持续拓展，“蒲公英计划”遍地开花

从三大核心总院的不同特色出发：探寻多种优势因素下的口腔扩张之路

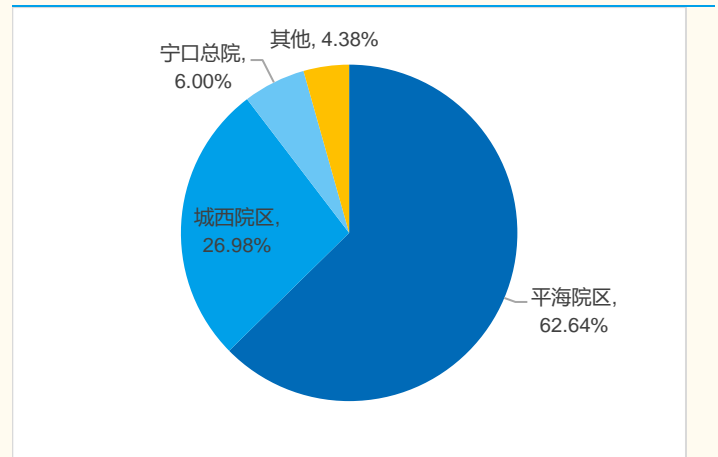
- **公司发展中流砥柱，充分发挥平台优势。**截至 2021 年中报，公司在浙江省内已设置杭州口腔医院平海院区、城西院区和宁波口腔医院三家总院，绍兴区域医院集团也已初具规模，各总院成为支撑公司业务的中流砥柱。未来预计还将在义乌、台州等城市建设区域性总院，并据此形成多个省内区域医院集团。
- **区域医院集团：**由一家总院和多家分院组成，总院为分院提供技术、人才、科研等资源支持，分院持续吸纳养分并凭借接近当地消费者的优势，利用分级诊疗体系加强与总院联动，以区域医院集团的模式快速占领当地市场份额。
- 几大总院中，杭州口腔平海院区是公司体系内单体面积最大、营业收入和净利润贡献最大的医院；杭州口腔医院城西院区作为推广团队模式的典型，是公司创新发展的排头兵，其人均诊疗效率明显高于未实行团队诊疗的医院；宁波口腔医院在新总部大楼投入使用后将目标设定为“研究型医院”，有望实现学术地位以及盈利能力的双重突破。

图表 9: 1H2021 公司不同院区营业收入占比情况 (%)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 10: 1H2021 公司不同院区净利润占比情况 (%)

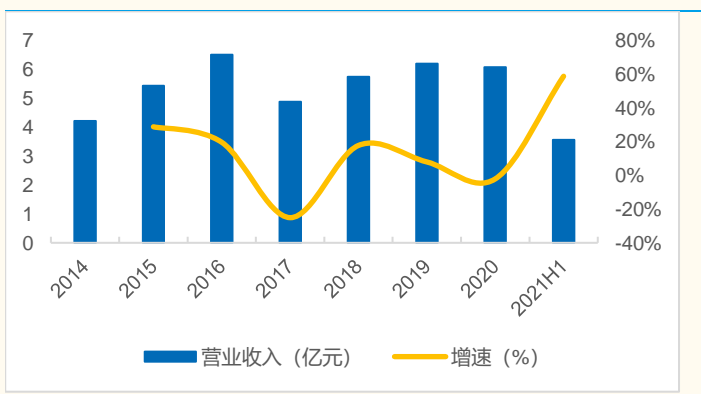


来源: 公司公告, 国金证券研究所

杭州口腔医院平海院区: 核心老院历久弥新, 口碑积累推动盈利能力持续提升

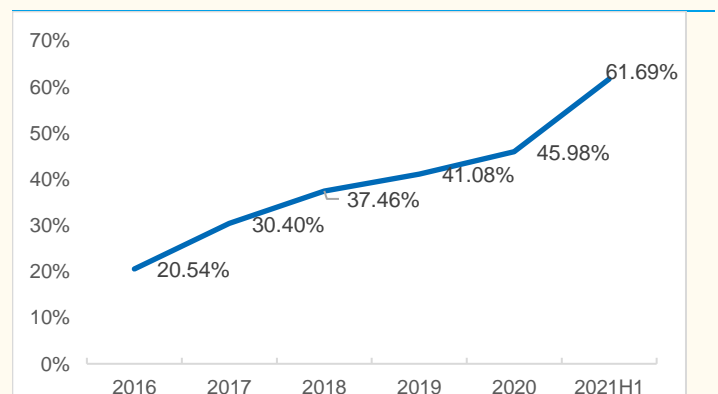
- 杭州口腔医院平海院区的前身是始建于 1952 年的杭州牙病防治所, 在杭州当地拥有多年积累的良好口碑和广大客群。2006 年进行股权分置改革后, 其经营状况持续向好, 早在 2014 年该院区营业收入就已达到 4.22 亿元。
- 2017 年, 由于公司改变披露口径, 将原杭口集团其他院区剥离, 表观营业收入出现下降。其后几年内, 平海院区营业收入实现稳定增长, 2020 年虽因疫情影响稍有波动, 但在 2021 年上半年其营业收入就已到达 3.56 亿元, 同比增速 58.87%。
- 从盈利能力看, 平海院区具备得天独厚的品牌效应, 叠加规模效应和分院的协同作用, 成本结构不断优化, 净利率水平从 2016 年的 20.54% 增长到 2021 年上半年的 61.69%。在良好的发展态势下, 公司以其作为大本营进行省内扩张, 目前公司旗下以杭州口腔医院分院名称进行建设的分院家数已经超过 30 家。

图表 11: 2014-1H2021 杭口平海院区营业收入 (亿元) 及增速 (%)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 12: 2016-1H2021 杭口平海院区净利率情况 (%)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 平海院区是通策“总院+分院”模式的发源地。相较于单打独斗的单体医院, “总院+分院”模式将不同能级的医院进行协同运营, 充分发挥各级机构的优势。在平海院区及其分院成熟运用的经验基础之上, 公司在浙江省内已形成多个“总院+分院”模式的区域医院集群, 并处于不断扩展范围、深化

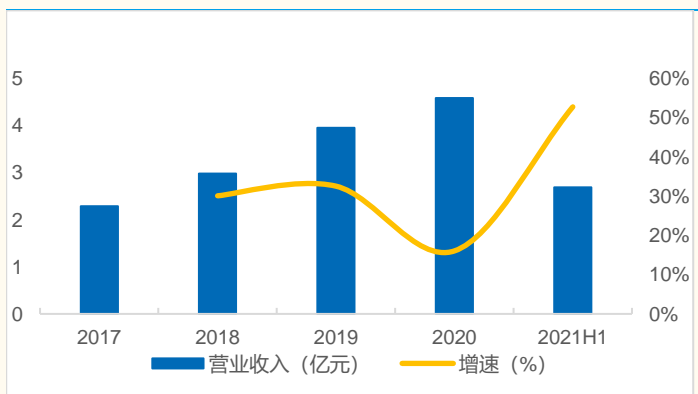
应用的过程之中。这种模式较大程度地抵御了口腔医疗独特的手工业性质带来的管理风险和扩张难度，有利于增强医生粘性、长远维护品牌价值。

- **总院发挥“树干”作用，持续向分院输送养料。**区域总院作为医疗专业水平高超的大型口腔专科医院平台，对集团内医生的医疗服务技能、学术地位形成有力支撑，还能够为分院转诊的疑难病例、复杂病例进行诊疗。杭州口腔医院和宁波口腔医院皆是拥有悠久历史和良好口碑的口腔医院品牌，不仅在当地具有良好口碑，在浙江省范围内都有强大的辐射作用，能够有效为各分院提供品牌背书，减少了分院原始客流积累所需的时间和费用。
- **分院发挥“树枝”作用，开枝散叶，面向更广大的消费者群体。**口腔医疗服务具有就诊频次高、治疗周期长的特点，单体诊所形成的服务范围相对局限。且受地理空间、设备数量限制，总院所能承载的服务量有限，需要通过分院进行患者分流。分院借助总院品牌影响力迅速铺开，不仅有效实现医疗资源的优化及客户基础性疾病的便捷就诊，还能够帮助公司积累新增客源，扩大市场份额。除此之外，分院多采取医生合伙人模式，实现利益高度绑定。

杭州口腔医院城西院区：团队模式成熟运用，盈利能力持续提升

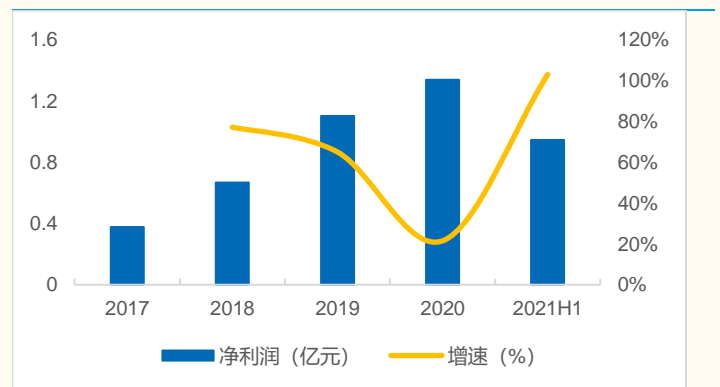
- 杭州口腔医院城西院区始建于 2007 年，由杭口集团全资控股。为了进一步提高杭州市内渗透率，公司规划打造杭州市内“平海+城西”双总院，2017 年城西院区正式成为独立总院。
- 城西院区作为应用 CM 团队接诊模式的先锋，在集团内最先实行团队内多学科合作，不仅优化了诊疗流程，避免了频繁转诊导致的客户体验感不佳，还有效缓解了高年资医生资源的匮乏，实现了对年轻医生的快速培养，促进团队成员各尽所长创造价值。
- 城西院区实行团队模式后成效显著，人均诊疗效率明显高于未实行团队诊疗的分院，一举成为近年来三大总院中营业收入与净利润增速最快的院区。其营业收入从 2017 年的 2.29 亿元，增长至 2020 年的 4.59 亿元，复合年均增长率高达 26.08%，其推广团队模式优势不断显现，且仍有潜力等待挖掘。

图表 13：2017-1H2021 杭口城西院区营业收入（亿元）及增速（%）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 14：2017-1H2021 杭口城西院区净利润（亿元）及增速（%）



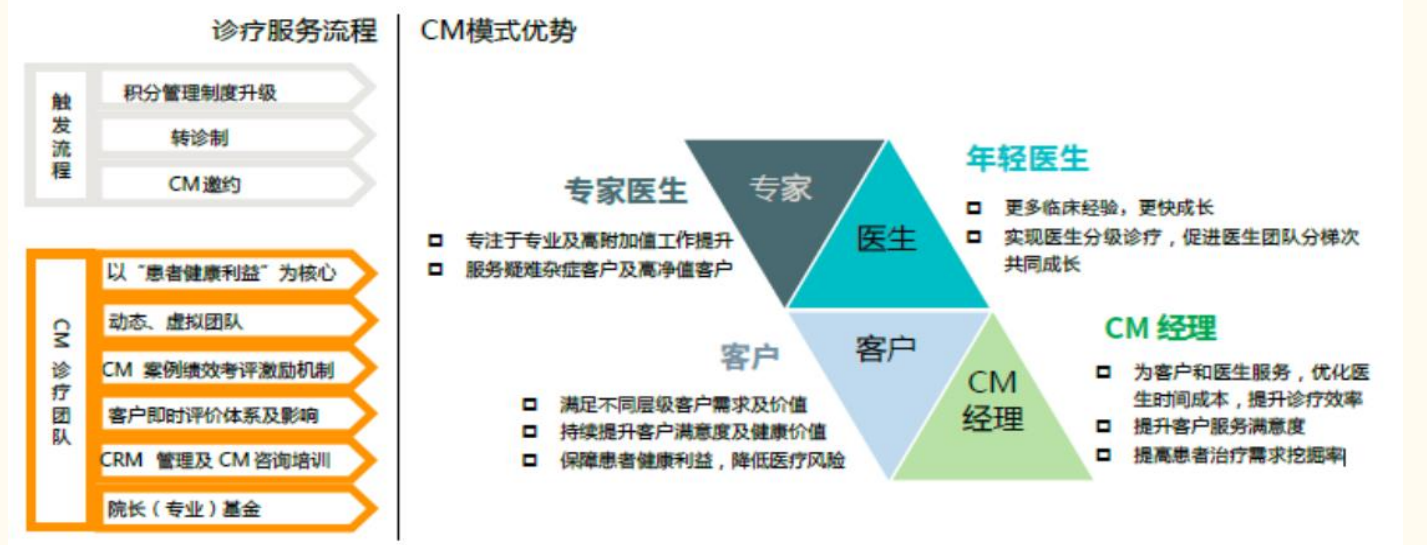
来源：公司公告，国金证券研究所

团队模式：充分改善服务体验，显著提升运营效率

- 梅奥诊所 (Mayo Clinics) 是全球范围内最具影响力和医疗水平最高的医疗机构之一。在梅奥，“患者需求至上”的理念无时无刻不体现在医疗管理和医生决策中，除了良好的服务体验外，患者会被当作一个综合体来进行治疗，打破了现代医学专业细化、学科之间壁垒高筑的局限。

- 梅奥是率先提出多学科团队合作模式（Multi-Disciplinary Treatment, MDT）的机构之一。在该模式下，多个科室的专家组成一个固定的治疗团队，患者入院后由首诊医生负责安排不同检查评估，经过多学科的讨论会议进行会诊，最终获得合理的系统化治疗方案。这种模式在欧美实行多年，近年在我国也逐渐兴起。
- 相较于美国全面的家庭医生制度和宽松的患者接待量，我国大型公立医院呈现出人满为患、一号难求的局面，很难实现高度定制化的团队接诊模式。而城西院区作为口腔专科医院，将团队诊疗模式划分为横向团队模式和纵向团队模式，以医生作为核心生产力来配置资源，旨在优化顾客的诊疗路径与体验，同时促进医生个人产值的迅速提升。

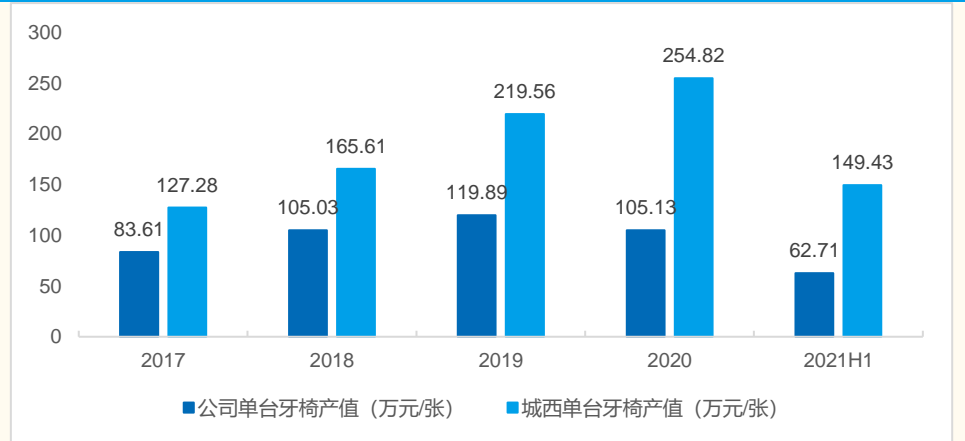
图表 15：公司 CM 模式诊疗服务流程及优势



来源：公司公告，国金证券研究所

- 由于公司旗下医院数量众多，推行团队诊疗模式的过程中势必需要克服一系列困难，如团队搭建问题、资深医生适应新模式需要一定的磨合期、物理空间问题、医院硬件条件差异等。但公司积极创造条件，充分借鉴梅奥团队模式，并结合中国本土经验加以应用。
- **横向团队模式：将医生资源重新整合，在首诊医生负责制的基础之上，组建以客户为中心的动态多学科医生团队。**口腔问题因人而异，具有高度复杂性，个体医生难以精通全学科。横向团队模式的打造使各科专家一起解决患者的问题，在有效提升诊疗效率的同时，也为患者避免了反复挂号的困扰。公立医院由于自身体制原因，往往科室间存在隔断，难以形成利益共同体，而公司可以统筹支配医院资源，打造多学科医生团队，让病人享受通科诊疗、专科治理的一站式服务。
- **纵向团队模式：促进专家医生资源和基层医护资源在协作中发挥更大价值。**多梯度的诊疗团队涵盖主任医师、副主任医师和一般医师等不同资历的医生。高年资医生主要负责疑难杂症和高附加值项目，年轻医生负责执行标准化操作流程。年轻医生一般接触的病例量较少，诊断经验尚有积累空间，需要在专家医生的指导下通过上手操作逐渐提升个人能力。专家医生在前台做出决断，避免了重复常规操作造成的诊疗时间占用。除此之外，通常患者认为资深医生有更多疑难杂症的经验 and 更强的决策能力，公司通过团队模式前移高年资医生，提升了患者的信任度，继而增加了客户黏性。
- 2016 年，城西院区提出打造“新梅奥模式”，此后一直作为公司推行团队诊疗模式的典型。2020 年，城西院区已达到公司旗下医院中单张牙椅产出最高水平，2021 年上半年城西单台牙椅产值为 149.43 万元/张，远高于公司平均。

图表 16: 2017-1H2021 公司/城西院区单台牙椅产值情况 (万元/张)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 目前城西院区共拥有 68 支诊疗团队, 以李小凤院长工作室团队为例, 该团队由 7 名医生构成, 包含 1 位主任医师、1 位副主任医师、1 位主治医师和 4 位医师, 并对团队成员主诊业务进行了差异化设置。

图表 17: 杭州口腔医院城西院区李小凤院长诊疗团队成员构成

姓名	职称	主诊业务
李小凤	主任医师	口腔各种疾病诊断及治疗、口腔种植、口腔修复
龙永生	副主任医师	前牙美容修复、牙髓病、根尖周病的根管治疗、牙列缺损的固定与活动修复、种植修复、残冠残根的外科拔除手术
刘慧玲	主治医师	龋病与牙髓根尖周病的治疗、牙体缺损的微创美学修复、牙列缺损的活动与固定义齿修复、常规牙拔除
童小鹏	医师	口腔综合治疗、各类牙体牙髓牙周病的诊治、前后牙全冠美学修复及种植上部修复、复杂根管的治疗术
谢金辉	医师	无痛精细治疗、残根残冠的保留及修复、牙体牙髓根尖病的诊治、各类义齿设计制作
邵晋涛	医师	口腔综合治疗、各类牙体牙髓牙周病的诊治、前后牙全冠美学修复及种植上部修复、复杂根管的治疗术
于婉琦	医师	口腔综合序列治疗、种植义齿修复、牙体牙髓病及龋病的治疗、牙体缺损的修复治疗、各类复杂牙及阻生牙的微创拔除

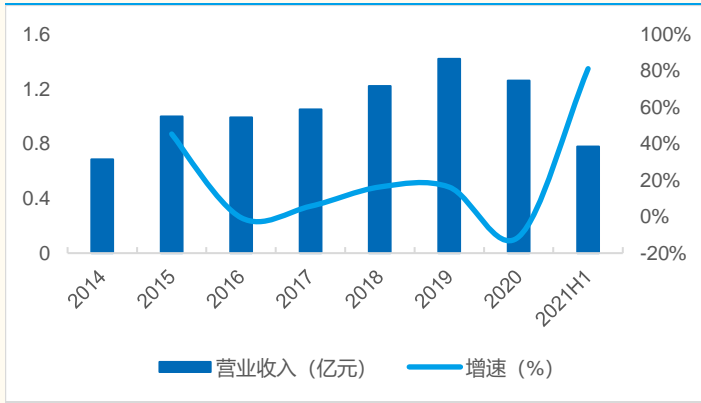
来源: 杭州口腔医院城西院区官网, 国金证券研究所

- 城西院区的成功经验充分印证了在民营口腔医院中推行团队诊疗模式的可行性, 公司也将长期在总院与分院、存量医院与增量医院中推广团队诊疗模式作为重点工作之一。
- 目前公司已启动团队模式 2.0 的推行, 各医院通过设置线上 CM 团队为客户提供一系列专业服务, 进一步落实了客户关系终身维护体系。

宁波口腔医院: 新总院, 新起点, 学术立院未来可期

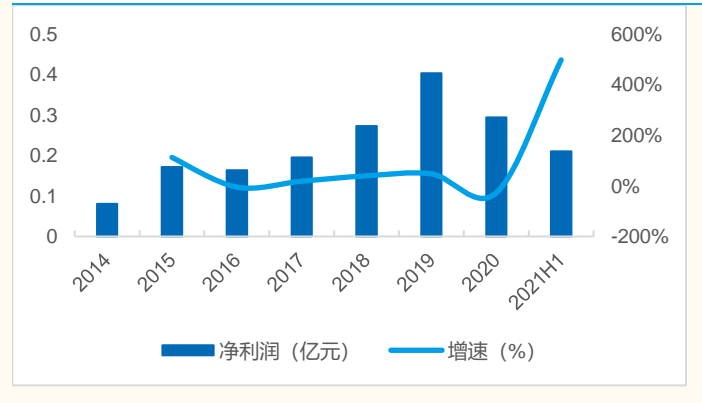
- 宁波口腔医院始建于 2005 年, 2007 年被公司全资收购。由于宁口老院区设施陈旧、空间局限, 2018 年公司决议进行新址搬迁以改善患者就医环境, 提升医院经营能力。2020 年 10 月, 宁口新星路总院正式开业, 新总院建筑面积 2.6 万平方米, 现有牙椅 185 张、病床 60 张, 是宁波地区唯一拥有住院病房的口腔医疗机构, 有望带领以其为中心的宁口集团逐步增强在宁波地区的辐射能力。
- 2014-2019 年, 宁波口腔医院营业收入和净利润总体呈现稳定增长态势, 虽然在 2020 年因疫情与老楼搬迁双重影响产生波动, 但在 2021 年上半年显现出显著增长, 营业收入达到 0.78 亿元 (+81.22%), 净利润达到 0.21 亿元 (+499.16%)。预计宁口依据其在宁波口腔医疗界的龙头地位将会保持高速增长的态势。

图表 18: 2014-1H2021 宁波口腔医院营业收入 (亿元) 及增速 (%)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 19: 2014-1H2021 宁波口腔医院净利润 (亿元) 及增速 (%)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 除常规学科外, 宁口还实现了正颌及颞颌关节外科、口腔副功能诊疗、睡眠呼吸管理、儿童早期矫正等特色技术在宁波地区落地。围绕着学术立院的核心目标, 宁口将逐步建立起以在总院进行疑难病、复杂病例跨学科治疗和在卫星分院进行常见病、多发病的常规诊疗相结合的模式, 充分发挥总院+分院模式的作用, 有望将总院打造成为浙东地区口腔疑难病的专病专科医院中心。
- 宁波口腔医院引进多方学术资源, 致力于打造学术高地。为提升教学条件, 宁口总院引入郭泾教授、傅开元教授、谭建国教授等专家医生, 配备了先进的教学设施, 每年举办多场学术论坛、会议, 并不断加强与国际知名院校合作, 未来有望逐步成为具备国际化视野的研究型医院。
- 在口腔医疗服务中, 稳定的医生资源格外重要。口腔医疗服务具有特殊的“手工”属性, 相较于其他专科服务对大型设备、检验手段的需求, 口腔服务更加依赖医生上手操作的专业技能。除此之外, 开办口腔医疗机构所需的固定成本投资相对较少, 给予个体口腔医生独立执业的更大可能。
- 同时, 口腔医疗服务存在治疗周期长、复诊次数多的特点, 无形中促成了客户群体的高度粘性, 患者除了会基于区位因素选择易于到达的机构以外, 还更愿意选择自己长期信赖的医生, 造成客户随医生流动的现象。

为丰富后备人才储备、建立全面的科研学术体系, 公司从多个方面入手提升学术竞争力:

- **校企合作办医办学, 储备医生资源:** 公司自 2008 年开始与中国科学院大学、浙江大学、杭州医学院等院校合作, 以组建附属医院、设置医学中心和培养医生继续教育等多种方式积极打通产学研链条, 建立完整的医生培养体制, 提供临床教学和实习机会, 形成产学研一体合作模式。2019 年 6 月正式成立杭州医学院存济口腔医学院, 共招收 60 名本科生、60 名专科生, 有望成为公司未来高水平医生集团的有力储备。
- **提供有效的职称晋级通道:** 医生的薪酬待遇、获客能力与职称紧密相关, 能否提供职称评定通道成为医生择院时的重要依据。中小私立诊所不具备副主任医师 (副高)、主任医师 (正高) 职称名额, 造成医生上升通道受限, 公司下属口腔医院拥有规培资质, 能够提供与公立医院相同的临床职称晋升通道。同时, 公司旗下医院与院校的教学合作关系也可以为医生打开教学职称晋升通道。
- **开设通策牙学院, 完善学术培养机制:** 通策牙学院是公司发起的非营利性教育培训组织, 旨在持续培养口腔人才的专业技能。牙学院课程涵盖广泛, 包括标准化培训课程、专家学术研讨会、大型专科学术论坛等。

图表 20: 近年来公司与各院校合作情况

合作院校	时间	合作内容
中国科学院大学	2015年5月	通策集团与国科大联合创办“中国科学院大学存济医学院”、“中国科学院大学存济医学中心”。
	2016年5月	“中国科学院大学杭州口腔医院”正式挂牌，杭口依托国科大强有力的科研教学人才支撑迈上新台阶。
	2017年7月~12月	中国科学院大学授权通策集团挂牌中国科学院大学北京、重庆、武汉、成都、西安等地的存济口腔医院或存济医学中心。
杭州医学院	2016年12月	通策集团与杭州医学院签署战略合作协议，将合作创办妇产和口腔两个二级学院。
	2019年6月	通策集团与杭州医学院联合成立存济口腔医学院，面向全国招收60名本科生、60名专科生。
	2020年9月	杭州医学院存济口腔医学院大力推进医教研一体，推行本科生临床导师制，并设置四个临床学院。通策集团还决定提前建设总面积3000平方米的杭州口腔医院临安院区，成为杭州医学院附属口腔医院。
	2021年3月	通策集团与杭州医学院联合举办杭州医学院口腔医学专业建设研讨会，着力加强口腔医学学科和专业建设。
	2022年3月	通策集团与杭州医学院、中国科学院医学所共同打造的2021级“精鹰培养计划”正式启动，班主任由中国科学院基础医学与肿瘤研究所所长谭蔚泓院士和杭州医学院党委书记吕建新教授联合担任，同时为15名入选学生提供丰富的国内外实习机会和一对一导师指导。

来源：公司官网，公司微信公众号，国金证券研究所

蒲公英计划：充分发挥总院平台优势，省内机构布局走向纵深

- 2018年12月公司正式启动“蒲公英计划”，提出三到五年内在浙江省内投资建设100家左右的分院，其中公司股权占比51%-60%，预计每家分院投资规模在1500万至2000万元之间，均配置成为拥有30-100张牙椅的中大型口腔医院，与各地常见的小型诊所形成鲜明对比。
- 该计划将主打种植、正畸、儿牙、综合等核心业务，将优质的口腔医疗机构和医生“双下沉”至之前公司未布局的基层县（市、区），同时吸纳当地能力出色的口腔医生加入，实现公司在浙江省内总体渗透率的快速提升。
- 省内蒲公英投资项目主要由母公司、杭口集团、宁口集团、诸暨市通策蒲公英投资咨询合伙企业（有限合伙）出资设立。后者于2018年12月成立，根据天眼查数据，其在浙江省内共投资33家杭口或宁口分院。

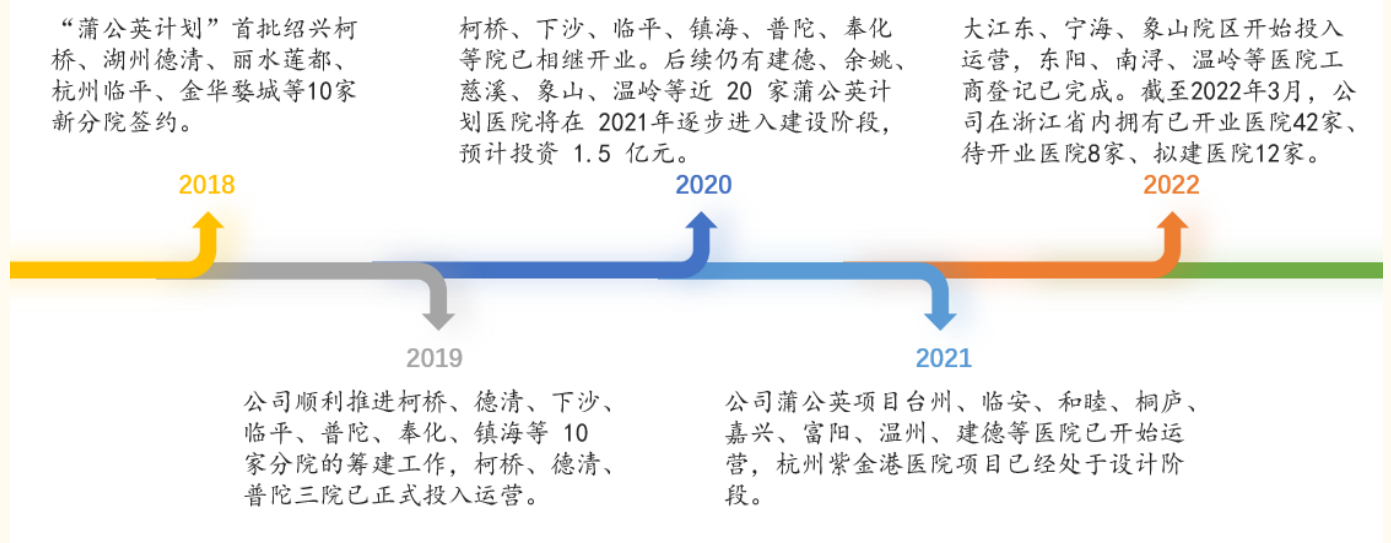
图表 21: 部分诸暨市通策蒲公英投资咨询合伙企业持股企业

企业名称	品牌	所在城市	持股比例	成立时间
杭州口腔医院集团临平门诊部有限公司	杭口	杭州市	16%	2019.5
杭州口腔医院集团下沙门诊部有限公司	杭口	杭州市	19%	2019.6
宁波口腔医院集团奉化门诊部有限公司	宁口	宁波市	9%	2019.7
杭州口腔医院集团丽水医院有限公司	杭口	丽水市	49%	2019.8
宁波口腔医院集团余姚门诊部有限公司	宁口	余姚市	40%	2020.12
宁波口腔医院集团慈溪门诊部有限公司	宁口	慈溪市	40%	2021.4
杭州口腔医院集团金华门诊部有限公司	杭口	金华市	40%	2021.7
杭州口腔医院集团桐乡口腔门诊部有限公司	杭口	嘉兴市	40%	2021.9

来源：天眼查，国金证券研究所

- 以2019年设立的杭口集团临平门诊部为例，该院区由杭州口腔医院集团有限公司持股51%，诸暨市通策蒲公英投资咨询合伙企业持股16%，包括

图表 24: “蒲公英计划”项目进展



来源：公司公告，公司微信公众号，天眼查，国金证券研究所

省外布局：打造“存济口腔医院”品牌，布局重点城市

- 早在 2007 年，公司已对沧州口腔医院完成收购，开始对省外扩张路径进行探索。然而单体口腔医院要形成强大的品牌力，离不开多年口碑的沉淀和学术资源的架构，单打独斗、缺乏优质品牌背书的运营方式往往难以实现盈利能力上质的突破。2018 年，公司进一步深化与中国科学院大学的合作，开始使用“中国科学院大学存济医学院附属口腔医院”品牌进行省外扩张尝试。
- 为探索省外复制新模式，公司同关联方诸暨通策口腔医疗投资基金合伙企业(有限合伙)签订《委托管理协议》，其旗下的**北京存济口腔医院、重庆存济口腔医院、武汉存济口腔医院、西安存济口腔医院、成都存济口腔医院、广州存济口腔医院（计划设立）**共计六家大型医院的经营权以及管理权委托给公司行使，并收取每年年度营业额 2%的管理费用。

图表 25: 体外存济医院股权结构

体外医院名称	股东	持股比例
武汉存济口腔医院有限公司	诸暨通策口腔医疗投资基金合伙企业（有限合伙）	80%
	熊荣华	20%
重庆存济口腔医院有限公司	浙江通策口腔医院投资管理集团有限公司	88.46%
	重庆市江北区国有资本运营管理集团有限公司	11.54%
西安存济医学中心有限公司	诸暨通策口腔医疗投资基金合伙企业（有限合伙）	90%
	杭州海骏科技有限公司	10%
成都存济口腔医院有限公司	诸暨通策口腔医疗投资基金合伙企业（有限合伙）	90%
	杭州海骏科技有限公司	10%
北京存济口腔医院有限公司	浙江通策口腔医院投资管理集团有限公司	52%
	诸暨通策口腔医疗投资基金合伙企业（有限合伙）	48%
上海存济医院有限公司	上海存济医院投资管理有限公司	100%

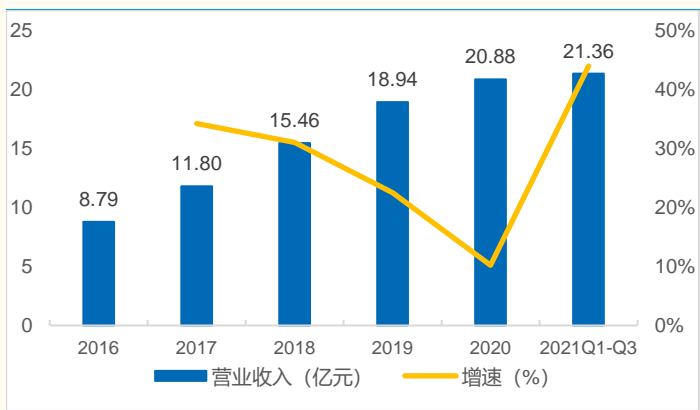
来源：公司公告，天眼查，国金证券研究所

- 2018 年以来，武汉存济、重庆存济、西安存济、成都存济相继开业，上海存济有望于近期开业。开业最早的武汉存济医院于 2018 年初进行试营业，建筑面积约 1.8 万平方米，规划牙椅 250 张、病床 50 张，是武汉市的第二家三级口腔专科医院。2020 年公司向其收取管理费用 88.18 万元，对应营业收入 4409 万元，收入爬坡速度符合预期。目前公司已将原黄石现代口腔医院划分为武汉存济黄石分院，预计还将在武汉市内新设多个分院，迈开公司省外“总院+分院”模式探索的第一步。

口腔医疗服务龙头，深耕浙江，布局全国

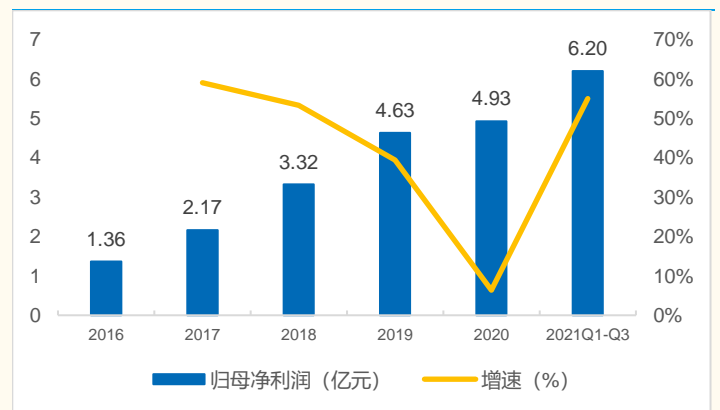
- 公司作为国内口腔医疗服务龙头，长期致力于打造集临床、科研、教学三位一体的大型口腔医疗集团。公司业务以口腔医疗为主，营业收入主要来自种植、正畸、儿科和综合四大板块。截至 2021 年中报，公司拥有已营业口腔医疗机构 50 余家，口腔服务营业面积达到 17 万平米，开设牙椅 2101 台。
- **公司业绩长期保持快速增长态势。**受益于持续稳健经营和长期保持扩张步伐，公司营业收入从 2016 年的 8.79 亿元增长至 2020 年的 20.88 亿元。受新冠肺炎疫情蔓延影响，2020 年增速出现明显下滑，对此公司积极进行调整，叠加口腔医疗需求得到延迟满足，2021 年前三季度营收已超过 2020 年全年水平。

图表 26：2016-3Q2021 公司营业收入（亿元）及增速（%）



来源：公司公告，国金证券研究所

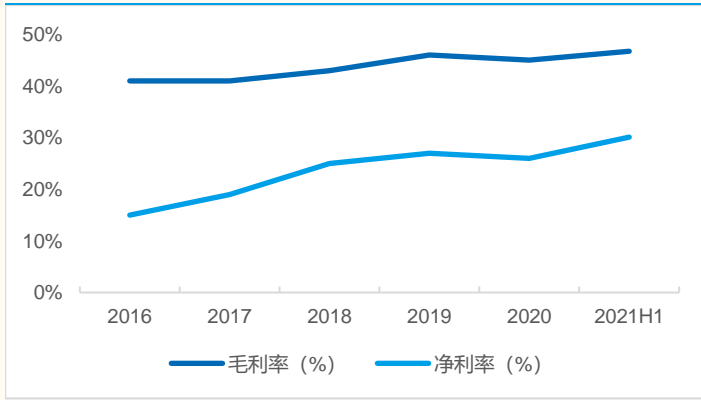
图表 27：2016-3Q2021 公司归母净利润（亿元）及增速（%）



来源：公司公告，国金证券研究所

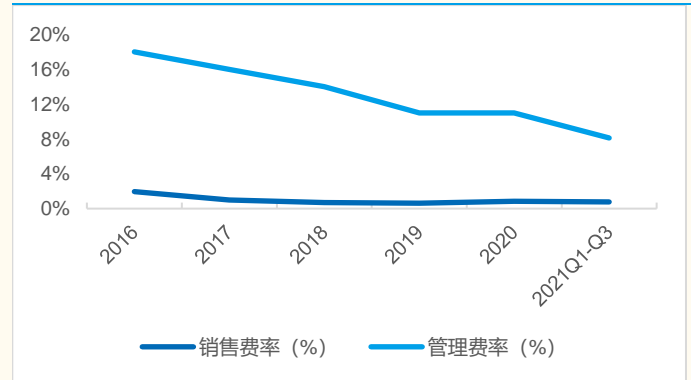
- **公司不断提升运营能力，积极控制各项成本。**凭借公司在浙江省内口腔服务市场深耕多年的品牌效应，公司长期维持医疗服务公司中较高的净利率水平。主要原因系公司逐年提升运营能力，通过规模效应实现集约化采购，用总院口碑辐射分院，降低分院营销成本，并可以在短时间内积累大量客户资源，从而长期保持较低的费用率水平。

图表 28：2016-1H2021 公司毛利率 (%) 与净利率 (%) 情况



来源：公司公告，国金证券研究所

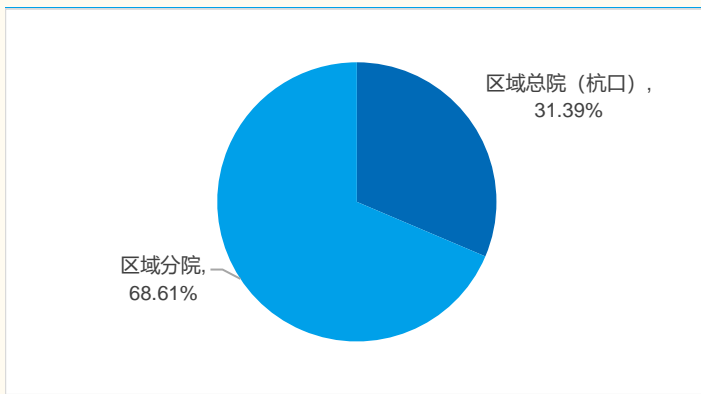
图表 29：2016-3Q2021 公司销售费率 (%) 与管理费率 (%) 情况



来源：公司公告，国金证券研究所

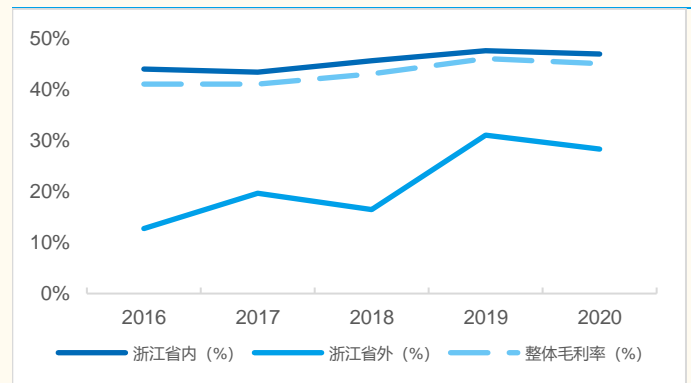
- **浙江省内是公司主要的口腔医疗服务收入来源，且保持较高毛利率水平。** 2021 年上半年，浙江省内的口腔医疗服务收入占比高达 90.25%，其中区域总院（杭口）占比 31.39%，公司“蒲公英计划”下沉市场初见成效，区域分院整体占比达到 68.61%。公司在浙江省内的毛利率水平长期维持稳中有增，在 2020 年达到 46.91%，远高于浙江省外水平。

图表 30：1H2021 公司浙江区域总院分院医疗服务收入占比 (%)



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 31：2016-2020 年公司浙江省内外毛利率对比 (%)



来源：公司公告，国金证券研究所

盈利预测与投资建议

- **医疗服务业务：**①省内核心总院：长期经营稳健，业绩表现持续亮眼，受益于规模效应、品牌良好的口碑以及团队模式的推广，有望实现经营效率的进一步提升。目前相较于杭口城西院区，杭口平海院区、宁口总院的单张牙椅产值均有较大提升空间。②省内分院：蒲公英优质分院陆续上线，基本都处于业绩快速爬坡阶段，有望在近两年为公司医疗服务业务贡献新的业绩增长点。预计 2021-2023 年公司医疗服务业务收入增速分别为 44%/32%/33%；由于公司具有集团内部统一低价采购耗材的成本优势，且口腔医疗服务中的高附加值项目渗透率稳步提升，预计 2021-2023 年公司有望继续保持高毛利率水平。
- **产品销售业务&其他业务：**在公司营业收入中占比较小，受 2020 年新冠疫情蔓延等因素影响，两类业务营业收入均出现明显下降。由于整体基数较小，有望于 2021-2023 年实现较快增速。

- 综上所述，我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 30.03 亿元、39.61 亿元、52.40 亿元，分别同比增长 43.83%、31.89%、32.30%。

图表 32：公司分板块收入预测（单位：百万元）

		2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
	营业收入	1179.73	1546.04	1894.22	2087.86	3002.93	3960.54	5239.64
	增速	34.25%	31.05%	22.52%	10.22%	43.83%	31.89%	32.30%
	毛利额	487.97	669.27	872.85	942.99	1410.45	1876.67	2519.62
	毛利率	41.36%	43.29%	46.08%	45.17%	46.97%	47.38%	48.09%
其中：医疗服务业务	营业收入	1148.57	1474.30	1791.11	2008.52	2890.46	3816.85	5063.05
	增速	31.87%	28.36%	21.49%	12.14%	43.91%	32.05%	32.65%
	毛利额	475.37	646.11	839.81	919.51	1375.57	1834.00	2464.19
	毛利率	41.39%	43.82%	46.89%	45.78%	47.59%	48.05%	48.67%
其中：产品销售	营业收入	24.07	62.71	91.60	73.77	104.54	134.05	165.05
	增速		160.53%	46.07%	-19.46%	41.71%	28.23%	23.13%
	毛利额	6.37	14.93	22.06	18.38	28.07	34.17	45.32
	毛利率	26.46%	23.81%	24.08%	24.92%	26.85%	25.49%	27.46%
其中：其他	营业收入	7.09	9.03	11.51	5.58	7.93	9.65	11.55
	增速		27.41%	27.45%	-51.55%	42.20%	21.63%	19.70%
	毛利额	6.23	8.23	10.98	5.11	6.82	8.50	10.11
	毛利率	87.87%	91.14%	95.40%	91.57%	85.94%	88.15%	87.55%
		2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
杭州口腔医院	营业收入	487.91	574.79	620.82	607.97	783.98	953.40	1164.49
	增速		17.81%	8.01%	-2.07%	28.95%	21.61%	22.14%
杭口城西口腔医院	营业收入	229.11	298.10	395.21	458.68	626.05	814.99	1055.25
	增速		30.11%	32.57%	16.06%	36.49%	30.18%	29.48%
宁波口腔医院	营业收入	105.09	122.24	142.07	126.34	167.54	229.78	319.74
	增速	5.74%	16.32%	16.23%	-11.07%	32.61%	37.15%	39.15%
沧州口腔医院	营业收入	27.16	32.27	40.11	44.51	58.39	74.12	92.61
	增速	12.34%	18.81%	24.29%	10.98%	31.19%	26.94%	24.94%
宁口舟山定海分医院	营业收入	20.01	24.08	29.04	26.42	35.11	45.46	61.34
	增速		20.34%	20.58%	-9.01%	32.90%	29.49%	34.91%
衢州口腔医院	营业收入	14.75	19.26	27.51	31.06	45.32	59.14	75.22
	增速	6.02%	30.56%	42.82%	12.90%	45.94%	30.49%	27.19%
昆明市口腔医院	营业收入	45.94	55.47	67.16	63.49	79.39	95.44	116.38
	增速	27.35%	20.74%	21.06%	-5.46%	25.05%	20.22%	21.94%
诸暨口腔医院	营业收入	43.69	57.68	76.12	82.83	116.13	155.63	204.64
	增速	64.18%	32.04%	31.97%	8.81%	40.19%	34.02%	31.49%
昆明市妇幼保健生殖医学医院	营业收入	10.14	10.99	11.01	13.56	17.76	22.94	31.04
	增速	108.35%	8.37%	0.23%	23.18%	30.92%	29.22%	35.29%
义乌杭口口腔门诊部	营业收入	50.88	58.39	67.60	68.36	85.22	101.36	117.16
	增速		14.76%	15.79%	1.12%	24.66%	18.94%	15.59%
体内其他医院	营业收入	113.90	221.03	314.46	485.30	875.57	1264.58	1825.19
	增速		94.05%	42.27%	54.33%	80.42%	44.43%	44.33%

来源：wind，国金证券研究所

- 选用相对估值法对公司进行估值，选取同属于专科医疗服务赛道的爱尔眼科、海吉亚医疗、锦欣生殖作为可比公司，2021 年至 2023 年行业平均市盈率分别为 48 倍、34 倍和 26 倍。参考同行业上市公司 2022 年可比估值情况，考虑到公司旗下核心总院长期经营稳健、业绩亮眼，省内蒲公英优质分院具备较强盈利能力，“总院+分院”模式有望贡献长期成长性，预计公司 2021-2023 年净利润为 7.5 亿元、10.4 亿元、14.1 亿元，分别同比增长 51.28%、35.60%、36.43%，对应 PE 为 86 倍、62 倍、45 倍，给予目标价位 155 元/股，维持“增持”评级。

图表 33：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	名称	股价 (元)	EPS					PE				
			2019	2020	2021E	2022E	2023E	2019	2020	2021E	2022E	2023E
300015.SZ	爱尔眼科	31.23	0.45	0.42	0.43	0.57	0.74	88.87	179.06	72.46	54.97	42.37
6078.HK	海吉亚											
1951.HK	医疗	31.60	3.84	0.38	0.71	0.96	1.31	/	149.23	55.85	26.92	19.63
	锦欣生殖	5.79	0.19	0.10	0.14	0.21	0.26	55.47	128.40	52.54	22.56	17.81
算术平均值								72.17	152.23	60.28	34.82	26.60
600763.SH	通策医疗	141.08	2.02	2.21	2.64	3.96	5.25	70.99	179.98	85.62	61.57	45.13

来源：Wind，国金证券研究所

风险提示

- 医疗服务纠纷事件风险：口腔医疗服务具有手工化、个性化特征，除了对器械、耗材等高度依赖，还对口腔医生个人专业能力、操作技能、审美水平等修养提出较高标准，可能产生治疗效果不及患者预期、治疗结果失败等情形，为公司带来经济赔偿损失、品牌形象受损等不利影响。
- 门店新设拓展不及预期风险：公司目前在省内推进“蒲公英计划”，将门店逐渐布局到更多城市，可能存在建设进展不及预期、盈利能力提升速度不及预期的风险。
- 行业竞争加剧风险：社会办医力量一直在口腔医疗服务领域中扮演着非常重要的角色，国内现有大量其他口腔连锁机构品牌参与市场份额争夺，可能会给公司经营带来一定影响。
- 新冠肺炎疫情影响诊疗节奏的风险：公司旗下医疗机构地理位置布局相对分散，可能因当地新冠肺炎疫情爆发而造成客流量减少、正常诊疗节奏被打断等不利影响。
- 政策环境风险：医药政策环境具有一定的不确定性，国家或进一步加强社会办医监管力度。

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	3,003	3,961	5,240	货币资金	350	483	674	1,211	1,495	1,908
增长率		22.5%	10.2%	43.8%	31.9%	32.3%	应收款项	68	91	103	140	179	230
主营业务成本	-877	-1,021	-1,145	-1,592	-2,084	-2,720	存货	23	16	18	22	29	37
%销售收入	56.7%	53.9%	54.8%	53.0%	52.6%	51.9%	其他流动资产	30	46	39	59	372	1,089
毛利	669	873	943	1,410	1,877	2,520	流动资产	470	635	833	1,431	2,075	3,263
%销售收入	43.3%	46.1%	45.2%	47.0%	47.4%	48.1%	%总资产	22.1%	23.9%	27.2%	33.5%	39.1%	47.6%
营业税金及附加	-5	-5	-4	-8	-10	-14	长期投资	398	552	548	558	628	708
%销售收入	0.3%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	827	871	914	999	1,086	1,143
销售费用	-11	-12	-18	-26	-31	-40	%总资产	38.8%	32.8%	29.8%	23.4%	20.5%	16.7%
%销售收入	0.7%	0.6%	0.8%	0.9%	0.8%	0.8%	无形资产	188	189	226	285	311	334
管理费用	-190	-210	-230	-333	-438	-581	非流动资产	1,662	2,024	2,231	2,843	3,227	3,586
%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%	66.5%	60.9%	52.4%
研发费用	-23	-22	-40	-57	-46	-61	资产总计	2,133	2,660	3,064	4,275	5,302	6,849
%销售收入	1.5%	1.2%	1.9%	1.9%	1.2%	1.2%	短期借款	40	60	60	140	50	0
息税前利润 (EBIT)	441	624	651	987	1,351	1,823	应付款项	108	135	193	202	258	330
%销售收入	28.5%	32.9%	31.2%	32.9%	34.1%	34.8%	其他流动负债	122	146	206	192	248	333
财务费用	-24	-24	-15	-8	-8	5	流动负债	270	341	459	534	556	663
%销售收入	1.6%	1.3%	0.7%	0.3%	0.2%	-0.1%	长期贷款	415	320	225	145	65	15
资产减值损失	-1	0	0	0	0	0	其他长期负债	0	28	32	442	410	387
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	685	690	716	1,121	1,031	1,065
投资收益	23	33	39	35	44	61	普通股股东权益	1,315	1,785	2,150	2,886	3,912	5,316
%税前利润	5.2%	5.2%	5.7%	3.4%	3.1%	3.2%	其中：股本	321	321	321	321	321	321
营业利润	439	634	679	1,017	1,390	1,892	未分配利润	976	1,433	1,822	2,558	3,584	4,988
营业利润率	28.4%	33.5%	32.5%	33.9%	35.1%	36.1%	少数股东权益	133	184	198	268	358	468
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	4,275	5,302	6,849
税前利润	439	633	680	1,017	1,390	1,892	比率分析						
利润率	28.4%	33.4%	32.6%	33.9%	35.1%	36.1%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-80	-126	-135	-201	-264	-369	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	2.324	3.231	4.408
净利润	359	508	545	815	1,126	1,523	每股净资产	4.102	5.568	6.706	9.000	12.200	16.578
少数股东损益	27	45	52	70	90	110	每股经营现金净流	1.464	2.017	2.206	2.581	3.961	5.250
归属于母公司的净利润	332	463	493	745	1,036	1,413	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.030	0.030	0.030
净利率	21.5%	24.4%	23.6%	24.8%	26.2%	27.0%	回报率						
							净资产收益率	25.25%	25.94%	22.91%	25.82%	26.48%	26.59%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	15.57%	17.41%	16.08%	17.43%	19.54%	20.64%
							投入资本收益率	18.95%	21.23%	19.72%	22.95%	24.91%	25.27%
净利润	359	508	545	815	1,126	1,523	增长率						
少数股东损益	27	45	52	70	90	110	主营业务收入增长率	31.05%	22.52%	10.22%	43.83%	31.89%	32.30%
非现金支出	91	86	93	86	99	110	EBIT 增长率	54.05%	41.49%	4.33%	51.66%	36.92%	34.91%
非经营收益	4	-4	-14	-8	-7	-31	净利润增长率	53.34%	39.44%	6.38%	51.28%	38.99%	36.44%
营运资金变动	15	56	84	-66	53	81	总资产增长率	18.84%	24.72%	15.21%	39.50%	24.02%	29.19%
经营活动现金净流	469	647	707	827	1,270	1,683	资产管理能力						
资本开支	-241	-126	-166	-189	-312	-289	应收账款周转天数	10.8	10.3	10.7	11.0	10.5	10.0
投资	-214	-58	-52	-10	-370	-780	存货周转天数	9.9	6.9	5.3	5.0	5.0	5.0
其他	-142	-240	-77	35	44	61	应付账款周转天数	32.5	35.9	44.8	38.0	37.0	36.0
投资活动现金净流	-597	-423	-294	-164	-638	-1,009	固定资产周转天数	191.8	152.0	138.6	106.7	84.3	64.2
股权募资	8	18	14	0	0	0	偿债能力						
债权募资	-45	-75	-95	-21	-170	-100	净负债/股东权益	7.21%	-5.21%	-16.56%	-29.35%	-34.66%	-37.91%
其他	-44	-36	-155	-37	-46	-39	EBIT 利息保障倍数	18.1	25.9	42.7	118.5	165.1	-335.8
筹资活动现金净流	-82	-92	-236	-58	-216	-139	资产负债率	32.12%	25.95%	23.37%	26.22%	19.45%	15.55%
现金净流量	-209	131	177	605	416	535							

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	6	11	16	55
增持	2	2	4	6	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.40	1.25	1.27	1.27	1.00

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，“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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-04-26	增持	121.53	N/A
2	2021-04-07	增持	275.30	270.00~315.00
3	2021-04-11	增持	274.70	N/A
4	2021-08-10	增持	336.68	N/A
5	2021-10-15	增持	274.05	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