

通策医疗 (600763) 年报点评

形成多个“区域总院+分院”区域医院集群

2021年04月14日

【投资要点】

- ◆ **公司业务回归高速增长态势。**2020年年报显示：公司口腔医疗服务营业面积超过16万平方米，开设牙椅1986台，口腔医疗门诊量达到219.07万人次。2020年公司实现总营业收入20.88亿元，同比增长8.12%，其中医疗服务收入20.09亿，同比增长9.41%；公司实现归母净利润4.93亿元，同比增长5.69%。2021Q1公司实现营业收入6.31亿元，同比+221.59%；归母净利润1.64亿元，同比+962.95%。为更加客观反应业务增长情况，对2021Q1与2019Q1经营情况进行对比。2021Q1公司营业收入较2019年同期增长57.23%，归母净利润较2019年同期增长69.58%，保持持续高速增长态势。
- ◆ **形成多个“区域总院+分院”区域医院集群。**目前公司拥有已营业口腔医疗机构50家（去年同期32家）。2020年末，公司在浙江省内已经拥有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经成立，形成多个“区域总院+分院”区域医院集群。2020年内开业成立的宁波口腔医院集团中国科学院大学宁波口腔医院，是杭州医学院存济口腔医学院第四临床医院，也是宁波口腔黄埔军校、学术高地。公司省内开业医院数量已经达到33家（不包括三叶），新开分院包括临平、下沙、普陀、镇海、临安、富阳、和睦、台州、奉化、嘉兴等分院。随着第一期蒲公英计划的陆续落地，公司在浙江省内医院数量已经达到37家，还有建德、滨江、未来科技城等院分别处于筹备、建设、验收阶段，此外公司还有21家分院已经完成立项，即将开始建设。
- ◆ **全方位控制成本提升服务效率。**公司进行全方位成本控制，稳定提升公司运营能力，运用多项降本增效措施，提升医院、科室、团队/医生的接诊效率和服务水平，同时保持较低的费用支出，确保公司毛利率及净利率水平稳定和提升。2020年公司销售费用同比增长47.30%，主要原因为医院在疫情后加大对疫情防护的宣传投入以及新建医院在开业初期营销投入较大所致。

图表1：公司营业业绩增长情况（亿元，%）



挖掘价值 投资成长

买入（维持）

东方财富证券研究所

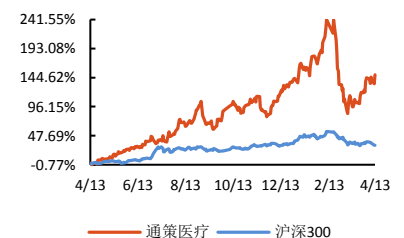
证券分析师：何玮

证书编号：S1160517110001

联系人：何玮

电话：021-23586471

相对指数表现



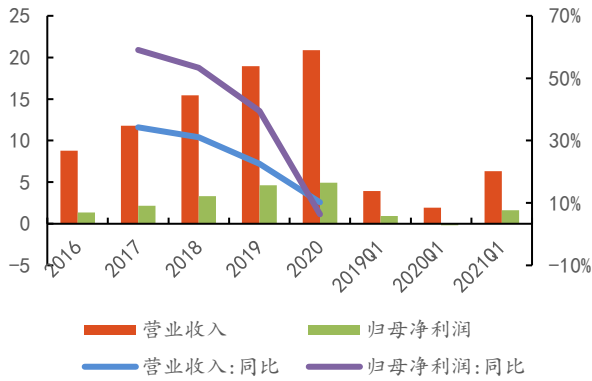
基本数据

总市值（百万元）	85287.03
流通市值（百万元）	85287.03
52周最高/最低（元）	392.57/110.20
52周最高/最低（PE）	270.95/79.20
52周最高/最低（PB）	57.86/20.24
52周涨幅（%）	149.12
52周换手率（%）	263.34

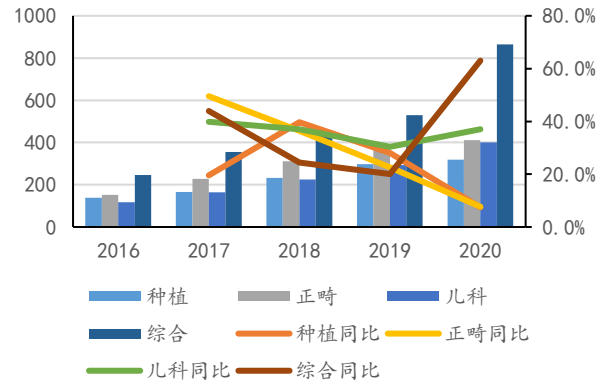
相关研究

- 《Q3全面恢复并大力拓展诊疗业务》
2020.10.30
- 《疫情影响上半年业绩有所拖累，Q2全面恢复业务增长有加快趋势》
2020.08.06
- 《口腔主要业务快速增长，产品结构不断优化》
2020.04.28
- 《蒲公英计划有序推进 医院盈利能力持续提升》
2019.10.31
- 《内生增长保持高速 盈利能力持续提升》
2019.08.05

图表2：公司口腔业务销售增长情况（百万元，%）



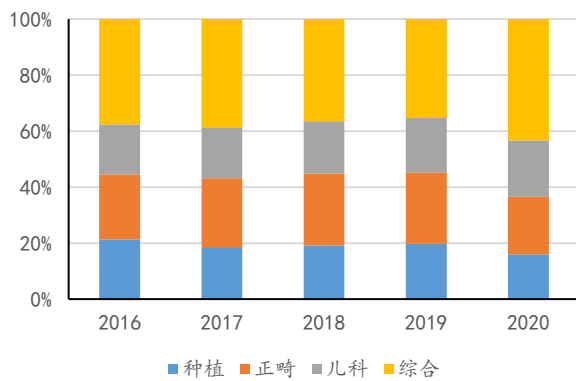
数据来源: Choice, 公司公告, 东方财富证券研究所



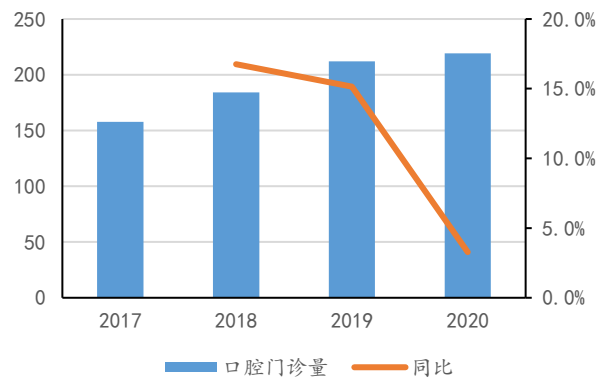
数据来源: Choice, 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 3: 公司口腔业务构成情况 (%)

图表 4: 公司口腔门诊量情况 (万人次, %)



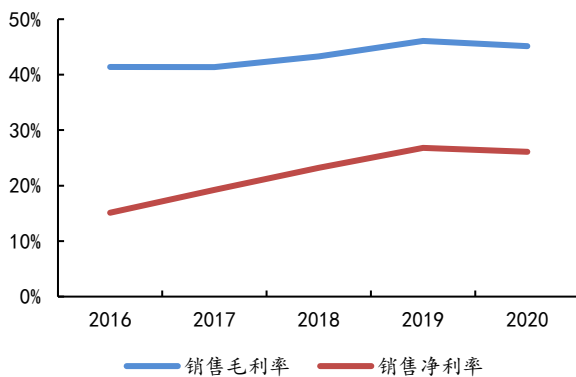
数据来源: Choice, 公司公告, 东方财富证券研究所



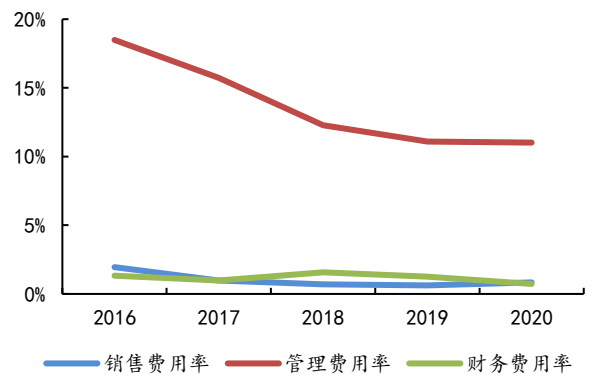
数据来源: Choice, 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 5: 公司销售毛利率/净利率情况 (%)

图表 6: 公司费用率情况 (%)



数据来源: Choice, 公司公告, 东方财富证券研究所



数据来源: Choice, 公司公告, 东方财富证券研究所

口腔主要业务稳健增长。2020年,公司儿科医疗服务4.01亿元,同比增长18.9%;正畸医疗服务4.11亿元,同比增长7.7%;种植医疗服务3.19亿元,同比增长7.4%;综合医疗服务8.64亿元,同比增长6.8%。**对比2021Q1与2019Q1经营数据:**2021Q1公司种植医疗服务9025.79万元,同比+54.77%;正畸医疗服务1.19亿元,同比+59.93%;儿科医疗服务1.26亿元,同比+92.36%;综合医疗服务2.67亿元,同比+43.09%。2021年1

季度公司各项业务均保持高速增长，儿科业务增长迅速，占口腔诊疗业务的比例也在不断提升。

疫情后公司业绩恢复稳定增长。2020年初受疫情影响，公司Q1营业收入同比有所下降，但自Q2开始，公司营业收入仍保持高速增长。**疫情后（4-12月）公司业务情况分析：**公司2020年4-12月浙江省内医疗服务收入16.47亿元，同比+26%，浙江省内发展速度加快。公司2020年4-12月区域总院医疗服务收入5.5亿元（同比+13%），区域分院医疗服务收入10.97亿元（同比+34%），在区域总院稳定增长的同时，区域分院实现快速发展。2020年4-12月，公司业绩恢复情况良好，浙江省内外门诊人次较去年同期增长均超16%以上，增长势头良好。2020年4-12月，公司区域总院门诊人次保持增长，客单价稳步提升，区域分院门诊人次较去年同期增长24%，增长迅速。

公司通过对外投资等方式进行扩张发展。2020年，公司对外投资2.52亿元，同比增长163.30%。其中，约定通策投资集团以1.5亿元的价格向海骏科技收购其持有的杭州口腔医院集团庆春口腔门诊部有限公司等10家公司的全部股权。另外，公司完成了对三叶儿童口腔业务的收购，制定了2020-2030年的十年规划，计划将三叶打造成中国儿童口腔第一品牌，并逐步走向国际。目标到2021年底，公司实现管理二级医院5家，三叶品牌诊所超过25家，业务覆盖全国主要城市，通过采用事业合伙人制度，助力三叶品牌诊所迅速铺开。

2021年主要目标：1) 2021年，公司将发挥医院学科建设优势，将宁波口腔医院集团打造为研究型医院，并在年内完成宁波市全区域布局，巩固宁波口腔医院在宁波口腔医疗界的龙头地位。2) 绍兴集团将以原有的诸暨分院为区域中心医院进一步扩大规模，持续发挥其在绍兴地区的影响力。3) 建设紫金港医院，在口腔科的基础上，将颌面外科、头颈外科、耳鼻喉科、神经学科作为重点建设，强化公司在头面部、神经医学领域的医疗资源（建成后将为公司在杭州新增牙椅超500台、病床80张），进一步提升公司在口腔医疗服务领域的优势地位。4) 公司蒲公英计划持续推进。2020年柯桥、下沙、临平、镇海、普陀、奉化等院已相继开业；建德、余姚、慈溪、象山、温岭等近20家蒲公英计划医院将在2021年逐步进入建设阶段。

【投资建议】

形成多个“区域总院+分院”区域医院集群，公司拥有已营业口腔医疗机构50家，随着第一期蒲公英计划的陆续落地，公司在浙江省内医院数量已经达到37家，口腔龙头地位不断巩固。疫情过后公司业绩恢复稳定增长，通过对外投资等方式进行扩张发展，2021年公司将实现稳定较好发展。

公司业绩基本符合我们的预期。根据年报最新数据情况，我们略微调低了总院和主要分院的增速，调低公司2021/2022/2023年营业收入分别至25.71/31.20/37.94亿元，调低归母净利润分别至6.36/7.8/9.60亿元，EPS分别为1.98/2.43/3.00元，对应PE分别为138/113/92倍。维持“买入”评级。

盈利预测

项目\年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2087.86	2571.03	3119.83	3793.76
增长率(%)	10.22%	23.14%	21.35%	21.60%
EBITDA（百万元）	743.68	863.75	1035.74	1251.58
归属母公司净利润 （百万元）	492.63	636.11	780.13	960.43
增长率(%)	6.38%	29.13%	22.64%	23.11%
EPS(元/股)	1.54	1.98	2.43	3.00
市盈率(P/E)	179.98	138.47	112.90	91.71
市净率(P/B)	41.24	31.61	24.70	19.46
EV/EBITDA	118.70	100.78	83.21	68.01

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ 医疗安全事故风险；
- ◆ 人才短缺风险；
- ◆ 跨区域发展风险；
- ◆ 市场竞争加剧风险；
- ◆ 蒲公英计划推进不达预期；

资产负债表（百万元）

至 12 月 31 日	2020A	2021E	2022E	2023E
-------------	-------	-------	-------	-------

现金流量表（百万元）

至 12 月 31 日	2020A	2021E	2022E	2023E
-------------	-------	-------	-------	-------

流动资产	833.24	1456.39	2315.68	3395.45
货币资金	674.09	1253.31	2071.28	3097.11
应收及预付	105.03	135.11	162.23	198.23
存货	17.66	22.21	27.04	32.96
其他流动资产	36.46	45.77	55.13	67.15
非流动资产	2231.16	2303.11	2367.10	2430.13
长期股权投资	241.90	241.90	241.90	241.90
固定资产	792.82	823.33	843.83	864.33
在建工程	121.20	165.65	212.13	256.66
无形资产	13.00	10.00	7.00	5.00
其他长期资产	1062.24	1062.24	1062.24	1062.24
资产总计	3064.40	3759.51	4682.78	5825.57
流动负债	458.58	512.07	624.03	746.79
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付及预收	167.88	193.20	237.90	294.41
其他流动负债	290.70	318.86	386.13	452.37
非流动负债	257.43	197.43	147.43	107.43
长期借款	225.27	165.27	115.27	75.27
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	32.17	32.17	32.17	32.17
负债合计	716.02	709.50	771.47	854.22
实收资本	320.64	320.64	320.64	320.64
资本公积	0.00	0.00	0.00	0.00
留存收益	1822.30	2458.42	3238.54	4198.98
归属母公司股东权益	2150.13	2786.24	3566.37	4526.80
少数股东权益	198.26	263.76	344.95	444.55
负债和股东权益	3064.40	3759.51	4682.78	5825.57

利润表 (百万元)

至 12 月 31 日	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2087.86	2571.03	3119.83	3793.76
营业成本	1144.87	1442.81	1755.53	2139.98
税金及附加	4.49	5.52	6.70	8.15
销售费用	17.62	15.43	18.72	22.76
管理费用	230.03	277.67	330.70	398.34
研发费用	40.06	30.85	37.44	37.94
财务费用	15.23	-5.18	-18.27	-34.24
资产减值损失	0.00	10.50	10.50	10.50
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	38.86	46.79	57.21	69.40
资产处置收益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收益	5.40	5.47	7.12	8.47
营业利润	678.64	866.70	1063.85	1309.19
营业外收入	3.07	1.50	1.50	1.50
营业外支出	1.64	2.00	2.00	2.00
利润总额	680.07	866.20	1063.35	1308.69
所得税	135.10	164.58	202.04	248.65
净利润	544.96	701.62	861.31	1060.04
少数股东损益	52.34	65.51	81.18	99.60
归属母公司净利润	492.63	636.11	780.13	960.43
EBITDA	743.68	863.75	1035.74	1251.58

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

经营活动现金流	708.50	728.65	936.40	1118.99
净利润	544.96	701.62	861.31	1060.04
折旧摊销	92.87	65.00	65.00	65.00
营运资金变动	83.67	9.55	70.65	68.83
其它	-13.00	-47.52	-60.55	-74.87
投资活动现金流	-294.49	-80.16	-61.77	-48.63
资本支出	-165.80	-136.95	-128.98	-128.03
投资变动	-51.66	0.00	0.00	0.00
其他	-77.03	56.79	67.21	79.40
筹资活动现金流	-236.11	-69.28	-56.66	-44.53
银行借款	0.00	-60.00	-50.00	-40.00
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	13.60	0.00	0.00	0.00
其他	-249.71	-9.28	-6.66	-4.53
现金净增加额	177.90	579.22	817.97	1025.83
期初现金余额	495.44	674.09	1253.31	2071.28
期末现金余额	673.34	1253.31	2071.28	3097.11

主要财务比率

至 12 月 31 日	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力 (%)				
营业收入增长	10.22%	23.14%	21.35%	21.60%
营业利润增长	7.07%	27.71%	22.75%	23.06%
归属母公司净利润增长	6.38%	29.13%	22.64%	23.11%
获利能力 (%)				
毛利率	45.17%	43.88%	43.73%	43.59%
净利率	26.10%	27.29%	27.61%	27.94%
ROE	22.91%	22.83%	21.87%	21.22%
ROIC	19.80%	19.75%	19.24%	18.82%
偿债能力				
资产负债率 (%)	23.37%	18.87%	16.47%	14.66%
净负债比率	30.49%	23.26%	19.72%	17.18%
流动比率	1.82	2.84	3.71	4.55
速动比率	1.69	2.70	3.57	4.40
营运能力				
总资产周转率	0.68	0.68	0.67	0.65
应收账款周转率	31.41	31.41	31.41	31.41
存货周转率	118.22	115.76	115.37	115.11
每股指标 (元)				
每股收益	1.54	1.98	2.43	3.00
每股经营现金流	2.21	2.27	2.92	3.49
每股净资产	6.71	8.69	11.12	14.12
估值比率				
P/E	179.98	138.47	112.90	91.71
P/B	41.24	31.61	24.70	19.46
EV/EBITDA	118.70	100.78	83.21	68.01

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。