证券研究报告

医疗服务Ⅲ

兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES

通策医疗 （600763）

增持 （维持）

口腔医疗布局加速，辅助生殖稳步推进

市场数据

报告日期	2014-10-27
收盘价（元）	46.25
总股本（百万股）	160.32
流通股本(百万股)	160.32
总市值（百万元）	7414.80
流通市值(百万元)	7414.80
净资产（百万元）	610.34
总资产（百万元）	736.87
每股净资产	3.81

相关报告

《口腔业务增长稳健，辅助生殖持续推进》2014-07-28

《口腔医疗稳健增长，辅助生殖蓄势待发》2014-04-10

《对外合作深化，口腔 IVF 双轮格局初显》2013-10-27

分析师：

李鸣

liming@xyzq.com.cn

S0190514070010

项军

xiangjun@xyzq.com.cn

S0190512040001

主要财务指标

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	463	582	756	959
同比增长(%)	22.2%	25.7%	30.0%	26.9%
净利润(百万元)	100	115	152	203
同比增长(%)	10.3%	14.1%	32.8%	33.3%
毛利率(%)	45.0%	42.8%	43.0%	43.6%
净利润率(%)	21.7%	19.7%	20.1%	21.1%
净资产收益率（%）	19.3%	18.1%	19.4%	20.5%
每股收益(元)	0.63	0.71	0.95	1.26
每股经营现金流(元)	0.84	0.94	0.95	1.39

投资要点

事件：

近日，通策医疗公布了其 2014 年三季报，报告期内公司实现营业收入 3.38 亿元，同比增长 26.88%，实现归属于上市公司股东净利润 8273 万元，同比增长 9.9%，实现归属于上市公司股东扣非后净利润 7407 万元，同比增长 10.17%，EPS0.52 元。

点评：

公司当期业绩符合我们此前的预期（同比增长 5%-10%）。

- **口腔业务稳健增长，区域扩张持续加速**：报告期内，公司销售收入同比增长 26.88%，动单季度来看，公司第三季度实现销售收入 1.73 亿元，同比增长 26.81%，显示出公司口腔业务在上一阶段的培育期后进入较快的稳健增长状态。目前公司的杭口新大楼已经完成部分搬迁并开始启用，随后大学路上的儿科门诊以及种植牙齿业务都将转移过去。从杭口的客户群分析来看，来自省内其他地方的患者占 50%左右，外地客户增长量非常快，公司将努力把新增的客源充分拦截下来，将中高端的患者和业务吸引到杭州来就诊，而由当地的分院诊治中等收入的患者。从各个业务类型来看，目前种植和正畸业务的增速较快，从今年上半年来看增速能够达到接近 30%的水平，占各类业务收入总量的 40%-50%，这也导致了公司收入增速超过就诊人员增速（单人次门诊费用升高）。在后续业务拓展方面，目前

用使司公限有理管产资平太供仅档文此

公司经过卫生部门批准可以开设口腔医院分院的地区包括上虞、海门、舟山等地，未来计划自 2014 年至 2018 年间以新建的方式在省内开设 50 家分院，单个分院的投资规模在 500-3000 万元间，并争取在开业后第二年实现盈利。在各个分院的发展中，公司会对不同的地区设立不同的标杆，规模较大的分院参考城西分院，用 5 年的时间实现 1 亿元的收入规模；规模较小的分院则会参考义乌分院的发展。近期公司又公告设立绍兴越城口腔医院（暨杭州口腔医院绍兴分院）和三叶儿童口腔连锁管理有限公司，全部以公司、员工基金、设立公司相关管理团队等共同出资的模式进行，这种合伙人的合作模式激励充分有利于新设医院的快速成长。

- **辅助生殖稳步推进，积极布局新业务领域：**在辅助生殖领域，公司重庆中心装修施工已经接近尾声，后续需要递交申请材料，预计该中心有望在今年年底和明年一月份拿到批件开始试营业。昆明中心因为晚一个月进场施工，因此整体进度较重庆中心会延后一个月左右。目前公司短期内对这两个中心并没有业绩方面的要求，更重要的是做好标准制定、技术完善、医生培养的工作，把品牌建立起来。从发展潜力来看，辅助生殖领域的病源非常充足，盈利能力也较为可观，以郑州一生殖中心为例，该院开业首年 400 例患者就实现了 600 多万的结余，因此只要前期工作足够充分，公司完全有信心实现开业当年盈利。在运营牌照方面，公司做了较为充分的准备，试营业后将实现三大技术的全牌照运营，并力争实现开业第一年两个诊疗中心的周期规模全面超越试营业标准。硬件设施、经营牌照之外，在人才方面公司送至英国培训的辅助生殖团队已经培训结束，试运行开始是英国波恩的相关专家也会到中国进行技术和管理方面的指导。此外，在加速布局口腔和辅助生殖医院之外，公司也计划依托集团公司整合优势资源积极布局新领域。配合上市公司现有的口腔诊疗业务，我们预计公司也将积极寻求与 Align Technology 等公司进行深度合作（目前，隐适美的制造在国外进行，成本高，流程长，影响了国内的推广）。在其他医疗服务领域方面，我们认为未来公司也将顺应行业的发展方向，以大专科小综合的形式和合适的模式向诸如肿瘤、骨科等热门领域拓展。

- **财务指标整体稳定，租赁费用基数效应逐步消除：**报告期内公司整体财务状况稳定，经营性净现金流为 7835 万元，整体情况稳定。期间费用方面，由于加大了对重点区域医院的扶持力度，报告期内受到广告费、宣传费用增加的影响，销售费用大幅增加 148.13%至 667 万元，财务费用由于存款利息增加同比增长 125.59%。此外，自 2013 年 9 月开始，杭口新总部租金开始交付，2014 年全年租赁费用为 3200 万元，影响了公司的当期表观业绩。从 2014 年下半年，杭口新总部租金交付带来的短期财务压力逐步消除，未来随着杭口新院及 IVF 业务逐步投入运营，公司也将由投入期逐步过渡到盈利期，其整体业绩增速也有望进入新的快速增长期。

- **盈利预测：**我们认为在口腔医疗服务需求持续增长的大背景下，公司会持续拓展业务规模，在省内继续杭州口腔医院的品牌优势持续深耕各个县市，建

敬请参阅最后一页特别声明 用使司公限有理管产资平太供仅档文此

成覆盖全省的口腔医疗服务体系，在省外利用当地优势医疗机构的品牌优势、医师储备和社会资源实现快速扩张，目前多地医院的收入和利润水平在经过一定时期的培育后都有所提高。辅助生殖领域，公司在昆明和重庆的项目稳步推进，今年有望获得实质性进展。此外，公司在数字化口腔医学领域及其他专科医疗领域的探索也值得我们期待。预计 2014-2016 年 EPS 分别为 0.71、0.95、1.26 元，对应动态市盈率分别为 64、48 和 36 倍，考虑到医疗服务标的的稀缺性和公司在口腔业务、公立医院改制、辅助生殖业务等领域的发展前景，维持其“增持”评级。

- **股价表现催化剂**：口腔医疗服务拓展超预期，数字化口腔医疗及其他专科领域进展，辅助生殖业务实质性进展。
- **风险提示：**公司静态估值偏高，项目推进慢于预期，行业政策变化。

敬请参阅最后一页特别声明 用使司公限有理管产资平太供仅档文此

表、通策医疗分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）

报告期	13-4Q	14-1Q	14-2Q	14-3Q	QOQ	2012	2013	YOY
营业收入	125	121	135	173	27.9%	379	463	22.2%
营业成本	76	73	81	96	18.4%	204	254	24.9%
毛利	49	48	54	76	42.1%	175	209	19.0%
销售费用	1	1	3	3	17.9%	2	4	81.1%
管理费用	19	17	18	21	16.9%	52	65	23.9%
财务费用	-1	-0	-1	-1	3.9%	-4	-2	-57.7%
资产减值	0	0	0	0	-98.2%	0	0	-53.8%
公允价值	-0	-0	0	0	3649.8%	0	-0	-100.4%
投资收益	1	2	1	1	24.7%	-1	-3	127.6%
营业利润	32	31	34	53	58.4%	121	136	12.5%
利润总额	31	34	34	53	57.7%	125	139	11.1%
净利润	18	25	26	40	55.8%	91	100	10.3%
EPS	0.110	0.155	0.161	0.251	55.8%	0.568	0.626	10.3%
销售费用率	0.9%	0.8%	1.9%	1.8%	-0.2%	0.6%	0.8%	0.3%
管理费用率	15.5%	14.4%	13.2%	12.1%	-1.1%	13.8%	14.0%	0.2%
财务费用率	-0.8%	-0.1%	-0.4%	-0.4%	0.1%	-1.0%	-0.3%	0.6%
所得税率	37.5%	22.4%	23.0%	18.8%	-4.2%	23.5%	26.2%	2.6%
毛利率	39.5%	39.4%	39.7%	44.2%	4.4%	46.2%	45.0%	-1.2%
净利润率	14.2%	20.5%	19.1%	23.3%	4.2%	24.0%	21.7%	-2.3%

资料来源：天软投资系统

敬请参阅最后一页特别声明 用使司公限有理管产资平太供仅档文此

附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	253	353	450	618
货币资金	209	298	377	527
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	6	8	10	13
其他应收款	3	4	5	7
存货	16	20	26	33
非流动资产	392	454	499	553
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	9	16	12	14
投资性房地产	11	11	11	11
固定资产	87	118	154	186
在建工程	10	0	0	0
油气资产	0	0	0	0
无形资产	17	17	18	18
资产总计	645	808	948	1172
流动负债	81	127	114	132
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	23	30	40	50
其他	58	97	74	83
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
负债合计	81	127	114	132
股本	160	160	160	160
资本公积	198	198	198	198
未分配利润	159	274	426	629
少数股东权益	44	46	48	50
股东权益合计	564	680	835	1039
负债及权益合计	645	808	948	1172

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	100	115	152	203
折旧和摊销	20	21	26	32
资产减值准备	0	5	5	4
无形资产摊销	8	7	7	7
公允价值变动损失	-0	0	0	0
财务费用	-2	-1	-2	-2
投资损失	3	5	5	1
少数股东损益	2	2	2	2
营运资金的变动	6	-19	45	15
经营活动产生现金流量	119	151	153	223
投资活动产生现金流量	-10	-64	-75	-76
融资活动产生现金流量	2	1	2	2
现金净变动	111	88	80	150
现金的期初余额	104	209	298	377
现金的期末余额	215	298	377	527

利润表

单位：百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	463	582	756	959
营业成本	254	333	431	541
营业税金及附加	2	2	3	3
销售费用	4	10	14	17
管理费用	65	82	105	132
财务费用	-2	-1	-2	-2
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动	-0	0	0	0
投资收益	-3	-5	-5	-1
营业利润	136	150	200	266
营业外收入	4	4	4	4
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	139	153	203	269
所得税	36	37	49	65
净利润	102	117	154	205
少数股东损益	2	2	2	2
归属母公司净利润	100	115	152	203
EPS（元）	0.63	0.71	0.95	1.26

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长性（%）				
营业收入增长率	22.2%	25.7%	30.0%	26.9%
营业利润增长率	12.5%	10.3%	32.8%	33.3%
净利润增长率	10.3%	14.1%	32.8%	33.3%
盈利能力（%）				
毛利率	45.0%	42.8%	43.0%	43.6%
净利率	21.7%	19.7%	20.1%	21.1%
ROE	19.3%	18.1%	19.4%	20.5%
偿债能力（%）				
资产负债率	12.6%	15.8%	12.0%	11.3%
流动比率	3.11	2.77	3.95	4.67
速动比率	2.92	2.62	3.72	4.42
营运能力（次）				
资产周转率	0.80	0.80	0.86	0.91
应收帐款周转率	74.51	78.32	79.49	78.67
每股资料（元）				
每股收益	0.63	0.71	0.95	1.26
每股经营现金	0.84	0.94	0.95	1.39
每股净资产	3.24	3.95	4.90	6.17
估值比率（倍）				
PE	73.84	64.69	48.73	36.57
PB	14.28	11.69	9.43	7.50

敬请参阅最后一页特别声明

用使司公限有理管产资平太供仅档文此

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

推　　荐：相对表现优于市场；

中　　性：相对表现与市场持平

回　　避：相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为：

买　　入：相对大盘涨幅大于 15% ；

增　　持：相对大盘涨幅在 5%～15%之间

中　　性：相对大盘涨幅在-5%～5%；

减　　持：相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨 忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王 政	021-38565966	wangz@xyq.com.cn
冯 诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王 溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾 超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn			
地址：上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层（200135） 传真：021-38565955					
北京地区销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	李 丹	010-66290223	lidan@xyzq.com.cn
肖 霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴 磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
地址：北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609（100033） 传真：010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
朱元彧	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李 昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨 剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-82790526	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址：福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701（518035） 传真：0755-23826017					
海外销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐 皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
地址：上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层（200135） 传真：021-38565955					

敬请参阅最后一页特别声明 用使司公限有理管产资平太供仅档文此

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.xyzq.com.cn 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、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。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

敬请参阅最后一页特别声明 用使司公限有理管产资平太供仅档文此