

## 通策医疗(600763)/医疗服务

## Q2 快速恢复, 维持全年 30%增长预期不变

**评级: 买入(维持)**

市场价格: 181.50

分析师: 江琦

执业证书编号: S0740517010002

电话: 021-20315150

Email: jiangqi@r.qlzq.com.cn

研究助理: 孙宇瑶

Email: sunyy@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	321
流通股本(百万股)	321
市价(元)	181.50
市值(亿元)	582
流通市值(亿元)	582

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

1 通策医疗(600763)-公司深度研究: 成长路径清晰, 口腔连锁龙头步入新纪元-买入-(中泰证券\_江琦)-20200223

**公司盈利预测及估值**

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1546.04	1894.22	2305.80	3103.66	4049.96
增长率 yoy%	31.05%	22.52%	21.73%	34.60%	30.49%
净利润	332.09	463.07	602.90	815.06	1084.54
增长率 yoy%	53.34%	39.44%	30.19%	35.19%	33.06%
每股收益(元)	1.04	1.44	1.88	2.54	3.38
每股现金流量	1.46	2.02	2.93	3.09	3.95
净资产收益率	25.25%	25.94%	25.29%	25.48%	25.31%
P/E	175.24	125.67	96.53	71.40	53.66
PEG	3.29	3.19	3.20	2.03	1.62
P/B	44.25	32.59	24.42	18.19	13.58

备注: 数据截止 2020.8.3

**投资要点**

- **事件: (1) 公司发布 2020 年中报: 报告期内公司实现营业收入 7.38 亿元, 同比下降 12.87%; 实现归母净利润 1.45 亿元, 同比下降 30.22%; 其中二季度实现收入 5.45 亿, 同比增长 20.39%; 实现归母净利润 1.64 亿, 同比增长 44.63%。**
- **点评: 疫情一过性影响, Q2 诊疗需求爆发式复苏。**疫情影响下公司营业收入、净利润较 2019 年同期有所下降, 但高于 2018 年同期水平并呈稳定恢复态势。种植、牙周超声波等口腔业务 5 月 18 日起恢复开展, 自此公司全面恢复诊疗业务。Q2 单季营收、净利润同比增长 20.39% 和 44.63%, 口腔主业恢复强劲。受疫情影响公司上半年毛利率、净利率略有下降, 毛利率 40.31% (下降 5.29 pp), 净利率 21.67% (下降 5.72pp)。其中 Q2 单季毛利率、净利率分别为 50.35%、34%, 较去年同期增加 5.68pp、6.18pp。
- **省外客流恢复快于浙江省内, 看好 Q3 延续高增长态势, 维持全年预期不变。**剔除 Q1 阶段性停诊因素, 公司从二季度正式进入恢复式增长。Q2 浙江省内实现医疗服务收入 4.8 亿元 (同比+22.32%), 省外收入同比增长 25.84%; 从门诊量来看, Q2 浙江省内门诊人次 49.46 万 (同比+11.28%), 省外门诊人次 8.27 万 (同比+20.19%), 省外客流恢复速度快于浙江省内, 主要是由于疫情后期各地防控力度有所不同。随着国内疫情平息, Q3 浙江省内医疗服务收入和门诊人次有望延续高增长态势, 维持全年 30% 增长预期不变。
- **分业务看, 种植业务疫情冲击下恢复快速, 正畸、儿科持续增长。**种植业务自 5 月 18 日起恢复开展, 上半年种植业务收入 1.19 亿元 (同比-19.93%); 其中 Q2 同比增长 17%, 恢复势头强劲, 预计 Q3 仍将延续。正畸业务上半年收入 1.32 亿元 (同比-13.26%); 其中 Q2 同比增长 22%。儿科医疗服务 1.35 亿元 (同比+5.76%), Q2 单季同比增长 37%。高值业务的发展带动公司产出效率的提升, 2020H1 公司客单价提高至 864.5 元/人, 同比上升 7%。种植倍增和正畸旋风计划均在 7 月开始正式推广, 通过低价化策略解决服务的可及性问题, 高值业务渗透率有望大幅提升, 带动每年整体客单价提升 6%-8%。
- **疫情之下总分院模式优越性凸显, 内生增长进入良性循环。**杭口总院 Q2 收入重回双位数增速, 同比增长 10.7%, 彰显大型口腔专科医院区别于连锁诊所的优势, 公司依靠在浙江省深耕多年形成强大的品牌效应, 承接了较多为避免交叉感染从公立医院或小型诊所转移出来的需求。区域分院 (除杭口总院) 上半

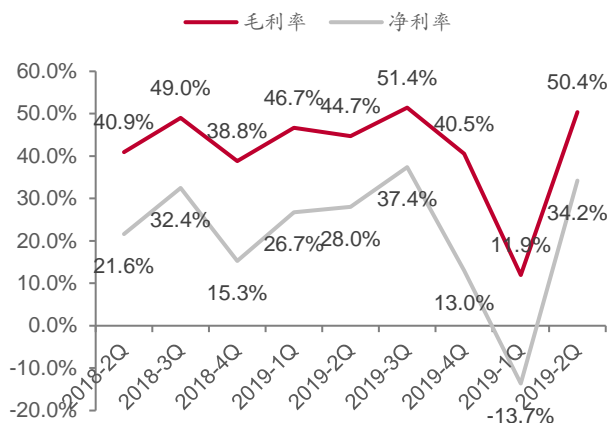
年实现收入 4.18 亿元，占比 65.26%，同比提升 4.09pp；门诊量 46.85 万人次，占比 65.76%，同比提升 3.03pp。总分院模式已进入收获期，总院品牌力的辐射下分院加速成长。

- **省内省外双轮驱动，有望保持中长期高速发展。**未来 3-5 年，公司通过“蒲公英计划”实现渠道下沉，布局 100 家口腔医院，每家蒲公英分院 10-30 张牙椅规模。结合已有品牌和人才竞争优势，假设经过数年培育后单张牙椅产出达到与省内分院相当的水平（100 万/张），则整体有望为公司贡献不低于 30 亿元的收入。省外布局方面，公司通过体外口腔医疗基金在武汉、西安、重庆、成都等投资新建大型口腔医院。目前武汉存济和重庆存济均已开业，西安存济将于 9 月正式营业，医生资源储备丰富，其中 90%的医护人员来自全国专科排名前三的第四军医大口腔医院，有望在全国多地复制杭口的成功模式，公司正在从区域口腔龙头逐步向全国口腔龙头迈进。
- **盈利预测和投资建议：**预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 23.06 亿、31.04 亿、40.50 亿，同比分别增长 21.73%、34.60%、30.49%；归母净利润分别为 6.03 亿元、8.15 亿元、10.85 亿元，同比分别增长 30.19%、35.19%、33.06%；对应 EPS 分别为 1.88 元、2.54 元和 3.38 元，考虑到公司作为民营口腔医疗龙头，有望直接受益于行业快速扩容，业绩高增长具备可持续性，维持买入评级。
- **风险提示事件：**疫情影响客流恢复不及预期，口腔医院扩张不及预期，种植倍增计划推广不及预期，医疗事故风险

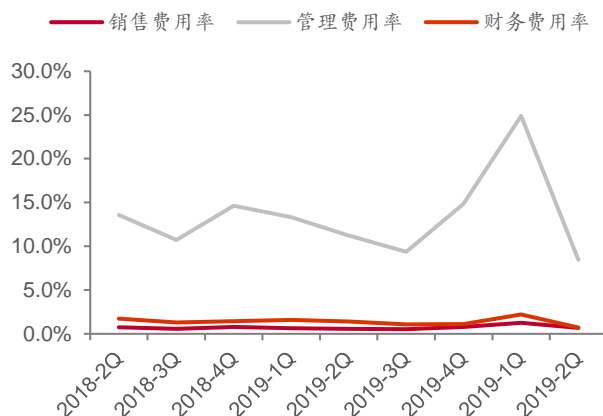
**图表 1: 通策医疗分季度财务数据 (百万)**

	2018-2Q	2018-3Q	2018-4Q	2019-1Q	2019-2Q	2019-3Q	2019-4Q	2019-1Q	2019-2Q
营业收入	376.8	478.2	382.6	394.1	452.7	573.9	473.5	192.8	545.0
营收同比增长	42.1%	32.0%	23.6%	27.8%	20.1%	20.0%	23.8%	-51.1%	20.4%
营收环比增长	22.2%	26.9%	-20.0%	3.0%	14.9%	26.8%	-17.5%	-59.3%	182.7%
营业成本	222.7	244.0	234.1	210.2	250.5	279.1	281.6	169.8	270.6
毛利	154.1	234.2	148.5	183.9	202.2	294.8	191.9	23.0	274.4
营业费用	2.9	2.7	3.0	2.5	2.5	3.1	3.7	2.5	3.7
管理费用	51.2	44.6	55.9	48.0	44.6	47.2	70.4	48.0	46.0
财务费用	6.6	6.2	5.5	6.3	6.4	6.1	5.3	4.3	4.0
营业利润	96.7	178.9	85.1	129.0	149.4	242.5	112.9	-26.2	221.1
利润总额	97.7	178.7	84.3	128.9	149.0	242.3	113.2	-23.5	220.8
所得税	16.2	23.6	25.8	23.7	22.3	27.9	51.7	2.9	34.6
归母净利润	73.2	140.5	56.7	94.7	113.1	191.9	63.4	-18.5	163.5
毛利率	40.89%	48.97%	38.82%	46.67%	44.67%	51.37%	40.53%	11.93%	50.35%
销售费用率	0.76%	0.56%	0.79%	0.65%	0.55%	0.53%	0.78%	1.28%	0.68%
管理费用率	13.59%	10.74%	14.62%	13.31%	11.22%	9.36%	14.86%	24.89%	8.44%
财务费用率	1.74%	1.31%	1.45%	1.59%	1.41%	1.07%	1.12%	2.23%	0.73%

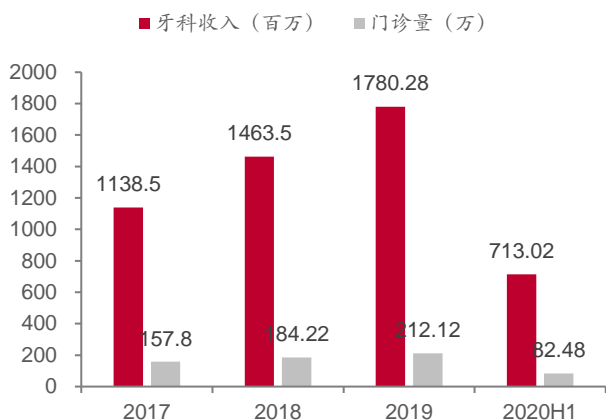
来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 2: 通策医疗分季度毛利率和净利率变化**


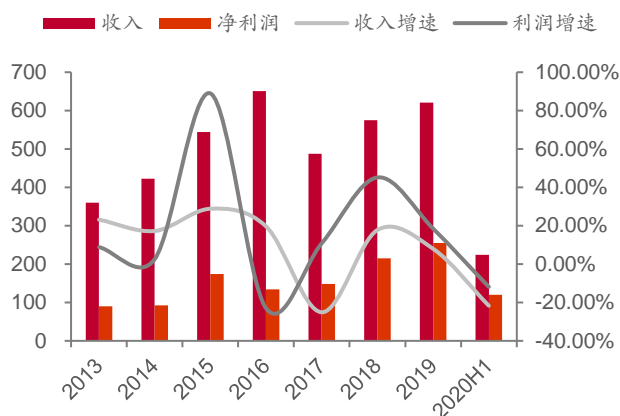
来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 3: 通策医疗分季度三项费用率变化**


来源: wind, 中泰证券研究所

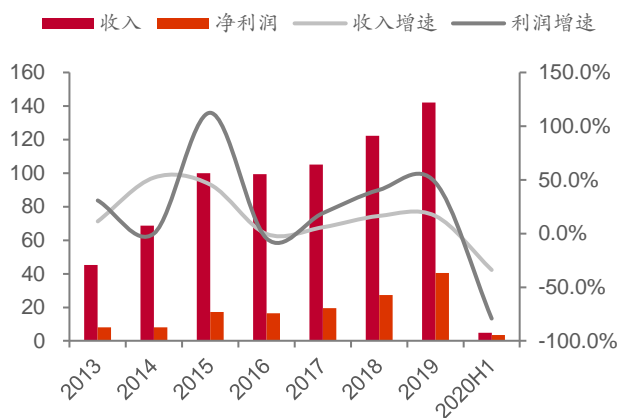
**图表 4: 通策医疗牙科收入和门诊量**


来源: 中泰证券研究所, 公司公告

**图表 5: 杭州口腔医院收入利润情况 (百万)**


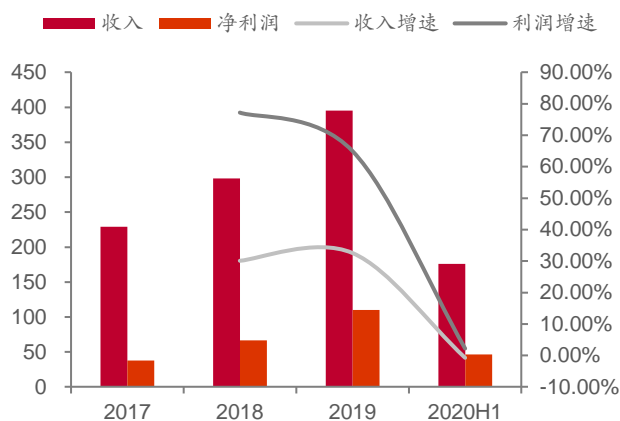
来源: 中泰证券研究所, 公司公告

图表 6: 宁波口腔医院收入利润情况 (百万)



来源: 中泰证券研究所, 公司公告

图表 7: 城西口腔医院收入利润情况 (百万)



来源: 中泰证券研究所, 公司公告

- 风险提示事件: 疫情影响客流恢复不及预期, 口腔医院扩张不及预期, 种植倍增计划推广不及预期, 医疗事故风险

**图表 8: 通策医疗财务预测模型**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	635	1182	1874	2903	<b>营业收入</b>	1894	2306	3104	4050
现金	483	1004	1643	2600	营业成本	1021	1227	1645	2150
应收账款	56	70	94	123	营业税金及附加	5	6	8	11
其他应收款	35	43	57	75	营业费用	12	14	19	28
预付账款	44	37	49	64	管理费用	210	256	345	450
存货	16	25	30	41	财务费用	24	-4	-33	-71
其他流动资产	1	4	1	-1	资产减值损失	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	2024	2055	2290	2512	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	232	120	135	150	投资净收益	33	35	40	48
固定资产	789	896	1106	1305	<b>营业利润</b>	634	813	1128	1500
无形资产	14	11	9	6	营业外收入	2	12	12	15
其他非流动资产	990	1027	1040	1051	营业外支出	2	2	2	2
<b>资产总计</b>	2660	3237	4164	5415	<b>利润总额</b>	633	824	1137	1513
<b>流动负债</b>	341	349	425	524	所得税	126	163	226	300
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	508	661	912	1213
应付账款	114	136	183	239	少数股东损益	45	58	97	129
其他流动负债	228	212	242	285	<b>归属母公司净利润</b>	463	603	815	1085
<b>非流动负债</b>	349	263	201	139	EBITDA	744	908	1215	1573
长期借款	320	255	190	125	EPS (元)	1.44	1.88	2.54	3.38
其他非流动负债	28	8	10	14					
<b>负债合计</b>	690	612	626	663	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	184	242	339	467	<b>会计年度</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
股本	321	321	321	321	<b>成长能力</b>				
资本公积	0	0	0	0	营业收入	22.5%	21.7%	34.6%	30.5%
留存收益	1457	2060	2875	3960	营业利润	44.2%	28.3%	38.6%	33.0%
归属母公司股东权益	1785	2384	3199	4285	归属于母公司净利润	39.4%	30.2%	35.2%	33.1%
<b>负债和股东权益</b>	2660	3237	4164	5415	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	46.1%	46.8%	47.0%	46.9%
					净利率(%)	24.4%	26.1%	26.3%	26.8%
					ROE(%)	25.9%	25.3%	25.5%	25.3%
					ROIC(%)	51.5%	61.8%	74.9%	90.9%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	25.9%	18.9%	15.0%	12.2%
					净负债比率(%)	55.12%	48.29%	36.82%	24.96%
					流动比率	1.86	3.39	4.41	5.54
					速动比率	1.81	3.32	4.34	5.46
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.79	0.78	0.84	0.85
					应收账款周转率	34	35	36	35
					应付账款周转率	10.17	9.82	10.31	10.19
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	1.44	1.88	2.54	3.38
					每股经营现金流(最新摊薄)	2.02	2.93	3.09	3.95
					每股净资产(最新摊薄)	5.57	7.43	9.98	13.36
					<b>估值比率</b>				
					P/E	125.67	96.53	71.40	53.66
					P/B	32.59	24.42	18.19	13.58
					EV/EBITDA	77	63	47	37

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。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; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 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。但本公司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, 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, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。