

# 通策医疗 (600763.SH)

一季度扣非净利润增长 51%，传统淡季维持高质量经营

## 核心观点:

### ● 扣非净利润增长 51.08%，延续去年以来的高速增长

公司一季度实现收入 3.94 亿，增长 27.77%，归母净利润 9471 万，增长 53.71%，扣非净利润 9289 万，增长 51.08%，EPS0.30 元，高于市场预期，在去年一季度已经有 44% 的业绩增速的基础上，今年增速继续维持在 50% 以上，充分体现了去年以来口腔医疗行业的高景气度以及公司内部经营效率的持续提升。

### ● 2019 年加快战略布局，省内扩张规划明确

我们预计一季度整体延续了去年四季度的经营趋势，且公司整体仍在前期杭口总院和城西分院扩建后的业绩红利期，其他中小型分院的盈利能力也在持续提升。2019 年公司还提出了口腔种植业务的倍增计划，从而更好地覆盖不同价格区间的患者需求，也加强了对年轻医生的招聘和培养。年初签订的 10 家蒲公英计划医院也在有序推进，预计 2019 年内可以全面开业，通策医疗再浙江省内的影响力仍在快速提升。

### ● 经营现金流提升 1258.47%，毛利率提升 3.71 个百分点

2019 一季度公司毛利率 46.67%，提升 3.71 个百分点，我们预计除了核心医院的规模效应持续提升以外，过去两三年新建的分院也贡献了额外增量。期间费用率 15.54%，下降 2.86 个百分点，其中销售费用率 0.65%，下降 0.13 个百分点，研发+管理费用率 13.31%，下降 2.38 个百分点，财务费用率 1.59%，下降 0.35 个百分点，整体看各项费用指标均有改善，在传统淡季做出了接近旺季的经营质量。每股经营性现金流 0.36 元，提升 1258.47%，主要由于去年一季度经营现金流基数较低，但也是在淡季体现出了与传统旺季相当的现金流质量，可见公司内部效率的提升。

### ● 预计 19-21 年业绩分别为 1.35 元/股、1.74 元/股、2.24 元/股

我们预计 19-21 年业绩分别为 1.35 元/股、1.74 元/股、2.24 元/股，按最新收盘价计算对应 PE56.83 倍、44.37 倍、34.43 倍。参考医疗服务 2019 年平均估值 52 倍左右，考虑到公司从杭州口腔医院逐步打造以浙江为核心，全国综合布局的口腔连锁医疗龙头。未来省外大型口腔医院将显著增强公司的品牌效应，长期成长空间较大；考虑到公司目前优于行业平均的成长能力，我们在行业平均估值基础上给予一定溢价空间，维持公司合理价值 79.65 元/股，维持“买入”评级。

### ● 风险提示

新院盈利情况低于预期；口腔行业景气度和行业成长性不及预期；行业竞争加剧带来盈利能力影响；医院扩张的速度不能满足业务量增长需求。

## 盈利预测:

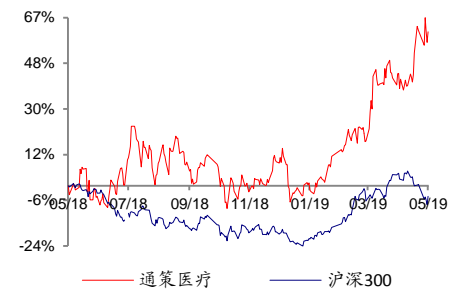
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,180	1,546	1,940	2,451	3,096
增长率(%)	34.2	31.1	25.5	26.3	26.3
EBITDA(百万元)	364	531	668	852	1,087
净利润(百万元)	217	332	434	556	717
增长率(%)	59.1	53.3	30.8	28.1	28.9
EPS(元/股)	0.68	1.04	1.35	1.74	2.24
市盈率(P/E)	47.85	45.83	56.83	44.37	34.43
市净率(P/B)	10.44	11.57	14.11	10.71	8.17
EV/EBITDA	28.33	28.85	36.69	28.20	21.46

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

## 公司评级

公司评级	买入
当前价格	77.0 元
合理价值	79.65 元
前次评级	买入
报告日期	2019-05-11

## 相对市场表现



## 分析师:

罗佳荣



SAC 执证号: S0260516090004



021-60750612



luojiarong@gf.com.cn

## 分析师:

孙辰阳



SAC 执证号: S0260518010001



021-60750628



sunchenyang@gf.com.cn

## 分析师:

吴文华



SAC 执证号: S0260516090001



SFC CE No. BFX489



021-60750628



wuwenhua@gf.com.cn

请注意，罗佳荣、孙辰阳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):2018 净利润增长 53.34%，门诊量和客单价快速提升	2019-04-01
--	------------

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	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>669</b>	<b>470</b>	<b>780</b>	<b>1,304</b>	<b>2,032</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>347</b>	<b>469</b>	<b>589</b>	<b>744</b>	<b>938</b>
货币资金	560	350	639	1,128	1,809	净利润	227	359	470	602	776
应收及预付	69	79	92	116	147	折旧摊销	78	90	67	79	90
存货	25	23	29	37	46	营运资金变动	33	15	23	35	44
其他流动资产	15	18	19	24	29	其它	9	5	29	29	29
<b>非流动资产</b>	<b>1,125</b>	<b>1,662</b>	<b>1,866</b>	<b>2,015</b>	<b>2,152</b>	<b>投资活动现金流</b>	<b>-271</b>	<b>-597</b>	<b>-271</b>	<b>-227</b>	<b>-227</b>
长期股权投资	103	114	114	114	114	资本支出	-68	-241	-271	-227	-227
固定资产	641	812	968	1,113	1,246	投资变动	-206	-214	0	0	0
在建工程	22	14	29	34	39	其他	3	-142	0	0	0
无形资产	16	15	13	12	11	<b>筹资活动现金流</b>	<b>201</b>	<b>-82</b>	<b>-29</b>	<b>-29</b>	<b>-29</b>
其他长期资产	343	707	742	742	742	银行借款	240	-45	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>1,795</b>	<b>2,133</b>	<b>2,646</b>	<b>3,319</b>	<b>4,184</b>	股权融资	23	8	0	0	0
<b>流动负债</b>	<b>215</b>	<b>270</b>	<b>314</b>	<b>385</b>	<b>474</b>	其他	-62	-44	-29	-29	-29
短期借款	0	0	0	0	0	<b>现金净增加额</b>	<b>277</b>	<b>-209</b>	<b>289</b>	<b>488</b>	<b>682</b>
应付及预收	81	101	113	143	180	<b>期初现金余额</b>	<b>283</b>	<b>560</b>	<b>350</b>	<b>639</b>	<b>1,128</b>
其他流动负债	134	169	200	242	294	<b>期末现金余额</b>	<b>560</b>	<b>350</b>	<b>639</b>	<b>1,128</b>	<b>1,809</b>
<b>非流动负债</b>	<b>480</b>	<b>415</b>	<b>415</b>	<b>415</b>	<b>415</b>						
长期借款	480	415	415	415	415						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	0	0	0	0	0						
<b>负债合计</b>	<b>695</b>	<b>685</b>	<b>728</b>	<b>799</b>	<b>889</b>						
股本	321	321	321	321	321						
资本公积	0	0	0	0	0						
留存收益	672	994	1,429	1,985	2,702						
归属母公司股东权益	993	1,315	1,750	2,306	3,023						
少数股东权益	107	133	168	213	272						
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,795</b>	<b>2,133</b>	<b>2,646</b>	<b>3,319</b>	<b>4,184</b>						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>1,180</b>	<b>1,546</b>	<b>1,940</b>	<b>2,451</b>	<b>3,096</b>
营业成本	692	877	1,077	1,356	1,704
营业税金及附加	5	5	6	7	9
销售费用	12	11	18	23	26
管理费用	170	190	210	255	316
研发费用	15.84	23.00	28.87	36.46	43.34
财务费用	11.57	24.32	25.97	37.14	49.29
资产减值损失	2.44	0.99	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	7.36	22.79	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>280.88</b>	<b>439.40</b>	<b>574.52</b>	<b>735.84</b>	<b>948.35</b>
营业外收支	0.80	-0.21	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>282</b>	<b>439</b>	<b>575</b>	<b>736</b>	<b>948</b>
所得税	55	80	105	134	173
<b>净利润</b>	<b>227</b>	<b>359</b>	<b>470</b>	<b>602</b>	<b>776</b>
少数股东损益	10	27	35	45	59
<b>归属母公司净利润</b>	<b>217</b>	<b>332</b>	<b>434</b>	<b>556</b>	<b>717</b>
EBITDA	363.75	531.13	667.89	851.51	1087.29
EPS (元)	0.68	1.04	1.35	1.74	2.24

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	34.2	31.1	25.5	26.3	26.3
营业利润增长	70.2	56.4	30.8	28.1	28.9
归母净利润增长	59.1	53.3	30.8	28.1	28.9
<b>获利能力</b>					
毛利率	41.4	43.3	44.5	44.7	45.0
净利率	19.2	23.2	24.2	24.6	25.1
ROE	21.8	25.3	24.8	24.1	23.7
ROIC	26.5	28.4	33.9	40.5	49.3
<b>偿债能力(%)</b>					
资产负债率	38.7	32.1	27.5	24.1	21.2
净负债比率	27.9	21.3	17.2	13.7	10.9
流动比率	3.11	1.74	2.49	3.39	4.29
速动比率	2.86	1.55	2.28	3.18	4.07
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.77	0.79	0.81	0.82	0.83
应收账款周转率	39.65	33.78	33.78	33.78	33.78
存货周转率	27.30	36.92	36.92	36.92	36.92
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.68	1.04	1.35	1.74	2.24
每股经营现金流	1.08	1.46	1.84	2.32	2.93
每股净资产	3.10	4.10	5.46	7.19	9.43
<b>估值比率</b>					
P/E	47.85	45.83	56.83	44.37	34.43
P/B	10.44	11.57	14.11	10.71	8.17
EV/EBITDA	28.33	28.85	36.69	28.20	21.46

## 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。  
吴文华：资深分析师，华东师范大学金融硕士，2014年进入广发证券发展研究中心。  
孙辰阳：资深分析师，北京大学金融信息工程硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。

## 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	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	1401-1410室
客服邮箱	gfyf@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。

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。