

通策医疗（600763）深度研究报告

寻找下一条增长曲线 —蒲公英计划专题研究

- ❖ **复盘与展望：蒲公英医院或将带动下一条增长曲线。**我们认为，公司发展可划分为两大阶段：**总院培育阶段（2006-2016）**：该发展阶段中，总院逐渐发展成熟并贡献了公司主要业绩。**分院扩张阶段（2017-未来）**：以总院的品牌影响力与医生资源为基础，分院持续扩张发展/贡献业绩（占比）持续增长。以**总院级医院与分院级医院的稳定增长为基础，我们预计在蒲公英医院增长的带动下，公司 2020-23 年营收与归母净利润 CAGR 或均将高达 30%+**。
- ❖ **分院级医院（蒲公英医院前身）核心：总院医生支持模式。**总院+分院模式下，分院级医院受益于总院品牌与医生资源的双重支持，高速发展增长。我们认为，其中总院医生支持系统是总院+分院模式的核心，**总院医生支持系统的核心目的是通过医生支持提升分院的诊疗能力/诊疗效率，为分院树立核心竞争力并增强核心盈利能力。**
- ❖ **蒲公英医院核心：医生合伙人模式。**在总院+分院模式（总院医生支持系统）的基础之上，**蒲公英医院采用医生合伙人模式。**我们认为，口腔医疗连锁医院扩张的首要制约因素是运营效率降低，而医生合伙人模式能够解决上述制约，保证分院运营与扩张效率。1）运营效率：医生合伙人模式通过**让核心医生持有医院股份实现深度利益绑定（激发医生主观能动性），保证医院高水平管理效率，实现医院高水平运行效率。**2）扩张效率：**核心医生持股使公司能够减少初期投入。**此外，通过与当地资深医生合伙，能够在开业初期快速获取医生/患者资源，因此医院扩张效率将提升。
- ❖ **深度分析：蒲公英医院业绩贡献分析（华创口腔医疗机构分析模型）。**我们对全国各地 95 家口腔医疗连锁机构进行了全面业绩复盘，自此创新提出华创医药口腔医疗机构分析模型。模型分为宏观与微观：**宏观模型方面，根据区域“患者支付能力”与“患者潜在数量”，对蒲公英医院的营收规模与营收增速进行研判；微观模型方面，我们总结出口腔医疗机构单店模型，对成本进行详细拆分，将用于预测蒲公英医院的净利润率情况。**
- ❖ **公司业绩全面展望：下一条增长曲线或将至。**我们认为以**总院级医院与分院级医院的稳定增长为基础，蒲公英医院将带动公司的下一条增长曲线。**我们预计蒲公英医院 2020-23 年将贡献营收 0.61 亿/2.54 亿/6.22 亿/10.25 亿；将贡献归母净利润 -0.03 亿/-0.11 亿/0.34 亿/0.84 亿。增速方面，我们预计蒲公英医院于 2021 年起将贡献近 10% 的公司整体营收增速，于 2022 年起将贡献近 5% 的公司整体归母净利润增速。
- ❖ **盈利预测、估值及评级。**根据调研结果进行分析，公司蒲公英医院经营数据超预期，我们看好蒲公英计划发展前景，故提升公司 20-22 年预期主营收入至 20.09 亿/28.40 亿/38.56 亿，对应 EPS 为 1.51 元/2.48 元/3.19 元（原测对应 EPS 为 1.50 元/2.00 元/2.78 元）。鉴于公司所属医疗服务行业自由现金流较稳定，我们采用 DCF 估值法。考虑到蒲公英计划开展顺利，故调高目标价至 380 元（原目标价 277 元），维持“强推”评级。
- ❖ **风险提示：**蒲公英医院扩张不及预期、竞争加剧，新型冠状病毒疫情爆发，模型模拟数据与真实情况存在偏差。

主要财务指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	1,894	2,009	2,840	3,856
同比增速(%)	22.5%	6.1%	41.3%	35.8%
归母净利润(百万)	463	483	796	1,022
同比增速(%)	39.4%	4.3%	64.8%	28.5%
每股盈利(元)	1.44	1.51	2.48	3.19
市盈率(倍)	210	201	122	95
市净率(倍)	54.5	43.0	32.1	24.1

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2021 年 01 月 11 日收盘价

强推（维持）

目标价：380 元

当前价：303.44 元

华创证券研究所

证券分析师：刘宇腾

电话：010-66500915

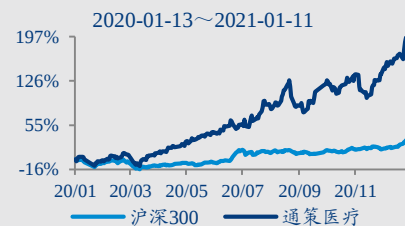
邮箱：liuyuteng@hcyjs.com

执业编号：S0360519080001

公司基本数据

总股本(万股)	32,064
已上市流通股(万股)	32,064
总市值(亿元)	972.95
流通市值(亿元)	972.95
资产负债率(%)	21.2
每股净资产(元)	6.8
12 个月内最高/最低价	305.08/90.9

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《通策医疗（600763）2020 年中报点评：二季度业绩复旧如新，儿科业务增速亮眼》

2020-08-06

《通策医疗（600763）重大事项点评：儿科业务战略布局完成，收获期指日可待》

2020-09-13

《通策医疗（600763）2020 年三季报点评：营收增长持续提速，新医院开业略影响利润单季增速》

2020-10-28

投资主题

报告亮点

本报告对公司发展进行了系统化的复盘与展望，对分院扩展阶段下分彙医院（蒲公英医院前身）与蒲公英医院的核心商业模式进行了深度探讨/分析，根据已公布蒲公英医院开业计划，对蒲公英医院布局情况进行预测。本报告创新提出华创医药口腔医疗机构分析模型，根据模型对蒲公英医院业绩增长进行了较为详尽的预测（结合布局情况）。最终得出结论：以总院级医院与分院级医院的稳定增长为基础，蒲公英医院将带动公司的下一条增长曲线。

投资逻辑

本篇报告对公司发展进行了系统化的复盘与展望。总结出总院+分院模式下“总院培育”与“分院扩张”两大阶段。

分院扩张阶段下，我们对公司分彙医院（蒲公英医院前身）与蒲公英医院的核心商业模式进行了深入本质的探讨与分析。

根据公司目前已公布开业计划，我们总结出蒲公英医院扩张的横与纵两个维度，我们预计 2023 年蒲公英医院即可实现浙江省内全覆盖。

我们创新提出华创医药口腔医疗机构分析模型，用于深度分析蒲公英医院，并对其业绩增长进行较为详尽的预测（结合布局情况），最终得出结论：

我们认为以总院级医院与分院级医院的稳定增长为基础，蒲公英医院或将带动公司的下一条增长曲线。

我们预计蒲公英医院 2020-23 年将贡献营收 0.61 亿/2.54 亿/6.22 亿/10.25 亿；将贡献归母净利润-0.03 亿/-0.11 亿/0.34 亿/0.84 亿。增速方面，我们预计蒲公英医院于 2021 年起将贡献近 10% 的公司整体营收增速，于 2022 年起将贡献近 5% 的公司整体归母净利润增速。

关键假设、估值与盈利预测

盈利预测、估值及评级。根据调研结果进行分析，公司蒲公英医院经营数据或超预期，我们看好蒲公英计划发展前景，故提升公司 20-22 年预期主营收入至 20.09 亿/28.40 亿/38.56 亿，对应 EPS 为 1.51 元/2.48 元/3.19 元。鉴于公司所属医疗服务行业自由现金流较稳定，我们采用 DCF 估值法。考虑到蒲公英计划开展顺利，故调高目标价至 380 元（原目标价 277 元），维持“强推”评级。

目 录

一、复盘与展望：蒲公英医院或将带动下一条增长曲线	5
二、蒲公英医院核心模式分析：“总院+分院”下的医生合伙人模式	5
（一）分院级医院（蒲公英医院前身）核心：总院医生支持系统	5
（二）蒲公英医院核心：医生合伙人模式	7
（三）蒲公英医院布局情况：根据横与纵两个维度，2023 年或将实现省内全覆盖	8
三、深度分析：蒲公英医院业绩贡献分析（华创口腔医疗机构分析模型）	9
（一）华创医药口腔医疗机构分析模型	9
（二）宏观模型：营收规模与营收增速研判	10
（三）微观模型：净利润率研判	11
四、公司业绩全面展望：下一条增长曲线或将至	12
五、风险提示	13

图表目录

图表 1 公司历史发展全面复盘	5
图表 2 总院+分院模式核心：总院医生支持系统	6
图表 3 2019 年公司旗下医院销售费用率远低于行业平均水平（较部分新三板上市口腔 连锁品牌）	7
图表 4 2015-19 年小白兔口腔当年开业医院平均单牙椅收入（万元）与累计医院数 ...	7
图表 5 部分已开业蒲公英医院股权结构	8
图表 6 蒲公英医院对应区域情况：扩张空间广阔	8
图表 7 蒲公英医院已公布选址一览：医院扩张具有横与纵两个维度	9
图表 8 根据华创医药口腔医疗机构分析模型，2023 年蒲公英医院或将实现浙江省全覆 盖	9
图表 9 区域人均 GDP-营收规模	10
图表 10 区域常住人口数-营收增速	10
图表 11 蒲公英医院（已公布选址）所在地区 2019 年人均 GDP 平均超全国水平 72%	11
图表 12 口腔医疗机构单店模型	12
图表 13 公司业绩全面展望：下一条增长曲线或将至	12

一、复盘与展望：蒲公英医院或将带动下一条增长曲线

回顾历史，我们认为，公司发展可划分为两大阶段：

总院培育阶段（2006-2016）：该发展阶段中，合计4家旗舰总院级医院（杭州口腔医院、宁波口腔医院、杭州口腔医院城西分院、昆明口腔医院）陆续开业，并逐渐发展成熟、规模效益逐步产生（品牌影响力逐步渗透沉淀/聚医能力逐步增强）。该发展阶段中，总院贡献了公司主要业绩（近90%的营业收入/近100%的归母净利润）。

分院扩张阶段（2017-未来）：以总院的品牌影响力与医生资源为基础，分院级医院（规模较小医院/牙椅数50张左右及以下，主要为杭口/宁口品牌下分院）持续扩张发展/贡献业绩（占比）持续增长。以2016年前后开设的分院级医院（2013-2018年合计开业13家分院级医院）为首，分院级医院于2017年开始显著贡献营收（贡献公司20%以上营收）/于2019年开始显著贡献归母净利润（贡献公司10%以上归母净利润）。

分院扩张阶段下，我们认为，蒲公英医院将带动公司业绩的下一条增长曲线：

以总院级医院与分院级医院的稳定增长为基础，我们预计在蒲公英医院增长的带动下，公司2020-23年营收与归母净利润CAGR或均将高达30%+。

图表1 公司历史发展全面复盘



资料来源：公司公告，华创证券预测

注：图表中比率代表公司当年业绩中各类医院的贡献占比。

二、蒲公英医院核心模式分析：“总院+分院”下的医生合伙人模式

（一）分院级医院（蒲公英医院前身）核心：总院医生支持系统

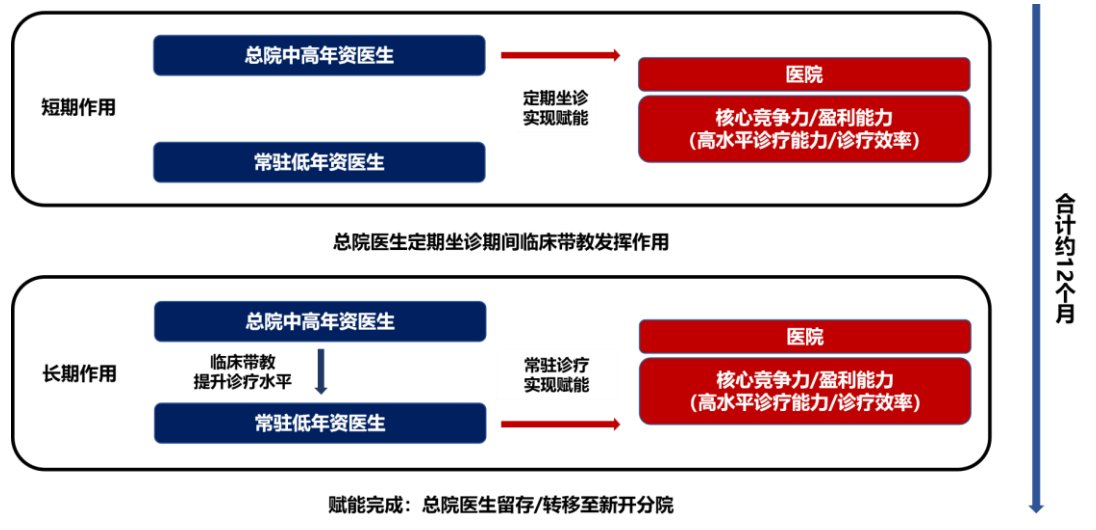
“总院+分院”模式核心：总院医生支持系统。“总院+分院”模式下，分院级医院受益

于总院品牌与医生资源的双重支持，高速发展增长。我们认为，其中总院医生支持系统是总院+分院模式的核心，总院医生支持系统的核心目的是通过医生支持提升分院的诊疗能力/诊疗效率，为分院树立核心竞争力并增强核心盈利能力。我们认为，总院医生支持系统将分别产生短期与长期作用：

短期作用：总院中高年资医生通过定期坐诊的方式为分院实现赋能。

长期作用：常驻医生在带教影响下诊疗能力/诊疗效率全面提升，通过常驻诊疗实现赋能。

图表 2 总院+分院模式核心：总院医生支持系统

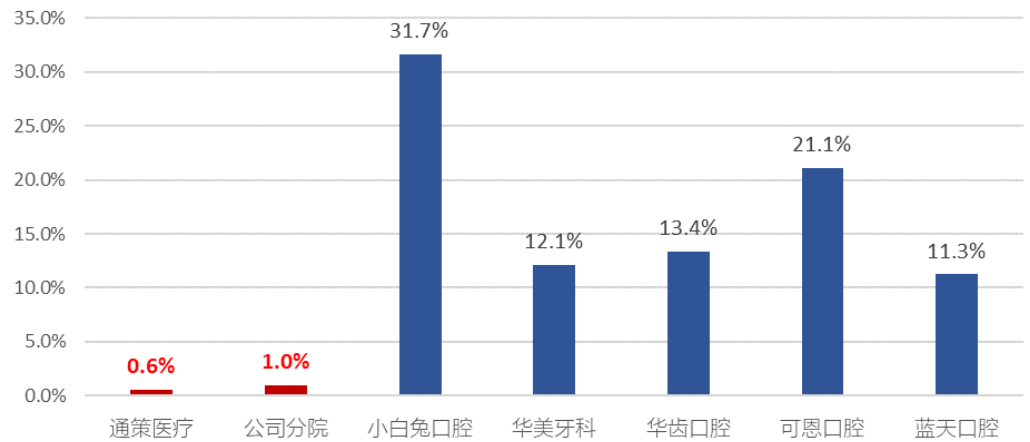


资料来源：华创证券

注：根据宁波口腔医院医院集团舟山定海分院经验，总院医生带教下，约12个月的时间内常驻医生诊疗能力/诊疗效率即可实现提升（长期作用发生）。

总院医生支持系统将为医院树立核心竞争力/增强盈利能力。我们认为，总院中高年资医生（短期作用）与带教赋能后的常驻医生（长期作用）均是分院所在地区（主要为城郊/县域下沉市场）稀缺优质医生资源，均能为分院树立核心竞争力。品牌与医生资源的双重支持下，医院获取客流不依赖于高水平销售费用投入，因此盈利能力将较强（销售费用率较低）。

图表 3 2019 年公司旗下医院销售费用率远低于行业平均水平（较部分新三板上市口腔连锁品牌）



资料来源：公司公告、华创证券

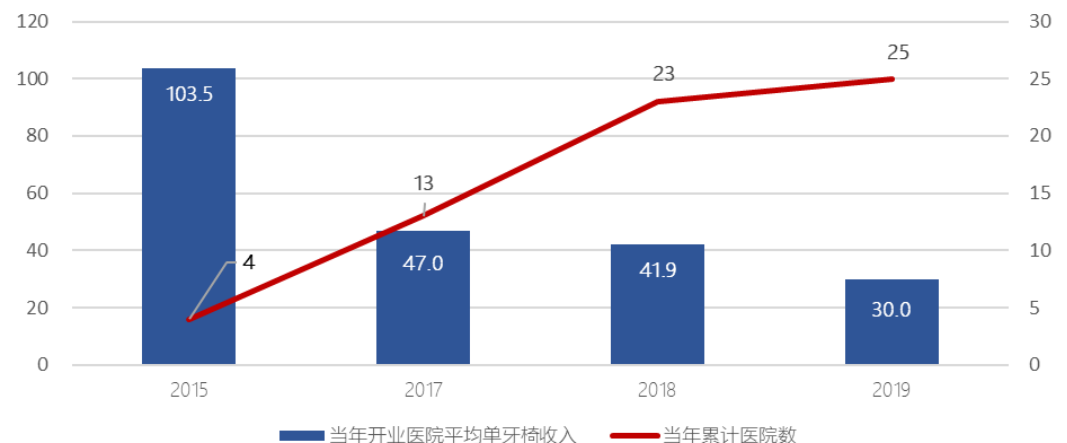
注：根据调研结果进行分析，公司旗下分院每年销售费用率均在 1% 以下（除开业首年销售费用率约为 3% 左右）。

（二）蒲公英医院核心：医生合伙人模式

蒲公英医院：总院+分院模式下的医生合伙人模式。在总院+分院模式（总院医生支持系统）的基础之上，蒲公英医院采用医生合伙人模式。

口腔医疗连锁医院扩张首要制约因素：运营效率降低。口腔医疗服务具有较强的手工业属性，因此机构经营情况与医生工作质效水平相关程度较高。口腔医疗连锁进行医院扩张后，由于医生管理能力稀释，普遍面临医生工作质效水平降低，导致医院运营效率整体降低（单牙椅收入降低）的情况。

图表 4 2015-19 年小白兔口腔当年开业医院平均单牙椅收入（万元）与累计医院数



资料来源：公司公告、华创证券

我们认为，医生合伙人模式能够解决上述制约：保证分院运营与扩张效率。1)运营效率：医生合伙人模式通过让核心医生持有医院股份实现深度利益绑定（激发医生主观能动性），

保证医院高水平医生管理效率，实现医院高水平运行效率。2) 扩张效率：核心医生持股使公司能够减少初期投入。此外，通过与当地资深医生合伙，能够在开业初期快速获取医生/患者资源，因此医院扩张效率将提升。另一方面，我们认为，医生合伙人模式将满足公司内部中高年资医生的管理/创业需求，帮助留存医生资源。

医生合伙人模式结构：根据工商信息分析，蒲公英医院为三方持股：1) 集团总院持股比率固定为 51%；2) 总院医生集团持股比率通常为 15%左右（目前由公司旗下“诸暨市通策蒲公英投资咨询合伙企业”代持）；3) 分院核心医生团队（院长团队）持股比率通常为 35%左右。其中，总院医生集团是总院与分院间的核心纽带，总院医生集团持股将保证总院医生支持模式的高效运行。持股的分院核心医生团队分为两类：总院资深医生（为分院管理与医疗赋能）与当地资深医生（为分院初期快速引入患者与医生资源），分院核心医生团队持股将保证分院的高水平运营效率。

图表 5 部分已开业蒲公英医院股权结构

	下沙分院	临平分院	德清分院	柯桥分院	镇海分院	鄞州分院	奉化分院	普陀分院
总院集团持股	51%	51%	51%	51%	51%	51%	51%	51%
总院医生集团持股	19%	16%	15%	24%	14%	-	9%	17%
分院核心医生团队持股	30%	33%	34%	25%	35%	49%	40%	32%

资料来源：企业工商信息查询，华创证券

注：其中鄞州分院为 2019 年收购医院（情况较为特殊），因此诸暨市通策蒲公英投资咨询合伙企业未代持股份。

（三）蒲公英医院布局情况：根据横与纵两个维度，2023 年或将实现省内全覆盖

蒲公英医院根据规模（牙椅数）细分为三级：三级蒲公英医院对应 100 张牙椅左右规模、二级医院对应 50 张牙椅左右规模、一级医院对应 30 张牙椅左右规模。我们对公司省内所有分院选址进行了系统梳理：区域常住人口数（万人）普遍为分院牙椅数的 1-2 倍（平均为 1.62 倍）。根据该比率进行分析，我们对浙江省所有区县进行了梳理，我们认为浙江省内可开设 53 家蒲公英医院（包含当前已开业合计 9 家医院），其中可开设三级蒲公英医院 6 家、二级蒲公英医院 18 家（包含当前已开业 2 家医院）、一级蒲公英医院 29 家（包含当前已开业 7 家医院）。蒲公英医院扩张空间广阔。

图表 6 蒲公英医院对应区域情况：扩张空间广阔

蒲公英医院	预计可开设数量	对应区域	符合标准区县数量
三级蒲公英医院（100 张牙椅左右）	6	地级市主城区（162 万常住人口左右）	6
二级蒲公英医院（50 张牙椅左右）	18	较大城郊/县域（81 万常住人口左右）	18
一级蒲公英医院（30 张牙椅左右）	29	较小城郊/县域（49 万常住人口左右）	29
合计	53	合计	53

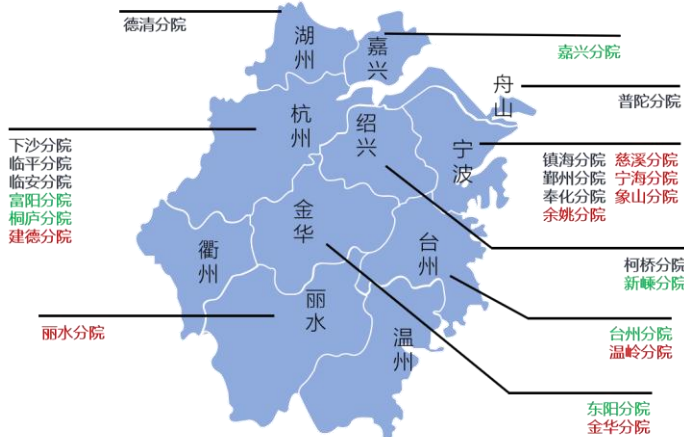
资料来源：华创证券预测

根据公司目前蒲公英医院选址情况，我们认为蒲公英医院的扩张顺序有横与纵两个维度。
横向：自优势区域（总院所在的浙江省北部地区）向其他区域（浙江省南部地区）扩张；

纵向：自城区/城郊向县域区域深入。根据两个维度，我们预计 2021-23 年分别可开设 14 家/16 家/14 家蒲公英医院，2023 年蒲公英医院有望全部开业/实现浙江省全覆盖。

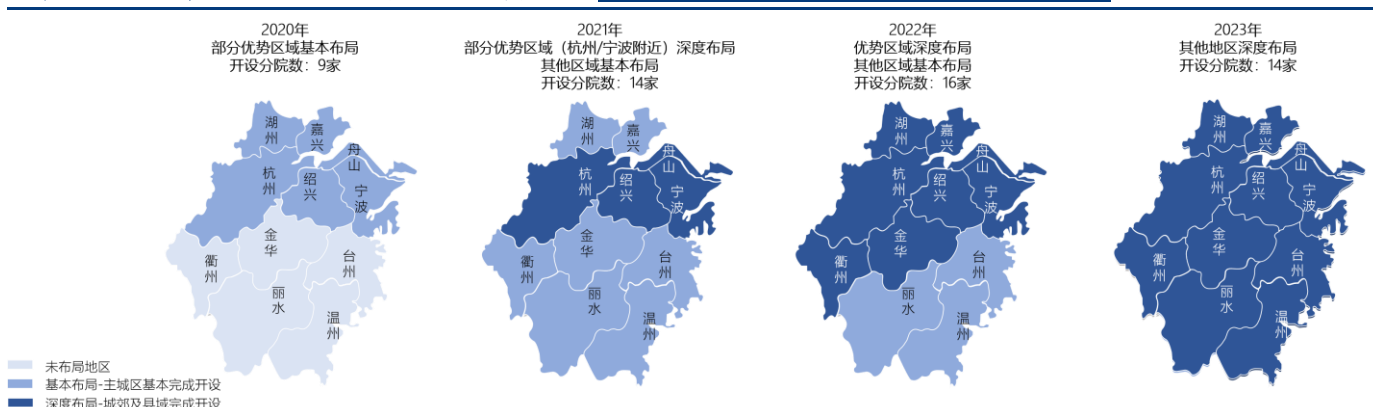
图表 7 蒲公英医院已公布选址一览：医院扩张具有横与纵两个维度

序号	蒲公英门诊	地级市	所属区域	地区类型	状态
1	下沙分院	杭州	江干区	城郊	已开业
2	临平分院	杭州	余杭区	城郊	
3	德清分院	湖州	德清县	县域	
4	柯桥分院	绍兴	柯桥区	城郊	
5	镇海分院	宁波	镇海区	城郊	
6	鄞州分院	宁波	鄞州区	城郊	城郊89% 县域11%
7	普陀分院	舟山	普陀区	城郊	将开业
8	奉化分院	宁波	奉化区	城郊	
9	临安分院	杭州	临安区	城郊	
1	富阳分院	杭州	富阳区	城郊	
2	桐庐分院	杭州	桐庐县	县域	
3	嘉兴分院	嘉兴	南湖区	城郊	城郊57% 县域43%
4	新嵛分院	绍兴	新昌县	县域	拟建
5	东阳分院	金华	东阳县	县域	
6	丽水分院	丽水	莲都区	城郊	
7	台州分院	台州	椒江区	城郊	
1	建德分院	杭州	建德县	县域	城郊0% 县域100%
2	金华分院	金华市	金华市	县域	拟建
3	温岭分院	台州	温岭县	县域	
4	余姚分院	宁波	余姚县	县域	
5	慈溪分院	宁波	慈溪县	县域	
6	宁海分院	宁波	宁海县	县域	
7	象山分院	宁波	象山县	县域	



资料来源：公司公告、华创证券

图表 8 根据华创医药口腔医疗机构分析模型，2023 年蒲公英医院或将实现浙江省全覆盖



资料来源：华创证券预测

注：优势地区指总院所在的浙江省北部地区，包含杭州市、宁波市、嘉兴市、湖州市、绍兴市、金华市、衢州市、舟山市；其他地区指浙江省南部地区，包含温州市、台州市、丽水市。

三、深度分析：蒲公英医院业绩贡献分析（华创口腔医疗机构分析模型）

（一）华创医药口腔医疗机构分析模型

我们对全国各地 95 家口腔医疗连锁机构进行了全面业绩复盘，自此创新提出华创医药口腔医疗机构分析模型。本篇报告中我们使用该模型对蒲公英医院进行深度分析。模型分为宏观与微观：

宏观模型方面，根据区域“患者支付能力”与“患者潜在数量”，对口腔医疗机构的业绩增长与发展前景进行研判：1）区域常住人口人均 GDP（衡量患者支付能力）与 2）区域常住人口数（衡量潜在患者数量）两大指标，将分别影响机构的营收规模与营收增速；

微观模型方面，我们总结出口腔医疗机构单店模型，对成本进行详细拆分，将用于预测机构的净利润率情况。

（二）宏观模型：营收规模与营收增速研判

营收规模：患者支付能力-区域人均 GDP：我们认为，患者支付能力（所在区域常住人口人均 GDP）将决定医院营收规模（开业首年单牙椅收入）。区域患者支付能力将直接决定医院的平均客单价水平，进而决定医院单牙椅创收效率（单牙椅产出）：患者支付能力较强区域，种植/正畸等高客单价项目得以开展，医院单牙椅收入水平将较高；患者支付能力较弱区域，诊疗项目主要为基础补牙/拔牙等低客单价项目，因此医院单牙椅收入水平将较低。

根据华创医药口腔医疗机构分析模型：位于患者支付能力较强（常住人口人均 GDP 为 15 万元左右）区域的医院，首年单牙椅收入在 45 万元左右；位于患者支付能力中等（常住人口人均 GDP 为 10 万元左右）区域的医院，首年单牙椅收入在 35 万元左右；位于患者支付能力较弱（常住人口人均 GDP 为 5 万元左右）区域的医院，首年单牙椅收入在 25 万元左右。

营收增速：患者潜在数量-区域常住人口数：另一方面，我们认为，患者潜在数量（所在区域常住人口数）将决定医院营收增速。普遍情况下，医院开业后知名度与影响力逐步在区域内沉淀，营收增长将主要由客流量增长带动，因此区域内的潜在患者数量将决定医院营收增速：在潜在患者数量较多区域开设的医院，客流量增长将较快，因此营收增速将较快；而在潜在患者数量较少区域开设的医院，客流量增长将较慢，因此营收增速将较慢。

根据华创医药口腔医疗机构分析模型：位于潜在患者数量较多（常住人口数>100 万人）区域的医院，开业后 1-5 年的营收增速为-60%/38%/27%/21%；位于潜在患者数量较少（常住人口数<100 万人）区域的医院，开业后 1-5 年的营收增速为-40%/29%/22%/18%。

图表 9 区域人均 GDP-营收规模

区域常住人口人均 GDP	医院首年单牙椅收入参考标准
15 万元左右	45 万元
10 万元左右	35 万元
5 万元左右	25 万元

资料来源：华创医药口腔医疗机构分析模型测算

图表 10 区域常住人口数-营收增速

区域常住人口数	历年收入增速				
	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年
>100 万人	-	60%	38%	27%	21%
<100 万人	-	40%	29%	22%	18%

资料来源：华创医药口腔医疗机构分析模型测算

使用宏观模型对蒲公英医院进行深度分析：蒲公英医院所在的浙江省 2019 年常住人口数与人均 GDP 均处于全国领先水平（两项指标均超全国各省平均水平）。我们认为，受益于浙江省的地利优势，蒲公英医院所在区域普遍患者支付能力较强/潜在患者数量较多，营收规模与增速可观。

图表 11 蒲公英医院（已公布选址）所在地区 2019 年人均 GDP 平均超全国水平 72%

序号	蒲公英医院	地级市	所属区域	区域常住人口数量（万人）	区域人均 GDP（万元）①	全国人均 GDP（万元）②	当地人均 GDP 超出全国③ =(①-②)/②
1	下沙分院	杭州	江干区	80.1	12.0	7.1	69%
2	临平分院	杭州	余杭区	189.1	14.9	7.1	111%
3	富阳分院	杭州	富阳区	74.4	11.0	7.1	55%
4	桐庐分院	杭州	桐庐县	43.6	8.9	7.1	25%
5	临安分院	杭州	临安区	59.6	9.6	7.1	36%
6	德清分院	湖州	德清县	44.3	12.1	7.1	71%
7	嘉兴分院	嘉兴	南湖区	52.7	11.1	7.1	56%
8	东阳分院	金华	东阳市	85	7.5	7.1	6%
9	丽水分院	丽水	莲都区	48.3	8.1	7.1	14%
10	柯桥分院	绍兴	柯桥区	100	15.0	7.1	112%
11	新嵊分院	绍兴	新昌县	38.8	11.6	7.1	64%
12	台州门诊	台州	椒江区	68.7	9.8	7.1	38%
13	镇海分院	宁波	镇海区	47.1	23.6	7.1	233%
14	鄞州分院	宁波	鄞州区	142.9	15.7	7.1	121%
15	奉化分院	宁波	奉化区	51.6	12.5	7.1	77%
16	普陀分院	舟山	普陀区	31.6	11.3	7.1	60%
平均水平							72%

资料来源：统计局、华创证券

（三）微观模型：净利率研判

我们对口腔医疗机构的成本进行了详细拆解，其中固定成本主要包括医疗设备购置成本、人员固定薪资成本、房屋租金/牙椅折旧等成本；而可变成本主要包括医疗耗材成本、医护人员提点薪资成本、水电费用/销售费用等成本。

我们认为随着公司单牙椅收入逐步提升，固定成本占比将逐步降低，净利率将随之逐步提升。

使用微观模型对蒲公英医院进行深度分析：根据微观（单店）模型，我们对每一家蒲公英医院的净利率进行了详细计算，蒲公英医院开业后 1-5 年的平均净利率情况为 3%/15%/22%/26%/30%。我们认为，受益于公司较强的运营能力，蒲公英分院盈利能力较强。

图表 12 口腔医疗机构单店模型

	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年
固定成本	单牙椅收入增长，固定成本占比持续降低				
设备购置成本	医疗设备购置成本				
固定薪资成本	人员固定薪资成本				
其他期间成本	房屋租金/牙椅折旧/水电费用等成本				
可变成本	单牙椅收入增长，可变成本随比率增加				
耗材成本	医疗耗材成本				
提点薪资成本	医护人员提点薪资成本				
销售费用成本	销售费用成本				
税务成本	所得税纳税成本				
净利润率	3%	15%	22%	26%	30%

资料来源：华创证券

四、公司业绩全面展望：下一条增长曲线或将至

根据华创医药口腔医疗机构分析模型，我们对公司未来业绩进行了较为详尽的展望。

我们认为以总院级医院与分院级医院的稳定增长为基础，蒲公英医院或将带动公司的下一条增长曲线。

业绩方面：我们预计蒲公英医院 2020-23 年将贡献营收 0.61 亿/2.54 亿/6.22 亿/10.25 亿；将贡献归母净利润-0.03 亿/-0.11 亿/0.34 亿/0.84 亿。我们预计蒲公英医院于 2022 年起将显著贡献营收（贡献公司 15%以上营收），于 2023 年起将显著贡献归母净利润（贡献公司 5%以上归母净利润）。

增速方面：我们预计蒲公英医院于 2021 年起将贡献近 10%的公司整体营收增速，于 2022 年起将贡献近 5%的公司整体归母净利润增速。

蒲公英医院带动下，公司业绩有望高速增长，我们全面看好公司未来发展。

图表 13 公司业绩全面展望：下一条增长曲线或将至

	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
公司营业收入	193884.0（备注）	200920.2	283952.6	385567.0	499172.3
-同比增速	22.9%	3.6%	41.3%	35.8%	29.5%
-业绩贡献占比	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
总院级医院	122526.4	126281.6	168149.7	211818.2	264805.2
-同比增速贡献	11.1%	1.9%	20.8%	15.4%	13.7%
-业绩贡献占比	63.2%	62.9%	59.2%	54.9%	53.0%
分院级医院	61046.3	58446.4	76167.2	92296.2	106900.1
-同比增速贡献	9.9%	-1.3%	8.8%	5.7%	3.8%

-业绩贡献占比	31.5%	29.1%	26.8%	23.9%	21.4%
蒲公英医院		6146.3	25438.1	62174.2	102508.4
-同比增速贡献		3.2%	9.6%	12.9%	10.5%
-业绩贡献占比		3.1%	9.0%	16.1%	20.5%
其他业务收入	10311.2	10046.0	14197.6	19278.3	24958.6
-同比增速贡献	2.0%	-0.1%	2.1%	1.8%	1.5%
-业绩贡献占比	5.3%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
公司归母净利润	46580.2（备注）	48372.8	79621.7	102158.2	132643.9
-同比增速	41.0%	3.8%	64.6%	28.3%	29.8%
-业绩贡献占比	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
总院级医院	41058.4	39528.1	66711.7	82036.7	103778.1
-同比增速贡献	30.2%	-3.3%	56.2%	19.2%	21.3%
-业绩贡献占比	88.1%	81.7%	83.8%	80.3%	78.2%
分院级医院	5521.8	9158.1	14025.2	16684.1	20424.3
-同比增速贡献	10.8%	7.8%	10.1%	3.3%	3.7%
-业绩贡献占比	11.9%	18.9%	17.6%	16.3%	15.4%
蒲公英医院		-313.4	-1115.3	3437.4	8441.5
-同比增速贡献		-0.7%	-1.7%	5.7%	4.9%
-业绩贡献占比		-0.6%	-1.4%	3.4%	6.4%

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：公司 2019 年业绩已经过三叶医院并购后调整。

五、风险提示

风险提示：蒲公英医院扩张不及预期、竞争加剧、新型冠状病毒疫情爆发、模型模拟数据与真实情况存在偏差。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	483	851	1,557	2,548
应收票据	0	0	0	0
应收账款	56	60	84	115
预付账款	44	48	62	86
存货	16	17	22	30
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	36	37	42	49
流动资产合计	635	1,013	1,767	2,828
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	232	255	281	309
固定资产	789	912	962	1,042
在建工程	82	50	80	80
无形资产	14	12	11	10
其他非流动资产	908	883	863	846
非流动资产合计	2,025	2,112	2,197	2,287
资产合计	2,660	3,125	3,964	5,115
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	114	123	158	219
预收款项	22	23	33	45
合同负债	0	0	0	0
其他应付款	21	21	21	21
一年内到期的非流动负债	60	72	89	116
其他流动负债	125	125	141	172
流动负债合计	342	364	442	573
长期借款	320	241	154	70
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	29	28	28	28
非流动负债合计	349	269	182	98
负债合计	691	633	624	671
归属母公司所有者权益	1,785	2,261	3,032	4,038
少数股东权益	184	231	308	406
所有者权益合计	1,969	2,492	3,340	4,444
负债和股东权益	2,660	3,125	3,964	5,115

现金流量表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	648	609	948	1,204
现金收益	618	640	982	1,230
存货影响	7	-1	-5	-8
经营性应收影响	-22	-7	-39	-54
经营性应付影响	36	11	44	73
其他影响	9	-34	-35	-36
投资活动现金流	-423	-123	-156	-188
资本支出	-130	-176	-163	-163
股权投资	-118	-23	-26	-28
其他长期资产变化	-175	76	33	3
融资活动现金流	-92	-118	-86	-25
借款增加	-74	-68	-70	-56
股利及利息支付	-36	-51	-41	-69
股东融资	18	10	10	10
其他影响	0	-9	15	90

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,894	2,009	2,840	3,856
营业成本	1,021	1,107	1,418	1,971
税金及附加	5	5	8	10
销售费用	12	12	17	23
管理费用	210	207	284	413
研发费用	22	26	37	49
财务费用	24	24	24	24
信用减值损失	-1	-1	-1	-1
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	33	33	30	30
其他收益	2	2	2	2
营业利润	634	661	1,082	1,396
营业外收入	1	2	2	2
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	633	661	1,082	1,396
所得税	125	131	209	275
净利润	508	530	873	1,121
少数股东损益	45	47	77	99
归属母公司净利润	463	483	796	1,022
NOPLAT	527	549	893	1,141
EPS(摊薄) (元)	1.44	1.51	2.48	3.19

主要财务比率

	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	22.5%	6.1%	41.3%	35.8%
EBIT 增长率	41.8%	4.2%	61.5%	28.4%
归母净利润增长率	39.4%	4.3%	64.8%	28.5%
获利能力				
毛利率	46.1%	44.9%	50.1%	48.9%
净利率	26.8%	26.4%	30.7%	29.1%
ROE	23.5%	19.4%	23.8%	23.0%
ROIC	44.2%	35.8%	41.2%	38.0%
偿债能力				
资产负债率	25.9%	20.2%	15.7%	13.1%
债务权益比	20.8%	13.7%	8.1%	4.8%
流动比率	185.7%	278.3%	399.8%	493.5%
速动比率	181.0%	273.6%	394.8%	488.3%
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.8
应收账款周转天数	10	10	9	9
应付账款周转天数	35	38	36	34
存货周转天数	7	5	5	5
每股指标(元)				
每股收益	1.44	1.51	2.48	3.19
每股经营现金流	2.02	1.90	2.96	3.75
每股净资产	5.57	7.05	9.46	12.59
估值比率				
P/E	210	201	122	95
P/B	54.5	43.0	32.1	24.1
EV/EBITDA	165	159	103	81

医药组团队介绍

组长、首席研究员：高岳

北京大学生物技术专业学士，北京大学西方经济学硕士、香港大学金融学硕士。曾任职于瑞银证券、海通证券、长江证券。2020 年加入华创证券研究所。2015 年新财富最佳分析师第一名团队成员，2016 年新财富最佳分析师第二名团队成员。2020 年新财富最佳分析师第四名。

首席研究员：郑辰

复旦大学金融学硕士。曾任职于中海基金、长江证券。2020 年加入华创证券研究所。2020 年新财富最佳分析师第四名。

高级研究员：刘浩

南京大学化学学士、中科院有机化学博士，曾任职于海通证券、长江证券。2020 年加入华创证券研究所。2020 年新财富最佳分析师第四名团队成员。

高级研究员：刘宇腾

中国人民大学经济学硕士。2017 年加入华创证券研究所。

高级研究员：李婵娟

上海交通大学会计学硕士。曾任职于长江证券。2020 年加入华创证券研究所。2020 年新财富最佳分析师第四名团队成员。

研究员：张泉

复旦大学公共事业管理学士，美国拉文大学 MHA。曾任职于长江证券。2020 年加入华创证券研究所。2020 年新财富最佳分析师第四名团队成员。

助理研究员：黄致君

北京大学硕士，2020 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	资深销售经理	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	资深销售经理	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未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，自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-20572500
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572522