

可恩口腔 (830938.00)

分析师

陈康

S0740515080004

010-59013842

chen kang@r.qlzq.com.

张帆, CFA(首席分析师)

S0740515020001

021-20315209

zhangfan@r.qlzq.com.cn

标准化复制能力提升, 未来高速增长可期

2016年2月24日

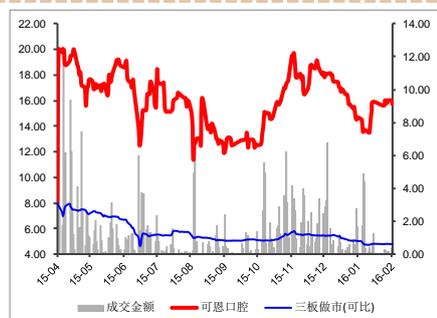
基本状况

总股本(百万股)	36
流通股本(百万股)	17
市价(元)	15.71
市值(百万元)	5.66
流通市值(百万元)	2.74

业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	64.44	105.17	202.13	344.67	500.48
营业收入增速(%)	213.32	63.21	92.19	70.52	45.20
净利润增长率(%)	212.89	44.41	86.00	78.47	44.79
摊薄每股收益(元)	0.24	0.35	0.65	1.16	1.68
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	65	45	24	14	9
PEG	0.31	1.01	0.28	0.17	0.21
每股净资产(元)	1.30	3.62	4.27	5.43	7.11
每股现金流量	0.60	0.58	0.58	0.85	0.93
净资产收益率(%)	30.32	9.64	15.20	21.34	23.60
市净率	12.04	4.34	3.68	2.89	2.21
总股本(百万股)	22	36	36	36	36

股价与行业-市场走势对比



备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- **2015年公司营业收入同比增长63.21%，归属控股股东净利润同比增长44.41%：**2016年2月17日公司披露2015年年报，报告期内，公司实现销售收入1.05亿元，同比增长63.21%；归属挂牌公司股东净利润1257万元，同比增长44.41%；公司在新增三家网点摊销开支的前提下，全年仍保持规模和业绩的高速增长，标准化复制能力提升缩短了新设网点的盈亏平衡周期，奠定了公司后续稳步扩张的基础。
- **多家网点逐步进入稳定成长期，标准化复制能力提升迅速：**公司在2013年相继开设的花园路医院（济南可恩口腔医院有限公司）和泉城路种植牙中心（泉城路分公司）在2014年实现扭亏为盈，2015年业绩均实现高速增长，净利润率接近20%，将逐步进入稳定成长的阶段；2015年4月运营的和谐广场店（槐荫区分公司）报告期内实现收入1083.95万元，实现净利润-381.26万元，该网点在2015年9月就基本实现了日常运营的收支平衡，周期缩短至6个月，且建筑面积和投资规模大概是花园路医院（盈亏平衡期在8个月左右）的1.7倍，若与花园路同等规模的投资网点盈亏平衡期可缩短至4-5个月；公司在济南的布局是实现标准化复制的突破，且2015年的业绩体现出公司标准化复制能力的大幅提升，预计未来公司在山东省内的扩张将在品牌效应和标准化复制的助力下实现稳步快速发展。
 - 济南可恩口腔医院有限公司2015年度实现收入3,554.01万元，较去年同期的2,213.49万元增长了60.56%；2015年度实现净利润671.71万元，较去年同期的125.20万元增长了436.51%。
 - 济南可恩口腔医院有限公司泉城路分公司2015年度实现收入1,776.29万元，较去年同期的985.58万元增长了80.23%，2015年度实现净利润344.85万元，较去年同期的142.85万元增长了141.41%；

- 济南可恩口腔医院有限公司槐荫分公司于 2015 年 4 月正式开业，2015 年度实现收入 1,083.95 万元，实现净利润-381.26 万元；
- 济南可恩口腔医院有限公司高新分公司于 2015 年 10 月正式开业，2015 年度实现收入 89.84 万元，实现净利润-11.77 万元；
- 潍坊可恩口腔医院有限公司处于筹建阶段，截止报告期尚未营业。
- **儿牙正畸业务再上新台阶，与种植业务齐头并进：**从业务划分来看，公司 2015 年儿牙正畸业务营收实现 1449 万，同比增长 256.9%，营收占比由 2014 年的 6.30%提升至 2015 年的 13.78%，主要得益于公司在各网点专门设置了儿牙中心、儿牙患者的患病区间拉长以及通过市场与学校、幼儿园等合作开展系列活动累计的口碑效应。人们对于种植牙认识度的提升和公司在种植牙技术上得到的不断认可使得公司在种植牙业务上一直保持了高速增长，2015 年公司 VIP 诊疗项目营收同比增长 66.91%。公司在种植和正畸业务的重点布局顺应了牙科市场未来发展的主要业务趋势，同时奠定了公司在中高端牙科连锁机构的专业基础。
- **区域连锁模式加速公司扩张步伐。**山东是中国的经济大省，但口腔医疗服务尚处于发展初期，公司立足山东区域中高端口腔连锁机构的发展，填补了市场空白，具有一定先发优势，且目前省内尚未有公司同等规模的民营口腔机构。连锁模式加快了公司的扩张步伐，截至 2015 年底公司已在省内开设 6 家连锁机构，且公司品牌效应初现，标准化复制能力大幅提升。未来 2-3 年公司计划继续深耕山东市场，在全省各地级市相继建立标准化的口腔连锁机构，通过连锁化的复制模式，有望打造成为山东口腔连锁的第一品牌。
- **盈利预测：**公司的标准化复制模式已日趋成熟，近 3 年公司在山东省内的连锁布局有望逐步加快，公司收入规模和业绩将保持高速增长，我们预测：2016-2018 年公司营业收入分别为 2.02 亿元、3.44 亿元和 5.00 亿元；同比增速分别为 92.19%、70.52%和 45.2%；2016-2018 年公司净利润分别为 23.38、41.73 和 60.42 百万元；同比增速分别为 86.00%、78.47%和 44.79%。按照公司现有 3600 万股本计算，对应 2016-2018 年的 EPS 分别为 0.65、1.16 和 1.68 元。
- **风险提示：**医疗风险；扩张不达预期风险；

图表 1: 可恩口腔财务预测

资产负债表						利润表					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
资产						营业收入	64.44	105.17	202.13	344.67	500.48
流动资产						减:营业成本	28.25	49.09	94.22	159.64	231.78
货币资金	7.04	22.48	43.20	73.67	106.97	营业税金及附加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	0.34	0.60	1.07	1.83	2.65	销售费用	5.88	12.34	24.26	39.64	57.55
预付款项	11.63	11.91	22.88	38.78	56.33	管理费用	18.45	25.23	50.53	86.17	125.12
其他应收款	1.69	1.69	3.26	5.56	8.07	财务费用	1.33	2.30	2.71	5.09	7.65
存货	1.70	3.65	7.00	11.87	17.25	资产减值损失	0.10	0.02	0.19	0.13	0.15
其他流动资产	2.13	1.84	1.56	1.27	0.98	加:投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产						营业利润	10.43	16.19	30.21	54.00	78.23
长期股权投资净值	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	加:营业外收支净额	0.47	0.10	0.09	0.07	0.06
固定资产净值	28.31	86.78	140.01	194.04	273.06	减:所得税	2.19	3.72	6.92	12.35	17.87
在建工程净值	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	8.71	12.57	23.38	41.73	60.42
无形资产净值	0.08	0.12	0.07	0.05	0.03						
商誉	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应占:					
其他非流动资产	21.28	44.55	36.85	31.07	26.74	母公司股东	8.71	12.57	23.38	41.73	60.42
资产总计	74.21	173.64	255.90	358.13	492.09	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债						每股收益(全面摊薄)	0.24	0.35	0.65	1.16	1.68
流动负债						现金流量表					
短期借款	19.00	28.00	74.73	117.50	171.71	(万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
应付账款	8.24	6.19	11.88	20.14	29.26	经营活动产生的现金流量	19.36	24.40	46.14	76.79	103.16
其他应付款	2.91	2.37	2.49	2.61	2.74	投资性活动产生的现金流量	(22.13)	(100.05)	(69.43)	(84.01)	(116.42)
应交税费	1.32	1.24	2.31	4.13	5.98	筹资活动产生的现金流量	15.90	96.43	44.01	37.69	46.56
其他流动负债	14.04	5.38	10.66	18.18	26.42	现金本期增加或减少	13.13	20.78	20.72	30.47	33.30
非流动负债						主要财务指标					
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产负债率(%)	61.32	24.87	39.88	45.39	47.98
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净资产收益率(%)	30.32	9.64	15.20	21.34	23.60
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	毛利率(%)	56.15	53.32	53.38	53.68	53.69
负债合计	45.50	43.18	102.06	162.56	236.10	净利润率(%)	13.51	11.95	11.57	12.11	12.07
所有者权益						总资产收益率(%)	11.73	7.24	9.14	11.65	12.28
实收资本(或股本)	22.00	36.00	36.00	36.00	36.00	流动比率	0.54	0.98	0.77	0.82	0.81
资本公积	5.45	80.63	80.63	80.63	80.63	营业收入增长率(%)	213.32	63.21	92.19	70.52	45.20
留存收益	1.26	13.83	37.21	78.94	139.36	净利润增长率(%)	212.89	44.41	86.00	78.47	44.79
其他综合收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
所有者权益合计	28.71	130.46	153.84	195.57	255.99						
负债及所有者权益总计	74.21	173.64	255.90	358.13	492.09						

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供中泰证券股份有限公司（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。

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。