



全面转型 打造“三位一体”互联网医疗平台

——宜华健康（000150）深度报告

报告摘要：

- 剥离地产业务，布局大健康领域。**公司陆续收购众安康、爱奥乐、达孜赛乐康，参股友德医，逐步布局大健康领域。同时，公司将房地产业务剥离，回收资金支持公司彻底转型。
- “众安康模式”创立医院后勤社会化典范。**众安康是中国最大的医院非诊疗业务服务企业。在医疗后勤管理领域起步早、覆盖网络广、竞争优势明显，营收稳定增长。
- 专业的家用医疗器械设备提供商。**爱奥乐主要产品包括具备蓝牙、GPRS 远程传输的血压计和血糖仪等即时检测产品 (POTC)。目前已具备云健康平台和专业的 APP 智能客户端。我国目前家用医疗器械市场规模大概在 300 亿元，近 5 年 CAGR30%。分级诊疗模式的推行利好整个医疗器械行业，尤其利好国内即时诊断产业的发展。
- 肿瘤伽马刀治疗行业领先者。**达孜赛勒康在肿瘤伽马刀治疗领域处于行业领先地位。2012 年我国专科肿瘤医院 124 家，肿瘤医院中万元以上设备台数每年以 6%-14% 左右的增速增长。2008-2030 年我国每年新增肿瘤病人将达到 300-400 万，未来肿瘤治疗市场可达千亿规模。达孜赛勒康在伽玛刀领域的领先优势有助于公司规模迅速增长。
- 远程医疗打通线上与线下。**友德医与广东省二院合作的网络医院是全国首家获得卫生计生部门许可的网络医院。医疗资源分配不均和人口老龄化将推动我国远程医疗市场迅速发展。友德医作为平台运营商，将获益于诊疗费、渠道费和广告费。每年诊疗费分成的市场规模在 20 亿元以上。友德医与药店合作，打造导医、诊疗和医药闭环，未来有望分享医药电商市场入口。
- 盈利预测及投资评级。**预计公司 2015 年-2017 年每股收益分别为 0.31 元、0.53 元和 0.65 元，对应 2015 年 PE127.7 倍。公司互联网医疗体系逐步成型，诊疗服务、非诊疗服务和移动医疗设备业务互相协同，具有高成长性。首次关注给予“推荐”评级，6 个月目标价 55 元。

财务指标预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	729.26	157.67	688.67	851.52	1,093.57
增长率（%）	758.92%	-78.38%	336.77%	23.65%	28.43%
净利润（百万元）	91.90	29.82	163.00	213.05	249.73
增长率（%）	3842.97	-67.55%	312.43%	40.70%	21.20%
净资产收益率（%）	11.54%	3.61%	6.97%	9.34%	10.72%
每股收益(元)	0.28	0.09	0.38	0.53	0.65
PE	141.43	440.00	104.32	74.14	61.17
PB	16.11	15.53	7.27	6.93	6.56

2015 年 10 月 29 日

推荐/首次

宜华健康

深度报告

郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号:

S1480510120012

杨骞

021-65465582

yangqian@dxzq.net.cn

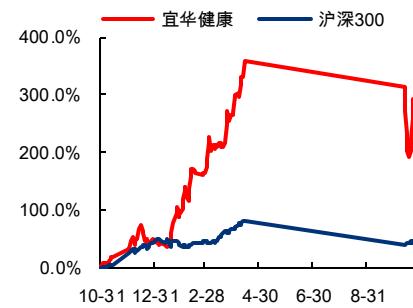
执业证书编号:

S1480514060001

交易数据

52 周股价区间 (元)	39.6-11.44
总市值 (亿元)	177.33
流通市值 (亿元)	128.3
总股本/流通 A 股 (万股)	44780/32400
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	1.79

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

目 录

1 剥离地产业务 布局大健康领域	4
1.1 前世：粤东地区首家房地产上市公司	4
1.2 今生：医疗服务大健康公司	4
2 三位一体互联网医疗体系逐步成型	5
2.1 “众安康模式”创立医院后勤社会化典范	5
2.2 专业的家用医疗器械设备提供商	8
2.3 诊疗服务：肿瘤伽马刀治疗行业领先者	11
2.4 远程医疗 打通线上与线下	14
2.5 横向打造多边平台，颠覆大健康商业模式	17
3 盈利预测与投资建议	18

表格目录

表 1: 公司去年以来购买资产/对外投资情况	5
表 2: 达孜赛勒康医院及诊疗中心概况	13
表 3: 业绩承诺 (单位: 亿元)	18
表 4: 同类型房地产上市公司市盈率比较表	18
表 5: 公司盈利预测表	19

插图目录

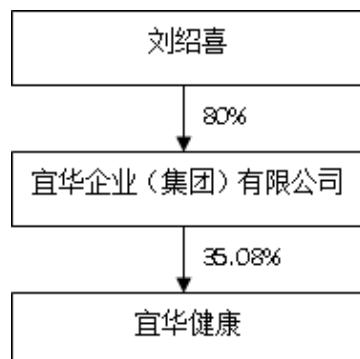
图 1: 公司实际控制人为北京市西城区国资委	4
图 2: 公司去年底以来购买/出售资产情况	4
图 3: 公司逐步形成三位一体的互联网医疗体系	5
图 4: 非诊疗服务包括后勤服务和专业工程	6
图 5: 众安康是行业领导者	7
图 6: 众安康项目案例	7
图 7: 众安康营收保持稳定增长	8
图 8: 爱奥乐核心产品	9
图 9: 全球家用医疗器械市场规模增速 6%左右	10
图 10: 我国家用医疗器械市场规模增速 25%以上	10
图 11: 全球 POCT 市场占体外诊断市场 20.3% (单位: 美元)	10
图 12: 我国 POCT 市场仅占体外诊断市场 14% (单位: 元)	10
图 13: 爱奥乐云健康平台	11
图 14: 爱奥乐云健康平台手机端	11
图 15: 达孜赛勒康目前及未来业务结构	12
图 16: 达孜赛勒康诊疗中心业务模式	12
图 17: 我国专科肿瘤医院数量较快增长	14
图 18: 我国肿瘤医院万元以上设备每年稳定增长	14
图 19: 友德医通过电脑网络实现远程医疗	14
图 20: 友德医 app 界面	14
图 21: 我国医疗卫生资源 80%分布在大、中城市	15
图 22: 友德医提供平台连接患者、医院和药店，实现分级诊疗	16
图 23: 我国互联网医疗市场预计 2015 年将达 157 亿元	16
图 24: 我国移动医疗市场规模增长迅速	16
图 25: 我国 2012 年医疗机构诊疗次数近 70 亿	17
图 26: 我国三甲医院普通门诊 14 元/人次	17
图 27: 友德医与多家社区药店及网上药店合作	17

1 剥离地产业务 布局大健康领域

1.1 前世：粤东地区首家房地产上市公司

宜华健康医疗股份有限公司前身为宜华地产股份有限公司，是粤东地区房地产行业首家上市公司，立足汕头，开发范围遍及梅州、湖南、四川、山东等全国各地。

图 1：公司实际控制人为北京市西城区国资委

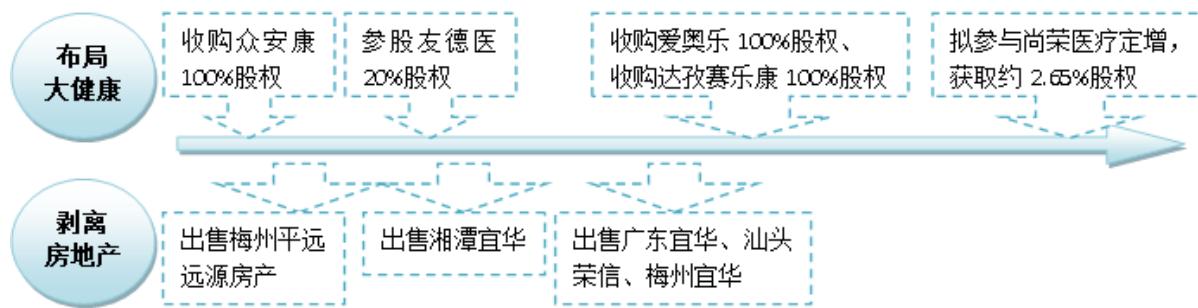


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1.2 今生：医疗服务大健康公司

公司于今年 1 月完成重大资产重组，收购广东众安康医疗后勤服务公司（以下简称“众安康”）100% 股权，成为其控股母公司，并由此增加了医疗后勤服务、医疗工程等业务。此后，公司陆续参股友德医科技公司、收购爱奥乐、达孜赛乐康以及拟参与尚荣医疗定增，逐步布局大健康领域；同时，公司将房地产相关业务剥离，回收资金支持公司彻底转型。

图 2：公司去年底以来购买/出售资产情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

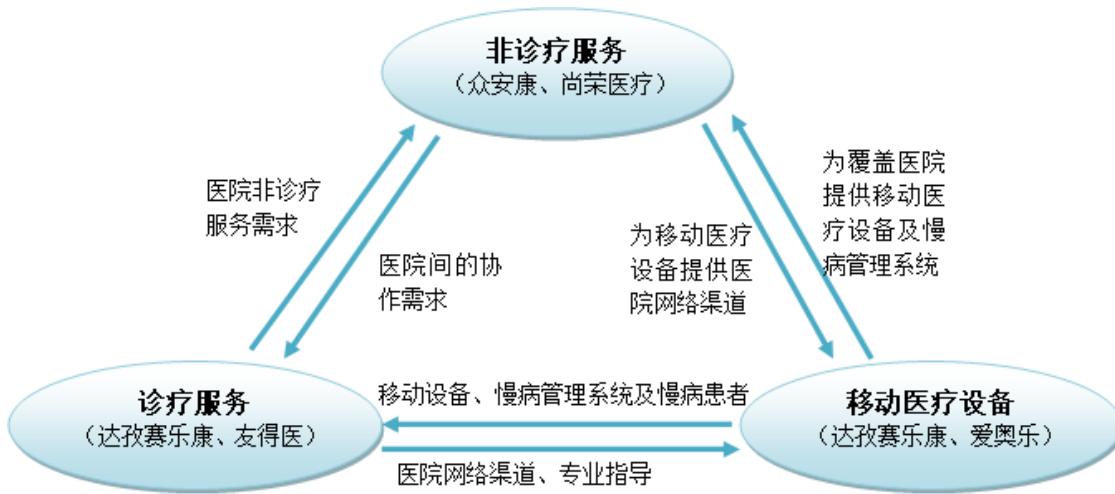
表 1：公司去年以来购买资产/对外投资情况

购买对象	购买股权比例	购买方式	交易对价(亿元)	现金支付(亿元)	经营范围
广东众安康医疗后勤服务公司	100%	发行股份及支付现金相结合	7.2	1.4784	医疗后勤综合服务；医疗专业工程业务
深圳友德医科技有限公司	20%	现金支付	1.2	1.2	互联网医疗信息平台开发与应用
爱奥乐	100%	现金支付	3	3	传统医疗及远程医疗检测设备研发、生产和销售
达孜赛乐康	100%	现金支付	16.25	16.25	为医院提供管理和咨询服务；专业肿瘤诊疗设备和服务整体解决方案提供商
尚荣医疗	约 2.65%	现金认购	不超过 3 亿元	不超过 3 亿元	医疗专业工程整体解决方案

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2 三位一体互联网医疗体系逐步成型

我们认为，经过去年底以来一系列的资产收购，公司逐步形成了非诊疗服务+移动医疗设备+诊疗中心三位一体的互联网医疗体系。

图 3：公司逐步形成三位一体的互联网医疗体系


资料来源：公司公告，东兴证券研究所整理

2.1 “众安康模式”创立医院后勤社会化典范

公司去年底收购的全资子公司广东众安康医疗后勤服务公司（下称“众安康”）是

中国最大的医院非诊疗业务服务企业。非诊疗服务的业务起点源于 2000 年国务院办公厅转发的《关于城镇医疗卫生体制改革的指导意见》，文件提出，“实行医院后勤服务社会化及社会有效提供的后勤保障都应逐步交给社会去办”，我国医疗机构后勤服务社会化改革开始起步。

非诊疗服务可以分为后勤服务和医疗专业工程两大类。

图 4：非诊疗服务包括后勤服务和专业工程



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

目前我国仍处于医院建设发展期阶段，医疗后勤管理和医疗工程的市场空间仍具有很高确定性。根据卫计委预测，到 2020 年我国医院占地面积需求将达到 672 万平方米，相比于 2013 年的占地面积，缺口达到 214 万平方米。即使不考虑医院内部设备结构的存量替换，增量部分的市场空间也已十分可观。

众安康在医疗后勤管理领域起步早、覆盖网络广、竞争优势明显。公司成立于 1999 年，是中国医院后勤社会化改革的先行者，是国家卫生部医疗后勤标准的参编单位。众安康自 2000 年开始与北京大学深圳医院合作，提供医疗辅助、设备维护、保安消防、绿化保洁、环境消杀、物资管理、膳食供应等服务，创立了国内医院后勤社会化典范，被业内称为“众安康模式”。

图 5: 众安康是行业领导者


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 6: 众安康项目案例


苏州市第三人民医院



广东医学院附属医院



深圳龙珠医院



深圳市龙岗区人民医院



衢州市中心医院



肇庆市妇幼保健院

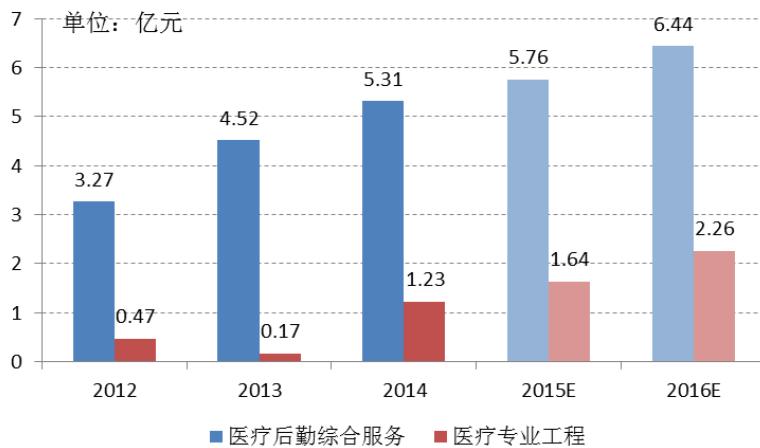
资料来源：众安康网站，东兴证券研究所

众安康在医院后勤综合服务基础上横向拓展了医疗专业工程业务，包括规划设计、装饰施工、设备器械配置、运行维护的全过程，为医院提供整体解决方案，实现“交钥匙工程”。

公司实行医院后勤和医疗工程双轮驱动的战略，以医院后勤管理为先导，紧密了解医院具体需求，通过多年积累的业务关系带动医疗工程订单。同时以医疗工程解决方案商的身份切入医院后勤管理业务。

公司具有多年医疗建筑经验，拥有康奈尔医院肿瘤医院建设技术。公司在全国布局50多家分公司，覆盖医院120多家。公司同时提供智能化的医疗辅助系统，系统包括导医导诊、医疗运送和病人护理。智能化的医疗系统代替了医生护士的部分工作，解决了目前医护人员供给短缺的问题。同时，在PPP模式和智慧城市建设热潮的推动下，公司未来业务将极具扩张力。

图 7：众安康营收保持稳定增长



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

除此之外，公司在今年4月底发布公告，拟参与深圳市尚荣医疗股份有限公司（下称“尚荣医疗”）非公开发行股票，投资金额不超过3亿元，预计认购后占尚荣医疗股份比例约2.65%。

尚荣医疗是中国医院建设及医疗专业工程行业的领导者，是国内医疗专业工程领域最大的服务商之一。我们认为，在非诊疗服务领域，众安康更侧重于医疗后勤综合服务，而尚荣医疗更侧重于医疗专业工程领域，宜华健康参与尚荣医疗的非公开发行，将促成众安康与尚荣医疗之间的业务互补与合作。

2.2 专业的家用医疗器械设备提供商

公司近期发布重大资产购买预案，拟收购爱奥乐爱奥乐医疗器械有限公司（下称“爱奥乐”）以及达孜赛乐康医疗投资管理有限公司（下称“达孜赛乐康”）100%股权。

爱奥乐是一家集研发、生产、销售于一体的家用健康医疗器械产业，主要产品包括血压仪、血糖仪及体温计等即时检测产品（POTC）。基于对远程医疗市场的认识，目前已具备云健康平台和专业的APP智能客户端，并逐步开发出具备蓝牙、GPRS远程传输的血压计和血糖仪。

图 8：爱奥乐核心产品


资料来源：公司公告，爱奥乐网站，东兴证券研究所

医疗器械与药品是医疗的两大重要手段，发达国家医疗器械和药品销售额比例较为接近，而我国医疗器械销售额大约是药品销售额的 1/3，市场潜力巨大。家用医疗器械主要是相对公用医疗器械而言，具有操作简单、携带方便等特点，可为用户提供健康数据检测或保健护理等。随着全球老年人口所占比例逐年增加，人民保健观念日益加强，家用医疗器械产品的市场需求逐年提升。

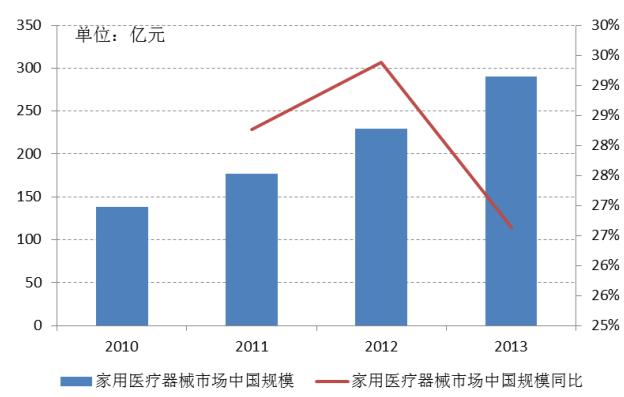
我国目前家用医疗器械市场规模大概在 300 亿元，近 5 年 CAGR 30%。在人口老龄化、国民保健意识加强的背景下，预计未来家用医疗器械市场仍将保持高速发展。

图 9：全球家用医疗器械市场规模增速 6%左右



资料来源: BCC Research, 东兴证券研究所

图 10：我国家用医疗器械市场规模增速 25%以上

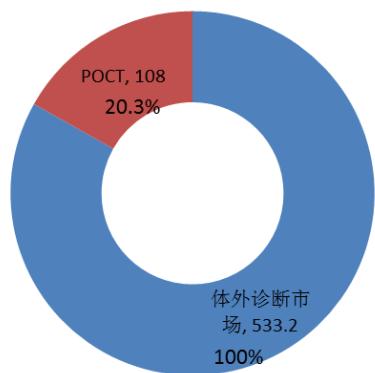


资料来源: 中国医药物资协会, 东兴证券研究所

爱奥乐另一核心产品为血糖试纸，爱奥乐是广东省首家血糖试纸生产企业。我国慢性病人群体量庞大，慢性病主要有心脏血管疾病、恶性肿瘤、糖尿病、慢性呼吸系统疾病等。目前我国糖尿病患者已达 1.14 亿人，慢性病患者数量超过 3 亿。因慢性病导致的死亡占总死亡人数的 85%。很多慢性病需要多次、长期监测观察。并非一两次体检所能替代。这无疑为爱奥乐所在的 POCT 产品市场带来巨大商机。

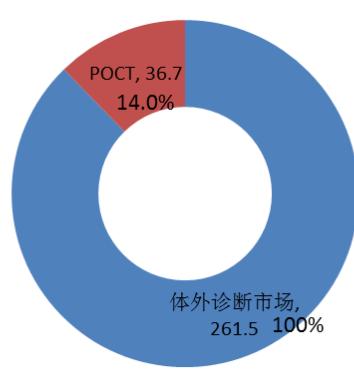
2015 年 9 月 11 日，国务院办公厅印发《关于推进分级诊疗制度建设的指导意见》，提出建立基层首诊、双向转诊、急慢分治、上下联动的分级诊疗模式。**分级诊疗模式的推行利好整个医疗器械行业，尤其利好国内即时诊断产业的发展。**2013 年全球体外诊断市场规模为 533.2 亿美元，其中 POCT 市场规模约 108 亿美元，占比为 20.3%，我国体外诊断市场为 261.5 亿元，其中 POCT 市场规模约 36.7 亿元，占比为 14.0%，如能按《意见》要求实现最终的目标，基层医疗市场容量将会迅猛增长，伴随即时检验仪器设备和试剂的大量需求。

图 11：全球 POCT 市场占体外诊断市场 20.3%（单位: 美元）



资料来源: 中国制药设备网, 东兴证券研究所

图 12：我国 POCT 市场仅占体外诊断市场 14%（单位: 元）



资料来源: 中国制药设备网, 东兴证券研究所

爱奥乐与公司的医疗业务具有高度的协同性。在线下，爱奥乐的远程即时检测产品增强了公司网络医院诊疗端实力，同时扩大了公司在医疗器械生产销售领域的覆盖。

在线上，爱奥乐的云健康平台不仅提升了用户健康管理线上水平，也为公司医疗大数据布局打下基础。

图 13: 爱奥乐云健康平台



资料来源：爱奥乐网站，东兴证券研究所

图 14: 爱奥乐云健康平台手机端



资料来源：爱奥乐网站，东兴证券研究所

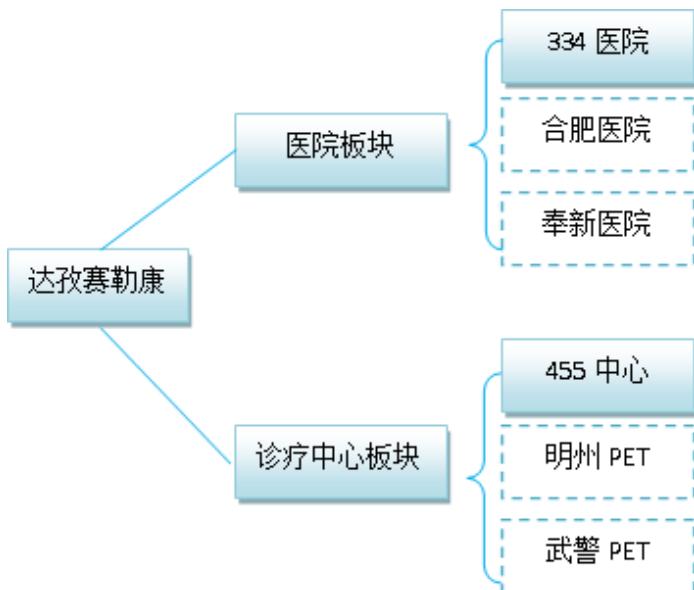
2.3 诊疗服务：肿瘤伽马刀治疗行业领先者

公司拟全资收购的达孜赛勒康是一家专业从事医疗投资与医疗服务管理的公司，在肿瘤伽马刀治疗领域处于行业领先地位。

达孜赛勒康目前以上海为中心，与解放军 455 医院合作建立了高端肿瘤中心；此外，

达孜赛勒康下属一家三级医院南昌 334 医院。达孜赛勒康实际控制人承诺未来将在医院板块中纳入奉新二院、合肥医院，诊疗中心板块纳入明州 PET-CT 项目、武警总院 PET 项目。

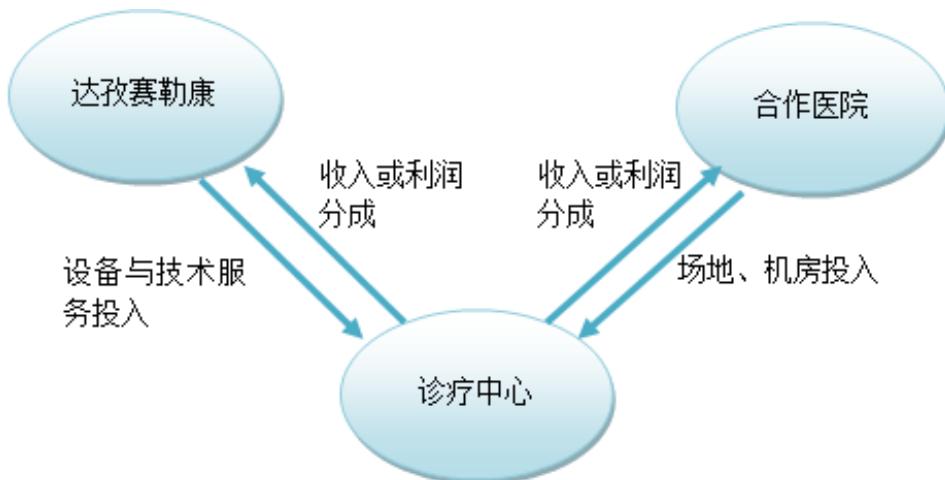
图 15：达孜赛勒康目前及未来业务结构



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

达孜赛勒康诊疗中心业务模式主要是通过项目合作的方式为各医疗机构提供包括 OUR-QGD 型立体定向伽马射线全身治疗系统、KLF-A 型 OPEN 式立体定向放射治疗系统等高端肿瘤诊疗设备，并提供相应的配套增值服务，取得项目合作分成收入。

图 16：达孜赛勒康诊疗中心业务模式



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

达孜赛勒康提供的设备由国外进口，走的是高端市场，门槛高，达孜赛勒康具有较高竞争力。头部伽马刀是头部肿瘤治疗唯一设备，头部肿瘤治疗除了手术就是伽马刀。PET-CT 是影像医疗的技术之冠，在肿瘤还没产生就能发现位置，是一般核磁共振和 CT 所无法完成。

达孜赛勒康合作的 455 肿瘤诊疗中心引进当今世界最新一代头部伽马刀一台和体部伽马刀两台，成为全国唯一一家拥有三台伽马刀的肿瘤治疗中心。

表 2：达孜赛勒康医院及诊疗中心概况

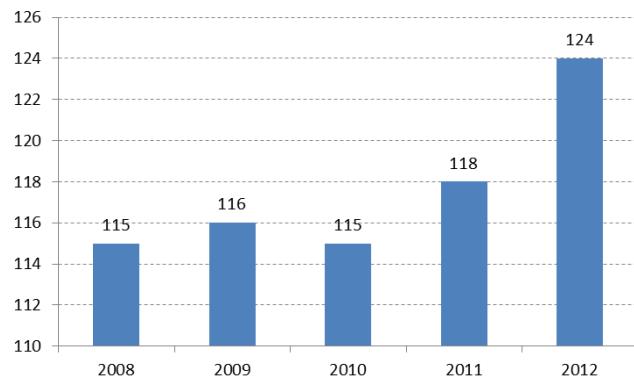
医院	级别	位置	床位	其他情况
三三四医院	三级综合医院	南昌	编制床位 524 张，开放床位 800 张	2014 年门、急诊 22.2 万人次、住院 7700 人次，营业收入 1.04 亿元
奉新第二中医院	二级甲等	江西奉新县	编制床位 120 张，开放床位 250 张	2014 年门、急诊 1.35 万人次，住院 5660 人次，营业收入 1715 万元
455 肿瘤诊疗中心 (与中国人民解放军第四五五医院合作成立)	合作医院为 三级甲等	上海	-	肿瘤诊疗中心每年成功治疗患者约 6000 人

资料来源：公司公告，网络资料，东兴证券研究所

不同于其他医疗设备提供商，达孜赛勒康在北京和上海均有自己的专家网络，输出的不仅是设备还有技术和服务。因此在与医院合作的设备租赁周期中，公司通常能得到 8-9 成的收入分成。

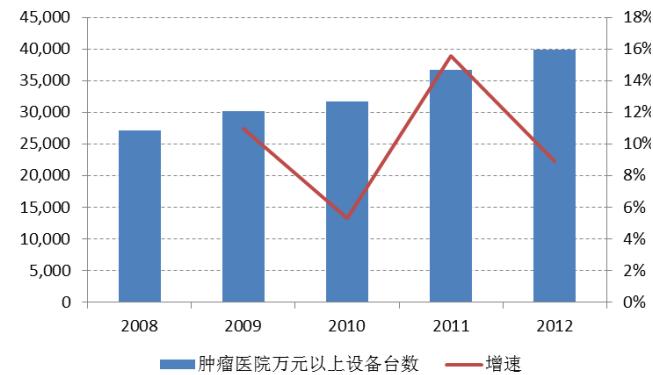
从我国目前的肿瘤医院和肿瘤医院设备情况来看，2012 年我国专科肿瘤医院 124 家，肿瘤医院中万元以上设备台数每年以 6%-14% 左右的增速增长。目前癌症治疗市场需求较大，对应的肿瘤诊疗市场前景广阔。据国际癌症研究中心历史报告显示，2008-2030 年，中国实际及预计的肿瘤发病和死亡人数将持续增长。根据世界卫生组织和卫计委预计，全球新增肿瘤病人将以 286/10 万的速度增长，我国每年新增肿瘤病人将达到 300-400 万，未来我国肿瘤治疗市场可达千亿规模。行业的快速发展及达孜赛勒康在伽玛刀领域的领先优势有助于达孜赛勒康的规模迅速增长。

图 17：我国专科肿瘤医院数量较快增长



资料来源：中国卫计委，东兴证券研究所

图 18：我国肿瘤医院万元以上设备每年稳定增长



资料来源：中国卫计委，东兴证券研究所

2.4 远程医疗 打通线上与线下

公司于 2014 年底以 1.2 亿元收购深圳友德医科技有限公司（以下简称“友德医”）20% 股权。友德医是专业从事互联网医疗信息平台开发与应用的高科技公司，为医疗行业提供数字化整体解决方案和产品。2014 年 10 月，友德医科技公司与广东省第二人民医院合作的广东省网络医院在广东省第二人民医院正式上线启用，是全国首家获得卫生计生部门许可的网络医院。公司由此切入远程医疗领域。

图 19：友德医通过电脑网络实现远程医疗



资料来源：友德医网站，东兴证券研究所

图 20：友德医 app 界面

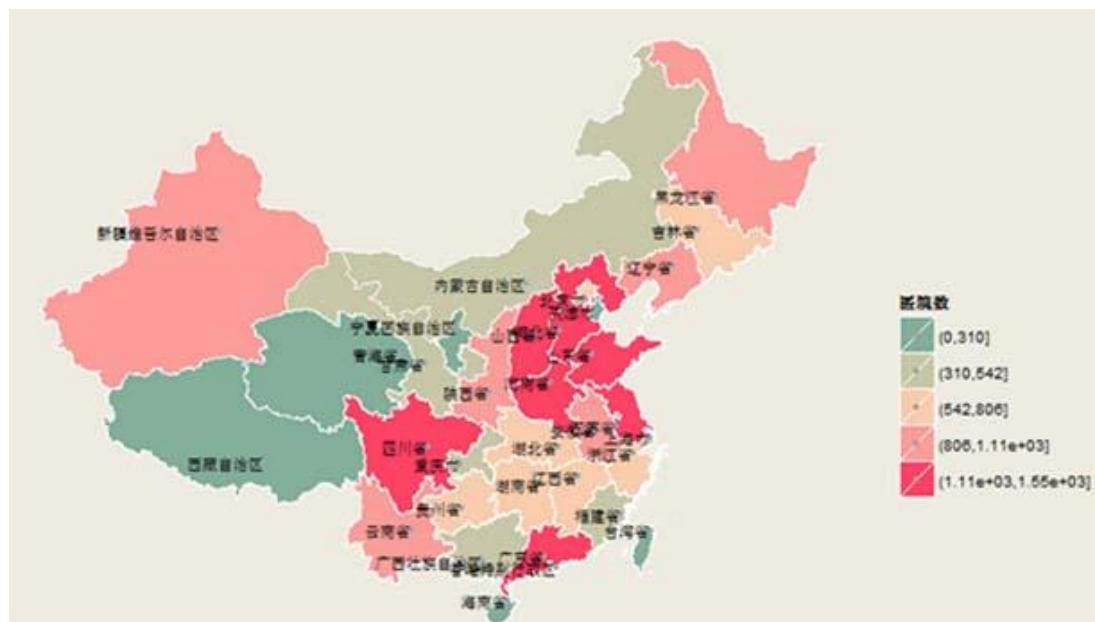


资料来源：友德医网站，东兴证券研究所

我们认为，医疗资源分配不均和人口老龄化将推动我国远程医疗市场迅速发展。我国人口的 80% 分布在县以下医疗卫生资源欠发达地区，而我国医疗卫生资源 80% 分布在大、中城市，医疗水平发展不平衡，三级医院和高、精、尖的医疗设备也以分布在大城市为多。随着社会经济的进步，非中心地区的人群也希望得到优质的医疗资源，造成现如今三甲医院人满为患的局面。而利用远程会诊系统可以让欠发达地区的患者也能够接受大医院专家的治疗。

根据《关于加强远程医疗会诊管理的通知》的要求，依托信息化医疗服务平台完成了医疗机构远程会诊平台建设，为远程会诊提供技术支持。医疗机构远程会诊平台可聚集全国范围内相关学科专家进行网络会诊，实现优势医师资源和基层医师资源的整合，更快地服务基层。

图 21：我国医疗卫生资源 80% 分布在大、中城市



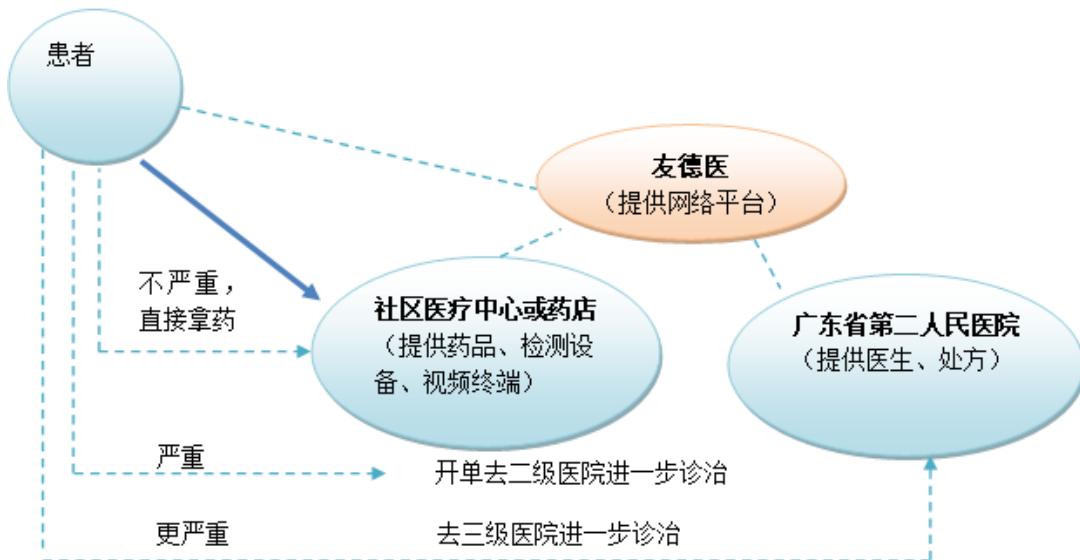
资料来源：中国医学会，东兴证券研究所

友德医的互联网模式下的分级诊疗，是省县乡一体化的分级诊疗，覆盖广东全省21个地级市，为广东省最偏远的地区村民提供医疗服务。目标是2018年建成5万个网络就诊点，实现全省覆盖。

友德医的就诊流程是，与社区医疗中心和社区药店合作，患者以社区为网络入口，由广东省第二人民医院提供的医生通过视频通话和客户端配备的智能穿戴设备进行诊断，然后根据患者的病情开具处方，患者可以直接在社区医疗中心或药店拿药，如果还需进一步检查治疗，就开单到相应的二级医院，更严重的可以到三级医院，由此实现分级诊疗。

友德医为医院、药商和患者打造了一个信息、医药和服务互通的平台。作为平台运营商，将获益于诊疗费、渠道费和广告费。

图 22: 友德医提供平台连接患者、医院和药店，实现分级诊疗

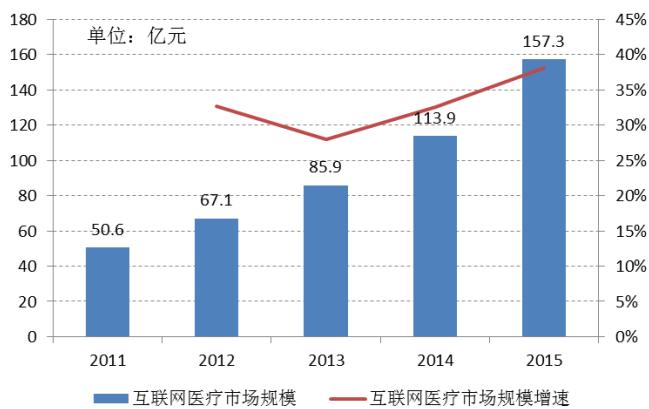


资料来源：东兴证券研究所整理

人口老龄化也将促进远程医疗行业的发展。老年人出行就医并不方便，尤其对于慢性病的定期检查对这一群体更是巨大的负担。随着人口老龄化时代的到来，更多患者更愿意在附近社区诊断中心甚至是家里接受远程会诊。

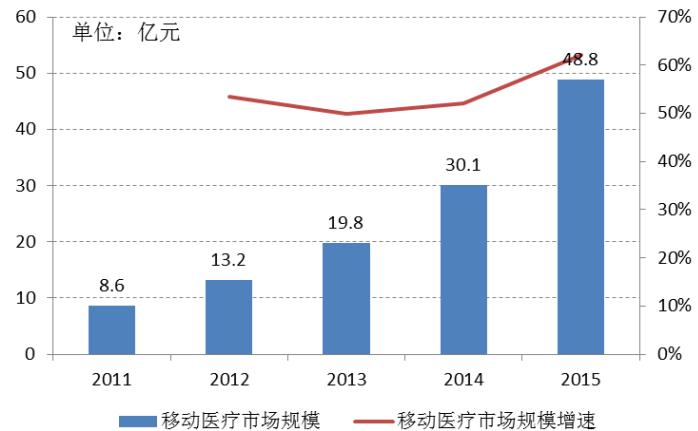
除了医疗资源分配不均和人口老龄化将促进远程医疗市场的发展之外，我们认为，友德医所在的远程医疗市场目前的存量空间已经非常巨大。

图 23: 我国互联网医疗市场预计 2015 年将达 157 亿元



资料来源：wind, 东兴证券研究所

图 24: 我国移动医疗市场规模增长迅速



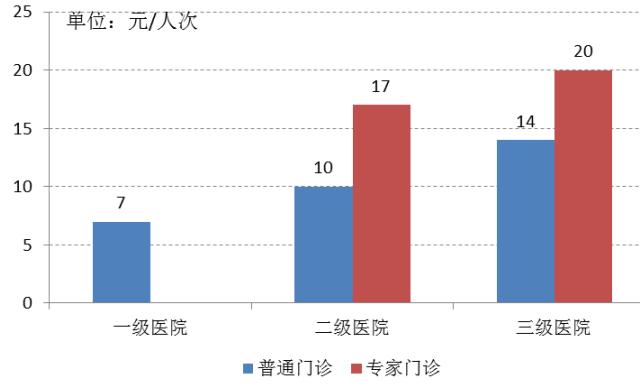
资料来源：wind, 东兴证券研究所

导医引流，体量庞大。作为人口大国，随着人们健康意识的提升，我国医疗体量本身正在快速增长。截止至 2012 年，我国医疗机构年诊疗次数已近 70 亿次，假设网

络医院平台占有其中 10%的诊疗通道，不考虑挂号费，依据目前门诊费用计算，网络医院带来至少 70 亿元以上的年市场规模，假设平台本身能够分成 1/4-1/3，每年诊疗费分成的市场规模在 20 亿元以上。

图 25：我国 2012 年医疗机构诊疗次数近 70 亿


资料来源：国家卫计委，东兴证券研究所

图 26：我国三甲医院普通门诊 14 元/人次


资料来源：网络公开资料，东兴证券研究所

与药店合作，打造导医、诊疗和医药闭环，未来有望分享医药电商市场入口。与单纯的网上药店相比，远程诊疗平台将诊断和开药治疗结合，有效解决了医药电商无法销售处方药这一诟病。国内药品终端销售收入中，处方药超过 80%，处方药未来前景是好的，但面临医保支付，无法开具药方等难题，而这些都是目前的医药电商无法解决的。友德医与社区药店合作，就诊患者在药店通过远程医疗获取处方后，直接可在药店拿药。未来也有可能与网上药店合作，分享医药电商市场入口。

图 27：友德医与多家社区药店及网上药店合作


资料来源：友德医网站，东兴证券研究所

2.5 横向打造多边平台，颠覆大健康商业模式

近日卫计委启动“健康中国”建设规划，大健康理念已升至国家战略。打通医疗服务、养老产业、健康保险等领域的多边平台将是该战略实施的关键。该平台不只是

单纯的网络医院、医药电商，而是一个横向上连接医院、医疗设备销售商、医药生产商、养老机构、社保的多边平台。通过平台的跨边效应和同边效应，平台将迅速聚集各方主体加入，从而颠覆产业模式，提升社会效率。从公司一连串的并购可以看出，目前公司正在为构造这样一个平台积累线下资源。不同于其他类型的平台，由于政策和资金规模等原因，医疗养老的线下积累壁垒极高。我们预计未来将有更多的医疗、养老企业以不同的形式加入公司的大平台。从大方向上说，多边平台将打通医疗与养老的阻隔；从小方向上看，医疗器械销售商（租赁商）与医院、社保机构与医院的合作将更加紧密。横向的拓宽，也使得公司未来 toC 业务具有广阔的想象空间，大健康生态圈值得期待。

3 盈利预测与投资建议

根据公司重组或资产收购时业绩承诺，2015–2017 年净利润分别为 1.38 亿元、2.41 亿元和 2.92 亿元，对应 EPS 分别为 0.31 元、0.53 元和 0.65 元。

表 3：业绩承诺（单位：亿元）

	2015	2016	2017
众安康	0.78	1.01	1.01
达孜赛乐康	0.60	1.20	1.56
爱奥乐	-	0.20	0.35
合计	1.38	2.41	2.92

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

我们认为，A 股相似可参考公司有万达信息、运盛医疗和卫宁软件。

表 4：同类型房地产上市公司市盈率比较表

	股票名称	当前股价	2014EPS	2014PE
300168.SZ	万达信息	30.45	0.39	78.10
600767.SH	运盛医疗	13.62	0.08	179.21
300253.SZ	卫宁软件	44.35	0.56	79.20

资料来源：WIND、东兴证券研究所

公司 10 月 29 日收盘价对应 2015 年 PE 是 127.7 倍，市值 177 亿元。考虑到公司互联网医疗体系逐步成型，诊疗服务、非诊疗服务和移动医疗设备业务互相协同，参股的远程医疗公司可为公司其他业务提供入口，我们认为公司具有高成长性。首次关注，给予“推荐”评级，6 个月目标价 55 元。

表 5：公司盈利预测表

资产负债表					利润表					单位:百万元						
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E					
流动资产合计	2404	2411	2806	5623	8852	营业收入	729	158	689	852	1094					
货币资金	110	10	275	2414	4792	营业成本	487	120	415	514	637					
应收账款	40	2	15	19	24	营业税金及附加	76	16	79	98	126					
其他应收款	10	27	119	147	189	营业费用	9	1	28	34	44					
预付款项	53	42	125	228	355	管理费用	39	26	34	43	55					
存货	2185	2330	2271	2816	3493	财务费用	1	30	31	74	104					
其他流动资产	5	0	0	0	0	资产减值损失	3.29	0.18	5.00	5.00	5.00					
非流动资产合计	312	117	58	52	46	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00					
长期股权投资	249	0	0	0	0	投资净收益	12.82	64.92	100.00	160.00	160.00					
固定资产	52.37	46.47	40.95	35.43	29.91	营业利润	126	28	197	244	283					
无形资产	6	6	6	5	4	营业外收入	1.45	4.27	40.00	80.00	100.00					
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	4.18	0.62	20.00	40.00	50.00					
资产总计	2716	2528	2864	5676	8899	利润总额	124	32	217	284	333					
流动负债合计	678	1579	-1064	-379	699	所得税	32	2	54	71	83					
短期借款	50	50	288	0	0	净利润	92	30	163	213	250					
应付账款	173	74	136	169	210	少数股东损益	0	0	40	40	40					
预收款项	58	50	325	666	1103	归属母公司净利润	92	30	123	173	210					
一年内到期的非	183	1189	0	600	1200	EBITDA	138	68	234	324	393					
非流动负债合计	1242	123	2123	4123	6123	BPS (元)	0.28	0.09	0.38	0.53	0.65					
长期借款	1119	0	2000	4000	6000	主要财务比率										
应付债券	0	0	0	0	0							2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
负债合计	1920	1701	1059	3744	6822	成长能力										
少数股东权益	0	0	40	80	120	营业收入增长	758.92%	-78.38%	336.77%	23.65%	28.43%					
实收资本(或股)	324	324	324	324	324	营业利润增长	1837.31%	-77.87%	606.19%	23.69%	15.94%					
资本公积	303	303	1180	1180	1180	归属于母公司净利	312.43%	40.70%	312.43%	40.70%	21.20%					
未分配利润	152	182	231	301	385	获利能力										
归属母公司股东	797	826	1766	1852	1957	毛利率(%)	33.22%	23.75%	39.81%	39.65%	41.71%					
负债和所有者权	2716	2528	2864	5676	8899	净利率(%)	12.60%	18.91%	23.67%	25.02%	22.84%					
现金流量表					单位:百万元		总资产净利润(%)	3.38%	1.18%	4.29%	3.05%	2.36%				
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		ROE (%)	11.54%	3.61%	6.97%	9.34%	10.72%				
经营活动现金流	-799	-124	-1711	-167	-169	偿债能力										
净利润	92	30	163	213	250	资产负债率(%)	71%	67%	37%	66%	77%					
折旧摊销	10.25	9.94	0.00	6.14	6.14	流动比率	3.55	1.53	(2.64)	(14.83)	12.66					
财务费用	1	30	31	74	104	速动比率	0.32	0.05	(0.50)	(7.41)	7.67					
应收账款减少	0	0	-13	-4	-5	营运能力										
预收帐款增加	0	0	275	341	437	总资产周转率	0.33	0.06	0.26	0.20	0.15					
投资活动现金流	-124	278	156	155	155	应收账款周转率	27	7	80	50	51					
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	6.48	1.28	6.54	5.58	5.78					
长期股权投资减	0	0	61	0	0	每股指标(元)										
投资收益	13	65	100	160	160	每股收益(最新摊	0.28	0.09	0.38	0.53	0.65					
筹资活动现金流	1020	-255	1821	2151	2391	每股净现金流(最新	0.30	-0.31	0.82	6.60	7.34					
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	2.46	2.55	5.45	5.72	6.04					
长期借款增加	0	0	2000	2000	2000	估值比率										
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	141.43	440.00	104.32	74.14	61.17					
资本公积增加	0	0	878	0	0	P/B	16.11	15.53	7.27	6.93	6.56					
现金净增加额	97	-100	266	2139	2377	EV/EBITDA	102.20	207.23	63.40	46.31	38.77					

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员（D），基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

杨骞

理学硕士，毕业于北京大学城市与区域规划专业。4 年证券行业相关研究经验。2014 年初加盟东兴证券研究所，从事房地产行业研究工作。擅长从区域经济的角度来挖掘房地产上市公司，对房地产公司的发展与成长有较好的理解和解析。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司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。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看涨：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。