

# 肿瘤治疗综合生态品牌，进入发展快车道

## 买入（首次）

2020年09月02日

证券分析师 朱国广

执业证号：S0600520070004  
021-60199793

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 全铭

执业证书：S0600517010002  
021-60199793

quanm@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	573	645	840	1,098
同比（%）	13.7%	12.5%	30.3%	30.7%
归母净利润（百万元）	-703	128	257	350
同比（%）	-1502.2%	118.2%	100.5%	36.1%
每股收益（元/股）	-1.10	0.20	0.40	0.55
P/E（倍）	-26.69	146.36	72.99	53.61

### 投资要点

- 投资逻辑：**公司已成功转型为医疗服务和医疗设备双轮驱动的肿瘤治疗综合生态品牌，海尔集团成为实控人有望为公司带来产业资源与协同效应。随着肿瘤放疗设备加快放量，肿瘤医院逐步进入成熟运营，带来营收增长与持续盈利，公司业绩将迎来全面改善。
- 公司成功转型肿瘤治疗综合服务商，实控人变更为海尔集团，有望带来产业资源和协同效应。**盈康生命原主营鲜品食用菌，2015年通过收购全资子公司玛西普进入肿瘤放射治疗器械领域；2017、2018年通过陆续收购3家医院、设立2家医院，并剥离了食用菌业务，成功转型为医疗服务与医疗器械双轮驱动的肿瘤治疗综合生态品牌。2019年3月，公司实际控制人变更为海尔集团，将与海尔集团在大健康领域的业务布局形成良性互动，有望借助其产业资源拓展业务边界和增强竞争实力。公司的肿瘤治疗平台不断完善，2020年上半年，公司业绩在疫情之下逆势增长，营收和归母净利润分别同比增长11.30%、14.05%。
- 非公立肿瘤医院发展前景广阔，公司肿瘤医疗服务网络已具雏形。**中国肿瘤治疗负担沉重，但医疗资源供给不足。2007-2018年，我国肿瘤医院入院人数年复合增长率14.84%，而床位数年复合增长率为8.9%，医疗服务供给存在很大缺口。在医疗资源供需不平衡、国家鼓励社会办医的情况下，非公立肿瘤医院迎来发展契机，在广阔的肿瘤医疗服务市场占据重要地位。公司已收购了友谊医院、友方医院、怡康医院三家肿瘤特色专科医院、对外投资设立长沙盈康、长春盈康两家医院，形成以西南为核心，辐射华东、华中、东北的区域肿瘤医疗服务网络。未来特色肿瘤医院逐步进入成熟运营，将为公司带来营收规模与盈利能力双升。
- 肿瘤放射治疗进入加快普及阶段，公司伽玛刀有望快速放量。**放射治疗为肿瘤治疗三大方法之一，并与手术治疗、化学治疗形成综合治疗方案，根据弗若斯特沙利文数据，预计2025年我国肿瘤医院放疗市场规模将增长至809亿元。但由于行业曾经不规范运营及大型医疗设备采购政策限制，放射治疗设备伽玛刀渗透率不高。2018年4月政策松绑伽玛刀等大型设备采购，2020年7月，国家卫健委提出增加伽玛刀的规划数量42台。全资子公司玛西普的伽玛刀国内市场份额第一，有望快速放量。
- 盈利预测与投资评级：**预计公司2020-2022年的营业收入分别为6.45亿/8.40亿/10.98亿元，归母净利润分别为1.28亿/2.57亿/3.50亿元，对应2020-2022年EPS分别为0.20元/0.40元/0.55元，对应PE分别为146X/73X/54X。我们看好公司作为肿瘤治疗综合服务商的，医疗服务与医疗设备双轮驱动公司业绩增长。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**医疗服务业务推进不及预期风险；医疗事故或医疗纠纷的风险，伽玛刀订单不及预期的风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	29.23
一年最低/最高价	7.60/27.30
市净率(倍)	11.69
流通 A 股市值(百万元)	13767.68

### 基础数据

每股净资产(元)	2.50
资产负债率(%)	32.19
总股本(百万股)	642.17
流通 A 股(百万股)	518.95

### 相关研究

## 内容目录

1. 盈康生命：肿瘤治疗综合生态品牌 .....	3
2. 肿瘤医疗服务市场空间广阔，放射治疗有望加快普及 .....	6
2.1. 肿瘤医疗资源供需不平衡，非公立肿瘤医院发展空间广阔 .....	6
2.2. 肿瘤放射治疗有望加快普及，2025 年收入规模有望达 809 亿元 .....	7
2.3. 国家政策支持，推动行业发展 .....	10
3. 公司医疗服务与医疗器械双轮驱动，打造肿瘤治疗综合服务商 .....	11
3.1 子公司伽玛刀国内市场份额第一，打破国外市场垄断 .....	11
3.2 特色肿瘤医院不断提升服务能力，布局一站式肿瘤治疗平台 .....	14
4. 盈利预测与估值 .....	17
5. 风险提示 .....	18

## 图表目录

图 1: 公司发展历程 .....	3
图 2: 公司股权结构（截止 2020 年 6 月 30 日） .....	4
图 3: 公司营业收入情况 .....	4
图 4: 公司归母净利润情况 .....	4
图 5: 2019 年公司主营业务收入构成 .....	5
图 6: 2019 年公司主营业务毛利构成 .....	5
图 7: 公司毛利率与净利率变化 .....	6
图 8: 公司四项费用率变化 .....	6
图 9: 2005~2018 年我国肿瘤医院入院人数及床位数 .....	6
图 10: 2005~2018 年我国肿瘤医院病床使用率 .....	7
图 11: 2003~2018 年我国肿瘤医院个数 .....	7
图 12: 2015-2025 中国肿瘤医院的放疗治疗服务收入 .....	9
图 13: 不同国家和地区加速器数量 .....	9
图 14: 我国不同省市加速器数量（台） .....	9
图 15: 全球不同国家癌症治疗方法的覆盖率 .....	10
图 16: 中国癌症治疗方式占比 .....	10
图 17: 照射的鼻咽癌的光子（X 光）治疗（左）和质子治疗（右） .....	13
图 18: 四川友谊医院历年归母净利润和同比增长（万元） .....	15
图 19: 盈康生命医院的全国布局（至 2019 年底） .....	15
表 1: 常见肿瘤的放疗适应症 .....	8
表 2: 放疗设备配置相关政策 .....	11
表 3: 玛西普主要产品 .....	11
表 4: 玛西普伽玛刀优势 .....	13
表 5: 盈康生命旗下医院简介 .....	15
表 6: 公司收入预测 .....	17
表 7: 可比公司估值 .....	18

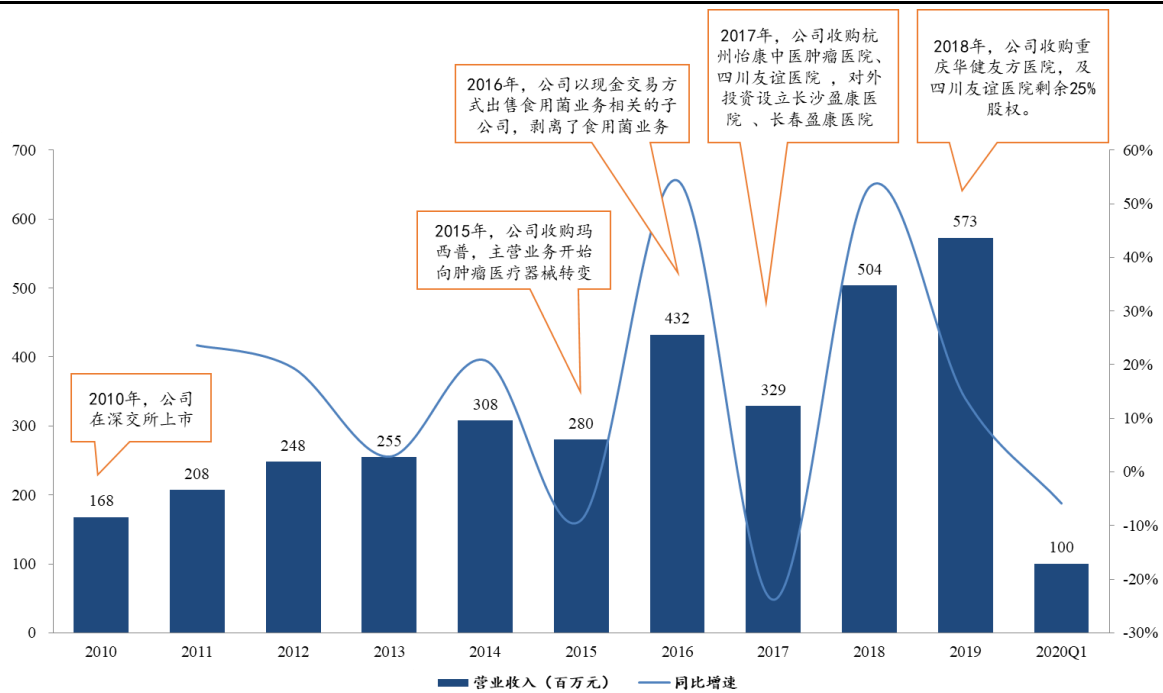
## 1. 盈康生命：肿瘤治疗综合生态品牌

盈康生命原名为星河生物，原主营产品为鲜品食用菌。2015年，公司公告收购玛西普100%股权进入肿瘤放射治疗器械领域；2017年，通过收购特色肿瘤医院进入医疗服务领域，并剥离了食用菌业务。至此，公司成功转型为肿瘤治疗综合生态品牌，主营业务可分为两大板块：

- **医疗服务板块：**2017年起，公司陆续收购3家肿瘤特色专科医院（友谊医院、友方医院、怡康医院）、对外投资设立2家医院（长沙盈康、长春盈康），形成以西南为核心，辐射华东、华中、东北的区域肿瘤医疗服务网络。
- **医疗器械板块：**盈康生命的全资子公司玛西普于1997年成立，是集大型无创放射治疗设备的科研、生产、销售、投资、售后服务和临床研究为一体的国家级高新技术企业和软件企业。其头部伽玛刀全球装机量100+台，在国内头部伽玛刀的市场占有率逾50%（市场第一）；第二代头部伽玛刀成功打破了国际大型公司全球垄断地位，是目前国内唯一通过美国FDA和SS&D认证的产品。

公司发展大致可分为两个阶段：2015年以前，主营业务为食用菌的研发、生产和销售；2015年以后，进军特色肿瘤专科医院和肿瘤放疗设备领域。

图 1：公司发展历程

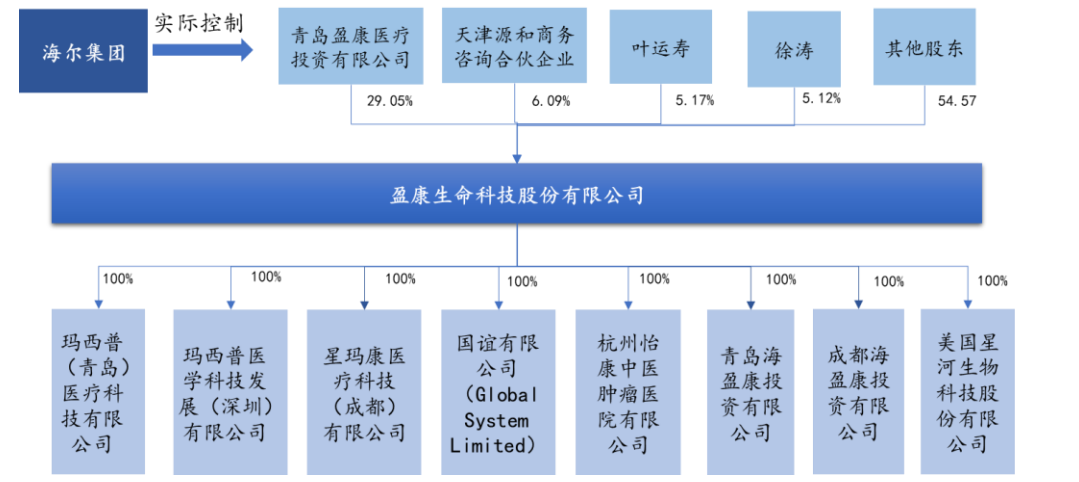


数据来源：Wind，东吴证券研究所

**股权结构：**公司实际控制人变更为海尔集团。2019年1月21日，盈康生命控股股东、实际控制人叶运寿先生、持股5%以上股东刘岳均先生、马林先生、刘天尧先生、徐涛先生分别与青岛盈康医疗投资有限公司签署了《股份转让协议》，将合计158,563,539

股（占公司总股本的 29%）转让给青岛盈康医投，转让价格为每股人民币 11.50 元。青岛盈康医投的实际控制人为海尔集团，2019 年 3 月完成过户手续后，青岛盈康医投成为公司控股股东，海尔集团成为公司实际控制人。海尔集团积极拓展大健康领域，目前海尔的“盈康一生”生态品牌包括海尔生物、盈康生命、海尔医疗平台、海尔国际细胞库、盈康生殖等平台，其丰富的产业资源有望与玛西普形成良性互动，增强玛西普的竞争力。

图 2: 公司股权结构（截止 2020 年 6 月 30 日）



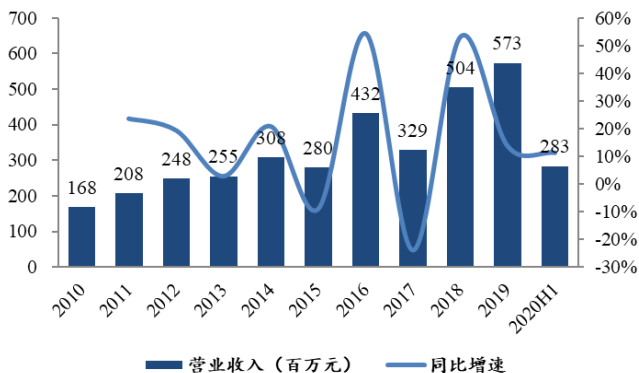
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**公司业绩情况：**2010-2014 年，公司主要从事食用菌的研发、生产和销售，期间公司营业收入实现平稳增长，复合增长率为 16.4%。2016 年营业收入同比增长 54.37%，主要系公司收购了玛西普，业务拓宽到医疗器械和伽玛刀。2017 年营业收入同比下降 23.87%，主要系 2017 年初公司完成剥离了食用菌业务，收入来源减少。2017-2019 年公司营业收入增长迅速，主要系 2017 年和 2018 年公司收购了多家医院，医疗服务成为了营业收入的主要来源。2020H1 实现营业收入 2.83 亿元，同比增长 11.30%，在疫情影响下逆势增长；Q2 同比增速 24%。

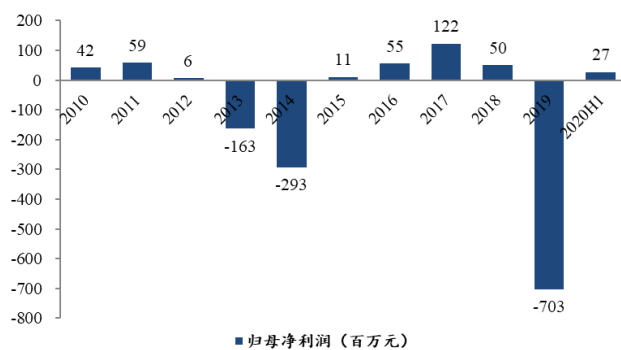
2019 年公司归母净利润约-7.03 亿元，主要系海尔入驻盈康生命，对公司进行内部组织结构和财务管理优化，进行了商誉及无形资产计提大额减值准备，资产减值损失达 7.33 亿元。若加回资产减值损失，则实现净利润约 0.3 亿元。

图 3: 公司营业收入情况

图 4: 公司归母净利润情况



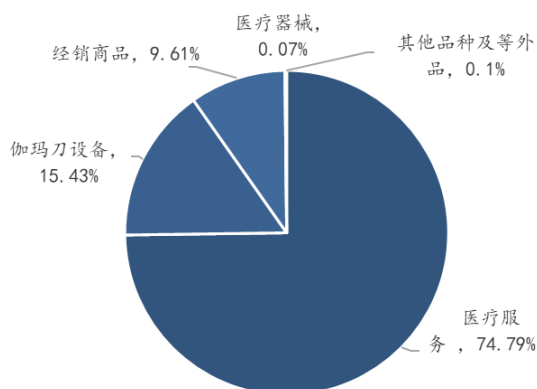
数据来源: Wind, 东吴证券研究所



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

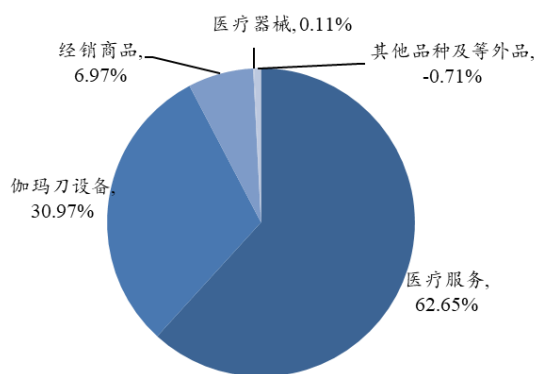
**公司主营收入和毛利以医疗服务和伽玛刀设备为主:** 2019年, 医疗服务的收入占比 74.79%, 毛利占比 62.65%。伽玛刀收入占比 15.43%, 毛利占比 30.97%, 毛利率高达 81.46%。玛西普作为肿瘤治疗一站式服务商, 在给医院设计和匹配肿瘤治疗综合产品解决方案时需要配置相应的肿瘤筛查、检测、图像引导、肿瘤治疗等其他医疗设备, 此类医疗设备属于玛西普将通过外部购买的方式取得, 然后通过直接销售或中间商的方式间接销售给医院。经销产品的收入占比 9.61%, 毛利占比 6.97%。

图 5: 2019 年公司主营业务收入构成



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 6: 2019 年公司主营业务毛利构成

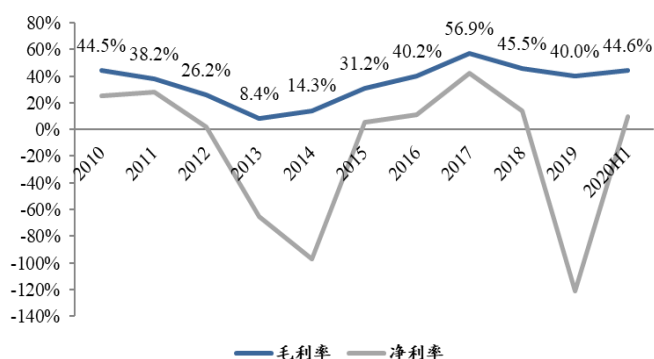


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**盈利能力:** 2016 年、2017 年公司主营业务转型为医疗器械后, 毛利率快速上升, 2017 年以后公司收购了多家医院, 但由于医疗服务的毛利相对医疗器械较低, 因此毛利率水平逐步下降。由于公司几经业务调整, 净利率水平波动较大。随着公司完善医疗服务布局, 我们预计未来毛利率、净利率水平将趋向平稳。

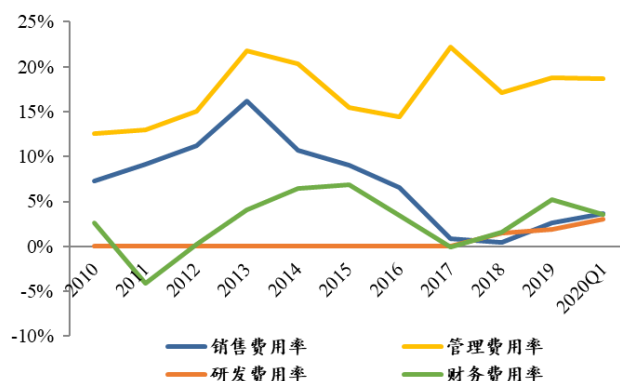
**费用管控:** 2019 年海尔集团进入后对公司管理结构进行较大调整, 销售队伍扩大, 研发投入力度增强, 因此各项费率均有上升。目前公司销售费用率、财务费用率、研发费用率维持在 5% 以内, 与同行业上市公司相比处在正常区间; 管理费用率较高主要系近几年公司收购多家医院, 医院经营策略及科室布局调整所致。

图 7: 公司毛利率与净利率变化



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 8: 公司四项费用率变化



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

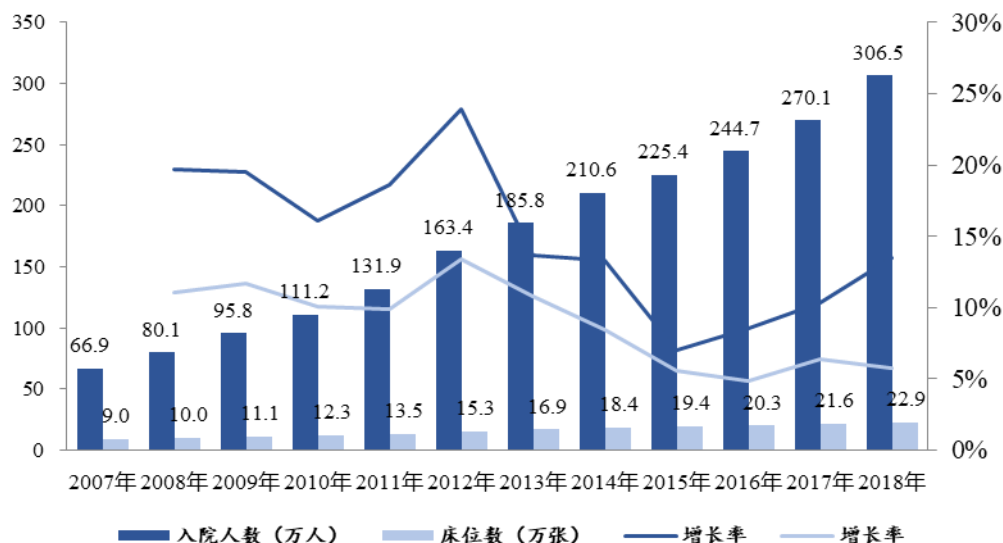
## 2. 肿瘤医疗服务市场空间广阔，放射治疗有望加快普及

### 2.1. 肿瘤医疗资源供需不平衡，非公立肿瘤医院发展空间广阔

**肿瘤医疗服务资源需求不断扩大。**世界卫生组织 2018 年发布的《全球癌症报告》显示，全球每 6 个死亡病例中就有 1 个癌症患者，2018 年全球癌症患者高达 1808 万，预计 2040 年将达到 2900 万~3700 万。根据全球癌症负担估计结果，中国癌症新发病例和死亡病例分别占全球的 23.7%和 30.2%，其中，食管癌、胃癌、肝癌等发病病例和死亡病例约占全球的一半。根据国家卫计委数据，我国肿瘤医院入院人数从 2007 年的 66.9 万人增长至 2018 年的 306.5 万人，年复合增长率高达 14.84%。

**肿瘤医疗服务资源供给增长缓慢。**与快速增长的肿瘤患者人数相比，我国肿瘤医院的床位数增长缓慢，且两者的差距不断拉大。根据国家卫计委数据，我国肿瘤医院床位数从 2007 年的 9 万张增长至 2018 年的 22.9 万张，年复合增长率为 8.9%，明显小于肿瘤医院入院人数的增长。从 2007 年开始，我国肿瘤医院的病床使用连年超过 100%。2018 年我国肿瘤医院人均床位为 0.075 张，病床使用率为 106.1%，肿瘤医院床位供不应求，呈现出肿瘤医疗服务供给的巨大缺口。

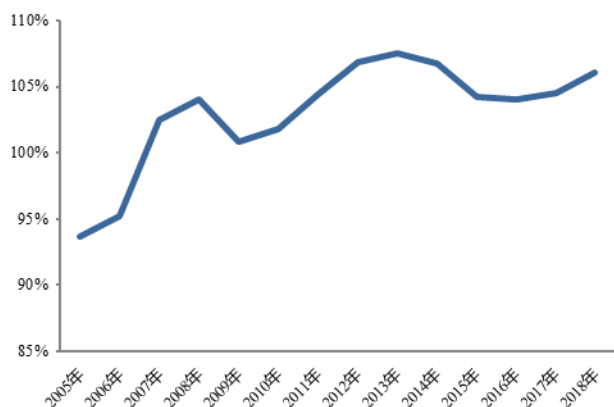
图 9: 2005~2018 年我国肿瘤医院入院人数及床位数



数据来源：wind，国家卫计委，东吴证券研究所

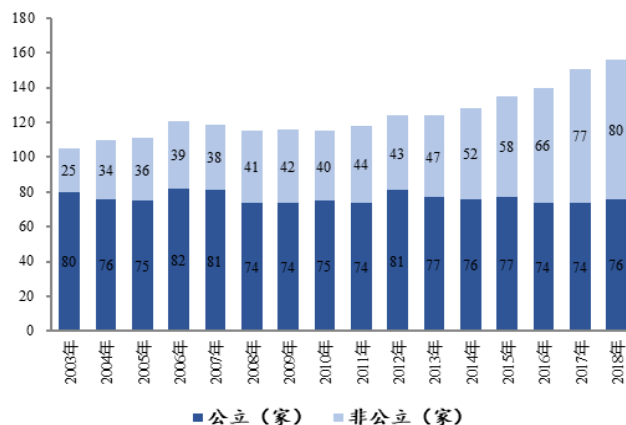
**非公立肿瘤医院快速增加。**从 2003 年到 2018 年，我国肿瘤医院总量从 105 家增加到 156 家，年复合增长率仅为 2.7%，其中公立医院从 80 家下降到 76 家，非公立医院则从 25 家增加至 80 家，年复合增长率为 8.1%。从 2017 年起，非公立肿瘤医院数量超过了公立肿瘤医院的数量。

图 10: 2005~2018 年我国肿瘤医院病床使用率



数据来源：wind，国家卫计委，东吴证券研究所

图 11: 2003~2018 年我国肿瘤医院个数



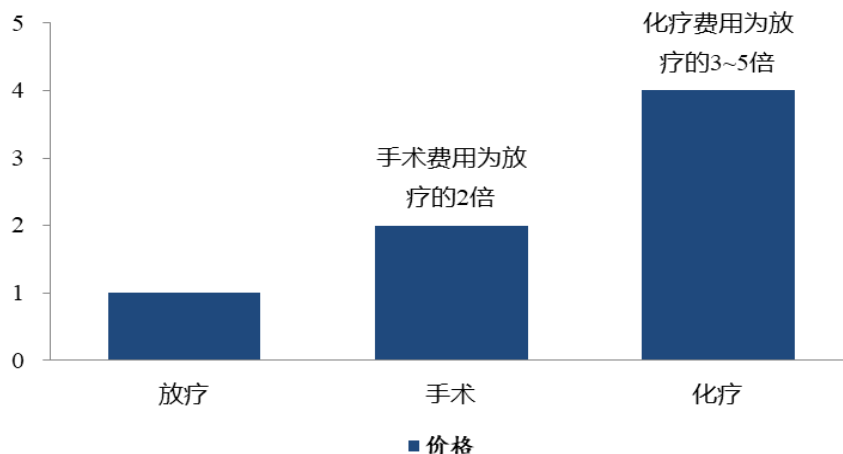
数据来源：wind，国家卫计委，东吴证券研究所

## 2.2. 肿瘤放射治疗有望加快普及，2025 年收入规模有望达 809 亿元

肿瘤放射疗法相较于手术疗法、化疗疗法的综合疗效更好，综合成本更低。目前，癌症治疗主要包括手术治疗，全身疗法（例如化学疗法，免疫疗法，内分泌疗法）和放射疗法等。相对于肿瘤手术治疗，现代化精准放疗拥有副作用更小，治疗效果更好，综合成本更低等一系列优势。根据瑞典议会医疗保健技术评估委员会（SBU）的预测，手术费用是放疗的 2 倍，化疗费用是放疗的 3~5 倍。根据世界卫生组织的数据统计，从 2000 年到 2013 年，肿瘤的综合治愈率从 45% 提升到 67%，其中，放疗的贡献最大，从

18%提高到 30%；而且放疗适用范围广泛，可覆盖 95%的癌症治疗。

图 12: 放疗、手术、化疗费用对比



数据来源: SBU, 东吴证券研究所

表 1: 常见肿瘤的放疗适应症

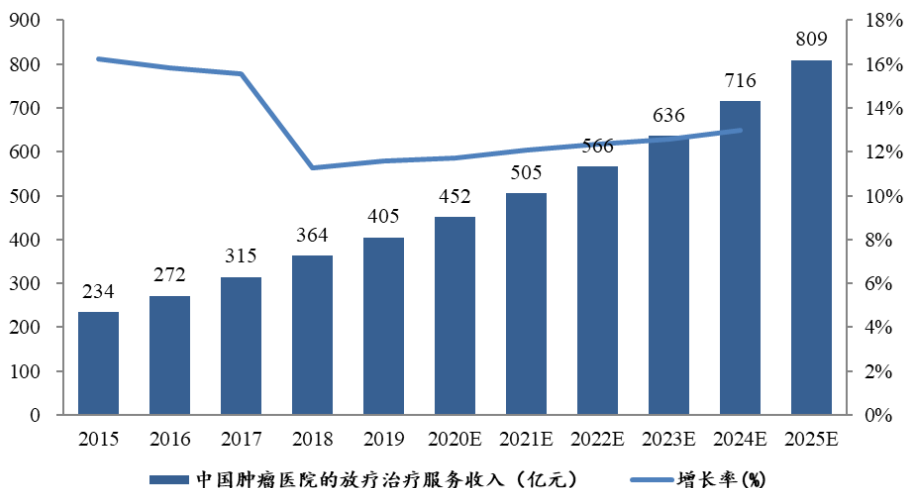
肿瘤大类	肿瘤小类
头颈部肿瘤	鼻咽癌各期、舌癌、其他口腔癌（口底癌、颊粘膜癌、齿龈癌等）、鼻腔恶性肿瘤（未分化癌、鳞癌、腺癌、恶性淋巴瘤和恶性肉芽肿等）、筛窦癌、上颌窦恶性肿瘤、扁桃体癌、腮腺癌、喉癌、涎腺恶性肿瘤、外耳及中耳癌、眼部肿瘤、甲状腺癌
胸部肿瘤	肺部肿瘤、纵隔肿瘤、胸壁和胸膜肿瘤、食管癌、乳腺癌：
腹部恶性肿瘤	胃癌、直肠/肛管癌、胰腺癌、肝癌、胆道癌：
泌尿系统肿瘤	肾癌、膀胱癌、前列腺癌、睾丸恶性肿瘤、阴茎癌
女性生殖系统肿瘤	宫颈癌、子宫内膜癌、卵巢恶性肿瘤、恶性滋养细胞肿瘤、外阴阴道癌：
中枢神经系统肿瘤	浸润性生长的恶性胶质瘤等、髓母细胞瘤、生殖细胞瘤、恶性淋巴瘤等化疗敏感肿瘤、深部肿瘤或主要功能区肿瘤、脑转移瘤
造血系统恶性肿瘤	何杰金氏淋巴瘤、非何杰金氏淋巴瘤、蕈样真菌病、恶性肉芽肿、多发性骨髓瘤、白血病
软组织肿瘤	软组织肿瘤
原发性骨恶性肿瘤	骨肉瘤、软骨肉瘤、尤文氏瘤、骨巨细胞瘤、骨淋巴瘤、脊索瘤、骨纤维肉瘤、脊椎血管瘤、嗜酸性肉芽肿
皮肤癌	皮肤癌
恶性黑色素瘤	恶性黑色素瘤
转移瘤	骨转移瘤、脑转移瘤、肝转移、肺转移病灶

数据来源: 好大夫在线网站, 东吴证券研究所



放疗服务市场呈现较快增长，2025 年收入规模有望达 809 亿元。我国 2015 年肿瘤医院放疗治疗收入为 234 亿元，2019 年增长至 405 亿元，年复合增长率为 14.7%。根据弗若斯特沙利文分析，预计我国肿瘤医院放疗治疗收入会由 2020 年的 452 亿元继续增长至 2025 年的 809 亿元，年复合增长率将达 12.4%。

图 12: 2015-2025 中国肿瘤医院的放疗治疗服务收入

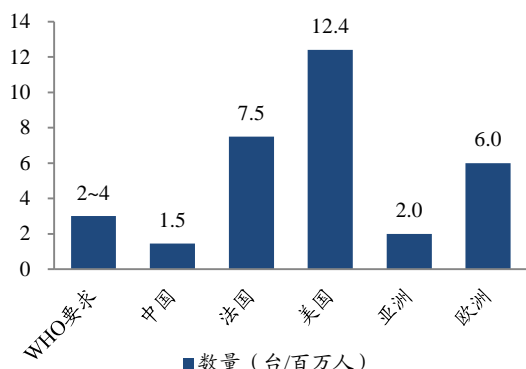


数据来源：海吉亚医疗招股书，弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

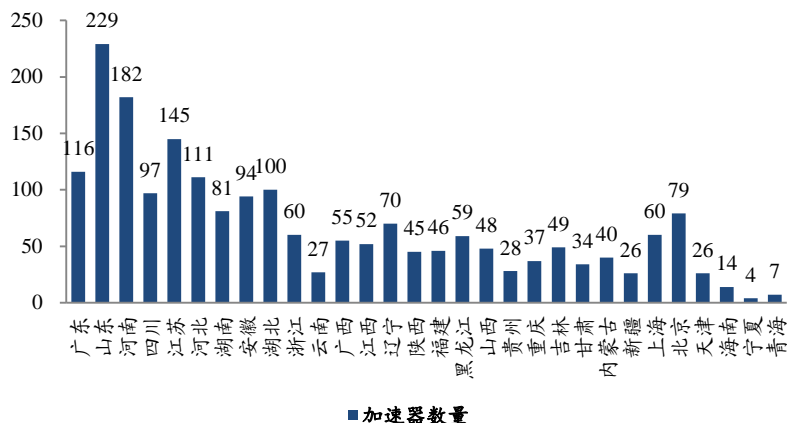
我国放疗设备数量不充分，地区不平衡，放疗市场具备巨大潜力。根据《2019 年中国大陆放疗基本情况调查研究》，我国目前每百万人拥有 1.45 台放疗设备，远少于世界卫生组织要求的每百万人配置加速器（注：放疗设备）的台数应该是 2~4 台。而根据 BCC research 2015 年的统计，亚洲是每百万人拥有加速器台数为 2 台，欧洲为 6 台，法国为 7.5 台，美国为 12.4 台，分别为中国的 1.4、4.1、5.2、8.6 倍。按美国每百万人 12 台放疗设备的标准计算，我国尚需新增放疗设备 14000 台左右。除此以外，我国目前还存在放疗设备地区发展不平衡的问题，这也是制约我国放疗整体发展水平的重要因素。目前大陆地区仅有北京、上海、山东这三个直辖市/省份能够满足每百万人口放疗设备数量高于 2 台的要求，其余地区均尚未达标，尤其是中西部地区，其中宁夏、贵州、云南的每百万人口放疗设备数量不到 1 台。

图 13: 不同国家和地区加速器数量

图 14: 我国不同省市加速器数量（台）



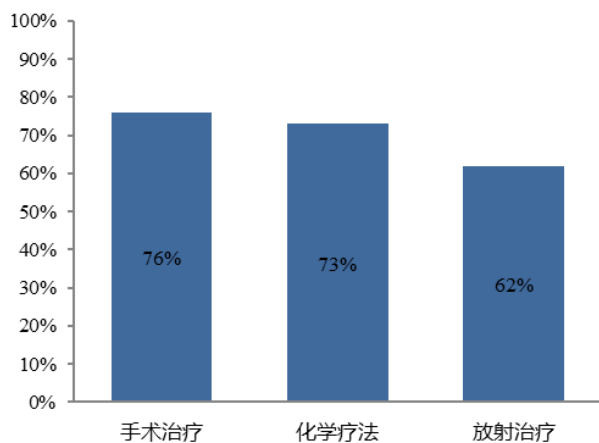
数据来源：《2019年中国大陆放疗基本情况调查研究》、公司年报，东吴证券研究所



数据来源：《2019年中国大陆地区放疗人员和设备基本情况调查研究》，东吴证券研究所

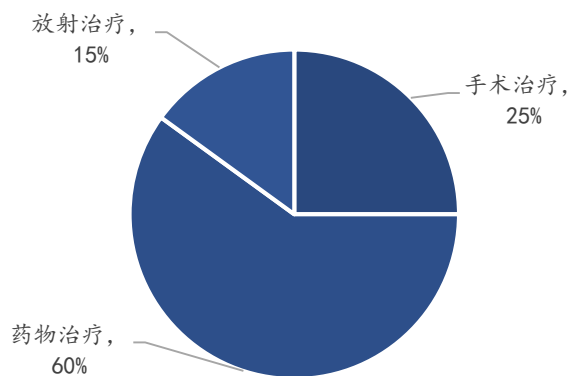
**我国放射疗法普及率预计大规模提升。**世界卫生组织 2019 年发布的《评估国家预防和控制非传染性疾病预防的能力》显示，全球范围内，手术治疗的全球覆盖率为 76%；而放射治疗为 62%。但在欧洲地区和高收入国家中，放射治疗的普及程度与其他其他癌症诊断和治疗服务大致相同，且随着收入增加，放射治疗的普及度也随之增加。在我国，60%的癌症患者采取药物治疗，15%的患者选择放射疗法。随着大型医疗设备采购政策松绑和放疗设备的上量，预计未来放射疗法会加快普及。

图 15: 全球不同国家癌症治疗方法的覆盖率



数据来源：WHO 2019 年《评估国家预防和控制非传染性疾病预防的能力》，东吴证券研究所

图 16: 中国癌症治疗方式占比



数据来源：中国国家癌症中心，东吴证券研究所

### 2.3. 国家政策支持，推动行业发展

**鼓励社会办医，非公立医院市场广阔。**为了扩大医疗资源的总量供给，着力提高医疗可及性，我国政府积极鼓励社会办医。自 2010 年开始，国家分别在国务院和部委层面密集出台鼓励社会办医的各项政策，相继印发《关于鼓励和引导民间投资健康发展的

若干意见》（2010年5月）、《关于促进健康服务业发展的若干意见》（2013年）、《关于加快发展社会办医的若干意见》（2014年）、《关于促进社会办医加快发展若干政策措施的通知》（2015年）、《医疗机构设置规划指导原则(2016-2020年)》（2016年）等政策，鼓励社会资本不断注入医疗行业。在肿瘤医疗资源供不应求的局势下，非公立肿瘤医院未来市场广阔

**支持放疗设备普及，加速行业发展。**近年来，国家和地方政府通过多个政策支持高端医疗器械发展，大型设备采购政策的松绑，显示出国家对放疗设备普及的支持。我们认为，随着国家政策支持及患者对于放疗的认知加深，伽玛刀在国内的有望加快渗透。

**表 2: 放疗设备配置相关政策**

时间	发布机构	政策名称	相关政策内容
2018年4月	国家卫健委	大型医用设备配置许可管理目录（2018年）的通知	伽玛刀等大型医用设备配置许可由甲类调为乙类，PET-CT、伽玛刀等将不再由国家卫健委审批，改为由省级卫健委进行配置审批
2019年11月	国务院	关于在自由贸易试验区开展“证照分离”改革全覆盖试点的通知	社会办医疗机构乙类大型医用设备配置许可，改审批为备案
2020年7月	国家卫健委	关于调整2018-2020年大型医用设备配置规划的通知	进一步推进大型医用设备科学合理配置，保障人民群众医疗服务需求，卫健委将全国2018年-2020年总体规划中，伽玛刀由新增146台调整至新增188台；直线加速器由新增1208台调整至新增1451台

数据来源：中国政府官网，东吴证券研究所

### 3. 医疗服务与医疗器械双轮驱动，打造肿瘤治疗综合服务商

#### 3.1 子公司伽玛刀国内市场份额第一，打破国外市场垄断

公司的全资子公司玛西普是国内领先的大型立体定向放射外科治疗设备供应商，国内头部伽玛刀的市场占有率逾50%（市场第一），并率先实现大型放疗设备自主出口，全球装机量100+台；其第二代头部伽玛刀具备国际领先优势，国内首家获得美国FDA和SS&D双认证，同时取得了全球主要市场准入认证，成功打破国际大型公司全球垄断地位，并成功在美国实现销售。同时，公司积极布局国际放射治疗新技术和新产品，通过间接持股美国先进质子放疗设备企业Protom公司，增强了公司在高端放疗设备领域的竞争力。

全资子公司玛西普目前生产拥有自主知识产权的伽玛刀包括：第一代头部伽玛刀、第二代头部伽玛刀和体部伽玛刀三种核心产品。上述三种产品均在临床使用。

**表 3: 玛西普主要产品**

产品名称	图片	治疗范围	简介
------	----	------	----

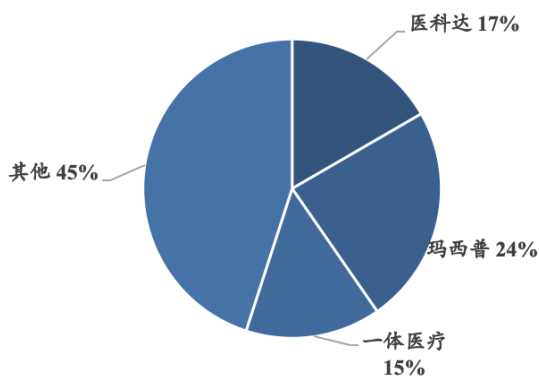
<p>第一代头部伽玛刀 (SRRS)</p>		<p>头部</p>	<p>该产品为玛西普的传统产品，是通过立体定向放射技术治疗头部良性肿瘤、恶性肿瘤、血管性肿瘤及其他神经功能性疾病的高科技专业化医疗设备。</p>
<p>第二代头部伽玛刀 (SRRS+)</p>		<p>头部+颈部+颈椎</p>	<p>第二代头部伽玛刀是对第一代头部伽玛刀的升级，其在剂量学表现、治疗空间、旋转聚焦等方面进行了改进和提升，在设备结构上还去除了独立头盔，同时增加了对每组射线的独立开关</p>
<p>体部伽玛刀 (GMBS)</p>		<p>体部</p>	<p>体部伽玛刀是继头部伽玛刀之后研制成功并拥有独立知识产权的新产品。该产品借用头部伽玛刀的原理，将治疗范围从头部扩展到体部，同样达到在短时间内将病变组织摧毁，而对正常组织损伤较小的效果，为体部肿瘤治疗提供了一种全新的手段。</p>

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

**国内，玛西普伽玛刀装机量第一。**根据中国产业信息网，目前在全国伽玛刀装机量的占比约 24%，是国内头部伽玛刀供应商的龙头；除了巨大的现存优势外，玛西普还具有较大的发展潜力，近三年的毛利率稳定在 75%-85%，盈利空间大，海尔集团入主后，通过资源的整合和管理的改善，营业收入有上升趋势。

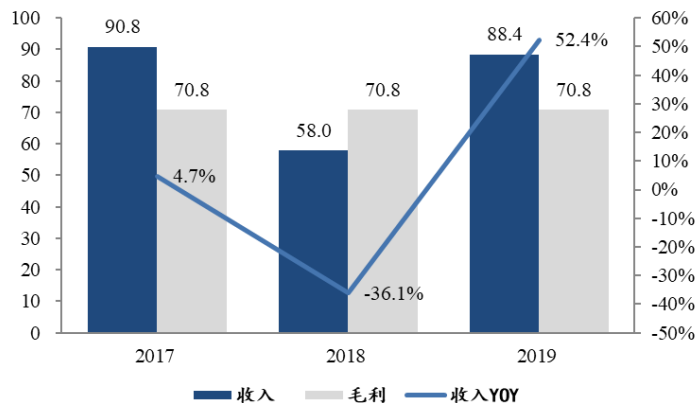
**海外，玛西普占有一席之地。**玛西普现已走进了欧洲、拉丁美洲和亚洲，全球装机量 100+台。其中 INFINI 头部伽玛刀分别在美国新奥尔良 Touro 医院和美国孟菲斯卫理公会大学医院安装并临床使用，截至 2019 年已在美国本土安装三台设备。在发达国家市场中抢占一席之地，体现玛西普的国际品牌竞争优势。

图 18: 国内市场保有量占比



数据来源：中国产业信息网，东吴证券研究所

图 19: 盈康生命伽玛刀业务营业收入和毛利 (百万元)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

相比于国内伽玛刀领域的竞争对手，玛西普在技术、成本、价格、产业资源等诸多方面具有显著优势：

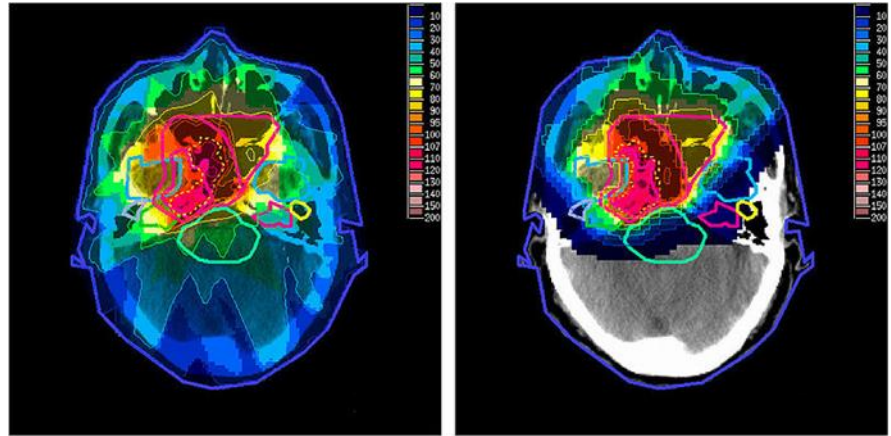
**表 4：玛西普伽玛刀优势**

技术优势	玛西普的三代伽玛刀入选中国医学装备协会 2016 年优秀国产医疗设备产品名录；拥有 7 项国内专利, 3 项美国专利和 37 项软件著作权；已获得中国 CFDA、美国 FDA 认证、美国 SS&D 认证和哥伦比亚 INVIMA 等认证，具备全球多个主要市场的准入资格。
成本优势	伽玛刀的原材料必备元素钴源费用高昂，且每 5-7 年需要更换。2006 年，玛西普入资成都中核高通同位素股份有限公司，该公司几乎控制国内 80% 以上的钴源供应，借此玛西普拥有了原材料的成本优势。另外，在伽玛射线的点位方面，玛西普创新采用动态旋转聚焦，在治疗层面相较巨头医科达的静态聚焦优势明显，以钴源为例，医科达伽玛刀需要 190-201 个钴源，而玛西普伽玛刀仅需 25-30 个钴源即可达到相同的治疗效果，大大节省了原料成本。
价格优势	玛西普采用动态旋转聚焦技术，同诸如医科达的国外竞争对手相比，在保证性能的情况下，将钴源数量减少至 30 个，价格只有前者的 60-70%，且维修服务和换源价格也远低于国外同类服务商，使产品具有较高的性能价格比和竞争优势。
资源优势	2019 年 3 月，公司实际控制人变更为海尔集团。海尔积极布局大健康领域，首个项目上海永慈康复医院于 2016 年 12 月揭牌，标志着海尔医疗正式启航；目前，海尔的“盈康一生”生态品牌包括海尔生物、盈康生命、海尔医疗平台、海尔国际细胞库、盈康生殖等平台，形成生态场景互补。海尔集团丰富的资源与玛西普能够形成良性互动，增强玛西普的竞争力。

数据来源：公司年报、公司公告，东吴证券研究所

**参股美国 Protom 公司，质子治疗引领放疗设备升级。**质子治疗是目前疗效最好，副作用最少的放射疗法，指利用时速约为 2/3 倍光速的高能质子通过照射患病组织破坏癌细胞 DNA，阻止细胞再生来杀死肿瘤，具备精准性和杀伤性的优势，在国际市场蓬勃发展。相较于传统的放射方式（ $\gamma$  射线、X 射线），可以减少并发症，且穿透性强、剂量分布好、局部剂量高、旁散射少，可使肿瘤的治疗剂量提高 20%~30%，实现精准放疗。质子治疗几乎适用于所有实体肿瘤，特别适合于手术难度大的肿瘤。由于质子放疗手术费用高，技术复杂等，在国内普及率较低，但国内已有不少机构在申请建设质子放疗中心。公司通过 100% 控股 GSL 公司，参股了美国 protom 公司，其质子治疗系统已于 2014 年获得美国 FDA 认证，具有先进性、灵活性、经济性的优势。我们认为，布局质子治疗丰富公司产品线，将有利于公司国内开展高端放疗业务，实现设备和服务市场齐发展。

**图 17：照射的鼻咽癌的光子 (X 光) 治疗(左)和质子治疗 (右)**



数据来源：维基百科，东吴证券研究所

根据《2019年中国大陆地区放疗人员和设备基本情况调查研究》，放疗设备以伽玛刀和直线加速器为主，质子重离子治疗刚起步；目前国内加速器已经普及到县级医院，全国加速器约有 2000 多台，而伽玛刀预计在 300 台左右。**伽玛刀普及率相对较低，主要有两方面因素：一是由于行业不规范导致的行业阵痛**，由于上世纪 90 年代进口伽玛刀主要以治疗头部肿瘤为主，但部分医疗机构将头刀运用于身体肿瘤治疗，出现过医疗事故，因此一度被叫停。**二是政策管控**，我国大型医疗设备长期实行配置许可证制度，设备分为甲、乙两类，伽玛刀由于单价高和具有均放放射源，在 2018 年 4 月之前属于需国家卫生行政部门审批的甲类设备，经卫健委在 2018 年政策发布后，调至乙类设备。直线加速器在国产企业的推广下市场普及率已较高，价格降幅也较为明显，只需省级部门审批即可。

目前，随着国内放射科医生的治疗不断规范，伽玛刀的临床治疗得以陆续恢复；同时大型医疗设备的采购政策松绑，卫健委将全国 2018 年-2020 年总体规划中，伽玛刀由新增 146 台调整至新增 188 台，规划装机量增加 42 台，将加速伽玛刀的渗透率提升。而子公司玛西普的伽玛刀市场份额第一，具备品牌影响力，我们认为公司将有望受益政策推动，加快伽玛刀放量。

### 3.2 特色肿瘤医院不断提升服务能力，布局一站式肿瘤治疗平台

目前，公司已经收购了友谊医院、友方医院、怡康医院，并新设长沙盈康、长春盈康，旨在依托在大型放疗设备领域的技术优势和资源优势，将公司的优势延伸到产业链下游，构建上下联动的肿瘤服务网络，打造国内领先的专业肿瘤治疗服务平台。

公司医疗服务板块坚持“大专科小综合”发展肿瘤特色医院，将进一步围绕提升肿瘤患者的体验，提升肿瘤患者的生命质量为初心，以肿瘤放疗的差异化切入，继续提升肿瘤筛查、肿瘤手术、肿瘤康复、肿瘤护理为特色的综合服务能力，让患者享受一站式的肿瘤治疗和康复体验，构建以肿瘤服务为专业特色，并与公立医院相补充的线下医疗服务体系。

表 5: 盈康生命旗下医院简介

医院名称	持股比例	并入方式	并入时间	床位数量	医院简介
四川友谊医院	100%	收购	2017.4	设置床位 1200 张, 目前开放 600 张	特色科室是肿瘤科、放疗科、妇科(妇科肿瘤)等与肿瘤诊断和治疗相关的科室,且收入主要来源于上述科室
杭州怡康中医肿瘤医院	100%	收购	2017.2	开放床位 175 张以上	集肿瘤筛查、治疗、康复、预防为一体的二级中医医院。2020H1 完成床位扩张、引入外部共创团队,打造护理病房,实现营收同比增长 77.89%
重庆华健友方医院	51%	收购	2018.2	编制床位 150 张, 开放床位 300 张	集医疗、教学、科研、预防、生殖健康、保健与康复为一体的二级综合性民营医院。通过引入高端设备,优势加码,提升当地影响力
长春盈康医院	100%	设立	2017.9	住院床位 200 张	围绕肿瘤综合治疗服务能力,积极推进证照申请和审批工作。2020 年 6 月取得头部伽玛刀配置许可证。通过市医保定点医疗机构评审,进入开通医保阶段
长沙盈康医院	100%	设立	2017.8		目前在筹建阶段

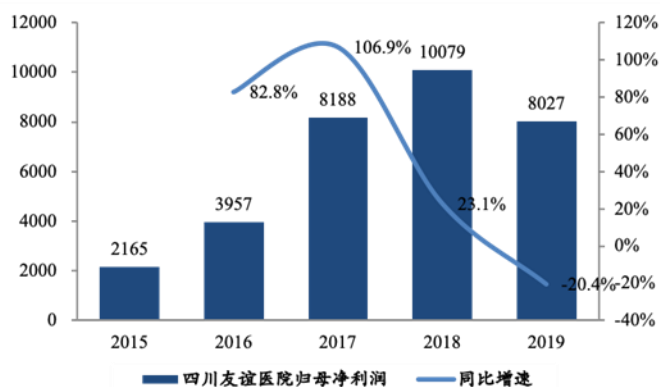
数据来源: Wind, 公司年报, 医院官网, 东吴证券研究所

根据公司年报, 2019 年四川友谊医院的营业收入为 3.38 亿元, 扣非归母净利润为 8027 万元, 重庆华健友方医院的营业收入为 7939 万元, 扣非归母净利润 2219 万元。至 2020 年半年报, 除了长沙盈康之外, 所有医院都已进入正常运营状态。

**四川友谊医院: 医疗服务的主力 and 品牌塑造者**, 四川友谊医院是集医疗、教学、科研和预防保健为一体的大型三级综合性医院, 医院建筑面积 5 万余平方米, 设置床位 1200 张(目前开放 600 张)。医院设备设施先进、配置齐全, 拥有美国断层肿瘤放射治疗系统(TOMO)、医科达直线加速器、玛西普头部伽玛刀等先进诊疗设备。医院团队实力强大, 得到省内外大型医院一批专家教授加盟, 形成了一支由高、中、初级职称及博士、硕士、本科等学历人员构成的梯队较为合理的专业人才队伍。2015-2018 年友谊医院归母净利润从 2165 万元快速增长至 1 亿元。

图 18: 四川友谊医院历年归母净利润和同比增长(万元)

图 19: 盈康生命医院的全国布局(至 2019 年底)



数据来源：公司年报，东吴证券研究所



数据来源：公司推介资料，东吴证券研究所

**肿瘤医院网络布局：立足西南，辐射全国。**盈康生命的医疗服务布局已经取得初步成效，形成了以西南为核心，辐射华东、华中、东北的区域肿瘤医疗服务网络。未来将通过构建区域医疗服务网络、打造肿瘤特色医院和建设一流医疗平台，有望在医疗服务行业取得更大的成绩。特色肿瘤医院逐步进入成熟运营，将为公司带来营收规模与盈利能力双升。

**海尔集团有望注入产业资源。**在入主盈康生命前，海尔集团已经投资和控制多家专科医院和康复医院，包括上海永慈康复医院、上海盈康护理院、杭州怡康护理院、乐山市老年病专科医院、长沙泰和医院、苏州广慈肿瘤医院。根据 2019 年 1 月海尔集团的同业竞争承诺：公司会在未来 60 个月内把相关资产注入盈康生命或是转给无关联第三方，以解决同业竞争问题。未来海尔集团的医疗产业资源有望与盈康生命充分整合，形成覆盖中国大部分地区的肿瘤医疗服务网络。



#### 4. 盈利预测与估值

核心假设:

- 1、伽玛刀: 政策放开, 伽玛刀设备从甲类调整为乙类, 预计全国装机量将快速增长, 假设 2020-2022 年伽玛刀销售收入增长 40%、38%、38%。
- 2、经销产品: 预计伴随伽玛刀装机入院, 配套的经销医疗设备保持快速增长, 假设 2020-2022 年销售收入增长 35%、32%、22%。
- 3、其他医疗器械: 收入波动较大, 假设 2020-2022 年销售收入增长 5%、5%、5%。
- 4、医疗服务: 随着疫情平复, 医疗服务需求延迟满足, 我们预计下半年收入增速将逐步恢复, 2021-2022 年新投入运营医院带来收入增量。假设 2020-2022 年收入增长 4%、28%、30%。

表 6: 公司收入预测

单位: 百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
总收入	收入	572.94	644.75	840.39	1,098.04
	增速	13.67%	12.53%	30.34%	30.66%
	毛利率	40.0%	47.2%	57.8%	57.8%
伽玛刀	收入	88.40	123.76	170.79	235.69
	增速	52.41%	40.00%	38.00%	38.00%
经销产品	收入	55.04	74.31	98.09	119.67
	增速	100.35%	35.00%	32.00%	22.00%
其他医疗器械	收入	0.42	0.44	0.46	0.49
	增速	448.84%	5.00%	5.00%	5.00%
医疗服务	收入	428.48	445.62	570.39	741.50
	增速	2.77%	4.00%	28.00%	30.00%
其他服务收入	收入	0.59	0.62	0.65	0.69
	增速	-61.82%	5.00%	5.00%	5.00%

数据来源: 东吴证券研究所整理

预计公司 2020-2022 年的营业收入分别为 6.45 亿/8.40 亿/10.98 亿元, 归母净利润分别为 1.28 亿/2.57 亿/3.50 亿元, 对应 2020-2022 年 EPS 分别为 0.20 元/0.40 元/0.55 元, 对应 PE 分别为 146X/73X/54X。我们看好公司作为肿瘤治疗综合服务商的增长潜力, 考虑到伽玛刀在政策催化下快速上量, 伽玛刀收入有望保持高速增长; 友谊医院、友方医院保持持续盈利经营, 怡康医院、长春盈康有望在未来两年扭亏。首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 7: 可比公司估值

证券代码	证券名称	股价(元)	EPS(元)			PE		
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
<b>医疗器械可比公司</b>								
300760.SZ	迈瑞医疗	347.30	3.85	5.05	6.10	90.21	68.77	56.93
603658.SH	安图生物	160.03	1.80	2.08	3.05	88.91	76.94	52.47
600055.SH	万东医疗	53.43	0.33	0.40	0.55	161.91	133.58	97.15
300633.SZ	开立医疗	233.00	3.85	5.05	6.10	60.52	46.14	38.20
<b>医疗服务可比公司</b>								
300015.SZ	爱尔眼科	15.03	0.31	0.45	0.51	33.05	33.59	29.37
600763.SH	通策医疗	32.69	0.25	0.41	0.60	95.51	78.97	54.71

数据来源: Wind, 东吴证券研究所, 股价为 2020 年 9 月 2 日收盘价, 其中万东医疗、开立医疗盈利预测为 Wind 一致预期

## 5. 风险提示

- 1、医疗服务业务推进或不及预期的风险: 尽管公司在特色肿瘤医院方面已形成布局, 但可能存在已收购医院业绩承诺无法兑现, 或者新建医院开业进度不及预期的风险。
- 2、医疗事故或医疗纠纷的风险: 放疗为治疗性服务, 存在医疗事故风险。
- 3、伽玛刀放量不及预期: 尽管大型医疗设备采购政策放开, 但伽玛刀仍需省级单位审批, 伽玛刀装机量可能提升不及预期。

## 盈康生命三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	345	408	670	955	<b>营业收入</b>	573	645	840	1,098
现金	97	226	311	612	减:营业成本	344	340	355	464
应收账款	174	118	262	235	营业税金及附加	2	2	2	3
存货	30	32	33	53	营业费用	15	14	16	21
其他流动资产	45	31	64	57	管理费用	107	103	114	149
<b>非流动资产</b>	1,612	1,639	1,672	1,739	财务费用	30	23	18	8
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	-733	0	0	0
固定资产	157	176	211	269	加:投资净收益	0	0	0	0
在建工程	25	30	37	46	其他收益	0	0	0	0
无形资产	106	109	98	93	<b>营业利润</b>	-673	162	336	453
其他非流动资产	1,323	1,323	1,326	1,331	加:营业外净收支	8	0	0	0
<b>资产总计</b>	1,957	2,047	2,342	2,694	<b>利润总额</b>	-665	162	336	453
<b>流动负债</b>	323	228	281	284	减:所得税费用	28	25	45	58
短期借款	80	80	80	80	少数股东损益	11	9	33	45
应付账款	81	51	86	93	<b>归属母公司净利润</b>	-703	128	257	350
其他流动负债	162	97	114	111	EBIT	-646	170	338	449
<b>非流动负债</b>	267	218	170	124	EBITDA	-593	208	385	507
长期借款	250	201	153	107					
其他非流动负债	17	17	17	17	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
<b>负债合计</b>	590	446	451	408	每股收益(元)	-1.10	0.20	0.40	0.55
少数股东权益	29	38	71	116	每股净资产(元)	2.08	2.43	2.83	3.38
	1,338	1,563	1,820	2,170	发行在外股份(百万 股)	546	642	642	642
归属母公司股东权益					ROIC(%)	-38.1%	7.6%	13.9%	16.2%
<b>负债和股东权益</b>	1,957	2,047	2,342	2,694	ROE(%)	-50.6%	8.6%	15.4%	17.3%
						40.0%	47.2%	57.8%	57.8%
					毛利率(%)				
<b>现金流量表 (百万 元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	销售净利率(%)	-122.8%	19.9%	30.6%	31.9%
经营活动现金流	30	220	229	480	资产负债率(%)	30.1%	21.8%	19.2%	15.1%
投资活动现金流	-14	-65	-79	-125	收入增长率(%)	13.7%	12.5%	30.3%	30.7%
筹资活动现金流	-14	-25	-65	-53	净利润增长率(%)	-1502.2%	118.2%	100.5%	36.1%
现金净增加额	3	130	84	301	P/E	-26.69	146.36	72.99	53.61
折旧和摊销	53	38	46	58	P/B	14.03	12.01	10.31	8.65
资本开支	27	27	33	67	EV/EBITDA	-32.25	91.13	48.92	36.50
营运资本变动	-106	22	-125	18					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>