

# 盈康生命 (300143)

证券研究报告

2021年06月21日

## 海尔赋能，打造物联网肿瘤治疗康复综合生态品牌

### “高端放疗设备+优质医疗服务”双管齐下布局肿瘤服务全产业链

公司定位于肿瘤治疗康复综合解决方案，围绕“肿瘤治疗设备”和“肿瘤治疗服务”领域进军肿瘤服务全产业链。公司核心业务为医疗器械和医疗服务，自2015年收购了玛西普医学科技发展(深圳)有限公司，开始转型医疗健康领域。**医疗服务板块**，公司立足于“打造以放疗为特色的肿瘤一站式全场景医疗服务第一联想度品牌”，公司旗下现有4家“大专科小综合”肿瘤特色医院或肿瘤专科医院，形成了以西南为核心，辐射华东、华中、东北区域肿瘤医疗服务网络，同时后续公司将通过“内生式增长和外延式并购”的方式不断扩大医院版图，医疗服务板块有望迎来快速发展。**医疗器械板块**，子公司玛西普深耕放疗设备20余年，公司推出了三代拥有自主知识产权的伽马刀，为国内伽马刀的头部企业，其头部伽马刀国内装机量市占率超50%，同时实现自主出口，全球装机量超110台，此外玛西普二代伽马刀已获得美国FDA和SS&D认证，同时取得全球主要市场准入认证。

### 苏州广慈医院并入将助力医疗服务板块业绩增长

公司拟于2021年斥资6.31亿元收购苏州广慈医院，苏州广慈是一所集预防、医疗、教学、科研、保健、康复为一体的按照二级标准筹建的肿瘤专科医院，一期建筑面积20000平方米，住院部开放床位350张。医院门诊科室齐全，开设24个专业科室以及10余个医技科室，主营业务收入为住院收入和门诊收入。2020年广慈医院收入达3.95亿元，同比增长17.03%，随着广慈医院后续的并入将为公司注入新的活力，并将打通公司并购整合的路径。

### 2019年海尔入主，战略性赋能医疗物联网技术平台

公司坚持数字化战略，在医疗器械板块打造以智联云和智疗云为主的体验云平台。智联云依托物联网技术实现医院设备监控、故障预警、远程排查、远程处理的在线化、智能化，提高设备运行率；智疗云技术提供临床智能治疗方案，更好地服务于医生与患者，推动医疗资源均衡化。公司通过数字化转型，建物联网解决方案，驱动科技赋能的价值创造，通过对所有旗下医院的医院信息管理系统的统一和互联互通，从运营上实现管理上的统一和标准化；同时，公司正在打造线上和线下一体的肿瘤治疗康复体验云平台，以互联网医疗服务为切入，打破患者在诊疗上的时空界限，实现医院内部资源合理配置。物联网技术的应用，未来将有效提升管理效率及患者就诊体验。

### 估值与评级

我们认为盈康生命凭借海尔平台资源和技术优势，未来有望不断拓宽医疗服务产业。我们预计公司2021-2023年营业收入分别为12.26亿元，16.74亿元，22.11亿元，同比增长率分别为85.5%，36.5%和32.1%。归母净利润为2.14亿元，2.99亿元及4.03亿元，同比增长率分别为67.4%，39.5%和34.7%。我们采用PS估值法对公司进行估值，可比公司2021年平均PS为29倍。考虑到公司目前的发展阶段，按可比公司PS估值法，给予2021年目标估值16倍，对应目标价30.58元，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**行业政策风险；同行竞争风险；技术竞争风险；商誉减值风险；估值差异风险

### 投资评级

行业	医药生物/医疗服务
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	24.12元
目标价格	30.58元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	642.17
流通A股股本(百万股)	545.85
A股总市值(百万元)	15,489.07
流通A股市值(百万元)	13,166.00
每股净资产(元)	3.38
资产负债率(%)	21.10
一年内最高/最低(元)	29.71/14.25

### 作者

**杨松** 分析师  
 SAC执业证书编号：S1110521020001  
 yangsong@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《盈康生命-半年报点评:二季度业绩稳步恢复，“器械+服务”双驱动，推动成长》2020-08-28
- 《盈康生命-首次覆盖报告:海尔领头，轻装上阵，打造完善肿瘤专科服务网络》2020-08-24

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	572.94	661.05	1,226.46	1,673.63	2,210.91
增长率(%)	13.67	15.38	85.53	36.46	32.10
EBITDA(百万元)	885.62	159.02	252.18	324.51	431.94
净利润(百万元)	(703.41)	128.11	214.38	298.99	402.75
增长率(%)	(1,502.15)	(118.21)	67.34	39.47	34.70
EPS(元/股)	(1.10)	0.20	0.33	0.47	0.63
市盈率(P/E)	(22.02)	120.90	72.25	51.80	38.46
市净率(P/B)	11.57	7.01	6.39	5.69	4.95
市销率(P/S)	27.03	23.43	12.63	9.25	7.01
EV/EBITDA	6.03	75.69	59.08	45.29	33.50

资料来源：wind，天风证券研究所

## 内容目录

1. 盈康生命——打造物联网肿瘤治疗康复综合生态品牌 .....	4
1.1. 海尔入主，助推集团医疗产业转型 .....	4
1.2. “高端放疗设备+优质医疗服务” 双管齐下布局肿瘤服务全产业链 .....	4
2. 公司收入近年呈现稳健增长 .....	5
3. 中国肿瘤服务行业市场广阔，政策扶植助力整体行业发展 .....	6
3.1. 全球以及中国的癌症负担逐年增加 .....	6
3.2. 中国肿瘤医疗资源受限，制约肿瘤服务整体行业发展 .....	7
3.3. 国家政策松绑，助力医疗器械行业发展 .....	7
4. 打造以放疗为特色肿瘤一站式全场景医疗产业集群 .....	8
4.1. “体内扶植+体外孵化” 两翼齐飞，不断开拓肿瘤医疗服务版图 .....	8
4.2. 苏州广慈医院的收购将持续增强大健康板块竞争力，助力医疗服务板块业绩增长 .....	11
4.3. 公司肿瘤放疗治疗设备国产优势明显，打破国际市场 .....	11
5. 海尔入主，战略性赋能公司 .....	13
5.1. 实控人海尔集团家电起家，物联网品牌技术优势彰显 .....	13
5.2. 背靠海尔集团，盈康生命打造差异化物联网医疗服务 .....	14
5.3. 海尔平台体外积极孵化医疗服务相关资产，将持续助力上市公司发展 .....	15
5.4. 定增夯实控制，补充公司资金实力 .....	16
6. 盈利预测与估值评级 .....	16
6.1 盈利预测 .....	16
7. 估值与投资评级 .....	17
8. 风险提示 .....	17

## 图表目录

图 1：公司发展历程 .....	4
图 2：公司股权结构图（截至 2021 年一季度末） .....	4
图 3：公司历年收入（单位：百万元） .....	5
图 4：公司归母净利润（单位：百万元） .....	5
图 5：公司研发费用历年情况（单位：百万元） .....	5
图 6：2020 年公司收入结构 .....	5
图 7：癌症在全国范围严重程度及分布情况（针对 30-69 年龄段患者） .....	6
图 8：2018-2020 年大型医用设备配置规划数量分布 .....	8
图 9：体内现有医院的业务特点和优势 .....	8
图 10：旗下四家医院 2019&2020 收入情况（单位：百万元） .....	9
图 11：四川友谊医院图片 .....	10
图 12：四川友谊医院交通位置 .....	10
图 13：重庆友方医院图片 .....	10

图 14: 杭州怡康医院图片 .....	10
图 15: 长春盈康医院图片 .....	10
图 16: 苏州广慈医院 2019&2020 年医院业务收入 (单位: 百万元) .....	11
图 17: 拟收购苏州广慈及四川友谊收入情况比较 (单位: 百万元) .....	11
图 18: 放疗技术分类 .....	12
图 19: 海尔物联网品牌优势明显 .....	13
图 20: 海尔卡奥斯平台介绍 .....	13
图 21: 卡奥斯技术平台已赋能多个领域 .....	14
图 22: 海尔集团赋能盈康生命四大技术优势 .....	15
图 23: 物联网平台应用 .....	15
图 24: 公司医疗服务板块网络未来布局 .....	15
图 25: 盈康医投现持有集团 39.69% 的股份 .....	16
表 1: 2015 年全国直线加速器或 60Co 人均分布情况 .....	7
表 2: 2018-2020 大型医用设备政策更新 .....	7
表 4: 旗下现有医院基本情况 .....	8
表 4: 公司三代伽马刀产品介绍 .....	12
表 5: 海尔集团孵化中的 6 家医院 .....	15
表 6: 盈康生命盈利预测 (单位: 百万元) .....	17
表 7: 可比公司估值 .....	17

## 1. 盈康生命——打造物联网肿瘤治疗康复综合生态品牌

### 1.1. 海尔入主，助推集团医疗产业转型

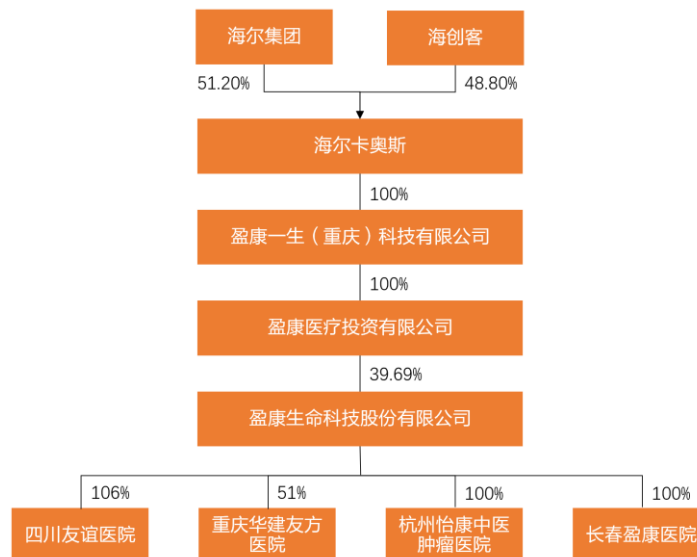
盈康生命前身为广东星河生物科技股份有限公司，成立于 1998 年，主营业务为鲜品食用菌的研发、生产和销售。2015 年 12 月 17 日，由于公司收购玛西普医学科技发展（深圳）有限公司 100% 股权，公司经营范围转向医疗器械的研发和经营，并于 2017 年剥离食用菌业务，完成了向医疗健康领域的转型。2019 年 1 月 21 日，公司控股股东由叶运寿变更为盈康医投，实际控制人为海尔集团。2019 年 7 月，广东星普医学科技股份有限公司名称变更为盈康生命科技股份有限公司，海尔集团的入主将战略性赋能盈康生命的医疗事业发展。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：公司股权结构图（截至 2021 年一季度末）



资料来源：海尔生物招股说明书，公司年报，天风证券研究所

### 1.2. “高端放疗设备+优质医疗服务”双管齐下布局肿瘤服务全产业链

#### ➤ 医疗器械板块

公司目前经营两大业务板块，分别为医疗器械板块和医疗服务板块。公司旗下玛西普医学科技发展有限公司是一家集大型无创伤放疗设备的科研、生产、销售等业务为一体的高科技企业，深耕放疗设备领域 20 多年，不断突破肿瘤放疗治疗核心技术。目前已推出

三代具有自主知识产权的伽马刀，分别为：第一代头部伽马刀（SRRS），第二代头部伽马刀（SRRS+），体部伽马刀（GMBS）。玛西普目前已经获得了包括美国、哥伦比亚、越南在内的国际市场的认证。

### ➤ 医疗服务板块

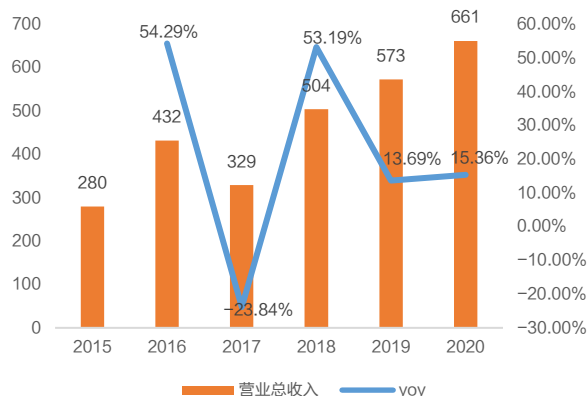
公司旗下现有 4 家“大专科小综合”肿瘤特色医院或肿瘤专科医院，公司首次于 2017 年收购四川友谊医院 75% 的股权，并于同年收购了杭州中卫中医肿瘤医院，且对外投资设立了长春星普医院。2018 年，公司收购重庆华健有方医院有限公司 51% 的股权和四川友谊医院剩余 25% 的股权。截至 2021 年 4 月，公司旗下现有四家收购及自建医院，分别为：四川友谊医院，重庆友方医院，杭州怡康医院，长春盈康医院。公司的区域肿瘤医疗服务网络以西南为核心，辐射华东、华中、东北。未来，公司将通过“内生式增长和外延式并购”的方式，不断完善肿瘤特色医院的布局，打造国内领先的肿瘤治疗连锁服务商。

## 2. 公司收入近年呈现稳健增长

从公司 2020 年业务构成中可以看出，公司主要收入来源于医疗服务板块，贡献收入 4.58 亿元，占总收入 69.31%。第二大收入来源为公司医疗器械板块中伽马刀和经销商品的销售，分别贡献总收入的 15.42% 和 15.23%。自 2017 年公司开始不断收购医院以来，公司营业收入呈现快速增长，年复合增长率为 26.18%。医疗服务板块成为公司的核心业绩增长点，增长势头强劲。

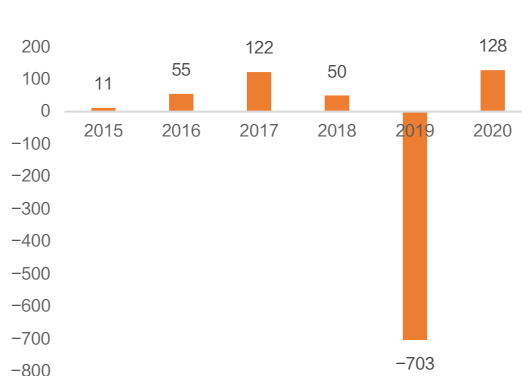
随着公司不断深入高端放疗设备研发，实现加速直线加速器、头体一体刀、小质子刀全布局，公司近几年研发投入也在不断加大，公司 2019 年研发投入总额为 1123.28 万元，2020 年公司研发投入总额为 1781.32 万元，同比增长 58.58%。目前，玛西普研发的新型头体合一伽马刀和直线加速器样机已经在进行型式检验，下一步准备申报注册，其他产品线也正在顺利推进中。

图 3：公司历年收入（单位：百万元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：公司归母净利润（单位：百万元）

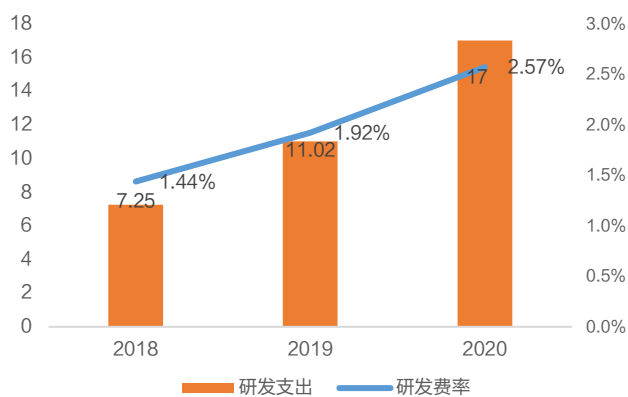


资料来源：wind，天风证券研究所

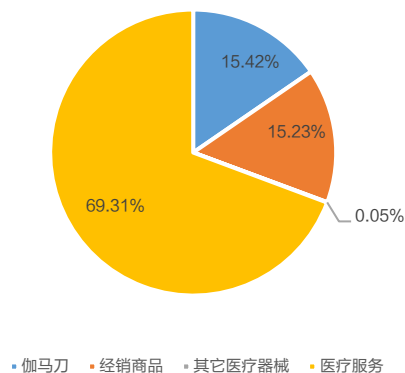
图 5：公司研发费用历年情况（单位：百万元）

图 6：2020 年公司收入结构





资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: 公司 2020 年年报, 天风证券研究所

### 3. 中国肿瘤服务行业市场广阔，政策扶植助力整体行业发展

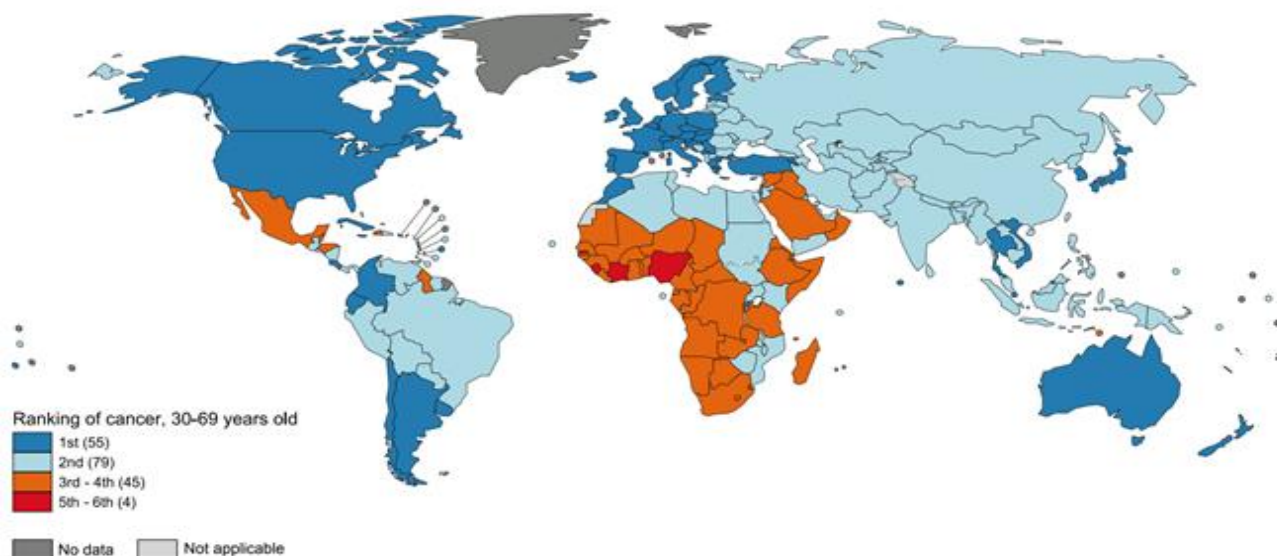
#### 3.1. 全球以及中国的癌症负担逐年增加

过去 60 年，由于良好的卫生环境和疫苗、抗生素等产品技术的普及导致感染性疾病大量减少，癌症如今已经被认作是危及人类的排名前二的疾病。据世界卫生组织（WHO）发布《2020 年世界癌症报告》统计，针对 30-69 岁的成年人癌症在世界 183 个国家中有 134 个国家成为主要或次要的死亡因素，并在其他 45 个国家中的第三或第四死亡原因。在中国，癌症已经被认为是继心血管疾病后排名第二的死亡的威胁。

从人数上来看，根据世界卫生组织国际癌症研究机构（IARC）数据，2020 年全球新发癌症病例 1929 万例，死亡病例 996 万例，其中中国新发癌症病例 457 万例，死亡病例 300 万例。中国作为世界第一人口大国，癌症新发人数远超世界其他国家，占全球 23.7%，癌症死亡人数位居全球第一，占癌症死亡总人数 30%。在全球范围内，由于人口老龄化的加剧，预计 2040 年相比 2020 年，癌症负担将增加 50%，届时全新新发癌症病例数将达到近 3000 万。

图 7：癌症在全国范围严重程度及分布情况（针对 30-69 年龄段患者）

Fig. 1.1.2. Global map of cancer as a leading cause of premature death (i.e. at ages 30-69 years), indicating the rankings, with the numbers of countries in parentheses.



资料来源: World Cancer Report: Cancer Research for Cancer Prevention, 公司 2020 年年报, 天风证券研究所

### 3.2. 中国肿瘤医疗资源受限，制约肿瘤服务整体行业发展

根据 2015 年中国大陆放疗基本情况调查研究显示，中国每百万人口拥有加速器 1.42 台，每百万人口拥有的加速器和 60Co 机 1.49 台。WTO 提出的人人享有健康的标准是百万人均加速器为 2~3 台，对比美国和法国每百万人口拥有加速器 12.4 台和 7.5 台，中国现有的放疗设备数量与 WTO 的建议标准还存在距离，对比发达国家放疗设备数量还有较大增长空间。

表 1: 2015 年全国直线加速器或 60Co 人均分布情况

	人口(百万)	加速器(台)	60Co 机(台)	加速器+Co60 机(台)	加速器/百万人	(加速器+60Co 机)/百万人
总数	1359.9	1931	96	2027	1.42	1.49

资料来源：中华放射肿瘤学，天风证券研究所

此外，根据国家统计局数据，得益于肿瘤医疗技术水平提高和资源数量增多，中国每年肿瘤患者出院人数从 2005 年的 27 万人左右提高至 2018 年的 543 万人，13 年增长 1911%，肿瘤科床位数 11 年增长 154%，肿瘤患者的增加幅度超过肿瘤科床位数增加的幅度，而每张肿瘤科床位对应出院患者从 2007 年的 0.33 人到 2018 年的 0.05 人，肿瘤科床位严重不足。而中国历年肿瘤医院入院人数持续增长，2018 年为 307 万人，同比增长 10%，而 2010 年为 111 万人，8 年增长 176%。

肿瘤服务行业整体发展水平仍然受制于稀缺的肿瘤医疗资源，如放疗设备、肿瘤床位数。随着肿瘤医疗资源未来不断投入、放疗技术的不断更新，肿瘤医疗服务市场未来存在较大的增长空间。

### 3.3. 国家政策松绑，助力医疗器械行业发展

2018 年 4 月 9 日，国家卫健委将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，而由省级卫健委进行配置审批。2018 年 10 月 30 日，国家卫健委指出，截至 2020 年底，伽玛射线立体定向放射治疗系统全国规划配置 254 台，其中新增 146 台；直线加速器全国规划配置在 3162 台内，其中新增 1208 台。2019 年 11 月，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 31 日，国家卫生健康委将伽玛射线立体定向放射治疗系统全国 2018 年到 2020 年总体规划由新增 146 台调整至新增 188 台；直线加速器的全国 2018 年-2020 年总体规划由新增 1208 台调整至新增 1451 台。近年不断出台大型医疗有关国家政策对肿瘤治疗仪器尤其是伽马刀、直线加速器的配置证获取和规划数量都在不断放宽，显示出国家对肿瘤医疗设备的大力支持，放疗行业未来市场空间广阔。

表 2: 2018-2020 大型医用设备政策更新

时间	文件名称	政策更新
2018 年 4 月 9 日	《大型医用设备配置许可管理目录（2018）》	伽马刀等大型医用设备配置许可由甲类调为乙类，PET-CT、伽马刀等将不再由国家卫健委，而由省级卫健委进行配置审批。
2018 年 10 月 30 日	《关于发布 2018-2020 年大型医用设备规划的通知》	截至 2020 年底，伽马射线立体定向放射治疗系统全国规划配置 254 台，其中新增 146 台；直线加速器全国规划配置在 3162 台内，其中新增 1206 台。
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医用设备配置许可，改审批为备案。
2020 年 7 月 31 日	《关于调整 2018-2020 大型医用设备配置规划的通知》（国卫财务函（2020）315 号）	伽马射线立体定向放射治疗系统全国 2018-2020 年总体规划由新增 146 台调整至新增 188 台；直线加速器全国 2018-2020 年总体规划由新增 1208 台调整至新增 1451 台。

资料来源：国家卫健委官网，公司年报，天风证券研究所

图 8：2018-2020 年大型医用设备配置规划数量分布

2018—2020 年大型医用设备配置规划数量分布表  
(调整后)

单位：台

区域	省(区、市)	甲类						乙类											
		质子放射治疗系统		正电子发射型磁共振成像系统(PET/MR)		高端放射治疗类设备		X线正电子发射断层扫描仪(PET/CT)		内窥镜手术器械控制系统(手术机器人)		64排及以上X线计算机断层扫描仪(64排及以上CT)		1.5T及以上磁共振成像系统(1.5T及以上MR)		直线加速器(含X刀)		伽马射线立体定向放射治疗系统	
		规划总数	其中：2018—2020年规划数	规划总数	其中：2018—2020年规划数	规划总数	其中：2018—2020年规划数	规划总数	其中：2018—2020年规划数	规划总数	其中：2018—2020年规划数	规划总数	其中：2018—2020年规划数	规划总数	其中：2018—2020年规划数	规划总数	其中：2018—2020年规划数	规划总数	其中：2018—2020年规划数
华北	北京			16	9	40	19	18	12	362	141	338	120	84	40	5	3		
	天津			4	3	17	13	8	7	159	120	154	115	37	25	4	2		
	河北	3	3	8	8	36	25	9	9	465	195	525	260	190	80	13	8		
	山西			5	5	22	14	7	6	263	160	308	170	89	45	10	9		
	内蒙古			4	4	13	9	5	5	196	83	205	90	68	30	8	5		
东北	辽宁			9	9	36	18	9	8	426	160	422	235	122	64	9	7		
	吉林	2	2	6	5	22	13	6	5	244	130	274	142	74	46	10	7		
	黑龙江			6	5	26	10	8	7	247	120	324	153	92	40	9	5		
西南	重庆			5	4	18	15	6	5	201	105	254	130	75	35	10	5		
	四川			9	9	34	24	11	9	439	255	539	270	173	82	20	9		
	贵州	3	3	4	4	12	10	5	5	233	140	243	125	51	31	5	2		
	云南			5	5	16	14	5	4	300	218	272	145	45	25	10	9		
	西藏			1	1	2	2	1	1	19	14	14	10	3	3	1	1		
西北	陕西			6	6	27	20	9	8	298	175	333	195	83	46	13	12		
	甘肃			2	2	9	7	4	3	166	100	145	80	33	15	1	1		
	青海			2	2	4	2	2	2	42	20	42	20	15	10	1	1		
	宁夏	1	1	2	2	4	3	2	2	56	35	57	30	16	11	2	2		
	新疆			2	2	9	5	3	3	150	80	172	80	38	15	3	2		
	新疆生产建设兵团			1	1	3	2	1	1	55	38	47	30	10	5	2	1		
合计		16	16	82	77	216	188	884	551	268	225	9338	4754	10713	5318	3405	1451	296	188

资料来源：国家卫健委官网，天风证券研究所

## 4. 打造以放疗为特色肿瘤一站式全场景医疗产业集团

### 4.1. “体内扶植+体外孵化”两翼齐飞，不断开拓肿瘤医疗服务版图

公司旗下现有 4 家“小综合大专科”肿瘤医院，分别为四川友谊医院，重庆华建友方医院，杭州怡康医院和长春盈康医院。四家医院贡献公司医疗服务板块业务收入 4.58 亿元，同比增长 7%。肿瘤入院人次同比 2019 年增长 14%，肿瘤特色专科患者的吸引力在不断增强。

表 3：旗下现有医院基本情况

医院名称	医院性质和定位	并入公司时间	持股比例	开放/注册床位数	建筑面积	2020 年医院收入/百万元
四川友谊医院	三甲综合医院	2017 年 5 月收购	100%	开放床位 600 张	5 万多平方米	359.84
重庆华建友方医院	二级综合医院	2018 年 2 月收购	51%	开放床位 300 张	2.5 万平方米	74.29
杭州怡康医院	二级专科医院	2017 年 2 月收购	100%	编制床位 120 张	/	19.76
长春盈康医院	二级综合医院	2017 年自建	100%	编制床位 150 张	/	4.27

资料来源：公司 2020 年年报，医院官网，天风证券研究所

图 9：体内现有医院的业务特点和优势



## 四川友谊医院

- 四川友谊医院2020年顺利通过三级甲等综合医院评审；
- 启用盈康一生联网医院系统，用于在线问诊、在线处方，慢病管理，在线挂号，在线查询报告等医院功能互联网化，线上线双结合，提升患者就医体验及便捷度。

## 重庆友方医院

- 拥有国际领先的肿瘤精准放射外科治疗设备——安科锐tomo托姆刀（tomotherapy knife），PET-CT、128层飞利浦螺旋CT、10兆双光子直线加速器、头部伽玛刀、体部伽玛刀、1.5T磁共振、高清腹腔镜、前列腺等离子电切仪、钬激光、输尿管镜及输尿管软镜、高清胃肠镜、四维彩超、各型检验装置、医科达放疗云平台等大型高、精、尖现代化医疗设备。

## 杭州怡康医院

- 杭州怡康医院聚焦中医肿瘤治疗康复生态第一联想度为引领目标，旨打造一站式肿瘤康复综合治疗服务平台。

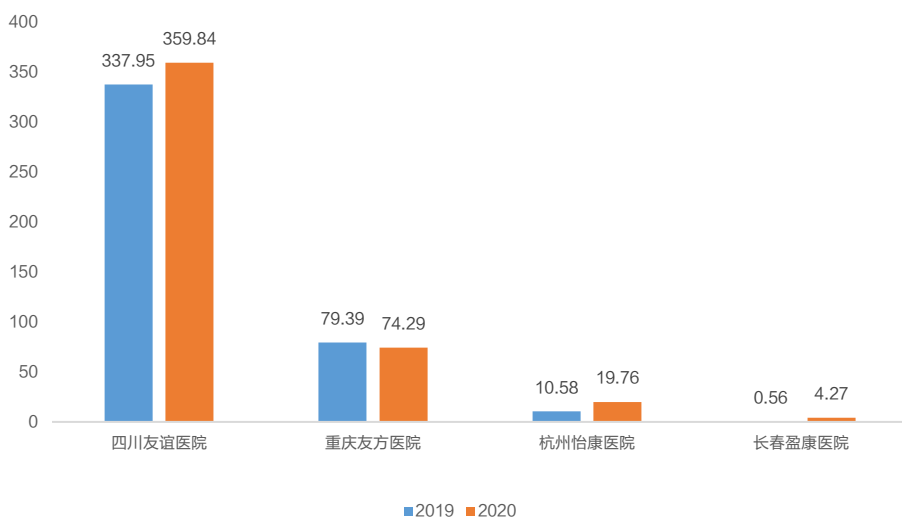
## 长春盈康医院

- 长春盈康医院于2020年7月通过长春市医保定点医疗机构评审，2020年7、8月分别取得长春市、吉林省医保定点医疗机构资质；
- 取得头部伽玛刀配置证和放射诊疗许可证，并与吉林大学第二医院建立专科联盟，开展以肿瘤放疗和肿瘤康复为特色的差异化服务。

资料来源：公司年报，天风证券研究所

- **四川友谊医院**于2014年12月开业，并于2017年并入公司，是一家集医疗、教学、科研和预防保健为一体的大型三级甲等综合性医院，开放床位数600张。目前四川友谊医院为公司规模体量最大的医院，2020年贡献收入3.60亿元，同比增长6.48%，占比2020年公司医疗服务板块总收入的78.54%。
- **重庆友方医院**是一家集医疗、教学、科研、预防、生殖健康、保健与康复为一体的二级综合医院二级综合性医院，成立于2017年5月9日，并于2018年并入公司。开放床位数为300张。2019和2020年分别实现营收0.79及0.74亿元。
- **杭州怡康医院**于2015年7月开业，是一家二级专科医院，公司于2017年2月将其收购。编制床位数120张。2020年贡献收入1976万元。
- **长春盈康医院**自建于2017年，并于2019年7月开始试营业，是一家二级综合医院，编制床位数150张，医院致力于打造东北地区肿瘤综合治疗品牌，并于2020年取得了吉林省和长春市医保资质以及头部伽玛刀配置许可证和放射诊疗许可证，未来将开展以肿瘤放疗和肿瘤康复为特色的差异化服务。长春盈康医院2020年收入为427万元，由于医院目前处于培育期，成本费用上升幅度远大于收入上升幅度。

图 10：旗下四家医院 2019&2020 收入情况（单位：百万元）



资料来源：公司 2020 年年报，天风证券研究所

图 11：四川友谊医院图片



资料来源：四川友谊医院官网，天风证券研究所

图 12：四川友谊医院交通位置



资料来源：四川友谊医院官网，天风证券研究所

图 13：重庆友方医院图片



资料来源：重庆友方医院官网，天风证券研究所

图 14：杭州怡康医院图片



资料来源：杭州怡康中医肿瘤医院公众号，天风证券研究所

图 15：长春盈康医院图片

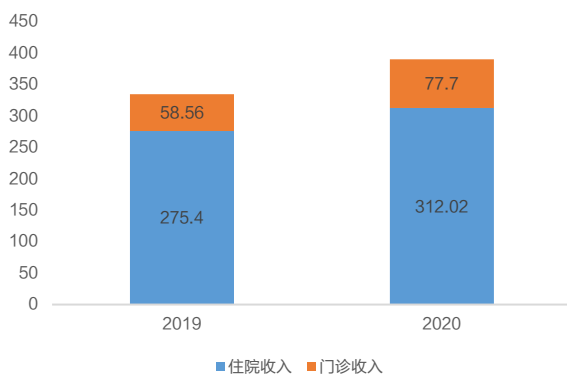


资料来源：长春盈康医院公众号，天风证券研究所

#### 4.2. 苏州广慈医院的收购将持续增强大健康板块竞争力，助力医疗服务板块业绩增长

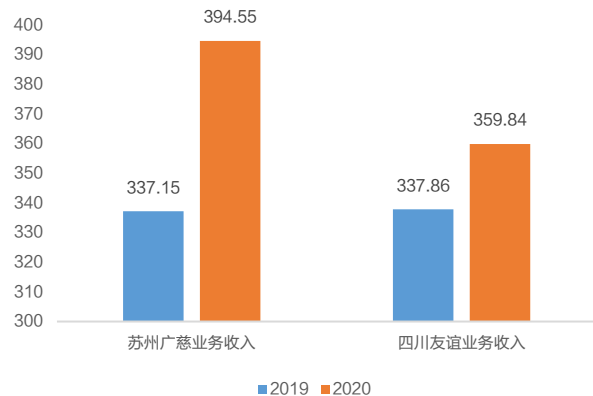
公司拟于 2021 年斥资 6.31 亿元收购苏州广慈医院。苏州广慈医院是一所集预防、医疗、教学、科研、保健、康复为一体的按照二级标准筹建的肿瘤专科医院，一期建筑面积 20000 平方米，住院部开放床位 350 张。医院门诊科室齐全，开设 24 个专业科室以及 10 余个医技科室，主营业务收入以住院收入和门诊收入。对比盈康生命旗下规模最大的四川友谊医院营收情况，2019 广慈医院的收入规模为 3.37 亿元，基本于四川友谊医院持平。而 2020 年苏州广慈医院年收入达 3.95 亿元，同比增长 17.03%。

图 16：苏州广慈医院 2019&2020 年医院业务收入（单位：百万元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 17：拟收购苏州广慈及四川友谊收入情况比较（单位：百万元）

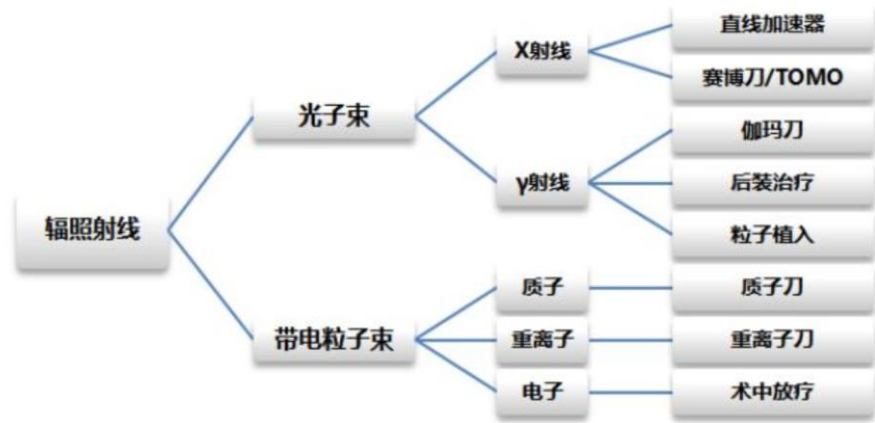


资料来源：公司公告，天风证券研究所

#### 4.3. 公司肿瘤放疗治疗设备国产优势明显，打破国际市场

放疗的基本原理是指不同性质的放射线直接杀伤（直接致使所照射细胞的 DNA 分子双螺旋结构断裂及蛋白质变性）或间接杀伤（放射线使组织内水分子产生电离效应，分解出活性自由基，自由基再与生物大分子结合形成生物性功能的损伤）病灶（通常是肿瘤细胞）。放射治疗所用的放射线通常分为光子束和带电粒子束两类，人类利用各种射线的不同效应，分别开发出相应的放疗技术。

图 18：放疗技术分类

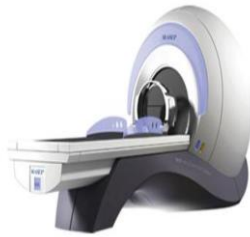


资料来源：公司年报，天风证券研究所

盈康生命肿瘤放疗治疗设备国内外竞争优势明显，随着公司直线加速器的投入使用，医疗器械板块会持续放量。公司于 2015 年收购玛西普医学科技发展（深圳）有限公司，实现向医疗器械领域的转型。玛西普为一家集大型无创伤放疗设备的科研、生产、销售、投资、售后服务和临床研究为一体的高科技企业，是国内领先的大型立体定向放射外科治疗设备供应商。其头部伽马刀设备在中国市场市占率排名第一，占据 50% 的份额，

同时，玛西普打通国际市场实现自主出口，全球装机量超 110 台。此外，玛西普第二代伽马刀具备国际领先优势，获得美国 FDA 和 SS&D 认证，同时取得全球主要市场准入认证。公司不断加大在立体定向放射治疗技术领域的投入，同时参股了美国 Protom International Holding Corporation 公司，其为美国先进质子放疗设备企业。

表 4：公司三代伽马刀产品介绍

图片	简介
<p>第一代头部伽马刀（SRRS）</p> 	<p>第一代头部伽马刀为玛西普的传统产品，通过立体定向放射治疗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。产品通过由放射源发射的射线对病变部位进行辐照，从而达到代替外科手术完成切除病变部位的效果；并且在不损伤人体正常组织的基础上，实现了比外科手术更方便、快捷的治疗效果。该产品于 2004 年 12 月取得美国 FDA 认证。</p>
<p>第二代头部伽马刀（SRRS+）</p> 	<p>第二代头部伽马刀是对第一代头部伽马刀的升级，实现了在确保安全治疗的基础上将治疗范围延伸到颈部和颈椎，进一步扩大了对病人的治疗空间。该款头部伽马刀在 2011 年 3 月取得了美国 FDA 认证，在 2014 年 11 月取得了美国 SS&amp;D 认证，在 2017 年 6 月取得哥伦比亚 INVIMA 颁发的产品注册证，该产品已经获得了多个国家的临床准入资质，并且率先在美国实现装机使用。</p>
<p>体部伽马刀（GMBS）</p> 	<p>该产品借用头部伽马刀的原理，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。玛西普体部伽马刀的医疗器械注册证（注册证编号：国械注准 20153331588）于 2020 年 9 月 5 日到期，玛西普已于 2020 年 7 月 28 日向国家药品监督管理局提交了延续注册申请，并取得了国家</p>



药品监督管理局出具的《受理通知书》，截至报告出具之日，该产品尚未取得延续注册核准。

资料来源：公司 2020 年年报，天风证券研究所

## 5. 海尔入主，战略性赋能公司

### 5.1. 实控人海尔集团家电起家，物联网品牌技术优势彰显

#### ➤ 品牌优势

海尔集团创立于 1984 年，是全球领先的美好生活解决方案服务商。海尔始终以用户体验为中心，连续 2 年作为全球唯一物联网生态品牌蝉联 BrandZ 全球百强。

图 19：海尔物联网品牌优势明显



资料来源：海尔集团官网，天风证券研究所

#### ➤ 技术平台优势

海尔构建了全球引领的工业互联网平台卡奥斯 COSMOPlat。卡奥斯是海尔研发的具有中国自主知识产权的世界级工业互联网平台，享有国际较高知名度，卡奥斯先后主导和参与了 36 项国家标准、5 项国际标准的制定，是唯一被 IEEE、ISO、IEC 三大国际组织批准牵头制定大规模定制模式标准的单位，成为大规模定制领域标准的制定者和主导者。2020 年 8 月，卡奥斯以 557.67 亿元的品牌价值，挺进中国品牌价值百强榜，成为唯一入榜的工业互联网平台。卡奥斯平台被国家工信部认定为跨行业、跨领域的工业互联网十大“双跨”平台之首，而且位居全球知名机构 Forrester 工业互联网领导者第一象限。

卡奥斯平台目前已应用于多个行业及领域，其中包括了“盈康一生”医疗生态领域。未来卡奥斯平台有望进一步拓宽，将赋能旗下的医疗产业，实现医院和患者的信息全面连接，让医院给患者定制化的服务，盈康生命有望受益于强大的物联网平台优势。

图 20：海尔卡奥斯平台介绍





资料来源：海尔卡奥斯平台官网，天风证券研究所

图 21：卡奥斯技术平台已赋能多个领域



资料来源：海尔集团官网，天风证券研究所

## 5.2. 背靠海尔集团，盈康生命打造差异化物联网医疗服务

### 医疗器械板块：

海尔集团入主，战略性助推盈康生命向医疗健康领域转型，打造“物联网肿瘤治疗康复综合生态品牌”。公司坚持数字化战略，打造以智联云和智疗云为主的体验云平台。智联云是依托物联网技术实现设备监控、故障预警、远程排查、远程处理的在线化、智能化，提高设备运行率；通过设备历史数据分析，促进产学研用相互融合。在智联云基础上，智疗云重在提供临床智能治疗方案，更好地服务于医生、物理师、患者及患者家属，推动医疗资源均衡化。

### 医疗服务板块：

公司通过数字化转型，建立物联网解决方案，驱动科技赋能的价值创造。通过所有旗下医院的医院信息管理系统的统一和互联互通，从运营上实现管理上的统一和标准化；从用户体验上，通过质控的线上化，保障患者的体验和质量一致性。

同时，公司正在打造线上和线下一体的肿瘤治疗康复体验云平台，以互联网医疗服务为切入，打破患者在诊疗上的时空界限，突破区域布局的边界，公司将把友谊医院盈康一生互联网医院和 5G 诊疗中心的建设模式复制推广到旗下其他医院，实现线上线下融合，打破患者在诊疗上的时空界限，把区域旗舰医疗中心最优质的医疗资源辐射到卫星医院和体验中心。

图 22：海尔集团赋能盈康生命四大技术优势



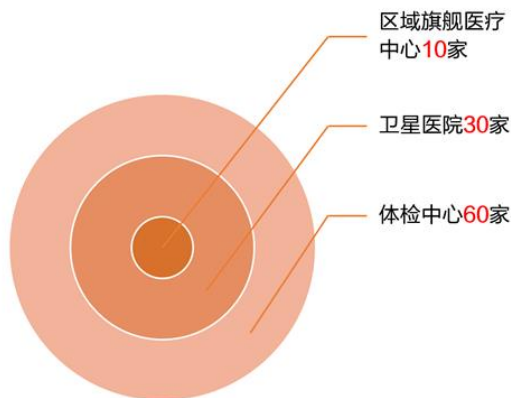
资料来源：盈康生命公司官网，天风证券研究所

图 23：物联网平台应用



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 24：公司医疗服务板块网络未来布局



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司未来计划在 10 和中心区域建立旗舰医疗中心，并在周边建立 30 家的卫星医院，和 60 家体验中心。实现从患者体验、医护解决方案、医疗资源链接、医院网络布局四个维度实现全网络覆盖。数字化平台覆盖，打造肿瘤治疗云平台，打通线上线下，协同区域医院的医疗资源，更好提升了医院的管理效率和患者的就诊体验。

### 5.3. 海尔平台体外积极孵化医疗服务相关资产，将持续助力上市公司发展

由于医疗服务行业前期资金投入较大，从投建、稳步运营到实现收益的周期较长，自海尔集团成为实控人，一方面定位盈康生命为集团内从事医疗服务产业的上市公司，另一方面为降低前期投资的不确定性，提升上市公司质量、保护中小投资者利益，围绕盈康生命的产业布局，海尔集团利用其成熟的管理体系和雄厚的资金在体外进行上市公司相关自产的孵化，目前在孵化中的医院一共有 6 家，医院覆盖护理、康复、养老等领域。随着体外孵化医院不断成熟和并入，有望持续拉动公司未来的业绩。

表 5：海尔集团孵化中的 6 家医院

体外孵化医院名称	医院简介
上海永慈康复医院	上海永慈康复医院是一家以重症康复医疗为特色、按三级康复医院设置的集临床与康复为一体的康复专科医院。目前开放床位超 600 张，2020 年门诊人次超 1.5 万，月均在院人次突破 600 人。

上海盈康护理院	是一家集护理、康复、养老于一体的社会专业养护机构。
杭州怡康护理院	参照国家二级医院设计建设，以“医、养、护”三体合一模式为特色的现代化民营综合性护理医院。
长沙东协盛医院	长沙东协盛医院是一家二级综合医院，旨在打造长沙地区肿瘤综合治疗中心。
长沙协盛康复医院	长沙协盛康复医院是以神经内科、骨伤科、骨关节康复、颈肩腰腿痛康复、心血管疾病治疗为主的专科医院。
青岛盈海医院	青岛盈海医院是海尔医疗旗下青岛首家高端医疗中心，以“健康管理”模式为切入点，提供家庭健康管理、亚健康干预、疾病筛查与早期预防治疗等的健康服务。
长沙盈康医院	公司在建中的一家二级综合医院。

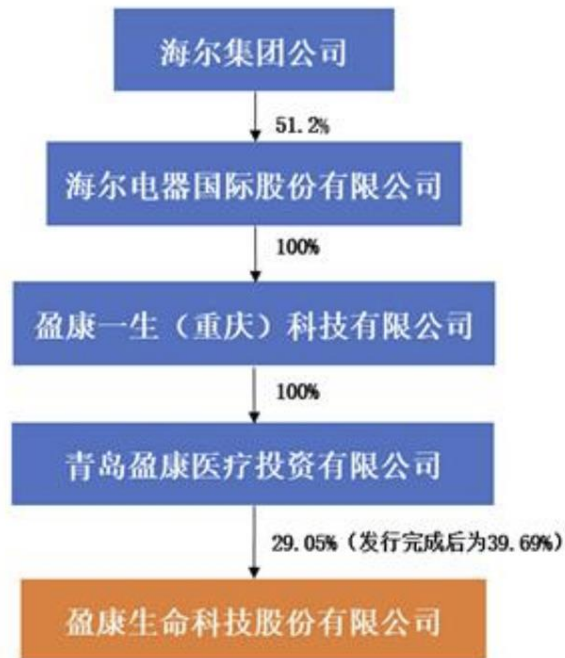
资料来源：公司公告，公司年报，天风证券研究所

#### 5.4. 定增夯实控制，补充公司资金实力

2019年1月21日，盈康医投受让叶运寿先生、刘岳均先生、马林先生、刘天尧先生、徐涛先生合计1.59亿股份，占公司股本的29%，海尔集团变更为盈康生命的实际控制人。

2020年7月，集团将进行非公开发行股票认购，发行价格为人民币7.61元/股，非公开发行的发行数量为0.96亿股，由盈康医投认购。本次非公开发行的定价基准日为公司第四届董事会第三十六次（临时）会议决议公告日（即2020年3月2日）。盈康医投为发行人控股股东，持有公司股份1.59亿股，本次发行前占公司总股本的29.05%，本次发行完成后将占集团39.69%股份。

图 25：盈康医投现持有集团 39.69%的股份



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 6. 盈利预测与估值评级

### 6.1 盈利预测

基本假设：

- ① 预计苏州广慈医院 2021 将并购完成，带来业绩增长；
- ② 盈康生命体外孵化的医院预计以每年 1-2 家的速度整合装入公司，未来的 3 年内医疗服务板块业绩有望持续提升；
- ③ 预计 2021 年公司的直线加速器将投产。

表 6：盈康生命盈利预测（单位：百万元）

	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1226.5	1673.6	2210.9
同比增速	85.5%	36.5%	32.1%
归母净利润	214.4	299.0	402.8
同比增速	67.4%	39.5%	34.7%
医疗器械板块收入	132.0	156.0	180.0
同比增速	29.5%	18.2%	15.4%
医疗服务板块收入	1094.5	1517.6	2030.9
同比增速	138.9%	38.7%	33.8%

资料来源：wind，天风证券研究所

#### 盈利预测：

基于以上假设，我们预计公司 2021~2023 年营业收入分别为 12.26 亿元，16.74 亿元，22.11 亿元，同比增长率分别为 85.5%，36.5%和 32.1%。归母净利润为 2.14 亿元，2.99 亿元及 4.03 亿元，同比增长 67.4%，39.5%和 34.7%。

## 7. 估值与投资评级

表 7：可比公司估值

	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	总收入 (亿元)				PS (X)			
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
	300015.SZ 爱尔眼科	82.5	3,438.6	119.1	151.5	190.7	239.9	28.9	22.7	18.0	14.3
	600763.SH 通策医疗	368.5	1,181.6	20.9	29.3	37.9	48.8	56.7	40.3	31.2	24.2
	1951.HK 锦欣生殖	17.9	448.4	14.3	18.0	22.6	27.5	26.1	25.0	19.8	16.3
	6078.HK 海吉亚医疗 (H)	92.8	573.5	14.0	20.4	27.8	39.7	34.4	28.1	20.7	14.4
	可比公司 (平均值)	140.4	1,410.5	42.1	54.8	69.8	89.0	36.5	29.0	22.4	17.3
	300143.SZ 盈康生命	24.6	157.8	6.6	12.2	15.9	23.9	23.9	12.9	9.9	6.6

资料来源：wind，天风证券研究所；注：爱尔眼科、通策医疗、锦欣生殖、海吉亚医疗 (H)和盈康生命的预测的 PE 均为万得一致性预测，收盘价及总市值为 2021 年 6 月 17 日收盘数据，港股数据已按当日汇率转化为人民币。风险提示：可比公司中包含 H 股上市公司。

我们采用 PS 估值法对公司进行估值，可比公司 2021 年平均 PS 为 29 倍。考虑到公司的发展阶段，按可比公司 PS 估值法，给予 2021 年目标估值 16 倍 PS，对应目标价 30.58 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 8. 风险提示

### 1、行业政策风险

公司大型放射治疗设备的生产、销售等活动会受到相关医疗政策的影响；公司拟开展的肿瘤专科医院等业务会受到国家医疗体系改革等政策的影响

### 2、同行竞争风险

目前国内外诸多知名企业纷纷在医疗健康领域加大投资力度，该领域内的竞争也将日益激烈。玛西普也面临着潜在竞争对手可能增加以及肿瘤治疗领域出现替代伽玛刀的新技

术的风险。

### 3、技术竞争风险

但随着人类科学技术水平的不断进步，肿瘤治疗领域可能出现新的治疗方法和治疗设备，从而替代现有的方法和设备并伴随一定的技术替代风险。

### 4、商誉减值风险

公司因收购玛西普、友谊医院和友方医院 51%股权形成较大金额的商誉。未来，如果玛西普、友谊医院和友方医院的经营业绩与预期出现较大差异，公司将面临商誉减值的风险，直接影响公司当期损益。

### 5、估值差异风险

A 股和港股市场不同，估值方式等的不同导致估值差异，存在估值体系上的风险。



## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	96.55	483.64	421.75	615.07	852.10
应收票据及应收账款	173.56	174.93	349.82	342.30	572.00
预付账款	22.58	19.13	71.41	33.01	97.92
存货	30.48	25.04	104.51	46.86	163.98
其他	22.32	318.22	361.10	343.28	388.83
<b>流动资产合计</b>	<b>345.49</b>	<b>1,020.95</b>	<b>1,308.59</b>	<b>1,380.53</b>	<b>2,074.84</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	156.97	195.04	274.01	344.08	395.82
在建工程	25.43	28.47	137.08	130.25	108.15
无形资产	106.41	98.04	89.19	80.33	71.47
其他	1,322.80	1,308.24	1,279.36	1,283.16	1,269.62
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,611.61</b>	<b>1,629.80</b>	<b>1,779.63</b>	<b>1,837.82</b>	<b>1,845.06</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,957.10</b>	<b>2,650.75</b>	<b>3,088.22</b>	<b>3,218.35</b>	<b>3,919.89</b>
短期借款	80.00	0.00	7.00	6.00	6.00
应付票据及应付账款	80.81	67.13	177.65	149.55	254.27
其他	162.03	133.45	266.15	136.21	324.34
<b>流动负债合计</b>	<b>322.84</b>	<b>200.58</b>	<b>450.79</b>	<b>291.76</b>	<b>584.61</b>
长期借款	250.00	180.33	139.80	119.90	105.40
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	16.83	29.18	21.46	22.49	24.38
<b>非流动负债合计</b>	<b>266.83</b>	<b>209.52</b>	<b>161.26</b>	<b>142.39</b>	<b>129.78</b>
<b>负债合计</b>	<b>589.67</b>	<b>410.10</b>	<b>612.05</b>	<b>434.16</b>	<b>714.39</b>
少数股东权益	29.08	30.30	51.90	60.93	79.49
股本	545.85	642.17	642.17	642.17	642.17
资本公积	1,605.14	2,253.92	2,253.92	2,253.92	2,253.92
留存收益	790.83	1,567.72	1,782.11	2,081.10	2,483.85
其他	(1,603.49)	(2,253.46)	(2,253.92)	(2,253.92)	(2,253.92)
<b>股东权益合计</b>	<b>1,367.43</b>	<b>2,240.65</b>	<b>2,476.17</b>	<b>2,784.19</b>	<b>3,205.51</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,957.10</b>	<b>2,650.75</b>	<b>3,088.22</b>	<b>3,218.35</b>	<b>3,919.89</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	(692.43)	129.32	214.38	298.99	402.75
折旧摊销	52.91	45.55	21.28	25.62	29.22
财务费用	31.42	19.00	6.50	3.53	(0.72)
投资损失	(0.42)	(3.22)	(1.42)	(1.42)	(1.42)
营运资金变动	(191.77)	(91.68)	(94.67)	(46.16)	(141.34)
其它	830.06	(10.87)	22.74	9.18	18.99
<b>经营活动现金流</b>	<b>29.78</b>	<b>88.11</b>	<b>168.80</b>	<b>289.74</b>	<b>307.48</b>
资本支出	(721.47)	32.86	207.73	78.97	48.11
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	707.74	(230.57)	(406.31)	(157.55)	(96.69)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(13.73)</b>	<b>(197.71)</b>	<b>(198.58)</b>	<b>(78.58)</b>	<b>(48.58)</b>
债权融资	430.00	241.05	217.04	202.89	180.71
股权融资	(29.46)	727.63	(6.96)	(3.53)	0.72
其他	(414.22)	(471.47)	(242.19)	(217.19)	(203.31)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(13.68)</b>	<b>497.21</b>	<b>(32.11)</b>	<b>(17.83)</b>	<b>(21.88)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>2.37</b>	<b>387.61</b>	<b>(61.89)</b>	<b>193.33</b>	<b>237.03</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>572.94</b>	<b>661.05</b>	<b>1,226.46</b>	<b>1,673.63</b>	<b>2,210.91</b>
营业成本	343.54	438.27	693.46	911.27	1,154.20
营业税金及附加	1.70	2.23	4.83	5.74	7.91
营业费用	15.02	14.05	257.56	351.46	464.29
管理费用	107.43	111.51	159.81	222.59	188.37
研发费用	11.02	17.00	122.65	218.24	194.56
财务费用	30.00	16.27	6.50	3.53	(0.72)
资产减值损失	(733.38)	(24.71)	(241.33)	(333.14)	(199.73)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.42	3.22	1.42	1.42	1.42
其他	1,469.78	45.08	(2.84)	(2.84)	(2.84)
<b>营业利润</b>	<b>(672.60)</b>	<b>38.14</b>	<b>224.41</b>	<b>295.36</b>	<b>403.44</b>
营业外收入	19.86	138.04	54.95	70.95	87.98
营业外支出	11.91	5.20	6.80	7.97	6.66
<b>利润总额</b>	<b>(664.64)</b>	<b>170.98</b>	<b>272.55</b>	<b>358.34</b>	<b>484.76</b>
所得税	27.79	41.65	35.43	50.17	63.02
<b>净利润</b>	<b>(692.43)</b>	<b>129.32</b>	<b>237.12</b>	<b>308.17</b>	<b>421.74</b>
少数股东损益	10.98	1.21	22.74	9.18	18.99
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(703.41)</b>	<b>128.11</b>	<b>214.38</b>	<b>298.99</b>	<b>402.75</b>
每股收益(元)	(1.10)	0.20	0.33	0.47	0.63

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	13.67%	15.38%	85.53%	36.46%	32.10%
营业利润	-822.22%	-105.67%	488.40%	31.62%	36.59%
归属于母公司净利润	-1502.15%	-118.21%	67.34%	39.47%	34.70%
<b>获利能力</b>					
毛利率	40.04%	33.70%	43.46%	45.55%	47.80%
净利率	-122.77%	19.38%	17.48%	17.86%	18.22%
ROE	-52.56%	5.80%	8.84%	10.98%	12.88%
ROIC	-30.10%	2.67%	13.12%	14.02%	18.15%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	30.13%	15.47%	19.82%	13.49%	18.22%
净负债率	24.38%	-10.83%	-8.27%	-14.80%	-20.94%
流动比率	1.07	5.09	2.90	4.73	3.55
速动比率	0.98	4.97	2.67	4.57	3.27
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	4.42	3.79	4.67	4.84	4.84
存货周转率	18.04	23.82	18.93	22.11	20.97
总资产周转率	0.25	0.29	0.43	0.53	0.62
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	-1.10	0.20	0.33	0.47	0.63
每股经营现金流	0.05	0.14	0.26	0.45	0.48
每股净资产	2.08	3.44	3.78	4.24	4.87
<b>估值比率</b>					
市盈率	-22.02	120.90	72.25	51.80	38.46
市净率	11.57	7.01	6.39	5.69	4.95
EV/EBITDA	6.03	75.69	59.08	45.29	33.50
EV/EBIT	6.36	97.91	64.52	49.17	35.93

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com