

盈康生命 (300143.SZ) 肿瘤+康复全国连锁格局初现, 借力海尔未来可期

2021年07月29日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

蔡明子 (分析师)

苑建 (分析师)

古意涵 (联系人)

caimingzi@kysec.cn

yuanjian@kysec.cn

guyihan@kysec.cn

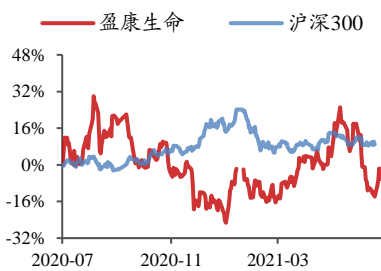
证书编号: S0790520070001

证书编号: S0790520070009

证书编号: S0790121020007

日期	2021/7/28
当前股价(元)	17.92
一年最高最低(元)	29.71/16.41
总市值(亿元)	115.08
流通市值(亿元)	93.25
总股本(亿股)	6.42
流通股本(亿股)	5.20
近3个月换手率(%)	125.55

股价走势图



数据来源: 贝格数据

● **海尔赋能, 打造全国肿瘤+康复服务连锁品牌, 首次覆盖, 给予“买入”评级**
 海尔控股后公司聚焦肿瘤+康复医疗赛道, 深入推进“1+N+n”布局, 器械+服务一体化提升规模效应, 未来扩张空间大; 我们预计 2021-2023 年收入分别为 12.84/21.10/27.29 亿元, 归母净利润分别为 1.61/2.92/3.94 亿元, EPS 分别为 0.25/0.46/0.61 元, 当前股价对应 P/E 分别为 71.3/39.3/29.2 倍, 与同类医疗服务公司相比具备估值性价比, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

● **服务+器械双轮驱动, 全国布局蓝图框架初显, 成长空间大**

在医疗服务板块, 公司实行“1+N+n”战略, 目标在全国布局 10 家区域旗舰医疗中心 (1), 30 家卫星医院 (N), 60 家放疗中心 (n), 扩大服务半径, 逐步实现医院的连锁化和品牌化。目前旗下共 4 家医院, 其中四川友谊医院与拟注入的苏州广慈将作为旗舰医院, 为后续布局打下人才储备基础, 占领技术高地。2019 年初, 海尔承诺在未来 60 个月内会将旗下相关医院资产注入上市公司或转给第三方, 以消除同业竞争。医疗器械板块, 公司为国内头部伽玛刀龙头, 装机量国内市场第一, 在国际市场率先实现大型放疗设备自主出口; 持续加大直线加速器、小质子刀等高端设备的研发, 丰富产品线。从肿瘤治疗服务和肿瘤治疗设备两个维度, 以放疗为核心, 逐步向肿瘤治疗全场景延伸。

● **海尔强大的医院运营能力、丰富的医院资产等全方位赋能公司发展**

苏州广慈医院于 2018 年被海尔被收购后, 在海尔高效运营下, 医院核心指标提升明显, 如床位使用率从 2017 年的 88% 提升至 2021H1 的 98%, 床位周转天数从 8.66 天下降至 7.51 天, 住院门诊人次和诊疗能力明显提升, 净利率超 7%, 有望在其他医院得以复制。公司为旗下医院夯实基础, 提供医疗事业、人才、科技、体验、供应链、投资拓展“六大平台”, 提升医院标准化。资金方面, 海尔通过非公开发行人对公司进行资金支持, 补充运营资金。同时, 公司有望受益于海尔集团物联网等优势, 打造“物联网肿瘤治疗康复综合生态品牌”。

● **风险提示:** 并购医院业绩不及预期, 伽玛刀销售不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	573	661	1,284	2,110	2,729
YOY(%)	13.7	15.4	94.2	64.3	29.3
归母净利润(百万元)	-703	128	161	292	394
YOY(%)	-1502.2	-118.2	25.9	81.3	34.5
毛利率(%)	40.0	33.7	39.5	40.0	40.0
净利率(%)	-122.8	19.4	12.6	13.9	14.4
ROE(%)	-50.6	5.8	7.4	11.8	13.1
EPS(摊薄/元)	-1.10	0.20	0.25	0.46	0.61
P/E(倍)	-16.4	89.8	71.3	39.3	29.2
P/B(倍)	8.6	5.2	4.9	4.3	3.8

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、盈康生命：海尔引领，依托设备优势，打造“物联网+肿瘤治疗+康复”医疗服务连锁品牌	5
1.1、公司介绍：布局肿瘤医疗器械和医疗服务，海尔入主打基础、赋能力	5
1.2、股权架构：海尔集团成为实际控制人，整合资源协同发展	6
1.3、核心财务数据：业务调整带来波动，整体经营趋势向好	6
2、行业概况：设备、医疗服务资源供需矛盾突出，竞争集中在头部公立医院，溢出的治疗需求将向民营医院转移，医生、治疗设备是核心竞争要素	11
2.1、预计我国癌症发病数将逐年上升，肿瘤治疗需求旺盛	12
2.2、放疗设备：数量供给不足，地域分布不均，国家大型医用设备配置许可政策松绑有望带来放量	12
2.2.1、放疗手段优势明显，在肿瘤治疗手段中的规模占比预计将不断提升	12
2.2.2、我国放疗设备总体来说数量不充分，地域分布不平衡，市场潜力大	14
2.2.3、国家大型医用设备配置许可政策松绑，有望带来放疗设备放量	15
2.3、肿瘤医疗服务：供需矛盾突出，公立医院常年超负荷运转，需求溢出将向民营医院转移	17
2.3.1、2020年肿瘤医疗服务行业规模预计超4000亿元	17
2.3.2、肿瘤医疗资源不足且分布不均，供需矛盾突出	17
2.3.3、竞争格局：患者主要集中在公立医院，需求溢出将向民营医院转移，医生、治疗设备是核心竞争要素	18
3、器械+服务“一体两翼”，海尔赋能打造肿瘤治疗+康复综合生态品牌	19
3.1、医疗器械板块：玛西普头部伽玛刀国内装机量第一，在研直线加速器、小质子刀布局高端放疗设备	19
3.1.1、玛西普伽玛刀四大优势：技术、原料供应、成本、价格	20
3.1.2、坚持高端化战略，在研产品稳步推进	20
3.2、医疗服务：以西南为核心，逐步搭建全国性的“1+N+n”肿瘤医疗服务网络	22
3.2.1、通过自建+并购，旗下拥有4家肿瘤医院，另有1家体外医院注入中，肿瘤医疗服务网络不断完善	22
3.2.2、定位优势：以肿瘤放疗的差异化切入，定位“大专科小综合”，聚焦“1+N+n”战略，深化“1+3+6”布局，逐步实现连锁化和品牌化	29
3.2.3、学科和人才优势：与高等院校合作筑学术高地，与公立医院建立医联体合作共创吸引学科带头人，专家人才资源丰富	30
3.3、海尔集团全方位赋能，助力公司可持续发展	32
3.3.1、海尔统一管理建立完整的内部体系，全面提升体内体外医院经营能力，拉动医院业绩增长	32
3.3.2、海尔集团完成收购后筑公司能力，公司打造“六大平台”，提升医院标准化程度，提升医院精细化管理能力	33
3.3.3、集团资金支持，体外医院待注入，助力公司可持续发展	33
3.3.4、受益于海尔集团全球领先的物联网生态，享受资源互联，打造器械+服务一体化健康平台	36
4、模型拆分与盈利预测	37
4.1、收入利润模型拆分	37
4.2、盈利预测与投资建议	39
5、风险提示	40
附：财务预测摘要	41

图表目录

图 1：转型布局肿瘤医疗器械和医疗服务领域，海尔入主，打造肿瘤医疗领军企业	5
图 2：海尔集团为实际控制人，整合资源协同发展	6

图 3:	2015-2020 年营业收入 CAGR18.7%.....	7
图 4:	进行商誉计提减值后业绩趋势向好.....	7
图 5:	2020 年公司历史商誉占净资产比重 51%，在医疗服务行业处于较高水平.....	8
图 6:	2018-2020 年公司商誉占净资产比重逐年降低，资产结构逐步改善.....	8
图 7:	2020 年公司医疗服务与医疗器械两大主营业务均实现增长.....	8
图 8:	2018-2020 年伽玛刀设备和医疗服务毛利贡献超 90%.....	9
图 9:	伽玛刀毛利率水平基本稳定，医疗服务毛利率有望随着医院经营步入正轨企稳回升.....	9
图 10:	毛利率和扣非净利率受到业务调整影响出现波动，未来随着公司经营进入稳定阶段，盈利能力有望提升.....	10
图 11:	2019 年变更实际控制人费用率有所增长，2020 年回归费用率递减趋势.....	11
图 12:	公司库存不断优化.....	11
图 13:	预计 2025 年我国癌症发病数（万人）达到 511 万人.....	12
图 14:	我国居民恶性肿瘤死亡率维持在较高水平（单位：每 10 万人中死亡人次）.....	12
图 15:	手术和化疗是肿瘤治疗的常见选择（2019 年）.....	13
图 16:	相对于手术、化疗，放疗综合成本更低.....	13
图 17:	我国放疗设备总体来说数量不充分，与发达国家差距较大.....	15
图 18:	放疗设备分布存在区域差异，仅北京、上海、山东满足基础配置要求.....	15
图 19:	2020 年全国肿瘤医疗服务市场规模预计超 4000 亿元.....	17
图 20:	2019 年所有类型医院的病床使用率中肿瘤医院最高.....	18
图 21:	我国肿瘤专科医院病床常年超负荷运转.....	18
图 22:	医用直线加速器在我国当前保有的放疗设备中数量占比逐年提升.....	21
图 23:	公司收购友方医院 51% 股权，其余 49% 股权持有者维持不变.....	26
图 24:	2017-2019 年友方医院归母净利润 CAGR 50.5%.....	26
图 25:	2020 年杭州怡康医院收入同比增长 87%.....	27
图 26:	2020 年长春盈康医院收入同比增长 664%.....	27
图 27:	以肿瘤放疗的差异化切入点，2015-2020 年四川友谊医院收入 CAGR 23.5%.....	29
图 28:	公司预计在 2021 年初步完成 5 大区域旗舰医疗中心的布局.....	30
图 29:	盈康一生已孵化出海尔生物、盈康生命、海尔医疗等品牌.....	36
图 30:	盈康一生依托科技驱动、AI 智慧医疗、数据赋能、线上线下一体化综合服务为核心优势打造一体化健康平台.....	37
表 1:	放疗治疗覆盖的肿瘤适应症十分广泛.....	14
表 2:	国家大型医用设备配置许可政策松绑，有望带来伽玛刀放量.....	16
表 3:	新增配置规划后，我国伽玛刀市场保有量有望达到近 500 台，直线加速器有望达到近 3500 台.....	17
表 4:	子公司玛西普主要产品为第一代、第二代头部伽玛刀以及体部伽马刀.....	19
表 5:	玛西普伽玛刀四大优势：技术、原料供应、成本、价格.....	20
表 6:	质子治疗较传统放疗总生存率更高，治疗效果更佳.....	22
表 7:	公司通过收购、设立拥有 4 家医院，另有苏州广慈医院注入中.....	23
表 8:	四川友谊医院聚焦放疗业务，净利率水平较高.....	24
表 9:	与川渝地区头部肿瘤医院相比，四川友谊医院在放疗设备配置方面具备一定竞争力.....	25
表 10:	随着疫情影响逐渐消退，我们预计友方医院业绩加速爬坡趋势将得到延续.....	27
表 11:	公司预测 2025 年苏州广慈医院净利润有望达到 8000 万，2019-2025 年 CAGR 20.9%.....	28
表 12:	与公立医院建立医联体合作共创，吸引多位学科带头人加入专家团队.....	31
表 13:	统一化管理下，苏州广慈医院获客能力、营业收入、运营效率持续提升.....	32
表 14:	多家体外医院具备独立运营能力，且处在业务扩张阶段，未来注入有望增厚公司业绩.....	35
表 15:	盈康生命模型拆分.....	38
表 16:	与同类医疗服务公司相比，盈康生命具备估值性价比.....	40

表 17: 盈康生命盈利预测	40
----------------------	----

1、盈康生命：海尔引领，依托设备优势，打造“物联网+肿瘤治疗+康复” 医疗服务连锁品牌

1.1、公司介绍：布局肿瘤医疗器械和医疗服务，海尔入主打基础、赋能力

盈康生命原名星河生物，主营食用菌生产销售，2015 年通过收购玛西普 100% 股权，正式进入放射性医疗器械领域；2017 年起通过自建以及外延并购方式布局医疗服务，先后收购杭州中卫中医肿瘤医院（现更名杭州怡康中医肿瘤医院）、四川友谊医院、重庆华健友方医院（51% 股权），设立湖南中西友谊医院（现更名长沙盈康医院，已于 2021 年 3 月剥离上市公司，由海尔集团进行孵化）、长春星普医院（现更名长春盈康医院）。截至 2021 年 6 月，公司旗下共 4 家医院：四川友谊医院、重庆友方医院、杭州怡康医院、长春盈康医院。此外，公司 2021 年 4 月发布公告，拟收购海尔旗下苏州广慈医院 100% 股权，目前收购正在推进中。

公司以大型放疗设备为基础，发挥高端放疗设备优势，不断拓展医疗健康领域业务，形成了以提供高端大型放疗设备与配套解决方案和提供医疗健康服务为主的发展格局。医疗器械板块，全资子公司玛西普研发了具有自主知识产权的立体定向放射治疗产品，取得了国内头部伽玛刀设备装机量市场第一的成绩；医疗服务板块，公司以肿瘤治疗为专业领域，依托在大型放疗设备领域的技术优势、资源优势，快速实现肿瘤专科医院较大规模的扩张，并以西南、华南、华东、东北区域市场为先导，将公司的医疗服务从地州市逐渐辐射到全国。

图1：转型布局肿瘤医疗器械和医疗服务领域，海尔入主，打造肿瘤医疗领军企业



资料来源：公司公告、开源证券研究所

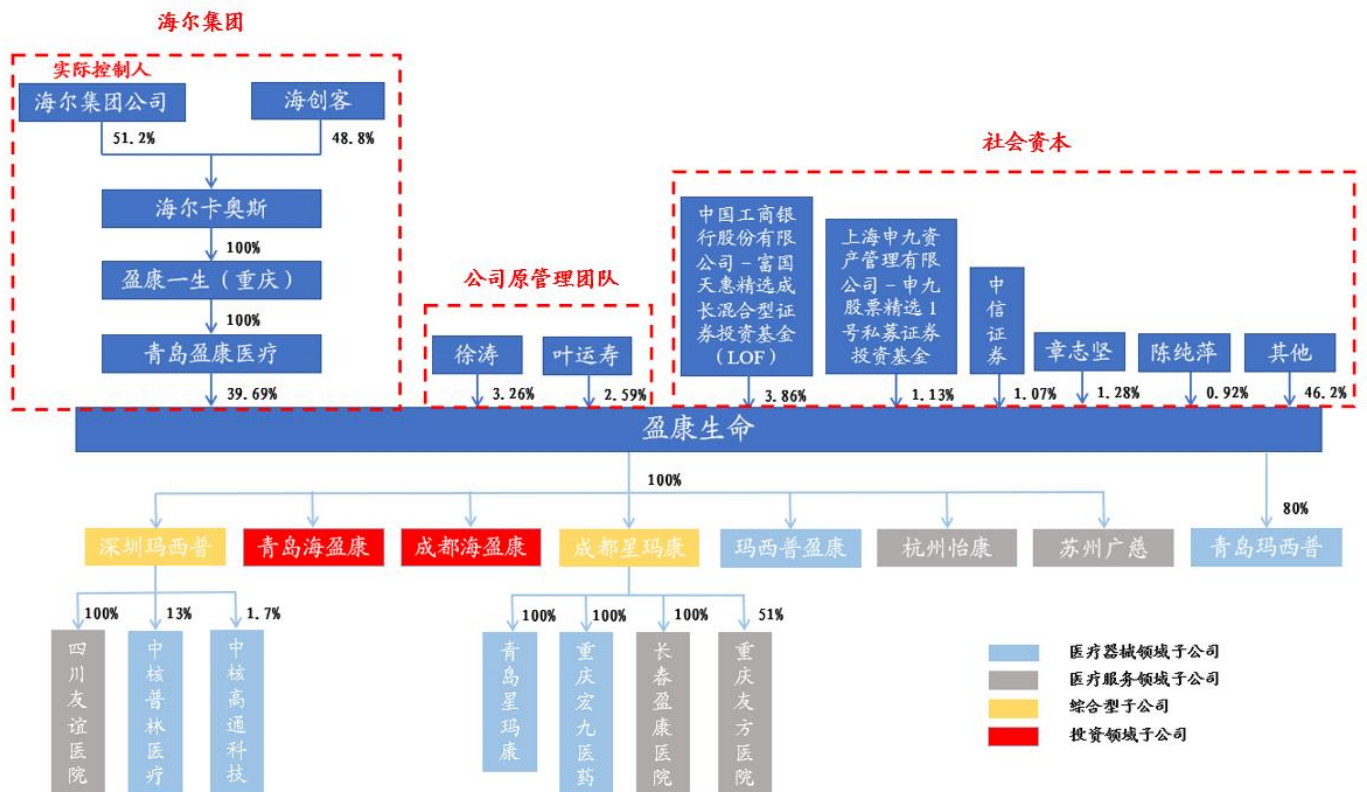
1.2、股权架构：海尔集团成为实际控制人，整合资源协同发展

截至 2021 年一季度，公司第一大股东为青岛盈康医疗，持有公司 39.69% 股份。海尔集团通过持有海尔卡奥斯 51.2% 股份，间接持有公司 20.32% 股份，为公司实际控制人。

目前海尔六大生态品牌中医疗领域品牌“盈康一生”根据用户全生命周期的不同需求，构建起“孕生幼长康护养”七大场景生态服务。围绕用户需求不断迭代的进程中，形成了海尔生物、盈康生命、海尔医疗平台、海尔国际细胞库、盈康生殖等平台。我们预计海尔集团变更为公司实控人后，将为公司组织结构、管理运营、平台资源等多个方面带来全面赋能。

截至 2021 年一季度，公司的前十大股东中，叶运寿先生为公司前身星河生物创始人之一，直接持有公司 2.59% 股份，未担任公司管理职务；徐涛先生持有公司 3.26% 股份，为现任玛西普董事长，2003 年起任全国放射治疗、核医学和放射剂量学设备标准化技术委员会委员，2015 年 10 月起兼任美国 Protom 公司董事，在放疗设备研发领域具备丰富的行业经验，未来有望引领玛西普向高端放疗设备布局，进一步巩固玛西普在放疗设备领域的领先地位。

图2：海尔集团为实际控制人，整合资源协同发展



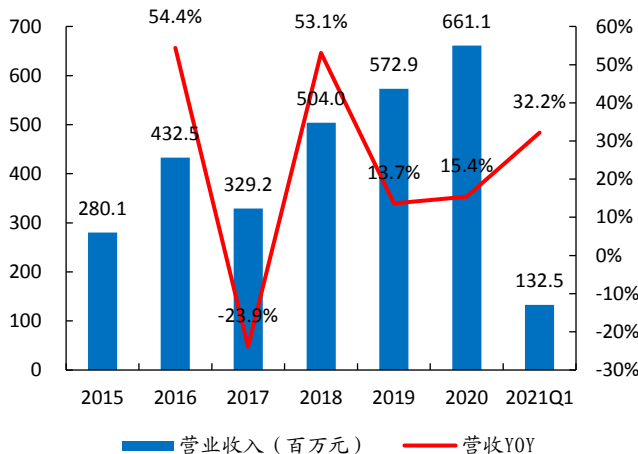
资料来源：公司公告、海尔生物招股书、Wind、开源证券研究所

注：苏州广慈医院处在收购进程中，完成交易后成都星玛康将持有其 100% 股份。

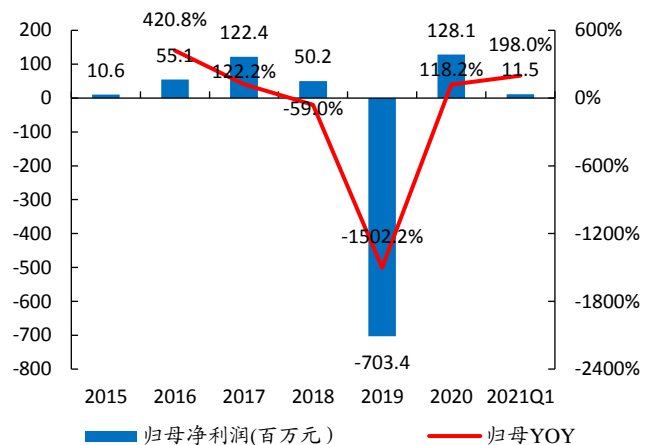
1.3、核心财务数据：业务调整带来波动，整体经营趋势向好

公司进入肿瘤医疗领域后，营业收入顺势增长，2015-2020年CAGR18.7%。公司营业收入从2015年2.8亿元增长至2020年6.6亿元，CAGR18.7%。2015年9月公司收购玛西普正式进军肿瘤医疗领域，玛西普并表后，2016年公司营业收入同比增长54.4%；2017年1月公司完成了对食用菌产业的剥离，收入来源减少；2018年公司收购的四川友谊医院、重庆友方医院完成并表，医疗服务板块收入增长迅速，2018年公司营业收入同比增长53.1%；2019年海尔集团入主，公司进入业务调整期，营业收入增速放缓；2020年公司业务逐渐步入正轨，疫情期间逆势增长，实现营业收入6.61亿元，同比增长15.4%；2021年Q1实现营业收入1.32亿元，同比增长32.2%，主要是受疫情影响较2020年同期减小所致。

由于公司业务调整净利润存在波动，进行商誉计提减值后业绩趋势向好。2016年玛西普为公司贡献业绩，实现归母净利润0.55亿元，同比增长达420.8%；2017-2018年四川友谊医院、重庆友方医院相继并表，医疗服务板块营业成本大幅提升，且2018年公司对商誉进行了0.34亿元资产减值损失准备，归母净利润增速放缓；2019年，公司归母净利润为-7.03亿元，主要是海尔集团变更为实际控制人，将原有商誉做了计提减值准备以降低未来经营风险所致，若剔除商誉减值损失7.28亿元，净利润预计为0.25亿元；2020年，公司器械业务与医疗服务业务齐发力，实现归母净利润1.28亿元，创2015年以来新高。

图3：2015-2020年营业收入 CAGR18.7%


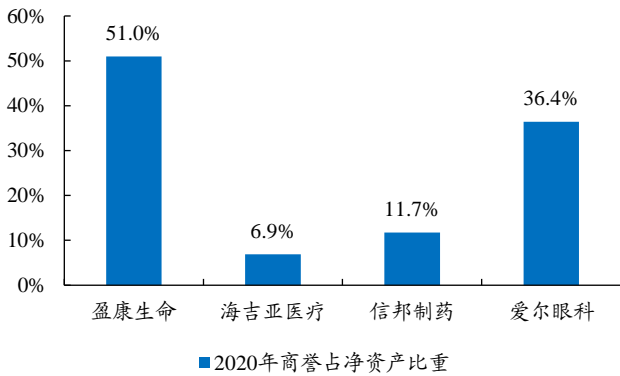
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：进行商誉计提减值后业绩趋势向好


数据来源：公司公告、开源证券研究所

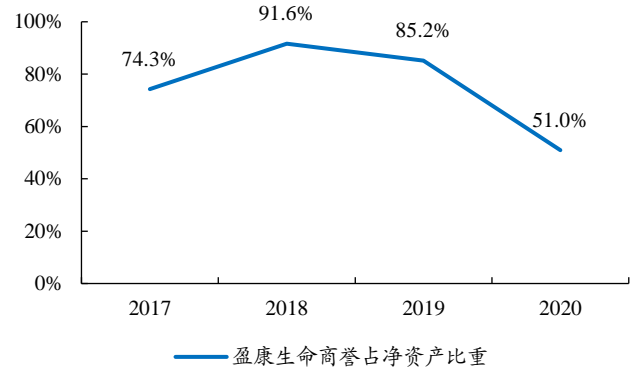
2020年公司商誉11.42亿元（其中玛西普5.94亿元，友谊医院4.52亿元，友方医院0.95亿元），占净资产比重51%，与其他医疗服务公司相比水平较高，主要是由于公司以轻资产模式为主。2017-2020年，公司商誉占净资产比重从2018年起逐年降低，2020年降至2017年以来最低点，资产结构逐步优化。

图5: 2020年公司历史商誉占净资产比重 51%, 在医疗服务行业处于较高水平



数据来源: Wind、开源证券研究所

图6: 2018-2020年公司商誉占净资产比重逐年降低, 资产结构逐步改善

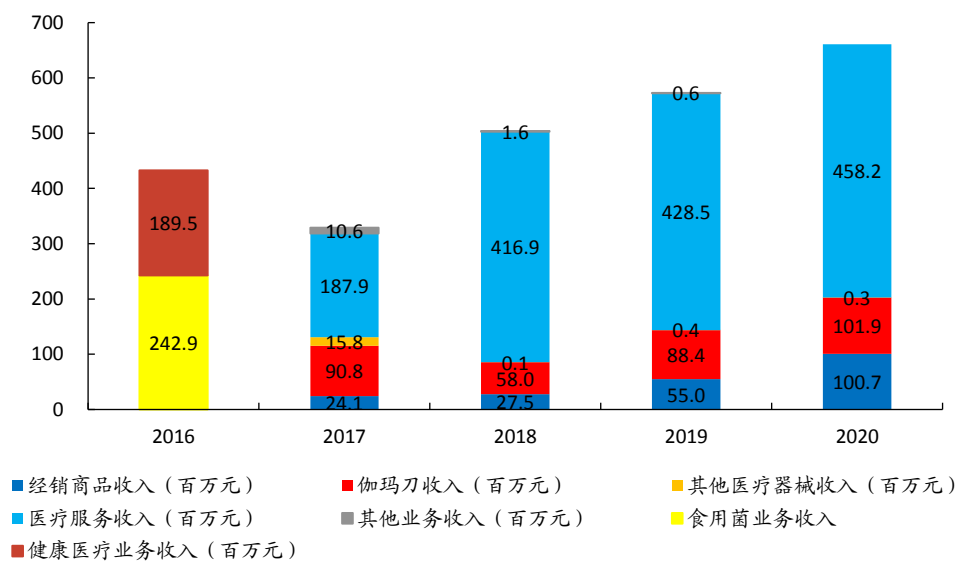


数据来源: Wind、开源证券研究所

公司的主营业务主要分为医疗服务板块和医疗器械板块, 其中医疗器械板块包含伽玛刀设备销售以及经销商品, 经销商品是指玛西普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, 对于此类医疗设备, 玛西普将通过外部购买的方式取得, 然后通过直接销售或者通过中间商方式间接销售给医院。

2020年公司医疗服务与医疗器械两大主营业务均实现增长, 其中医疗服务收入4.58亿元, 同比增长6.93%, 占主营业务收入69.31%; 医疗器械收入2.03亿元(其中伽玛刀销售收入1.02亿元, 经销商品收入1.01亿元), 同比增长41.03%, 占主营业务收入30.69%。医疗器械板块增长是公司营收增长的主要驱动力。

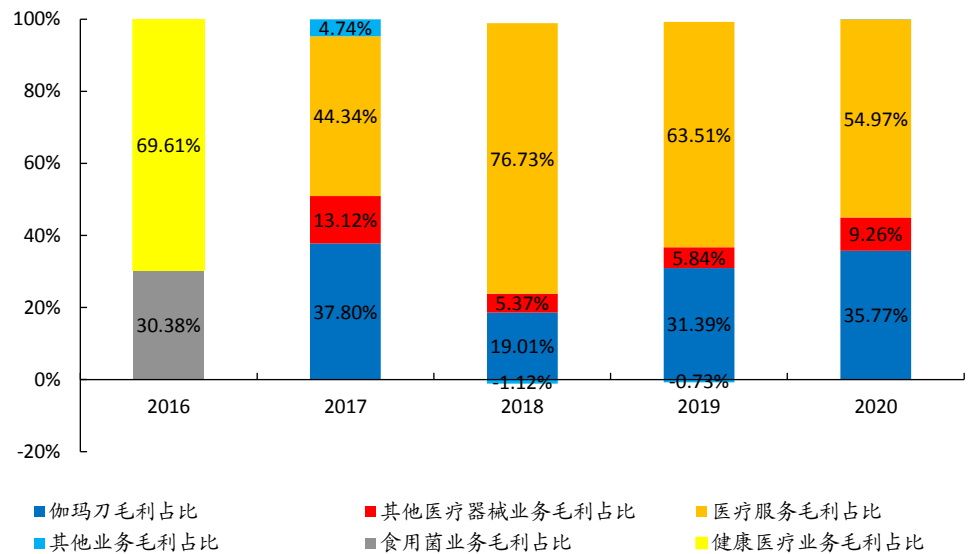
图7: 2020年公司医疗服务与医疗器械两大主营业务均实现增长



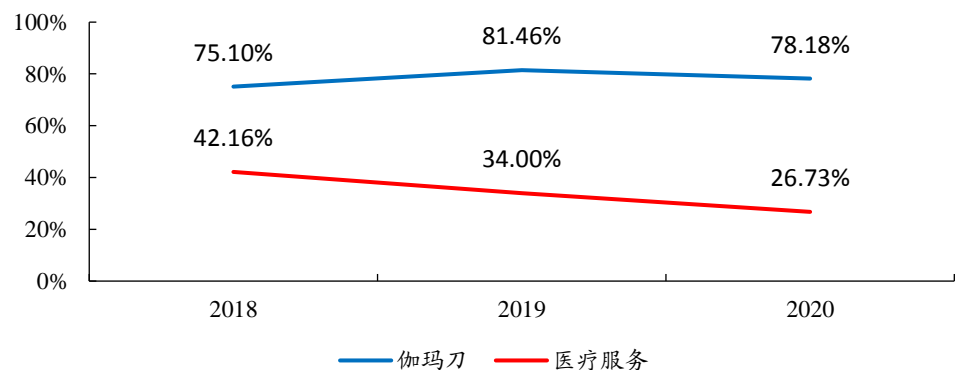
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

从毛利来看, 公司毛利主要由伽玛刀设备和医疗服务业务贡献, 2018-2020年,

伽玛刀设备+医疗服务毛利占比分别为 95.75%、94.90%、90.74%。从毛利率来看，医疗器械板块，2018-2020 年伽玛刀销售毛利率分别为 75.10%、81.46%、78.18%，维持在较稳定的水平；2020 年经销商品毛利率为 22.89%。2018-2020 年医疗服务板块毛利率分别为 42.16%、34.00%、26.73%，逐年降低，主要是由于公司于 2017 年收购的杭州怡康医院、投资设立的长沙盈康医院、长春盈康医院，该三家医院处于业务调整期以及初创期，业务处于亏损状态，且医疗服务受到疫情影响，我们预计未来随着疫情影响逐渐消退，医院经营逐渐步入正轨，医疗服务板块毛利率有望回升。

图8：2018-2020 年伽玛刀设备和医疗服务毛利贡献超 90%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

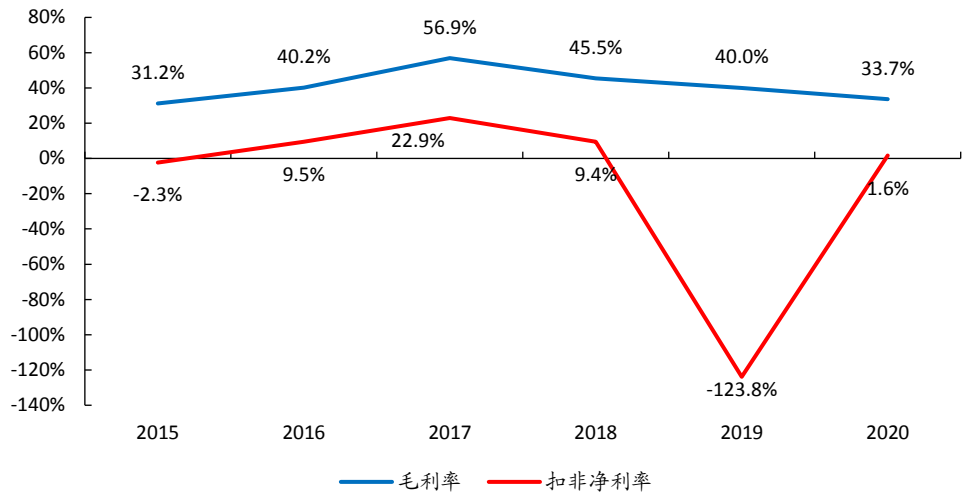
图9：伽玛刀毛利率水平基本稳定，医疗服务毛利率有望随着医院经营步入正轨企稳回升


数据来源：公司公告、开源证券研究所

毛利率和扣非净利率受到业务调整影响出现波动，未来随着业务发展进入稳定阶段，盈利能力有望提升。从毛利率来看，2015 年公司收购玛西普后，医疗器械板块不断提升公司毛利水平，从 2015 年 31.2% 增长至 2017 年 56.9%。2017 年公司收购多家医院进入医疗服务领域，由于医疗服务行业毛利相比医疗器械行业较低，且

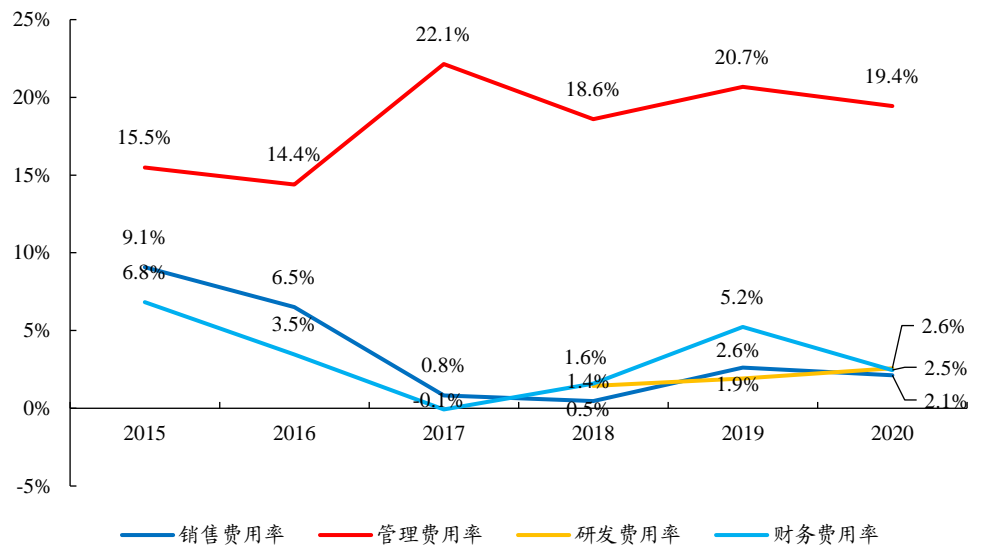
收购医院有几家处在前期培育阶段，公司整体毛利率水平受到一定影响。从扣非净利率来看，2015-2017年器械板块拉动扣非净利率逐年提升，2017年后公司投资意愿以及变更实际控制人导致业务调整频繁，扣非净利率出现波动，我们预计未来随着公司装机量上量，医疗服务领域布局不断完善，旗下医院进入成熟阶段，公司盈利能力将得到提升。

图10：毛利率和扣非净利率受到业务调整影响出现波动，未来随着公司经营进入稳定阶段，盈利能力有望提升



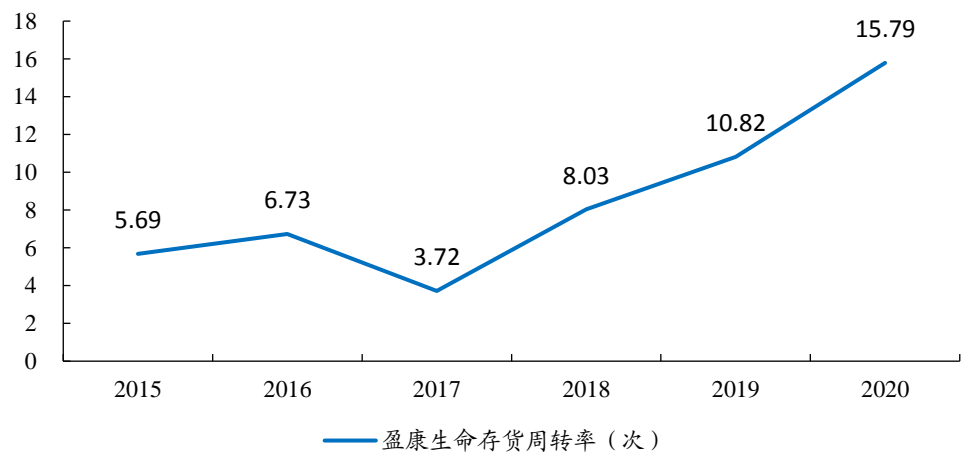
数据来源：公司公告、开源证券研究所

2019年变更实际控制人费用率有所增长，2020年回归整体费用率递减趋势。从费用端来看，2015-2018年整体费用率分别为31.4%、24.4%、22.9%、20.6%，呈递减趋势。2017年各项费用率出现波动，由于四川友谊医院并表，导致管理费用率提升幅度较大，销售费用率降低主要是公司年初剥离了食用菌业务，包装费用减少所致，财务费用率降低主要是2017年公司无银行贷款利息所致。2019年海尔集团成为实际控制人后，对公司经营做出较大调整，包括医院建设与投入、器械板块销售队伍建设、加大研发力度等方面投入较多，产生较多费用，各项费用率略有提升，整体费用率增长至28.5%。2020年公司业务逐渐步入正轨，经营趋势向好，整体费用率降低至24.0%。

图11: 2019年变更实际控制人费用率有所增长, 2020年回归费用率递减趋势


数据来源: 公司公告、Wind、开源证券研究所

公司库存不断优化。公司库存主要是玛西普伽玛刀放疗设备, 2015-2020年公司库存周转率整体呈上涨趋势, 库存周转持续优化, 主要是由于公司整合资源, 以销量定产, 产量增长放缓, 以消化前期库存存量, 库存周转持续优化。公司2017年库存周转率有所下降主要是年初剥离了食用菌业务, 生产成本减少所致。

图12: 公司库存不断优化


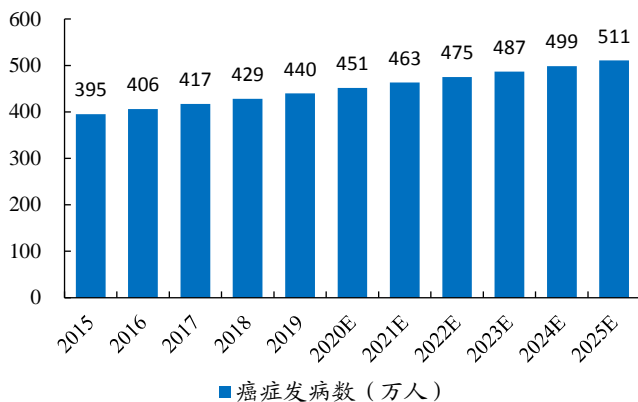
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

2、行业概况: 设备、医疗服务资源供需矛盾突出, 竞争集中在头部公立医院, 溢出的治疗需求将向民营医院转移, 医生、治疗设备是核心竞争要素

2.1、预计我国癌症发病数将逐年上升，肿瘤治疗需求旺盛

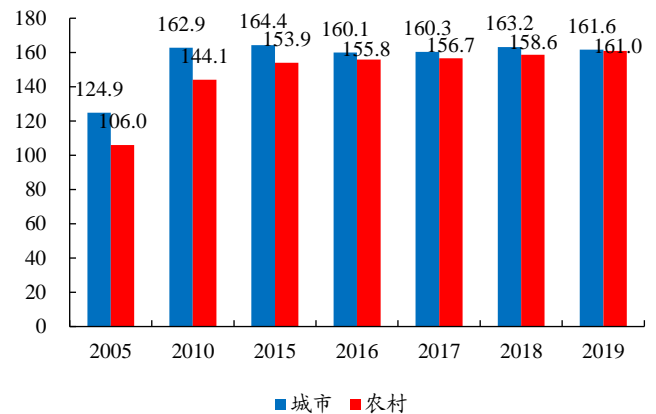
我国癌症发病数逐年增长，癌症作为我国居民死亡的重要原因之一，治疗需求将不断扩大。根据弗若斯特沙利文的数据，中国癌症发病宗数由 2015 年的 395 万人增至 2019 年的 440 万人，预计 2025 年将达到 511 万人。根据《中国卫生健康统计年鉴》，我国近几年居民恶性肿瘤死亡率维持在 1.6‰ 的水平；2019 年城市居民死亡疾病构成中，恶性肿瘤死亡率排名第一，占比 25.73%；农村居民死亡疾病构成中，恶性肿瘤死亡率排名第二，占比 23.27%。

图13：预计 2025 年我国癌症发病数（万人）达到 511 万人



数据来源：弗若斯特沙利文、开源证券研究所

图14：我国居民恶性肿瘤死亡率维持在较高水平（单位：每 10 万人中死亡人次）



数据来源：《卫生健康统计年鉴》、开源证券研究所

2.2、放疗设备：数量供给不足，地域分布不均，国家大型医用设备配置许可政策松绑有望带来放量

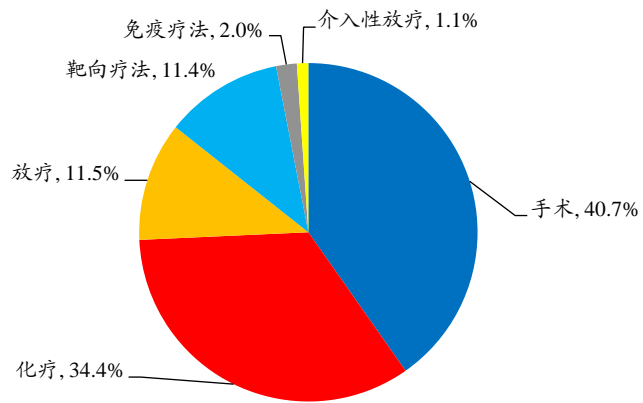
2.2.1、放疗手段优势明显，在肿瘤治疗手段中的规模占比预计将不断提升

肿瘤的治疗选择主要包括手术、放疗、介入性放疗、化疗、靶向疗法及免疫疗法。国内目前在治疗手段中主要采取手术方式，占比达到 41%；其次是化疗，占比接近 35%；放疗目前仅占比 11.5%，但放疗作为恶性肿瘤最重要的治疗手段之一，约 70% 的恶性肿瘤患者在治疗的不同阶段需要放疗¹。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。治疗费用方面，根据瑞典议会医疗保健技术评估委员会（SBU）的预测，手术费用为放疗的 2 倍，化疗治疗成本更高²。相对于肿瘤手术治疗，现代化精准放疗具有副作用更小，治疗效果更好，综合成本更低，覆盖适应症广泛等一系列优势，我们预计未来放疗的规模占比将会上升。

¹ 数据来源：海吉亚医疗招股说明书

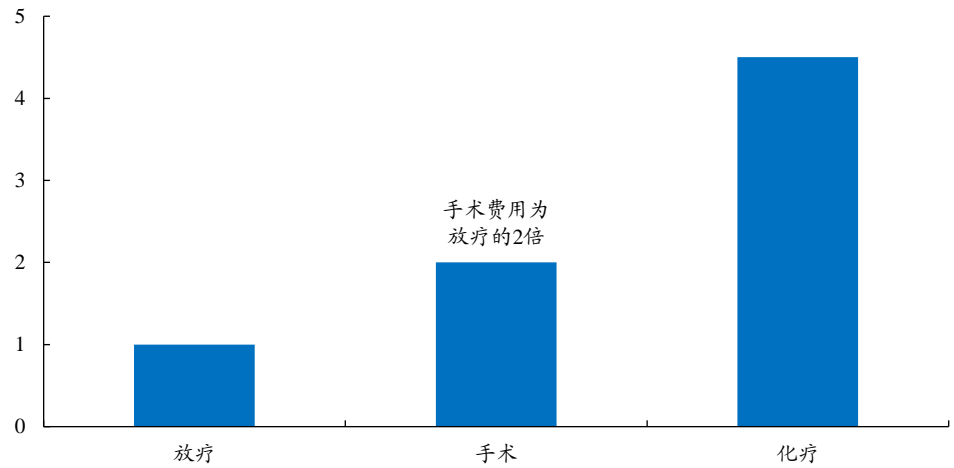
² 数据来源：公司公告

图15: 手术和化疗是肿瘤治疗的常见选择 (2019年)



数据来源: 海吉亚医疗招股说明书、开源证券研究所

图16: 相对于手术、化疗, 放疗综合成本更低



数据来源: 瑞典议会医疗保健技术评估委员会 (SBU)、开源证券研究所

表1: 放疗治疗覆盖的肿瘤适应症十分广泛

序号	肿瘤大类	肿瘤小类
1	头颈部肿瘤	鼻咽癌、鼻腔及鼻窦癌、口腔癌、口咽癌、下咽癌、涎腺恶性肿瘤、喉癌、外耳及中耳癌、眼部肿瘤、甲状腺癌以及原发灶不明的颈部转移肿瘤。（鉴于鼻咽复杂的解剖结构，很难提供较好手术条件；而鼻咽癌大多属于低分化鳞癌，对放射线高敏感，所以，放射治疗一直是治疗鼻咽癌的首选方法。）
2	胸部肿瘤	肺部肿瘤（小细胞肺癌、非小细胞肺癌、肺转移瘤）、纵隔肿瘤、胸壁和胸膜肿瘤、食管癌、贲门癌、乳腺癌。 以非小细胞肺癌为例：（1）治疗阶段：根据 NCCN 发布的 2021 年第五版非小细胞肺癌治疗指南，非小细胞肺癌 I、II、III、IV 期均可进行放射治疗；（2）治疗周期：一疗程每次放疗剂量为 1.8~2.0 Gy，每天放疗 1 次，每周 5 次，总疗程放疗剂量 ≤66 Gy ³ ，需照射约 30 次，疗程周期约 6-7 周；（3）总费用：肺部肿瘤放疗费用一疗程约 1.5 万元 ⁴ （不包含住院、检查等费用）；（4）医保报销比例：以河南省为例，根据河南省医疗保障局 2020 年公布的《河南省新增医疗服务价格项目（2020 年第二批）（A 类项目）》，图像引导的三维立体定向放疗 3 次及以下的，按 8000 元/次计费；3 次以上报销上限为 3.1 万元。
3	腹部恶性肿瘤	胃癌、结直肠癌、胰腺癌、肝癌、胆道癌，腹膜后转移性肿瘤。
4	泌尿系统肿瘤	肾癌、膀胱癌、前列腺癌、睾丸恶性肿瘤、阴茎癌。
5	女性生殖系统肿瘤	子宫颈癌、子宫内膜癌、卵巢恶性肿瘤、恶性滋养细胞肿瘤、外阴阴道癌。
6	中枢神经系统肿瘤	恶性胶质瘤、髓母细胞瘤、生殖细胞瘤、恶性淋巴瘤、脑膜瘤、脑深部肿瘤或主要功能区肿瘤、脑转移瘤。
7	造血系统恶性肿瘤	何杰金氏淋巴瘤、非何杰金氏淋巴瘤、覃样真菌病、恶性肉芽肿、多发性骨髓瘤、白血病。
8	软组织肿瘤	软组织肉瘤
9	原发性骨恶性肿瘤	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。
10	皮肤肿瘤	皮肤癌、恶性黑色素瘤。
11	转移瘤	骨转移瘤、脑转移瘤、肝转移瘤、肺转移瘤。
12	部分良性肿瘤或非肿瘤性疾病	甲亢性突眼、翼状胬肉、瘢痕、腋臭、血管瘤、肾移植术后抗排斥反应、骨髓移植和干细胞移植的全身照射等。

资料来源：河南省医疗保障局、四川友谊医院官网、NCCN、《我国医院直线加速器放射治疗恶性肿瘤患者住院费用及影响因素分析》、开源证券研究所

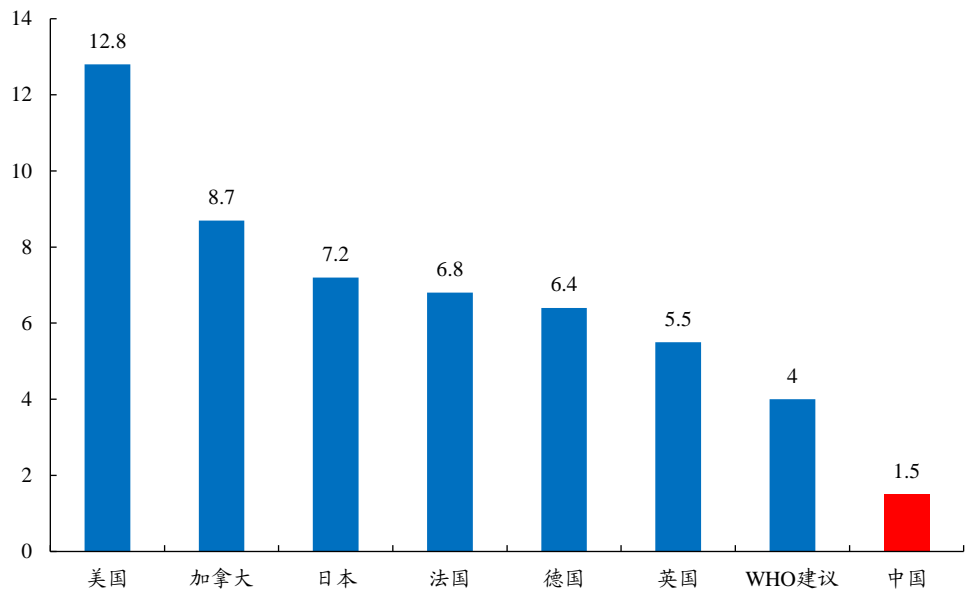
2.2.2、我国放疗设备总体来说数量不充分，地域分布不平衡，市场潜力大

我国放疗设备总体来说数量不充分。从放疗设备保有量角度来看，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》，2020 年我国放疗设备数量每百万人口仅 1.5 台，低于 WHO 标准（2~4 台/百万人口），更低于发达国家和地区每百万人口 6~12 台的水平。我国放疗设备数量的不充分，难以满足日益增长的患者治疗需求，亟需加快放射治疗专业发展，增加放疗设备的配置数量，提升治疗能力和技术水平。

³ 黄健,覃莉,黄东宁.立体定向放射治疗早期非小细胞肺癌的疗效及预后分析.当代医学,2021,27(11):143-145.

⁴ 訾春艳,方鹏骞,肖杰.我国医院直线加速器放射治疗恶性肿瘤患者住院费用及影响因素分析.中国医院,2019,23(06):22-25.

图17: 我国放疗设备总体来说数量不充分, 与发达国家差距较大

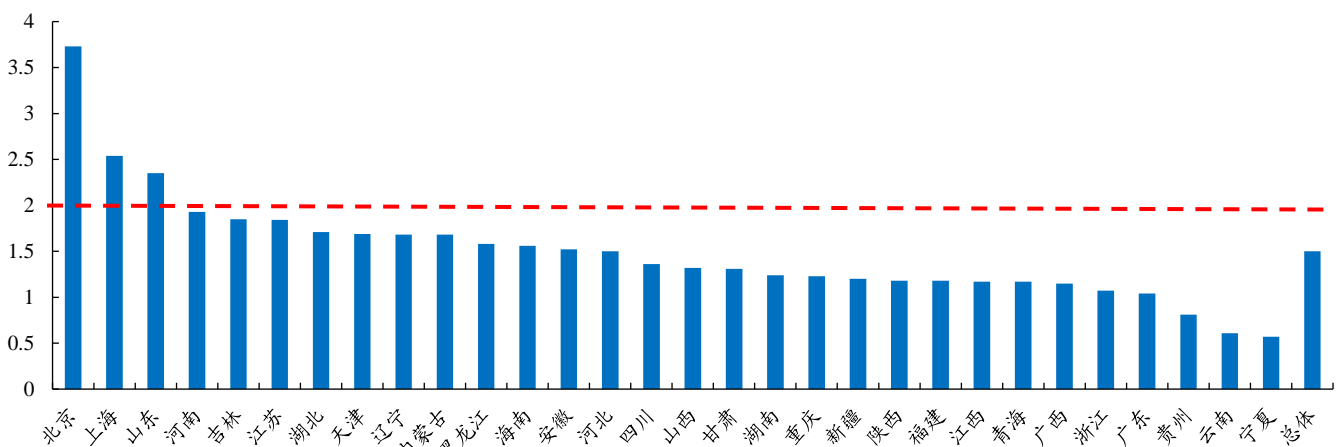


数据来源: 《2019年中国大陆地区放疗人员和设备基本情况调查研究》、中国产业信息网、开源证券研究所

注: 单位: 台/百万人口

我国放疗设备地域分布不平衡。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。放疗设备分布的区域差异, 显示发展的不平衡, 这也是制约我国放疗整体发展水平的重要因素。

图18: 放疗设备分布存在区域差异, 仅北京、上海、山东满足基础配置要求



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》、开源证券研究所

注: 单位: 台/百万人口

2.2.3、国家大型医用设备配置许可政策松绑, 有望带来放疗设备放量

政策松绑精简部分放疗设备配置审批流程, 加速放疗设备市场渗透。2018年,

国家卫健委发布《大型医用设备配置许可管理目录（2018年）》将PET-CT、伽玛刀等大型医用设备配置许可由甲类调为乙类，该政策为伽玛刀配置精简了流程，从国家卫健委审批调整为省级卫健委进行审批。2019年11月，国务院发布《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》，规定社会办医疗机构乙类大型医用设备配置许可实行告知承诺，对企业自愿作出承诺并按要求提交材料的，要当场作出审批决定，进一步缩短乙类大型医用设备配置流程。政策推动伽玛刀在国内进一步渗透。2021年6月30日，国家卫健委发布了《社会办医疗机构大型医用设备配置“证照分离”改革实施方案》，大型医用设备配置“证照分离”由试点区域向全国全面推开，大型医用设备生产厂商有望迎来订单增长，伽玛刀作为乙类大型医用设备有望迎来放量。

国家鼓励新增放疗设备，进一步拓宽放疗设备的市场空间。2020年7月31日，国家卫健委发布《关于调整2018-2020年大型医用设备配置规划的通知》，将伽玛刀的全国2018年-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，进一步拓宽伽玛刀的市场空间，有望带来放疗设备放量。根据产业信息网《2015-2020年中国放疗设备市场深度评估及投资战略研究报告》，截至2015年，我国伽玛刀市场保有量300余台，新增配置规划后有望达到近500台；据《2019年中国大陆地区放疗人员和设备基本情况调查研究》数据，2019年我国直线加速器市场存量2021台，新增配置规划后有望达到3472台。

表2: 国家大型医用设备配置许可政策松绑，有望带来伽玛刀放量

发布时间	发布机构	标题	主要内容
2018年4月9日	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，而由省级卫健委进行配置审批。
2018年10月30日	国家卫健委	《关于发布2018—2020年大型医用设备配置规划的通知》	截至2020年底，伽玛刀设备全国规划配置254台，其中新增146台。直线加速器全国规划配置在3162台，其中新增1208台。
2019年11月	国务院	《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，实行告知承诺。对实行告知承诺的事项，有关主管部门要依法准确完整列出可量化可操作、不含兜底条款的经营许可具体条件，明确监管规则和违反承诺的后果，一次性告知企业，并提供告知承诺书示范文本。对企业自愿作出承诺并按要求提交材料的，要当场作出审批决定。
2020年7月31日	国家卫生健康委财务司	《关于调整2018-2020年大型医用设备配置规划的通知》	为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，卫健委将伽玛刀的全国2018年-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。
2021年6月30日	国家卫健委	《国家卫健委关于印发社会办医疗机构大型医用设备配置“证照分离”改革实施方案的通知》	大型医用设备配置“证照分离”由试点区域向全国全面推开，大型医用设备生产厂商有望迎来订单增长。

资料来源：各单位官网、开源证券研究所

表3: 新增配置规划后, 我国伽玛刀市场保有量有望达到近 500 台, 直线加速器有望达到近 3500 台

	伽玛刀	直线加速器
市场存量(台)	300+	2021
新增配置规划(台)	188	1451
市场总量规模(台)	488+	3472

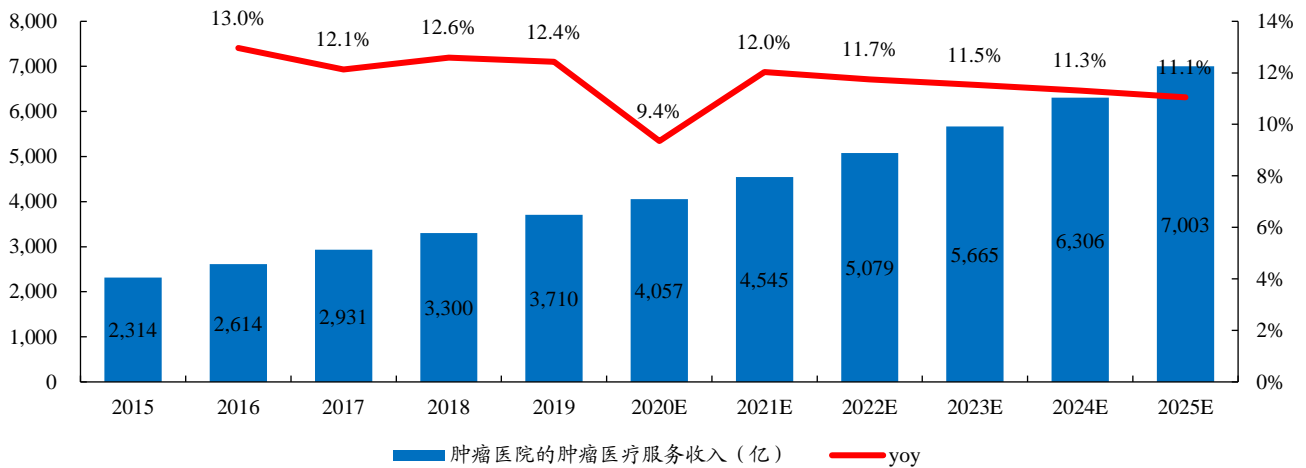
数据来源: 产业信息网、《2019 年中国大陆地区放疗人员和设备基本情况调查研究》、开源证券研究所

2.3、肿瘤医疗服务: 供需矛盾突出, 公立医院常年超负荷运转, 需求溢出将向民营医院转移

2.3.1、2020 年肿瘤医疗服务行业规模预计超 4000 亿元

随着患病人数不断增长, 肿瘤医疗服务的需求持续提升。国内肿瘤医疗服务市场规模从 2015 年的 2,314 亿元增长到 2019 年的 3,710 亿元, CAGR 为 12.53%。按弗若斯特沙利文的预计, 2020-2025 年 CAGR 有望达到 11.54%, 2025 年有望超过 7,000 亿元规模。

图19: 2020 年全国肿瘤医疗服务市场规模预计超 4000 亿元

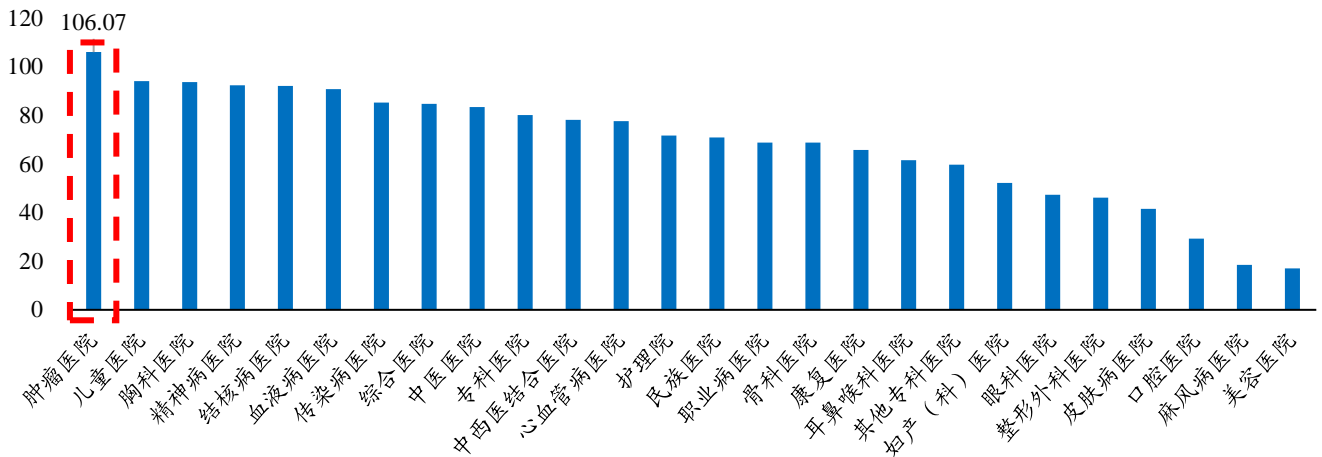


数据来源: 弗若斯特沙利文、开源证券研究所

2.3.2、肿瘤医疗资源不足且分布不均, 供需矛盾突出

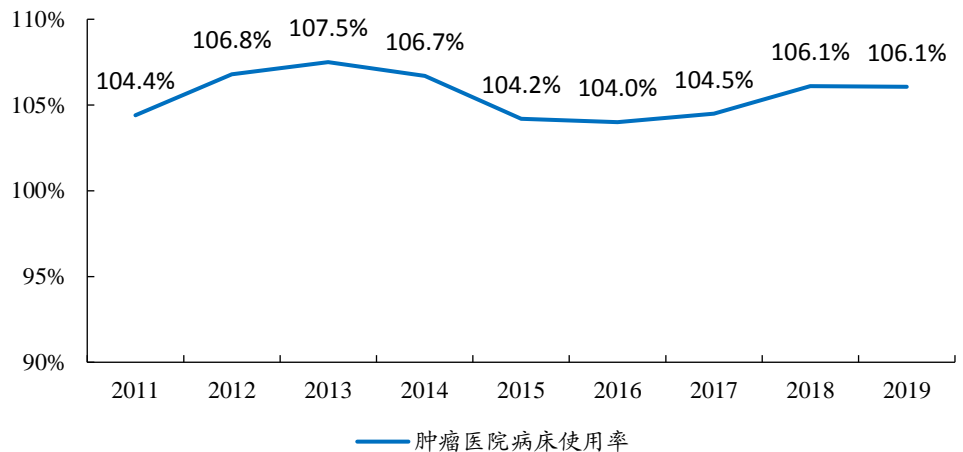
我国肿瘤医院病床使用率居专科医院第一, 肿瘤医院病床常年超负荷运转, 肿瘤医疗资源供不应求。随着癌症病发宗数的快速增长, 我国肿瘤医疗机构的门诊和住院就诊人次呈上升趋势。然而, 中国的肿瘤医疗资源供不应求, 2019 年肿瘤医疗机构的病床使用率达到 106.07%, 在所有类型专科医院中最高; 2011-2019 年, 肿瘤医院病床使用率均高于 100%, 病床常年处在超负荷状态, 床位数亟待扩充。

图20: 2019年所有类型医院的病床使用率中肿瘤医院最高



数据来源: 《卫生健康统计年鉴》、开源证券研究所

图21: 我国肿瘤专科医院病床常年超负荷运转



数据来源: 《卫生健康统计年鉴》、开源证券研究所

2.3.3、竞争格局: 患者主要集中在公立医院, 需求溢出将向民营医院转移, 医生、治疗设备是核心竞争要素

肿瘤医院竞争集中在拥有优质医生资源、长久良好口碑的头部公立医院。在肿瘤就诊路径中, 初期的确诊和治疗方案的制定是肿瘤患者最为重视的环节, 因此这个环节中拥有优质医师资源以及长久良好口碑的公立医院是患者的首选。

放疗对医生、设备依赖程度高, 具备医生资源、设备配置优势的民营医院拥有承接转诊优势。我国当前肿瘤医疗服务供不应求, 公立三级医院承担了超过 80% 的肿瘤治疗任务, 处于超负荷运转状态, 溢出的治疗需求将向民营医院转移。肿瘤主要治疗手段中, 手术治疗方式主要依赖于医生, 化学治疗依赖药物, 放疗是医生+大型设备相结合的诊断模式, 因此具备医生资源、设备配置优势的民营医院拥有承接转诊优势。民营医院通过承接公立医院转诊逐渐建立品牌声誉, 进一步提升获客能力。


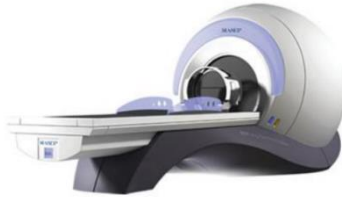

3、器械+服务“一体两翼”，海尔赋能打造肿瘤治疗+康复综合生态品牌

3.1、医疗器械板块：玛西普头部伽玛刀国内装机量第一，在研直线加速器、小质子刀布局高端放疗设备

公司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，是全球范围内最主要、且具备竞争力的伽玛刀产品供应商之一。目前玛西普拥有自主知识产权的伽玛刀包括：第一代头部伽玛刀（SRRS）、第二代头部伽玛刀（SRRS+）和体部伽玛刀（GMBS）三种核心产品，均在临床使用。

玛西普头部伽玛刀国内装机量市场第一，国际上打破大型公司垄断。根据公司2020年年报数据，玛西普在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110+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的全球垄断，获得了包括美国、哥伦比亚、越南等在内的全球主要市场的认可，在这些地区实现了实质销售。

表4：子公司玛西普主要产品为第一代、第二代头部伽玛刀以及体部伽玛刀

	第一代头部伽玛刀（SRRS）	第二代头部伽玛刀（SRRS+）	体部伽玛刀（GMBS）
产品图			
产品简介	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。第一代头部伽玛刀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。	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盖，同时增加了对每组射线的独立开关，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。	体部伽玛刀是玛西普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。
认证资质	CFDA 认证、FDA 认证、SS&D 认证	CFDA 认证、FDA 认证、INVIMA 产品注册证	CFDA 认证

资料来源：公司公告、开源证券研究所

3.1.1、玛西普伽玛刀四大优势：技术、原料供应、成本、价格

表5：玛西普伽玛刀四大优势：技术、原料供应、成本、价格

优势	具体内容
<p>技术优势： 突破垄断，获国际认证，性能较进口产品具备一定优势</p>	<p>玛西普始终坚持技术领先，推动科技创新，突破肿瘤放射治疗核心技术，打破国外行业垄断，推出三代拥有自主知识产权的伽玛刀；产品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 11 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。2019 年，美国著名医院—孟菲斯卫理公会大学医院便将头部伽玛刀设备由医科达生产的伽玛刀更换为玛西普的产品，获得国际认可。</p> <p>从具体产品性能来看，玛西普伽玛刀设备与进口设备相比具备一定技术优势：（1）巨头医科达的伽玛刀采用静态聚焦，玛西普创新采用动态旋转聚焦，在临床治疗层面优势更加明显，由于旋转聚焦，提高了靶点的剂量，减少了靶点外部的辐射，降低了表皮吸收剂量与靶点吸收剂量之比，提高了辐射边界的清晰度；（2）玛西普产品只通过一个头盔，用直观和手动的方式变换准直器，免除了医科达伽玛刀在治疗时更换头盔的麻烦。</p>
<p>原料供应优势： 控股中核高通，钴源供应稳定</p>	<p>伽玛刀必备元素钴源钴-60 费用高昂，且每 5-7 年需要更换，产品对于钴源的依赖程度非常高，钴源的供应也是限制伽玛刀每年产量的瓶颈所在。2006 年，玛西普入股成都中核高通同位素股份有限公司，现持有中核高通 1.7% 的股权。中核高通是国家重要的堆照同位素生产基地，是国内最主要的钴源供应商，几乎控制了国内 80% 以上的钴源供应。玛西普凭借入股中核高通，拥有了原材料供应优势，也为未来国内外换源和废源回收处理提供了保障。</p>
<p>成本优势： 设备钴源消耗低，提升产品性价比</p>	<p>玛西普伽玛刀通过旋转聚焦仅使用 25-30 个钴源，即可达到国际知名伽玛刀企业医科达伽玛刀使用 190-201 个钴源的相同辐射效果，大大降低了制造和更换放射源的成本。</p>
<p>价格优势： 较进口设备价格低</p>	<p>据 2020 年盈康生命年报，玛西普伽玛刀实现营业收入 1.02 亿元，销售数量 9 台，由此计算玛西普伽玛刀均价为 1133 万元，是进口产品的 50-60%。</p>

资料来源：公司公告、开源证券研究所

3.1.2、坚持高端化战略，在研产品稳步推进

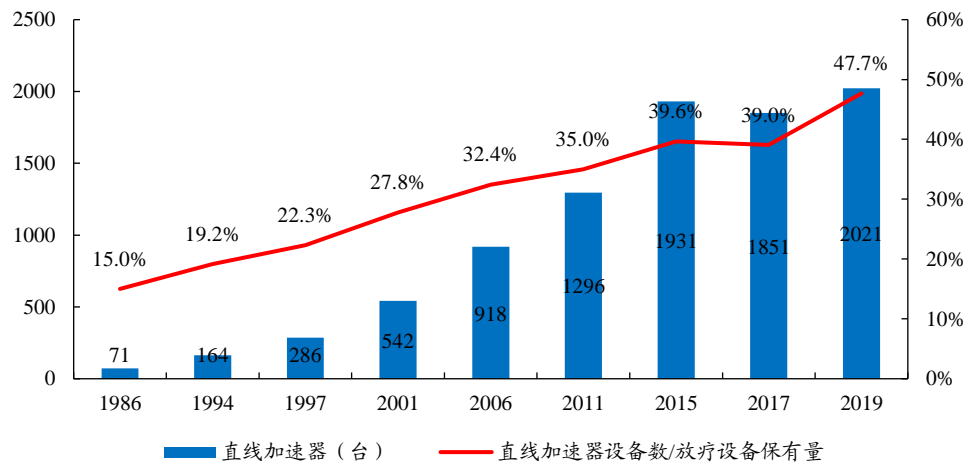
公司持续加大研发投入，扩大高端放疗设备系列，加速直线加速器、头体一体刀、小质子刀全品类的布局。

医用直线加速器是目前实现放射治疗的最主要的设备，在我国当前保有的放疗设备中数量占比最大。据《2019 年中国大陆地区放疗人员和设备基本情况调查研究》数据，我国医用直线加速器由 1986 年 71 台增长至 2019 年 2021 台，在我国当前保有的放疗设备中数量占比最大，为 47.7%，且占比保持着逐年提升的趋势。此外，2020 年国家卫健委发布《关于调整 2018-2020 年大型医用设备配置规划的通知》，规定直

线加速器的全国 2018-2020 年总体规划由新增 1208 台调整至新增 1451 台,进一步明确了直线加速器的重要性。

我国医用直线加速器市场几乎被国际大型企业垄断,国产品牌市场份额小。截至 2017 年,我国医用直线加速器市场几乎被美国瓦里安,英国医科达,德国西门子三家跨国企业所垄断,尤其是在医科达公司收购了北医所加速器后,国产品牌的市场份额越发缩小⁵。公司 2020 年年报披露,玛西普研发的直线加速器样机已经在进行型式检验,公司将争取尽快申报注册。未来玛西普自主研发的医用直线加速器推上市,有望打破国际品牌的垄断,为公司带来新的利润增长点。

图22: 医用直线加速器在我国当前保有的放疗设备中数量占比逐年提升



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》、开源证券研究所
注: 图为中国大陆地区统计数据

质子治疗较传统放疗优势明显: 治愈率高、精准度强、副作用小、适应症广。 质子治疗又称为质子线放射治疗或质子刀治疗,是目前世界上最先进的无创治疗肿瘤的方式之一。质子治疗(质子射线)与传统放疗(高能光子束)相比具备以下优势:

(1) 治愈率高: 多种肿瘤(如颅底脊索瘤、软骨肉瘤)对光子放疗并不敏感,质子放疗可提高疗效⁶。上海质子重离子医院 2020 年披露数据显示,医院收治的癌症病例在后续随访中,采用质子/重离子治疗的患者较采用传统光子放疗的患者总体生存率更高,且上海质子重离子医院质子/重离子平均治疗次数为 16 次,远低于传统放疗平均每疗程 30 次的照射次数,治疗效果明显优于传统光子放疗;

(2) 精准度强: 传统放疗射线无法控制射程,而质子治疗因为具有卓越的布拉格峰效应,配合先进的定位系统,可以帮助临床医生根据不同肿瘤存在的深度、大小、形状,高效地控制射线能量释放的方向、部位和射程,使射线束完全匹配肿瘤靶区且集中释放能力,精度误差可以控制在 1 毫米以内;

(3) 副作用小: 质子进入人体后剂量释放很少,当到达射程终末时,能量全部释放,即所谓的布拉格峰,而在布拉格峰后的剂量几乎是 0。将布拉格峰置于肿瘤

⁵ 全力.我国医用直线加速器发展现状与进展.中国科技信息,2017(05):93-94.

⁶ 张秋雅,俞海萍.质子、重离子放疗护理研究进展.护理研究,2018,32(22):3506-3510.

病灶处，则肿瘤处会接收到最大的剂量，而肿瘤前的正常组织或器官所接受的剂量不大，肿瘤后方的正常组织或器官几乎不会受到照射。另外，由于质子相较于普通光子的质量更大，在物质内散射少，在照射区周围只有很小的半影，射线更为锐利，减少了对周围正常组织的照射剂量，使肿瘤周围正常组织器官损伤率几乎为 0；

(4) 适应症广：所有可以使用常规放疗进行治疗的肿瘤（包括原发、复发或转移病灶），原则上都可以使用质子治疗技术进行治疗。

表6：质子治疗较传统放疗总生存率更高，治疗效果更佳

收治病例	总生存率	
	质子/重离子治疗	光子放疗
鼻咽癌	542 例	2 年：85% 2 年：46.1%
肺癌	73 例	2 年：85.5% 2 年：70.5%
颅内颅底肿瘤	137 例	2 年：88.4% -
肝癌	113 例（对其中 50 例采用质子/重离子放疗）	3 年：72% -
前列腺癌	148 例	3 年：100% -
胰腺癌	117 例（对其中 54 例局部晚期无法手术者采用质子/重离子放疗）	1 年：81% -

数据来源：上海质子重离子医院、开源证券研究所

注：数据截至 2020 年底。

当前我国质子放疗设备存量仅 5 台，质子放疗可及率提升是未来趋势，将带来设备配置数量提升。质子放疗设备投资成本高、回收周期较长，且属于甲类大型医用设备，配置许可证审核严格，截至 2019 年，我国质子/重离子放疗设备存量仅 5 台。但质子治疗的高收益与旺盛的治疗需求吸引了我国多家公立及民营医疗机构申请建设质子重离子治疗中心，带来了质子放疗设备的配置需求：质子治疗的收入高且医保免疫，根据上海市质子重离子医院已治疗近 2000 例肿瘤患者的统计情况，平均住院治疗费用（包括质子重离子放疗费、住院费、检查费、护理费等）在 31 万元左右，且不纳入医保范畴；我国质子治疗需求旺盛，自 2015 年开业以来，上海质子重离子医院年治疗量平均增长率达 28%。此外，政策加大了对质子放疗设备的支持力度，2020 年国家卫健委将全国 2018-2020 年质子放射治疗系统总体规划由新增 10 台调整至新增 16 台。综上，我们预计质子放疗设备数量增长，放疗可及率提升将是未来趋势。

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。美国 Protom 公司的 Radiance330 质子治疗系统作为模块化、小型化质子治疗系统的先进代表，具有先进性、灵活性、经济性的显著特点，已获得美国 FDA 认证，并已被美国麻省总医院（MGH）在全球招标中选中用于建设质子治疗中心。公司参股美国 Protom 公司使公司一跃进入了国际先进放疗技术的最高端领域，也为公司未来开拓国内、国际医疗健康市场奠定了高起点、高标准、高收益的“三高”基础。

3.2、医疗服务：以西南为核心，逐步搭建全国性的“1+N+n”肿瘤医疗服务网络

3.2.1、通过自建+并购，旗下拥有 4 家肿瘤医院，另有 1 家体外医院注入中，肿瘤

医疗服务网络不断完善

依托先进的放疗设备，公司以内生建设和外延并购相结合的模式，以肿瘤放疗的差异化为切入，建设以“大专科小综合”为特色的肿瘤医院，逐渐搭建以西南为核心，辐射全国的肿瘤医疗服务网络。截至2021年5月，公司旗下共4家医院：四川友谊医院、重庆友方医院、杭州怡康医院、长春盈康医院。此外，公司2021年4月发布公告，拟收购海尔旗下苏州广慈医院100%股权，目前收购正在推进中；公司于2017年投资自建的长沙盈康医院，仍处于筹备建设过程中，尚未开展实际经营，且长沙盈康医院所需资金量较大，建设周期较长，公司全资子公司星玛康向海尔旗下盈康医投转让其持有的长沙盈康医院100%股权，由盈康医投负责后续的建设经营和孵化，交易已于2021年4月完成。

2020年公司医疗服务板块整体实现收入4.58亿元，同比增长7%，且环比改善明显。受疫情、持续投入及新建医院影响，公司医疗服务板块净利润未恢复同期水平；但肿瘤入院人次较2019年增长14%，肿瘤在院人数较2019年增长17%，肿瘤特色专科的用户吸引力增强。

表7: 公司通过收购、设立拥有4家医院，另有苏州广慈医院注入中

控股医院	持股比例	控股方式	位置	成立时间/收购(设立)时间	性质	床位数	放疗设备	2020年收入(百万元)	2020年净利润(百万元)	2020年净利率
四川友谊医院	100%	收购	四川成都	2014年12月/2017年4月收购75%，2018年6月收购剩余25%	营利性-三甲综合医院	设置床位1200张，目前开放600张	美国螺旋断层放疗系统(美国H-0000-0003 Tomo Therapy)、医科达双光子带电子线带多叶光栅直线加速器、XHA600带多叶光栅直线加速器、钇192近距离后装治疗机、HG-2000体外高频热疗机以及三维适形调强放射治疗系统、调强验证系统等	359.84	78.91	21.9%
重庆友方医院	51%	收购	重庆	2017年5月/2018年2月	营利性-二级综合医院	编制床位150张，开放床位300张	10兆双光子直线加速器、头部伽玛刀、体部伽玛刀、PET-CT、TOMO治疗设备	74.29	4.37	5.9%
杭州怡康中医肿瘤医院	100%	收购	浙江杭州	2015年7月/2017年2月	营利性-二级专科医院	编制床位120张	-	19.76	未披露	-
长春盈康医院	100%	设立	吉林长春	2019年7月/2017年9月	营利性-二级综合医院	编制床位150张	于2020年取得头部伽玛刀配置许可证和放射诊疗许可证	4.27	未披露	-
苏州广慈医院	100%	收购(注入中)	江苏苏州	2018年1月/2021年4月	营利性-二级专科医院	开放床位483张	-	394.55	29.07	7.4%

资料来源：各医院官网、公司公告、Wind、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

（一）四川友谊医院：医疗服务主力和“盈康”品牌开拓者

2017年4月，公司通过全资子公司深圳玛西普现金收购四川友谊医院有限责任公司75%股权，于2017年5月完成工商变更登记备案。2018年6月，公司通过全资子公司深圳玛西普现金收购四川友谊医院有限责任公司25%股权，于2018年7月完成工商变更登记备案。至此，公司掌握四川友谊医院100%股权。

四川友谊医院于2014年12月开业，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。医院建筑面积50000余平方米，开放床位600张。医院设备设施先进、配置齐全，拥有全球先进的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、后装治疗机、西门子PET-CT等放疗设备。医院专业学科齐全，设置有肿瘤科、普外科、神经外科、呼吸内科等40多个临床医技科室，其中普外科是四川省医学重点专科建设，肿瘤科、放疗科、神经外科、呼吸内科、神经内科和重症医学科为医院重点发展科室。

医疗服务主力和“盈康”品牌开拓者。2020年，公司旗下其他医院仍处在初创期和调整期，四川友谊医院是公司医疗服务板块收入的主要贡献力量，实现营业收入3.6亿元，占医疗服务板块收入78.5%。2020年利润有所下降的原因主要是受到疫情影响客流减少，且友谊医院作为成都新冠肺炎疑似病例定点收治医院，防疫成本有所增加。我们预计随着疫情影响逐渐消退，医院业绩贡献将得到恢复。

四川友谊医院在2019年获得中国非公立医疗机构协会能力和信用等级评定最高级别“5星3A”荣誉称号。2021年4月，四川友谊医院三级甲等综合医院资质评审通过。医院获得三甲资质和荣誉称号，将提升“盈康”品牌的知名度，有望增强四川友谊医院以及公司旗下其他医院的获客能力，提升客流量。此外，三甲资质挂牌后，医院收费标准将提升至三甲医院标准，客单价随之提价。我们预计三甲资质的落地将带来“量”、“价”齐升，业绩增长具备确定性。

表8：四川友谊医院聚焦放疗业务，净利率水平较高

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
营业收入（百万元）	125	173	260	-	338	359.84
YOY		38.4%	50.3%			6.5%
净利润	22	40	82	100.79	80.27	78.91
YOY		81.8%	105.0%	22.9%	-20.4%	-1.7%
净利率	17.6%	23.1%	31.5%	-	23.7%	21.9%

数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

与川渝地区头部肿瘤医院相比，四川友谊医院在放疗设备配置方面具备竞争力。肿瘤放疗是医生+大型设备相结合的诊断模式。综合各家医院肿瘤科室医生资源、配置设备来看，川渝地区肿瘤医疗服务主要竞争者为四川省华西医院、四川省肿瘤医院、四川省人民医院、重庆大学附属肿瘤医院4家医院。师资方面，公立三甲医院师资力量雄厚，放疗医师、物理师、技师团队人数具备优势。放疗设备方面，根据各医院官网数据，截至2021年6月，四川省华西医院拥有约32台设备，四川省肿瘤医院、重庆大学附属肿瘤医院各拥有9台放疗设备，四川友谊医院拥有约7台放疗设备，四川省人民医院拥有约5台放疗设备，四川友谊医院以肿瘤放疗的差异化

为切入点，依托公司的设备优势，在放疗设备配置方面具备一定竞争力。

表9: 与川渝地区头部肿瘤医院相比，四川友谊医院在放疗设备配置方面具备一定竞争力

	公立/民营	评级	放疗医师	放疗物理师、技师	放疗设备
四川省华西医院	公立	三甲	24	64	约 32 台：核磁共振 11 台、螺旋 CT 11 台、直线加速器 6 台、PET-ECT 2 台、伽玛刀、达芬奇机器人手术系统等
四川省肿瘤医院	公立	三甲	51	未披露	共 9 台：磁共振放疗系统 Elekta Unity、螺旋断层放疗系统（Tomotherapy system）、Varian Novalis NTX、Elekta Infinity、Elekta Axesse、Elekta Synergy 等
四川省人民医院	公立	三甲	25	11	约 5 台：200KV/10MA X 线深部治疗机、钴 60 远距离放射治疗机、西门子加速器、瓦立安 Truebeam 精确放疗系统、瓦立安 Trilogy 直线加速器等
重庆大学附属肿瘤医院	公立	三甲	53	72	共 9 台：1 台美国 Accuray 螺旋断层放疗 TomoHD 系统，5 台美国 Varian 医用直线加速器(23EX、Unique、IX、Edge)，2 台荷兰 Philips 大孔径 CT，1 台美国 Varian 常规模拟机 Acuity
四川友谊医院	民营	三甲	6	17	约 7 台：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、后装治疗机、西门子新型 PET-CT、GE 128 层螺旋 CT、GE 1.5T 磁共振等

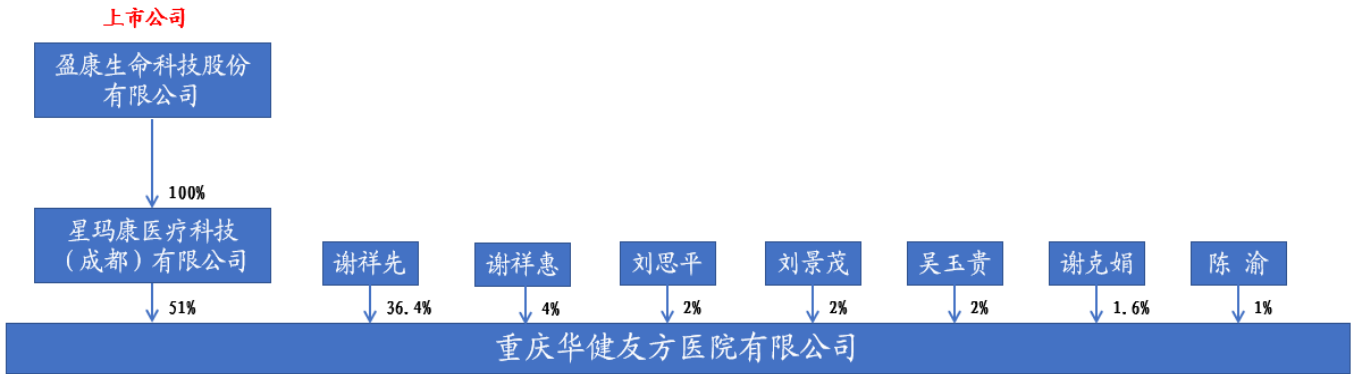
资料来源：各医院官网（截至 2021/6）、开源证券研究所

布局互联网医院有望进一步提升医院的综合竞争力。四川友谊医院盈康一生互联网医院已顺利通过四川省成都市卫生健康委员会互联网医院执业登记现场审查，并成功开展 5G 诊疗服务，链接到上海和北京的专家资源，解决患者的疑难问题和痛点。未来将通过充分运用互联网、大数据等信息技术有效拓展服务空间和内容，提升患者在线就诊的便捷性和满意度，为患者提供在线便捷高效服务，构建起覆盖诊前、诊中、诊后的线上线下一体化医疗服务新模式，让有需要的用户少跑腿，“数据”多跑路，充分发挥“互联网+医疗”新服务优势。

（二）重庆华健友方医院：业绩加速爬坡期有望延续

2018 年 2 月，公司通过全资子公司星玛康现金收购五莲盛世听竹网络科技合伙企业持有的重庆华健友方医院有限公司 51% 股权，五莲盛世听竹退出股东行列（五莲盛世听竹股权结构为谢祥先持有 99% 股权，谢祥惠持有 1% 股权），友方医院其余 49% 股权持有者维持不变。本次交易完成后，华健友方成为公司的控股子公司。

图23: 公司收购友方医院 51%股权, 其余 49%股权持有者维持不变

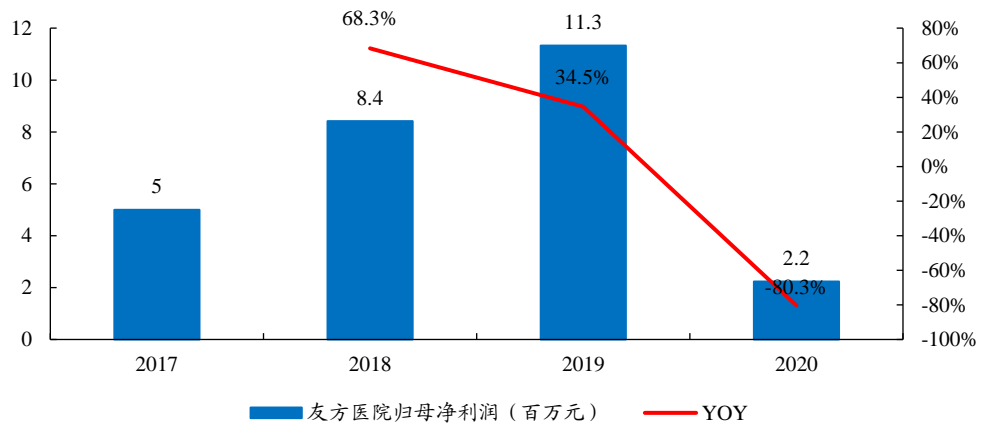


资料来源: Wind、开源证券研究所

重庆华健友方医院成立于2017年5月9日,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,开放床位300张。医院以重庆地区肿瘤综合治疗第一联想度为引领目标,形成了以放疗为特色的肿瘤综合治疗专科。拥有PET-CT、TOMO刀、128层飞利浦螺旋CT、10兆双光子直线加速器、头部及体部伽玛刀、1.5T磁共振等大型高、精、尖现代化医疗设备。医院重点设有放疗中心(包括肿瘤外科、肿瘤内科、肿瘤放化疗、肿瘤伽玛刀、肿瘤生物治疗等)、心脑血管疾病治疗中心、血液透析中心、外科微创中心、骨科及创伤治疗中心等临床医技科室。

2017-2019年,重庆友方医院净利润从980万元增长至2200万元,CAGR达50.5%,业绩进入加速爬坡期,2020年受到疫情影响且引入大型放疗设备成本提升,净利润降低。2020年重庆友方医院新增PET-CT和TOMO治疗设备,引入国内放疗首席专家团队,特邀解放军第三军医大学重庆医科大学专家团队作为学科技术指导并直接参与教学及疾病诊治活动,并形成常态化,为重庆肿瘤患者提供最佳诊疗体验。随着高端放疗设备的引入以及知名医师团队入驻诊疗,疫情影响逐渐消退,我们预计重庆友方医院业绩加速爬坡趋势将得到延续。

图24: 2017-2019年友方医院归母净利润 CAGR 50.5%



数据来源: 公司公告、Wind、开源证券研究所

表10: 随着疫情影响逐渐消退, 我们预计友方医院业绩加速爬坡趋势将得到延续

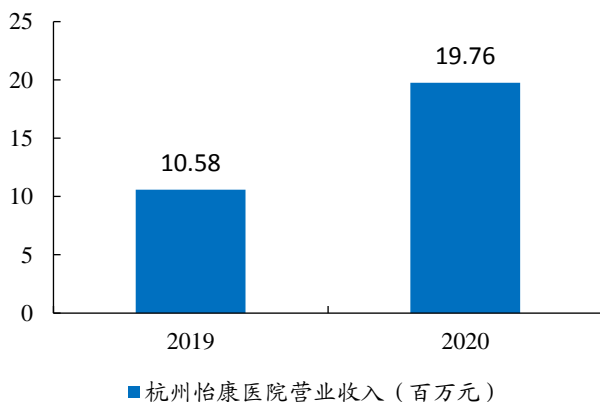
	2017	2018	2019	2020
营业收入 (百万元)	20	-	79.39	74.29
YOY				-6.4%
净利润 (百万元)	9.8	16.5	22.4	4.37
YOY		230.0%	34.5%	-80.3%
公司持有股权	51.0%	51.0%	51.0%	51.0%
归母净利润 (百万元)	5	8.4	11.4	2.2
YOY		68.3%	34.5%	-80.3%
归母净利率	25.0%	-	14.3%	3.0%

数据来源: 公司公告、Wind、开源证券研究所

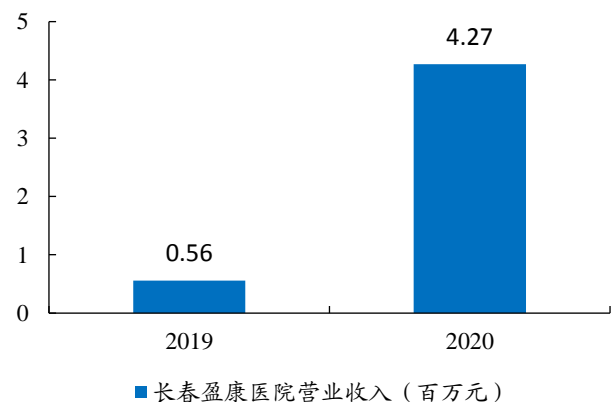
(三) 杭州怡康医院、长春盈康医院: 处在业务调整期和初创期, 未来可期

2017年2月, 公司通过全资子公司星玛康收购杭州中卫中医肿瘤医院100%股权, 现更名杭州怡康中医肿瘤医院。2019年海尔集团入主后战略重塑, 业务进入调整期。2017年9月, 公司通过全资子公司星玛康对外投资设立长春星普医院, 现更名长春盈康医院, 2019年7月份正式营业, 新开医院投入运营导致成本和费用短期增加。

人才引入、医保定点资质落地, 杭州怡康医院和长春盈康医院业务逐渐步入正轨, 未来可期。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, 进行业态拓展、加大人才引入、专家引入, 链接当地著名大学合作共创, 打造一站式肿瘤康复综合治疗服务平台; 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, 据公司公告, 医院在取得医保定点医疗机构资质后, 设置病区在2个月内迅速满床, 同年医院取得了头部伽玛刀配置许可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。

图25: 2020年杭州怡康医院收入同比增长87%


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图26: 2020年长春盈康医院收入同比增长664%


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

（四）苏州广慈医院：体外医院注入中，未来拓展放疗业务有望创造新的利润增长点

2021年4月，公司发布公告拟以支付现金的方式收购青岛盈康医院管理有限公司持有的苏州广慈肿瘤医院有限公司100%股权，盈康医管为公司实际控制人海尔集团公司控制的企业。7月23日，公司发布公告称，对收购苏州广慈的方案进行调整，在第一笔股权转让款的50%支付完成后，第二笔50%从一次性支付调整为：交割后45个工作日先支付10%，剩余40%分别在2021-2024年完成业绩承诺后每次支付10%。交易不构成重大调整，我们预计不会影响并购整体进度，且未来40%股权转让对价的支付条件与苏州广慈未来四年承诺业绩实现直接关联，一一对应，有利于保障上市公司及中小股东的利益。

作为苏州市唯一一家肿瘤专科医院，以及苏州市首家五星级3A非公立医院，在苏州当地具有较强口碑效应。截至2019年末，苏州市区221家医院中主要为综合医院，吴中区多数医院未开设肿瘤专科，根据卫健委网站查询及公开渠道信息统计，截至2020年末苏州市区肿瘤专科医院仅有苏州广慈一家。2020年9月，经中国非公立医疗机构协会评定，苏州广慈成为苏州市首家获评信用评级AAA级、能力评价五星级医院，作为苏州市首家五星级3A非公立医院，具有行业认可的较高服务能力及信用水平，在苏州当地具有较强口碑效应。

与苏州大学附属第一医院长期合作，苏州广慈医院在苏州当地具备较强竞争力，苏州广慈医院各门诊科室、住院院区、医技科室医生165人，护士197人，医护人员合计362人，具有较为稳定的医护人员团队，各个科室主任等核心医疗人员执业经验丰富；2009年9月至今苏州广慈与苏州大学附属第一医院保持了良好合作关系，苏大附一院年均100人左右在职医生在苏州广慈坐诊，主要执业科室为外科、内科、肿瘤科、妇科等，主要为副高级以上职称，部分为苏大附一院科室主任及副主任。苏州广慈肿瘤科、呼吸内科、康复科、神经内科、麻醉手术科等部分核心科室成立时间较长，在苏州当地经过多年的发展经营，建立了良好的口碑及知名度，医院在当地具有较强竞争力。

未来拓展放疗业务有望创造新的利润增长点。苏州广慈医院肿瘤治疗方式当前以化疗、手术治疗为主，预计未来公司将秉持走放疗差异化道路的理念，拓展医院业务范围，发展放疗业务，有望为医院创造新的利润增长点。2021年7月23日，公司发布公告，对苏州广慈医院未来业绩增长进行预测，2025年苏州广慈医院净利润有望达到8000万，2019-2025年CAGR 20.9%。

表11：公司预测2025年苏州广慈医院净利润有望达到8000万，2019-2025年CAGR 20.9%

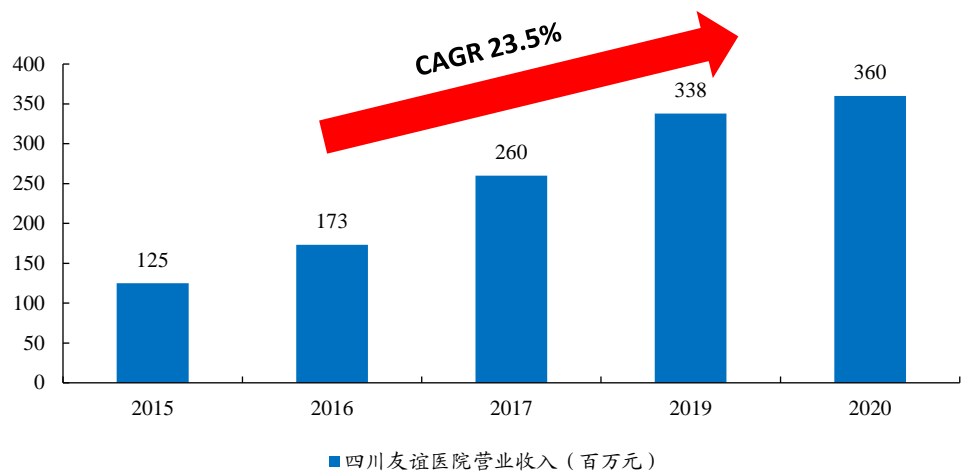
	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	337.15	394.55	438.79	488.04	545.42	597.75	642.05
YOY		17.03%	11.21%	11.22%	11.76%	9.60%	7.41%
净利润（百万元）	25.49	29.07	37.45	48.68	59.32	70.43	79.57
YOY		14.07%	28.79%	30.00%	21.86%	18.73%	12.98%
净利率	7.6%	7.4%	8.5%	10.0%	10.9%	11.8%	12.4%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.2.2、定位优势：以肿瘤放疗的差异化切入点，定位“大专科小综合”，聚焦“1+N+n”战略，深化“1+3+6”布局，逐步实现连锁化和品牌化

以肿瘤放疗的差异化切入点，定位“大专科小综合”。公司建设“大专科小综合”为特色的医学中心，以肿瘤放疗的差异化切入，不断提升肿瘤筛查、手术、化疗、免疫靶向治疗、康复、护理等综合服务能力，让患者享受一站式的医疗服务体验。以四川友谊医院为例，医院聚焦肿瘤医疗服务，以放疗为差异化切入点，2019-2020年，医院的肿瘤收入占总收入比均在40%左右，放疗收入占总收入比均在20%以上，肿瘤科室床位使用率超120%，营业收入由2015年1.25亿元增长至2020年3.6亿元，CAGR23.5%，成长性突出。公司旗下医院走放疗差异化路线，有利于充分发挥公司设备优势，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，提升医院获客能力，带来医院收入、利润增长。

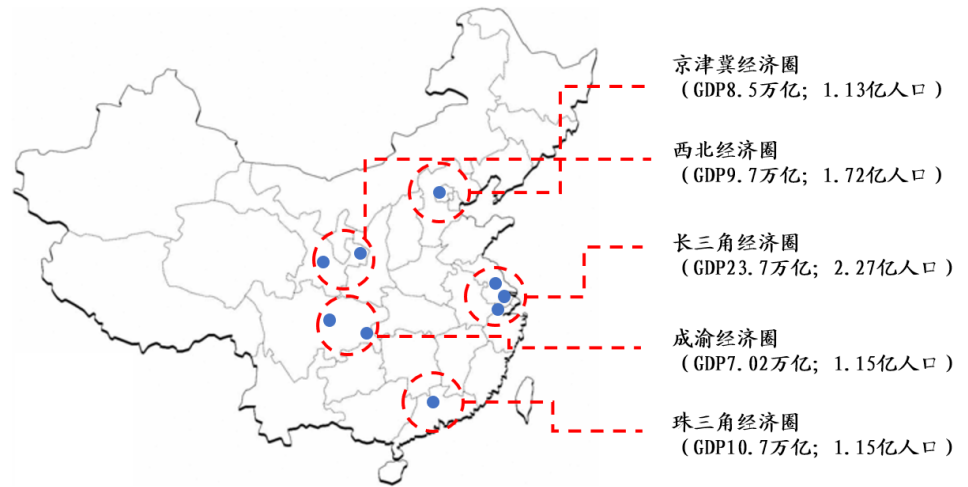
图27：以肿瘤放疗的差异化切入点，2015-2020年四川友谊医院收入 CAGR 23.5%



数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

注：2018年营业收入未披露

聚焦“1+N+n”战略，深化“1+3+6”布局，扩大医疗服务半径，逐步实现医院的连锁化和品牌化。公司聚焦“1+N+n”战略，目标在全国实现“1-3-6”的布局，即10家“1”的区域旗舰医疗中心，30家“N”的卫星医院，60家“n”的体验中心。公司2020年年报披露，公司聚焦长三角、成渝、京津冀、西北、珠三角五大经济圈，将在2021年初步完成5大区域旗舰医疗中心的布局。截至2019年底，公司计划布局的5大区域合计GDP 59.6万亿元，占全国总GDP 60.4%，覆盖7.42亿人口，占全国总人口53%。同时，公司将以友谊医院为西南的区域旗舰中心，即西南地区的“1”，在西南区域完“1+N+n”建设，通过卫星医院和体验中心的建设托管，实现双向转诊，扩大医疗服务半径，真正实现医院的连锁化和品牌化。

图28: 公司预计在 2021 年初步完成 5 大区域旗舰医疗中心的布局


资料来源: 公司公告、国家统计局、广东省统计局、长三角年鉴、开源证券研究所

3.2.3、学科和人才优势: 与高等院校合作筑学术高地, 与公立医院建立医联体合作共创吸引学科带头人, 专家人才资源丰富

通过与公立医院建立医联体吸引学科带头人, 丰富专家团队。公司通过链接医学院校、大型三甲医院、医生集团、基层医疗机构, 建立双向转诊服务, 资源共享, 构建医联体共创共享生态圈。通过打造在区域内旗舰医疗中心, 建设区域内的三甲或附属医院, 依托旗舰医院平台的吸引力, 发展区域内的重点专科, 吸引有影响力的学科带头人, 丰富专家资源。公司拥有一批高素质的专家队伍, 其中副高级以上职称 100 余人, 在省级以上医学学术团队任职的专家有 40 余人, 其中 51% 的专家担任主任或副主任职务。

注重学科建设, 与高等院校合作, 筑学术高地。目前共拥有省级医学重点专科 1 个, 近 2 年累计完成或进行中的省市级医学科研课题项目 6 个, 发表国家级以上水平医学科研论文 3 篇。近几年院内内部高级职称不断晋升, 本科及以上学历技术人员占比持续提升, 并与 25 所高等院校建立校企合作关系, 成为其医疗相关专业的教学和实习基地。

加强人才梯队培养, 为公司未来医疗服务生态布局储备专业人才。2020 年, 四川友谊医院与佳木斯大学、四川科技职业学院、四川大学附设华西卫生学校、成都华大医药卫生学校、四川护理职业学院等签署实习就业基地和产教融就业创业基地协议, 在产教融合、就业创业基地、共建实习就业基地等方面建立全方位战略合作关系; 以及与成渝双城经济圈现代护理驾驭联盟、西部护理赋能计划“阳光卡协议”合作。2020 年 10 月, 四川友谊医院普外科完成省级重点专科现场评审, 医院 16 名医务人员完成高级职称晋升, 为医院未来的高速发展奠定基础。长春盈康医院与白求恩高等专科学校建立实习教学基地; 与长春信息技术职业学院建立“联合培养”合作。

表12: 与公立医院建立医联体合作共创, 吸引多位学科带头人加入专家团队

医院	医生	行业经历
四川友谊医院	王晋川 肿瘤科主任医师	四川省人民医院友谊医院院长, 曾任四川省人民医院医务部部长。长期从事医院医疗管理工作长达 16 年, 有丰富的医疗管理经验, 从事肿瘤放射治疗临床、教学工作 30 余年, 其中在四川省人民医院肿瘤科从事放射肿瘤学临床工作 23 年, 擅长肿瘤放射治疗学, 肿瘤综合治疗, 擅长治疗鼻咽癌、肺癌、乳腺癌、头颈部肿瘤等。
	游潮 神经外科主任医师	历任四川大学华西医院神经外科主任等职。从事神经外科临床及研究工作及基础研究近 40 年, 具有丰富的神经外科临床诊治经验, 擅长于颅脑肿瘤及脑血管病的诊治。近二十年来, 主要致力于脑血管病的基础和临床研究, 对大型复杂颅内动脉瘤等高难度神经外科手术治疗具有深厚的造诣和技巧, 达到国内外先进水平, 并多次应邀在国际大会对以上疾病的诊治做专题报告, 与国际知名医科大学建立了长期深入的合作。
	袁树斌 头部伽玛刀室主任医师/国务院特殊津贴专家/教授	曾任成都军区总医院神经外科主任、363 医院伽玛刀中心和成都空军医院伽玛刀中心第一任主任、成都军区机关医院伽玛刀中心主任、第三军医大学兼职教授等职。从事神经外科临床工作三十余年, 1996 年起, 从事头部伽玛刀治疗研究工作, 在西部地区率先组建了四川伽玛刀中心(363 医院), 培养了一批优秀人才, 先后到瑞典、美国、日本等十余个国家交流经验。主编多部专著, 获军队科技进步二等奖三项, 三等奖九项。
	侯梅 肿瘤科主任医师/教授	曾任四川大学华西医院肿瘤化疗科主任、胸部肿瘤科副主任, 现任四川大学华西医院肺癌中心肿瘤内科首席专家。现担任四川省卫生厅学术技术带头人。侯梅教授从事肿瘤临床工作 30 余年, 每年诊治肿瘤患者 3000 余人, 已诊治各类肿瘤患者 9 万余人。对肿瘤的综合治疗积累了极为丰富的临床经验。
	李平 普外科主任医师/教授	原四川省人民医院胃肠外科主任。担任《胃癌外科新技术》编委会副主编, 《四川肿瘤防治》杂志第四届编委会编委, 《实用医院临床杂志》编委, 中国医师协会外科医师分会委员等职。擅长胃癌、直肠癌等消化道肿瘤的外科诊治, 在普外疾病, 胃肠内、外营养方面经验丰富。
重庆友方医院	熊瑛 呼吸内科主任医师/教授	曾在西南医科大学第一附属医院从事内科及呼吸病学医、教、研工作近 40 年, 擅长于呼吸疾病与疑难重症的诊治, 在难治性哮喘与难治性肺部感染、慢阻肺、肺癌与胸膜疾病、呼吸衰竭与重症监护、呼吸内镜微创介入等专科诊疗技术方面具有丰富经验。主持和承担省、市科研课题 20 多项, 获四川省政府科技成果二、三等奖 3 项、泸州市科技成果奖 5 项。
	陈渝 行政院长	曾在第三军医大学新桥医院放射科、肿瘤科、放疗科、设备器材科工作, 现任国家环保部注册核安全工程师, 全国肿瘤放射治疗协会副主任委员, 重庆大学生物医学工程研究生导师等职, 从事肿瘤放疗、放射卫生及防护、医院管理工作 30 余年, 发表统计员期刊论文 52 篇, 参编专著 3 部, 获得国家发明专利 14 项, 组织完成军队及国家重点科研项目 4 项, 是重庆市环保局和卫计委辐射防护专家核心成员之一。
	付尚志 肿瘤放疗科主任医师	苏州大学医学院放医系放射医疗专业毕业, 主任医师, 全军及重庆市肿瘤放疗专业委员会委员, 成都军区肿瘤学专业委员会常务委员, 《临床军医杂志》编委, 从事肿瘤放疗工作 30 余年, 对肿瘤的外照射、内照射、三维适形及调强放射治疗以及放疗配合手术、伽玛刀、化疗、中医等综合治疗方面均有丰富理论知识和临床经验, 重庆市较早的肿瘤放疗专家之一。
	闫定伦 肿瘤放疗科副主任医师	1985 年毕业于成都中医药大学, 1998 年就职于中国人民解放军成都空军 452 医院放疗中心, 2005 年调至重庆大坪医院任全身伽玛刀中心副主任。从事肿

医院	医生	行业经历
		瘤放疗工作 20 余年，在肿瘤放射治疗：包括普通放疗、适形放疗、立体定向放射治疗、近距离后装治疗、全淋巴结照射、全身照射（TBI）等积累了丰富的治疗经验，对肺癌、食管癌、乳腺癌、鼻咽癌、直肠癌、恶性淋巴瘤等常见肿瘤的治疗原则有独到的见解和成功的经验。
	毛树权 肿瘤放疗科副主任/伽玛刀专家	1984 年毕业于重庆医科大学，从事影像诊断、肿瘤放射介入治疗工作 20 余年。2002 年-2005 年在南京军区杭州解放军 117 医院从事头、体部伽玛刀治疗研究工作。2005 年调任成都军区解放军 324 医院任头部伽玛刀中心主任。在伽玛刀治疗方面积累了上万例临床病例的治疗经验，对垂体瘤、脑膜瘤、脑转移瘤、脑血管畸形、胶质瘤等颅内肿瘤的伽玛刀治疗、以及伽玛刀治疗后并发症的处理有着丰富的临床治疗经验。是国内较早从事伽玛刀治疗研究的专家之一。

资料来源：各医院官网、开源证券研究所

3.3、海尔集团全方位赋能，助力公司可持续发展

3.3.1、海尔统一管理建立完整的内部体系，全面提升体内体外医院经营能力，拉动医院业绩增长

以苏州广慈医院为例，苏州广慈于 2018 年被盈康医管收购后，在海尔集团统一管理下形成了较为完整的内部制度体系，建立了成熟的管理模式，股东协同管理层就未来经营提升制定了更具体可实施的战略及规划，致力于打造具有肿瘤诊治、康复特色的肿瘤专科医院，并全面提升医院服务能力。

统一化管理下，苏州广慈医院获客能力、运营效率、营业收入持续提升。2019 年之后，苏州广慈医院经营有了较大幅度的提升：获客能力方面，患者人数逐年增加，医院门诊患者人数由 2018 年 10.82 万人次增长至 2020 年 13.66 万人次，CAGR 11.8%，住院患者人数由 2018 年 1.88 万人次增长至 2020 年 2.05 万人次，CAGR 7.4%。运营效率方面，床位使用率从 2017 年的 88% 提升至 2021H1 的 98%，床位周转从 8.66 天下降至 7.51 天，床位周转率、周转天数等业务数据持续优化。营业收入方面，2017-2020 年，住院患者客单价逐年提升，由 1.28 万元/次增长至 1.52 万元/次，住院收入由 211.91 万元增长至 312.02 万元。

表13: 统一化管理下，苏州广慈医院获客能力、营业收入、运营效率持续提升

项目	盈康医管收购前			盈康医管收购后	
	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1-6 月
门诊患者量（人次）	97,761	108,188	113,819	136,636	76,620
住院患者量（人次）	16,545	18,881	19,107	20,469	11,319
住院患者人均花费（万元/次）	1.28	1.28	1.44	1.52	-
住院收入（万元）	211.91	242.06	275.40	312.02	-
床位使用率	88%	90%	92%	92%	98%
床位周转天数（天）	8.66	8.37	8.31	7.80	7.51

数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.3.2、海尔集团完成收购后筑公司能力，公司打造“六大平台”，提升医院标准化程度，提升医院精细化管理能力

公司打造医疗事业、人才、科技、体验、供应链、投资拓展“六大平台”，以保障医院医疗质量一致性和体验一致性，提升各医院精细化管理运营能力，确保两个一致性的快速复制，进一步提升各医院的整体竞争力。

(1) 医疗事业平台：保障医院运营管理标准的可落地、可复制，快速提升医院运营管理能力的竞争力。围绕质量一致性，制定并发布《盈康生命医院运营管理标准》，从医疗运营管理、供应链管理、数字化体验云管理、医院基建管理、市场运营管理五大方面制定标准，不断提升医院管理质量，并建立自评→行评→考核闭环的数字化运营体系。

(2) 人才平台：搭建人才蓄水系统，为公司未来拓展医疗服务网络布局储备人才。围绕公司“1+N+n”的快速布局，海尔集团助力公司建立人才可持续发展的平台，搭建了以肿瘤放化疗和管理人才训练营为切入的人才蓄水体系，通过人才配置的标准化和培训的标准化，支持触点的布局和新建医院触点体验一致性。公司与多所医学院校共建研究院、培训实习基地。

(3) 科技平台：助力公司进行数字化转型，建物联网解决方案。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。

(4) 体验平台：致力于通过线上线下的融合，实现患者体验的一站式全流程服务。建设 5G 诊疗中心，线上和线下一体的肿瘤治疗康复体验云平台，实现线上线下融合，构建共创共享生态。围绕用户体验一致性，提升用户就诊和医护服务效率，医患合一零距离。截至 2020 年底，四川友谊医院盈康一生互联网医院已顺利通过四川省成都市卫生健康委员会互联网医院执业登记现场审查，并成功开展 5G 诊疗服务。四川友谊医院未来将通过充分运用互联网、大数据等信息技术有效拓展服务空间和内容，提升患者在线就诊的便捷性和满意度，为患者提供在线便捷高效服务，构建起覆盖诊前、诊中、诊后的线上线下一体化医疗服务新模式，让有需要的用户少跑腿，“数据”多跑路，充分发挥“互联网+医疗”新服务优势。

(5) 供应链平台：体内体外医院有望在供应链平台进行集中采购，达到降本增效。未来将建立集中共享/全流程可视的供应链平台，通过信息化全流程可视、统一规则和制度，逐步整合旗下医院的供应链管控，提升公司医疗服务板块的价格竞争力和资源链接力。

(6) 投资拓展平台：聚焦“1+N+n”战略，助力打造并购、托管标准化流程，加速公司扩张。通过“外延式并购+托管运营”的方式，围绕全国五大经济圈作战地图，已形成标准化的项目并购、托管推进流程及体系，不断完善肿瘤特色医院的布局，打造国内领先的肿瘤治疗康复连锁网络。

3.3.3、集团资金支持，体外医院待注入，助力公司可持续发展

集团资金支持，完成非公开发行，补充运营资金。2020 年 6 月，公司完成非公开发行，发行对象为控股股东青岛盈康医疗投资有限公司，增发 96,312,746 股普通股 A 股，募集资金净额 7.28 亿元，补充公司运营资金支持其发展。此外，青岛盈康医疗对公司股权占比由 29.05% 提升至 39.69%，海尔集团对公司的控制进一步巩固。

海尔同业竞争承诺保障资产、业务注入公司，协同发展。海尔集团于2019年1月的同业竞争承诺表示：保证将在未来60个月内解决同业竞争问题，将符合条件的优质资产、业务优先注入上市公司，若无法注入上市公司的，将把产生竞争的资产、业务转让给无关联第三方，或将产生竞争的资产、业务托管给公司。2021年3月，公司发布公告拟收购重庆盈康一生全资子公司苏州广慈医院100%股权，进一步拓展医疗服务领域布局，强化公司医疗服务实力，目前收购正在积极推进中。结合海尔集团对其下属医院资源出具的同业竞争承诺，未来将根据其主营业务发展特点调整旗下医院发展方向，整合资源，实现医院资源协同发展。

2022年3月后体外医院有望加速注入。根据《上市公司重大资产重组管理办法》，上市公司自控制权发生变更之日起36个月内，向收购人及其关联人购买资产，购买的资产在最近一个会计年度所产生的营业收入占上市公司控制权发生变更的前一个会计年度经审计的合并财务会计报告营业收入的比例达到100%以上，构成重大资产重组并应当按照本办法的规定报经中国证监会核准。2019年3月海尔集团收购盈康生命，前一会计年度2018年盈康生命营业收入为5.04亿元，2021年盈康生命发布公告拟收购苏州广慈医院，前一会计年度2020年苏州广慈医院营业收入3.95亿元，占盈康生命控制权发生变更的前一个会计年度营业收入的78.4%。2022年3月后，体外医院有望加速注入，增强公司医疗服务板块实力。

截至2021年6月，除了正处于注入公司进程中的苏州广慈医院，海尔集团间接控制和参股的医院共12家，其中肿瘤特色/专科医院4家，康复医院2家，养老护理院5家，高端诊疗医院1家。资质方面，三级医院3家，二级医院8家，一级医院1家。

多家体外医院具备独立运营能力，且处在业务扩张阶段，未来注入有望增厚公司业绩。多家体外医院在当地深耕多年，在地区拥有良好的品牌声誉，且具备独立运营能力。**上海永慈医院未来注入有望拓展公司业务，迈入康复赛道。**此外，多家体外医院借助海尔平台资源、技术、资金等支持，进行业务扩张。我们预计未来体外医院注入将为公司贡献业绩。

体外医院区位优势明显，主要分布在一线、新一线城市，成长潜力大。体外医院主要分布在上海、杭州、长沙等一线、新一线城市，经济发展水平较高，居民健康意识、医疗支付意愿及支付能力较强，医院获客成本相对较低，且一线、新一线城市患者对于精细化、个性化的医疗服务需求更大，民营医院在这一方面具备优势，体外医院的区位优势明显，未来成长空间广阔。

表14: 多家体外医院具备独立运营能力, 且处在业务扩张阶段, 未来注入有望增厚公司业绩

医院	位置	成立时间	性质	持股	床位数	医院特色	
	湖南泰和医院	湖南长沙	2007年7月	营利性-三级综合	40%	670	规划建筑面积25万平方米, 首期设置床位1000张。医院配置美国GE公司PET-CT、伽玛刀、瓦里安直线加速器等各种国际大中型先进医疗设备。
肿瘤特色/专科医院	长沙东协盛医院	湖南长沙	2012年9月	营利性-二级综合	100%	380	占地1万余平米, 8层住院大楼, 名医坐诊, 近两百名专业医护人员。医院2014年荣获“湖南省诚信民营医院”称号, 2016年荣获湖南省首届“群众最信赖的医院”。
	乐山市老年病专科医院	四川乐山	2017年7月	营利性-三乙专科	48%	500	2021年4月正式晋升三级乙等医院, 是乐山唯一一家民营三级医院。在乐山市及周边地区拥有良好的声誉。
	长沙盈康医院	湖南长沙	在建/孵化	营利性-二级综合	100%	-	2021年3月由盈康生命剥离至体外进行孵化。
康复医院	上海永慈康复医院	上海闵行区	2017年6月	非营利性-三级	100%	635	海尔医疗在其领域孵化的首家医院, 上海首家三级规模设置的康复医院。
	长沙协盛康复医院	湖南长沙	2015年11月	营利性-二级	100%	150	根据长沙市岳麓区人民政府披露信息, 扩建项目推进中。
	杭州怡康护理院有限公司	浙江杭州	2014年8月	营利性-二级	86.25%	-	定期邀请专家坐诊, 医院医疗用房1.2万平米, 与杭州第一人民医院(吴山院区)为协作单位。
护理养老院	杭州市下城区怡康常青养老院	浙江杭州	2015年12月	非营利性	86.25%	-	-
	上海盈康护理院	上海青浦区	2010年1月	非营利性-二级	-	680	上海规模最大的医养结合护理院之一, 拥有院内床位850张, 护理床位680张, 养老床位170张。
	上海盈康养老院	上海青浦区	2009年11月	非营利性-二级	-	170	
	上海青浦区徐泾镇养护院	上海青浦区	2020年12月	非营利性-二级	-	-	
高端诊疗	青岛盈海医院有限公司	山东青岛	2018年4月	营利性-一级	93.23%	-	海尔医疗在青岛打造的首家高端综合医院, 链接全球优质医疗资源, 打造用户“365天、8小时即刻响应度”的差异化体验。与德国卡尔蔡司搭建眼视光共创平台; 引进国内外高端医疗管理团队、专家团队及护工; 为用户提供个性化会员制服务, 实现消费升级。

资料来源: 公司公告、盈康一生官网、各医院官网、Wind、企查查、开源证券研究所

注: 数据截至2021/6

3.3.4、受益于海尔集团全球领先的物联网生态，享受资源互联，打造器械+服务一体化健康平台

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 3 年作为全球唯一物联网生态品牌蝉联 BrandZ 全球百强。海尔集团构建了全球引领的工业互联网平台卡奥斯 COSMOPlat，为海尔旗下品牌孵化赋能。目前卡奥斯已经孕育出 15 个行业，在全国建立了 7 大中心，覆盖全国 12 大区域，并在 20 个国家复制推广。盈康生命进入海尔生态，有望借助集团强大的物联网平台，享受跨行业、跨领域资源互联，实现公司医疗器械和医疗服务业务创新，进一步提升公司竞争实力。

海尔集团公司自 2016 年开始布局医疗大健康板块，其中医疗服务主要聚焦肿瘤治疗、康复、护理养老和高端家庭医疗四大场景，通过盈康一生这一生态品牌在大健康领域布局。截至 2021 年 6 月，盈康一生已孵化出海尔生物、盈康生命、海尔医疗、海尔国际细胞库、盈康生殖等品牌。

图 29：盈康一生已孵化出海尔生物、盈康生命、海尔医疗等品牌



资料来源：盈康一生官网

盈康生命有望受益于盈康一生科技驱动、AI 智慧医疗、数据赋能、线上线下综合服务为核心能力，医疗器械板块提升设备运行效率，加速放疗全场景布局，医疗服务板块提升服务智能化水平、丰富治疗场景，打造物联网肿瘤治疗综合生态品牌：

（1）医疗器械板块：通过打造智联云，提升设备运行效率。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；设备历史数据分析，促进产学研用相互融合。**（2）医疗服务板块：通过智疗云提供临床诊疗方案。**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。**打造线上线下融合的物联网体验云平台，实现模式的行业引领。**公司计划将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。**建物联网解决方案，实现管理上的统一和标准化。**通过数字化转型，建物联网解决方案，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。

图30: 盈康一生依托科技驱动、AI 智慧医疗、数据赋能、线上线下综合服务为核心优势打造一体化健康平台



资料来源：盈康一生官网

4、模型拆分与盈利预测

4.1、收入利润模型拆分

模型拆分假设：

1. 医疗服务板块业务：

(1) 体内医院：2020 年医院经营受到疫情影响，基数较低，我们假设 2021 年医院收入、利润增长较快。

(2) 体外新注入医院：公司实施“1+N+n”战略，我们预计公司未来将不断拓展医疗服务网络，且根据海尔集团收购同业竞争承诺，未来将旗下医院注入上市公司或转让给第三方，假设自 2022 年起陆续有医院注入。

2. 医疗器械板块业务：

公司与购货方签订销售合同，将商品交付给购货方，根据合同约定需安装验收的商品，在安装完成并取得验收报告后，按照合同约定的价格确认商品销售收入，因此我们对医疗器械板块预测偏保守。

表15: 盈康生命模型拆分

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
(一) 医疗服务版块					
(1) 四川友谊医院					
上市公司持有股权	100%	100%	100%	100%	100%
营业收入 (百万元)	337.95	359.84	451.44	560.00	680.00
YOY		6.5%	25.5%	24.0%	21.4%
归母净利润 (百万元)	3.3	78.9	101.6	126.0	153.0
YOY		2319.4%	28.7%	24.0%	21.4%
(2) 重庆友方医院					
上市公司持有股权	51%	51%	51%	51%	51%
营业收入 (百万元)	79.39	74.29	117.00	147.00	192.00
YOY		-6.4%	57.5%	25.6%	30.6%
归母净利润 (百万元)	11.32	2.23	15.30	16.49	21.54
YOY		-80.3%	585.7%	7.8%	30.6%
(3) 苏州广慈医院					
上市公司持有股权			100%	100%	100%
营业收入 (百万元)			430.00	542.89	669.34
YOY				26.3%	23.3%
归母净利润 (百万元)			37.45	60.00	90.00
YOY				60.2%	50.0%
(4) 杭州怡康医院					
营业收入 (百万元)	10.58	19.76	40.00	54.00	84.00
YOY		86.8%	102.4%	35.0%	55.6%
归母净利润 (百万元)	-15	-12	-20	0	1
(5) 长春盈康医院					
营业收入 (百万元)	1	4	7	11	14
YOY		671.5%	68.7%	45.8%	37.1%
归母净利润 (百万元)	-5	-20	-20	-1	1
体内医院合计=(1)+(2)+(3)+(4)+(5)					
营业收入 (百万元)	428.48	458.16	1045.64	1249.89	1541.34
YOY		6.9%	128.2%	19.5%	23.3%
归母净利润 (百万元)	-5.42	49.14	144.32	202.49	264.54
YOY		907.0%	193.7%	40.3%	30.6%
新注入医院					
营业收入 (百万元)				600	900
YOY					50%
归母净利润 (百万元)				72	108

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
YOY					50%
医疗服务板块合计					
营业收入（百万元）	428.48	458.16	1045.64	1849.89	2441.34
YOY		6.9%	128.2%	76.9%	32.0%
并表净利润（百万元）	-5.42	49.14	144.32	274.49	372.54
YOY		907.0%	193.7%	90.2%	35.7%
净利率	-1.3%	10.7%	13.8%	14.8%	15.3%
(二) 医疗器械板块					
(6) 经销商品收入（百万元）	55.04	100.65	120.79	132.86	150.14
YOY			20.0%	10.0%	13.0%
(7) 伽玛刀收入（百万元）	88.40	101.92	117.21	126.58	136.71
YOY			15.0%	8.0%	8.0%
(8) 其他医疗器械收入（百万元）	0.42	0.32	0.33	0.35	0.37
YOY			5.0%	5.0%	5.0%
医疗器械板块合计=(6)+(7)+(8)					
营业收入（百万元）	143.87	202.89	238.33	259.80	287.22
YOY		41.0%	17.5%	9.0%	10.6%
并表净利润（百万元）	40.28	39.56	47.00	50.00	55.00
YOY		-1.8%	18.8%	6.4%	10.0%
净利率	28.0%	19.5%	19.7%	19.2%	19.1%
合计=(一)+(二)					
营业收入（百万元）	572.94	661.05	1283.97	2109.69	2728.56
YOY		13.7%	15.5%	64.3%	29.3%
净利润（百万元）	34.86	88.71	191.32	324.49	427.54
其他损益（百万元）	-738.28	39.41	30.00	32.00	34.00
归母净利润（百万元）	-703.41	128.11	161.32	292.49	393.54
YOY		-1502.2%	118.2%	25.9%	81.3%
净利率	-122.8%	19.4%	12.6%	13.9%	14.4%

数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

4.2、盈利预测与投资建议

海尔控股后公司聚焦肿瘤+康复医疗赛道，深入推进“1+3+6”布局，器械+服务一体化提升规模效应，未来扩张空间大；我们预计 2021-2023 年收入分别为 12.84/21.10/27.29 亿元，归母净利润分别为 1.61/2.92/3.94 亿元，EPS 分别为 0.25/0.46/0.61 元，当前股价对应 P/E 分别为 71.3/39.3/29.2 倍，与同类医疗服务公司相比具备估值性价比，首次覆盖，给予“买入”评级。

表16: 与同类医疗服务公司相比, 盈康生命具备估值性价比

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	归母净利润增速 (%)				P/E (倍)			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
300015.SZ	爱尔眼科	57.51	25.01	36.68	31.40	30.09	180.3	131.9	100.4	77.2
600763.SH	通策医疗	326.66	5.69	49.85	33.27	31.56	212.6	142.0	106.5	81.0
6078.HK	海吉亚医疗	75.90	327.70	127.13	30.35	30.70	275.8	121.4	93.1	71.3
002390.SZ	信邦制药	7.67	-26.57	61.48	25.39	24.43	89.6	55.5	44.3	35.6
可比公司平均			102.27	79.49	29.67	28.90	214.7	118.9	91.0	70.1
300143.SZ	盈康生命	17.92	-118.2	25.9	81.3	34.5	89.8	71.3	39.3	29.2

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 海吉亚医疗收盘价为港币, 其他公司为人民币; 收盘日期为 2021/7/28; 除海吉亚医疗、信邦制药, 爱尔眼科、通策医疗数据来源为 Wind 一致预期。

表17: 盈康生命盈利预测

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	573	661	1,284	2,110	2,729
YoY(%)	13.7	15.4	94.2	64.3	29.3
净利润(百万元)	-703	128	161	292	394
YoY(%)	-1502.2	-118.2	25.9	81.3	34.5
毛利率(%)	40.0	33.7	39.5	40.0	40.0
净利率(%)	-122.8	19.4	12.6	13.9	14.4
ROE(%)	-50.6	5.8	7.4	11.8	13.1
EPS(摊薄/元)	-1.10	0.20	0.25	0.46	0.61
P/E(倍)	-16.4	89.8	71.3	39.3	29.2
P/B(倍)	8.6	5.2	4.9	4.3	3.8

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

5、风险提示

并购医院业绩不及预期, 伽玛刀销售不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	345	1021	1248	1553	1983
现金	97	484	258	424	548
应收票据及应收账款	174	175	502	610	828
其他应收款	18	16	51	59	83
预付账款	23	19	62	71	101
存货	30	25	73	87	120
其他流动资产	4	302	302	302	302
非流动资产	1612	1630	1760	1973	2065
长期投资	0	0	2	2	3
固定资产	157	195	320	510	611
无形资产	106	98	75	58	37
其他非流动资产	1348	1337	1364	1403	1415
资产总计	1957	2651	3008	3527	4048
流动负债	323	201	406	622	763
短期借款	80	0	53	226	242
应付票据及应付账款	81	67	195	232	320
其他流动负债	162	133	158	163	201
非流动负债	267	210	182	161	127
长期借款	250	180	153	132	98
其他非流动负债	17	29	29	29	29
负债合计	590	410	588	783	891
少数股东权益	29	30	48	80	100
股本	546	642	642	642	642
资本公积	1605	2254	2254	2254	2254
留存收益	-814	-686	-507	-183	231
归属母公司股东权益	1338	2210	2372	2664	3058
负债和股东权益	1957	2651	3008	3527	4048

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	30	88	-9	367	421
净利润	-692	129	179	324	413
折旧摊销	53	46	62	93	125
财务费用	30	16	32	55	69
投资损失	-0	-3	-5	-4	-4
营运资金变动	-106	-135	-278	-101	-182
其他经营现金流	745	35	0	0	0
投资活动现金流	-14	-198	-187	-302	-212
资本支出	27	53	129	213	91
长期投资	-4	-150	-2	-1	-1
其他投资现金流	9	-295	-60	-90	-122
筹资活动现金流	-14	497	-82	-71	-100
短期借款	80	-80	0	0	0
长期借款	-100	-70	-27	-21	-34
普通股增加	-1	96	0	0	0
资本公积增加	-6	649	0	0	0
其他筹资现金流	14	-98	-55	-50	-67
现金净增加额	3	387	-279	-7	108

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	573	661	1284	2110	2729
营业成本	344	438	777	1266	1637
营业税金及附加	2	2	7	9	11
营业费用	15	14	34	45	60
管理费用	107	112	240	365	491
研发费用	11	17	22	35	45
财务费用	30	16	32	55	69
资产减值损失	-733	-25	0	0	0
其他收益	5	6	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	3	5	4	4
资产处置收益	-0	-1	0	0	0
营业利润	-673	38	176	339	419
营业外收入	20	138	43	52	63
营业外支出	12	5	5	6	7
利润总额	-665	171	213	384	474
所得税	28	42	33	60	61
净利润	-692	129	179	324	413
少数股东损益	11	1	18	31	20
归母净利润	-703	128	161	292	394
EBITDA	-593	214	271	480	603
EPS(元)	-1.10	0.20	0.25	0.46	0.61

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	13.7	15.4	94.2	64.3	29.3
营业利润(%)	-822.2	105.7	361.0	92.6	23.7
归属于母公司净利润(%)	-1502.2	-118.2	25.9	81.3	34.5
获利能力					
毛利率(%)	40.0	33.7	39.5	40.0	40.0
净利率(%)	-122.8	19.4	12.6	13.9	14.4
ROE(%)	-50.6	5.8	7.4	11.8	13.1
ROIC(%)	-38.1	5.2	6.7	10.6	12.0
偿债能力					
资产负债率(%)	30.1	15.5	19.6	22.2	22.0
净负债比率(%)	24.4	-10.3	-0.0	-0.4	-4.8
流动比率	1.1	5.1	3.1	2.5	2.6
速动比率	0.9	4.9	2.7	2.2	2.3
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.5	0.6	0.7
应收账款周转率	4.4	3.8	3.8	3.8	3.8
应付账款周转率	5.2	5.9	5.9	5.9	5.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	-1.10	0.20	0.25	0.46	0.61
每股经营现金流(最新摊薄)	0.05	0.14	-0.01	0.57	0.66
每股净资产(最新摊薄)	2.08	3.44	3.69	4.15	4.76
估值比率					
P/E	-16.4	89.8	71.3	39.3	29.2
P/B	8.6	5.2	4.9	4.3	3.8
EV/EBITDA	-20.0	51.5	41.5	23.5	18.5

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn