开源证券

盈康生命（300143.SZ）

2021 年 08 月 10 日

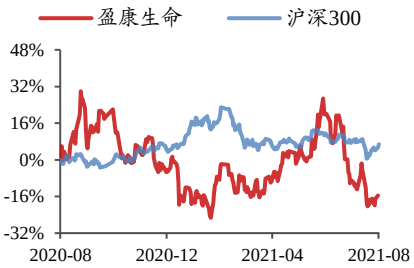
拟剥离体内亏损医院，更加聚焦旗舰医院布局

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2021/8/10
当前股价(元)	20.60
一年最高最低(元)	29.71/16.41
总市值(亿元)	132.25
流通市值(亿元)	107.12
总股本(亿股)	6.42
流通股本(亿股)	5.20
近 3 个月换手率(%)	136.82

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《公司首次覆盖报告-肿瘤+康复全国连锁格局初现，借力海尔未来可期》-2021.7.29

蔡明子（分析师）
caimingzi@kysec.cn
证书编号：S0790520070001

古意涵（联系人）
guyihan@kysec.cn
证书编号：S0790121020007

● 剥离体内亏损医院，更加聚焦旗舰医院布局，维持“买入”评级

8 月 9 日，公司发布公告拟将杭州怡康医院 100%股权、长春盈康医院 100%股权及其对应债权，剥离至控股股东青岛盈康医投（即海尔集团）旗下孵化，同时盈康医投承诺将积极解决和避免同业竞争问题。考虑上述两家医院完成剥离的时间点不确定，我们暂维持盈利预测不变，预计 2021-2023 年归母净利润分别为 1.61/2.92/3.94 亿元，当前股价对应 P/E 分别为 82.0/45.2/33.6 倍，与同类医疗服务公司相比具备估值性价比，维持“买入”评级。

● 持续推进“1+N+n”战略布局，助力公司集中打造区域旗舰中心医院

公司在海尔控股后，医疗服务板块业务聚焦“1+N+n”战略，目标在全国实现“1-3-6”的布局。公司以长三角、成渝、京津冀、西北、珠三角五大经济圈为先导，致力于“1”的区域旗舰医疗中心布局，辐射周边地区“N”的卫星医院，逐步完善服务网络，当前战略核心是打造 10 个区域旗舰医疗中心。在此战略引导下，公司短中期将致力于旗舰医院的布局，而目前体内的杭州怡康和长春盈康体量较小，且尚未进入盈利期，当前剥离至海尔旗下继续孵化，有利于公司集中打造区域旗舰医院，助力公司全国布局的战略顺利推进。

● 剥离杭州怡康、长春盈康形成的投资收益将提升公司资产流动性

减轻公司财务负担：杭州怡康、长春盈康当前处在业务调整期和初创期，处于亏损状态，将两家医院剥离至体外运营有利于降低上市公司的财务负担。**带来正向投资收益：**公司将杭州怡康、长春盈康剥离至体外，预计对公司报表产生的正向贡献为税前 4217.54 万元，税后预计超 3000 万元，改善资产结构。**形成托管收入，避免同业竞争：**本次交易完成后，杭州怡康、长春盈康将委托给友谊医院进行管理和运营，预计托管费不低于 120 万元。借助友谊医院在医疗服务领域管理运营经验促进杭州怡康和长春盈康业务的发展和增长，也为未来两家医院具备稳定的盈利能力和符合公司战略定位后的收购创造条件。

● 风险提示：苏州广慈并表进度不及预期，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)	-18.8	103.3	82.0	45.2	33.6
P/B(倍)	9.9	6.0	5.6	5.0	4.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

目　录

1、 持续推进“1+N+n”战略布局，助力公司集中打造区域旗舰中心医院 3
2、 剥离杭州怡康、长春盈康形成的投资收益将提升公司资产流动性 3
3、 盈利预测与投资建议 4
4、 风险提示 4
附：财务预测摘要 5

图表目录

表 1: 盈康生命盈利预测 4

1、持续推进“1+N+n”战略布局，助力公司集中打造区域旗舰中心医院

8 月 9 日，公司发布公告拟将杭州怡康医院 100%股权、长春盈康医院 100%股权及其对应债权，剥离至控股股东青岛盈康医投（即海尔集团）旗下孵化，同时盈康医投承诺将积极解决和避免同业竞争问题。

公司在海尔控股后，医疗服务板块业务聚焦“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”的放疗中心。公司公告披露，公司以长三角、成渝、京津冀、西北、珠三角五大经济圈为先导，致力于“1”的区域旗舰医疗中心布局，通过打造区域中心旗舰医院的模式，通过中心旗舰医院资源的共享、上下联动，发挥协同效应，辐射周边地区“N”的卫星医院，逐步完善服务网络，当前战略核心是打造 10 个区域旗舰医疗中心。

在此战略引导下，公司短中期将致力于旗舰医院的布局，而目前体内的杭州怡康和长春盈康体量较小，且尚未进入盈利期，当前剥离至海尔旗下继续孵化，有利于公司集中打造区域旗舰医院，助力公司全国布局的战略顺利推进。

具体看，公司旗下的四川友谊医院与注入中的苏州广慈医院具备成长为旗舰医院的潜力，两家医院床位数分别为 600 张、483 张，2020 年医院收入分别为 3.6 亿元、3.95 亿元；而杭州怡康医院、长春盈康医院床位数分别 120 张、150 张，2020 年收入分别为 0.2 亿元、0.04 亿元，净利润分别亏损 1429 万元、2165 万元。杭州怡康、长春盈康现有床位数和资源无法承接公司“1+N”的物联网区域旗舰医疗中心战略，尚需要长期的资金投入和能力建设，与公司现阶段快速建设“1-3-6”生态网络的目标不契合，而交易完成后，两家医院将在股东盈康医投的支持下发展，借助盈康医投财务能力和资源优势，促进长春盈康后续发展。此外，待长春盈康具备稳定的盈利能力后，公司享有优先权可以择机收购长春盈康，完善公司医疗服务业务布局并增厚经营业绩，实现公司稳健高速发展。

2、剥离杭州怡康、长春盈康形成的投资收益将提升公司资产流动性

减轻公司财务负担：2019 年海尔集团入主后杭州怡康医院战略重塑，业务进入调整期，医院投入大，2021H1 净利润亏损 863.80 万元。自建的长春盈康医院于 2019 年 7 月正式营业，尚在培育期，2021H1 净利润亏损 1204.40 万元。杭州怡康、长春盈康当前处在业务调整期和初创期，运营投入较大，处于亏损状态，将两家医院剥离至体外运营有利于降低上市公司的财务负担，进一步提高上市公司质量，优化上市公司资源配置，维护上市公司及股东利益。

带来正向投资收益：公司将杭州怡康、长春盈康剥离至体外，在海尔旗下盈康医投进行孵化，预计将形成税前投资收益 6285.74 万元（杭州怡康 3886.45 万元+长春盈康 2399.29 万元），考虑两家医院 2021H1 分别亏损 863.80 万元、1204.40 万元，预计对公司报表产生的正向贡献为税前 4217.54 万元，税后预计超 3000 万元，改善资产结构。

形成托管收入，避免同业竞争：本次交易完成后，杭州怡康、长春盈康将委托给友谊医院进行管理和运营，管理费的收取金额为两家医院年总收入的 5%，按 2020 年两家医院合计 0.24 亿元的收入计算，预计托管费不低于 120 万元。借助友谊医院在医疗服务领域管理运营经验促进杭州怡康和长春盈康业务的发展和增长，也为未来杭州怡康和长春盈康具备稳定的盈利能力或符合公司战略定位后的收购创造条件。

3、 盈利预测与投资建议

考虑杭州怡康、长春盈康两家医院完成剥离的时间点不确定，我们暂维持盈利预测不变，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 82.0/45.2/33.6 倍，与同类医疗服务公司相比具备估值性价比，维持“买入”评级。

表1：盈康生命盈利预测

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)	-18.8	103.3	82.0	45.2	33.6
P/B(倍)	9.9	6.0	5.6	5.0	4.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

4、 风险提示

苏州广慈并表进度不及预期，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	-18.8	103.3	82.0	45.2	33.6
P/B	9.9	6.0	5.6	5.0	4.3
EV/EBITDA	-22.9	59.5	47.9	27.1	21.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

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