

盈康生命 (300143)

证券研究报告

2021年10月08日

进一步修订广慈收购方案，加快医院整合

事件

公司2021年9月30日发布重大资产购买暨关联交易报告书(草案)(四次修订稿)，公司拟通过支付现金的方式购买盈康医管持有的苏州广慈100%的股权，交易金额为4.5亿元。本次方案中交易对价较前次评估值6.3亿元降低1.81亿元，降幅达28.68%。通过调整标的资产总体对价后，本次交易对应的交易市盈率、净资产增值率显著降低，对上市公司及中小股东权益形成有力的保护，也有利于公司医院整合工作的加快推进。

标的资产盈利能力较好，并购整合完成后有望增厚公司业绩

苏州广慈前身为原广慈医院，成立至今已超过15年，在当地形成了良好的口碑和知名度，是一所以肿瘤为特色的经营稳健的二级医院。从经营数据看，2021年上半年，苏州广慈已实现总收入2.37亿元，较去年同期增长40%，毛利润约0.43亿元，扣非净利润约0.19亿元，各项金额年化后均超过年初计划收购时对2021年度的预测金额（2021年净利润业绩承诺金额0.37亿元）。此外，苏州广慈2021年上半年毛利率明显提升，预计未来随着医院对诊疗设备投入加大、供应链集约化管理推进、加强人才梯度建设，将有利于进一步提高苏州广慈医院毛利率水平。

标的资产顺利整合后，将有利于拓展长三角肿瘤医疗服务市场

苏州作为较为发达的地级市，肿瘤诊疗需求较大，根据苏州统计年鉴，2015年至2019年，恶性肿瘤一直作为苏州市疾病死因首位，但肿瘤诊疗资源相对缺乏，截至2019年末，苏州市区221家医院中主要为综合医院，广慈医院所在的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2021年6月末苏州市区肿瘤专科医院仅有苏州广慈一家。苏州广慈医院在当地具有较强优势，本次收购后苏州广慈，将会有力提升公司在长三角经济圈的肿瘤医疗服务能力。

盈利预测与投资评级

我们预测公司2021-2023年的收入为6.84/14.31/17.17亿元（未考虑到苏州广慈收购，根据公司公告，其预测广慈医院2021-2023年营业收入为4.39/4.88/5.45亿元）及归母净利润为1.31/1.43/1.57亿元（未考虑到苏州广慈收购，根据公司公告，其预测广慈医院2021-2023年净利润为0.37/0.49/0.59亿元），维持公司“买入”评级。

风险提示：交易审批风险；交易对价资金筹措风险；商誉减值风险；业绩承诺无法实现的风险。

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	14.27元
目标价格	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)	9,163.72
流通A股市值(百万元)	7,789.34
每股净资产(元)	3.40
资产负债率(%)	16.99
一年内最高/最低(元)	29.15/12.80

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:业绩基本符合预期，经营整合持续推进》2021-08-28
- 《盈康生命-公司点评:公司剥离非盈利资产，聚焦优质医疗资源》2021-08-10
- 《盈康生命-首次覆盖报告:海尔赋能，打造物联网肿瘤治疗康复综合生态品牌》2021-06-21

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	572.94	661.05	683.90	1,431.08	1,716.62
增长率(%)	13.67	15.38	3.46	109.25	19.95
EBITDA(百万元)	885.62	159.02	157.02	238.51	249.37
净利润(百万元)	(703.41)	128.11	130.97	142.55	157.43
增长率(%)	(1,502.15)	(118.21)	2.23	8.84	10.44
EPS(元/股)	(1.10)	0.20	0.20	0.22	0.25
市盈率(P/E)	(13.03)	71.53	69.97	64.28	58.21
市净率(P/B)	6.85	4.15	3.91	3.69	3.47
市销率(P/S)	15.99	13.86	13.40	6.40	5.34
EV/EBITDA	6.03	75.69	53.89	36.57	33.45

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	96.55	483.64	524.24	249.85	629.60	营业收入	572.94	661.05	683.90	1,431.08	1,716.62
应收票据及应收账款	173.56	174.93	117.68	474.13	235.76	营业成本	343.54	438.27	444.87	785.20	921.76
预付账款	22.58	19.13	38.95	51.02	53.54	营业税金及附加	1.70	2.23	2.70	4.90	6.14
存货	30.48	25.04	58.07	72.36	96.02	营业费用	15.02	14.05	11.88	59.55	95.70
其他	22.32	318.22	328.11	361.92	341.89	管理费用	107.43	111.51	76.60	257.60	308.99
流动资产合计	345.49	1,020.95	1,067.05	1,209.29	1,356.81	研发费用	11.02	17.00	13.53	62.36	85.30
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	30.00	16.27	5.81	5.29	3.22
固定资产	156.97	195.04	274.01	344.08	395.82	资产减值损失	(733.38)	(24.71)	0.00	50.00	80.00
在建工程	25.43	28.47	137.08	130.25	108.15	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	106.41	98.04	89.19	80.33	71.47	投资净收益	0.42	3.22	1.42	1.42	1.42
其他	1,322.80	1,308.24	1,279.36	1,283.16	1,269.62	其他	1,469.78	45.08	(2.84)	(2.84)	(2.84)
非流动资产合计	1,611.61	1,629.80	1,779.63	1,837.82	1,845.06	营业利润	(672.60)	38.14	129.93	207.60	216.93
资产总计	1,957.10	2,650.75	2,846.68	3,047.11	3,201.87	营业外收入	19.86	138.04	65.00	0.00	0.00
短期借款	80.00	0.00	7.00	6.00	6.00	营业外支出	11.91	5.20	6.80	7.97	6.66
应付票据及应付账款	80.81	67.13	89.90	192.04	130.46	利润总额	(664.64)	170.98	188.13	199.63	210.27
其他	162.03	133.45	204.17	175.47	239.74	所得税	27.79	41.65	43.27	52.70	45.42
流动负债合计	322.84	200.58	301.07	373.51	376.20	净利润	(692.43)	129.32	144.86	146.93	164.85
长期借款	250.00	180.33	139.80	119.90	105.40	少数股东损益	10.98	1.21	13.89	4.38	7.42
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	(703.41)	128.11	130.97	142.55	157.43
其他	16.83	29.18	21.46	22.49	24.38	每股收益(元)	(1.10)	0.20	0.20	0.22	0.25
非流动负债合计	266.83	209.52	161.26	142.39	129.78						
负债合计	589.67	410.10	462.33	515.90	505.97	主要财务比率					
少数股东权益	29.08	30.30	43.49	47.80	55.06		2019	2020	2021E	2022E	2023E
股本	545.85	642.17	642.17	642.17	642.17	成长能力					
资本公积	1,605.14	2,253.92	2,253.92	2,253.92	2,253.92	营业收入	13.67%	15.38%	3.46%	109.25%	19.95%
留存收益	790.83	1,567.72	1,698.69	1,841.24	1,998.68	营业利润	-822.22%	-105.67%	240.69%	59.77%	4.49%
其他	(1,603.49)	(2,253.46)	(2,253.92)	(2,253.92)	(2,253.92)	归属于母公司净利润	-1502.15%	-118.21%	2.23%	8.84%	10.44%
股东权益合计	1,367.43	2,240.65	2,384.35	2,531.21	2,695.90	获利能力					
负债和股东权益总计	1,957.10	2,650.75	2,846.68	3,047.11	3,201.87	毛利率	40.04%	33.70%	34.95%	45.13%	46.30%
						净利率	-122.77%	19.38%	19.15%	9.96%	9.17%
						ROE	-52.56%	5.80%	5.60%	5.74%	5.96%
						ROIC	-30.10%	2.67%	6.83%	9.56%	8.45%
						偿债能力					
						资产负债率	30.13%	15.47%	16.24%	16.93%	15.80%
						净负债率	24.38%	-10.83%	-12.88%	-1.86%	-16.65%
						流动比率	1.07	5.09	3.54	3.24	3.61
						速动比率	0.98	4.97	3.35	3.04	3.35
						营运能力					
						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	16.46	21.94	20.39
						总资产周转率	0.25	0.29	0.25	0.49	0.55
						每股指标(元)					
						每股收益	-1.10	0.20	0.20	0.22	0.25
						每股经营现金流	0.05	0.14	0.42	-0.27	0.71
						每股净资产	2.08	3.44	3.65	3.87	4.11
						估值比率					
						市盈率	-13.03	71.53	69.97	64.28	58.21
						市净率	6.85	4.15	3.91	3.69	3.47
						EV/EBITDA	6.03	75.69	53.89	36.57	33.45
						EV/EBIT	6.36	97.91	62.34	40.97	37.89

现金流量表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	(692.43)	129.32	130.97	142.55	157.43
折旧摊销	52.91	45.55	21.28	25.62	29.22
财务费用	31.42	19.00	5.81	5.29	3.22
投资损失	(0.42)	(3.22)	(1.42)	(1.42)	(1.42)
营运资金变动	(191.77)	(91.68)	99.63	(352.70)	258.01
其它	830.06	(10.87)	13.89	4.38	7.42
经营活动现金流	29.78	88.11	270.16	(176.29)	453.89
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)
投资活动现金流	(13.73)	(197.71)	(198.58)	(78.58)	(48.58)
债权融资	430.00	241.05	217.04	202.89	180.71
股权融资	(29.46)	727.63	(6.27)	(5.29)	(3.22)
其他	(414.22)	(471.47)	(241.75)	(217.11)	(203.05)
筹资活动现金流	(13.68)	497.21	(30.98)	(19.52)	(25.56)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	2.37	387.61	40.60	(274.38)	379.75

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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