

肿瘤治疗领域领军者，海尔集团赋能再上新台阶



东方证券
ORIENT SECURITIES

核心观点

- **肿瘤医疗服务与放疗设备行业维持高景气度。**2020年，我国肿瘤发病人数达到451.4万人，肿瘤医疗服务行业规模已超过3700亿元，2015-2019年CAGR达到12.53%，且由于公立医院肿瘤科室常年维持高负荷运转，越来越多的需求外溢至民营肿瘤医院，2015-2019年民营肿瘤医疗服务CAGR达到23.7%，2019年营收规模达344亿元。同时，肿瘤放疗设备受益于下游需求的增长，行业规模也保持了较快的增速，我国肿瘤放疗设备人均保有量低、地区间配置量不均的现状有望得到改善，且考虑到政策对配置证的逐步放松，以及设备高端化、国产化的进程，预计国产品牌将迎来黄金成长期。
- **一体两翼战略，公司将打造肿瘤治疗领域的旗舰企业。**医疗服务方面，公司意在打造“1+N+n”的网络式布局，目标在全国范围内布局10家旗舰级医疗中心，30家卫星医院以及60家体验中心。目前体内的友谊医院以及即将注入的广慈医院为旗舰级医院的标杆，友方医院也在海尔入主后出现了明显的内生改善。此外，公司承诺将在2024年前后解决公司与海尔之间的同业竞争问题，体外医院资产有望注入公司体内，实现规模效应与协同效应。医疗器械方面，子公司玛西普生产销售的伽马刀在国内装机量领先，并已完成海外出口、装机，此外还相继以研发和参股的方式布局了头体一体刀、直线加速器与小质子刀，公司医疗器械板块链状发展将带来极强的协同效应。
- **借助海尔集团力量，公司有望在多方面得到协同。**战略规划方面：海尔集团入主后为公司带来长期愿景，意在打造构建起一体两翼“1+N+n”式的网络式布局，强化公司医疗服务运营规模，加大研发投入，链状发展肿瘤放疗设备；运营管理方面：借助海尔集团的运营管理团队以及近十年的医疗服务管理经验，重塑公司医院管理体系，体内的友谊医院与体外的苏州广慈医院均实现了良好的内生增长；资本赋能方面：不论是医疗服务的全国化布局还是放疗设备的研发投入，资本实力均至关重要，公司有望借助母公司海尔集团的资本实力，抓住医疗行业发展的黄金时期，卡位突破至行业领军者。

财务预测与投资建议

- 盈康生命是肿瘤医疗服务与放疗设备领域的领军企业，预测2021-2023年eps为0.23/0.35/0.51元，根据可比公司，给予2022年估值57X，对应股价19.95元，首次给予买入评级。

风险提示

- 并购不及预期、行业政策风险、商誉减值风险、市场竞争加剧

公司主要财务信息

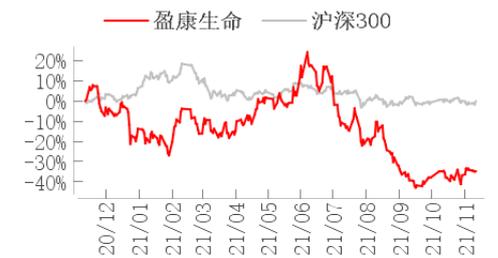
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	573	661	1,141	1,686	2,490
同比增长(%)	13.7%	15.4%	72.6%	47.8%	47.7%
营业利润(百万元)	(673)	38	200	298	444
同比增长(%)	-822.2%	105.7%	423.5%	49.2%	49.0%
归属母公司净利润(百万元)	(703)	128	149	222	329
同比增长(%)	-1502.2%	118.2%	16.1%	49.0%	48.3%
每股收益(元)	(1.10)	0.20	0.23	0.35	0.51
毛利率(%)	40.0%	33.7%	26.8%	31.8%	30.3%
净利率(%)	-122.8%	19.4%	13.0%	13.1%	13.2%
净资产收益率(%)	-41.6%	7.2%	6.5%	9.0%	12.0%
市盈率	(13.7)	75.1	64.7	43.4	29.3
市净率	7.2	4.4	4.1	3.7	3.3

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价(2021年11月11日)	14.99元
目标价格	19.95元
52周最高价/最低价	29.15/12.8元
总股本/流通A股(万股)	64,217/54,585
A股市值(百万元)	9,626
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2021年11月11日

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-1.95	0.06	-27.24	-34.77
相对表现	-2.04	0.36	-21.94	-31.04
沪深300	0.09	-0.3	-5.3	-3.73



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

刘恩阳

010-66218100*828

liuenyang@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860519040001

证券分析师

田世豪

021-63325888*6111

tianshishao@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860521080001

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

一、海尔入主，打造国内领先的肿瘤治疗连锁服务商	5
1.1 布局放疗设备与肿瘤医院，海尔赋能打开成长空间	5
1.2 海尔入主成为实控人，高管团队换血带来协同效应	6
1.3 商誉减值导致财务波动，轻装前行经营趋势向好	7
二、人口结构变化大背景下，肿瘤治疗与设备领域保持长期高景气	10
2.1 肿瘤医疗服务：老龄化驱使行业高增长，公立供给紧张导致需求外溢	10
肿瘤发病人数呈现上升趋势，肿瘤治疗将成为医疗服务最大子赛道	10
公立医院长期保持高负荷运转，需求外溢后民营服务占比逐步提高	11
2.2 肿瘤放疗设备：配置缺口仍旧巨大，高端化与市场化驱使行业稳定增长	12
放疗作为癌症治疗三大手段之一，国内放疗设备配置率较低	12
政策放宽后带来增量，肿瘤放疗设备有望迎来高景气周期	14
三、“器械+服务”双轮驱动，海尔意在打造肿瘤治疗领域的领头羊	15
3.1 肿瘤治疗+康复：“1+N+n”式布局打造全国范围的肿瘤综合医疗服务航母	15
四川友谊：三甲资质终落地，品牌与诊疗实力发源之地	16
重庆友方：处于业绩爬坡期，成长空间值得期待	18
苏州广慈：体外资产注入第一步，确定性成长空间巨大	19
体外医院：网络式布局走向全国，以并购+管理协议方式纳入体内	21
3.2 放疗设备产品链：由伽马刀走向直加、小质子刀，公司成为国产放疗设备一线梯队	23
伽马刀国内装机量领先，直线加速器与小质子刀正在路上	23
借助渠道优势发展经销业务，销售规模保持快速增长	26
3.3 海尔集团协同效应强，多维度夯实公司发展基本面	27
盈利预测与投资建议	29
盈利预测	29
投资建议	30
风险提示	30

图表目录

图 1：盈康生命主营业务为肿瘤放疗高端设备与肿瘤特色医疗服务	5
图 2：公司股权结构（截至 2021Q3）	7
图 3：2016-2020 年公司营业收入（亿元）及同比增速	8
图 4：2016-2020 年公司归母净利润（亿元）	8
图 5：2020 年公司主营业务收入构成	8
图 6：2020 年公司主营业务毛利构成	8
图 7：2011-2020 年公司毛利率及净利润率变化	9
图 8：2011-2020 年公司期间费用率变化	9
图 9：2018-2020 年商誉账面价值变化（亿元）	9
图 10：2016-2020 年商誉（亿元）及其占净资产比例	9
图 11：2000-2020 年我国 65 岁以上老年人数（百万人）及占比	10
图 12：2015-2025E 我国肿瘤发病人数（万人）	10
图 13：2015-2025E 肿瘤医疗服务市场规模（亿元）及增速	11
图 14：2019 年各医疗服务子赛道行业规模（亿元）	11
图 15：2005-2019 年肿瘤病床使用率（%）	11
图 16：2007-2019 年肿瘤医院医师日均诊疗人次（人）	11
图 17：2015-2019 年中国肿瘤医院数量（家）	12
图 18：中国公立肿瘤医院及民营肿瘤医院医疗服务收入（十亿元）及增速	12
图 19：2015-2025E 中国民营肿瘤医院渗透率	12
图 20：2019 年肿瘤治疗手段市场份额	14
图 21：2019 年主要国家每百万人放疗设备配置数量（个）	14
图 22：2017-2020 年公司医疗服务业务营收（亿元）及同比增速	15
图 23：2017-2020 年公司医疗服务业务毛利率	15
图 24：四川友谊医院营业收入（百万元）及增速	16
图 25：四川友谊医院扣非后净利润（百万元）及增速	16
图 26：2015-2020 年四川友谊医院净利率	17
图 27：重庆华健友方医院股权结构图	18
图 28：2018-2020 年友方医院营业收入（百万元）	19
图 29：2018-2020 年友方扣非后净利润（百万元）	19
图 30：2019-2025E 苏州广慈医院营业收入（百万元）及同比增速	19
图 31：2019-2025E 苏州广慈医院扣非净利润（百万元）及同比增速	19
图 32：杭州怡康医院收入及归母净利润（百万元）	21
图 33：长春盈康医院收入及归母净利润（百万元）	21

图 34 : 2016-2020 年公司伽玛刀营业收入 (百万元) 及增速	24
图 35 : 2016-2020 年公司伽玛刀业务毛利率变化	24
图 36 : 公司器械板块未来将进入伽马刀-直线加速器-小质子刀的链状发展	26
图 37 : 公司经销业务营业收入 (百万元) 及同比增速	27
图 38 : 公司经销业务毛利率变化	27
图 39 : 海尔盈康一生态品牌	28
图 40 : 可比公司估值表	30
表 1 : 公司发展历史及发展阶段梳理	6
表 2 : 公司高管团队背景梳理	7
表 3 : 三大肿瘤治疗方法对比	13
表 4 : 大型医疗设备相关文件整理	14
表 5 : 盈康生命体内及即将注入的医院介绍	16
表 6 : 四川友谊医院专家团队	17
表 7 : 苏州广慈医院收购前后主要业务指标	20
表 8 : 苏州广慈医院业务收入拆分及预测 (备考)	20
表 9 : 公司体外医院布局一览	22
表 10 : 公司伽玛刀产品	23
表 11 : 2019-2020 年公司伽马刀销售明细 (百万元)	24
表 12 : 主要放疗设备比较	25
表 13 : 公司已经在直线加速器方面取得多个专利	25
表 14 : 经销业务销售明细 (百万元)	27
表 15 : 苏州广慈部分科室收入大幅增长 (万元)	28

一、海尔入主，打造国内领先的肿瘤治疗连锁服务商

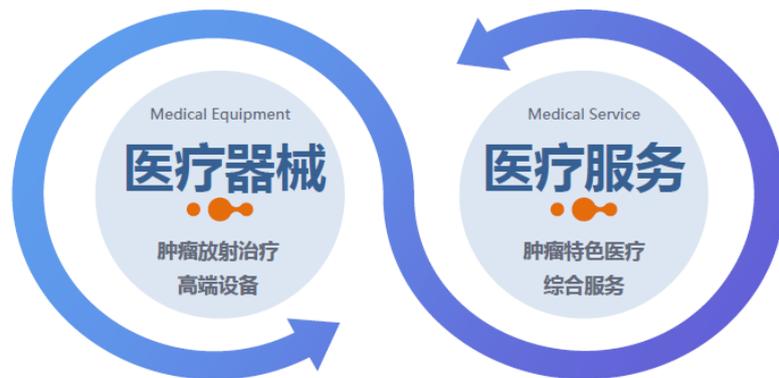
1.1 布局放疗设备与肿瘤医院，海尔赋能打开成长空间

盈康生命是一家聚焦肿瘤治疗领域的医疗服务公司，公司主营业务包括医疗器械和医疗服务两大板块，公司依托大型放疗设备优势，持续发力医疗服务业务，致力于打造以放疗为特色的肿瘤一站式全场景医疗服务第一连锁品牌。

医疗服务板块：自 2017 年起，公司主要以并购方式布局医疗服务板块，截止 2021 年 8 月，上市公司体内拥有四川友谊医院、重庆友方医院（51%）、杭州怡康医院、长春盈康医院四家医院，并于 2021 年 4 月发布公告，拟收购海尔旗下苏州广慈医院全部股权。此外，母公司海尔集团表内尚有十余家医院，预计营收规模近二十亿元，公司将于 2024 年解决与母公司的同业竞争问题，有望形成全国范围内的肿瘤医疗服务旗舰集团。

医疗器械板块：全资子公司玛西普是国内伽玛刀头部企业，在国内率先实现大型放疗设备自主出口，全球总装机量超过 100 台，公司正积极开展医用直线加速器、头体一体刀等设备的研发，并通过参股美国 Protom 公司提前布局小质子刀领域，公司医疗器械板块未来将形成“伽马刀-直线加速器-小质子刀”的肿瘤放疗设备链条，在技术、销售与品牌力等多方面均有协同。

图 1：盈康生命主营业务为肿瘤放疗高端设备与肿瘤特色医疗服务



数据来源：公开资料，东方证券研究所

公司发展主要可分为三个阶段：

1) 肿瘤治疗转型期。公司前身是东莞市星河实业有限公司，主营业务为食用菌的生产和销售，2015 年，公司收购玛西普进入放射外科设备领域，2016 年，公司通过现金交易剥离食用菌业务，开始聚焦肿瘤医疗服务领域。

2) 投资并购成长期。2016 年公司确立聚焦肿瘤治疗领域，2017 年起，公司瞄准一二线城市肿瘤治疗服务市场，积极开展投资并购，收购位于成都、杭州、重庆的 3 家医院，投建位于长沙和长春的 2 家医院，通过投资并购扩展业务版图，增强向三四线城市辐射能力。

3) 海尔人主深耕期。2019 年海尔人主公司，成为公司实际控制人，一方面，盈康旗下 5 家“大专科小综合”肿瘤医院有望与海尔集团旗下的十数家肿瘤和康复医院产生协同效应，另一方面，海尔集团有望借助其管理优势、资源优势、资金优势帮助公司更快的布局医疗服务板块，并承诺海尔旗下医院将优先注入公司以解决同业竞争问题。公司预计围绕成渝、西北、长三角、京津冀、珠三角全国五大经济圈，持续完善肿瘤特色“大专科小综合”医院的布局，并在各中心区域形成“1+N+n”模式的肿瘤医疗服务集团（1 家中心医院，N 个卫星医院，n 个放疗合作中心）。

表 1：公司发展历史及发展阶段梳理

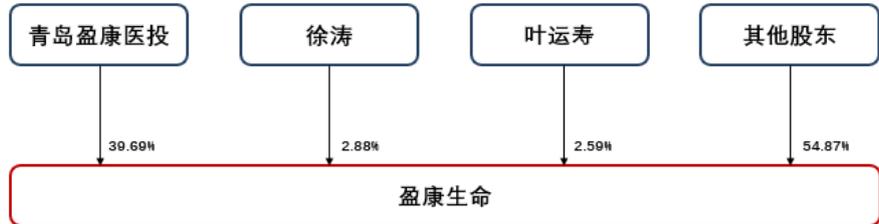
	时间	事件
肿瘤治疗转型期	1998 年	公司前身东莞市星河实业成立，主营业务为食用菌的生产和销售
	2010 年	公司于深交所上市
	2013 年 1 月	公司再次更名为广东星河生物科技股份有限公司
	2015 年 8 月	收购玛西普 100%股权，向肿瘤医疗器械方向转型
	2015 年 7 月	第二代头部伽玛刀（SRRS+）获 CFDA 认证
	2015 年 9 月	第三代体部伽玛刀（GMBS）获 CFDA 认证
	2016 年	现金交易剥离食用菌业务，聚焦肿瘤医疗设备生产和销售
投资并购成长期	2017 年 1 月	收购杭州中卫中医肿瘤医院（现更名为杭州怡康中医肿瘤医院）
	2017 年 4 月	收购四川友谊医院 75%股权
	2017 年 6 月	公司更名为广东星普医学科技股份有限公司
	2017 年 8 月	设立长沙盈康医院、长春星普医院（现为长春盈康医院）
	2018 年 2 月	收购重庆华健友方医院 51%股权
	2018 年 6 月	收购四川友谊医院剩余 25%股权
海尔人主深耕期	2019 年 3 月	实际控制人变更为海尔集团 ，青岛盈康医投持股 29.05%成为控股股东
	2019 年 7 月	星普医科更名为盈康生命，长春盈康医院正式开业
	2020 年 6 月	定增通过，青岛盈康医投持股比例增至 39.69%
	2021 年	拟斥资 4.5 亿元收购苏州广慈医院 100%股权

数据来源：公司公告，东方证券研究所

1.2 海尔人主成为实控人，高管团队换血带来协同效应

海尔人主成为公司实际控制人。2019 年 3 月，叶运寿、徐涛及公司其他主要股东共同向青岛盈康医投以每股 11.5 元的价格转让 1.59 亿股股份，占总股本的 29.05%；2020 年 6 月，公司发布定增，青岛盈康医投认购定增股份，持股比例增加至 39.69%。

截止 2021Q3，青岛海尔仍旧通过盈康医投对公司持股 39.69%，为实际控制人；徐涛先生直接持股比例为 2.88%，为现任玛西普董事长，并兼任美国 Protom 公司董事，为公司核心高管；叶运寿先生直接持股比例为 2.59%，为公司前身星河生物创始人之一。公司股权清晰，海尔作为实际控制人持股集中，股东与管理层利益一致性高。

图 2：公司股权结构（截至 2021Q3）


数据来源：wind，东方证券研究所

海尔人主后高管团队换血，医院管理方向职业经理人保驾护航。自青岛海尔人主公司，2019-2020 年公司高层大换血，董事会与管理层团队中医疗行业背景的职业经理人现已占据大多数，职业化、专业化的高管团队不仅能够帮助公司重塑医院管理体系，进行精度与深度更高的管理，而且在医疗资源嫁接、医生团队招聘等方面提供诸多助力。

表 2：公司高管团队背景梳理

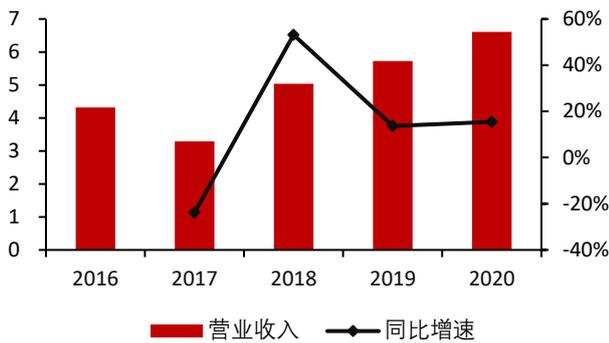
姓名	职位	介绍
谭丽霞	董事长	清华大学五道口金融学院金融学博士(在职攻读)，中欧国际工商学院工商管理硕士学位，高级工程师，全球特许管理会计师(CGMA)，澳洲注册会计师(CPA Australia)，高级国际注册内部控制师，财政部管理会计咨询专家，享受国务院特殊津贴，海尔集团执行副总裁，董事会副主席。
倪小伟	副董事长	曾任上海复星医药集团（股份）有限公司副总裁，安徽济民肿瘤等医院董事长，华润健康集团有限公司副总经理。2016 年 4 月至今任海尔集团（青岛）金融控股有限公司副总裁并兼任海尔医疗总裁；2020 年 9 月至今任公司董事。
潘绵顺	董事	主任医师，教授，国家卫健委大型医疗设备上岗考试命题专家，中国精放协会副主任委员，中国医师协会神经肿瘤学组放射肿瘤学组委员，中国肿瘤协会放射防护专业委员会委员，是国产伽玛刀基础研究，临床应用，学术推广的知名专家，曾任武警上海总队医院放射诊疗中心主任。
彭文	总经理	主任医师、教授、博士生导师，美国马里兰大学肾病研究中心博士后，2000 年 2 月至 2018 年 3 月期间历任上海市普陀区中心医院肾内科兼血透室主任，院长助理，副院长，院长，上海医院协会副会长。
聂正钢	副总经理、玛西普总经理	中国生物医学工程学会精确放疗技术分会伽玛刀学组委员，曾任上海八五医院放疗中心主任，2020 年 9 月起任玛西普医学科技发展(深圳)有限公司总经理。

数据来源：wind，东方证券研究所

1.3 商誉减值导致财务波动，轻装前行经营趋势向好

营收稳定增长，商誉减值造成利润端波动。2020 年公司实现营业收入 6.61 亿元，同比增长 15.4%，2016-2020 年 CAGR 为 11.2%；2020 年公司实现归母净利润 1.28 亿元，2016-2020 年 CAGR 为 23.5%。自 2017 年公司转型以来，公司营收端保持较快增长，利润端波动较大，其中 2019 年海尔集团入主后，为了降低商誉占比，公司主动计提商誉减值 7.3 亿元，导致 2019 年归母净利润为 -7.03 亿元，若扣除商誉减值影响，公司归母净利润为正。

图 3：2016-2020 年公司营业收入（亿元）及同比增速



数据来源：wind，东方证券研究所

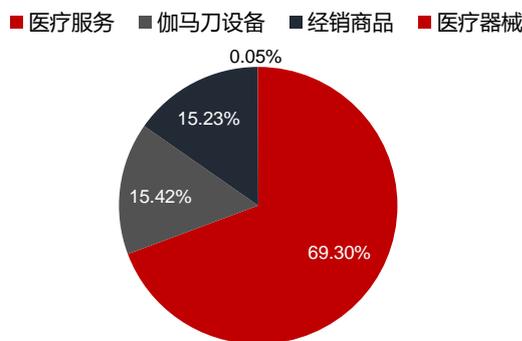
图 4：2016-2020 年公司归母净利润（亿元）



数据来源：wind，东方证券研究所

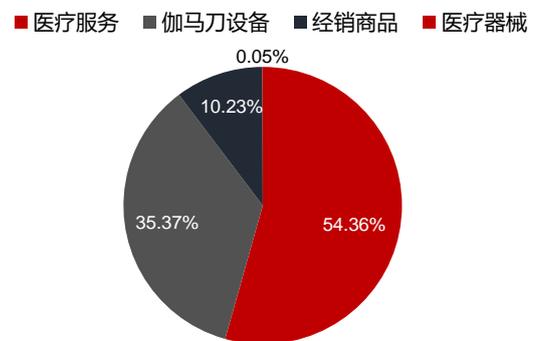
医疗服务与医疗器械板块双轮驱动。2020 年，公司医疗服务收入 4.58 亿元，同比增长 6.93%，营收占比 69.31%，毛利占比 54.36%；医疗器械板块收入 2.03 亿元，同比增长 41.03%，营收占比 30.69%，毛利占比 45.6%，其中伽马刀设备销售毛利率高达 78.2%，毛利占比远高于营收占比，具备极高的盈利能力。

图 5：2020 年公司主营业务收入构成



数据来源：wind，东方证券研究所

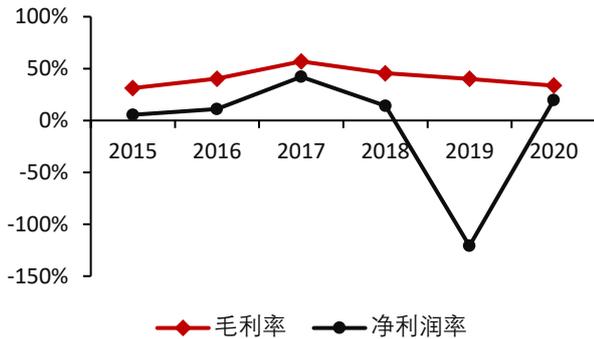
图 6：2020 年公司主营业务毛利构成



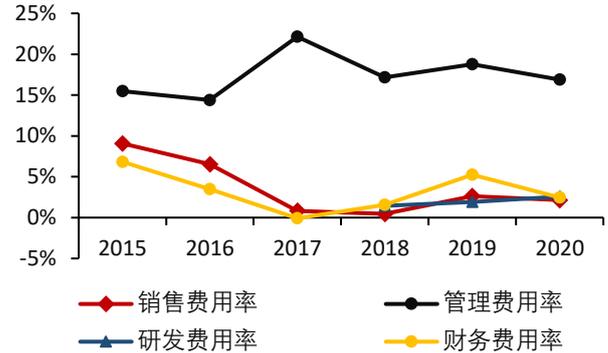
数据来源：wind，东方证券研究所

疫情影响导致毛利率略降，净利率波动较大。2020 年公司毛利率为 33.7%，较去年同期下降 6.3 个百分点，一方面是 2020 年新冠疫情影响，导致公司医院业务受较大影响，医疗服务毛利率下降

7.27 个百分点，另一方面是伽马刀业务毛利率略下降 3.3 个百分点；2020 年公司销售费用率、管理费用率、财务费用率、研发费用率分别为 2.1%、16.9%、2.5%、2.6%，期间费用率共降低 1.73 个百分点；2020 年公司净利率为 19.6%，大幅扭亏转正，主要由于 2019 年因计提商誉减值导致净利率为负。

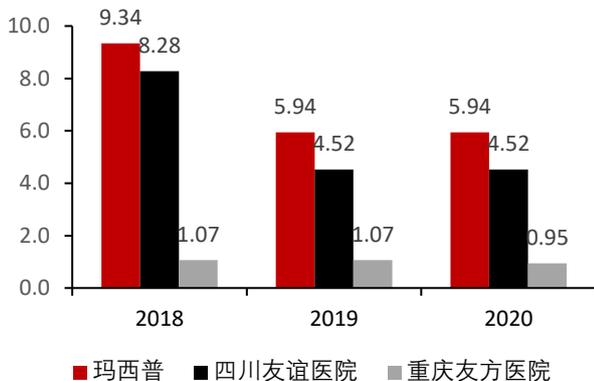
图 7：2011-2020 年公司毛利率及净利润率变化


数据来源：wind，东方证券研究所

图 8：2011-2020 年公司期间费用率变化


数据来源：wind，东方证券研究所

商誉占净资产比重较高。2020 年，公司商誉账面价值为 11.42 亿元，占净资产比重为 51.7%，主要由于公司在向医疗领域转型过程中，因收购玛西普、友谊医院和友方医院 51% 的股权产生较大金额的商誉。其中，商誉原值玛西普为 9.46 亿元、友谊医院为 8.28 亿元、友方医院为 1.1 亿元。在 2019 年海尔集团入主公司后，计提大额商誉减值共计 7.3 亿元，但在 2020 年疫情大考之下，公司仅计提了重庆友方医院的商誉，考虑到公司在海尔集团的管理赋能与协同效应之下经营趋势向好，未来商誉减值风险可控。

图 9：2018-2020 年商誉账面价值变化 (亿元)


数据来源：wind，东方证券研究所

图 10：2016-2020 年商誉 (亿元) 及其占净资产比例


数据来源：wind，东方证券研究所

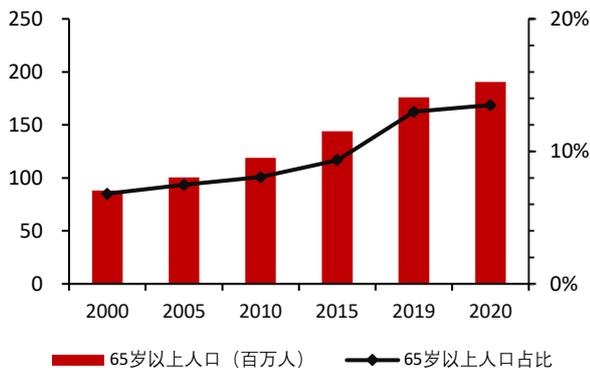
二、人口结构变化大背景下，肿瘤治疗与设备领域保持长期高景气

2.1 肿瘤医疗服务：老龄化驱使行业高增长，公立供给紧张导致需求外溢

肿瘤发病人数呈现上升趋势，肿瘤治疗将成为医疗服务最大子赛道

我国老龄化程度加剧，肿瘤发病人数持续走高。纵观近 20 年中国人口数据，中国老龄人口比重持续上升，根据国家统计局第七次全国人口普查结果，2020 年中国 65 岁及以上人口为 1.91 亿，占总人口比重 13.5%，达到近 20 年峰值。受人口老龄化、环境污染、生活压力增大等多方面因素的驱动，中国肿瘤发病人数持续上升，2020 年中国肿瘤发病人数达到 451.4 万人，创下近 5 年以来新高，预计 2025 年中国肿瘤发病人数将进一步增长至 510.9 万人，未来 5 年患癌人数年复合增长率为 2.5%。

图 11：2000-2020 年我国 65 岁以上老年人数（百万人）及占比



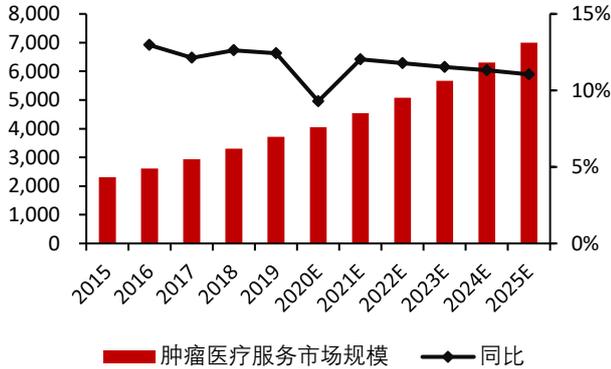
数据来源：wind，东方证券研究所

图 12：2015-2025E 我国肿瘤发病人数（万人）

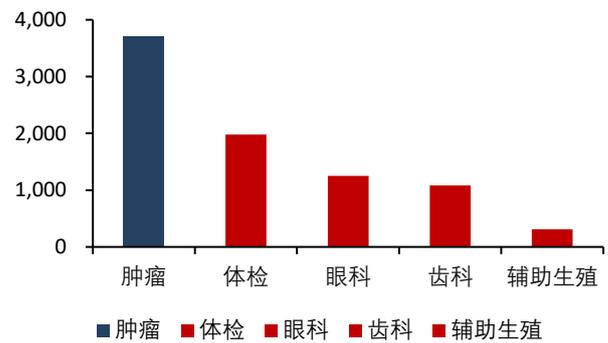


数据来源：Frost&Sullivan，东方证券研究所

肿瘤医疗服务市场规模基数大、增长稳，已成为各医疗服务子赛道中最宽阔的一条。在肿瘤患病人数不断走高的大背景下，肿瘤治疗服务领域规模也将保持增长，根据 Frost&Sullivan 数据统计，我国肿瘤医疗服务市场规模由 2015 年的 2314 亿元上升至 2019 年的 3711 亿元，期间年复合增长率达到 12.53%，预计 2025 年中国肿瘤医疗服务行业市场规模将进一步增长至 7003 亿元。此外，截止 2019 年，从国内市场来看，在整个医疗服务市场中，肿瘤医疗服务已经成为最大的专科医疗服务市场。

图 13：2015-2025E 肿瘤医疗服务市场规模（亿元）及增速


数据来源：Frost&Sullivan，东方证券研究所

图 14：2019 年各医疗服务子赛道行业规模（亿元）


数据来源：Frost&Sullivan，公开数据，中国产业信息网，东方证券研究所

公立医院长期保持高负荷运转，需求外溢后民营服务占比逐步提高

肿瘤床位与肿瘤医师均处于高负荷运转。根据国家统计局数据，肿瘤科床位数从 2007 年的 9 万张左右，提升至 2018 年约 22.9 万张，2007 年-2018 年 CAGR 达到 8.9%，虽然床位数保持了快速上涨，但仍旧不及出院人数的增长规模，因此 2005-2019 年肿瘤床位使用率由 93.69% 上升至 106.07%，且在 2007 年之后就保持在 100% 以上的水平；肿瘤医师日均诊疗人次也由 2007 年 2.2 人次上涨至 3.6 人次。一言以蔽之，全国范围内肿瘤医院与肿瘤科室在过去十年中均处于高负荷运营的状态，虽然供给不断增长，但仍供不应求。

图 15：2005-2019 年肿瘤病床使用率（%）


数据来源：wind，东方证券研究所

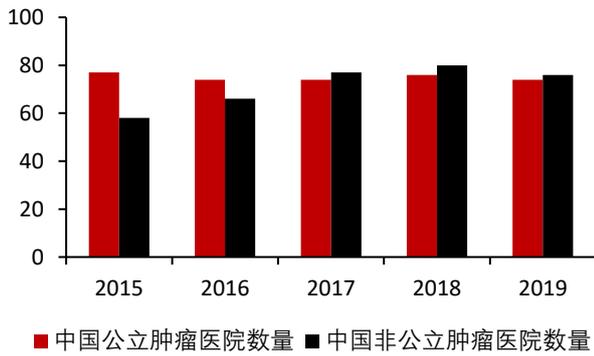
图 16：2007-2019 年肿瘤医院医师日均诊疗人次（人）


数据来源：wind，东方证券研究所

需求由公立医院外溢，民营肿瘤医院借机快速发展。2019 年公立肿瘤专科医院 74 家，非公立肿瘤医院 76 家，公立肿瘤医院数量近年来略有下降，非公立医院数量出现明显增长，根据 Frost&Sullivan 数据，2019 年公立肿瘤医院收入 3367 亿元，非公立肿瘤医院收入 344 亿元，民营

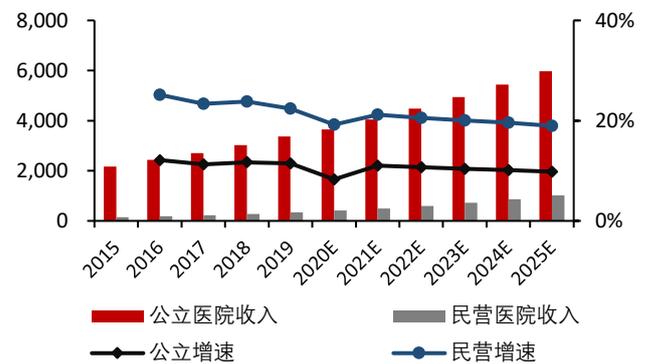
收入规模相较公立虽然差距明显，但民营医院正在迅速增长，2015-2019年民营肿瘤医院收入规模复合增长达到23.7%，公立仅为11.60%，民营医院肿瘤服务收入占比由2015年的6.35%上升到2019年的9.27%，并预计2025年将持续上升至14.61%，民营医院肿瘤医疗服务渗透率将快速上升。

图 17：2015-2019 年中国肿瘤医院数量（家）



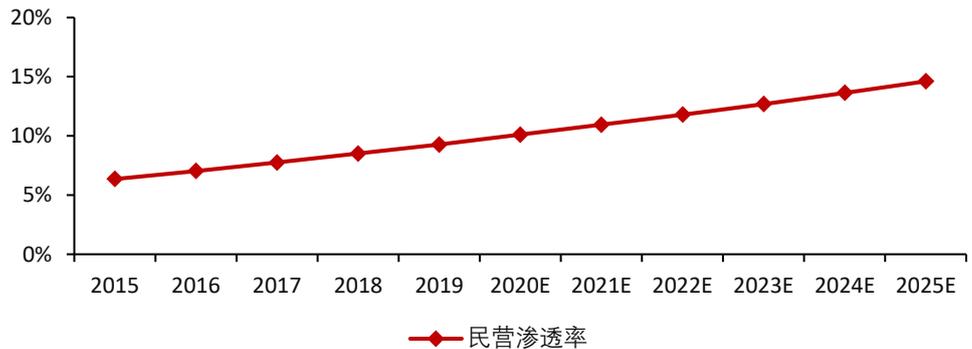
数据来源：国家统计局，东方证券研究所

图 18：中国公立肿瘤医院及民营肿瘤医院医疗服务收入（十亿元）及增速



数据来源：Frost&Sullivan，东方证券研究所

图 19：2015-2025E 中国民营肿瘤医院渗透率



数据来源：Frost&Sullivan，东方证券研究所测算

2.2 肿瘤放疗设备：配置缺口仍旧巨大，高端化与市场化驱使行业稳定增长

放疗作为癌症治疗三大手段之一，国内放疗设备配置率较低

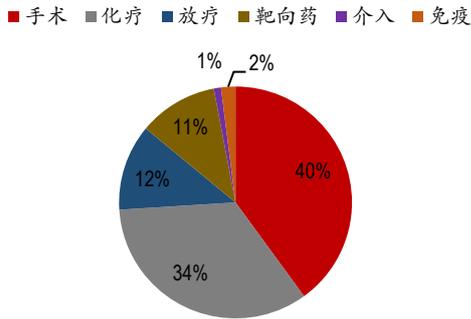
放疗是癌症治疗的三大手段之一。癌症治疗主要有三大手段，分别是外科手术、放疗与化疗，放疗指的是利用放射线治疗肿瘤的一种局部治疗方法，放射线包括放射性同位素产生的 α 、 β 、 γ 射线和各类x射线或加速器产生的x射线、电子线、质子束。目前我国主要以手术与化疗为主，而相较于前两者，放疗拥有治愈率高、痛苦小、治疗费用适中等优点，适用于多种癌症，包括实体瘤及白血病，大约70%的癌症患者在治疗癌症的过程中需要用放射治疗，然而目前由于我国放疗设备配置率低与放疗师人数的限制，放疗这一肿瘤治疗服务的渗透率仍旧不高。

表 3：三大肿瘤治疗方法对比

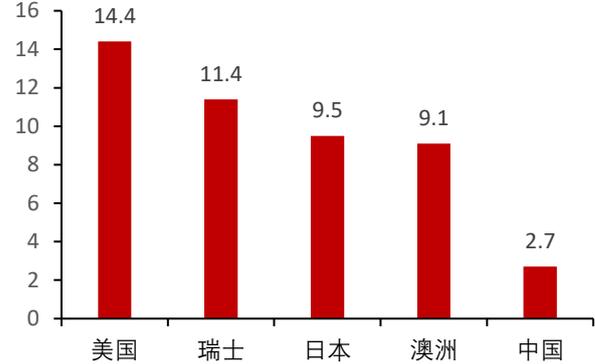
治疗方式	治疗内容	适用范围	副作用	痛苦程度	费用
外科	手术治疗是一种临床程序，外科医师在工具的协助下将肿瘤从肿瘤患者体内摘除，可分为姑息性切除与治愈性切除，我国肿瘤治疗临床中主要以外科手术为治疗方案	适用于位置固定、外围清晰的实体瘤或早期肿瘤，除白血病、多发性骨髓瘤、低分化癌以及恶性淋巴瘤外适用度较高，当肿瘤扩散或发生系统性转移可能不再适用	手术切除部分组织，创伤较大	较大	每次程序 10000-50000 元
放疗	放射治疗是利用放射线治疗肿瘤的一种局部治疗方法。放射线包括放射性同位素产生的 α 、 β 、 γ 射线和各类x射线治疗机或加速器产生的x射线、电子线、质子束及其他粒子束等	适用于多种癌症，包括实体瘤及白血病，大约70%的癌症患者在治疗癌症的过程中需要用放射治疗，约有40%的癌症可以用放疗根治。放射治疗在肿瘤治疗中的作用和地位日益突出，已成为治疗恶性肿瘤的主要手段之一	有效保护正常组织，创伤较小	较小	每个疗程 10000-30000 元
化疗	化疗是化学药物治疗的简称，通过使用化学治疗药物杀灭癌细胞达到治疗目的，是一种全身治疗的手段	适用于多种癌症，为系统性治疗，对于处于不同疾病发展阶段的大多数肿瘤患者都有效果对一些有全身播撒倾向的肿瘤及已经转移的中晚期肿瘤，化疗都是主要的治疗手段	对正常组织产生副作用，损伤较大	较大	每天费用 50-300 元

数据来源：公开资料，东方证券研究所

我国放疗治疗手段仍不普及，设备配置率较低。根据 Frost&Sullivan，2019 年我国放疗市场占整个肿瘤治疗市场的比重仅 12%，相较于手术与化疗的差距极大，其主要原因在于我国放疗设备配置率长期较低。2019 年中国每百万人放疗设备配置数量仅为 2.7 个，较发达国家有着极大的差距，即便是按照 WHO 的每百万人口配置 2-4 台放疗设备的标准来看，中国的放疗设备配置率仍维持于标准的中低位水平。除了我国总量放疗配置率低以外，地域间的配置率差异更为明显，东部地区配置率要远高于西部地区、一二线城市配置率要远高于三四线城市，因此在一些区域市场上放疗设备的配置将成为医院极大的引流手段。

图 20：2019 年肿瘤治疗手段市场份额


数据来源：Frost&Sullivan，东方证券研究所

图 21：2019 年主要国家每百万人放疗设备配置数量 (个)


数据来源：Frost&Sullivan，东方证券研究所

政策放宽后带来增量，肿瘤放疗设备有望迎来高景气周期

从数量到配置路径，政策均有宽松。在配置数量方面，2018 年 10 月卫健委发文，直线加速器（含 X 刀）全国规划配置在 3162 台内，其中新增 1208 台；伽玛射线立体定向放射治疗系统，全国规划配置 254 台内，其中新增 146 台，并于 2020 年 7 月上调配置数量，将伽玛刀的全局总体规划由新增 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。在配置路径方面，2018 年 4 月卫健委发文，乙类设备如直线加速器、伽玛刀等设备，配置证将由省级卫计委进行审批发放，并于 2021 年 6 月推行“证照分离”，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制，由省级卫生健康行政部门负责实施。

表 4：大型医疗设备相关文件整理

政策名称	发布日期	发布机构	政策内容
关于发布大型医用设备配置许可管理目录（2018 年）的通知	2018 年 4 月	卫健委	《目录》将设备分为甲、乙两类，分别由中央和省级负责配置管理，其中乙类包含 PET/CT、直线加速器、伽玛射线立体定向放射治疗系统（包括用于头部、体部和全身）等设备，配置证将由省级卫计委进行审批发放
关于发布 2018 至 2020 年大型医用设备配置规划的通知	2018 年 10 月	卫健委	到 2020 年底，全国规划配置大型医用设备 22548 台，新增 10,097 台，直线加速器（含 X 刀）全国规划配置在 3162 台内，其中新增 1208 台；伽玛射线立体定向放射治疗系统，全国规划配置 254 台内，其中新增 146 台
国家卫生健康委关于调整 2018—2020 年大型医用设备配置规划的通知	2020 年 7 月	卫健委	通过调整 2018—2020 年大型医用设备配置规划，进一步优化大型医用设备配置，促进医疗资源科学合理布局将伽玛刀的全国 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
国家卫健委印发社会办医疗机构大型医用设备配置“证照分离”	2021 年 6 月	卫健委	全国范围内，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制，由省级卫生健康行政部门负责实施；自由贸易试验区内社会办医疗机构乙类大型医用设备配置由审批改为备案管理，由省级卫生健康行政部门负责

改革实施方案		实施；全国范围内，进一步优化社会办医疗机构甲类大型医用设备配置许可审批服务
--------	--	---------------------------------------

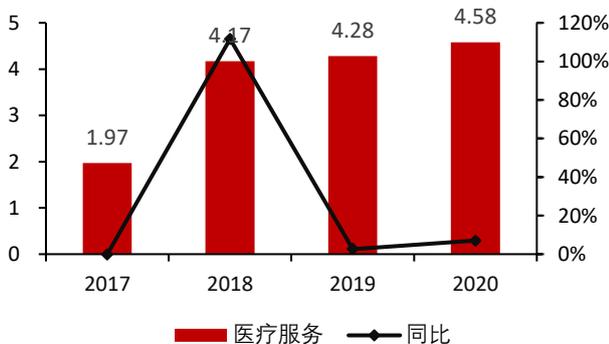
数据来源：公开资料，东方证券研究所

三、“器械+服务”双轮驱动，海尔意在打造肿瘤治疗领域的领头羊

3.1 肿瘤治疗+康复：“1+N+n”式布局打造全国范围的肿瘤综合医疗服务航母

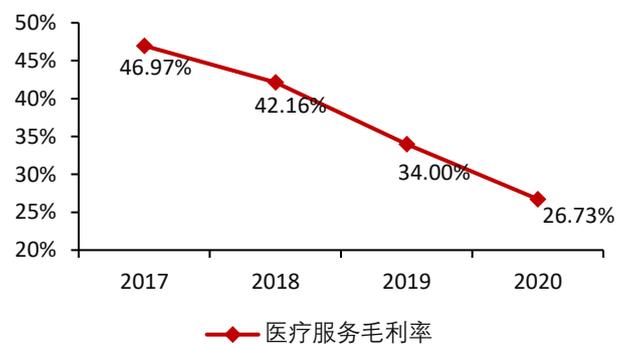
疫情大考下医疗服务营收坚挺，内部深化管理导致毛利率下降。2020年，公司医疗服务业务实现营收4.58亿元，主要由四川友谊医院贡献（3.59亿元），2018-2020年营收增速较慢主要由于海尔入主后对旗下各家医院进行了深度的整合管理以及新冠疫情影响到了正常的经营。在海尔的精细化管理之下，2020年疫情当年公司医疗服务业务仍旧保持了正增长。2017-2020年，医疗服务业务毛利率由46.97%下降至26.73%，除了2020年由于疫情影响导致成本上升以外，更多的是由于海尔严抓旗下医院的医疗服务质量导致的成本上升，我们预计随着医院运营的成熟、亏损医院的剥离以及疫情影响的消除，医疗服务业务毛利率有望企稳回升。

图 22：2017-2020 年公司医疗服务业务营收（亿元）及同比增速



数据来源：wind，东方证券研究所

图 23：2017-2020 年公司医疗服务业务毛利率



数据来源：wind，东方证券研究所

截止 2021 年 11 月，公司体内一共 3 家肿瘤医院，分别为四川友谊医院、重庆友方医院（51%）以及即将并入的苏州广慈医院（已过股东大会），原先体内的杭州怡康与长春盈康将被剥离至盈康医投，并以托管给上市公司的方式解决同业竞争，当下公司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，为公司搭建全国范围内的肿瘤医疗服务网络奠定了基础。

表 5：盈康生命体内及即将注入的医院介绍

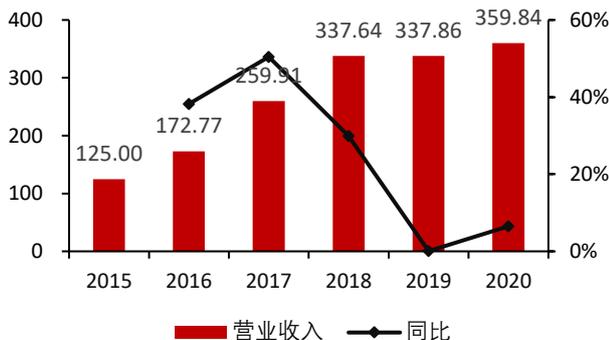
体内医院	城市	级别	持股比例	开业时间	收购时间	床位数
四川友谊医院	成都市	三级甲等	100%	2014 年	2017 年	600
重庆友方医院	重庆市	二级综合	51%	2016 年	2018 年	300
苏州广慈医院	苏州市	二级专科	即将注入	2009 年	预计 2021 年	483

数据来源：公司公告，公司官网，东方证券研究所

四川友谊：三甲资质终落地，品牌与诊疗实力发源之地

四川友谊医院是由四川省卫生计生委批准设置的集医疗、教学、科研和预防保健为一体的大型三级甲等综合性医院，医院设立于 2014 年 12 月，建筑面积 5 万余平方米，设置床位 1200 张（目前开放 600 张），并牵手挂牌四川省人民医院，实现两院医生与患者流的交替。医院专业学科齐全，设置有肿瘤科、普外科等 40 多个临床医技科室，其中普外科是四川省级医学重点专科建设，肿瘤科、放疗科、神经外科、重症医学科等为医院重点发展科室。

疫情短暂影响友谊业绩增速，中长期增长趋势不变。2020 年受疫情影响，友谊医院营收增速和净利润增速放缓，友谊医院实现营收 3.60 亿元，同比增长 6.5%，实现净利润 0.79 亿元，同比下降 1.7%，净利率达 21.9%，近五年净利率维持在 20% 以上水平。友谊医院规划床位 1200 张，实际开放 600 张，2019 年度平均床位使用率为 99%，其中，肿瘤科室床位共 120 张，使用率超过 120%，未来将逐步进行床位开放，营收与利润增长趋势确定性高。

图 24：四川友谊医院营业收入（百万元）及增速


数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 25：四川友谊医院扣非后净利润（百万元）及增速


数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 26：2015-2020 年四川友谊医院净利率


数据来源：公司公告，东方证券研究所

集结四川优质医生资源，打造肿瘤特色学术高地。友谊医院吸引省内外大型三甲医院的一批著名专家教授加盟，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。其中，高级职称 50 人，教授 9 余人；享受国务院政府特殊津贴专家 1 人，在省、市级各专业学术组织中任会长、副会长、主任委员、副主任委员 5 人，委员以上职务 24 人。

表 6：四川友谊医院专家团队

姓名	职位	简介
王晋川	院长、肿瘤科主任 医师	四川省西部放射治疗协会理事长，四川省医学会放射肿瘤专委会副主任委员，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。
袁树斌	头部伽玛刀室主 任医师	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、全国立体定向功能神经外科学会秘书长、国际立体定向神经外科学会会员，现任中国放射神经外科专家委员会委员。
侯梅	肿瘤科主任医师	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。现担任中国抗癌协会全国化疗专委会常务委员、中国抗癌协会全国癌症康复与姑息治疗专委会常务委员、中国抗癌协会全国淋巴瘤专委会委员等职
李平	普外科主任医师	原四川省人民医院胃肠外科主任。中国医师协会外科医师分会委员，四川省医学会外科专委会副主任委员，四川省医师协会外科医师专委会副主任委员，四川省抗癌协会第五届常务理事，成都医学会普外专委会主任。
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、中国医师协会神经外科分会副会长、中华医学会神经外科专委会副主任委员、中华神经外科学会四川省专委会主任委员、成都市医学会神经外科分会主任委员等职。

数据来源：友谊医院官网，东方证券研究所

2021 年 4 月，四川友谊医院三甲评定落地，一方面，盈康品牌下正式落地三甲医院是对集团运营管理能力的高度认可，对品牌力的塑造也提供了强劲支撑，另一方面，三甲资质落地后医院诊疗费

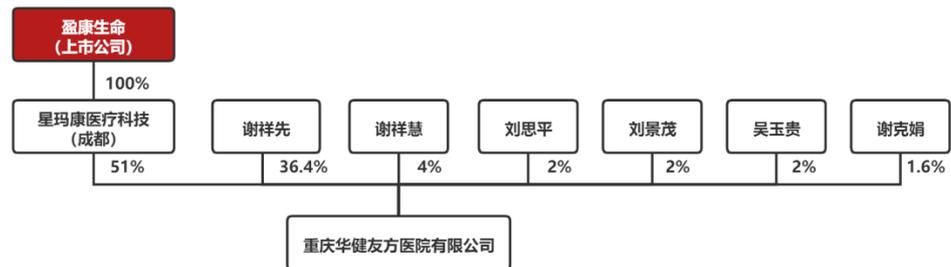
用将提升至三甲标准，客单价提升有望带来业绩增长。根据 2021 年一季报数据，2021Q1 友谊医院收入 10,346 万元，比上年同期增长 49%，净利润同比增长 62%。

重庆友方：处于业绩爬坡期，成长空间值得期待

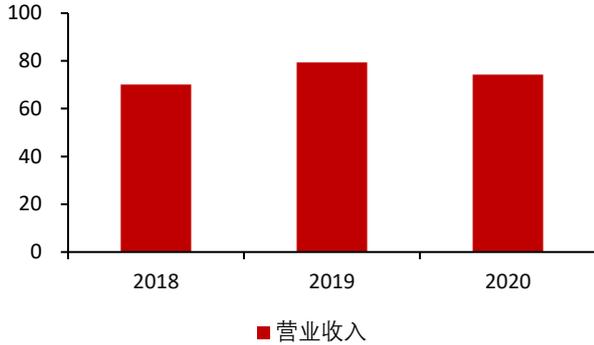
2018 年 2 月，公司全资子公司星玛康现金收购重庆华健友方医院有限公司 51% 股权，成为公司旗下控股子公司。友方医院成立于 2017 年 5 月，是一家集医疗、教学、科研、预防、保健与康复为一体的二级综合医院，开放床位 300 张，形成了以放疗为特色的肿瘤综合治疗专科。医生团队多来自于国内知名公立医院，目前院现有高级职称(含副高)50 人、中级职称 80 人，本科以上学历占比达到 50% 以上。配备医疗设备高端，拥有 PET-CT、TOMO 刀、128 层飞利浦螺旋 CT、10 兆双光子直线加速器、头部及体部伽玛刀、1.5T 磁共振等。

2020 年，友方医院实现营收 7429 万元，同比下降 6.4%，实现净利润 437 万元，同比下降 80.3%，净利润大幅下降主要系疫情影响所致。根据公司 2021 年一季报，21Q1 友方医院实现收入 1970 万元，比上年同期增长 25%。

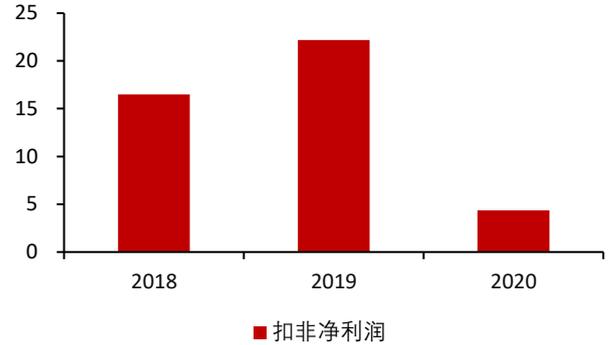
图 27：重庆华健友方医院股权结构图



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 28：2018-2020 年友方医院营业收入（百万元）


数据来源：公司公告，东方证券研究所

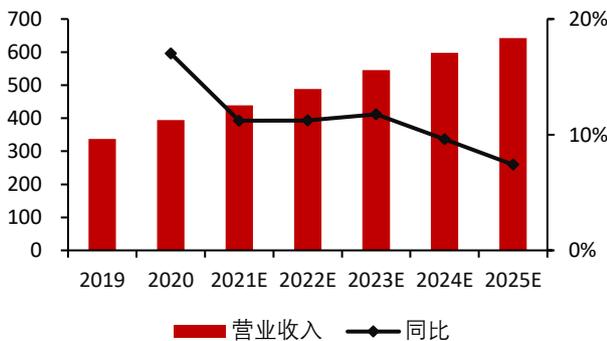
图 29：2018-2020 年友方扣非后净利润（百万元）


数据来源：公司公告，东方证券研究所

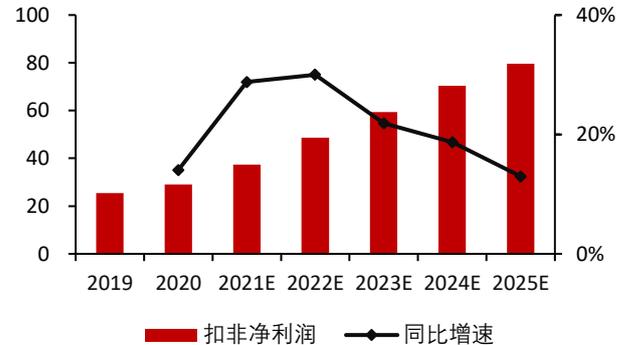
苏州广慈：体外资产注入第一步，确定性成长空间巨大

2021 年 5 月公司发布公告拟收购苏州广慈，后经过多次审议及修改，最终于 2021 年 10 月公司发布公告，苏州广慈 100% 股权拟定 4.5 亿元，收购估值对应 21 年预测净利润的市盈率为 12.02 倍，并做出业绩承诺，2021-2024 年度经审计的合并报表归属于母公司的净利润（扣除非经常性损益后）分别不低于人民币 3,744.64 万元、4,867.92 万元、5,931.96 万元、7,042.92 万元，目前广慈医院并购进度顺利开展，已通过股东大会。

苏州广慈是一所集预防、医疗、教学、科研、康复为一体的二级肿瘤专科医院，一期建筑面积 2 万余平方米，员工 400 多人，住院部开放床位 483 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，2020 年广慈医院收入达 3.95 亿元，同比增长 17.03%，净利润 0.29 亿元，同比增长 14.1%，净利润率为 7.38%，净利润率有进一步提高的空间。未来，苏州广慈拟以二期建设为契机，创建三级肿瘤专科医院，带动硬件环境和服务水平全面提升。

图 30：2019-2025E 苏州广慈医院营业收入（百万元）及同比增速


数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 31：2019-2025E 苏州广慈医院扣非净利润（百万元）及同比增速


数据来源：公司公告，东方证券研究所

海尔管理体系赋能，苏州广慈各项业务指标持续改善。2018 年底海尔集团收购完成后，苏州广慈经营管理全面纳入海尔集团体系，在海尔的赋能之下医院各业务指标持续改善，2017-2021H1 床位使用率由 88% 上升至 98%，床位周转天数由 8.66 天下降至 7.51 天，2017-2020 年住院患者量由 16,545 人次上升至 20,469 人次，门诊患者量由 97,761 人次上升至 136,636 人次，过去五年苏州广慈在海尔的经营管理之下经营情况改善明显，很好的展现了海尔集团对医院的赋能以及卓越的管理医疗管理能力。

表 7：苏州广慈医院收购前后主要业务指标

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
床位使用率	88%	90%	92%	92%	98%
床位周转天数（天）	8.66	8.37	8.31	7.8	7.51

数据来源：公司公告，东方证券研究所

业绩承诺彰显信心，量价齐升共振业绩成长。盈康医管承诺，苏州广慈 2021 /2022 /2023 /2024 年扣非后归属于上市公司股东的净利润分别不低于人民币 3,744.64 /4,867.92 /5,931.96 /7,042.92 万元，业绩承诺期四年，2024 年利润体量较 2020 年增长幅度达 141.99%，彰显海尔信心。根据公司公告中的预测，未来苏州广慈医院业绩成长主要来自于诊疗设备增加后带来的客单价的提升，以及周转率提升后的住院人数上升，内生增长长期长达五年。此外，该预测中并未考虑苏州广慈二期医院开业后带来的增长，二期开业后有望快速增厚业绩。

表 8：苏州广慈医院业务收入拆分及预测（备考）

项目			历史数据		未来数据预测				
			2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
项目	指标	单位	-	-	-	-	-	-	-
门诊收入	年门诊量	人次	113,819	136,636	148,022	162,856	172,197	182,821	192,482
	次均费用	万元/人次	0.05	0.06	0.06	0.06	0.06	0.07	0.07
	年门诊收入	百万元	58.56	77.70	84.81	97.28	107.89	120.07	132.68
住院收入	床位使用率	-	92%	92%	93%	94%	95%	95%	95%
	床位周转天数	天	8.31	7.80	7.80	7.50	7.30	7.20	7.00
	住院人数	人次	19,107	20,469	21,019	22,095	22,942	23,925	23,925
	人均住院费用	万元/人次	1.44	1.52	1.67	1.75	1.89	1.98	2.11
	年住院收入	百万元	275.40	312.02	350.14	386.73	433.30	473.23	504.70
主营业务收入			333.96	389.72	434.95	484.01	541.18	593.31	637.39
营业收入			337.15	394.55	438.79	488.04	545.42	597.75	642.05
营业成本			279.83	325.84	360.84	394.11	436.17	472.56	503.41
费用合计			20.66	27.26	27.91	28.90	30.02	31.14	32.40

扣非后归母净利润	25.49	29.07	37.45	48.68	59.32	70.43	79.57
----------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

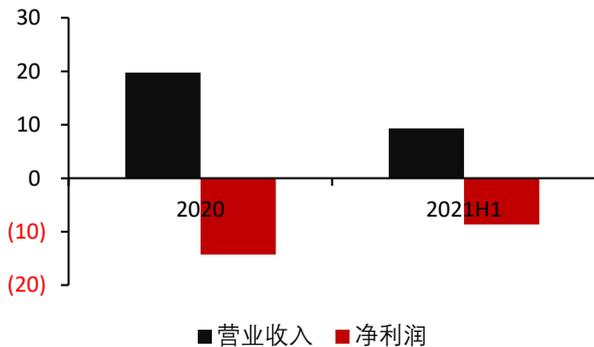
数据来源：公司公告，东方证券研究所

体外医院：网络式布局走向全国，以并购+管理协议方式纳入体内

盈康生命于 2021 年 8 月 10 日发布公告，公司旗下长春盈康医院和杭州怡康医院仍处于初创期，资产收入规模较小，尚未实现盈利，尚需要长期的资金投入和能力建设，公司拟将持有的长春盈康 100% 股权及债权、杭州怡康 100% 股权及债权出售给青岛盈康医疗投资公司，本次股权转让的价格确定为人民币 5218.12 万元和人民币 134.61 万元，截止 2021 年 11 月，上述两家医院已经剥离出上市公司体内。

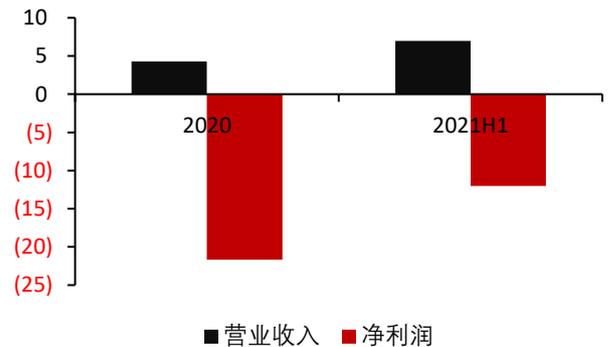
此外，为解决同业竞争问题，杭州怡康和长春盈康将委托旗下友谊医院进行管理和运营，管理费的收取金额为目标医院经审计的营业总收入的 5%，意在借助公司医疗服务领域管理运营经验促进长春盈康和杭州怡康业务后续的发展和增长。根据 2021 年上半年财务数据，长春盈康医院 21 年上半年实现营收 698 万元，净亏损 1204 万元；杭州怡康医院实现营收 930 万元，净亏损 864 万元。

图 32：杭州怡康医院收入及净利润（百万元）



数据来源：wind，东方证券研究所

图 33：长春盈康医院收入及净利润（百万元）



数据来源：wind，东方证券研究所

体外医院已具有一定规模，并购与托管标的池庞大。截止 2021 年 9 月，公司在体外医院布局已经超过 10 家，此外还有部分养老院资产，从医院科室方向看，有肿瘤、康复、养护与高端诊所四大方向；从医院资质看，有 3 家三级医院，6 家二级医院，1 家高端诊所，体外资产质量优异。

预计 2022 年 3 月后资产注入将加速。根据《上市公司重大资产重组管理办法》，若在上市公司控制权发生变更之日起，上市公司向收购人及其关联人购买的标的营业收入，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营业收入的比例达到 100% 以上的，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。考虑到 2019 年 3 月海尔集团入主盈康生命，并承诺在 60 个月内将解决同业竞争问题，预计公司在 2022 年 3 月至 2024 年 3 月之间提速并购，资产注入预期将至。

表 9：公司体外医院布局一览

医院	成立日期	地点	医院等级	床位	医院介绍
湖南泰和医院	2007 年	湖南长沙	营利-三级	1000	医院是省直三级综合医院，医院占地面积 126 亩，建筑面积 25 万平方米，医院首期投入 7 亿元人民币，设置床位 1000 张，引进了德国西门子 1.5t 高场磁共振、德国西门子 64 排/128 层螺旋 ct、美国通用心血管扫描仪 dsa、德国莱卡手术显微镜等大型高端进口医疗设备
乐山市老年病专科医院	2017 年	四川乐山	营利-三级	500	医院是直属乐山市卫健委管辖的民营三级乙等医院，是乐山唯一一家民营三级医院，医院占地 45507.1 平方米，编制床位 500 张。截至 2021 年 3 月，医院现有卫生专业技术人员 546 人，其中中级以上职称人员 170 人。2020 年，医院门诊接诊 99063 人次，住院收治 19005 人次，业务收入 1.92 亿元。
长沙东协盛医院	2012 年	湖南长沙	营利-二级	380	医院占地一万余平米，八层住院大楼，设置 380 张病床，共有近两百名专业医护人员全心为病友服务。开设内科、外科、妇科、耳鼻喉科、急诊医学科、康复医学科、医学检验科、医学影像科、麻醉科等科室。
长沙盈康医院	在建	湖南长沙	营利-二级	200	医院建筑面积 15000 平方米，设置床位数 200 张，医院拥有 CT、MRI、DR、彩色超声诊断系统、头部伽玛刀、体部伽玛刀、直线加速器等高端诊断及治疗设备，以肿瘤治疗为主，以放射治疗为特色。
上海永慈医院	2017 年	上海	非营利-三级	640	医院按三级康复医院设置的集临床与康复于一体的非营利性康复专科医院，建筑面积 4 万平方米，医疗业务面积 3.6 万平方米，设置床位 400 张，展开床位可达 600 张。拥有最新型号数字摄片 DR 系统、移动 DR 系统及心肺运动测试系统，同时装备 3.0 核磁共振、64 排 PET/CT
长沙协盛康复医院	2015 年	湖南长沙	营利-二级	150	项目仍旧在推进过程中
杭州怡康护理医院	2014 年	杭州	非营利-二级	177	杭州怡养医院是一家以医养结合为基础，治疗心脑血管疾病为特色的一级综合性医院，拥有 177 张病床，100 余名在院职工，年床位使用率在 80%以上
上海盈康护理医院	2010 年	上海	非营利-二级	-	医院于 2010 年投入运营，2013 年 10 月通过上海市卫生局批准增加 300 张床位，现护理院核定床位 680 张，根据护理床位的需求日益增加，于 13 年 4 月经民政局及卫生局批准增加医养结合床位 140 张
上海盈康养老院	2009 年	上海	非营利-二级	-	
青岛盈海医院	2018 年	青岛	营利-高端诊所	-	盈海健康体检中心面积达 5000 平方米，是青岛盈海医院为菁英人群重点打造的一站式个性化深度健康体检中心，中心的医检团队由原知名三甲医院学科主任团队组成，同时配备 PET/MR CT、GE750W3.0T 磁共振、Optima520 螺旋 CT、DR、钼靶、4D 彩超等全套美国 GE 医学影像设备。

数据来源：各医院官网，盈康一生官网，公开资料，东方证券研究所 备注：蓝色底色偏向肿瘤、粉色底色为康复、绿色底色为养护、紫色底色为高端诊所

3.2 放疗设备产品链：由伽马刀走向直加、小质子刀，公司成为国产放疗设备一线梯队

伽马刀国内装机量领先，直线加速器与小质子刀正在路上

伽马刀是通过伽玛射线对头部立体定向放射治疗的系统，它是一种融立体定向技术和放射外科技术于一体，以治疗颅脑疾病（包括各种颅内肿瘤、脑血管畸形和功能性疾病等）为主的立体定向放射外科治疗设备，也是当今世界最先进的放射治疗设备，被称为无创伤医学的先锋设备，具有广阔的临床应用前景，当下除了头刀以外，伽马刀通过技术的更迭与革新已经发展到体刀乃至头体刀的时代。

公司伽马刀业务主要由全资子公司玛西普进行研发、生产、销售，玛西普成立 1997 年，于 2015 年 12 月被公司以发行股份的方式收购后成为全资子公司。玛西普坚持践行技术驱动的原则，连续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马刀，根据公司 2020 年报，玛西普在国内头部伽马刀的市场占有率约 50%，国内市场第一，并率先实现大型放疗设备自主出口，成功打破国际大型公司全球垄断地位，实现在美销售，全球装机量超过 110 台。公司医疗器械板块主要产品有：玛西普第一代头部伽马刀（SRRS）、第二代头部伽马刀（INFINI/SRRS+）和体部伽马刀（GMBS）。

表 10：公司伽玛刀产品

产品	头部治疗系统（SRRS 型）	体部治疗系统（GMBS 型）	头部治疗系统（SRRS+/INFINI 型）
实物图			
工作原理	立体定向原理将高能射线聚焦照射并损毁靶点组织，代替外科手术切除病变部位，避免传统外科手术带来的并发症。	将治疗技术从头部扩展到体部，利用较大剂量、短时间内将病变组织摧毁，对周边正常组织损伤很小。	自动患者定位，优化治疗过程。扩大治疗量，增加颅内覆盖范围。任意弧度打开或关闭放射治疗束保护患者。
产品认证	CFDA 认证、FDA 认证、SS&D 认证	CFDA 认证、FDA 认证、CE 认证	CFDA 认证
适应症	神经功能性疾病；脑血管畸形；良性、恶性肿瘤	原发性肺癌及肺转移癌，原发性肝癌、肝转移癌，胰腺癌，间质瘤，肝血管瘤，胰岛细胞瘤等	神经功能性疾病；脑血管畸形；良性、恶性肿瘤

数据来源：公司官网，公司公告，东方证券研究所

技术壁垒打造竞争优势，伽玛刀业务盈利能力强劲。2020 年公司伽玛刀销售业务实现收入 1.02 亿元，较上年同期增长 15.3%，公司推出的三代伽玛刀均拥有自主知识产权，公司的第二代头部伽玛刀获得了 FDA 和 SS&D 双认证并在美国销售。受益于公司伽玛刀产品的技术领先，2020 年伽玛刀销售毛利率达到 78.2%，近 5 年毛利率不低于 75%，具备较强的盈利能力。根据公司伽玛刀销售明细，头部伽玛刀销售收入占比较大，占比超过 50%，随着公司伽玛刀产品投放市场，公司未来将受益于伽玛刀售后服务，伽玛刀维护升级和换源服务带来额外收入。

图 34：2016-2020 年公司伽玛刀营业收入（百万元）及增速



数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 35：2016-2020 年公司伽玛刀业务毛利率变化



数据来源：公司年报，东方证券研究所

表 11：2019-2020 年公司伽玛刀销售明细（百万元）

名称	收入		成本		毛利率	
	2020 年	2019 年	2020 年	2019 年	2020 年	2019 年
头部伽玛刀 SRRS	16.79	3.62	3.67	0.58	78.13%	84.12%
头部伽玛刀 SRRS+	11.33	26.37	1.94	4.78	82.91%	81.87%
体部伽玛刀 GMBS	11.50	5.31	2.02	1.21	82.48%	77.27%
头部伽玛刀 SRRS+ (带图像引导)	51.77	50.44	9.79	9.50	81.08%	81.16%
伽玛刀维护升级	3.64	2.65	0.12	0.32	96.67%	87.89%
换源	6.89	-	4.70	-	31.74%	-
合计	101.92	88.40	22.24	16.39	78.2%	81.5%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

研发直线加速器，参股 Protom 介入小质子刀，链式发展放疗设备业务。除了当前领先的伽玛刀业务以外，公司积极布局直线加速器与质子刀业务。直线加速器是目前医院放疗使用的主要设备，在保有量为伽玛刀的数倍以上，根据 2020 年卫健委下发的《2018-2020 年大型医用设备配置规划的通知》，该时期内直线加速器全国总体规划新增量由 1208 台上调至 1451 台，市场容量进一步扩大；质子刀则是更加高端的放疗设备，较传统放疗方式具备精度高、治愈率高、副作用小的优点，是当下世界上最先进的肿瘤放疗设备，目前我国保有量较低，未来潜在市场巨大。

表 12：主要放疗设备比较

产品	射线种类	机理与特点	适应症	机器价格	治疗费用	保有量及增量	主要生产企业
伽马刀	γ 射线	使用钴 60 产生的伽马射线进行一次性大剂量地聚焦照射，使之产生局灶性的坏死或功能改变而达到治疗疾病的目的。	头部肿瘤、胸腹部实体肿瘤	进口 2kw+ 国产体刀 0.8kw 国产头刀 1-1.5kw 国产图像 2-2.5kw	1.5-2w	保有 200-300 台、计划新增 188 台	瓦里安、医科达、玛西普、奥沃、一体医疗、圣爱
直线加速器	X 射线	借助不同形态电厂将带电粒子加速到高能状态，形成电子线产生电离辐射作用于肿瘤。	头颈、胸腔、腹腔等部位原发或继发肿瘤	瓦里安 3-4kw 国产 2kw	3-5w	保有约 2000 台、计划新增 1451 台	瓦里安、医科达、盈康玛西普（待批）、联影、新华/海博/海明（低端）
TOMO 刀	X 射线	将直线加速器安装在螺旋 CT 滑环机架架上，通过 360 度旋转，全方位断层扫描照射，可以用于治疗大面积肿瘤。	颅内恶性病变、体部肿瘤	进口 4.5-5kw	8-12w	保有约 10 台	安科锐等
射波刀	X 射线	将直线加速器与医用机器人手臂相结合，在影像引导下进行立体定向放疗技术。	头部肿瘤、胸腹部实体肿瘤	进口 3.5-4.5kw	5-10w	保有约 16 台	安科锐等
质子刀	质子束	质子或离子经由同步加速器加速至 70%光速时，射入人体到达病灶后，射线会瞬间释放大能量，同时又避开照射正常组织。	几乎适用所有实体肿瘤	上海质子重离子 15 亿、小质子刀 2-3 亿	30w	重离子保有 1 台、质子刀新增 16 台	Protom 等

数据来源：公开资料，东方证券研究所

直线加速器已取得多个专利，有望于 22-23 年推出产品。2020 年，在玛西普的伽马刀产品保持技术领先的前提下，公司加大研发投入，全年玛西普研发投入总额为 1781 万元，较上年同期增长 58.58%，截至 2021 年 8 月，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。当下公司已经在直线加速器方面获取多个专利，并于 2021 年 4 月取得直线加速器外观专利，我们预计直线加速器有望在 22 年下半年至 23 年推出市场，进一步打开公司器械板块的销售天花板。

表 13：公司已经在直线加速器方面取得多个专利

专利类型	专利权	名称	专利号	授权日期
实用新型	玛西普	一种医用直线加速器治疗头	2019202525676	2020.1.10
实用新型	玛西普	一种医用直线加速器机架	2019202525708	2020.1.14
实用新型	玛西普	一种医用直线加速器治疗装置线束拖链	2019202525680	2020.1.14
实用新型	玛西普	一种医用直线加速器机架齿轮旋转定位装置	2019202525695	2020.1.14
实用新型	玛西普	一种医用直线加速器治疗装置	2019207744627	2020.9.1
外观专利	玛西普	医用直线加速器	2020306222505	2021.4.13

数据来源：公司公告，东方证券研究所

间接持股美国质子放疗设备企业 **Protom**，小质子刀产品线也正在顺利推进中。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，已经得到美国 FDA 认证，且已在美国麻省总医院的全球招标中顺利中标，未来将用于质子治疗中心的建设。通过参股美国 Protom，使得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，未来公司器械板块有望形成伽马刀-直线加速器-小质子刀的产品链，在产品多元化与渠道协同等方面具备极大潜力。

图 36：公司器械板块未来将进入伽马刀-直线加速器-小质子刀的链状发展



数据来源：公开资料，东方证券研究所

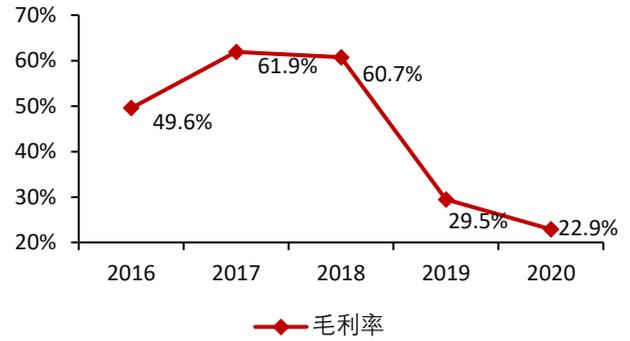
借助渠道优势发展经销业务，销售规模保持快速增长

经销业务高速增长，业务结构变化导致毛利率下滑。2020 年公司器械经销业务实现营业收入 1.01 亿元，较上年同期增长 82.9%，持续高增长态势，主要系玛西普拓宽产品品类，将磁共振、CT、彩超纳入经销产品范围，并推动一站式肿瘤治疗综合场景解决方案落地所致。经销商品业务 2020 年毛利率 22.9%，毛利率自 2018 年达到 60.7%后持续下降，主要系经销产品结构变化，毛利率较高的医用直线加速器销售收入大幅下降、磁共振与 CT 类产品营收占比上升所致。

相比自产产品伽马刀，虽然经销产品的毛利偏低，但是其作为肿瘤治疗整体解决方案的一部分，一方面，经销业务可以有效扩充器械板块规模，有利于提高公司销售收入；另一方面，可以与公司自产产品实现渠道协同，对医院的服务更加全面，加强企业对医院端的销售与服务的竞争力。

图 37：公司经销业务营业收入（百万元）及同比增速


数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 38：公司经销业务毛利率变化


数据来源：公司年报，东方证券研究所

表 14：经销业务销售明细（百万元）

品类	名称名	收入		成本		毛利率	
		2020 年	2019 年	2020 年	2019 年	2020 年	2019 年
经销商品	直线加速器	10.62	48.67	3.72	34.85	65.00%	28.40%
	磁共振	39.11	—	31.26	—	20.06%	—
	CT	43.69	6.37	37.59	3.98	13.97%	37.50%
	DAS	6.55	—	4.87	—	25.68%	—
	彩超	0.69	—	0.18	—	74.36%	—
	小计	100.65	55.04	77.61	38.83	22.89%	29.45%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

3.3 海尔集团协同效应强，多维度夯实公司发展基本面

战略规划：高层视野决定长期成长，海尔大健康板块战略规划环环相扣。海尔集团在大健康领域的布局已超过 7 年，除了盈康生命以外，还孵化出了海尔生物医疗、海尔医疗、海尔国际细胞库、众链能科、盈康生殖等诸多公司，意在根据我国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。相比于海尔入主盈康生命前后，我们认为带来的最大的改变就是赋予了这家公司以新的战略规划与远期愿景，着眼于大健康生态圈全局，致力于将盈康生命打造为器械+服务的“一体两翼”肿瘤治疗综合服务商。海尔在大健康领域的布局环环相扣，盈康生命作为医疗服务环节，是大健康领域布局的终端，也是其他所有发展的 C 端流量入口与品牌基础，公司的长期发展将很大程度上影响海尔在医疗健康领域的布局。

图 39：海尔盈康一生态品牌



数据来源：盈康一生官网，东方证券研究所

经营赋能：窥一斑而见全豹，苏州广慈在 2019 年后各科室营收均保持快速增长。自海尔集团旗下盈康医管收购苏州广慈后，原本在 2017-2018 年已经陷入成长天花板的广慈医院在 2019-2020 年迎来了新的增长。2017-2020 年收入规模迅速扩张，消化内科、呼吸内科和综合外科也取得 20% 以上年复合增长率，其中创伤骨科和康复科的符合增长率超过 40%，窥一斑而见全豹，海尔集团过去多年在医疗服务领域中培养出的管理输出能力在苏州广慈医院上得到见证。我们认为随着肿瘤治疗设备在广慈医院的进一步投放，以及二期医院的开业，苏州广慈医院内生增长之路仍未停歇。

表 15：苏州广慈部分科室收入大幅增长（万元）

科室	盈康医管收购前		盈康医管收购后		2017-2020 年 CAGR
	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	
消化内科	987.65	999.26	1,202.69	1,808.11	22.33%
呼吸内科	1,423.59	2,026.64	2,289.49	2,620.08	22.55%
综合外科	1,094.26	874.56	1,345.79	2,285.23	27.82%
创伤骨科	563.59	839.17	861.44	1,699.90	44.48%
康复科	1,396.91	3,543.78	4,360.66	4,694.18	49.78%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

资本赋能：海尔集团资金优势强，“1+N+n”规划将打造全国头部肿瘤治疗集团。海尔集团在医疗服务领域提出了宏大的战略规划，公司聚焦“1+N+n”战略，第一步围绕长三角、成渝、京津冀、西北、珠三角五大经济圈打造旗舰医疗中心，建立标准化并购、托管推进流程及体系；第二步推进周边 30 家卫星医院建设，不断完善肿瘤特色医院的布局；第三步建立 60 家体验中心，打造国内领先的肿瘤治疗康复连锁网络。医疗服务行业除了管理实力以外，规模效应也将转化为品牌效应，而规模扩张的资本很难由内生利润所贡献，海尔集团强有力的资本实力将为盈康生命保驾护航，从协同角度来看，海尔集团的资本赋能为战略赋能与经营赋能加上了双重的保险。

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2021-2023 年盈利预测做如下假设：

- 1) 2021 年国内疫情得到了普遍的控制，公司体内的友谊医院保持了较快的内生增长，且广慈医院有望在年内落地，22-23 年海尔集团旗下医院有望陆续装入上市公司体内，医疗服务板块有望保持高速增长。由于配置证的问题，2021 年公司医疗器械板块营收规模承压。预计 2021-2023 年公司营业总收入增速分别为 72.6%、47.8%、47.7%。
- 2) 2021 年，公司医疗服务板块规模继续扩张，且疫情因素的扰动减小，毛利率有望企稳回升，伽马刀毛利率保持稳定，经销产品由于产品结构变化，预计毛利率将下降，由于 2021 年公司医疗服务业务营收占比快速上升，将拉低公司综合毛利率，自 2021 年后毛利率进入稳步上升趋势中，预计 2021-2023 年公司综合毛利率分别为 26.8%、31.8%、30.3%。
- 3) 公司 2021-2023 年销售费用率分别为 2.18%、1.77%、1.55%，管理费用率分别为 13.36%、10.62%、8.86%，2022-2023 年管理费用率下降较快主要由于广慈医院以及外来的体外医院管理费用率低于当前公司管理费用率，将拉低公司综合管理费用率，研发费用率分别为 1.75%、1.48%、1.12%，同样由于医疗服务业务营收规模快速上升导致的摊薄。
- 4) 公司 2021-2023 年的所得税率维持 23%

盈利预测核心假设

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
医疗服务					
销售收入（百万元）	428.5	458.2	977.2	1,480.9	2,265.4
增长率	2.8%	6.9%	113.3%	51.5%	53.0%
毛利率	34.0%	26.7%	23.9%	29.0%	28.2%
伽马刀					
销售收入（百万元）	88.4	101.9	77.0	110.0	120.0
增长率	52.4%	15.3%	-24.5%	42.9%	9.1%
毛利率	81.5%	78.2%	78.0%	78.0%	78.4%
经销商品					
销售收入（百万元）	55.0	100.7	85.6	94.1	103.5
增长率	100.4%	82.9%	-15.0%	10.0%	10.0%
毛利率	29.5%	22.9%	15.0%	22.0%	22.0%
其他					
销售收入（百万元）	1.02	0.32	1.00	1.00	1.00
增长率	-37.42%	-68.63%	212.50%	0.00%	0.00%
毛利率	-439.22%	-753.13%	10.00%	10.00%	10.00%
合计	572.9	661.1	1,140.8	1,686.0	2,489.9
增长率	13.7%	15.4%	72.6%	47.8%	47.7%
综合毛利率	40.0%	33.7%	26.8%	31.8%	30.3%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

投资建议

盈康生命是肿瘤医疗服务与肿瘤放疗设备领域的领军企业，借助海尔集团的资金实力与综合管理能力，有望在肿瘤医疗服务领域快速打造“1+N+n”的业务布局，并实现重力放疗设备链状发展，由伽马刀向直线加速器与质子刀延伸。我们预测公司 2021-2023 年每股收益分别为 0.23/0.35/0.51 元，考虑到公司是肿瘤医疗服务领域内具备绝对竞争力的企业，主要选取医疗服务行业中的企业作为可比公司，给予 2022 年估值 57X，对应股价 19.95 元，首次给予买入评级。

图 40：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)	每股收益(元)				市盈率			
		2021/11/11	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
爱尔眼科	300015	48.22	0.32	0.43	0.57	0.74	151.21	111.78	85.12	65.53
通策医疗	600763	218.72	1.54	2.30	3.03	3.96	142.36	95.17	72.09	55.22
信邦制药	002390	6.82	0.09	0.14	0.17	0.22	79.67	48.71	39.61	31.16
迈瑞医疗	300760	371.24	5.48	6.78	8.30	10.12	67.79	54.79	44.75	36.70
海吉亚医疗	6078	54.37	0.38	0.67	0.98	1.36	143.09	81.15	55.48	39.98
	最大值						151.21	111.78	85.12	65.53
	最小值						67.79	48.71	39.61	31.16
	平均数						116.82	78.32	59.41	45.72
	调整后平均						121.71	77.04	57.44	43.97

数据来源：wind，东方证券研究所

风险提示

- **并购节奏不及预期风险。**由于未来公司主要将以并购的形式发展医疗服务板块，因此存在并购不及预期的风险，以及由于并购不及预期导致公司营业收入与归母净利润不及预期的风险，2021 年广慈医院并购后净利润贡献占比达 25.18%，我们预计 2022 年体外并购+管理服务协议贡献的利润占比达 27.46%，2023 年体外并购+管理服务协议贡献的利润占比达 25.69%。
- **行业政策风险。**公司从事的高端放疗设备生产、销售活动以及肿瘤专科医疗服务等业务，两项业务均受到国家政策影响，存在一定的政策风险。
- **商誉减值风险。**公司因收购产生较大规模的商誉，未来若公司旗下玛西普、友谊医院和友方医院的经营业绩不及预期，公司将面临商誉减值的风险。
- **市场竞争风险。**现阶段国内国外许多知名企业陆续进入医疗健康领域，该领域内的竞争日趋激烈，存在一定的市场竞争风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	97	484	483	253	373	营业收入	573	661	1,141	1,686	2,490
应收票据、账款及款项融资	174	175	342	506	747	营业成本	344	438	835	1,150	1,735
预付账款	23	19	34	51	75	营业税金及附加	2	2	4	6	9
存货	30	25	50	69	104	营业费用	15	14	25	30	39
其他	22	318	325	336	352	管理费用及研发费用	118	129	172	204	249
流动资产合计	345	1,021	1,235	1,214	1,651	财务费用	30	16	10	13	30
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	742	31	0	0	0
固定资产	157	195	265	320	345	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	25	28	36	32	30	投资净收益	0	3	5	5	5
无形资产	103	93	107	120	126	其他	5	5	100	10	10
其他	1,327	1,313	1,231	2,071	2,561	营业利润	(673)	38	200	298	444
非流动资产合计	1,612	1,630	1,640	2,543	3,062	营业外收入	20	138	20	20	20
资产总计	1,957	2,651	2,874	3,757	4,713	营业外支出	12	5	5	5	5
短期借款	80	0	0	589	1,096	利润总额	(665)	171	215	313	459
应付票据及应付账款	81	67	125	173	260	所得税	28	42	49	72	106
其他	162	133	148	154	162	净利润	(692)	129	165	241	353
流动负债合计	323	201	274	915	1,518	少数股东损益	11	1	17	19	25
长期借款	250	180	180	180	180	归属于母公司净利润	(703)	128	149	222	329
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	-1.10	0.20	0.23	0.35	0.51
其他	17	29	15	15	15						
非流动负债合计	267	210	195	195	195	主要财务比率					
负债合计	590	410	469	1,111	1,713		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	29	30	47	66	91	成长能力					
实收资本(或股本)	546	642	642	642	642	营业收入	13.7%	15.4%	72.6%	47.8%	47.7%
资本公积	1,605	2,254	2,254	2,254	2,254	营业利润	-822.2%	105.7%	423.5%	49.2%	49.0%
留存收益	(814)	(686)	(537)	(316)	13	归属于母公司净利润	-1502.2%	118.2%	16.1%	49.0%	48.3%
其他	2	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	1,367	2,241	2,405	2,646	3,000	毛利率	40.0%	33.7%	26.8%	31.8%	30.3%
负债和股东权益总计	1,957	2,651	2,874	3,757	4,713	净利率	-122.8%	19.4%	13.0%	13.1%	13.2%
						ROE	-41.6%	7.2%	6.5%	9.0%	12.0%
						ROIC	-31.4%	1.9%	6.3%	7.8%	9.3%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	30.1%	15.5%	16.3%	29.6%	36.3%
净利润	(692)	129	165	241	353	净负债率	24.4%	0.0%	0.0%	22.2%	32.4%
折旧摊销	50	43	50	65	80	流动比率	1.07	5.09	4.51	1.33	1.09
财务费用	30	16	10	13	30	速动比率	0.98	4.97	4.33	1.25	1.02
投资损失	(0)	(3)	(5)	(5)	(5)	营运能力					
营运资金变动	(91)	10	(153)	(157)	(221)	应收账款周转率	4.4	3.8	4.4	4.0	4.0
其它	734	(108)	64	0	0	存货周转率	10.8	15.8	22.2	19.3	20.0
经营活动现金流	30	88	131	158	238	总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.5	0.6
资本支出	17	(71)	(131)	(119)	(99)	每股指标(元)					
长期投资	59	0	0	0	0	每股收益	-1.10	0.20	0.23	0.35	0.51
其他	(90)	(127)	(2)	(845)	(495)	每股经营现金流	0.05	0.14	0.20	0.25	0.37
投资活动现金流	(14)	(198)	(133)	(964)	(594)	每股净资产	2.08	3.44	3.67	4.02	4.53
债权融资	(49)	(98)	12	0	0	估值比率					
股权融资	0	745	0	0	0	市盈率	-13.7	75.1	64.7	43.4	29.3
其他	36	(150)	(10)	576	477	市净率	7.2	4.4	4.1	3.7	3.3
筹资活动现金流	(14)	497	2	576	477	EV/EBITDA	-15.3	92.9	35.0	24.1	16.4
汇率变动影响	0	(1)	-0	-0	-0	EV/EBIT	-14.1	166.5	43.3	29.1	19.1
现金净增加额	3	387	(0)	(230)	121						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址： 上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话： 021-63325888

传真： 021-63326786

网址： www.dfzq.com.cn