

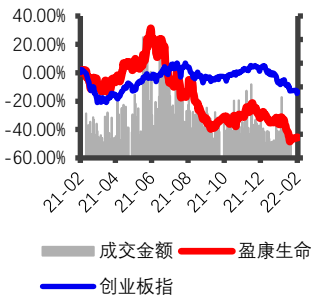
器械+服务双业务线助力公司驰骋肿瘤医疗赛道

投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-03-06

收盘价（元）	12.05
近12个月最高/最低（元）	29.15/11.16
总股本（亿股）	6.42
流通A股（亿股）	5.46
流通股比例（%）	85.00
总市值（亿元）	77
流通市值（亿元）	66

公司价格与创业板指走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

联系人：陈珈蔚

执业证书号：S0010122030002

邮箱：chenjw@hazq.com

主要观点：

● 公司业绩整体企稳，海尔集团为公司发展提供长足动力

公司以食用菌业务起家，2015年8月重组收购玛西普、2017年1月重组剥离食用菌业务后以“一体两翼”战略转型肿瘤放疗设备与肿瘤医疗服务，2019年实控人变更为海尔集团后公司纳入海尔的大健康生态品牌“盈康一生”。公司2021年前三季度实现营业总收入4.92亿元（同比+0.84%），归母净利润1.00亿元（同比+135.94%）。

● 医疗服务：“1+N+n”战略性布局医院及放疗中心，单体医院具备可复制性，剥离亏损医院后业绩兑现可期

目前公司体内共有三个单体医院：1) 四川友谊医院：公司旗下大型成熟医院，持股100%，2021年前三季度实现营业收入3.22亿元；2) 重庆华健友方医院：公司持股51%，2021年前三季度实现营业收入0.66亿元；3) 苏州广慈肿瘤医院：公司2021年11月正式并入上市公司体内，2020年实现收入3.95亿元（同比+17%），2021年上半年收入2.37亿元，预计未来将持续贡献收入；此外公司托管运城第一医院和长春盈康医院，有望增厚业绩。2021年上市公司将体内长沙盈康、杭州怡康、长春盈康剥离至体外孵化，上市公司财务数据有望改善。目前四川友谊医院与运城第一医院都具备互联网医疗资质，未来线上+线下同步发展将进一步提高医院影响力。

● 医疗器械：伽玛刀产品矩阵渐丰，现有产品放量在即

公司全资子公司玛西普为公司提供放疗设备支持，目前拥有三款头部&体部伽玛刀产品；注重研发，2021年前三季度研发投入2106.28万元（同比+80.36%）；重视产品创新迭代，布局医用直线加速器获批在即，Protom质子刀有望引入国内。2021前三季度公司医疗器械板块实现营收4722万元，未来随着医用大型设备配置监管的放开和需求的拉升，玛西普的伽玛刀产品有望迎来放量，销售业绩提振可期。

● 行业利润增速放缓，公司估值溢价仰赖“管理红利”

1) 需求：人口老龄化加剧、肿瘤新发病人不断增加、人均消费水平提高、人均医疗保健支出增加等多个因素推高民众对肿瘤医疗服务的需求；2) 供给：肿瘤医疗服务作为严肃医疗的代表，天然受政策强监管，高行业壁垒隔绝新进入者，为赛道内玩家减轻行业竞争压力；肿瘤科医疗资源稀缺且地域分布不均，患者天然倾向于选择公立医院就诊，造成患者爆满、医疗资源稀缺的现状。公司有望凭借精细的差异化服务承接公立医院的患者溢出，树立良好口碑，形成规模效应。

● 投资建议

我们看好公司双业务线一体化协同发展的能力，首次覆盖给予“买入”评级；我们预计公司21~23年分别实现营业收入11.1/14.1/17.8亿元，实现归母净利润1.65/2.58/3.31亿元，对应P/E 46/29/23x；对应EPS 0.26/0.40/0.51。

● **风险提示**

收购医院业绩不及预期；体外医院爬坡不及预期；政策风险

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	661	1112	1414	1776
收入同比 (%)	15.4%	68.3%	27.1%	25.6%
归属母公司净利润	128	165	258	331
净利润同比 (%)	118.2%	28.7%	56.6%	28.1%
毛利率 (%)	33.7%	48.8%	47.8%	46.6%
ROE (%)	5.8%	6.9%	9.8%	11.2%
每股收益 (元)	0.22	0.26	0.40	0.51
P/E	90.00	45.91	29.32	22.90
P/B	5.75	3.18	2.88	2.56
EV/EBITDA	116.54	24.74	17.61	14.26

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 肿瘤医疗服务优质供应商，海尔集团实控为公司长期发展赋能.....	5
1.1 生物科技成功转型肿瘤医疗服务.....	5
1.2 海尔集团通过“盈康一生”平台为公司赋能.....	7
1.3 财务情况——转型成功提振业绩，收入利润双增.....	7
2 医疗服务板块：“大专科、强综合”，深耕肿瘤治疗康复领域.....	9
2.1 四川友谊医院——公司旗舰医院，未来潜力无限.....	9
2.2 重庆华健友方医院——稳定爬坡，增速可期.....	10
2.3 苏州广慈肿瘤医院——大学附属医院，21 年收入预超 4 亿.....	11
2.4 托管医院——体外孵化，资产质量优异.....	12
3 医疗器械板块：玛西普助力公司构筑深厚护城河.....	13
3.1 三款核心产品在售，头部伽玛刀装机量市场第一.....	13
3.2 专注高端放疗设备的研发，未来收入增长可期.....	14
4 肿瘤医疗服务市场：供需失衡为民营医院打开发展之窗.....	15
4.1 需求：癌症高发群体基数持续扩大.....	15
4.2 供给：政策宽松、监管严格，头部企业迎来利好.....	18
5 盈利预测与估值.....	21
5.1 盈利预测.....	22
5.2 投资建议.....	23
风险提示：.....	24
财务报表与盈利预测.....	25

图表目录

图表 1 公司发展沿革	5
图表 2 公司重要高管介绍	6
图表 3 公司前十大股东明细 (截至 2021Q3)	6
图表 4 公司 2022 年度股权激励计划	6
图表 5 盈康一生品牌矩阵	7
图表 6 盈康生命业务模式	7
图表 7 公司营业收入&净利润变动 (RMB MN)	8
图表 8 公司资产负债率与毛利率变动	8
图表 9 公司三费率变动	9
图表 10 公司前三大收入组成 (RMB MN)	9
图表 11 四川友谊医院基本信息	10
图表 12 四川友谊医院收入预测	10
图表 13 重庆华健友方医院基本信息	11
图表 14 重庆华健友方医院收入预测	11
图表 15 苏州广慈肿瘤医院	11
图表 16 运城第一医院&长春盈康医院基本信息	12
图表 17 长春盈康营业收入 (RMB MN)	13
图表 18 运城第一医院&长春盈康医院收入预测	13
图表 19 不同品牌伽玛刀性能对比	14
图表 20 公司现有伽玛刀产品信息	14
图表 21 PROTOM RADIANCE 300	15
图表 22 医用直线加速器	15
图表 23 我国人口老龄化趋势不可逆	16
图表 24 癌症多发于 65 岁以上群体 (每 10 万人发病率)	16
图表 25 2020 全球癌症发病数分布比例	17
图表 26 各国恶性肿瘤死亡率占比	17
图表 27 中国恶性肿瘤病发总数按地域拆分 (千人)	17
图表 28 支付能力与支付意愿逐年上升	17
图表 29 肿瘤医院病床使用率	18
图表 30 民营医院肿瘤医疗收入占比不断扩大	18
图表 31 三线城市为肿瘤治疗服务收入主要来源	18
图表 32 政策支持社会办医	19
图表 33 三种主流肿瘤治疗方案对比	19
图表 34 2018 年中美放疗渗透率对比	20
图表 35 中国人均放疗设备保有量低于世界其他国家 (2018 年每百万人口放疗设备/台)	20
图表 36 我国放疗设备地域性分布不均 (2018 年中国每百万人放疗设备保有量/台)	20
图表 37 对放疗设备的政策逐步放开	20
图表 38 放疗治疗中心门槛高监管严	21
图表 39 公司收入及增速预测 (人民币百万元)	22
图表 40 可比公司对比	22

1 肿瘤医疗服务优质供应商，海尔集团实控为公司长期发展赋能

1.1 生物科技成功转型肿瘤医疗服务

生物科技转型肿瘤医疗服务，资产重组、引入新实控人助力公司长期稳定发展。盈康生命成立于1998年，前身为东莞市星河实业有限公司，主营鲜品食用菌的研发生产与销售；2015年8月进行资产重组，收购放疗设备制造商玛西普，通过收购和新建肿瘤医院切入肿瘤医疗服务领域；2019年实施股权转让，公司实控人变为海尔集团，借助海尔集团在大健康领域的丰富经验和医疗资源实现公司华丽转身。

图表 1 公司发展沿革

阶段	时间	事件
业务转型阶段，跨界进入肿瘤器械领域	1998.8	公司初创，名为东莞市星河实业，主营食用菌
	2010.12	公司在深交所创业板上市
	2015.1	更名为广东星河生物科技股份有限公司
	2015.8	实施重大资产重组，以发行股份购买资产的形式收购玛西普 100% 股权，跨界进入肿瘤医疗器械领域
	2017.1	剥离食用菌业务
深耕肿瘤医疗领域，器械&服务同步布局	2017.2	星普医科对外投资设立境外全资子公司美国星河生物科技股份有限公司；收购杭州中卫中医肿瘤医院（现为杭州怡康中医肿瘤医院）
	2017.4	通过全资子公司玛西普现金收购四川友谊医院 75% 股权
	2017.8	通过全资子公司星玛康对外投资设立湖南中西友谊医院（现为长沙盈康医院）及长春星普医院（现为长春盈康医院）
	2018.2	通过全资子公司星玛康现金收购重庆华健友方医院 51% 股权
	2018.6	通过全资子公司玛西普现金收购四川友谊医院 25% 股权
海尔实控，专业团队赋能资源与经验，打造肿瘤医疗服务全产业链覆盖的综合企业	2019.1	公司控股股东、实际控制人叶运寿、主要股东刘岳均、马林、刘天尧、徐涛以现金交易将 29% 总股本以 11.5 元/股的价格转让给青岛盈康医疗投资有限公司（实控人海尔集团）
	2019.3	海尔集团以 11.5 元/股（总价 18.2 亿）受让 1.59 亿股股份，公司实控人变更交割完成
	2020.7	非公开发行 0.96 亿股、总额 7.33 亿元，海尔集团持股比例上升为 39.69%，融资为公司长期发展提供充足现金流
	2019.7	广东星普医学科技股份有限公司更名为盈康生命，公司实控人由叶运寿变更为海尔集团公司

资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司实控人变更，为公司注入发展新力量。海尔集团深耕医疗服务多年，具备丰富的医护人才储备和医疗资源优势，接手公司后对公司管理团队进行深度改革，销售和管理能力得到大幅提高。

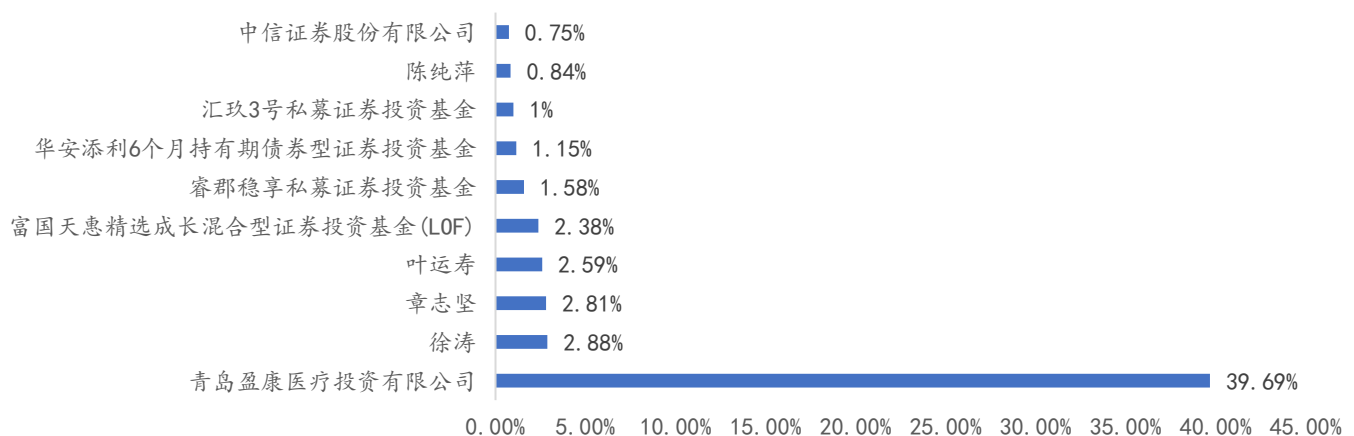
图表 2 公司重要高管介绍

姓名	职务	背景
谭丽霞	董事长	中央财经大学经济学学士，中欧国际工商学院工商管理硕士，全球特许管理会计师 (CIMA)、高级国际注册内部控制师 (CICP)，1992 年 8 月加入海尔集团公司，2019 年 5 月至今任盈康生命董事长。
彭文	董事、总经理	上海医科大学博士，美国马里兰大学肾病研究中心博士后，上海市高级中西医结合人才，曾任海尔金控医疗平台副总裁，2020 年 9 月至今任公司董事、上海永慈医院投资管理有限公司董事、苏州广慈肿瘤医院有限公司董事长等职务，2021 年 8 月至今任公司总经理。
潘绵顺	董事	曾任上海长海医院教授，合肥脑科医院伽玛刀中心主任、副院长，武警上海总队医院肿瘤放射诊疗中心主任，2019 年 9 月至今任玛西普盈康医学负责人，2020 年 9 月至今任公司董事。
谈波	CFO	2008 年 2 月加入海尔集团，曾任上海盈康护理院、上海盈康养老院财务总监，海尔集团金控医疗平台财务经理，2021 年 4 月至今任公司财务总监。
胡园园	董事会秘书	曾任海尔集团财务经理，青岛海尔产城创高级预算经理，海尔金控资本运作小微总经理，2019 年 5 月至今任公司董事会秘书。

资料来源：公司公告、公司官网，华安证券研究所

截至 2021 年第三季度，公司大股东名称及持股比例如下图；青岛盈康医疗投资有限公司占比最高，其实控人为海尔集团。

图表 3 公司前十大股东明细 (截至 2021Q3)



资料来源：wind，华安证券研究所

股权激励计划出台，彰显公司长期发展信心。2022 年 1 月 12 日，公司发布 2022 年限制性股票激励计划，根据公告内容，公司拟向 131 名激励对象授予的限制性股票总量为 418.90 万股，约占本激励计划草案公告时公司股本总额 6.42 亿股的 0.65%。

图表 4 公司 2022 年度股权激励计划

指标	内容
营业收入	2022~2024 年度营业收入增速分别不低于 30%/69%/120%
营收增长率	2022~2024 年触发营收增长率分别为 20%/44%/73%
授予价	限制性股票授予价格 7.27 元/股
激励对象	共 131 人，包括公告激励计划时在公司任职的董事、高级管理人员及核心骨干员工，其中授予董事、高级管理人员共 5 人，其余

行权	核心骨干员工 126 人，获授股票均未超过公司总股本的 1%
	股票期权分三次行权，对应等待期分别为自股票期权授予日起 12 个月、24 个月、36 个月，对应行权比例分别为 30%、30%、40%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.2 海尔集团通过“盈康一生”平台为公司赋能

海尔集团入主公司后，将公司纳入其医疗大健康生态品牌盈康一生，为公司长期发展赋能。盈康一生以研发为核心竞争力，线上基于物联网模式，以物联网生态为基础、以数字智慧化为工具、以生态场景为服务单元，搭建 AI 医疗服务场景，线下与专家、医院、药企等建立连接，发展至今已经孵化出海尔生物 (688139.SH)、盈康生命 (300143.SZ) 两家上市公司，在全国范围内布局 20 余家医院，同时拥有新兴产业品牌：海尔国际细胞库。盈康生命围绕“物联网肿瘤治疗综合生态品牌”的定位开展服务，主营业务可以分为肿瘤医疗器械制造板块和肿瘤医疗服务板块，二者相辅相成，共同推动公司长期稳定发展。

图表 5 盈康一生品牌矩阵

图表 6 盈康生命业务模式



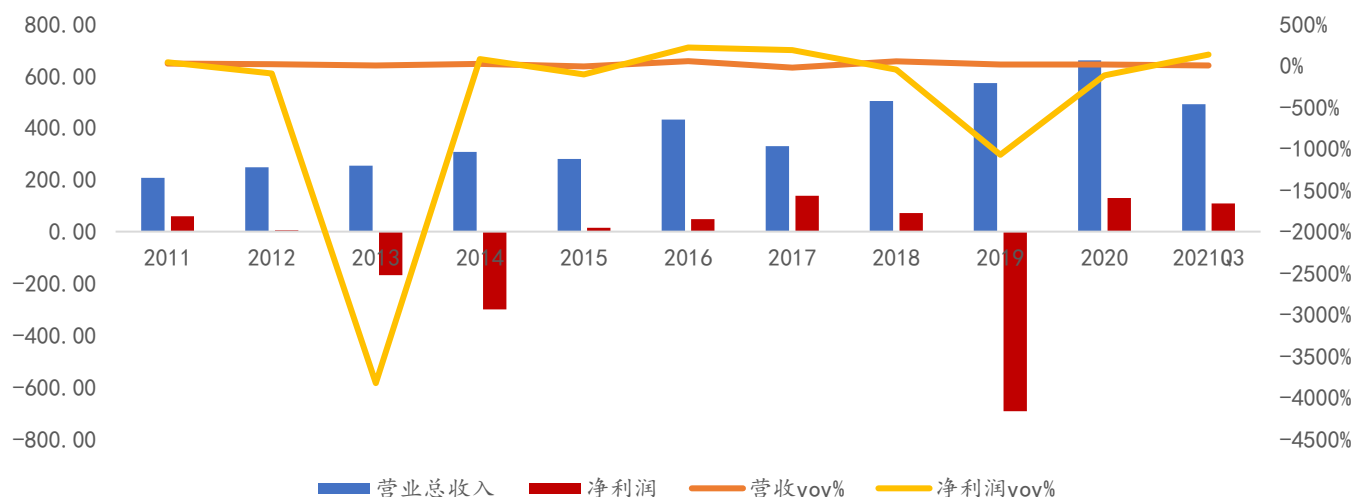
资料来源：公司官网，华安证券研究所

资料来源：公司官网，华安证券研究所

1.3 财务情况——转型成功提振业绩，收入利润双增

公司在 2015 年涉足肿瘤医疗服务领域之前营业收入遇到瓶颈，2015 年收购玛西普尝试转型后效果良好，收入迎来增长，2017 年由于收购杭州怡康 100% 股权和四川友谊医院 75% 股权，公司当年费用增加较多，影响收入。2018 年公司收购重庆华健友方医院 51% 股权和四川友谊医院 25% 股权，受上市公司体内四川友谊医院、重庆华健友方医院并表影响，收入有较大幅度增加。2019 年由于公司计提商誉减值，净利润有所影响。2020 年，公司在疫情的环境下仍然实现收入利润双增，可见公司优秀的经营管理能力，我们认为未来在后疫情时代，公司将进一步发挥其在医疗服务领域的专长，进一步提高公司旗下医院爬坡速度。2021 年公司剥离亏损医院出体外，进行重大资产重组，装入苏州广慈肿瘤医院，基本面进一步夯实。未来随着运城第一医院和长春盈康医院的托管稳定运营、大股东解决同业竞争问题的逐步兑现、中心旗舰医院的加速布局，公司业绩有望进一步增长。

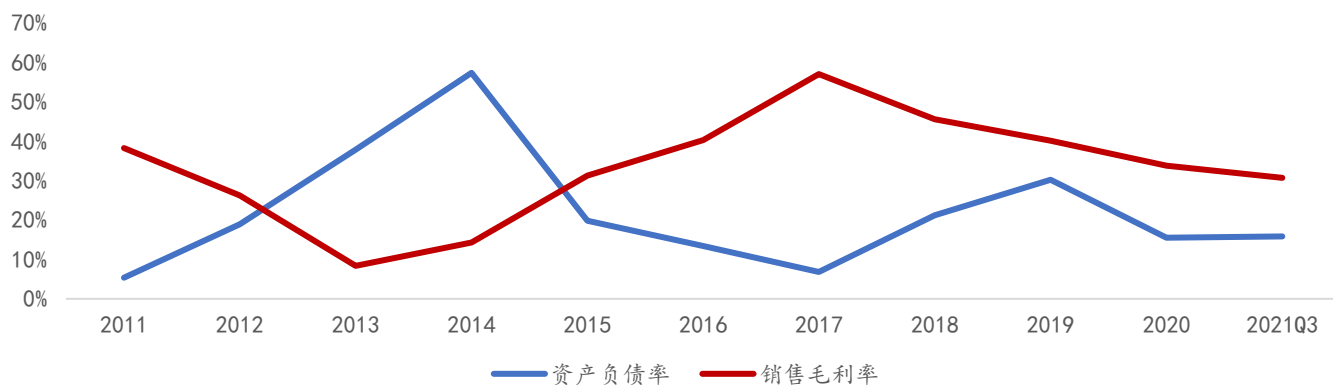
图表 7 公司营业收入&净利润变动 (rmb mn)



资料来源: wind, 华安证券研究所

从**资产负债端**看, 食用菌业务的瓶颈使得公司资产负债率逐年升高, 2017年初剥离原有业务后资产负债率有大幅缓解, 偿债能力得到提高。从盈利能力来看, 公司剥离食用菌业务后毛利率有所上升, 2017年后由于收购两家医院、业务调整, 且医疗服务版块前期由于收购、基建等原因, CAPEX 支出大于医疗器械板块、上市公司体内尚有医院处于前期爬坡阶段, 未实现盈亏平衡; 加之商誉减值等问题, 毛利率有所下滑。考虑到长沙盈康、杭州怡康、长春盈康已经剥离出上市公司体内、装入苏州广慈肿瘤医院并托管运城第一医院和长春盈康医院, 公司目前具备实力强劲的管理团队和稳定的盈利能力, 毛利率有望企稳回升。

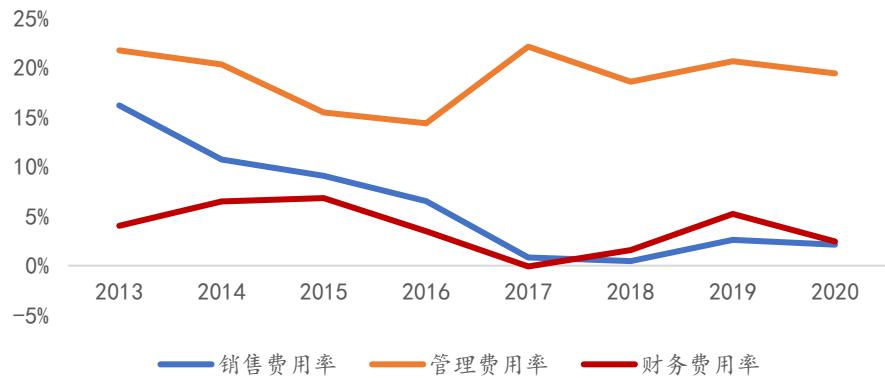
图表 8 公司资产负债率与毛利率变动



资料来源: wind, 华安证券研究所

从**费用角度**看, 2017年管理费用有较大幅度增加, 主要系当年收购两家医院, 前期运营管理投入高, 导致费用陡增; 2019年海尔集团入主后进行业务内部调整, 如销售团队的建设、研发的投入等, 导致费用又一次上升。我们看好公司运营管理能力, 随着对长沙盈康、长春盈康和杭州怡康的剥离, 以及运城第一医院、长春盈康医院的托管, 上市公司体内医院的经营状态均保持良好, 未来公司费用率有望降低。

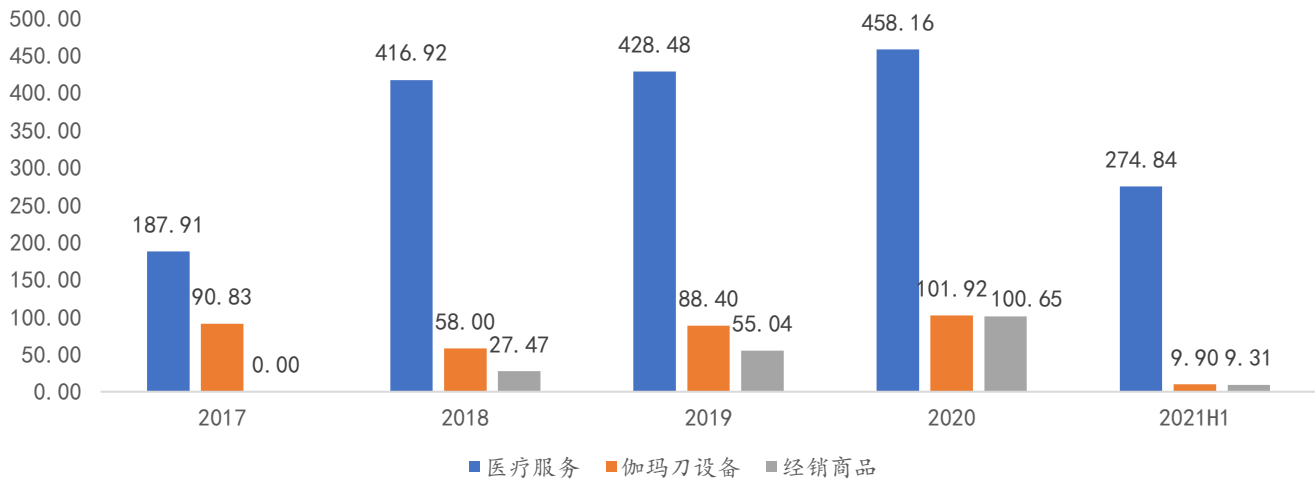
图表 9 公司三费率变动



资料来源: wind, 华安证券研究所

分业务来看, 公司业务来源主要分为医疗服务和医疗器械: 1) 医疗服务贡献最主要收入来源; 2) 医疗器械板块主要通过销售伽玛刀获得收入, 主要有直接销售、代理销售、经销商品三种模式。从收入占比来看, 医疗服务收入占总收入的 69.30%, 其次为伽玛刀业务 (15.42%), 第三为经销商品收入 (15.23%); 从毛利占比来看, 医疗服务毛利占总体的 54.36%, 伽玛刀其次, 占总毛利的 35.37%, 经销商品贡献毛利的 10.23%, 位列第三。

图表 10 公司前三大收入组成 (rmb mn)



资料来源: wind, 华安证券研究所

2 医疗服务板块: “大专科、强综合”, 深耕肿瘤治疗康复领域

2.1 四川友谊医院——公司旗舰医院, 未来潜力无限

发展历程: 四川友谊医院成立于 2013 年, 是四川地区少有的集医疗、科研、教

学为一体的三级甲等综合医院，2021年4月通过三甲医院评选，目前开放600张，最大可开放至800张。根据公司披露信息，2014年医院投入运营后2015年即实现盈亏平衡，挂牌四川省人民医院，夯实口碑，实现患者、医生的良性交互循环。

图表 11 四川友谊医院基本信息

基本信息	内容
级别	三甲综合
占地面积	5万+平方米
股权变更历史	2017年5月收购75%股份；2018年7月收购25%股份
床位规划	2020年床位数600张，2022年预计增至800张；目前床位平均利用率99%，肿瘤科室超120%
学科专业	普外科、肿瘤科、中医科、神经内/外科等40+个科室，常规诊疗与MDT治疗模式兼备
医护团队	高级职称68人，教授11人
医疗资源	拥有后装治疗机、西门子新型PET-CT、直线加速器、TOMO刀、玛西普头部伽玛刀、GE 128层螺旋CT等多种进口医疗设备
外部合作	与四川省人民医院（公立）达成合作；与省内多家大型三甲医院和基层医疗机构建立双向转诊服务

资料来源：医院官网，公司公告，华安证券研究所

布局互联网医疗，打通线上线下全诊疗体系，开启新增长曲线。四川友谊医院盈康一生互联网医院自2021年1月开始筹建，21年3月通过成都市卫健委现场验收，为医院向互联网诊疗新模式探索打开出口。“互联网+医疗服务”可以帮助医院改善用户就医体验，推进患者在线复诊服务享受线下医保支付政策在医院的落地，从惠民的根本落脚点出发，做好患者运营，提高患者满意度，进一步树立口碑。

友谊医院单体收入平稳增长，2019年净利润有所下降，主要系海尔集团成为实控人后对友谊医院进行了战略改革与科室调整，造成费用支出有较大幅度增长，进而业绩承诺未兑现，并在当年计提商誉减值。2020年受疫情影响，财务情况和上年基本持平，2021年恢复良好，上半年实现营收2.17亿元，恢复增速可期。考虑到医院2021年获得三甲评级，口碑持续积累，在2021、2022年医院将进一步吸引患者到来，形成正向循环，收入保持30%左右增速，23年进入平稳期。

图表 12 四川友谊医院收入预测

单位: rmb mn	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
营业收入	173	259	337.64	337.86	359.84	437.21	550.88	694.11	853.75
YOY%	54%	50%	29.91%	0.07%	6.51%	21.50%	26.00%	26.00%	23.00%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

2.2 重庆华健友方医院——稳定爬坡，增速可期

发展历程：重庆华健友方医院成立于2017年，除产教研医疗以外还提供康复保健服务。2017年7月开始运营并于当年实现盈亏平衡，有望凭借其高端的设备和优秀的医护团队持续保持收入增长。

图表 13 重庆华健友方医院基本信息

基本信息	内容
级别	二级综合
占地面积	2.5 万+平方米
股权变更历史	2018 年通过全资子公司星玛康现金收购重庆华健友方医院 51% 股权，重庆友方成为公司旗下控股子公司
床位规划	2020 年床位数 150 张，有望增至 300 张
学科专业	肿瘤内外科、放化疗、生物治疗，骨科等 20+ 个科室
医护团队	医护人员 195 人，高级含副高 50 人，中级职称 80 人；引进 2 名国内知名肿瘤放疗专家：肿瘤专家夏廷毅、核物理医学专家张红志
医疗资源	10 兆双光子直线加速器、TOMO 刀、PET-CT、玛西普头部&体部伽玛刀、1.5T 磁共振、64 排 128 层 CT、前列腺等离子电切仪等先进诊疗设备

资料来源：医院官网，公司公告，华安证券研究所

重庆华健友方医院 2020 年单体收入与 2019 年基本持平，主要系：1) 疫情影响，线下实体医院整体受挫；2) 医院于 2020 年新引进高端放疗设备 TOMO 刀、引进重庆医科大学专家入院参与会诊，造成设备与人工成本增加。进入 2021 年，在疫情常态化的背景下，医院将逐步消化疫情的冲击，加之放疗设备和明星医师的引流效应，医院营收和净利润将重回快速增长的爬坡趋势，有望在 2022、23 年达到收入增速顶峰，2024 年进入稳定期。

图表 14 重庆华健友方医院收入预测

单位: rmb mn	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
营业收入	63	79	80	97.20	121.50	153.76	189.12
yoy%		25.40%	1.27%	21.50%	25.00%	26.55%	23.00%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

2.3 苏州广慈肿瘤医院——大学附属医院，21 年收入预超 4 亿

发展历程：苏州广慈医院（苏州大学附属第一医院医疗集团广慈医院）是以康复和肿瘤为特色的综合型医疗机构，2020 年获国家级行业标准最高等级“3A5 星”认证，为苏州首家五星级 3A 非公立医院。苏州广慈以肿瘤科室为支柱，通过打造差异化肿瘤医疗服务的模式吸引患者前来就诊，打造长期的利润增长曲线。2018 年广慈医院被海尔集团收购，运营管理效率高，2021 年上半年床位使用率达 98%、床位周转天数 7.51 天，2021 年 11 月纳入上市公司体内，有望为公司进一步提振收入。

图表 15 苏州广慈肿瘤医院

基本信息	内容
级别	二级专科
占地面积	2 万平方米
收购历史	2021 年 4 月公司发布公告拟收购青岛盈康医院管理有限公司持有的苏州广慈 100% 股权；11 月 10 日通过关于苏州广慈重大资产重组的协议；11 月 18 日完成过户登记

床位规划	开放床位 483 张
学科专业	24 个专业科室
医护团队	医护团队共 362 人 (医生 165 人、护士 197 人)
医疗资源	3.0T 磁共振(MRI)、64 排 CT、DSA、彩色数字超声诊断仪、全自动生化分析仪、多功能康复训练设备、电子胃镜等
外部合作	与苏州大学附属第一医院合作, 年均输送 100 位左右医师前往广慈坐诊, 建立良好口碑

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

2.4 托管医院——体外孵化, 资产质量优异

运城第一医院位于运城市北部新区, 总建筑面积 20 余万平方米, 是一所引入社会资本投资建设的集医疗、急救、教学、科研、预防保健、康复为一体的高标准、现代化三级综合医院, 是运城市城市医联体核心单位。运城第一医院还是山西省首批成立的互联网医院, 在“中国非公立医院竞争力排行榜”上, 2019 年全国排名第 110 位, 2021 年全国排名第 101 位。目前公司对运城第一医院持股比例 100%, 2021 年底日均门诊量约 800 人次, 2022 年以来日均门诊量突破 1000 人次; 日均手术量 40~60 次。

长春盈康医院于 2019 年开业, 是由长春市卫健委批准设立的二级综合医院。2021 年 8 月公司发布公告, 将公司持有的长春盈康医院 100% 股权出售予控股股东盈康医投, 回归股东盈康医投继续完善运行模式。

为进一步解决同业竞争问题, 运城第一医院和长春盈康医院将委托公司旗下友谊医院进行管理和运营。

图表 16 运城第一医院&长春盈康医院基本信息

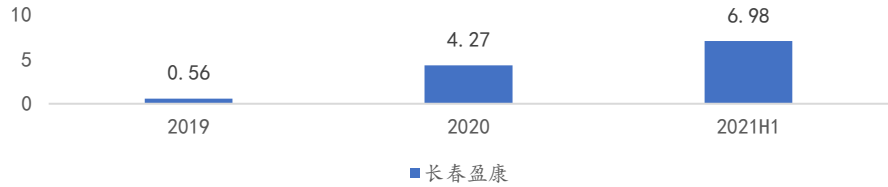
基本信息	内容
运城第一医院	
级别	三级综合
床位规划	设置床位 1500 张, 在 2021 年全国社会办医院床位 100 强中并列第 40 位。开设临床、医技科室 50 余个
医护团队	现有职工 1542 人, 卫生专业技术人员 1369 人, 占全院总人数的 88.8%, 其中医师 410 人, 护理 779 人, 医技 180 人; 其中高级职称 144 人, 中级职称 311 人, 初级职称 914 人; 卫生技术人员中硕士学历及以上 72 人, 本科 766 人
医疗资源	3.0T 核磁共振、光子双源 128 排 CT、PET-CT、DSA、直线加速器等各类医疗设备 9000 余台 (件); 从百级到万级手术室 30 间, 各类重症监护室床位 200 余张
外部合作	是山西医科大学、大同大学、长治医学院等高等医学院校教学医院
长春盈康医院	
级别	二级综合
收购历史	2017 年 8 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, 现更名为长春盈康医院
床位规划	编制床位 150 张

医院资质

于 2020 年 7 月通过长春市医保定点医疗机构评审，和当地大学合作，打造一站式肿瘤康复综合治疗服务平台

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 17 长春盈康营业收入 (rmb mn)



资料来源：wind，华安证券研究所

公司旗下托管的运城第一医院与长春盈康医院将以收取托管费的形式获得收入，其中运城第一医院在 2022~2024 年的托管费率分别为 5%/4%/3%、长春盈康医院在 2022~2024 年的托管费均为 5%。根据医院实际运营情况，我们预测两家托管医院贡献收入如下：

图表 18 运城第一医院&长春盈康医院收入预测

单位：rmb mn	2020	2022E	2023E	2024E
运城第一医院	收入	700.00	896.00	1120.00
	托管费率	5%	4%	3%
	托管收入	35.00	35.84	33.60
长春盈康医院	收入	43.28	125.50	313.75
	托管费率	5%	5%	5%
	托管收入	2.16	6.28	15.69

资料来源：公司公告，华安证券研究所

3 医疗器械板块：玛西普助力公司构筑深厚护城河

3.1 三款核心产品在售，头部伽玛刀装机量市场第一

医疗器械板块是公司的另一收入来源，通过全资子公司玛西普进行大型无创放疗设备的生产研发销售。玛西普成立于 1997 年，2015 年被公司收购为全资子公司，目前公司已推出三代拥有自主知识产权的伽玛刀产品，在放疗设备制造商中具备极强竞争力。公司凭借行业领先的技术，将产品推向国内外市场且广受好评。2005 年 10 月，国外第一台玛西普伽玛刀在越南投入临床应用；同年 12 月，第一台玛西普体部伽玛刀投入临床应用。2010、2021 年，二代头部伽玛刀 (INFINI/SRSS+) 通过欧盟 CE 和美国 FDA 认证。2014 年，玛西普在孟菲斯设立第二家美国分公司。2017 年 3 月，玛西普 SRRS 型头部伽玛刀和 SRRS+ 型头部伽玛刀成功入选中国医学装备协会 2016 年优秀国产医疗设备产品名录；也参与到《射束立体定向放射治疗系统》等国家及行业标准的制定和修订中。2019 年 4 月，伽玛刀正式取代国外知名品牌，入

驻美国孟菲斯卫理公会大学医院。2021年11月，玛西普荣获“2021年度大健康产业杰出产品奖”。

技术领先、性价比高，未来放量在即。伽玛射线头部立体定向放射治疗系统，即伽玛刀，最早在1967年由瑞典医科达创始人发明，是目前最先进的立体定向放疗治疗设备，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，临床医学价值极高。玛西普的伽玛刀产品是国内率先通过FDA和SS&D双认证、达到国际领先水平的头部伽玛刀，具备旋转聚焦、三维自动摆位等多个核心技术，拥有11项国内专利、3项美国专利、37项软件著作权。伽玛刀是以钴源为基础进行放疗治疗的高端设备，设备维护中最重要的是每5~7年所进行的钴源更换，因此公司于2006年注资成都中核高通同位素股份有限公司成为股东，持有3%股份，解决了钴源供应问题，保证了产品的使用年限。从成本端看，玛西普的头部伽玛刀产品性能与瑞典医科达无差，但价格是医科达产品的70%左右，具备很高的性价比。从技术角度看，玛西普采用动态旋转聚焦技术，相较于医科达的静态聚焦技术而言对钴源的数量需求更少，维修和换钴的成本更低。

图表 19 不同品牌伽玛刀性能对比

品牌	国家	技术	钴源	价格
玛西普	中国	动态旋转聚焦 “一种旋转锥面聚焦式伽玛射线辐射单元”	仅需 25~30 个钴源	二代头部伽玛刀约 1200 万元
医科达	瑞典	静态聚焦	需要 190~200 个钴源	2000+万元

资料来源：公司公告，专利局，卫健委，华安证券研究所

图表 20 公司现有伽玛刀产品信息

基本信息	第一代头部伽玛刀 SRRS	第二代头部伽玛刀 INFINI/SRRS+	体部伽玛刀 GMBS
参考图			
产品特点	“立体定向聚焦原理”；“2π多源非等距中心螺旋聚焦”专利技术；“防错快速变焦头盔”等多项专有技术；减少或避免传统外科手术带来的并发症或死亡	增加颅内覆盖范围；使用专利的 旋转聚焦 技术；自动患者定位，优化治疗过程；去除独立头盔、增加对每组射线的独立开关，扩大治疗空间	借鉴头部伽玛刀的成功经验将头部拓展到体部，做到短时间内摧毁病变部分且组织损伤小；不开刀、不流血、无痛苦、无风险、高剂量、高精度、高疗效、低损伤
认证资质	FDA、SS&D 认证	CFDA、FDA、SS&D、哥伦比亚 INVIMA 产品注册证	CFDA
迭代历程	第一代于 1999 年投入临床，2000+例临床实践	-	-

资料来源：公司官网，公司公告，华安证券研究所

3.2 专注高端放疗设备的研发，未来收入增长可期

除目前在临床使用的三款伽玛刀产品外，公司持续尝试拓宽放疗设备品类打造

产品矩阵，持续加大新型放疗设备的研发投入。公司目前正在积极探索其他高端放疗设备，正在进行医用直线加速器、头体一体刀等设备的研发生产。

直线加速器是指利用微波电磁场加速电子且具有直线运动轨道的加速装置，用于肿瘤或其他病灶放射治疗。目前国内高端直线加速器市场主要被国外品牌医科达、瓦里安等占领，2019 年医科达直线加速器产品占据 42% 亚洲市场份额，国内品牌目前以中低端产品为主，国产替代是未来主要发展方向。鉴于公司在伽玛刀领域已经实现突破，树立了良好口碑，而公司研发的医用加速器样机已经完成，已在申报注册流程中，我们认为公司的直线加速器产品拿证、放量可期。

为了进一步提升伽玛刀产品在高端放疗领域的竞争力，**公司间接参股美国质子放疗设备企业 Protom**（玛西普董事长徐涛先生现兼任 Protom 董事）。质子刀即质子治疗，原理为通过利用中性不带电荷的粒子（中子）或者是带电粒子（质子）进入人体，以释放能量的方式针对肿瘤病灶进行照射，实现疗效最大化。质子放疗是目前最尖端的癌症治疗技术，上海质子重离子医院 2015 年开业仅 3 个月总患者人数就突破 1000 例。玛西普参股的 Protom 是小型质子治疗仪，核心产品 Radiance330® 是模块化、小型化质子治疗系统的先进代表，其同步加速器占地面积全市场最小、重量更轻，加上包含可互换子系统的模块化设计，可将 Radiance330® 安装在专用设施或已有设备中，普适性更高。从成本端看，Protom 的成本更低，而目前市场的质子治疗仪普遍是 2 亿美元。2019 年 10 月，美国 FDA 批准 Protom 在美国麻省的麻萨诸塞州综合医院安装其 Radiance330 质子治疗系统。据 Protom 公司年报披露，预计到 2030 年，将有 30~60 万名患者将接受放射治疗。

图表 21 Protom radiance 300



资料来源：Protom 官网，华安证券研究所

图表 22 医用直线加速器



资料来源：公司官网，华安证券研究所

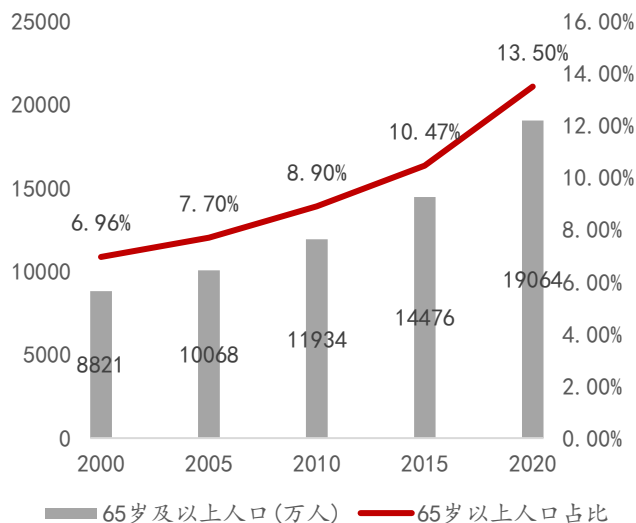
4 肿瘤医疗服务市场：供需失衡为民营医院打开发展之窗

4.1 需求：癌症高发群体基数持续扩大

老龄化社会的不可逆趋势是肿瘤患病人群基数结构性扩大的主要原因。人口老龄化是中国乃至世界面临的人口问题，作为人口红利期逐渐消失的大国，中国的老龄化趋势愈发明显，人口结构逐步走向中老年人群占比大的特点，收缩型城市数量的逐年递增印证了我国人口红利期消散的事实。国家统计局披露的数据显示，中国

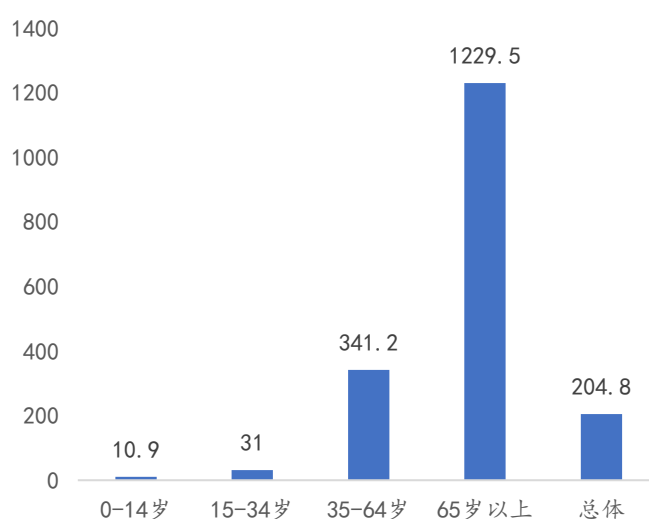
65岁及以上人口2020年超1.9亿，占总人口的13.5%，达到近20年峰值。**中老年群体是癌症高发人群**：根据国际癌症研究机构（IARC）数据统计，我国2020年总体癌症发病率为204.8/10万，65岁以上人群癌症发病率达到1229.5/10万，即每10万人中就有1229.5人患病，中老年群体患癌症比例显著高于其他年龄群体。**老龄化社会的到来使癌症发病基数结构性上升。**

图表 23 我国人口老龄化趋势不可逆



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

图表 24 癌症多发于65岁以上群体（每10万人发病率）

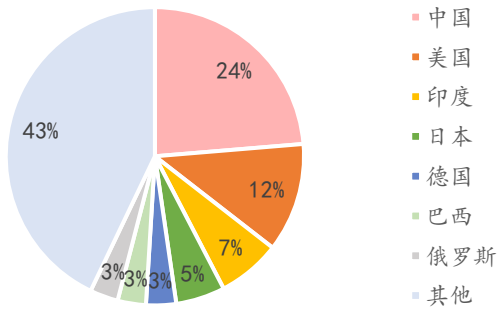


资料来源：IARC，华安证券研究所

我国癌症病发数排在全球前列，存活率低于其他国家，肿瘤治疗需求旺盛。在人口老龄化趋势已现、工业化城镇化进程不断加快、环境污染日益严重、工作压力不断加大、不健康生活方式成为主流等多种因素的影响下，中国癌症发病人数在2020年达到456.9万人，占全球癌症发病总量的24%，高居世界榜首。近十年以来恶性肿瘤发病率每年保持约3.9%的增幅，死亡率每年保持2.5%的增幅。恶性肿瘤的发病率随着年龄上升增加，到80岁年龄组达到发病高峰，死亡率变化趋势和发病率类似，也会随着年龄的增加而上升。

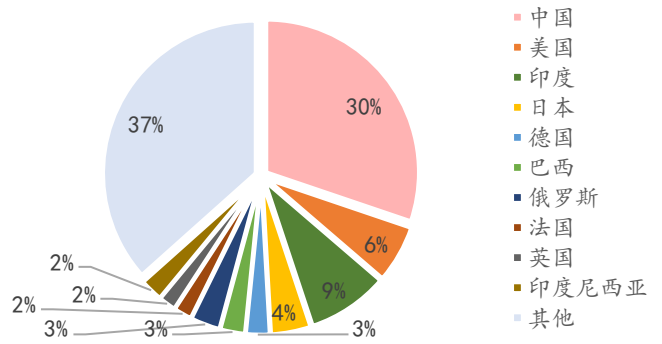
从死亡率看，根据世界卫生组织国际癌症研究机构（IARC）的数据，中国近五年恶性肿瘤存活率30.2%，低于其他国家。可能系：1）流行肿瘤类型不同：我国高发恶性肿瘤多为肝癌、胃癌等预后较差的消化系统肿瘤，发达国家多为甲状腺癌、乳腺癌、前列腺癌等预后较好的肿瘤；2）中国总体医疗资源仍相对薄弱，即使是预后较好的肿瘤的五年生存率依旧与发达国家存在差距。根据中华肿瘤杂志期刊文章，中国乳腺癌、甲状腺癌和前列腺癌的5年生存率为82.0%、84.0%和66.4%，而发达国家相应肿瘤的5年生存率为90.9%，98%和99.5%。**我国存量庞大且流量快速增长的恶性肿瘤患者群体推高了肿瘤医疗服务的需求，也对我国肿瘤医疗服务水平提出更高的要求。**

图表 25 2020 全球癌症发病数分布比例



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

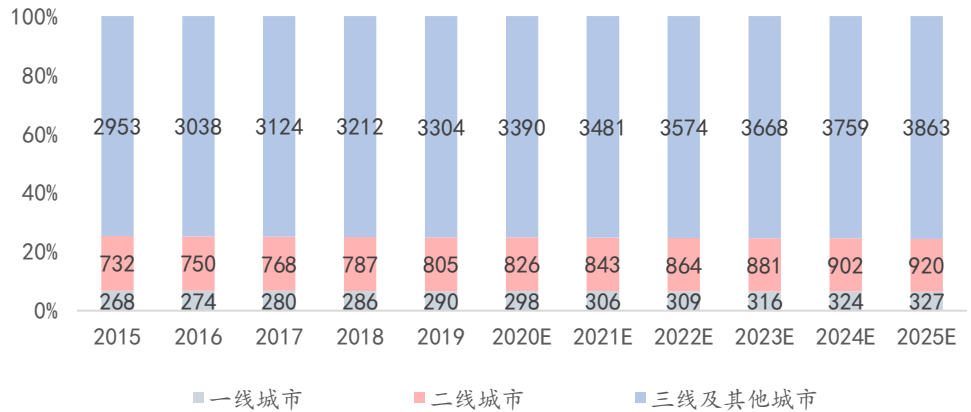
图表 26 各国恶性肿瘤死亡率占比



资料来源：IARC，华安证券研究所

低线城市聚集绝大部分肿瘤医疗服务需求。从城市分布看，我国恶性肿瘤患者集中于低线城市，2019 年三线城市癌症患者超 330 万人，承载了我国绝大部分肿瘤治疗需求。

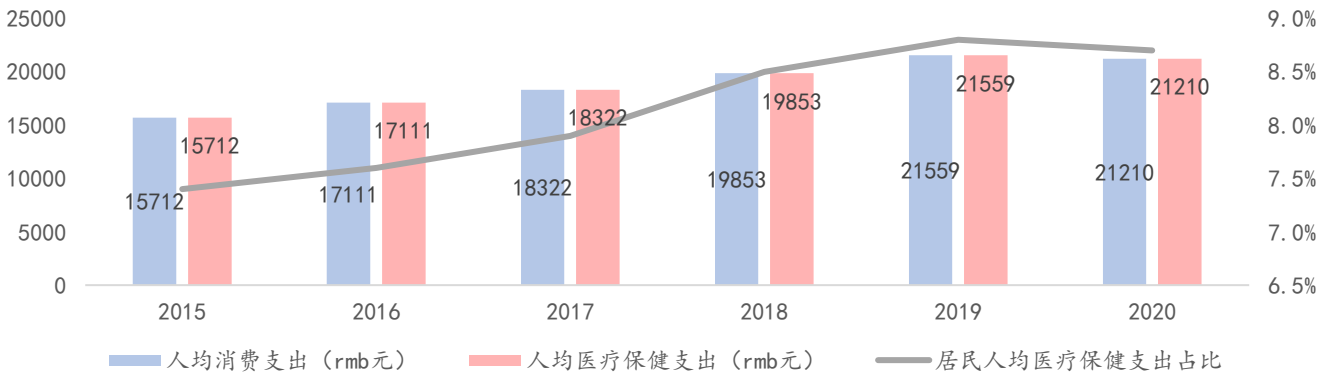
图表 27 中国恶性肿瘤病发总数按地域拆分 (千人)



资料来源：Frost&Sullivan，华安证券研究所

人均消费水平的提高、医疗保健支出的增加提高患者支付能力。随着中国经济政治水平的快速提高，我国人均可支配收入稳步增加，人均消费支出连年上升，医疗保健支出也随之上升，民众的健康意识持续加强。对健康的重视使得民众对于肿瘤医疗的负担能力和接受度增加。

图表 28 支付能力与支付意愿逐年上升

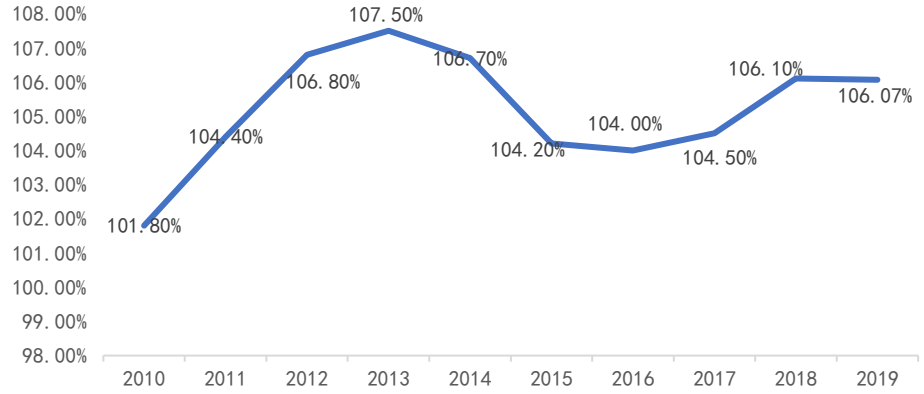


资料来源：国家统计局，华安证券研究所

4.2 供给：政策宽松、监管严格，头部企业迎来利好

公立医院长期占据患者心智，造成医疗资源极度紧张。肿瘤，特别是恶性肿瘤（癌症）属于严肃医疗范畴，患者天然倾向于选择建院时间悠久、医师资源充足、具备良好口碑的公立医院，因此公立医院肿瘤科经常处于高负荷运转状态，尚有巨大的肿瘤医疗需求亟待被满足。

图表 29 肿瘤医院病床使用率

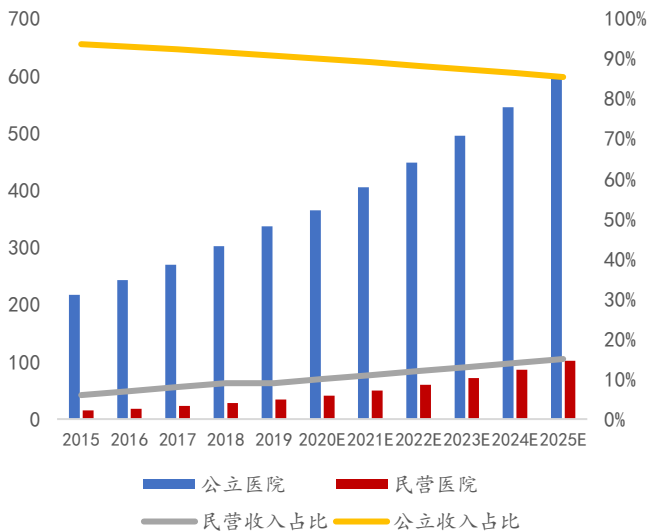


资料来源：国家卫计委，华安证券研究所

肿瘤市场规模逐年扩大：2019 年中国肿瘤医疗服务市场收入（公立医院+民营医院）共 3710 亿元，预计 2025 年将增至 7003 亿元；2015-2019 市场总收入 CAGR 12.5%，2019-2025 CAGR 11.2%。民营医院的占比逐年扩大，2019 年民营医院肿瘤医疗服务收入占总体的 9.3%，预计 2025 年将达到 14.6%。公立肿瘤医院收入占总体比例远高于民营医院，但民营医院收入增长速度高于公立医院。

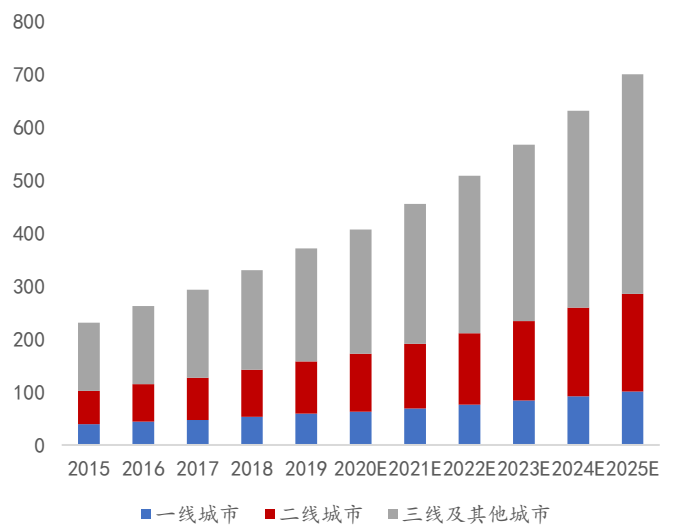
三线城市肿瘤服务收入及收入增速均高于一线与二线城市：按照城市层级划分，2019 年中国三线及其他城市肿瘤治疗收入达 2130 亿元人民币，占总体收入的 57.4%，2015-2019 CAGR 13.3%；一线城市肿瘤治疗收入 586 亿元，二线城市 994 亿元。根据 Frost&Sullivan 的预测数据，2025 年我国三线及其他城市的肿瘤治疗收入将达到 4153 亿元。

图表 30 民营医院肿瘤医疗收入占比不断扩大



资料来源：Frost&Sullivan，华安证券研究所

图表 31 三线城市为肿瘤治疗服务收入主要来源



资料来源：Frost&Sullivan，华安证券研究所

国家政策鼓励社会资本办医，民营医院迎来宽松政策环境。为了分担公立医院的运营压力，更好满足患者需求，我国自 2010 年起即出台相关政策鼓励民间办医，民营医疗机构迎来政策红利期。比如：1) 对于符合医保规定的民营医院纳入基本医保等社保服务，执行与公立医院相同的支付政策；2) 鼓励社会资本建立医疗设施、品牌化专科医疗集团、有专科优势的大型综合医院；3) 明确提出控制公立医院数量与规模，给予社会办医足够的市场发展空间。

图表 32 政策支持社会办医

时间	政策名称	发布机构	内容
2010.11	《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构的意见》	国务院办公厅	将符合条件的非公立医疗机构纳入医保定点范围，签订服务协议进行管理并执行与公立医疗机构相同的报销政策
2013.12	《关于加快发展社会办医的若干意见》	国家卫生计生委	放宽服务领域要求、放宽大型医用设备配置、完善配套支持政策和加快办理审批手续。凡是法律法规没有明令禁入的领域，都要向社会资本开放。各地要科学制订本地区大型医用设备配置规划，严格控制公立医疗机构配置，充分考虑非公立医疗机构的发展需要
2017.5	《关于支持社会力量提供多层次多样化医疗服务的意见》	国务院办公厅	积极支持社会力量深入专科医疗等细分服务领域，在包括肿瘤在内的一系列专科以及康复、护理、体检等领域加快打造一批具有竞争力的品牌服务机构。鼓励投资者建立品牌化专科医疗集团、举办有专科优势的大型综合医院
2021.6	《国家卫生健康委办公厅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》	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

资料来源：卫健委，中国政府网，华安证券研究所

在六大肿瘤治疗手段中，放疗适应性高、渗透率低、市场增速快，发展潜力大。肿瘤的治疗选择有六种：手术、放疗、介入型放疗、化疗、靶向疗法、免疫疗法。其中，放疗与手术和化疗合并认证为肿瘤治疗三大核心手段，放疗的综合成本更低。放疗广泛应用于鼻咽癌、淋巴瘤等多种部肿瘤的基础治疗、手术或化疗前后的辅助治疗，已证实在肿瘤的局部控制方面十分有效，可以实现更高的五年存活率。此外放疗也可以提供保守治疗及舒缓癌症症状的方案；除恶性肿瘤外，放疗也可用于治疗良性肿瘤及部分脑血管、神经系统和精神疾病。

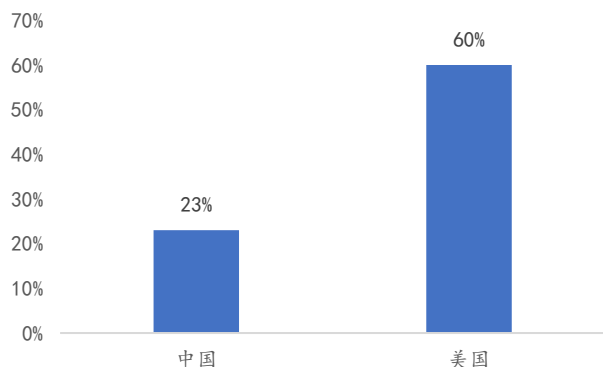
图表 33 三种主流肿瘤治疗方案对比

治疗手段	价格	内容
手术	1~1.5 万元/疗程	外科医生在工具的协助下将肿瘤从肿瘤患者体内摘除；对位置固定、外围清晰的实体瘤或早期肿瘤有效。当肿瘤扩散或发生系统性转移，则手术治疗不再适用。
放疗	1~3 万元/次	放疗结合计算机科学及医学影像技术，通过在病灶上集中高剂量辐射及摧毁肿瘤细胞，可以实现精准治疗、较少影响周围正常组织。
化疗	50~300 元/天	化疗运用一种或多种药物杀死癌细胞并控制癌细胞增长。化疗同放疗一样适用于不同类型的癌症，可单独使用或结合其他治疗方案。化疗为系统性治疗，对处于不同疾病发展阶段的大多数肿瘤患者都有效果。

资料来源：健康界、华安证券研究所

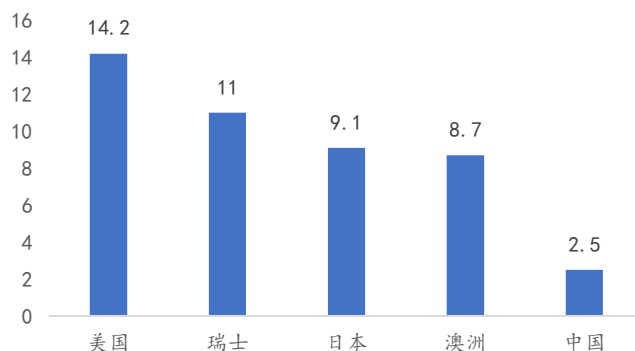
目前国内放疗治疗的渗透率较低,放疗设备数量不足且分布不均。从渗透率看,我国放疗设备的总量、渗透率均低于美国。根据中华医学会放射肿瘤治疗学分会的调查数据,国内共有直线加速器 2021 台(进口&国产,2018 年),全国每百万人口放疗设备约为 1.5 台(加速器&钴 60),低于世界卫生组织建议的每百万人口 2-4 台。

图表 34 2018 年中美放疗渗透率对比



资料来源: Frost&Sullivan, 华安证券研究所

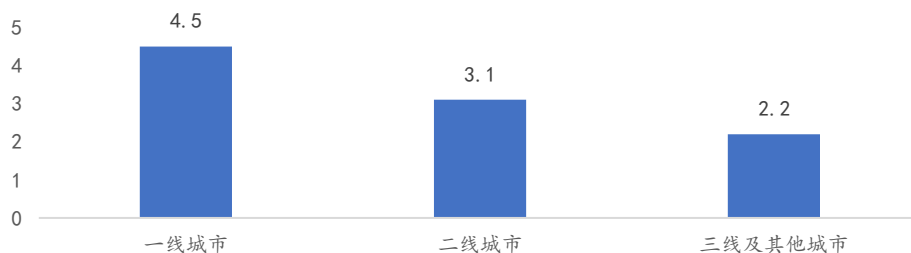
图表 35 中国人均放疗设备保有量低于世界其他国家(2018 年每百万人口放疗设备/台)



资料来源: Frost&Sullivan, 华安证券研究所

从地域来看,我国放疗设备地区分布也极不均衡,大多集中于一线城市,肿瘤需求高度集中的底线城市缺极度缺乏放疗设备。

图表 36 我国放疗设备地域性分布不均(2018 年中国每百万人放疗设备保有量/台)



资料来源: Frost&Sullivan, 华安证券研究所

大型医疗设备配置政策逐步放宽,未来放疗设备的供给有望进一步放量。2018 年起,国家卫健委等多个机构发布政策,将大型医用设备配置的限制逐步放开,对伽玛刀、直线加速器、伽玛射线立体定向放射治疗系统都进行了规划配置数量的上调。国家对放疗设备监管的放开为放疗设备制造商提供指引,有望带来放疗设备的进一步放量。以伽玛刀为例,目前国内共有 10 家注册登记的伽玛刀生产厂商,其中 9 家为国产企业、1 家为全球伽玛刀龙头瑞典医科达,共有 16 款获批产品。未来随着国家对大型医疗设备配置的进一步放开,特别是伽玛刀已由甲类调整到乙类,国内医院设备采购的限制会进一步减少,供应商订单有望实现突破。作为国内伽玛刀头部公司,玛西普有望乘政策东风,保持目前国内装机量 50% 以上的市场份额并实现出口量的上升。

图表 37 对放疗设备的政策逐步放开

时间	政策名称	发布机构	内容
2018.4	《大型医用设备配置许可管理目录》	国家卫健委	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

2018.10	《关于发布 2018-2020 年医用设备配置规划的通知》	国家卫健委	放宽限截至 2020 年底，伽玛刀设备全国规划配置 254 台，新增 146 台；直线加速器全国规划配置 3162 台，新增 1208 台
2020.7	《关于调整 2018-2020 年大型医用设备配置规划的通知》	国家卫生健康委财务司	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，伽玛刀总体规划由新增 146 台增至 188 台；直线加速器由 1208 台增至 1451 台
2021.6	《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》	国家卫健委	大型医用设备配置“证照分离”由试点区域向全国全面推开

资料来源：卫健委，华安证券研究所

肿瘤医疗服务对供应商技术要求高，天然形成进入壁垒。2006 年卫生部发布的《放射诊疗管理规定》对放射诊疗的执业条件进行了严格的规定，天然形成该行业的进入壁垒，先进入者具备技术和医护资源优势。

图表 38 放疗治疗中心门槛高监管严

条件	内容
准入要求	具有医学影像科诊疗科目；具有符合国家相关标准和规定的放射诊疗场所和配套设施；具有质量控制与安全防护专（兼）职管理人员和管理制度，并配备必要的防护用品和监测仪器；产生放射性废气、废液、固体废物的，具有确保放射性废气、废液、固体废物达标排放的处理能力或者可行的处理方案；具有放射事件应急处理预案。
专业人员要求	开展放射治疗工作的专业人员，应当具有：中级以上专业技术职务任职资格的放射肿瘤医师；病理学、医学影像学专业技术人员；大学本科以上学历或中级以上专业技术职务任职资格的医学物理人员；放射治疗技师和维修人员。
审查	医疗机构设置放射诊疗项目，应当按照其开展的放射诊疗工作的类别，分别向相应的卫生行政部门提出建设项目卫生审查、竣工验收和设置放射诊疗项目申请：开展放射治疗、核医学工作的，向省级卫生行政部门申请办理；开展介入放射学工作的，向设区的市级卫生行政部门申请办理；开展 X 射线影像诊断工作的，向县级卫生行政部门申请办理。

资料来源：卫健委，凤凰网，华安证券研究所

整体来看，中国肿瘤医疗市场供给偏紧，放疗设备渗透率低，且肿瘤患者的需求具备刚性，医疗资源的稀缺使得民营医院能够以差异化优势吸引公立医院的患者溢出，未来放疗设备供给端的放量将进一步利好公司在放疗设备领域龙头地位的巩固。

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

我们将公司的收入拆分为医疗服务、放疗器械两大板块进行预测。

- 1) 医疗服务版块包括四川友谊医院、重庆华健友方医院、苏州广慈肿瘤医院，我们认为三家医院将正常运转；2021年公司剥离旗下亏损医院，但2021年仍贡献收入；公司旗下托管医院将在2022~2024年贡献收入。
- 2) 放疗器械版块包括伽玛刀、经销医疗商品、其他医疗器械。其中，伽玛刀版块在2020年受疫情、配置证等影响较大，订单有所冲击，我们认为2021年器械板块收入会受到影响，22年及以后恢复原有增速。经销医疗商品虽毛利率低于伽玛刀，但其包含的种类丰富，收入增长迅猛。

根据以上假设，我们对公司收入预测如下表：

图表 39 公司收入及增速预测 (人民币百万元)

单位: rmb mn	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
医疗服务版块							
四川友谊医院	338	338	360	437	551	694	854
	30%	0.1%	7%	22%	26%	26%	23%
重庆华健友方医院	63	79	80	97	122	154	189
		25%	1%	22%	25%	27%	23%
苏州广慈肿瘤医院		337	395	479	603	766	942
			17%	22%	26%	27%	23%
杭州怡康中医肿瘤医院		11	20	19			
运城第一医院					35	36	34
长春盈康医院					2.16	6.28	15.69
医疗器械版块							
伽玛刀	58	88	102	36	50	71	103
		52%	15%	-65%	40%	42%	45%
经销医疗商品	27	55	101	30	51	91	169
		100%	83%	-70%	70%	78%	85%
其他医疗器械	0.08	0.42	0.32	0.13	0.20	0.35	0.64
		425%	-24%	-60%	60%	70%	85%
主营业务收入	504	573	661	1112.34	1414.08	1776.38	2257.42
		13.67%	15.38%	68.27%	27.13%	25.62%	27.08%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

我们选择赛道内可比公司相关数据与盈康生命进行横向比较，其中通策医疗为口腔连锁代表标的、爱尔眼科为眼科连锁龙头、ST国医（国际医学）为综合性医院优质公司、海吉亚医疗为肿瘤专科医院代表、固生堂为中医连锁第一股。经过综合比较，我们认为盈康生命具备较高估值性价比。

图表 40 可比公司对比

证券代码	证券简称	总市值 (rmb 亿元)	PE TTM	预测 PE	预测 PE	预测 PE
		2022-03-04	2022-03-04	2021E	2022E	2023E
300015.SZ	爱尔眼科	1,891.06	86.70	81.07	61.62	47.46

600763. SH	通策医疗	475.28	66.29	64.42	48.45	36.98
6078. HK	海吉亚医疗	209.15	58.84	49.23	34.87	24.76
000516. SZ	ST 国医	200.28	-486.78	-33.63	136.65	46.15
300143. SZ	盈康生命	77.38	41.62	45.91	29.32	22.90

资料来源：公司公告，华安证券研究所

5.2 投资建议

从公司角度看，盈康生命以食用菌业务起家，在海尔集团入主的加持下由生物科技成功转型肿瘤医疗服务，通过“一体两翼”战略打造医疗服务+医疗器械双轮驱动的业务模式，二者相辅相成，形成强大的协同效应，共同推动公司发展。**1) 医疗服务方面**，公司以“1+N+n”的网络式布局为目标，计划在全国范围内布局 10 家旗舰医疗中心、30 家卫星医院、60 家体验中心，体内四川友谊医院、重庆华健友方医院、苏州广慈肿瘤医院借助海尔集团强大的运营管理团队与公司经过长期摸索积累的医疗服务管理经验均实现良好的经营业绩和内生增长；同时在体外孵化优质资产，有望在未来进一步实现规模效应。**2) 医疗器械方面**，公司在海尔集团的支持下持续加大对公司旗下放疗设备的研发投入，打造肿瘤医疗服务全产业链。在已有产品方面，公司持续塑造国产放疗设备品牌玛西普的形象，打造良好口碑，国内市场份额 50%、全球装机量突破 110 台，未来有望进一步放量；在创新方面，公司以研发、参股等多种方式积极布局直线加速器、小质子刀等多种新型放疗设备，医疗器械板块有望进一步提振业绩。未来在海尔集团资本的强劲加持下，公司的医疗服务业务与器械板块业务有望持续稳定扩展业务版图，重塑行业地位。

从行业角度看，我国肿瘤医疗服务行业规模大，增速高，需求持续膨胀。2019 年我国肿瘤治疗服务市场规模 3711 亿元，2015~2019 CAGR 12.5%，增速保持稳定，尚未看到天花板。**需求**：随着人们生活工作压力的不断加大、不健康生活习惯的养成、癌症早筛和预防的意识的缺乏等多种因素，我国肿瘤发病人数持续增加，2020 年达 451.4 万人次，且未来还将持续上升。我国肿瘤患者供需分布极度不均，患者集中于三线及以下的低线城市，医疗资源集中于一线城市，加之公立医院肿瘤医疗资源有限、长期高负荷运转，肿瘤医疗服务呈现供不应求的状态，愈加膨胀的需求外溢至民营医院以寻求治疗，民营医院迎来发展窗口期，2015~2019 年民营肿瘤医疗服务收入 CAGR 23.7%，远超整体肿瘤治疗行业增速。**供给**：我国自 2015 年开始通过政策和指导意见等多种方式鼓励社会办医，鼓励民营资本进入基层医疗服务领域。社会资本进入医疗服务领域能够极大程度缓解公立医院患者溢出、医疗资源紧张的问题，为社会良好发展贡献价值。考虑到肿瘤放疗设备监管侧的放松、大型高端医疗设备国产替代进程的不断加快，国产放疗设备供应商订单预计将迎来价量齐升的黄金期。盈康生命一体两翼的业务线都将受益于行业的春风。

我们看好公司双业务线的协同效应，认为中国肿瘤医疗服务领域大有可为，首次覆盖给予公司“买入”评级。我们预计公司 2021~2023 年分别实现营业收入 11.1/14.1/17.8 亿元，实现归母净利润 1.65/2.58/3.31 亿元，对应 P/E 46/29/23x；对应 EPS 0.26/0.40/0.51。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示:

体外医院爬坡不及预期; 托管医院收入增速不及预期; 器械板块收入恢复不及预期; 疫情反复造成持续性负面影响。

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	
流动资产	1021	1264	1598	1879	
现金	484	497	677	768	
应收账款	175	308	371	458	
其他应收款	16	34	45	63	
预付账款	19	31	39	47	
存货	25	34	38	43	
其他流动资产	302	360	426	500	
非流动资产	1630	1662	1733	1812	
长期投资	0	0	0	0	
固定资产	195	233	262	282	
无形资产	93	101	112	129	
其他非流动资产	1341	1328	1360	1401	
资产总计	2651	2926	3331	3691	
流动负债	201	290	512	648	
短期借款	0	50	232	298	
应付账款	67	83	106	138	
其他流动负债	133	158	174	211	
非流动负债	210	212	121	-11	
长期借款	180	120	40	-80	
其他非流动负债	29	91	81	68	
负债合计	410	502	633	637	
少数股东权益	30	44	68	102	
股本	642	642	642	642	
资本公积	2254	2254	2254	2254	
留存收益	-686	-516	-266	56	
归属母公司股东权	2210	2380	2630	2952	
负债和股东权益	2651	2926	3331	3691	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	88	94	267	329	
净利润	128	165	258	331	
折旧摊销	46	55	60	63	
财务费用	19	7	7	8	
投资损失	-3	-3	-5	-6	
营运资金变动	-135	-142	-81	-103	
其他经营现金流	297	319	365	470	
投资活动现金流	-198	-126	-158	-151	
资本支出	-51	-69	-67	-51	
长期投资	-150	-55	-91	-102	
其他投资现金流	3	-2	0	2	
筹资活动现金流	497	45	70	-87	
短期借款	-80	50	182	67	
长期借款	-70	-60	-80	-120	
普通股增加	96	0	0	0	
资本公积增加	649	0	0	0	
其他筹资现金流	-98	55	-32	-33	
现金净增加额	387	14	180	91	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	
营业收入	661	1112	1414	1776	
营业成本	438	570	738	948	
营业税金及附加	2	1	1	1	
销售费用	14	51	40	44	
管理费用	112	209	240	293	
财务费用	16	7	7	8	
资产减值损失	-25	-11	-11	-11	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	3	3	5	6	
营业利润	38	240	338	413	
营业外收入	138	22	31	44	
营业外支出	5	11	8	6	
利润总额	171	251	362	451	
所得税	42	73	80	86	
净利润	129	178	282	365	
少数股东损益	1	13	24	35	
归属母公司净利润	128	165	258	331	
EBITDA	107	298	413	499	
EPS (元)	0.22	0.26	0.40	0.51	

主要财务比率				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	15.4%	68.3%	27.1%	25.6%
营业利润	105.7%	528.3%	41.2%	22.0%
归属于母公司净利	118.2%	28.7%	56.6%	28.1%
获利能力				
毛利率 (%)	33.7%	48.8%	47.8%	46.6%
净利率 (%)	19.4%	14.8%	18.3%	18.6%
ROE (%)	5.8%	6.9%	9.8%	11.2%
ROIC (%)	1.9%	6.3%	8.9%	10.5%
偿债能力				
资产负债率 (%)	15.5%	17.2%	19.0%	17.2%
净负债比率 (%)	18.3%	20.7%	23.5%	20.8%
流动比率	5.09	4.35	3.12	2.90
速动比率	4.87	4.13	2.97	2.76
营运能力				
总资产周转率	0.25	0.38	0.42	0.48
应收账款周转率	3.78	3.62	3.81	3.88
应付账款周转率	6.53	6.89	6.95	6.86
每股指标 (元)				
每股收益	0.22	0.26	0.40	0.51
每股经营现金流薄)	0.14	0.15	0.42	0.51
每股净资产	3.44	3.71	4.09	4.60
估值比率				
P/E	90.00	45.91	29.32	22.90
P/B	5.75	3.18	2.88	2.56
EV/EBITDA	116.54	24.74	17.61	14.26

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 谭国超, 医药首席分析师, 中山大学本科、香港中文大学硕士, 曾任职于强生医疗(上海)医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所, 主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目, 有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。