

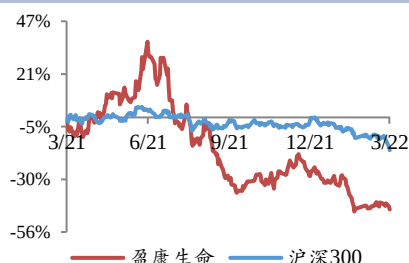
托管医院落定一城，发力康复领域

投资评级：买入

报告日期：2022-03-08

收盘价 (元)	11.44
近 12 个月最高/最低 (元)	28.51/11.21
总股本 (百万股)	642
流通股本 (百万股)	546
流通股比例 (%)	85.00
总市值 (亿元)	73
流通市值 (亿元)	62

公司价格与沪深 300 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

相关报告

1. 【华安医药】盈康生命 (300143)
深度报告：器械+服务双业务线助力公司
驰骋肿瘤医疗赛道 2022-03-07

主要观点：

● 事件：2022 年 3 月 7 日公司发布托管公告

2022 年 3 月 7 日，公司发布公告，盈康生命拟与上海永慈医院投资管理有限公司、上海永慈康复医院签订《关于上海永慈康复医院之委托管理协议》，协议约定将永慈医院的经营权、管理权委托给公司行使，公司对永慈医院的运营实施管理，托管期限为三年。本次交易构成关联交易，不构成重大资产重组。

● 点评：托管医院再下一城，切入康复领域；进一步解决同业竞争，托管费有望增厚业绩

公司通过永慈投资对永慈医院进行委托管理并按照医疗收入（不含财政补助收入、营业外收入和其他收入）的 5%收取托管费。上海永慈医院是公司托管的第三家医院，以重症康复为特色，结合现代康复技术、临床医学和传统医学，提供全方位、全周期的医疗服务，辅以创新科技，逐步成为“以重症康复为特色的物联网医疗生态平台”。本次托管是公司实控人海尔集团履行同业竞争解决承诺的措施，将解决及避免永慈医院与公司之间的同业竞争。

● 投资建议

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。本次公司托管永慈医院将以托管费形式获得收入，布局康复领域后有望持续发力，乘康复行业政策东风，进一步提振公司业绩。我们持续看好公司双业务线协同发展的能力，维持“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 45/28/22x；对应 EPS 0.26/0.40/0.51。

● 风险提示

疫情反复风险、托管医院收入不及预期、放疗器械板块发展不及预期。

● 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	44.55	28.45	22.22
P/B	5.75	3.09	2.79	2.49
EV/EBITDA	116.54	23.99	17.07	13.81

正文目录

1 上海永慈康复医院：以重症康复为特色，有望成为公司收入新增长点	4
风险提示：	5
财务报表与盈利预测	6

图表目录

图表 1 上海永慈康复医院相关数据.....	4
------------------------	---

1 上海永慈康复医院：以重症康复为特色，有望成为公司收入新增长点

2022年3月7日公司发布公告，公司与上海永慈医院投资管理有限公司、上海永慈康复医院签订协议，约定将永慈医院的经营权、管理权委托给公司行使，托管期限为三年，管理费的收取金额为永慈医院上一会计年度经审计后的医疗收入（不含财政补助收入、营业外收入和其他收入）的5%，目的是进一步解决和避免公司实际控制人海尔集团公司旗下医院与公司医疗服务板块的同业竞争。受委托管理的具体事项包括经营管理权、物联网医院咨询及建设、制度支持、综合信息技术支持、供应链管理服务等、财务管理支持、人力资源支持、其他支持。

上海永慈康复医院是一家以“医患合一”为理念，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。永慈医院具备三个特色：1) 是三级康复性医院：以疾病急性期患者为主，业务辐射早期康复治疗与转诊；2) 非营利性医院；3) 医保定点医院。

图表 1 上海永慈康复医院相关数据

指标	内容
面积	占地面积 2.2 万平方米，建筑面积 4 万平方米，医疗业务面积 3.6 万平方米
床位	设置床位 400 张，展开床位 600 张
科室	门诊、急诊、临床医疗、临床康复、康复治疗技术和医技科室 26 个
医疗资源	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
2021 年财务数据	总资产 12,609.71 万元，净资产 4,733.79 万元，2021 年度医疗收入为 37,500.85 万元

资料来源：公司公告，华安证券研究所

康复医疗是临床应用学科四大医学（临床医学、预防医学、康复医学、保健医学）的一个重要分支，在我国人口老龄化日益凸显、康复意识日益增加的背景下，康复医疗服务的重要性日益凸显。我国持续出台政策推动康复医疗服务行业的发展，特别是 2022 年卫健委在《医疗机构设置规划指导原则（2021~2025）》中明确提出鼓励社会力量在康复、护理等领域举办非营利性医疗机构，民营专科康复医院将迎来发展黄金期。

我们认为公司本次托管永慈医院，能够使得永慈和旗下其他托管以及自运营的医院打造协同效应，相互赋能，通过永慈切入康复医疗赛道，形成差异化竞争优势，进一步完善“1+N+n”的网络式布局，进一步实现规模效应。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，维持“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 45/28/22x；对应 EPS 0.26/0.40/0.51。

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					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	1021	1264	1598	1879	营业收入	661	1112	1414	1776
现金	484	497	677	768	营业成本	438	570	738	948
应收账款	175	308	371	458	营业税金及附加	2	1	1	1
其他应收款	16	34	45	63	销售费用	14	51	40	44
预付账款	19	31	39	47	管理费用	112	209	240	293
存货	25	34	38	43	财务费用	16	7	7	8
其他流动资产	302	360	426	500	资产减值损失	-25	-11	-11	-11
非流动资产	1630	1662	1733	1812	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	3	3	5	6
固定资产	195	233	262	282	营业利润	38	240	338	413
无形资产	93	101	112	129	营业外收入	138	22	31	44
其他非流动资产	1341	1328	1360	1401	营业外支出	5	11	8	6
资产总计	2651	2926	3331	3691	利润总额	171	251	362	451
流动负债	201	290	512	648	所得税	42	73	80	86
短期借款	0	50	232	298	净利润	129	178	282	365
应付账款	67	83	106	138	少数股东损益	1	13	24	35
其他流动负债	133	158	174	211	归属母公司净利润	128	165	258	331
非流动负债	210	212	121	-11	EBITDA	107	298	413	499
长期借款	180	120	40	-80	EPS (元)	0.22	0.26	0.40	0.51
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					
归属母公司股东权益	2210	2380	2630	2952					
负债和股东权益	2651	2926	3331	3691					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	88	94	267	329	成长能力				
净利润	128	165	258	331	营业收入	15.4%	68.3%	27.1%	25.6%
折旧摊销	46	55	60	63	营业利润	105.7%	528.3%	41.2%	22.0%
财务费用	19	7	7	8	归属于母公司净利	118.2%	28.7%	56.6%	28.1%
投资损失	-3	-3	-5	-6	获利能力				
营运资金变动	-135	-142	-81	-103	毛利率 (%)	33.7%	48.8%	47.8%	46.6%
其他经营现金流	297	319	365	470	净利率 (%)	19.4%	14.8%	18.3%	18.6%
投资活动现金流	-198	-126	-158	-151	ROE (%)	5.8%	6.9%	9.8%	11.2%
资本支出	-51	-69	-67	-51	ROIC (%)	1.9%	6.3%	8.9%	10.5%
长期投资	-150	-55	-91	-102	偿债能力				
其他投资现金流	3	-2	0	2	资产负债率 (%)	15.5%	17.2%	19.0%	17.2%
筹资活动现金流	497	45	70	-87	净负债比率 (%)	18.3%	20.7%	23.5%	20.8%
短期借款	-80	50	182	67	流动比率	5.09	4.35	3.12	2.90
长期借款	-70	-60	-80	-120	速动比率	4.87	4.13	2.97	2.76
普通股增加	96	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	649	0	0	0	总资产周转率	0.25	0.38	0.42	0.48
其他筹资现金流	-98	55	-32	-33	应收账款周转率	3.78	3.62	3.81	3.88
现金净增加额	387	14	180	91	应付账款周转率	6.53	6.89	6.95	6.86

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益	0.22	0.26	0.40	0.51	P/E	90.00	44.55	28.45	22.22
每股经营现金流薄)	0.14	0.15	0.42	0.51	P/B	5.75	3.09	2.79	2.49
每股净资产	3.44	3.71	4.09	4.60	EV/EBITDA	116.54	23.99	17.07	13.81

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。

联系人：陈珈蔚，研究助理，主要负责医疗服务行业研究。南开大学本科、波士顿学院金融硕士。

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 15%；
- 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。