

盈康生命 (300143.SZ) 疫情下业绩短期承压, Q1 经营趋势向好

2022年05月04日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

蔡明子 (分析师)

龙永茂 (联系人)

caimingzi@kysec.cn

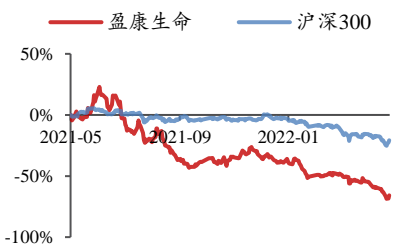
longyongmao@kysec.cn

证书编号: S0790520070001

证书编号: S0790121070011

日期	2022/4/29
当前股价(元)	7.92
一年最高最低(元)	29.15/6.98
总市值(亿元)	50.86
流通市值(亿元)	43.23
总股本(亿股)	6.42
流通股本(亿股)	5.46
近3个月换手率(%)	66.44

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《公司信息更新报告-拟托管永慈医院解决同业竞争, 进一步打造差异化康复医疗能力》-2022.3.8

《公司信息更新报告-拟股权激励绑定核心人才, 保障业绩稳健增长》-2022.1.12

《公司信息更新报告-托管盈康运城医院, 服务网络囊括西北经济圈》-2021.12.15

● **2021年玛西普商誉计提减值致亏损, 医疗服务稳健增长, 维持“买入”评级**
4月28日, 公司发布2021年报: 2021年公司实现营业收入10.90亿元(+5.93%, 增速为公司追溯调整后口径, 下同); 归母净利润-3.64亿元(-345.13%); 扣非净利润-4.74亿元(-16683.81%); 经营现金流净额1.26亿元(+48.19%); EPS-0.57元/股(-0.79元/股)。公司发布2022年一季报: 2022Q1公司实现营业收入2.68亿元(+10.72%); 归母净利润0.24亿元(+30.56%); 扣非净利润0.25亿元(+359.61%); 经营现金流净额0.36亿元(-37.80%); EPS 0.00375元/股(+0.0087元/股)。考虑到公司器械板块收入确认需要一定周期, 我们下调2022-2023年并新增2024年盈利预测, 预计2022-2024年归母净利润分别为1.13(原2.56)/1.44(原3.48)/1.88亿元, EPS分别为0.18/0.22/0.29元, 当前股价对应P/E分别为45.1/35.4/27.1倍, 公司聚焦肿瘤+康复医疗赛道, 深入推进“1+N+n+H”布局, 借力海尔成长空间大, 维持“买入”评级。

● **聚焦“1+N+n+H”战略, 服务网络不断完善, 服务能力不断提升**

2021年公司旗下医院门诊人次同比增长75%, 住院人次同比增长8.8%, 三四级手术量同比提升163%。2021年公司完成苏州广慈医院股权交割; 已将长沙盈康、杭州怡康、长春盈康剥离至体外进行孵化; 托管盈康运城医院和上海永慈医院。海尔拥有丰富的优质医院资产, 出于同业竞争承诺未来有望注入公司, 增厚公司业绩。海尔强大的医院运营能力有望赋能公司体内医院发展。

● **股权激励绑定核心人才, 进一步健全公司长效激励机制**

为了进一步健全公司长效激励机制, 吸引和留住优秀人才, 充分调动公司核心团队的积极性, 使各方共同关注公司的长远发展, 公司实施了2022年限制性股票激励计划, 以2022年2月8日作为授予日, 以7.27元/股的价格向符合条件的131名激励对象(高管5名, 核心骨干人员126名)授予418.9万股第二类限制性股票。

● **风险提示:** 并购医院业绩不及预期, 伽玛刀销售不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	661	1,090	1,318	1,587	1,904
YOY(%)	15.4	64.9	20.9	20.4	20.0
归母净利润(百万元)	128	-364	113	144	188
YOY(%)	-118.2	-384.2	131.0	27.3	30.7
毛利率(%)	33.7	23.9	31.5	29.0	29.5
净利率(%)	19.4	-33.4	8.6	9.0	9.9
ROE(%)	5.8	-19.7	6.3	7.0	8.4
EPS(摊薄/元)	0.20	-0.57	0.18	0.22	0.29
P/E(倍)	39.7	-14.0	45.1	35.4	27.1
P/B(倍)	2.3	2.9	2.7	2.5	2.3

数据来源: 聚源、开源证券研究所

目 录

1、 2021 年前 3 季度医疗服务板块净利润高速增长，器械板块持续加大高端设备研发投入	3
2、 医疗服务水平持续提升，加强学科建设和人才梯队培养	3
3、 持续推进“1+N+n”战略布局，借力海尔未来可期	4
4、 盈利预测	4
5、 风险提示	5
附：财务预测摘要	6

图表目录

表 1： 盈康生命盈利预测	5
---------------------	---

1、2021 年玛西普商誉计提减值 4.5 亿导致业绩亏损，医疗服务业务稳健增长

4月28日，公司发布2021年报：2021年公司实现营收10.90亿元（+5.93%，增速为公司追溯调整后口径，下同）；归母净利润-3.64亿元（-345.13%）；扣非净利润-4.74亿元（-16683.81%）；经营现金流净额1.26亿元（+48.19%）；EPS-0.57元/股（-0.79元/股）。

公司发布2022年一季报：2022Q1公司实现营收2.68亿元（+10.72%）；归母净利润0.24亿元（+30.56%）；扣非净利润0.25亿元（+359.61%）；经营现金流净额0.36亿元（-37.80%）；EPS 0.00375元/股（+0.0087元/股）。

2021年公司营收增速放缓，利润呈现亏损主要原因是器械板块业务受政策和疫情影响，部分销售订单转化期有所延长，盈利不及预期，玛西普商誉计提资产减值损失计4.51亿元，本次计提后，预计玛西普剩余未做计提准备的高誉价值约1.4亿元。2022Q1公司器械板块恢复增长，拉动归母净利润增速达30.56%，扣非净利润同比增长359.61%，主要是医疗器械板块利润增加及2021Q1处置亏损子公司后亏损减少所致。

分季度看，公司Q1/Q2/Q3/Q4收入分别为1.3亿元（+32.17%，2021年分季度增速为追溯调整前数据，下同）、1.66亿元（-9.23%）、1.93亿元（-5.52%）、5.98亿元（+10.52%）；归母净利润分别为0.11亿元（+197.95%）、0.12亿元（-68.49%）、0.77亿元（+391.52%）、-4.64亿元（-538.15%）；扣非净利润分别为-0.10亿元（+15.47%）、0.02亿元（-94.04%）、0.11亿元（-38.59%）、-4.77亿元（-1253.74%）。2022Q1实现营业收入2.68亿元（+10.72%），归母净利润0.24亿元（+30.56%），扣非净利润0.25亿元（+359.61%）。

分板块看，医疗服务板块收入实现了稳健增长，2021年医疗服务营收10.28亿元（+20.56%），其中友谊医院营收为4.40亿元（+22.18%），净利润为8162.35万元，净利率为18.57%；友方医院营收为8881.93万元（+19.55%），净利润为1895.81万元（+382.98%），净利率为21.3%（+16.1pct）；苏州广慈医院营收为4.75亿元（+20.30%），净利润为4204.87万元（+44.62%），净利率为8.9%（+1.5pct）。2021年医疗器械营收0.62亿元（-64.90%），其中经销商品营收0.32亿元（-56.84%），伽玛刀营收0.26亿元（-74.02%），主要是医疗器械板块受限于大型医疗设备销售的执行周期、转化周期长以及放疗设备配置证的影响。

从盈利能力来看，2021年公司毛利率23.94%（-9.76pct），主要是受到器械板块业务影响，2021年医疗服务毛利率维持提升，为23.43%（+1.15pct）。2022Q1毛利率26.90%（-1.11pct），Q1净利率9.98%（-0.58pct）。

从费用率来看，2021年销售费用率为2.43%（+0.30pct），主要是医疗器械产品的市场扩展费用增加所致；管理费用率为12.21%（-1.26pct），财务费用率为1.19%（-1.27pct），研发费用率为2.65%（+0.08pct），主要是研发投入增加所致。

2、持续完善医疗服务网络，海尔赋能助力服务能力提升

公司在海尔控股后，医疗服务板块业务聚焦“1+N+n+H”战略，服务网络不断完善，服务能力不断提升：

(1) 持续拓展肿瘤新技术、新产品、新模式、新服务，业务量增速显著。2021年公司旗下肿瘤场景累计开展新技术86项，提供新设备/新产品200余项，累计引进及链接国内外一流专家近100位。在肿瘤放疗优势下，进一步发展手术治疗，普外科作为省重点专科不断提升手术能力，2021年公司旗下医院门诊人次同比增长75%，住院人次同比增长8.8%，三四级手术量同比提升163%；

(2) 2021年11月18日，公司完成苏州广慈医院股权交割，完成同一控制下企业合并。苏州广慈医院作为苏州市唯一一家肿瘤专科医院，以及苏州市首家五星级3A非公立医院，在苏州当地具有较强口碑效应，未来拓展放疗业务有望创造新的利润增长点；

(3) 公司已将长沙盈康、杭州怡康、长春盈康剥离至体外进行孵化，待3家医院具备稳定的盈利能力后，公司享有优先权可以择机收购，完善公司医疗服务业务布局并增厚经营业绩，实现公司长期稳健发展；

(4) 12月13日协议约定盈康医投将盈康运城医院委托给友谊医院进行管理和运营，自2022年1月1日起，委托管理期限为3年，运城医院的托管有望助力公司落实西北经济圈旗舰医疗中心布局；

(5) 上海永慈医院于2022年3月7日托管至公司，进一步拓展线下康复场景的布局，为肿瘤患者打造疗效体验差异化。

海尔拥有丰富的优质医院资产，出于同业竞争承诺未来有望注入公司，增厚公司业绩。除上市公司外，截至2022Q1海尔集团间接控制和参股的医院共15家，其中综合医院2家，肿瘤特色/专科医院5家，康复医院2家，养老护理院5家，高端诊疗医院1家。多家体外医院具备独立运营能力，且处在业务扩张阶段，未来体外医院有望注入为公司贡献业绩。

海尔强大的医院运营能力有望赋能公司体内医院发展。苏州广慈医院于2018年被海尔收购后，在海尔高效运营下，医院核心指标提升明显，如床位使用率从2017年的88%提升至2021H1的98%，床位周转天数从8.66天下降至7.51天，住院门诊人次和诊疗能力明显提升，净利率超7%，有望在其他医院得以复制。

3、股权激励绑定核心人才，进一步健全公司长效激励机制

为了进一步健全公司长效激励机制，吸引和留住优秀人才，充分调动公司核心团队人员的积极性，使各方共同关注公司的长远发展，公司实施了2022年限制性股票激励计划，以2022年2月8日作为授予日，以7.27元/股的价格向符合条件的131名激励对象（高管5名，核心骨干人员126名）授予418.9万股第二类限制性股票。

从业绩考核指标来看，本激励计划在2022-2024年会计年度中，分年度对公司的业绩指标进行考核，以2021年营业收入值为业绩基数，触发值为2022-2024年度营业收入增长率分别不低于20%、44%、73%，目标值为营业收入增长率分别不低于30%、69%、120%，达到或者超过目标值，兑现100%，未达到目标值但超过触发值，按实现比例兑现。激励计划将2022-2025年摊销金额预计分别为1520.64万元、971.45万元、469.39万元、51.66万元，我们预计本激励计划费用的摊销对有效期内各年净利润影响程度不大。

4、盈利预测

考虑到公司器械板块收入确认需要一定周期,我们下调2022-2023年并新增2024年盈利预测,预计2022-2024年归母净利润分别为1.13(原2.56)/1.44(原3.48)/1.88亿元,EPS分别为0.18/0.22/0.29元,当前股价对应P/E分别为45.1/35.4/27.1倍,公司聚焦肿瘤+康复医疗赛道,深入推进“1+N+n+H”布局,借力海尔成长空间大,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)	661	1,090	1,318	1,587	1,904
YOY(%)	15.4	64.9	20.9	20.4	20.0
归母净利润(百万元)	128	-364	113	144	188
YOY(%)	-118.2	-384.2	131.0	27.3	30.7
毛利率(%)	33.7	23.9	31.5	29.0	29.5
净利率(%)	19.4	-33.4	8.6	9.0	9.9
ROE(%)	5.8	-19.7	6.3	7.0	8.4
EPS(摊薄/元)	0.20	-0.57	0.18	0.22	0.29
P/E(倍)	39.7	-14.0	45.1	35.4	27.1
P/B(倍)	2.3	2.9	2.7	2.5	2.3

数据来源:聚源、开源证券研究所

5、风险提示

并购医院业绩不及预期,伽玛刀销售不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1021	898	711	1198	1109
现金	484	662	380	845	644
应收票据及应收账款	175	155	244	236	340
其他应收款	16	17	23	25	32
预付账款	19	20	27	29	39
存货	25	39	31	56	47
其他流动资产	302	6	6	6	6
非流动资产	1630	1575	1620	1652	1679
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	195	156	198	241	285
无形资产	98	101	89	74	56
其他非流动资产	1337	1319	1333	1336	1337
资产总计	2651	2473	2331	2850	2788
流动负债	201	556	290	662	409
短期借款	0	100	100	100	100
应付票据及应付账款	67	107	83	154	128
其他流动负债	133	349	107	407	181
非流动负债	210	112	115	116	117
长期借款	180	0	3	5	5
其他非流动负债	29	112	112	112	112
负债合计	410	668	404	778	526
少数股东权益	30	32	40	41	44
股本	642	642	642	642	642
资本公积	2254	2190	2190	2190	2190
留存收益	-686	-1008	-887	-742	-552
归属母公司股东权益	2210	1774	1886	2030	2218
负债和股东权益	2651	2473	2331	2850	2788

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	88	126	-157	567	-86
净利润	129	-356	121	145	191
折旧摊销	46	49	41	50	60
财务费用	16	13	28	27	31
投资损失	-3	-72	-4	-4	-4
营运资金变动	-135	3	-343	349	-365
其他经营现金流	35	489	0	0	0
投资活动现金流	-198	230	-82	-78	-84
资本支出	53	56	44	32	28
长期投资	-150	150	-0	-0	-0
其他投资现金流	-295	436	-38	-47	-56
筹资活动现金流	497	-211	-42	-24	-30
短期借款	-80	100	0	0	0
长期借款	-70	-180	3	2	1
普通股增加	96	0	0	0	0
资本公积增加	649	-64	0	0	0
其他筹资现金流	-98	-66	-45	-26	-31
现金净增加额	387	145	-281	465	-201

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	661	1090	1318	1587	1904
营业成本	438	829	903	1127	1342
营业税金及附加	2	1	4	4	5
营业费用	14	26	46	34	45
管理费用	112	133	217	260	295
研发费用	17	29	27	32	38
财务费用	16	13	28	27	31
资产减值损失	-25	-451	0	0	0
其他收益	6	5	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	3	72	4	4	4
资产处置收益	-1	0	0	0	0
营业利润	38	-325	97	108	152
营业外收入	138	12	44	54	62
营业外支出	5	11	8	9	8
利润总额	171	-325	133	152	206
所得税	42	32	12	7	15
净利润	129	-356	121	145	191
少数股东损益	1	8	8	1	3
归母净利润	128	-364	113	144	188
EBITDA	214	-290	165	190	249
EPS(元)	0.20	-0.57	0.18	0.22	0.29

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	15.4	64.9	20.9	20.4	20.0
营业利润(%)	105.7	-952.8	129.8	11.6	40.7
归属于母公司净利润(%)	-118.2	-384.2	-131.0	27.3	30.7
获利能力					
毛利率(%)	33.7	23.9	31.5	29.0	29.5
净利率(%)	19.4	-33.4	8.6	9.0	9.9
ROE(%)	5.8	-19.7	6.3	7.0	8.4
ROIC(%)	5.2	-18.7	5.4	6.0	7.3
偿债能力					
资产负债率(%)	15.5	27.0	17.3	27.3	18.9
净负债比率(%)	-10.3	-25.0	-9.5	-31.2	-19.6
流动比率	5.1	1.6	2.5	1.8	2.7
速动比率	4.9	1.5	2.2	1.7	2.5
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7
应收账款周转率	3.8	6.6	6.6	6.6	6.6
应付账款周转率	5.9	9.5	9.5	9.5	9.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.20	-0.57	0.18	0.22	0.29
每股经营现金流(最新摊薄)	0.14	0.20	-0.25	0.88	-0.13
每股净资产(最新摊薄)	3.44	2.76	2.94	3.16	3.45
估值比率					
P/E	39.7	-14.0	45.1	35.4	27.1
P/B	2.3	2.9	2.7	2.5	2.3
EV/EBITDA	21.4	-16.1	30.0	23.6	18.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

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	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	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