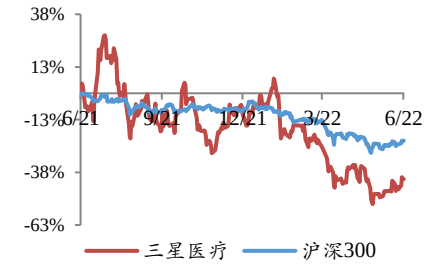
五家医院并表，康复连锁版图持续扩张

投资评级：买入（维持）

报告日期： 2022-06-02

收盘价（元）	9.99
近 12 个月最高/最低（元）	21.64/7.98
总股本（百万股）	1,409
流通股本（百万股）	1,387
流通股比例（%）	98.43
总市值（亿元）	141
流通市值（亿元）	139

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】三星医疗（601567.SH）首次覆盖：康复医疗持续布局，传统配电业务稳健增长 2022-05-25

主要观点：

- **事件：**

2022 年 6 月 1 日，公司公告收购南京明州康复医院、武汉明州康复医院、长沙明州康复医院、常州明州康复医院、宁波北仑明州康复医院 5 家康复医院 100%股权的进展，均完成工商变更登记手续，取得相关部门颁发的营业执照。

- **点评：**

✓ **并购战略稳步落地，并表医院质量优质，差异化打造康复医疗领域领先优势**

公司 2022 年 4 月曾发布公告，宣布下属子公司宁波奥克斯康复投资分别以 21,000 万元、18,000 万元、16,000 万元、18,200 万元、11,200 万元收购南京明州康复 100%股权、武汉明州康复 100%股权、长沙明州康复 100%股权、常州明州康复 100%股权、宁波北仑明州康复 100%股权。本次 5 家康复医院完成工商变更，是公司在康复专科连锁领域布局的又一里程碑事件。公司自 2016 年成立首家重症康复医院（浙江明州康复）以来，持续坚持重症康复的差异化经营优势，体外关联医院 25 家（其中正在运营医院 13 家），经营模式具备可持续性。本次工商变更完成后，5 家医院将纳入公司合并报表范围，上市公司旗下医院数量达到 13 家，进一步深化康复专科医院连锁和全国化布局。在未来，公司将继续以持续精进的康复医疗技术与资源为依托，以康复专科连锁为定位、重症康复为特色进行差异化运营，务实笃行，持续打造康复医疗服务知名品牌。

✓ **投资建议：维持“买入”评级**

公司深耕智能配用电和医疗服务两个领域，其中智能电表方面公司经验丰富，有口皆碑，预计未来将持续保持业内领先；康复医疗领域公司运营明州系列医院，打造精品康复专科医院连锁品牌，复制性已经得到验证，体外孵化医院储备量大质优，本次工商变更完成有利于公司持续深化康复连锁布局，5 家医院并表将增厚公司业绩，收入利润有望保持稳定增长。我们看好公司在康复医院和智能电表领域的先发优势，本次工商变更将进一步帮助公司扩大康复医院版图，进一步吸引客户，实现螺旋上升效应，维持“买入”评级。我们预计公司在 2022-2024 年将实现营业总收入 87.90/109.71/136.32 亿元人民币，同比增长 25.2%/24.8%/24.3%；将实现归母净利润 9.05/11.59/14.61 亿元，同比增长 31.1%/28.1%/26.1%，对应 PE 15.31/11.96/9.48 x。（暂未考虑并表带来的收入）

✓ **风险提示**

收购医院经营爬坡不及预期，新建医院爬坡不及预期；智能电表订单量不及预期；疫情反复造成影响。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	7023	8790	10971	13632
收入同比（%）	-1.0%	25.2%	24.8%	24.3%
归属母公司净利润	690	905	1159	1461
净利润同比（%）	-27.8%	31.1%	28.1%	26.1%
毛利率（%）	25.4%	27.2%	29.2%	31.1%
ROE（%）	7.8%	9.3%	10.6%	11.8%
每股收益（元）	0.50	0.65	0.84	1.05
P/E	32.62	15.31	11.96	9.48
P/B	2.55	1.42	1.27	1.12
EV/EBITDA	24.60	11.14	8.14	5.86

资料来源： wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	7892	7737	9443	11573
现金	3044	2556	3109	3912
应收账款	1984	2370	2978	3717
其他应收款	104	143	178	218
预付账款	208	185	245	300
存货	1150	1123	1414	1749
其他流动资产	1401	1360	1520	1677
非流动资产	6974	7446	7915	8407
长期投资	2045	2256	2470	2697
固定资产	1392	1376	1342	1304
无形资产	373	360	344	329
其他非流动资产	3164	3453	3759	4076
资产总计	14865	15183	17358	19980
流动负债	4832	4238	5246	6398
短期借款	1001	0	0	0
应付账款	1972	2103	2610	3197
其他流动负债	1859	2135	2636	3201
非流动负债	1094	1094	1094	1094
长期借款	690	690	690	690
其他非流动负债	404	404	404	404
负债合计	5926	5331	6340	7492
少数股东权益	66	73	82	91
股本	1401	1401	1401	1401
资本公积	3206	3206	3206	3206
留存收益	4266	5171	6329	7790
归属母公司股东权	8873	9778	10937	12397
负债和股东权益	14865	15183	17358	19980

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	199	1013	1073	1374
净利润	690	905	1159	1461
折旧摊销	231	293	318	334
财务费用	105	63	43	43
投资损失	-204	-334	-318	-303
营运资金变动	-559	73	-144	-176
其他经营现金流	1185	846	1318	1651
投资活动现金流	772	-437	-476	-529
资本支出	-294	-449	-491	-526
长期投资	920	-322	-304	-305
其他投资现金流	146	334	318	303
筹资活动现金流	-364	-1064	-43	-43
短期借款	108	-1001	0	0
长期借款	472	0	0	0
普通股增加	14	0	0	0
资本公积增加	146	0	0	0
其他筹资现金流	-1105	-63	-43	-43
现金净增加额	585	-488	553	802

利润表 单位:百万元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	7023	8790	10971	13632
营业成本	5241	6401	7770	9398
营业税金及附加	47	62	80	102
销售费用	515	721	927	1216
管理费用	335	426	558	725
财务费用	88	-7	-27	-44
资产减值损失	-13	-4	-4	-4
公允价值变动收益	104	0	0	0
投资净收益	204	334	318	303
营业利润	851	1180	1498	1904
营业外收入	18	13	13	12
营业外支出	22	16	16	15
利润总额	847	1177	1494	1901
所得税	139	265	327	432
净利润	708	912	1167	1470
少数股东损益	18	8	9	9
归属母公司净利润	690	905	1159	1461
EBITDA	871	1090	1423	1841
EPS（元）	0.50	0.65	0.84	1.05

主要财务比率

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	-1.0%	25.2%	24.8%	24.3%
营业利润	-28.6%	38.6%	26.9%	27.1%
归属于母公司净利	-27.8%	31.1%	28.1%	26.1%
获利能力				
毛利率（%）	25.4%	27.2%	29.2%	31.1%
净利率（%）	9.8%	10.3%	10.6%	10.7%
ROE（%）	7.8%	9.3%	10.6%	11.8%
ROIC（%）	5.0%	5.8%	7.3%	8.7%
偿债能力				
资产负债率（%）	39.9%	35.1%	36.5%	37.5%
净负债比率（%）	66.3%	54.1%	57.5%	60.0%
流动比率	1.63	1.83	1.80	1.81
速动比率	1.17	1.31	1.31	1.34
营运能力				
总资产周转率	0.47	0.58	0.63	0.68
应收账款周转率	3.54	3.71	3.68	3.67
应付账款周转率	2.66	3.04	2.98	2.94
每股指标（元）				
每股收益	0.50	0.65	0.84	1.05
每股经营现金流薄）	0.14	0.73	0.77	0.99
每股净资产	6.40	7.05	7.89	8.94
估值比率				
P/E	32.62	15.31	11.96	9.48
P/B	2.55	1.42	1.27	1.12
EV/EBITDA	24.60	11.14	8.14	5.86

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（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。