

定增落地后海尔持股比例将加大，中长期发展值得期待

核心观点

事件: 2022年8月12日，公司发布公告，拟按照8.99元/股向特定对象（公司控股股东盈康医投）发行股票，本次发行的股票全部采用现金方式认购，数量不超过1.11亿股，预计募集资金总额不超过10亿元，主要用于公司流动资金的补充。

- **定增落地后海尔集团持股增加彰显信心。**在本次非公开发行股票发行之前，盈康医投直接持有公司2.55亿股份，占发行前公司总股本的39.69%，海尔集团公司间接控制盈康医投，并通过控股企业海创智控制公司1.73%股份，合计控制公司41.42%股份，本次股票发行后，海尔集团对公司的控制比例将进一步加大，彰显海尔集团对大健康板块运营的信心与长期投资的信念。
- **定增落地后公司资金充裕有利于中长期发展。**考虑到公司控股股东体外医疗服务类资产较多，未来公司的运营与扩张有着一定资金压力，本次定增保证了公司流动资金的充裕性，缓解了公司的资金压力。具体来看本次定增的目的有：1）增强公司资金实力，拓宽产业链，提升服务能力，扩大用户规模；2）把握行业发展机会，推进五大经济圈区域医疗中心布局，提高市场地位；3）进一步优化管理/运营/协同模式，提升精益化管理水平；4）优化资本结构，提高抗风险能力，我们认为对公司在23-25年的发展值得有更高的期待。
- **围绕肿瘤“预、诊、治、康”，医疗服务+医疗器械两翼战略逐步成型。**医疗服务方面，公司聚焦“1+N+n+H”战略，业务布局不断扩大，五大经济圈布局有望加速，医疗服务能力不断提升，截止2021年，公司全年门诊人次同比增长75%，住院人次同比增长8.8%，三四级手术量同比提升163%；医疗器械方面，公司进一步完善肿瘤诊断、肿瘤治疗领域的布局，从整体上搭建了1+5的研发体系，其中五大研发平台包括伽玛刀、直线加速器、小质子刀、体验云和超前研发平台，进一步增强公司在肿瘤治疗领域的竞争力与壁垒。

盈利预测与投资建议

- 由于疫情对公司的经营和并购产生一定影响，我们下调了公司医疗服务业务的营收规模，预计公司2022-2024年eps到0.31/0.44/0.52元（原2022-2023年预测为0.35/0.51元），根据可比公司，给予2022年估值45倍，对应股价13.95元，维持给予买入评级。

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

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,029	1,090	1,438	1,857	2,302
同比增长(%)	79.6%	5.9%	31.9%	29.2%	23.9%
营业利润(百万元)	70	(325)	247	348	413
同比增长(%)	110.4%	-566.3%	176.0%	41.0%	18.7%
归属母公司净利润(百万元)	149	(364)	201	281	333
同比增长(%)	121.1%	-345.1%	155.1%	40.1%	18.4%
每股收益(元)	0.23	(0.57)	0.31	0.44	0.52
毛利率(%)	27.5%	23.9%	31.5%	32.1%	31.7%
净利率(%)	14.4%	-33.4%	14.0%	15.1%	14.5%
净资产收益率(%)	7.5%	-16.7%	10.6%	13.0%	13.5%
市盈率	56.1	(22.9)	41.5	29.6	25.0
市净率	3.2	4.7	4.1	3.6	3.2

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。

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申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2022年08月16日）	12.58元
目标价格	13.95元
52周最高价/最低价	20.18/6.98元
总股本/流通A股（万股）	64,217/54,585
A股市值（百万元）	8,078
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2022年08月16日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	13.21	9.95	47.14	-37.64
相对表现	13.02	11.22	46.69	-14.19
沪深300	0.19	-1.27	0.45	-23.45



证券分析师

刘恩阳	010-66218100*828 liuenyang@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860519040001
田世豪	021-63325888*6111 tianshihao@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521080001

相关报告

肿瘤治疗领域领军者，海尔集团赋能再上新台阶 2021-11-11

图 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)				每股收益(元)				市盈率				
		2022/8/15	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
爱尔眼科	300015	29.54	0.33	0.44	0.57	0.73	89.54	67.50	52.15	40.46				
通策医疗	600763	135.43	2.19	2.53	3.25	4.14	61.79	53.45	41.67	32.70				
信邦制药	002390	5.41	0.13	0.17	0.22	0.28	40.19	31.86	24.89	19.32				
迈瑞医疗	300760	299.29	6.60	8.06	9.78	11.84	45.35	37.15	30.61	25.27				
海吉亚医疗	06078	44.55	0.71	0.98	1.32	1.69	62.75	45.46	33.75	26.36				
	最大值						89.54	67.50	52.15	40.46				
	最小值						40.19	31.86	24.89	19.32				
	平均数						59.92	47.08	36.61	28.82				
	调整后平均						56.63	45.35	35.34	28.11				

数据来源：朝阳永续，东方证券研究所

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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	517	662	287	93	115	营业收入	1,029	1,090	1,438	1,857	2,302
应收票据、账款及款项融资	204	155	201	260	322	营业成本	746	829	985	1,262	1,572
预付账款	19	20	43	56	69	营业税金及附加	2	1	2	3	3
存货	38	39	59	76	94	营业费用	14	26	29	32	39
其他	319	23	331	339	348	管理费用及研发费用	156	162	187	215	260
流动资产合计	1,097	898	921	823	949	财务费用	17	13	1	11	27
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	32	460	2	3	5
固定资产	195	156	221	261	302	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	42	7	14	18	21	投资净收益	3	72	10	10	10
无形资产	94	96	109	115	125	其他	5	5	6	7	8
其他	1,696	1,316	1,343	2,183	2,673	营业利润	70	(325)	247	348	413
非流动资产合计	2,026	1,575	1,687	2,578	3,121	营业外收入	138	12	10	10	10
资产总计	3,123	2,473	2,608	3,401	4,070	营业外支出	7	11	5	5	5
短期借款	0	100	0	473	765	利润总额	201	(325)	252	353	418
应付票据及应付账款	121	107	118	151	189	所得税	51	32	50	71	84
其他	164	349	325	330	334	净利润	150	(356)	202	283	335
流动负债合计	285	556	444	954	1,288	少数股东损益	1	8	1	1	2
长期借款	180	0	0	0	0	归属于母公司净利润	149	(364)	201	281	333
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.23	-0.57	0.31	0.44	0.52
其他	31	112	107	107	107						
非流动负债合计	212	112	107	107	107	主要财务比率					
负债合计	496	668	551	1,062	1,395		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	30	32	33	34	36	成长能力					
实收资本(或股本)	642	642	642	642	642	营业收入	79.6%	5.9%	31.9%	29.2%	23.9%
资本公积	2,598	2,140	2,190	2,190	2,190	营业利润	110.4%	-566.3%	176.0%	41.0%	18.7%
留存收益	(644)	(1,008)	(807)	(526)	(193)	归属于母公司净利润	121.1%	-345.1%	155.1%	40.1%	18.4%
其他	0	(0)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	2,627	1,805	2,057	2,340	2,674	毛利率	27.5%	23.9%	31.5%	32.1%	31.7%
负债和股东权益总计	3,123	2,473	2,608	3,401	4,070	净利率	14.4%	-33.4%	14.0%	15.1%	14.5%
						ROE	7.5%	-16.7%	10.6%	13.0%	13.5%
						ROIC	2.8%	-14.3%	9.8%	11.5%	11.0%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	15.9%	27.0%	21.1%	31.2%	34.3%
净利润	150	(356)	202	283	335	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	19.3%	26.9%
折旧摊销	45	52	44	57	71	流动比率	3.85	1.62	2.08	0.86	0.74
财务费用	17	13	1	11	27	速动比率	3.72	1.55	1.94	0.78	0.66
投资损失	(3)	(72)	(10)	(10)	(10)	营运能力					
营运资金变动	52	258	(167)	(62)	(66)	应收账款周转率	5.4	6.1	8.0	7.9	7.7
其它	(175)	230	71	3	5	存货周转率	21.9	21.7	20.1	18.7	18.5
经营活动现金流	85	126	142	282	361	总资产周转率	0.4	0.4	0.6	0.6	0.6
资本支出	(92)	55	(118)	(99)	(114)	每股指标(元)					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	0.23	-0.57	0.31	0.44	0.52
其他	(116)	175	(413)	(840)	(490)	每股经营现金流	0.13	0.20	0.22	0.44	0.56
投资活动现金流	(208)	230	(532)	(939)	(604)	每股净资产	4.04	2.76	3.15	3.59	4.11
债权融资	(98)	(235)	67	0	0	估值比率					
股权融资	1,089	(458)	50	0	0	市盈率	56.1	-22.9	41.5	29.6	25.0
其他	(494)	483	(101)	462	265	市净率	3.2	4.7	4.1	3.6	3.2
筹资活动现金流	497	(211)	16	462	265	EV/EBITDA	59.3	-29.9	26.6	18.6	15.2
汇率变动影响	(1)	(0)	-0	-0	-0	EV/EBIT	90.0	-24.9	31.3	21.6	17.7
现金净增加额	374	145	(374)	(194)	22						

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。

本报告仅供本公司的客户使用。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