

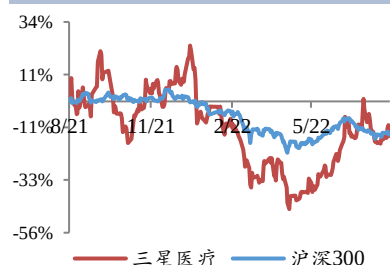
中报业绩符合预期，康复业务纵深发展

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-08-21

收盘价（元）	12.11
近 12 个月最高/最低（元）	17.56/7.72
总股本（百万股）	1,409
流通股本（百万股）	1,387
流通股比例（%）	98.44
总市值（亿元）	171
流通市值（亿元）	170

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】公司点评三星医疗 (601567.SH) 五家医院并表，康复连锁版图持续扩张 2022-06-02

2.【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 8 月 20 日，公司发布 2022 年半年度报告，实现营业总收入 43.98 亿元人民币，同比增长 31.47%；实现净利润 3.61 亿元，同比下滑 28.19%；实现归母净利润 3.51 亿元，同比下滑 29.76%；实现扣非规模净利润 4.91 亿元，同比增长 21.91%。

● 点评：

✓ 医疗服务板块：康复业务版图全国扩张

2022H1 公司医疗服务板块实现收入 8.67 亿元，同比增长 37.25%；宁波明州医院实现净利润 56.54 百万元。公司持续布局康复领域，上半年并表 5 家康复医院&新设 3 家康复医院，体外储备亿元项目充足，连锁化规模效应持续体现。医师资源方面，公司注重医教研一体化发展，注重人才培养和储备，积极推行合伙人计划，依托抚州医学院和旗下综合医院与康复专科医院进行医师培养，通过激励等措施提高人才留存。医院实力方面，公司持续在重症康复专科领域发挥优势，筹集呼吸机脱机中心，进一步提高医院治疗水平；此外本报告期内浙江明州康复医院通过 CARF 国际认证（三年），成为浙江省第三家、杭州市第二家机构，医疗质量持续改善。

✓ 智能配用电板块：传统业务稳扎稳打，海内外同步扩张

2022 年上半年公司智能配用电板块实现收入 34.18 亿元，同比增长 33%。报告期内公司累计在手订单 86.5 亿元，同比增长 29%，订单储备充足；其中海外累计在手订单 27.8 亿元，同比增长 41%、国内累计在手订单 58.7 亿元，同比增长 24%。新增订单方面，报告期内公司新增订单 55.7 亿元，同比增长 34%，其中海外新增 17.9 亿元，同比增长 66%、国内新增 37.8 亿元，同比增长 22%。公司在国内市场依旧保持优势，国南网统招中标量持续领先；同时公司持续布局海外，持续中标及签约新项目，未来有望成为业务新增长点。

✓ 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，同时公司也将继续把握海外需求，海内外市场同步发展；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，22H1 已收购 5 家康复医院&新建 3 家康复医院，业务扩张节奏稳定。我们看好公司在康复医院和智能电表领域的先发优势，康复医院版图的扩张将进一步吸引患者，持续提高的医疗质量和患者数量有望实现螺旋上升效应，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

19/14/11 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	18.56	14.49	11.49
P/B	2.55	1.72	1.54	1.35
EV/EBITDA	24.60	13.84	10.21	7.46

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					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	7892	7737	9443	11573	营业收入	7023	8790	10971	13632
现金	3044	2556	3109	3912	营业成本	5241	6401	7770	9398
应收账款	1984	2370	2978	3717	营业税金及附加	47	62	80	102
其他应收款	104	143	178	218	销售费用	515	721	927	1216
预付账款	208	185	245	300	管理费用	335	426	558	725
存货	1150	1123	1414	1749	财务费用	88	-7	-27	-44
其他流动资产	1401	1360	1520	1677	资产减值损失	-13	-4	-4	-4
非流动资产	6974	7446	7915	8407	公允价值变动收益	104	0	0	0
长期投资	2045	2256	2470	2697	投资净收益	204	334	318	303
固定资产	1392	1376	1342	1304	营业利润	851	1180	1498	1904
无形资产	373	360	344	329	营业外收入	18	13	13	12
其他非流动资产	3164	3453	3759	4076	营业外支出	22	16	16	15
资产总计	14865	15183	17358	19980	利润总额	847	1177	1494	1901
流动负债	4832	4238	5246	6398	所得税	139	265	327	432
短期借款	1001	0	0	0	净利润	708	912	1167	1470
应付账款	1972	2103	2610	3197	少数股东损益	18	8	9	9
其他流动负债	1859	2135	2636	3201	归属母公司净利润	690	905	1159	1461
非流动负债	1094	1094	1094	1094	EBITDA	871	1090	1423	1841
长期借款	690	690	690	690	EPS（元）	0.50	0.65	0.84	1.05
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					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	199	1013	1073	1374	成长能力				
净利润	690	905	1159	1461	营业收入	-1.0%	25.2%	24.8%	24.3%
折旧摊销	231	293	318	334	营业利润	-28.6%	38.6%	26.9%	27.1%
财务费用	105	63	43	43	归属于母公司净利	-27.8%	31.1%	28.1%	26.1%
投资损失	-204	-334	-318	-303	获利能力				
营运资金变动	-559	73	-144	-176	毛利率（%）	25.4%	27.2%	29.2%	31.1%
其他经营现金流	1185	846	1318	1651	净利率（%）	9.8%	10.3%	10.6%	10.7%
投资活动现金流	772	-437	-476	-529	ROE（%）	7.8%	9.3%	10.6%	11.8%
资本支出	-294	-449	-491	-526	ROIC（%）	5.0%	5.8%	7.3%	8.7%
长期投资	920	-322	-304	-305	偿债能力				
其他投资现金流	146	334	318	303	资产负债率（%）	39.9%	35.1%	36.5%	37.5%
筹资活动现金流	-364	-1064	-43	-43	净负债比率（%）	66.3%	54.1%	57.5%	60.0%
短期借款	108	-1001	0	0	流动比率	1.63	1.83	1.80	1.81
长期借款	472	0	0	0	速动比率	1.17	1.31	1.31	1.34
普通股增加	14	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	146	0	0	0	总资产周转率	0.47	0.58	0.63	0.68
其他筹资现金流	-1105	-63	-43	-43	应收账款周转率	3.54	3.71	3.68	3.67
现金净增加额	585	-488	553	802	应付账款周转率	2.66	3.04	2.98	2.94

每股指标（元）					估值比率				
每股收益	0.50	0.65	0.84	1.05	P/E	32.62	18.56	14.49	11.49
每股经营现金流	0.14	0.73	0.77	0.99	P/B	2.55	1.72	1.54	1.35
每股净资产	6.40	7.05	7.89	8.94	EV/EBITDA	24.60	13.84	10.21	7.46

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。