

评级: 买入(首次)

市场价格: 3.25

分析师: 郑澄怀

执业证书编号: S0740524040004

Email: zhengch@zts.com.cn

分析师: 张骥

执业证书编号: S0740523060001

Email: zhangji01@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股) 885

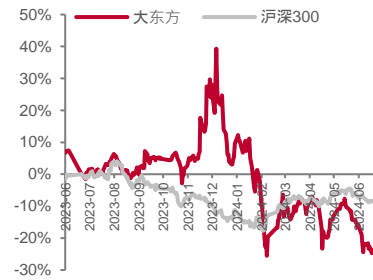
流通股本(百万股) 885

市价(元) 3.25

市值(百万元) 2,876

流通市值(百万元) 2,876

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,130	3,534	4,081	4,923	5,909
增长率 yoy%	-55%	13%	15%	21%	20%
归母净利润(百万元)	174	161	189	252	335
增长率 yoy%	-73%	-7%	17%	33%	33%
每股收益(元)	0.20	0.18	0.21	0.28	0.38
每股现金流量	-0.16	0.42	0.51	0.81	0.51
净资产收益率	5%	5%	5%	7%	9%
P/E	16.50	17.81	15.21	11.41	8.58
P/B	0.90	0.89	0.88	0.85	0.82

备注: 每股指标按照最新股本数全面摊薄, 股价选取 2024 年 6 月 27 日收盘价

报告摘要

- 核心观点:** 公司 23 年和 24Q1 的收入端增速持续验证儿科景气度, 公司基本面与当前股价出现背离。看好公司通过儿科服务提高毛利率水平, 未来将具备较好业绩弹性。
- 首次覆盖, 给予“买入”评级。** 我们预计, 公司 24/25/26 年的营业收入为 40.81/49.23/59.09 亿元, 增速 15%/21%/20%, 归母净利润 1.89/2.52/3.35 亿元, 增速 17%/33%/33%。对应 PE 15.2/11.4/8.6 x。考虑到公司医疗健康业务的景气度和稀缺性, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 大东方是均瑶集团旗下的上市公司之一, 聚焦“现代消费+医疗健康”双主业。** 三大核心业务分别是: 以无锡大东方商场为核心的百货零售业务, 以无锡老字号“三凤桥”为核心的餐饮食品业务, 以儿科为核心的医疗健康业务。根据 23 年财报, 从收入占比看, 医疗健康板块占比 74%; 从毛利占比看, 百货零售贡献大东方总毛利的 47%。
- 百货零售板块与三凤桥板块保持稳定, 未来核心成长点在医疗健康。** 无锡大东方商场位于无锡核心商圈、无锡老字号“三凤桥”在本地具备较高知名度, 两个板块收入和利润相对稳定。公司的成长业务在医疗健康, 通过 21、22 两年收并购, 形成两所医院+三个儿科连锁门诊品牌的布局。当前, 公司医疗业务收入增速较快, 23 年同比增 17%, 24Q1 同比增 20%。
- 儿科景气度或因出生人口下滑而低估。** 我们认为, 与教育一样, 子女健康是整个家庭的核心关切。儿科已从传统的救死扶伤向儿童保健、心理咨询等可选方向延伸, 渗透率、客单价持续提升。公司医疗健康板块聚焦儿科, 但当前收入中药品占比较高, 对应毛利率较低, 正积极向儿科医疗服务转型。对标新世纪医疗, 儿科服务的毛利率 40%以上。大东方医疗健康板块 23 年毛利率仅 6.90%, 空间巨大。我们建议核心观察指标为收入增速与毛利率水平, 24Q1 医疗板块毛利率同比增 0.45pct, 收入同比增 20%。景气度持续验证。
- 风险提示:** 均瑶集团可能的负面信息风险; 医疗业务发展不及预期的风险; 核心医师流动的风险; 公司投资收益出现波动的风险; 应收账款、商誉等出现减值的风险; 研报使用信息滞后或更新不及时风险。

内容目录

1. 大东方：无锡百货巨头，聚焦“现代消费+医疗健康”双主业	- 5 -
1.1 发展历程：历史悠久的无锡百货巨头	- 5 -
1.2 股权结构：控股股东稳定，实控人控制四家 A 股上市企业	- 6 -
1.3 财务数据：聚焦“现代消费+医疗健康”双主业，长期股权投资收益计入非经常损益	- 7 -
2. 业务板块：百货零售与三凤桥稳健，医疗健康高成长	- 11 -
2.1 百货零售：无锡大东方百货为基，超市业务持续扩张	- 11 -
2.2 三凤桥：独具特色的无锡老字号品牌	- 13 -
2.3 医疗健康：均瑶医疗聚焦儿科，收入保持高增	- 16 -
3. 儿科：景气度或因出生人口下滑而被低估	- 18 -
3.1 儿科的需求侧：覆盖年龄段广，渗透率、客单价持续提升	- 18 -
3.2 儿科的供给侧：儿科医师缺口逐步补缺，经营主体增加	- 20 -
3.3 子女健康作为家庭核心关切致供需双旺，儿科逐步向可选消费延伸，民营机构有望受益	- 22 -
3.4 同业数据：新世纪医疗，23 年儿科收入创上市以来新高	- 24 -
4. 盈利预测与估值	- 27 -
5. 风险提示	- 31 -

图表目录

图表 1: 大东方公司发展历程.....	5 -
图表 2: 2004 年以来公司控股股东持股数持续增加.....	6 -
图表 3: 大东方 24Q1 前十大股东.....	6 -
图表 4: 公司实控人为均瑶集团董事长王均金.....	7 -
图表 5: 实控人控制四家 A 股上市企业.....	7 -
图表 6: 公司 2020 年后财务模型发生较大变化.....	8 -
图表 7: 零售会计准则变更以及注入医疗业务后, 公司毛利率净利率得到提升.....	8 -
图表 8: 18 年后, 非经常损益对于归母净利润贡献开始变大.....	8 -
图表 9: 公司的长期股权投资余额较高(单位: 亿元).....	8 -
图表 10: 2018 年后非经常损益主要来自投资收益.....	8 -
图表 11: 公司的三大板块.....	9 -
图表 12: 公司三大板块主要子公司股权结构一览.....	9 -
图表 13: 19-23 年大东方各版块收入(亿元).....	10 -
图表 14: 19-23 年大东方各版块毛利率.....	10 -
图表 15: 东方汽车 21 年剥离给大东方控股股东后, 大东方持股 49%.....	10 -
图表 16: 大东方主要股权投资(23 年期末长期股权投资余额大于 1 亿元的投资单位).....	10 -
图表 17: 大东方百货地处无锡中山路核心商圈.....	11 -
图表 18: 2022 年 5 月以来, 部分在大东方百货新开的无锡首店.....	12 -
图表 19: 茶颜悦色无锡大东方百货店.....	12 -
图表 20: 大东方的湖北 7-eleven 便利店扩张速度较快.....	12 -
图表 21: 20 年后, 大东方百货收入在百货零售板块占比保持在 75% 以上.....	13 -
图表 22: 大东方百货自营、联营的收入与毛利率情况.....	13 -
图表 23: 超市业务毛利率持续提升.....	13 -
图表 24: 2024 年 4 月三凤桥熟食门店产品价目表.....	14 -
图表 25: 三凤桥微信小程序销售的排骨礼盒.....	14 -
图表 26: 礼品性食品收入成为三凤桥板块新增长点(单位: 亿元).....	15 -
图表 27: 三凤桥板块 23 年毛利率恢复良好.....	15 -
图表 28: 2022 年后新工厂投产致三凤桥利润率下滑.....	15 -
图表 29: 医疗健康板块已在全国多个核心城市开展业务.....	16 -
图表 30: 公司两年时间完成两家医院+三家儿科连锁门诊布局.....	16 -
图表 31: 围绕儿童全成长发育的医疗服务是大东方医疗板块收入的核心(单位: 亿元).....	17 -

图表 32: 受健高儿科毛利率低拖累, 医疗健康板块毛利率有待提升	- 17 -
图表 33: 大东方医疗健康板块资产一览	- 18 -
图表 34: 大东方旗下儿科门诊的服务对象年龄段较广	- 19 -
图表 35: 1990 年后的出生人口数据 (单位: 万人)	- 19 -
图表 36: 出生人口基数下降, 但儿科就诊人次持续上升	- 20 -
图表 37: 儿童医院客单价 2011-2019 年 CAGR 5.2% (单位: 元/人次)	- 20 -
图表 38: 儿科医师供不应求, 缺口逐步下降	- 21 -
图表 39: 儿科经营主体持续增加, 民营儿童医院数量超过公立儿童医院	- 21 -
图表 40: 儿童医院平均单院收入稳中有增 (单位: 亿元)	- 21 -
图表 41: 健高儿科的科室简介	- 22 -
图表 42: 知贝医疗除儿科门诊外, 还有儿保、体检、咨询等相关服务	- 22 -
图表 43: 雅恩健康的部分课程	- 23 -
图表 44: 健高儿科的就诊环境	- 23 -
图表 45: 民营医院的执业(助理)医师占比逐年提升	- 24 -
图表 46: 均瑶医疗核心医师都有公立医疗机构履历	- 24 -
图表 47: 新世纪医疗 23 年业绩扭亏为盈	- 25 -
图表 48: 北京新世纪儿童医院公私合营协议主要条款	- 25 -
图表 49: 新世纪医疗儿科业务收入 23 年创上市以来新高	- 26 -
图表 50: 新世纪医疗儿科业务毛利率 23 年恢复至 48.7%	- 26 -
图表 51: 新世纪医疗儿科住院人次与客单价	- 26 -
图表 52: 新世纪医疗儿科门诊人次与客单价	- 26 -
图表 53: 新世纪医疗妇产科收入 23 年较疫情前仍有差距 (单位: 亿元) ...	- 27 -
图表 54: 新世纪医疗妇产科住院与门诊人次	- 27 -
图表 55: 大东方收入预测 (单位: 万元)	- 28 -
图表 56: 大东方毛利率预测	- 29 -
图表 57: 大东方的销售费率和管理费率	- 30 -
图表 58: 大东方的财务费用 (单位: 亿元)	- 30 -
图表 59: 大东方与可比公司估值	- 31 -

我们认为，自 21 年 5 月公司注入医疗资产后，当前股价已经处于相对低位。23 年公司医疗健康业务收入增长 17%，景气度确认。医疗健康业务是上市公司目前收入占比最高、但毛利率最低的业务。该业务 24Q1 收入同比增 20%，毛利率提升 0.45pct，收入最高的业务保持高增速且毛利率出现提升，业绩弹性有望持续释放。综上，公司股价与基本面出现背离，公司按 24 年业绩估值已回落至 15.2x，股价随时有望修正。

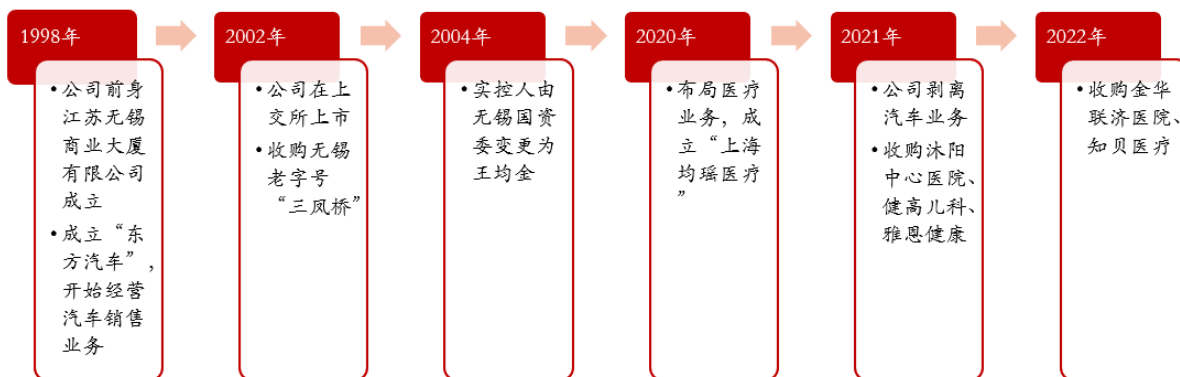
从商业逻辑角度，门诊和医院本身就是服务和产品的集合，门诊和医院相较于上游药企，相对更容易摆脱单一产品的依赖，调整产品和服务结构所需周期也更短。未来大东方是否能持续拓展儿科服务领域，我们认为核心看医师团队稳定性以及核心医师团队人员能否扩容，仍以医疗健康板块收入和毛利率作为核心观察指标。

1. 大东方：无锡百货巨头，聚焦“现代消费+医疗健康”双主业

1.1 发展历程：历史悠久的无锡百货巨头

公司前身为 1998 年成立的江苏无锡商业大厦有限公司¹，于 2002 年上交所上市。1998 年，公司成立“东方汽车”，开始经营汽车销售业务。2002 年收购无锡百年老字号“三凤桥”，开启食品板块业务。2004 年，均瑶集团收购公司控股股东无锡商业大厦集团 58% 股权，公司实控人由无锡国资委变更为王均金，并保持至今。2020 年，布局医疗业务，成立“上海均瑶医疗”。2021 年，公司剥离汽车业务，收购二级甲等综合医院沭阳中心医院、专注儿童生长发育的“健高儿科”、专注特殊需求儿童康复的“雅恩健康”，聚焦“现代消费+医疗健康”主业。2022 年，公司收购二级专科医院金华联济医院、专注儿科特色服务的“知贝医疗”，进一步完善医疗领域布局。

图表 1：大东方公司发展历程



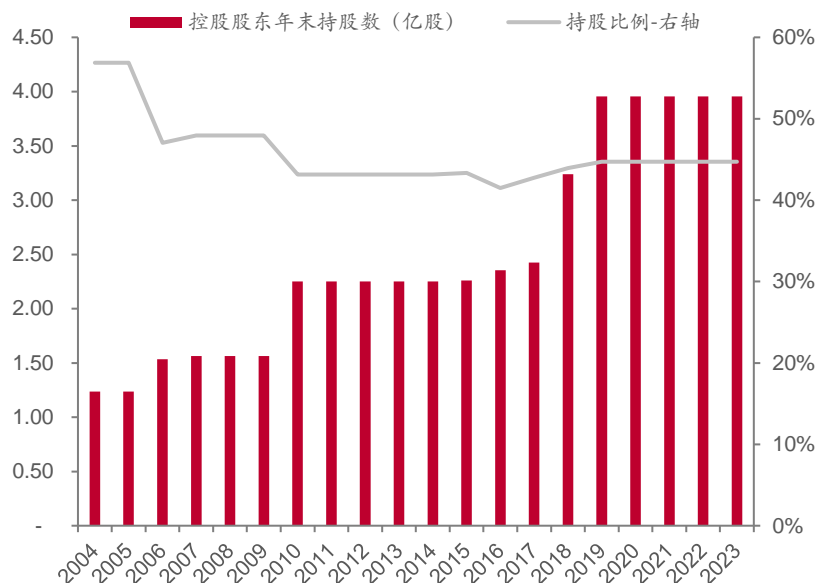
来源：公司公告，中泰证券研究所

¹ 根据公司年报，公司历史最早可以追溯到 1969 年成立的“无锡东方红商场”。

1.2 股权结构：控股股东稳定，实控人控制四家 A 股上市企业

控股股东稳定，持股数持续增加。均瑶集团自 2004 年收购公司控股股东无锡商业大厦集团以来，控股股东的持股数持续增长。控股股东持股数由 04 年末的 1.24 亿股增至 23 年末的 3.96 亿股。至 24Q1，无锡商业大厦集团持股数 3.96 亿股，占比 44.7%。第二大股东为公司的回购账户，持股占比 1.2%。

图表 2：2004 年以来公司控股股东持股数持续增加



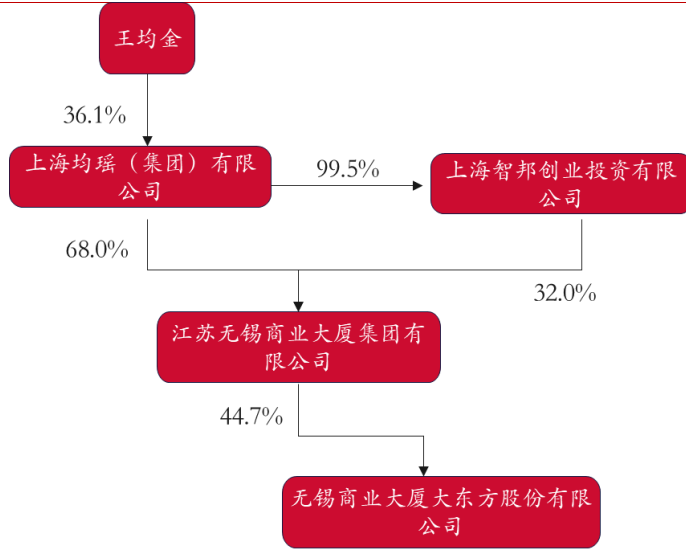
来源：wind，中泰证券研究所

图表 3：大东方 24Q1 前十大股东

股东名称	占总股本比例(%)
江苏无锡商业大厦集团有限公司	44.71
无锡商业大厦大东方股份有限公司回购专用证券账户	1.24
申万菱信医药先锋股票型证券投资基金	0.86
基本养老保险基金 1005 组合	0.61
BARCLAYS BANK PLC	0.58
华建栋	0.56
王健	0.52
UBS AG	0.47
高兵华	0.43
何小春	0.42
合计	50.4

来源：公司公告，中泰证券研究所

公司实控人为均瑶集团董事长王均金。除大东方外，王均金还通过均瑶集团实际控制“吉祥航空(603885)”、“均瑶健康(605388)”、“爱建集团(600643)”。涉及行业包括交通运输、食品饮料、非银金融。

图表4：公司实控人为均瑶集团董事长王均金


来源：企查查，中泰证券研究所，数据截至2024年6月20日

图表5：实控人控制四家A股上市企业

简称	市值(亿元)	控股股东	控股股东持股比例	所属行业(申万一级)
吉祥航空	247.5	上海均瑶(集团)有限公司	46.1%	交通运输
均瑶健康	33.3	上海均瑶(集团)有限公司	32.7%	食品饮料
爱建集团	61.3	上海均瑶(集团)有限公司	29.8%	非银金融
大东方	29.3	江苏无锡商业大厦集团有限公司	44.7%	商贸零售

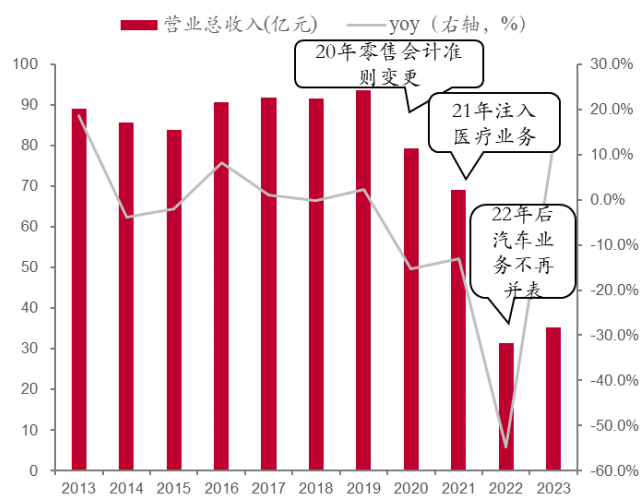
来源：wind，中泰证券研究所，股价选取2024年6月25日收盘价

1.3 财务数据：聚焦“现代消费+医疗健康”双主业，长期股权投资收益计入非经常损益

(1) 长期股权投资计入非经常损益，公司收入与业绩近年都有变化。从公司总口径看，2020年后财务模型发生较大变化。主要体现在：(1). 2020年，零售业务的会计准则变更。零售联营模式销售产品，即收租模式的零售，不再以销售GMV形式计营收，而仅计租金收入。导致零售收入出现下滑，但毛利率大幅提升。(2). 公司从21年开始，逐步收购并购医疗资产，向公司注入医疗业务。(3). 2021年9月将汽车业务剥离给控股股东，22年之后不再并表。

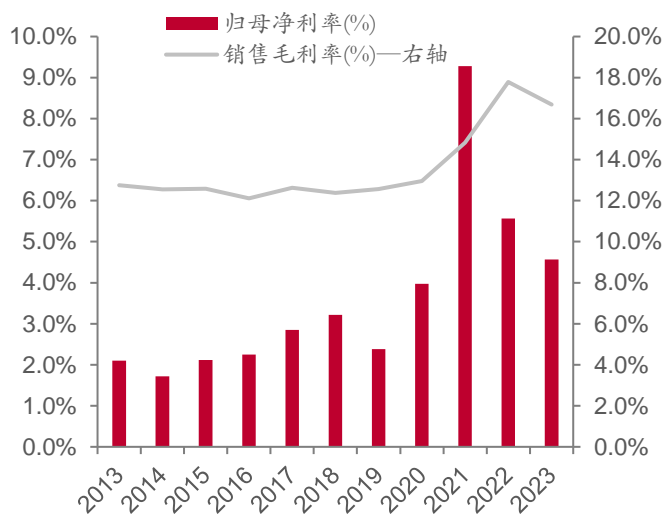
从归母净利润的角度看，18年之后，非经常损益对于归母净利润的贡献开始变大。主要原因为，公司将非主营业务相关的长期股权投资都归于非经常损益，长期股权投资余额持续增长致每年投资净收益对业绩贡献较大。

图表6：公司2020年后财务模型发生较大变化



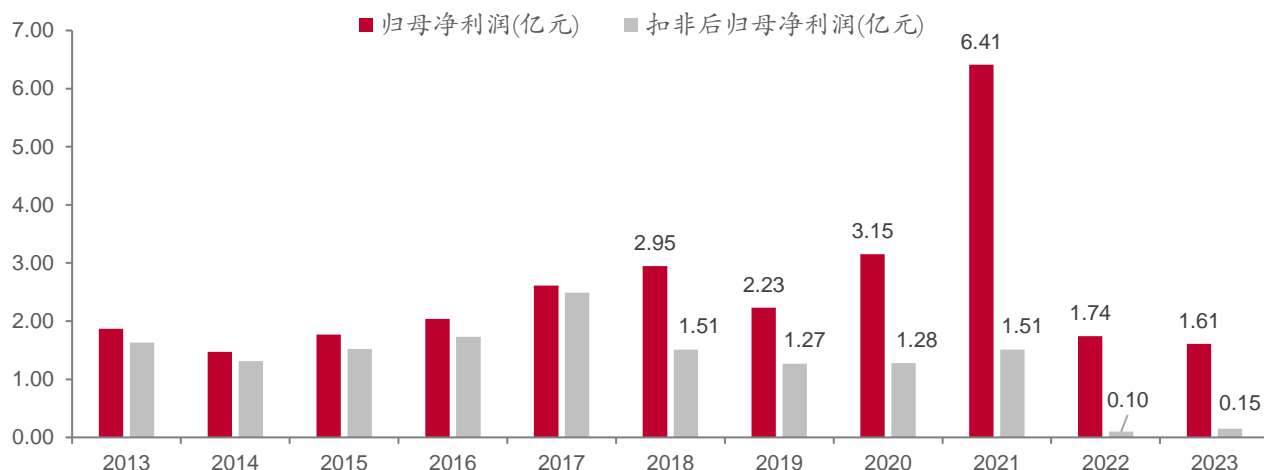
来源：wind，中泰证券研究所

图表7：零售会计准则变更以及注入医疗业务后，公司毛利率净利率得到提升



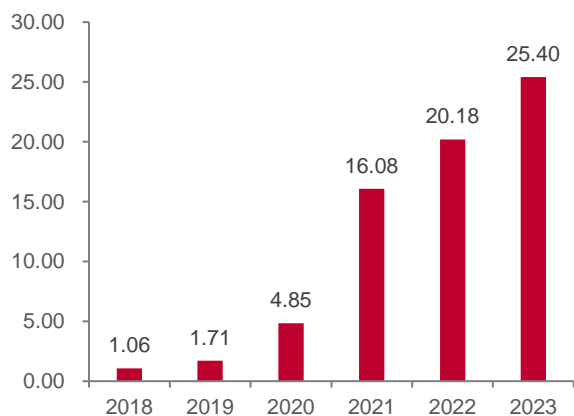
来源：wind，中泰证券研究所

图表8：18年后，非经常损益对于归母净利润贡献开始变大



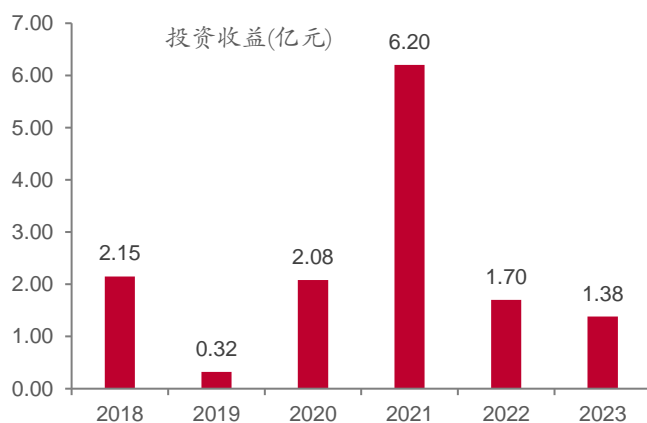
来源：wind，中泰证券研究所

图表9：公司的长期股权投资余额较高（单位：亿元）



来源：wind，中泰证券研究所

图表10：2018年后非经常损益主要来自投资收益



来源：wind，中泰证券研究所

(2) 业务分拆：聚焦“现代消费+医疗健康”双主业，核心三大板块+一个重要长期股权投资

经过汽车业务的剥离和医疗业务的注入，公司目前核心三大板块包括：
“百货零售”板块，收入主要包括无锡大东方百货的商品自营与租金收入、湖北 7-Eleven 便利店自营收入、无锡百业超市自营收入。

“三凤桥”板块，收入主要包括销售“三凤桥”的熟食与包装食品收入、“三凤酒家”与“三凤桥·客堂间”的餐饮收入。

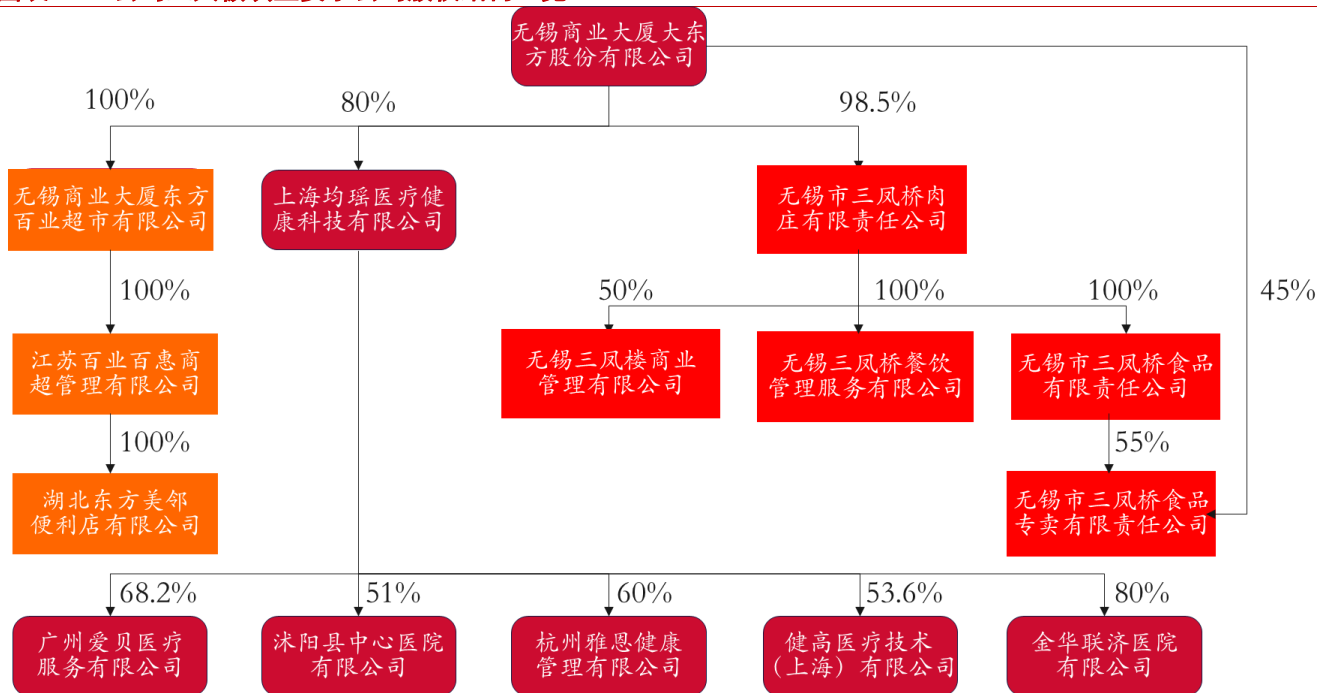
“医疗健康”板块，收入主要包括：两所医院（沐阳中兴医院、金华联济医院）收入以及三个连锁儿科门诊（健高儿科、知贝医疗、雅恩健康）收入。

图表 11：公司的三大板块

板块	主要资产/业务
百货零售	无锡大东方百货 无锡百业超市、7-Eleven 便利店湖北省的独家经营权
三凤桥	三凤桥品牌熟食及食品、“三凤酒家”、“三凤桥·客堂间”餐饮
医疗健康	沐阳中兴医院、金华联济医院 健高儿科、知贝医疗、雅恩健康

来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 12：公司三大板块主要子公司股权结构一览



来源：企查查，中泰证券研究所，数据截至 2024 年 6 月 20 日

从收入角度看，医疗健康收入占比最高且增速最快。23年收入26.24亿，占公司总收入74%，医疗健康收入同比增17%。从毛利角度看，百货零售与三凤桥的毛利率较高，40%左右。其中，百货零售的毛利额最高，23年贡献大东方总毛利额的47%，医疗服务贡献23年总毛利额35%，三凤桥贡献23年总毛利额18%。

图表13：19-23年大东方各版块收入（亿元）

	2019	2020	2021	2022	2023
医疗健康			10.76	22.41	26.24
百货零售	20.05	6.25	7.58	6.46	6.18
三凤桥	1.80	1.66	1.95	1.66	2.22
汽车销售及服务	67.59	68.79	46.58		

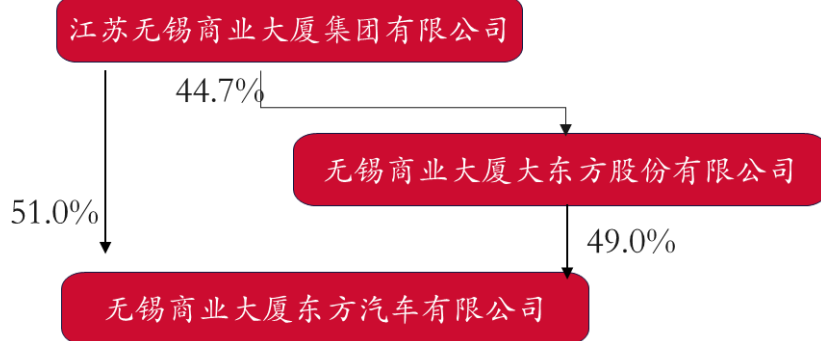
来源：wind，中泰证券研究所

图表14：19-23年大东方各版块毛利率

	2019	2020	2021	2022	2023
医疗健康			7.7%	8.3%	6.9%
百货零售	16.0%	41.7%	40.3%	37.7%	40.2%
三凤桥	40.9%	38.9%	42.2%	38.3%	43.2%
汽车销售及服务	7.0%	6.6%	7.8%		

来源：wind，中泰证券研究所

公司重要的长期股权投资为21年置出的资产东方汽车。大东方长期股权投资涉足领域较多，包括汽车、地产、新能源、新材料等业务。其中，公司最主要的长期股权投资为21年剥离给控股股东的东方汽车有限公司。目前大东方持股该公司49%，23年获得的投资收益1.0亿元。

图表15：东方汽车21年剥离给大东方控股股东后，大东方持股49%


来源：企查查，中泰证券研究所，数据截至2024年6月20日

图表16：大东方主要股权投资（23年期末长期股权投资余额大于1亿元的投资单位）

被投资单位	大东方持股比例	23年期末长期股权投资余额(亿元)	投资损益(万元)		
			2021	2022	2023
无锡三凤楼商业管理有限公司	49%	1.55	-254.35	-90.91	-51.86
安徽陶铝新材料研究院有限公司	35%	2.31	-1817.41	-2427.52	-2588.40
无锡商业大厦集团东方汽车有限公司	49%	12.84	19615.41	8291.76	10035.04
上海吉道航新能源发展合伙企业(有限合伙)	30%	5.95	-	-6.45	-0.6
浙江均旭房地产开发有限公司	39%	2.17	-	974.57	5603.62

来源：公司年报，中泰证券研究所

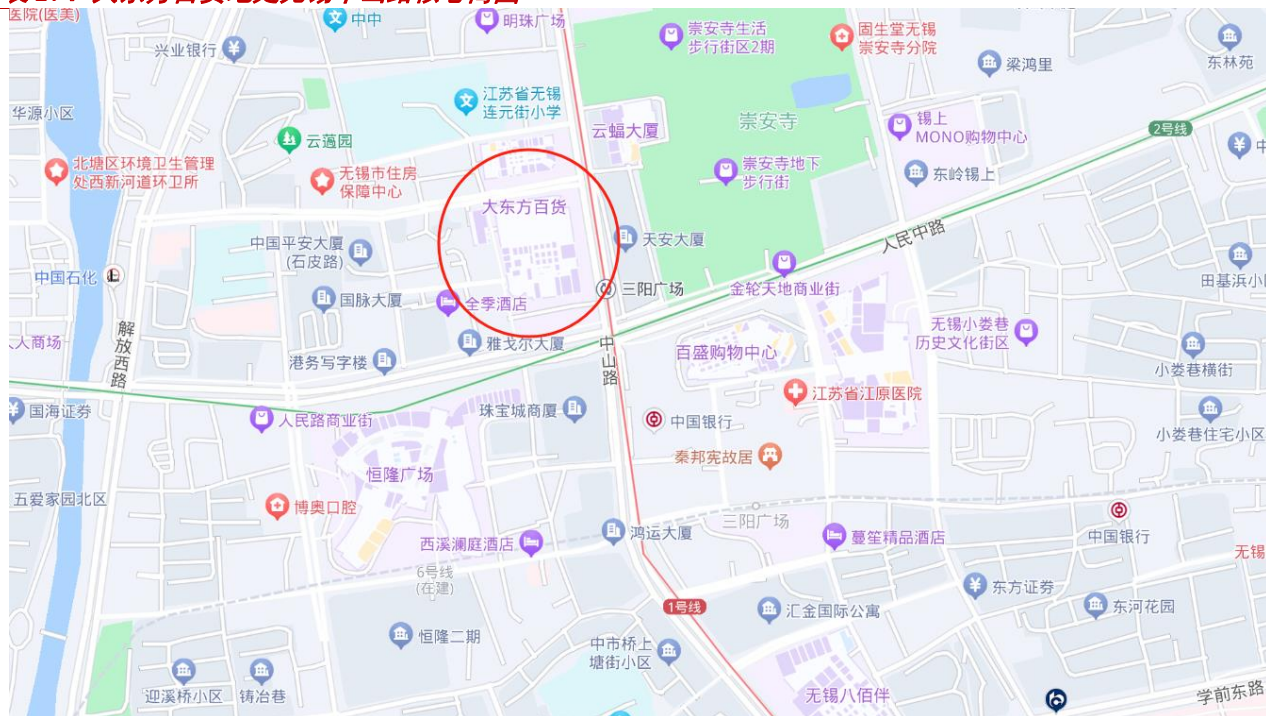
2.业务板块：百货零售与三凤桥稳健，医疗健康高成长

2.1 百货零售：无锡大东方百货为基，超市业务持续扩张

(1) 公司百货零售板块的核心业务是无锡大东方百货，作为传统零售业态，我们认为该项目有两条较好的优势，让项目能够持续保证竞争力。

1. 区位，无锡大东方百货地理位置优越。该项目处于无锡中山路商圈核心位置，周围还有百盛、恒隆、八佰伴顶尖商场集聚，无锡城核心主干道地铁 1 号线、2 号线交汇于此。核心区位让大东方百货在早年成为无锡市的高端品牌集聚地。爱马仕(Hermès)曾在无锡大东方百货开出无锡首店，后撤柜。高端精品品牌 Gucci、Cartier、BVLGARI、FENDI、LOEWE、Burberry 曾经都汇聚于此。

图表 17：大东方百货地处无锡中山路核心商圈



来源：百度地图，中泰证券研究所

2. 品牌持续迭代能力。周边商场项目增多，新项目逐步崛起后，大东方依然保持较好竞争力的原因在于商场内店铺的持续迭代。突出体现是，大东方百货持续做品牌迭代，楼内可以看到一些品牌的江苏省或无锡市首店。

图表 18：2022 年 5 月以来，部分在大东方百货新开的无锡首店

品类	品牌
美妆	TAKAMI、VALENTINO BEAUTY、3CE
奶茶与餐饮	哈茶福、potato corner
服饰	UGG、Wolford

来源：大东方百货小红书账号，中泰证券研究所

图表 19：茶颜悦色无锡大东方百货店



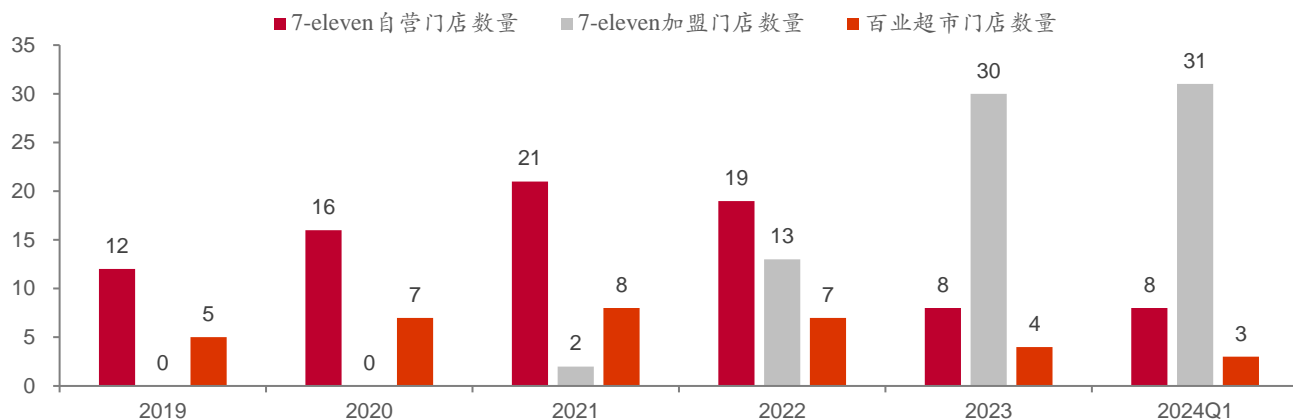
来源：茶颜悦色小程序，中泰证券研究所

(2) 超市业务，探索中前进。

超市业务目前主要包括无锡本地的百业超市和湖北 7-eleven 便利店。百业超市是扎根无锡的社区百货超市，单店面积在几百平至一两千平不等，近年已逐步开始收缩，关停业绩下滑亏损门店，截至 24Q1 运营 3 家门店。

湖北 7-eleven 便利店扩张速度较快。2018 年 7 月公司获得 7-Eleven 便利店业务在湖北省的独家经营权，并于 2019 年在湖北开出 12 家门店。此后便利店数量持续扩张，截至 24Q1 期末，公司的 7-Eleven 便利店营业 39 家（其中自营 8 家，加盟 31 家）。

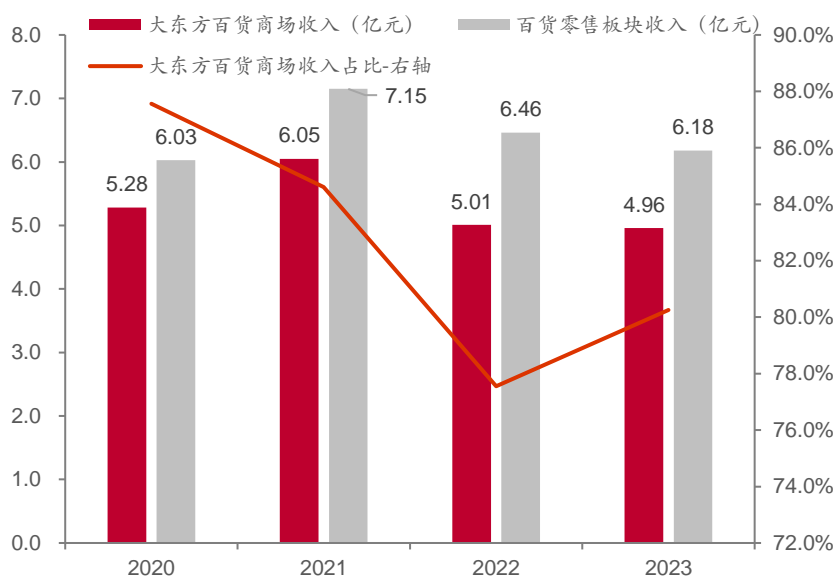
图表 20：大东方的湖北 7-eleven 便利店扩张速度较快



来源：公司公告，中泰证券研究所

(3) 财务数据：百货零售收入毛利保持相对稳定

收入方面，百货零售板块中，核心为大东方百货收入。自 20 年调整收入确认方式后，大东方百货收入占比一直保持在 75%以上。21 年后，大东方百货收入出现下滑的原因是疫情以及大楼内部门店的装修升级改造。

图表 21：20 年后，大东方百货收入在百货零售板块占比保持在 75% 以上


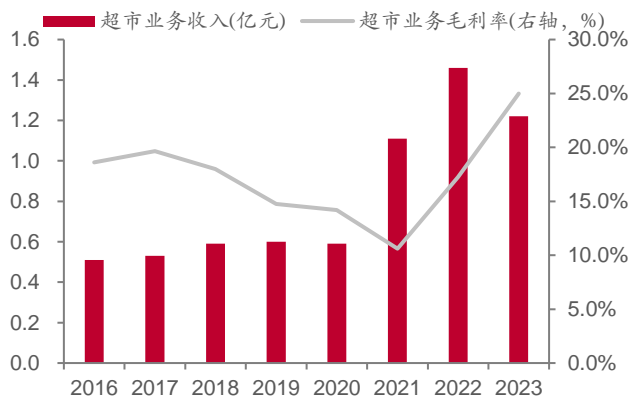
来源：公司公告，中泰证券研究所

毛利率方面，大东方百货按自营（自采自销）与联营（门店收租）区分，2020 年起会计准则更改，联营不再以门店 GMV 形式计收入，而以纯租金形式记收入，故联营毛利率为 100%，自营毛利率 10% 左右。超市业务的毛利率持续提升，23 年已达 25%，主要得益于对亏损门店的持续调整以及 7-Eleven 加盟店数量持续增加。

图表 22：大东方百货自营、联营的收入与毛利率情况

	2020	2021	2022	2023
联营收入 (亿元)	2.06	2.30	1.87	1.89
联营毛利率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
自营收入 (亿元)	3.22	3.75	3.14	3.07
自营毛利率	11.46%	12.61%	10.23%	9.36%

来源：wind，中泰证券研究所

图表 23：超市业务毛利率持续提升


来源：wind，中泰证券研究所

2.2 三凤桥：独具特色的无锡老字号品牌

三凤桥生产的三凤桥酱排骨是无锡三大地方标志性特产之一，其烹制技艺被列为首批江苏省非物质文化遗产目录。

(1) 三凤桥品牌深耕本地，以餐桌熟食、礼品性食品、餐饮三种业态经营。

公司的三凤桥板块，覆盖从三凤桥食品生产到销售终端的全链条。围绕三凤桥老字号，公司打造的产品聚焦三个方向：

- 1.公司的餐桌熟食业务主要是销售即时熟食产品，通过公司自营的街边门店（面积多在 100 平以内）直接销售给本地居民。截至 24Q1，公司共有食品专卖店共有 44 家门店，其中直营店 39 家、加盟店 5 家。
- 2.公司的礼品性食品业务，生产包装食品，通过线下与线上渠道销售，三凤桥品牌走出无锡，满足顾客土特产礼品购买的需求。
- 3.打造餐饮品牌，目前公司有“三凤酒家”、“三凤桥·客堂间”两个餐饮品牌。截至 24Q1，公司在无锡市布局 1 家“三凤酒家”，2 家“三凤桥·客堂间”。

图表 24：2024 年 4 月三凤桥熟食门店产品价目表

十大名菜		江南情怀	
酱排骨(精品) — 78元	梅汁翅中 — 73元	江南盐水老鹅 — 39.8元	香卤猪蹄 — 55.8元
热销 酱牛肉 — 110元	油爆虾 — 65元	香卤耳片 — 73.6元	香卤大肠 — 120元
热销 虎皮凤爪 — 49元	熏鱼 — 42元	热销 香酥卤翅 — 60元	热销 卤汁豆腐干 — 15元
元宝鸭 — 30元	热销 酱鸭 — 28元	五湖四海	
三凤桥烧鸡 — 32元	咸草鸡 — 38元	五香鸭腿 — 33元	大红肠 — 18.8元
经典酱烧		/根 · 260g	
酱猪肚 — 89元	酱猪舌 — 81元	双拼花生 — 10.8元	/盒 · 300g
酱香鸡爪 — 48元	热销 酱兔腿 — 56元	江南好味道	
无锡三凤桥食品有限公司			

来源：三凤桥微信公众号，中泰证券研究所

图表 25：三凤桥微信小程序销售的排骨礼盒

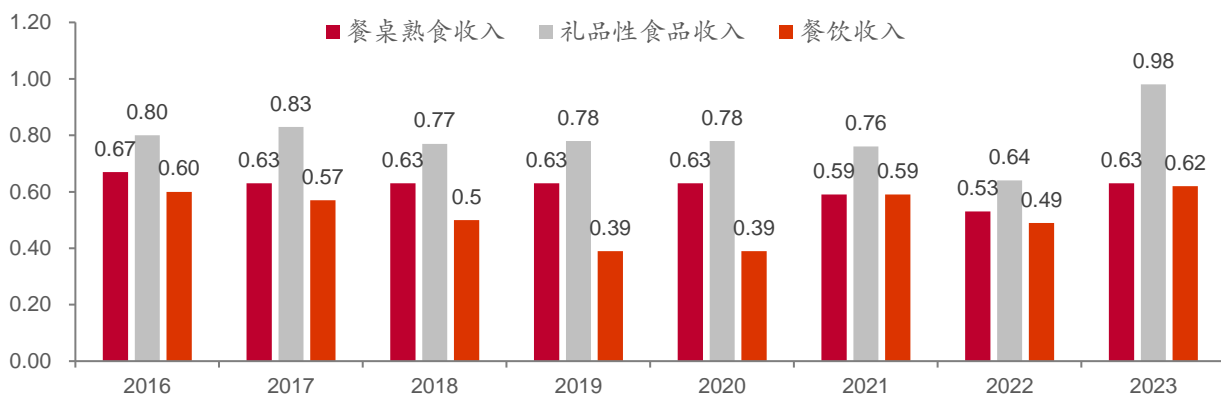


来源：三凤桥微信小程序，中泰证券研究所

(2) 财务数据：礼品性食品销售成新增长点，新工厂投产降低利润率。

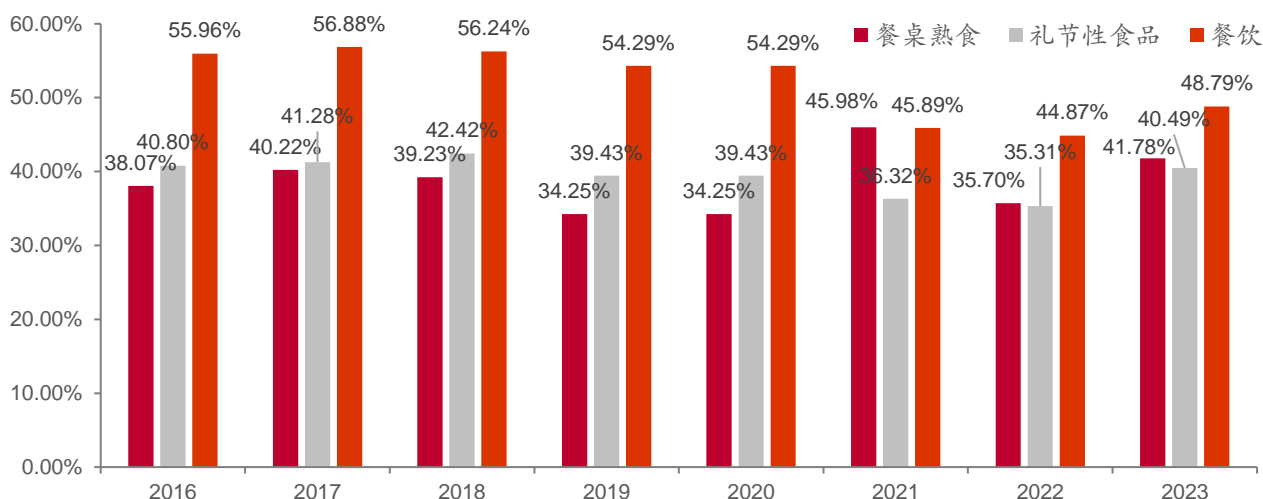
23 年，公司三凤桥板块疫后恢复良好，板块收入 2.22 亿，同比增 34%。其中，礼品性食品收入 0.98 亿，同比增 53%，成为新增长点。毛利率方面，餐桌熟食、礼品性食品、餐饮都已经恢复至 40%以上。净利润方面，公司新的三凤桥食品工厂于 2022 年投产，产能扩张的同时导致固定成本有所增加。因此 2022 年后，三凤桥的利润率下滑。

图表 26：礼品性食品收入成为三凤桥板块新增长点（单位：亿元）



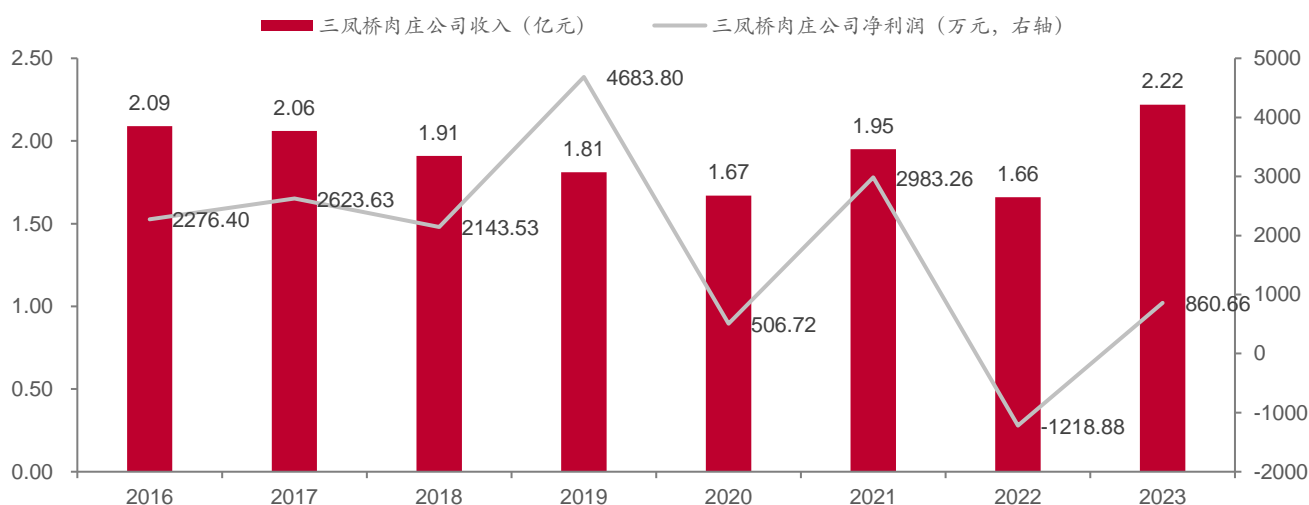
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 27：三凤桥板块 23 年毛利率恢复良好



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 28：2022 年后新工厂投产致三凤桥利润率下滑



来源：公司公告，中泰证券研究所

2.3 医疗健康：均瑶医疗聚焦儿科，收入保持高增

(1) 两年时间完成两家医院+三家儿科连锁门诊布局

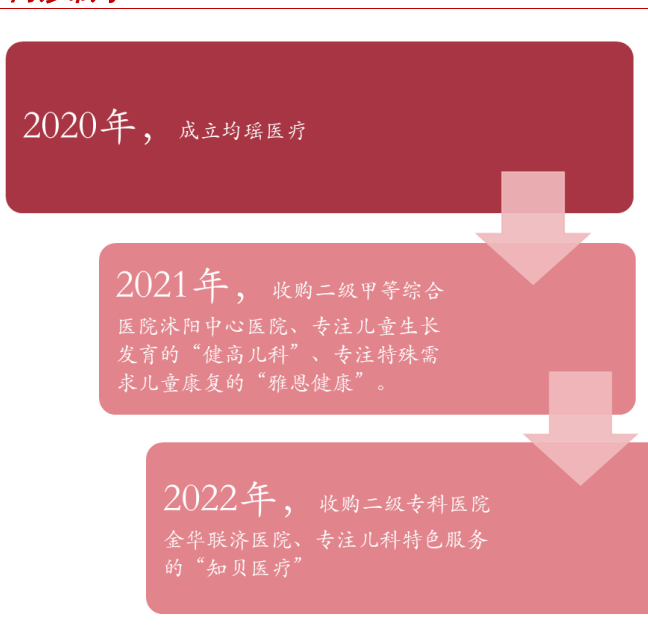
“均瑶医疗”2020年成立，成为大东方的医疗健康板块。21-22年持续收并购。目前旗下资产包括两家医院（沐阳中心医院、金华联济医院）以及三家儿科连锁门诊（健高儿科、知贝医疗、雅恩健康）。均瑶医疗两年内共计耗资 6.38 亿元，实现医疗板块布局。根据 23 年年报，公司医疗健康业务已覆盖全国 25 个城市。

图表 29：医疗健康板块已在全国多个核心城市开展业务



来源：均瑶医疗微信公众号，中泰证券研究所

图表 30：公司两年时间完成两家医院+三家儿科连锁门诊布局



来源：公司公告，中泰证券研究所

(2) 财务数据：收入增速快，整体毛利率有待提升

医疗健康板块收入增速较快，24Q1 继续保持高增速。21、22 年完成两家医院与三家可连锁门诊收购后，23 年是第一个完整年份。23 年，大东方的医疗健康业务实现收入 26.24 亿元，同比增 17%，已经占大东方全部收入的 74%。24Q1 医疗健康收入同比增 20%，持续保持高增速。

健高儿科是整个板块的核心，收入或还在加速。整个均瑶医疗体系中，最重要的板块是“围绕儿童全成长发育的医疗服务”，即健高儿科+知贝医疗，其中核心品牌是健高儿科。

23 年“围绕儿童全成长发育的医疗服务”板块实现收入 22.58 亿元，占大东方医疗健康收入的 86%。根据收购时披露的财务信息，健高儿科 21 年收入 17.04 亿，知贝医疗 21 年收入 0.26 亿元，合计收入 17.30 亿元，结合 23 年收入，21-23 年的年化收入增速 14%。

图表 31：围绕儿童全成长发育的医疗服务是大东方医疗板块收入的核心（单位：亿元）

	2021	2022	2023
专科特色的综合医疗服务	1.38	3.32	3.21
围绕儿童全成长发育的医疗服务	9.28	18.64	22.58
特需儿童康复	0.10	0.45	0.44

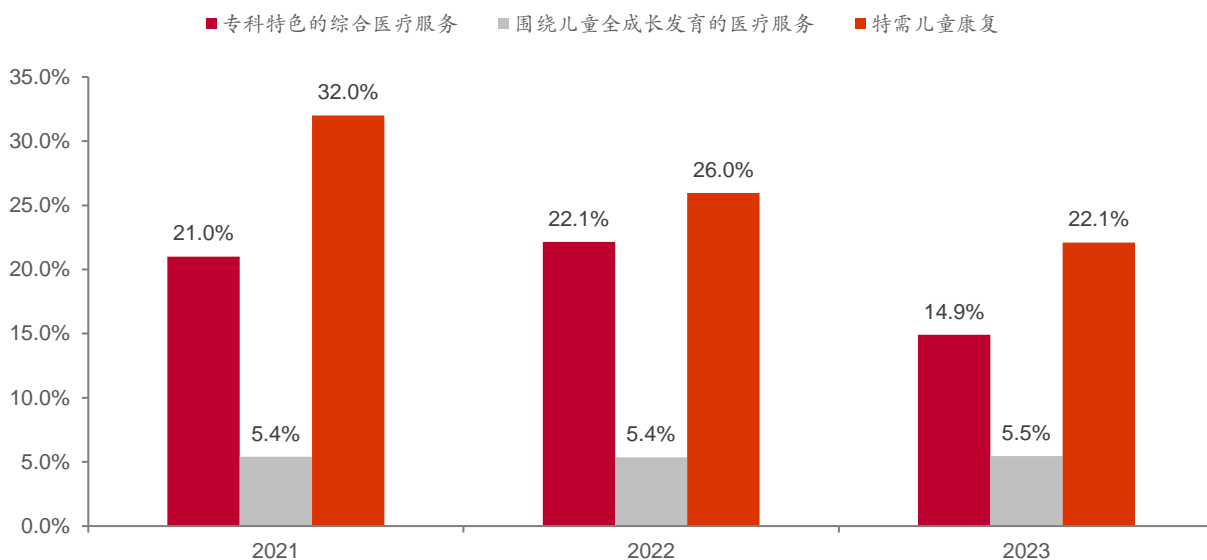
来源：公司公告，中泰证券研究所

受健高儿科毛利率低拖累，医疗健康板块毛利率整体维持低位，有待提升。

23 年医疗健康板块毛利率 6.90%，低于百货零售与三凤桥板块。毛利率较低的原因是，收入占比最高的健高儿科毛利率低，拉低整体毛利率。“围绕儿童全成长发育的医疗服务”23 年毛利率 5.46%，低于“专科特色的综合医疗服务”/“特需儿童康复”两个板块 23 年 14.90%/22.10%的毛利率。

健高儿科的收入结构中药品占比较高，药品在零售环节本身毛利率较低。未来的核心看健高儿科能否在保持收入高增的同时，从药品销售为核心的医疗机构向儿科医疗服务转型，并随之提升毛利率。

24Q1，医疗健康的整体毛利率 7.52%，同比增 0.45pct，毛利率同比改善。

图表 32：受健高儿科毛利率低拖累，医疗健康板块毛利率有待提升


来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 33：大东方医疗健康板块资产一览

板块		专科特色的综合医疗服务		围绕儿童全成长发育的医疗服务		特需儿童康复
对应医疗机构	沐阳中心医院	金华联济医院	健高儿科	知贝医疗	雅恩健康	
简介	“沐阳中心医院”现院建于 2007 年，位于江苏省宿迁市沭阳县，二甲综合医院，综合实力全县排名第三。	前身为金华宏悦妇女儿童医院，二级专科医院，重点打造“骨科中心”、“妇儿中心”、“内科中心”。	成立于 2007 年，聚焦儿童全成长发育管理，当前业务围绕身高管、性早熟、肥胖、睡眠、过敏等专科疾病开展。	成立于 2016 年，在儿科作为主要科室的基础上，发展家庭医疗服务，打造儿科（家庭）服务模式，主要提供儿科、口腔科、皮肤科、医疗美容科等诊疗服务	成立于 2005 年，聚焦自闭症、发育迟缓、注意力缺失等特殊儿童康复	
全国门诊数量	—	—	27 家（截至 24 年 4 月）	5 家（截至 24 年 4 月）	18 家（截至 23 年 12 月）	
收购信息	收购时间	2021 年 6 月	2022 年 3 月	2021 年 5 月/ 2021 年 8 月/ 2022 年 7 月	2022 年 5 月	2021 年 8 月
	收购股权	51%	80%	36%/4.7%/12.9%，合计 53.6%	68%	60%
	收购金额（亿元）	2.14	0	2.27/0.28/0.81，合计 3.36	0.28	0.60
	收购时资产评估价格（100% 股权）	3.54 亿元	未披露	21 年 12 月 31 日，估值 6.37 亿元	0.26 亿元	1.04 亿元

来源：公司公告，中泰证券研究所

3. 儿科：景气度或因出生人口下滑而被低估

3.1 儿科的需求侧：覆盖年龄段广，渗透率、客单价持续提升

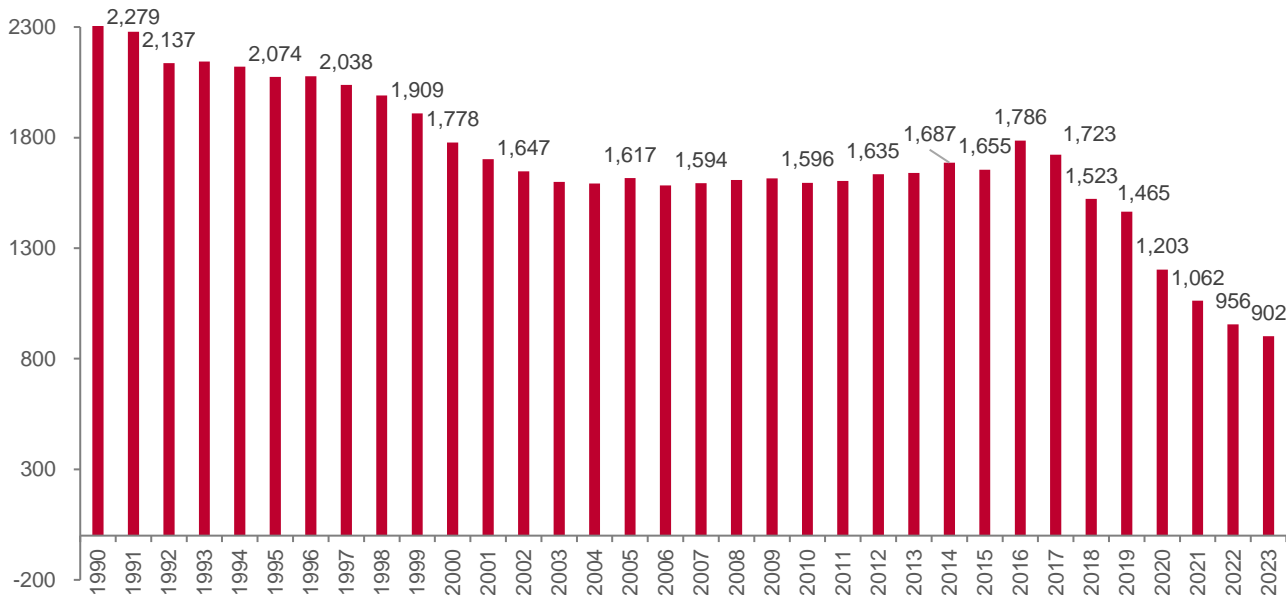
儿科覆盖的年龄段广，人口基数大，出生人口下滑对其影响有限。出生人口下滑直接影响产科，而儿科一般对应的年龄段为婴儿期至青少年期。因此我们认为，医学中的儿科范围要大于口语中的婴儿、儿童的语义范围。覆盖年龄段广意味着对应的人口基数自然更大。从出生人口数据看，2014-2017 年中国出生人口小高峰对应的人口目前仍在儿科范围内，因此出生人口下滑的影响短期内预计有限。

与儿科一致，大东方旗下儿科门诊的服务对象年龄段较广。健高儿科的客群为 0-18 岁，雅恩健康的客群为 0-15 岁。

图表34：大东方旗下儿科门诊的服务对象年龄段较广

品牌	目标客群对应年龄段
健高儿科	0-18 岁
雅恩健康	0-15 岁
知贝医疗	未披露

来源：品牌公众号，中泰证券研究所

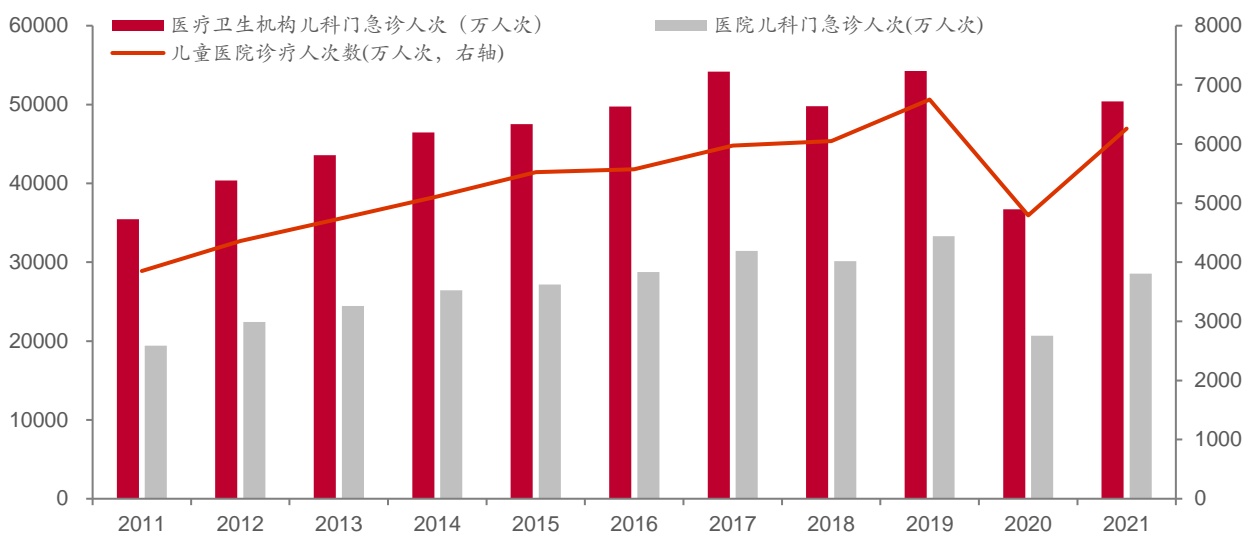
图表35：1990 年后的出生人口数据（单位：万人）


来源：wind，中泰证券研究所

儿科渗透率提升核心驱动是新生代父母对子女成长的呵护。随生活水平提高，年轻父母对于子女健康等相关问题相对更重视，这点与教育的逻辑类似。就诊人次数据应该能够直观反映这一关切。尽管无直接明确数据，但渗透率提升的趋势明确。

人口基数下行与儿科就诊人次上升同步，渗透率提升。根据卫健委年鉴，可以找到三个儿科相关口径的就诊人次（医疗卫生机构儿科门诊+急诊、医院儿科门诊+急诊、儿童医院儿科诊疗），从 2011 年至疫情前的 2019 年几乎都是持续增长。反观出生人口，以 18 岁为界，2011 年对应的最早出生人口为 1993 年，而 1993 年后的出生人口持续下滑，因此如果看对应人口基数，2011 年至 2019 年对应儿科/儿童医院客群的人口基数是持续下降。人口基数持续下降，但就诊人次持续上升，背后反映的就是渗透率提升。

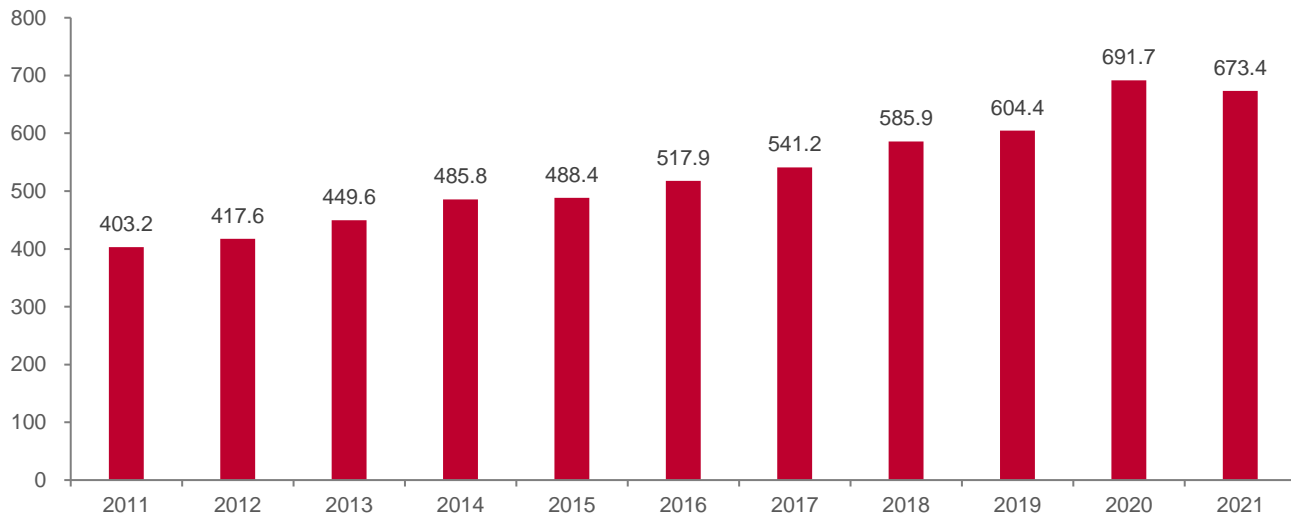
图表36：出生人口基数下降，但儿科就诊人次持续上升



来源：卫健委中国卫生统计年鉴，中泰证券研究所

儿童医院客单价持续提升，年化增速约 5%。根据卫健委数据，使用“儿童医院医疗收入（已剔除财政补贴）”/“儿童医院诊疗人次”，得出单次诊疗的客单价，2011年是403元，不考虑20年后疫情扰动，至2019年客单价持续提升至604元，CAGR 5.2%。

图表37：儿童医院客单价2011-2019年CAGR 5.2%（单位：元/人次）

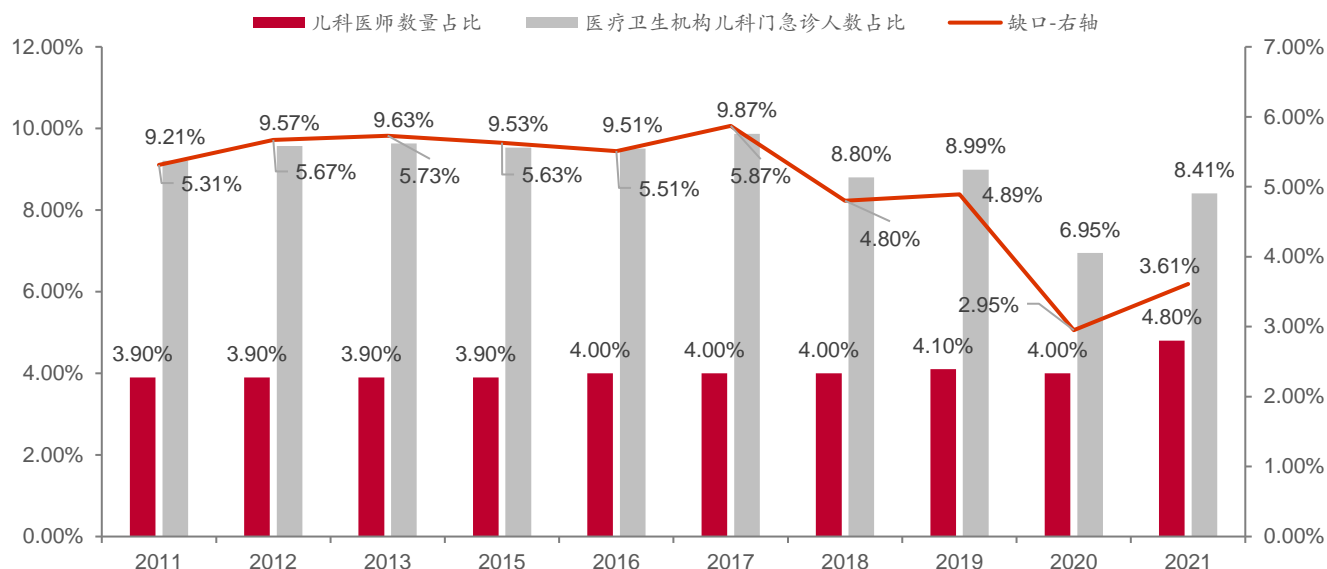


来源：卫健委中国卫生统计年鉴，中泰证券研究所

3.2 儿科的供给侧：儿科医师缺口逐步补缺，经营主体增加

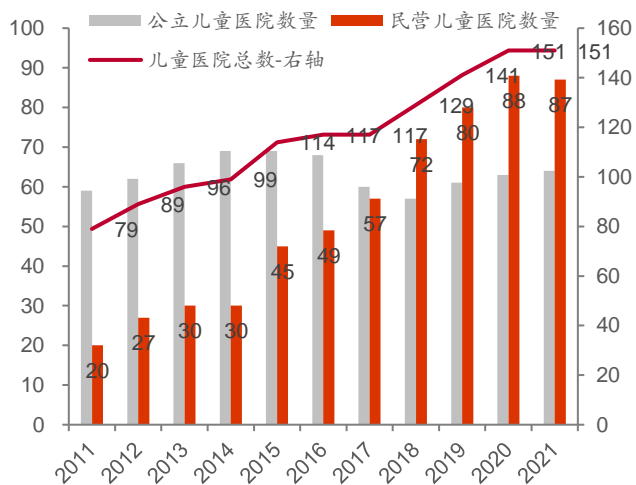
儿科医师供不应求，缺口逐步下降。从卫健委分科执业医师的占比数据看，全部科室的职业医师（执业医师+执业助理医师）中，2011年仅有3.9%的医师为儿科，这一比例在21年提升至4.8%。然而，如果看医疗卫生机构分科室的门急诊人次数据，2011年，儿科占比为9.21%，即全部病人中，有9.21%为看儿科的病人，儿科医师占比低但需求高。

从结构数据看这一缺口为两者之差，在 2011 年为 5.31%。之后随着儿科医师占比逐步提升，以及儿科病人占比的逐步下降，缺口在 2011 年下降为 3.61%。

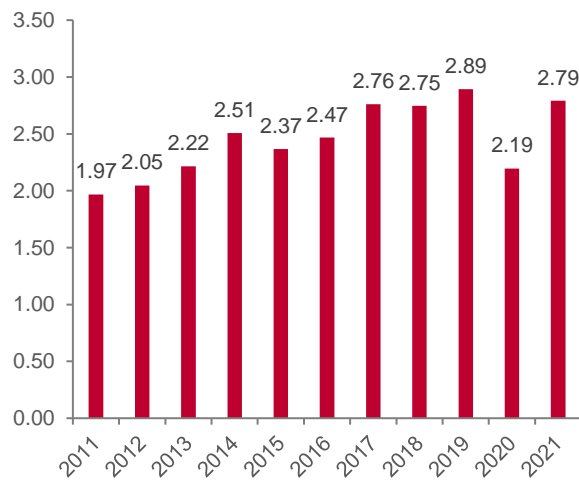
图表 38：儿科医师供不应求，缺口逐步下降


来源：卫健委中国卫生统计年鉴，中泰证券研究所

从经营主体看，民营儿童医院数量持续增长，平均单院收入稳中有增。自 2011 年至疫情前 2019 年，儿童医院数量持续上升，2018 年民营儿童医院数量首次超过公立儿童医院数量。平均单院收入自 2011 年 1.97 亿元提升至 19 年 2.89 亿元。

图表 39：儿科经营主体持续增加，民营儿童医院数量超过公立儿童医院


来源：卫健委中国卫生统计年鉴，中泰证券研究所

图表 40：儿童医院平均单院收入稳中有增（单位：亿元）


来源：卫健委中国卫生统计年鉴，中泰证券研究所

3.3 子女健康作为家庭核心关切致供需双旺，儿科逐步向可选消费延伸，民营机构有望受益

(1) 我们认为，与教育一样，子女健康是每个家庭的核心关切。为应对日益精细的育儿呵护和儿童成长需求，儿科的职能已经日趋多元化。市场空间扩张和经营主体的增加必然带来分工细化，儿科已经从救死扶伤的必选诊疗逐步扩展，向儿童保健、心理咨询等可选方向延伸。

均瑶医疗的三个连锁儿科品牌特色与定位相对明确。健高儿科专注以儿童成长发育为核心，雅恩健康专注以发育迟缓、语言障碍等特需儿童的康复工作。知贝医疗定位儿童保健以及儿童常见病诊疗。其中，知贝医疗除儿科门诊外，还有儿保、体检、咨询等相关服务，雅恩健康的服务已经带有教育属性。

图表 41：健高儿科的科室简介

科室	简介
儿童内分泌科	以矮小、性早熟、发育迟缓、肥胖等儿童内分泌疾病为主要诊疗项目。
儿童保健科	关注 0~18 岁儿童体格生长发育、系统发育、神经心理行为发育及营养的正常体检及筛查。
神经心理行为发育专科	关注 0~18 岁儿童心理行为发育以多动症和自闭症专病为特色，提供专业技术支持和心理支持。
中医科	关注小儿常见病，多发病及内分泌系统疾病的中医治疗及中西医结合治疗，如儿童体质调理，儿童生长发育落后，性早熟，小儿肥胖及青春期月经不调等症的治疗。
眼科	关注 0~18 岁儿童视力健康发育及近视、弱视、及斜视多发问题检查、矫正及管理。
口腔科	关注 0~18 岁儿童口腔预防保健及常见口腔多发问题诊疗及管理。
普儿	关注 0~18 岁儿童常见病、多发病的检查和诊治

来源：健高儿科官网，中泰证券研究所

图表 42：知贝医疗除儿科门诊外，还有儿保、体检、咨询等相关服务

服务	简介
专科服务	新生儿科，儿童呼吸科，儿童心内科，儿童肾内科，儿童皮肤科，儿童耳鼻喉科
高危儿筛查	发育落后筛查，孤独症筛查多动症筛查
实验室检查	三大常规，皮测胆红素，肝肾功能，血铅，呼吸道病原学消化道病原学
幼儿园入园体检	体格发育，运动发育，神经心理评估
治疗项目	黄疸治疗，雾化，鼻腔冲洗，耵聍软化，皮肤湿裹，激光祛痣
育儿咨询门诊	哺乳指导，疫苗接种咨询，营养与辅食添加咨询，贫血咨询，睡眠咨询，产前育儿咨询
儿童保健服务	健康档案，ASQ 问卷，发育评估，视力、听力筛查
健康教育服务	知贝在线微课，网络健康讲座，紧急医疗协助

来源：知贝医疗官网，中泰证券研究所

图表 43：雅思健康的部分课程

课程名	课程对象	主要内容
语言认知	2-6 岁，语言发展迟缓，社交沟通障碍的孩子	结合发展学派教学理念，帮助儿童提升认知、理解、表达能力。
言语构音	2-6 岁，不会发音或发音错误，口齿不清的孩子。	创新研发出结合汉语发音特点的训练方法，为说话口齿不清、发音困难的儿童提供针对性的训练课程。
感觉运动	2-8 岁，感觉讯息处理障碍、言语语言发展障碍或注意力缺失多动障碍的儿童等。	以儿童喜爱的游戏运动，来探索感觉信息，改善处理和组织感觉信息的能力。
社交沟通	3-16 岁，社交沟通障碍或需要提升社交能力的儿童	根据儿童不同年龄段的社交需求，提升儿童使用恰当社交方式及独立思考并回应不同社交情景的能力。
注意力执行功能	4-12 岁，注意力缺失或执行功能较弱的儿童	通过注意力及执行功能训练，结合视觉、听觉和动作三大维度的课程活动内容，提升注意力和执行功能。
神经反馈训练	3-16 岁，注意力缺失、多动易动的少年儿童	通过脑发育评估了解儿童脑发育状态，指导运用神经反馈，调节脑电波，改善脑功能，提升注意力、自我控制及自主调节能力。

来源：雅思健康官网，中泰证券研究所

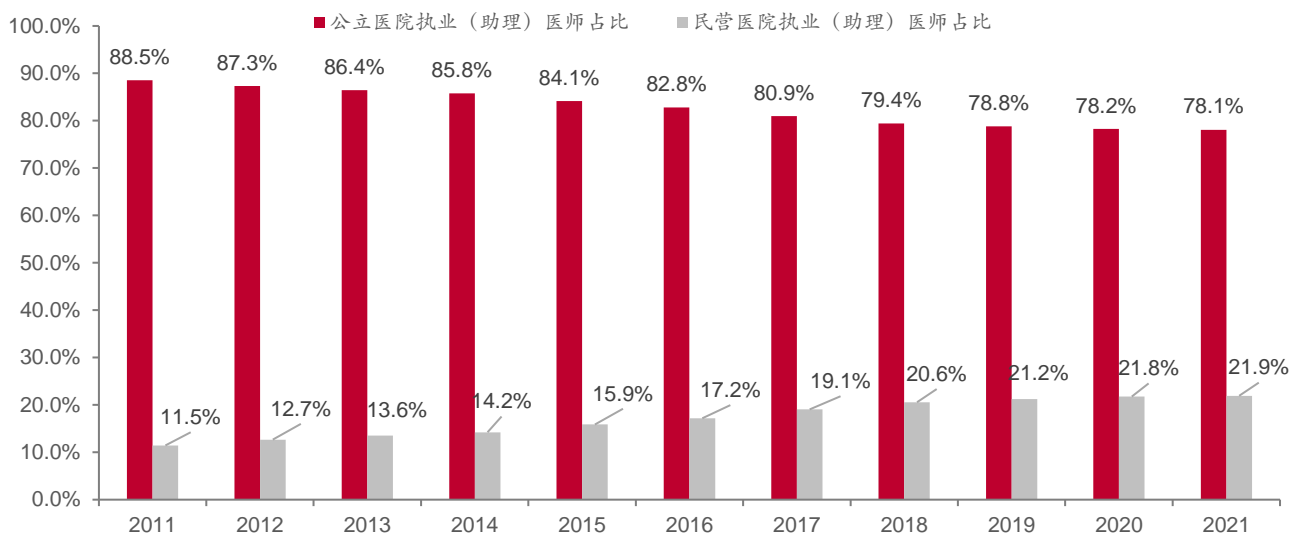
（2）公立和民营两个体系相互补充，核心连接资源是医师

儿科的公立医疗体系主要包括公立医院儿科以及儿童医院。公立医疗体系优缺点明显：1.公立医院儿科的相关科室较少，公立儿童医院科室分工更细。2.核心医疗资源稀缺，挂号难，就诊环境难保证。3.国家医保覆盖，患者诊疗负担轻。反观民营医疗体系，无论是儿童医院还是儿科门诊机构，服务与就诊环境相对较好，但国家医保覆盖不足，儿科保健这类可选消费在民营体系内拥有巨大发展空间。从这个角度看，民营体系和公立体系是相互补充。而连接这两个体系的核心要素是医师。

均瑶医疗通过收并购，获得医师资源。根据卫健委数据，民营医院的执业(助理)医师占总医师数量的比重逐年抬升。执业(助理)医师的公立/民营占比从 2011 年的 88.5%/11.5%，变动至 2021 年 78.1%/21.9%。一定程度反映医师从公立体系到私立体系的流动。均瑶医疗旗下的健高儿科与知贝医疗的核心团队，大多都有原公立医疗体系内履历。均瑶医疗通过收购，获得这些核心医疗资源，并且也可在均瑶医疗体系内的不同板块间流动，提高科室丰富度。

图表 44：健高儿科的就诊环境


来源：健高儿科官网，中泰证券研究所

图表 45：民营医院的执业(助理)医师占比逐年提升


来源：卫健委中国卫生统计年鉴，中泰证券研究所

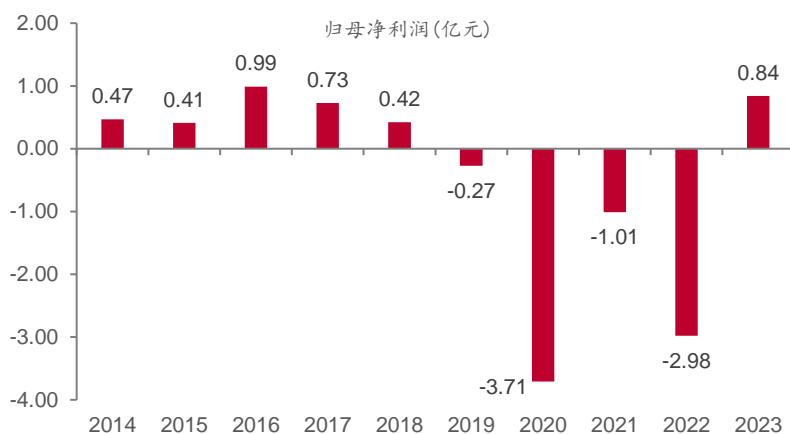
图表 46：均瑶医疗核心医师都有公立医疗机构履历

门诊	医师姓名	公立医疗机构履历
健高儿科上海徐汇门诊	沈永年	曾于上海儿研所、上海交大附属儿童医院工作 50 余年
健高儿科武汉江汉门诊	林汉华	华中科技大学附属同济医院儿科主任
健高儿科杭州西湖门诊	梁黎	原浙江大学附属第一医院儿科教研室主任及儿科主任
健高儿科成都锦江门诊	吴康敏	四川大学华西第二医院儿保科主任、矮身材研究中心主任
健高儿科西安未央门诊	张卉	原陕西中医药大学附属医院儿科主任
知贝医疗	欧茜	曾就职于广州市妇女儿童医疗中心

来源：健高儿科、知贝医疗官网，中泰证券研究所

3.4 同业数据：新世纪医疗，23 年儿科收入创上市以来新高

新世纪医疗，是 2017 年港股上市的民营儿科医疗机构。2023 年，公司收入 98.9% 来自儿科与妇产科的医疗服务，儿科服务占总收入比重 87.8%。儿科收入主要来自旗下的北京新世纪儿童医院、北京新世纪妇女儿童医院、北京新世纪荣和门诊部、成都新世纪妇女儿童医院。公司疫情后恢复较好，23 年扭亏为盈，归母净利润 0.84 亿元，创 17 年以来最好业绩。

图表 47：新世纪医疗 23 年业绩扭亏为盈


来源：wind，中泰证券研究所

公司在治理上的特点是公私合营。公司旗下最核心的医院北京新世纪儿童医院，是与国内顶级公立机构首都医科大学附属北京儿童医院（简称北京儿童医院）合办。北京儿童医院占股 35%，并提供医师资源。

图表 48：北京新世纪儿童医院公私合营协议主要条款

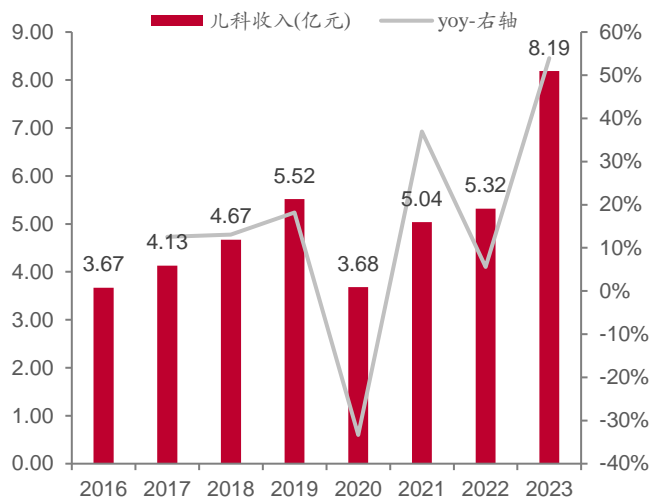
领域	协议内容
股权	北京新世纪儿童医院，新世纪医疗持股比例 65%，北京儿童医院持股 35%，并获得相应权益。
场地	北京儿童医院提供医疗场地，新世纪医疗无需支付额外费用
医师资源	北京儿童医院可按需提供医疗专业人员，新世纪医疗支付薪酬

来源：新世纪医疗招股书，中泰证券研究所

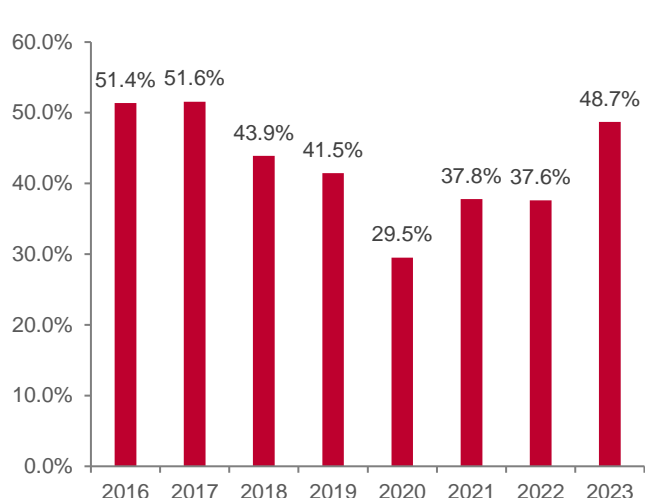
新世纪医疗的儿科业务 23 年数据验证儿科景气度。

儿科业务收入：23 年创上市以来新高。 23 年儿科收入 8.19 亿元，同比增 53.9%，创历史新高。23 年收入较疫情前的 19 年增长 48.4%。

儿科业务毛利率：疫后恢复良好，40% 以上毛利率。 儿科业务毛利率仅在疫情期间低于 40%，23 年毛利恢复至 48.7%

图表 49：新世纪医疗儿科业务收入 23 年创上市以来新高


来源：公司年报，中泰证券研究所

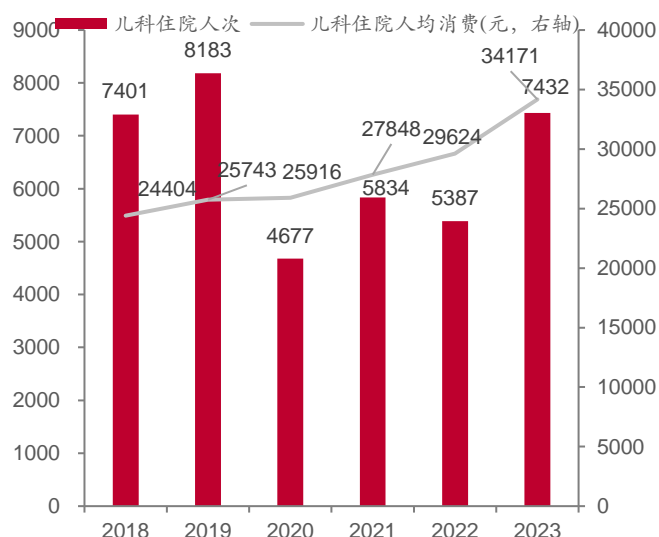
图表 50：新世纪医疗儿科业务毛利率 23 年恢复至 48.7%


来源：公司年报，中泰证券研究所

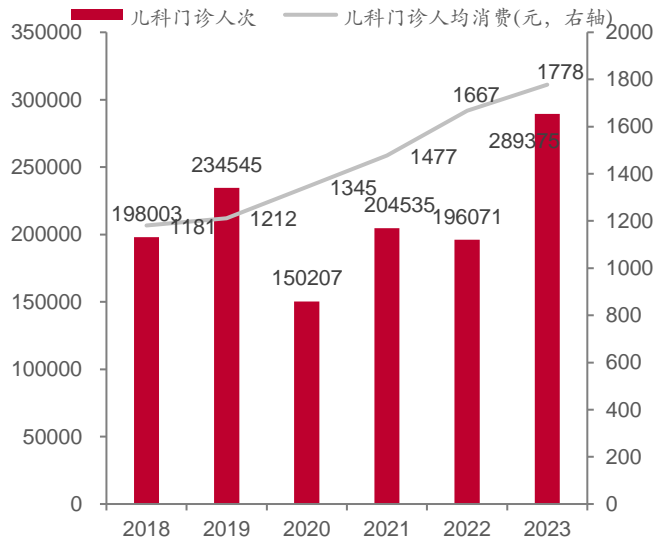
儿科业务客单价 23 年创历史新高，就诊人次恢复良好。公司披露儿科人次与客单价分住院与门诊两个口径。

住院口径，公司 23 年住院人次 7432 人，仍未恢复至 19 年，恢复程度为 90.8%。23 年客单价创历史新高，达 34171 元/人，18-23 年客单价 CAGR 7.0%。

门诊口径，公司 23 年门诊人次创历史新高，达 28.9 万人次，较 19 年增长 23.4%。23 年客单价为 1778 元/人，18-23 年客单价 CAGR 8.5%

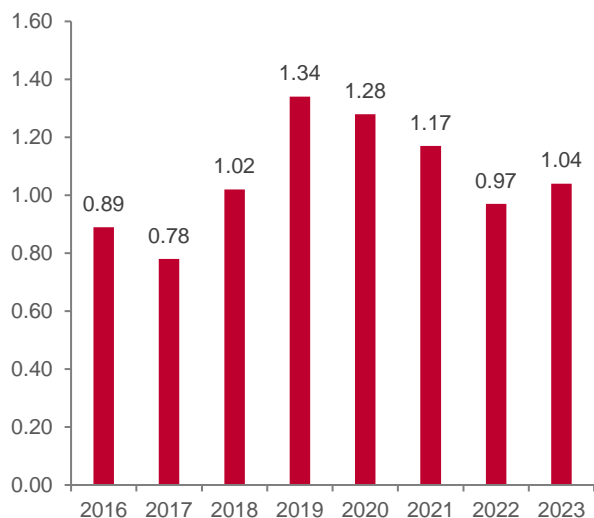
图表 51：新世纪医疗儿科住院人次与客单价


来源：公司年报，中泰证券研究所

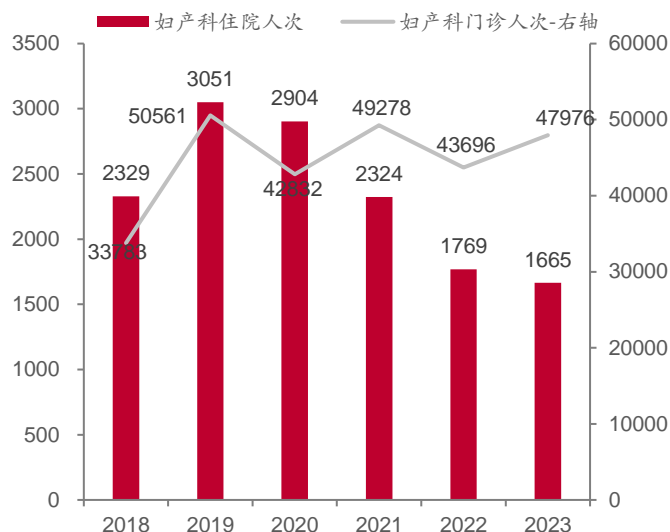
图表 52：新世纪医疗儿科门诊人次与客单价


来源：公司年报，中泰证券研究所

与之相对应的，是公司的妇产科数据，受出生人口下滑以及新冠疫情对生育的冲击，23 年新世纪医疗妇产科收入 1.04 亿元。从就诊人次看，无论住院口径还是门诊口径，23 年的恢复程度都明显弱于儿科。

图表 53：新世纪医疗妇产科收入 23 年较疫情前仍有差距（单位：亿元）


来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 54：新世纪医疗妇产科住院与门诊人次


来源：公司年报，中泰证券研究所

4. 盈利预测与估值

预计大东方 24/25/26 年营业收入分别为 40.81/49.23/59.09 亿元，yoy 15.5%/20.6%/20.0%。根据 24Q1 经营数据快报，百货零售板块收入同比降 8.02%，三凤桥板块收入同比降 5.46%，医疗健康板块收入同比增 20.43%

百货零售板块，因为 23Q1 是疫情后的第一个季度，应该有高基数的因素，但综合考虑整体消费 24 年仍承压，板块不做收入增长预期，24/25/26 年收入增速为-4.2%/10.0%/7.1%。假设大东方百货楼内装修于 24 年全部完毕，25 年后不受装修因素干扰。预计 24/25/26 年，大东方百货的联营收入 1.76/1.93/2.03 亿元，yoy -7.0%/10.0%/5.0%，大东方百货的自营收入 2.92/3.21/3.37 亿元，yoy -5.0%/10.0%/5.0%。超市方面，调整仍在持续，24Q1 新增 7-Eleven 便利店 1 家，关闭百业超市 1 家。24Q2 预计新开 7-Eleven 便利店 3 家，超市连锁门店仍有扩张逻辑。基于此，预期 24/25/26 年收入 1.24/1.37/1.57 亿元，yoy -5.0%/10.0%/5.0%。

三凤桥板块，收入同比稳中有增。根据公告，24Q2 拟开 5 家三凤桥食品专卖店，直接助推餐桌熟食业务收入。预计 24/25/26 年，餐桌熟食业务收入 yoy 3.0%/5.0%/5.0%。礼节性食品受益于销售渠道增加以及线下客流恢复，23 年收入同比高增，未来预计该业务仍保持较好增速，预计 24/25/26 年收入 yoy 15.0%/13.0%/10.0%。餐饮业务假设未来不再新增餐饮门店，整体业务相对稳定，24/25/26 年收入 yoy -2.4%/1.7%/1.6%。

医疗健康板块，保持较高景气度。专科特色医疗综合服务为大东方旗下两所医院，预期收入相对稳定，24/25/26 年收入 yoy 5.0%/5.0%/5.0%。围绕儿童全成长发育的医疗服务为大东方旗下的健高儿科与知贝医疗，也是收入占比最高的业务，考虑到公司较好的医师储备和单店收入的提升，预计 24/25/26 年收入 28.68/36.14/45.17 亿元，yoy 27.0%/26.0%/25.0%。特需儿童康复为大东方旗下雅恩健康，预期收入相对稳定，24/25/26 年收入 yoy 5.8%/2.1%/4.2%。

图表55：大东方收入预测（单位：万元）

			2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
总计		营业收入	690,481.31	312,957.86	353,376.18	408,132.46	492,294.67	590,942.27	
		yoy		-54.7%	12.9%	15.5%	20.6%	20.0%	
百货零售	子版块合计	营业收入	75,771.12	64,621.86	61,823.72	59,206.07	65,126.68	69,748.16	
		yoy		-14.7%	-4.3%	-4.2%	10.0%	7.1%	
	(1) 百货	联营	营业收入	60,502.02	50,063.24	49,656.60	46,795.61	51,475.17	54,048.93
			yoy		-17.3%	-0.8%	-5.8%	10.0%	5.0%
		自营	营业收入	23,024.29	18,686.04	18,908.12	17,584.55	19,343.01	20,310.16
			yoy		-18.8%	1.2%	-7.0%	10.0%	5.0%
		(2) 超市	营业收入	37,477.73	31,377.20	30,748.48	29,211.06	32,132.16	33,738.77
			yoy		-16.3%	-2.0%	-5.0%	10.0%	5.0%
	三凤桥	子版块合计	营业收入	11,091.89	14,595.43	12,167.12	12,410.46	13,651.51	15,699.23
			yoy		31.6%	-16.6%	2.0%	10.0%	15.0%
(1) 餐桌熟食		营业收入	19,521.44	16,562.14	22,197.31	23,700.17	25,583.67	27,292.42	
		yoy		-15.2%	34.0%	6.8%	7.9%	6.7%	
(2) 礼品性食品		营业收入	5,936.46	5,306.81	6,280.55	6,468.97	6,792.41	7,132.04	
		yoy		-10.6%	18.3%	3.0%	5.0%	5.0%	
(3) 餐饮		营业收入	7,647.94	6,384.96	9,766.26	11,231.20	12,691.25	13,960.38	
		yoy		-16.5%	53.0%	15.0%	13.0%	10.0%	
医疗健康		子版块合计	营业收入	5,937.04	4,870.37	6,150.50	6,000.00	6,100.00	6,200.00
			yoy		-18.0%	26.3%	-2.4%	1.7%	1.6%
	(1) 专科特色综合医疗服务	营业收入	107,623.00	224,136.00	262,387.00	325,226.22	401,584.33	493,901.70	
		yoy		108.3%	17.1%	23.9%	23.5%	23.0%	
	(2) 围绕儿童全成长发育的医疗服务	营业收入	13,812.00	33,159.00	32,103.00	33,708.15	35,393.56	37,163.24	
		yoy		140.1%	-3.2%	5.0%	5.0%	5.0%	
	(3) 特需儿童康复	营业收入	92,828.00	186,449.00	225,841.00	286,818.07	361,390.77	451,738.46	
		yoy		100.9%	21.1%	27.0%	26.0%	25.0%	
	(3) 特需儿童康复	营业收入	983.00	4,528.00	4,443.00	4,700.00	4,800.00	5,000.00	
		yoy		360.6%	-1.9%	5.8%	2.1%	4.2%	

来源：wind，中泰证券研究所

预计大东方24/25/26年的综合毛利率分别为14.25%/14.01%/14.39%，根据24Q1经营数据快报，百货零售板块毛利率37.10%，同比降2.14pct；三凤桥板块毛利率46.56%，同比增5.24pct；医疗健康板块毛利率7.52%，同比增0.45pct。

综合来看，大东方收入占比最高且增速最快的板块（医疗健康）毛利率绝对值相对最低，因此随收入提升整体看公司综合毛利率仍缓慢同比下滑，但预期医疗健康毛利率提升最终会扭转这个趋势。

百货零售板块，24 年受到整体消费需求较弱的影响，板块毛利率预计从 25 年开始逐步回升，24/25/26 年毛利率分别为 38.96%/39.52%/39.50%。24 年百货自营毛利率 9.00%，超市业务毛利率 23.00%，同比下降。25 年后同比小幅提升，与收入的变动方向一致。

三凤桥板块，24Q1 毛利率提升超预期，预计随着降本控费以及收入增长，板块毛利率显著提升，预计 24/25/26 年毛利率分别为 45.90%/46.47%/47.19%。其中，餐桌熟食毛利率预计至 45.00%以上，24/25/26 年分别为 45.00%/45.50%/46.00%。礼品性食品毛利率继续随收入增长而提升，24/25/26 年分别为 43.70%/44.10%/45.00%。餐饮业务毛利率 24 年后恢复至疫情前的 50%以上水平。

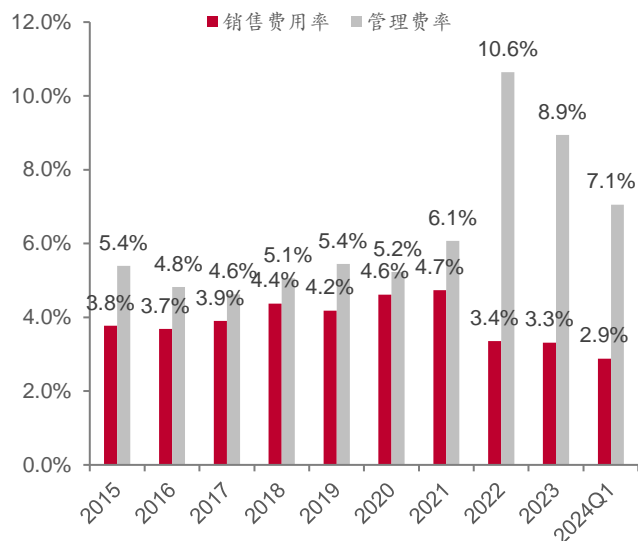
医疗健康板块内部，收入占比最高且增速最快的服务（围绕儿童全成长发育的医疗服务）毛利率绝对值相对最低。但 24Q1 还能出现毛利率同比正增长，说明各业务毛利率维持情况良好。考虑到公司医疗板块持续向服务转型，板块毛利率未来持续提升，预计 24/25/26 年毛利率分别为 7.40%/7.80%/9.03%。预计围绕儿童全成长发育的医疗服务毛利率稳中有升，24/25/26 年分别为 5.90%/6.50%/8.00%，专科特色综合医疗服务与特需儿童康复毛利率保持稳定。

费用：随收入规模提升，费用率下滑。公司 21 年剥离汽车业务、注入医疗健康业务之后，销售费用率整体下降、管理费用率整体提升，费用率随收入规模提升而下滑。基于此，预期未来 24/25/26 年，管理费用率分别为 7.20%/6.50%/6.00%，销售费用率 3.00%/2.80%/2.65%。考虑到公司短期借款期末余额较高，24Q1 期末余额 9.22 亿元，保守假设财务费用假设保持高位，预计 24/25/26 年，财务费用分别为 0.40/0.40/0.35 亿元。

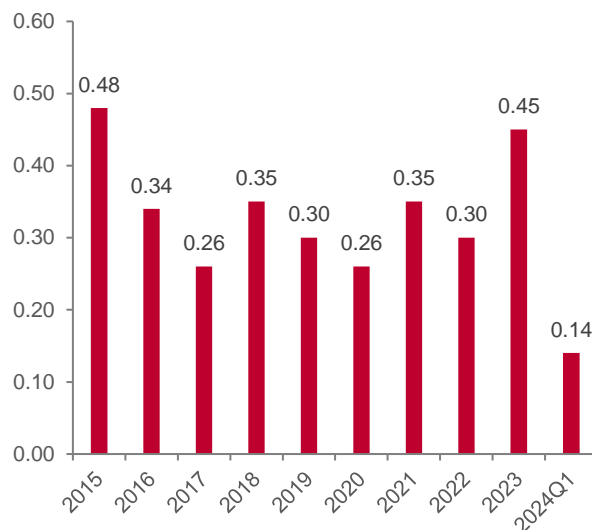
图表 56：大东方毛利率预测

		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总计		14.83%	17.79%	16.68%	14.25%	14.01%	14.39%
百货零售	子版块合计	40.33%	37.73%	40.16%	38.96%	39.52%	39.50%
	(1) 百货	45.87%	43.74%	43.87%	43.20%	43.51%	43.57%
	1.1 联营	100%	100%	100%	100%	100%	100%
	1.2 自营	12.61%	10.23%	9.36%	9.00%	9.50%	9.60%
	(2) 超市	10.61%	17.26%	24.99%	23.00%	24.50%	25.50%
三凤桥	子版块合计	42.17%	38.25%	43.16%	45.90%	46.47%	47.19%
	(1) 餐桌熟食	45.98%	35.70%	41.78%	45.00%	45.50%	46.00%
	(2) 礼品性食品	36.32%	35.31%	40.49%	43.70%	44.10%	45.00%
	(3) 餐饮	45.89%	44.87%	48.79%	51.00%	52.50%	53.50%
医疗健康	子版块合计	7.70%	8.26%	6.90%	7.44%	7.80%	9.03%
	(1) 专科特色综合医疗服务	21.00%	22.14%	14.90%	18.00%	18.50%	19.00%
	(2) 围绕儿童全成长发育的医疗服务	5.40%	5.36%	5.46%	5.90%	6.50%	8.00%
	(3) 特需儿童康复	32.00%	25.97%	22.10%	26.00%	27.00%	28.00%

来源：wind，中泰证券研究所

图表 57：大东方的销售费率和管理费率


来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 58：大东方的财务费用（单位：亿元）


来源：公司年报，中泰证券研究所

投资收益：中性假设 24/25/26 年投资收益分别为：1.23/1.25/1.17 亿元。公司投资收益贡献业绩比重较高，且放入非经常损益。投资收益主要来自于长期股权投资、其他权益工具投资的股利，以及处置长期股权投资收益，本报告 1.3 节已说明，大东方的长期股权投资中最主要的为之前置出的东方汽车，股权占比 49%。21/22/23 年东方汽车的投资损益为 1.96/0.83/1.00 亿元，占当年投资收益的 32%/49%/72%，考虑到汽车零售端的毛利率承压，假设未来东方汽车 24/25/26 年投资收益分别为 0.80/0.75/0.70 亿元，占比 65%/60%/60%，则 24/25/26 年投资收益分别为 1.23/1.25/1.17 亿元。

综上，预计大东方 24/25/26 年营业收入分别为 40.81/49.23/59.09 亿元，yoy 15.5%/20.6%/20.0%。预计归母净利润分别为 1.89/2.52/3.35 亿元，yoy 17.1%/33.3%/33.0%。

首次覆盖，给予“买入”评级。公司具备稀缺性，特别是保持高增速的儿科医疗服务赛道，A 股上市公司难见对标。因此可比公司方面，选取一揽子组合。零售行业选取豫园股份、重庆百货，选取原因为：1.投资收益占归母净利润比重较高；2.多元业务发展，豫园股份布局珠宝、餐饮、美妆、地产等领域，重庆百货有百货超市、电器和汽车贸易等业务经营。餐饮行业选取与三凤桥板块业务类似的广州酒家。医疗行业选取国际医学，该公司主要以综合医院类的医疗服务为主，且国际医学的前身是以零售为主业。此外，选取以口腔医疗服务为主业的通策医疗、以眼科医疗服务为主业的爱尔眼科综合对比。大东方估值较以上组合平均值更低。综上，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 59：大东方与可比公司估值

代码	简称	总市值 (亿)	归母净利润 (2024E, 亿元)	归母净利润 (2025E, 亿元)	归母净利润 (2026E, 亿元)	PE (2024)	PE (2025)	PE (2026)
600729.SH	重庆百货	99.53	14.41	15.79	17.17	6.91	6.30	5.80
600655.SH	豫园股份	200.65	23.39	27.31	31.21	8.58	7.35	6.43
603043.SH	广州酒家	91.57	6.29	7.27	8.25	14.56	12.60	11.10
000516.SZ	国际医学	105.13	1.15	3.49	5.72	91.42	30.12	18.38
600763.SH	通策医疗	173.73	5.96	7.08	8.43	29.15	24.54	20.61
300015.SZ	爱尔眼科	977.47	41.42	50.77	61.63	23.60	19.25	15.86
	平均					29.03	16.69	13.03
600327.SH	大东方	28.76	1.89	2.52	3.35	15.21	11.41	8.58

来源：可比公司盈利预测来自 wind 一致预期，中泰证券研究所，市值与预期的相关数据截至 2024 年 6 月 27 日

5.风险提示

- **均瑶集团可能的负面信息风险**

大东方是均瑶集团旗下资产，虽然市值和总资产在均瑶集团中占比不高，但均瑶集团的相关负面信息都有可能对公司股价出现扰动。
- **医疗业务发展不及预期的风险**

正如正文所述，大东方医疗业务未来发展主要看 1.收入增速，2.毛利率水平提升，对公司业绩和估值都有较重要影响，若不及预期，可能会对股价产生扰动。
- **核心医师流动的风险**

医疗健康板块的医师资源是公司核心资产，未来若出现医师流动，可能对板块收入和利润造成影响。
- **公司投资收益出现波动的风险**

公司投资收益额较大，对公司的归母净利润影响较大，因此若投资收益出现波动，对业绩、估值可能会产生影响。
- **应收账款、商誉等出现减值的风险**

24Q1 期末，公司应收账款 1.31 亿元，商誉 3.49 亿元。若未来出现减值，则对当期业绩产生负面影响。
- **研报使用信息滞后或更新不及时风险**

本篇研报主要以 24Q1 及以前的数据为主，存在信息滞后与更新不及时风险。

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	631	816	1,083	1,300	营业收入	3534	4081	4923	5909
应收票据	0	0	0	0	营业成本	2944	3500	4233	5059
应收账款	105	104	134	175	税金及附加	21	24	30	35
预付账款	21	52	63	76	销售费用	117	122	138	157
存货	313	346	0	0	管理费用	316	294	320	355
合同资产	0	1	0	1	研发费用	7	0	0	0
其他流动资产	14	43	50	60	财务费用	45	40	40	35
流动资产合计	1,085	1,362	1,330	1,611	信用减值损失	-12	-7	-3	-2
其他长期投资	128	142	162	187	资产减值损失	-25	-5	-3	-2
长期股权投资	2,540	2,540	2,540	2,540	公允价值变动收益	-3	0	0	0
固定资产	356	287	231	186	投资收益	138	123	125	117
在建工程	2	7	11	14	其他收益	7	2	5	2
无形资产	170	153	137	124	营业利润	186	214	286	384
其他非流动资产	1,560	1,561	1,572	1,594	营业外收入	13	15	17	19
非流动资产合计	4,756	4,689	4,654	4,645	营业外支出	5	1	1	1
资产合计	5,841	6,051	5,984	6,256	利润总额	194	228	302	402
短期借款	913	724	323	169	所得税	30	39	50	67
应付票据	0	54	30	29	净利润	164	189	252	335
应付账款	412	525	648	789	少数股东损益	2	0	0	0
预收款项	4	6	6	8	归属母公司净利润	162	189	252	335
合同负债	178	73	89	106	NOPLAT	202	222	285	364
其他应付款	214	214	214	214	EPS (按最新股本摊薄)	0.18	0.21	0.28	0.38
一年内到期的非流动负债	53	53	53	53					
其他流动负债	94	348	380	422					
流动负债合计	1,867	1,998	1,743	1,790					
长期借款	0	50	140	220					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	530	530	530	530					
非流动负债合计	530	580	670	750					
负债合计	2,396	2,578	2,412	2,540					
归属母公司所有者权益	3,244	3,273	3,372	3,516					
少数股东权益	200	200	200	200					
所有者权益合计	3,445	3,473	3,572	3,716					
负债和股东权益	5,841	6,051	5,984	6,256					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	367	452	718	447
现金收益	333	347	397	466
存货影响	-54	-34	346	0
经营性应收影响	13	-25	-37	-52
经营性应付影响	92	169	99	142
其他影响	-17	-5	-86	-109
投资活动现金流	-345	88	77	56
资本支出	-66	-36	-38	-40
股权投资	-522	0	0	0
其他长期资产变化	243	124	115	96
融资活动现金流	28	-355	-528	-286
借款增加	269	-138	-311	-74
股利及利息支付	-95	-258	-314	-410
股东融资	1	0	0	0
其他影响	-147	41	97	198

主要财务比率				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	12.91%	15.50%	20.62%	20.04%
EBIT 增长率	-13.67%	11.88%	27.67%	27.72%
归母公司净利润增长率	-7.35%	17.05%	33.33%	33.05%
获利能力				
毛利率	16.68%	14.25%	14.01%	14.39%
净利率	4.63%	4.63%	5.12%	5.67%
ROE	4.69%	5.44%	7.05%	9.02%
ROIC	24.52%	29.97%	50.85%	59.64%
偿债能力				
资产负债率	41.03%	42.60%	40.31%	40.60%
债务权益比	43.41%	39.07%	29.28%	26.14%
流动比率	58.11%	68.16%	76.34%	90.03%
速动比率	41.35%	50.82%	76.34%	90.03%
营运能力				
总资产周转率	60.50%	67.45%	82.26%	94.46%
应收账款周转天数	10	9	9	9
应付账款周转天数	43	48	50	51
存货周转天数	0	0	0	0
每股指标 (元)				
每股收益	0.18	0.21	0.28	0.38
每股经营现金流	0.41	0.51	0.81	0.51
每股净资产	3.67	3.70	3.81	3.97
估值比率				
P/E	18	15	11	9
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	55	51	44	37

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6-12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6-12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%-15%之间
	持有	预期未来 6-12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%+5%之间
	减持	预期未来 6-12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6-12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6-12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%+10%之间
	减持	预期未来 6-12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。