

# 大东方 (600327.SH)

## 新起点新征程，公司已转型医疗服务

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	7,936	6,905	2,931	3,246	3,604
增长率 yoy (%)	-15.2	-13.0	-57.6	10.7	11.1
归母净利润 (百万元)	315	641	181	81	91
增长率 yoy (%)	41.3	103.3	-71.8	-55.1	12.7
ROE (%)	8.8	17.1	6.7	2.9	3.2
EPS 最新摊薄 (元)	0.36	0.72	0.20	0.09	0.10
P/E (倍)	13.3	6.6	23.3	51.8	46.0
P/B (倍)	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2

资料来源: 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 4 月 17 日收盘价

**新起点新征程。**大东方 2020 年底战略转型医疗健康领域，于 2020 年 12 月 28 日成立均瑶医疗。大东方持有均瑶医疗 80% 股份。2021 年，公司通过均瑶医疗分别获得“沭阳中兴医院”、“健高儿科”、“雅恩健康”约 51%、40.7%、60% 股权。2022 年，公司获得“知贝医疗”约 68.19% 股权；同年，公司继续受让“健高儿科”股权，合计持股比例达 53.6%。

**2022 年是大东方医疗服务转型后首个完整会计年度，医疗业务打开业绩增长新空间。**2021 年公司医疗服务占公司收入比重约 15.6%，主要因为 2021 年 1~8 月公司业绩中包含大量汽车销售业务。2021 年，公司剥离传统汽车销售业务，虽然造成公司短期营收利润下滑，但公司增量来源已转变为前景广阔的医疗服务业务。我们预计 2022 年医疗服务占公司收入比重约 70%。

**保留百货零售主业，支撑公司发展。**虽然由于电商蓬勃发展，大量实体店受到冲击，但线上消费不可能彻底取代线下消费。大东方百货位于核心地段，其线下消费场景、展示场景有稀缺性。百货联营业务可为公司提供稳定现金流，支撑公司稳健发展。

**投资建议。**预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 29.31 亿元、32.46 亿元、36.04 亿元，同比增速分别为 -57.6%、10.7%、11.1%。公司已发布业绩预告，我们取业绩预告中值，保守预计公司 2022 年实现归母净利润约 1.8 亿元、扣非归母净利润 1000 万元。我们预计公司传统主业平稳，医疗业务可保持较高增速，2023~2024 年公司扣非归母净利润分别为 0.8 亿元和 0.9 亿元。以可比视角，行业医疗服务公司平均 PS 约 10.1 倍，剔除百货食品业务后大东方 PS 为 2.17 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

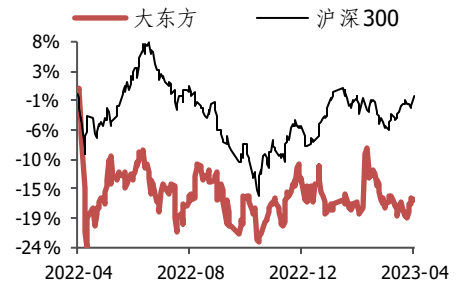
**风险提示：**宏观经济及政策风险；行业竞争风险；医疗服务业务尚处于培育期、经营管理及业务风险。

### 买入 (首次评级)

#### 股票信息

行业	汽车
2023 年 4 月 17 日收盘价 (元)	4.74
总市值 (百万元)	4,193.85
流通市值 (百万元)	4,193.85
总股本 (百万股)	884.78
流通股本 (百万股)	884.78
近 3 月日均成交额 (百万元)	68.16

#### 股价走势



#### 作者

分析师 李华云

执业证书编号: S1070523040001

邮箱: lihuayun@cgws.com

#### 相关研究

## 内容目录

1.大东方历史悠久.....	4
1.1 大东方为老牌企业，2002 年上市.....	4
1.2 大东方于 2020 年战略转型医疗健康.....	4
1.3 大东方股东结构清晰，决策层执行力强.....	5
2.如何看待公司非医药主业？.....	7
2.1 大东方百货业务可为公司提供稳定的现金流.....	7
2.2 其他非医药主业也有相应亮点.....	8
2.2.1 大东方剥离了传统燃油车主业，布局了更具前景的新能源产业.....	8
2.2.2 大东方持有安徽陶铝新材料研究院有限公司 30%股份.....	8
2.2.3 三凤桥是中国商务部首批认定的无锡地区中华老字号企业.....	9
3.大东方战略转型获得实质性进展：医疗健康业务占比约 70%.....	10
3.1“沐阳中心医院”综合实力在当地排名第三.....	10
3.2 健高儿科正逐步完善服务体系.....	11
3.2.1 健高儿科简介.....	11
3.2.2 健高儿科诊疗项目概览.....	12
3.3 雅恩健康已服务超过 360000 个家庭.....	12
3.4 知贝医疗 进一步夯实公司儿科医疗服务业务.....	13
4.公司估值思考及投资建议.....	14
4.1 公司目前市值或仅反应其百货联营业务.....	14
4.2 如果传统主业保持平稳，公司估值可保持稳定.....	15
4.3 医疗服务业务预计为公司提供较高的估值弹性.....	15
5.风险提示.....	18

## 图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	4
图表 2: 公司营收及增速（截至 2022Q3）.....	4
图表 3: 公司归母净利润及增速（截至 2022Q3）.....	4
图表 4: 公司高管简介.....	5
图表 5: 公司股权结构图（截至 2022Q3）.....	6
图表 6: 公司与实际控制人之间的产权及控制关系清晰（2021 年）.....	6
图表 7: 大东方百货位于无锡市核心地段.....	7
图表 8: 中国网络消费额及占比.....	7
图表 9: 一线城市 GDP 与无锡 GDP 比较（亿元）.....	8
图表 10: 一线城市人均 GDP 与无锡人均 GDP 比较（元）.....	8
图表 11: 陶铝新材的落地应用场景示例.....	9
图表 12: “三凤桥餐饮”开店基本要求.....	9
图表 13: 沐阳中心医院图示.....	10
图表 14: 健高儿科的发展历程.....	11
图表 15: 健高儿科的门店布局.....	12
图表 16: 健高儿科的诊疗项目概览.....	12
图表 17: 健高儿科诊疗项目示例.....	12
图表 18: 雅恩健康已服务超过 360000 个家庭.....	13

图表 19: "知贝医疗事务委员会" 使公司形成专有的诊疗规范 .....	13
图表 20: 公司百货业务详细拆分 .....	14
图表 21: 公司三凤桥业务详细拆分 .....	15
图表 22: 公司医疗服务业务拆分 (为全新业务) .....	16
图表 23: 医疗服务公司销售费用率比较 .....	16
图表 24: 医疗服务公司管理费用率比较 .....	16
图表 25: 医疗服务公司估值比较 (数据截至 2023/04/17) .....	17

## 1. 大东方历史悠久

### 1.1 大东方为老牌企业，2002 年上市

无锡商业大厦大东方股份有限公司（以下简称“大东方”或“公司”）起源于 1969 年“国营东方红商场”。经过 17 年积累之后，“东方红商场”改革为无锡商业大厦，于 1988 年正式建立，万种商品傲居无锡百货零售业榜首。2002 年，公司在上交所成功上市，成为核准制下无锡首家上市的商业百货零售企业。在成功受让中华老字号“三凤桥”部分股权、收购吟春大厦商贸公司的 78.81% 股权、收购无锡新纪元汽贸集团 94% 的股权等一系列资产运作的过程中，“一体两翼”即“百货零售主业为主体、汽车经营服务和食品制造经营为两翼”的战略得以迅速扎实推进。2007 年企业更名为“无锡商业大厦大东方股份有限公司”。之后随着行业变化，公司进行了战略决策调整。

图表 1: 公司发展历程

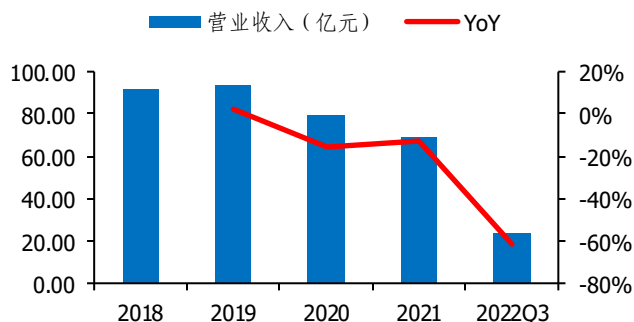


资料来源：公司官网，长城证券产业金融研究院

### 1.2 大东方于 2020 年战略转型医疗健康

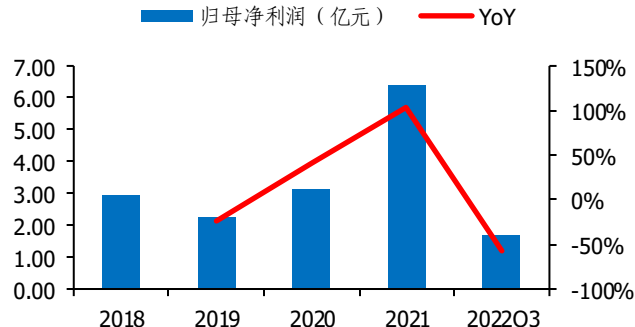
公司短期营收利润下滑，主要源于公司出于战略考量剥离汽车经营业务，转型医疗健康领域。

图表 2: 公司营收及增速（截至 2022Q3）



资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

图表 3: 公司归母净利润及增速（截至 2022Q3）



资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

随着我国人均收入的不断增长，居民生活质量的不断提升，居民医疗保健意识的逐步增强，医疗消费支出将持续增加，消费者对于更高层次的医疗保健需求也在逐渐增长，再加上人口基数、人口老龄化和城镇化进程等因素的驱动，未来医疗健康行业发展潜力较大。同时，国家及地方政府出台多项政策，鼓励社会资本进入医疗健康领域。在未来 10 到 15 年，在需求、产业、政策和资本等多重因素共振下，医疗健康服务产业将成为中国重点发展的产业之一，并逐步实现“健康中国”的愿景。在此背景下，大东方股份作为一家长期浸润在消费领域深耕的企业，也始终在寻求突破传统消费领域，以“大消费”产业发展理念、拓展至医疗健康消费领域，以不断丰富、并实现公司“大消费+”、涵盖延伸“大健康”产业的转型发展战略。

出于上述考虑，公司与“上海涵铠”共同合资设立“上海均瑶医疗”，注册资本 10,000 万元，大东方占 80% 股权，“上海涵铠”占 20% 股权。均瑶医疗融合合资方的专业团队引入、相关行业资源整合、市场化并购等多种方式，切入医疗健康行业。先期计划以医疗服务领域为核心与重点，聚焦在需求持续增长、商业模式清晰、关键业务路径可标准化、核心资源可得且可拓展、运营效率水平高的临床二级或三级学科方向的标的项目。后续将逐步拓展公司在这些学科方向的非医疗服务的健康产业布局，贯穿上下游，提升产业协同，最终培育公司“大消费+大健康”未来发展战略新的业务板块增长点。

均瑶医疗核心成员吴志军先生，曾任远东宏信副总裁、远东宏信医院集团总经理，投身于医疗健康领域 17 年，率领的团队为国内 3000 余家医院及上下游企业提供了相关服务。吴志军以其丰富的医疗产业投资与管理经验，主导投资并购了近 70 家医疗机构，构建了 2 万张床位数规模的医院集团，成为社会资本办医的优秀团队，并通过“学科引领医疗发展、运营推动价值提升”的投后管理体系为县域基层医疗积极赋能，打造了“人人可及、有温度”的医疗服务体系。吴志军先生同时担任中国卫生法学会副会长，中国医师协会非公立医疗卫生机构医师工作委员会副主任委员兼秘书长。

工商信息显示：上海均瑶医疗健康科技有限公司（以下简称“均瑶医疗”）已于 2020 年 12 月 28 日成立。

图表4：公司高管简介

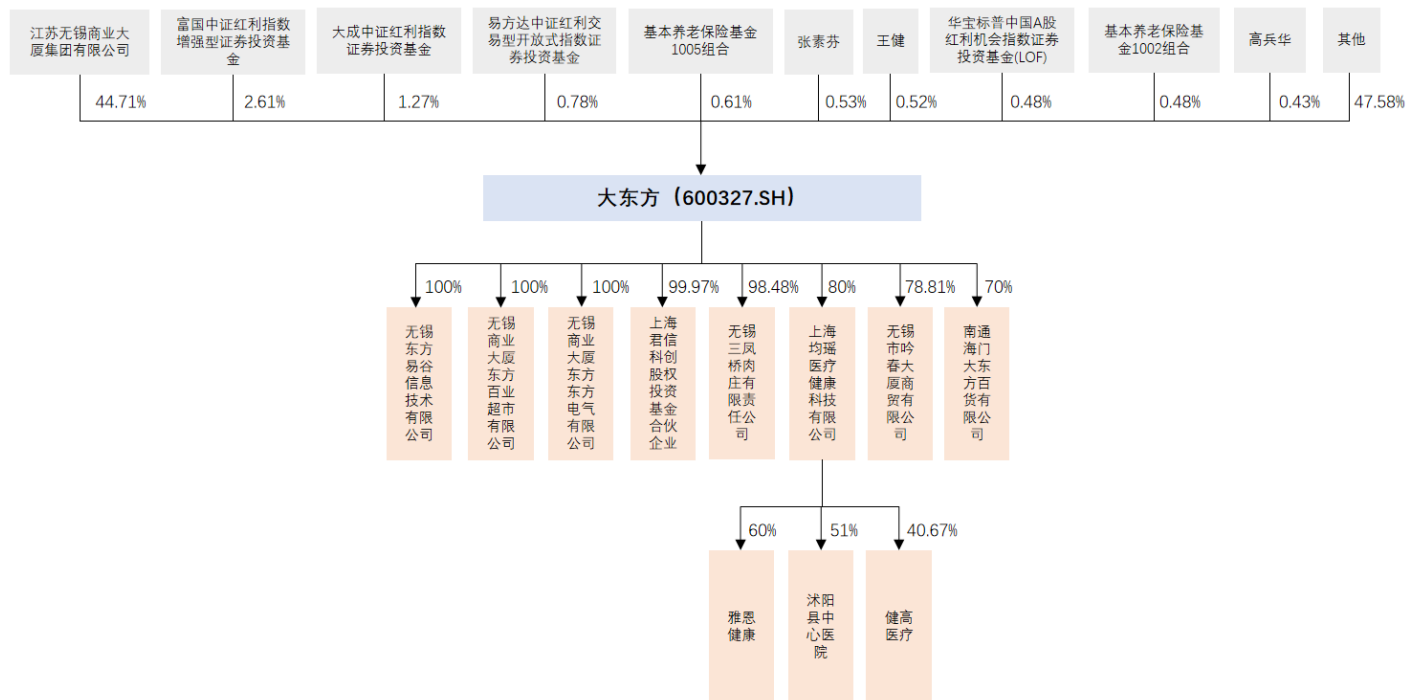
高管	职位	任职时间	背景
高兵华	董事长/董事	2014-11-25 至今	2008 年起担任大东方董事。2014 年起担任大东方董事长。曾任均瑶集团航空投资部总经理，均瑶集团电子商务业务单元总经理，均瑶集团战略与投资部总监，资产管理部总经理；现任上海均瑶（集团）有限公司副总裁，公司第四至第五届董事会董事、第六至第八届董事会董事长。
吴志军	均瑶医疗法人、核心成员、主要股东	2020-12-28 至今	曾任远东宏信副总裁、远东宏信医院集团总经理，投身于医疗健康领域 17 年，率领的团队为国内 3000 余家医院及上下游企业提供了相关服务。

资料来源：公司年报，《关于合资设立上海均瑶医疗产业投资发展有限公司的公告》，长城证券产业金融研究院

### 1.3 大东方股东结构清晰，决策层执行力强

江苏无锡商业大厦集团有限公司目前持有大东方 44.71% 股份。近 5 年来，大股东略有增持。

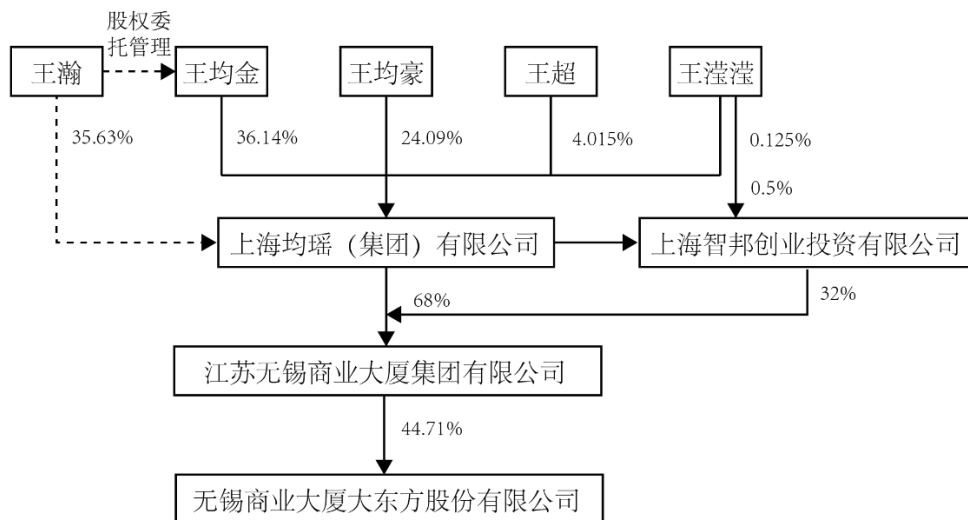
图表5: 公司股权结构图 (截至 2022Q3)



资料来源: 公司官网, 公司年报, 长城证券产业金融研究院

江苏无锡商业大厦集团有限公司的实控人为均瑶集团王均金先生。均瑶集团是以实业投资为主的现代服务业企业，创始于 1991 年 7 月。现已形成航空运输、金融服务、现代消费、教育服务、科技创新五大业务板块，旗下 4 家 A 股上市公司，员工近 2 万人，规模列中国服务业 500 强企业第 181 位。均瑶集团经营稳健，企业使命是：为社会创造价值，建国际化现代服务业百年老店。王均金先生现任第十四届全国政协委员，上海均瑶（集团）有限公司董事长，上海市工商联兼职副主席，上海市浙江商会会长。

图表6: 公司与实际控制人之间的产权及控制关系清晰 (2021 年)



资料来源: 2021 年财报, 长城证券产业金融研究院

## 2.如何看待公司非医药主业？

### 2.1 大东方百货业务可为公司提供稳定的现金流

大东方百货地处无锡市最繁华的中心商务区、传统商业旺区，成熟度高，营业面积 **7.5 万方**，日均人流量约 **8 万**。疫情前，无锡大东方百货是无锡年营业额最高的商场，同时也是江苏省百货单体销售前三的商场。预计疫情后，线下百货商店依然是不可或缺的消费场景、商家展示场景。

无锡大东方百货拥有绝佳的城市交通地理位置，无锡地铁一二线在此交汇，共有 **3 个** 出入口直通百货店内，**3 个** 出入口连接百货外广场。经过多年潜行积累，大东方百货已然成为无锡消费者心目中最具信赖和最受欢迎的百货商场。

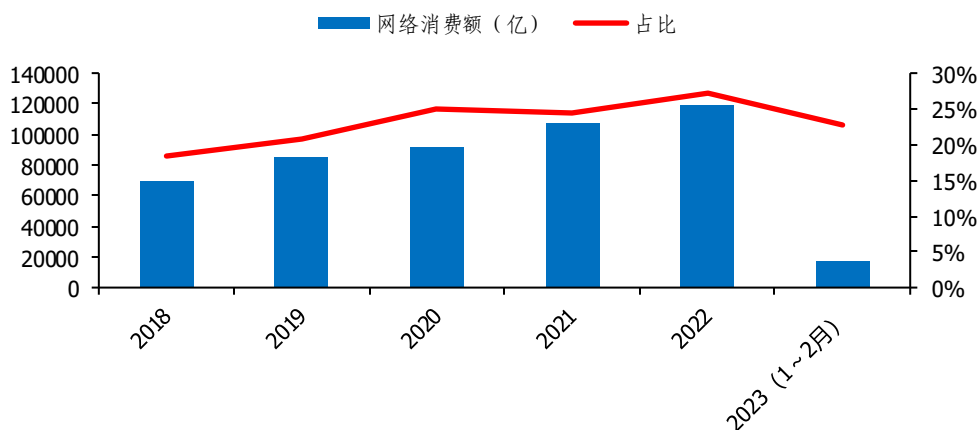
图表7: 大东方百货位于无锡市核心地段



资料来源: 公司官网, 长城证券产业金融研究院

虽然由于电商蓬勃发展，大量实体店受到冲击，但线上消费不可能彻底取代线下消费。大东方百货位于核心地段，其线下消费场景、展示场景有稀缺性。

图表8: 中国网络消费额及占比



资料来源: 国家统计局, 长城证券产业金融研究院

虽然无锡市 GDP 低于一线城市水平，但无锡市人均 GDP 超过北上广深一线城市人均 GDP，居民消费能力较强。即使面临新进入者在经营上的竞争，核心地段百货商厦也可作为消费类企业的展示平台。百货联营业务可为公司提供稳定现金流，支撑公司稳健发展。

图表9：一线城市 GDP 与无锡 GDP 比较（亿元）

地区	2018	2019	2020	2021	2022
北京	33106	35371	36103	40270	41611
上海	36012	38155	38701	43215	44653
广州	22859	23629	25019	28232	28839
深圳	24222	26927	27670	30665	32388
无锡	11439	11852	12370	14003	14851

资料来源：Wind，国家统计局，长城证券产业金融研究院

图表10：一线城市人均 GDP 与无锡人均 GDP 比较（元）

地区	2018	2019	2020	2021	2022
北京	140211	164220	164889	183980	190000
上海	134982	157279	155768	173630	---
广州	155491	156427	135047	150366	---
深圳	189568	203489	159309	173663	---
无锡	174270	180044	165851	187415	198400

资料来源：Wind，国家统计局，长城证券产业金融研究院

## 2.2 其他非医药主业也有相应亮点

### 2.2.1 大东方剥离了传统燃油车主业，布局了更具前景的新能源产业

全球核心经济体陆续发布实现“碳中和”时间表、特别是国内提出“2030 年碳达峰”、“2060 年碳中和”的“双碳”目标。在这一大背景下，基于公司经营未来可持续发展的战略预判和布局，在控股股东的有力支持下，公司于 2021 年通过实施重大资产出售暨重大资产重组的方式，由控股股东受让相关资产的方式、剥离了以传统燃油车为主的汽车销售和服务业务。

自 2021 年 8 月份起，传统燃油车为主的汽车销售和服务业务不再纳入公司合并报表范围。

同时，基于公司“大消费+大健康”双主营经营战略之“大消费”的方向，公司持续寻找符合自身长期专注经营及其延伸、拓展领域的转型发展方向。公司拟作为有限合伙人（LP）以自有资金认购“吉道航”份额 6 亿元。通过实施上述战略，公司有望分享新能源汽车等相关绿色产业未来的发展空间、或投资价值。

### 2.2.2 大东方持有安徽陶铝新材料研究院有限公司 30%股份

陶铝新材料是一种集铝、陶瓷两种材料优势于一身的新材料，强度高且韧性好，技术源自上海交通大学，产业化落在淮北。公司公告显示：大东方持有安徽陶铝新材料研究院有限公司 30%股份。

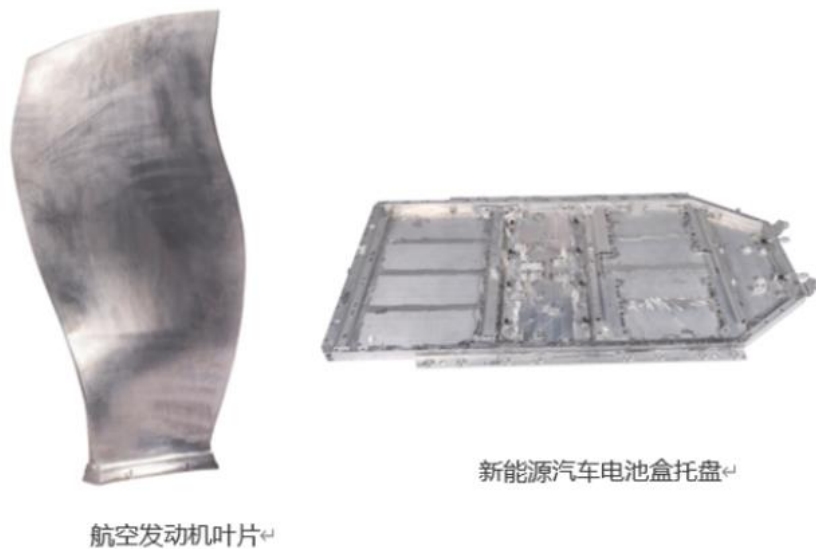
据安徽日报报道：2023 年 3 月 29 日，安徽省陶铝新材料和铝基高端金属材料标准化技术委员会在淮北挂牌成立。该标委会由上海交通大学、安徽工业大学、淮北市陶铝和铝基材料企业等 30 多家高校、生产企业、技术机构组成。为推进陶铝新材料产业跨越发



展，淮北市成立了推进陶铝产业发展领导小组，经过积极对接，陶铝新材料应用研发首期项目申请纳入合肥综合性国家科学中心项目库。

安徽相腾汽车科技有限公司以陶铝新材料为依托，生产的新能源汽车电池托盘、防撞梁等部件，紧跟汽车轻量化发展趋势，受到了国内一线新能源汽车厂商的青睐。陶铝原材料、高性能活塞、新能源汽车托盘等批量生产，实现稳定供货；自主研发的飞机地板支撑梁等航空主材及核心零部件，已成功安装在 C919 大飞机上，并进入适航审定阶段。目前，位于淮北高新区的安徽陶铝新材料研究院有限公司已拥有 4 家子公司，正加速成为我国铝基复合材料产业领军企业之一。

图表 11: 陶铝新材的落地应用场景示例



资料来源：交通大学官网，长城证券产业金融研究院

### 2.2.3 三凤桥是中国商务部首批认定的无锡地区中华老字号企业

公司旗下“三凤桥”是中国商务部首批认定的无锡地区中华老字号企业，其生产的三凤桥酱排骨为无锡三大地方标志性特产之一——“无锡酱排骨”的发源品牌，享有声誉，其烹制技艺被列为首批江苏省非物质文化遗产目录。“三凤桥”目前由食品生产和餐饮二个业务板块组成。“三凤桥食品”以生产餐桌熟食和特色礼品性食品两大系列共 100 多个品种为消费者所认知；“三凤桥餐饮”下辖“三凤酒家”、“三凤桥·客堂间”两个不同定位字号店，以继承典型无锡本帮菜为特色，以“江南·无锡的味道”、“家的味道”获得消费声誉，同时兼顾日、韩、川、粤菜系及时尚创新菜品，2012 年三凤酒家成为“锡菜”的研发创新基地。近年来“三凤桥”以“质量是生命，文化是精髓，传承老字号，开拓求创新”为发展思路，坚持传承与创新并举，通过江南美食与餐饮文化的推广，持续打造优质老字号品牌。

图表 12: “三凤桥餐饮”开店基本要求

消费场景	客群	选店方向	选址要求
一站式便利近	购买生鲜客 基础商圈流动客 小区住户	菜场、生鲜超市 街铺 小区底商	使用面积≥15 平米，门面宽度 ≥3.4 米，层高≥2.6 米

资料来源：公司官方公众号，长城证券产业金融研究院

### 3.大东方战略转型获得实质性进展：医疗健康业务占比约70%

公司医疗业务有：上海均瑶医疗健康科技有限公司及其下属的上海涵创医疗器械有限公司、上海涵谏医院管理有限公司、上海励鲲企业管理有限公司、上海健均企业管理合伙企业（有限合伙）、健高医疗技术（上海）有限公司及其下属的 32 家门诊部、沭阳中心医院有限公司及其下属的沭阳县胡集医院、杭州雅思健康管理有限公司及其下属的 7 家健康咨询公司、金华联济医院有限公司、广州爱贝医疗服务有限公司及其下属的 11 家门诊部。

#### 3.1 “沭阳中心医院”综合实力在当地排名第三

民营医院是医疗系统的重要组成部分。人口老龄化提高了对医疗服务的需求，公立医院不能够满足医疗服务需求的增长。大型公立医院普遍位于一二线城市，地级市的公立医疗资源相对缺乏，需要民营医院进行补充。

公司通过旗下“上海均瑶医疗”，于 2021 年 6 月份获得“沭阳中兴医院”51%的股权。公司对“沭阳中心医院”股权的受让及增资，是控股子公司“均瑶医疗”秉持对医疗行业深度理解，切入医疗行业核心终端—医院领域的重要一步，也是构建在以骨科等专科为核心特色的民营严肃医疗服务业务的重要一步。此外，“沭阳中心医院”也将在“医的能力”层面，协同提升“健高儿科”医疗内涵，并借由“健高儿科”的资源 and 经验，完成“沭阳中心医院”在儿科以及消费医疗层面的新的拓局，实现两个赛道间的有效互补。

图表 13: 沭阳中心医院图示



资料来源：沭阳中心医院（后更名为沭阳中兴医院）微信订阅号，长城证券产业金融研究院

“沭阳中心医院”现院建于 2007 年，位于江苏省宿迁市沭阳县城南，占地 35.53 亩，建筑面积约 3.8 万平米，门诊楼 4 层、住院楼北楼 9 层、南楼 12 层、后勤楼 2 层，可开放床位 707 张，2020 年门急诊人次 19.2 万、出院人次 1.9 万。同时，“沭阳中心医院”持有“沭阳胡集医院”（民办非营利性一级甲等医院）72.82%举办权，并对“沭阳胡集医院”进行业务托管管理。沭阳胡集医院占地 23.06 亩，建筑面积约 1.05 万平米，可开放病床 200 张。2020 年门急诊人次 6.9 万，出院人次 0.3 万。沭阳中心医院和沭阳胡集医院未来将在人才、学科、运营等各个方向形成良好的区域业务协同效应。

医院所在区域人口 198 万，全国县级人口数排名第五，医疗需求体量较大。“沭阳中心

医院”综合实力全县排名第三，仅次于沭阳人民医院和沭阳中医院。医院学科布局合理，收治范围广泛，构筑了良好的业务量基础，其中骨科和心脑血管方向为医院优势学科，医院有 9 个科室年收入水平将超千万，各科室业务基础均已成型，不存在明显学科短板，为未来学科协同发展升级奠定良好基础。医院的医疗设备配置齐全，DSA 血管造影系统、MRI 磁共振成像、CT、彩超等大型仪器设备均配置到位，设有手术室 9 间、透析床 30 床，可有效支撑业务发展。

### 3.2 健高儿科正逐步完善服务体系

健高医疗技术（上海）有限公司核心团队一直专注于儿科全发育诊疗药品销售，建立该方面的销售渠道及服务体系，在该细分领域建立较强的客户关系、良好的市场口碑等。相较于企业的客户资源、品牌等，企业实物资产投入相对较小，账面值比重不高，而企业的主要价值除了实物资产、营运资金等有形资源之外，还应包含企业所具有的品牌优势、客户资源、供应商优势等重要的无形资源的贡献。均瑶医疗于 2021 年 8 月获得“健高儿科”约 40.7% 股权。2022 年，公司继续获得“健高儿科”约 12.9% 股权，持股比例已达 53.6%。

图表 14: 健高儿科的发展历程

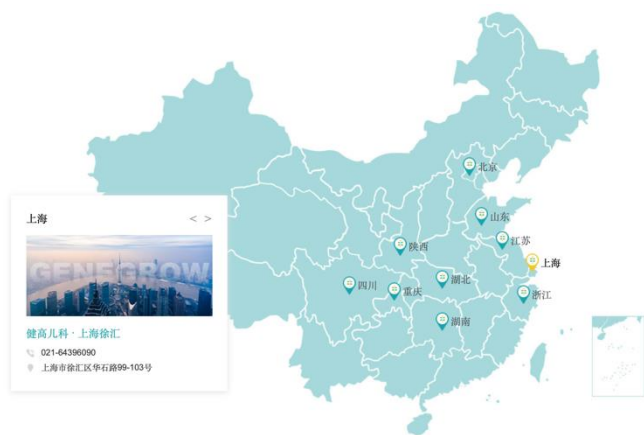


资料来源: 健高儿科官网, 长城证券产业金融研究院

#### 3.2.1 健高儿科简介

健高儿科 2007 年创建于上海，目前有 18 家门诊，覆盖全国 12 个省份，有超过 120 名医生，已经服务了超 10 万人患者。健高儿科是中国专注于儿童青少年“全发育”诊疗的创新型连锁医疗机构，现已在北京、上海、杭州、武汉、成都等城市开设了 20 家生长发育专业门诊，并即将在天津、石家庄、太原、合肥等城市新建近 10 家专业门诊。健高儿科以“帮助每个孩子健康成长”为使命，创建伊始，秉承“预防为先、管理为主”的理念，全面推行“全方位+多学科”“全周期+分阶段”“一站式+高品质”的发育管理和诊疗服务。为响应《“健康中国”2030 规划纲要》，健高儿科将在全国扩大布局，稳步推进连锁医疗机构的建设，以满足全社会对生长发育诊疗日益增长的需求。

图表15: 健高儿科的门店布局



图表16: 健高儿科的诊疗项目概览



资料来源: 健高儿科官网, 长城证券产业金融研究院

资料来源: 健高儿科官网, 长城证券产业金融研究院

### 3.2.2 健高儿科诊疗项目概览

健高儿科目前开设有儿童内分泌科、儿童保健科、神经心理行为发育专科等七个科室。其检查项目拥有如下优势: 1. 问诊挂号排队快, 一对一服务讲解; 2. 检查化验可当天出报告, 无需等待(部分外送项目除外); 3. 激发试验检查无需住院, 仅需3小时即可出结果; 4. 核磁共振绿色通道快速预约, 保障合作单位优先级拍片; 5. 综合花费低、时间快、一站式管理。

我们认为不能简单将健高儿科看作线下药房, 随着健高儿科服务体系的不断完善, 其医疗服务的属性将日益凸显, 而相关业务估值也有望得到提升。

图表17: 健高儿科诊疗项目示例

项目	开设地点	费用(元)
儿童年度发育管理套餐(基础套餐)	北京	1976(2次/年)
儿童年度发育管理套餐(基础套餐)	北京	3054(4次/年)
儿童生长发育检查	北京	538
儿童身高管理全年跟踪套餐	上海	880

资料来源: 京东, 长城证券产业金融研究院

### 3.3 雅恩健康已服务超过360000个家庭

雅恩健康成立于2005年, 是一家十八年专业从事儿童全方位能力训练的全国性连锁机构。遵循全脑发展干预理念, 致力于为0-15岁发育迟缓、语言障碍、自闭症谱系障碍、注意力缺失等各类儿童提供个性化干预支持, 包括口肌发音、语言理解与表达、认知发展、感觉统合、注意力与执行功能、社交与情绪管理、融合支持、学能提升等多项课程。目前在7个城市设立20余家服务中心, 服务超过360000个家庭。

图表18: 雅恩健康已服务超过360000个家庭

**雅恩健康 | 均瑶医疗成员机构**  
杭州雅恩健康管理有限公司 (以下简称“雅恩健康”)

雅恩健康是一家18年专业从事儿童全方位能力训练的全国性连锁机构, 遵循全脑发展干预理念, 致力于为0-16岁发育迟缓、语言障碍、自闭症谱系障碍、注意力缺失等各类儿童提供个性化干预支持, 包括口腔发育、语言理解与表达、认知发展、感觉统合、注意力与执行功能、社交与情绪管理、融合支持、学能提升等多项课程。

公司成立于2005年, 目前已在北京、上海、杭州、南京、深圳、成都、苏州等7大城市先后设立了20余家服务中心。

雅恩健康以“发展学派”为理论基础发展儿童训练课程体系, 其不仅着眼于特殊需求儿童掌握具体场景下的反应, 更强调儿童的社会(社交)属性, 把儿童看作一个独立的个体, 重视其在不同场景下的主动的学习、交流和互动能力, 雅恩健康是我国业内少数拥有比较完整的发展学派体系的机构。



**18** 年

教学经验

**7** 大

城市

**20** 家

训练中心

**360000** +

服务家庭

资料来源: 雅恩健康官网, 长城证券产业金融研究院

### 3.4 知贝医疗 进一步夯实公司儿科医疗服务业务

2022年大东方出资约2775万元, 获得“知贝医疗”68.19%股权。“知贝医疗”成立于2017年, “知贝医疗”目前已在广州、中山、佛山、南宁、昆明等城市先后设立了5家诊疗机构。“知贝医疗”自成立以来, 一直奉行“做规范医疗先行者, 让可靠的医疗更可达”的办医理念。“知贝医疗事务委员会”使其形成专有的诊疗规范。“知贝医疗”通过规范医疗, 以患者利益出发, 严格遵循“循证医学”提供诊疗方案, 通过线上医疗产品与线下医疗机构相结合, 以患者需求为中心, 在儿科作为流量科室的基础上, 发展家庭医疗服务, 并从女性皮肤健康管理角度出发, 以高品质和稳定性, 打造“儿科(家庭)经济”模式, 提供更全面、便捷的医疗服务。公司通过对知贝医疗股权的受让和增资, 进一步完善和充实公司医疗健康业务板块在儿科方向的战略布局。在服务内涵上补足0到3岁儿童为主要服务对象的“医”的能力。同时, 与现体系中的“健高儿科”项目、“雅恩健康”项目进行专业互补、服务协同、资源共享和管理集约, 进一步夯实公司“儿童全成长周期健康陪伴”战略。

图表19: “知贝医疗事务委员会”使公司形成专有的诊疗规范

 <p><b>欧茜</b> 儿童内科医生</p> <p>知贝医事委员会儿科理事长 重庆医科大学儿科学硕士 曾就职于广州市妇女儿童医疗中心 15年儿科临床工作经验</p>	 <p><b>肖彦</b> 儿童内科医生</p> <p>知贝医事委常委 知贝儿内科、儿童保健科、 儿童心血管科医生 20年儿科临床工作经验 曾就职于广州市妇女儿童医疗中心</p>	 <p><b>吴昊</b> 成人内科医生</p> <p>知贝医事委常委, 内科委员 毕业于中山大学中山医学院, 留校从事内科学教学与临床工作多年 13年临床经验, 负责VIP患者医疗管理</p>	 <p><b>黄树毅</b> 预防保健科医生</p> <p>知贝医事委员会儿内科秘书 毕业于南方医科大学 曾就职于惠州市疾病预防控制中心</p>
---	--	---	---

资料来源: 知贝医疗官网, 长城证券产业金融研究院

## 4. 公司估值思考及投资建议

### 4.1 公司目前市值或仅反应其百货联营业务

为了理解大东方的估值，我们不妨假设其他业务全部剥离，仅存百货联营业务。

在新的会计准则下，百货业务中的联营业务的收入，扣除极低的成本后基本可以理解成该业务的净利润。如前所述，公司百货联营业务收入，反应了其稀缺商超的地段价值。在其他业务剥离的假设情况下，一个每年贡献 2~2.5 亿净利润、对应核心地段、有悠久的历史、有线下刚性消费需求的百货联营业务，我们认为可以给予其较高估值。同时，未来这一业务估值预计会跟随通胀上升。

图表20: 公司百货业务详细拆分

百货业态	运营模式	主要单位: 万元	2018	2019	2020	2021	
百货	联营	营业收入	165,342.42	158,872.63	20,614.86	23,024.29	
		YOY			-3.91%	-87.02%	11.69%
		营业成本	137,735.56	132,939.73			
		YOY			-3.48%		
		毛利率(%)	16.7	16.32	100	100	
	自营	YOY			-2.28%	512.75%	0.00%
		营业收入	26,284.24	28,811.40	32,235.89	37,477.73	
		YOY			9.61%	11.89%	16.26%
		营业成本	22,928.54	24,846.94	28,542.03	32,750.20	
		YOY			8.37%	14.87%	14.74%
电器	联营	毛利率(%)	12.77	13.76	11.46	12.61	
		YOY			7.75%	-16.72%	10.03%
		营业收入	1,722.39	2,110.49			
		YOY			22.53%		
		营业成本	1,417.98	1,775.16			
	自营	YOY			25.19%		
		毛利率(%)	17.67	15.89			
		YOY			-10.07%		
		营业收入	7,700.96	2,798.66	2,071.74		
		YOY			-63.66%	-25.97%	
超市	自营	营业成本	6,322.46	2,463.75	1,863.92		
		YOY			-61.03%	-24.35%	
		毛利率(%)	17.9	11.97	10.03		
		YOY			-33.13%	-16.21%	
		营业收入	5,852.94	5,966.59	5,855.07	11,091.89	
	抵消	YOY			1.94%	-1.87%	89.44%
		营业成本	4,800.04	5,087.29	5,023.91	9,914.85	
		YOY			5.98%	-1.25%	97.35%
		毛利率(%)	17.99	14.74	14.2	10.61	
		YOY			-18.07%	-3.66%	-25.28%
抵消	营业收入	61.53	60.84	486.29	108.11		
	YOY			-1.12%	699.29%	-77.77%	
	营业成本	61.53	60.84	486.29	108.11		

	YOY		-1.12%	699.29%	-77.77%
合计	营业收入	206,841.42	198,498.93	60,291.27	71,469.18
	YOY		-4.03%	-69.63%	18.54%
	营业成本	173,143.05	167,052.03	34,943.57	42,544.00
	YOY		-3.52%	-79.08%	21.75%
	毛利率(%)	16.29	15.84	42.04	40.47
	YOY		-2.76%	165.40%	-3.73%

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

## 4.2 如果传统主业保持平稳，公司估值可保持稳定

结合上述角度看，如果公司其他业务能保持盈亏平衡或稳定水平，公司估值即有望保持稳定。以公司三凤桥业务为例，公司三凤桥业务能稳定贡献约 7000~8500 万毛利润。我们预计未来三凤桥等其他传统业务保持平稳，其收入、利润保持在历史平均水平。

图表21：公司三凤桥业务详细拆分

三凤桥	主要单位：万元	2018	2019	2020	2021
餐桌熟食	营业收入	6293.66	6301.11	6,301.11	5,936.46
	YOY		0.12%	0.00%	-5.79%
	营业成本	3824.45	4142.87	4,142.87	3,206.82
	YOY		8.33%	0.00%	-22.59%
	毛利率(%)	39.23	34.25	34.25	45.98
	YOY		-12.69%	0.00%	34.25%
礼品性食物	营业收入	7695.97	7755.47	7,755.47	7,647.94
	YOY		0.77%	0.00%	-1.39%
	营业成本	4431.12	4697.2	4,697.20	4,870.11
	YOY		6.00%	0.00%	3.68%
	毛利率(%)	42.42	39.43	39.43	36.32
	YOY		-7.05%	0.00%	-7.89%
餐饮	营业收入	4952.41	3939.69	3,939.69	5,937.04
	YOY		-20.45%	0.00%	50.70%
	营业成本	2167.1	1800.98	1,800.98	3,212.74
	YOY		-16.89%	0.00%	78.39%
	毛利率(%)	56.24	54.29	54.29	45.89
	YOY		-3.47%	0.00%	-15.47%
合计	营业收入	18942.05	17996.27	17,996.27	19,521.44
	YOY		-4.99%	0.00%	8.47%
	营业成本	10422.67	10641.05	10,641.05	11,289.67
	YOY		2.10%	0.00%	6.10%
	毛利率(%)	44.98	40.87	40.87	42.17
	YOY		-9.14%	0.00%	3.18%

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

## 4.3 医疗服务业务预计为公司提供较高的估值弹性

医疗服务成长空间广阔，医疗服务业务预计是公司未来发展的重点。我们预计医疗服务业务将为公司提供较高的估值弹性。

由于 2021 年非公司医疗服务业务完整会计年度，2022 年作为公司完整会计年度增速会显得较高，其增速对后续年份的参考作用有限。我们预计 2023~2024 年，特需儿童康复业务、专科特色的综合医疗服务收入增速均在 10% 水平，儿童生长发育收入增速在 15% 水平。考虑到公司管理水平及细分行业地位，预计儿童生长发育毛利率可有所提升。

公司目前医疗服务收入占比接近 70%，公司已转型医疗服务，理应把公司作为医疗服务行业的公司来看待。

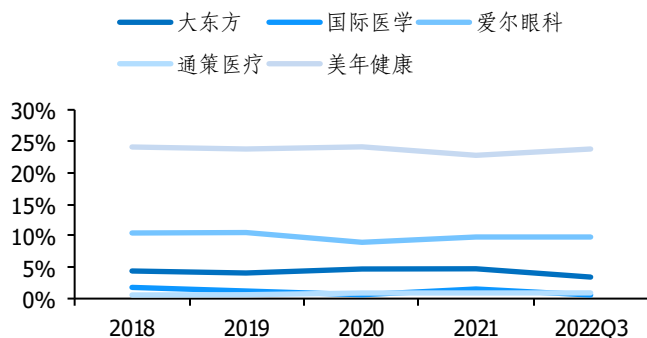
图表 22: 公司医疗服务业务拆分 (为全新业务)

业务类别	主要单位: 万元	2021	2022E	2023E	2024E
健高儿科	营业收入	13,812	15,193	16,713	18,384
	营业成本	10,913	12,004	13,205	14,525
	毛利率(%)	21	21.3	21.6	21.9
综合医疗服务	营业收入	92,828	175,047	201,304	231,500
	营业成本	87,773	161,043	185,200	212,980
	毛利率(%)	5.4	8	8	8
儿童生长发育	营业收入	983	1,081	1,189	1,308
	营业成本	668	735	808	889
	毛利率(%)	32	32	32	32
特需儿童康复	营业收入	107,623	191,322	219,206	251,192
	营业成本	99,354	173,782	199,213	228,394
	毛利率(%)	7.7	9.17%	9.12%	9.08%

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

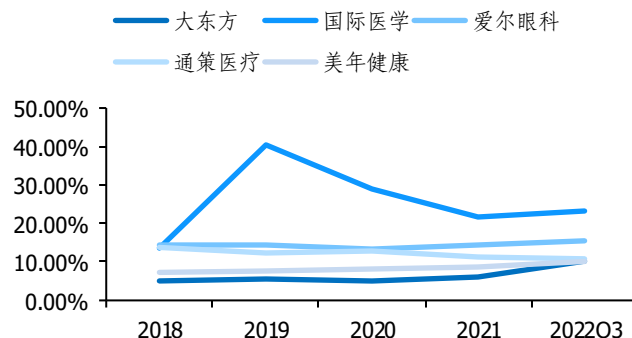
公司目前的管理费用率、销售费用率在医疗服务公司中处于较低水平。

图表 23: 医疗服务公司销售费用率比较



资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院

图表 24: 医疗服务公司管理费用率比较



资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院

我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 29.31 亿元、32.46 亿元、36.04 亿元，同比增速分别为 -57.6%、10.7%、11.1%。公司已于 2023 年 1 月 30 日发布《2022 年年度业绩预减公告》，业绩大幅下滑主要由于公司 2021 年 9 月完成重大资产重组剥离汽车业务，2021 年同期包含汽车业务 1-8 月合并经营数据。我们取业绩预告中值，预计公司 2022 年实现归母净利润约 1.8 亿元，实现扣非归母净利润 1000 万元。

我们预计公司传统主业平稳，医疗业务可保持较高增速，2023~2024 年公司扣非归母净利润分别为 0.8 亿元和 0.9 亿元。

我们选取医疗服务公司作为可比公司。以可比视角，行业平均 PS 约 10.1 倍，剔除百货食品业务后大东方 PS 为 2.17 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。



图表25: 医疗服务公司估值比较 (数据截至 2023/04/17)

股票代码	公司名称	市值 (亿元)	2022 年收入 (TTM, 亿元)	2022 净利润 (TTM, 亿元)	PS
000516.SZ	国际医学	263.93	27.86	-10.64	9.47
300015.SZ	爱尔眼科	2,190.99	164.56	26.77	13.31
600763.SH	通策医疗	405.90	27.84	5.98	14.58
002044.SZ	美年健康	275.95	90.65	-0.84	3.04
	平均				10.10
600327.SH	大东方	41.94	31.72 (整体数据)	1.8 *	1.32
			<b>19.31 (剔除非医疗业务)</b>	—	<b>2.17</b>

资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院; 说明\*: 已参考大东方 2022 年业绩预告进行下调, 预计 2022 年扣非归母净利润在 0.1 亿元水平

## 5.风险提示

**宏观经济及政策风险：**经济转型阵痛、以及政策和市场情况存在较大的不确定性，加上新冠疫情反复的持续挑战，众多因素传导至消费市场，可能导致景气指数下降、消费信心不足、消费需求不振的态势。这将对公司立足的百货零售、餐饮与食品、医疗健康产业三大消费及服务领域的经营，带来一定压力。

**行业竞争风险：**消费领域除应对传统实体店之间的同业竞争外，还要面对商业地产模式的城市综合体、电商网购、高端海外消费等新老业态的竞争、新兴消费方式的冲击。医疗健康服务领域，面临新业态以及经营模式、医院和诊所的发展路径以及经营者对行业发展的方向把握都可能带来压力和风险。

**医疗服务业务尚处于培育期、经营管理及业务风险：**日趋激烈的市场竞争，对公司提出了更高的管理要求。随着公司在医疗健康领域的拓展，存在项目投入、培育、经营、发展等不确定性及相关风险性；同时，随着国家医保支付方式的改革落地，药品耗材集采的全面铺开，公立医院高质量发展一系列管理指标的实施，互联网医疗、人工智能等新技术的运用，医疗行业监管的趋严等，医疗产业或有面临盈利能力下降、业务发展乏力的风险。另外，随着逐年提升的人力等费用、税负的上漲，带来了成本的上升压力。

## 财务报表和主要财务比率

## 资产负债表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	3706	4111	1026	1274	1208
现金	1242	1665	733	854	901
应收票据及应收账款	164	90	86	109	107
其他应收款	33	17	42	0	0
预付账款	232	31	81	43	95
存货	1968	2229	0	189	20
其他流动资产	67	79	84	80	85
<b>非流动资产</b>	3638	4143	4848	4737	4613
长期投资	485	1608	2419	2430	2441
固定资产	803	393	351	308	266
无形资产	465	211	156	83	0
其他非流动资产	1885	1930	1922	1916	1905
<b>资产总计</b>	7344	8254	5874	6011	5821
<b>流动负债</b>	2949	3855	1527	1548	1298
短期借款	902	587	865	587	612
应付票据及应付账款	829	514	335	326	325
其他流动负债	1219	2754	327	634	361
<b>非流动负债</b>	791	481	481	481	481
长期借款	175	0	0	0	0
其他非流动负债	616	481	481	481	481
<b>负债合计</b>	3741	4336	2008	2029	1779
少数股东权益	187	319	396	431	470
股本	885	885	885	885	885
资本公积	137	118	118	118	118
留存收益	1652	1921	2056	2103	2160
归属母公司股东权益	3416	3599	3470	3551	3572
<b>负债和股东权益</b>	7344	8254	5874	6011	5821

## 现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	32	644	315	341	22
净利润	316	670	258	116	131
折旧摊销	153	148	73	75	76
财务费用	26	35	37	44	35
投资损失	-208	-620	-151	-11	-11
营运资金变动	-255	448	142	172	-161
其他经营现金流	-0	-37	-44	-54	-48
<b>投资活动现金流</b>	482	573	-583	101	107
资本支出	143	156	-33	-47	-59
长期投资	525	165	-811	-11	-11
其他投资现金流	100	563	195	65	59
<b>筹资活动现金流</b>	-66	-528	-943	-44	-106
短期借款	189	-315	278	-278	25
长期借款	175	-175	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-0	-19	0	0	0
其他筹资现金流	-429	-20	-1221	234	-131
<b>现金净增加额</b>	448	689	-1211	399	23

## 利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	7936	6905	2931	3246	3604
营业成本	6908	5881	2321	2645	2932
营业税金及附加	46	46	18	20	22
销售费用	366	327	117	129	142
管理费用	415	419	316	350	382
研发费用	0	3	0	0	1
财务费用	26	35	37	44	35
资产和信用减值损失	-2	0	-0	-0	-0
其他收益	18	14	10	12	13
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	208	620	151	11	11
资产处置收益	26	68	44	54	48
<b>营业利润</b>	424	894	326	135	162
营业外收入	21	13	28	30	23
营业外支出	10	14	11	10	11
<b>利润总额</b>	435	893	344	154	174
所得税	120	223	86	39	44
<b>净利润</b>	316	670	258	116	131
少数股东损益	1	30	77	35	39
<b>归属母公司净利润</b>	315	641	181	81	91
EBITDA	606	1066	450	269	281
EPS (元/股)	0.36	0.72	0.20	0.09	0.10

## 主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	-15.2	-13.0	-57.6	10.7	11.1
营业利润 (%)	46.7	110.7	-63.5	-58.7	20.5
归属母公司净利润 (%)	41.3	103.3	-71.8	-55.1	12.7
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	13.0	14.8	20.8	18.5	18.7
净利率 (%)	4.0	9.7	8.8	3.6	3.6
ROE (%)	8.8	17.1	6.7	2.9	3.2
ROIC (%)	6.9	14.2	6.5	3.5	3.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	50.9	52.5	34.2	33.8	30.6
净负债比率 (%)	2.5	-11.0	4.8	-5.3	-5.8
流动比率	1.3	1.1	0.7	0.8	0.9
速动比率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.2	0.9	0.4	0.5	0.6
应收账款周转率	47.8	54.4	50.0	50.0	50.0
应付账款周转率	15.8	12.7	6.0	8.0	9.0
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.36	0.72	0.20	0.09	0.10
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.04	0.73	0.36	0.39	0.02
每股净资产 (最新摊薄)	3.86	4.07	3.92	4.01	4.04
<b>估值比率</b>					
P/E	13.3	6.6	23.3	51.8	46.0
P/B	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
EV/EBITDA	7.4	3.8	10.6	16.4	15.8

资料来源: 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 4 月 17 日收盘价

### 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

### 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。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

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。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，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到任何形式的报酬。

### 投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		

### 长城证券产业金融研究院

#### 深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033

传真：86-755-83516207

#### 上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

#### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044

传真：86-10-88366686