

2022年12月11日


 华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

业务重整在即，医疗服务蓄势待发

—新里程（002219.SZ）公司动态研究报告

买入（首次）

投资要点

分析师：傅鸿浩 S1050521120004

fuhh@cfsc.com.cn

联系人：俞家宁 S1050122040006

yujn@cfsc.com.cn

基本数据

2022-12-09

当前股价（元）	4.38
总市值（亿元）	143
总股本（百万股）	3264
流通股本（百万股）	3243
52周价格范围（元）	2.61-4.87
日均成交额（百万元）	61.93

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

■ 新里程健康集团为中国领先医院集团

新里程健康集团拥有上市公司新里程（002219）、新里程医疗、弘慈医疗、华佑医疗等专业医院平台。在全国近 20 个省市控股管理近 40 家二甲以上医院和 200 家基层医疗机构，集团总床位 3 万张（包含上市公司体内 1 万床和非上市部分 2 万床）。

■ 集团体外医院规模较大，有望逐步注入上市公司

公司体外总体床位数达 2 万床，2021 年收入规模超过 50 亿元。根据我们的预测 2025 年该部分资产收入规模有望达到 75 亿元以上。根据集团债务重组公告，后续年份将逐步注入上市公司。

■ 上市公司资产质量较好，盈利有望逐步恢复

上市公司目前拥有的医院资产总床位达 1 万张，对应 2021 年收入规模 26 亿元。公司的制药工业 2021 年收入为 4.8 亿元。随着新股东介入管理，两个业务均有望恢复增长，从 2022 年 1-9 月已披露的报表数据看，呈现逐步复苏的趋势。2023 年后收入有望进一步恢复增长，净利润率水平有望不断改善。

■ 盈利预测

不考虑资产注入，预测公司 2022-2024 年收入分别为 31.76、36.55、40.34 亿元，净利润分别为 2.09、3.87、4.95 亿元，当前股价对应 PE 分别为 68.4、37.0、28.9 倍。公司近期公告，拟 3.14 元/股向大股东定增募资不超过 6.86 亿；同步拟向 342 名激励对象授予限制性股票总计 1.5 亿股。后续公司发展和资产注入值得期待。给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

医院运营受到疫情影响、恢复不及预期、集团资产整合速度不及预期。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入（百万元）	3,016	3,176	3,655	4,034
增长率（%）	7.5%	5.3%	15.1%	10.4%
归母净利润（百万元）	-371	209	387	495
增长率（%）	611.0%	-156.2%	85.7%	27.9%
摊薄每股收益（元）	-0.20	0.11	0.21	0.27
ROE（%）	-23.4%	11.4%	17.1%	17.5%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

正文目录

1、 新里程健康，国内领先的医疗服务集团	4
1.1、“恒康医疗”变身“新里程”	4
1.2、 母公司新里程健康为中国领先的民营医疗集团	4
2、 上市公司“新里程”盈利有望恢复	6
2.1、 医疗服务资产盈利水平较好	6
2.2、 制药工业品牌力较强，保持稳定发展	6
3、 盈利预测及评级	7
4、 风险提示	8

图表目录

图表 1：公司医疗板块收入和利润预测	7
图表 2：可比公司及盈利预测	7

1、新里程健康，国内领先的医疗服务集团

1.1、“恒康医疗”变身“新里程”

上市公司“新里程”前身“恒康医疗”因债务无法清偿被实施重组。2020年8月24日，公司收到陇南中院的通知，债权人广州中同汇达商业保理有限公司以公司债务规模较大，资产负债率较高，有明显丧失清偿能力的可能性，但仍具有重整价值为由，向法院申请对公司进行重整。具体时间线如下：

- 1) 2021年7月9日，公司收到陇南中院《民事裁定书》，受理申请人中同汇达对公司的重整申请。恒康医疗在重整期间继续营业。
- 2) 2021年12月1日，在陇南中院的指导下，通过公开评审程序，“新里程健康”被评选为恒康医疗重整投资人。
- 3) 2022年4月7日，第二次债权人会议表决通过《恒康医疗集团股份有限公司重整计划》，出资人组会议表决通过《恒康医疗集团股份有限公司重整计划之出资人权益调整方案》。同日，管理人向陇南中院提交裁定批准重整计划的申请书。
- 4) 2022年4月22日，陇南中院裁定批准《重整计划》，公司进入重整计划执行阶段。新里程健康拟以现金受让上市公司资本公积金转增的股份 825,927,323 股（每股价格 1.27 元），占上市公司转增后总股本的 25.30%。新里程健康为上市公司第一大股东，所持股份足以对上市公司股东大会的决议产生重大影响，新里程健康成为上市公司控股股东。此外，财务投资人以每股 1.30 元的价格，受让 573,000,000 股。以上新里程和财务投资人合计出资 17.9 亿元。此全部投资款将用于：（1）清偿破产费用、共益债务和根据《重整计划》需要现金清偿的其他债务及预留偿债资金；（2）补充恒康医疗流动资金；（3）用于向康县独一味生物制药有限公司增资。
- 5) 2022年6月23日，陇南市中级人民法院裁定确认恒康医疗重整计划执行完毕。公司控股股东变更为北京新里程健康产业集团有限公司。新里程健康持有上市公司 825,927,323 股股份，占上市公司总股本的 25.30%，新里程健康为上市公司第一大股东。

1.2、母公司新里程健康为中国领先的民营医疗集团

新里程健康集团网站显示：“新里程健康集团”是国内医疗健康领域的改革者、创新者和引领者，业务涵盖医疗、康养、制药等领域，拥有新里程（002219）、新里程医疗、弘慈医疗、华佑医疗等专业平台。在全国近 20 个省市控股管理近 40 家二甲以上医院和 200 家基层医疗机构，集团总床位数达到 3 万张（包含上市公司体内 1 万床和非上市部分 2 万床）。拥有 150 多个省市级重点学科，每年提供医疗服务超过千万人次。

集团下属重点医院介绍（非上市部分，总体床位数约 2 万床，收入预计超过 50 亿元）：

a) 非盈利医院：目前仅仅兖矿没有改制完成，预计收入体量 16 亿元左右。

兖矿新里程总医院：中国科学院大学附属医院，济宁市最大的三级甲等医院之一。前身为兖矿集团医院，创建于 1972 年。目前职工 1600 人，床位 2000 张，年门诊量 100 万人次。旗下包括 1 家三甲医院、8 家分院和 9 家社区卫生服务站。拥有 17 个济宁市临床重点专科、3 个济宁市公卫重点专科和 1 个济宁市孕产期保健特色专科。作为地级市龙头医院，

预计平均单床产出 80 万元，则对应医院年度收入水平在 16 亿元左右。

b) 盈利医院：其余医院均改制完毕，收入规模按照公告，2021 年约为 37 亿元。

- 1) 晋城大医院：晋城市最大的三级甲等医院。始建于 1958 年，2012 年与晋城市政府共建“晋城大医院”。现为国家三级甲等医院，床位约为 2000 张，年门诊量约 90 万人次。员工约 1500 人，其中副高以上职称 304 名，国务院特殊津贴专家 1 名，国家级专业学会常委 1 人，省级专业学会副主委以上 6 人。山西医科大学附属医院、长治医学院的非直属附属医院及研究生培养基地、郑州大学第一附属医院协作医院。作为人口 200 多万的中西部城市，该类型医院的单床产出预计为 40 万元，则估算该医院收入体量 6-8 亿元。
- 2) 金浦医疗：金浦医院管理有限公司是新里程医院集团在西南地区布局的区域医疗中心，在重庆拥有金易医院、盛景医院、康华医院、北安医院等 4 家二级综合医院和二郎医院、创泰其济医院、创泰黄杨新城医院、合道堂中医门诊部、亿佰口腔门诊部，总床位数超过 1000 张。由于主要是二级医院，预计单床产出为 30 万元，估计收入体量为 3 亿元。
- 3) 弘慈医疗集团：弘慈医疗集团主要通过参与国企医院改制、政府公立医院合作，以及收购优质民营医院等方式，进行大型综合医院、老年医学和妇幼生殖专科医院的投资并购和运营管理，已先后在河北、内蒙、河南、山东、山西和陕西等地投资控股了十余家大型医疗机构，包含包钢三院（872 床）、张家口宣钢医院（574 床）、唐山弘慈医院等（623 床）、西安北方（648 床）、曹县县立（1000 床）、中化二建（400 床）、平顶山河舞（540 床）等，合计床位数超过 4000 床。以单床 30 万元估算，收入体量估计 10 亿-15 亿元。
- 4) 其他：洛阳和泉州等新里程品牌下医院+妇幼医院+解毒医院等，基于披露的盈利医院的总体收入 37 亿元，扣除以上各个医院估算的收入总和约 19 亿元，剩余其他医院合计收入规模预计约 18 亿元。
- 5) 根据 22 年 4 月发布的《重组草案》：母公司新里程健康将择机将其合法拥有的或管理的优质医院或医疗相关资产注入上市公司恒康医疗（现名“新里程”），通过资产注入和外延并购等方式帮助恒康医疗形成以综合医院为核心，以专科医院为特色的医疗产业集群。

2、上市公司“新里程”盈利有望恢复

2.1、医疗服务资产盈利水平较好

公司控股 3 家三级医院、6 家二级以上综合医院或专科医院（含并购基金控股医院）等共计 11 家医院。

其中瓦三医院（5.2 亿）、盱眙中医院（3.5 亿）、泗阳医院（6.1 亿）、兰考第一医院（3.7 亿）和崇州二院（2.6 亿）已初步形成区域医疗中心（以上区域医疗中心合计收入 20 亿）；蓬溪医院、赣西医院和赣西肿瘤医院等均为当地排名靠前的医疗机构（合计收入 5 亿）。

2021 年公司总体医疗服务收入超 25 亿元，同比增长 6.64%。门急诊共计约 318 万人次，同比增长 8.8%，出院人次约 22 万人次，持平。2022 年因疫情影响，预计整体服务保持平稳。2023 年随着疫情影响消退，有望实现 10-20%的稳定增长。公司盈利则有望逐步恢复到区域龙头医院的平均水平（10%-15%）。

通过对 2022 年 1-3 季度报表分析，我们注意到公司收入和盈利呈现好转的趋势，其中收入 Q1-Q3 同比增速分别为 9%、-3%和 8%，而净利润率从 Q1 的 0%，逐步攀升到 Q2 的 6.5%和 Q3 的 7.7%，呈现出新的大股东接手后治理逐步改善的趋势。

2.2、制药工业品牌力较强，保持稳定发展

公司制药工业板块：在中成药领域，公司拥有独一味胶囊、参芪五味子片、脉平片、前列安通片、宫瘤宁胶囊等 36 个品种，其中全国独家生产品种 6 个，药典品种 12 个。独一味系列产品是公司开发并将之量产销售的产品，是公司发展过程中最重要的利润贡献点和增长点，独一味胶囊是 2018 版国家基药、国家医保、全国独家、公司原研产品；独一味片 2018 年也顺利进入 685 国家基药。在化药领域，公司拥有 80 余个药品生产批文，多个独家品种。其中独一味品牌中药为公司主导产品，主要为止血阵痛消炎等功效。

2021 年销售额总体为 4.8 亿元，增长 15%。过去几年由于公司运营不善，制药板块收入有所萎缩。随着新股东接管，后续板块增速有望逐步恢复，实现稳定增长。预计后续板块净利润率有望实现行业平均的 10-15%水平。

3、盈利预测及评级

➤ 医院板块

上市公司目前拥有的医院均为当地区域的龙头医院，盈利稳定性好。以瓦房店第三医院为例，其床位超过 1200 张，拥有养老中心床位 100 多床，可收纳临终关怀，当地一床难求，且医院与大连医科大学合作，学术水平当地处于领先地位，和当地人民医院等同大小。

公司在其他各个地区的医院总体均处于地区前列位置，预计医院增速与当地医保增速相关，有望保持在 10%左右水平。医院总体盈利较好，净利润率有望逐步达到 12-15%区间。基于以上分析，我们预计公司医院业务 2022-2024 年净利润分别为 1.6、3.1 和 4 亿元。

图表 1：公司医疗板块收入和利润预测

	2021	2022	2023	2024	2025	说明
总体收入	25.3	26.6	30.5	33.7	37.0	2022年公司收入在Q2受到疫情影响，略有下滑，Q1-Q3实现稳定增长，预计全年个位数增长。
瓦三	5.2	5.5	6.3	7.5	8.7	辽宁，床位1200张，旁边还有养老中心100多床，可收纳临终关怀，床位紧张。医院与大连医科大学合作。当地排名前2，和人民医院等同大小，在投资建立1000床的新医院，距离老院区20分钟车程，预计23年后期-24年初期有望逐步投入运营。
盱眙中医院	3.5	3.7	4.2	4.6	4.9	江苏，县中医院位于江苏，二甲，800床。
泗阳医院	6.1	6.4	7.4	8.0	8.6	江苏，收入规模较大，增长稳定。
兰考第一医院	3.7	3.9	4.5	4.8	5.2	河南，当地排名前列的医院，当地拥有兰考东方医院，两个医院协同性较好。
崇州二院	2.6	2.7	3.1	3.4	3.7	四川，骨科特色医院，当地知名度较高，盈利能力稳定。
其他	4.2	4.4	5.1	5.5	5.9	遂溪医院、赣西医院和赣西肿瘤医院，均为当地排名靠前的医院，增长稳定。
净利润		1.6	3.1	4.0	4.8	2022年公司利润已恢复，报表利润实现逐季上升。预计2023年整体利润率有望达到10%水平，后续随着管理改善，有望进一步提升。
制药收入	4.8	5.2	6.0	6.6	7.4	2022年公司收入Q2受到疫情影响，略有下滑，Q1-Q3实现稳定增长，预计全年个位数增长。
净利润		0.5	0.7	1.0	1.1	2022年公司利润已恢复，报表利润实现逐季上升。预计2023年整体利润率有望达到10%水平，后续随着管理改善，进步一部提升。

资料来源：公司公告，华鑫证券研究

我们选择下表主要的医疗服务公司对比，剔除国际医学，其余公司 2022 和 2023 年的平均 PE 分别为 67X 和 52X。其中连锁专科医院的 2023 年 PE 均超过 50X。而没有成长性的区域综合医院信邦制药其 2023 年 PE 为 27X。考虑到新里程为跨区域连锁化综合医院，以及母公司的优质背景，我们给予公司 2023 年 40XPE，2023 年医院业务净利润为 3.1 亿元，对应 2023 年的合理市值为 124 亿元。

图表 2：可比公司及盈利预测

公司代码	名称	2022/12/9	EPS			PE		
		股价	2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
300015	爱尔眼科	28.93	0.30	0.40	0.53	98	72	55
600763	通策医疗	139.77	1.54	2.09	2.64	91	67	53
002390	信邦制药	5.49	0.10	0.16	0.20	55	35	27
301239	普瑞眼科	65.10	0.65	0.69	0.92	100	94	71
301267	华夏眼科	66.68	0.80	0.97	1.23	83	69	54
000516	国际医学	12.60	-0.35	0.01	0.12	-36	1700	103
	平均						67	52

资料来源：Wind，华鑫证券研究（注：****盈利预测取自万得一致预期）

➤ 制药工业板块

公司 2021 年制药工业收入为 4.8 亿元，增长 15%。我们预计后续年份有望保持 10-15% 增长，对应 2022-2024 年收入分别为 5.2、6.0、6.6 亿元；2022-2024 年净利润分别为 5000 万、7200 万和 1 亿。考虑到未来利润增速比较平稳，但品牌中药具有长期稳定性，给予 15XPE，对应 2023 年的合理市值为 11 亿。

➤ 体外资产对应的市值空间测算

根据 2022 年 4 月发布的《重组草案》，控股股东在债务重组中公告：母公司新里程健康将择机将其合法拥有的或管理的优质医院或医疗相关资产注入上市公司恒康医疗（现名“新里程”），通过资产注入和外延并购等方式帮助恒康医疗形成以综合医院为核心，以专科医院为特色的医疗产业集群。因此体外资产分阶段注入的确定性高，体外资产注入增厚的公司未来价值测算如下：

公司体外医院数量众多，整体床位数达到 2 万床。本次增发披露的体外营利性医院 2021 年收入规模为 37 亿元，非盈利医院宽矿的收入规模预计为 16 亿元左右，将择机寻求改制，因此 2021 年总体收入规模超过 50 亿元。预计 2022 年有望达到 55 亿元，2023 年达到 60 亿元以上，后续年份有望保持 15% 的稳定增长。2025 年收入达到 75 亿元以上，合理化改制后净利润率假设为 10%，对应净利润体量为 7.5 亿元。给予当期 30XPE，对应市值为 225 亿元，8% 折现率折现到目前代表市值为 178 亿元。再考虑到资产需要稀释股份，稀释比例约 30%（因为新里程集团当年收购各地企业医院时候的成本较低，主要是净资产收购，所以注入价格也会比较低），实际增厚市值为 $178 \times 70\% = 125$ 亿元市值。

➤ 综上所述公司总体市值空间有望达到 263 亿元

公司体内医院+体内制药+体外医院的合计市值为 $124+11+125=263$ 亿元，比较于目前市值 143 亿元，有 84% 的上涨空间。公司近期公告，拟 3.14 元/股向大股东定增募资不超过 6.86 亿元；同步拟向 342 名激励对象授予限制性股票总计 1.5 亿股。后续公司发展和资产注入值得期待。给予“买入”投资评级。

4、风险提示

医院运营受到疫情影响、恢复不及预期、集团资产整合速度不及预期。

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产:				
现金及现金等价物	2,033	3,422	4,095	4,890
应收款	710	748	861	950
存货	185	182	210	232
其他流动资产	95	100	115	127
流动资产合计	3,024	4,451	5,281	6,199
非流动资产:				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	1,547	1,844	1,881	1,819
在建工程	666	267	107	43
无形资产	271	258	244	231
长期股权投资	6	6	6	6
其他非流动资产	1,176	1,176	1,176	1,176
非流动资产合计	3,666	3,550	3,413	3,275
资产总计	6,690	8,001	8,694	9,474
流动负债:				
短期借款	1,274	1,474	1,574	1,674
应付账款、票据	1,000	980	1,134	1,252
其他流动负债	2,278	2,278	2,278	2,278
流动负债合计	4,558	4,733	4,986	5,204
非流动负债:				
长期借款	280	1,180	1,180	1,180
其他非流动负债	266	266	266	266
非流动负债合计	546	1,446	1,446	1,446
负债合计	5,104	6,178	6,432	6,650
所有者权益				
股本	1,865	1,865	1,865	1,865
股东权益	1,586	1,823	2,262	2,824
负债和所有者权益	6,690	8,001	8,694	9,474

现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	-367	206	383	490
少数股东权益	4	-2	-4	-6
折旧摊销	163	117	136	138
公允价值变动	0	1	1	1
营运资金变动	478	-65	-3	-5
经营活动现金净流量	277	256	512	617
投资活动现金净流量	-199	103	123	125
筹资活动现金净流量	1310	1130	156	172
现金流量净额	1,389	1,490	791	915

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3,016	3,176	3,655	4,034
营业成本	2,208	2,142	2,478	2,736
营业税金及附加	20	22	25	27
销售费用	281	254	292	323
管理费用	436	413	457	484
财务费用	234	44	34	22
研发费用	0	3	4	4
费用合计	952	714	787	833
资产减值损失	-170	-60	-15	0
公允价值变动	0	1	1	1
投资收益	26	20	70	70
营业利润	-408	227	421	538
加: 营业外收入	7	3	3	3
减: 营业外支出	-39	3	3	3
利润总额	-362	227	421	538
所得税费用	5	20	38	48
净利润	-367	206	383	490
少数股东损益	4	-2	-4	-6
归母净利润	-371	209	387	495

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	7.5%	5.3%	15.1%	10.4%
归母净利润增长率	611.0%	-156.2%	85.7%	27.9%
盈利能力				
毛利率	26.8%	32.5%	32.2%	32.2%
四项费用/营收	31.6%	22.5%	21.5%	20.7%
净利率	-12.2%	6.5%	10.5%	12.1%
ROE	-23.4%	11.4%	17.1%	17.5%
偿债能力				
资产负债率	76.3%	77.2%	74.0%	70.2%
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	4.2	4.2	4.2	4.2
存货周转率	11.9	11.9	11.9	11.9
每股数据(元/股)				
EPS	-0.20	0.11	0.21	0.27
P/E	-22.0	68.4	37.0	28.9
P/S	2.7	2.6	2.2	2.0
P/B	5.3	4.6	3.7	2.9

■ 医药组介绍

俞家宁：康奈尔大学硕士，2022年4月加入华鑫证券。

■ 证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询

价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。