

盈康生命 (300143.SZ)

器械板块表现亮眼，轻装上阵有望迎来业绩拐点

2023年03月31日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

蔡明子（分析师）

龙永茂（联系人）

caimingzi@kysec.cn

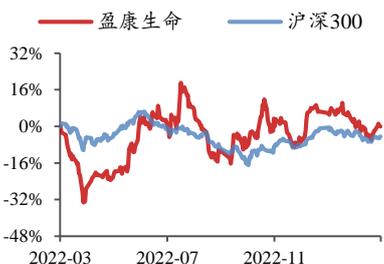
longyongmao@kysec.cn

证书编号：S0790520070001

证书编号：S0790121070011

日期	2023/3/30
当前股价(元)	10.90
一年最高最低(元)	13.36/6.98
总市值(亿元)	70.00
流通市值(亿元)	59.50
总股本(亿股)	6.42
流通股本(亿股)	5.46
近3个月换手率(%)	61.74

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《疫情下业绩承压，轻装上阵有望迎来业绩拐点—公司信息更新报告》-2023.1.30

《短期受疫情影响业绩承压，收购圣诺医疗器械板块注入新动力—公司信息更新报告》-2022.10.31

《营收利润双增长，医疗服务板块盈利能力持续提升—公司信息更新报告》-2022.8.25

● 器械板块表现亮眼，整体盈利能力持续提升，维持“买入”评级

3月29日，公司发布2022年报：2022年公司实现营收11.56亿元（+6.09%），主要系医疗器械收入增长所致；归母净利润-5.96亿元（-63.68%）；扣非净利润-5.97亿元（-26.03%）；经营现金流净额1.61亿元（+27.91%）。公司归母净利润下滑主要是由于2022年公司计提商誉减值准备金额约6.68亿元，扣除该影响后，公司实现净利润7,213.31万元。我们预计2023年旗下医院业务持续恢复，器械板块大型医疗配置证规划出台有望带来器械板块伽玛刀销售恢复，因此上调2023-2024年并新增2025年的盈利预测，预计2023-2025年归母净利润分别为1.20（原1.15）、1.59（原1.58）、2.04亿元，当前股价对应P/E分别为58.2/44.1/34.2倍，海尔控股后公司聚焦肿瘤+康复医疗赛道，深入推进“1+N+n+H”布局，器械+服务一体化提升规模效应，未来扩张空间大，维持“买入”评级。

● 计提商誉减值准备降低经营风险，预计后续商誉减值风险较小

为保障公司长远经营的稳定，降低经营风险，公司于2022年进行了商誉减值集体准备。据公司测算，2022年公司计提商誉减值准备金额约6.68亿元，其中四川友谊医院4.30亿元，玛西普1.43亿元，重庆友方医院0.95亿元，2022年计提6.68亿商誉减值后公司账面商誉价值为5.83亿元，预计后续商誉减值风险较小，有助于公司稳健发展。

● 看好疫后医疗服务板块诊疗恢复、器械板块产品线拓宽带来业绩增长

医疗服务板块，2022年公司旗下医院受到散发疫情影响，床位使用率水平较低，随着就诊常态化，我们认为2023年医疗服务板块客流逐步恢复，内生业绩持续增长。同时为解决同业竞争问题，海尔体外医院有望加速整合，内生恢复叠加外延整合驱动医疗服务板块增长。医疗器械板块，公司聚焦肿瘤产业链的预/诊/治/康，开展产品的研发和创新，公司持续加大医疗设备布局，不断拓宽产品线，2022年公司收购圣诺医疗100%股权有望带来板块业绩增量。

● 风险提示：旗下医院业绩不及预期，伽玛刀销售不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,090	1,156	1,504	1,960	2,550
YOY(%)	5.9	6.1	30.1	30.3	30.1
归母净利润(百万元)	-364	-596	120	159	204
YOY(%)	-345.1	-63.7	120.2	32.0	28.9
毛利率(%)	23.9	26.5	26.0	26.8	27.4
净利率(%)	-32.7	-51.5	7.9	8.0	7.9
ROE(%)	-19.7	-45.2	8.3	9.9	11.3
EPS(摊薄/元)	-0.57	-0.93	0.19	0.25	0.32
P/E(倍)	-19.2	-11.7	58.2	44.1	34.2
P/B(倍)	3.9	5.5	5.0	4.5	4.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、器械板块表现亮眼，整体盈利能力持续提升.....	3
2、计提商誉减值准备降低经营风险，预计后续商誉减值风险较小.....	3
3、看好疫后医疗服务板块诊疗恢复、器械板块大型医疗配置证规划出台以及产品线拓宽带来业绩增长.....	3
4、盈利预测与投资建议.....	4
5、风险提示.....	5
附：财务预测摘要.....	6
表 1：盈康生命盈利预测.....	5

1、器械板块表现亮眼，整体盈利能力持续提升

分季度看，公司 Q1/Q2/Q3/Q4 收入分别为 2.68 亿元 (+10.72%)、3.07 亿元 (+4.57%)、2.88 亿元 (-7.47%)、2.93 亿元 (+20.75%)；归母净利润分别为 0.24 亿元 (+30.56%)、0.23 亿元 (+0.25%)、0.08 亿元 (-90.42%)、-6.51 亿元 (-32.54%)；扣非净利润分别为 0.25 亿元(+357.62%)、0.20 亿元(+739.43%)、0.07 亿元(-34.86%)、-6.49 亿元 (-36.04%)。

分板块看，2022 年医疗服务营收 9.97 亿元 (-3.04%，增速为公司追溯调整后口径)，其中友谊医院营收为 4.01 亿元，净利润为 0.62 亿元；苏州广慈医院营收为 5 亿元，净利润为 0.5 亿元。2022 年医疗器械营收 1.6 亿元 (+157.96%，增速为公司追溯调整后口径)，其中经销商品营收 0.75 亿元 (+133.50%)，得益于医疗器械产品服务业务的迅速发展；伽玛刀营收 0.37 亿元 (+38.79%)，主要是受伽玛刀换源销量增加的影响。2022 年医疗器械板块收购了深圳圣诺医疗设备股份有限公司及河北爱里科森医疗科技有限公司，产品种类变多，增加了体外短波治疗仪、乳腺产品、输注产品、高压注射器产品、耗材产品，医疗器械产品多元化发展。

从盈利能力来看，2022 年公司毛利率 26.53% (+2.59pct)，其中医疗器械毛利率为 41.13% (+8.80pct，增速为公司追溯调整后口径)，医疗服务毛利率为 24.20% (+0.76pct，增速为公司追溯调整后口径)，盈利能力持续提升。

从费用率来看，2022 年销售费用率为 2.39% (-0.04pct)；调整后的管理费用率为 11.84% (-0.37pct)；财务费用率为 0.2% (-0.99pct)；主要系 2021 年处置子公司后租赁相关的未确认融资费用摊销减少，借款利息支出减少及利息收入增加所致；研发费用率为 2.42% (-0.23pct)。

2、计提商誉减值准备降低经营风险，预计后续商誉减值风险较小

据公司测算，2022 年公司计提商誉减值准备金额约 6.68 亿元，其中四川友谊医院 4.30 亿元，玛西普 1.43 亿元，重庆友方医院 0.95 亿元，截至 2022 年底公司账面商誉价值 24.46 亿元，2022 年新收购的深圳圣诺医疗 21.79 亿元，灼识咨询数据显示，按照新增销售台数统计，2020 年圣诺医疗乳腺机国内市场占有率达 10.4%，位列行业第三名，国产品牌第一名，经营稳定。预计公司后续商誉减值风险较小。

3、看好疫后医疗服务板块诊疗恢复、器械板块大型医疗配置证规划出台以及产品线拓宽带来业绩增长

(1) 医疗服务板块

盈康生命提供以肿瘤全病程、全周期综合治疗为特色的“大专科、强综合”的医疗服务。2022 年底公司经营及管理的医院床位规模 3,258 张，总诊疗人次 156 万 (同比增长 155%)，门诊量合计 148.6 万人次，经营医院肿瘤业务收入占比达 27%，胸外科、心血管科等大学科竞争力逐步显现。

聚焦区域医疗中心建设，以患者体验为中心，持续提升医疗服务竞争力。公司持续围绕五大经济圈布局区域医疗中心，目前已布局西北、成渝、长三角三大区域，

已布局的区域医疗中心聚焦国家导向的优质医疗资源下沉持续提升医疗服务水平及用户服务能力。公司持续引入新技术提升医疗技术水平，2022 年底新技术、新项目开展 39 项，包括单侧双通道内镜技术 (UBE)、CaFFR 指导经皮冠状动脉介入治疗、超声下神经阻滞、单孔腹腔镜技术、磁导航引导下微波消融术等。2022 年底公司旗下医院整体三、四级手术量占比达到 72%，同比提升 20%。以广慈医院为例，通过链接外部专家及技术资源，建立胸外科学科能力，抓公立医院手术患者外溢机会，实现外科手术量质齐升，2022 年底全院整体手术量近 5,000 台，同比提升 19%，三、四级手术量占比 71%，同比提升 44%。

积极推进服务到家的数字化医疗平台建设，构筑数字化健康管理服务能力。2022 年底，公司建设完成了盈康一生在线医疗总平台“体验云”，形成数字化医疗平台的生态服务能力。目前盈康生命旗下主要医院都完成了上平台的建设，形成了各具特色的属地化互联网医疗在线服务平台。

此外，“体验云”搭建了线上自有的 H2H (Hospital to Home，即从医院到家庭) 服务体系，依托已有的患者群不断增加健康管理服务，持续提升患者粘性和满意度。包括复诊关爱、体检服务、护理上门、营养管理、专项筛查等院前、院中、院后等多种服务，同时平台围绕四大标准，制定十二条细则，保证院内、院外服务的良好承接和体验。

(2) 医疗器械板块

2023 年 3 月 21 日，国家卫生健康委发布《大型医用设备配置许可管理目录(2023 年)》，**公司伽马刀产品销售有望恢复。**

加大研发投入力度，不断丰富产品体系。2022 年底，公司研发投入 2,803 万，注重自主知识产权保护，共计申请专利 101 项 (64 项已获证，37 项申请中)，其中发明专利 54 项，实用新型专利 38 项，外观设计专利 9 项；软件著作权 40 项。2022 年底公司完成对河北爱里科森、深圳圣诺医疗的并购，研发能力、渠道能力、产品丰富度进一步提升。公司目前主要产品覆盖四大场景：放射治疗场景、生命支持场景、影像增强场景、慢病治疗场景，为肿瘤预诊治康关键场景、关键设备提供综合解决方案。

优化供应链能力和生产管理能力，打造一流的质量管理和智能制造体系。公司始终坚持产品质量标准，严格执行 ISO13485 标准和医疗器械生产质量管理规范，持续优化管理职责、生产控制、纠正预防、设计控制等模块，实现产品质量一致性和全程可追溯，并形成能够覆盖公司业务的过程管理流程体系，同时，依托海尔集团一流的精益制造管理体系，通过提高生产工艺智能化水平，优化供应链能力和生产管理能力，打造盈康一生医疗器械先进的智能制造体系。

4、盈利预测与投资建议

我们预计 2023 年旗下医院业务持续恢复，器械板块大型医疗配置证规划出台有望带来器械板块伽玛刀销售恢复，因此上调 2023-2024 年并新增 2025 年的盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润分别为 1.20 (原 1.15)、1.59 (原 1.58)、2.04 亿元，当前股价对应 P/E 分别为 58.2/44.1/34.2 倍，海尔控股后公司聚焦肿瘤+康复医疗赛道，深入推进“1+N+n+H”布局，器械+服务一体化提升规模效应，未来扩张空间大，维持“买入”评级。

表1: 盈康生命盈利预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,090	1,156	1,504	1,960	2,550
YOY(%)	5.9	6.1	30.1	30.3	30.1
归母净利润(百万元)	-364	-596	120	159	204
YOY(%)	-345.1	-63.7	120.2	32.0	28.9
毛利率(%)	23.9	26.5	26.0	26.8	27.4
净利率(%)	-32.7	-51.5	7.9	8.0	7.9
ROE(%)	-19.7	-45.2	8.3	9.9	11.3
EPS(摊薄/元)	-0.57	-0.93	0.19	0.25	0.32
P/E(倍)	-19.2	-11.7	58.2	44.1	34.2
P/B(倍)	3.9	5.5	5.0	4.5	4.0

数据来源: 聚源、开源证券研究所

5、风险提示

旗下医院业绩不及预期,伽玛刀销售不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	898	805	1131	1571	1956
现金	662	433	621	930	1192
应收票据及应收账款	155	228	319	361	513
其他应收款	17	17	36	26	54
预付账款	20	14	46	24	64
存货	39	107	28	132	87
其他流动资产	6	6	80	99	48
非流动资产	1575	1223	1824	1883	1798
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	156	202	252	307	367
无形资产	101	199	198	196	200
其他非流动资产	1319	822	1375	1380	1231
资产总计	2473	2028	2955	3454	3754
流动负债	556	589	1346	1664	1806
短期借款	100	17	911	500	1013
应付票据及应付账款	107	148	188	222	315
其他流动负债	349	425	247	942	478
非流动负债	112	121	173	196	151
长期借款	0	0	35	28	16
其他非流动负债	112	121	138	168	135
负债合计	668	711	1519	1860	1957
少数股东权益	32	34	33	33	31
股本	642	642	642	642	642
资本公积	2190	2348	2348	2348	2348
留存收益	-1008	-1604	-1485	-1327	-1125
归属母公司股东权益	1774	1283	1403	1562	1766
负债和股东权益	2473	2028	2955	3454	3754

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	126	161	11	889	-203
净利润	-356	-596	119	158	203
折旧摊销	49	51	58	72	89
财务费用	13	2	37	46	53
投资损失	-72	-4	-4	-3	-4
营运资金变动	3	2	-178	633	-525
其他经营现金流	489	706	-22	-16	-19
投资活动现金流	230	-410	-732	-146	51
资本支出	56	125	569	70	78
长期投资	150	13	0	0	0
其他投资现金流	137	-297	-163	-77	128
筹资活动现金流	-211	20	47	-32	-89
短期借款	100	-83	894	-411	513
长期借款	-180	0	35	-7	-11
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-408	159	0	0	0
其他筹资现金流	278	-55	-882	386	-590
现金净增加额	145	-228	-673	711	-240

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1090	1156	1504	1960	2550
营业成本	829	849	1113	1435	1851
营业税金及附加	1	1	3	3	3
营业费用	26	28	42	55	71
管理费用	133	137	179	239	312
研发费用	29	28	39	49	66
财务费用	13	2	37	46	53
资产减值损失	-451	-669	0	0	0
其他收益	5	6	6	6	6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	72	4	4	3	4
资产处置收益	0	0	-0	-0	-0
营业利润	-325	-555	89	124	182
营业外收入	12	1	43	48	26
营业外支出	11	11	10	10	11
利润总额	-325	-565	121	163	197
所得税	32	31	2	5	-5
净利润	-356	-596	119	158	203
少数股东损益	8	0	-1	-1	-2
归属母公司净利润	-364	-596	120	159	204
EBITDA	-290	-526	193	255	301
EPS(元)	-0.57	-0.93	0.19	0.25	0.32

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	5.9	6.1	30.1	30.3	30.1
营业利润(%)	-566.3	-70.6	116.0	39.8	46.8
归属于母公司净利润(%)	-345.1	-63.7	120.2	32.0	28.9
获利能力					
毛利率(%)	23.9	26.5	26.0	26.8	27.4
净利率(%)	-32.7	-51.5	7.9	8.0	7.9
ROE(%)	-19.7	-45.2	8.3	9.9	11.3
ROIC(%)	-30.6	-68.5	8.0	16.7	13.9
偿债能力					
资产负债率(%)	27.0	35.0	51.4	53.8	52.1
净负债比率(%)	-30.1	-29.8	23.3	-24.5	-8.4
流动比率	1.6	1.4	0.8	0.9	1.1
速动比率	1.5	1.2	0.8	0.8	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.5	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	6.1	6.0	5.5	5.8	5.8
应付账款周转率	7.3	6.7	6.6	7.0	6.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	-0.57	-0.93	0.19	0.25	0.32
每股经营现金流(最新摊薄)	0.20	0.25	0.02	1.38	-0.32
每股净资产(最新摊薄)	2.76	2.00	2.19	2.43	2.75
估值比率					
P/E	-19.2	-11.7	58.2	44.1	34.2
P/B	3.9	5.5	5.0	4.5	4.0
EV/EBITDA	-22.4	-12.6	37.9	25.6	22.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

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。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。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。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn