



## 享誉西南的医疗服务集团，多板块协同未来可期

——信邦制药深度报告

### 买入（首次）

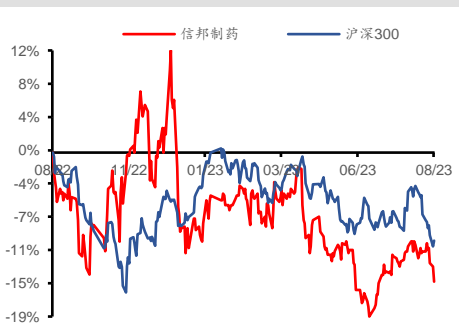
行业：医药生物  
日期：2023年08月22日

分析师：邓周宇  
Tel: 0755-23603292  
E-mail: dengzhouyu@shzq.com  
SAC 编号: S0870523040002  
联系人：邓振  
Tel: 0755-82959719  
E-mail: dengzhen@shzq.com  
SAC 编号: S0870123040026

#### 基本数据

最新收盘价（元）	4.44
12mth A 股价格区间（元）	4.23-5.90
总股本（百万股）	1,943.85
无限售 A 股/总股本	94.16%
流通市值（亿元）	81.26

#### 最近一年股票与沪深 300 比较



#### ■ 投资摘要

##### 医疗服务，拥有核心资产

截至2023年7月4日，公司拥有贵医肿瘤医院、白云医院、乌当医院等6家医疗机构。其中，贵医肿瘤医院是贵州省唯一的三甲肿瘤专科医院，拥有先进的技术设备和优秀的专家团队；白云医院、乌当医院是拥有较高知名度的三级综合医院，拥有各自的特色学科。经过多年发展，公司已形成了以医疗服务为核心、辅以医药流通及特色中药药制造的业务架构，已在贵州省建立起具有明显竞争优势的优质医院网络，在贵州省形成了品牌优势。

##### 中药制造，全产业链布局

在中成药业务板块，截至2023年7月4日，公司拥有11个国家基药目录品种，24个国家医保目录品种。在中药饮片业务板块，公司拥有品种138个、品规207个，加工产能达6000吨/年；公司实现了从种植基地建设、中药饮片生产到医疗机构使用的无缝链接，截至2023年7月4日，公司自建及共建道地药材基地面积合计超过22万亩，在全国拥有122个种植基地。

##### 医药流通，贵州区域龙头

公司为贵州省医药流通龙头企业，拥有众多国内外知名上游供应商的省级独家代理权，建立了覆盖省内主要等级医院的销售网络。依托公司医疗服务终端，为上游供应商提供全渠道销售服务和多维度增值服务，为下游医疗机构提供一站式的供应链服务解决方案，凸显自身供应链价值。

#### ■ 投资建议

我们预计2023—2025年公司营业收入为71.62/78.49/86.81亿元，增速分别为12.8%、9.6%、10.6%，归母净利润分别为3.02/3.97/4.64亿元，增速分别34.7%/31.3%/16.9%，当前股价对应2023-2025年PE分别为29x/22x/19x，首次覆盖，给予“买入”评级。

#### ■ 风险提示

医疗事故风险，医疗服务恢复不及预期，行业政策变化等。

#### ■ 数据预测与估值

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	6350	7162	7849	8681
年增长率	-1.9%	12.8%	9.6%	10.6%
归母净利润	224	302	397	464
年增长率	-17.7%	34.7%	31.3%	16.9%
每股收益（元）	0.12	0.16	0.20	0.24
市盈率（X）	38.45	28.55	21.75	18.61
市净率（X）	1.27	1.24	1.17	1.10

资料来源：Wind，上海证券研究所（2023年08月22日收盘价）

## 目 录

<b>1 管理层稳定，聚焦医疗服务主业</b> .....	<b>4</b>
1.1 剥离非核心资产，坚持医疗服务为核心的业务架构.....	4
1.2 实控人变更后，管理架构稳定.....	5
<b>2 打造核心资产，强化服务布局</b> .....	<b>6</b>
2.1 民营医院朝阳产业，政策持续支持.....	7
2.2 贵医肿瘤医院：贵州省唯一三甲肿瘤专科医院.....	7
2.3 贵医白云医院：贵医临床教学中心.....	10
2.4 贵医乌当医院：乌当区首家三级综合医院.....	11
2.5 仁怀新朝阳医院、六枝博大医院、六盘水安居医院：区域性二级综合医院.....	11
2.6 公司床位扩张：十四五期间白云医院开放床位有望扩张至2500张.....	12
<b>3 布局中药制造全产业链，与江苏省中医院等形成稳定合作</b> .....	<b>14</b>
<b>4 省内配送龙头，医疗流通板块稳定发力</b> .....	<b>15</b>
<b>5 盈利预测与关键假设</b> .....	<b>16</b>
<b>6 附表</b> .....	<b>18</b>
<b>7 风险提示</b> .....	<b>18</b>

## 图

图 1：公司业务架构.....	4
图 2：公司平台运营模式.....	5
图 3：公司与实际控制人及其一致行动人之间的产权及控制关系图.....	6
图 4：肿瘤医院部分先进医疗设备.....	8
图 5：贵医白云医院远景图.....	10
图 6：近三年公司医疗服务收入（单位：亿元）.....	13
图 7：近三年公司医疗服务毛利率（单位：%）.....	13
图 8：近三年公司医药制造收入（单位：亿元）.....	15
图 9：近三年公司医药制造毛利率（单位：%）.....	15
图 10：近三年公司医药流通收入（单位：亿元）.....	16
图 11：近三年公司医药流通毛利率（单位：%）.....	16

## 表

表 1：公司大事年表.....	4
表 2：公司旗下 6 家医院概览.....	5
表 3：信邦制药近十年控股股东、实控人和董事长、总经理变迁.....	5
表 4：2016 年至今多部社会办医支持政策出台.....	7
表 5：贵医肿瘤医院著名专家概览.....	9
表 6：2022 年报披露重要在建工程项目本期变动情况（单位：元）.....	12

表 7: 2021 年报披露重要在建工程项目本期变动情况 (单位: 元) .....	13
表 8: 可比公司情况 .....	17

## 1 管理层稳定，聚焦医疗服务主业

### 1.1 剥离非核心资产，坚持医疗服务为核心的业务架构

信邦制药成立于 1995 年，2000 年进行了股改，于 2010 年在深交所挂牌上市。公司 2010 年上市时主营业务为中成药的研发产销，2007 年至 2009 年，公司银杏叶片、六味安消胶囊、贞芪扶正胶囊、护肝宁片、益心舒胶囊等中成药收入占公司营业总收入的 85% 以上。2014 年公司完成了与科开医药的重大资产重组，进军医疗服务和医药流通行业，并初步形成了集医药生产、医药流通、医疗服务为一体的业务布局。2015 年，公司收购中肽生化，新增多肽业务，2020 年，公司剥离中肽生化等非核心资产。

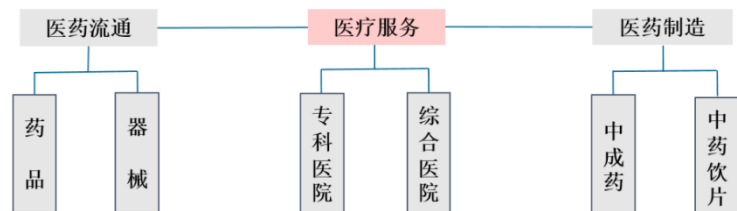
表 1：公司大事年表

年份	主要事件
1995	贵州信邦制药有限责任公司成立
2000	贵州信邦制药股份有限公司成立
2010	深交所上市，上市时主营业务为纯天然植物类中成药的研发、生产和销售
2014	与贵州科开医药资产重组，获得医疗服务及医药流通资产，2014 年完成控股
2015	收购中肽生化
2020	剥离中肽生化业务，推进实控人变更
2021	完成实控人变更

资料来源：信邦制药招股书，wind，中国经营报，新浪财经，信邦制药投资者关系活动记录表，中证网，上海证券研究所

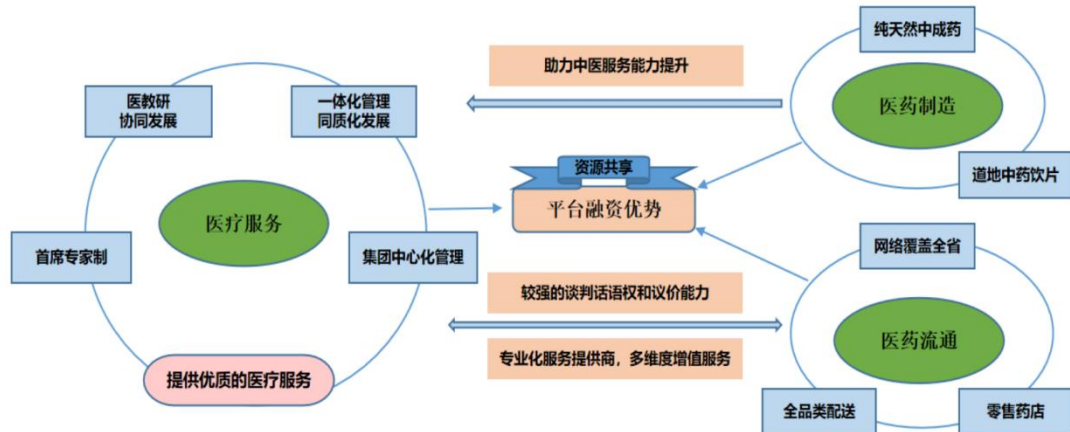
经过多年发展，公司已成为集医疗服务、医药流通和医药制造为一体的医疗健康全产业链集团，形成了以医疗服务为核心、辅以医药流通及特色中医药制造的业务架构，构建了“医疗服务+”平台运营模式。截至 2023 年 7 月 4 日，公司拥有贵医肿瘤医院、白云医院、乌当医院、仁怀新朝阳医院等 6 家医疗机构，拥有床位数 5000 余张。

图 1：公司业务架构



资料来源：公司 2022 年年报，上海证券研究所

图 2：公司平台运营模式



资料来源：公司 2022 年年报，上海证券研究所

表 2：公司旗下 6 家医院概览

医院	等级	性质	地点
贵州医科大学附属肿瘤医院	三级甲等	专科医院	贵阳市
贵州医科大学附属白云医院	三级医院	综合医院	贵阳市
贵州医科大学附属乌当医院	三级医院	综合医院	贵阳市
仁怀新朝阳医院	二级医院	综合医院	遵义市
六盘水安居医院	二级医院	综合医院	六盘水市
六枝博大医院	二级医院	综合医院	六盘水市

资料来源：公司 2022 年年报，2023 年 7 月 4 日公司投资者关系活动记录表，上海证券研究所

## 1.2 实控人变更后，管理架构稳定

2020 年 9 月 8 日，信邦制药发布定增预案，拟向金域实业非公开发行股票 3.6 亿股，募集资金 15.12 亿元，用于偿还银行贷款和补充流动资金。2021 年，此次定增完成后，贵州金域成为公司控股股东，安吉、安怀略（安吉的一致行动人）成为公司新的实控人，安怀略、安吉系父女关系。安怀略 2014 年 3 月至 2016 年 8 月任信邦制药总经理，2016 年 8 月至 2022 年 4 月任信邦制药董事长。2022 年 5 月起，安吉任公司董事长。通过此次实控人变更，公司实现了所有权与经营权的统一。

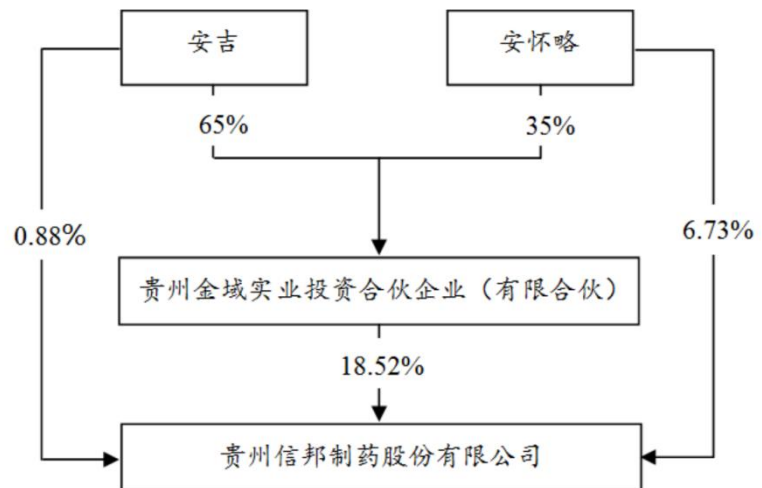
表 3：信邦制药近十年控股股东、实控人和董事长、总经理变迁

年份	控股股东	实控人及其一致行动人	董事长	总经理
2023	贵州金域	安吉、安怀略	安吉	孔令忠
2022	贵州金域	安吉、安怀略	安吉（2022.5 起）	孔令忠
2021	贵州金域（2021.6 起）	安吉安怀略（2021.6 起）	安怀略	孔令忠
2020	哈尔滨誉曦	朱吉满夫妇	安怀略	孔令忠
2019	哈尔滨誉曦	朱吉满夫妇	安怀略	孔令忠

2018	哈尔滨誉曦	朱吉满夫妇	安怀略	孔令忠
2017	哈尔滨誉曦 (2017.8 起)	朱吉满夫妇 (2017.8 起)	安怀略	孔令忠
2016	张观福	张观福	安怀略 (2016.8 起)	孔令忠 (2016.8 起)
2015	张观福	张观福	张观福	安怀略
2014	张观福	张观福	张观福	安怀略 (2014.3 起)
2013	张观福	张观福	张观福	张观福

资料来源: Wind, 信邦制药历年年报, 上海证券研究所

图 3: 公司与现实际控制人及其一致行动人之间的产权及控制关系图



资料来源: 公司 2022 年年报, 上海证券研究所

安吉, 1993 年出生, 上海交通大学金融学士, 美国哥伦比亚大学统计学硕士研究生。现任贵州信邦制药股份有限公司董事长、贵州金域实业投资合伙企业(有限合伙)执行事务合伙人等。

安怀略, 1963 年出生, 贵州医科大学医学学士, 副主任医生。曾任信邦制药董事长、信邦制药总经理、贵州科开医药有限公司总经理、贵州医科大学附属医院急门诊主任。

公司具有稳定高效的管理层和管理团队。总经理孔令忠女士, 曾任公司董事会秘书、财务总监、常务副总经理等职位, 2016.8 至今任公司总经理; 财务总监肖娅筠女士, 清华大学会计硕士, 注册会计师, 高级审计师, 2015.5 至今任公司副总经理、财务总监; 董事会秘书陈船女士, 高级会计师, 曾任公司证券事务代表, 2014.3 至今任公司副总经理、董事会秘书。

## 2 打造核心资产, 强化服务布局

## 2.1 民营医院朝阳产业，政策持续支持

由于公立医院产能扩张有限，且目前床位负荷饱满，民营医院作为有力补充一直是政策支持的方向，行业利好频出。2022年-2023年，《关于印发医疗机构设置规划指导原则（2021-2025年）的通知》和《扩大内需战略规划纲要（2022—2035年）》等重磅政策发布，明确支持社会办医，增加专科医疗的有效供给，民营专科医院发展迎来机遇期。

表 4：2016 年至今多部社会办医支持政策出台

时间	政策文件	发文机关	主要内容
2016 年 10 月	《“健康中国 2030”规划纲要》	中共中央、国务院	提出优化社会办医政策环境，鼓励发展专业性医院管理集团
2017 年 5 月	《关于支持社会力量提供多层次多样化医疗服务的意见》	国务院办公厅	支持社会力量提供多层次多样化医疗服务
2018 年 8 月	《关于进一步做好分级诊疗制度建设有关重点工作的通知》	国家卫生健康委	进一步明确要将社会办医纳入医联体规划布局
2019 年 1 月	《加大力度推动社会领域公共服务补短板强弱项提质量促进形成强大国内市场的行动方案》	国家卫生健康委、广电总局等十八部委	支持社会力量深入专科医疗等细分服务领域，加快打造一批具有竞争力的品牌服务机构
2019 年 6 月	《关于促进社会办医持续健康规范发展的意见》	国家卫健委等多部门	肯定了社会办医的重要性，提出落实审批应减尽减和清理妨碍公平竞争各种规定
2020 年 2 月	《关于深化医疗保障制度改革的意见》	中共中央、国务院	提出逐步将门诊医疗费用纳入基本医疗保险统筹基金支付范围，要增强医药服务可及性
2021 年 8 月	《关于深化卫生专业技术人员职称制度改革的指导意见》	人力资源社会保障部、国家卫生健康委、国家中医药局	社会办医卫生专业技术人员在职称申报、评审方面与公立医疗机构卫生专业技术人员享有同等待遇
2022 年 1 月	《关于印发医疗机构设置规划指导原则（2021-2025年）的通知》	国家卫生健康委	明确鼓励社会办医，拓展社会办医空间，社会办医区域总量和空间不作规划限制
2022 年 12 月	《扩大内需战略规划纲要（2022—2035年）》	中共中央、国务院	支持社会力量提供多层次多样化医疗服务，鼓励发展全科医疗服务，增加专科医疗等细分服务领域有效供给
2023 年 2 月	《关于进一步深化改革促进乡村医疗卫生体系健康发展的意见》	中共中央办公厅、国务院办公厅	鼓励社会力量办诊所、门诊部、民营医院等，为农民群众提供多元化医疗服务

资料来源：中国政府网，上海证券研究所

## 2.2 贵医肿瘤医院：贵州省唯一三甲肿瘤专科医院

根据贵医肿瘤医院官网介绍，贵医肿瘤医院成立于 2007 年，是贵州省唯一一家三级甲等肿瘤专科医院，医院是贵州省肿瘤疾病规范化治疗基地、贵州省肿瘤放疗质控中心、贵州省肿瘤疾病质量控制中心，是贵州省规模最大的肿瘤诊治中心和放射物理技

术中心；2022年入选国家癌症中心第一批“肝癌规范诊疗质量控制试点单位”及“卵巢癌规范诊疗质量控制试点单位”；是中国抗癌协会妇科恶性肿瘤MDT示范单位；是放射肿瘤专业住院医师规范化培训基地；其肿瘤学教研室是贵州省首个肿瘤学硕士授予点和肿瘤专业本科教学基地，承担本科、硕士、博士等不同层次人才的培养任务。

**贵医肿瘤医院拥有先进的医疗设备。**通过配备先进的医疗设备，医院积极打造具有国际化水平的手术室和ICU，进一步提升诊疗效率。贵医肿瘤医院拥有国内首台多功能双能能谱CT，国内第二台、贵州省内第一台六维放射治疗床，拥有直线加速器、PET-CT高端影像设备，拥有SPECT、电子腹腔镜等大型先进医疗设备。医院还拥有Edge四维影像放疗系统。2021年，贵州医科大学附属肿瘤医院分子病理诊断中心落成，配备了NextSeq 550Dx、MiSeq Dx二代测序仪，院内高通量肿瘤基因测序让肿瘤诊疗更加精准。2021年10月，信邦集团与迈瑞医疗签署战略合作协议，有助于促进科技资源共享、降低医疗设备运营成本。2022年10月，贵医肿瘤医院引进美国通用电气DiscoveryTM PET-CT MI，系贵州省第一台全数字化PET-CT，配备了超高端64排128层CT和全身低剂量高清成像技术，具备业内最佳0.28mm可视空间分辨率，可探测到毫米级病灶，具有采集时间快、图像分辨率高和辐射剂量低的特点，将极大提高诊断结果准确性。

图 4：肿瘤医院部分先进医疗设备



先进的放射治疗装备



PET-CT



资料来源：贵医肿瘤医院官方微信公众号，上海证券研究所

**贵医肿瘤医院拥有优秀的专家团队。**医院高层次人才汇集，拥有胸部肿瘤著名专家卢冰教授、头颈肿瘤专家金凤教授、介入学科专家周石教授、妇瘤外科专家杨英捷教授、肝胆外科专家潘耀振教授等一大批医学领军人才。

**表 5：贵医肿瘤医院著名专家概览**

专家	简介
胸部肿瘤专家卢冰教授	二级教授，主任医师，博士研究生导师，贵州医科大学学科带头人，享受国务院特殊津贴；肿瘤科/教研室主任兼胸部肿瘤科主任；第二届国家名医盛典“国之名医”（2018年）、全国卫生计生系统先进工作者（2017年）；担任中华医学会放射肿瘤治疗学分会第九届委员会副主任委员、中国医师协会放射肿瘤治疗医师分会第二届委员会副会长、中国临床肿瘤学（CSCO）肿瘤放射治疗专家委员会副主任委员等职。主持完成国家级、国际合作、国内多中心临床研究、省级科技支撑计划等科研项目，荣获国家科技进步奖二等奖、贵州省科技进步奖二等奖、贵州医学科技奖一等奖等科技奖项。
头颈肿瘤专家金凤教授	二级教授，主任医师，博士研究生导师、国务院特殊津贴专家；贵州省肿瘤医院党委书记、头颈肿瘤科主任；任中国抗癌协会理事、中国抗癌协会鼻咽癌专委会常委、中国抗癌协会放射治疗专委会常委、中国医师协会放射治疗医师分会常委、中国抗癌协会神经肿瘤专委会常委等；《中华放射肿瘤杂志》编委；《中华放射与防护杂志》编委。主持多项国家和省、市级科研课题。研究成果获中华医学会科技三等奖、贵州省科学技术奖三等奖、贵州省科学技术转化二等奖、贵州省医学会科技成果二等奖。
介入学科专家周石教授	二级教授，主任医师，博士研究生导师。卫生部介入诊疗技术管理专家组成员、贵州医科大学影像学院院长。担任第十五届中华医学会放射学分会委员、第十五届中华放射学分会介入放射学组副组长、中国医师协会介入医师分会常委、中国抗癌协会介入治疗专业委员会副主委、贵州省医学会放射学分会主任委员。获得贵州省科技进步二等奖、三等奖，主持多项国家自然科学基金和贵州省重大科研项目基金课题。
肝胆外科专家潘耀振教授	二级教授、主任医师、博士研究生导师，享受国务院特殊津贴专家。贵州医科大学附属肿瘤医院肝胆外科主任、学科带头人，贵州医科大学白云教学中心副主任及外科教研室主任。《中华普外科手术学杂志电子版》《中国内镜杂志》《腹腔镜外科杂志》《中国普外基础与临床》编委，《中华老年医学杂志》《肝胆胰外科杂志》《生命的化学》《贵州医科大学学报》《贵州医药》等审稿专家，国家自然科学基金评审专家，贵州省肝胆外科质控中心质控专家，贵州医科大学优秀研究生指导教师，曾两次获贵州省科技进步二等奖。
妇瘤外科专家杨英捷教授	教授、主任医师、博士研究生导师，贵州医科大学附属肿瘤医院副院长、妇瘤外科主任；贵州省抗癌协会妇科肿瘤专业委员会主任委员；贵州省医学会妇科肿瘤学分会第一、二届主任委员；中华医学会妇科肿瘤学分会第三、四、五届委员；中国抗癌协会妇科肿瘤专业委员会常委；中国临床肿瘤学会妇科肿瘤专家委员会委员；中国医药教育协会理事、宫颈健康教育委员会副主任委员、妇科肿瘤教育委员会常委；中国妇幼保健协会妇女病防治专业委员会副主任委员；全国妇产远程医疗联盟专家委员会副主任委员；中国医疗保健国际交流促进会妇产科分会常委、生殖感染与微生态分会常委等。《中华实验和临床病毒学杂志》、《美国临床肿瘤学会杂志（JCO 中文版）妇科肿瘤专刊》编委。

资料来源：贵医肿瘤医院官网、官方微信公众号，贵医肿瘤医院妇瘤科官方微信公众号，西部放射治疗协会，贵州医科大学附属医院宣传部官方微信公众号，中国医学论坛报，上海证券研究所

通过先进的医疗设备和优秀的专家团队，贵医肿瘤医院引领着省内肿瘤治疗的技术方向，技术保持在省内前沿。

### 2.3 贵医白云医院：贵医临床教学中心

根据贵医白云医院官方微信公众号讯息，白云医院是一所集医疗、教学、科研为一体的**非营利性教学型三级综合医院**；是贵州医科大学本科临床教学中心，设临床医学系、护理系、检验系等专业，每年招生本科医学生 500 人。根据公司官网 2020 年 11 月发布的信息，白云医院有 32 个临床科室、13 个医技科室、28 个病区、23 个一级诊疗科目、32 个二级诊疗科目。拥有包括神经外科、神经内科、骨科、肝胆外科等一大批重点专科，被授予国家卫生计生委“脑卒中筛查与防治基地”、国家老年疾病临床医学研究中心“国家老年麻醉联盟成员单位”、国家卫生健康委“高级卒中中心”、国家卫生计生委“心源性卒中防治基地”、“中国胸痛中心建设单位”、“全国护理科普教育基地”、“中华医学会神经外科学分会脊柱脊髓外科共建示范单位”等，是贵阳市白云区区域医疗中心、白云区危重孕产妇急救中心、贵州省血液透析护士培训基地。白云医院注重医教研协同发展，打造高标准的贵州医科大学附属医院和临床教学中心，教学基地建设不断提升，成为贵州医科大学附属医院住院医师规范化培训协作单位，2018 年正式承担贵州医科大学专升本教学任务，从医疗型医院迈入教学型医院。

图 5：贵医白云医院远景图



资料来源：贵医白云医院官方微信公众号，上海证券研究所

经过长足发展，白云医院服务规模不断扩大。根据贵医白云医院官方微信公众号 2023 年 4 月发布的讯息，医院开放床位 1200 张，设 33 个临床学科，13 个医技科室，DSA 手术室两间，数字化层流手术室 25 间；配置 320 排、64 排、16 排 CT 三台，新型 MRI 两台。根据贵医白云医院官方微信公众号 2023 年 4 月发布的讯息，“十四五”期间，白云医院建成内科大楼，医院开放床位数将达 2500 张。

## 2.4 贵医乌当医院：乌当区首家三级综合医院

根据贵医乌当医院官方微信公众号讯息和公司官网，贵医乌当医院是首家立足于贵阳市乌当区的三级综合医院，为经贵州省卫健委批准设立，集医疗、教学、科研、预防、保健、急救、康复为一体的非营利性三级综合医院，是省、市医保，省异地医保，省新农合十六项重大疾病定点医院以及乌当区新农合定点医院。根据公司官网，乌当医院以贵州医科大学附属医院专家队伍为骨干力量，重点打造乳腺疾病中心、神经医学科/癫痫中心、产科、妇科等特色专科，是贵州省三级综合医院“中国乳腺癌高危人群筛查点”、“中国肺癌防治联盟贵州医科大学附属乌当医院肺结节诊治分中心”，IBPA（国际分娩专业协会）分娩导乐/产后导乐实训基地。医院拥有先进的飞利浦 Brilliance64 排螺旋 CT、GE Optima MR360 1.5T 磁共振仪、荷兰飞利浦 FD20 平板血管造影系统等先进医疗设备，为提高临床治疗水平提供了重要保证，能开展各种常规手术以及微创、介入手术。根据贵医乌当医院官方微信公众号讯息，贵医乌当医院 2013 年 9 月开始收治病人，截至 2023 年 6 月，设置床位 502 张。

## 2.5 仁怀新朝阳医院、六枝博大医院、六盘水安居医院：

### 区域性二级综合医院

根据仁怀新朝阳医院官方微信公众号 2022 年 7 月的讯息，仁怀新朝阳医院是贵州省第二家、仁怀市第一家股份制二级综合医院，开设 17 个临床科室，6 个医技科室，有员工 430 余人（中高级职称 20 人），拥有美国 GE 1.5T 超导核磁共振、GE 64 排螺旋 CT、彩超、乳腺钼靶等高端仪器设备。2022 年名列全国非公立医院 500 强。

根据六枝博大医院官方微信公众号 2023 年 5 月的讯息，六枝博大医院是一家坐落于六盘水市六枝特区中心区的二级综合医院。医院拥有 1.5T 超导 MRI、16 层 32 排全身螺旋 CT、悬吊式、立柱式 DR、移动式 DR 成像系统、胃肠数字减影机、德国郎牌腹腔镜、奥林巴斯胃肠镜、美国全身彩超、日本全自动生化仪、进口血液透析机、全自动呼吸机、麻醉机等大型进口高精尖设备。

根据六盘水安居医院官方微信公众号 2023 年 3 月的讯息，安居医院作为二级综合医院，拥有联影 40 排 CT、0.35T 核磁共振、DR、500MA 大型 X 光机、日本富士 CR 系统（数字化摄影）、C-型臂、全自动生化分析仪、全自动血液分析仪、美国 GE 全身彩超、全自动心电图机、除颤仪、德国狼牌腹腔镜、血液透析机、牙科全景片机、钬激光治疗机、白内障显微镜、裂隙灯、日本电子胃镜、肺功能检测仪、纤维喉镜、副鼻窦内窥镜、体外碎石机、经颅多普勒、电测听仪等大中型医疗设备。

## 2.6 公司床位扩张：十四五期间白云医院开放床位有望扩张至 2500 张

根据公司官网 2020 年 11 月发布的信息，白云医院开放病床 951 张。根据白云医院官方微信公众号讯息，从 2021 年下半年开始，白云医院开放床位 1200 张；“十四五”期间，建成内科大楼，白云医院开放床位数将达 2500 张。白云医院将实现医教研协同发展，建设学科齐全，综合实力强大，资源配置合理，学科地区特色鲜明，具有一定国内外知名度和影响力，省内一流的现代化高水平三级甲等附属医院。

表 6：2022 年报披露重要在建工程项目本期变动情况（单位：元）

项目名称	预算数	在建工程 期初余额	本期增 加金额	本期转入固 定资产金额	在建工程 期末余额	工程累计投入 占预算比例	工程 进度	资金 来源
贵州省六枝特区博大医院有限公司建设项目	200,000,000.00	33,463,932.68	0	33,463,932.68	0	86.15%	100.00%	募股资金
贵州医科大学附属白云医院三期建设工程项目	515,000,000.00	3,610,775.89	33,391,578.62	28,911,108.28	8,091,246.23	45.77%	95.00%	其他
贵州同德药业有限公司中药饮片生产车间改扩建项目	54,341,500.00	22,257,225.90	30,602,354.71	47,878,185.34	4,981,395.27	97.27%	95.00%	其他
贵州医科大学附属肿瘤医院有限公司	23,000,000.00	2,305,687.55	4,516,772.85	0	6,822,460.40	29.66%	80.00%	其他

请务必阅读尾页重要声明

PET-CT 机房工程	0							
零星工程	\	30,737,561.03	56,764,928.25	82,416,542.54	5,085,946.74	\	\	其他

资料来源：信邦制药 2022 年年报，上海证券研究所

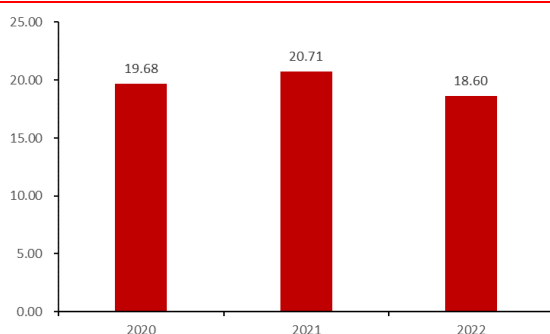
表 7：2021 年报披露重要在建工程项目本期变动情况（单位：元）

项目名称	预算数	在建工程期初余额	本期增加金额	本期转入固定资产金额	在建工程期末余额	工程累计投入占预算比例	工程进度	资金来源
贵州省六枝特区博大医院有限公司建设项目	200,000,000.00	32,963,932.68	500,000.00	0	33,463,932.68	86.15%	95.00%	募股资金
仁怀新朝阳医院有限公司建设项目	250,000,000.00	7,814,477.77	198,434.00	8,012,911.77	0	68.40%	100.00%	募股资金
贵州医科大学附属白云医院三期建设工程项目	515,000,000.00	61,613,116.36	140,711,225.98	198,713,566.45	3,610,775.89	39.29%	95.00%	其他
贵州同德药业有限公司中药饮片生产车间改扩建项目	54,341,500.00	0	22,257,225.90	0	22,257,225.90	40.96%	58.00%	其他
贵州医科大学附属肿瘤医院有限公司 PET-CT 机房工程零星工程	23,000,000.00	0	2,305,687.55	0	2,305,687.55	10.02%	10.00%	其他
	\	20,202,933.91	38,417,971.31	27,883,344.19	30,737,561.03	\	\	其他

资料来源：信邦制药 2021 年年报，上海证券研究所

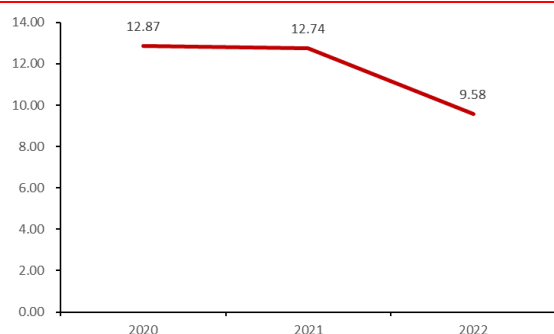
根据公司近两年披露在建工程及转固相关信息，贵州医科大学附属白云医院三期建设工程项目 2022 年底工程进度已达到 95%。我们预计，白云医院三期建设项目有望于 2024 年至 2025 年全部验收转固，床位将逐步全部开放，达成十四五期间白云医院开放床位数达到 2500 张的目标，向建设省内一流三级甲等附属医院迈进。

图 6：近三年公司医疗服务收入（单位：亿元）



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 7：近三年公司医疗服务毛利率（单位：%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

### 3 布局中药制造全产业链，与江苏省中医院等形成稳定合作

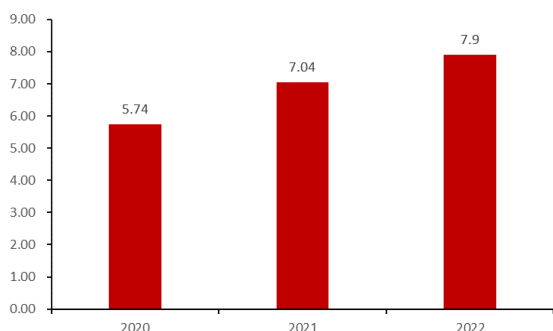
公司与江苏省中医院具有长期的合作历史。2013年，结合贵州作为中药大省、江苏作为中医大省的优势，贵州江苏两省政府签署了《加强中医药战略合作框架协议》，借此机遇，公司和江苏省中医院签订了《中药材产业战略合作协议》，共同投资建设了贵州同德药业有限公司，率先开启了道地药材的合作。2020年、2023年，公司进一步与江苏省中医院签署相关深化合作协议，围绕中医药产业，充分发挥自身优势，整合资源，计划合作将肿瘤医院、白云医院、乌当医院打造成为中西医结合旗舰医院，成为贵州省领先的中西医结合医院。

同德药业以中药饮片为主要产品，根据公司投资者关系活动记录表，截至2023年7月4日，公司拥有饮片品种138个、品规207个，加工产能6000吨/年。公司充分发挥优势，提供从中药材种植、中药生产到药品配送的全产业链服务。截至2023年7月4日，公司自建及共建道地药材基地面积合计超过22万亩，在全国拥有122个种植基地。江苏省中医院是全国中医系统单体医院服务人次最多的医院，门诊每天中药饮片使用量超过30吨，江苏省内有包括江苏省中医院在内的10余家中医院使用公司控股子公司同德药业的道地药材品种。

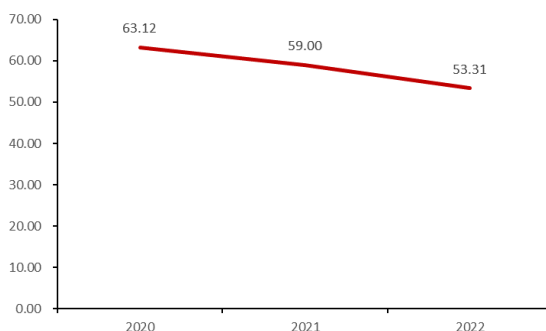
在中成药板块，截至2023年7月4日，公司拥有11个国家基药目录品种，24个国家医保目录品种，产品主要覆盖心脑血管系统、消化系统、内分泌系统等治疗领域，主要品种有益心舒胶囊、脉血康胶囊、银杏叶片、六味安消胶囊、贞芪扶正胶囊、关节克痹丸（独家品种）等。

2022年，公司医药制造实现营业收入7.9亿元，同比增长12.23%。其中中成药业务实现营业收入3.73亿元（其中关节克痹丸实现营业收入5575.22万元，同比增长36%）；负责中药饮片业务的同德药业（含其子公司）实现营业收入4.16亿元，同比增长36.28%。公司未来将紧抓市场开发与终端管理，加强营销团队建设，加强关节克痹丸的与推广支持，提高关节克痹丸在各区域的覆盖率，积极着手第三终端及药店的产品布局。同时积极拓展江苏、贵州、广东的中药饮片市场，加大大健康产品开发力度并

探索适宜的销售模式，提升中药饮片产量、保障产品质量并降低生产成本。

**图 8：近三年公司医药制造收入（单位：亿元）**


资料来源：Wind，上海证券研究所

**图 9：近三年公司医药制造毛利率（单位：%）**


资料来源：Wind，上海证券研究所

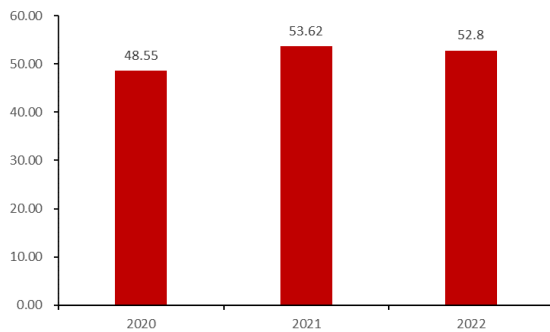
## 4 省内配送龙头，医疗流通板块稳定发力

公司为贵州省医药流通龙头企业，已具有区域性集团化企业的地缘优势，拥有众多国内外知名上游供应商的省级独家代理权，建立了覆盖省内主要等级医院的销售网络，形成了包含药品和器械的全品类配送体系，拥有覆盖公司既有医院和主要合作医院的医药零售网络，建有现代医药配送物流中心并开展第三方物流服务。医药流通聚集了众多上下游客户与品种资源，基于公司长期积累的品种、渠道、技术和服务等优势，**并依托公司医疗服务终端**，通过建立商业资源对接平台，为上游供应商提供全渠道销售服务和多维度增值服务，为下游医疗机构提供一站式的供应链服务解决方案，改善其诊疗服务能力，**凸显自身供应链价值**。

2022年，公司医药流通板块实现营业收入 52.80 亿元，毛利率 11.85%，与 2021 年基本持平；全省等级以上医院客户覆盖率达 95% 以上，全省基层医院覆盖率达 45% 以上；贵州科开大药房有限公司拥有 DTP 定点药店的资质，已形成了覆盖公司既有医院和主要合作医院的医药零售网络，并通过“加盟+并购+自建”加大门店布局，收入规模出现增长态势；同时，公司将应收账款的催收及保证金的清理作为重点工作，做好资金预算，保证公司经营工作的顺利开展，确保做好进销存管理，严控滞销产品报损，降低各项物耗，加快资金回笼，保障经营业绩。在医疗流通板块，公司未来将继续积极发挥集团医疗平台的优势，增加配送品规数量和扩大配送区域，提升产品销售规模。同时降低营运成

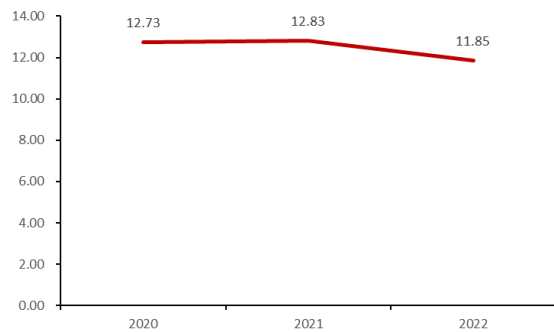
本，管控好客户风险，加强对各类岗位人员的培训，不断强化服务意识，继续保持省内医药龙头企业地位。

图 10: 近三年公司医药流通收入 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 11: 近三年公司医药流通毛利率 (单位: %)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

## 5 盈利预测与关键假设

**肿瘤医院:** 假设 2023 年开始肿瘤医院床位全部开放, 2023 年恢复到 2021 年单床收入的水平。根据前瞻经济学人的统计, 2016 年-2019 年中国肿瘤医院收入复合增长率约为 15%。结合前瞻经济学人的统计 2016 年-2019 年中国肿瘤医院收入复合增长率约为 15%, 我们预计 2024 年、2025 年肿瘤医院单床收入复合增速 15%的水平。

**白云医院:** 假设白云医院三期建设项目 2024 年全部验收转固, 床位将逐步全部开放, 2025 年开放床位 2500 张, 基于谨慎性考虑不计算 2024 年床位增长。假设 2023 年白云医院单床收入恢复到 2021 年的水平。根据国家统计局数据, 2016 年至 2021 年间, 我国卫生总费用支出复合增长率达到 10.64%, 居民人均卫生费用支出的复合增长率达到 10.32%。结合国家统计局 2016-2021 我国卫生总费用复合增长率、居民人均卫生费用支出的复合增长率 10.5%左右的增速, 假设 2024 年单床收入相比 2023 年提升 10.5%, 考虑到 2025 年有新增床位, 我们预计 2025 年白云医院整体收入 20%的增长。

**其他医院:** 假设维持现有开放床位水平, 结合国家统计局 2016-2021 我国卫生总费用复合增长率、居民人均卫生费用支出的复合增长率 10.5%左右的增速, 我们预计, 其他医院 2023、2024、2025 年收入复合增速 10.5%。



**医药制造：**2022年，公司医药制造实现营业收入7.9亿元，同比增长12.23%，其中负责中药饮片业务的同德药业（含其子公司）实现营业收入4.16亿元，同比增长36.28%。考虑到2023年中药饮片涨价显著，十四五期间政策对中医药比较支持，维持2023、2024、2025年医药制造板块收入复合增速12.23%。

**医药流通：**根据商务部发布的《2021药品流通行业运行统计分析报告》测算，2016-2021年我国医药流通行业年均复合增速为7.1%。公司披露的医药流通板块收入中有一部分是与公司旗下医院之间的交易，在计算报表合并营业总收入时需要内部抵消。2020年-2022年报表内部抵消项分别为-16.03亿元、-16.80亿元、-15.89亿元，与公司医疗服务总收入有较强的关联性，占公司医疗服务总收入比例分别为81.44%、81.12%、85.44%。假设报表披露内部抵消均为公司旗下流通公司与公司旗下医院之间的交易，假设2023-2025年内部抵消项占公司医疗服务板块收入比例为82%，结合2016-2021年我国医药流通行业年均复合增速为7.1%，我们预计，抵消后的医疗流通板块2023、2024、2025年收入复合增速7.1%。

考虑到2024年、2025年疫情的影响因素和股份支付费用的影响因素已经不存在，假设2024-2025年公司各板块毛利率恢复到2021、2022年的平均水平。假设2023年各板块毛利率和2022年持平。假设期间费用率基本平稳。

我们预计2023至2025年公司营业收入为71.62、78.49、86.81亿元，增速分别为12.8%、9.6%、10.6%，归母净利润分别为3.02、3.97、4.64亿元，增速分别34.7%、31.3%、16.9%，当前股价对应2023-2025年PE分别为29x、22x、19x，首次覆盖，给予“买入”评级。

表8：可比公司情况

证券简称	收盘价（元）	EPS（元）				PE（x）			
		22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
盈康生命	9.80	-0.93	0.20	0.27	0.35	-10.96	48.98	35.92	27.70
济民医疗	9.39	0.07	0.36	0.53	0.75	121.10	25.96	17.72	12.60
三星医疗	15.29	0.67	0.86	1.06	1.28	20.02	17.86	14.46	11.96
		平均值					<b>30.93</b>	<b>22.70</b>	<b>17.42</b>
信邦制药	4.44	0.12	0.16	0.20	0.24	38.45	28.55	21.75	18.61

资料来源：Wind，上海证券研究所（收盘价截至2023年8月22日；可比公司数据来源于wind一致预期；信邦制药EPS及PE为预测值）

## 6 附表

附表 1 公司分业务增速与毛利预测（单位：百万元人民币）

分业务收入测算	2022A	2023E	2024E	2025E
医疗服务	1,860.17	2,322.27	2,620.11	3,029.12
医药制造	790.26	886.90	995.37	1,117.11
医药流通	5,280.25	5,857.31	6,382.21	7,018.19
内部抵消	-1,589.26	-1,904.26	-2,148.49	-2,483.88
合计	6,350.03	7,162.23	7,849.20	8,680.54
分业务成本测算	2022A	2023E	2024E	2025E
医疗服务	1,681.92	2,099.79	2,327.70	2,691.07
医药制造	368.98	414.10	436.37	489.74
医药流通	4,654.77	5,163.22	5,594.64	6,152.15
内部抵消	-1,577.27	-1,904.26	-2,148.49	-2,483.88
合计	5,128.40	5,772.85	6,210.23	6,849.08
分业务增速	2022A	2023E	2024E	2025E
医疗服务	-10.18%	24.84%	12.83%	15.61%
医药制造	12.23%	12.23%	12.23%	12.23%
医药流通	-1.53%	10.93%	8.96%	9.96%
分业务毛利率	2022A	2023E	2024E	2025E
医疗服务	9.58%	9.58%	11.16%	11.16%
医药制造	53.31%	53.31%	56.16%	56.16%
医药流通	11.85%	11.85%	12.34%	12.34%

资料来源：Wind，上海证券研究所

## 7 风险提示

**医疗事故风险。**若在临床诊疗过程中发生医疗事故，可能会对公司产生影响。

**医疗服务恢复不及预期。**公司主要医院的常规诊疗活动的恢复受到多方面的影响，若恢复不及预期，则可能对公司产生影响。

**行业政策变化。**医疗服务行业受到带量采购、医保控费等诸多行业政策的影响，若行业政策发生变化，则可能对公司造成影响。

## 公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	899	680	822	1034
应收票据及应收账款	3020	3304	3674	4065
存货	1033	1092	1186	1327
其他流动资产	854	1056	1132	1225
流动资产合计	5806	6131	6815	7652
长期股权投资	0	0	0	-1
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	2616	2484	2498	2335
在建工程	25	100	0	0
无形资产	204	272	290	314
其他非流动资产	1142	1152	1166	1172
非流动资产合计	3987	4008	3954	3821
<b>资产总计</b>	<b>9793</b>	<b>10139</b>	<b>10769</b>	<b>11473</b>
短期借款	1343	1343	1343	1343
应付票据及应付账款	977	1070	1180	1291
合同负债	33	49	54	55
其他流动负债	333	361	402	439
流动负债合计	2687	2824	2979	3128
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	41	41	41	41
非流动负债合计	41	41	41	41
<b>负债合计</b>	<b>2728</b>	<b>2865</b>	<b>3020</b>	<b>3169</b>
股本	1944	1944	1944	1944
资本公积	4402	4402	4402	4402
留存收益	463	649	1045	1509
归属母公司股东权益	6808	6959	7356	7820
少数股东权益	257	316	393	484
<b>股东权益合计</b>	<b>7065</b>	<b>7275</b>	<b>7749</b>	<b>8304</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>9793</b>	<b>10139</b>	<b>10769</b>	<b>11473</b>

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流量</b>	<b>591</b>	<b>200</b>	<b>333</b>	<b>319</b>
净利润	268	361	474	555
折旧摊销	270	207	206	201
营运资金变动	-30	-407	-386	-476
其他	82	39	39	39
<b>投资活动现金流量</b>	<b>-118</b>	<b>-229</b>	<b>-152</b>	<b>-68</b>
资本支出	-158	-229	-152	-68
投资变动	6	0	0	0
其他	34	0	0	0
<b>筹资活动现金流量</b>	<b>-189</b>	<b>-191</b>	<b>-39</b>	<b>-39</b>
债权融资	-34	0	0	0
股权融资	5	-35	0	0
其他	-161	-156	-39	-39
<b>现金净流量</b>	<b>283</b>	<b>-220</b>	<b>143</b>	<b>212</b>

利润表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>6350</b>	<b>7162</b>	<b>7849</b>	<b>8681</b>
营业成本	5133	5773	6210	6849
营业税金及附加	28	31	35	38
销售费用	393	444	514	551
管理费用	421	462	506	565
研发费用	1	1	2	2
财务费用	39	39	39	39
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	37	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>316</b>	<b>422</b>	<b>554</b>	<b>647</b>
营业外收支净额	-3	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>313</b>	<b>422</b>	<b>554</b>	<b>647</b>
所得税	45	61	79	93
净利润	268	361	474	555
少数股东损益	44	59	78	91
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>224</b>	<b>302</b>	<b>397</b>	<b>464</b>

主要指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	19.2%	19.4%	20.9%	21.1%
净利率	3.5%	4.2%	5.1%	5.3%
净资产收益率	3.3%	4.3%	5.4%	5.9%
资产回报率	2.3%	3.0%	3.7%	4.0%
投资回报率	3.2%	4.6%	5.6%	6.1%
<b>成长能力指标</b>				
营业收入增长率	-1.9%	12.8%	9.6%	10.6%
EBIT 增长率	-40.6%	45.0%	28.6%	15.8%
归母净利润增长率	-17.7%	34.7%	31.3%	16.9%
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.12	0.16	0.20	0.24
每股净资产	3.50	3.58	3.78	4.02
每股经营现金流	0.30	0.10	0.17	0.16
每股股利	0	0	0	0
<b>营运能力指标</b>				
总资产周转率	0.65	0.72	0.75	0.78
应收账款周转率	2.19	2.36	2.35	2.34
存货周转率	5.22	5.43	5.45	5.45
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	27.9%	28.3%	28.0%	27.6%
流动比率	2.16	2.17	2.29	2.45
速动比率	1.65	1.66	1.75	1.88
<b>估值指标</b>				
P/E	38.45	28.55	21.75	18.61
P/B	1.27	1.24	1.17	1.10
EV/EBITDA	16.35	13.95	11.49	10.10

资料来源: Wind, 上海证券研究所

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

### 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

### 投资评级体系与评级定义

<b>股票投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
<b>行业投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

#### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

### 免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。