

## 百意中医(834612)

## 诊疗规模扩张，拟打造医养结合产业链

### 基本数据

| 2016年11月23日 |      |
|-------------|------|
| 收盘价(元)      | -    |
| 总股本(万股)     | 1200 |
| 流通股本(万股)    | -    |
| 总市值(亿元)     | -    |
| 每股净资产(元)    | -    |
| PB(倍)       | -    |

### 财务指标

|           | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 19.93 | 28.40 | 39.19 | 47.03 | 56.44 |
| 净利润(百万元)  | -0.61 | 2.25  | 6.64  | 8.15  | 9.93  |
| 毛利率       | 22.4% | 35.8% | 45.8% | 45.8% | 45.8% |
| 净利率       | -3.1% | 7.9%  | 16.9% | 17.3% | 17.6% |
| ROE       | -6.9% | 15.3% | 34.6% | 30.6% | 27.8% |
| EPS(元)    | -0.05 | 0.19  | 0.55  | 0.68  | 0.83  |

### 投资评级：买入（首次）

### 流动性评级：-

**中医为主的医疗服务机构。**江阴百意中医医院成立于2012年，是以中医为主、西医为辅的综合性医疗服务机构，主要包括中医内科、西医内科、中医肿瘤科、中医骨科、针灸推拿科等。

**中医院有望成“医养结合”参与主体之一。**在单个医院内生增长达到比较饱和的状态下，必须依赖外延扩张或产业链的延伸来实现成长，医养结合将是中医院延伸产业链的方式之一。

《健康中国 2030》提出，推进中医药与养老融合发展，推动医养结合，为老年人提供治疗期住院、康复期护理、稳定期生活照料、安宁疗护一体化的健康和养老服务。

**以名老中医为核心培育诊疗优势。**公司聘用了一批经验丰富、诊疗技术高超的名医，如“苏氏骨科”第七代传人苏玉增、骨科专家王占友、国家级肿瘤专家刘鲁明、中医内科专家王德明等，并以名老中医为核心建立医师梯队，不断提高整体的诊疗水平。

**拟打造“医养结合”产业链。**公司将巩固发展中医肿瘤、中医骨科、老年慢性病、中医康复、针推科等特色专科，同时利用自身医疗技术平台拓展养老产业，逐步打造“医养结合”产业链。

公司中医院知名度逐渐提升，诊疗及住院人次还处于上升期，中短期内驱动公司业绩继续提升，长期成长看产业链延伸情况。

### 盈利预测

预测公司 2016-2018 年归属于上市公司股东的净利润分别为 664 万元、815 万元、993 万元，每股收益分别为 0.55 元、0.68 元、0.83 元。

### 风险提示

市场竞争风险，部分科室存在对核心医疗技术人员依赖风险。

研究员 王静

[wangjing@wtneeq.com](mailto:wangjing@wtneeq.com)

010-85715117



## 目 录

|                                 |   |
|---------------------------------|---|
| 风险分析 .....                      | 1 |
| 公司简介-中医为主的医疗服务机构 .....          | 2 |
| 行业状况-中医院处发展黄金期，或成医养结合主体之一 ..... | 3 |
| 公司优势-以名老中医为核心培育诊疗优势 .....       | 4 |
| 公司经营-医疗服务规模扩张，拟打造医养结合产业链 .....  | 6 |
| 盈利预测 .....                      | 8 |

## 图表目录

|                                |   |
|--------------------------------|---|
| 图表 1 公司主要服务介绍 .....            | 2 |
| 图表 2 百意中医院外景 .....             | 2 |
| 图表 3 2016 年 6 月前十大股东持股情况 ..... | 3 |
| 图表 4 我国民营中医院数量 .....           | 3 |
| 图表 5 江阴地区部分医院 .....            | 4 |
| 图表 6 公司部分专家简介 .....            | 5 |
| 图表 7 公司收入、利润及增长情况 .....        | 6 |
| 图表 8 2013-2015 年公司收入构成 .....   | 6 |
| 图表 9 公司费用率和利润率指标 .....         | 7 |
| 图表 10 公司发展战略 .....             | 7 |
| 图表 11 公司盈利预测 .....             | 8 |

## ■ 风险分析

### ● 控制人与管理层

根据公开信息，未发公司存在此类风险。

### ● 行业与公司经营

**行业竞争风险。**公司所处江阴地区经济发达，医疗机构众多，市场竞争激烈，公立医院经过长期的资源积累和市场积累，有先发优势，处于传统的优势地位和一定的市场垄断地位。公司作为初创期的民营医院，未来成长性前景存在一定的不确定性，面临本地剧烈的竞争环境，存在不能适应市场竞争和市场变化而落后、甚至淘汰的风险。

**民营医疗机构的社会公信力风险。**我国民营医疗机构是在公立医疗机构处于垄断地位的背景下产生和发展起来的，起步晚、积累少，各民营医疗机构之间技术水平和管理水平也参差不齐。一小部分民营医院诚信度低、缺乏自律，损害了民营医疗机构在社会上的整体形象。如果公司未能通过提高服务质量和品质赢得服务对象的认可，则会对公司的持续经营造成不利影响。

**部分科室存在对核心医疗技术人员依赖风险。**公司自成立以来陆续引进一批经验丰富、医疗技术高超的医师，遵循“先聘医师，再建科室”的科室建设路线，保证每个科室都有一名核心医疗技术人员。但由于个别科室规模尚小，配备的医疗技术人员较少，存在对核心医疗技术人员的依赖情况，如果公司不能做好人才引进和培养工作，可能存在核心医疗技术人员离职导致个别规模较小的科室不能正常运营的风险。

### ● 财务

**流动比率偏低的风险。**2015年末和2016年上半年末，公司流动比率为0.74和0.91，比率较低，短贷金额相对较大。

## ■ 公司简介-中医为主的医疗服务机构

江阴百意中医医院股份有限公司成立于 2012 年，是以中医为主、西医为辅的综合性医疗服务机构，主要包括中医内科、西医内科、中医肿瘤科、中医骨科、针灸推拿科等。

图表 1 公司主要服务介绍

| 类别    | 简介                                                                                                      |
|-------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 中医内科  | 主要治疗包括支气管炎、肺炎、心律失常、急性胃肠炎、胃及十二指肠溃疡、泄泻、慢性胆囊炎及重症肌无力等在内的各类疾病。                                               |
| 西医内科  | 主要包括高血压诊疗服务及其它普内科诊疗服务，西医内科资深专家孙士奇从事高血压诊疗工作 40 余年，经验丰富，其独创的“中西医结合用药法”降压效果可靠、稳定，可以有效减少高血压患者心脑血管病的发生率和死亡率。 |
| 中医肿瘤科 | 以国家级名医、肿瘤专家刘鲁明为技术指导，在中医治疗肿瘤方面有丰富经验。刘鲁明教授研发的针对胰腺癌的“清胰化积方”疗效显著，在国际上广为认可。                                  |
| 中医骨科  | 中医骨科带头人苏玉增是津门“苏氏骨科”第七代传人，其祖传的苏氏正骨法有骨折不必手术，固定合理，利于血液循环，较石膏固定缩短二分之一时间的特点，治疗方便，可让患者避免外科手术的痛苦。              |
| 针灸推拿科 | 通过隔姜灸、中药熏蒸、穴位注射、推位埋线、推拿及刺络等方法治疗寒病症、风湿类疾病、皮肤病、神经系统疾病和其他疑难病。                                              |

资料来源：公开转让说明书

公司是经无锡市卫生局批准的二级中医院，于 2015 年 12 月正式上市。医院住院部设计 250 张床位，现有职工 152 人，其中卫技人员 98 人，护理人员 54 名，中高级职称卫技人员 45 名。

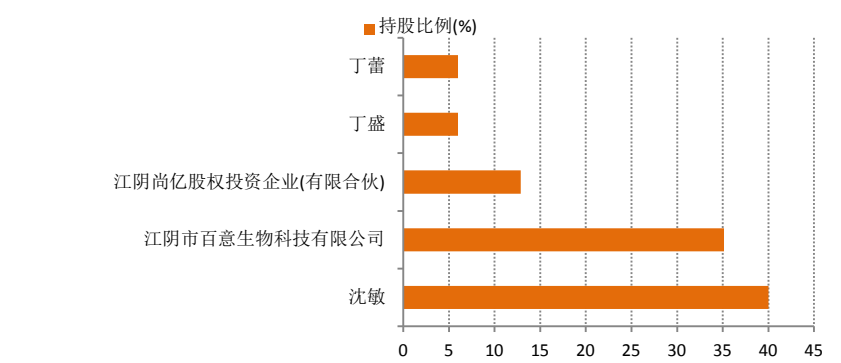
图表 2 百意中医院外景



资料来源：公司网站

沈敏为公司控股股东、实际控制人，女，1971 年生，初中学历。曾被江阴拆船厂派上海造船厂学习；1991-2005 年为工商个体户；2005 年 7 月至今任江阴市要塞东盛大酒店总经理；2009 年 7 月至今任江阴市长江捌号大酒店有限公司总经理；目前任股份公司董事长。

图表 3 2016 年 6 月前十大股东持股情况



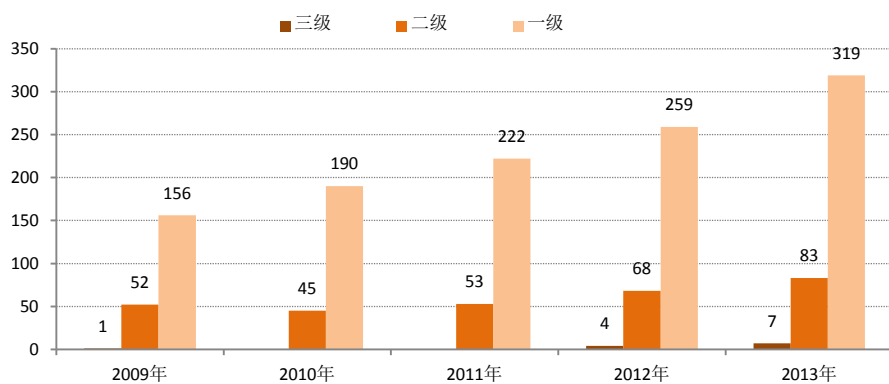
数据来源: choice

## ■ 行业状况-中医院处发展黄金期,或成医养结合主体之一

### ● 中医院发展进入黄金期

当前,各级政府对中医医院投入有明显的政策倾斜,对中医药特色优势项目、技术与服务的补助力度较大;同时,各地区还制定了医保和新农合对中医医疗服务的倾斜政策,如提高门诊报销比例、降低住院起付线等,这些利好的政策使得患者有条件就医、有动力看中医,推动了中医服务量,使中医医院发展进入黄金时期。

图表 4 我国民营中医院数量



数据来源: 公开转让说明书

另外,中医药独特的生理观、疾病观、预防治疗观,以及人性化的治疗方法、多样化的干预手段、自然化的用药取向等构成了独特的生命健康知识体系,能够很好的契合公众对于健康的期望,为中医医院发展提供了良好的基础。

### ● 医院行业跨区域竞争不明显

目前,民营医院市场呈现良性竞争态势,医疗服务和市场需求均大幅增长,同时竞争开始呈现多样化的趋势,规模品牌效应进一步显现,具有特色和产业链拓展的医疗机构相比单一从事医疗服务的医疗机构更具有持续性和竞争力。

医院行业属于零散型竞争的产业,呈现明显的区域性特征,跨区域竞争并不显著。江阴市基本形成两家三级医院为龙头、片区二级医院为骨干、社区卫生

生服务机构为基础、民营医疗机构为补充的医疗卫生服务新体系。

图表 5 江阴地区部分医院

| 医院名称      | 医院性质        | 简介                                                                                    |
|-----------|-------------|---------------------------------------------------------------------------------------|
| 江阴市人民医院   | 公立三级甲等综合性医院 | 品牌影响力大、科室齐全、设备先进；现开放床位 1450 张，职工 1400 余人，其中中高级医技人员 500 余名，年出院病人 5 万余人次。               |
| 江阴市中医院    | 公立三级乙等中医院   | 首批全国示范中医院，有开放床位 500 张，职工 689 人。科室、设备比较齐全且先进，皮肤科为国家级中医特色专科建设单位，中西医结合小儿科为江苏省中医重点专科建设单位。 |
| 江阴市骨伤专科医院 | 公立专科医院      | 各类卫生专业技术人员 132 名，特色科室为骨伤科。                                                            |
| 江阴澄江康复医院  | 公立综合医院      | 江阴唯一一家二级康复医院，特色科室为骨科、脊髓损伤康复科、中风康复、脑外伤康复科。康复科优势明显，专业康复设备比较齐全，但科室比较单一。                  |
| 南闸医院      | 民营非营利性综合医院  | 开放床位 600 张，全院职工 362 人，有中高级医技人员 60 余名，特色科室为糖尿病专科、肝胆外科、骨科、中医科。主要优势在于规模比较大，科室比较齐全。       |
| 江阴长庚医院    | 民营专科医院      | 全国耳鼻喉专业连锁机构，坚持“专病专治，大专科小综合”的发展路线，特色科室为耳鼻喉科。                                           |

资料来源：公开转让说明书

### ● 中医院有望成“医养结合”参与主体之一

医院包括中医院的经营特性决定企业的成长方式，在单个医院内生增长达到比较饱和的状态下，必须依赖外延扩张或产业链的延伸来实现成长，医养结合将是中医院延伸产业链的方式之一。

《健康中国 2030》提出，健全医疗卫生机构与养老机构合作机制，支持养老机构开展医疗服务。推进中医药与养老融合发展，推动医养结合，为老年人提供治疗期住院、康复期护理、稳定期生活照料、安宁疗护一体化的健康和养老服务，促进慢性病全程防治管理服务同居家、社区、机构养老紧密结合。

## ■ 公司优势-以名老中医为核心培育诊疗优势

### ● 人才及技术优势

医师团队是医院的关键资源要素和核心竞争力，医院诊疗技术水平的高低，直接取决于医师团队的能力。公司聘用了一批经验丰富、诊疗技术水平高超的名医，如“苏氏骨科”第七代传人苏玉增、骨科专家王占友、沈荣国、高血压专家孙士奇、国家级肿瘤专家刘鲁明、中医内科专家王德明等，并以名老中医为核心建立各科室医师梯队，实现以老带新的良性发展，不断提高整体的诊疗技术水平。公司一直努力建设良好的人才环境和发展平台，对核心医师采取股权激励，为进一步吸引和培养医疗技术人才提供保障。



图表 6 公司部分专家简介

| 姓名  | 专长                                                                                  | 荣誉                                                                                                        |
|-----|-------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 王德明 | 擅长治疗各种疑难杂症，特别是消化科疑难杂症，如：萎缩性胃炎、反流性食管炎、溃疡性结肠炎、肠易激综合症、复发性溃疡、脂肪肝、酒精肝、胆切术后综合症等。          | 国家中医药管理局全国名中医传承工作室专家；<br>江苏省中医药学会肝胆病专业委员会副主任委员；<br>南京中医药大学附属省中西医结合医院原消化科主任；<br>曾获得四项省级科研成果。               |
| 江育清 | 中医康复、颈椎病、肩周炎、腰椎病、膝关节退行性疾病等软组织骨关节病变。<br>面部神经瘫痪，带状疱疹后遗神经痛、中风后遗症等神经类病变。<br>中医埋线减肥减重治疗。 | 就读于广州中医药大学中医本科，专攻针灸推拿学，硕士学位。                                                                              |
| 刘鲁明 | 中西医结合肿瘤治疗，尤其擅长肝胆胰腺癌症的治疗。                                                            | 上海复旦大学附属肿瘤医院国际整合肿瘤中心主任；<br>美国安德森癌症中心客座教授；<br>中国抗癌协会传统医学专业委员会副主任；<br>中国中西医结合学会肿瘤专业委员会委员；<br>《中国抗癌杂志》常务编委等。 |

资料来源：公司网站

### ● 区域优势

公司所在江阴市经济水平较为发达，系百强县首位城市，居民人均收入较高，对医疗服务的消费能力较强，对中医中的养生、保健、未病预防等理念接受程度较高，愿意支付较高的价格获得除常规治疗外的健康管理、中医理疗等增值服务。

公司是江阴市第一家也是唯一一家民营中医医院，是在国家鼓励和支持社会力量投资中医药事业背景下成立的年轻医院，有较高的起点，有望在政策支持下做大做强，向高水平、高技术含量的大型医疗集团发展。

### ● 管理与服务优势

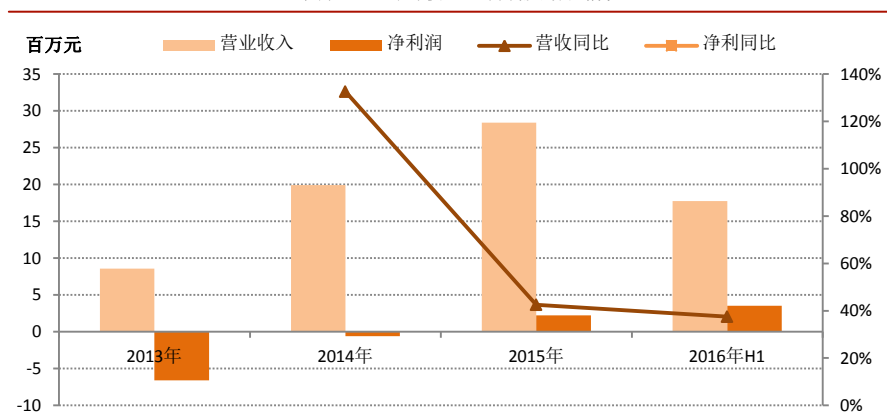
公司的管理团队具有多年医院从业经验和管理经验，对公立医院的优缺点有着深刻的了解。公司专门从台湾聘请有多年私立医院管理经验的杨珮宜女士担任业务副院长，借鉴台湾私立医院的成功经验。

公司从患者的实际需求出发，不断创新服务方式，通过开设流动卫生服务站、中医免费上门体检和门诊一站式服务、未病中心治未病服务等方式满足患者多样化的服务需求，同时注重诊后回访，为患者长期身体健康负责，在江阴地区有较好的口碑。

## ■ 公司经营-医疗服务规模扩张，拟打造医养结合产业链

### ● 收入较快增长

图表 7 公司收入、利润及增长情况

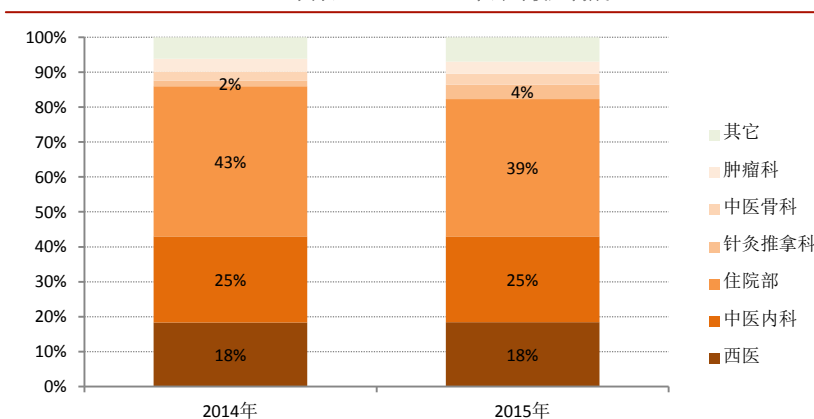


数据来源: choice

**2015 年实现扭亏为盈。**2015 年，公司营业收入 2840 万元，同增 42.48%，净利润 225 万元，实现扭亏。收入增长主要原因为公司在 2013 年 7 月获得江阴市基本医疗保险定点医疗机构及资格证书，同时公司科室规模和数量增长，综合影响 2015 年收入大幅增长，尤其是近一年来通过新聘知名专家坐诊等方式带来了针灸推拿科及中医内科的大幅增长。

2016 年上半年，营业收入 1776 万元，同增 37.45%，净利润 355 万元，同增 244.47%。收入增长的原因为医疗市场需求上升、公司市场知名度上升，门诊就诊人数及住院病人人数的增加。

图表 8 2013-2015 年公司收入构成

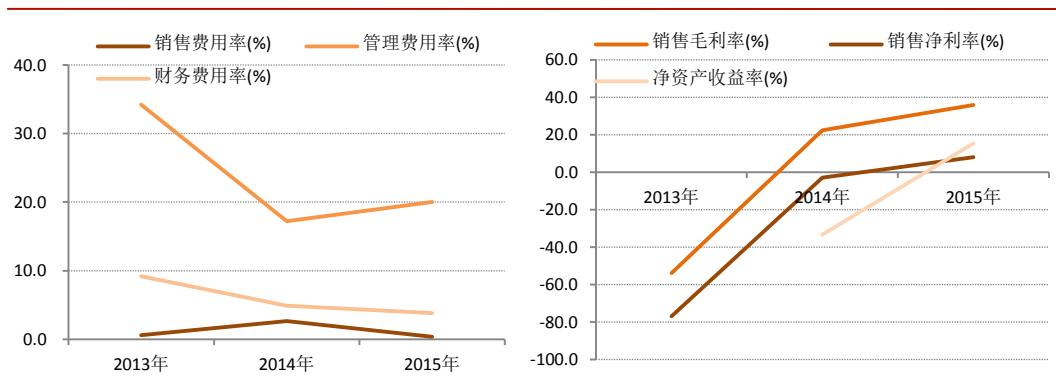


数据来源: 公司年报, 公开转让说明书

2015 年，公司的主要科室都实现了持续增长，针灸推拿科增长尤为突出，原因是 2014 年科室医生休假 9 个月，2015 年到岗后尽心尽职，带领团队开展了更有特色的治疗与服务。



图表 9 公司费用率和利润率指标



数据来源: choice

**毛利率转正且连续上升。**公司规模较小,成本构成中固定成本占比较大,所以随着收入规模的快速扩张,毛利率由负转正且持续上升,2016年上半年综合毛利率为46.41%。

### ● 拟打造“医养结合”产业链

公司发展战略:巩固和发展中医特色专科,同时逐步打造“医养结合”产业链。

图表 10 公司发展战略

|      | 内容                                                                                 |
|------|------------------------------------------------------------------------------------|
| 特色专科 | 借助在资本市场的投融资能力,巩固和发展中医肿瘤、中医骨科、老年慢性病、中医康复(老年骨病、中风后遗症等)、疼痛科、针推科等国家政策鼓励支持、未来前景广阔的特色专科。 |
| 医养结合 | 学习国内外同行先进经验,利用自身医疗技术平台拓展养老产业,逐步打造“医养结合”产业链。                                        |

资料来源:公司年报

未来公司将逐步通过兼并乡镇医院、托管敬老院、兴办护理院等形式,加强专业人才技术及相关设备投入,逐步拓展公司规模,打造多层次医疗和养老模式,不断学习和提升服务质量,提高在本地及周边地区的影响力。

## ■ 盈利预测

根据对行业状况及公司情况的分析，对公司进行盈利预测，预测公司2016-2018年归属于上市公司股东的净利润分别为664万元、815万元、993万元，每股收益分别为0.55元、0.68元、0.83元。

图表 11 公司盈利预测

|           | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 19.93 | 28.40 | 39.19 | 47.03 | 56.44 |
| 净利润(百万元)  | -0.61 | 2.25  | 6.64  | 8.15  | 9.93  |
| 毛利率       | 22.4% | 35.8% | 45.8% | 45.8% | 45.8% |
| 净利率       | -3.1% | 7.9%  | 16.9% | 17.3% | 17.6% |
| ROE       | -6.9% | 15.3% | 34.6% | 30.6% | 27.8% |
| EPS(元)    | -0.05 | 0.19  | 0.55  | 0.68  | 0.83  |

资料来源：choice, 梧桐公会

## 【分析师声明】

本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该行业或公司的看法,并且以独立的方式表述,研究员薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本研究报告中所表述的观点无直接或间接的关系。

## 【免责声明】

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的观点、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,不保证该信息未经任何更新,也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下,报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价,亦不构成个人投资建议。

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。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

## 【评级说明】

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先三板成分指数指数 15%以上;  
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与三板成分指数的变动幅度相差-15%至 15%;  
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后三板成分指数 15%以上。

流动性评级参考债券评级,暂定为 A(AA、A)、B(BA、B、BC)、C、D 等 4 类 7 级,分别代表新三板全体挂牌股票中流动性较好、一般、较差、很差等四个等级。

---

梧桐研究公会

电 话: 010-85715117

传 真: 010-85714717

电子邮件: [wtlx@wtneeq.com](mailto:wtlx@wtneeq.com)

