

## 信邦制药 (002390.SZ) 坐拥贵州优质医院资产，业绩拐点显现

2021年02月02日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

杜佐远（分析师）

蔡明子（分析师）

duzuoyuan@kysec.cn

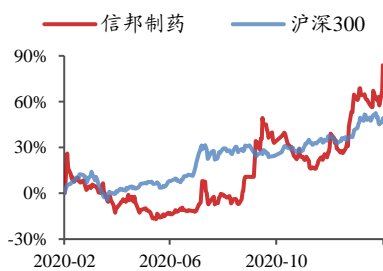
caimingzi@kysec.cn

证书编号：S0790520050003

证书编号：S0790520070001

日期	2021/2/2
当前股价(元)	9.47
一年最高最低(元)	9.47/4.23
总市值(亿元)	157.89
流通市值(亿元)	147.59
总股本(亿股)	16.67
流通股本(亿股)	15.58
近3个月换手率(%)	70.64

### 股价走势图



数据来源：贝格数据

### ● 聚焦肿瘤医疗服务，省内具备明显优势，首次覆盖，给予“买入”评级

公司业务结构、治理结构皆理顺，其医疗服务业务在贵州省具备明显优势及发展潜力，预计2020-2022年收入分别为60.24、67.90、76.03亿元，归母净利润分别为1.77、2.80、3.51亿元，EPS分别为0.11/0.17/0.21元，当前股价对应P/E分别为89.0/56.3/44.9倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

### ● 贵州肿瘤市场基数低增长快，运营能力为核心竞争力，省肿瘤医院竞争力强

贵州肿瘤医疗服务市场增速快，在肿瘤医疗服务供不应求、床位低周转、高利用率的现状下，运营能力为核心竞争力，其次才是床位扩张；贵州肿瘤医疗服务主要提供方为省肿瘤医院（公司旗下）和贵医附院、省人民医院、遵医附院3家公立医院，肿瘤医院在床位数、设备配置、医生资源皆具备强大竞争力；贵州政府医保资金较为充裕，人均医保资金余额高于全国平均，且在异地就医结算、大病保险制度等方面皆发布了有利于肿瘤治疗的政策，持续推动贵州肿瘤医院发展。

### ● 治理结构理顺，聚焦医疗服务，床位优势较公立医院明显，单床产出潜力大

董事长安怀略先生计划通过定增成为公司的实控人，2021年2月1日定增过会，定增后将实现公司经营所有权统一。公司目前聚焦医疗服务主业，形成了省会3家+地区4家共7家医院的布局，合计床位5000余张，其中肿瘤医院的床位数约1500张，远高于贵阳公立医院肿瘤科。旗下医院单床产出提升潜力大：在设备、专家医生等核心资产上优于公立体系；丰富医疗服务项目提升人均收费；医联体模式实现头部医院聚焦重症，一体化管理提升运营效率，提升床位周转率；医教研体系下加强学科建设扩大诊疗范围，提升床位使用率，由此提升单床产出。

### ● 医药流通为省内龙头，盈利能力强，医药制造中药饮片增长快速

公司医药流通业务为省内龙头，其业务布局、客户结构、完善配送资质实现高毛利率，并打造专业医药服务商提升未来盈利能力。公司医疗制造业务剥离中肽生化，业绩恢复稳定，与江苏省中医院共同建立的同德药业保持高速增长。

### ● 风险提示：医保控费趋严；医院单床产出提升进度不及预期。

### 财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6,580	6,655	6,024	6,790	7,603
YOY(%)	9.6	1.1	-9.5	12.7	12.0
归母净利润(百万元)	-1,297	236	177	280	351
YOY(%)	-506.0	-118.2	-24.9	57.9	25.4
毛利率(%)	21.8	22.0	20.0	21.5	22.4
净利率(%)	-19.7	3.6	2.9	4.1	4.6
ROE(%)	-24.8	5.2	4.0	6.0	7.0
EPS(摊薄/元)	-0.78	0.14	0.11	0.17	0.21
P/E(倍)	-12.2	66.8	89.0	56.3	44.9
P/B(倍)	3.2	3.3	3.1	3.0	2.8

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

## 目 录

1、 全国肿瘤医疗服务资源下沉，贵州市场受益于政策推动更利于民营医院发展.....	5
1.1、 全国肿瘤医疗服务行业基层供需矛盾突出，推动医疗资源下沉.....	5
1.1.1、 2020 年肿瘤医疗服务行业规模预计超 4000 亿，增速主要由人次增长贡献.....	5
1.1.2、 肿瘤医疗资源不足且分布不均，基层地区供需矛盾突出.....	7
1.1.3、 社会办医、分级诊疗推动优质肿瘤医疗资源下沉.....	8
1.1.4、 民营专科医院在政策支持下较公立体系具备明显发展优势.....	9
1.2、 贵州省肿瘤服务市场：整体供不应求，床位周转率提升空间大.....	12
1.2.1、 贵州肿瘤医疗服务市场增速快，供给较紧缺.....	12
1.2.2、 贵州政府积极推动肿瘤医疗服务及民营医院快速发展.....	15
2、 公司管理结构、业务结构皆理顺，管理层专业医学背景、丰富投资管理经验赋能下促进公司新发展.....	17
2.1、 公司治理结构理顺，聚焦医疗服务.....	17
2.2、 股权结构：实控人与董事长统一，管理架构理顺.....	19
2.3、 管理层具备医学背景，拥有管理及投资经验.....	19
3、 公司业务：医疗服务具备床位数、优质医生、先进设备优势，医药流通为省内龙头发展稳健、医药制造中药饮片增长迅速.....	20
3.1、 聚焦医疗服务，同时发展医药流通、医药制造业务.....	20
3.2、 医疗服务：已具备明显床位数量优势，拥有优质医生、先进设备等核心优势，单床产出提升潜力大.....	23
3.2.1、 旗下医院床位数远超当地公立医院肿瘤科，具备规模优势.....	23
3.2.2、 旗下医院单床产出提升空间较高，采用多样化举措提高人均收费、床位周转率、床位使用率，全面助力单床产出提升.....	25
3.3、 医药流通业务：收购科开医药后快速成为省内医药流通龙头，医院药房全面布局下议价能力强，专业医药服务商提升未来盈利能力.....	33
3.4、 医药制造：剥离中肽生化聚焦主业，中药饮片业务有望迎来快速增长.....	37
4、 信邦制药模型拆分、盈利预测与估值.....	38
4.1、 信邦制药收入利润模型拆分及预测.....	38
4.2、 盈利预测、估值与投资建议.....	41
5、 风险提示.....	42
附：财务预测摘要.....	43

## 图表目录

图 1： 预计我国癌症发病数（万人）将逐年上升.....	5
图 2： 我国居民恶性肿瘤死亡率维持在较高水平（单位：每 10 万人中死亡人次）.....	5
图 3： 预计 2020 年全国肿瘤医疗服务市场规模将超过 4000 亿.....	6
图 4： 手术和化疗是肿瘤治疗的常见选择（2019 年）.....	7
图 5： 2019 年所有类型医院的病床使用率中肿瘤医院最高.....	7
图 6： 一二线与三线及以下城市肿瘤服务供需分配不均.....	8
图 7： 三线及以下城市放疗设备短缺（台）.....	8
图 8： 三线及以下城市肿瘤科室床位数目（床）较少.....	8
图 9： 2017 年起民营肿瘤专科医院数量（家）超过公立.....	10
图 10： 民营肿瘤医疗服务收入占比有望逐步提升.....	10
图 11： 高端放射治疗类设备（台）集中于北上广等一线城市.....	11
图 12： 贵州的肿瘤医院床位数增速普遍高于全国肿瘤医院床位数增速.....	12

图 13:	贵州的肿瘤医院门急诊人次增速普遍高于全国.....	13
图 14:	贵州的肿瘤医院出院人次增速普遍高于全国.....	13
图 15:	贵州民营医院数量(家)快速增长.....	13
图 16:	2010-2019 年贵州民营医院诊疗人数占比提升.....	14
图 17:	2010-2019 年贵州民营医院出院人数占比提升.....	14
图 18:	贵州每万人肿瘤医院床位数(张)处于全国较低水平.....	14
图 19:	贵州肿瘤医院病床周转次数(次)低于全国平均.....	15
图 20:	肿瘤医院床位利用率 2011-2019 年皆超过 100%.....	15
图 21:	贵州省职工基本医保人数及医保资金余额皆增长.....	16
图 22:	贵州省城乡居民基本医保人数 2019 年快速增长.....	16
图 23:	公司收购科开走向多元化布局,后经历所有权经营权分离导致增长放缓,目前理顺管理构架迎来新发展....	17
图 24:	现董事长安怀略先生有望成为公司实控人.....	19
图 25:	定增完成后安怀略先生持有公司股份将从 7.84%增至 25.05%.....	19
图 26:	公司通过收购持续扩大 3 大业务板块布局.....	21
图 27:	公司逐渐聚焦医疗服务,同时发展医药流通、医药制造业务.....	22
图 28:	公司营业收入经历快速增长后进入稳定增长阶段.....	22
图 29:	公司归母净利润经历业绩波动后恢复正常.....	22
图 30:	主营业务收入中医疗服务收入(亿元)逐渐提升.....	23
图 31:	公司通过多样化举措提升次均收费、床位利用率、床位周转率,以此增加单床产出.....	25
图 32:	肿瘤医院万元以上设备总价值(亿元)最高.....	27
图 33:	肿瘤医院 100 万元及以上设备台数(台)最多.....	27
图 34:	一体化管理助力提升现有人才医疗水平、储备后续人才.....	30
图 35:	肿瘤治疗过程中涉及多类型服务项目.....	31
图 36:	医联体加强头部、基层医院联动,向上引流重症肿瘤患者,向下导流非重症肿瘤患者.....	32
图 37:	信邦制药医药流通规模在贵州省占比逐年提升.....	34
图 38:	收购科开医药后,公司医药流通业务大幅度扩张并随后保持稳定增长.....	34
图 39:	信邦制药医药流通业务毛利率远高于其他医药流通公司(2020H1).....	35
图 40:	公司 2019 年提高资金运营效率,其经营性现金流量净额大幅提升.....	36
图 41:	医药制造业务引入中肽生化后业绩波动,剥离后回归正常增长.....	37
图 42:	同德药业营业收入 2017-2019 年 CAGR 达到 45%.....	38
图 43:	同德药业净利润 2017-2019 年 CAGR 达到 88%.....	38
表 1:	肿瘤医院收入增速主要由人次增长贡献.....	6
表 2:	政策限制公立医院扩张、鼓励社会办医.....	9
表 3:	民营医院经营灵活自主、更加注重服务模式.....	11
表 4:	贵州持续推动肿瘤医疗服务、民营医院发展.....	15
表 5:	较多肿瘤治疗项目被纳入医保报销范围.....	16
表 6:	公司管理层兼具备医药背景、管理经验.....	20
表 7:	公司通过收购、设立拥有 7 家医院.....	23
表 8:	公司积极持续推进现有医院扩建.....	24
表 9:	贵州省肿瘤医院的肿瘤相关科室床位数量领先于当地知名公立医院肿瘤相关科室床位数.....	24
表 10:	公司旗下医院设备先进.....	26
表 11:	贵州省 2019-2020 年乙类大型医用设备配置情况中,贵州省肿瘤医院拥有较多大型设备.....	27
表 12:	贵州肿瘤医院肿瘤体系较公立医院更加全面、完善,且配备更充足医疗人员.....	28
表 13:	肿瘤医院的肿瘤专科各科室学科带头人皆为其治疗领域专家.....	28

表 14: 肿瘤治疗过程中的不同治疗方法价格不同 .....	31
表 15: 肿瘤医院、白云医院拥有丰富学科建设 .....	32
表 16: 医药流通业务中与旗下医院关联交易额占比逐年减少, 体外销售额快速增长 .....	35
表 17: 2017 年公司前 5 名客户均为二级以上公立医院及国家各级医保部门 .....	36
表 18: 公司旗下子公司实现药品、耗材、器械、试剂配送资质全覆盖 .....	36
表 19: 信邦制药收入模型拆分及预测 .....	39
表 20: 信邦制药利润模型拆分及预测 .....	41
表 21: 与同类医疗服务公司相比, 信邦制药具备估值性价比 .....	41
表 22: 信邦制药盈利预测 .....	42

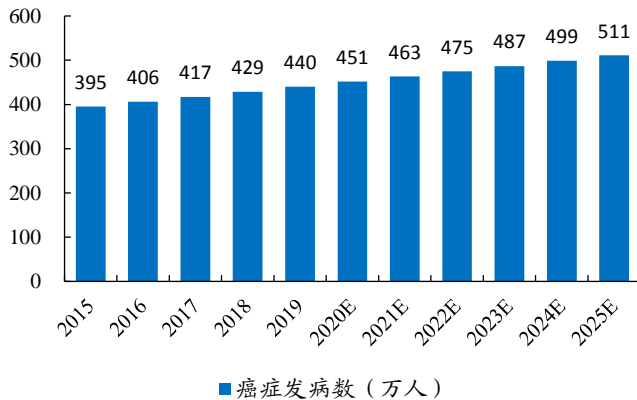
## 1、全国肿瘤医疗服务资源下沉，贵州市场受益于政策推动更利于民营医院发展

### 1.1、全国肿瘤医疗服务行业基层供需矛盾突出，推动医疗资源下沉

#### 1.1.1、2020 年肿瘤医疗服务行业规模预计超 4000 亿，增速主要由人次增长贡献

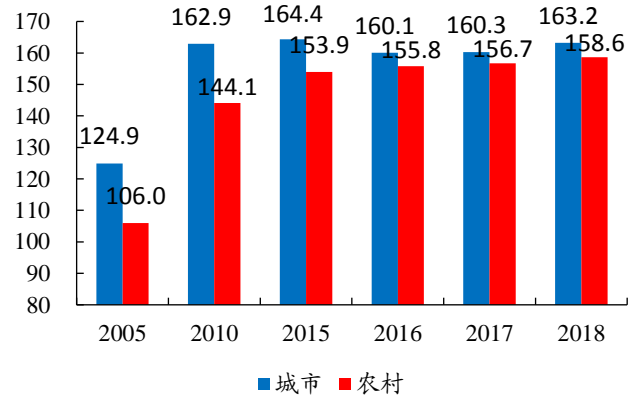
**癌症是我国居民死亡的重要原因之一：**根据弗若斯特沙利文的数据，中国癌症发病宗数由 2015 年的 395 万人增至 2019 年的 440 万人，预计 2025 年将达到 511 万人。根据《中国卫生健康统计年鉴》，我国近几年居民恶性肿瘤死亡率维持在 1.6‰ 的水平；2018 年城市居民死亡疾病构成中，恶性肿瘤死亡率排名第一，占比 25.98%；农村居民死亡疾病构成中，恶性肿瘤死亡率排名第三，占比 22.96%。

图1：预计我国癌症发病数（万人）将逐年上升



数据来源：《卫生健康统计年鉴》、开源证券研究所

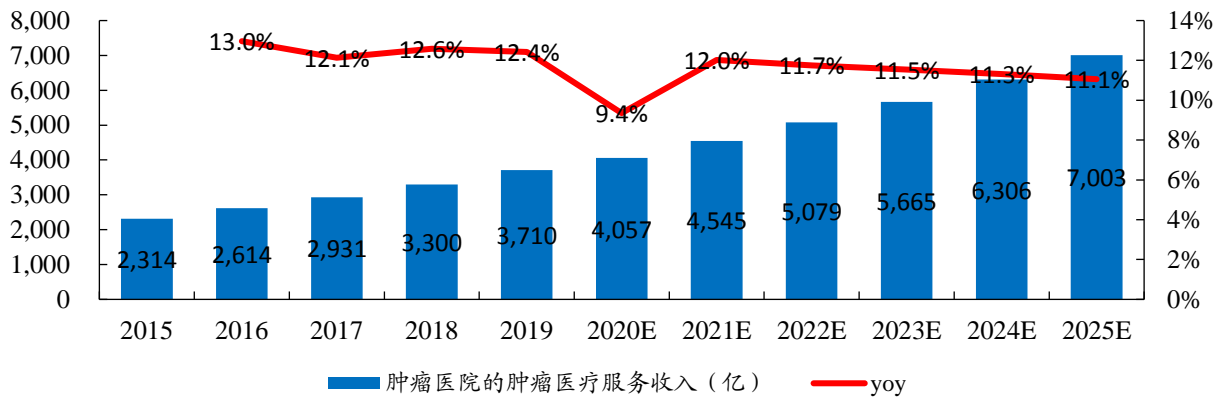
图2：我国居民恶性肿瘤死亡率维持在较高水平（单位：每 10 万人中死亡人次）



数据来源：《卫生健康统计年鉴》、开源证券研究所

**随着患病人数不断增长，肿瘤医疗服务的需求持续提升：**国内肿瘤医疗服务市场规模从 2015 年的 2,314 亿元增长到 2019 年的 3,710 亿元，CAGR 为 12.53%。按弗若斯特沙利文的预计，2020-2025 年 CAGR 有望达到 11.54%，2025 年有望超过 7,000 亿元规模。



**图3: 预计 2020 年全国肿瘤医疗服务市场规模将超过 4000 亿**


数据来源: 弗若斯特沙利文分析、开源证券研究所

根据《卫生健康统计年鉴》数据,通过对肿瘤医院的收入进行量价拆分,可以发现,诊疗人次增长贡献大于价格增长贡献,2019年全国肿瘤医院的肿瘤医疗服务收入增速为 18.33%,其中人次增长了 11.13%,人均价格仅增长了 6.47%,且 2017 年人均价格出现了负增长,我们认为肿瘤患病人次增长、肿瘤诊疗需求大于供给导致诊疗人次增长快速,但在医保控费下,治疗支出增长趋缓,导致人均价格增长相对缓慢。

**表1: 肿瘤医院收入增速主要由人次增长贡献**

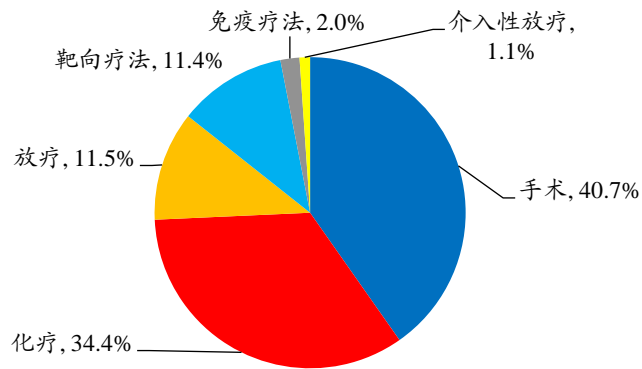
	2015	2016	2017	2018	2019
肿瘤医院收入 (亿元人民币)	502.89	556.60	603.27	692.44	819.34
收入 yoy		10.68%	8.39%	14.78%	18.33%
肿瘤医院门诊+出院人次 (万人)	1,815.13	1,936.72	2,112.55	2,363.62	2,626.74
人次 yoy		6.70%	9.08%	11.88%	11.13%
客单价 (万元人民币)	0.28	0.29	0.29	0.29	0.31
价格 yoy		3.73%	-0.63%	2.59%	6.47%

数据来源:《卫生健康统计年鉴》、开源证券研究所

肿瘤的治疗选择主要包括手术、放疗、介入性放疗、化疗、靶向疗法及免疫疗法。国内目前在治疗手段中主要采取手术方式,占比达到 41%;其次是化疗,占比接近 35%;放疗目前仅占比 11.5%,但放疗作为恶性肿瘤最重要的治疗手段之一,且约 70% 的恶性肿瘤患者在治疗的不同阶段需要放疗<sup>1</sup>,由于放疗设备在全国配置较少,2017 年其全国配置量仅 108 台,但未来随着放疗设备的普及,卫健委在《2018-2020 年全国大型医用设备配置规划》中提到伽玛刀在 2020 年规划数量要达到 254 台,预计放疗的规模占比将会上升。

<sup>1</sup> 数据来源:海吉亚医疗招股说明书

图4：手术和化疗是肿瘤治疗的常见选择（2019年）

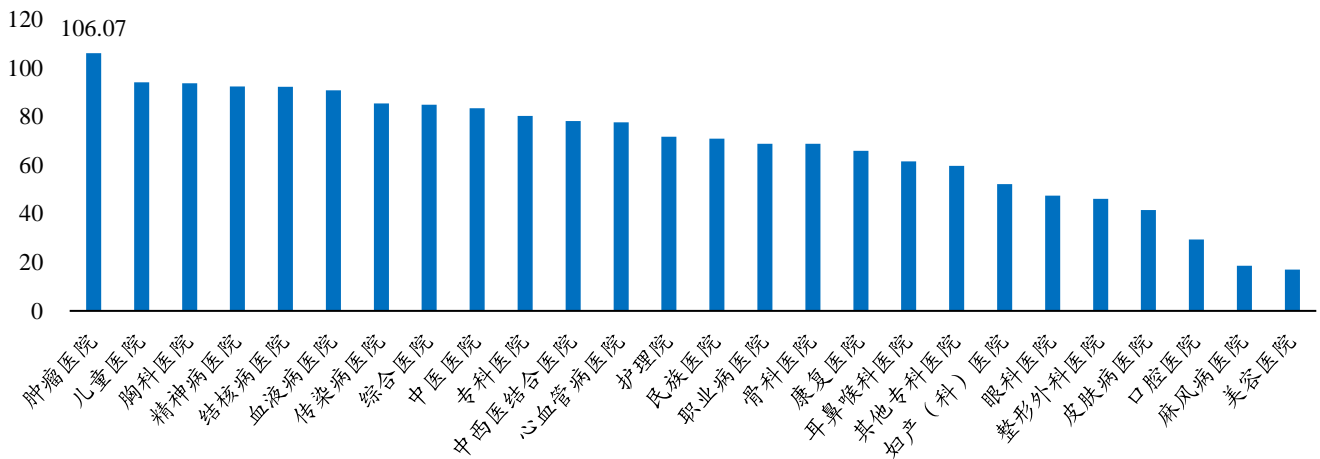


数据来源：海吉亚医疗招股说明书、开源证券研究所

### 1.1.2、肿瘤医疗资源不足且分布不均，基层地区供需矛盾突出

随着癌症病发宗数的快速增长，我国肿瘤医疗机构的门诊和住院就诊人次呈上升趋势。然而，中国的肿瘤医疗资源供不应求，2019年肿瘤医疗机构的病床使用率达到106.07%，在所有类型医院中最高。

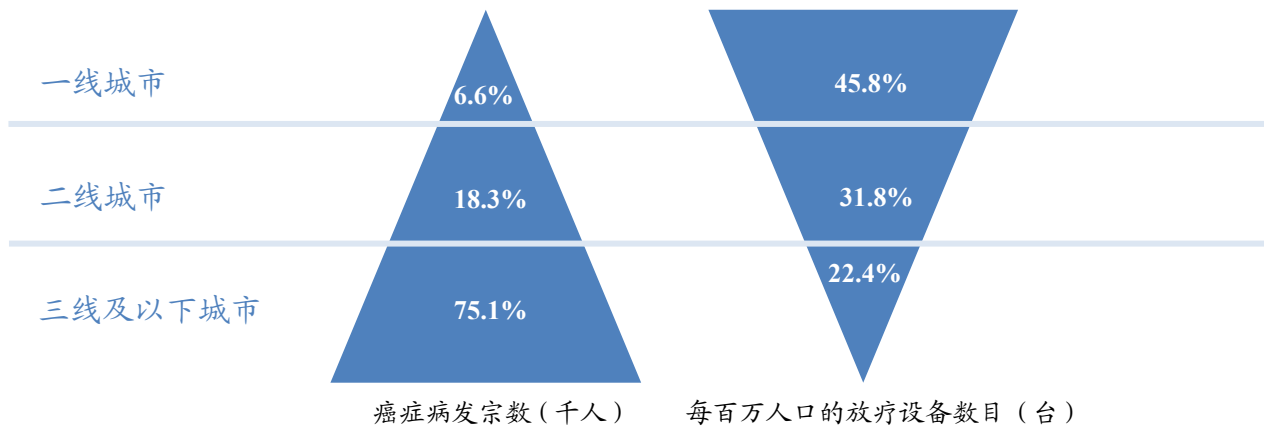
图5：2019年所有类型医院的病床使用率中肿瘤医院最高



数据来源：《卫生健康统计年鉴》、开源证券研究所

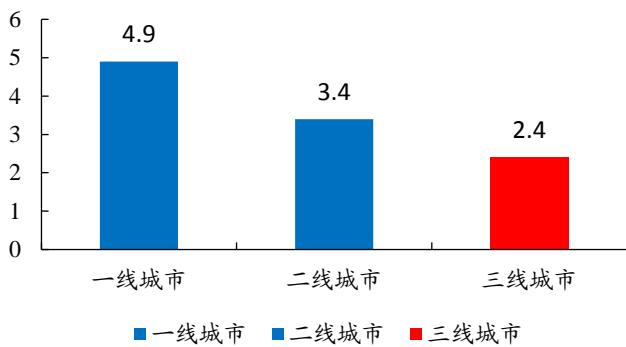
**三线及以下基层地区供需矛盾突出：**按地域来看，三线及以下城市肿瘤服务市场占比最大，达到57%，癌症发病数占到全国的75%，且发病人数和肿瘤医疗服务收入占比逐年提升。但我国肿瘤服务医疗资源主要集中在一线城市及二线城市，三线城市等基层地区在放疗设备数目、肿瘤科室床位数都远低于一、二线城市，供需矛盾突出。市场需求增加及供应短缺将吸引更多社会资本注入，刺激基层地区肿瘤医疗服务市场的快速发展。

图6：一二线与三线及以下城市肿瘤服务供需分配不均



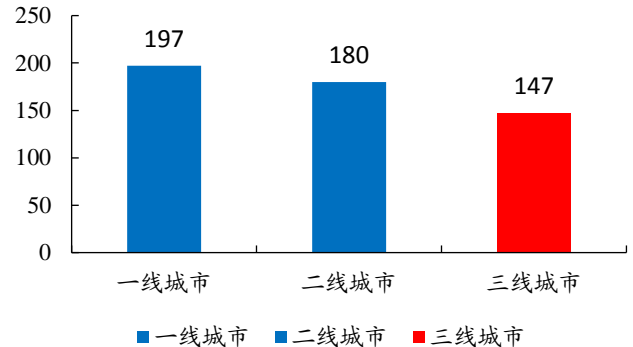
数据来源：《卫生健康统计年鉴》、开源证券研究所

图7：三线及以下城市放疗设备短缺 (台)



数据来源：国际原子能机构、中华医学会放射肿瘤治疗学分会、弗若斯特沙利文分析、开源证券研究所

图8：三线及以下城市肿瘤科室床位数目 (床) 较少



数据来源：《卫生健康统计年鉴》、开源证券研究所

### 1.1.3、社会办医、分级诊疗推动优质肿瘤医疗资源下沉

社会办医机构成为解决医疗资源结构性失衡的突破口，国家政策有望持续支持。2020年3月4日，中央政治局常务委员会就指出，**要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，要注重调动民间投资积极性。**面对医疗行业新局面，国家各级政府坚持以人民健康为中心，推动医疗卫生体制改革不断走向深入，更多利长远、惠民众的政策陆续出台，明确了支持优质社会办医扩容，支持符合条件的高水平民营医院跨区域办医，民营肿瘤医院迎来前所未有的发展机遇。



**表2: 政策限制公立医院扩张、鼓励社会办医**

公立医院相关	社会办医相关
2013年10月, 国务院发布《国务院关于促进健康服务业发展的若干意见》, 明确鼓励企业、慈善机构、基金会、商业保险机构等以出资新建、参与改制、托管、 <b>公办民营</b> 等多种形式投资医疗服务。	2005年2月, 《国务院关于鼓励支持和引导个体私营等非公有制经济发展的若干意见》第1条规定: <b>允许</b> 非公有资本进入社会事业领域。支持、引导和规范非公有资本投资教育、科研、卫生、文化、体育等社会事业的非营利性和营利性领域。
2014年6月, 原国家卫计委发布《关于控制公立医院规模过快扩张的紧急通知》, 提出: <b>严控公立医院床位审批, 严控公立医院建设标准, 严控公立医院大型医用设备配置, 严禁公立医院举债建设</b> 。	2009年4月, 中共中央颁布《中共中央、国务院关于深化医药卫生体制改革的意见》, 成为新医改的纲领性文件, <b>加快形成多元办医格局</b> 。
2017年7月, 国务院办公厅发布《关于建立现代医院管理制度的指导意见》, 明确要求 <b>严格控制公立医院床位规模、建设标准和大型医用设备配置, 严禁举债建设和豪华装修</b> , 对超出规模标准的要逐步压缩床位;控制公立医院特需服务规模, 提供特需服务的比例不超过10%。	2010年7月, 《关于公立医院改革试点的指导意见》提出加快推进多元化办医格局, <b>鼓励、支持和引导社会资本发展医疗卫生事业</b> 。
2017年8月, 6部门联合印发《关于国有企业办教育医疗机构深化改革的指导意见》, 将对国有企业办教育机构、医疗机构分类处理, 分类施策, 深化改革, 2018年年底前基本完成企业办教育机构、 <b>医疗机构集中管理、改制或移交工作</b> 。	2012年3月, 国务院关于印发《“十二五”期间深化医药卫生体制改革规划暨实施方案的通知》, 提出到2015年, <b>非公立医疗机构</b> 床位数和服务量达到总量的20%左右。
在部队医院改革方面, 根据2018年6月国家《关于深入推进军队全面停止有偿服务工作的指导意见》, 明确强调按照军队不经营、资产不流失、融合要严格、收支两条线的标准, 到2018年年底前 <b>全面停止军队一切有偿服务活动</b> 。	2017年4月, 国务院办公厅发布《国务院办公厅关于推进医疗联合体建设和发展的指导意见》, 鼓励通过技术支援、人才培养等方式, <b>吸引社会办医疗机构加入</b> 并发挥作用。5月23日, 国务院《关于支持社会力量提供多层次多样化医疗服务的意见》。
2019年6月12日, 国家卫生健康委员会《关于印发促进社会办医持续健康规范发展意见的通知》, <b>严格控制公立医院数量和规模</b> , 为社会办医留足发展空间	2019年6月12日, 国家卫生健康委员会《关于印发促进社会办医持续健康规范发展意见的通知》。提出加大政府支持社会办医力度, 在审批准入、审核评价、校验服务、人员资质、监督管理等涉及医疗质量安全的方面, 对社会办医和公立医疗机构一视同仁, 同等待遇;在规划、税收、服务能力建设等方面, <b>向社会办医进一步倾斜</b>
	2020年3月4日, 中央政治局常委会指出, 要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入, 要 <b>注重调动民间投资积极性</b> 。

资料来源: 国务院、医保局、卫健委、开源证券研究所

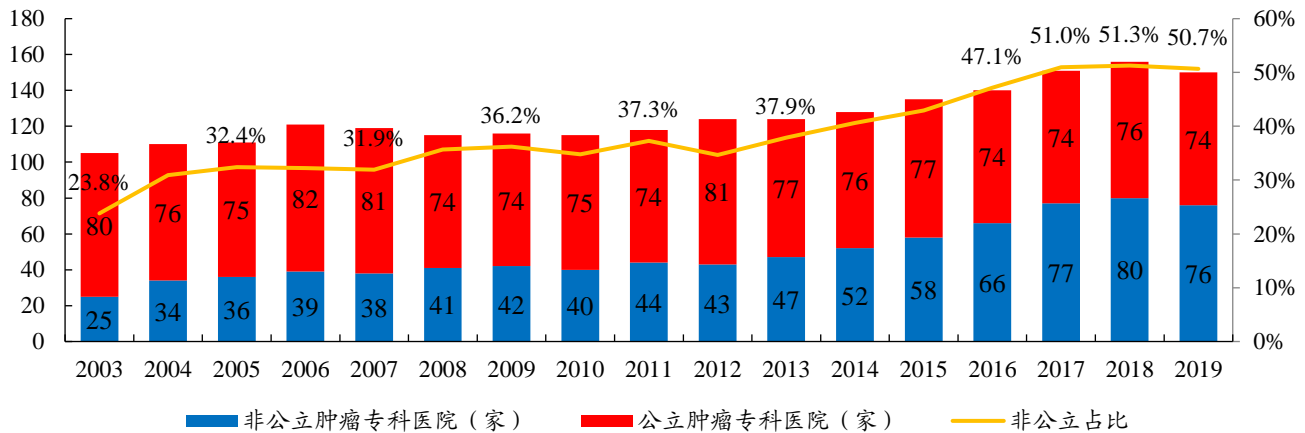
**分级诊疗推动优质医疗资源下沉:** 分级诊疗有利于加快基层地区肿瘤医院建设, 帮助二级医院接收上级医院转诊急性病恢复期患者、术后恢复期患者和危重症稳定期患者。

#### 1.1.4、民营专科医院在政策支持下较公立体系具备明显发展优势

**民营肿瘤专科医院数量逐渐超过公立:** 与需求相比, 我国肿瘤医疗服务供给存在较大缺口, 肿瘤专科医院数量增长缓慢。截至2018年底, 全国共有肿瘤专科医院156家, 平均每省不到5家。随着国家出台一系列政策限制公立医院扩张、举债经营, 公立肿瘤专科医院整体数量平稳; 而随着政策鼓励社会办医, 民营肿瘤专科医院

增长速度较快，数量占比从2013年的23.8%提升至2019年的50.7%，逐渐超过公立肿瘤专科医院。

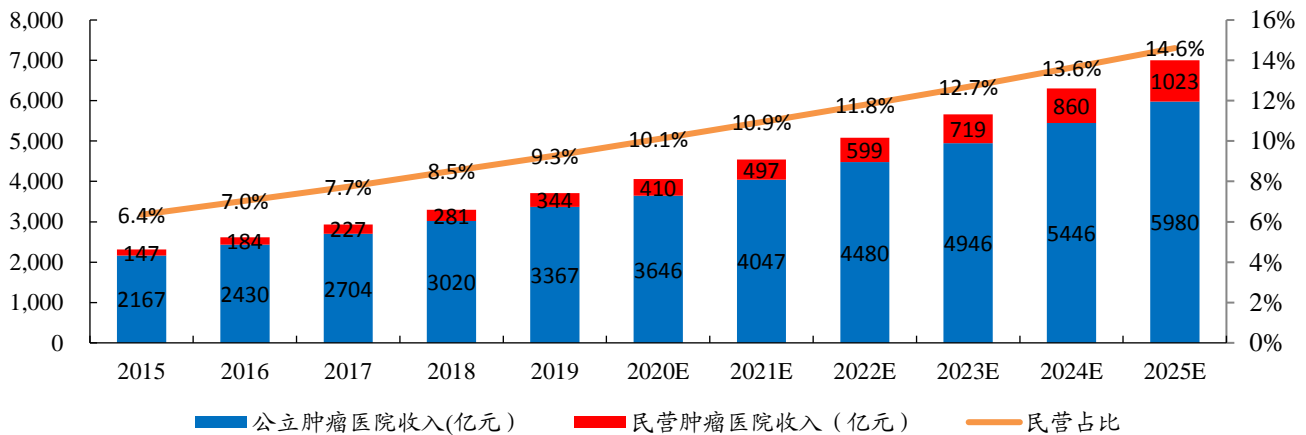
图9：2017年起民营肿瘤专科医院数量（家）超过公立



数据来源：《卫生健康统计年鉴》、开源证券研究所

**民营肿瘤医疗服务收入增速较快，占比逐步提升：**虽然目前肿瘤医疗服务市场中公立医院仍占据主导地位，但已无法完全满足快速增长的患者需求，特别是三线等基层地区。而民营肿瘤医疗服务收入增速较快，2015-2019年CAGR为23.7%，高于公立CAGR11.7%。同时，民营收入占比从2015年的6.4%提升至2019年9.3%，未来由于鼓励社会办医政策、民营肿瘤医院数量提升等因素，预计2025年民营肿瘤服务收入将提升至14.6%，达到1,000亿规模。

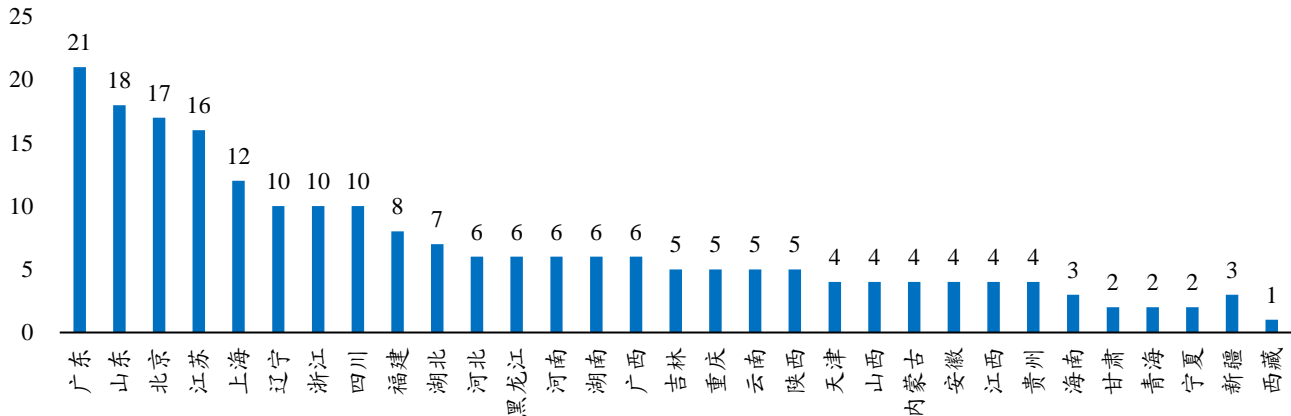
图10：民营肿瘤医疗服务收入占比有望逐步提升



数据来源：《卫生健康统计年鉴》、弗若斯特沙利文分析、开源证券研究所

**公立的优势在于专家资源充足，**但设备采购自主性没有民营医院灵活。而肿瘤诊疗服务对设备具有较高要求，部分肿瘤种类需要利用高精度设备才能完成治疗，例如对于形状大而不规则的肿瘤，传统的三维适形放射治疗（3D-CRT）无法实现剂量分布与靶区形状保持一致，从而需要精度更高的放疗设备，例如立体定向放疗设备中的射波刀可以同步呼吸追踪肿瘤，确保射束始终对准靶区，且有多达1200条不

同方位光束可以从任意角度进行靶区照射<sup>2</sup>。公立医院受体制限制，在高端放疗设备引进上缺乏资金支持，例如直线加速器和伽玛刀，单台设备价格基本为千万级水准，需要大量的资本投入。同时，主要的高端放疗设备集中于北上广等一线城市（山东也较多），基层地区的高端设备普及程度较低。高端设备的缺乏直接缩小了基层医疗机构可诊疗的患者范围。

**图11: 高端放射治疗类设备（台）集中于北上广等一线城市**


数据来源:《2018-2020 年大型医用设备配置规划数量分布表》、开源证券研究所

注: 新疆包括新疆和新疆生产建设兵团

在诊疗设备上，民营医院体制更加灵活，能够集中资源快速引进先进设备、开展针对某一专业疾病的高端诊疗，例如，伽玛刀在头部肿瘤及恶性体部肿瘤诊疗中具有较大优势等。在医生资源方面，民营医院凭借其资本优势建立较好的人才吸引机制，提供完善的医教研平台，部分优质医生资源逐渐从公立医院走向民营医院，从而提升民营医院的医生诊疗水平。在政府支持方面，由于全国医保属地化管理，各地方政府鼓励民营医院在当地发展，例如，公司旗下贵州省肿瘤医院、贵医安顺医院、六盘水安居医院在 2019 年享有 15% 的优惠企业所得税税率。由此，在高端放疗设备建立诊疗壁垒、优质医生资源逐渐流向民营医院、政府大力支持下，民营肿瘤医院较公立肿瘤医院具有更明显的发展优势。

**表3: 民营医院经营灵活自主、更加注重服务模式**

	民营医院	公立医院
经营方式	经营灵活自主，可以按照市场需求进行运作，满足不同层次诊疗需求	在国家政策下其经营受到一定限制，主要针对基础性、保障性治疗
医院管理	企业化管理，绩效考核与人员激励自主权更大，对高端医疗人才的吸引力不断增大	医院管理受国家限制较大，但医院管理经验丰富，高端医疗人才较多
诊疗设备	凭借其资本优势不断引进高端设备	高端设备引进上不如民营医院灵活自主
医院服务	更加注重服务模式，向专业化、个体化治疗方向发展	医院科室齐全，能够提供全方位诊断和转诊
社会认可度	与公立医院差距在缩小	社会认可度高
代表机构	海吉亚医疗、盈康生命、康宁医院	中国医学科学院肿瘤医院、复旦大学附属肿瘤医院、中山大学肿瘤防治中心、天津医科大学肿瘤医院

资料来源: 前瞻产业研究院、开源证券研究所

**政府放宽民营医院大型放疗设备配置要求, 增强民营医院设备配置优势。**在 2017

<sup>2</sup> 康静波, 肿瘤精确放射治疗的技术进展与临床应用, 《转化医学杂志》2016 年 4 月第 5 卷第 2 期。

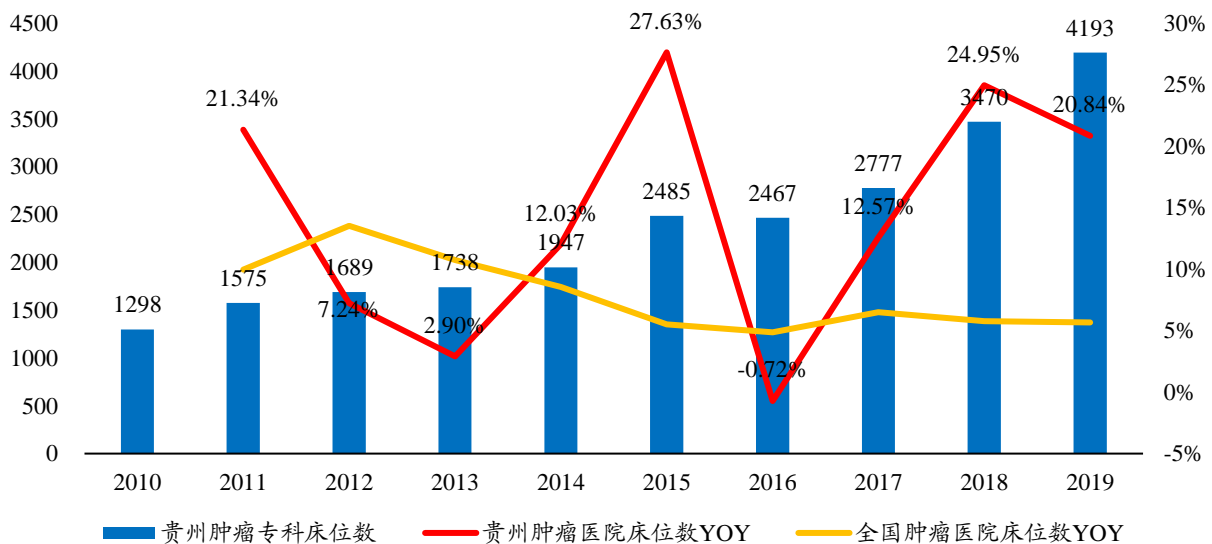
年 11 月 10 日举办的中华医学会第十四次全国放射肿瘤治疗学学术会议中，卫计委规划与信息司侯岩司长就 2017 年 5 月国务院发布实施的《关于修改〈医疗器械监督管理条例〉的决定》（国务院令 第 680 号）进行了解读，在非公立医疗机构设备配置管理方面，侯司长指出：（1）严格管理公立医疗机构配置，为民营医疗机构预留 20~25% 左右规划空间；（2）降低非公立医疗机构床位规模、门急诊人次等业务量指标要求，主要围绕质量安全和技术能力进行审核；（3）新建民营医疗机构可按照建设方案拟定的科室、人员等条件先进行配置评审，评审通过，同意其先行采购；（4）探索在国务院批准的自由贸易试验区内对社会办医机构配置乙类大型医用设备实行告知承诺制。由此，更宽松的设备配置要求有利于民营医院购入更多先进大型放疗设备，以贵州省为例，贵州省肿瘤医院目前拥有 5 台直线加速器，当地某知名公立医院仅拥有 2 台，肿瘤医院在设备配置上具备明显优势。

## 1.2、贵州省肿瘤服务市场：整体供不应求，床位周转率提升空间大

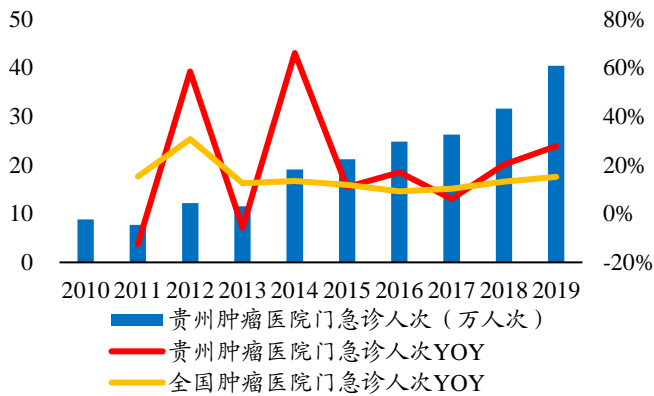
### 1.2.1、贵州肿瘤医疗服务市场增速快，供给较紧缺

贵州省肿瘤医院整体床位数增长较快，高于全国平均增速。2011-2019 年中，全国肿瘤医院床位数除个别年份外增速均保持在 5% 左右，贵州肿瘤医院床位数增速在大多年份增速皆在 10% 以上，且有 4 年增速超过 20%。从需求来看，贵州肿瘤医院门急诊人次、出院人次增速也均普遍高于全国，由此贵州肿瘤医疗服务在供给和需求端增长速度均较快。

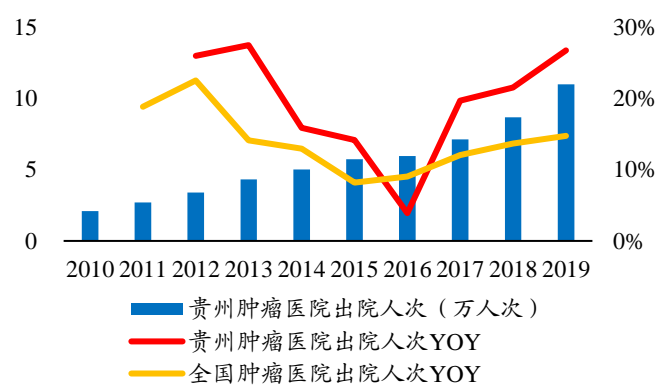
图12：贵州的肿瘤医院床位数增速普遍高于全国肿瘤医院床位数增速



数据来源：中国卫生健康统计年鉴、开源证券研究所

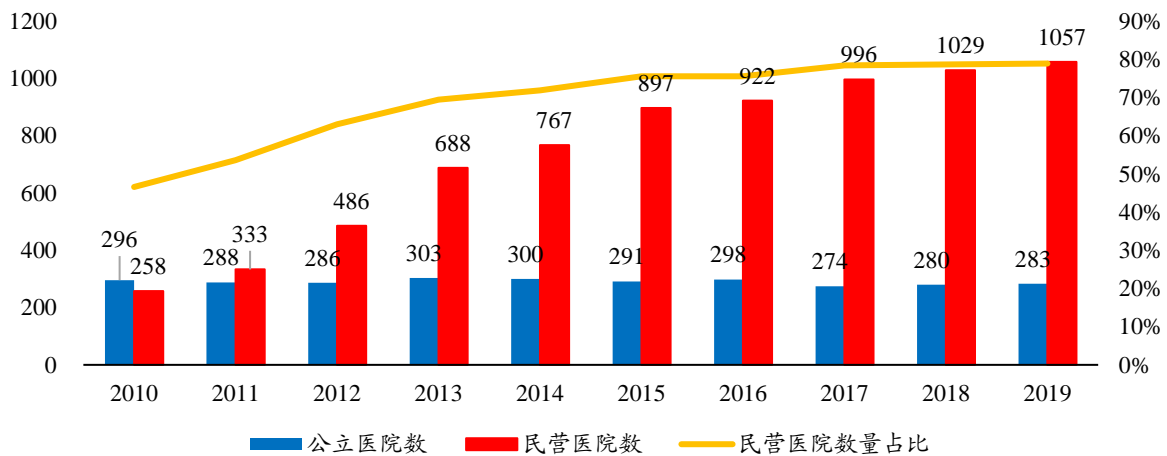
**图13: 贵州的肿瘤医院门急诊人次增速普遍高于全国**


数据来源: 中国卫生健康统计年鉴、开源证券研究所

**图14: 贵州的肿瘤医院出院人次增速普遍高于全国**


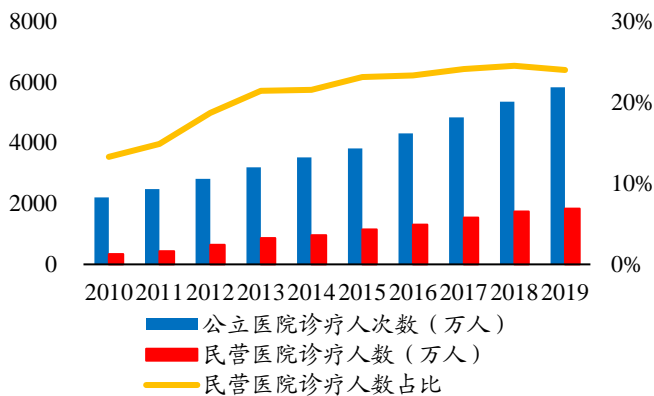
数据来源: 中国卫生健康统计年鉴、开源证券研究所

贵州医疗服务竞争格局中，民营医院在医院数量、诊疗人次、出院人次占比上均呈现上升趋势。从2010-2019年贵州民营医院、公立医院数量变化可以看出，贵州民营医院数量在2011年便超过公立医院数量，且民营医院数量占比逐步提升，2019年达到78.88%，此外，贵州民营医院诊疗人数、出院人数占比也呈现逐年上升的趋势，分别从2011年的13%、16%上升至2019年的24%、28%。

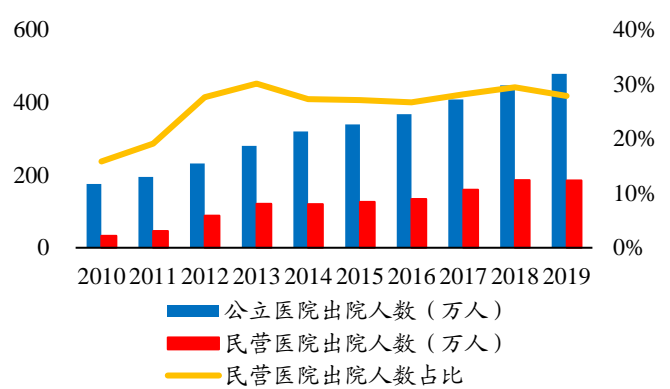
**图15: 贵州民营医院数量（家）快速增长**


数据来源: 中国卫生健康统计年鉴、开源证券研究所



**图16: 2010-2019年贵州民营医院诊疗人数占比提升**


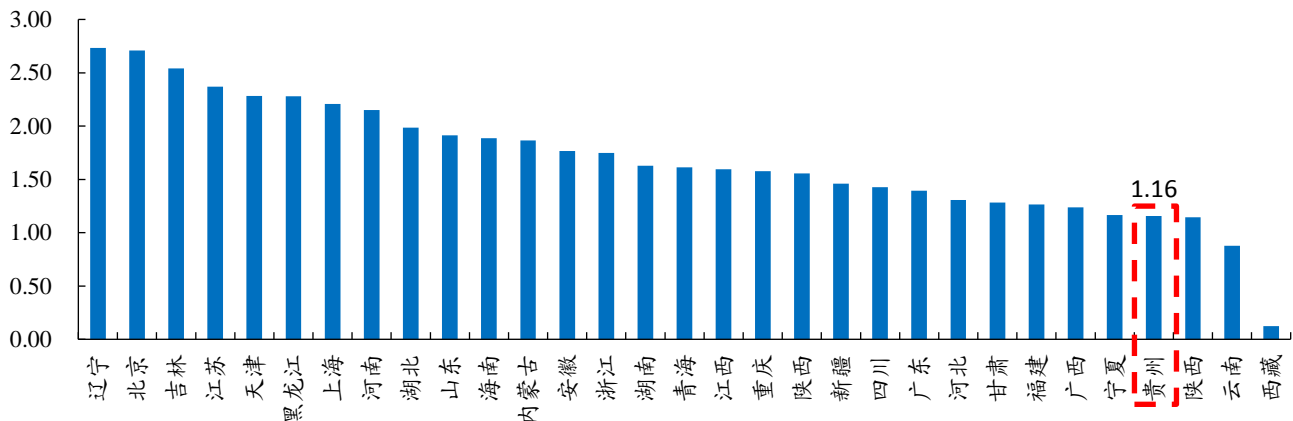
数据来源: 中国卫生健康统计年鉴、开源证券研究所

**图17: 2010-2019年贵州民营医院出院人数占比提升**


数据来源: 中国卫生健康统计年鉴、开源证券研究所

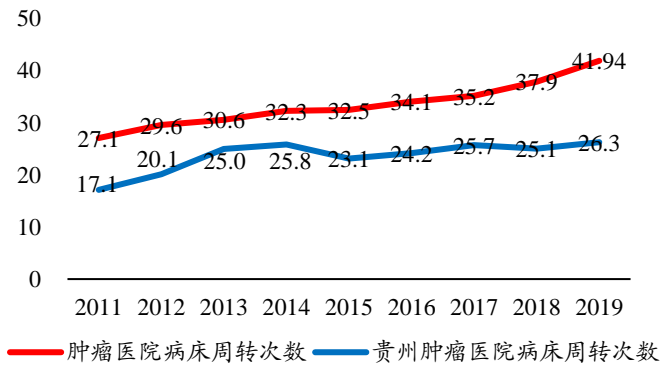
**贵州肿瘤医疗服务呈现头部集中竞争格局。**根据贵州省卫健委数据,目前贵州共有21家三级甲等综合医院,主要集中于贵阳市(7家)、遵义市(3家),省内唯一一家三级甲等肿瘤专科医院为位于贵阳市的贵州省肿瘤医院。在21家三级甲等综合医院中,仅5家医院为省级医院,其中贵州医科大学附属医院、贵州省人民医院位于贵阳市,遵义医科大学附属医院位于遵义市,贵州医科大学第二附属医院、贵州医科大学第三附属医院分别位于凯里市、都匀市。鉴于除了贵阳市、遵义市外的其他市区仅拥有1-2家三甲综合医院,且省内唯一一家三级甲等肿瘤专科医院也位于贵阳市,贵州省肿瘤医疗服务集中于贵阳市,综合各家医院肿瘤科室床位数、配置设备、医生资源情况来看(见下文3.2.2部分),**贵州肿瘤医疗服务主要竞争者为贵州省肿瘤医院、贵州医科大学附属医院、贵州省人民医院、遵义医科大学附属医院4家医院。**

**贵州的肿瘤医院病床呈现低周转率、高利用率的现状。**2011-2019年贵州肿瘤医院病床周转次数皆低于全国平均,且差距逐渐加大,贵州肿瘤医院病床周转天数更长。其次,贵州的每万人肿瘤医院床位数仅为1.16张,在全国31个省市中排名第28位;结合全国肿瘤医院床位利用率持续高于100%的现状,表明贵州肿瘤医院床位满负荷运营,但病床周转天数有待提升。我们认为贵州省的肿瘤医疗机构首先需要提升的是运营效率,加快床位周转,其次才是床位扩张。

**图18: 贵州每万人肿瘤医院床位数(张)处于全国较低水平**


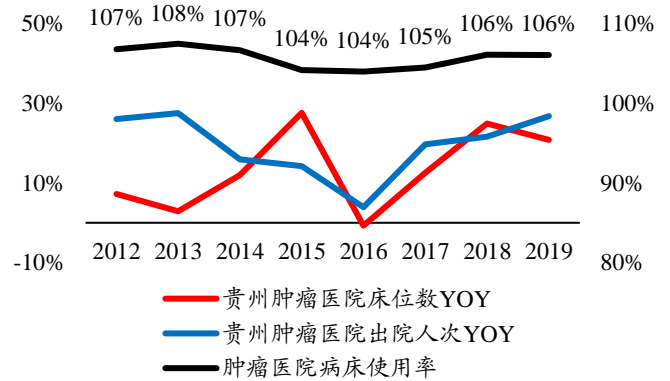
数据来源: 中国卫生健康统计年鉴、Wind、开源证券研究所



**图19: 贵州肿瘤医院病床周转次数 (次) 低于全国平均**


数据来源: 中国卫生健康统计年鉴、开源证券研究所

注: 肿瘤医院病床周转次数=出院人数/平均开放床位数, 由于贵州无平均开放床位数统计, 采用年底固定实有床位数代替。

**图20: 肿瘤医院床位利用率 2011-2019 年皆超过 100%**


数据来源: 中国卫生健康统计年鉴、开源证券研究所

### 1.2.2、贵州政府积极推动肿瘤医疗服务及民营医院快速发展

根据 2018 年至今贵州政府发布的相关文件, 贵州政府正在持续推进发展肿瘤医疗服务: 2019 年 2 月在《2019 年全省卫生健康工作要点》中提出要重点发展肿瘤、心脑血管、感染性疾病等诊疗能力, 并推动建立贵州省肿瘤防治中心; 2019 年 3 月发布《2019-2020 年贵州省乙类大型医用设备配置实施计划》, 2019-2020 年新增 26 台直线加速器 (含 X 刀)、2 台伽玛射线立体定向放射治疗系统。同时, 贵州也在持续进行公立医院综合改革, 对公立医院床位数、大型医用设备数严格控制, 有利于民营医院发展。

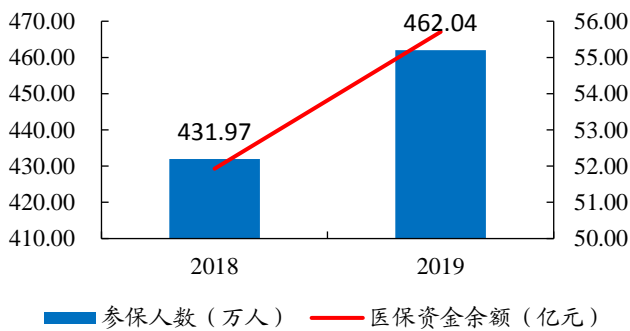
**表4: 贵州持续推动肿瘤医疗服务、民营医院发展**

发布时间	文件	发布机构	主要内容
2019.08.26	《贵州省儿童血液病、儿童恶性肿瘤医疗救治及管理保障工作方案 (试行)》		贵州省人民医院、贵州医科大学附属医院、遵义医科大学附属医院、贵阳市妇幼保健院等 4 家医院作为贵州省儿童血液病、儿童恶性肿瘤省级定点救治医院
2019.03.25	《2019-2020 年贵州省乙类大型医用设备配置实施计划》		到 2020 年底, 全省计划配置乙类大型医用设备 475 台, 其中新增 239 台, 分 2 年实施, 2019 年新增 120 台, 2020 年新增 119 台
2019.02.26	《2019 年全省卫生健康工作要点》	贵州省卫生健康委员会	推动三级医院扩量提质: 推进中国医学科学院肿瘤医院 (国家癌症中心) 贵州分院 (分中心) 建设; 加强县级医院三级创建工作: 重点发展肿瘤、心脑血管、感染性疾病等诊疗能力; 加强疾病防控体系建设: 推动建立贵州省慢性病健康管理中心、贵州省肿瘤防治中心
2018.06.07	《关于巩固破除以药补医成果持续深化公立医院综合改革的通知》		各级各类公立医院要严格按照功能定位提供服务, 严禁擅自增加床位, 严禁自行举债建设和购置大型医用设备

资料来源: 贵州省卫生健康委员会、开源证券研究所

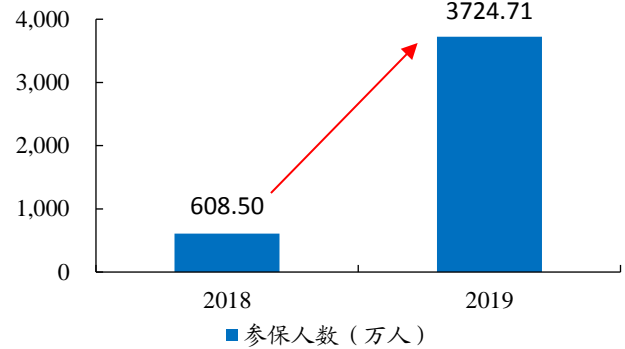
贵州省医保参保人数、医保资金余额皆实现增长, 且医保资金相对充足, 有利于推进肿瘤医疗服务。根据贵州省医保局 2020 年 4 月 2 日披露的数据, 贵州省职工

基本医保资金余额（收入-支出）从 2018 年的 51.92 亿元增长至 2019 年的 55.71 亿元。城乡居民基本医保参保人数实现快速增长，从 2018 年的 608.5 万人增长至 2019 年的 3724.7 万人，并产生了 46.98 亿元的医保资金余额。通过与全国医保情况相比，2019 年贵州职工基本医保人均医保资金余额为 1206 元（全国平均为 627 元），参保比例为 13%（按常住人口计算，全国为 23%），城乡居民基本医保人均医保资金余额为 126 元（全国平均为 39 元），参保比例为 103%（全国为 73%），可以发现，职工基本医保人均余额为全国 2 倍，城乡居民基本医保人均余额是全国 3 倍左右，有利于保障肿瘤治疗的医保支付。

**图21: 贵州省职工基本医保人数及医保资金余额皆增长**


数据来源：贵州省医疗保障局、开源证券研究所

注：右侧坐标轴为医保资金余额；医保资金余额不包括生育保险

**图22: 贵州省城乡居民基本医保人数 2019 年快速增长**


数据来源：贵州省医疗保障局、开源证券研究所

**贵州整合完善城乡居民大病保险制度，提高并统一待遇保障水平。**贵州省医保局于 2019 年 5 月 31 日发布《贵州省医疗保障局关于进一步做好城乡居民大病保险有关工作的通知》，进一步推进贵州省城乡居民大病保险制度完善与发展，不仅提高了大病保险筹资标准（2019 年城乡居民医疗保险人均财政补助标准新增 30 元的一半用于提高大病保险保障能力），而且提高并统一了待遇保障水平，对参保人员年度内个人负担的合规医疗费用累计超过起付线以上的部分分段报销比例最低档从 50% 提高到 60%。此外，大病保险还加大了对贫困人口的支付倾斜力度，建档立卡贫困户起付线为普通参保居民 50%，且报销比例提高 5%，以黔东南州办理前列腺癌大病医疗报销为例，城乡居民累积至 7000 元起付线可以报销，建档立卡贫困户累积至 3500 元即可报销。

**较多肿瘤治疗项目被纳入《贵州省基本医疗保险诊疗项目及医疗服务设施目录（暂行）》。**2020 年 1 月 3 日，贵州省医保局发布了该目录，目录内的项目分为普通诊疗（费用全额纳入政策报销范围，不得另设个人先行自付比例）、特殊诊疗（可另设个人先行自付比例，该比例不低于 10%，由各统筹地区结合实际确定）和自费诊疗项目（基本医保不予支付）。从目录中可以看到，放疗项目一般被纳入特殊诊疗项目，肿瘤切除等手术大多被纳入普通诊疗项目，且有部分诊疗项目仅限肿瘤病人使用，例如截骨术。

**表5: 较多肿瘤治疗项目被纳入医保报销范围**

序号	医保项目编号	医保项目名称	支付类别	计价单位	项目说明	项目内涵
1	N240100004	特定计算机治疗计划系统	特殊诊疗项目	疗程	-	包括加速器适型、伽玛刀、X 刀之 TPS、逆向调强 TPS 及优化
2	N240300003	60 钴外照射(特殊照射)	特殊诊疗项目	每照射野	-	包括旋转、弧形、楔形滤板等方法

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

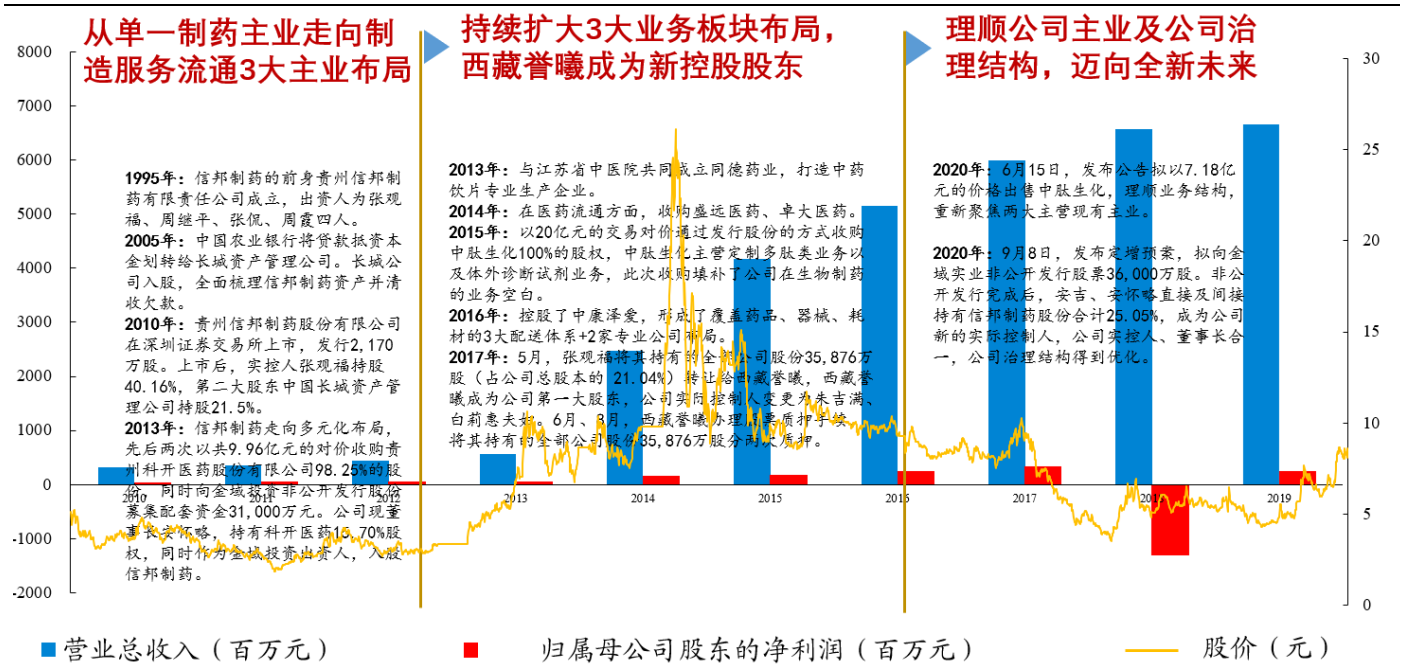
序号	医保项目编号	医保项目名称	支付类别	计价单位	项目说明	项目内涵
3	N240300004	直线加速器放疗(固定照射)	特殊诊疗项目	每照射野	-	-
4	N240300007	X刀治疗	特殊诊疗项目	次	-	-
5	N240300013	全身电子线照射	特殊诊疗项目	每照射野	-	指用于皮肤恶性淋巴瘤治疗
6	N310606002	恶性肿瘤腔内灌注治疗	普通诊疗项目	次	-	-
7	N311201022	妇科晚期恶性肿瘤减瘤术	普通诊疗项目	次	-	-
8	N330607001	上颌雷弗特 I 型截骨术 (LeFort)	普通诊疗项目	单颌	限肿瘤病人使用	包括上颌雷弗特 (LeFort) I 型分块截骨术、骨内坚固内固定术、植骨术; 不含骨切取
9	N330201041	颅底肿瘤切除术	普通诊疗项目	次	-	包括前、中颅窝颅内外沟通性肿瘤、前、中、后颅窝底肿瘤(鞍结节脑膜瘤、侵袭性垂体瘤、脊索瘤、神经鞘瘤)、颈静脉孔区肿瘤、上颌外旋颅底手术; 不含胆脂瘤、囊肿
10	N330803010	心脏恶性肿瘤摘除术	普通诊疗项目	次	-	-

资料来源: 贵州省医疗保障局、开源证券研究所

## 2、公司管理结构、业务结构皆理顺, 管理层专业医学背景、丰富投资管理经验赋能下促进公司新发展

### 2.1、公司治理结构理顺, 聚焦医疗服务

图23: 公司收购科开走向多元化布局, 后经历所有权经营权分离导致增长放缓, 目前理顺管理构架迎来新发展



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

1995年-2010年: 国企入股后梳理资产, 登陆证券市场。信邦制药成立于1995

年，以中成药的开发、生产和销售为主要业务。2005年，长城资产管理公司入股，对信邦制药进行了增资入股和股权重组，全面梳理资产，优化公司运营与股权结构。2010年，贵州信邦制药股份有限公司在深圳证券交易所上市。

**2010年-2013年：收购科开医药，走向多元化布局。**2013年，在时任实控人兼董事长张观福先生的领导下，信邦制药先后两次以共9.96亿元的对价收购贵州科开医药股份有限公司98.25%的股份，同时向金城投资非公开发行股份募集配套资金3.1亿元。科开医药是贵州省区域性医药流通企业，下辖药品零售公司、器械公司和贵州省肿瘤医院、贵医安顺医院、贵阳医学院附属白云医院、贵阳医学院附属乌当医院等4家知名度较高的医院，收购时其业务已经拥有较大体量，2013年上半年科开医药实现营收7.88亿元（信邦制药同期营收2.41亿元）。收购科开医药标志着信邦制药从单一的制药企业转化为多元化医药医疗企业，拥有了贵州省内的医疗流通和医疗服务网络，并形成了集中药种植、医药工业、医药商业、医疗服务为一体的医药医疗产业链。

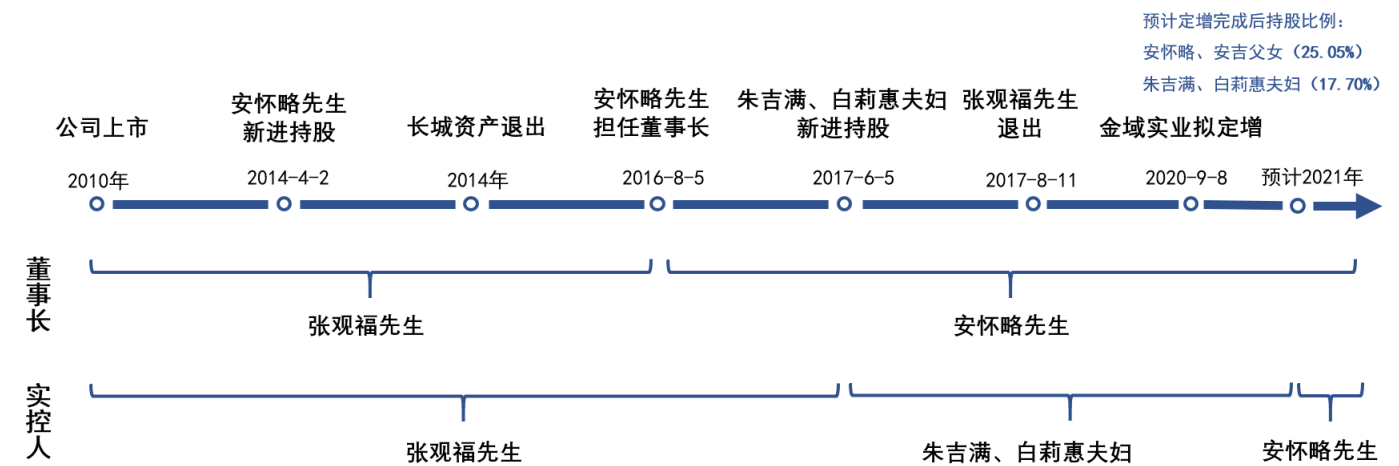
**2013年-2020年7月：持续扩大医疗服务、医药流通、医药工业布局，西藏誉曦成为新控股股东使公司所有权、经营权暂时分离。**在医药工业方面，公司于2013年与江苏省中医院共同成立同德药业，打造中药饮片专业生产企业，又于2015年4月以20亿元对价收购中肽生化100%的股权，中肽生化主营定制多肽类业务以及体外诊断试剂业务，此次收购填补了公司在生物制药的业务空白；在医疗服务方面，公司分别于2014、2015、2018年收购仁怀新朝阳、六枝特区博大医院及六盘水安居医院；在医药流通方面，公司于2014年收购盛远医药、卓大医药，并于2016年控股了中康泽爱，形成了覆盖药品、器械、耗材的3大配送体系+2家专业公司布局。2017年5月，实控人张观福通过股权转让退出，西藏誉曦成为公司第一大股东，持股21.52%，公司实际控制人变更为朱吉满、白莉惠夫妇。经过实控人变更，公司所有权、经营权暂时发生分离。

**2020年7月-9月：出售中肽生化调整产业结构，聚集医疗服务。**2018年，中肽医药业绩出现了首次下滑，为此公司计提商誉减值15.37亿元，导致2018年亏损12.96亿元。中肽生化业务集中于北美，在中美贸易摩擦、新冠肺炎疫情等不利因素影响下，其业绩波动较大；为了降低经营风险、调整产业结构，公司于2020年将中肽生化及其子公司康永生物的全部股权以7.5亿元的价格出售。出售资产后，信邦制药聚焦医疗服务和医药流通两大优势板块，业绩释放潜力大。

**2020年9月至今：现任董事长安怀略先生及其一致行动人有望成为公司实控人，理顺公司治理架构。**2020年9月8日，信邦制药发布定增预案，非公开发行3.6亿股股票，全部由金城实业认购，2021年2月1日定增过会，定增完成后，金城实业将成为公司新控股股东（持股比例17.76%），安吉、安怀略将成为公司的实际控制人（直接+间接持股25.05%），公司实控人、董事长合一，治理结构将得到优化。



图24: 现董事长安怀略先生有望成为公司实控人



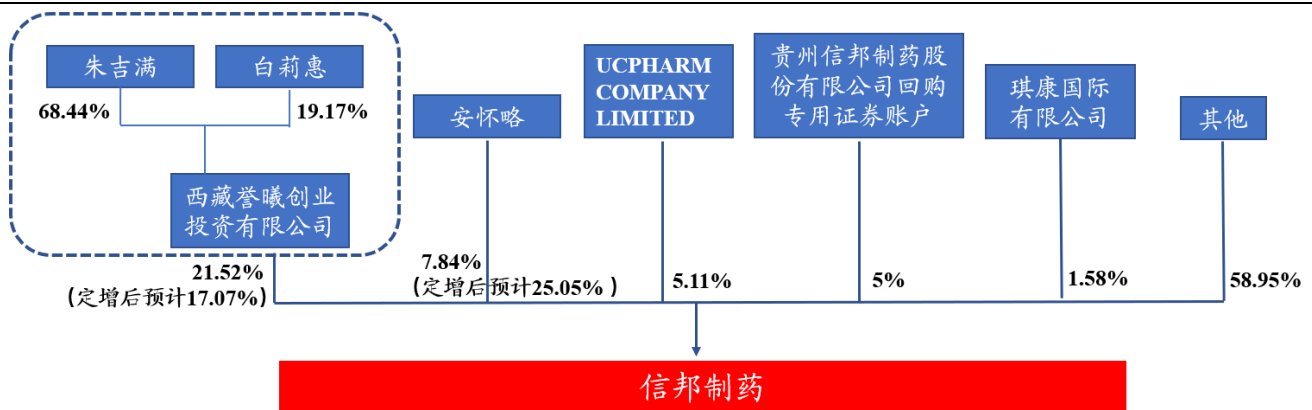
资料来源: 公司公告、开源证券研究所

注: 金域事业拟定增预案已于2021年2月1日过会

## 2.2、股权结构: 实控人与董事长统一, 管理架构理顺

截至2020年Q3, 公司最大股东为西藏誉曦创业投资有限公司, 持有公司21.52%股份, 安怀略先生为第二大股东(持股比例7.84%), UcpHarm(香港)、琪康国际主要从事咨询、贸易、股权投资业务, 分别持有公司5.11%、1.58%股份。2020年9月公司宣布拟向金域实业定向增发股份, 金域实业为安怀略及其一致行动人安吉所控制的企业, 因此, 此次定增后, 公司实际控制人将变更为安怀略先生(与其一致行动人持股比例共计25.05%)。公司经营权和所有权的统一不仅有利于公司完善治理结构, 还将缓解公司资金需求压力, 优化公司资产负债结构, 促进公司3大主营业务的可持续发展。

图25: 定增完成后安怀略先生持有公司股份将从7.84%增至25.05%



资料来源: Wind、公司公告、开源证券研究所

## 2.3、管理层具备医学背景, 拥有管理及投资经验

董事长医生出身, 其他管理层也具备相关医学、管理背景。公司董事长安怀略

先生医生出身，为贵阳医学院医学学士、副主任医生，曾任贵阳医学院附属医院急诊科主任。同时，安怀略先生曾任贵州省仁怀市茅台镇钓鱼台国宾酒业有限公司董事、贵州贵安新区金域投资中心（有限合伙）执行合伙人、贵州科开医药有限公司董事长，现任贵州信邦制药股份有限公司董事长。安怀略先生具备专业医学背景以及管理者经验，有助于公司医疗服务板块稳健发展。董事、总经理孔令忠女士（2019年末持股0.04%）拥有工商管理硕士学位，现任贵州信邦制药股份有限公司董事兼总经理，贵州科开医药有限公司董事，贵州省肿瘤医院有限公司董事，贵州信邦中药材发展有限公司董事长，贵州同德药业有限公司董事长，贵州盛远医药有限公司董事长等。公司管理层的医学、管理背景为公司可持续发展奠定了坚实基础。

**表6: 公司管理层兼具医药背景、管理经验**

姓名	职位	任职年限	学术背景	曾任职位	现任所有职位
安怀略	董事长 总经理	2016/08 至今 2014/03-2016/08	贵州医科大学医学学士，副主任医生	贵州医科大学附属医院急诊主任、贵州科开医药有限公司总经理	贵州科开医药有限公司董事、中肽生化有限公司董事、康永生物有限公司董事、贵州省肿瘤医院有限公司董事、贵州医科大学附属白云医院理事、贵州医科大学附属乌当医院理事、仁怀新朝阳医院有限公司董事、贵州省六枝特区博大医院有限公司董事、贵医安顺医院有限责任公司董事、北京钓鱼台酒业有限公司董事、贵州钓鱼台国宾酒业有限公司董事
孔令忠	董事&总经理	2016/08 至今	北京师范大学哲学学士，工商管理硕士		贵州同德药业有限公司董事长、贵州科开医药有限公司董事、贵州省肿瘤医院有限公司董事、贵州医科大学附属白云医院理事、贵州医科大学附属乌当医院理事、仁怀新朝阳医院有限公司董事、贵州省六枝特区博大医院有限公司董事、贵州信邦富顿科技有限公司监事
张洁卿	副总经理	2012/02 至今	大学本科学历	贵州信邦制药股份有限公司销售总监	贵州科开医药有限公司董事、贵州省肿瘤医院有限公司董事

资料来源：公司公告、开源证券研究所

### 3、公司业务：医疗服务具备床位数、优质医生、先进设备优势，

#### 医药流通为省内龙头发展稳健、医药制造中药饮片增长迅速

##### 3.1、聚焦医疗服务，同时发展医药流通、医药制造业务

按照业务布局顺序，公司主要业务分为3大板块：医药制造、医药流通、医疗服务。

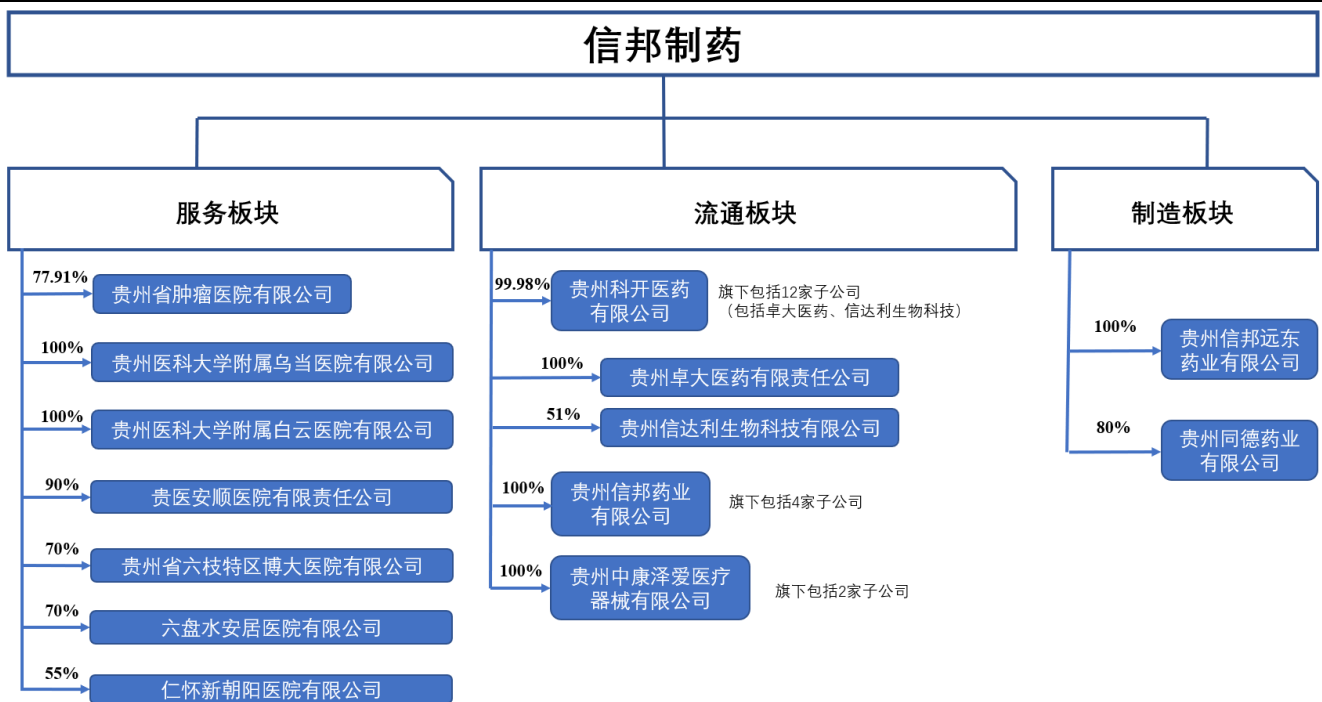
**医药制造板块：**信邦制药最初主要从事纯天然植物类中成药的研发、生产和销售，目前拥有17个国家基药目录品种，24个国家医保目录品种；公司于2013年与江苏省中医院共同成立同德药业，保证自身药品原材料供应，并向全国市场提供优质可控的中药材、中药饮片，同德药业业绩快速增长，2017-2019年收入CAGR达到45%；2016年公司完成了与中肽生化的重组工作，但由于2018年中肽生化业绩下滑导致公司商誉减值15亿，拉低整体业绩，2020年公司将中肽生化和子公司康永生物的股份出售，剥离非核心资产，全力做大做强医疗服务。



**医药流通板块：**2014 年公司收购科开医药，并于 2014 年 4 月收购卓大医药，巩固公司在贵阳市外省内地区的流通网络优势，于 2016 年控股了中康泽爱和信达利两家专业公司，丰富和提高了医药流通的业务种类和专业水平，形成了覆盖药品、器械、耗材的 3 大配送体系+2 家专业公司布局。公司依托旗下医院，拥有较强议价能力，且拥有具备连锁资质的零售药房，已经初步形成了覆盖公司旗下医院和主要合作医院的医药零售网络。

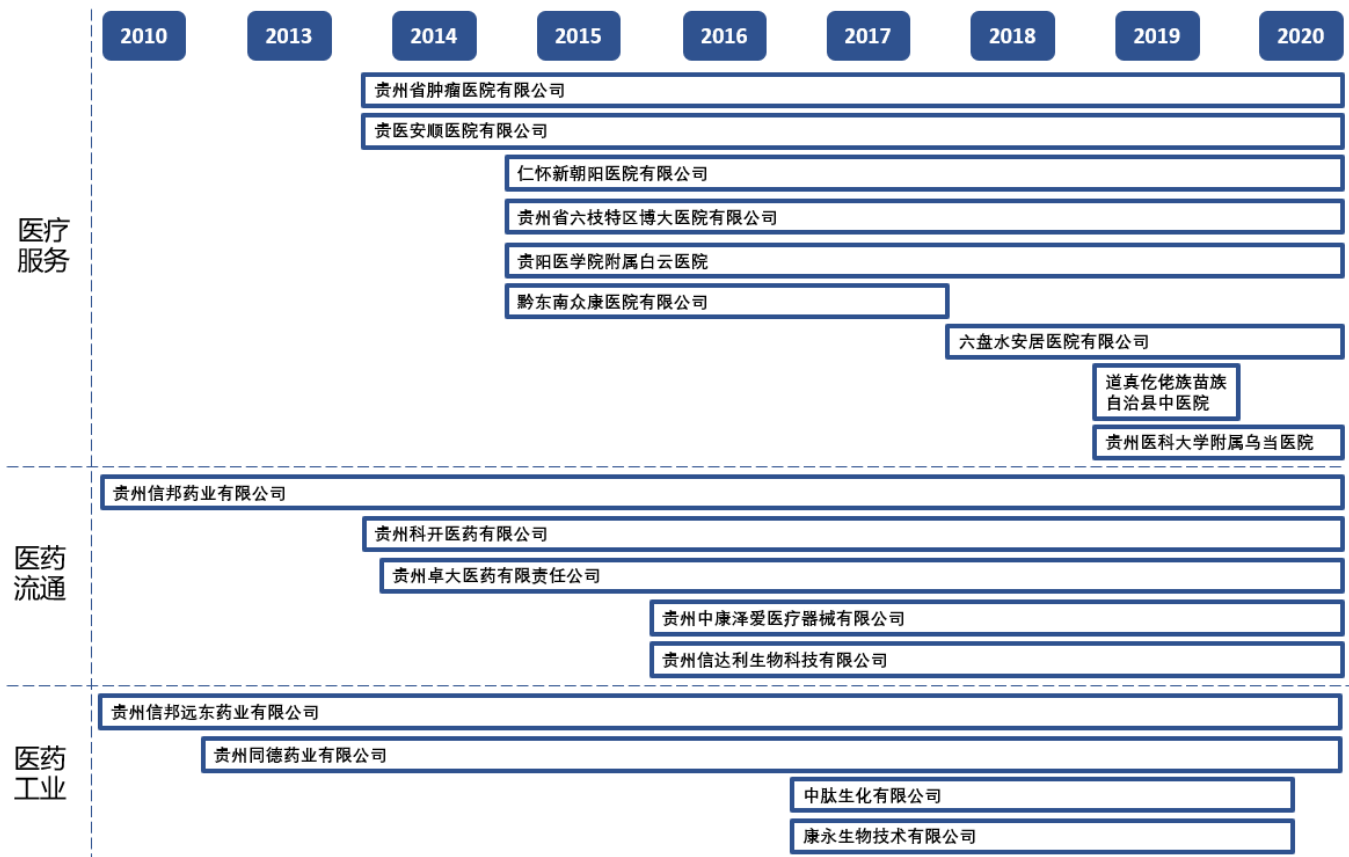
**医疗服务板块：**公司于 2013 年整合贵州肿瘤医院、安顺医院、白云医院和乌当医院，着手布局医疗服务，又于 2014、2015、2018 年分别收购仁怀新朝阳、六枝特区博大医院及六盘水安居医院，形成了目前省会城市 3 家、地区医院 4 家共 7 家医院的布局（众康医院、道真医院分别于 2017、2019 年出售）。

图26：公司通过收购持续扩大 3 大业务板块布局



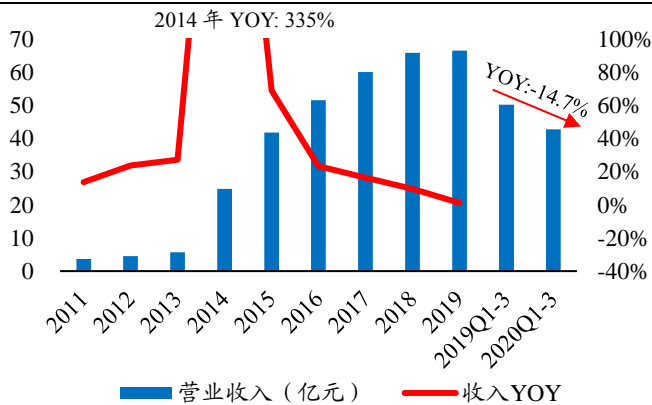
资料来源：公司年报、开源证券研究所

图27: 公司逐渐聚焦医疗服务, 同时发展医药流通、医药制造业务



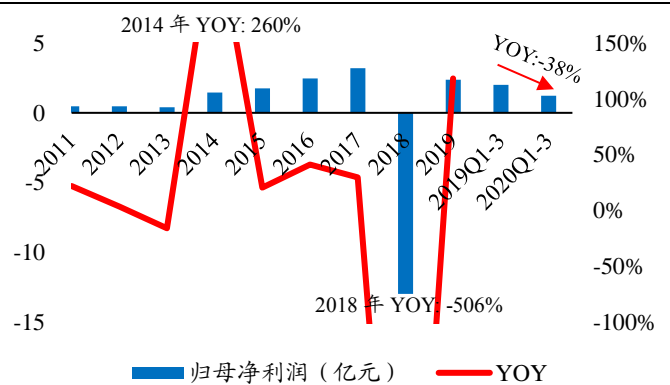
资料来源: 公司年报、开源证券研究所

图28: 公司营业收入经历快速增长后进入稳定增长阶段

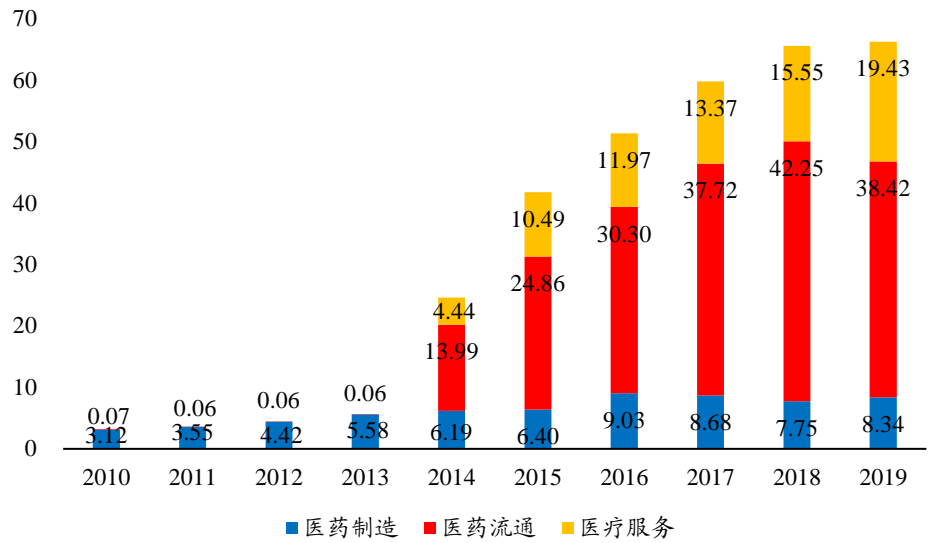


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图29: 公司归母净利润经历业绩波动后恢复正常



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**图30: 主营业务收入中医疗服务收入(亿元)逐渐提升**


数据来源: 公司年报、开源证券研究所

注: 医药流通 2010-2013 年为医药商业业务, 2014 年为医药批发、医药零售业务合计

### 3.2、医疗服务: 已具备明显床位数量优势, 拥有优质医生、先进设备等核心优势, 单床产出提升潜力大

#### 3.2.1、旗下医院床位数远超当地公立医院肿瘤科, 具备规模优势

公司旗下拥有肿瘤医院、白云医院、乌当医院、安顺医院、仁怀新朝阳医院、博大医院、安居医院等 7 家医院, 皆位于贵州省, 前 3 家位于贵阳市, 另 4 家位于 3 个地级市(安顺市、六盘水市、遵义市)。肿瘤医院是贵州省唯一的三甲肿瘤专科医院, 也是省内规模最大、技术权威的肿瘤专科医院, 白云医院、乌当医院是有拥有较高知名度的三级综合医院, 也是非营利性医院, 坚持医教研协同发展, 在贵州省内已形成了一定品牌效应。7 家医院拥有 5000 余张床位数, 并具备各自的特色学科、专家团队及职能分工, 形成了由肿瘤医院、白云医院 2 家头部医院带动腰部、底部医院发展的三级医疗体系。

**表7: 公司通过收购、设立拥有 7 家医院**

医院	开始经营时间	收购/设立	收购/设立时间	位置	医院性质	建筑面积(平方米)	医师人数	其他医疗人员人数	特色学科优势
贵州省肿瘤医院	2007.08	收购	2013	贵州省贵阳市云岩区	三级甲等肿瘤医院	59013	477 (中、高级职称)	1656	肿瘤科
贵州医科大学附属白云医院	2011.07	收购	2013	贵州省贵阳市白云区	非营利性三级综合医院	95764	276	891	脑卒中
贵州医科大学附属乌当医院	2013.09	设立	2013	贵州省贵阳市乌当区	非营利性三级综合医院	30000	267	332	妇产科
贵医安顺医院	2012.09	收购	2013	贵州省安顺市西秀区	二级综合医院	9348	52	-	-
贵州省六枝特区博大医院	2011.09	收购	2015	贵州省六盘水市六枝特区	二级甲等综合医院	40000	220 余	-	-

医院	开始经营时间	收购/设立	收购/设立时间	位置	医院性质	建筑面积(平方米)	医师人数	其他医疗人员人数	特色学科优势
仁怀新朝阳医院	2006.05	收购	2015	贵州省仁怀市	二级综合医院	28000	48	400 余	中医康 复科
六盘水安居医院	2004.02	收购	2018	贵州省六盘水市钟山区	二级综合医院	8000	51	139	-

资料来源：公司公告、各医院官网、开源证券研究所

**公司持续推进现有医院扩建，增加床位数，提升医院产能。**公司自 2013 年起开拓医疗服务业务，积极扩建新院区、现有医院，在 2017 年投入运营白云医院二期工程、六枝博大医院、仁怀新朝阳医院主楼，增加了约 1300 张床位，在 2018 年 9 月肿瘤医院第三住院大楼正式启用，增加了约 500 张床位，在其先进的医疗设备和医教研、学科建设下，提升医院医疗水平。

**表8：公司积极持续推进现有医院扩建**

医院	床位数	投入营运时间
肿瘤医院三期 -新外科大楼	500 张	2018.09
白云医院二期 -住院综合楼	500 张	2017
六枝博大医院	400 张	2017
仁怀新朝阳医院 -主楼	400 张	2017

数据来源：公司年报、开源证券研究所

**公司旗下医院肿瘤科室床位设置在贵州省已经形成数量优势。**贵州省肿瘤医院作为贵州省唯一三甲肿瘤专科医院，是贵州省拥有肿瘤相关科室床位数量最多的医院（包括公立医院）。肿瘤医院拥有 7 个肿瘤相关科室，共有约 1000 张床位。我们选择贵州省拥有知名肿瘤科的公立医院进行对比，在国家卫健委公布的首批 231 家肿瘤多学科诊疗试点医院中，贵州有 9 家公立医院上榜，我们从中选择位于贵阳市的 3 家医院（贵州医科大学附属医院、贵州省人民医院、贵州医科大学第二附属医院）以及位于遵义市的遵义医学院附属医院进行对比，可以发现，以上公立医院肿瘤科室床位数均在 200 张左右，由此，肿瘤医院床位数较以上公立医院具备明显领先的数量优势。

**表9：贵州省肿瘤医院的肿瘤相关科室床位数量领先于当地知名公立医院肿瘤相关科室床位数**

公司旗下医院	肿瘤相关科室	床位数(张)	当地知名公立医院	肿瘤相关科室	床位数(张)
贵州省肿瘤医院	胸部肿瘤科	100 余张	贵州医科大学附属医院	肿瘤科	未披露
	血液科	22 张	贵州省人民医院	肿瘤科	208 张
	头颈肿瘤科	100 余张	遵义医科大学附属医院	头部肿瘤科	57 张
	腹部肿瘤科	100 余张		胸部肿瘤科	60 张
	淋巴瘤科	100 余张		腹部肿瘤科	72 张
			合计	189 张	



**表10: 公司旗下医院设备先进**

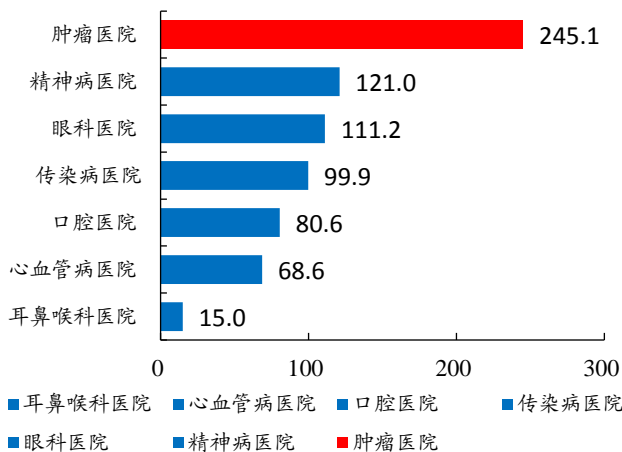
医院	临床科室数量	设备配置
贵州省肿瘤医院	35	Edge 四维影像放疗系统、PET-CT 高端影像设备、多功能双能能谱 CT；六维放射治疗床；直线加速器、SPECT、CT、MRI、DSA、电子腹腔镜、大孔径 CT 等
贵州医科大学附属白云医院	26	日本东芝 1.5 核磁共振、64 排螺旋 CT 机、16 排螺旋 CT 机、DSA、数字胃肠机、德国西门子全自动生化仪、全自动六分类血液分析仪、全自动血液分析仪、等速肌力测试训练仪、上下肢机器人、3D 情景互动模式训练系统、智能步态测试训练系统、职业工伤康复评估训练套件、言语-认知评定训练系统等大型设备上百台件，设备总价值 2 个多亿元
贵州医科大学附属乌当医院	31	荷兰飞利浦 Brilliance64 排螺旋 CT、美国 GE1.5T 磁共振仪、西班牙 SEDECAL 悬吊式 DR、意大利 GMMOptima 数字胃肠机、美国 HOLOGIC 全数字化乳腺钼靶机、乳腺微创高速旋切系统、荷兰飞利浦 FD20 平板血管造影系统、全自动主动脉球囊反搏仪、荷兰飞利浦 IU22 与日立阿洛卡 HIVISIONPreirus 彩色 B 超机、日本 OLYMPUS 数字式胃肠镜、腹腔镜、纤维支气管镜、纤维鼻咽镜、德国 STORE 泌外前列腺电切镜及泌尿软镜、ADVIA2120i 型全血球分析仪、ADVIA1800 型全自动生化分析仪等国际一流的医疗设备。设有百级层流手术室、高规格血液透析室、介入手术室等高精尖的诊疗平台
贵医安顺医院	15	飞利浦 1.5T Achieva 磁共振、16 排螺旋 CT 机、DR 机、全自动生化仪、全自动五分类血液分析仪、全自动凝血仪、IU22 彩色多普勒超声机、电子胃肠镜系统、纤维支气管镜、美国 GE 四维彩超、乳腺钼靶 X 机、多功能麻醉机、呼吸机、耳鼻喉综合治疗仪等先进医疗设备近 100 台
贵州省六枝特区博大医院	29	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
仁怀新朝阳医院	24	美国 GE 1.5T 超导核磁共振、GE 64 排螺旋 CT、彩超、乳腺钼靶、日本贝克曼全自动生化仪、西森美康血球仪、捷斯特肺功能仪，以色列钦激光，比利时疼痛冲击波等一批进口高端仪器设备
六盘水安居医院	16	东软飞利浦双排螺旋 CT、0.35T 核磁共振、500MA 大型 X 光机、日本富士 CR 系统（数字化摄影）、DR、C-型臂、全自动生化分析仪、美国 GE 全身彩超、德国狼牌腹腔镜、血液透析机 6 台、牙科全景片机、钦激光治疗机、白内障显微镜、裂隙灯、眼科 B 超机、日本电子胃镜、全自动血液分析仪、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

资料来源：各医院官网（截至 2021/01）、公司公告、开源证券研究所

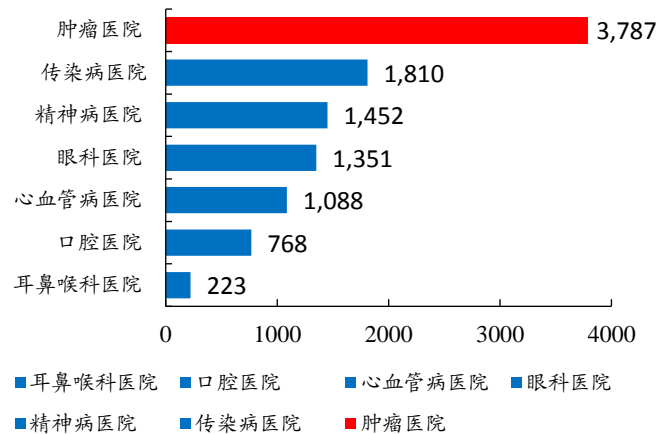
**肿瘤医院设备价值高，行业资金壁垒高，公司凭借资本优势在先进设备引进方面优于当地公立医院。**相较于眼科、口腔、精神病等专科，肿瘤专科医院对设备要求更高，肿瘤医院万元以上设备总价值和 100 万元以上设备的数量在各类专科排名第一，远高于其他专科医院。这意味着肿瘤专科医院的建设需要更多的资金，资金壁垒高。

目前，贵州省内肿瘤科室排名前 3 的医院为贵州医科大学附属医院、贵州省人民医院、遵医医科大学附属医院。贵州医科大学附属医院与贵州省肿瘤医院的肿瘤科为同一个科室，患者可选择两者其一就诊、住院，但放疗项目只能在贵州省肿瘤医院进行。根据《贵州省 2019-2020 年乙类大型医用设备配置》，可以发现，贵州省肿瘤医院不仅拥有全省仅 10 台的 PET/CT，全省仅 5 台的伽玛射线立体定向放射治疗系统，而且拥有 5 台直线加速器（省内单医院最多），由此，贵州省肿瘤医院在贵州省内拥有明显设备优势。



**图32: 肿瘤医院万元以上设备总价值(亿元)最高**


数据来源: 中国卫生健康统计年鉴、开源证券研究所

**图33: 肿瘤医院100万元及以上设备台数(台)最多**


数据来源: 中国卫生健康统计年鉴、开源证券研究所

**表11: 贵州省2019-2020年乙类大型医用设备配置情况中, 贵州省肿瘤医院拥有较多大型设备**

序号	设备名称	规划总数 (台)	2019年新增台数	2020年新增台数	配置医院
1	X线正电子发射断层扫描仪 (PET/CT, 含PET)	10	4	4	贵州省肿瘤医院、贵阳市第二人民医院、贵州省人民医院、贵州云影医学影像诊断中心
2	内窥镜手术器械控制系统 (手术机器人)	3	2	1	贵黔国际总医院、贵州省人民医院、贵州医科大学附属医院各1台
3	64排及以上X线计算机断层扫描仪 (64排及以上CT)	193	50	50	-
4	1.5T及以上磁共振成像系统 (1.5T及以上MR)	218	50	50	-
5	直线加速器(含X刀)	46	13	13	贵州省肿瘤医院(5台)
6	伽玛射线立体定向放射治疗系统	5	1	1	贵州省肿瘤医院(第六代, 2017年底)
	合计	475	120	119	-

数据来源: 《2018-2020年大型医用设备配置规划数量分布表》、各医院官网(截至2021/01)、开源证券研究所

**肿瘤医院拥有较公立医院更加全面、完善的肿瘤学科, 并配备了更充足的医疗团队人员。**肿瘤医院成立于2007年, 是原贵阳医学院附属医院肿瘤科、贵州省肿瘤研究所、原贵阳医学院肿瘤学教研室整建制搬迁组建而成, 在贵州省已经具备较大品牌影响力, 其肿瘤体系是一支以高级职称带头人, 博士、硕士为骨干, 从事头颈、胸部、腹部等肿瘤及放射物理技术临床实践和研究的高素质专业人才团队。肿瘤医院的肿瘤专科分为7个科室, 各配备了由主任医师、副主任医师、主治医师、住院医师、护士组成的专业团队, 合计共有约80名医师与100名护士, 较贵州省人民医院(35名医师+约70名护士)、遵义医科大学附属医院(36名医师+30余名护士)、贵州医科大学第二附属医院(30名医师+79名护士)的医疗人员资源更加充足。

**表12: 贵州肿瘤医院肿瘤体系较公立医院更加全面、完善, 且配备更充足医疗人员**

医院	肿瘤相关科室	教授/主任医师	副教授/副主任医师	主治医师+住院医师	团队人员情况
贵州省肿瘤医院	胸部肿瘤科	3	0	7+6	16 医师+16 护士
	血液科	1	1	1+3	6 医师+10 护士
	头颈肿瘤科	2	3	10 余名	15 余医师+18 护士
	腹部肿瘤科		4	5	9 医师+18 护士
	淋巴瘤科	1	1	-	9 医师+13 护士
	妇科肿瘤科			8	8 医师+20 护士
	乳腺肿瘤科			高级职称占 1/3 的 12 人专业团队	
	<b>合计</b>			<b>约 80 医师+约 100 护士</b>	
贵州省人民医院	肿瘤科	9	4	11+11	<b>35 医师+约 70 护士</b> (另有物理师 4 名, 放射治疗技术人员 20 多名)
遵义医科大学附属医院	头部肿瘤科	2	3	5+1	11 医师
	胸部肿瘤科	3	3	3+5	14 医师+14 护士
	腹部肿瘤科	2	2	3+4	11 医师+13 护士
	<b>合计</b>				<b>36 医师+30 余护士</b>
贵州医科大学第二附属医院	肿瘤科	2	5	8+0	15 医师+53 护士 (另有物理师 3 名)
	肿瘤肝胆外科	3	0	2+3	8 医师+14 护士
	胸部肿瘤科	1	1	2+3	7 医师+12 护士
	<b>合计</b>				<b>30 医师+79 护士</b>

资料来源: 贵州省肿瘤医院官网(医生、护士数量结合文字资料及科室人员照片统计)、其他各医院官网、开源证券研究所  
注: 各医院信息皆为截至 2021 年 1 月的医院官网科室介绍资料

**表13: 肿瘤医院的肿瘤专科各科室学科带头人皆为其治疗领域专家**
**肿瘤专科各科室学科带头人介绍**

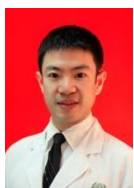

卢冰 贵州省肿瘤医院副院长、胸部肿瘤科主任

主任医师/教授(二级), 博士生导师, 贵州医科大学学科带头人, 享受国务院特殊津贴; 贵州医科大学临床医学院肿瘤学教研室主任(2016年); 贵州医科大学附属医院肿瘤科副主任兼胸部肿瘤科主任(2000年); 贵州省肿瘤医院副院长兼肿瘤科主任(2007年); 贵州省放射治疗质量控制中心主任。胸部肿瘤(肺癌、食管癌、纵膈肿瘤等)放疗、化疗、靶向治疗、免疫治疗方向。



欧阳伟炜 贵州省肿瘤医院副院长、胸部肿瘤科副主任

主任医师/教授, 肿瘤学博士, 硕士研究生导师; 贵州省肿瘤医院副院长、胸部肿瘤科副主任(2011年); 贵州省放射治疗质控中心专家委员会委员; 贵州省肿瘤医院 GCP 办公室主任。



袁斌 血液科副主任

毕业于中南大学湘雅医学院临床医学系。贵州省医学会血液学分会委员、贵州省医学会血液学分会多发性骨髓瘤协作组委员、白血病淋巴瘤协作组委员。从事血液系统疾病 10 余年, 参加省级科研项目 3 项, 以第一作者在 SCI、北大核心等期刊发表论文数 10 篇。

金凤 头颈肿瘤科主任

### 肿瘤专科各科室学科带头人介绍



主任医师/教授（二级），博士生导师，享受国务院特殊津贴；贵州医科大学临床医学院肿瘤学教研室副主任，贵州医科大学附属医院肿瘤科副主任（1998年）兼头颈肿瘤科主任（2000年）、肿瘤党支部书记（2005年）；贵州省肿瘤医院党委副书记（2010年）兼头颈肿瘤科主任（2007年）；贵州省肿瘤医院党委书记（2018年）；贵州省肿瘤疾病质量控制中心主任。



#### 王文玲 腹部肿瘤科主任

主任医师 / 教授，硕士生导师；贵州医科大学临床医学院肿瘤学教研室副主任（2016年），原贵阳医学院骨干教师；贵州省肿瘤医院腹部肿瘤科副主任（2007年）；贵州省肿瘤医院腹部肿瘤科主任（2020年）；贵州省放射治疗质量控制中心 / 贵州省肿瘤疾病质控中心专家委员会委员。



#### 黄韵红 淋巴瘤科副主任

主任医师、硕士生导师，中国抗癌协会淋巴瘤专业委员会委员,中国抗癌协会化疗专业委员会委员，中国老年学学会老年肿瘤专业委员会淋巴血液肿瘤分会执行委员会，中国南方肿瘤临床研究协会淋巴瘤专业委员会常务委员，中华医学会第十一届委员会肿瘤转化医学学组组员，中国第一届医促会肿瘤内科分会委员，贵州省放射治疗质量控制中心委员，贵阳市医学会肿瘤分会委员，贵州省血液学分会常务委员，贵州省抗癌协会理事。



#### 李凤虎 妇科肿瘤科副主任

副主任医师、肿瘤学博士、硕士研究生导师。专业从事妇科肿瘤的基础与临床转化研究10余年，现任中国宫颈癌放疗联盟委员会委员、中华医学会放射肿瘤治疗学分会后装近距离治疗学组委员、中国医师协会放射肿瘤治疗学分会妇科专业学组委员、吴阶平医学基金会肿瘤放疗专业委员会青年委员，西部放射治疗协会妇科肿瘤放疗专业委员会委员、西部放射治疗协会放射外科专业委员会常委兼秘书、贵州省抗癌协会妇科专业委员会副主任委员、贵州省医学会肿瘤学分会第六届委员会青年委员，贵州省医学会妇科肿瘤学分会第二届委员会委员。



#### 冉立 乳腺肿瘤科主任

副主任医师 / 副教授，硕士生导师，贵州医科大学临床医学院肿瘤学教研室副主任；贵州医科大学附属医院肿瘤科副主任；贵州省肿瘤医院科教科主任；贵州省乳腺专业医疗质控中心副主任。

资料来源：贵州省肿瘤医院官网（截至2021/01）、开源证券研究所

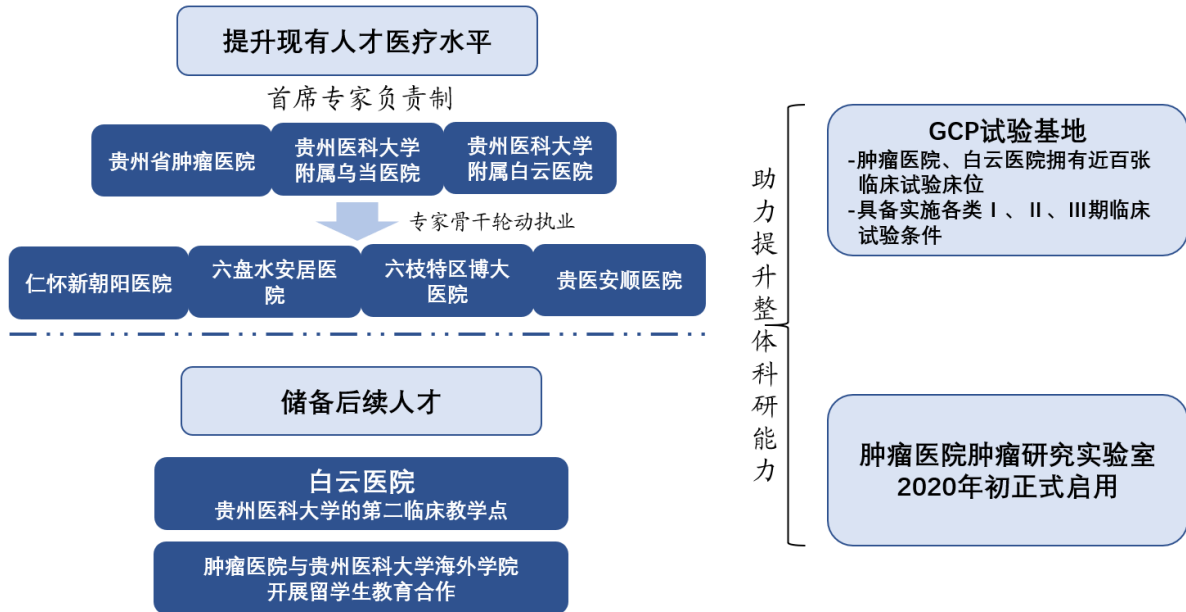
公司坚持医教研的医院发展理论，采用首席专家负责制提升旗下所有医院的现有医疗水平，并建立贵州医科大学白云临床教学中心为后续人才储备提供保障。肿瘤医院、白云医院、乌当医院3家医院地处省会贵阳市，均为贵州医科大学附属医院，公司率先对这3家医院采取同质化发展、一体化管理的模式，临床学科实行首席专家负责制，整合3家医院的医生资源、设备资源，专家骨干轮动执业，实现优质医疗资源在各家发挥各自特色学科优势，优势互补，帮助集团内其他医院提升相应学科的医疗服务水平。

白云医院在2018年实现了从临床型医院到教学型医院的转型，成为贵州医科大学的第二临床教学点，承担临床和护理专业的本科教学工作，2019年7月公司已启动教学中心的建设项目，教学中心占地54,000平方米，可容纳1,800人，投入使用后将承担各类医疗人才的理论及临床实习的教学任务，同时也能为公司医疗服务人才的培养和储备提供强有力的保障。2020年年初，肿瘤医院肿瘤研究实验室正式启用，提升了肿瘤医院的科研水平。此外，为提高医学人才的教学培养能力，肿瘤医院与贵州医科大学海外学院开展留学生教育合作，承担起海外留学生的临床教学任务，

为国际化视野下卓越医生的培养提供平台。

依托 GCP 基地平台，肿瘤医院、白云医院科研能力大幅提升。肿瘤医院于 2017 年 5 月获得《药物临床试验机构资格认定证书》，具备承担肿瘤专业药物临床试验的资格，全国 GCP 基地基本都设在公立三甲医院。公司依托肿瘤医院 GCP 基地平台，建设白云医院 GCP 试验基地，临床试验床位数大幅提高，完成肿瘤医院和白云医院两个 I 期临床研究中心扩建，病床数从 24 张增加至 93 张，具备实施各类 I、II、III 期临床试验条件，有助公司旗下医院提升科研能力。

图34：一体化管理助力提升现有人才医疗水平、储备后续人才



资料来源：公司公告、开源证券研究所

**丰富医疗服务项目贯穿肿瘤诊疗全过程，提升次均收费。**肿瘤医院开展的医疗服务项目几乎贯穿了肿瘤诊疗过程全周期，在最初的癌症筛查诊断中专设肿瘤筛查中心，提供现代化、专业化、个性化、信息化的早筛服务，并在 2020 年即将引入 PET-CT，能够在早期更精确发现病灶和诊断疾病；在治疗中不仅拥有手术、放疗、化疗等治疗手段，还自 2017 年提供介入性治疗，且率先在贵州省开展了无痛插植三维后装近距离治疗、3D 打印个体化后装近距离治疗、三维后装近距离放疗、调强放疗、内外照射剂量雕刻等先进精确放疗技术应用于宫颈癌、子宫内膜癌等妇科恶性肿瘤治疗中，多学科综合治疗（MDT）也已成为学科的工作常态。在治疗后的康复过程中，肿瘤医院的中医科提供中医诊疗和康复理疗业务，开展针灸、拔罐方法、刮痧疗法、艾灸疗法、中药贴敷、电针疗法、推拿、牵引、穴位注射等项目，对手术后肿瘤病人可以明显起到促进身体恢复，防止并发症的效果。



图35: 肿瘤治疗过程中涉及多类型服务项目



资料来源: 海吉亚医疗公司官网

表14: 肿瘤治疗过程中的不同治疗方法价格不同

治疗方法	治疗费用
手术	每疗程 10,000-50,000 元人民币
放疗	每疗程 10,000-30,000 元人民币
化疗	每天 50-300 元人民币
介入性放疗	每疗程 10,000-40,000 元人民币
靶向疗法	每天 400-800 元人民币
免疫疗法	每天 500-1500 元人民币

数据来源: 海吉亚医疗招股说明书、开源证券研究所

**(二) 提升床位使用率: 旗下医院学科建设丰富, 并拥有各自特色学科, 在一体化建设下优势互补, 患者吸引力增强**

公司旗下医院通过学科建设扩大可诊疗范围, 从而提高床位使用率。贵州省肿瘤医院建设了肿瘤、外科、内科、介入、急救体系<sup>3</sup>, 外科、内科、介入的丰富学科能够对肿瘤体系提供更全面的临床支撑; 白云医院建设了外科、内科、妇产科、脑血管中心等 4 个系统, 共有 26 个临床科室、13 个医技科室; 乌当医院设有临床科室 31 个、医技科室 12 个、临床功能检查室 8 个。由此, 公司旗下医院丰富的学科建设能够扩大可诊疗范围, 有利提高床位使用率。

公司各医疗机构拥有各自的特色学科, 并强化多学科协作, 全面提升旗下医院各学科诊疗水平。白云医院组建了信邦集团脑卒中联盟, 集国家卫健委心源性脑卒中防治基地、国家卫健委高级卒中中心建设单位、国家卫计委脑卒中筛查与防控基地、国家胸痛中心、区域医疗卫生中心等于一身; 乌当医院打造妇产科专科特色, 新设儿科门诊, 完成了体检中心备案; 仁怀新朝阳医院强化中医康复科建设, 提高了在当地的社会知名度和影响力。在公司一体化建设下, 各医院特色学科中的专家骨干轮动执业, 能够实现公司旗下所有医院优势互补, 快速提高诊疗水平, 对患者形成更强吸引力, 有利提升床位使用率。

此外, 白云医院临床教学中心预计 2021 年 6 月份交付, 预计能够腾出目前用于临床教学的床位, 用来增加白云医院的开放床位数量, 也有利提升白云医院整体床

<sup>3</sup> 外科属于手术体系, 内科属于非手术体系, 介入科为微创性治疗

位使用率。

表15: 肿瘤医院、白云医院拥有丰富学科建设

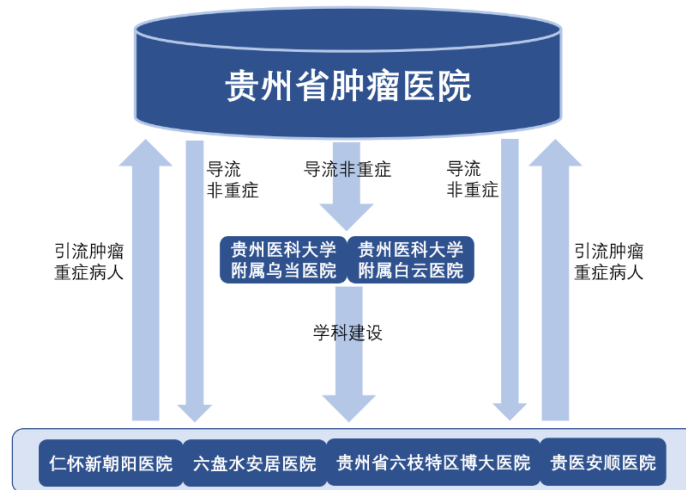
医院	学科类型	学科数量	具体学科
贵州省肿瘤医院	肿瘤体系	8	头颈肿瘤、胸部肿瘤、腹部肿瘤、血液科、乳腺肿瘤、妇科肿瘤、淋巴瘤、放射物理技术临床实践和研究
	外科体系	12	乳腺外科、头颈外科、骨外科、泌尿外科、胃肠外科、肝胆外科、妇瘤外科、胸外科、儿童肿瘤科、血管外科、整形外科、疝外科
	介入体系	-	神经介入、外周血管介入、大血管介入、肿瘤介入、非血管介入、脊柱介入、复合介入等除心脏介入以外的所有介入手术
	内科体系	9	心血管科、内分泌科、神经内科、呼吸内科、肾内科、消化内科、中医科、血液透析室、肿瘤筛查中心
	急救体系	4	胸痛中心、脑卒中中心、心衰中心、房颤中心
贵州医科大学附属白云医院	外科	12	普通外科、骨科、胸外科、泌尿外科、五官科、眼科、耳鼻喉科、口腔科、胃肠病中心、介入疼痛、ICU 病区、肝胆外科
	内科	7	心内科、呼吸与危重症医学科、血液内科、消化内科、肝病科、康复中心、肾内科
	妇产生儿	3	妇科、产科、儿科
白云医院	脑血管中心	3	神经外科、神经内科、NICU

资料来源: 各医院官网、 开源证券研究所

(三) 提升床位周转率: 医联体模式实现头部医院聚焦重症, 一体化管理提升整体运营效率

医联体模式、线上平台实现旗下各级医院上下联动、头部医院聚焦重症。公司利用肿瘤医院优质的医疗技术和服务能力, 通过加强与公司旗下基层医院、其他省内地州各家医院肿瘤科室的深度合作, 可以帮助公司旗下基层医院以及尚无肿瘤科的地县区医院进行学科建设, 完成临床医疗的同时, 还可以提升其诊疗水平, 将非重症病人留存于属地诊疗以及承接来自头部医院的非重症病人, 且为公司头部医院输送更多重症肿瘤病人, 由此提升床位周转率。

图36: 医联体加强头部、基层医院联动, 向上引流重症肿瘤患者, 向下导流非重症肿瘤患者



资料来源: 公司公告、 开源证券研究所



公司在 2015 年建立以贵医附院及公司旗下医院为核心的互联网医院平台“贵医云”，在 2016 年与遵医附院共建“遵医云医院”，初步形成集医生、药师、患者、数据、服务为一体的云端医疗联合体，进一步促进各级医院的上下联动，实现头部医院聚焦重症患者，提升床位周转率。

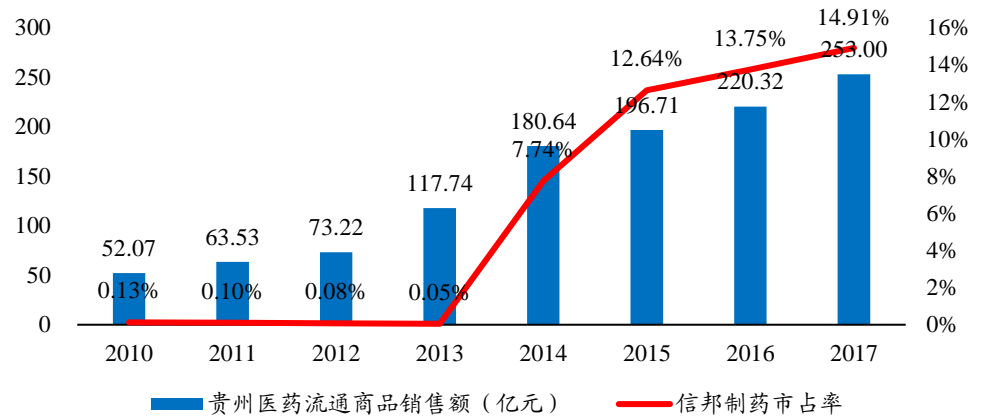
**贵州快速推行异地就医结算，解决参保人员报销问题，有利公司医联体模式的推进。**根据贵州省医疗保障局 2020 年 12 月 31 日发布的《贵州省医疗保障局关于进一步做好异地就医直接结算工作的通知》，截至 2020 年 12 月 31 日，所有定点医疗机构中的公立医院必须全部开通异地就医（含跨省和省内）直接结算；非公立医院按照自愿原则开通；2021 年起，新增定点医院同步开通异地就医，不再进行单独申报。异地就医结算的快速开展，加速解决了参保人员异地就医费用垫支和报销不便的问题，为医联体模式的运作创造了有利条件。

**一体化管理提升旗下医院整体运营效率。**医技学科实行中心化管理，人员统筹协调，设备集约化管理，提高医技科室的工作效率，减少设备的多头投入；共同性事务如医保、信息化、经营计划等职能和采购、工程、后勤等保障由集团负责管控。且公司逐渐将该管理模式推广到集团其他医院，提升公司各医疗机构的运营效率。

### 3.3、医药流通业务：收购科开医药后快速成为省内医药流通龙头，医院药房全面布局下议价能力强，专业医药服务商提升未来盈利能力

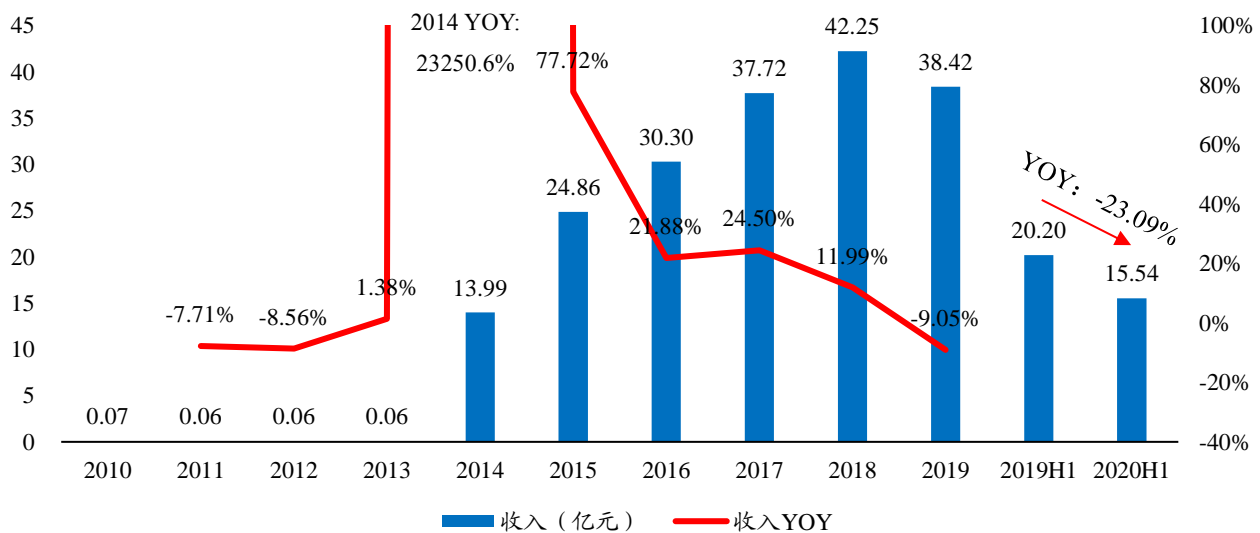
**信邦制药在收购科开医药后其医药流通业务在贵州省占比逐渐提高，2017 年高达 15%。**公司自 2010 年上市至 2014 年收购科开医药前，其医药流通业务仅占公司主营业务收入 2% 左右，仅拥有贵州信邦药业 1 家流通公司，2014 年收购科开医药后，公司医药流通收入（医药批发+医药零售）较 2013 年的医药商业收入增长 23250.6%，实现了从制药领域向下游流通领域的布局。科开医药作为贵州省领先的区域型医药流通企业，全资拥有科开医疗器械、科开大药房（7 家药店），为公司引入了完善的医药流通运营网络，推动公司成为全产业链医药公司。

公司随后分别于 2014 年 4 月、8 月收购卓大医药、盛远医药，巩固公司在遵义、毕节、黔南、黔东南等贵阳市外省内地区的流通网络优势，在贵州省内的医药批发业务优势；公司于 2016 年控股了中康泽爱和信达利两家专业公司，丰富和提高了医药流通的业务种类和专业水平，由此形成了以科开系列商业公司、信邦药业、卓大医药为主的 3 大配送体系和中康泽爱、信达利 2 个专业化公司的良好格局，实现了医药流通业务 2015-2018 年 CAGR19.33% 的稳定增长，医药流通业务在贵州省占比也从 2014 年的 7.74% 提升至 2017 年的 14.91%。

**图37: 信邦制药医药流通规模在贵州省占比逐年提升**


数据来源: Wind、公司公告、开源证券研究所

**打造专业医药服务商,提升盈利能力,保持省内医药龙头地位。**在经历 2014-2018 年的快速增长后,再叠加两票制影响,公司 2019 年医药流通业务收入增速放缓,2020H1 在新冠疫情影响下,医药流通业务收入同比下降 23.09%。未来,公司将重点打造有优势的专业医药服务商,加强与供应商、与客户的深度合作模式,达成高价值客户的长期稳定,紧抓优质业务不放松以提升医药流通板块的整体盈利能力,保持省内医药龙头企业地位。

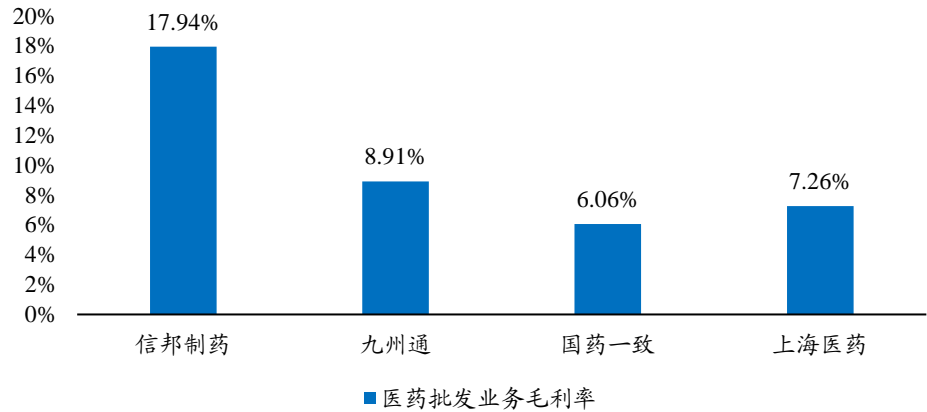
**图38: 收购科开医药后,公司医药流通业务大幅度扩张并随后保持稳定增长**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**旗下医院、药房布局增强上游议价能力,提升医药流通业务毛利率,体外销售额占比逐步提升。**公司以自身拥有的医院、药房为终端依托,以较强的配送能力为实力,由此在与上游制药企业进行全省总代理资格、采购价格等方面有很强的谈判能力,实现医药流通业务毛利率高于同类企业,2020H1 该业务毛利率高达 17.94%,相比之下,九州通、国药一致、上海医药等国内主要医药批发企业的医药流通毛利率皆在 10%以下。

公司目前已经建立起覆盖省内多家知名医院和医药流通公司的医药流通销售网络，形成了药品、器械和耗材的配送体系，配送网络不断扩大和延伸，代理种类和品种不断增加，为集团内各家医院提供了包括药品、试剂、耗材、设备等全方位的闭环供应链。

**图39: 信邦制药医药流通业务毛利率远高于其他医药流通公司 (2020H1)**



数据来源: 各公司 2020 半年报、开源证券研究所

**表16: 医药流通业务中与旗下医院关联交易额占比逐年减少, 体外销售额快速增长**

年份	关联方	关联交易内容	发生额 (亿元)	占当期医药流通业务比	体外销售额占比
2014	贵医附院		5.49		
	白云医院	销售商品	1.20	51.12%	48.88%
	乌当医院		0.46		
2015	贵医附院	销售商品	7.84	33.72%	66.28%
	乌当医院		0.54		
2016	贵医附院	销售商品	8.94	31.23%	68.77%
	乌当医院		0.52		
2017	乌当医院	销售药品、耗材	0.44	1.17%	-
2018	乌当医院	销售药品、耗材	0.40	0.95%	-
2019	乌当医院	销售药品、耗材	0.24	0.62%	-

数据来源: 公司年报、开源证券研究所

公司客户主要为二级以上公立医院及国家各级医保部门, 坏账风险低, 且公司旗下子公司实现药品、耗材、器械、试剂配送资质全覆盖, 能够为客户提供全面服务。2017 年公司前 5 名客户分别为贵医附院、贵阳市医保费用结算中心、贵医第二附属医院、黔南布依族苗族自治州人民医院、遵医医学院附属医院, 均属于二级以上公立医院及国家各级医保部门, 该 5 名客户总销售额占年度销售总额比达到 31%, 由于该类公立医院及医保部门信用风险低, 公司应收账款产生坏账的风险降低。此外, 公司旗下子公司拥有覆盖药品、耗材、器械、试剂的配送资质, 形成了 3 大特色配送体系和 2 个专业化公司的格局, 能够为客户提供全面的配送服务。

**表17: 2017年公司前5名客户均为二级以上公立医院及国家各级医保部门**

序号	客户名称	销售额(元)	占年度销售总额比例
1	贵州医科大学附属医院	1,011,665,932.21	15.36%
2	贵阳市医疗保险费用结算中心	376,599,873.21	5.72%
3	贵州医科大学第二附属医院	280,800,610.72	4.26%
4	黔南布依族苗族自治州人民医院	180,113,565.59	2.73%
5	遵义医学院附属医院	165,313,355.60	2.51%
合计	-	2,014,493,337.33	30.59%

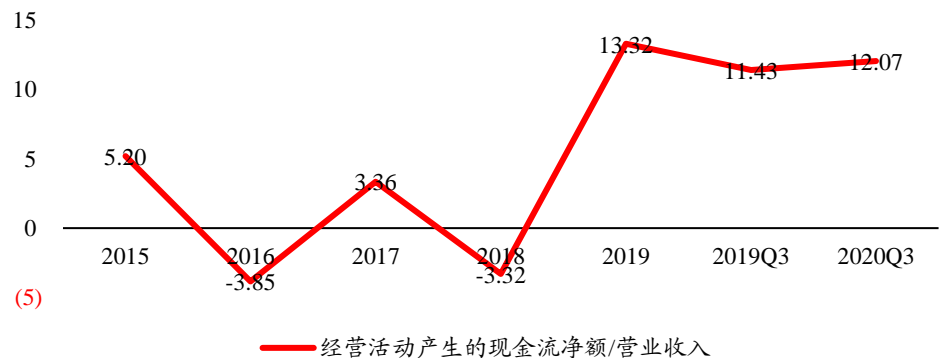
数据来源: 公司年报、开源证券研究所

**表18: 公司旗下子公司实现药品、耗材、器械、试剂配送资质全覆盖**

子公司	子公司类型	持股比例 (%)	子公司主要业务
贵州信邦药业有限公司	一级全资子公司	100	中成药、化学药剂、抗生素、生化药品的批发
3大特色配送体系	贵州科开医药有限公司	一级控股子公司	99.98 中成药、化学药制剂、抗生素、生物制品(除疫苗)、精神药品(二类)、医疗器械III类、医疗器械II类、医疗器械I类(具体品种以许可证为准)的批发
	贵州卓大医药有限责任公司	二级全资子公司	100 中成药、化学药制剂、抗生素、生物制品(除疫苗)、精神药品(第二类)(许可至2014年12月31日)、II、III类医疗器械(按《医疗器械经营企业许可证》经营的批发
2个专业化工公司	贵州中康泽爱医疗器械有限公司	一级全资子公司	100 专注于医疗器械的配送业务,与下游终端在生殖遗传医学、造血干细胞移植等领域的医疗器械配送业务有着长期的合作关系
	贵州信达利生物科技有限公司	三级控股子公司	51 医疗用品及器材批发

资料来源: 公司招股说明书、公司公告、开源证券研究所

公司于2019年积极调整和创新经营策略,提高资金运营效率。公司通过加大超期应收款项的催收力度、加紧医院保证金回收,改善了营运资金使用效率,经营性现金流量净额大幅提升,经营性现金流净额不仅实现由负转正,且截至2020Q3,经营性现金流净额维持在营业收入10倍以上。

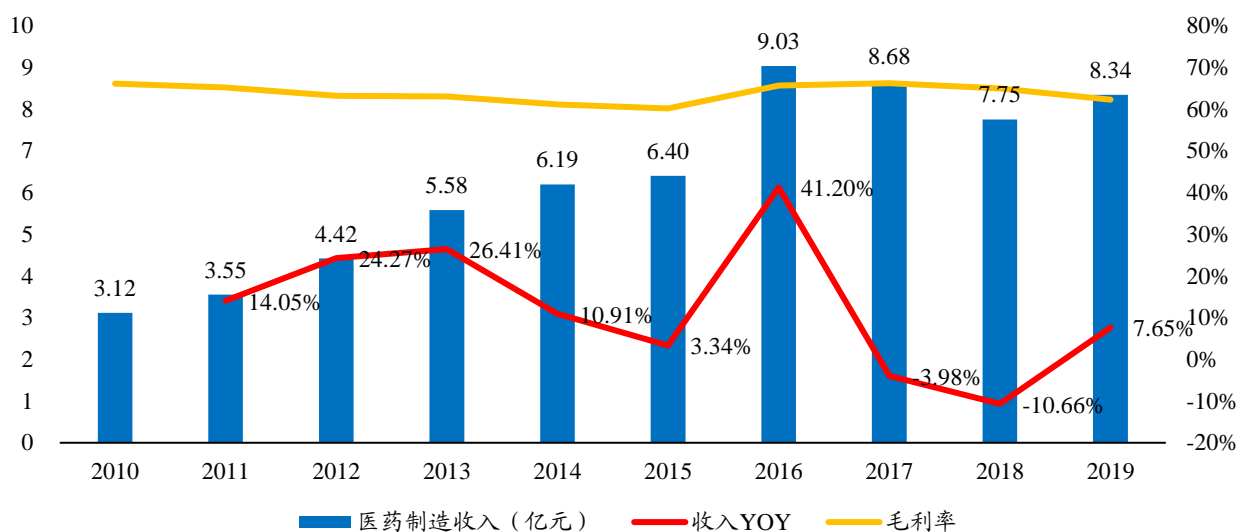
**图40: 公司2019年提高资金运营效率,其经营性现金流量净额大幅提升**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

### 3.4、医药制造：剥离中肽生化聚焦主业，中药饮片业务有望迎来快速增长

公司以医药制造业务起家，该业务毛利率稳定，2010-2019 年保持在 60%以上。2016 年公司收购中肽生化、康永生物，2 公司主要从事多肽原料药定制化服务和体外诊断试剂销售，业务主要集中在北美地区，但自 2018 年受到中美贸易摩擦、新冠肺炎疫情等不利因素的影响，其多肽业务、体外诊断试剂业务均面临了发展瓶颈，2018 年业绩出现首次下滑，为此公司计提商誉减值 15.37 亿元，由此，公司于 2020 年出售了中肽生化及康永生物全部股权，有利公司集中资源聚焦主业，实现资源的更好配置。

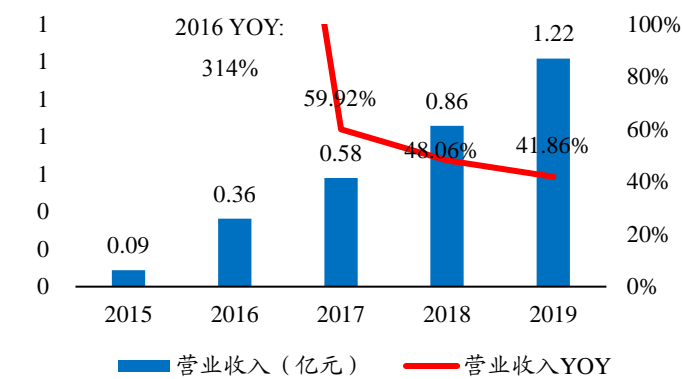
图41：医药制造业务引入中肽生化后业绩波动，剥离后回归正常增长



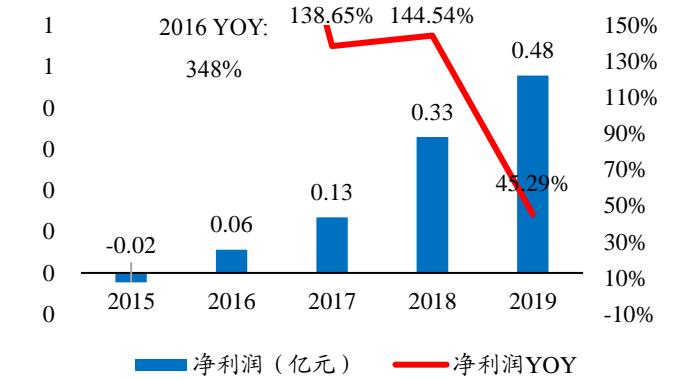
数据来源：公司年报、开源证券研究所

**医药制造业务产品包括中成药及中药饮片，中药饮片增长快速。**在中成药方面，公司拥有 17 个国家基药目录品种，其中包括主打品种益心舒胶囊、脉血康胶囊、银杏叶片、六味安消胶囊、贞芪扶正胶囊等。公司还拥有 24 个国家医保目录品种，其中关节克痹丸为独家品种。在中药饮片方面，公司于 2013 年与江苏省中医院共同投资成立了贵州同德药业有限公司，在贵州铜仁建设了中药饮片生产基地，2016 年该基地拥有 7 条生产线，且在 2018 年实现了产地基地化，药材的产地可追溯，品种基源明确，保障了药材和饮片质量的安全性和稳定性。在 2015-2020 上半年，同德药业保持高速增长，2017-2019 年其营业收入、净利润 CAGR 分别达到 44.93%、88.49%。此外，公司还与国内知名中医院建立了多层次的合作关系，提升了品牌影响力。由此，公司中药饮片拥有更好质量保障，在与知名中医院的合作下有望迎来销量的快速增长。



**图42: 同德药业营业收入 2017-2019 年 CAGR 达到 45%**


数据来源: 公司年报、开源证券研究所

**图43: 同德药业净利润 2017-2019 年 CAGR 达到 88%**


数据来源: 公司年报、开源证券研究所

## 4、信邦制药模型拆分、盈利预测与估值

### 4.1、信邦制药收入利润模型拆分及预测

#### 收入模型假设:

#### 1. 医疗服务业务, 我们假设:

(1) 7 家医院中各医院收入=实际使用床位×单床产出=开放床位×开放床位入住率×单床产出。注意, 模型中的单床产出=医院总收入/已使用床位数;

(2) 开放床位入住率和单床产出逐年提升;

(3) 由于肿瘤医院、白云医院在贵州已具有较高知名度, 且病种主要集中在疑难危重疾病的诊断处置, 其单床产出高于其他医院, 乌当医院虽与白云医院皆为非营利性医院, 但由于其重症患者较少, 且重点打造乳腺疾病中心、神经疾病中心、妇科、产科等特色专科, 其单床产出低于白云医院。

#### 2. 医药流通和医药制造业务, 我们假设:

医药流通、医药制造业务于 2020 年受新冠疫情影响, 业绩下滑, 预计在 2021-2022 年逐渐恢复。

#### 利润模型假设:

(1) 收入=1.医疗服务业务收入+2.医药流通业务收入+3.医药制造业务收入;

(2) 考虑规模效应, 假设经营成本及费用占收入比按照 2017-2019 年的下降趋势逐年小幅下降; 考虑到公司在 2020 年新增银行贷款利率下降且收到的贷款贴息增加, 财务费用率相应下降;

(3) 2020-2022 年所得税率与 2019 年保持一致, 少数股东损益占净利润比与 2020 年第三季度保持一致。

**表19: 信邦制药收入模型拆分及预测**

	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>一、医疗服务业务</b>				
<b>1.贵州省肿瘤医院</b>				
收入(万元)	98,990	103,157	116,567	132,887
收入 YOY		4.21%	13.00%	14.00%
开放床位(张)	1,500	1,500	1,500	1,500
实际使用床位(张)	1,455	1,500	1,500	1,500
开放床位入住率	97%	100%	100%	100%
单床产出(万元)	68.03	68.77	77.71	88.59
单床产出 YOY		1%	13.00%	14.00%
<b>2.白云医院</b>				
收入(万元)	53,990	52,990	67,449	92,679
收入 YOY		-1.85%	27.29%	37.41%
开放床位(张)	972	1,000	1,100	1,300
实际使用床位(张)	680	700	825	1,040
开放床位入住率	70%	70%	75%	80%
单床产出(万元)	79.35	75.70	81.76	89.11
单床产出 YOY			8.00%	9.00%
<b>3.乌当医院</b>				
收入(万元)	14,990	10,125	17,391	23,617
收入 YOY		-32.45%	71.76%	35.80%
开放床位(张)	500	500	600	700
实际使用床位(张)	475	375	570	679
开放床位入住率	95%	75%	95%	97%
单床产出(万元)	31.56	27.00	30.51	34.78
单床产出 YOY			13.00%	14.00%
<b>4.安顺医院</b>				
收入(万元)	4,990	2,925	5,382	7,414
收入 YOY		-41.38%	84.00%	37.75%
开放床位(张)	300	300	400	450
实际使用床位(张)	285	225	360	428
开放床位入住率	95%	75%	90%	95%
单床产出(万元)	17.51	13.00	14.95	17.34
单床产出 YOY			15.00%	16.00%
<b>5.仁怀新朝阳医院</b>				
收入(万元)	12,990	8,820	12,751	16,323
收入 YOY		-32.10%	44.57%	28.01%
开放床位(张)	420	420	440	460
实际使用床位(张)	399	315	396	437

	2019A	2020E	2021E	2022E
开放床位入住率	95%	75%	90%	95%
单床产出 (万元)	32.56	28.00	32.20	37.35
单床产出 YOY			15.00%	16.00%
<b>6.博大医院</b>				
收入 (万元)	2,375	2,000	4,140	7,470
收入 YOY		-15.81%	107.00%	80.44%
开放床位 (张)	200	250	300	350
实际使用床位 (张)	100	100	180	280
开放床位入住率	50%	40%	60%	80%
单床产出 (万元)	23.75	20.00	23.00	26.68
单床产出 YOY			15.00%	16.00%
<b>7.安居医院</b>				
收入 (万元)	5,990	3,900	5,520	7,604
收入 YOY		-34.89%	41.54%	37.75%
开放床位 (张)	200	200	200	200
实际使用床位 (张)	180	130	160	190
开放床位入住率	90%	65%	80%	95%
单床产出 (万元)	33.28	30.00	34.50	40.02
单床产出 YOY			15.00%	16.00%
<b>医疗服务收入合计 (万元)</b>	<b>194,315</b>	<b>183,917</b>	<b>229,200</b>	<b>287,992</b>
医疗服务收入 YOY	24.94%	-5.35%	24.62%	25.65%
医疗服务收入占比	29%	31%	34%	38%
<b>二、医药流通业务</b>				
医药流通收入 (万元)	384,227	343,883	371,394	389,963
医药流通收入 YOY	-9.05%	-10.50%	8.00%	5.00%
<b>三、医药制造业务</b>				
医药制造收入 (万元)	83,434	70,919	74,465	78,188
医药制造收入 YOY	7.65%	-15.00%	5.00%	5.00%
<b>四、其他业务</b>				
其他业务收入 (万元)	3,530	3,706	3,891	4,203
其他业务收入 YOY	38.68%	5.00%	5.00%	8.00%
<b>收入合计 (万元)</b>	<b>665,506</b>	<b>602,425</b>	<b>678,950</b>	<b>760,347</b>
收入 YOY	1.14%	-9.48%	12.70%	11.99%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

**表20: 信邦制药利润模型拆分及预测**

	2019A	2020E	2021E	2022E
收入 (百万元)	6655.06	6024.25	6789.50	7603.47
YOY	1.14%	-9.48%	12.70%	11.99%
经营成本及费用 (百万元)	6175.13	5640.77	6258.42	6968.44
占收入比例	92.79%	93.63%	92.18%	91.65%
EBIT	479.93	383.48	531.08	635.03
财务成本净额 (百万元)	148.45	117.04	110.26	107.34
财务成本净额/收入	2.23%	1.94%	1.62%	1.41%
除税前利润 (百万元)	331.48	266.44	420.83	527.70
所得税率	20.44%	20.44%	20.44%	20.44%
所得税 (百万元)	67.76	54.46	86.02	107.86
净利润 (百万元)	263.72	211.98	334.81	419.83
归母净利润 (百万元)	236.30	177.41	280.21	351.36
YOY	118.22%	-24.92%	57.95%	25.39%
归母净利率	3.55%	2.94%	4.13%	4.62%

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

#### 4.2、盈利预测、估值与投资建议

信邦制药业务结构、管理架构皆理顺,其医疗服务业务目前形成了省会3家+地区4家共7家医院的布局,拥有较多床位数、先进设备、优质医疗团队、丰富医疗服务项目及学科建设,在贵州省具备明显优势及发展潜力,医药流通业务为省内龙头,盈利能力强,医药制造业务中药饮片增长快速,在公司聚焦医疗服务的战略下,3大业务具备协同效应,助推业绩快速扩张。预计2020-2022年,公司收入分别为60.24、67.90、76.03亿元,归母净利润分别为1.77、2.80、3.51亿元,EPS分别为0.11/0.17/0.21元,当前股价对应P/E分别为89.0/56.3/44.9倍,与同类医疗服务公司相比具备估值性价比,首次覆盖,给予“买入”评级。

**表21: 与同类医疗服务公司相比,信邦制药具备估值性价比**

证券代码	证券简称	收盘价(元)	归母净利润增速(%)				P/E(倍)			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
002044.SZ	美年健康	15.05	-205.60	169.30	58.50	23.80	-68.0	98.2	61.9	50.1
600763.SH	通策医疗	326.00	39.44	18.91	35.69	29.87	71.0	177.0	130.4	100.4
300015.SZ	爱尔眼科	80.30	36.67	26.97	35.46	32.63	88.9	185.3	136.8	103.2
000516.SZ	国际医学	12.36	-118.50	104.30	604.50	292.90	-69.6	1654.7	232.5	59.1
	可比公司平均		38.06	79.87	183.54	94.80	79.9	528.8	140.4	78.2
002390.SZ	信邦制药	9.47	118.22	-24.92	57.95	25.39	66.8	89.0	56.3	44.9

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 收盘日期为2021/2/2; 除美年健康、国际医学外,通策医疗、爱尔眼科数据来源为Wind一致预期; 计算平均归母净利润增速及PE平均值时剔除了负值。

**表22: 信邦制药盈利预测**

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6,580	6,655	6,024	6,790	7,603
YOY(%)	9.6	1.1	-9.5	12.7	12.0
归母净利润(百万元)	-1,297	236	177	280	351
YOY(%)	-506.0	-118.2	-24.9	57.9	25.4
毛利率(%)	21.8	22.0	20.0	21.5	22.4
净利率(%)	-19.7	3.6	2.9	4.1	4.6
ROE(%)	-24.8	5.2	4.0	6.0	7.0
EPS(摊薄/元)	-0.78	0.14	0.11	0.17	0.21
P/E(倍)	-12.2	66.8	89.0	56.3	44.9
P/B(倍)	3.2	3.3	3.1	3.0	2.8

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

## 5、风险提示

医保控费趋严; 医院单床产出提升进度不及预期。



**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	6673	6175	6309	7259	7493
现金	1614	1236	2111	1343	2151
应收票据及应收账款	2872	2954	2222	3648	2912
其他应收款	732	421	622	554	763
预付账款	393	316	326	398	413
存货	1044	994	898	1195	1123
其他流动资产	18	254	129	122	131
<b>非流动资产</b>	4181	4244	3883	3897	3828
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	2406	2387	2127	2159	2139
无形资产	328	308	316	325	304
其他非流动资产	1447	1549	1440	1413	1386
<b>资产总计</b>	10854	10419	10192	11157	11321
<b>流动负债</b>	5337	5009	4682	5364	5170
短期借款	3876	3435	3374	3519	3551
应付票据及应付账款	1060	1021	998	1186	1260
其他流动负债	401	553	310	659	359
<b>非流动负债</b>	349	362	250	198	136
长期借款	323	299	222	162	98
其他非流动负债	25	63	28	35	38
<b>负债合计</b>	5686	5371	4932	5561	5306
少数股东权益	201	211	246	300	369
股本	1667	1667	1667	1667	1667
资本公积	3624	3624	3624	3624	3624
留存收益	-309	-72	115	417	806
<b>归属母公司股东权益</b>	4967	4837	5014	5295	5646
负债和股东权益	10854	10419	10192	11157	11321

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	-219	886	1015	-471	1169
净利润	-1283	264	212	335	420
折旧摊销	241	275	246	267	293
财务费用	116	148	117	110	107
投资损失	6	-3	-1	-0	0
营运资金变动	-890	161	442	-1183	348
其他经营现金流	1591	41	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-216	-253	116	-280	-224
资本支出	264	208	-326	3	-82
长期投资	84	-59	0	0	0
其他投资现金流	132	-105	-210	-277	-307
<b>筹资活动现金流</b>	-97	-983	-256	-17	-137
短期借款	484	-441	-61	146	32
长期借款	25	-25	-77	-59	-64
普通股增加	-38	0	0	0	0
资本公积增加	-283	0	0	0	0
其他筹资现金流	-285	-517	-117	-103	-105
<b>现金净增加额</b>	-519	-349	876	-768	808

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	6580	6655	6024	6790	7603
营业成本	5147	5191	4818	5329	5901
营业税金及附加	31	27	28	31	34
营业费用	424	432	399	436	494
管理费用	454	461	384	442	508
研发费用	37	37	17	23	33
财务费用	116	148	117	110	107
资产减值损失	1577	0	0	0	0
其他收益	17	13	15	14	15
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-6	3	1	0	-0
资产处置收益	-1	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	-1195	345	278	433	540
营业外收入	4	2	3	3	3
营业外支出	20	16	14	15	15
<b>利润总额</b>	-1211	331	266	421	528
所得税	72	68	54	86	108
<b>净利润</b>	-1283	264	212	335	420
少数股东损益	13	27	35	55	68
<b>归母净利润</b>	-1297	236	177	280	351
EBITDA	-826	739	625	799	934
EPS(元)	-0.78	0.14	0.11	0.17	0.21

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	9.6	1.1	-9.5	12.7	12.0
营业利润(%)	-383.0	128.9	-19.5	55.8	24.8
归属于母公司净利润(%)	-506.0	-118.2	-24.9	57.9	25.4
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	21.8	22.0	20.0	21.5	22.4
净利率(%)	-19.7	3.6	2.9	4.1	4.6
ROE(%)	-24.8	5.2	4.0	6.0	7.0
ROIC(%)	-12.3	4.3	3.5	4.7	5.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	52.4	51.5	48.4	49.8	46.9
净负债比率(%)	50.5	51.2	29.9	43.5	26.5
流动比率	1.3	1.2	1.3	1.4	1.4
速动比率	1.0	0.9	1.1	1.0	1.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	2.4	2.3	2.3	2.3	2.3
应付账款周转率	4.6	5.0	4.8	4.9	4.8
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	-0.78	0.14	0.11	0.17	0.21
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.13	0.53	0.61	-0.28	0.70
每股净资产(最新摊薄)	2.98	2.90	3.01	3.18	3.39
<b>估值比率</b>					
P/E	-12.2	66.8	89.0	56.3	44.9
P/B	3.2	3.3	3.1	3.0	2.8
EV/EBITDA	-22.5	25.2	28.2	23.2	19.0

数据来源：贝格数据、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R3（中风险），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C3、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C3、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	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	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，属于机密材料，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16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