

迎来管理和经营双拐点

——信邦制药 (002390.SZ)

医药生物/中药



申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要:

管理变革聚焦核心业务。2020年,公司剥离中肽生化,并拟进行第二轮实际控制人变更。自此,公司走上了聚焦医疗服务,协同发展医药流通和医药工业的新阶段。公司非公开发行已于近日获证监会审核通过,随着后续发行工作的完成,公司可实现管理权和所有权的统一。

具备流通基因的医疗服务公司。

- ◆ 集团覆盖医药行业全产业链,主要分为医疗服务、医药流通、医疗工业三大板块。2016~2019年,公司营业收入规模从51.5亿增长到66.5亿,期间CAGR8.9%。
- ◆ 医药流通贡献了大部分公司营收,且比重基本稳定在58%左右,毛利率水平持续增长,从2016年地10.4%增长到2019年的16.9%。
- ◆ **集团旗下医院都是优质资产。**公司拥有贵州省肿瘤医院、贵州医科大学附属白云医院、贵州医科大学附属乌当医院三家大型三级医院,均为贵州医科大学附属医院。此外拥有贵医安顺医院、仁怀新朝阳医院、六枝博大医院、六盘水安居医院等二级医疗机构,合计床位5000张。

流通与医疗服务共振有望提升盈利水平。流通板块协同医疗服务存在进一步利润释放预期。参照同行业中同样具备流通资源属性的华润医疗,其自营医院的分布利润贡献率达到17%,即使是仅提供IOT服务的非并表医院,其分部利润贡献率也可以达到12%。我们认为,公司流通属性将帮助下属医院的盈利水平得到充分释放。

投资建议:存量医院床位使用率和经营质量的提升,是公司中短期业绩提升的关键因素。流通和医疗服务板块的共振是盈利水平提升的关键因素。基于上述假设,我们预计2020-2022年,公司营业收入分别为60亿元、67亿元和73亿元,归母净利润分别为1.7亿、2.6亿元和3.3亿元,对应EPS分别为0.101元、0.130元、0.165元。当前股价对应PE为96、75、59,给与买入评级。

风险提示:1、公司存量医院床位使用率的提升虽然具有确定性,但单床收入水平的提高有可能受限于贵州当地医保政策而速度缓慢。2、流通业务和医疗服务板块业务的共振能够提升医院的盈利水平,但带量采购政策的逐步深化将给这一预期带来一定不确定性。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6,580.28	6,655.06	6,010.19	6,748.97	7,338.25
增长率(%)	9.63%	1.14%	-9.69%	12.29%	8.73%
归母净利润(百万)	(1,296.61)	236.30	168.92	263.02	334.59
增长率(%)	-505.97%	-118.22%	-28.52%	55.71%	27.21%
净资产收益率(%)	-26.10%	4.89%	3.37%	3.86%	4.68%
每股收益(元)	(0.80)	0.15	0.10	0.13	0.17
PE	(12.15)	64.80	95.94	74.91	58.89
PB	3.26	3.35	3.24	2.89	2.76

资料来源:公司财报、申港证券研究所

评级

买入(首次)

2021年02月04日

曹旭特

分析师

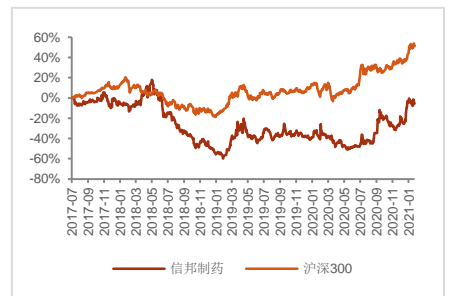
SAC 执业证书编号: S1660519040001

交易数据

时间 2021.02.03

总市值/流通市值(亿元)	162.05/151.48
总股本(万股)	166,722.86
资产负债率(%)	48.52
每股净资产(元)	2.92
收盘价(元)	9.72
一年内最低价/最高价(元)	4.23/9.92

公司股价表现走势图



资料来源:申港证券研究所

相关报告

内容目录

1. 管理重构聚焦核心业务	4
2. 具备流通基因的医疗服务公司	6
3. 掌握优质医疗资产 业绩弹性空间大	7
3.1 集团旗下医院都是优质资产	7
3.1.1 顶级三甲贵州省肿瘤医院	8
3.1.2 发展潜力巨大的白云医院	9
3.1.3 贵州医科大学附属乌当医院	9
3.2 各医院经营业绩仍有很大弹性空间	10
3.3 贵阳医疗市场给各主要医院发展留足空间	11
3.4 集团化管理机制赋能医院经营发展	12
3.5 流通板块协同下存在利润释放预期	13
4. 医药流通业务创造供应链利润空间	14
5. 医药制造板块提供稳定营收	15
6. 盈利预测与估值讨论	16
6.1 营收预测	16
6.2 估值讨论	17
7. 风险提示	17

图表目录

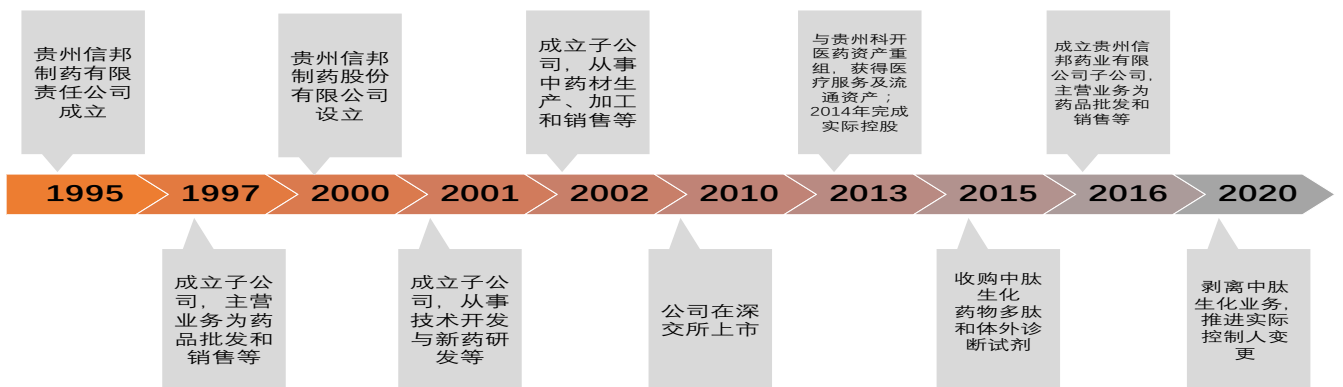
图 1: 信邦制药发展历程	4
图 2: 定增完成后公司股权结构图	5
图 3: 公司股价历史变迁	5
图 4: 公司医疗服务板块迅猛发展	6
图 5: 公司主营业务盈利能力保持稳健	6
图 6: 公司主体业务运行稳健	7
图 7: 公司医疗服务版图	7
图 8: 贵州省肿瘤医院	8
图 9: 贵州医科大学附属白云医院	9
图 10: 贵州医科大学附属乌当医院	9
图 11: 贵阳市人口不断增加	11
图 12: 贵阳市人均 GDP 在全国省会中排第 18	12
图 13: 贵阳市千人口医疗床位在全国省会中排第 17	12
图 14: 贵阳三甲医院数量亟需进一步扩充	12
图 15: 贵阳市三级医院资源仍需进一步扩充	12
图 16: 集团化管理赋能医院经营发展	13
图 17: 公司流通板块营收变化	15
图 18: 公司流通板块毛利率变化	15
图 19: 公司医药制造板块收入变迁	15
图 20: 公司医药制造板块毛利率变迁	15
表 1: 公司历届实控人及管理层变迁	5
表 2: 公司旗下各医院发展历程	10

表 3: 公司旗下各医院经营数据.....	11
表 4: 华润医疗营利性医院利润贡献情况	13
表 5: 华润医疗举办权医院利润贡献情况	13
表 6: 华润医疗 IOT 医院利润贡献	14
表 7: 公司现有医院远期利润贡献测算.....	14
表 8: 信邦制药营收预测 (万元)	16
表 9: 信邦制药盈利预测	17
表 10: 公司估值仍具性价比.....	17
表 11: 公司盈利预测表	19

1. 管理重构聚焦核心业务

贵州信邦制药股份有限公司（股票代码 002390.SZ）是一家主要从事医疗服务、医药流通、医药工业等业务的全产业链企业。贵州信邦制药股份有限公司成立于 1995 年，成立之初，先后开拓了药品批发和销售、技术开发与新药研发等业务能力；2010 年，公司在深交所上市，交易代码为 002390；随后通过与科开医药的整合，公司得到了优质的三甲医院和医药流通业务资产；2016 年，公司收购中肽生化有限公司，进入药物多肽和体外诊断试剂领域；2017 年，公司实际控制人完成第一次变更；2020 年，公司剥离中肽生化，并拟进行第二轮实际控制人变更。自此，公司走上了聚焦医疗服务，协同发展医药流通和医药工业的新阶段。

图1：信邦制药发展历程



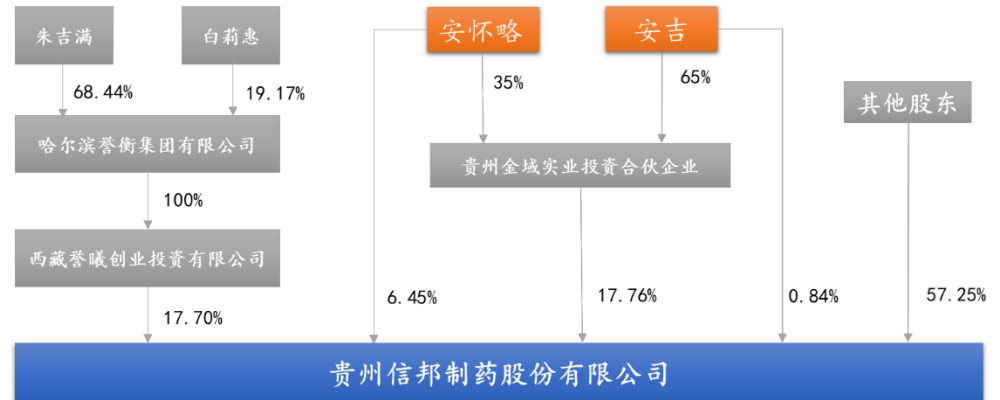
资料来源：公司官网及公告，申港证券研究所

管理和经营双拐点，剥离非主营业务，实现管理权和所有权的统一，理顺公司发展思路。

- ◆ **剥离业绩欠佳的中肽生化，聚焦医疗服务和流通。**中肽生化并入公司后，虽然有了一定的业绩增长。受中美贸易摩擦、新冠肺炎疫情等不利因素的影响，公司多肽业务、体外诊断试剂业务均面临了发展瓶颈，康永生物 2019 年度和中肽生化 2020 年一季度都出现了亏损。为寻求破局需要考虑进一步增加研发投入并在境外投资建厂，大额的资金投入短期内必然会对上市公司整体经营业绩、财务状况造成不利影响。2020 年 6 月 15 日公司剥离了亏损资产中肽生化有限公司及康永生物技术有限公司，从第二季度起不再纳入合并报表范围，至此，公司的经营业务将聚焦于医疗服务和医药流通两个板块。
- ◆ **调整完成后安怀略成为公司实控人。**在公司此前的股权结构中，朱吉满控股的哈尔滨誉衡集团有限公司通过持有西藏誉曦创业投资有限公司（以下简称“西藏誉曦”）100%的股权，间接控制公司 21.52%的股权成为公司的实际控制人。2020 年 9 月公司公告将进行定增，全部由贵州金域实业投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“金域实业”）认购。在本次非公开发行完成后，金域实业投资直接持有公

司 17.76% 的股份，安吉、安怀略直接持有及通过金域实业间接持有公司合计 25.05% 的股份，西藏誉曦持有公司 17.70% 的股份。

图2：定增完成后公司股权结构图



资料来源：公司公告，申港证券研究所

- ◆ **本次实控人调整将有效理顺公司管理。**安怀略、安吉直成为公司的实际控制人。实现了公司所有权和经营权的统一，为公司后续重点聚焦医疗服务和医药流通板块奠定了管理基础。同时，本次变化将进一步优化公司资产负债结构，对于稳定公司核心团队和专家队伍有重要意义。

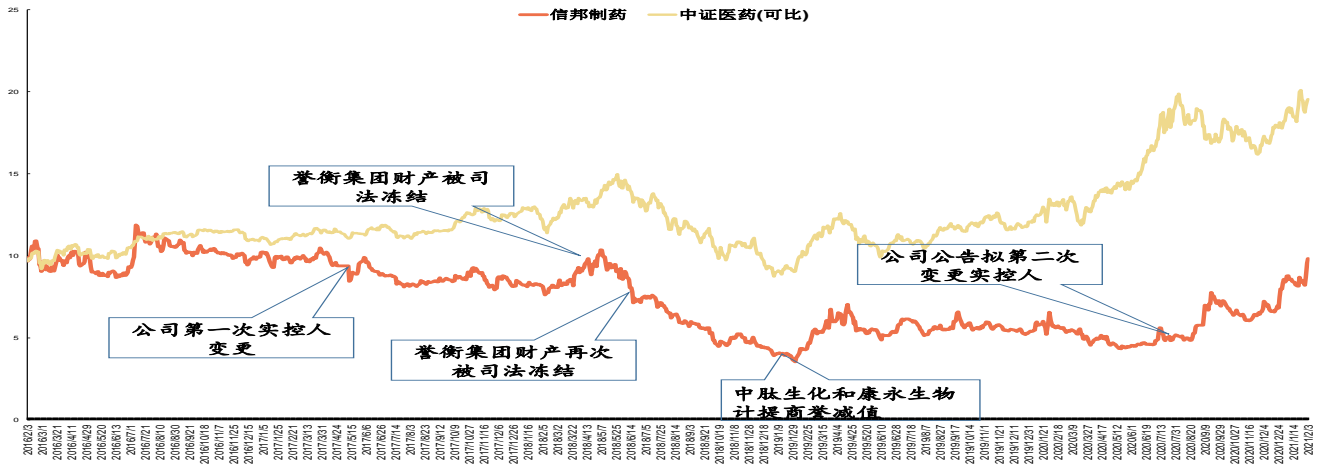
表1：公司历届实控人及管理层变迁

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2021
实际控制人	张观福	张观福	张观福	朱吉满	朱吉满	朱吉满	安怀略
董事长	张观福	张观福	安怀略	安怀略	安怀略	安怀略	安怀略
总经理	安怀略	安怀略	孔令忠	孔令忠	孔令忠	孔令忠	孔令忠

资料来源：公司公告，申港证券研究所

造成公司股价震荡的历史因素正在消除。复盘公司历史股价变动，除了伴随医药行业板块整体变动外，影响公司股价变动的主要压制因素还是前任实控人自身资金链断裂带来的不确定预期，以及业绩欠佳的中肤生化计提巨额商誉减值。当前，这两个因素均已消除，公司股价进入修复期。

图3：公司股价历史变迁

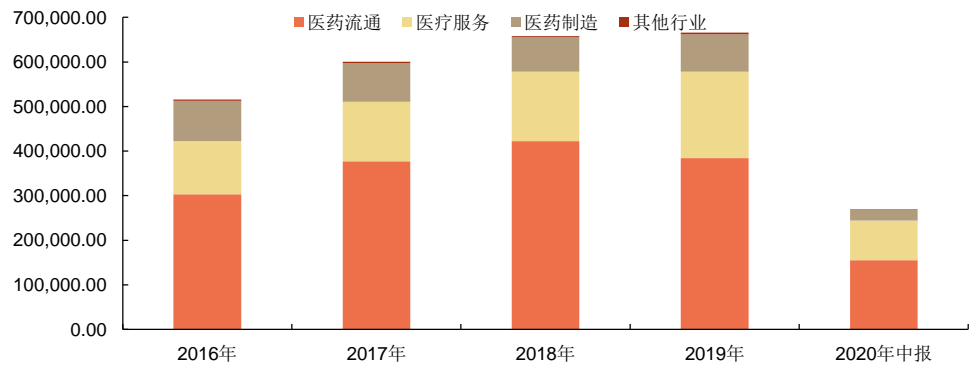


资料来源: wind, 申港证券研究所

2. 具备流通基因的医疗服务公司

流通业务是公司营收的中流砥柱，医疗服务板块迅猛发展。信邦制药集团覆盖医药行业全产业链，主要分为医疗服务、医药流通、医疗工业三大板块。2016~2019年，公司营业收入规模从51.5亿增长到66.5亿，期间CAGR8.9%，其中医药流通贡献了大部分公司营收，且比重基本稳定在58%左右，医疗服务板块近几年发展迅猛，业务占比已经从2016年地23.2%增长到2020年中报口径的33%，医药制造板块业务成先逐渐萎缩趋势，营收比重从17.5%下降到9%。

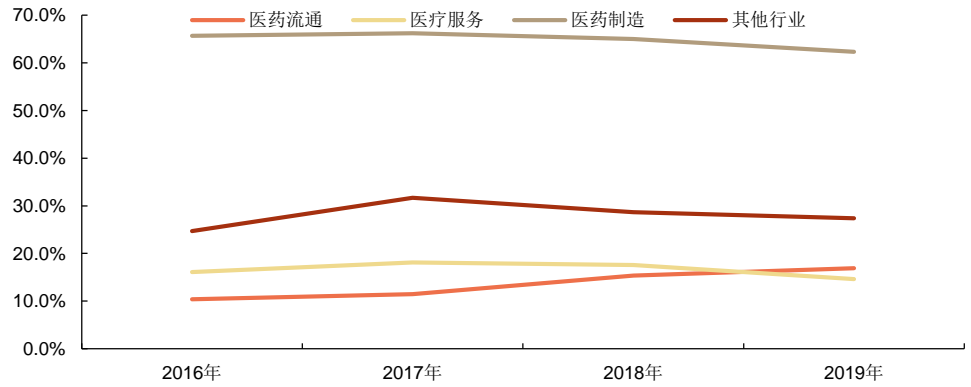
图4: 公司医疗服务板块迅猛发展



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

公司主营业务盈利能力保持稳健。公司各主营业务近几年盈利能力稳健，其中中国医药流通毛利率水平持续增长，从2016年地10.4%增长到2019年的16.9%。医疗服务毛利率略有下滑，2019年为14.7%，主要系集团旗下各医院不断有新的物业投入使用所致。

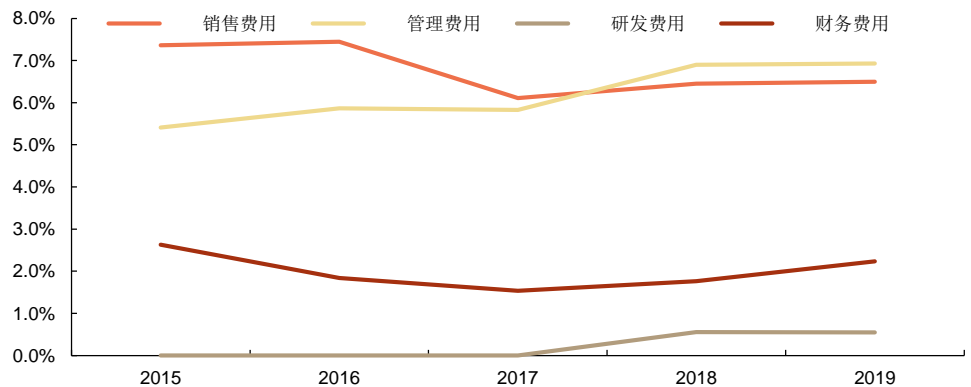
图5: 公司主营业务盈利能力保持稳健



资料来源：信邦制药，申港证券研究所

期间费用率基本稳定。管理费用率近两年稳定在 7%；销售费用率逐渐下滑，近两年稳定在 6.5%；财务费用率略有抬升，但也只有 2.2%。虽然公司在 2019 年因为收购的中肽生化业务商誉减值造成巨额亏损，但可以看到，主体业务的整体盈利能力保持稳健。

图6：公司主体业务运行稳健



资料来源：公司公告，申港证券研究所

3. 掌握优质医疗资产 业绩弹性空间大

3.1 集团旗下医院都是优质资产。

公司拥有贵州省肿瘤医院、贵州医科大学附属白云医院、贵州医科大学附属乌当医院、贵医安顺医院、仁怀新朝阳医院、六枝博大医院、六盘水安居医院等医疗机构，分布在贵阳、遵义、安顺、六盘水等地。

图7：公司医疗服务版图



资料来源：公司公告，申港证券研究所

3.1.1 顶级三甲贵州省肿瘤医院

贵州省肿瘤医院（贵州医科大学附属肿瘤医院）成立于 2007 年，是集医疗、教学、科研、预防、保健、康复、宁养于一体的贵州省三级甲等肿瘤专科医院。由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。

- ◆ 开放床位 1500 张，35 个临床科室、11 个医技科室
- ◆ 贵州省肿瘤放疗质控中心、贵州省肿瘤疾病质量控制中心
- ◆ 获得肿瘤专业临床试验机构资格（GCP）
- ◆ 现有职工 1656 人，博导 4 人、硕导 23 人、博士 9 人、硕士 160 人，高级职称 119 人、高级工程师 5 人、中级职称 358 人。
- ◆ 医院是是全国最先开展医师多点化执业为数不多的医院之一、是民营资本参与医院 PPP 模式为数不多的医院之一、是恪守公立医院办院标准为数不多的医院之一。

图8：贵州省肿瘤医院



资料来源：医院官网，申港证券研究所

3.1.2 发展潜力巨大的白云医院

贵州医科大学附属白云医院成立于 2011 年 1 月。是经省卫计委批准设立的一所集医疗、教学、科研、急救、预防保健、健康管理、康复为一体的非营利性公益性的三级综合医院。设住院床位 1000 张（可扩展至 3000 张床位），现有 26 个临床科室、13 个医技科室。

- ◆ 国家卫计委脑卒中筛查与防控基地；
- ◆ 成为西京消化病医院贵阳协作中心；
- ◆ 成为贵州医科大学附属医院住院医师规范化培训基地协同医院；
- ◆ 成为贵州医科大学“十三五”教学实习基地重点建设对象；
- ◆ 拥有包括神经外科、神经内科、骨科、肝胆外科、消化科、肾病风湿科、泌尿外科、呼吸与危重症医学科、心内科、疼痛科、介入科、妇产科、眼科等在内的一大批重点专科

图9：贵州医科大学附属白云医院



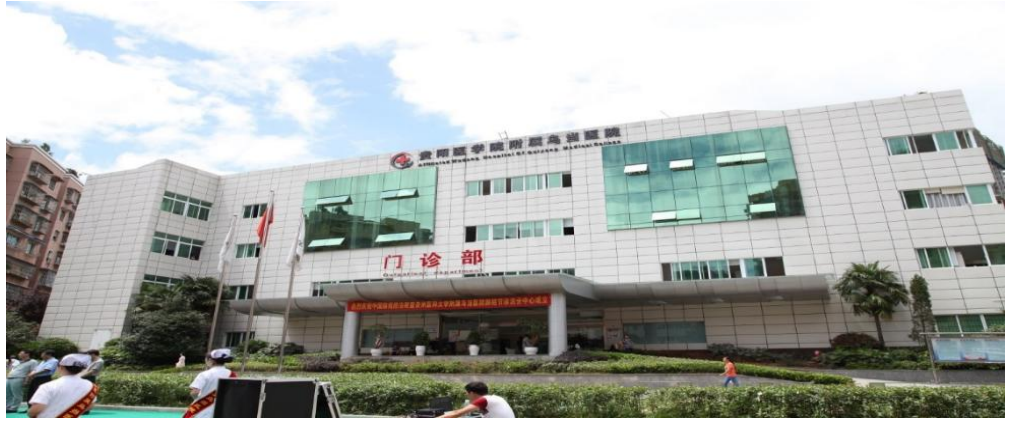
资料来源：医院官网，申港证券研究所

3.1.3 贵州医科大学附属乌当医院

贵州医科大学附属乌当医院是经贵州省卫生和计划生育委员会（原贵州省卫生厅）批准设立的，非营利性三级综合医院。

- ◆ 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。
- ◆ 规划床位 1000 到 1200 张，已开放床位 502 张。
- ◆ 由国内知名专家毛大华教授为学科带头人着力打造重点特色专科——乳腺科

图10：贵州医科大学附属乌当医院



资料来源：医院官网，申港证券研究所

3.2 各医院经营业绩仍有很大弹性空间

长期看，公司在并入医院后对各医院进行了数轮扩建，医院未来有充足的物理空间。先后完成了贵州省肿瘤三期工程、白云医院二期工程、新建六枝博大医院、扩建仁怀新朝阳医院。按照公司的战略规划，后续白云医院三期工程、乌当医院二期工程，以及其他中小医院的扩张，远期规划床位规模将达到 20000 张。

表2：公司旗下各医院发展历程

医疗服务	2013	2015	2017	2018	2019
贵州省肿瘤医院有限公司	并入集团/开建三期			三期投用	
贵州医科大学附属白云医院	并入集团/开建二期	创三级	二期投用	三乙评审通过	
贵州医科大学附属乌当医院	并入集团				实现控股
贵医安顺医院有限责任公司	并入集团				
仁怀新朝阳医院有限公司		试运营，实现控股	盈亏平衡，新楼投用		
博大医院有限公司		实现控股	正式投用		
六盘水安居医院有限公司				正在收购	

资料来源：公司公告，申港证券研究所

中短期看，当前存量床位仍有很大业绩释放空间。

第一梯队的贵州省肿瘤医院仍在高速发展。贵州省肿瘤医院营收规模约为 10 亿元，可开床位数口径的单床收入只有 66 万/床，而根据我们的调研，贵阳当地头部大三甲医院的单床收入普遍在 140 万以上，考虑到作为一个成立仅 13 年的省级肿瘤医院，医院业绩成长空间依然很大。

第二梯队的白云和乌当医院，业绩成长空间巨大，可通过供应链贡献利润。白云医院收入体量排名第二，2019 年约 5.2 亿，可开床位口径单床收入仅 52 万元，提升空间接近一倍。同时，医院物理空间充裕，未来业务发展潜力依然很大。乌当医院收入体量在 1.5 亿，可开床位口径单床收入约 30 万。该院潜在床位可扩数量在 1000 床左右，业绩成长空间巨大。虽然两家医院都是非营利性医院，但考虑到公司自有的医药流通业务完全掌握了两家医院的供应链，供应链利润的贡献依然可观。

第三梯队医院收入体量仍在爬坡当中，盈利能力有望提升。四家医院中收入体量最大的仁怀朝阳医院超过 1.1 亿，净利率水平最高的安居医院超过 9%。我们认为，未来四家医院的收入体量仍将进一步提升，盈利水平仍有巨大的释放空间。

表3：公司旗下各医院经营数据

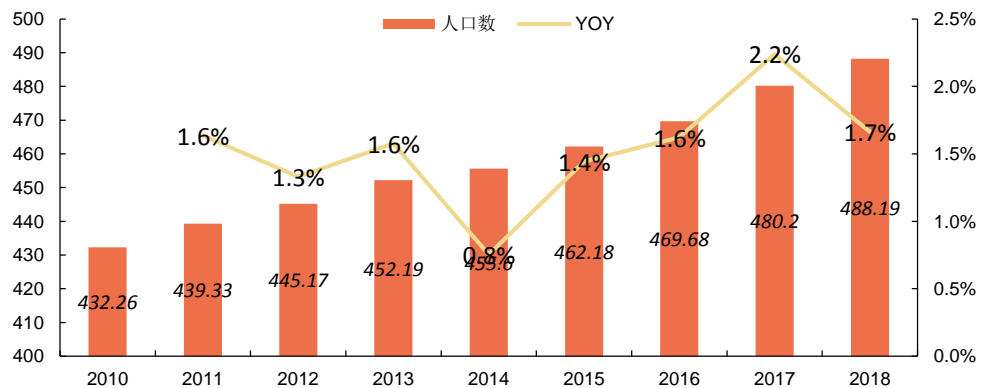
	博大医院	安顺医院	安居医院	朝阳医院	乌当医院	白云医院	肿瘤医院
所在地	六盘水	安顺市	六盘水	仁怀市	贵阳	贵阳	贵阳
营业收入	1603.3	4337.88	5595.89	11187.25	15204.89	51948.7	99252.37
毛利率	-23.5%	10.3%	21.5%	13.6%	16.1%	13.0%	16.5%
营业税金及附加	0.29	39.18	14.19	2.7	0	1.4	18.5
销售费用	0	0	0	0	0	0	0
管理费用	709.52	663.65	535.74	1528.61	1773.45	5250.31	6565.77
财务费用	304.2	4.59	-0.08	485.54	-31.09	1979.09	2195.6
资产减值损失	2.93	13.62	7.09	8.63	543.39	-213.19	-232.55
加：投资收益	0	0	0	0	0	0	0
二、营业利润	-1393.17	-275.28	647.11	-504.9	159.68	-287.35	7841.63
加：营业外收入	0	1.64	44.92	39.17	0	0	0.02
减：营业外支出	7.38	6.69	92.94	2.53	77.28	2.09	278.1
三、利润总额	-1400.55	-280.33	599.09	-468.26	82.39	-289.44	7563.54
减：所得税费用	0	-2.04	88.8	0	0	0	1136.49
四、净利润	-1400.55	-278.28	510.29	-468.26	82.39	-289.44	6427.05
净利率	-87.4%	-6.4%	9.1%	-4.2%	0.5%	-0.6%	6.5%
单床收入	3	14	19	22	30	52	66

资料来源：公司公告，申港证券研究所

3.3 贵阳医疗市场给各主要医院发展留足空间

贵阳市人口规模约为 500 万，且近几年一直保持人口净流入的趋势，医疗资源的需求存在不断扩充的空间。与此相对的，是当前贵阳市的医疗卫生资源严重稀缺，需要更大的资源空间。

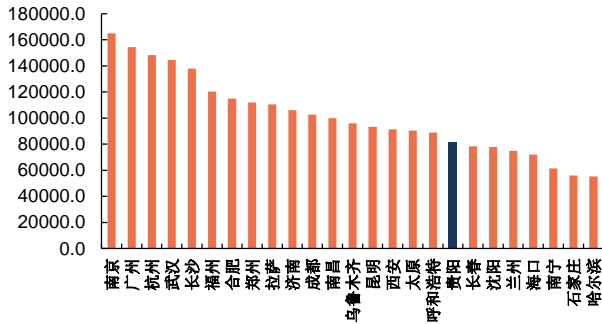
图11：贵阳市人口不断增加



资料来源：贵阳市统计年鉴，申港证券研究所

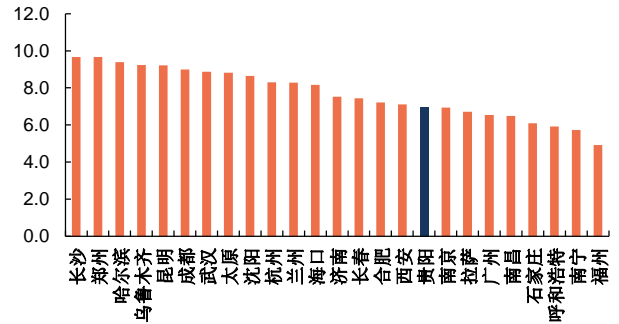
- ◆ 贵阳的经济发展水平和医疗资源丰富度在全国省会中。贵阳在全国省会城市中,人均 GDP7.0 万,排名第 18 位,相应的千人口床位数 7.1 张,排名全国第 17 位,均处于中下游水平。

图12: 贵阳市人均 GDP 在全国省会中排第 18



资料来源: 各省市卫生统计公告, 申港证券研究所

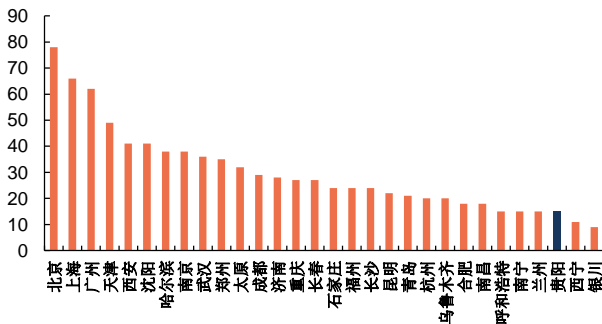
图13: 贵阳市千人口医疗床位在全国省会中排第 17



资料来源: 各省市卫生统计公告, 申港证券研究所

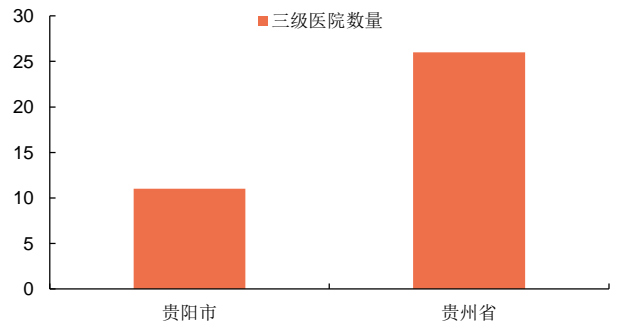
- ◆ 贵阳三甲医院资源亟需进一步扩充。三级医院数量方面,贵阳全市仅有 15 家,在全国各省会中排名倒数第三。三级医院资源严重不足的情况明显。远低于全国平均水平 7.5%。

图14: 贵阳三甲医院数量亟需进一步扩充



资料来源: 各省市卫生统计公告, 申港证券研究所

图15: 贵阳市三级医院资源仍需进一步扩充



资料来源: 各地市卫生统计公告, 申港证券研究所

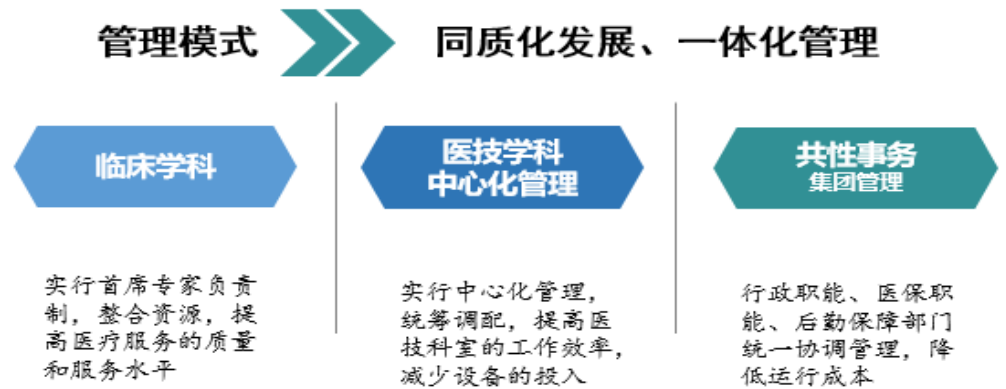
3.4 集团化管理机制赋能医院经营发展。

公司经过多年的积累,拥有了较为稳定的专家骨干团队和管理队伍,公司正在贵阳三家大医院中推行的同质化发展、一体化管理模式,将有望实现三家医院学科实力的协同提升,同时在集约管理成本管控方面将取得良好成效。

- ◆ 临床学科实行首席专家负责制,整合三家医院的医疗人员、设备资源、和病人资源,专家骨干轮动执业,提高医疗服务的质量和服务水平,方便病患,提升病患的就医体验;公司将分别以肿瘤医院、白云医院和乌当医院为基础,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,做到医疗资源共享、病患共享,从而提升服务半径、扩大服务群体,提高床位周转率,降低运行成本,提升盈利能力

- ◆ 医技学科实行中心化管理，人员统筹调配，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。逐渐将该管理模式推广到集团其他医院。

图16：集团化管理赋能医院经营发展



资料来源：申港证券研究所

3.5 流通板块协同下存在利润释放预期

流通板块协同医疗服务存在进一步利润释放预期。参照同行业中同样具备流通资源属性的华润医疗，其自营医院的分布利润贡献率达到 17%，即使是仅提供 IOT 服务的非并表医院，其分部利润贡献率也可以达到 12%。我们认为，公司流通属性将帮助下属医院的盈利水平得到充分释放。

表4：华润医疗营利性医院利润贡献情况

营利性医院	2019	2018
综合医疗服务	72105.5	69380.5
第三方供应链服务费	6403.3	4601.4
GPO 毛利	2307.7	2508.1
利润贡献合计	12826.5	11368.7
运营费用及其他损益	355.4	680.9
分部业绩	12471.1	10687.8
分部利润率	17.30%	15.40%

资料来源：公司公告，申港证券研究所

表5：华润医疗举办权医院利润贡献情况

举办权医院	2019	2018
医疗业务收入	347855.4	273911.3
医院管理服务费	13402.9	10147.5
第三方供应链服务费	10016.4	11761.8
GPO 毛利	1936.5	816.2
利润贡献合计	25355.8	22725.5
运营费用及其他损益	1245.2	1311.2

分部业绩	24110.6	21414.3
分部利润率	6.90%	7.80%

资料来源：公司公告，申港证券研究所

表6：华润医疗 IOT 医院利润贡献

IOT 医院	2019	2018
医疗业务收入	266919.4	325090.1
医院管理服务费	9860	9892.6
第三方供应链服务费	9161	10926.8
GPO 毛利	14257.2	15419.2
利润贡献合计	33278.2	36238.6
运营费用及其他损益	5255.3	4364.6
分部业绩	28022.9	31874
分部利润率	10.50%	9.80%

资料来源：公司公告，申港证券研究所

考虑公司当前床位 5000 张，不考虑后续床位扩张的情况下。我们认为贵阳三甲大医院总营收有望超过 30 亿，其他下属医院的总营收有望超过 40 亿，按照 15% 的净利润水平计算，公司医疗服务板块仅当前床位规模中期有望实现净利润超过 6 亿元。

表7：公司现有医院远期利润贡献测算

	博大医院	安顺医院	安居医院	朝阳医院	乌当医院	白云医院	肿瘤医院	合计
远期收入	2.5	1.5	1.5	2.5	5	10	18	41
净利率	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
净利润（亿）	0.4	0.2	0.2	0.4	0.8	1.5	2.7	6.2

资料来源：申港证券研究所

4. 医药流通业务创造供应链利润空间

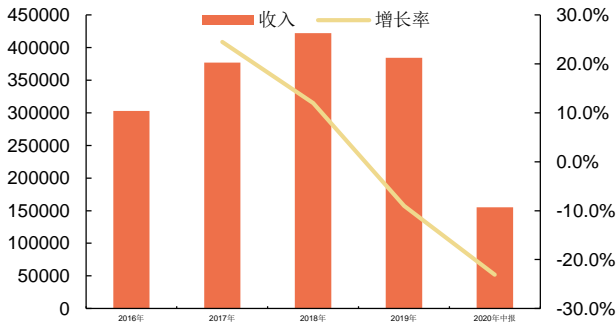
公司的流通业务是贵州省龙头，应对政策变化走专业化服务道路。公司已实现药品、耗材、器械、试剂、精麻药品配送资质全覆盖，流通网络覆盖全省的 88 个县。应对变革，走专业化道路提升发展质量和韧性。两票制以来，公司通过一系列举措提升流通板块的发展质量。

- ◆ **加强财务风险管控。**通过加强应收款项管理，注重与优质客户的合作，降低经营风险。通过加大超期应收款项的催收力度、加紧医院保证金回收，改善营运资金使用效率，经营性现金流量净额大幅提升。
- ◆ **强化专业服务能力。**公司从 2018 年培养流通板块的专业公司，着力打造为医院提供“买卖”之外的综合服务能力。从 2018 年开始，这类专业公司市场覆盖率、销售收入的提升比较明显。发展专业公司是在流通板块未来要做大做强的领域。

长期看公司流通板块营收和营收贡献水平都保持稳健增长。2018 年开始，受两票制影响流通业务营收增长受限，2018-2019 年板块收入增长-9%。进入 2020 年受到疫情影响，公司流通业务下降幅度较大。我们认为公司主要医院均为三甲大医院，疫情期间患者收治受到的影响更大。公司目前对流通板块的定位主要是作为医疗服

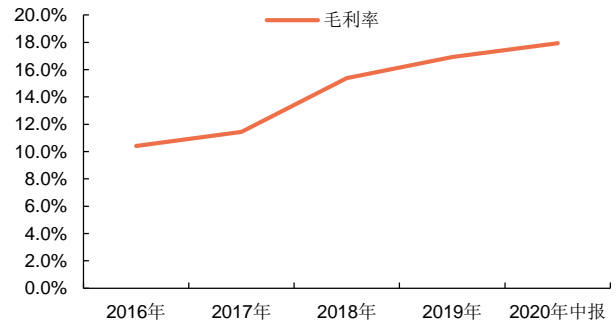
务板块的配套业务，同时向精细化专业化迈进。我们认为公司流通板块业务收入规模将保持稳健，同时，专业化服务将有利于保持该板块盈利水平保持稳定。

图17: 公司流通板块营收变化



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

图18: 公司流通板块毛利率变化

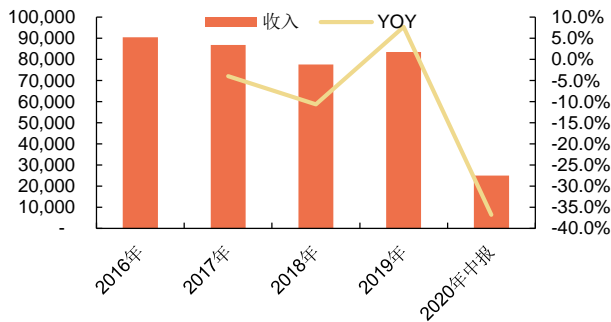


资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

5. 医药制造板块提供稳定营收

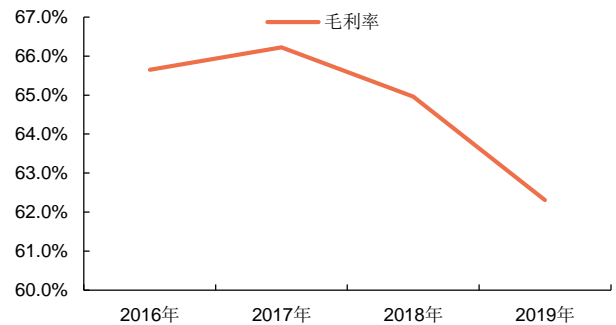
产品线丰富，慢病为主，业绩稳健。公司医药制造板块主要包括中成药和中药饮片两部分业务。其中，中成药以长期慢病用药为主，经营业绩稳健。2020年上半年受疫情影响，公司医药制造业务出现较大幅度的下滑，后续业绩修复确定性强。

图19: 公司医药制造板块收入变迁



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

图20: 公司医药制造板块毛利率变迁



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

中成药方面，公司拥有 17 个国家基药目录品种，包括公司的主打品种：益心舒胶囊、脉血康胶囊、维血宁颗粒、银杏叶片、六味安消胶囊、贞芪扶正胶囊；拥有 24 个国家医保目录品种，其中关节克痹丸为独家品种。正因如此，公司医药制造板块业绩发展稳健，持续为公司利润。

中药饮片发展稳健。中药饮片的生产原药材完全实现了产地基地化，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。通过与江苏省中医院的合作，从种植、粗加工、到终端无缝连接，保证中药饮片优质。中药饮片业务持续快速增长，销售市场进一步扩大，2019 年销售收入突破亿元大关。我们认为中药业务的增长将保持稳健。

6. 盈利预测与估值讨论

6.1 营收预测

- 1、医疗服务板块，各医院均处于业绩爬坡期，根据其不同发展阶段进行盈利预测。
- ◆ 由于肿瘤医院场地有限，在未来3年，公司计划通过提高入住率、周转率、优化病人结构来提高1500张床位的单床产出，未来2-3年内肿瘤医院不太考虑通过增加固定资产来增加床位数。
 - ◆ 白云医院开放床位1000张。公司对白云医院的规划是逐步增加床位，最终达到总体建设3000张床位的目标。
 - ◆ 乌当医院开放床位500张。仁怀新朝阳医院500张床位，目前重点在于提升床位使用率和床位周转率；
 - ◆ 安顺医院目前床位数为300张左右，在2019年6月份由白云医院接管，作为白云医院的病区，安顺医院未来与白云医院的学科建设联动，增加品牌影响率；
 - ◆ 安居医院位于市中心，受场地限制床位数不太可能扩张，公司希望做到小而精，让单床产值进一步提升，目前医院情况较好。
 - ◆ 博大医院总床位500张。公司未来3-5年重点放在贵阳市内医院特色学科建设，通过专家帮扶形成地区四家医院的特色，进而提升床位使用率、周转率和医院影响力。
- 2、流通板块：公司流通板块受到疫情和政策双重影响，后续业务规模增长速度预计不会太快，我们假设该板块收入保持年5%的平均增速。
- 3、医药制造板块：医药制造板块短期受疫情影响将得到修复，但产品线相对比较成熟问题，我们假设该板块收入保持年5%的平均增速。

表8：信邦制药营收预测（万元）

盈利预测	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
医药流通	422451	384227	326593	342922	360069	378072	396976
YOY	12.0%	-9.0%	-15%	5%	5%	5%	5%
医疗服务	155524	194315	209861	251833	289608	318569	350425
YOY	16.3%	24.9%	8.0%	20.0%	15.0%	10.0%	10.0%
医药制造	77507	83434	61741	77177	81036	85087	89342
YOY	-10.7%	7.6%	-26%	25%	5%	5%	5%
其他行业	2545	3530	2824	2965	3113	3269	3432
YOY	0.5%	38.7%	-20%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
营业收入合计	658028	665506	601019	674897	733825	784997	840175
YOY	9.6%	1.1%	-9.7%	12.3%	8.7%	7.0%	7.0%

资料来源：公司公告，申港证券研究所

基于上述假设，我们预计2020-2022年，公司营业收入分别为60亿元、67亿元和73亿元，归母净利润分别为1.7亿、2.6亿元和3.3亿元，对应EPS分别为0.101元、0.130元、0.165元。当前股价对应PE为96、75、59。

表9: 信邦制药盈利预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入 (百万元)	6,580.28	6,655.06	6,010.19	6,748.97	7,338.25
主营收入增长率	9.63%	1.14%	-9.69%	12.29%	8.73%
EBITDA (百万元)	(560.18)	1,014.78	573.03	675.79	754.78
EBITDA 增长率	-155.91%	-281.15%	-43.53%	17.93%	11.69%
净利润 (百万元)	(1,296.61)	236.30	168.92	263.02	334.59
净利润增长率	-505.97%	-118.22%	-28.52%	55.71%	27.21%
ROE	-26.10%	4.89%	3.37%	3.86%	4.68%
EPS (元)	(0.800)	0.150	0.101	0.130	0.165
P/E	(12.15)	64.80	95.94	74.91	58.89
P/B	3.26	3.35	3.24	2.89	2.76
EV/EBITDA	(33.54)	18.46	31.41	29.35	25.87

资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

6.2 估值讨论

我们选取医疗服务相关标的爱尔眼科、美年健康、通策医疗进行对比, 公司经营持续边际改善下, 估值比较优势凸显。

表10: 公司估值仍具性价比

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	13.88	-205.58	114.59	651.81	31.66	-67	455	61	46
300015.SZ	爱尔眼科	79.38	36.67	26.97	35.46	32.63	89	194	143	108
600763.SH	通策医疗	311	39.44	18.91	35.69	29.87	71	182	134	104
	可比公司平均		-43.16	53.49	240.99	31.39	31	277	113	86
002390.SZ	信邦制药	9.47	-118	-29	56	27	65	96	75	59

资料来源: wind, 申港证券研究所

此外, 我们认为公司旗下的贵州医科大学附属贵州省肿瘤医院、贵州医科大学大学附属白云医院、贵州医科大学附属乌当医院都是极为稀缺的顶级医院资产, 其成长确定性极强, 而且在公司管理一体化的机制催化下, 有望成为公司未来进行服务版图扩张的基石。中期维度看, 公司存量医院资产释放利润空间在 6 亿左右, 我们认为这类具有稀缺性的医疗资产的合理 PE 应该在 40~50 倍左右。叠加医药流通和医药制造板块的存量利润下, 我们认为中期维度公司的合理市值应该在 250~350 亿之间。

7. 风险提示

- 1、公司存量医院床位使用率的提升虽然具有确定性, 但单床收入水平的提高有可能受限于贵州当地医保政策而速度缓慢。
- 2、流通业务和医疗服务板块业务的共振能够提升医院的盈利水平, 但带量采购政策的逐步深化将给这一预期带来一定不确定性。

表11: 公司盈利预测表

利润表	单位:百万元					资产负债表	单位:百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	6580	6655	6010	6749	7338	流动资产合计	6673	6175	5721	6408	6942
营业成本	5147	5191	4793	5326	5775	货币资金	1614	1236	1295	1454	1581
营业税金及附加	31	27	25	28	30	应收账款	2705	2803	2501	2825	3063
营业费用	424	432	390	438	462	其他应收款	732	421	381	427	465
管理费用	454	461	416	467	508	预付款项	393	316	329	366	397
研发费用	37	37	33	32	30	存货	1044	994	918	1020	1106
财务费用	116	148	87	57	34	其他流动资产	18	13	14	16	17
资产减值损失	1577	0	0	0	0	非流动资产合计	4181	4244	3833	3587	3339
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期股权投资	0	0	0	0	0
投资净收益	-6	3	0	-1	1	固定资产	2406	2387	2174	1989	1939
营业利润	-1195	345	249	382	483	无形资产	328	308	285	263	244
营业外收入	4	2	3	2	2	商誉	778	778	778	778	778
营业外支出	20	16	16	16	16	其他非流动资产	36	0	0	0	0
利润总额	-1211	331	237	369	469	资产总计	10854	10419	9554	9995	10281
所得税	72	68	48	75	96	流动负债合计	5337	5009	4173	2781	2694
净利润	-1283	264	189	294	373	短期借款	3876	3435	2792	1289	1108
少数股东损益	13	27	20	31	39	应付账款	783	835	740	822	892
归属母公司净利润	-1297	236	169	263	335	预收款项	83	100	83	93	101
EBITDA	-560	1015	573	676	755	一年内到期的非流动负债	0	25	0	0	0
EPS (元)	-0.80	0.15	0.10	0.13	0.17	非流动负债合计	349	362	361	361	361
主要财务比率						长期借款	25	0	0	0	0
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	应付债券	298	299	298	298	298
成长能力						负债合计	5686	5371	4534	3142	3054
营业收入增长	9.63%	1.14%	-9.69%	12.29%	8.73%	少数股东权益	201	211	231	261	300
营业利润增长	-382.98%	-128.86%	-27.74%	53.42%	26.24%	实收资本(或股本)	1667	1667	1667	2027	2027
归属于母公司净利润增长	-505.97%	-118.22%	-28.52%	55.71%	27.21%	资本公积	3624	3624	3624	4804	4804
获利能力						未分配利润	-363	-127	42	305	640
毛利率(%)	21.79%	22.01%	20.26%	21.09%	21.30%	归属母公司股东权益合计	4967	4837	5006	6809	7143
净利率(%)	-19.50%	3.96%	3.14%	4.35%	5.09%	负债和所有者权益	10854	10419	9771	10212	10498
总资产净利润(%)	-11.95%	2.27%	1.77%	2.63%	3.25%	现金流量表	单位:百万元				
ROE(%)	-26.10%	4.89%	3.37%	3.86%	4.68%	经营活动现金流	-219	886	815	181	341
偿债能力						净利润	-1283	264	189	294	373
资产负债率(%)	52%	52%	46%	31%	29%	折旧摊销	215	238	237	236	238
流动比率						财务费用	116	148	87	57	34
速动比率						应付帐款减少	-298	-98	302	-324	-237
营运能力						预收帐款增加	49	17	-17	10	8
总资产周转率	0.58	0.63	0.60	0.68	0.71	投资活动现金流	-216	-253	0	-1	1
应收账款周转率	3	2	2	3	2	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
应付账款周转率	7.56	8.23	7.63	8.64	8.56	长期股权投资减少	0	0	0	0	0
每股指标(元)						投资收益	-6	3	0	-1	1
每股收益(最新摊薄)	-0.80	0.15	0.10	0.13	0.17	筹资活动现金流	-97	-983	-756	-21	-215
每股净现金流(最新摊薄)	-0.32	-0.21	0.04	0.08	0.06	应付债券增加	0	0	0	0	0
每股净资产(最新摊薄)	2.98	2.90	3.00	3.36	3.52	长期借款增加	25	-25	0	0	0
估值比率						普通股增加	-38	0	0	360	0
P/E	-10.36	55.27	81.82	63.89	50.22	资本公积增加	-283	0	0	1180	0
P/B	2.78	2.86	2.76	2.47	2.35	现金净增加额	-532	-350	60	159	127
EV/EBITDA	-29.29	16.11	61.32	25.06	22.03						

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上