

信邦制药年报点评：费用端明显改善，医疗服务内生增长与盈利提升可期 买入（维持）

2021 年 03 月 30 日

证券分析师 朱国广

执业证号：S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	5,846	6,473	7,210	7,990
同比（%）	-12.2%	10.7%	11.4%	10.8%
归母净利润（百万元）	174	280	360	449
同比（%）	-26.6%	61.2%	28.6%	24.7%
每股收益（元/股）	0.10	0.17	0.22	0.27
P/E（倍）	83.88	52.04	40.47	32.45

投资要点

■ **事件：**2020 年公司实现收入 58.46 亿元（-12.16%），归母净利润 1.74 亿元（-26.57%），扣非归母净利润 1.99 亿（-13.90%）。收入略低于我们预期，主要由于医药流通业务受疫情影响叠加药店终端退出等原因；利润基本符合预期。

■ **毛利率略有下降，费用端明显改善：**2020 年公司销售毛利率 21.42%（-0.59pp），主要由于疫情导致经营成本上升、防疫物资投入等，销售净利率 3.77%（-0.19pp）。费用端：公司现金流改善，财务费用约 8275 万（-44.26%），财务费用率约 1.42%（-0.81pp）；财务费用下降主要由于贷款贴息增加、新增银行贷款利率下降等。研发费用 1056 万元（-71.12%），研发费用率 0.18%（-0.37pp），主要由于剥离中肽生化相关资产减少了研发投入。另外销售费用率 6.83%（+0.33pp）、管理费用率 6.44%（-0.49pp）。随着对医院体系的集团化管理与精细化运营推进，我们预计公司在成本和费用管控、盈利提升方面有望取得显著成效。

■ **战略聚焦医疗服务，医院板块收入占比进一步提高。**2020 年公司医疗服务板块受到疫情影响，全年实现收入 19.68 亿元（+1.27%）；包含内部配送的收入比重 26.42%（+3.44pp）；减去内部配送的收入比重 33.66%（+4.47pp）。其中，肿瘤医院实现收入 10.53 亿元；白云医院实现收入 5.25 亿元；根据公司公告乌当医院 2019 年收入约 1.5 亿元，我们估计 2020 年乌当医院收入基本持平；其他四家县级医院收入合计约 2.4 亿元。此外，肿瘤医院净利率约 4.1%，仍具较大提升空间；安居医院净利率约 10.7%，已进入较好经营状态；医疗服务板块内生增长与盈利提升可期。

■ **医药流通收入结构持续优化，医药工业中药饮片快速增长。**2020 年医药流通板块实现收入 48.55 亿元（-13.97%）；减去内部抵消后实现收入 32.53 亿元（-15.34%）。医药流通收入低于预期，主要由于疫情及终端药店退出等影响。但等级医院开户数量增加了 30 余户，高毛利的专业耗材、器械品种销售占比稳步提升至 16.94%（+4.91pp），收入结构继续优化。2020 年医药工业板块实现收入 5.74 亿元（-31.22%），中药饮片收入 1.85 亿元，同比增长约 52%；中成药收入 3.38 亿元，同比下滑约 18%，我们预计医药工业板块整体保持稳健。

■ **盈利预测与投资评级：**考虑公司医疗服务板块内生增长与盈利提升潜力较大，医药流通收入结构优化，我们将公司 2021-2022 年归母净利润 2.80/3.61 亿元调整至 2.80/3.60 亿元，2023 年预计为 4.49 亿元，2021-2023 年对应当前市值的 PE 分别为 52X/40X/32X，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**医院盈利能力提升不及预期；医疗事故风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	8.69
一年最低/最高价	4.23/9.92
市净率(倍)	2.95
流通 A 股市值(百万元)	13515.88

基础数据

每股净资产(元)	2.95
资产负债率(%)	46.51
总股本(百万股)	1667.23
流通 A 股(百万股)	1555.34

相关研究

- 1、《信邦制药（002390）：战略聚焦省肿瘤等医疗服务，股权理顺后开启新征程！》2021-02-02
- 2、《信邦制药（002390）：经营业绩逐季恢复，战略发展医疗服务》2020-10-28
- 3、《信邦制药（002390）：董事长 15.12 亿元参与定增，贵州省优质医疗服务标的迎来新发展》2020-09-08

信邦制药三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	6,091	8,590	8,489	9,707	营业收入	5,846	6,473	7,210	7,990
现金	1,776	3,177	3,104	3,164	减:营业成本	4,594	5,139	5,672	6,232
应收账款	2,578	3,548	3,276	4,286	营业税金及附加	24	26	29	33
存货	843	870	1,021	1,056	营业费用	399	423	471	522
其他流动资产	894	996	1,088	1,201	管理费用	387	416	448	489
非流动资产	3,571	3,646	3,725	3,790	研发费用	11	12	13	14
长期股权投资	1	3	4	6	财务费用	83	61	55	49
固定资产	2,201	2,281	2,385	2,483	资产减值损失	-1	-1	-1	-1
在建工程	123	129	151	178	加:投资净收益	-17	-8	-9	-10
无形资产	220	215	175	133	其他收益	8	11	10	10
其他非流动资产	1,027	1,019	1,009	990	资产处置收益	-2	-1	-1	-1
资产总计	9,662	12,236	12,213	13,497	营业利润	287	411	536	666
流动负债	4,470	5,205	4,754	5,502	加:营业外净收支	-20	-17	-17	-18
短期借款	3,383	3,383	3,383	3,383	利润总额	267	394	518	648
应付账款	789	1,236	999	1,456	减:所得税费用	47	69	91	114
其他流动负债	299	587	372	664	少数股东损益	47	45	68	86
非流动负债	23	25	27	27	归属母公司净利润	174	280	360	449
长期借款	0	2	4	4	EBIT	419	525	629	759
其他非流动负债	23	23	23	23	EBITDA	684	773	909	1,073
负债合计	4,494	5,231	4,780	5,529	重要财务与估值指标				
少数股东权益	250	296	363	449	每股收益(元)	0.10	0.17	0.22	0.27
归属母公司股东权益	4,918	6,710	7,070	7,518	每股净资产(元)	2.95	4.02	4.24	4.51
负债和股东权益	9,662	12,236	12,213	13,497	发行在外股份(百万股)	1667	2027	2027	2027
					ROIC(%)	5.5%	6.4%	7.3%	8.3%
					ROE(%)	4.3%	4.6%	5.7%	6.7%
					毛利率(%)	21.4%	20.6%	21.3%	22.0%
					销售净利率(%)	3.0%	4.3%	5.0%	5.6%
					资产负债率(%)	46.5%	42.7%	39.1%	41.0%
					收入增长率(%)	-12.2%	10.7%	11.4%	10.8%
					净利润增长率(%)	-16.4%	47.4%	31.5%	25.1%
					P/E	83.88	52.04	40.47	32.45
					P/B	2.96	2.17	2.06	1.94
					EV/EBITDA	28.63	23.56	20.21	17.14
现金流量表 (百万元)									
	2020A	2021E	2022E	2023E					
经营活动现金流	742	280	349	498					
投资活动现金流	408	-333	-369	-391					
筹资活动现金流	-587	1,454	-53	-48					
现金净增加额	565	1,401	-73	60					
折旧和摊销	265	249	280	314					
资本开支	138	73	77	64					
营运资本变动	68	-364	-424	-410					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>