

信邦制药 (002390.SZ) 2021H1 利润稳健增长, 各业务板块均保持增长态势

2021年05月08日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

蔡明子 (分析师)

苑建 (分析师)

古意涵 (联系人)

caimingzi@kysec.cn

yuanjian@kysec.cn

guyihan@kysec.cn

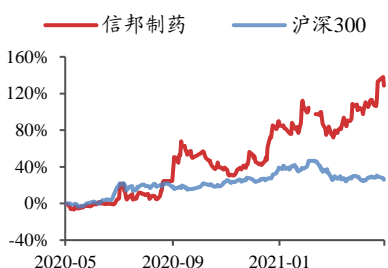
证书编号: S0790520070001

证书编号: S0790520070009

证书编号: S0790121020007

日期	2021/5/7
当前股价(元)	10.47
一年最高最低(元)	11.00/4.23
总市值(亿元)	174.56
流通市值(亿元)	162.84
总股本(亿股)	16.67
流通股本(亿股)	15.55
近3个月换手率(%)	54.47

股价走势图



数据来源: 贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-业绩逐季好转, 医疗服务核心优势持续加强》
-2021.3.30

《公司信息更新报告-定增过会, 治理结构理顺, 业绩快速增长可期》
-2021.2.23

《公司首次覆盖报告-坐拥贵州优质医院资产, 业绩拐点显现》-2021.2.2

● 2021 上半年利润实现稳健增长, 维持“买入”评级

公司发布 2021 年一季报: 2021Q1 营收 14.60 亿元(同比 2020Q1 增 17.21%); 归母净利润 0.72 亿元(同比 2020Q1 增 654.54%/同比 2019Q1 增 16.79%); 扣非净利润 0.69 亿元(同比 2020Q1 增 636.75%/同比 2019Q1 增 11.74%); 经营现金流净额 0.64 亿元(同比 2020Q1 减 70.79%)。EPS0.05 元/股。公司预告 2021H1 业绩: 2021H1 归母净利润预计 1.39~1.57 亿元(+290~340%)。维持 2021-2023 年盈利预测不变, 预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 2.80/3.51/4.37 亿元, EPS 分别为 0.17/0.21/0.26 元, 当前股价对应 P/E 分别为 62.3/49.7/39.9 倍, 公司业务结构、治理结构皆理顺, 医疗服务业务在贵州省具备明显优势, 维持“买入”评级。

● 2021 上半年公司各业务板块均保持持续增长态势

2021Q1 实现归母净利润 0.72 亿元, 同比 2020Q1 增 654.54%, 同比 2019Q1 增 16.79%, 2021 上半年归母净利润预计 1.39~1.57 亿元, 同比增长 290~340%, 对应 2021Q2 归母净利润 0.67~0.85 亿元, 同比增长 37.88%~74.55%。鉴于中药行业平均净利润增长率为 4.49%, 公司归母净利润增速明显好于行业平均。根据公司预测, 新型冠状病毒肺炎对公司 2020 年一季度经营影响较大, 二季度恢复正常, 2021 年上半年公司各业务板块均保持持续增长态势。

● 核心业务医疗服务平稳增长, 肿瘤医院单床产出快速提升

2020 年医疗服务业务在疫情下实现同比增长 1.27%, 占总收入比持续上升, 从 2019 年的 29.20% 增至 33.66%。2020 年贵州肿瘤医院收入同比增长 6.09% 至 10.53 亿元, 在肿瘤医院开放床位入住率在 97%~100% 的假设下, 肿瘤医院单床产出提升 3%~6%, 验证我们之前的逻辑, 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。

● 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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	6,655	5,846	6,790	7,603	8,488
YOY(%)	1.1	-12.2	16.1	12.0	11.6
归母净利润(百万元)	236	174	280	351	437
YOY(%)	-118.2	-26.6	61.5	25.4	24.4
毛利率(%)	22.0	21.4	21.4	22.3	22.8
净利率(%)	3.6	3.0	4.1	4.6	5.2
ROE(%)	5.2	4.3	6.1	7.1	8.1
EPS(摊薄/元)	0.15	0.11	0.17	0.21	0.26
P/E(倍)	73.9	100.6	62.3	49.7	39.9
P/B(倍)	3.6	3.5	3.4	3.1	2.9

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 2021 上半年利润实现稳健增长，各业务板块均保持持续增长态势	3
2、 核心业务医疗服务平稳增长，肿瘤医院单床产出快速提升	3
3、 公司持续加强其专家医生核心资产优势，坚持医疗、教学和科研协同发展的建院思路	3
4、 定增过会，治理结构理顺，促进业务可持续发展	4
5、 盈利预测与投资建议	4
6、 风险提示	5
附： 财务预测摘要	6

图表目录

表 1： 信邦制药盈利预测	4
---------------------	---

1、2021 上半年利润实现稳健增长，各业务板块均保持持续增长态势

公司发布 2021 年一季报: 2021Q1 实现营收 14.60 亿元(同比 2020Q1 增 17.21%); 归母净利润 0.72 亿元 (同比 2020Q1 增 654.54%, 同比 2019Q1 增 16.79%); 扣非净利润 0.69 亿元 (同比 2020Q1 增 636.75%, 同比 2019Q1 增 11.74%); 经营现金流净额 0.64 亿元 (同比 2020Q1 减 70.79%)。EPS0.05 元/股。公司同时预告 2021 年上半年业绩: 2021 上半年归母净利润预计 1.39~1.57 亿元, 同比增长 290~340%, 对应 2021Q2 归母净利润 0.67~0.85 亿元, 同比增长 37.88%~74.55%。公司收入稳健增长, 鉴于中药行业平均净利润增长率为 4.49%, 公司归母净利润增速明显好于行业平均。根据公司预测, 新型冠状病毒肺炎对公司 2020 年一季度经营影响较大, 二季度恢复正常, 2021 年上半年公司各业务板块均保持持续增长态势。

从毛利率来看, 公司 2021Q1 毛利率为 21.08% (同比 2020Q1+5.3pct, 同比 2019Q1+1.61pct), 净利率 4.94% (同比 2020Q1+5.99pct, 同比 2019Q1+0.99pct), 我们认为公司整体毛利率上升主要与规模效应及集团加强精细化管理有关。从费用率来看, 销售费用率 6.21% (-2.24pct), 管理费用率 6.58% (-1.62pct), 研发费用率 0.03% (-0.61pct), 财务费用率 1.89% (+1.79pct), 其中, 研发费用率同比下降主要系 2020Q2 出售子公司中肽生化有限公司及康永生物技术有限公司, 2021Q1 相关研发费用减少; 财务费用率同比上升主要系收到的贷款贴息较 2020Q1 减少。

公司管理情况改善, 营运能力不断加强, 存货周转天数从 2020Q1 的 83.99 天持续下降至 2021Q1 的 65.35 天 (-18.64 天), 应收账款周转天数从 2020Q1 的 195.40 天持续下降至 148.83 天 (-46.56 天)。

2、核心业务医疗服务平稳增长，肿瘤医院单床产出快速提升

公司医疗服务业务坚持肿瘤专科、综合医院齐头并进的布局, 拥有肿瘤医院、白云医院、乌当医院、仁怀新朝阳医院等 7 家医疗机构, 分布在贵阳、安顺、遵义和六盘水, 拥有床位数 5,000 余张。

2020 年医疗服务业务在疫情下实现同比增长 1.27%, 占总收入比持续上升, 从 2019 年的 29.20% 增至 33.66%, 全年医院门诊量 88.54 万人次、入院 10.29 万人次、出院 10.35 万人次、放疗 9.18 万人次、手术 4.73 万台次。2020 年白云医院收入同比增长 1.04% 至 5.25 亿元, 贵州肿瘤医院收入同比增长 6.09% 至 10.53 亿元, 在肿瘤医院开放床位入住率在 97%~100% 的假设下, 肿瘤医院单床产出提升 3%~6%, 验证我们之前的逻辑, 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。

公司 2020 年搭建“互联网+医疗”平台, 目前已初见成效, 形成了集医生、药师、患者、数据、服务为一体的云端医疗联合体。

3、公司持续加强其专家医生核心资产优势，坚持医疗、教学和科研协同发展的建院思路

公司坚持规范化、科学化的医院管理思路，目前拥有了较为稳定的专家骨干团队和管理队伍，已形成了较为完善的医疗卫生人才培养体系，摸索出一套较为成熟且行之有效的医院运营模式，具备实现规范化、一体化、精细化管理模式的能力。

首席专家负责制助力旗下医院同质化发展：公司率先在肿瘤医院、白云医院、乌当医院三家医院实施“同质化发展、一体化管理”的管理模式并初见成效，实行首席专家负责制，负责学科建设、人才培养、临床教学科研以及设备投入的管理，目前已聘任肿瘤学科、妇产学科、检验学科等 7 名首席专家，提升各医院在学科上的技术水平和服务能力，为患者提供更优质的医疗服务。

加速建设人才梯队，储备后续医疗人才：在人才储备方面，白云医院在 2018 年成为贵州医科大学的第二临床教学点，2019 年 7 月公司已启动教学中心的建设项目，预计 2021 年 8 月投入使用，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。

2021 年公司在医疗服务业务将继续落实“同质化发展、一体化管理”工作；加大人才培养引进力度，提升医院的医疗水平；提升临床、教学和科研的协同发展；加强医院内控管理，改善营运指标，提升医疗服务的盈利能力。

4、定增过会，治理结构理顺，促进业务可持续发展

信邦制药 2020 年 9 月 8 日发布定增预案，计划非公开发行 3.6 亿股股票，发行价格为 4.2 元/股，锁定期为 18 个月，全部由金域实业认购，预计定增完成后，董事长安怀略先生将成为公司的实际控制人，定增预案于 2021 年 2 月 1 日获得中国证监会发行审核委员会审核通过，2 月 23 日获得中国证监会予以核准的正式文件。预计本次定增完成后，安怀略先生及其一致行动人直接和间接持有信邦制药合计 25.05% 股份，董事长安怀略先生将成为公司的实际控制人，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，稳妥解决目前大股东高比例质押造成的风险，为实现公司在医疗服务、医药流通及医药工业领域的可持续发展打下坚实的基础。

5、盈利预测与投资建议

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，维持 2021-2023 年盈利预测不变，预计 2021-2023 年公司收入分别为 67.90、76.03、84.88 亿元，归母净利润分别为 2.80/3.51/4.37 亿元，EPS 分别为 0.17/0.21/0.26 元，当前股价对应 P/E 分别为 62.3/49.7/39.9 倍，维持“买入”评级。

表1: 信邦制药盈利预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	6,655	5,846	6,790	7,603	8,488
YOY(%)	1.1	-12.2	16.1	12.0	11.6
归母净利润(百万元)	236	174	280	351	437
YOY(%)	-118.2	-26.6	61.5	25.4	24.4
毛利率(%)	22.0	21.4	21.4	22.3	22.8
净利率(%)	3.6	3.0	4.1	4.6	5.2
ROE(%)	5.2	4.3	6.1	7.1	8.1
EPS(摊薄/元)	0.15	0.11	0.17	0.21	0.26

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
P/E(倍)	73.9	100.6	62.3	49.7	39.9
P/B(倍)	3.6	3.5	3.4	3.1	2.9

数据来源：公司公告、开源证券研究所

6、风险提示

医联控费趋严；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)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	6175	6091	7407	7309	8823
现金	1236	1776	1338	1713	1433
应收票据及应收账款	2954	2578	3678	3390	4478
其他应收款	421	541	577	675	722
预付账款	316	260	409	340	496
存货	994	843	1291	1072	1549
其他流动资产	254	93	113	119	145
非流动资产	4244	3571	3577	3531	3408
长期投资	0	1	3	4	6
固定资产	2387	2201	2292	2292	2246
无形资产	308	220	215	175	133
其他非流动资产	1549	1149	1067	1060	1023
资产总计	10419	9662	10984	10840	12232
流动负债	5009	4470	5454	4886	5758
短期借款	3435	3383	3522	3554	3473
应付票据及应付账款	1021	789	1332	1005	1593
其他流动负债	553	299	600	326	692
非流动负债	362	23	26	31	28
长期借款	299	0	-2	-4	-10
其他非流动负债	63	23	28	35	37
负债合计	5371	4494	5480	4916	5786
少数股东权益	211	250	305	373	458
股本	1667	1667	1667	1667	1667
资本公积	3624	3624	3624	3624	3624
留存收益	-72	82	392	793	1302
归属母公司股东权益	4837	4918	5199	5550	5987
负债和股东权益	10419	9662	10984	10840	12232

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	886	742	-244	642	42
净利润	264	221	335	420	522
折旧摊销	275	265	222	242	255
财务费用	148	83	104	102	100
投资损失	-3	17	4	6	6
营运资金变动	161	68	-909	-128	-841
其他经营现金流	41	89	0	0	0
投资活动现金流	-253	408	-232	-202	-139
资本支出	208	138	74	-69	-137
长期投资	-59	-27	-1	-1	-1
其他投资现金流	-105	520	-160	-272	-277
筹资活动现金流	-983	-587	38	-65	-184
短期借款	-441	-53	139	32	-81
长期借款	-25	-299	-2	-2	-6
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-517	-236	-100	-95	-97
现金净增加额	-349	565	-438	375	-280

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	6655	5846	6790	7603	8488
营业成本	5191	4594	5336	5907	6552
营业税金及附加	27	24	30	33	36
营业费用	432	399	439	499	559
管理费用	461	376	443	509	564
研发费用	37	11	22	31	31
财务费用	148	83	104	102	100
资产减值损失	0	-1	0	0	0
其他收益	13	8	11	9	10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	3	-17	-4	-6	-6
资产处置收益	0	-2	0	0	0
营业利润	345	287	422	526	650
营业外收入	2	3	3	3	3
营业外支出	16	23	18	19	19
利润总额	331	267	406	509	633
所得税	68	47	71	89	111
净利润	264	221	335	420	522
少数股东损益	27	47	55	68	85
归母净利润	236	174	280	351	437
EBITDA	739	635	739	867	1002
EPS(元)	0.15	0.11	0.17	0.21	0.26

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	1.1	-12.2	16.1	12.0	11.6
营业利润(%)	128.9	-16.7	46.7	24.7	23.7
归属于母公司净利润(%)	-118.2	-26.6	61.5	25.4	24.4
获利能力					
毛利率(%)	22.0	21.4	21.4	22.3	22.8
净利率(%)	3.6	3.0	4.1	4.6	5.2
ROE(%)	5.2	4.3	6.1	7.1	8.1
ROIC(%)	4.3	3.7	4.9	5.6	6.5
偿债能力					
资产负债率(%)	51.5	46.5	49.9	45.4	47.3
净负债比率(%)	51.2	31.5	40.1	31.6	32.1
流动比率	1.2	1.4	1.4	1.5	1.5
速动比率	0.9	1.1	1.0	1.2	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	2.3	2.1	2.2	2.2	2.2
应付账款周转率	5.0	5.1	5.0	5.1	5.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.15	0.11	0.17	0.21	0.26
每股经营现金流(最新摊薄)	0.53	0.45	-0.15	0.39	0.03
每股净资产(最新摊薄)	2.90	2.95	3.12	3.33	3.59
估值比率					
P/E	73.9	100.6	62.3	49.7	39.9
P/B	3.6	3.5	3.4	3.1	2.9
EV/EBITDA	27.4	30.5	27.0	22.7	19.9

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（underperform）	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（underperform）	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