开源证券

信邦制药（002390.SZ）

2022 年 01 月 25 日

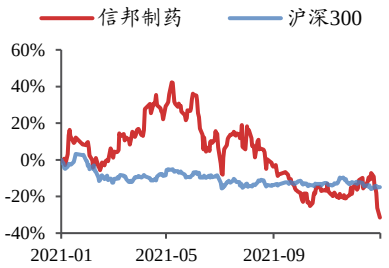
业绩增长符合预期，医院经营持续改善

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2022/1/24
当前股价(元)	5.72
一年最高最低(元)	12.00/5.63
总市值(亿元)	115.96
流通市值(亿元)	89.68
总股本(亿股)	20.27
流通股本(亿股)	15.68
近 3 个月换手率(%)	132.34

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《公司信息更新报告-Q3 经营利润环比增长，资本结构持续优化》-2021.10.30

《公司信息更新报告-股权激励计划落地，助力公司持续稳健增长》-2021.9.23

《公司信息更新报告-Q2 利润增长提速，核心业务医疗服务成长潜力大》-2021.8.26

蔡明子（分析师）
caimingzi@kysec.cn
证书编号：S0790520070001

龙永茂（联系人）
longyongmao@kysec.cn
证书编号：S0790121070011

● 主营业务稳步增长，剔除非经费用影响业绩增长超预期

2022 年 1 月 24 日，公司发布 2021 年业绩预告：2021 年度公司实现归母净利润 2.60-2.86 亿元，同比增长 50%~65%；实现扣非后归母净利润 2.79-3.08 亿元，同比增长 40%~55%。分季度看，2021Q4 公司实现归母净利润 0.50-0.76 亿元，同比变动-0.2%~51.5%；实现扣非后归母净利润 0.53-0.83 亿元，同比变动-30.5%~8.5%。公司利润增速符合我们之前的预期。根据业绩预告，公司 2021 年医药流通、医疗服务、医药制造三大业务板块的主营业务收入较 2020 年度均稳步增长，运营效率逐渐提升，盈利能力提高。公司医疗服务业务在贵州省具备明显优势及发展潜力，我们维持对公司的盈利预测不变，预计 2021-2023 年归母净利润分别为 2.80、3.51、4.37 亿元，对应 EPS 分别为 0.14、0.17、0.22 元/股，当前股价对应 PE 分别为 41.4/33.0/26.5 倍，维持“买入”评级。

● 核心业务医疗服务成长潜力大，贵州省肿瘤医院盈利能力快速提升

公司医疗服务业务坚持肿瘤专科、综合医院齐头并进的网络布局，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。2021H1 贵州肿瘤医院收入 5.40 亿元（同比 2019H1+16.88%），净利润 0.40 亿元（同比 2019H1+142.54%），净利率较 2019H1 的 3.6%提升 3.8pct 至 7.4%，盈利能力快速提升。

● 股权激励计划激发员工动力，助力公司持续稳健增长

2021 年 9 月 23 日，公司发布 2021 年股票期权授予公告，授予日为 9 月 22 日，向 456 名激励对象（包括董事、高管等 7 名，核心骨干人员等 449 名）授予 8,337.6743 万份股票期权。本次激励计划 2021-2023 年业绩考核目标在剔除股权激励计划股份支付费用后分别为 2.8、3.5、4.3 亿元，对于降低公司留人成本、激发员工动力、吸引并留住行业内优秀人才，保持公司持续稳健增长有重大作用。

● 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	21.3	22.2	22.7
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	0.14	0.17	0.22
P/E(倍)	49.1	66.8	41.4	33.0	26.5
P/B(倍)	2.4	2.4	2.2	2.1	1.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

目　录

1、 主营业务稳步增长，剔除非经费用影响业绩增长超预期 3
2、 核心业务医疗服务成长潜力大，贵州省肿瘤医院盈利能力快速提升 3
3、 股权激励计划激发员工动力，助力公司持续稳健增长 3
4、 盈利预测 4
5、 风险提示 4
附：财务预测摘要 5

图表目录

表 1: 信邦制药盈利预测 4

1、 主营业务稳步增长，剔除非经费用影响业绩增长超预期

2022 年 1 月 24 日，公司发布 2021 年业绩预告：2021 年度公司实现归母净利润 2.60-2.86 亿元，同比增长 50%-65%；实现扣非后归母净利润 2.79-3.08 亿元，同比增长 40%~55%。分季度看，2021Q4 公司实现归母净利润 0.50-0.76 亿元，同比变动 -0.2%~51.5%；实现扣非后归母净利润 0.53-0.83 亿元，同比变动-30.5%~8.5%。公司利润增速符合我们之前的预期。

根据业绩预告，公司 2021 年医药流通、医疗服务、医药制造三大业务板块的主营业务收入较 2020 年度均稳步增长，运营效率逐渐提升，盈利能力提高。新冠疫情对公司 2020 年一季度经营影响较大，2021 年除局部零星疫情的影响外，公司经营活动基本正常。降本增效在 2021H1 已有成效，销售/管理费用率皆实现下降，预计控制药耗占比影响减小，整体增速将逐步回升。

费用方面，公司 2021 年 9 月完成股票期权激励计划授予登记工作，2021 年度确认的股份支付费用（税后）约为 1,380 万元。2021 年归属于上市公司股东的非经常性损益金额约为人民币 2,000 万元，主要为：对外捐赠支出 2,757 万元、政府补助收益 737 万元。参考公司股权激励考核目标：实现净利润 2.8 亿元，剔除股权支付费用、捐赠等非经费用影响，预计公司实现归母净利润 2.9-3.8 亿元，同比增长 70%~85%，业绩实现超预期增长。

2、 核心业务医疗服务成长潜力大，贵州省肿瘤医院盈利能力快速提升

公司医疗服务业务坚持肿瘤专科、综合医院齐头并进的网络布局，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。

医院盈利能力迅速提升，单床产出提升潜力大。2021H1 贵州肿瘤医院收入 5.40 亿元（同比 2019H1+16.88%），净利润 0.40 亿元（同比 2019H1+142.54%），净利率较 2019H1 的 3.6%提升 3.8pct 至 7.4%，盈利能力快速提升。在医院开放床位入住率在 100%的假设下，单床产出提升 16.9%，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。

进一步收购旗下医院少数股权提升对医院的管控能力。2021 年 6 月，公司控股子公司贵州科开医药完成对仁怀新朝阳医院 13.5%少数股权的收购，收购完成后拥有仁怀新朝阳医院 68.5%的股权。

3、 股权激励计划激发员工动力，助力公司持续稳健增长

2021 年 9 月 23 日，公司发布 2021 年股票期权授予公告，授予日为 9 月 22 日，向 456 名激励对象（包括董事、高管等 7 名，核心骨干人员等 449 名）授予 8,337.6743 万份股票期权，占激励计划授予日股本总额的比例为 4.11%，股票期权的行权价格为 7.32 元/股。经公司测算，预计未来股票期权激励成本为 1.06 亿元，分 4 年摊销，

2021-2024 年摊销费用分别为：1,786.15、5,495.36、2,412.71、894.63 万元，预计对利润产生影响较小。本次激励计划 2021-2023 年业绩考核目标在剔除股权激励计划股份支付费用后分别为 2.8、3.5、4.3 亿元，对于降低公司留人成本、激发员工动力、吸引并留住行业内优秀人才，保持公司持续稳健增长有重大作用。

4、 盈利预测

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，我们维持对公司的盈利预测不变，预计 2021-2023 年归母净利润分别为 2.80、3.51、4.37 亿元，对应 EPS 分别为 0.14、0.17、0.22 元/股，当前股价对应 PE 分别为 41.4/33.0/26.5 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	21.3	22.2	22.7
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	0.14	0.17	0.22
P/E(倍)	49.1	66.8	41.4	33.0	26.5
P/B(倍)	2.4	2.4	2.2	2.1	1.9

数据来源：聚源、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)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	6175	6091	7769	7671	9186
现金	1236	1776	1699	2073	1793
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	1293	1074	1551
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	11346	11202	12594
流动负债	5009	4470	5456	4888	5761
短期借款	3435	3383	3522	3554	3473
应付票据及应付账款	1021	789	1334	1007	1595
其他流动负债	553	299	601	327	693
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	5483	4919	5789
少数股东权益	211	250	305	373	458
股本	1667	1667	2027	2027	2027
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	5559	5910	6347
负债和股东权益	10419	9662	11346	11202	12594

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	5340	5916	6561
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	100	93	91
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	735	858	993
EPS(元)	0.15	0.11	0.14	0.17	0.22

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	21.3	22.2	22.7
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	4.8	5.6	6.4
偿债能力					
资产负债率(%)	51.5	46.5	48.3	43.9	46.0
净负债比率(%)	51.2	31.5	33.6	25.5	26.5
流动比率	1.2	1.4	1.4	1.6	1.6
速动比率	0.9	1.1	1.1	1.3	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	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	0.14	0.17	0.22
每股经营现金流(最新摊薄)	0.44	0.37	-0.12	0.31	0.02
每股净资产(最新摊薄)	2.39	2.43	2.56	2.74	2.95
估值比率					
P/E	49.1	66.8	41.4	33.0	26.5
P/B	2.4	2.4	2.2	2.1	1.9
EV/EBITDA	19.5	21.2	18.7	15.7	13.9

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	886	742	-248	633	33
净利润	264	221	335	420	522
折旧摊销	275	265	222	242	255
财务费用	148	83	100	93	91
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	402	-56	-174
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	360	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-517	-236	-95	-86	-88
现金净增加额	-349	565	-78	374	-280

数据来源：聚源、开源证券研究所

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