

2022年06月14日

证券研究报告·公司研究报告

信邦制药(002390) 医药生物

买入(首次)

当前价: 5.89元

目标价: 7.10元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

区域医疗服务行业龙头，多板块协同共创佳绩

投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 贵州省肿瘤治疗市场空间广阔，预计至2025年将达到167亿元，公司优质肿瘤专科医院有望为医疗服务板块带来持续收入增长；2) 医疗服务板块立足省会向外拓张，目前公司在贵阳市已布局3家医院，其他县市布局4家医院，其中白云医院预计2023年可增加1000余张床位，与肿瘤医院形成协同效应，有望成为未来收入增长点；3) 医药制造板块受政策利好持续发展，近年收入增速超30%，公司以贵州为中心，在西南、西北共发展道地中药材基地100个，扩大中药饮片生产产能，并与江苏省中医院等国内知名中医院建立合作关系扩大下游覆盖范围，预计中药饮片将持续推动公司医药制造板块业绩增长。
- 省内肿瘤治疗需求空间大，优质医疗资源稀缺。** 贵州省肿瘤市场由2014年的81亿元增长至2020年的120亿元，预计至2025年将达到167亿元。同时，国家支持社会办医的政策以及贵州省优秀的医保支付能力，为公司肿瘤医院的发展提供动力。公司旗下贵州省肿瘤医院是贵州省唯一的三甲肿瘤专科医院，省内优质医疗资源稀缺，预计公司肿瘤医院收入将持续增长。
- 立足省会向外扩张，省内医疗服务格局初步奠定。** 公司旗下拥有7家医院，以贵阳市三家核心医院为中心，向省内其他县市辐射扩张，在遵义市、安顺市和六盘水市均设有医疗机构，初步奠定省内格局。目前公司已经实现贵州省内床位数超5000张，预计10年内床位数超过8000张。随着公司未来在省内及西南区域的扩张，公司医疗服务板块有望保持稳健增长。
- 政策利好中医药行业，医药制造板块迎来发展机遇。** 医药制造板块中，公司中药饮片质量优异，且受国家鼓励中医药发展政策利好，近年收入增速超30%，公司以贵州为中心，在西南、西北共发展道地中药材基地100个，扩大中药饮片生产产能，并与江苏省中医院等国内知名中医院建立合作关系扩大下游覆盖范围，中药饮片业务有望拉动医药制造板块业绩增长。中成药方面，公司拥有24个国家医保目录品种，业务已趋于稳定，将为公司提供持续稳定的贡献。
- 盈利预测与投资建议:** 公司现有业务未来3年营收增速分别为14.2%、14.7%、15.9%。预计未来公司医疗服务板块在白云医院的扩建后，门诊量、手术量将迎来增长；人员、药耗管理改革后，医疗服务板块利润率将提升。预计未来三年归母净利润为3.5/4.5/5.7亿元，CAGR达28%。根据分部估值法，2022年分别给予公司医药流通、医疗服务、医药制造板块15倍、75倍、30倍PE，对应目标价7.1元，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 医院收入不及预期；行业政策风险；新冠疫情风险；医疗事故风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6471.87	7392.92	8480.19	9827.78
增长率	10.71%	14.23%	14.71%	15.89%
归属母公司净利润(百万元)	272.87	352.37	447.78	572.56
增长率	57.25%	29.14%	27.08%	27.87%
每股收益EPS(元)	0.13	0.17	0.22	0.28
净资产收益率ROE	5.48%	5.00%	6.05%	7.29%
PE	44	34	27	21
PB	1.80	1.78	1.69	1.58

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

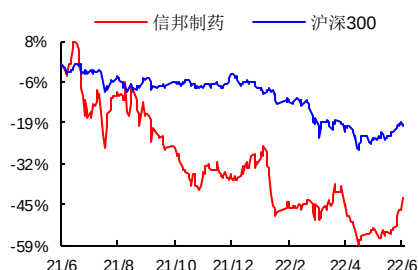
分析师: 杜向阳

执业证号: S1250520030002

电话: 021-68416017

邮箱: duxy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	20.27
流通A股(亿股)	15.68
52周内股价区间(元)	4.36-11.36
总市值(亿元)	119.40
总资产(亿元)	96.29
每股净资产(元)	3.27

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 公司概况：医疗服务为核心，打造健康全产业链	1
2 省内医疗市场前景广阔，优质肿瘤专科医疗资源稀缺	4
2.1 医疗服务板块省内布局，发展“医疗服务+”网络	4
2.2 贵州省医疗服务市场空间大，优质肿瘤诊疗资源稀缺	5
3 医疗服务推动公司未来发展，医药流通及制造稳健增长	12
3.1 医疗服务板块：立足省会城市向外扩张	12
3.2 医药流通板块：营销网络遍布全省，业务类型丰富	21
3.3 医药制造板块：着力中药饮片业务，中成药业务稳健发展	23
4 盈利预测与估值	24
4.1 盈利预测	24
4.2 相对估值	25
5 风险提示	26

图 目 录

图 1: 公司发展历史.....	1
图 2: 公司股权结构图.....	2
图 3: 2006-2021 年营业收入及增速.....	3
图 4: 2006-2021 年归母净利润及增速.....	3
图 5: 2015-2021 年主营业务结构.....	3
图 6: 公司发展战略三大板块.....	3
图 7: 2016-2021 年公司三大板块营收增速情况.....	4
图 8: 2015-2021 年公司三大板块毛利率情况.....	4
图 9: 公司医疗机构在贵州省的分布.....	5
图 10: 2015-2021 年医疗服务板块收入及增速.....	5
图 11: 2015-2021 年医疗服务板块毛利率.....	5
图 12: 贵州省 2015-2019 年诊疗人次数.....	6
图 13: 贵州省 2015-2020 年公立及民营医疗机构床位数.....	6
图 14: 贵州省 2016-2019 年肿瘤科门急诊人次数.....	6
图 15: 贵州省 2016-2019 年肿瘤科出院人数.....	6
图 16: 2018 年全国各省(市)每万人拥有肿瘤科床位数.....	7
图 17: 贵州省 2010-2020 年常住人口.....	7
图 18: 贵州省 2016-2020 年常住人口年龄结构.....	7
图 19: 湖北省 2007-2013 年不同年龄段肺癌患者治疗费用.....	8
图 20: 贵州省与湖北省 2011-2020 年人均可支配收入.....	8
图 21: 贵州省 2011-2020 年基本医疗保险收入、支出和累计结余.....	10
图 22: 公司旗下医院股权情况.....	12
图 23: 公司旗下医院发展历史.....	13
图 24: 公司旗下医院地点分布情况.....	13
图 25: 公司旗下医院层级.....	13
图 26: 贵州省 2020 年各市常住人口情况(万人).....	14
图 27: 贵阳市 2010-2020 年常住人口.....	14
图 28: 肿瘤医院部分重点体系介绍.....	15
图 29: 遵义市 2020 年各区、县、市常住人口情况(万人).....	18
图 30: 仁怀市 2010-2020 年常住人口.....	18
图 31: 六盘水市 2020 年城镇居民人均可支配收入(元).....	19
图 32: 钟山区 2010-2020 年常住人口.....	19
图 33: 医药流通板块股权结构图.....	21
图 34: 医药流通板块主要业务.....	22
图 35: 医药流通板块省内主要覆盖区域.....	22
图 36: 2015-2021 年医药流通板块收入及增速.....	22
图 37: 2015-2021 年医药流通板块毛利率.....	22
图 38: 医药制造板块股权结构图.....	23
图 39: 公司产品关节克痹丸.....	23

图 40：公司中成药主要类别	23
图 41：2015-2021 年医疗制造板块收入及增速	24
图 42：2015-2021 年医疗制造板块毛利率	24

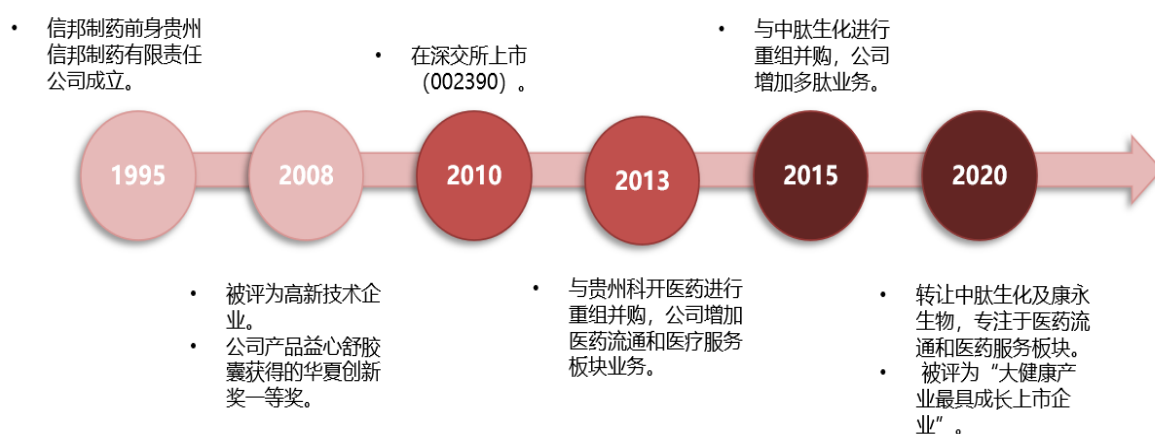
表 目 录

表 1：公司高管及核心技术人员介绍	2
表 2：贵州省肿瘤市场规模测算	8
表 3：贵州省贵阳市部分医院对比	9
表 4：国家医疗卫生事业相关政策意见梳理	10
表 5：贵州省医疗卫生事业相关政策意见梳理	11
表 6：信邦旗下 7 家医院情况	12
表 7：肿瘤医院收入测算	15
表 8：白云医院收入测算	16
表 9：乌当医院收入测算	17
表 10：仁怀市综合医院情况	18
表 11：仁怀新朝阳医院收入测算	18
表 12：安居医院收入测算	20
表 13：贵州省贵阳市部分医院情况	20
表 14：六枝博大医院收入测算	21
表 15：分业务收入及毛利率	25
表 16：可比公司估值情况	25
附表：财务预测与估值	27

1 公司概况：医疗服务为核心，打造健康全产业链

信邦制药成立于 1995 年，过去主要从事纯天然植物类中成药的研发、生产和销售，并于 2010 年 4 月在深交所上市。自 2013 年与科开医药重组并购，公司产业朝医药流通和医疗服务业务延伸，形成了集医药工业、医疗服务、医药流通三大板块协同发展的综合性医药集团。2015 年公司布局多肽及诊断试剂的研发业务，但近年来受中美贸易摩擦及新冠疫情影响，多肽业务业绩下滑，公司在 2020 年转让中肽生化及康永生物全部股份，彻底剥离多肽业务，并将重心转移至医疗服务板块。目前，信邦制药已成为集医疗服务、医药流通和医药工业的医疗健康全产业链集团，形成了以医疗服务为核心、辅以医药流通及特色中医药的主要业务架构，构建了“医疗服务+”平台运营模式。

图 1：公司发展历史



数据来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

公司股权结构清晰，安怀略、安吉为实际控制人。公司第一大股东是贵州金域实业投资合伙企业（有限合伙），实际控制人是安怀略先生及其一致行动人，其直接和间接通过金域实业持有公司 25% 的股权。

图 2：公司股权结构图



数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

公司的管理层具有医药工作经验，且背景多元化。现任公司董事长为安怀略先生，曾任贵州医科大学附属医院急诊科主任、贵州科开医药有限公司总经理，具有实际医学工作经验；现任总经理兼董事为孔令忠女士，在信邦制药已有超过 20 年的任职经验；现任董事为胡晋先生，曾任 J&J MS Group 财务控制官、China TMK Battery Systems, Inc. 首席财务官等，具有多年的财务工作经验。

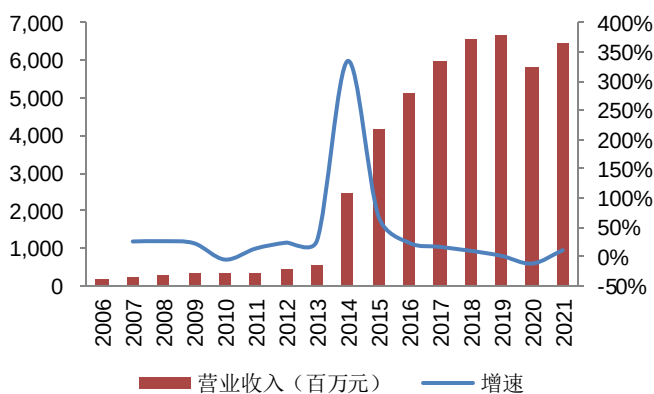
表 1：公司高管及核心技术人员介绍

姓名	职位	主要背景
安怀略	董事长	贵州医科大学医学学士，副主任医师。曾任贵州医科大学附属医院急诊科主任、贵州科开医药有限公司总经理。
孔令忠	董事、总经理	北京师范大学哲学学士，工商管理硕士。
胡晋	董事	美国康奈尔大学 MBA，美国乔治亚大学财务硕士及计算机信息硕士，清华大学五道口 EMBA，美国注册会计师。曾任 J&J MS Group 财务控制官、China TMK Battery Systems, Inc. 首席财务官、深圳永邦四海私募股权基金创始人。
王然	董事	西南政法大学法学学士，拥有法律职业资格证书。曾任职于北京银建投资有限公司。

数据来源：公司公告，西南证券整理

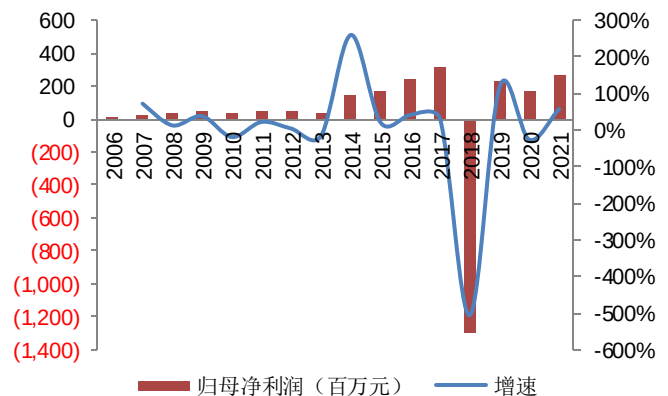
重组并购科开集团后业绩快速增长，近年增速趋于平稳。2013-2015 年公司营业收入快速增长，2014 年营业收入同比增速高达 334.8%，原因在于 2013 年与科开医药的资产重组为公司增加了医药流通和医疗服务所致，2017 年公司营业收入达 60 亿元，归母净利润 3.2 亿元。2018 年以来，公司营业收入增速受阻，2018 年公司旗下中肽生化的多肽业务受客户自身业务的变化以及诊断试剂市场竞争的影响，2018 年业绩首次下滑并计提商誉减值 15.4 亿元，2019 年营业收入同比增加 1.1%，2020 年受新冠疫情影响营业收入同比下降 12.2%，归母净利润同比下降 26.6%。2020 年底公司转让中肽生化及康永生物全部股权，剥离多肽业务，专注于医疗服务和医药流通两大业务板块，2021 年公司营业收入与归母净利润均有回升，营业收入达 64.7 亿元，同比增速为 10.7%，归母净利润为 2.7 亿元，同比增速 57.3%。

图 3：2006-2021 年营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

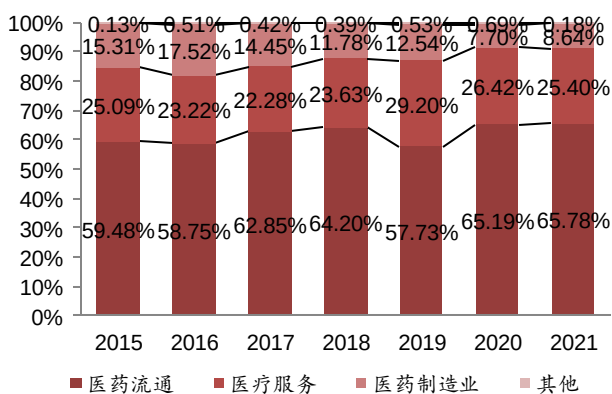
图 4：2006-2021 年归母净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司主营业务涉及医药流通、医药服务和医药制造业三大板块。医药流通是公司最主要的业务，近年来该业务营收占比约 65%，医药制造业营收占比不断下降，从 2016 年的 17.5% 下降至 2021 年的 8.6%，为多肽业务业绩下滑及被剥离所致。医疗服务营业收入持续增长，从 2015 年的 10.5 亿元增长至 2021 年的 20.7 亿元，为目前公司战略核心发展业务。

图 5：2015-2021 年主营业务结构



数据来源：Wind，西南证券整理

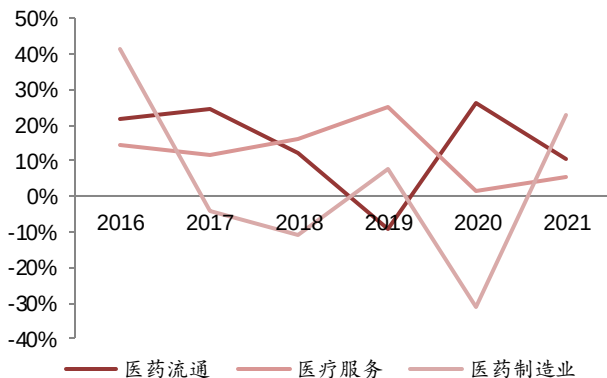
图 6：公司发展战略三大板块



数据来源：公司官网，西南证券整理

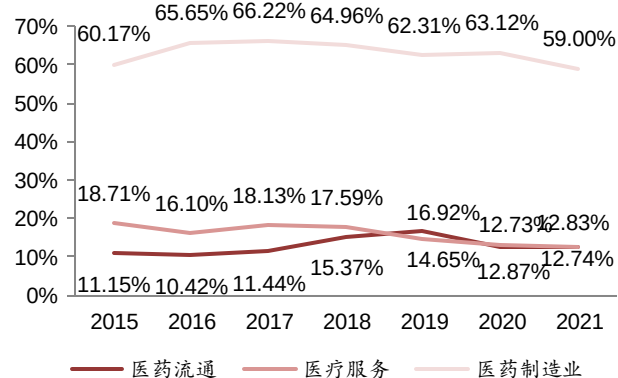
三大板块营收增速逐渐回升，医药制造板块毛利率较高。从收入增速来看，2016 年以来医疗服务板块营收持续增长。2020 年受疫情影响，除医药流通板块外，医药制造和医疗服务板块收入同比下降，2021 年随着疫情得到控制，两大业务板块均迅速恢复，营业收入增速提高，且有望继续提升。从毛利率来看，医药制造业板块毛利率稳定在约 60%，医药流通板块毛利率约在 13%。医疗服务毛利率近年来持续下降，主要原因为综合性医院收入增加，毛利率较专科医院低所致，从 2017 年的 18.1%下降至 2021 年的 12.8%。

图 7：2016-2021 年公司三大板块营收增速情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：2015-2021 年公司三大板块毛利率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

2 省内医疗市场前景广阔，优质肿瘤专科医疗资源稀缺

2.1 医疗服务板块省内布局，发展“医疗服务+”网络

公司于贵州省内布局优质医疗服务网络。2014 年公司与科开医药重组并购，新增医疗服务与医药流通业务板块。公司医疗服务板块主要由肿瘤专科和综合医院组成，目前旗下有肿瘤医院、白云医院、乌当医院、仁怀新朝阳医院、安顺医院、六盘水安居医院和六枝博大医院 7 家医疗机构，分布在贵阳、安顺、遵义和六盘水，总计床位数超 5000 张，其中肿瘤医院是贵州省唯一的三甲肿瘤专科医院，白云医院、乌当医院是在当地具有较高知名度三级综合医院。公司重视人才资源和教学科研工作，是贵州医科大学的临床教学中心，具备肿瘤专业的 GCP 机构资格证书，并开展了分子病理中心等新的治疗项目和技术。此外，公司积极搭建“互联网+医疗”平台，形成集医生、药师、患者、数据、服务为一体的云端医疗联合体，实现集团内医疗资源的快速共享，同时打破患者在诊疗上的时空界限，让优质医疗资源通过新技术惠及更多患者。

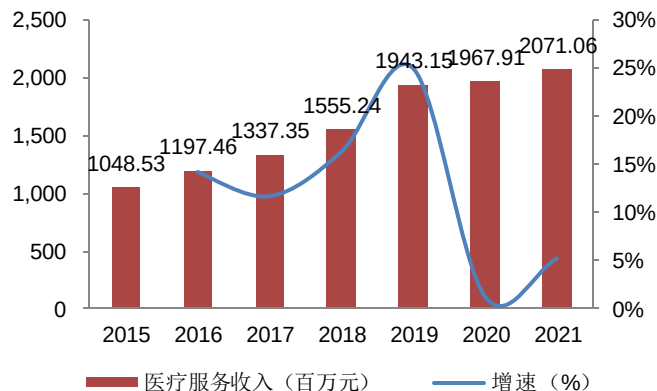
图 9：公司医疗机构在贵州省的分布



数据来源：公司公告，西南证券整理

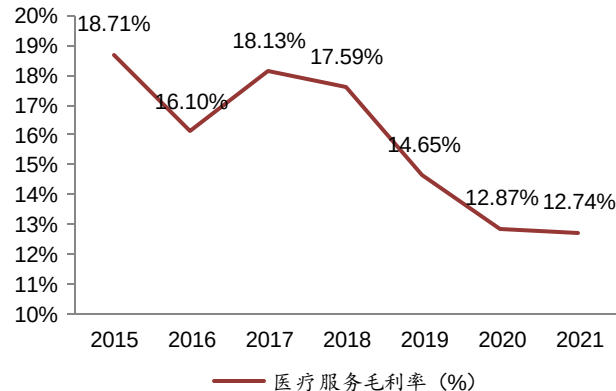
医疗服务业务规模和收入持续增长。2021 年公司医疗服务营业收入 20.7 亿元，同比增长 5%，其中肿瘤医院 10.8 亿元，白云医院 5.8 亿元。医疗服务收入占营业收入比例为 25.4%。全年医院门诊量 116.3 万人次，同比增长 31.4%。随着医改政策的继续推动，预计将来公司医疗服务业务会保持增长趋势。

图 10：2015-2021 年医疗服务板块收入及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 11：2015-2021 年医疗服务板块毛利率



数据来源：Wind，西南证券整理

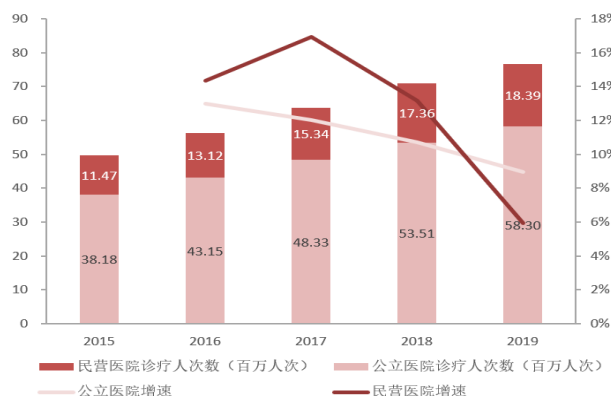
2.2 贵州省医疗服务市场空间大，优质肿瘤诊疗资源稀缺

受人口增长、人均收入水平提高、健康意识提升等影响，贵州省医疗服务市场快速发展，民营医疗机构发展速度快于公立医疗机构。2015 年以来贵州省医疗机构诊疗人次总数呈上升趋势，公立医院诊疗人次数从 2015 年的 38.2 百万人次增加至 2019 年的 58.3 百万人次，民营医院诊疗人次数从 2015 年的 11.5 百万人次增加至 2019 年的 18.4 百万人次，复合增长率分别为 11.2% 和 12.5%。预计贵州省医疗服务市场需求会继续保持增长趋势。

从床位数来看，近年来贵州省医疗机构床位数不断增加，公立医院诊疗床位数从 2015 年的 14.5 万张增加至 2020 年的 18.9 万张，民营医院诊疗床位数从 2015 年的 5.2 万张增加

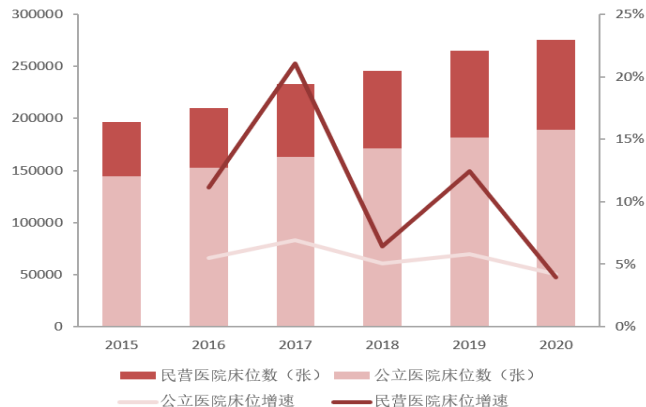
至 2020 年的 8.7 万张, 平均复合增长率分别为 5.4% 和 10.8%。相较于公立医院, 贵州省民营医院发展速度更快, 民营医院能够提供细化和个性化的医疗服务, 同时在医疗资源贡献方面有重大贡献。

图 12: 贵州省 2015-2019 年诊疗人次数



数据来源: Wind, 西南证券整理

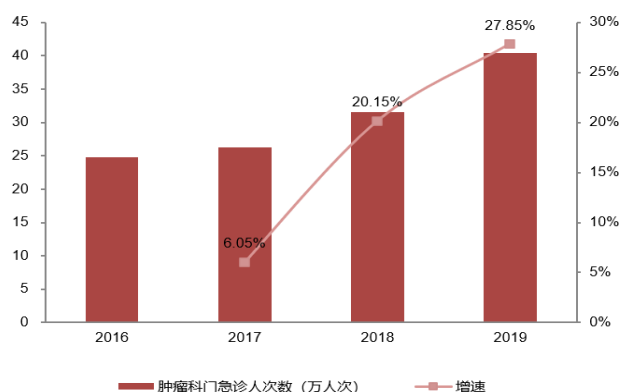
图 13: 贵州省 2015-2020 年公立及民营医疗机构床位数



数据来源: Wind, 西南证券整理

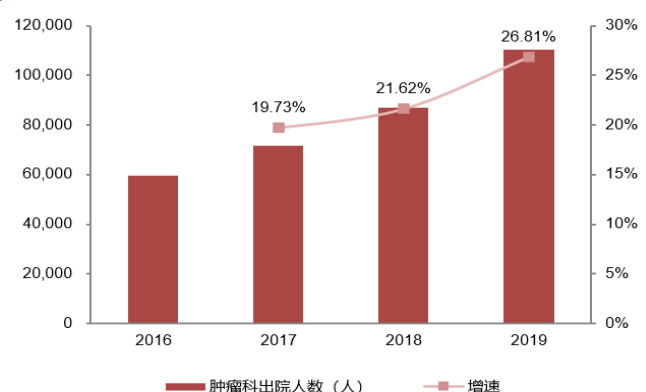
贵州省肿瘤医院是贵州省唯一的三甲肿瘤专科医院, 省内肿瘤科较好的医院还有贵州省人民医院、贵州医科大学附属医院、遵义医科大学附属医院等三级甲等综合医院。贵州省肿瘤科急诊人次数从 2016 年的 24.8 万人次增加到 2019 年的 40.4 万人次, CAGR 达 17.7%, 肿瘤科出院人数从 2016 年的 6 万人次增加到 2019 年的 11 万人次, CAGR 达 22.4%。说明近年来贵州省肿瘤医疗服务市场需求快速增长。但从床位数来看, 2018 年贵州省每万人拥有肿瘤科床位数仅为 0.9 张, 远低于全国平均值 1.6 张, 位列全国倒数第三。贵州省稀缺的肿瘤医疗资源必不能满足省内快速增长的肿瘤诊疗需求, 因此贵州省肿瘤治疗市场预计还有很大空间。

图 14: 贵州省 2016-2019 年肿瘤科门急诊人次数



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 15: 贵州省 2016-2019 年肿瘤科出院人数



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 16：2018 年全国各省（市）每万人拥有肿瘤科床位数

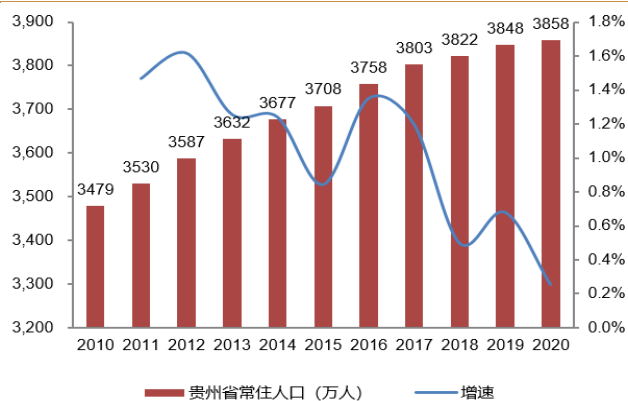


数据来源：Wind，西南证券整理

假设 1：常住人口增长率为 0.3%。肿瘤治疗市场方面，2020 年贵州省常住人口为 3858 万人，2011-2020 年 CAGR 达 1%，且同比增长率有下降趋势，2020 年同比增长率仅为 0.26%。因此，假设常住人口增长率约为 0.3% 并有下降趋势。

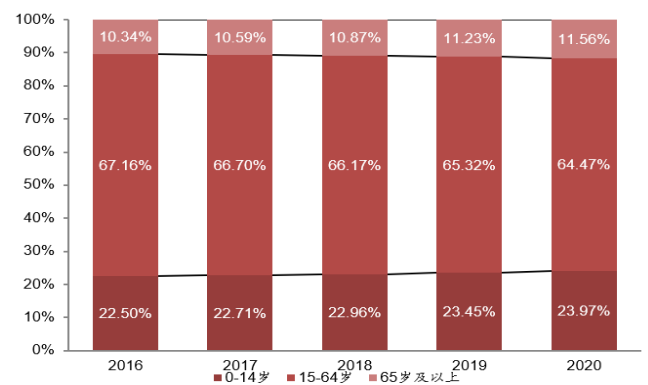
假设 2：癌症中标发病率增长率为 3.5%，并以 0.1% 逐年递增。据《2017 贵州省肿瘤登记年报》，2014 年贵州肿瘤随访登记地区的癌症中标发病率为 157.47/10 万，低于全国的 189.76/10 万，低于西部地区的 177.57/10 万。根据文献《2000-2014 年中国肿瘤登记地区癌症发病趋势及年龄变化分析》显示，近十多年来恶性肿瘤发病率每年保持约 3.9% 的增幅，死亡率每年保持 2.5% 的增幅。考虑到贵州省癌症发病率低于全国水平，假设癌症中标发病率增长率为 3.5%，并以 0.1% 逐年递增。以 2014 年贵州省常住人口与癌症中标发病率计算，2014 年贵州省肿瘤患者约 5.8 万人，预计 2025 年肿瘤患者达到 9.6 万人。

图 17：贵州省 2010-2020 年常住人口



数据来源：Wind，西南证券整理

图 18：贵州省 2016-2020 年常住人口年龄结构

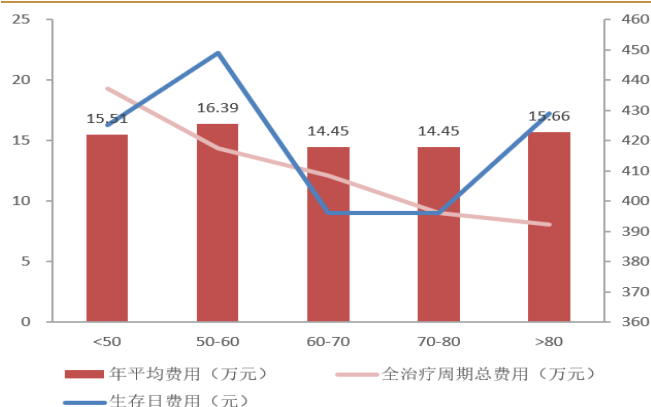


数据来源：Wind，西南证券整理

假设 3：治疗费用为 14 万元，增长率为 3.5%。根据文献《基于湖北省医保数据库对恶性肿瘤患者全治疗周期医疗资源利用分析》，根据 2007-2013 年肺癌患者数据研究，低于 50 岁患者全周期治疗费用约 19.3 万元，年治疗费用 15.5 万元，60-80 岁患者年治疗费用 14.5 万元。2014 年以来湖北省与贵州省人均可支配收入增速类似，根据人均可支配收入、及贵州省常住人口年龄结构估算可得肿瘤患者年治疗费用为 14 万元。根据中国卫生统计年鉴数

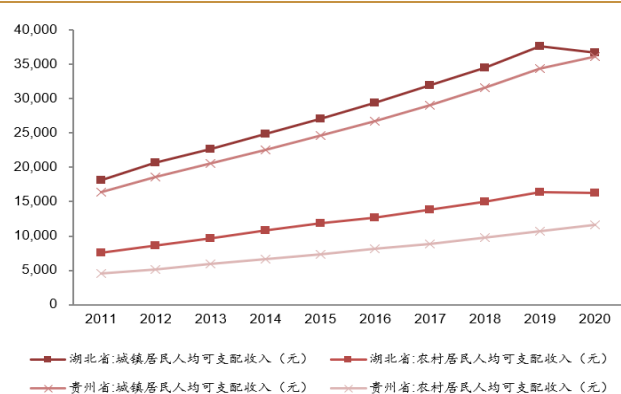
据, 2014-2019 年肿瘤患者人均医药费用年复合增长率为 4.6%。根据国家统计局, 2015-2019 年贵州省居民人均可支配收入同比增长率保持在约 9%。考虑到医药费用的增长、人均可支配收入的增长和未来诊疗水平的提高, 我们假设肿瘤患者治疗费用增长率 2%。根据测算, 预计 2025 年贵州省肿瘤市场规模达到 167 亿元, 公立医院将无法满足全部市场需求, 因此预计民营医院会有很大的增长空间。

图 19: 湖北省 2007-2013 年不同年龄段肺癌患者治疗费用



数据来源:《基于湖北省医保数据库对恶性肿瘤患者全治疗周期医疗资源利用分析》, 西南证券整理

图 20: 贵州省与湖北省 2011-2020 年人均可支配收入



数据来源: Wind, 西南证券整理

表 2: 贵州省肿瘤市场规模测算

指标	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
全省常住人口数量 (万人)	3677	3708	3758	3803	3822	3848	3858	3870	3880	3889	3897	3905
常住人口增长率	1.24%	0.84%	1.35%	1.20%	0.50%	0.68%	0.26%	0.30%	0.25%	0.25%	0.20%	0.20%
全省癌症中标发病率 (/10 万)	157.47	163.14	169.18	175.60	182.45	189.75	197.53	205.83	214.68	224.12	234.21	244.98
癌症发病率增长率	3.50%	3.60%	3.70%	3.80%	3.90%	4.00%	4.10%	4.20%	4.30%	4.40%	4.50%	4.60%
全省癌症患病人数 (人)	57902	60492	63576	66782	69733	73016	76207	79655	83295	87161	91271	95665
人均治疗费用 (万/人/年)	14.00	14.28	14.57	14.86	15.15	15.46	15.77	16.08	16.40	16.73	17.07	17.41
治疗费用增长率	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
癌症治疗市场规模 (亿元)	81	86	93	99	106	113	120	128	137	146	156	167

数据来源:《2019 年全国癌症报告》,《2017 贵州省肿瘤登记年报》, Wind, 西南证券整理

信邦旗下医院实力强大, 优势明显。公司旗下肿瘤医院、白云医院和乌当医院均位于贵阳市, 肿瘤医院是贵州省唯一的三甲肿瘤专科医院, 白云医院、乌当医院是三级综合医院, 均在省内拥有良好的口碑和品牌。在医疗服务方面, 公司具有以下优势:

- **坚持医疗、教学和科研协同发展的建院思路。**公司重视人才资源, 采取自身培养与外派学习、对外引进、外聘顾问等多种形式积极吸纳人才。贵州省肿瘤医院总计职工人数 1543 人, 其中博导 6 人、硕导 16 人、博士 11 人、硕士 157 人、高级职称 114 人、高级工程师 2 人、中级职称 450 人。在科研方面, GCP 机构具备实施各类 I、II、III 期临床试验条件, 肿瘤研究实验室可开展“培养细胞—细胞传代—细胞冻存—细胞复苏”、“细胞迁移侵袭实验”、“Western blot 及 PCR 检测”等实验。公司在人员团队、研究设备、合作关系等方面都保证了医院建设的质量和发展的。

- **坚持“一体化管理、同质化发展”的管理模式。**公司创新医院制度管理，在旗下医疗机构尤其是贵阳市三家医院打造一体化管理方式：在临床及医技学科实行首席专家制，同时在信息化、医保、后勤等保障体系实行集团中心化管理。这一方面实现了专家、医患及设备资源共享，另一方面减少管理运营成本。同时也形成完善的人才培养体系，为医院持续提供优秀的人才资源。
- **坚持以医疗质量为生命线、以患者为中心的服务理念。**在医疗设备方面，公司加大高端先进设备的投入，率先引进了全国首台 Edge 四维影像放疗系统，并已获得引进 PET-CT 高端影像设备的配置许可证，还拥有国内首台双能谱 CT 以及六维放射治疗床、直线加速器、日本东芝 1.5 核磁共振、MRI、DSA 等大型先进医疗设备，医院设备具有领先优势，这为医疗服务质量的提高奠定基础。此外，医院在满足基本标准服务的基础上提供个性化服务，满足患者个性化需求，提高患者服务满意度，打造良好口碑和品牌效应。

表 3：贵州省贵阳市部分医院对比

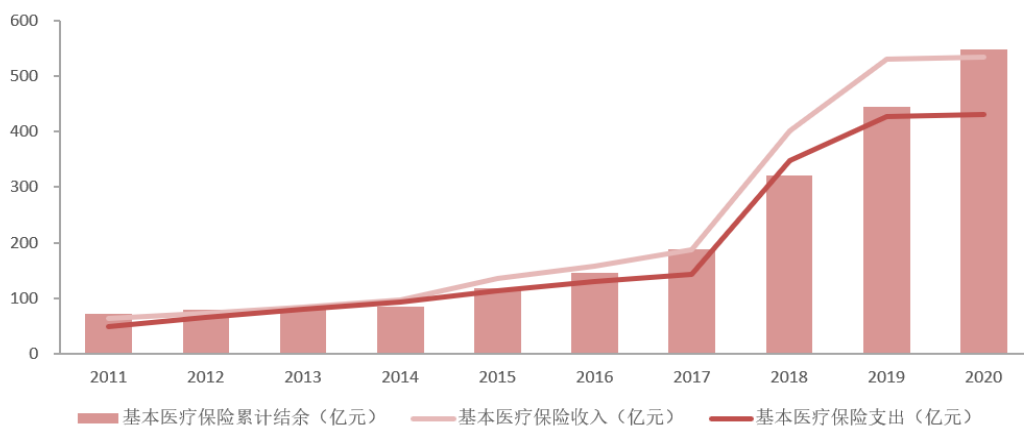
指标	贵州医科大学附属肿瘤医院	贵州医科大学附属白云医院	贵州省人民医院	贵州医科大学第二附属医院
性质	民营	民营	公立	公立
类型	肿瘤专科	综合	综合	综合
级别	三级甲等	三级	三级甲等	三级甲等
建筑面积	5.9 万平方米	9.5 万平方米	20 万平方米	19 万平方米
床位数	1345 张	951 张	编制 2000 张	编制床位 1000 张，开放床位 1640 张
科室数	30 个临床科室、15 个医技科室	32 个临床科室、13 个医技科室	61 个临床及医技科室	39 个临床科室、13 个医技科室
设备	国内首台多功能双能能谱 CT，国内第二台、省内第一台六维放射治疗床、直线加速器、PET-CT、SPECT、电子腹腔镜	1.5T 核磁共振、64 排螺旋 CT、16 排螺旋 CT、DSA、数字胃肠机、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	物流自动化传输系统、达芬奇手术机器人、西门子 SOMATOM Force 开源 CT、美国 GE 3.0T 静音磁共振、医科达双模四维直线加速器、机器人式血管造影系统、单光子发射计算机断层扫描系统	640 层螺旋 CT、美国 GE- HDxT 3.0T 超高场强核磁共振、数字平板 DSA、胃肠外科腹腔镜 3D 手术
优势学科	肿瘤科、创伤外科、综合内科、妇科等	神经外科、神经内科、骨科、肝胆外科等重点专科	国家临床重点专科 3 个，国家卫健委重点实验室 1 个，省级重点学科和专科 10 个。	心内科、神经内科、消化内科、内分泌科、肿瘤科、骨外科、整形外科、普外科、心胸血管外科、产科、妇科、口腔科、口腔颌面头颈外科、眼科等

数据来源：医院官网，西南证券整理

贵州省医保支付能力较强，增强患者治疗意愿。2011 年以来贵州省基本医疗保险收支基本平衡，累计结余持续增加。基本医保收入与支出保持持续增长的趋势，2015-2020 年基本医保收入从 135.8 亿元增长至 534.3 亿元，基本医保支出从 114.2 亿元增长至 431.1 亿元，复合增长率分别为 31.5% 和 30.4%。从累计结余来看，2020 年基本医保累计结余达 548.3 亿元，当年结余率为 18.8%。在肿瘤治疗的报销方面，以贵阳市三级医院医保报销政策为例，城乡居民基本医保住院报销比例为 60%，职工医保住院报销比例则达到 80% 以上，大病二

次报销的起赔门槛为 7000 元，赔付比例为 60-70%，肿瘤整体医疗费用报销比例在 80% 以上。因此，我们认为贵州省具有较强的医保支付能力，增强了肿瘤患者治疗意愿。

图 21：贵州省 2011-2020 年基本医疗保险收入、支出和累计结余



数据来源：国家统计局，西南证券整理

近年政策利好民营医疗服务机构。近年来，为了增加医疗服务资源供给，解决医疗资源分配不合理问题，我国医药卫生体制改革不断深化。2016 年中共中央、国务院在《“健康中国 2030”规划纲要》中提出要进一步优化政策环境，推进和实现非营利性民营医院与公立医院同等待遇。2021 年十三届全国人大四次会议通过的《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》明确提出坚持基本医药卫生事业公益属性，以提高医疗质量和效率为导向，以公立医疗机构为主体、非公立医疗机构为补充，扩大医疗服务资源供给。在国家政策大环境下，贵州省也在持续深化改革其医药卫生体系。2019 年省卫健委在《卫生健康服务能力提升“八大工程”行动计划(2019-2022 年)》中提出三级医院要持续扩量，增加医疗服务资源供给，实现跨区域专科联盟重点学科全覆盖。这些医改政策鼓励创建民营医院、社会办医，同时为其发展提供了良好的环境。

2020 年省人民政府办公厅在《关于印发健康贵州行动实施方案的通知》中提出要加强县二级及以上医疗机构的癌症诊疗能力，目标到 2022 年和 2030 年，总体癌症 5 年生存率分别不低于 43.3% 和 46.6%。这为公司肿瘤医院的发展提供动力。

表 4：国家医疗卫生事业相关政策意见梳理

时间	文件名	发布单位	相关内容
2016.10.25	“健康中国 2030”规划纲要	中共中央、国务院	进一步优化政策环境，优先支持社会力量举办非营利性医疗机构，推进和实现非营利性民营医院与公立医院同等待遇。破除社会力量进入医疗领域的不合理限制和隐性壁垒。加大政府购买服务的力度，支持保险业投资、设立医疗机构，推动非公立医疗机构向高水平、规模化方向发展，鼓励发展专业性医院管理集团。
2017.5.23	关于支持社会力量提供多层次多样化医疗服务的意见	国务院办公厅	进一步激发医疗领域社会投资活力，调动社会办医积极性，支持社会力量提供多样化医疗服务。 1) 支持社会办医拓展多层次多样化服务，鼓励发展全科医疗服务，加快发展专业化服务，全面发展中医药服务，有序发展前沿医疗服务，积极发展个性化就医服务，推动发展多业态融合服务，探索发展特色健康服务产业集聚区。 2) 进一步扩大市场开放，放宽市场准入，简化优化审批服务，促进投资与合作，

时间	文件名	发布单位	相关内容
			提升对外开放水平。 3) 强化对社会办医的政策支持, 加强人力资源保障, 落实完善保险支持政策, 推进医药新技术新产品应用, 加强财税和投融资支持, 合理加强用地保障。 4) 严格行业监管和行业自律, 完善管理制度和标准, 加强全行业监管, 提高诚信经营水平。
2019.6.12	关于促进社会办医持续健康规范发展的意见	国家卫健委等十部委	明确加大政府支持社会办医力度, 包括但不限于拓展社会办医空间、扩大用地供给、推广政府购买服务、落实税收优惠政策以及简化行政审批手续。要求落实“十三五”期间医疗服务体系规划要求, 严格控制公立医院数量和规模, 为社会办医留足发展空间。
2021.3.12	中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要	十三届全国人大四次会议	明确提出坚持基本医疗卫生事业公益属性, 以提高医疗质量和效率为导向, 以公立医疗机构为主体、非公立医疗机构为补充, 扩大医疗服务资源供给。
2021.6.17	关于印发深化医药卫生体制改革 2021 年重点工作任务的通知	国务院办公厅	明确提出推动优质医疗资源扩容和均衡布局, 加大公立医疗卫生机构建设力度, 积极支持社会办医发展。

数据来源: 中国政府网, 西南证券整理

表 5: 贵州省医疗卫生事业相关政策意见梳理

时间	文件名	发布单位	相关内容
2019.2.1	卫生健康服务能力提升“八大工程”行动计划(2019—2022 年)	省卫生健康委	推动三级医院持续扩容。由市级医院牵头, 重点发展管理紧密型医疗集团, 2020 年, 实现城市医疗集团全覆盖, 跨区域专科联盟重点学科全覆盖。抓好省级三甲医院的改扩建, 建成省人民医院、省骨科医院新院区, 改扩建省第二人民医院、省第三人民医院、贵州医科大学附属医院、贵州中医药大学第一附属医院和第二附属医院。
2019.2.17	关于改革完善医疗卫生行业综合监管制度的实施意见	省人民政府办公厅	医疗卫生机构要按照健全现代医院管理制度的要求, 进一步完善医院章程, 章程包括医院性质、办医宗旨、功能定位、办医方向等内容。引导社会办医疗卫生机构加强各环节自律, 提高诚信经营水平。
2020.1.9	关于印发健康贵州行动实施方案的通知	省人民政府办公厅	提升县级二甲及以上医疗机构癌症诊疗能力。加强癌症防治科技攻关。建立完善抗癌药物临床综合评价体系, 推进癌症等疑难重症医疗保障、药品供应等制度衔接, 缩短医疗保险报销、临床急需药物审评审批时限。定期发布全省肿瘤登记报告相关数据。到 2022 年和 2030 年, 总体癌症 5 年生存率分别不低于 43.3%和 46.6%。

数据来源: 贵州省卫健委, 贵州省人民政府办公厅, 西南证券整理

3 医疗服务推动公司未来发展，医药流通及制造稳健增长

3.1 医疗服务板块：立足省会城市向外扩张

3.1.1 聚焦三家核心医院，打造省内优质医院网络

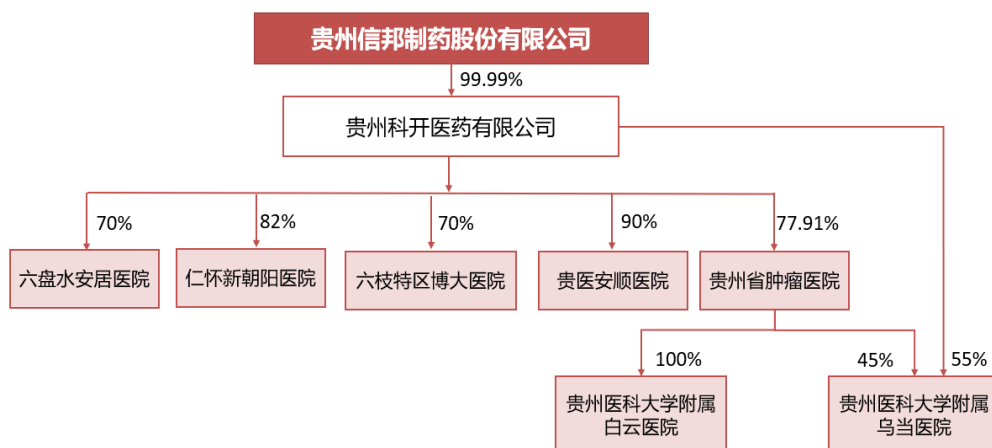
以贵阳市三家核心医院为中心向外辐射。旗下有肿瘤医院、白云医院、乌当医院、仁怀新朝阳医院、安顺医院、六盘水安居医院和六枝博大医院 7 家医院，其中三级医院 3 家，二级医院 4 家。贵州医科大学附属肿瘤医院（原贵州省肿瘤医院）、贵州医科大学附属白云医院和贵州医科大学附属乌当医院是公司旗下的三级医院，均位于贵阳市，是贵州医科大学的附属教学医院，其中肿瘤医院是贵州省唯一的三甲肿瘤专科医院，目前由科开医药持股 77.9%，贵州医科大学附属医院持股 22.1%，白云医院和乌当医院在省内具有较大的影响力，积累下良好口碑和品牌效应。公司以贵阳市三家核心医院为中心，向贵州省其他市、县级辐射，在遵义市、安顺市和六盘水市均设有医疗机构。

表 6：信邦旗下 7 家医院情况

医院	等级	所在地区	医保情况	营利性质
贵州医科大学附属肿瘤医院	三甲专科	贵阳市	省市医保定点单位、省新农合免预付费直补定点医院	营利性
贵州医科大学附属白云医院	三级综合	贵阳市	省市医保、新农合定点医疗机构	非营利性
贵州医科大学附属乌当医院	三级综合	贵阳市	省、市医保，省异地医保，省新农合十六项重大疾病定点医院以及乌当区新农合定点医院	非营利性
仁怀新朝阳医院	二级综合	遵义市	农合医保、居民医保、职工医保定点医院	营利性
贵医安顺医院	二甲综合	安顺市	本地农合医保、居民医保、职工医保、大病保险、社保局慢性病体检、商业保险的定点医疗机构	营利性
六盘水安居医院	二甲综合	六盘水市	六盘水市、区、县城镇职工医保定点医院，水城县、钟山区新农合现场减免定点医院、市工伤保险定点医院、城居医保定点医院等	营利性
六枝博大医院	二级综合	六盘水市	已开通城镇、居民、新农合现场报销	营利性

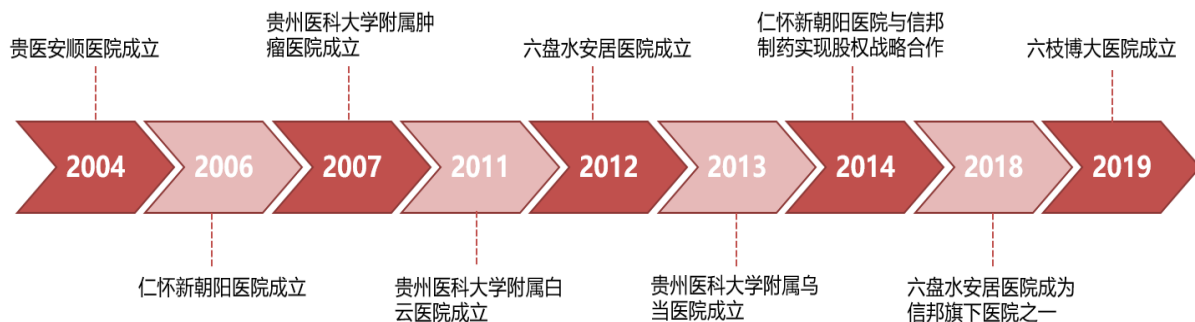
数据来源：医院官网，医院官方公众号，西南证券整理

图 22：公司旗下医院股权情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

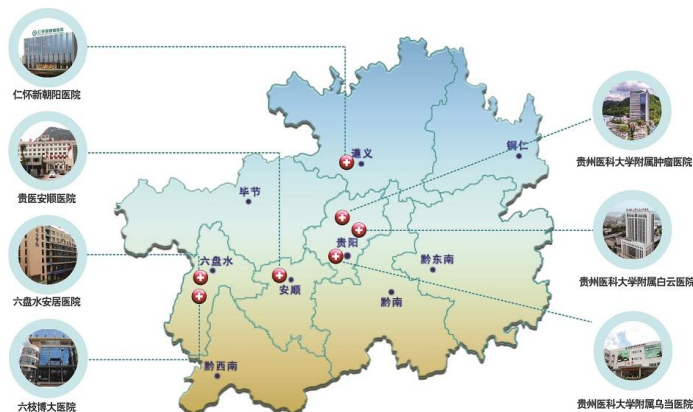
图 23：公司旗下医院发展历史



数据来源：公司公告，西南证券整理

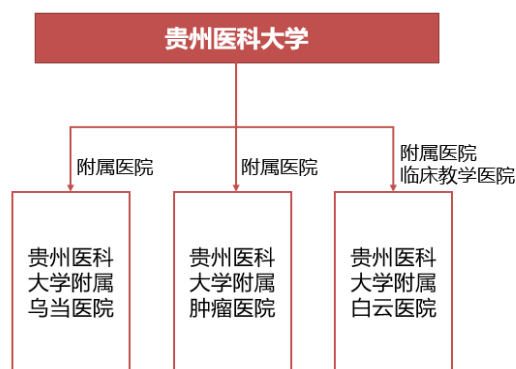
肿瘤医院、白云医院和乌当医院均为贵州医科大学附属医院，其中白云医院为贵州医科大学临床教学医院。公司实施“同质化发展、一体化管理”的管理模式，有效整合旗下医院的医生资源、设备资源和病患资源，目前已在肿瘤医院、白云医院和乌当医院取得一定成效。同时发挥“医疗服务+”平台优势，积极开展例如分子病理中心等新的治疗项目和技术、康养等协同业务，增加服务内容，提升服务能力。

图 24：公司旗下医院地点分布情况



数据来源：公司官网，西南证券整理

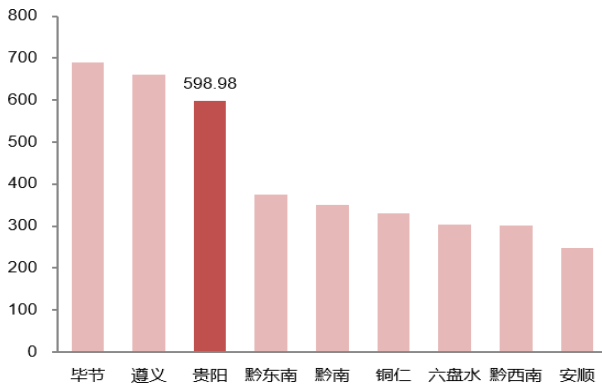
图 25：公司旗下医院层级



数据来源：公司公告，西南证券整理

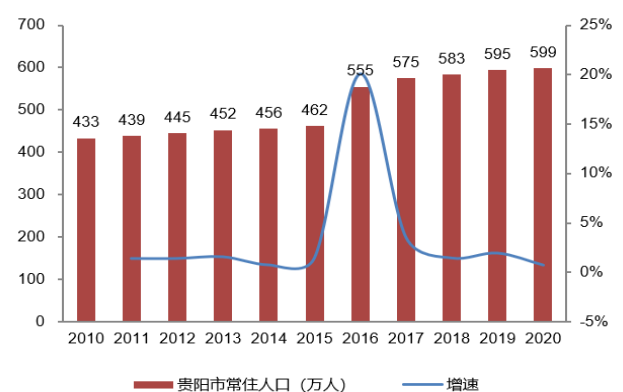
贵阳市人口基数大，极具医疗市场潜力。公司旗下 3 家核心医院肿瘤医院、白云医院和乌当医院均位于贵阳市，贵阳市是贵州省的省会城市，在贵州省内常住人口数排仅次于毕节市与遵义市，2020 年贵阳市常驻人口数量达到 599 万人，2016-2020 年复合增速为 5.3%，具有较大的人口基数。

图 26：贵州省 2020 年各市常住人口情况（万人）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 27：贵阳市 2010-2020 年常住人口



数据来源：Wind，西南证券整理

3.1.2 肿瘤医院：省内唯一三甲肿瘤专科医院

贵州省肿瘤医院成立于 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，现有床位约 1500 张，30 个临床科室、15 个医技科室，具有优秀的医学科研团队，其肿瘤科、外科、介入科、内科等学科表现突出。医院在肿瘤领域实力强大，是贵州省肿瘤疾病规范化治疗基地、贵州省肿瘤放疗质控中心、贵州省肿瘤疾病质量控制中心，其肿瘤学教研室是贵州省首个肿瘤学硕士授予点和肿瘤专业本科教学基地。肿瘤体系具有一支以高级职称为带头人，博士、硕士为骨干，从事头颈肿瘤、胸部肿瘤、腹部肿瘤、乳腺肿瘤、妇科肿瘤、淋巴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，其中副院长、学科带头人卢冰教授担任中华医学会放射肿瘤治疗学分会副主任委员、贵州省医学会肿瘤学分会主任委员、贵州省抗癌协会理事长。此外，国家级肿瘤学术团体（中华医学会、中国抗癌协会、中国医师协会）任常委及委员 16 人、省级学术团体任副主委及常委 9 人。

具备强大硬件设施实力。由于肿瘤病种的特殊性，需要高端精密的仪器辅助才能更早更精确诊断，肿瘤医院高度重视医疗设备，具备强大的硬件设施实力。2014 年，医院经原国家卫计委审核批准率先引进了全国首台 Edge 四维影像放疗系统，是目前放疗领域的最新技术。2020 年，医院经省卫健委批准引进 PET-CT 高端影像设备。此外，医院还拥有国内首台多功能双能能谱 CT；国内第二台、省内第一台六维放射治疗床；直线加速器、SPECT、CT、MRI、DSA、电子腹腔镜、大孔径 CT 等大型先进医疗设备。

具备肿瘤专业的 GCP 机构资格证书。贵州医科大学附属肿瘤医院国家药物临床试验机构（GCP）始建于 2013 年，并于 2017 年 5 月获得药物临床试验机构资格认定证书，认定专业为肿瘤专业（内科方向、外科方向）。I 期临床研究中心于 2017 年 9 月投用，目前面积 1000 m² 有余，拥有床位 60 张，抢救室床位 2 张，可同时开展健康受试者生物等效性研究与肿瘤患者新药研究或生物等效性研究。I 期临床研究中心至今已完成 17 项临床试验，在研 6 项。临床试验研究主要病种有淋巴瘤、乳腺癌、肺癌、鼻咽癌、肝癌、结直肠癌、宫颈癌、卵巢癌、食管癌、膀胱癌等。

图 28：肿瘤医院部分重点体系介绍

肿瘤体系	- 头颈肿瘤、胸部肿瘤、腹部肿瘤、乳腺肿瘤、妇科肿瘤、淋巴瘤及放射物理技术。 - 高级职称25名（正高8名、副高17名）、博士及硕士60余名的专业团队，享受国务院特殊津贴专家2人，博士生、硕士生导师18人。 - 获得国家科技进步二等奖、中华医学科技三等奖、贵州省科技进步二等奖、三等奖、贵州医学科技一等奖、二等奖共9项；发表论文270余篇，其中SCI收录27篇，中华核心期刊63篇。
外科体系	- 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、儿童肿瘤科等 - 享受国务院特殊津贴专家1名。 2015年医院成立外科教研室，2018年医院5名外科主任取得贵州医科大学任教资格，并申请通过医院伦理委员会及GCP机构临床试验资格。
介入体系	- 拥有博士2名、研究生6名、主任医师2名、教授1名。承担国家、省部级科研项目5项，获科研经费100多万元。 - 获原国家卫计委介入培训中心、中国静脉联盟理事单位、中国出血联盟专科示范基地。 - 现可开展1-4级手术，包括全身各部位肿瘤经皮穿刺活检明确诊断技术，开展各类肿瘤、非肿瘤性疾病的介入诊断检查与治疗，针对肿瘤消融治疗、静脉输液港置入、静脉透析通路重建等。
内科体系	- 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。 - 一流的诊疗设备、专业技术人员实力雄厚。
急救体系	- 全力搭建胸痛中心、脑卒中中心、心衰中心、房颤中心，以促进心脑血管疾病防治体系建设，打通“最后一公里”。 - 建立多学科合作相适应的流程与机制，医院充分利用介入科、心内科、神经内科、ICU、急诊等学科优势
宁养院	2010年医院与李嘉诚基金会联合成立贵州省唯一——家慈善宁养院。 - 无偿为贵州省贫困晚期癌症患者提供镇痛治疗、心灵疏导及护理指导为主的家居式服务机构，长期为晚期癌症患者提供五全（全人、全家、全程、全队、全社区）服务。

数据来源：公司官网，西南证券整理

收入端有望稳健增长，预计 2025 年收入约 14.7 亿元。肿瘤医院近年来收入增长较为平稳，2021 年营收 10.8 亿元，同比增长 3%。肿瘤医院目前处在管理整改阶段，服务价格有上调计划，预计未来医疗服务价格将会上调，目前单床产出约 60 万元，假设由于医疗服务价格上调单床产出以每年 2% 的增速逐步提升，预计至 2025 年收入增速将保持在 11% 左右。目前肿瘤医院床位数约 1500 张，肿瘤医院无扩建床位数量计划，仅在必要时为有需求的患者增加床位。据调研肿瘤医院近年床位使用率达到 120%，随着疫情影响逐渐降低，手术数量、住院人数将只增不减，假设床位使用率 120% 为医院上限，预计至 2025 年实际床位使用数量将维持不变。综上，预计 2025 年肿瘤医院营收规模达到 14.7 亿元，单床产生收入达到 81.6 万元。考虑到贵州省肿瘤医疗资源的稀缺性，以及医院自身管理整改后人力成本、工作效率、物资耗材等优化，肿瘤医院的收入端以及利润端都具有增长空间。

表 7：肿瘤医院收入测算

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
肿瘤医院收入（亿元）	10.5	10.8	11.3	12.1	13.2	14.7
增速	6%	3%	5%	7%	9%	11%
床位数（张）	1500	1500	1500	1500	1500	1500
床位使用率	120%	120%	120%	120%	120%	120%
实际床位使用数（张）	1800	1800	1800	1800	1800	1800
实际单床产生收入（万元）	58.3	60.0	63.0	67.4	73.5	81.6
增速		3%	5%	7%	9%	11%

数据来源：公司公告，西南证券整理

3.1.3 白云医院：信邦旗下核心综合医院

白云医院成立于 2011 年，是一家集医疗、教学、科研、急救、预防保健、健康管理、康复为一体的三级综合医院，现有病床约 1100 张，32 个临床科室、13 个医技科室、28 个病区、23 个一级诊疗科目、32 个二级诊疗科目，拥有包括神经外科、神经内科、骨科、肝胆外科等一大批重点专科。被授予脑卒中筛查与防治基地、国家卫生健康委高级卒中中心、国家卫生计生委心源性卒中防治基地，是贵州省白云区区域医疗中心、白云区危重孕产妇急救中心、贵州省血液透析护士培训基地。目前已形成日门诊量 1400 人次以上、日在院病人 680 人次以上、日手术 30 台次以上的规模。

医院设备先进，是医科大学临床教学中心。拥有省内一流的高精尖大型诊疗设备如日本东芝 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。同时医院注重医教研协同发展，是贵州医科大学附属医院住院医师规范化培训协作单位，2018 年正式承担贵州医科大学专升本教学任务，从医疗型医院迈入教学型医院。2021 年，贵州医科大学白云临床教学中心项目正式交付使用，可容纳 1800 人。白云医院加强教学工作，为医院持续输送优秀医护人才，并通过科研提高自身医疗水平，为其长期发展打下基础。

未来重点发展，预计 2025 年营收 11.6 亿元。白云医院是信邦旗下核心医院之一，是未来重点发展对象。白云医院目前床位数约 1000 张，公司未来规划 10 年床位数达到 3000 张，预计在 2023 年下半年将通过扩建使床位数增加至 2200 张。目前白云医院床位使用率约 77%，考虑到白云医院对肿瘤医院具有引流作用，且肿瘤医院床位使用率趋于饱和，假设床位使用率稳定在扩建完成前以 5% 的速率增长。2023 年床位数扩充至 2200 张，床位使用率降低但实际使用床位数保持稳健增长。2020 年实际床位使用数约 770 张，实际单床产生收入约 67.5 万元，2021 年实际床位使用数约 820 张，实际单床产生收入约 70.7 万元，单床收入增速约 5%。考虑到医疗服务价格提升、疫情影响消退以及白云医院规模扩大，假设单床收入增速每年以 2% 增长。根据测算，白云医院预计 2025 年收入规模达到 11.6 亿元，实际单床收入达到 103.5 万元，具有较大的增长空间。

表 8：白云医院收入测算

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
白云医院收入（亿元）	5.2	5.8	6.6	7.6	9.3	11.6
增速	-	12%	14%	15%	22%	25%
床位数（张）	1000	1000	1000	2200	2200	2200
床位使用率	77%	82%	87%	42%	46%	51%
实际床位使用数（张）	770	820	870	924	1012	1122
实际单床产生收入（万元）	67.5	70.7	75.7	82.5	91.6	103.5
增速		5%	7%	9%	11%	13%

数据来源：公司公告，西南证券整理

3.1.4 乌当医院：具有特色学科的三级综合医院

乌当医院成立于 2013 年，是集医疗、教学、科研、预防、保健、急救、康复为一体的创新型现代化非营利性三级综合医院，现有床位 502 张，临床科室 24 个，医技科室 12 个，重点打造乳腺疾病中心、神经医学科/癫痫中心、产科、妇科、泌尿外科、肝胆疾病中心、重

症学科、肾内科、血液透析中心、心内科等学科，是贵州省三级综合医院中国乳腺癌高危人群筛查点。医院拥有目前最先进的飞利浦 Brilliance64 排螺旋 CT、GE Optima MR360 1.5T 磁共振仪、荷兰飞利浦 FD20 平板血管造影系统等设备，为提高临床治疗水平提供了重要保证。

乳腺科是乌当医院的特色学科之一。2019 年乌当医院成为乳腺高危人群筛查点，毛大华院长作为省内乳腺疾病知名专家，联合省内妇科知名专家杨英捷主任，带领团队开展乳腺癌的预防与筛查工作。乌当医院的优秀乳腺医疗资源能够在公司旗下医院间共享，实现一体化发展。

发展空间大，预计 2025 年营收 3.2 亿元。乌当医院 20 年收入约 1.4 亿元，预计 2022 年收入将达到 1.9 亿元，考虑到未来疫情影响逐渐降低，以及未来公司旗下医院的协同品牌效应，预计乌当医院在收入方面会有较大发展空间。目前乌当医院床位使用率相对于肿瘤医院以及白云医院处于低位，考虑到乌当医院对肿瘤医院具有一定引流作用，随着肿瘤医院床位使用率趋于饱和，乌当医院实际使用床位数将会有较大幅度的增长，假设床位使用率每年提高 5%，考虑到医疗服务价格提升以及乌当医院配置更高水平设备，假设其单床创收增速每年提高 2%，则预计 2025 年乌当医院收入约 3.2 亿元。

表 9：乌当医院收入测算

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
乌当医院收入（亿元）	1.4	1.6	1.9	2.2	2.6	3.2
增速		14%	19%	16%	18%	23%
床位数（张）	502	502	502	502	502	502
床位使用率	60%	65%	70%	75%	80%	85%
实际床位使用数（张）	301	326	351	377	402	427
实际单床产生收入（万元）	46.5	49.1	53.0	58.3	65.3	74.4
增速		6%	8%	10%	12%	14%

数据来源：公司公告，西南证券整理

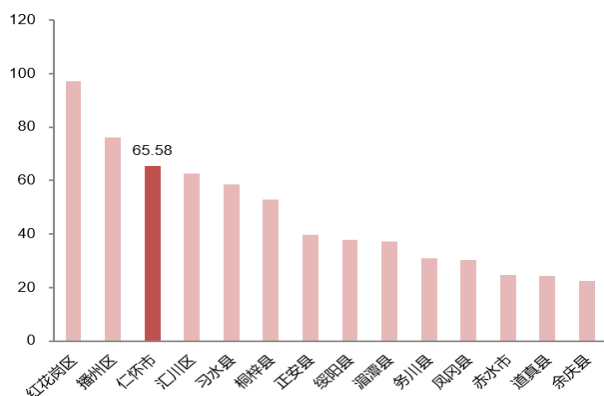
3.1.5 仁怀新朝阳医院：公司旗下首个收入超一亿市县级医院

仁怀新朝阳医院成立于 2006 年，前身为仁怀市酒都红十字医院，位于遵义市仁怀市。2014 年与信邦制药实现股权战略合作，投资近 3 亿元，同时依托信邦制药公司、贵州医科大学附属白云医院、贵州省肿瘤医院的技术资源和专家团队，现已成为市内规模较大、科室齐全、设备先进、技术力量雄厚，集医疗、保健、教学、科研为一体的综合性股份制医院。现有床位 500 张，开设普外科、泌尿外科、骨科、耳鼻咽喉科、儿科、急诊科、体检中心、口腔科等 16 个临床科室；开设药剂科、检验科、病理科、影像科、B 超室、胃镜室、心电图室（脑电图）、供应室共 8 个医技科室。医院自建立以来，坚持走区别于公立医院、有别于其他民营医院的发展之路，提出“小综合、特专科”发展理念，设立泌尿外科、肩颈腰腿疼康复诊疗中心、妇产科等特色科室。

仁怀医院具有良好的硬件设施，拥有美国 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。

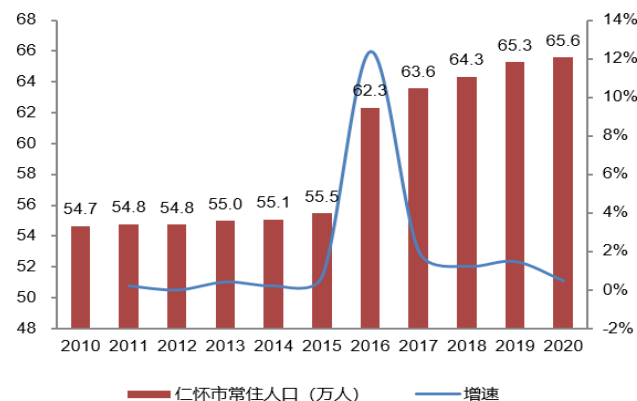
遵义市人口基数大，仁怀市优质医疗资源稀缺。仁怀新朝阳医院位于遵义市的仁怀市，遵义市是贵州省常住人口数量排名第二的地级市，而仁怀市常住人口数量是遵义市内为排名第三的县级市，2020 年常住人口数量为 65.6 万人，2016-2020 年复合增速为 3.4%，具有较大的人口基数。根据仁怀市人民政府官网，仁怀市总计综合医院 6 家，其中公办医院 2 家，民营医院 4 家，三级综合医院仅仁怀市人民医院，且仁怀新朝阳医院是唯一一家民营二级综合医院。仁怀市具有较大的人口基础，但优质医疗资源稀缺，预计仁怀新朝阳医院未来有很大发展空间。

图 29：遵义市 2020 年各区、县、市常住人口情况（万人）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 30：仁怀市 2010-2020 年常住人口



数据来源：Wind，西南证券整理

表 10：仁怀市综合医院情况

序号	医院	等级	类别	性质
1	仁怀市人民医院	三级	综合医院	公办
2	中国贵州茅台酒厂（集团）有限责任公司职工医院	二级	综合医院	公办
3	仁怀新朝阳医院	二级	综合医院	民营
4	仁怀东方丽人医院	一级	综合医院	民营
5	仁怀华为医院	未定级	综合医院	民营
6	仁怀国酒医院	未定级	综合医院	民营

数据来源：医院官网，仁怀市人民政府官网，西南证券整理

地理位置优越，预计 2025 年营收 2.9 亿元。仁怀新朝阳医院目前床位数 500 张，目前医院床位使用率约为 65%，考虑到仁怀市医疗资源稀缺、常住人口的增长以及仁怀新朝阳医院的口碑积累，假设床位使用率以每年 5% 增长，单床创收增速以每年 2% 的速度提升，根据测算，预计 2025 年仁怀新朝阳医院收入达到 2.9 亿元，实际单床收入 67.5 万元。仁怀新朝阳医院地处有利位置，在仁怀市医疗市场具有较大发展空间。

表 11：仁怀新朝阳医院收入测算

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
仁怀新朝阳医院收入（亿元）	1.1	1.3	1.6	1.9	2.3	2.9
增速		18%	23%	19%	21%	26%
床位数（张）	500	500	500	500	500	500
床位使用率	60%	65%	70%	75%	80%	85%

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
实际床位使用数 (张)	300	325	350	375	400	425
实际单床产生收入 (万元)	36.7	40.0	44.4	50.2	57.7	67.5
增速		9%	11%	13%	15%	17%

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

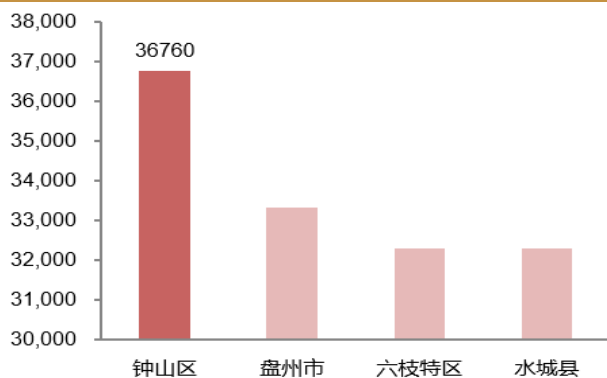
3.1.6 六盘水安居医院: 钟山区二级综合医院

六盘水安居医院成立于 2004 年, 是六盘水市钟山区卫生健康局审核管理的二级综合医院, 2018 年 3 月, 医院成功实现股份制改造, 科开药业持股 70%, 成为信邦旗下医院之一。目前医院开放床位约 200 张, 设有急诊医学科、内科、外科、重症医学科、妇产科、儿科、肿瘤科等临床科室。

硬件设施完善。安居医院拥有东软双排螺旋 CT、0.35T 核磁共振、DR、500MA 大型 X 光机、日本富士 CR 系统 (数字化摄影)、C-型臂、全自动生化分析仪、全自动血液分析仪、美国 GE 全身彩超、全自动心电图机、除颤仪、德国狼牌腹腔镜、血液透析机、牙科全景片机、钬激光治疗机、白内障显微镜、裂隙灯、日本电子胃镜、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, 为提高医院诊疗水平打下基础。

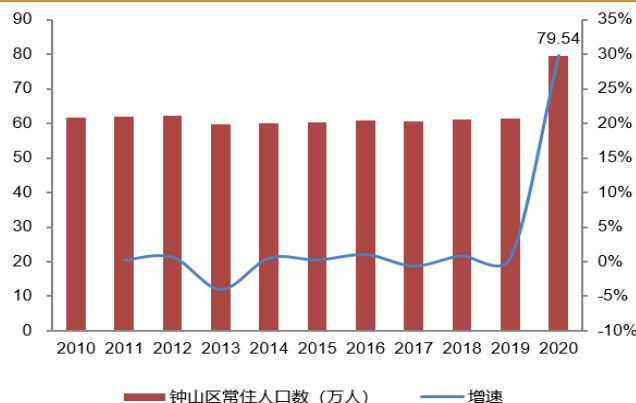
钟山区人均可支配收入较高, 常住人口数量增长。安居医院位于六盘水市钟山区, 2020 年钟山区常住人口为 79.5 万人, 2020 年常住人口数量有较大增长, 同比增长 29.8%。2020 年钟山区城镇居民可支配收入为 3.7 万元, 在六盘水市位列第一。随着钟山区人口数量的增长以及人均收入水平的提升, 预计钟山区医疗市场潜力较大。

图 31: 六盘水市 2020 年城镇居民人均可支配收入 (元)



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 32: 钟山区 2010-2020 年常住人口



数据来源: Wind, 西南证券整理

目前已实现盈利, 预计 2025 年收入超 1 亿元。安居医院规模较小, 2021 年收入约 6166.7 万, 由于改善经营条件等因素收入同比下降, 随着经营条件转好, 预计单床收入将从 2022 年开始恢复。目前安居医院床位数为 200 张, 使用率约 80%, 考虑当地人口、人均收入等因素, 假设床位使用率每年提升 2%, 单床收入增速每年提升 2%, 预计 2025 年安居医院收入将超 1 亿元。随着未来公司医院品牌积累和资源共享, 安居医院的成长空间可能更大。

表 12：安居医院收入测算

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
安居医院收入（万元）	6515.2	6166.7	7117.6	7874.5	8868.2	10163.3
增速	16%	-5%	15%	11%	13%	15%
床位数（张）	200	200	200	200	200	200
床位使用率	75%	80%	82%	84%	86%	88%
实际床位使用数（张）	150	160	164	168	172	176
实际单床产生收入（万元）	43.43	38.54	43.4	46.87	51.56	57.75
增速	6%	-11%	13%	8%	10%	12%

数据来源：公司公告，西南证券整理

3.1.7 六枝博大医院：成立时间短，发展空间大

六枝博大医院于 2019 年正式营业，是由信邦投资建设的大型二级综合性医院，建有床位 500 张，目前开放床位 200 张，设有急诊科、神经内科、呼吸内科、心血管内科、内分泌科等科室。医院拥有 1.5T 超导 MRI、32 排 16 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。相较于六枝特区公立医院，六枝博大医院在床位数、硬件设施、医护人员等方面都不亚于甚至优于公立医院，博大医院具有优质的医疗资源，在六枝特区市场具有较大成长空间。

表 13：贵州省贵阳市部分医院情况

指标	六枝博大医院	六枝特区人民医院
性质	民营	公立
类型	综合	综合
级别	二级	二级甲等
床位数	建有床位 500 张，目前开放床位 200 张	定编床位 200 张，实际占用床位 243 张
科室数	——	临床科室 12 个，医技科室 5 个，门诊科室 8 个，行政职能科室 6 个，辖四个社区服务医院
设备	1.5T 超导 MRI、32 排 16 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。	美国产 AU4 型彩色 B 超，体外碎石机，螺旋 CT，脑电图脑地形图检查仪、24 小时心电监护仪、心电除颤监护仪、半自动血球分析仪、全自动生化分析仪、手术监护器、多参数生命监护仪、胎儿监护仪、手术监护器、多功能麻醉机、尿十二项分析仪、血液流变仪、纤维胃镜、腹腔镜等一大批先进设备。
人员数	高级职称技术人员 20 余名，医务人员 200 余名，特聘专家 34 名。	现有职工 258 人，其中高级技术人员 12 人，中级技术人员 57 人，初级技术人员 175 人。

数据来源：医院官网，西南证券整理

建院时间短增速快，预计 2025 年收入超 8000 万元。六枝博大医院 2019 年建院，据调研 2021 年收入约 3300 万，但仍处在亏损状态，考虑到建院时间短等因素，预计医院收入先保持快速增长，后趋于平稳。目前医院开放床位仅 200 张，床位利用率约 35%，随着医院建设以及当地口碑的积累，预计未来床位利用率将逐步提高。假设床位利用率每年增长 5%，单床创收增速每年提升 2%，根据测算，预计 2025 年六枝博大医院收入达到 8153.3 万元。

表 14：六枝博大医院收入测算

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
六枝博大医院收入（万元）	2638	3300	4110.9	5133.4	6445.3	8153.3
增速		25%	25%	25%	26%	26%
床位数（张）	500	500	500	500	500	500
床位使用率	30%	35%	40%	45%	50%	55%
实际床位使用数（张）	150	175	200	225	250	275
实际单床产生收入（万元）	17.59	18.86	20.55	22.82	25.78	29.65
增速		7%	9%	11%	13%	15%

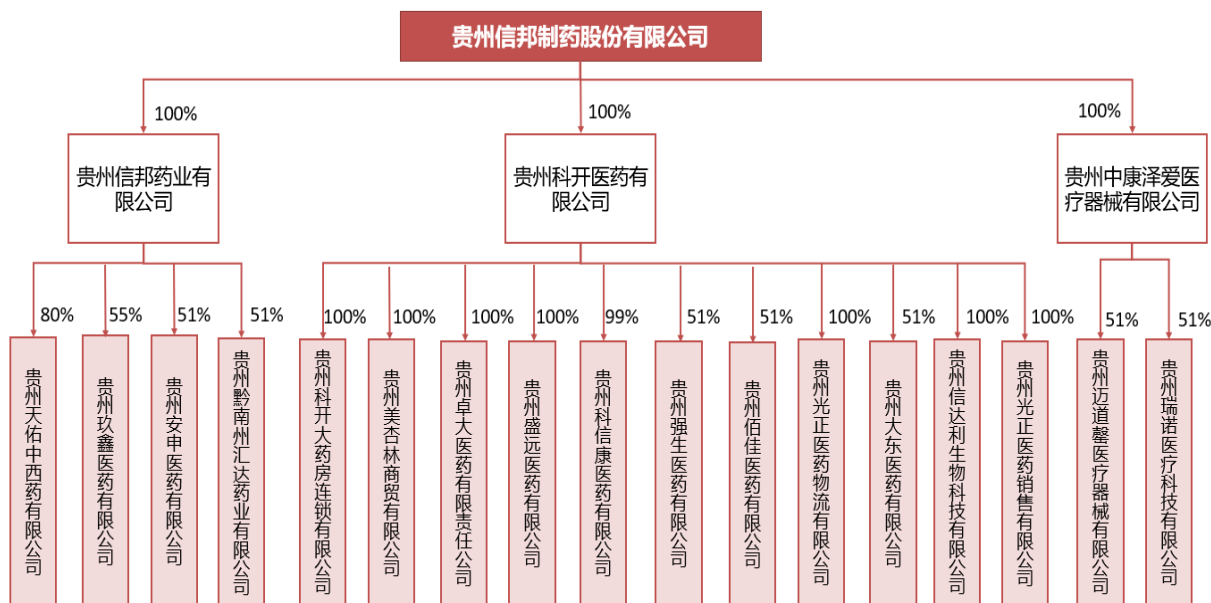
数据来源：公司公告，西南证券整理

未来医疗服务辐射范围持续扩大，有望扩张省外。公司规划有序推进在全省的医疗服务布局，增加公司医疗的服务半径，做大医疗板块规模，通过在省内各市县新设医院和增加现有医院规模的方式扩大辐射范围，目前公司已经实现贵州省内床位数超 5000 张，预计 10 年内床位数超过 8000 张，在贵州省医疗市场占有较大地位。从长期规划来看，公司未来医疗服务板块有望进一步扩张到省外，主要聚焦西南区域。

3.2 医药流通板块：营销网络遍布全省，业务类型丰富

公司为贵州省医药流通龙头企业。公司拥有科开医药、信邦药业、卓大医药、科开大药房、强生医药、光正医药、佰佳医药、信达利、中康泽爱等优质流通公司。公司目前已具有区域性集团化企业的优势，拥有众多国内外知名上游供应商的省级独家代理权，建立了覆盖省内主要等级医院的销售网络，形成了包含药品、耗材、设备和器械的全品类配送体系，拥有连锁资质的零售药房，建有现代医药配送物流中心。

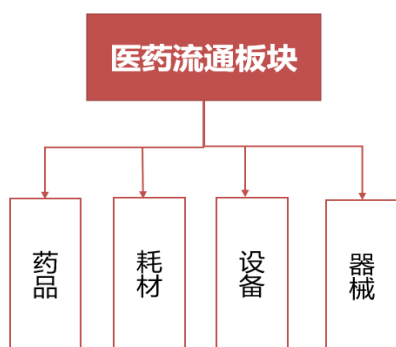
图 33：医药流通板块股权结构图



数据来源：公司公告，西南证券整理

经营品种丰富，医药流通网络遍布全省。公司医药流通板块主营药品、耗材、设备和器械的销售和配送服务，经营品种数万个，基本覆盖三甲医院采购需求，并形成了以贵阳为中心，覆盖黔南、遵义、毕节、铜仁等重点区域，辐射全省的配送网络，已成为省内医药流通的龙头企业，在客户资源、配送网络、代理品种及服务能力等方面都具有明显优势。公司拥有众多国内外知名上游供应商的省级独家代理权，已建立了覆盖省内主要等级医院的销售网络，形成了包含药品、耗材、设备和器械的全品类配送体系，建有现代物流医药配送物流中心，提供了更专业、高效的一站式供应链服务；同时拥有肿瘤医院、白云医院等医疗机构终端，使医药流通业务具有天然的下游客户优势。其中，科开大药房具备连锁资质，取得 DTP(重特大疾病)定点药店的资质，已形成了覆盖集团医院和主要合作医院的医药零售网络。

图 34：医药流通板块主要业务



数据来源：公司公告，西南证券整理

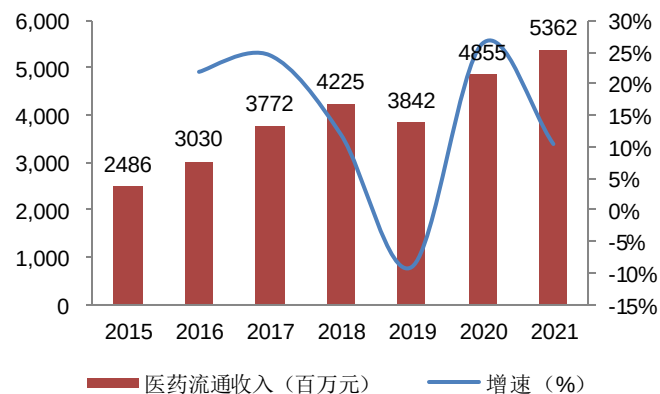
图 35：医疗流通板块省内主要覆盖区域



数据来源：公司公告，西南证券整理

医药流通板块贡献第一，营收有望迎来拐点。近年来，公司医药流通板块营收有下降趋势，但在公司整体营收中仍保持约 65% 的占比，是公司营收贡献第一的板块。2021 年公司医药流通实现营业收入 53.6 亿元，同比增长 10.4%，其中药品收入 44.3 亿元，专业耗材、器械收入 9.2 亿元。从利润端来看，医疗流通板块毛利率始终保持在 10% 以上，2021 年毛利率为 12.8%。未来公司将进一步提升配送服务水平，优化配送效率，确保配送质量，通过多样化、全方位的医药流通及配套服务满足市场需求，并持续深挖和整合上下游客户资源，增加品种经营权，扩大业务覆盖面，通过并购实现规模化和集约化经营。

图 36：2015-2021 年医药流通板块收入及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 37：2015-2021 年医疗流通板块毛利率

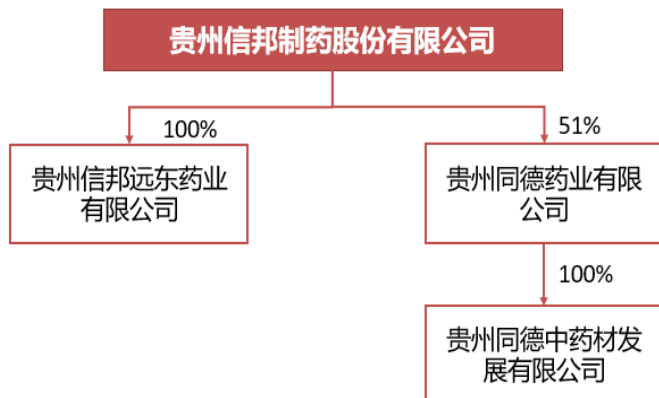


数据来源：Wind，西南证券整理

3.3 医药制造板块：着力中药饮片业务，中成药业务稳健发展

中药饮片和中成药打造公司医药制造板块。公司业务涵盖中药材种植、中药饮片及中成药生产与销售，形成了闭合产业链。该板块公司旗下拥有同德药业与信邦远东药业，其中同德药业由江苏省中医院与贵州信邦制药集团共同投资组建的，是苏黔两省对口帮扶首批中医药战略合作重点项目，公司拥有其 51% 的股权。

图 38：医药制造板块股权结构图



数据来源：公司公告，西南证券整理

中成药业务品种丰富，拥有独家品种**关节克痹丸**。公司拥有 5 条 GMP 生产线，国药准字品种 41 个、国家基药目录品种 11 个，国家优质优价品种 4 个、中药保护品种 1 个、独家品种 7 个。拥有 24 个国家医保目录品种，其中**关节克痹丸**为独家品种。主打品种**益心舒胶囊**、**脉血康胶囊**等多次获得“贵州省名牌产品”称号，其他主要品种有**银杏叶片**、**六味安消胶囊**、**贞芪扶正胶囊**等。

图 39: 公司产品关节克痹丸



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 40: 公司中成药主要类别



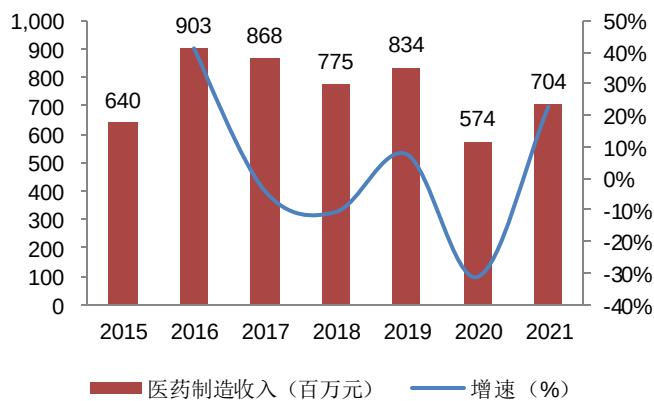
数据来源: Wind, 西南证券整理

中药饮片业务规模较大，实现产地基地化。同德药业以贵州为中心，在西南、西北共发展道地中药材基地 100 个。在中药饮片板块，目前拥有 118 个中药饮片品种，164 个品规。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，与江苏省中医院等国内知名中医院在多方面建立了深层次的合作关系。2022 年，公司将针对重点品种加大推

广支持，有效保持销售的连续性和稳定性，加大关节克痹丸的新市场开发。打造以中药饮片为核心、大健康产品和中药材贸易为辅的一体两翼产业平台，围绕主要客户需求继续丰富中药饮片产品数量，实现中药饮片的稳健增长。

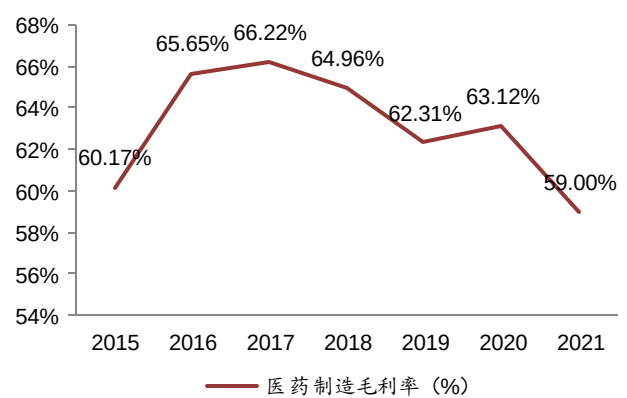
医疗制造板块营收迎来拐点，中药饮片毛利率较高。2021 年公司医药工业实现营业收入 7 亿元，同比增长 22.8%，其中中成药收入 4 亿元，同比增长 17.7%，中药饮片收入 3 亿元，同比增长 57.9%。中药饮片收入近年来保持 30% 以上的增长，净利率较高，其高利润的原因在于饮片质量优异，超出目前国家标准，因此能够实现高定价。从利润角度来看，医药工业板块毛利率约稳定在 60%，是公司主要利润来源之一。随着公司销售制度的完善、主打产品关节克痹丸的在华北和华东市场的开发和上量以及饮片新品种的积极开发，以及近期国家支持中医药行业发展政策利好，医疗制造板块收入及利润具有上涨空间。

图 41：2015-2021 年医疗制造板块收入及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 42：2015-2021 年医疗制造板块毛利率



数据来源：Wind，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：医疗服务板块考虑到经营情况将逐步摆脱疫情影响及服务价格提升，预计乌当医院、新朝阳医院等床位使用未饱和且无扩建打算的医院床位使用率每年增长 5%，单床创收增速以每年 2% 的速度提升；肿瘤医院床位使用率持续维持高位，单床创收增速以每年 2% 的速度提升。

假设 2：考虑到国家政策对中药行业利好、公司产能情况以及公司产品的质量优势，我们预测公司医药制造板块 2022-2024 年中药饮片销量增速为 40%/40%/40%，中成药销量增速为 13%/13%/13%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入及毛利如下表：

表 15：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
医药流通	收入	5,362.4	5,898.6	6,488.5	7,137.3
	增速	10%	10%	10%	10%
	毛利率	13%	13%	13%	13%
医疗服务	收入	2,071.1	2,286.2	2,560.4	2,963.0
	增速	5%	10%	12%	16%
	毛利率	13%	13%	13%	13%
医药制造	收入	704.1	873.8	1,097.0	1,393.1
	增速	23%	24%	26%	27%
	毛利率	59%	60%	60%	60%
其他	收入	14.3	14.3	14.3	14.3
	增速	0%	0%	0%	0%
	毛利率	14%	14%	14%	14%
抵消		-1,680	-1,680	-1,680	-1,680
合计	收入	6,471.9	7,392.9	8,480.2	9,827.8
	增速	11%	14%	15%	16%
	毛利率	21%	21%	21%	21%

数据来源：Wind，西南证券

预计 2022-2024 年公司收入分别为 73.9 亿元、84.8 亿元、98.3 亿元，增速为 14%、15%、16%；归母净利润分别为 3.5 亿元、4.5 亿元、5.7 亿元，增速为 29%、27%、28%。对应 EPS 分别为 0.17 元、0.22 元、0.28 元，对应 PE 分别为 34 倍、27 倍、21 倍。

4.2 相对估值

表 16：可比公司估值情况

证券代码	可比公司	股价	行业	市值 (亿元)	PE		
					2022E	2023E	2024E
600511.SH	国药股份	26	医疗流通	198	10	9	8
603368.SH	柳药集团	16		58	9	8	7
平均值					10	8	7
300015.SZ	爱尔眼科	37	医疗服务	1997	66	50	39
600763.SH	通策医疗	142		454	55	43	34
平均值					60	47	36
000538.SZ	云南白药	56	医药制造	1000	23	20	18
600535.SH	天士力	10		155	14	12	11
平均值					19	16	15

数据来源：Wind，预测时间为 2022 年 6 月 14 日，西南证券整理

采用分部估值对公司各业务板块进行估值：

医药流通板块 2022 年收入有望达到 59.0 亿元，归母净利润有望达到 1.6 亿元，参考同类可比公司预测 2022 年 PE 为 10 倍，考虑到公司医药流通业务在贵州省内为龙头，省内覆盖率高，且具有与医疗服务板块联动的协同效应以及规模优势，2022 年给予公司该板块 15 倍 PE，对应市值为 24 亿。

医疗服务板块 2022 年收入有望达到 22.9 亿元，归母净利润有望达到 1.4 亿元，参考同类可比公司预测 2022 年 PE 为 60 倍，考虑到 1) 公司医疗服务板块在贵州省内品牌力；2) 该板块正处于爬升期，公司将推行精细化管理措施提升盈利能力及运营效率；3) 公司部分医院完成改造，收入增量将提高；4) 公司药耗管理、人员管理等措施见成效，净利率预计将提升等，2022 年给予公司该板块 75 倍 PE，对应市值 105 亿。

医药制造板块 2022 年收入有望达到 8.7 亿元，归母净利润有望达到 0.5 亿元，参考同类可比公司预测 2022 年 PE 为 19 倍，考虑到 1) 公司主打产品关节克痹丸在华北和华东市场渠道拓展；2) 饮片种植基地拓展扩充产能等，2022 年给予公司该板块 30 倍 PE，对应市值 15 亿。

公司合计市值 144 亿，对应股价 7.1 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

5 风险提示

- 1) 医疗服务板块收入不及预期风险：近年由于新冠肺炎疫情，导致部分医院经营受限，门诊量、手术量不及预期；
- 2) 医疗事故风险；
- 3) 医疗行业政策风险：受医保控费、DRG 等政策影响，收入不及预期等。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	6471.87	7392.92	8480.19	9827.78	净利润	373.96	345.37	440.78	565.56
营业成本	5119.37	5874.09	6731.63	7792.79	折旧与摊销	267.12	225.80	230.17	233.20
营业税金及附加	28.70	31.77	36.27	42.22	财务费用	87.17	0.00	0.00	0.00
销售费用	360.19	591.43	678.42	786.22	资产减值损失	0.00	0.00	1.00	1.00
管理费用	406.43	390.34	405.35	420.62	经营营运资本变动	-297.74	-377.86	-626.17	-723.22
财务费用	87.17	0.00	0.00	0.00	其他	27.47	0.00	1.00	-2.00
资产减值损失	0.00	0.00	1.00	1.00	经营活动现金流净额	457.97	193.31	46.78	74.55
投资收益	3.92	0.00	0.00	0.00	资本支出	-225.40	-60.00	-60.00	-60.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-518.94	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-744.34	-60.00	-60.00	-60.00
营业利润	451.51	435.28	549.53	696.93	短期借款	-2020.21	245.11	192.42	209.77
其他非经营损益	-30.39	-28.96	-30.96	-31.56	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	421.12	406.32	518.57	665.37	股权融资	1428.60	0.00	0.00	0.00
所得税	47.17	60.95	77.79	99.80	支付股利	0.00	-263.78	-70.47	-89.56
净利润	373.96	345.37	440.78	565.56	其他	-318.96	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	101.09	-7.00	-7.00	-7.00	筹资活动现金流净额	-910.57	-18.67	121.94	120.21
归属母公司股东净利润	272.87	352.37	447.78	572.56	现金流量净额	-1196.94	114.64	108.73	134.76
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	624.65	739.29	848.02	982.78	成长能力				
应收和预付款项	3952.39	4350.61	5034.87	5842.80	销售收入增长率	10.71%	14.23%	14.71%	15.89%
存货	935.71	1073.65	1228.39	1423.35	营业利润增长率	57.10%	-3.59%	26.25%	26.82%
其他流动资产	63.62	5.99	6.87	7.96	净利润增长率	69.54%	-7.64%	27.63%	28.31%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	26.94%	-17.96%	17.94%	19.29%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	2667.77	2543.37	2414.59	2282.78	毛利率	20.90%	20.54%	20.62%	20.71%
无形资产和开发支出	825.00	795.44	765.88	736.32	三费率	13.19%	13.28%	12.78%	12.28%
其他非流动资产	559.51	547.67	535.84	524.00	净利率	5.78%	4.67%	5.20%	5.75%
资产总计	9628.65	10056.02	10834.46	11800.00	ROE	5.48%	5.00%	6.05%	7.29%
短期借款	1362.29	1607.40	1799.82	2009.59	ROA	3.88%	3.43%	4.07%	4.79%
应付和预收款项	1053.76	1168.13	1336.42	1557.50	ROIC	6.44%	4.67%	5.58%	6.57%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	12.45%	8.94%	9.19%	9.46%
其他负债	384.09	370.40	417.82	476.51	营运能力				
负债合计	2800.14	3145.93	3554.06	4043.59	总资产周转率	0.67	0.75	0.81	0.87
股本	2027.23	2027.23	2027.23	2027.23	固定资产周转率	2.71	2.91	3.45	4.21
资本公积	4692.93	4692.93	4692.93	4692.93	应收账款周转率	2.44	2.43	2.47	2.47
留存收益	354.99	443.58	820.89	1303.89	存货周转率	5.76	5.85	5.84	5.87
归属母公司股东权益	6619.76	6708.35	7085.66	7568.67	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	99.99%	—	—	—
少数股东权益	208.74	201.74	194.74	187.74	资本结构				
股东权益合计	6828.50	6910.09	7280.40	7756.41	资产负债率	29.08%	31.28%	32.80%	34.27%
负债和股东权益合计	9628.65	10056.02	10834.46	11800.00	带息债务/总负债	48.65%	51.09%	50.64%	49.70%
					流动比率	2.02	1.99	2.03	2.07
					速动比率	1.68	1.64	1.68	1.71
					股利支付率	0.00%	74.86%	15.74%	15.64%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	805.80	661.08	779.70	930.13	每股收益	0.13	0.17	0.22	0.28
PE	43.76	33.89	26.67	20.85	每股净资产	3.27	3.31	3.50	3.73
PB	1.80	1.78	1.69	1.58	每股经营现金	0.23	0.10	0.02	0.04
PS	1.84	1.62	1.41	1.21	每股股利	0.00	0.13	0.03	0.04
EV/EBITDA	15.19	18.71	15.97	13.47					
股息率	0.00%	2.21%	0.59%	0.75%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	黄滢	高级销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	陈燕	高级销售经理	18616232050	18616232050	chenyanyf@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	朱趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
广深	郑龔	广州销售负责人/销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyx@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn