

信邦制药 (002390.SZ)
受疫情影响业绩承压，三季度利润提速可期

2022 年 08 月 26 日

——公司信息更新报告
投资评级：买入（维持）
蔡明子（分析师）
龙永茂（联系人）

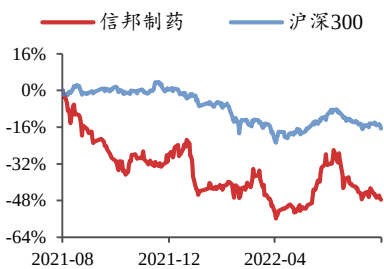
caimingzi@kysec.cn

longyongmao@kysec.cn

证书编号：S0790520070001

证书编号：S0790121070011

日期	2022/8/25
当前股价(元)	5.07
一年最高最低(元)	10.01/4.25
总市值(亿元)	102.78
流通市值(亿元)	77.16
总股本(亿股)	20.27
流通股本(亿股)	15.22
近 3 个月换手率(%)	171.63

股价走势图


数据来源：聚源

相关研究报告

《业绩增长符合预期，提质增效提升医院盈利能力——公司信息更新报告》
-2022.4.15

《业绩增长符合预期，医院经营持续改善——公司信息更新报告》-2022.1.25
《Q3 经营利润环比增长，资本结构持续优化——公司信息更新报告》
-2021.10.30

● 受疫情影响业绩承压，三季度利润提速可期，维持“买入”评级

8 月 24 日，公司发布 2022 半年报：公司实现营收 31.44 亿，同比增长 1.46%；归母净利润 1.31 亿，同比减少 13.84%；扣非净利润 1.24 亿，同比减少 13.92%。2022H1 公司营收、利润受疫情影响承压，2022H1 公司股票期权费用摊销 2774.47 万元，若剔除该因素的影响，则归母净利润为 1.55 亿元，同比增长 1.61%。下半年度，公司将努力达成 2022 年前三季度归母净利润同比增长不低于 15% 的经营目标。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 2022-2024 年盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润分别为 3.51、4.37、5.47 亿元，对应 EPS 分别为 0.17、0.22、0.27 元/股，当前股价对应 P/E 分别为 29.3、23.5、18.8 倍，维持“买入”评级。

● 提质增效提升医院盈利能力，肿瘤医院净利率逆势持续提升

2022H1 医疗服务业务实现营收 9.78 亿元，上半年医院门诊量 79.39 万人次，出、入院分别为 5.18、5.30 万人次，放疗 4.44 万人次，手术 1.37 万台次。公司秉行提质增效，医院盈利能力持续提升，2022H1 肿瘤医院净利率为 8.01%，较 2021 年底的 6.28% 提升了 1.73pct，公司加强内部管理提质增效，通过改善收入结构，增加医疗服务收入。公司继续推进“同质化发展、一体化管理”的医疗模式，同时加大了与国内知名医院优势学科和专家的合作力度，稳步推进学科建设。

● 医药流通为省内龙头议价能力强，医药制造中药饮片增长快速

医药流通：2022H1 公司医药流通实现营业收入 26.01 亿元，同比增长 0.66%。其中，药品收入 21.67 亿元，器械收入 4.34 亿元。公司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。**医药制造：**2022H1 公司医药制造实现营业收入 3.55 亿元，同比增长 18.55%，其中中成药业务收入为 1.85 亿元，同比减少 5.65%，中药饮片业务收入 1.7 亿元，同比增长 93.08%，中药饮片改扩建项目已于 2022 年 7 月投入正式使用，投产后中药饮片年产能将达 5,000 吨。

● 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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5,846	6,472	7,603	8,488	9,763
YOY(%)	-12.2	10.7	17.5	11.6	15.0
归母净利润(百万元)	174	273	351	437	547
YOY(%)	-26.6	57.3	28.8	24.4	25.1
毛利率(%)	21.4	20.9	21.5	22.0	22.1
净利率(%)	3.0	4.2	4.6	5.2	5.6
ROE(%)	4.3	5.5	5.8	7.0	8.3
EPS(摊薄/元)	0.09	0.13	0.17	0.22	0.27
P/E(倍)	59.2	37.7	29.3	23.5	18.8
P/B(倍)	2.1	1.6	1.5	1.4	1.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、受疫情影响业绩承压，目标前三季度归母净利润增速不低于 15%.....	3
2、提质增效提升医院盈利能力，肿瘤医院净利率逆势持续提升	3
3、医药流通为省内龙头议价能力强，医药制造中药饮片增长快速	4
4、授予股票期权激发员工动力，助力公司持续稳健增长	4
5、盈利预测与投资建议	5
6、风险提示	5
附：财务预测摘要	6
表 1： 信邦制药盈利预测	5

1、受疫情影响业绩承压，目标前三季度归母净利润增速不低于 15%

8月24日，公司发布2022半年报：公司实现营收31.44亿，同比增长1.46%；归母净利润1.31亿，同比减少13.84%；扣非净利润1.24亿，同比减少13.92%；经营性现金净流量4.50亿，同比增加114.2%；EPS0.07元/股。

分季度看，公司Q1/Q2收入分别为15.78亿(+8.1%)、15.65亿(-4.45%)；归母净利润分别为0.73亿(+1.80%)、0.58亿(-27.88%)；扣非净利润分别为0.73亿(+6.02%)、0.52亿(-31.92%)；经营现金流净额分别1.36亿(+113.53%)、3.14亿(+114.49%)。

2022H1公司营收、利润受疫情影响承压，2022H1公司股票期权费用摊销2774.47万元，若剔除该因素的影响，则归母净利润为1.55亿元，同比增长1.61%。下半年度，公司将抓好经营、投资及筹资等各方面的管理工作，努力达成2022年前三季度归母净利润同比增长不低于15%的经营目标。即Q3归母净利润目标实现同比91.6%的增长，2021Q3公司对外捐赠增加，业绩基数较低，我们预计若剔除捐赠款影响2022Q3目标业绩增速完成可能性较大。

分行业看，医疗服务实现营收9.78亿元，同比减少3.28%；医药流通实现营收26.01亿元，同比增长0.66%；医药制造实现营收3.55亿元，同比增长18.55%，其中中成药业务收入为1.85亿元，同比减少5.65%，公司中成药业务已趋于稳定，将为公司提供持续稳定的贡献；中药饮片业务收入1.7亿元，同比增长93.09%，中药饮片业务继续落实“以中药饮片为主体、大健康产品和中药材贸易为两翼”的发展规划，加快道地药材基地的建设，加大产品开发力度，加深与主要客户的合作关系，稳步推进市场开发，有望持续高增长，成为公司利润的重要贡献点。

从盈利能力来看，2022H1公司毛利率为20.09%(-0.51pct)，主要原因为中药材采购成本上涨；净利率为4.96%(-0.15pct)。分板块毛利率来看，医疗服务毛利率提升1.45pct至13.43%，提质增效成果显现；医药流通毛利率减少1.87pct至11.27%。

从费用率来看，公司销售费用率为6.14%(+0.21pct)，管理费用率为7.16%(+0.77pct)，主要是因为公司2022H1确认股份支付费用2774.47万元；财务费用率为0.86%(-1.24pct)，主要是因为银行借款减少以及贷款利率下降。

从现金流来看，2022H1公司经营活动产生的现金流量净额同比增加114.2%，主要原因为2022H1收回保证金及回款增加；投资活动产生的现金流量净额同比增加76.36%，主要原因为2021H1收购子公司支出较大；筹资活动产生的现金流量净额同比增加43.82%，主要原因为2022H1受限的货币资金净额减少，由此公司现金及现金等价物有所增加。

2、提质增效提升医院盈利能力，肿瘤医院净利率逆势持续提升

医院提质增效成效显著，肿瘤医院盈利能力快速提升。2022H1医疗服务业务实现营收9.78亿元，同比减少3.28%，上半年医院门诊量79.39万人次，出、入院分别为5.18、5.30万人次，放疗4.44万人次，手术1.37万台次。其中，贵州肿瘤医院实现营收4.87亿元，同比减少9.74%，主要是疫情管控措施严格，肿瘤医院位于贵阳

市外的患者无法到院治疗；综合医院收入收入 4.90 亿元。公司秉行提质增效，医院盈利能力持续提升。2022H1 肿瘤医院净利率为 8.08%，较 2021 年底的 6.28% 提升了 1.80pct，公司加强内部管理提质增效，通过改善收入结构，增加医疗服务收入，降低药占比；通过集中谈判降低不计费耗材、后勤保障的支出；通过岗位梳理减少人力成本等方面的成本管控，医院的整体运营效益提升。

在医疗服务板块，继续推进“同质化发展、一体化管理”的医疗模式，同时加大了与国内知名医院优势学科和专家的合作力度，稳步推进学科建设；积极推进中西医结合发展，打造特色优势学科，提升医疗服务质量；继续重视医疗、教学和科研协同发展，加大培养和引进高层次人才，打造高素质的人才队伍，提升综合服务能力；成立“VIP 专家服务中心”并以此为推手，提升服务能力；继续推进精细化管理，提升管理效能。此外，公司积极响应贵州省医保支付方式改革工作，制定实施工作方案并组织开展 DRG/DIP 相关知识学习培训。

3、医药流通为省内龙头议价能力强，医药制造中药饮片增长快速

医药流通：2022H1 公司医药流通实现营业收入 26.01 亿元，同比增长 0.66%。其中，药品收入 21.67 亿元，器械收入 4.34 亿元。公司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，公司医药流通客户数增加，全省等级以上医院客户覆盖率达 95% 以上，基层医院渠道大幅增加，全省基层医院覆盖率达 45% 以上。子公司光正医药物流中心仓储服务能力位居全省第三方药品储存配送企业前列，凭借其配送规模和服务水平。自省内实施药品集采，公司下属的医药流通公司主动参与 2021 年度执行的集采药品配送服务，目前配送的集采、国谈品种 300 余个品规。

医药制造：2022H1 公司医药制造实现营业收入 3.55 亿元，同比增长 18.55%，其中中成药业务收入为 1.85 亿元，同比减少 5.65%，中药饮片业务收入 1.7 亿元，同比增长 93.08%。中成药业务板块，公司拥有 11 个国家基药目录品种，24 个国家医保目录品种，产品主要覆盖心脑血管系统、消化系统、内分泌系统等治疗领域。中药饮片业务板块，公司拥有 120 个品种，169 个品规，同德药业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，2022H1 实现营业收入 1.49 亿元，同比增长 69.32%。为提升产能，同德药业除了对老生产车间进行改造，也推进建设年产 3,000 吨中药饮片的新车间，中药饮片改扩建项目已于 2022 年 7 月投入正式使用，投产后同德药业中药饮片年产能将达 5,000 吨。

4、授予股票期权激发员工动力，助力公司持续稳健增长

2021 年 9 月 29 日，公司发布 2021 年股票期权授予登记完成公告，授予日为 9 月 22 日，向 452 名激励对象（包括董事、高管等 7 名，核心骨干人员等 445 名）授予 8,336 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 1786.15、5495.36、2412.71、894.63 万元。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。

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，我们维持 2022-2024 年盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润分别为 3.51、4.37、5.47 亿元，对应 EPS 分别为 0.17、0.22、0.27 元/股，当前股价对应 P/E 分别为 29.3、23.5、18.8 倍，维持“买入”评级。

表1：信邦制药盈利预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5,846	6,472	7,603	8,488	9,763
YOY(%)	-12.2	10.7	17.5	11.6	15.0
归母净利润(百万元)	174	273	351	437	547
YOY(%)	-26.6	57.3	28.8	24.4	25.1
毛利率(%)	21.4	20.9	21.5	22.0	22.1
净利率(%)	3.0	4.2	4.6	5.2	5.6
ROE(%)	4.3	5.5	5.8	7.0	8.3
EPS(摊薄/元)	0.09	0.13	0.17	0.22	0.27
P/E(倍)	59.2	37.7	29.3	23.5	18.8
P/B(倍)	2.1	1.6	1.5	1.4	1.3

数据来源：公司公告、开源证券研究所

6、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)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	6091	5576	9345	10071	12120
现金	1776	625	3484	3890	4474
应收票据及应收账款	2578	3023	3557	3789	4660
其他应收款	541	597	740	753	964
预付账款	260	333	363	414	480
存货	843	936	1138	1163	1480
其他流动资产	93	63	63	63	63
非流动资产	3571	4052	4266	4328	4506
长期投资	1	0	-1	-3	-4
固定资产	2201	2575	2814	2937	3177
无形资产	220	218	176	131	82
其他非流动资产	1149	1259	1278	1264	1251
资产总计	9662	9629	13611	14400	16626
流动负债	4470	2755	6441	6725	8301
短期借款	3383	1362	4951	5041	6374
应付票据及应付账款	789	993	1084	1221	1426
其他流动负债	299	399	407	462	500
非流动负债	23	46	53	53	55
长期借款	0	0	7	7	9
其他非流动负债	23	46	46	46	46
负债合计	4494	2800	6494	6777	8355
少数股东权益	250	209	268	366	505
股本	1667	2027	2027	2027	2027
资本公积	3624	4693	4693	4693	4693
留存收益	82	355	720	1180	1747
归属母公司股东权益	4918	6620	6849	7256	7765
负债和股东权益	9662	9629	13611	14400	16626

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	742	458	-4	894	13
净利润	221	374	411	535	686
折旧摊销	265	267	250	282	315
财务费用	83	87	145	201	230
投资损失	17	-4	4	4	5
营运资金变动	68	-330	-813	-127	-1223
其他经营现金流	89	63	0	0	0
投资活动现金流	408	-744	-467	-348	-497
资本支出	138	254	215	64	179
长期投资	-27	-243	1	1	1
其他投资现金流	520	-733	-251	-282	-317
筹资活动现金流	-587	-911	-258	-231	-265
短期借款	-53	-2020	0	0	0
长期借款	-299	0	7	0	2
普通股增加	0	360	0	0	0
资本公积增加	0	1069	0	0	0
其他筹资现金流	-236	-319	-265	-231	-267
现金净增加额	565	-1197	-729	316	-749

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	5846	6472	7603	8488	9763
营业成本	4594	5119	5967	6621	7605
营业税金及附加	24	29	33	36	42
营业费用	399	360	477	486	510
管理费用	376	406	471	509	566
研发费用	11	2	25	8	10
财务费用	83	87	145	201	230
资产减值损失	-1	0	0	0	0
其他收益	8	10	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-17	4	-4	-4	-5
资产处置收益	-2	-0	0	0	0
营业利润	287	452	481	623	794
营业外收入	3	9	5	5	5
营业外支出	23	40	25	26	28
利润总额	267	421	461	602	771
所得税	47	47	51	67	85
净利润	221	374	411	535	686
少数股东损益	47	101	59	98	139
归属母公司净利润	174	273	351	437	547
EBITDA	684	752	841	1076	1307
EPS(元)	0.09	0.13	0.17	0.22	0.27

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-12.2	10.7	17.5	11.6	15.0
营业利润(%)	-16.7	57.1	6.6	29.4	27.5
归属于母公司净利润(%)	-26.6	57.3	28.8	24.4	25.1
获利能力					
毛利率(%)	21.4	20.9	21.5	22.0	22.1
净利率(%)	3.0	4.2	4.6	5.2	5.6
ROE(%)	4.3	5.5	5.8	7.0	8.3
ROIC(%)	4.2	5.4	4.4	5.7	6.2
偿债能力					
资产负债率(%)	46.5	29.1	47.7	47.1	50.3
净负债比率(%)	31.5	11.5	21.4	15.8	23.7
流动比率	1.4	2.0	1.5	1.5	1.5
速动比率	1.1	1.5	1.2	1.3	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.6	0.6
应收账款周转率	2.1	2.3	2.3	2.3	2.3
应付账款周转率	5.1	5.7	5.7	5.7	5.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.09	0.13	0.17	0.22	0.27
每股经营现金流(最新摊薄)	0.37	0.23	-0.00	0.44	0.01
每股净资产(最新摊薄)	2.43	3.27	3.38	3.58	3.83
估值比率					
P/E	59.2	37.7	29.3	23.5	18.8
P/B	2.1	1.6	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	17.8	15.0	14.4	11.0	9.8

数据来源：聚源、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