

2023年12月29日

买入（首次覆盖）

信邦制药（002390.SZ）：区域医疗龙头，全产业链协同发展提升

——公司深度报告

证券分析师

杜永宏 S0630522040001

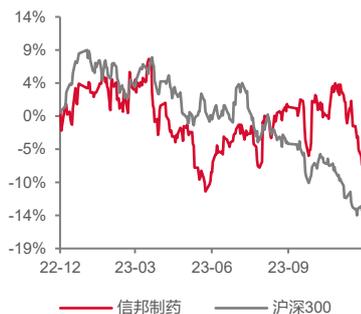
dyh@longone.com.cn

证券分析师

伍可心 S0630522120001

wkw@longone.com.cn

数据日期	2023/12/28
收盘价	4.42
总股本(万股)	194,385
流通A股/B股(万股)	183,024/0
资产负债率(%)	25.78%
市净率(倍)	1.20
净资产收益率(加权)	3.59
12个月内最高/最低价	5.25/4.23



投资要点：

- 业务覆盖医疗、中药、流通全链条，利润端有望快速增长。**公司业务覆盖医疗服务、中药医药制造、医药流通，过往数年业绩稳健增长。2022年，公司营业收入与归母净利润分别为63.5、2.2亿元，2014-2022年CAGR分别为12.5%、5.6%。2023年前三季度，公司营业收入与归母净利润分别为48.2、2.5亿元，分别同比增长2.9%、2.3%。截至2023年上半年，公司医药流通、医疗服务和医药制造的收入占比分别为67.4%、23.0%、9.6%，毛利率分别为20.0%、11.6%、13.6%。我们认为，常态运营下，各业务毛利率持续修复，尤其是高毛利的医药制造恢复增长态势及相对较高的医疗服务板块盈利能力稳步提升，公司整体利润端有望提速增长。
- 医疗服务板块：肿瘤专科与综合医院齐头并进，毛利率已呈抬头趋势。**公司医疗服务板块呈快速增长态势，2014-2022年CAGR为19.6%。2023年上半年收入为9.2亿元(yoy-5.7%)，短期增速放缓；毛利率为13.6%(+0.2pct)，已恢复至2019年水平。公司医疗服务板块在贵州省内拥有肿瘤专科及综合医院合计6家医疗机构，合计拥有床位数近5千张。**1.肿瘤专科：省内肿瘤治疗需求旺盛，唯一三甲肿瘤专科优势显著。**贵州医科大学附属肿瘤医院是省内唯一的三甲肿瘤专科医院，目前开放床位1500余张，2022年营收9.17亿元。肿瘤医院汇集高层次专家人才，医疗设备领先，拥有GCP机构和多样化的科研平台。**2.综合医院：省医科大持续赋能，综合服务能力领先。**白云医院、乌当医院是贵州省内高知名度的综合医院，均拥有各自的特色学科。其中，白云医院受益于医教研一体，预期5年增加3千床位，10年成为当地一流医院。
- 医药制造：整体发展平稳，毛利率高。**2023年上半年，公司医药制造板块营业收入为3.9亿元(yoy+10.3%)，毛利率为52.2%，维持较高水平。**1.中成药：收入端逐步修复，克痹丸有望成为超亿元大单品。**2023年上半年，公司中成药收入1.6亿元(yoy-14.02%)，产品结构持续优化，收入端有望逐步修复。公司加强独家品种关节克痹丸推广，2022年该品种实现收入逾5千万元，同比增长36%，对标同类超亿元大单品，放量可期。**2.中药饮片：政策端持续向好，新产能投放，收入高增延续可期。**2022年，同德药业改扩建项目完成了GMP符合性检查并投入生产，中药饮片加工产能由3,000吨/年增至6,000吨/年，仓储能力达3000吨。2023年上半年，同德药业收入为2.1亿元(yoy+37.9%)。公司中药饮片业务在政策支持以及和大型综合性三甲甲等中医院合作的前提下，有望实现快速发展，成为公司新的重要增长点。
- 医药流通：区域龙头，综合优势显著，业绩稳定。**2023年上半年，公司医药流通板块收入为27.0亿元(yoy+3.9%)，毛利率为11.6%。公司已成为省内医药流通的龙头企业，具有众多国内外知名上游供应商的省级独家代理权，全省等级以上医院客户覆盖率达95%以上，全省基层医院覆盖率达45%以上，OTC零售市场覆盖率达95%以上。公司医药流通板块能够发挥上下游协同作用，具有下游客户优势，增加与上游供应商的谈判能力；同时，公司的医药流通业务可以有效控制医疗服务板块采购成本，增厚利润。
- 投资建议：**我们预计公司2023-2025年实现营收68.37亿元、74.65亿元、81.61亿元，实现归母净利润3.09亿元、3.79亿元、4.43亿元，对应EPS分别为0.16/0.19/0.23元，对应PE分别为27.8倍/22.7倍/19.4倍。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：医疗服务恢复不及预期风险；中药材产量不及预期风险；医疗事故风险。**

盈利预测与估值简表

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	5,845.62	6,471.87	6,350.03	6,837.18	7,464.59	8,161.23
增长率（%）	-12.16%	10.71%	-1.88%	7.67%	9.18%	9.33%
归母净利润（百万元）	173.52	272.87	224.48	309.47	379.03	442.70
增长率（%）	2.97%	4.22%	-17.73%	37.86%	22.48%	16.80%
EPS（元/股）	0.11	0.15	0.12	0.16	0.19	0.23
市盈率（P/E）	77.09	49.47	39.17	27.76	22.67	19.41
市净率（P/B）	2.87	2.27	1.34	1.23	1.17	1.10

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止至 2023 年 12 月 28 日收盘）

正文目录

1. 信邦制药：贵州医疗服务龙头，业务覆盖医疗健康全产业链	5
1.1. 医疗服务为核心，医药制造、流通协同发展.....	6
1.2. 收入结构优化，利润端有望加速提升	6
2. 医疗服务：专科、综合医院齐头并进，盈利能力持续修复	9
2.1. 肿瘤医院：省内需求旺盛，一流专科优势显著	11
2.2. 白云医院：医教研一体推进，服务能力与品牌力持续提升	14
3. 医药制造：深耕中药，持续扩品.....	16
3.1. 中成药：数十品类进入国家级目录，克痺丸有望成为超亿元大单品.....	17
3.2. 中药饮片：政策助力，积极布局，高增延续.....	19
4. 医药流通：发挥上下游协同作用，彰显区域龙头优势	22
5. 盈利预测及估值分析.....	23
5.1. 盈利预测	23
5.2. 估值分析	23
6. 投资建议.....	24
7. 风险提示.....	24

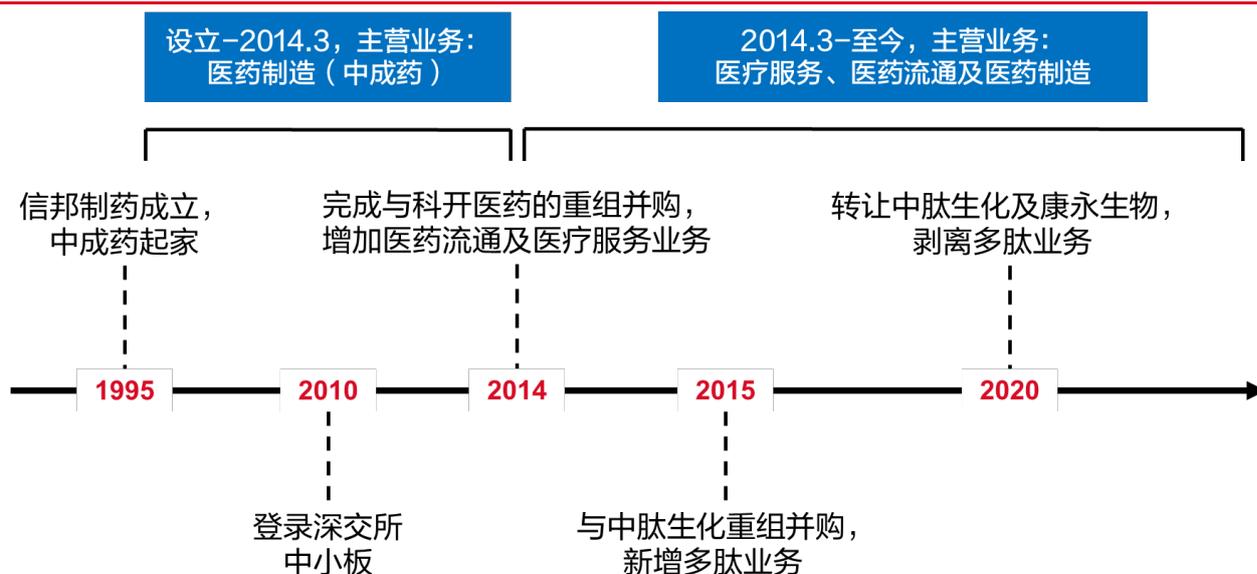
图表目录

图 1 公司发展历程.....	5
图 2 公司股权结构（截至 2023 年 09 月 30 日）.....	5
图 3 公司业务架构.....	6
图 4 公司平台运营模式.....	6
图 5 公司营收及利润情况.....	7
图 6 公司主要业务营收占比（亿元，%）.....	7
图 7 公司主要业务毛利占比（亿元，%）.....	8
图 8 公司及主要业务毛利率变动趋势.....	8
图 9 医药服务板块营收情况.....	9
图 10 医药服务板块毛利率（%）.....	9
图 11 医院分布情况.....	9
图 12 2013-2022 年贵州省人口数.....	11
图 13 贵州省肿瘤科近五年情况.....	11
图 14 2021 年全国各省肿瘤科门急诊人数.....	12
图 15 2021 年全国各省肿瘤科床位数.....	12
图 16 贵州医科大学附属肿瘤医院平台优势.....	13
图 17 贵州医科大学附属肿瘤医院营收及同比.....	14
图 18 贵州医科大学附属白云医院主要学科建设.....	15
图 19 医药制造板块营收及同比.....	16
图 20 医药制造板块毛利率.....	16
图 21 医药制造板块业务.....	16
图 22 近三年中成药营业收入.....	17
图 23 2016-2020 年中国骨骼肌肉系统疾病用药化学药与中成药市场销售额.....	17
图 24 2020 年医院终端中成药细分类别份额情况.....	18
图 25 2016-2020 年中国骨骼肌肉系统中成药细分类别市场销售额及成长性.....	18
图 26 关节克痹丸.....	19
图 27 贵州同德药业股份有限公司.....	20
图 28 江苏省中医院名医构成.....	21
图 29 同德药业近五年营业收入.....	21
图 30 医药流通板块.....	22
图 31 医药流通板块营收情况.....	22
图 32 医药流通板块毛利率（%）.....	22
图 33 可比公司一览.....	24
表 1 公司旗下医院概要.....	10
表 2 贵州省医院肿瘤科情况.....	12
表 3 贵州医科大学附属白云医院发展历程.....	14
表 4 贵州医科大学附属白云医院特点.....	15
表 5 两组患者有效率比较（例）.....	19
表 6 中药饮片相关政策.....	19
表 7 盈利预测.....	23
附录：三大报表预测值.....	25

1.信邦制药：贵州医疗服务龙头，业务覆盖医疗健康全产业链

信邦制药成立于 1995 年，2010 年在深圳证券交易所挂牌上市。1995 年至 2014 年，公司主营业务为医药制造（中成药）。2014 年，公司完成与科开医药的资产重组，业务扩展至医疗服务、医药流通板块。2015 年，公司并购中肽生化，布局多肽业务；后因多因素于 2020 年剥离多肽业务。当前，公司已发展为集医疗服务、医药流通和医药制造的医疗健康全产业链集团。

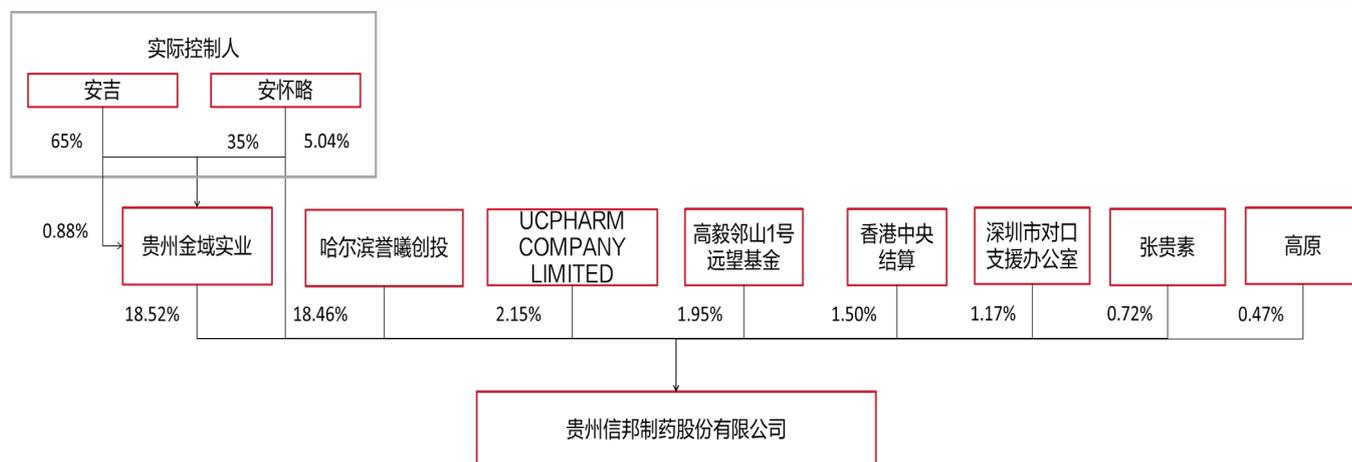
图1 公司发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，东海证券研究所

公司股权结构清晰。公司控股股东为贵州金域实业投资合伙企业（有限合伙），实际控制人为安吉、安怀略，二人为父女关系。安吉直接持有公司 0.88% 的股份，安怀略直接持有公司 5.04% 的股份，二人通过贵州金域实业投资合伙企业（有限合伙）持有公司 18.52% 的股份，合计持有公司 24.44% 的股份，公司股权结构清晰稳定。

图2 公司股权结构（截至 2023 年 09 月 30 日）

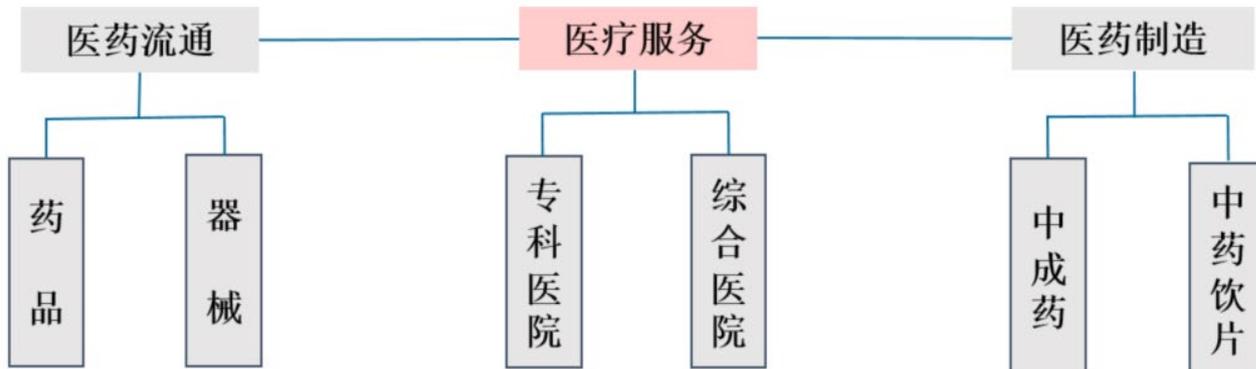


资料来源：公司公告，东海证券研究所

1.1. 医疗服务为核心，医药制造、流通协同发展

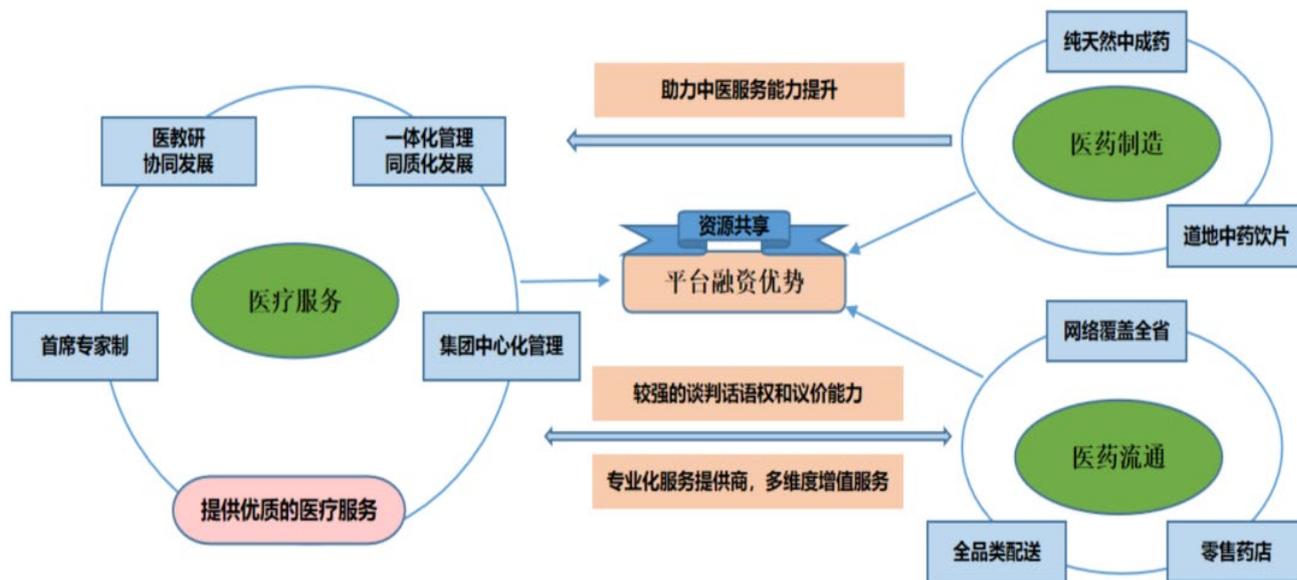
公司业务以医疗服务为核心，医药制造、流通协同发展。公司目前拥有贵州医科大学附属肿瘤医院、贵州医科大学附属白云医院、贵州医科大学附属乌当医院、仁怀新朝阳医院、六盘水安居医院、贵州省六枝特区博大医院等 6 家医疗服务机构；公司于 2023 年 4 月 25 日将贵医安顺医院的 90% 股权转让给贵州信联生物科技。

图3 公司业务架构



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图4 公司平台运营模式



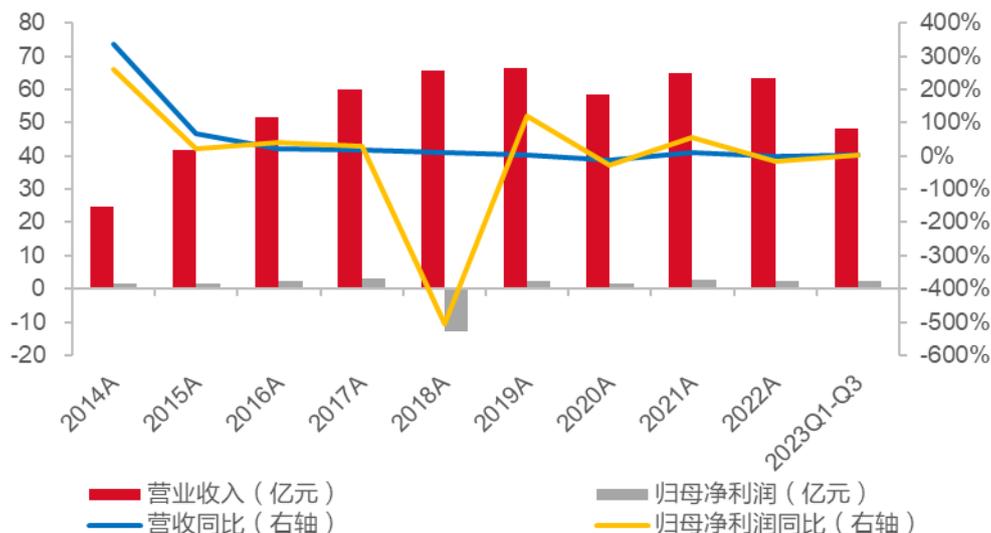
资料来源：公司公告，东海证券研究所

1.2. 收入结构优化，利润端有望加速提升

收入端有望重回良好增长态势，受业务结构影响，利润端有望加速提升。2014-2022 年间，公司营业收入从 24.8 亿元增长至 63.5 亿元，CAGR 为 12.49%，收入端维持良好增长态势；归母净利润从 1.45 亿元增长至 2.24 亿元，CAGR 为 5.64%。2023 年前三季度，公司营业收入为 48.23 亿元，同比增长 2.92%；归母净利润为 2.47 亿元，同比增长 2.30%。

常态化运营下，公司各板块业务逐步重回快速增长轨道，由于流通板块业务体量较大，公司整体利润端较收入端或呈现更快速增长。

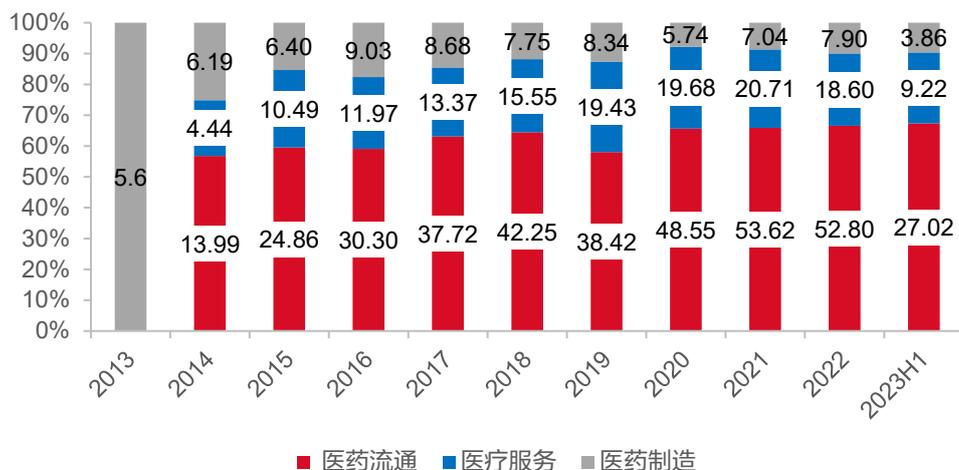
图5 公司营收及利润情况



资料来源：Wind，东海证券研究所

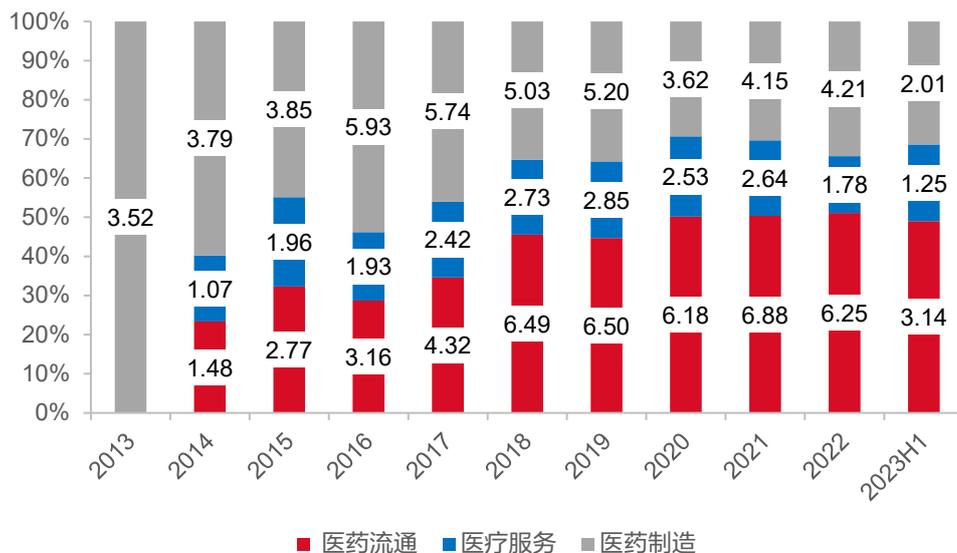
相对高毛利业务逐步放量，整体盈利能力稳步提升可期。公司业务从2014年起，由单一的中药医药制造扩展到医疗服务、医药流通；若剔除2015-2020年期间多肽业务的干扰，公司高毛利的中药收入相对稳定，低毛利的医药流通与医疗服务业务逐步放量拉低公司整体毛利率。自2020年以来，公司各业务均受到一定程度影响，截至2023年上半年，公司医药流通、医疗服务和医药制造的收入占比分别为67.38%、22.99%、9.63%，毛利占比分别为49.02%、19.57%、31.41%，毛利率分别为19.96%、11.63%、13.61%。整体来看，公司医药流通收入占比虽高，医疗服务与医药制造贡献的毛利率仍超50%。我们认为，常态运营下，各业务毛利率持续修复，尤其是高毛利的医药制造恢复增长态势及相对较高的医疗服务板块盈利能力稳步提升，公司整体盈利能力值得期待。

图6 公司主要业务营收占比（亿元，%）



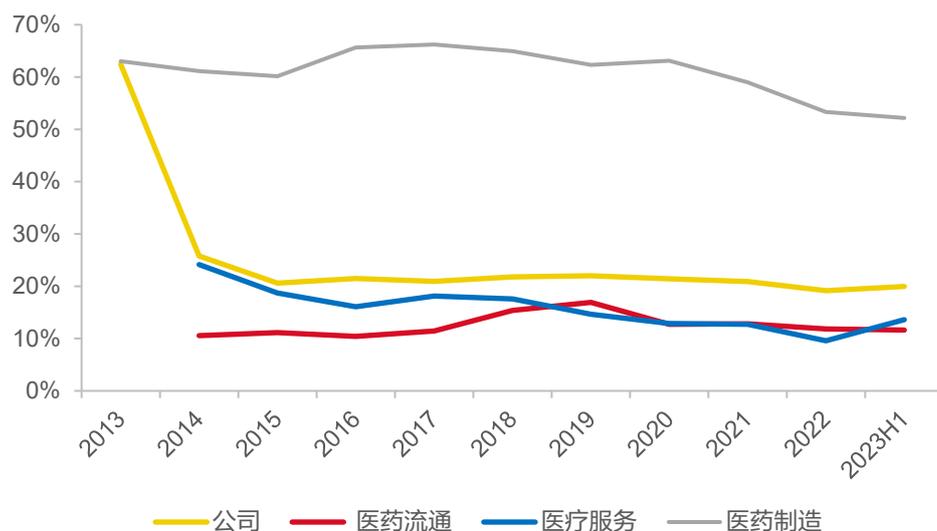
资料来源：Wind，东海证券研究所

图7 公司主要业务毛利占比（亿元，%）



资料来源：Wind，东海证券研究所

图8 公司及主要业务毛利率变动趋势

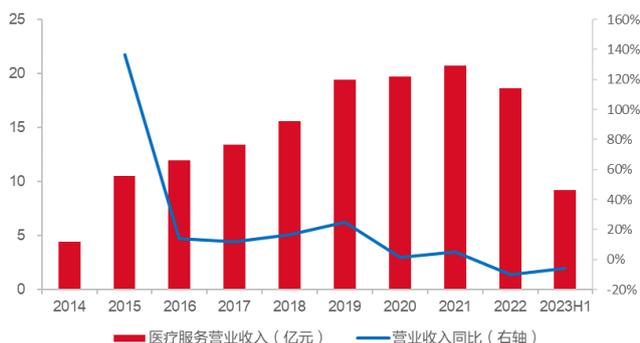


资料来源：Wind，东海证券研究所

2. 医疗服务：专科、综合医院齐头并进，盈利能力持续修复

医疗服务：板块持续修复，毛利率抬头。2014-2022年，公司医疗服务板块营业收入从4.4亿元增长至18.6亿元，复合增速为19.6%。2023年上半年，公司医疗服务板块营业收入为9.2亿元，同比下降5.7%。公司医疗服务板块毛利率从2014年的24.2%下滑至2022年的9.6%；2023年上半年，医疗服务板块毛利率为13.61%，较去年同期增加0.18个百分点，小幅改善。

图9 医药服务板块营收情况



资料来源：公司官网，东海证券研究所

图10 医药服务板块毛利率 (%)



资料来源：公司官网，东海证券研究所

公司坚持肿瘤专科、综合医院齐头并进的网路布局。公司拥有肿瘤医院、白云医院、乌当医院、仁怀新朝阳医院等6家医疗机构，分布在贵阳、遵义和六盘水等地，拥有床位数5,000余张，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、乌当医院是有较高知名度的综合医院，各医疗机构拥有各自的特色学科，已建立起具有竞争优势的优质医院网络，在贵州省形成品牌优势。同时，公司通过与江苏省中医院的合作，将肿瘤医院、白云医院、乌当医院打造成为中西医结合旗舰医院。

图11 医院分布情况



资料来源：公司公告，东海证券研究所

贵州医科大学附属医院：现有30个临床科室、15个医技科室，以创伤外科、综合内科、妇科等优势学科为主。医院拥有由多位著名专家领衔的外科及微创体系和享誉全国的介入、妇瘤外科治疗体系，引领着省内肿瘤治疗的技术方向。同时，医院拥有国内首台多功

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、PET-CT、SPECT、电子腹腔镜等。

贵州医科大学附属白云医院: 现有 33 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, 其诊疗技术水平、科研能力和综合实力处于省内一流、全国领先地位。医院注重医教研协同发展, 打造高标准的三级甲等综合医院、贵州医科大学附属医院和临床教学中心, 教学基地建设不断提升, 成为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。

贵州医科大学附属乌当医院: 现有临床科室 24 个, 医技科室 12 个, 同时设有 8 间手术间, 能开展各种常规手术以及微创、介入手术, 是贵州省三级综合医院“中国乳腺癌高危人群筛查点”、“中国肺癌防治联盟贵州医科大学附属乌当医院肺结节诊治分中心”, IBPA(国际分娩专业协会) 分娩导乐/产后导乐实训基地。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国际一流医疗设备, 为提高临床治疗水平提供了重要保证。同时医院重点打造乳腺疾病中心、神经医学科/癫痫中心、产科、妇科等特色专科, 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。

仁怀新朝阳医院: 现有 16 个临床科室, 8 个医技科室。医院是目前仁怀境内规模较大、科室齐全、设备先进、技术力量雄厚的集医疗、保健、医学教学、科研为一体的综合性股份制医院。现仁怀新朝阳官网介绍为中级 19 人, 副高 13 人, 正高 2 人。医院拥有美国 GE 1.5T 超导核磁共振、GE 64 排螺旋 CT、贝克曼全自动生化仪, 比利时进口疼痛冲击波等一批进口高端仪器设备。

六盘水安居医院: 现有 10 个临床科室, 4 个医技科室, 拥有联影 AI 天眼智能全身 80 层螺旋 CT、0.35T 核磁共振、悬吊 DR、动态 DR 等大中型医疗设备。现是六盘水市、区、县城镇职工医疗保险定点医院, 市地厅级干部保健定点医院, 六盘水市紧急救援指挥中心“120”急救定点医院, 是六盘水市地厅级保健定点医院, 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。

六枝博大医院: 现有 9 个临床科室, 6 个医技科室, 医院是一家大型二级综合医院, 拥有 1.5T 超导 MRI、16 层 32 排全身螺旋 CT、悬吊式、立柱式 DR、移动式 DR 成像系统、胃肠数字减影机、德国郎牌腹腔镜等大型进口高精尖设备。

表1 公司旗下医院概要

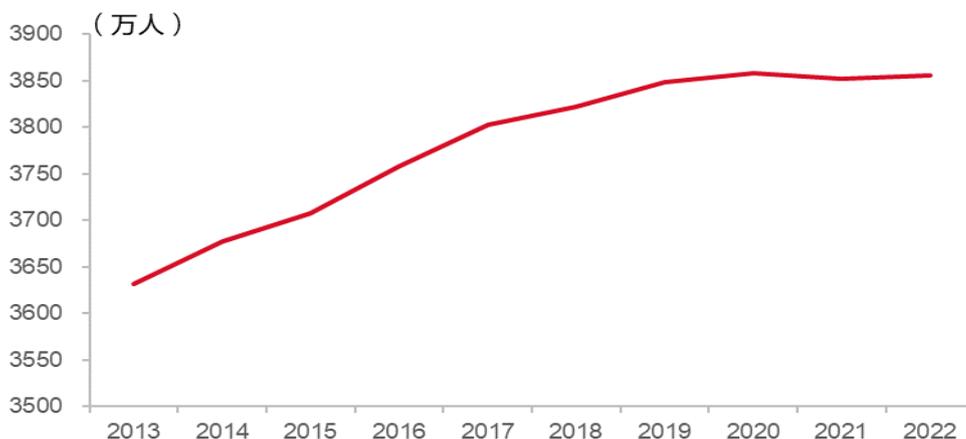
医院	地址	类型	属性	营收情况	科室	优势学科
贵州医科大学附属肿瘤医院	贵阳	肿瘤专科	营利性	约 9.1 亿	30 个临床科室、15 个医技科室	头颈肿瘤科、放射物理技术室、妇科肿瘤科、介入科、肝胆外科
贵州医科大学附属白云医院	贵阳	综合	非营利性	约 5.4 亿	33 个临床科室、13 个医技科室	神经外科、神经内科、骨科、肝胆外科
贵州医科大学附属乌当医院	贵阳	综合	非营利性	约 1.5 亿	24 个临床科室、12 个医技科室	乳腺疾病中心、神经医学科/癫痫中心、产科、妇科
仁怀新朝阳医院	遵义	综合	营利性	约 1.3 亿	16 个临床科室、8 个医技科室	泌尿外科、骨科、中医康复科
六盘水安居医院	六盘水	综合	营利性	<1 亿	10 个临床科室、4 个医技科室	血透室, 体检科, 泌尿外科
六枝博大医院	六盘水	综合	营利性	<1 亿	9 个临床科室、6 个医技科室	内科、泌尿普外科、血液透析科

资料来源: 公司官网, 贵州医科大学附属肿瘤医院官网, 贵州医科大学附属乌当医院官网, 仁怀新朝阳医院公众号, 六盘水安居医院公众号, 六枝博大医院公众号, 东海证券研究所

2.1. 肿瘤医院：省内需求旺盛，一流专科优势显著

贵州省常住人口规模稳定，小幅增长。随着贵州省经济持续发展，劳动就业吸纳能力增强和人才吸引力提升，贵州省常住人口已从 2013 年的 3632 万人增加到 2022 年的 3856 万人，增加 224 万人，增长 6.17%。

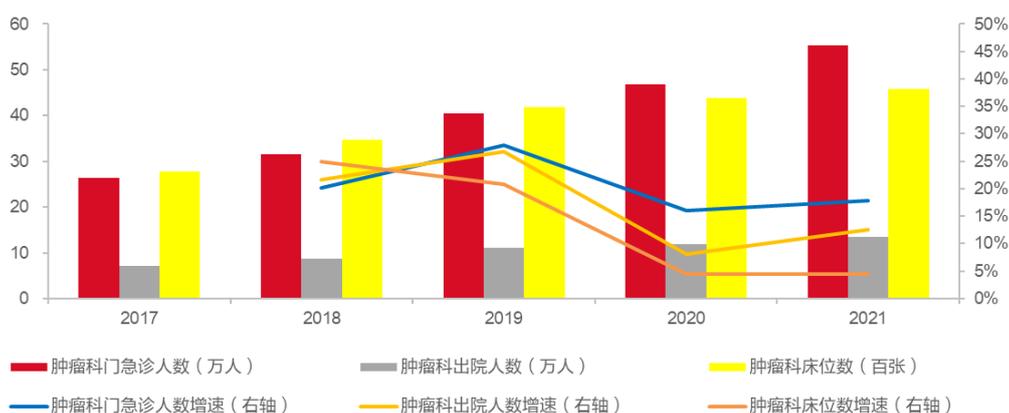
图12 2013-2022 年贵州省人口数



资料来源：Wind，东海证券研究所

贵州肿瘤市场需求快速增长，床位供给增速无法匹配。2017 年至 2021 年，随着贵州省居民健康意识的提升，常住人口增加，贵州省医疗卫生机构服务量大幅增加。2021 年，贵州省肿瘤科门急诊人数 55.3 万人，较 2020 年增长 17.9%，2021 年较 2017 年增长 110.3%。2021 年，肿瘤科床位数 4578 张，较 2020 年增长 4.5%，2021 年较 2017 年增长 64.9%。2021 年，肿瘤科出院人数 13.4 万人，较 2020 年增长 12.5%，2021 年较 2017 年增长 87.5%。

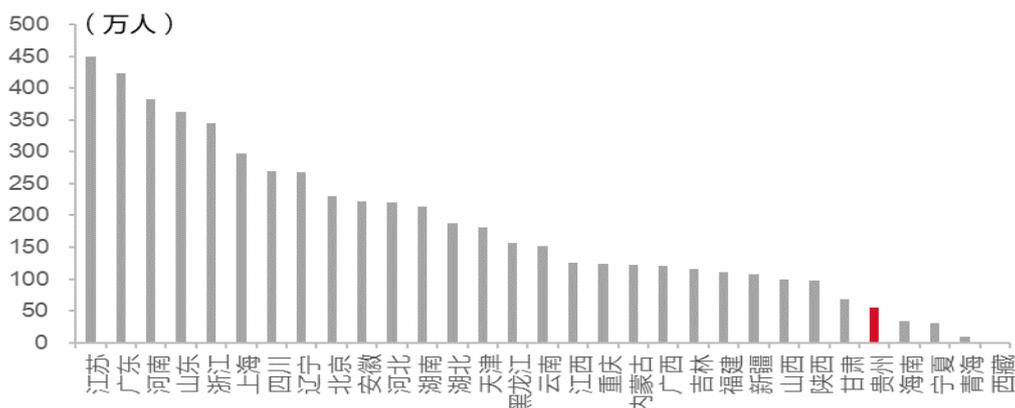
图13 贵州省肿瘤科近五年情况



资料来源：中国卫生健康统计年鉴，Wind，东海证券研究所

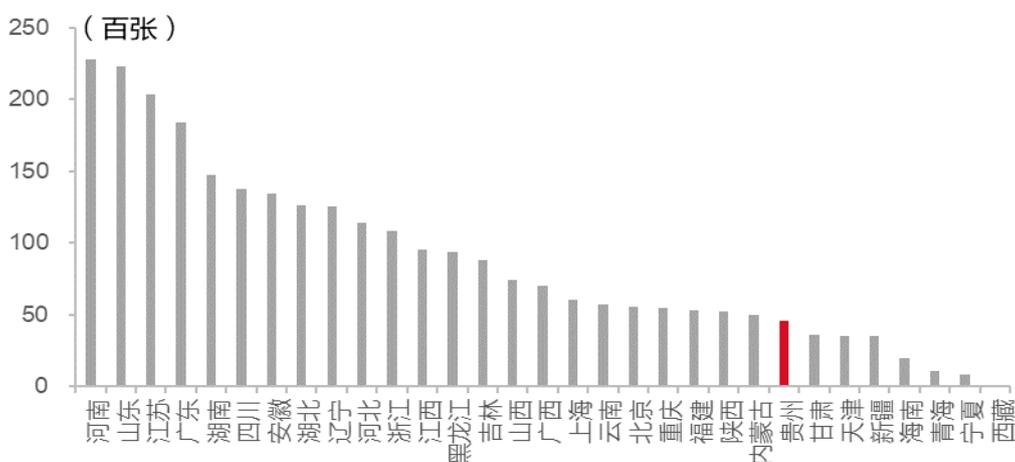
省内肿瘤医疗资源匮乏，肿瘤医院数和医院床位数少。贵州省内仅一家三级甲等肿瘤专科医院，为贵州医科大学附属肿瘤医院；除此之外，能够提供较完备全面肿瘤医疗服务的仅有贵州医科大学附属医院、贵州省人民医院等部分综合性医院，肿瘤医院数量极其匮乏。截至 2021 年底，从门急诊人数来看，贵州省在全国范围内排倒数第五；从床位数来看，贵州省在全国范围内排倒数第八。

图14 2021年全国各省肿瘤科门诊人数



资料来源：中国卫生健康统计年鉴，Wind，东海证券研究所

图15 2021年全国各省肿瘤科床位数



资料来源：中国卫生健康统计年鉴，Wind，东海证券研究所

省一流肿瘤医院，充分发挥肿瘤治疗的专科优势。贵州医科大学附属肿瘤医院成立于2007年，是贵州省唯一一家三级甲等肿瘤专科医院，医院目前开放床位1500余张。贵州医科大学附属肿瘤医院是贵州省肿瘤疾病规范化治疗基地，是贵州省规模最大的肿瘤诊治中心和放射物理技术中心。相较于省内一流的综合性医院肿瘤科，无论是医院床位数还是团队规模均占显著优势，充分证明了肿瘤医院的专业实力和学科特色。

表2 贵州省医院肿瘤科情况

	贵州医科大学附属肿瘤医院	贵州医科大学附属医院	贵州省人民医院
成立时间	2007年	1974年	1958年
医院属性	肿瘤专科医院	综合医院	综合医院
床位数（肿瘤科）	1500张	30张	264张
医疗团队人数（肿瘤科）	1400人	80人	159人
设立学科（肿瘤科）	头颈肿瘤科、胸部肿瘤科、腹部肿瘤科、妇科肿瘤科、乳腺肿瘤科、淋巴瘤科和放射物理技术室	头颈肿瘤科、胸部肿瘤科、腹部肿瘤科、妇科肿瘤科、乳腺肿瘤科、淋巴瘤科和放射物理技术室及流行病学室	头颈肿瘤科、胸部肿瘤科、腹部肿瘤科、妇科肿瘤科

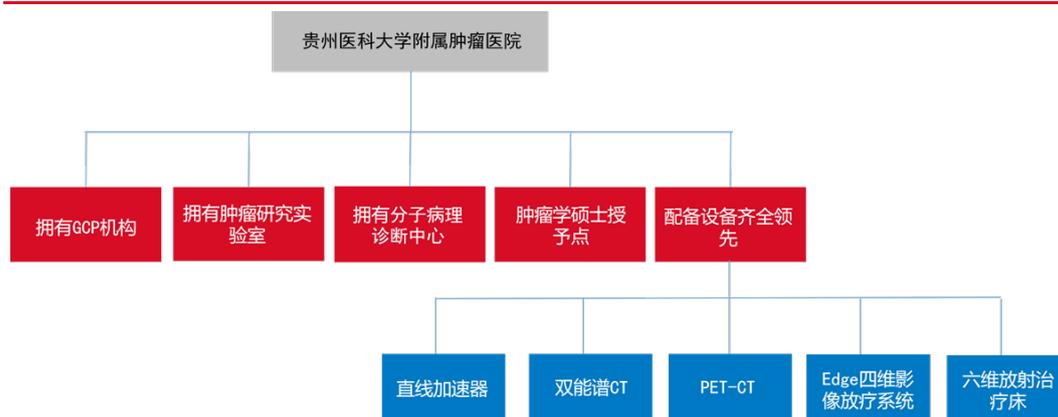
资料来源：贵州医科大学附属肿瘤医院官网，贵州医科大学附属医院官网，贵州省人民医院官网，东海证券研究所

医院高层次专家人才汇集，医疗设备领先。拥有胸部肿瘤著名专家卢冰教授、头颈肿瘤专家金风教授、介入学科专家周石教授、妇瘤外科专家杨英捷教授、肝胆外科专家潘耀振教授等一大批医学领军人才。医院软硬件齐步走，加大高端先进设备的投入，拥有国际先进、省内领先的 5 台直线加速器，其中 2 台 Infinity 和 1 台 EDGE，配置 1 台近距离后装放疗机，拥有 2 台四维定位 CT，17 套计划系统，并配备四维图像引导 IGRT、光学体表监测和四维电磁追踪 Calypso，同时拥有贵州省第三台 PET-CT 高端影像设备，是贵州省卫生健康委放射治疗质量控制中心挂靠单位。

医院重视人才资源，坚持医疗、教学和科研协同发展的建院思路。肿瘤医院是贵州省肿瘤疾病规范化治疗基地，是贵州省规模最大的肿瘤诊治中心和放射物理技术中心；2022 年入选国家癌症中心第一批“肝癌规范诊疗质量控制试点单位”及“卵巢癌规范诊疗质量控制试点单位”等。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，承担本科、硕士、博士等不同层次人才的培养任务，荣获贵州医科大学“黄大年式教师团队”荣誉。

医院拥有 GCP 机构，多样化的科研平台。医院 GCP 机构拥有专业的研究团队、全程的质量保障体系、高效的规范管理机制和稳定的战略合作关系，具备实施各类 I、II、III 期临床试验条件；肿瘤研究实验室拥有精良的设备、规范的管理机制和良好的科研氛围，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；分子病理诊断中心以二代测序仪为主要平台，实现了贵州省首家肿瘤基因检测和微生物宏基因检测，为临床提供更完善的基因检测方案，为肿瘤患者个体化分子诊断及靶向药物精准治疗保驾护航。

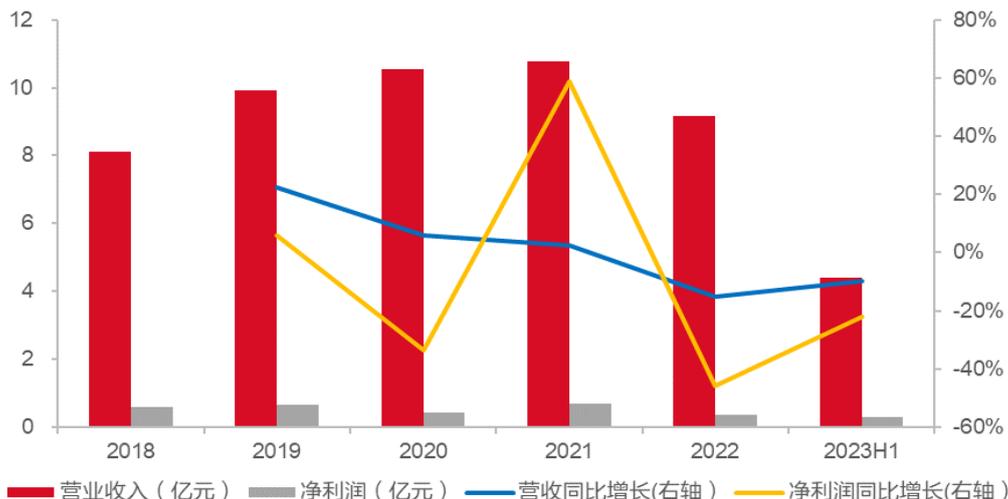
图16 贵州医科大学附属肿瘤医院平台优势



资料来源：公司公告，东海证券研究所

肿瘤医院营业收入整体稳定。贵州医科大学附属肿瘤医院作为省内唯一的肿瘤专科医院，发展前景及成长性较好。2020-2022 年，肿瘤医院营业收入分别为 10.53 亿元、10.79 亿元、9.17 亿元，分别同比增长 6.09%、增长 2.45%、下降 15.02%；净利润分别为 0.43 亿元、0.68 亿元、0.37 亿元，分别同比下降 33.63%、增长 58.81%、下降 45.75%。2023 年上半年，肿瘤医院营业收入为 4.39 亿元，同比下降 9.97%；净利润为 0.31 亿元，同比下降 21.99%，随着常规诊疗的逐渐恢复，有望逐渐企稳向好。

图17 贵州医科大学附属肿瘤医院营收及同比



资料来源：公司公告，东海证券研究所

2.2. 白云医院：医教研一体推进，服务能力与品牌力持续提升

贵州医科大学附属白云医院是一所集医疗、教学、科研为一体的非营利性教学型三级综合医院。目前有临床医学、护理学、检验学三个专业 13 个教研室，已累计接收学生 1139 人，在校学生 800 余人，每年招生本科医学生 500 人。教学中心严格按照贵州医科大学各项制度对教学、师资和学生进行管理，执行教学工作及相关考核，向高标准临床教学医院迈进。

2021 年，贵州医科大学白云临床教学中心正式投入使用。2018 年，医院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。2019 年 7 月，可容纳 1800 人的贵州医科大学白云临床教学中心项目正式开工，于 2021 年 7 月底交付使用。

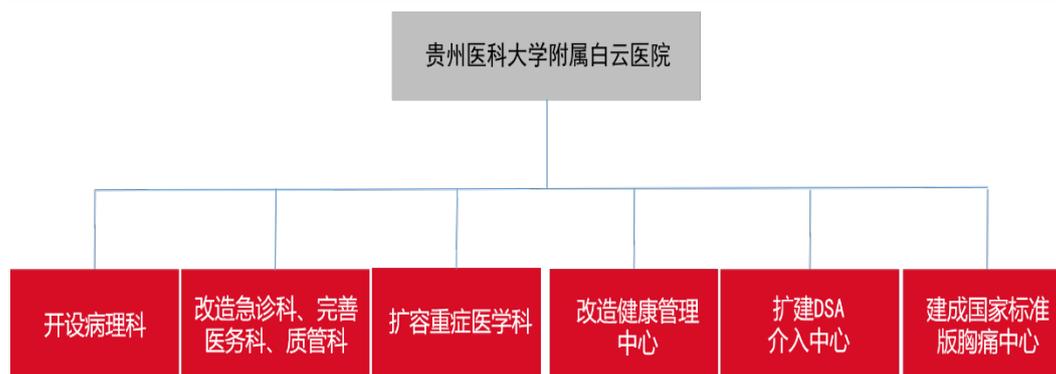
表3 贵州医科大学附属白云医院发展历程

时间	发展历程
2011 年	医院成立
2017 年	白云医院新开设产科和儿科
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交付使用

资料来源：公司公告，公司官网，东海证券研究所

医院学科建设稳步推进。在学科建设方面全面医院开展“1+10”新兴项目，打造“八四五—”工程，即八个优势学科，四个创新团队，五个诊疗中心，一个教学名院（贵州医科大学临床教学中心）。白云医院开设病理科，填补医院空白；改造急诊科，满足危急患者的治疗需求；扩容重症医学科，建成“麻醉与重症医学综合 ICU”，满足重症救治和区域三级定点医院功能；改造健康管理中心，为体检客户提供更为优质的人性化服务；扩建 DSA（数字减影血管造影）介入中心并增加设备，建成国家标准版胸痛中心。白云医院进一步完善设置了医务科、质管科，加强人员配置并加大外训力度。

图18 贵州医科大学附属白云医院主要学科建设



资料来源：公司公告，东海证券研究所

白云医院人才资源丰富，实力雄厚。医院拥有高级职称百余人，博士、硕士研究生 70 余人；硕士生导师 20 人，博士生导师 5 人。医院通过引进院士团队，选派出国进修等方式，造就领军人才 20 名，医学核心人才 200 名。医院开放床位 1200 张，设 33 个临床学科，13 个医技科室，DSA 手术室两间，数字化层流手术室 25 间；配置 320 排、64 排、16 排 CT 三台，新型 MRI 两台；医院获国家高级卒中中心、国家胸痛中心（标准版），国家房颤中心等诊疗中心。“十四五”期间，建成内科大楼，医院开放床位数将达 2500 张。

表4 贵州医科大学附属白云医院特点

贵州医科大学附属白云医院	
成立时间	2011 年
医院属性	综合医院
床位数	开放 1200 张
科室设置	33 个临床科室、13 个医技科室、DSA 手术室两间，28 个病区、数字化层流手术室 25 间
诊疗科目	23 个一级诊疗科目、32 个二级诊疗科目
医院设备	配置 320 排、64 排、16 排 CT 三台，新型 MRI 两台
高质量人才	硕士生导师 20 人，博士生导师 5 人；造就领军人才 20 名，医学核心人才 200 名
学科建设	八个优势学科，四个创新团队，五个诊疗中心，一个教学名院（贵州医科大学临床教学中心）

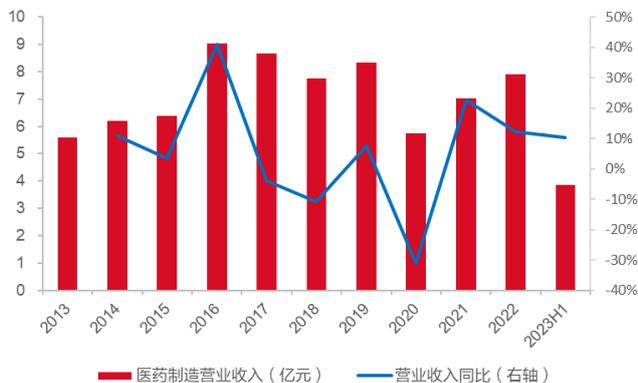
资料来源：公司官网，贵州医科大学附属白云医院订阅号，东海证券研究所

中长期规划落地可期。白云医院学科建设齐全，医教研协同发展，以建设成为省内一流的现代化高水平三级甲等附属医院为目标。白云医院预计 5 年内建成具有 3000 张床位的综合医院，10 年时间打造成为一流医院，对标贵州省人民医院和贵州医科大学附属医院，将有利于公司整体医疗服务实力和品牌力的提升。

3.医药制造：深耕中药，持续扩品

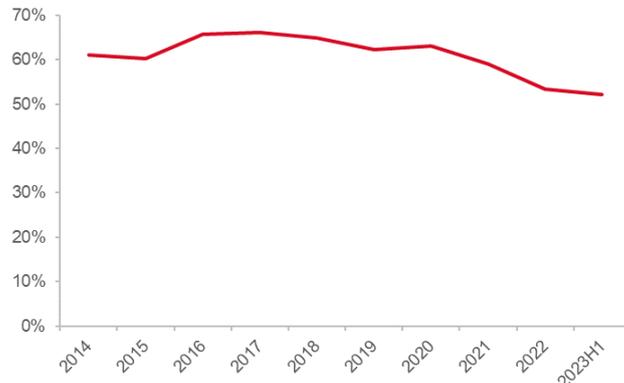
医药制造板块发展平稳，毛利率高。若剔除 2015-2020 年间多肽业务干扰，公司医药制造业发展平稳。2023 年上半年，公司医药制造板块营业收入为 3.9 亿元，同比上涨 10.29%，毛利率从 2014 年的 61.14% 下滑至 2022 年的 53.31%。2023 年上半年，公司医药制造板块毛利率为 52.17%，维持较高水平。

图19 医药制造板块营收及同比



资料来源：Wind，东海证券研究所

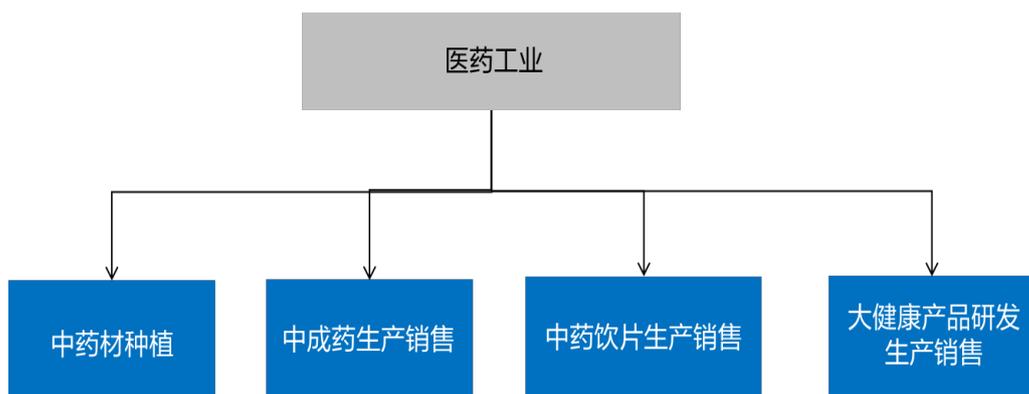
图20 医药制造板块毛利率



资料来源：Wind，东海证券研究所

布局中医药多领域，打造产业闭环。公司业务涵盖中药材种植，中药饮片及中成药生产与销售等诸多领域，形成了闭合产业链。公司中成药业务已趋于稳定，将为公司提供持续稳定的现金流；中药饮片业务将继续坚持以中药饮片为主、大健康产品为辅，加快道地药材基地的建设，加深与主要客户的合作关系，稳步推进市场开发，同时积极探索并推进大健康产品。

图21 医药制造板块业务

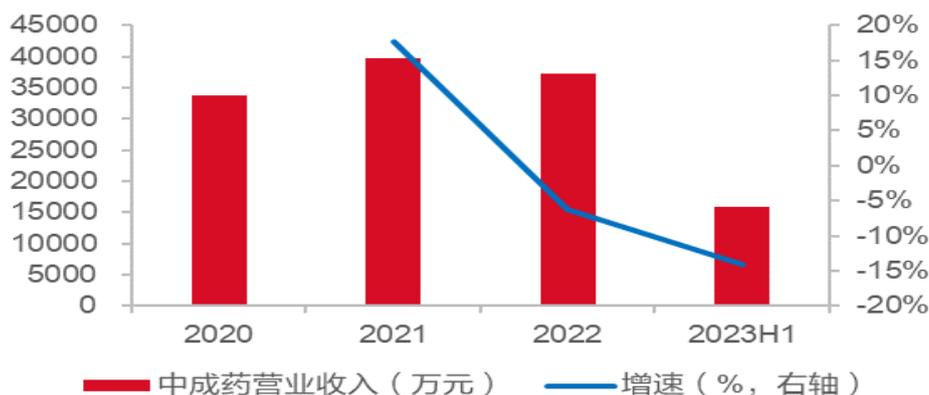


资料来源：公司官网，东海证券研究所

3.1. 中成药：数十品类进入国家级目录，克痹丸有望成为超亿元大单品

产品结构持续优化，收入端有望逐步修复。2022 年及 2023 年上半年，公司中成药分别实现营业收入 3.73、1.59 亿元，分别同比下降 6.19%、14.02%。公司启动了尿感宁颗粒的重新生产、参苏胶囊的包装设计与生产，通过一系列的市场策略与产品结构调整，形成了多元化的市场结构。公司拥有成熟的营销网络和稳定的营销队伍，伴随常态运营，不断探索创新，发挥市场资源，中成药收入端有望逐步修复。

图22 近三年中成药营业收入

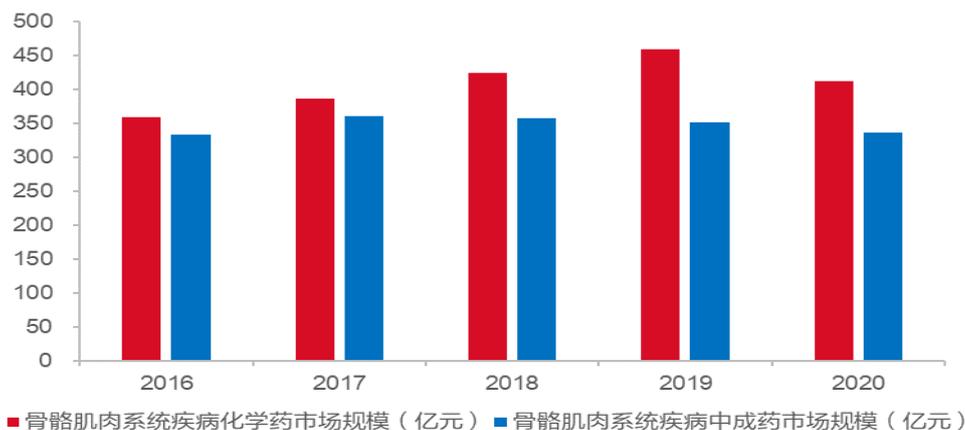


资料来源：公司公告，东海证券研究所

数十种品类纳入国家级药品目录，专业技术过硬，产品认可度高。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，主要品种有益心舒胶囊、脉血康胶囊、银杏叶片、六味安消胶囊、贞芪扶正胶囊、关节克痹丸等。关节克痹丸是公司的独家品种；益心舒胶囊、脉血康胶囊等产品是经营多年的老产品，产品功效稳定，市场认可度高。

中西药结合疗法在骨骼肌肉系统疾病中认可度较高。骨骼肌肉系统疾病种类涉及较多，适用各种症状的药品种类众多，中成药和化学药均在治疗过程中拥有较多的使用患者，中西药结合疗法也广受欢迎。从骨骼肌肉系统疾病中西药的市场销售额来看，2020 年化学药的市场销售额为 410.87 亿元，中成药的市场销售额为 336.41 亿元。

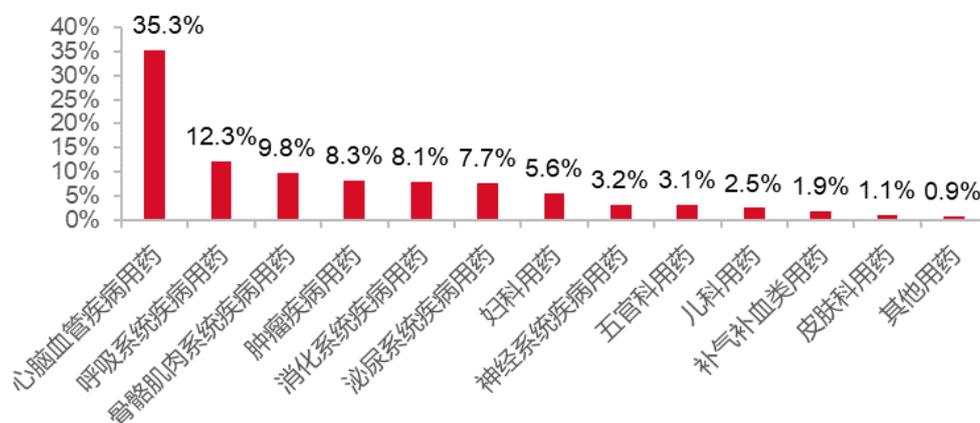
图23 2016-2020 年中国骨骼肌肉系统疾病用药化学药与中成药市场销售额



资料来源：中金企信国际咨询，东海证券研究所

骨关节疾病患者人数增长，骨骼肌肉系统疾病中成药市场扩大。骨关节疾病是一种常见病、多发病，特别是随着年龄的增长，骨关节疾病发病率呈不断上升的趋势。骨骼肌肉系统疾病是中药占据优势的治疗领域之一，2020年医院购进金额占比9.8%。随着我国人口老龄化进程的持续加剧，同时骨关节疾病日渐年轻化，我国骨骼肌肉系统疾病中成药市场将进一步增长。

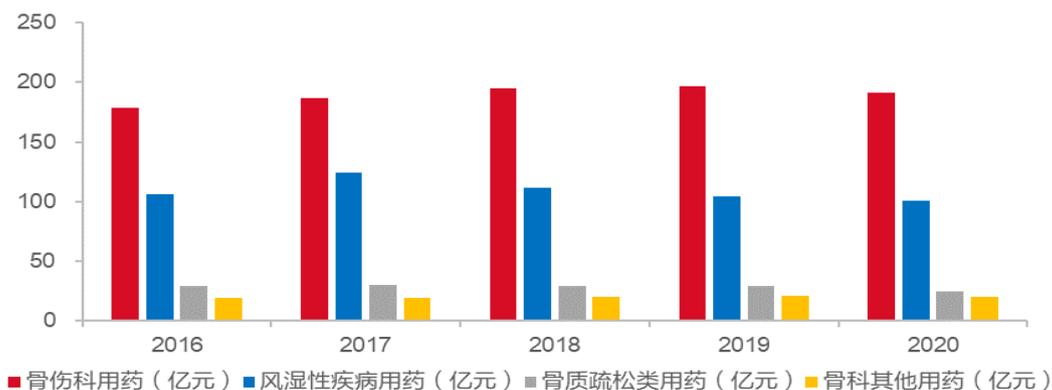
图24 2020年医院终端中成药细分类别份额情况



资料来源：中金企信国际咨询，东海证券研究所

以骨伤科用药和风湿性疾病用药为主。骨骼肌肉系统疾病中成药种类繁多，根据针对的骨骼肌肉系统疾病类型，该类中药可以分为骨伤科用药、风湿性疾病用药、骨质疏松类用药和骨科其他用药四大亚类。在我国骨骼肌肉系统中成药市场中，骨伤科用药市场销售额排名第一。从市场份额来看，以骨伤科用药和风湿性疾病用药两个类别为主，合计超过80%的市场份额。

图25 2016-2020年中国骨骼肌肉系统中成药细分类别市场销售额及成长性



资料来源：中金企信国际咨询，东海证券研究所

关节克痹丸：独家产品，疗效显著。关节克痹丸是公司的独家品种，属于风湿及类风湿类中成药，祛风散寒、活络止痛，用于关节炎、四肢酸痛、伸展不利。经关节克痹丸治疗后临床症状、体征明显改善，不良反应极少且比较轻，处理较简单。通过相关论文关节克痹丸的有效性和安全性临床研究发现：治疗组经关节克痹丸治疗3个月后，疗效明显，有效率达88.6%，与对照组（安慰剂）相比差异有显著性。300例患者中发生不良反应仅12例，占4%，不良反应发生率低，经减量后不良反应短期内消失，未发现对病情或治疗有影响，且血ALT、Cr、BUN治疗前后差异无显著性。说明关节克痹丸临床使用有效、安全，不良反应极少且较轻，处理较简单。

图26 关节克痹丸



资料来源：公司官网，东海证券研究所

表5 两组患者有效率比较（例）

组别	痊愈	显效	有效	无效
治疗组（共 300 例）	23	102	141	34
对照组（共 100 例）	0	5	16	79

资料来源：CNKI，东海证券研究所

对标品类超亿元大单品，逐步放量可期。公司加强独家品种关节克痹丸的开发与推广，一是加大医疗终端开发力度，提高产品区域的覆盖率；二是加大对市场推广支持，积极开展在销终端的上量工作；2022 年该品种实现营业收入 5,575.22 万元，同比增长 36%。伴随骨关节疾病发病率不断上升，治疗风湿性关节炎的中成药市场规模持续扩大，舒筋健腰丸（白云山）、消痛贴膏（奇正藏药）和云南白药气雾剂（云南白药）均是超亿元大单品，关节克痹丸作为信邦制药独家品种，通过公司推广端的持续发力，关节克痹丸有望成为超亿元大单品。

3.2. 中药饮片：政策助力，积极布局，高增延续

国家利好政策频出，中药饮片前景可期。中医药文化是我国享誉盛名的三大国粹之一，历史悠久，为了促进中医药发展，弘扬中华优秀传统文化、增强文化自信和文化自信，党和政府高度重视中医药工作，把中医药工作摆在更加突出的位置，已将其上升为国家战略，陆续出台了相关政策意见。中药饮片作为中国中药产业的支柱之一，是中成药的重要原料，国家相关政策频出，整体发展趋稳向好。

表6 中药饮片相关政策

政策	发布机构	时间	主要内容
《关于政协十三届全国委员会第二次会议第 2339 号（医疗体育类 228 号）提案答复的函》	药监局	2019.9	对于药食同源目录范围内的产品，应本着既方便群众购买又保证药品使用安全的原则进行管理
《国家药监局关于促进中药传承创新发展的实施意见》	药监局	2020.12	从源头加强中药饮片质量控制；持续修订完善完整的内控质量标准体系；持续加大中药饮片抽检力度
《国家药监局综合司关于中药饮片生产企业采购产地加工（趁鲜切制）中药材有关	药监局	2021.7	中药饮片生产企业可以采购具备健全质量管理体系的产地加工企业生产的产地趁鲜切制中药材用于中

问题的复函》

药饮片生产，严格审核产地加工企业的质量管理体系

关于发布《三明采购联盟省际中药（材）采购联盟中药饮片联合采购文件》的公告

三明采购联盟（全国）

2022.11

全面实行药品集中带量采购，探索通过中药饮片联合采购，协同推进中药饮片质量、价格、供应管理创新举措，开展三明采购联盟省际中药（材）采购联盟中药饮片联合采购工作

《国家药监局关于印发进一步加强中药科学监管促进中药传承创新发展若干措施的通知》

药监局

2023.1

强化中药饮片审批管理、完善炮制规范、规范生产和质量追溯以及推动改进中药饮片生产经营模式

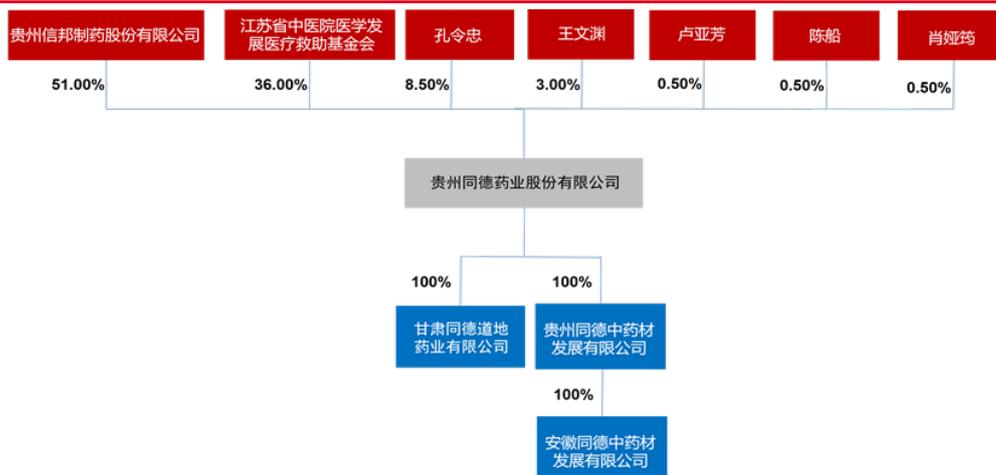
资料来源：药监局，三明采购联盟，东海证券研究所

携手江苏省中医院共建同德药业，整合苏黔中医药优势。贵州同德药业是苏黔两省对口帮扶首批中医药战略合作重点项目，由江苏省中医院与公司共同投资组建，总投资 2 亿元。公司与江苏省中医院医学发展医疗救助基金会分别持有同德药业 51%、36% 的股份。公司充分发挥自身优势，利用江苏中医大省和贵州中药大省的优势资源，伴随业务稳步推进，产能扩建，客户拓展，有望维持快速发展势头。

中药饮片：供应链布局全国，全面管控。在中药饮片业务板块，公司中药饮片品种 138 个、品规 207 个，加工产能达 6000 吨/年，仓储能力达 3000 吨，已在全国建立道地药材基地 103 个，面积达 22 万亩。公司中药饮片依托道地药材基地，从源头开始对中药材进行全面质量管控，在全国率先实现了从种植基地建设、中药饮片生产到医疗机构使用的无缝链接，有效保障了中药饮片的产品质量、临床用药安全和疗效。

大健康产品：积极开发多品类，饮食同源，器械保健。在大健康产品方面，开发了黄精茶、黄精片、黄精膏、七黑蜜丸、精山饮固体饮料、慧儿高固体饮料、枣益智丸、八珍曲奇饼干等 9 款药食同源食品，以及中药沐足汤、中药香囊、中药药枕等 5 款保健用品。公司大健康产品都是精选江苏省中医院国医大师、全国名中医的经典验方，选用优质道地药材，结合市场情况进行产品创新，产品质量得到保障的同时也能满足市场诉求。

图27 贵州同德药业股份有限公司

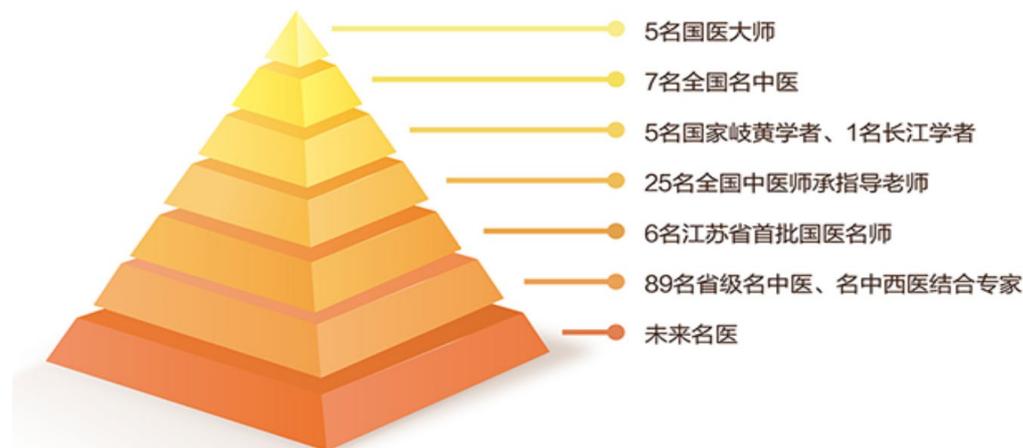


资料来源：公司官网，东海证券研究所

建立与江苏省中医院的深度合作，打造中西医协作的创新医疗模式。公司在旗下医疗机构设立中医诊疗科室，通过向江苏省中医院等知名中医院实地学习、远程会诊等方式，提升自身中医科室的诊疗水平，在全院营造中医药文化氛围，推广中医治未病理念和方法，探索

开展中医治未病服务，发挥好中医药“未病先防、既病防变、瘥后防复”的优势和作用，致力于打造中西医协作的创新医疗模式。同时，中药饮片业务与江苏省中医院合作共建，客户资源、产品疗效和质量得到了保障。

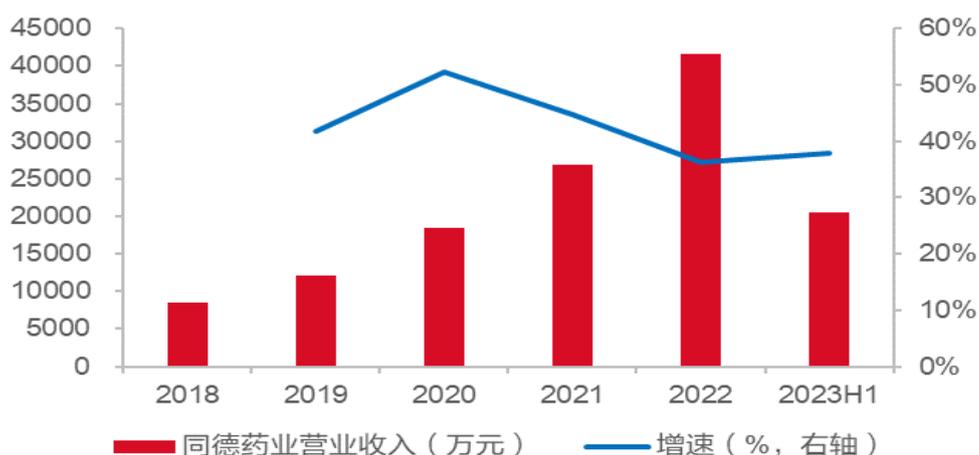
图28 江苏省中医院名医构成



资料来源：江苏省中医院官网，东海证券研究所

产能增长一倍，收入高增延续可期。2022年，同德药业改扩建项目完成了GMP符合性检查并投入生产，中药饮片加工产能由3,000吨/年增至6,000吨/年，仓储能力达3000吨。2022年，同德药业及子公司实现营业收入4.16亿元，同比增长36.28%；2023年上半年，同德药业（单体）实现营业收入2.05亿元，同比增长37.89%。同德药业道地中药材品种丰富，与处全国领先地位的江苏省中医院建立合作。公司中药饮片业务在政策支持以及和大型综合性三级甲等中医院合作的前提下，有望实现快速发展，成为公司新的重要增长点。

图29 同德药业近五年营业收入

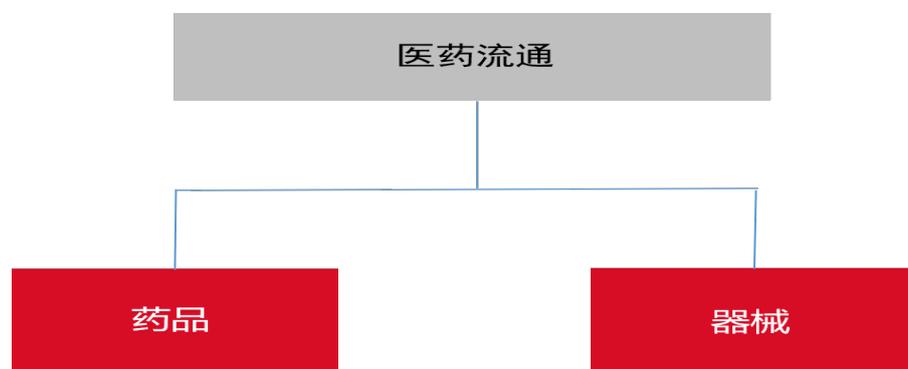


资料来源：公司公告，东海证券研究所

4.医药流通：发挥上下游协同作用，彰显区域龙头优势

省内医药流通龙头，综合优势显著。公司已成为省内医药流通的龙头企业，已具有区域性集团化企业的地缘优势，具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，形成了包含药品和器械的全品类配送体系，在销售网络、销售品种、上下游客户资源及服务能力等方面都具有明显优势。基于仓储规模和配送能力在省内领先的现代医药物流配送体系，公司在满足自身医药流通业务发展的基础上也开展第三方物流服务；科开大药房拥有 DTP 定点药店的资质，已形成了覆盖公司既有医院和主要合作医院的医药零售网络。公司全省等级以上医院客户覆盖率达 95%以上，全省基层医院覆盖率达 45%以上，OTC 零售市场覆盖率达 95%以上。客户规模和配送品种的增加有效弥补了价格下降的影响。

图30 医药流通板块



资料来源：公司公告，东海证券研究所

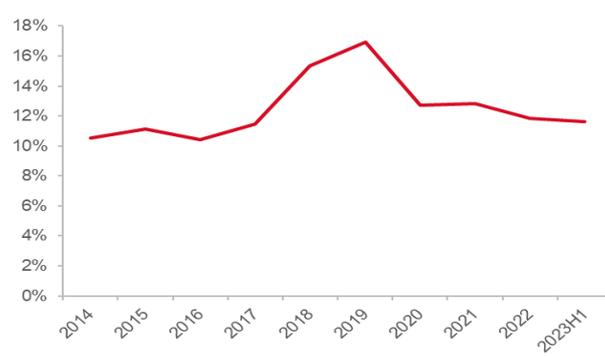
医药流通板块营收及毛利率整体较稳定。2020-2022 年，公司医药流通板块营业收入分别为 48.6 亿元、53.6 亿元、52.8 亿元，分别同比提升 26.37%、提升 10.44%、下降 1.53%。2023 年上半年，公司医药流通板块营业收入为 27.0 亿元，同比提升 3.85%。公司医药流通板块毛利率从 2014 年的 10.55% 上涨至 2022 年的 11.85%；2023 年上半年，医药流通板块毛利率为 11.63%，同比下降 0.22 个百分点，毛利率小幅波动。医药流通毛利率近年来波动较小，毛利率维持在 10% 左右。公司医药流通板块能够发挥上下游协同作用，公司在省内拥有 6 家医疗机构，具有下游客户优势，增加与上游供应商的谈判能力；同时，公司的医药流通业务可以有效控制医疗服务板块采购成本，增加利润。

图31 医药流通板块营收情况



资料来源：公司官网，东海证券研究所

图32 医药流通板块毛利率 (%)



资料来源：公司官网，东海证券研究所

5.盈利预测及估值分析

5.1.盈利预测

公司目前主要收入来源为三大业务板块，我们综合多因素研究分析后，分别对公司各业务做出以下假设和预测：

医药流通：公司具有区域性集团化企业的地缘优势，覆盖贵州省内主要等级医院的销售网络，形成了包含药品和器械的全品类配送体系，在销售网络、销售品种、上下游客户资源及服务能力等方面都具有明显优势，医药流通业务发挥上下游协同作用。我们假设 2023-2025 年医药流通业务的收入将逐步恢复至平稳水平，增速分别为 3.0%、8.0%、6.0%。

医疗服务：公司坚持肿瘤专科、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 6 家医疗机构，拥有床位数 5,000 余张。各医疗机构拥有各自的特色学科，已建立起具有明显竞争优势的优质医院网络，在贵州省形成品牌优势。我们假设医疗服务业务收入恢复快速增长，2023-2025 年增速分别为 14.5%、10.7%、11.3%。

医药制造：公司业务涵盖中药材种植，中药饮片及中成药生产与销售等诸多领域，形成了闭合产业链。我们假设 2023-2025 年医药制造业务的收入增速为 9.2%、14.4%、13.6%。

表7 盈利预测

(百万元)	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
总收入	5846	6472	6350	6837	7465	8161
yoy		10.7%	-1.9%	7.7%	9.2%	9.3%
毛利率	21.4%	20.9%	19.2%	19.7%	19.3%	19.0%
医药流通	4855	5362	5280	5438	5765	6111
yoy		10.4%	-1.5%	3.0%	8.0%	6.0%
毛利率	12.7%	12.8%	11.8%	11.6%	11.5%	11.5%
医疗服务	1968	2071	1860	2131	2359	2626
yoy		5.2%	-10.2%	14.5%	10.7%	11.3%
毛利率	12.9%	12.7%	9.6%	12.0%	12.5%	13.0%
医药制造	574	704	790	863	988	1122
yoy		22.7%	12.2%	9.2%	14.4%	13.6%
毛利率	63.1%	59.0%	53.3%	53.0%	53.5%	54.0%
其他	51	14	9	5	4	3
yoy		-72.0%	-40.1%	-40.0%	-30.0%	-20%
毛利率	26.0%	14.2%	45.8%	24.0%	24.0%	24.0%

资料来源：Wind，东海证券研究所（注：未单独列支内部抵消项）

5.2.估值分析

公司业务涉及医疗服务、医药制造和医药流通三大领域，我们选取 A 股 3 家企业进行比较分析，分别为九州通（主营业务为医药流通）、国际医学（主营业务为医疗服务）、昆药集团（主营业务为医药制造）。从估值比较来看，公司的市盈率（2023E：27.8 倍），估值吸引力较高。

图33 可比公司一览

可比公司	证券代码	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
600998.SH	九州通	275	7.03	0.62	0.72	0.85	11.4	9.8	8.3
000516.SZ	国际医学	182	8.04	-0.07	0.10	0.23	-111.0	80.1	35.4
600422.SH	昆药集团	151	19.98	0.75	0.94	1.15	26.7	21.3	17.4
002390.SZ	信邦制药	86	4.42	0.16	0.19	0.23	27.8	22.7	19.4

资料来源：Wind，东海证券研究所（截止至 2023 年 12 月 28 日收盘，除“信邦制药”外均为 Wind 一致预期）

6.投资建议

我们预计公司 2023-2025 年实现营收 68.37 亿元、74.65 亿元、81.61 亿元，实现归母净利润 3.09 亿元、3.79 亿元、4.43 亿元，对应 EPS 分别为 0.16/0.19/0.23 元，对应 PE 分别为 27.76 倍/22.67 倍/19.41 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

7.风险提示

医疗服务恢复不及预期风险：疫情防控开放，随着患者就医习惯改变，日常诊疗服务存在恢复缓慢不及预期的风险。

中药材产量不及预期风险：药材种植生产过程中可能会遇到的自然灾害和人工种植技术不足等原因，导致中药材产量不及预期。

医疗事故风险：公司主营业务涉及医疗服务领域，在临床医疗过程中，由于受到医疗条件限制、医师操作失误、患者个体差异等诸多因素影响，出现医疗差错和医疗事故的风险无法彻底避免。

附录：三大报表预测值

利润表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	6,350	6,837	7,465	8,161
%同比增速	-2%	8%	9%	9%
营业成本	5,133	5,492	6,028	6,611
毛利	1,217	1,345	1,437	1,550
%营业收入	19%	20%	19%	19%
税金及附加	28	29	31	33
%营业收入	0%	0%	0%	0%
销售费用	393	410	388	400
%营业收入	6%	6%	5%	5%
管理费用	421	451	470	490
%营业收入	7%	7%	6%	6%
研发费用	1	3	2	2
%营业收入	0%	0%	0%	0%
财务费用	39	56	55	55
%营业收入	1%	1%	1%	1%
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	-63	0	0	0
其他收益	7	9	10	12
投资收益	37	2	2	2
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	316	406	502	585
%营业收入	5%	6%	7%	7%
营业外收支	-3	-2	-1	0
利润总额	313	405	501	585
%营业收入	5%	6%	7%	7%
所得税费用	45	40	55	64
净利润	268	364	446	521
%营业收入	4%	5%	6%	6%
归属于母公司的净利润	224	309	379	443
%同比增速	-18%	38%	22%	17%
少数股东损益	44	55	67	78
EPS (元/股)	0.12	0.16	0.19	0.23

基本指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS	0.12	0.16	0.19	0.23
BVPS	3.50	3.59	3.78	4.01
PE	39.17	27.76	22.67	19.41
PEG	—	0.73	1.01	1.16
PB	1.34	1.23	1.17	1.10
EV/EBITDA	16.35	12.81	11.13	9.67
ROE	3%	4%	5%	6%
ROIC	3%	5%	5%	6%

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止至 2023 年 12 月 28 日收盘）

资产负债表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	899	1,261	1,248	1,465
交易性金融资产	0	23	79	122
应收账款及应收票据	3,020	2,963	3,337	3,646
存货	1,033	1,100	1,204	1,313
预付账款	334	347	379	411
其他流动资产	520	584	673	791
流动资产合计	5,806	6,278	6,920	7,748
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	2,616	2,513	2,460	2,459
无形资产	204	193	184	174
商誉	607	607	607	607
递延所得税资产	62	68	68	68
其他非流动资产	497	477	504	551
资产总计	9,793	10,136	10,743	11,608
短期借款	1,343	1,353	1,359	1,369
应付票据及应付账款	977	1,057	1,172	1,463
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	18	19	19	19
应交税费	33	34	36	38
其他流动负债	315	352	391	435
流动负债合计	2,687	2,815	2,977	3,324
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	41	38	37	35
负债合计	2,728	2,854	3,014	3,359
归属于母公司的所有者权益	6,808	6,972	7,351	7,793
少数股东权益	257	311	378	456
股东权益	7,065	7,283	7,729	8,250
负债及股东权益	9,793	10,136	10,743	11,608

现金流量表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流净额	591	668	289	587
投资	-27	-5	-5	投资
资本性支出	-158	-81	-184	-263
其他	34	-2	-3	-7
投资活动现金流净额	-118	-108	-247	-318
债权融资	-34	9	4	8
股权融资	5	-30	0	0
支付股利及利息	-170	-175	-59	-60
其他	9	-1	0	0
筹资活动现金流净额	-189	-198	-55	-52
现金净流量	283	362	-13	217

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

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,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8621) 20333275
 手机: 18221959689
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200215

北京东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8610) 59707105
 手机: 18221959689
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089