

2024年01月28日

证券研究报告·公司研究报告

新里程(002219)医药生物

当前价: 2.69元

目标价: ——元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

医疗服务行业领跑者，1+N模式持续扩张

投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 需求端看, 老龄化推动医疗需求持续增长, 全国医院诊疗人次从2011年的22.58亿人次增长到2021年的38.8亿人次, 供给端看, 医疗资源存在供需缺口, 政策鼓励社会办医补充公立医疗资源不足现状; 2) 中西部地区医疗资源紧缺, 三级医院占比低于10%, 人口稠密医疗服务需求大; 3) 公司目前控股11家医院, 旗下部分医院已成为区域医疗中心, 体外医疗机构资源储备丰富, 后续增长动力强劲。
- **老龄化趋势推动医疗需求增长, 医疗服务存在供需缺口。** 中国人口老龄化趋势加剧, 从医疗服务需求端推动行业增长, 全国医院诊疗人次从2011年的22.58亿人次增长到2021年的38.8亿人次, 综合医院平均收入从2011年的1.7亿元增长到2021年的5.4亿元; 从医疗资源供给端看, 优质医疗资源不足, 数量占比仅为9%的三级医院承担57.5%的就诊人次, 床位利用率稳定在95%之上, 医疗资源存在供需缺口, 政策鼓励社会办医补充公立医疗资源不足现状。
- **中西部省份医疗资源不足, 新里程进行医院布局。** 新里程体内医院主要集中在河南省、江苏省等区域, 体外医院分布在重庆市、山西省、河南省、陕西省等多个省市。根据《2022年中国卫生统计年鉴》, 2021年重庆、陕西、山西等地三甲医院数量分别为34、51、44家, 重庆三级医院占比为7.6%, 陕西三级医院比例为6.5%, 山西三级医院占比仅为4.3%, 处于较低水平, 医疗资源较为稀缺, 新里程在区域内将弥补公立医疗资源不足, 为患者提供医疗服务资源。
- **“1+N”模式打造区域医疗中心, 体外医疗机构资源储备丰富。** 公司目前控股11家医院, 采用“一个综合医院+多个专科分院”的1+N式打造区域医疗中心, 目前公司瓦房店第三医院、兰考第一医院、盱眙县中医院、泗阳医院、崇州二医院已经成为区域医疗中心; 此外, 公司控股股东在全国共有33家上市公司体外医院, 分布于15个省市, 医疗服务覆盖范围广, 为各地区的医疗服务需求提供支持。
- **盈利预测与投资建议:** 我们预计2023-2025年公司收入分别为34.2亿元、40.9亿元、47.5亿元, 增速为8.5%、19.5%、16.2%; 归母净利润分别为0.3亿元、1.1亿元、1.6亿元, 增速为-83.5%、337.2%、42.4%。对应EPS分别为0.01元、0.03元、0.05元, 建议积极关注。
- **风险提示:** 医疗服务板块收入不及预期的风险; 医疗事故风险; 政策风险等。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3152.73	3419.85	4088.04	4748.40
增长率	4.53%	8.47%	19.54%	16.15%
归属母公司净利润(百万元)	155.62	25.64	112.10	159.58
增长率	141.90%	-83.53%	337.24%	42.36%
每股收益EPS(元)	0.05	0.01	0.03	0.05
净资产收益率ROE	9.31%	1.43%	6.09%	7.81%
PE	59	358	82	57
PB	5.32	5.25	4.93	4.54

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

分析师: 王钰畅

执业证号: S1250524010001

电话: 021-68416017

邮箱: wangyc@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	34.11
流通A股(亿股)	32.43
52周内股价区间(元)	3.01-5.69
总市值(亿元)	92
总资产(亿元)	61.60
每股净资产(元)	0.63

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：国内医疗服务领域的领跑者	1
2 区域品质医疗需求旺盛，三级综合医院迎来增长机会	5
2.1 医疗需求不断增长，医疗资源结构性失衡	5
2.2 政策支持社会办医，民营医院迎来发展契机	6
2.3 部分省份优质医疗资源不足，新里程布局医院存在区域优势	8
3 医疗服务注重区域集团打造，制药板块持续贡献业绩	9
3.1 坚持实施“1+N”战略，打造领先医疗机构	9
3.2 三级医院打造区域中心，提供优质医疗服务	10
3.3 县域二级医院满足下沉医疗服务需求	13
3.4 体外医疗机构储备丰富，蓄力长期发展	14
3.5 制药板块持续贡献业绩增量	16
4 盈利预测	17
5 风险提示	18

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司股权结构.....	1
图 3: 2014-2023Q3 营业收入及增速.....	3
图 4: 2014-2023H1 主营业务结构.....	3
图 5: 2014-2023Q3 归母净利润及增速.....	3
图 6: 2021Q3-2023Q3 年归母净利润及增速.....	3
图 7: 2014-2023H1 医疗服务营业收入及增速.....	4
图 8: 2014-2023H1 公司利润率.....	4
图 9: 2014-2023Q3 年公司期间费用率.....	4
图 10: 2014-2023H1 公司服务业板块毛利率.....	5
图 11: 不同年龄段人口占比统计 (2021 年统计数据).....	5
图 12: 1991-2022 年老年人口占比变化.....	5
图 13: 2011-2021 年医院诊疗人数.....	6
图 14: 2011-2021 年综合医院平均收入.....	6
图 15: 2011-2021 年医院和三级医院数量.....	6
图 16: 2011-2021 年各级医院病床使用率.....	6
图 17: 2015-2021 中国医院数量变化趋势 (家) (注册类型分).....	7
图 18: 2015-2021 中国医院数量变化趋势 (家) (机构类别分).....	7
图 19: 2020-2023H1 瓦房店第三医院收入与净利润.....	11
图 20: 2020-2022 年瓦房店第三医院净利率.....	11
图 21: 2020-2023H1 兰考第一医院收入与净利润.....	12
图 22: 2020-2022 年兰考第一医院净利率.....	12
图 23: 2020-2023H1 泗阳医院收入与净利润.....	13
图 24: 2020-2022 年泗阳医院净利率.....	13

表 目 录

表 1: 重要子公司.....	2
表 2: 近年支持社会办医政策梳理.....	7
表 3: 2021 年各地区 (除港澳台) 三级医院情况 (家).....	8
表 4: 新里程旗下重点医院情况.....	9
表 5: 新里程控股股东上市公司体外重点医院情况.....	15
表 6: 独一味公司产品介绍.....	16
表 7: 分业务收入及毛利率.....	18
附表: 财务预测与估值.....	19

1 公司概况：国内医疗服务领域的领跑者

新里程前身恒康医疗成立于 2001 年，业务包括医疗服务和制药，于 2008 年在深交所上市。2020 年，恒康医疗因高举债投资、商誉减值等问题，陷入现金流断裂危机，被实施破产重整。2022 年 6 月，陇南市中级人民法院裁定恒康医疗重整计划执行完毕，新里程健康成为其控股股东。截止到 2023 年三季度，新里程健康持股比例为 24.2%。

新里程健康成为控股股东后，积极开展各项业务，调整治理结构，解决历史遗留的债务问题。公司始终以三级医院为依托，坚持“综合总院+专科分院”的“1+N”模式，聚焦于肿瘤、心血管、脑血管、骨科等学科发展。目前公司控股医院有 11 家，包含 3 家三级医院、7 家二级以上综合医院或专科医院等，其中包括 5 个区域医疗中心，分别是瓦三医院、盱眙中医院、泗阳医院、兰考第一医院和崇州二院，还有赣西医院、赣西肿瘤医院两个医疗机构。

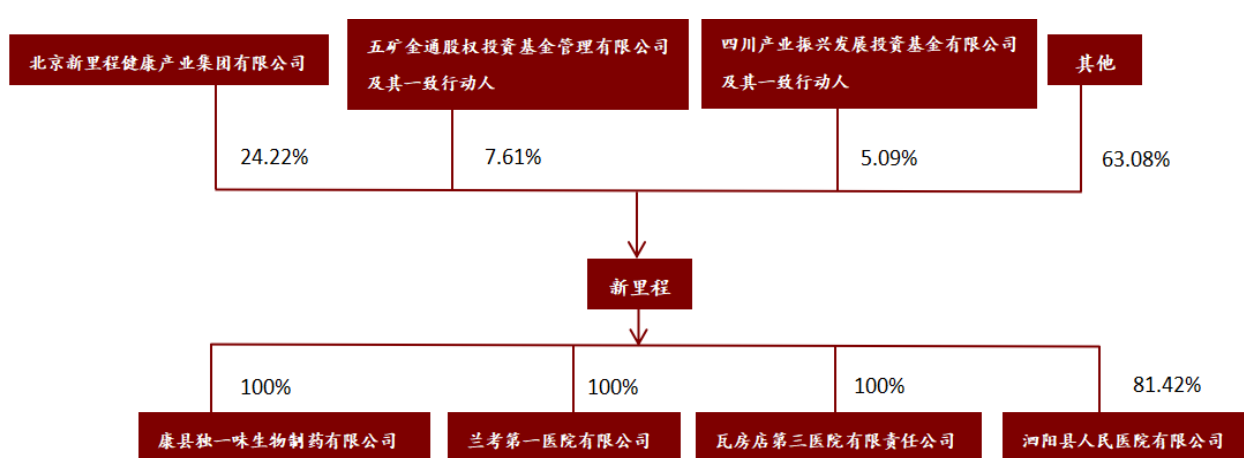
图 1：公司发展历程



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。公司第一大股东是北京新里程健康产业集团有限公司。

图 2：公司股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

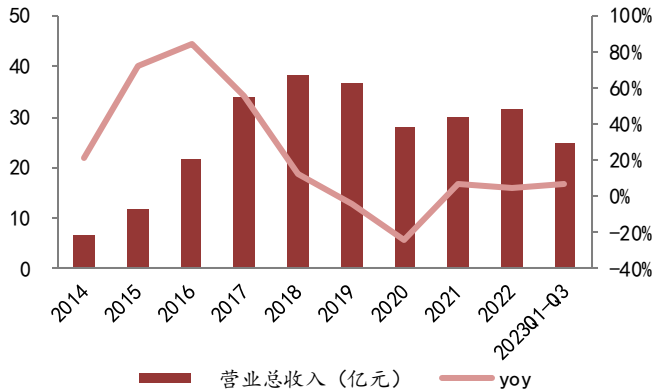
表 1：重要子公司

序号	子公司	控股比例	主营业务
1	瓦房店第三医院 有限责任公司	100%	经营范围包括内科、外科（包括乳腺科、肛肠科）、妇产科（妇科、产科）、儿科、眼科、耳鼻咽喉科、口腔科、皮肤病专业等。
2	泗阳县人民医院 有限公司	81.42%	泗阳县人民医院成立于 2017 年 05 月 05 日，注册地位于泗阳县众兴镇众兴中路 26 号，法定代表人为唐小宇。经营范围包括预防保健科；内科：呼吸内科专业、消化内科专业、神经内科专业、心血管内科专业、血液内科专业、肾病学专业、内分泌专业；外科：普通外科等等。
3	崇州二医院 有限公司	70%	经营范围包括预防保健科/内科/外科/妇产科/儿科/眼科/耳鼻喉科/口腔科/肿瘤科/急诊医学科/康复医学科/麻醉科/疼痛科/重症医学科/医学检验科/病理科/医学影像科/中医科/中西医结合科（二级专业详见《医疗机构执业许可证》副本诊疗科目登记）（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。
4	康县独一味生物制药 有限公司	100%	许可项目：药品生产；药品委托生产。一般项目：中草药收购；地产中草药购销；化妆品批发；化妆品零售；日用化学产品销售；日用百货销售；日用家电零售；日用杂品销售；个人卫生用品销售；专用化学产品销售；针纺织品销售；产业用纺织制成品销售；家用电器销售。
5	盱眙恒山中医医院 有限公司	100%	内科、外科、妇产科、儿科、眼科、耳鼻咽喉科、麻醉科、口腔科、皮肤科、肿瘤科、医学检验科、病理科、医学影像科、骨伤科、肛肠科、针灸科、康复医学科、急诊科、预防保健科、重症医学科，药物咨询；不动产租赁；停车场服务。许可项目：医疗服务
6	兰考第一医院 有限公司	100%	许可项目：医疗服务；第一类增值电信业务；第二类增值电信业务。一般项目：住房租赁；非居住房地产租赁；租赁服务；第一类医疗器械销售；第二类医疗器械销售；人力资源；养老服务；机构养老服务
7	萍乡市赣西医院 有限公司	80%	公司主营：预防保健科、全科医疗科、内科（呼吸内科专业、消化内科专业、神经内科专业、心血管内科专业、血液内科专业、肾病学专业（血液透析治疗）、内分泌专业、免疫学专业）、外科等。
8	萍乡市赣西肿瘤医院 有限责任公司	100%	许可项目：医疗服务（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动） 一般项目：养老服务，健康咨询服务（不含诊疗服务）（除许可业务外，可自主依法经营法律法规非禁止或限制的项目）。

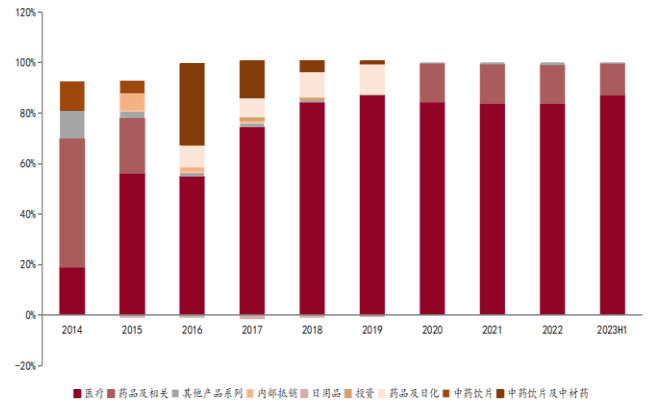
数据来源：公司公告，西南证券整理

新里程业绩有望持续修复。1) 收入端：2014-2016 年公司营业收入增长保持较高速水平，2016 年公司营业收入达 21.8 亿元，同比增长了 84.1%，主要是由公司外延并购带来的业绩贡献。2016-2020 年公司营业收入增速放缓并在 2019 年后出现负增长持续下降，截至 2020 年营业收入增速同比下降了 23.9%，由于公司不断进行业务扩张，投资规模过大、资金短缺，公司面临债务危机，利润端在 2018 与 2019 年亏损。2020 年，债权人对公司申请破产重整，直至 2022 年公司公告重整计划执行完毕，新里程健康成为其控股股东，持股 24.4%。截至 2023Q3，公司营业收入恢复到 25.1 亿元，同比增长了 7.5%。公司始终坚持以医疗服务和药品制造两大板块为主，其中医疗板块占比持续稳步上升，从 2014 年占比 19% 提升至 2018 年占比 83.1%，从 2018 年开始至 2023 年占比稳步在 80% 左右。**2) 利润端：**2014-2016 年公司归母净利润持续增长，2018 年归母净利润为 -14.2 亿元（-799.1%），规模过大出现大额亏损所致。新里程健康控股后，2022 年归母净利润开始逐渐攀升，达 1.6 亿元（+141.9%）。2023 年公司开始迈向高质量发展新阶段，做好长期规划，加强经营管理，未来业绩有望持续改善。

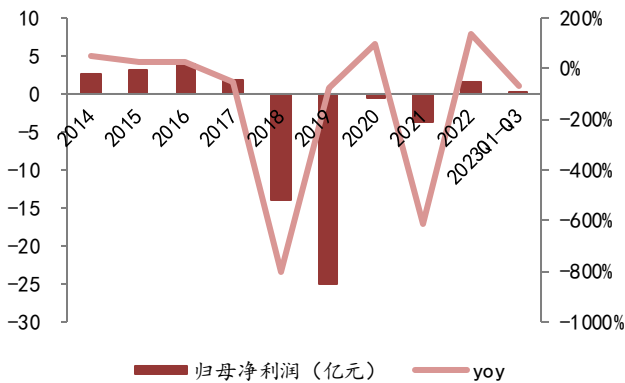
受疫情影响业绩增速放缓，2023Q1 起持续修复。从 2021Q3-2023Q3 单季度来看，2021Q4 归母净利润为-3.1 亿元，同比下降 9608.4%，主要由于债务危机以及疫情影响所致。随着疫情防控放开，业绩增长缓慢恢复，2023 年一季度业务增速较快，归母净利润 0.2 亿元，同比上升 1707.6%。公司经营效率不断提高，业绩开始出现好转趋势。

图 3：2014-2023Q3 营业收入及增速


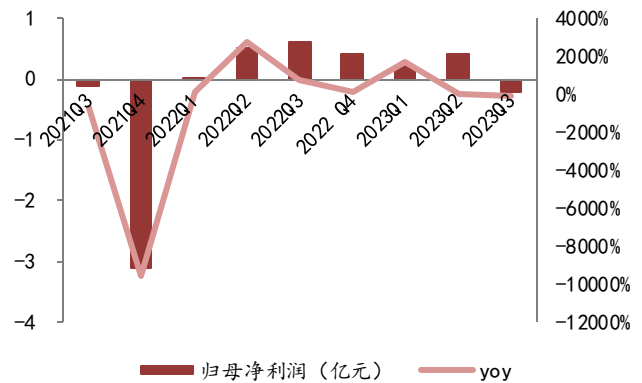
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：2014-2023H1 主营业务结构


数据来源：公司公告，西南证券整理

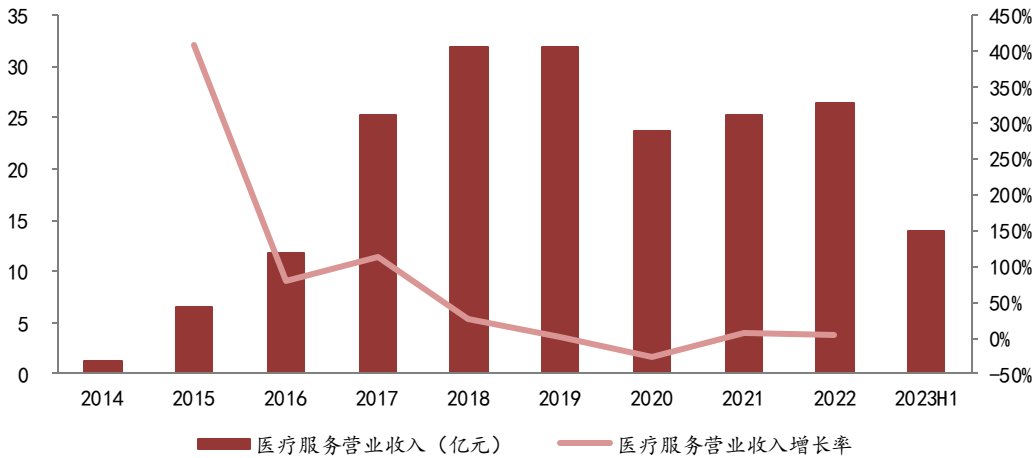
图 5：2014-2023Q3 归母净利润及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：2021Q3-2023Q3 年归母净利润及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

坚持打造区域医疗中心，医疗服务营收平稳增长。2021-2023 年上半年医疗服务营收平稳增长，其中 2022 年医疗服务实现营业收入 26 亿元，同比增长 4.4%。医疗服务营收主要来自瓦三医院、盱眙县中医院、泗阳医院、兰考第一医院和崇州二院这些区域医疗中心，以及赣西医院和赣西肿瘤医院等医疗机构。

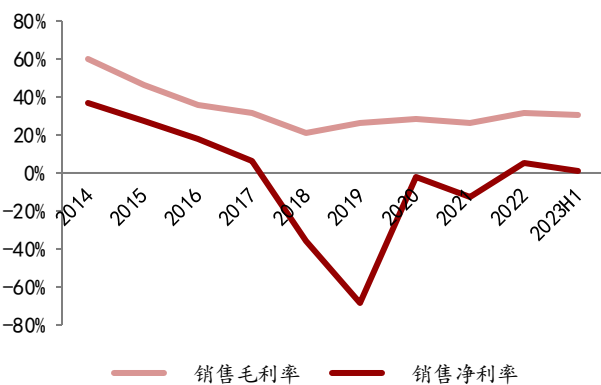
图 7：2014-2023H1 医疗服务营业收入及增速


数据来源：Wind, 西南证券整理

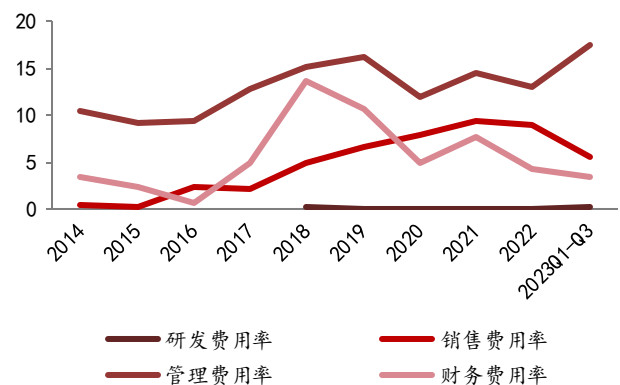
重整后利润率平稳上升，期间费用率呈下降趋势。2014-2017 年，公司毛利率、净利率不断下降，而期间费用率略有上升。新里程健康成为控股股东后，毛利率、净利率有所提升，期间费用率小幅度下降。

1) 毛利率与净利率：2018 年，公司毛利率下降至 21.5%，净利率下降至 -36.2%，2019 年毛利率小幅上升至 26.4%，净利率下降至 -67.8%，主要是因为这两年公司扩大业务导致大额亏损。相比于 2020 年，2021 年公司毛利率和净利率略有下滑，毛利率为 27%，净利率为 -12.2%，主要是由于受到疫情影响。新里程健康控股后，截至 2023 年上半年，毛利率提升至 30.6%，经营性净利率为 7.7%，净利率为 1.5%，原因在于公司历史遗留问题解决，业绩开始好转。

2) 期间费用率：2018 年以后，期间费用率呈现下降趋势，从 2018 年 33.9% 下降至 2022 年 26.1%。其中管理费用率自 2020 年开始不断增长，从 2020 年 12% 上升至 2023Q3 的 17.6%，主要是因为新里程健康控股后，加强各方面整改，管理费用相应增加。

图 8：2014-2023H1 公司利润率


数据来源：Wind, 西南证券整理

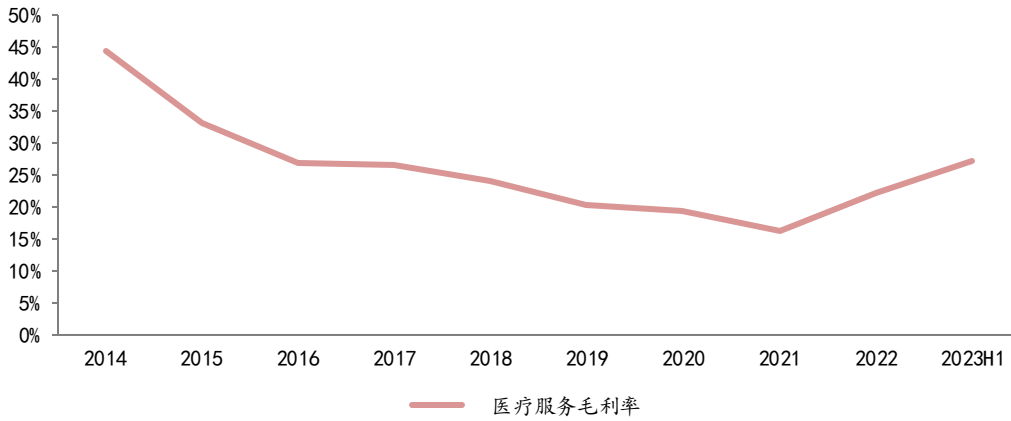
图 9：2014-2023Q3 年公司期间费用率


数据来源：Wind, 西南证券整理

医疗服务板块毛利率高，降本增效助力经营效率优化。在“医疗+医药”双轮驱动下，医疗服务仍然是公司主要业务的高毛利业务。自 2022 年新里程健康成为公司控股股东，医疗服务板块营收稳步增长，毛利率有所提升，至 2023H1 已提升至 27.4%。2023 年上半年公司下属医院的床位使用率达 90%，住院人次同比增长 12%，随着门诊量和住院人次爬升，

加上公司床位扩张计划的实施，医疗服务板块收入将进一步提升，毛利率水平也会保持稳步增长态势，期间费用率也将有所下降。

图 10：2014-2023H1 公司服务业板块毛利率



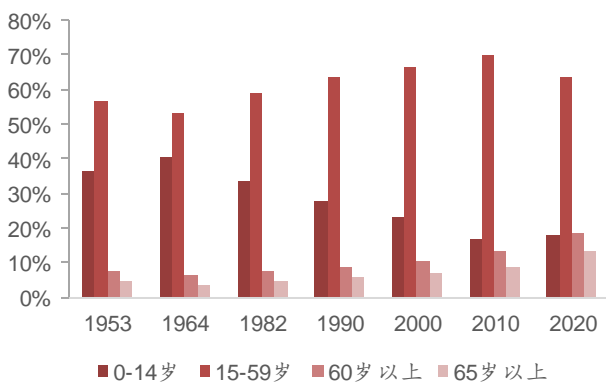
数据来源：Wind，西南证券整理

2 区域品质医疗需求旺盛，三级综合医院迎来增长机会

2.1 医疗需求不断增长，医疗资源结构性失衡

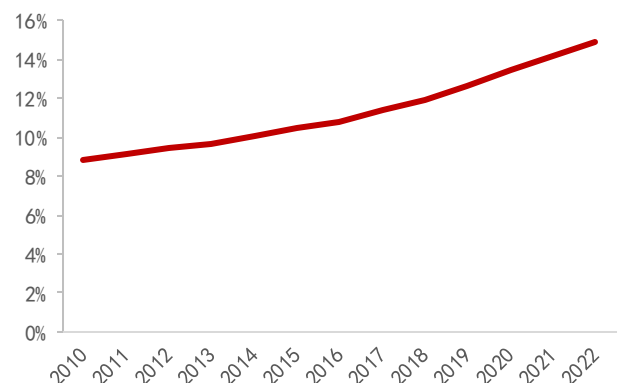
我国老龄化进程逐步加深，助推医疗需求不断增长。国家统计局数据显示，65 岁以上人口从 1953 年的 4.4% 增长至 2022 年的 14.9%。据弗若斯特沙利文统计，平均预期寿命由 2005 年的 73 岁增加至 2015 年的 76.3 岁，预期将在 2025 年达到 79.4 岁，我国老年人口数量将持续增加。

图 11：不同年龄段人口占比统计（2021 年统计数据）



数据来源：国家统计局，Wind，西南证券整理

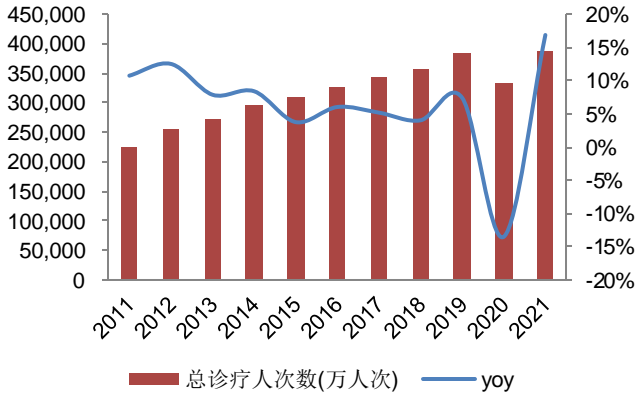
图 12：1991-2022 年老年人口占比变化



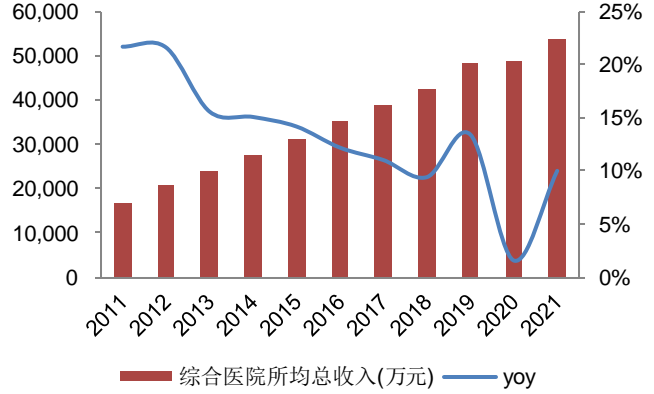
数据来源：国家统计局，西南证券整理

医疗服务市场规模不断扩大，综合性医院收入规模持续增长。医疗需求促使医疗服务市场规模与综合性医院收入规模不断扩大。根据《2022 中国卫生健康统计年鉴》，全国医院诊疗人次从 2011 年的 22.6 亿增长到 2021 年的 38.8 亿人次；全国综合医院平均收入从 2011 年的 1.7 亿元增长到 2021 年的 5.4 亿元。其中 2020 年，全国医院诊疗人数下降 13.5%，综

合医院平均收入增速仅为 1.6% 系由 2020 年全国新冠疫情大流行所致。二者均在 2021 年实现了恢复，并保持持续增长的态势。

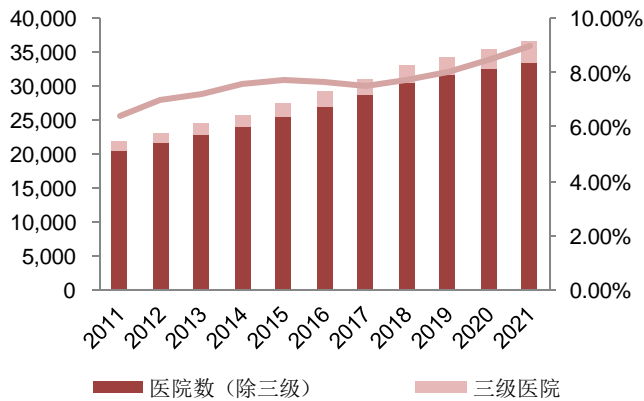
图 13：2011-2021 年医院诊疗人数


数据来源：国家统计局，2022 中国卫生健康统计年鉴，西南证券整理

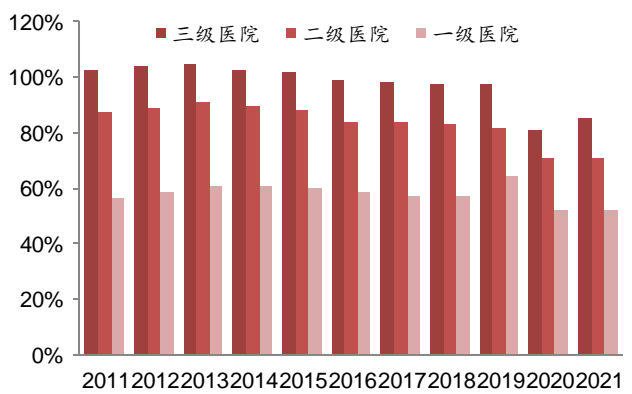
图 14：2011-2021 年综合医院平均收入


数据来源：国家统计局，2022 中国卫生健康统计年鉴，西南证券整理

医疗资源结构性失衡，三级医院病床使用率维持高位。全国医院数量每年增长较为稳定，三级医院增长相对更快。全国医院总数量自 2011 年的 20580 家增长到 2021 年的 33295 家，年复合增长率为 4.9%；全国三级医院占比在持续提升，从 2011 年占比 6.4% 增长到 2021 年占比 9%。在三级医院数量快速增长的背景下，三级医院病床使用率依旧高居不下。2011-2021 年三级医院病床使用率常年保持在 95% 以上。其中 2020 年各级医院病床使用率出现下滑系与全国新冠疫情大流行导致诊疗人次下降与医院床位新增综合所致，在 2021 年各级医院病床使用率实现部分恢复。三级医院病床相对紧张体现医疗资源结构性失衡，国内能提供高质量医疗服务的三级医院依旧无法满足日益增长的医疗需求。

图 15：2011-2021 年医院和三级医院数量


数据来源：国家统计局，西南证券整理

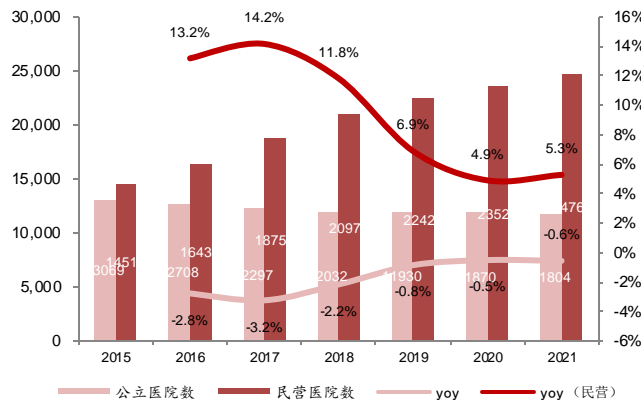
图 16：2011-2021 年各级医院病床使用率


数据来源：国家统计局，西南证券整理

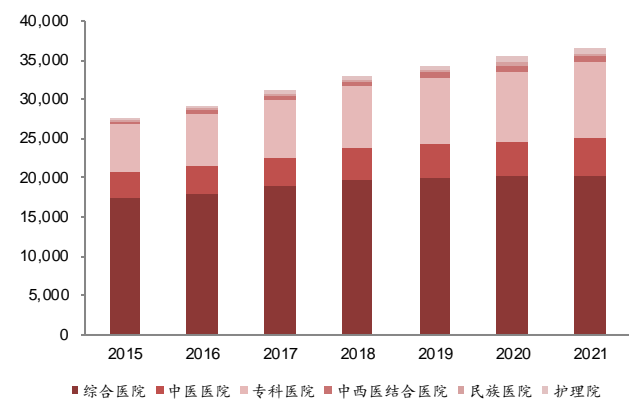
2.2 政策支持社会办医，民营医院迎来发展契机

近年来国家积极推进社会办医准入扩容，历年政策鼓励社会办医。2014 年，国家卫计委发文，切实将社会办医纳入区域卫生规划统筹考虑，持续提高社会办医管理与质量水平。2015 年，国务院发文进一步放宽社会办医准入，并对社会办医持续支持态度，支持优质

社会办医扩容。《2022年中国卫生健康统计年鉴》显示，中国民营医院数量已从2015年的1.5万家迅速扩张至2021年的2.5万家。根据《2021年中国卫生统计年鉴》，我国公立医院承担约84%的门诊人次，公立医疗资源紧张。自2010年起，政府鼓励社会资本进入医疗服务领域，鼓励有能力的社会资本做大做强，并在之后的十年间一直给予民营医疗服务机构政策方面的优待与支持，因此涌现出一批优秀的民营医疗服务机构。2021年8月，政府出台政策，强调社会办医机构专业技术人员在职称申报、审评方面应与公立机构人员享受同等待遇，将进一步促进人才在民营机构就业，进一步鼓励了社会办医。

图 17：2015-2021 中国医院数量变化趋势（家）（注册类型分）


数据来源：《2022年中国卫生健康统计年鉴》，西南证券整理

图 18：2015-2021 中国医院数量变化趋势（家）（机构类别分）


数据来源：《2022年中国卫生健康统计年鉴》，西南证券整理

表 2：近年支持社会办医政策梳理

年份	政策	社会办医/民营医疗相关政策内容
2021年9月	深化医疗服务价格改革试点方案	统筹推进公立医院补偿机制、分级诊疗、医疗控费、医保支付等相关改革，加强非公立医疗机构价格监管，做好价格监测和信息披露，维护良好价格秩序。
2021年8月	关于深化卫生专业技术人员职称制度改革的指导意见	社会办医卫生专业技术人员在职称申报、审评方面与公立医疗机构卫生专业技术人员享有同等待遇，不受户籍、人事档案、不同办医主体等限制
2020年11月	中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二零三五年远景目标的建议	支持社会办医
2020年1月	中华人民共和国基本医疗卫生与健康促进法	鼓励和引导社会力量依法举办医疗卫生机构，支持和规范社会力量举办的医疗卫生机构与政府举办的医疗卫生机构开展多种类型的医疗业务、学科建设、人才培养等合作
2019年6月	关于促进社会办医持续健康规范发展的意见	积极引导社会力量举办医疗机构，降低准入门槛，探索公立与民营的合作办医模式
2019年2月	加大力度推动社会领域公共服务补短板弱项提质量，促进形成强大国内市场的行动方案	支持社会力量举办、运营高水平全科诊所，深入专科医疗等细分服务领域，在眼科、骨科、口腔、妇产、儿科、肿瘤、精神、医疗美容等专科及中医、康复、护理、体检等领域，加快打造一批具有竞争力的品牌服务机构
2018年12月	关于优化社会办医医疗机构跨部门审批工作的通知	取消部分医疗机构设置审批作为前置条件，优化社会办医医疗机构跨部门审批
2018年10月	2018-2020年全国大型医用设备配置规划	支持非公立机构发展，将不以医疗机构等级、床位规模等业务量因素作为非公立医疗机构的主要配置标准，重点考核机构人员资质与技术服务能力等保障应用质量安全的要求
2018年6月	关于进一步改革完善医疗机构、医师审批工作的通知	二级及以下医疗机构设置审批与执业登记将“两证合一”，卫生健康行政部门不再核发《设置医疗机构批准书》，仅在执业登记时发放《医疗机构执业许可证》，大力推动了民办医

年份	政策	社会办医/民营医疗相关政策内容
		疗结构的审批效率
2017年5月	国务院办公厅关于支持社会力量提供多层次多样化医疗服务的意见	到2020年,社会力量办医能力明显增强,医疗技术、服务品质、品牌美誉度显著提高,专业人才、健康保险、医药技术等支撑进一步夯实,行业发展环境全面优化
2016年12月	“十三五”卫生与健康规划	到2020年,社会办医院床位占医院床位总数的比重将由2015年的19.4%提升至30%以上
2016年10月	“健康中国2030”规划纲要	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;鼓励医生利用业余时间、退休医生到基层医疗卫生机构执业或开设工作室;破除社会力量进入医疗领域的不合理限制和隐性壁垒
2015年11月	关于推进医疗卫生与养老服务相结合的指导意见	鼓励社会力量兴办医养结合机构
2015年6月	关于促进社会办医加快发展若干政策措施的通知	进一步放宽准入、拓宽投融资渠道
2014年5月	深化医药卫生体制改革2014年重点工作任务	重点解决社会办医在准入、人才、土地、投融资等方面政策落实不到位和支持不足的问题,加快推进医师多点执业、社会办医联系点和公立医院改制试点
2013年11月	关于加快发展社会办医的若干意见	优先支持社会资本举办非营利性医疗机构;引导非公立医疗机构向规模化、多层次方向发展,实现公立和非公立医疗机构分工协作、共同发展
2010年11月	关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构的意见	鼓励社会资本进入医疗服务领域,鼓励有条件的非公立医疗机构做大做强

数据来源:国务院办公厅、卫健委、中国人大网等,西南证券整理

2.3 部分省份优质医疗资源不足,新里程布局医院存在区域优势

部分省份医疗资源稀缺,新里程借助区域优势进行医院布局。新里程体内医院主要集中在辽宁省、江苏省、河南省、四川省以及江西省等区域,体外医院分布在重庆市、山西省、山东省、河南省、陕西省、四川省、河北省等多个省市。根据《2022年中国卫生统计年鉴》,2021年重庆、陕西、山西等地三甲医院数量分别为34家、51家、44家,重庆三级医院占比为7.6%,陕西三级医院比例为6.5%,山西三级医院占比仅为4.3%,处于较低水平,医疗资源较为稀缺,新里程将医院布局于此有较大的区域优势。

表3: 2021年各地区(除港澳台)三级医院情况(家)

三级医院数量排名	地区	医院合计	三级医院	三级甲等医院	三级医院占比
1	四川	2481	299	129	12.05%
2	广东	1762	254	130	14.42%
3	江苏	2030	203	80	10.00%
4	山东	2654	196	107	7.39%
5	辽宁	1444	161	66	11.15%
6	湖北	1167	161	74	13.80%
7	浙江	1485	144	76	9.70%
8	河南	2410	141	72	5.85%
9	湖南	1716	124	57	7.23%
10	北京	644	116	56	18.01%

三级医院数量排名	地区	医院合计	三级医院	三级甲等医院	三级医院占比
11	安徽	1338	111	53	8.30%
12	黑龙江	1187	109	73	9.18%
13	云南	1405	107	54	7.62%
14	河北	2395	100	51	4.18%
15	江西	939	98	53	10.44%
16	广西	803	94	58	11.71%
17	福建	711	93	39	13.08%
18	内蒙古	806	91	42	11.29%
19	陕西	1270	82	51	6.46%
20	贵州	1449	79	32	5.45%
21	吉林	825	68	31	8.24%
22	重庆	858	65	34	7.58%
23	山西	1427	62	44	4.34%
24	甘肃	699	62	34	8.87%
25	新疆	924	56	47	6.06%
26	上海	426	53	32	12.44%
27	天津	432	49	33	11.34%
28	海南	269	36	16	13.38%
29	青海	222	25	10	11.26%
30	宁夏	213	19	6	8.92%
31	西藏	179	17	11	9.50%

数据来源：国家统计局，西南证券整理

3 医疗服务注重区域集团打造，制药板块持续贡献业绩

3.1 坚持实施“1+N”战略，打造领先医疗机构

采用“1+N”战略，积极打造领先医疗机构。公司目前控股 11 家医院，其中瓦房店第三医院、兰考第一医院、盱眙县中医院、泗阳医院、崇州二医院已经成为区域医疗中心，赣西医院和赣西肿瘤医院也是当地排名较高的医疗机构。公司一直采用“一个综合医院+多个专科分院”模式，打造区域领先的医疗机构，致力于肿瘤、骨科、脑血管疾病等领域，顺应老龄化趋势的时代要求。

表 4：新里程旗下重点医院情况

	医院	等级	基本信息	控股比例
1	瓦房店第三医院	三级综合医院	医院为卒中急救地图定点医院，被中国卒中学会评为综合卒中中心，是大连市残联精准康复定点医院，大连市残疾儿童肢体（脑瘫）康复训练定点医院。占地面积 0.66 万平方米，建筑面积 6.8 万平方米，开放床位数 1001 张，医疗辐射人口 120 余万人。设有 21 个门诊诊室，26 个住院病区，11 个医技科室。神经外科、神经内科、骨外科、妇产科、内镜科五大科室被评为大连市二级医学重点学科。	100%
2	兰考第一医院集团	三级	集团包括兰考第一医院、兰考妇儿医院、兰考东方医院、兰考泗阳医院。其中兰考	100%

	医院	等级	基本信息	控股比例
		综合医院	第一医院是一家聚焦于医疗、急救、科研、教学、预防、保健于一体的国家三级综合医院。朔阳医院为一级甲等综合医院、东方医院是集医疗、急救、预防、保健、康复、体检于一体的二级综合医院。集团开放床位数 1560 张，年门诊、急诊量 100 余人次，手术 2.44 万台次。	
3	盱眙县中医院	三级 中医医院	医院是一家聚焦医疗、教学、科研、康复保健多个领域的三级中医医院。占地面积 56.5 亩，开放床位 700 张，现有职工 985 人，住院病区 21 个，临床及医技科室 35 个。现已建成肺癌诊疗一体化中心，卒中中心被确认为江苏省第一批防治卒中中心，创成市级胸痛救治中心、创伤救治中心。	100%
4	泗阳医院	二级甲等 综合医院	泗阳医院成立于 1945 年，是一家拥有 78 年医疗底蕴的国家二级甲等综合性医院。医院坚持采用“一院两区、一科两地”的管理模式，分为东、西两院区，东院区占地面积 102 亩，重点领域为肿瘤、康复、慢病。医院总部占地面积 58 亩，建筑总面积 4.78 万平方米，开放 1100 张床位，开设临床科室 31 个，医技科室 8 个。	100%
5	崇州二医院	二级甲等 综合医院	医院是一家结合医、教、研、康复、预防保健为一身的二级甲等综合性医院。医院位于四川成都，是当地的工伤康复定点医院，交通事故、意外伤害定点医疗机构，同时被批准为职业健康检查机构。医院开放床位 498 张，共有 50 个科室，医疗范围辐射周围 15 个街道、乡镇、84 家日间照料中心以及 11 家敬老院。医院涵盖骨科、康复科、超声医学、神经外科、肾病科等 10 大学科，其中骨科、神经外科、微创外科、肾内科成为了市专业重点专科，骨科被评为市医学重点专科。	100%
6	赣西医院	二级甲等 综合医院	医院原为萍乡钢铁厂企业医院，成立于 1958 年，是国家二级甲等综合医院。医院开放床位 500 多张，聚焦医疗、教学、科研、预防、保健等多板块，被评为“江西省老年友善医疗机构”。医院涵盖医疗急救、心血管、脑血管、骨创伤、微创、糖尿病、消化等多领域，在骨科微创手术治疗、内镜下痔疮微创治疗、老年科等方面技术优越。	100%
7	赣西肿瘤医院	肿瘤 专科医院	医院是一家肿瘤专科医院，开设床位 300 张，现有职工 300 多人。医院首创“5G 智慧医疗”，是江西省抗癌协会理事单位，同时也是中国肺癌防治联盟，省多个专业协会常委单位。医院购入先进医疗设备，比如全进口德国西门子 128 层螺旋 CT、德国西门子 3.0T 聚能光谱磁共振等等。	100%

数据来源：医院官网，公司年报，西南证券整理

3.2 三级医院打造区域中心，提供优质医疗服务

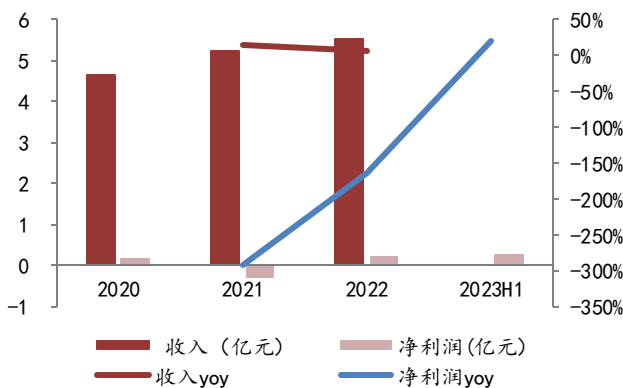
3.2.1 瓦房店第三医院

中国综合卒中中心，技术力量雄厚。瓦房店第三医院于 1953 年建院，是一所集医疗保健、教学科研、危重抢救、康复预防为一体的现代化三级综合性医院。医院被中国卒中学会评为综合卒中中心，同时也是大连市残联精准康复定点医院，大连市残疾儿童肢体（脑瘫）康复训练定点医院。占地面积 0.66 万平方米，建筑面积 6.8 万平方米，开放床位数 1001 张，医疗辐射人口 120 余万人。设有 21 个门诊诊室，26 个住院病区，11 个医技科室。

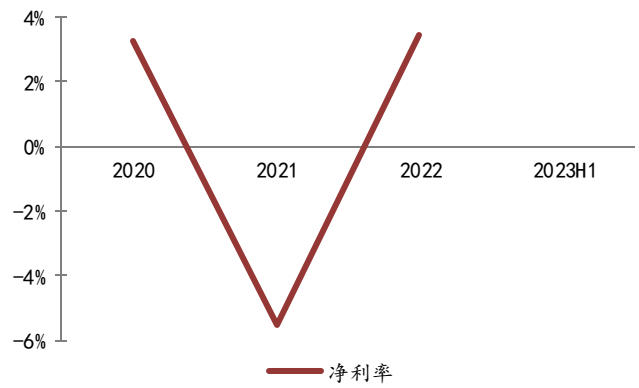
五大科室被评为大连市二级医学重点学科，技术位列领先水平。神经外科、神经内科、骨外科、妇产科、内镜科五大科室被评为大连市二级医学重点学科。神经外科在辽南处于领先水平，目前是瓦房店市及其周边的颅脑疾病抢救中心，2007 年引进 DSA（血管造影机），

用于治疗脑血管疾病及四肢血管疾病，2017 年采用微血管减压术治疗三叉神经痛及面肌痉挛，解决了北三市的技术难题。神经内科设立于 1985 年，凭借 30 多年的雄厚技术和丰富经验，成为目前辽南县（市）级医院最大的神经内科疾病康复治疗中心。骨外科是瓦市首个采用微创技术治疗关节、骨折等骨科疾病的医疗团队，并且在手足外伤、糖尿病足、创面修复等领域技术遥遥领先。妇外科主打无痛分娩、高端产科，实现月子护理和医疗护理结合，被评为大连市“名科”。内镜科凭借过硬的医疗技术，荣获多项瓦房店市科技成果奖。

收入保持稳健增长，新里程健康控股后利润率增速较快。1) **收入端**：2020-2022 年收入稳步增长，2022 年收入 5.5 亿元，同比上升 6%，疫情后缓慢恢复，加上新股东整顿，业绩有所改善。2) **利润端**：2020-2022 年净利润基本处于较低水平，2021 年净利润为 -0.3 亿元，同比下降 293%，原因在于公司处于破产重组阶段。2022 年受新冠疫情影响恢复速度较慢，医院实现净利润 0.2 亿元，同比下降 166%。从 2022 年的数据来看，瓦三医院的净利率为 3.4%。新股东加入后，进行管理层治理、成本管控以及结构优化，公司经营效率提升，盈利能力也得到显著提高。2023H1 实现净利润 0.2 亿元，同比增加 21%，出现快速增长趋势。目前疫情等不利影响已经消除，加上瓦房店三院肿瘤医院新院区已经重启，未来瓦三医院的业绩水平有向好趋势，盈利能力将会提升。

图 19：2020-2023H1 瓦房店第三医院收入与净利润


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 20：2020-2022 年瓦房店第三医院净利率


数据来源：wind, 西南证券整理

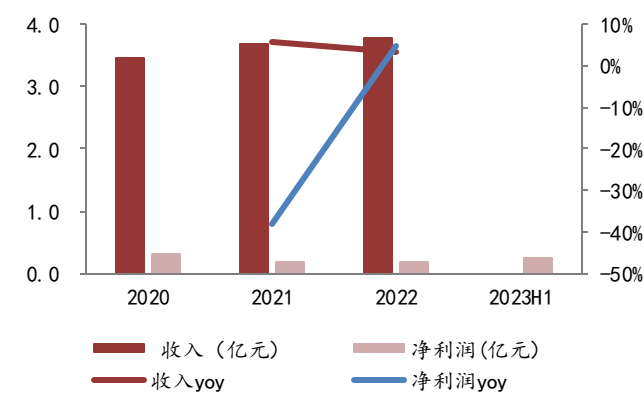
3.2.2 兰考第一医院集团

兰考第一医院集团以兰考第一医院为龙头，带动兰考妇儿医院、兰考东方医院、兰考垌阳医院共同发展，是当地最大的医院集团。其中兰考第一医院建立于 1952 年，是一家聚焦于医疗、急救、科研、教学、预防、保健的国家三级综合医院。医院职工目前有 870 人，医疗范围广，涵盖城镇及附近乡镇共 120 万人，临床及医技科室 37 个。兰考妇儿医院原本为兰考第一医院妇产科、儿科，占地面积 1.8 万平方米，目前职工人数 393 人，开放床位有 552 张，以妇科、儿科为主，是一家现代化妇女儿童专科医院，在当地具有技术优势和市场前景。垌阳医院为一级甲等综合医院，职工人数为 283 人，开放床位 400 余张，致力于多种常见病、多发病的治疗。东方医院是集医疗、急救、预防、保健、康复、体检于一体的二级综合医院，目前有 279 名职工，开放床位 380 张，拥有先进的医疗设备约 150 台（套）。

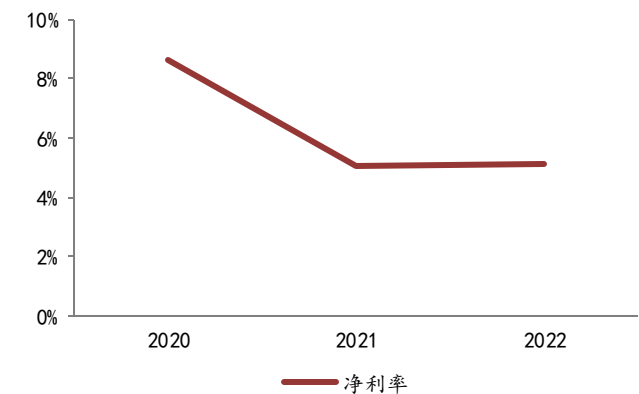
新里程健康控股后，成功创下诸多业绩。兰考第一医院集团开放床位数总计 1560 张，年门诊、急诊量 100 余人次，手术 2.44 万台次，医疗服务在当地占比达到 50%，并且在不断增加。集团目前共开设 51 个病区、66 个临床科室以及 34 个医技科室，医疗技术在当地

处于领先水平，创伤、卒中。胸痛三大中心也已经通过验收。新里程健康控股后，兰考第一医院集团成功应对新冠疫情肆虐等多重挑战，创下许多新业绩，成为国家三级综合医院。2023年始终坚持“1+N”的战略模式，推动肿瘤和心脑血管等多个专科发展。

收入保持稳健增长，新里程健康控股后利润率增速较快。 1) 收入端：2020-2022 年收入持续稳步增长，2022 年收入 3.8 亿元，同比上升 3%，主要是因为疫情放开后，业绩开始恢复正常。2) 利润端：2020-2023H1 净利润增速较快，2020 年净利润为 0.3 亿元，2021 年净利润为 0.2 亿元，同比下降 38%，主要是收到新冠疫情冲击影响较大。2023H1 净利润再次恢复到 0.2 亿元，净利率为 5.1%，原因在于新里程健康控股后，集团开始了高质量发展的开局之年，形成独具特色的“内生型诊疗体系”，医院经营管理开始步入正轨。

图 21：2020-2023H1 兰考第一医院收入与净利润


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 22：2020-2022 年兰考第一医院净利率


数据来源：wind, 西南证券整理

3.2.3 盱眙县中医院

医疗服务健全，是盱眙县区中医药服务的龙头单位。盱眙县中医院于 1986 年成立，2014 年改为盱眙恒山中医医院有限公司，是一家聚焦医疗、教学、科研、康复保健多个领域的三级中医医院。医院连续多年在艾力彼中国医院排名中位于中医院 300 强，县级医院 500 强，属于当地的龙头单位。医院的占地面积为 56.5 亩，开放床位 700 张，现有职工人数为 985，住院病区 21 个，临床及医技科室共 35 个。

以提供更美好的健康服务为使命，打造现代化中医医院。医院以脑病学科群、肿瘤学科群、骨伤学科群、妇儿学科群、康复医学以及疼痛医学为重点学科，其中脑病科被评为江苏省中医重点专科，脾胃病科、骨伤科作为江苏省中医重点专科建设单位，脾胃病科、内分泌科、心病科、骨伤科、肺病科为淮安市中医重点专科，其余均为盱眙县重点专科。医院现已建成肺癌诊疗一体化中心，其卒中中心是全省第一批防治卒中中心。医院积极与其他三级医院建立广泛合作，与南京鼓楼医院等多家医院建立联盟。医院积极开展中医推广活动，传播中医药知识，加大力度培养中医人才，比如打造中医文化长廊、与电视台及报社开设中医药栏目、举办中医膏方节等等。医院始终以提供更美好的健康服务为使命，努力打造让社会满意的现代化中医医院。

3.3 县域二级医院满足下沉医疗服务需求

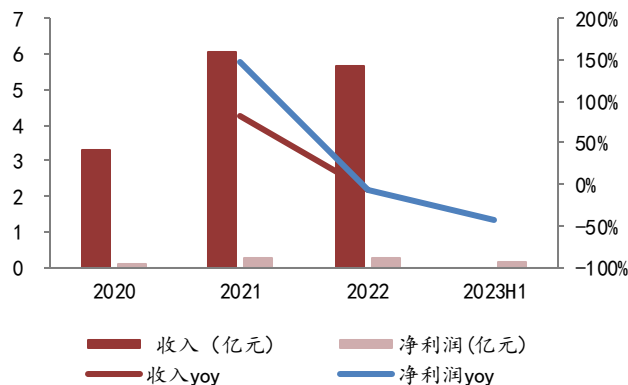
3.3.1 泗阳医院

坚持“一院两区、一科两地”的管理模式。泗阳医院成立于 1945 年，是一家拥有 78 年医疗底蕴的国家二级甲等综合性医院，医院正在申请升级为三级综合医院。医院坚持采用“一院两区、一科两地”的管理模式，分为东、西两院区，东院区占地面积 102 亩，重点领域为肿瘤、康复、慢病，即将在 2023 年完成肿瘤医院和老年医院挂牌，打造成为以肿瘤专科、老年专科和康复专科为核心的医院。东院设备配置先进齐全，引进许多大型高精尖技术设备，比如西门子 3.0T 核磁共振、联影 60 排 CT、西门子 DSA 等。同时为了更好地满足患者需求，东院还采用了智能化信息化系统。

医疗团队人才济济，医疗设备遥遥领先。医院总部占地面积 58 亩，建筑总面积 4.78 万平方米，开放 800 张床位，开设临床科室 31 个，医技科室 8 个。为打造现代化智能化综合医院，医院现有职工 1266 人，其中高级职称 210 人，医院还积极招收大量副教授、硕士研究生团队，还包括省“333 高层次人才培养对象”培养对象 8 人，省拔尖人才 2 人，宿迁市“135”工程培养对象 2 人等等。医疗设备上也处于领先水平，医院现有的万元以上医疗设备有 616 台套，包括飞利浦 3.0T、1.5T 核磁共振，直线加速器，西门子彩超，飞利浦 DR 等。医院拥有省、市、县多个临床重点学科，拥有全县唯一的孕产妇和新生儿危急重症救治中心，是市卫健委批准的第一批县级胸痛中心、创伤中心、卒中中心建设单位。医院先后被评为“改善医疗服务示范医院”、“省卫生健康行业先进基层党组织”等，是中国医院竞争力县级医院排名 300 强、社会办医 100 强的先进单位。

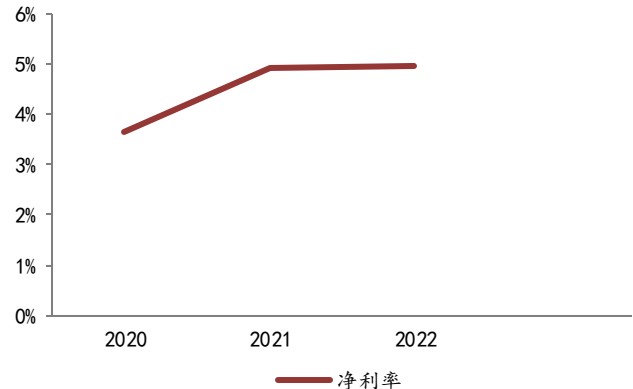
收入保持稳健增长，新里程健康控股后利润率增速较快。1) 收入端：2020-2022 年收入较为稳定，2022 年收入 5.6 亿元，同比下降 7%，业绩受疫情、舆情影响大，尚未恢复过来。2) 利润端：2020-2023H1 净利润基本处于较低水平，2021 年净利润为 0.3 亿元，同比上升 147%，原因在于疫情期间门诊量和住院量骤增。新冠疫情放开后，2022-2023H1 医院净利润开始下滑，并且下降速度较快，净利润从 2022 年的 0.3 亿元下降至 2023H1 的 0.2 亿元，2023H1 同比下降 44%，主要是由于医院处于缓慢恢复期，同时泗阳东院区建设期间相关费用高，降低净利润。目前泗阳东院区已经投入运营，未来就诊人数和手术量将会出现爬升，整体业绩趋向好转趋势，盈利能力有很大的提升空间。

图 23：2020-2023H1 泗阳医院收入与净利润



数据来源：Wind，西南证券整理

图 24：2020-2022 年泗阳医院净利率



数据来源：wind，西南证券整理

3.3.2 崇州二医院

崇州二医院是一家结合医、教、研、康复、预防保健为一身的二级甲等综合性医院。医院位于四川成都，是当地的工伤康复定点医院，交通事故、意外伤定点医疗机构，同时被批准为职业健康检查机构。医院下设 6 家医疗机构，分别是人工智能康复医院、恒德糖尿病医院、善祥老年病医院、健骨医院等。医院开放床位 498 张，共有 50 个科室，医疗范围辐射周围 15 个街道、乡镇、84 家日间照料中心以及 11 家敬老院。医院的医疗设备先进，从美国、德国等各个国家进口设备，并且拥有郊区地区仅有的高压氧舱等大型医疗设备，为医疗服务保驾护航。医院涵盖骨科、康复科、超声医学、神经外科、肾病科等 10 大学科，其中骨科、神经外科、微创外科、肾内科成为了市专业重点专科，骨科被评为市医学重点专科。多年来，医院满足当地百姓的医疗服务需求，先后荣获成都市“文明单位”、“中国红十字奉献奖章”等。

3.3.3 赣西医院

微创手术技术优越。医院原为萍乡钢铁厂企业医院，成立于 1958 年，是国家二级甲等综合医院。医院开放床位 500 多张，聚焦医疗、教学、科研、预防、保健等多板块，被评为“江西省老年友善医疗机构”。医院涵盖医疗急救、心血管、脑血管、骨创伤、微创、糖尿病、消化等多领域，在骨科微创手术治疗、内镜下痔疮微创治疗、老年科等方面技术优越。医院积极开展胸痛中心、卒中中心、创伤急救中心三大中心建设，并且在当地同济医院中率先完成。赣西医院与长沙湘雅医院、江西省人民医院、江西省儿童医院等多个医院建立合作关系，也成为江西省职业健康体检定点医院等多个定点医院。医院坚持诚信不吃回扣的经营理念，赢得了当地百姓的信任，并获得“群众满意医院”、“爱心医院”、“全区先进基层党组织”等多个荣誉称号。

3.3.4 赣西肿瘤医院

“精于综合，专于肿瘤”的肿瘤专科医院。赣西肿瘤医院是一家以“精于综合，专于肿瘤”为经营理念的肿瘤专科医院，医院开设床位 300 张，现有职工 300 多人，医院的主任和骨干都来自三甲医院，医学能力雄厚可靠。医院积极引进先进的管理团队和医疗技术，首创的“5G 智慧医疗”理念得到认可，是江西省抗癌协会理事单位，同时也是中国肺癌防治联盟，省多个专业协会常委单位。医院投入大量资金购入先进医疗设备，比如全进口德国西门子 128 层螺旋 CT、德国西门子 3.0T 聚能光谱磁共振、德国西门子 DSA 血管造影机、国际主流的美国瓦里安 Clinac iX 直线加速器、氩氦刀冷冻系统、氩气刀、钬激光等等，同时医院还成功建设了 5G 远程手术会诊中心、5G 远程影像中心，与多位国内知名专家建立长期合作关系，为医院先进的医疗技术和优质服务保驾护航。医院为满足多元化医疗服务需求作出大胆尝试，未来会成为更具有实力和影响力的肿瘤防治中心。

3.4 体外医疗机构储备丰富，蓄力长期发展

新里程控股股东在全国共有 33 家上市公司体外医院。这些医院分布于北京市、上海市、重庆市 3 个直辖市，以及河北省、山西省、山东省、河南省、陕西省、湖北省、四川省、浙江省、湖南省、福建省、广东省等共 15 个省市，开放床位总数达到 20000 张以上，医疗服务覆盖范围广，为各地区的医疗服务需求提供支持。

表 5：新里程控股股东上市公司体外重点医院情况

	医院名称	省市	床位数	专科特色
1	兖矿新里程医院	山东省邹城市	2000 余张	三甲综合医院
2	晋城大医院	山西省晋城市	2000 余张	三甲综合医院
3	包钢三院	内蒙古包头市	800 余张	三甲妇产医院
4	唐山弘慈医院	河北省唐山市	623 张	开设心内科、神内科、呼吸与重症医学科、骨外科、普外科、烧伤科、泌尿外科、妇产科、儿科、重症医学科等 38 个临床、医技科室。
5	张家口宣钢医院	河北省张家口市	-	设有内科、外科、妇产科、儿科、耳鼻咽喉科、口腔科、眼科等 28 个临床、8 个医技科室，1 个社区门诊，其中肾病风湿免疫科、内分泌科是张家口市市级医学重点学科，骨科是张家口市市级重点发展学科。
6	太原西山医院	山西省太原市	总院 800 张 分院 300 张	设有临床科室 30 个、医技科室 13 个，中医科为山西省省级中医重点（专病）专科，护理学科被评为太原市临床护理重点专科，呼吸与危重症医学科被认定为 PCCM 科规范化建设三级达标单位。
7	古交西山医院	山西省古交市	总院 480 张 分院 180 张	心脏介入术，颅内血肿清除术，腹腔镜食道癌、胃癌、结直肠癌根治术、胰十二指肠联合切除术，胸腔镜肺叶切除术，全髋关节和全膝关节置换术、复杂骨盆骨折手术、皮瓣转移术、关节镜手术，白内障超声乳化人工晶体植入术，种植牙等技术都是省级医院水平
8	霍州煤电总医院	山西省霍州市	413 张	开设 14 个临床科室和 10 个医技科室，下设 6 所分院 17 个卫生所，其中心内科与骨科为临汾市重点学科。
9	太原北方医院	山西省太原市	开放床位 100 张	共设科室 18 个，其中，业务科室有内科、外科、妇产科、康复科、口腔科、皮肤科、急诊、中医按摩科、放射科、功能科、检验科等，并下设 5 个社区卫生服务站。
10	中化二建医院	山西省太原市		
11	东营鸿港医院	山东省东营市	-	以老年病专科为特色的三级医院，为老年人提供“一站式”服务。
12	曹县县立医院	山东省菏泽市		二甲综合医院
13	平顶山河舞总医院	河南省平顶山市	-	泌尿外科、神经内科、心血管内科、骨科、耳鼻咽喉科、妇产科、病理科等多个科室为医院优势专科；儿科、肝胆外科为平顶山市重点专科。
14	洛阳新里程医院	河南省洛阳市		以老年病专科为特色的三级老年病医院
15	西安北方医院	陕西省西安市		综合医院
16	西安庆华医院	陕西省西安市		综合医院
17	重庆金易医院	重庆市	150 张	医院以内科为品牌科室，以骨科为重点科室，以妇产科、中医馆为特色科室
18	重庆康华医院	重庆市	150 张	以老年医学科、呼吸危重症、泌尿外科为重点学科，设有 ICU 重症加强护理病房、泌尿外科、肛肠外科、肝胆外科、疼痛科、消化内科、中西医结合科、体检中心等重点科室，还开设了养老院。
19	重庆盛景医院	重庆市	150 张	设有内科、外科、妇科、儿科、中医科、口腔科、皮肤科、康复科、急诊科、耳鼻咽喉科等 10 个临床科室和 4 个医技科室，以及 1 个老年养护中心，内科、外科、中医科为重点特色科室
20	重庆其济医院	重庆市	60 张	开设内科、中医科、康复科以及临床医学检验科、医学影像科(含心电图、彩超、DR)等多个科目，
21	重庆二郎医院	重庆市	150 余张	一家集临床医疗、社区卫生、康复、康养、预防保健为一体的一级综合性医院。
22	重庆北安医院	重庆市	208 张	设有预防保健科、内科、老年病专业、外科、妇产科、口腔科、康复医学科、

	医院名称	省市	床位数	专科特色
				医学检验科、医学影像科、中医科等临床科室，专门开设及发展了老年重症科，实施多学科综合诊治老年重症患者。
23	重庆黄杨新城医院	重庆市	-	开设、内科、外科、口腔科、中医科、儿科、康复医学科等 10 多个科室，其中内科、外科、康复医学科为重点科室
24	重庆合道堂 中医门诊部	重庆市	-	一家特色中医医疗机构，开设有内科、儿科、妇科、皮肤科、肿瘤科、针灸推拿科，并针对慢性疾病设有肿瘤中心，糖尿病中心，睡眠中心，治未病中心、产后康复中心，中医美容美体中心等。
25	长沙长好医院	湖南省长沙市	-	设有综合内科、骨科、普外科、泌尿外科、康复科、中医科、急诊科、妇科、儿科、耳鼻喉科、口腔科、健康体检中心、放射科、超声医学科、电生理科、检验科等科室。

数据来源：医院官网，西南证券整理

3.5 制药板块持续贡献业绩增量

以独一味系列药品为核心，打造多条产品线。在药品制造方面，公司历经二十多年开展药品的研发、生产和销售业务，创立独一味公司，成功打造出中国驰名商标“独一味”。公司拥有先进的医疗设备，高效实现提取浓缩、干燥、制粒、填充、压片、分装等各环节，并且拥有 6 条先进的生产线，用于生产片剂、软胶囊剂、硬胶囊剂、糖浆剂、颗粒剂、散剂各种剂型药品。公司拥有独一味胶囊、参芪五味子、宫瘤宁胶囊、前列安通片、止咳祛痰糖浆、脉平片等 36 个品种，其中全国独家产品 8 个，《中国药典》（2020 版）收录药品 12 个，医保产品 20 个，独一味胶囊、独一味片系《国家基本药物目录》（2018 版）产品，其中独一味胶囊为全国独家基药。目前公司围绕“独一味”系列产品，打造了多个生产线，其中包括口腔护理的研发和生产，结合独一味活血化痰特色功能，创新性解决多重口腔问题。

收购佛仁制药，布局中药全产业链。2023 年 11 月，独一味完成了对佛仁制药的收购。佛仁制药前身为甘肃省武都制药厂，主营业务为中成药的生产与销售，共有 10 条生产线。拥有 46 个国药准字品种，其中全国独家生产品种 2 个，医保品种 29 个，国家基本药物品种 19 个，目前在生产品种 22 个，品规 37 个。每年加工中药材 10000 吨，年产中成药丸剂 1500 吨、片剂 6 亿片、颗粒剂 6000 万袋、散剂 500 万袋。包括重点培养战略产品：复方羊角颗粒、五味子颗粒；着力打造上量产品：九味羌活丸、天麻丸、清胃黄连丸、板蓝根颗粒、益母草颗粒、槟榔四消丸；挖掘三终端品种：参芪颗粒、木香分气丸、头风痛丸、葛根芩连片；独家生产品种：加味归芪片、垂盆草片。并购完成后，独一味制药将形成中药材种植、中药材购销、中药饮片、中成药制造销售、药品流通的中药全产业链集群。

表 6：独一味公司产品介绍

药品	图片	日用品	图片
参芪五味子系列		高端倍效系列	

药品	图片	日用品	图片
独一味系列		国风系列	
风寒感冒颗粒		经典系列（线上）	
风热感冒颗粒		经典系列（线下）	
宫瘤宁胶囊			
脉平片			
前列安通片			-
止咳祛痰糖浆			-

数据来源：公司官网，西南证券整理

4 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司医疗服务板块中瓦三医院、兰考第一医院集团、泗阳医院单床产出逐渐爬升，2023-2025 年增速为 5%/3%/3%，随着收入规模扩大规模优势凸显，利润率水平逐渐提升；

假设 2：公司医疗服务板块中盱眙中医院，赣西医院单床产出爬升，2023-2025 年增速为 5%/3%/3%，其中盱眙中医院床位使用率恢复且提升，2023-2025 年床位使用率为 90%/92%/94%，赣西医院床位使用率为 85%/87%/89%；

假设 3: 公司药品板块持续发展, 核心产品持续放量, 2023-2025 年药品放量增速为 15%/20%/20%, 价格保持不变, 由于 2023 年药品板块受反腐政策影响, 预计毛利率出现下降, 后续待销售团队架构等调整完成, 毛利率将恢复至原先水平, 2023-2025 年毛利率为 65%/79%/79%。

基于以上假设, 我们预测公司 2023-2025 年分业务收入及毛利如下表:

表 7: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元	2022	2023E	2024E	2025E
总收入	3152.73	3,419.84	4,088.03	4,748.40
yoy	4.53%	8.47%	19.54%	16.15%
毛利率	31.49%	31.98%	34.78%	36.03%
医疗收入	2642.34	2826.56	3383.55	3910.48
yoy	4.30%	6.97%	19.71%	15.57%
毛利率	23.52%	25.73%	26.29%	27.45%
药品收入	483.46	555.98	667.17	800.61
yoy	4.43%	15.00%	20.00%	20.00%
毛利率	79.60%	65.00%	79.00%	79.00%
投资收入	91.97	0	0	0
yoy				
毛利率				
其他收入	37.31	37.31	37.31	37.31
yoy	39.53%	0%	0%	0%
毛利率	13.62%	13.62%	13.62%	13.62%
其他业务	11.02	0	0	0
yoy	25.37%	0%	0%	0%
毛利率	-1151.18%			
分部抵消	-113.36	0	0	0
yoy		0%	0%	0%
毛利率	-14.11%			

数据来源: Wind, 西南证券

预计 2023-2025 年公司收入分别为 34.2 亿元、40.9 亿元、47.5 亿元, 增速为 8.5%、19.5%、16.2%; 归母净利润分别为 0.3 亿元、1.1 亿元、1.6 亿元, 增速为 -83.5%、337.2%、42.4%。对应 EPS 分别为 0.01 元、0.03 元、0.05 元, 建议积极关注。

5 风险提示

- 1) 医疗服务板块收入不及预期风险, 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。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3152.73	3419.85	4088.04	4748.40	净利润	164.30	25.64	116.10	161.58
营业成本	2160.10	2326.02	2666.32	3037.45	折旧与摊销	174.70	304.58	304.58	304.58
营业税金及附加	19.10	20.72	24.77	28.77	财务费用	132.04	8.55	10.22	11.87
销售费用	283.79	324.89	388.36	451.10	资产减值损失	-0.27	-2.00	-2.00	-2.00
管理费用	407.28	683.97	776.73	902.20	经营营运资本变动	-496.33	13185.11	-3372.96	-4682.83
财务费用	132.04	8.55	10.22	11.87	其他	293.60	57.35	101.25	99.42
资产减值损失	-0.27	-2.00	-2.00	-2.00	经营活动现金流净额	268.04	13579.24	-2842.80	-4107.37
投资收益	47.84	0.69	5.00	5.00	资本支出	-181.44	-35.60	-28.13	-39.11
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-10.87	0.69	5.00	5.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-192.31	-34.91	-23.13	-34.11
营业利润	189.07	58.39	228.64	324.02	短期借款	-960.10	-214.27	-20.00	0.00
其他非经营损益	-1.58	-7.11	3.56	-0.86	长期借款	130.53	0.00	0.00	0.00
利润总额	187.48	51.28	232.20	323.16	股权融资	14.45	0.00	0.00	0.00
所得税	23.18	25.64	116.10	161.58	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	164.30	25.64	116.10	161.58	其他	-713.83	-821.96	-10.22	-11.87
少数股东损益	8.68	0.00	4.00	2.00	筹资活动现金流净额	-1528.95	-1036.23	-30.22	-11.87
归属母公司股东净利润	155.62	25.64	112.10	159.58	现金流量净额	-1453.22	12508.10	-2896.15	-4153.36
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	558.91	13067.01	10170.87	6017.51	成长能力				
应收和预付款项	944.37	971.98	1156.73	1357.68	销售收入增长率	4.53%	8.47%	19.54%	16.15%
存货	164.43	177.51	205.22	233.40	营业利润增长率	146.31%	-69.12%	291.58%	41.71%
其他流动资产	129.63	19.41	23.20	26.95	净利润增长率	144.73%	-84.40%	352.84%	39.17%
长期股权投资	5.90	5.90	5.90	5.90	EBITDA 增长率	15119.33%	-25.07%	46.28%	17.85%
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	2371.07	2128.20	1894.97	1673.31	毛利率	31.49%	31.98%	34.78%	36.03%
无形资产和开发支出	1149.71	1130.21	1093.61	1056.43	三费率	26.11%	29.75%	28.75%	28.75%
其他非流动资产	318.09	311.47	304.85	298.23	净利率	5.21%	0.75%	2.84%	3.40%
资产总计	5642.12	17811.69	14855.35	10669.40	ROE	9.31%	1.43%	6.09%	7.81%
短期借款	314.27	100.00	80.00	80.00	ROA	2.91%	0.14%	0.78%	1.51%
应付和预收款项	1412.71	1411.84	1650.27	1893.10	ROIC	11.70%	-0.85%	-1.31%	-3.10%
长期借款	410.49	410.49	410.49	410.49	EBITDA/销售收入	15.73%	10.86%	13.29%	13.49%
其他负债	1739.26	14098.34	10807.47	6217.10	营运能力				
负债合计	3876.73	16020.67	12948.23	8600.70	总资产周转率	0.51	0.29	0.25	0.37
股本	3264.16	3410.76	3410.76	3410.76	固定资产周转率	1.86	2.02	2.91	4.26
资本公积	1422.89	1276.29	1276.29	1276.29	应收账款周转率	2.75	2.72	2.91	2.85
留存收益	-2963.91	-2938.27	-2826.17	-2666.59	存货周转率	12.12	13.34	13.74	13.70
归属母公司股东权益	1723.14	1748.78	1860.88	2020.46	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	95.67%	—	—	—
少数股东权益	42.24	42.24	46.24	48.24	资本结构				
股东权益合计	1765.39	1791.02	1907.12	2068.70	资产负债率	68.71%	89.94%	87.16%	80.61%
负债和股东权益合计	5642.12	17811.69	14855.35	10669.40	带息债务/总负债	18.70%	3.19%	3.79%	5.70%
					流动比率	0.54	0.92	0.93	0.95
					速动比率	0.49	0.91	0.92	0.92
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	495.81	371.52	543.44	640.47	每股收益	0.05	0.01	0.03	0.05
PE	58.96	357.87	81.85	57.49	每股净资产	0.51	0.51	0.55	0.59
PB	5.32	5.25	4.93	4.54	每股经营现金	0.08	3.98	-0.83	-1.20
PS	2.91	2.68	2.24	1.93	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	19.18	-9.78	-1.39	5.30					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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 21 世纪大厦 10 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：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 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	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@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
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
