

股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	2.55
总股本/流通股本(亿股)	34.08 / 32.86
总市值/流通市值(亿元)	87 / 84
52周内最高/最低价	3.33 / 1.69
资产负债率(%)	63.2%
市盈率	280.22
第一大股东	北京新里程健康产业集团有限公司

研究所

分析师:蔡明子
SAC 登记编号:S1340523110001
Email:caimingzi@cnpsec.com
分析师:古意涵
SAC 登记编号:S1340523110003
Email:guyihan@cnpsec.com

新里程(002219)

“银发经济第一股”，内生经营稳健提升，外延资产注入起航

● 公司简介

公司以“医疗+医药”双轮驱动为发展战略，医疗方面，以综合总院+专科分院的“1+N”创新服务模式，聚焦肿瘤、心血管、脑血管、骨科等疾病，构建区域医疗中心；医药方面，促进独一味胶囊在集采下以价换量，依托“独一味”的品牌和行业地位拓展更多有市场竞争力的中成药品种，推动医药产业链延伸并向消费领域发展。

● 体内医院经营较好，存量扩张促进稳健增长

公司在辽宁、河南、江苏、江西、四川分别成立五大区域医疗中心，拥有3家三级医院、7家二级医院，大部分医疗机构实现市场化运营时间较长，在当地市占率较高。当前已开放床位数达6000余张，床位使用率约90%，平均年单床产出约40万，整体净利率约9%。所有医疗机构皆已实行DRG/DIP，2024H1实施DRG的医院全部实现了医保结余，实施DIP的医院大面积解决了科室亏损，整体适应情况较好。

后续展望：1) 存量床位扩张，拟新增2000余张床位陆续开放，对应当地存在需求缺口且为医院优势学科的治疗领域；2) 单床产出增加，目前优质医院年单床产出为50-60万，通过加大周转、调整科室结构等方式有望促进平均年单床产出增加；3) 净利率提升，公司目标医院净利率为10%-12%，通过加大精细化管理仍有提升空间。

● 体外医院资产优异，改制进度良好，已开启资产注入

公司控股股东新里程集团在全国近20个省市控股管理近40家二甲以上医院和200家基层医疗机构，医疗和康养总床位数达到3万张。集团计划在2022年6月公司重整完成后的5年内，优先将盈利能力好的优质医疗资产尽快注入上市公司。集团医院板块收入规模60亿左右，2023年净利率已达到7%-8%，其中头部医院净利率超过10%，从改制进度来看，非上市板块二级以上医院70%为营利性医疗机构。

10月16日，公司发布公告称拟以3.2亿元人民币向新里程康养收购重庆新里程100%股权，重庆新里程拥有金易医院、盛景医院等业务主体，总床位数超过1000张，2023年收入3.15亿元，净利润121万元，净利率（含供应链）1.29%。此次收购对应PS 1.02倍（按照2023年营收计算），收购价格合理。此次收购是新里程集团正式开启优质资产注入的起点。

● 盈利预测

我们预计2024-2026年公司收入分别为42.88/49.06/58.51亿元，归母净利润分别为1.35/2.63/3.80亿元，EPS分别为0.04/0.08/0.11元/股，当前收盘价对应PS分别为2.05/1.79/1.50倍，维持“买入”评级。

● 风险提示：

政策变动风险；扩张进度不及预期风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3590	4288	4906	5851
增长率(%)	13.59	19.43	14.40	19.28
EBITDA(百万元)	370.92	442.29	597.93	729.23
归属母公司净利润(百万元)	30.78	134.87	262.65	380.20
增长率(%)	-80.29	338.21	94.75	44.75
EPS(元/股)	0.01	0.04	0.08	0.11
市盈率(P/E)	285.73	65.20	33.48	23.13
市净率(P/B)	4.00	3.70	3.33	2.91
市净率(P/S)	2.45	2.05	1.79	1.50
EV/EBITDA	30.94	22.14	16.00	12.47

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

目录

1 发展历史：初期工业为主，收购医院发展医疗，破产后新里程入主，步入良性发展阶段	5
2 医疗板块：体内医院经营较好，存量扩张促进稳健增长.....	5
2.1 体内医院已积累较好口碑，当地市占率高，盈利能力较强.....	5
2.2 后续发展展望：因地制宜加大学科建设，促进存量床位扩张.....	9
3 体外医院资产优异，改制进度良好，公司已开启资产注入.....	10
3.1 体外医院资产优异，改制进度良好	10
3.2 收购重庆新里程开启优质资产注入起点	11
4 医药板块：独一味胶囊有望通过集采实现以价换量.....	12
5 盈利预测.....	13
6 风险提示.....	13

图表目录

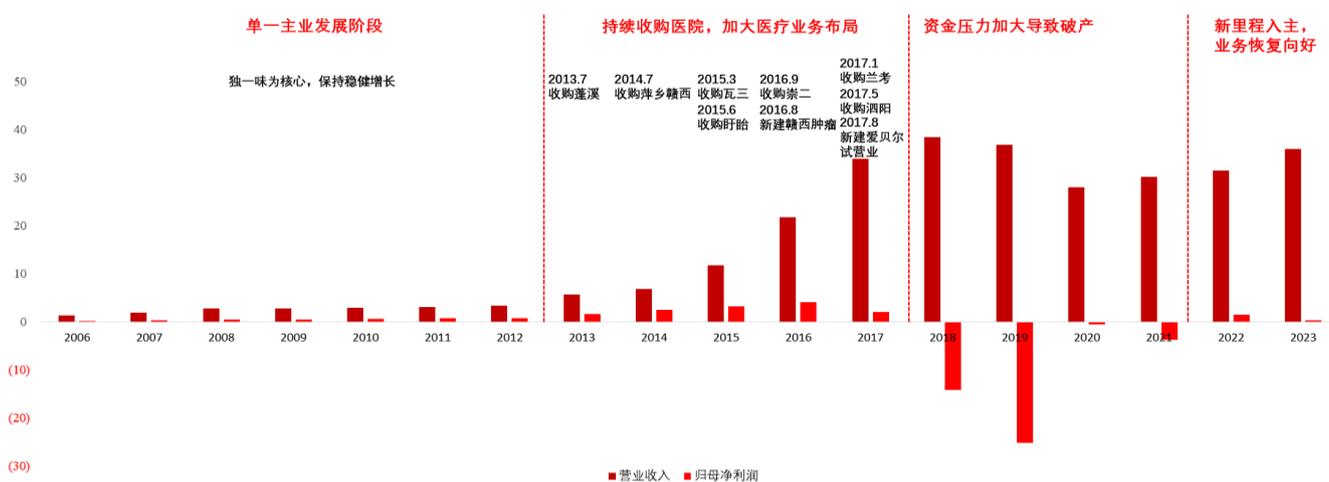
图表 1: 公司初期以工业为主, 收购医院加大医疗布局, 经历破产重组, 新里程入主后步入良性发展轨道(亿元)	5
图表 2: 体内医院经营时间和市场化运营时间较长, 已积累较好口碑.....	6
图表 3: 公司旗下医院收入保持稳健增长(单位: 亿元)	7
图表 4: 瓦三、泗阳、盱眙、兰考学科建设处于当地优质水平.....	7
图表 5: 公司整体年单床产出为 40 万元, 瓦三等优质医院为 50-60 万元.....	7
图表 6: 2023 年医疗服务业务毛利率已恢复较好水平.....	8
图表 7: 2022 年新里程入主后, 公司旗下医院净利率回升.....	8
图表 8: 公司旗下机构当前已较好适应 DRG.....	9
图表 9: 各医院因地制宜促进床位扩张.....	10
图表 10: 体外资产整体优异, 改制进度良好.....	10
图表 11: 药品板块收入近年保持稳健增长, 2023 年收购佛仁制药完善产业布局	12
图表 12: 公司拥有独一味胶囊、参芪五味子片等 82 个品种, 且拓展日化消费产品.....	13

1 发展历史：初期工业为主，收购医院发展医疗，破产后新里程入主，步入良性发展阶段

2022年6月，公司完成破产重整并引入战略投资者新里程集团及其他财务投资者，重整后，公司通过资本公积转增股本的方式有效化解了债务危机，资产负债率有所降低，资产结构得到改善，顺利消除退市风险。在控股股东新里程集团的有效赋能下，公司运营走上正轨，2022年前三季度扭亏为盈，公司进入快速良性发展的新阶段。

公司以“医疗+医药”双轮驱动为发展战略，一方面，以综合总院+专科分院的“1+N”创新服务模式，聚焦肿瘤、心血管、脑血管、骨科等疾病，构建区域医疗中心；另一方面，依托“独一味”的品牌和行业地位，拓展更多有市场竞争力的中成药品种，推动医药产业链延伸并向消费领域发展。医疗板块，公司在辽宁、河南、江苏、江西、四川分别成立五大区域医疗中心，拥有3家三级医院、7家二级医院，床位数达8000余张。

图表1：公司初期以工业为主，收购医院加大医疗布局，经历破产重整，新里程入主后步入良性发展轨道(亿元)



资料来源：公司公告、中邮证券研究所

2 医疗板块：体内医院经营较好，存量扩张促进稳健增长

2.1 体内医院已积累较好口碑，当地市占率高，盈利能力较强

公司在辽宁、河南、江苏、江西、四川分别成立五大区域医疗中心，拥有3家三级医院、7家二级医院，床位数达8000余张。

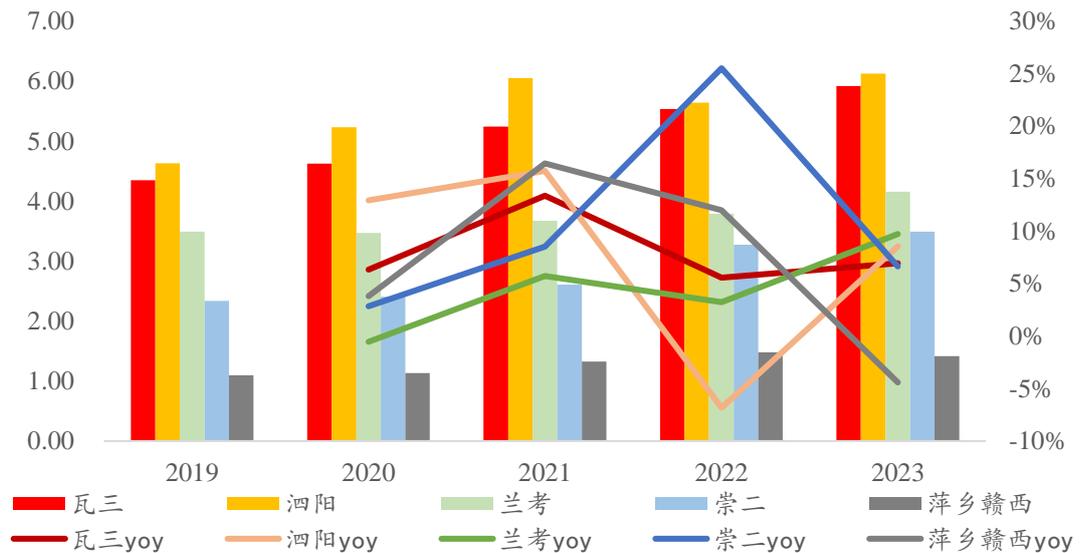
旗下医疗机构前身主要为国企/公立医院，为口碑奠定优质基础。从成立日期来看，公司旗下大部分医疗机构成立时间早，主要是此前国企/公立医院改制而来，例如瓦三医院在2003年改制前为公立医院，泗阳医院之前为泗阳县人民医院，萍乡赣西医院前身为萍乡钢铁厂企业医院，国企/公立的背景为口碑奠定了优质基础。

图表2：体内医院经营时间和市场化运营时间较长，已积累较好口碑

	成立时间	医院资质	地区	床位数量	科室设置	诊疗量	主要优势学科
瓦三医院	1950年	三级综合	辽宁瓦房店	开放床位1001张	21个科室、27个住院病区	年门诊量40万人次，年住院患者4万余人次，年手术量8800余例（含门诊）	神经内科、神经外科、骨外科等
盱眙中医院	1986年	三级中医医院	江苏淮安	开放床位700张（在建肿瘤医院拟新增600张）	住院病区21个、临床科室26个、医技科室9个	-	脑病科、骨伤科、脾胃病科
泗阳医院	1945年	二甲综合	江苏宿迁泗阳	西院区开放床位800张+东院区设置床位800张	西院区临床科室29个，医技科室8个，司法鉴定所1个	西院区年门急诊诊疗61万人次，出院病人3.9万人次，住院手术1.2万例	妇产科、感染科、疼痛科、麻醉科、肿瘤科
兰考第一医院集团	1952年	三级综合	河南兰考	开放床位1575张	51个病区、66个临床科室、34个医技科室	年门诊、急诊总量100余万人次，年出院患者7.3万人次，手术2.4万台次	神内外、心血管、普外、肿瘤、呼吸
崇州二院	1998年	二甲综合	四川崇州	开放床位698张，合并928张	设置科室44个	-	骨科、神经外科、微创外科（手足外科）、肾内科
萍乡赣西医院	1958年	二甲综合	江西萍乡	开放床位500余张	11个临床医疗科室，5个辅助科室	年门诊量达20万人次，年住院人次20000人次	烧伤、骨创伤、脊柱外科、心脑血管
赣西肿瘤医院	2016年	肿瘤专科医院	江西萍乡	开放床位300张	设置十多个科室	-	肿瘤
蓬溪医院	1951年	二甲中医医院	四川遂宁	编制床位150张	-	-	中医骨科、糖尿病专科、泌尿外科及针灸推拿康复科
绵阳爱尔	2017年	-	四川绵阳	50张	-	-	妇产科

资料来源：新里程官网、各医院官网、中邮证券研究所

实现市场化运营时间较长，在当地市占率较高。公司旗下医疗机构较早实行了改制，开启市场化运营，萍乡赣西医院自2014年被收购后，2013-2023年实现收入翻倍至1.4亿，CAGR达到7%；盱眙中医院自2015年被收购后，2015-2021年收入CAGR达到17.5%，当前收入体量3-4亿；崇二医院自2016年被收购2016-2023年收入CAGR达到28%，当前收入体量3-4亿；瓦三、泗阳、兰考在收购时已达到3亿元以上收入规模，但自收购至2023年仍保持5% CAGR，瓦三、泗阳收入已达到6亿级别，兰考为4亿出头。**从竞争格局来看**，兰考第一医院集团在当地市占率达到50%，盱眙中医院在当地医疗服务市场占有率达到全县1/3，泗阳医院和瓦三医院也在当地医疗市场领先。

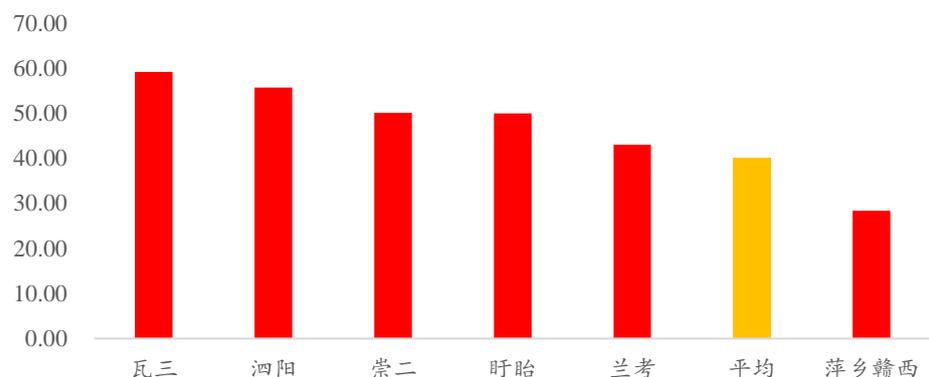
图表3：公司旗下医院收入保持稳健增长（单位：亿元）


资料来源：公司公告、中邮证券研究所

图表4：瓦三、泗阳、盱眙、兰考学科建设处于当地优质水平
学科建设情况

瓦三医院	神经内科、神经外科、骨外科、妇产科、内镜科、普外科、呼吸消化内科七个科室获评“大连市名科”；骨外科、普外科获评辽宁省县域级重点专科；神经内科、神经外科、骨科、妇产科、内镜科、影像科六个学科获评市级重点学科
泗阳医院	入围中国医院竞争力县级医院 300 强、社会办医 100 强，妇产科获评省级重点专科，内分泌科、重症医学科、骨科、麻醉科等九个学科获评市级临床重点专科
盱眙中医院	被评为江苏省文明单位，被列入艾力彼中国医院竞争力排名中医医院 300 强、社会办医单体医院 129 名，脾胃病科和骨伤科获评省中医重点专科建设单位，脑病科通过省中医重点专科验收合格单位，肺病科、内分泌科、肝病科、肛肠科、肿瘤科、心病科、泌尿外科获评市级中医重点专科
兰考第一医院	神经外科脊髓型颈椎病、康复医学科脑卒中两项特色病种获评河南省县级特色专科

资料来源：公司公告、中邮证券研究所

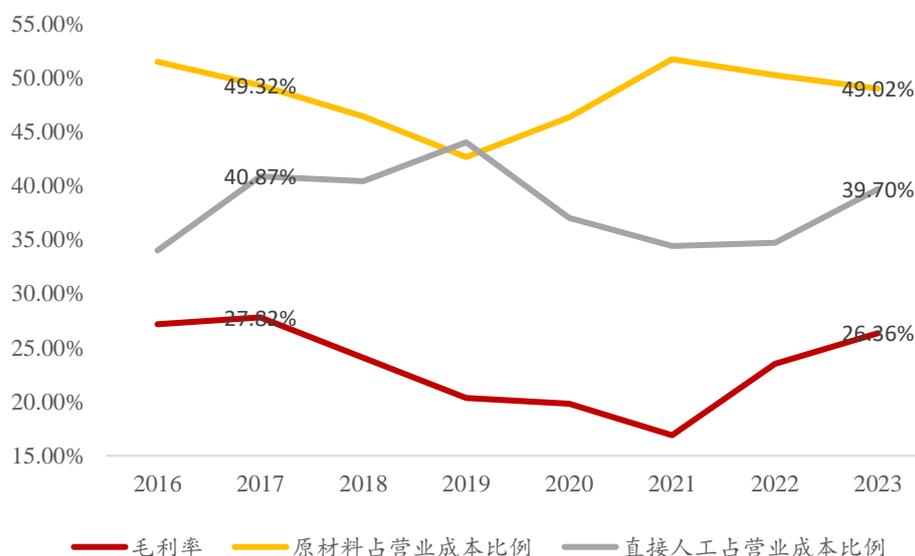
图表5：公司整体年单床产出为 40 万元，瓦三等优质医院为 50-60 万元


资料来源：公司公告、中邮证券研究所

医院拥有较好盈利基础，在新里程集团精细化管理下保持较好盈利能力。2018 年前，医疗服务业务毛利率处于 25%-30% 的较好水平，瓦三、萍乡赣西、崇二净利率也处于 5%-15% 的较好

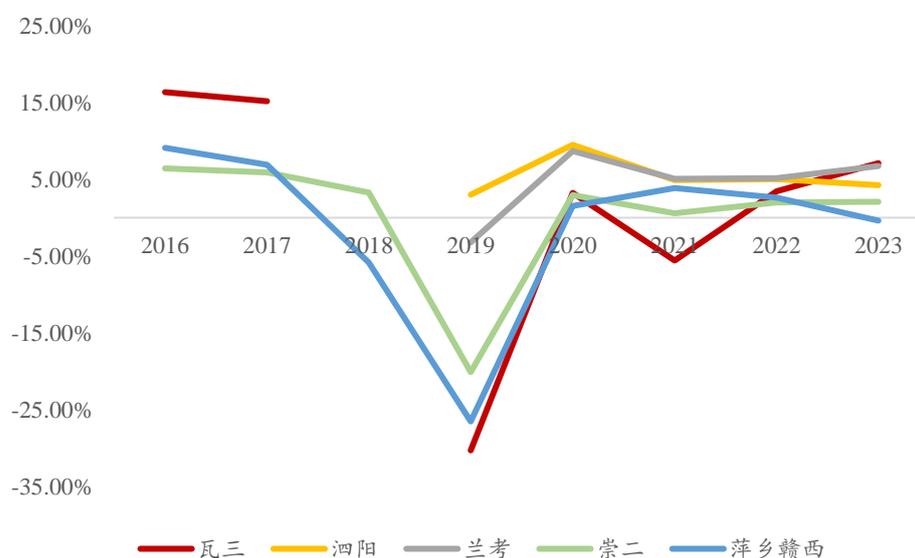
水平，2018-2019 年由于原控股股东前期投入大导致经营成本和资金成本上升，医疗服务毛利率下滑，2019 年大部分医院录得净亏损。2020-2021 年由于外部疫情影响经营、内部处置部分子公司等原因医疗服务收入规模、毛利率皆下滑。2022 年新里程入主后，推动各医院建立现代医院管理体制和经营机制，加强对医院各项财务指标和运营指标分析和过程管理，2022-2023 年，医疗服务毛利率和旗下医院净利率回升。

图表6：2023 年医疗服务业务毛利率已恢复较好水平



资料来源：Wind、公司公告、中邮证券研究所

图表7：2022 年新里程入主后，公司旗下医院净利率回升



资料来源：公司公告、中邮证券研究所

当前已较好适应 DRG，医保结余情况较好。当前公司旗下医疗机构皆已实行 DRG/DIP，除了江苏、江西实行 DIP，其他地区皆实行的是 DRG，公司精细化管理能力强，在此医保支付政策下竞争力更为明显。从当前适应情况来看，2024H1 实施 DRG 的医院全部实现了医保结余，

实施 DIP 的医院通过精细化管理大面积解决了科室亏损，瓦三较 DRG 实施前医保结余增加，整体适应情况较好。

图表8：公司旗下机构当前已较好适应 DRG

实行情况	DRG：兰考第一医院集团（2022.1）、蓬溪（2022.1）、瓦三（2022.7）、爱贝尔（2023.7）、崇州二医院（2024.1）
	DIP：盱眙（2021.1）、泗阳（2021.6）、萍乡赣西医院（2023.1）、赣西肿瘤医院（2023.1）
	每家医院成立专门的医保管理工作小组，用医保支付政策来指导临床诊疗行为，围绕医保政策进行学科规划和学科设置并指导科室经营
	通过组织架构、医保管理相关制度的优化调整，健全管理体系，建设专业医保管理团队，强化监督保障
	深入开展医保培训，将旗下医院成熟的医保管理方法进行推广复制；对医院进行现场指导
加大医保管理	每月进行 DRG/DIP 数据分析，为临床合理诊疗提供依据
应对举措	以医保临床路径为抓手，调结构、降成本
	梳理科室优势病种、特色病种、基础病种、劣势病种和战略性病种/病组，针对不同病种开展针对性管理与提升
	提高医疗技术水平有利于提高医保给付比例。医院学科将向着内科介入化、外科微创化方向发展
控制药耗占比	主要是提升集采品种占比，加大国产替代，均优先使用集采品种、基药品种。
	2024H1 药占比为 26.99%，耗占比为 14.82%，药耗占比合计同比下降 2.5 个百分点
提高 CMI 值	盱眙县中医院：CMI 值 1-9 月份约为 1.3，与当地公立医院相比持平
	泗阳医院：执行 DIP 政策后 CMI 值 2024 年 1 月-6 月为 1.44，病种分值为 281 万分。当地其他医院泗阳县中医院（三级中医院）为 277 万分、康达医院（二级医院）为 134 万分、泗阳县第一人民医院（公立二级医院）为 30.7 万分，泗阳医院处于全县病种分值最高水平
次均费用	2023 年住院次均费用约为 9000 元，门诊次均费用约为 380 元，部分医院有增有减，整体基本持平
效果	2023 年医疗服务净利润 2.52 亿元，净利率为 8.95%，同比增加 2.5pct
2023 年结余	瓦三医院 DRG 实施前各年均有 1000-2000 万的医保超额部分的扣款，DRG 实施后医院有 1300 万超额的部分获得收回，并获得了 300 多万疑难病相关的重大技术突破项目奖励
2024H1 结余	实施 DRG 的医院全部实现了医保结余，实施 DIP 的医院通过精细化管理大面积解决了科室亏损

资料来源：公司投资者调研纪要（2024 年 9 月 27 日）、中邮证券研究所

2.2 后续发展展望：因地制宜加大学科建设，促进存量床位扩张

公司在学科建设上尊重科学发展与满足患者需求的原则，对外围绕本地老龄化和疾病谱变化，对内围绕当地医保政策进行专科化布局。整体战略发展遵循“1+N”，对于综合医院的“1”，更多布局肿瘤、骨科、心血管、脑血管、呼吸、消化等老龄化需求强烈的科室，重点学科占到医院收入的 50% 以上。对于专科医院的“N”，重点布局肿瘤专科医院和老年病专科医院。

公司的学科发展不搞一刀切，最重要的考量要素是宏观市场环境：兰考第一医院周边区县没有一家肿瘤医院，医院有好的肿瘤学科基础，发展肿瘤专科竞争力强；崇州二医院是以骨科为主的医院，床位使用率长期超过 100% 运转，医院在促进骨科发展的基础上，侧重发展康复科等骨科相关学科；瓦房店第三医院内科外科化、外科微创化，介入方面在大连北部排名前列，同时瓦房店老龄化程度高，医院也重点发展内分泌、康复等老年病相关科室。

从床位扩张计划来看，泗阳医院东院区新增的 800 张床位已于 2022 年底启用，目前开放 300 余张，其他将陆续启用；在建项目包括兰考第一医院的肿瘤中心项目/康养院区新增床位、崇州二医院新增床位、盱眙肿瘤医院新院区。

图表9：各医院因地制宜促进床位扩张

	当前开放床位数（张）	拟增床位数（张）	所属院区	拟启用时间
瓦三	1001	-	-	-
泗阳	西 800+东 300	东 500	肿瘤	已逐步开放
崇二	928	800	新院区	2025Q1
盱眙	700	600	肿瘤院区	2026
萍乡赣西	500+	-	-	-
兰考	1575	250	康养院区	2025Q1
	-	-	肿瘤中心	2024 年底
赣西肿瘤	300	-	-	-
蓬溪	150	-	-	-
绵阳爱贝尔	50	-	-	-
合计床位数（张）	6304	2150		

资料来源：公司投资者调研纪要（2024 年 8 月 30 日）、中邮证券研究所

3 体外医院资产优异，改制进度良好，公司已开启资产注入

3.1 体外医院资产优异，改制进度良好

公司控股股东新里程集团是国内最大的医疗健康产业集团之一，业务涵盖医疗、康养、医药等领域。新里程集团在全国近 20 个省市控股管理近 40 家二甲以上医院和 200 家基层医疗机构，医疗和康养总床位数达到 3 万张，其非上市板块有近 30 家二级以上医院，其中三级医院 7 家。集团计划在 2022 年 6 月公司重整完成后的 5 年内，通过公司自筹资金、并购基金、并购贷款、发行股票等方式，在完成医院营利性改制并符合监管部门要求的前提下，优先将盈利能力好的优质医疗资产尽快注入上市公司。

新里程集团具有投资运营医疗集团的丰富经验、推动医药产业跨越式发展的产业能力以及整合大健康产业资源的协同能力。新里程集团已探索出一整套综合医院标准化管理的方法论和实现路径，异地扩张后的持续管理并不依赖大量派出管理人员，而是将并购标的纳入新里程健康集团的整个管理体系，从而实现利润水平的提升。举例来看，2021 年集团收购国内一家医疗集团，在收购时亏损 7500 万，收购后首年实现 5000 万的净利润，第二年实现约 1 亿净利润，背后改变的根源不在于人员的大幅调整，而在管理体系的大幅优化。

体外资产整体优异，改制进度良好。集团医院板块整体收入规模 60 亿左右，2023 年净利率已达到 7%-8%，其中头部医院净利率超过 10%。从改制进度来看，非上市板块二级以上医院 70%为营利性医疗机构。

图表10：体外资产整体优异，改制进度良好

	床位数量	医院资质	改制情况
兖矿新里程总医院	2000	三甲综合	东院区/唐村分院改制
晋城大医院	开放床位 1220，编制床位 1500	三甲综合	未开始
重庆新里程	超过 1000 张	4 家二级综合医院和多家基层医疗机构	营利性医院
弘慈医疗集团	超过 7000 张		

包钢三医院	872	三甲综合	国际部改制
唐山弘慈医院	623	二甲综合	已改制
宣钢医院	574	二甲综合	未开始
曹县县立医院	1000	二级综合	未开始
中化二建集团医院	400	二甲综合	预计 24 年内完成
长沙长好医院	168	二级综合	已改制
西安市北方医院	648	二甲综合	小股权收购完成后启动改制
西安庆华医院	260	二级综合	未开始
太原西山医院	1200	三级乙等	已改制
古交西山医院	900	二级甲等	已改制
太原北方医院	120	一甲综合	小股权收购完成后启动改制
霍州煤电总医院	405	二甲综合	已改制
平顶山河舞总医院	600	二甲综合	已改制
华佑医疗	超过 1000 张	6 家自愿戒毒专科医院和 3 家精神疾病专科医院	营利性医院
绍兴悦程妇产医院	150	二级专科	营利性医院
泉州新里程妇产医院	200	二级专科	营利性医院
嘉兴悦程妇产医院	50	妇产儿童专科医院	营利性医院
洛阳新里程医院	开放床位约 500 张	三级老年医院	已改制，2024 年 1 月
东营鸿港医院	开放床位 501 张	三级综合	营利性医院

资料来源：公司官网、各医院官网、中邮证券研究所

3.2 收购重庆新里程开启优质资产注入起点

新里程集团在《重整计划（草案）》中承诺，根据公司经营发展需要，将在获取控制权后的三年内支持公司获得总额不低于 30 亿元的多种形式融资，用于保证公司的可持续发展。公司于 2022 年 12 月发布定增预案，拟向集团以 3.14 元/股发行 2.18 亿股，认购金额为 6.86 亿元，当前定增预案仍在审批过程中。

10 月 16 日，公司发布公告称拟以自有资金或自筹资金 3.2 亿元人民币向新里程康养收购重庆新里程 100% 股权，新里程康养为公司控股股东全资控制企业。重庆新里程于 2017 年 4 月成立，是负责医院投资和运营的医院管理平台，拥有金易医院、盛景医院、百鞍医院、康华医院等业务主体，总床位数超过 1000 张，构建了集“老年医院+老年照护中心+日间照料+居家养老”于一体的发展新格局。重庆新里程 2023 年收入 3.15 亿元，净利润 121 万元，净利率 0.38%，净利率（含供应链）1.29%，2024 年 1-7 月收入 2.04 亿元，净利润 743 万元，净利率 3.64%，净利率（含供应链）4.9%。此次收购对应 PS 1.02 倍（按照 2023 年营收计算），收购价格合理。

此次收购是新里程集团正式开启优质资产注入的起点，是公司在西南地区的重要承载平台，与崇州二医院等医疗机构相互协同，进一步增强了公司川渝地区区域医疗中心的核心竞争力。

4 医药板块：独一味胶囊有望通过集采实现以价换量

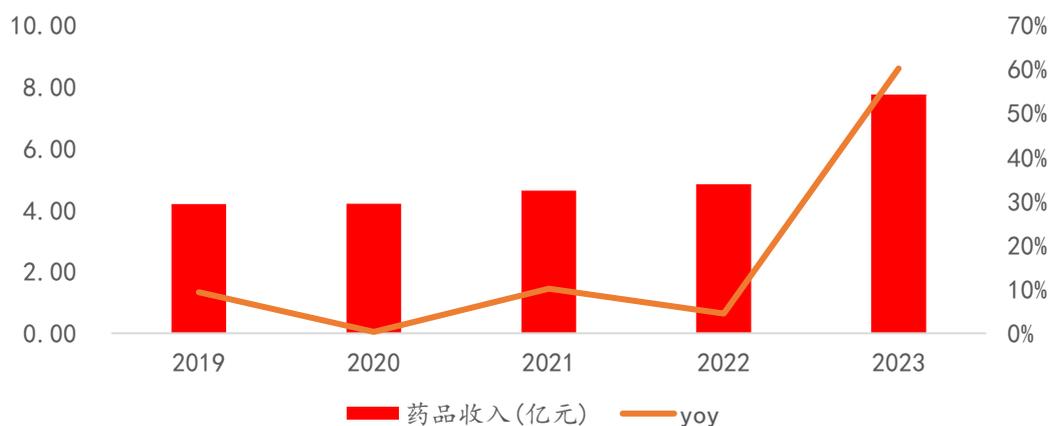
公司拥有以“独一味”品牌为核心的系列中成药，形成了中药材种植、中药材购销、中药饮片、中成药制造销售、药品流通的中药全产业链集群。公司拥有“独一味”中国驰名商标，2023 年收购“中华老字号”企业佛仁制药，目前拥有独一味胶囊、参芪五味子片、脉平片、前列安通片、宫瘤宁胶囊等 82 个品种，国家药典品种 46 个，全国独家生产品种 8 个。

公司独家产品“独一味胶囊”为 2018 年版国家基药、中成药优质优价产品、国家医保目录品种，具有独特疗效、安全性高、治疗成本低的优势。2024 年 9 月安徽 2024 年中成药集采《征求意见稿》首次将独一味胶囊纳入集采，10 月全国中成药联盟第三批集采目录也将独一味胶囊纳入，独一味胶囊为公司独家剂型品种，有望在进入全国中成药集采目录后实现以价换量。

技改项目促进产值大幅提升。2023 年独一味制药一期技改项目正式启动，2024 年 7 月竣工，改造升级硬件设备，完成 28 台（套）大中型生产设备的改造升级换代，同时提升研发软实力，完成了独一味胶囊重大工艺提升，对核心原料独一味进行了系统研究，制定了内控标准和特有的指纹图谱标准。药材处理方面也进行了工艺升级，从技改前每年处理原药材 1200 吨跃升至 1800 吨。2025 年技改项目全面完成后，独一味制药产值将由 2023 年的 6 亿元营收提升至满足 2025 年 9-10 亿元营收需求。

未来独一味制药将从三方面提升自身核心竞争力：1) 进行长期的产品管线规划，通过现有品种工艺质量提升及外部具有竞争力产品的收购以形成更多的具有市场竞争力的产品矩阵和管线；2) 在销售端通过渠道改革、空白市场开发及集团医院协同进行市场的深度整合；3) 通过外延并购寻求拥有竞争力产品的企业进行整合。目标实现营收规模未来三年复合增长率保持在 20% 以上。

图表11：药品板块收入近年保持稳健增长，2023 年收购佛仁制药完善产业布局



资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表12：公司拥有独一味胶囊、参芪五味子片等 82 个品种，且拓展日化消费产品



资料来源：公司官网、中邮证券研究所

5 盈利预测

我们预计 2024-2026 年公司收入分别为 42.88/49.06/58.51 亿元，归母净利润分别为 1.35/2.63/3.80 亿元，EPS 分别为 0.04/0.08/0.11 元/股，当前收盘价对应 PS 分别为 2.05/1.79/1.50 倍，维持“买入”评级。

6 风险提示

政策变动风险；扩张进度不及预期风险。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	3590	4288	4906	5851	营业收入	13.6%	19.4%	14.4%	19.3%
营业成本	2511	3023	3449	4103	营业利润	-81.7%	455.6%	72.4%	42.0%
税金及附加	22	26	29	35	归属于母公司净利润	-80.3%	338.2%	94.7%	44.8%
销售费用	204	237	270	321	获利能力				
管理费用	587	592	628	731	毛利率	30.1%	29.5%	29.7%	29.9%
研发费用	28	21	25	29	净利率	0.9%	3.1%	5.4%	6.5%
财务费用	112	111	100	88	ROE	1.4%	5.7%	9.9%	12.6%
资产减值损失	0	0	0	0	ROIC	12.7%	5.5%	8.0%	9.8%
营业利润	35	192	332	471	偿债能力				
营业外收入	5	5	5	5	资产负债率	63.2%	63.8%	61.5%	59.5%
营业外支出	29	-1	11	13	流动比率	0.67	0.71	0.76	0.85
利润总额	10	172	322	461	营运能力				
所得税	-29	26	48	69	应收账款周转率	4.04	3.93	4.03	4.22
净利润	39	147	274	392	存货周转率	13.05	12.85	13.26	14.83
归母净利润	31	135	263	380	总资产周转率	0.61	0.67	0.71	0.80
每股收益(元)	0.01	0.04	0.08	0.11	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.01	0.04	0.08	0.11
货币资金	580	913	1010	1364	每股净资产	0.64	0.70	0.77	0.89
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	1032	1169	1291	1511	PE	285.73	65.20	33.48	23.13
预付款项	19	18	17	18	PB	4.00	3.70	3.33	2.91
存货	219	252	268	285	现金流量表				
流动资产合计	1956	2432	2644	3225	净利润	39	147	274	392
固定资产	1908	1932	2153	2351	折旧和摊销	239	159	176	180
在建工程	598	743	643	493	营运资本变动	-173	-6	-31	12
无形资产	304	289	284	274	其他	186	229	209	201
非流动资产合计	4124	4273	4381	4409	经营活动现金流净额	291	529	628	784
资产总计	6080	6705	7025	7635	资本开支	-195	-325	-295	-220
短期借款	716	816	716	666	其他	-140	16	14	13
应付票据及应付账款	1333	1597	1799	2113	投资活动现金流净额	-335	-309	-281	-207
其他流动负债	874	1001	976	995	股权融资	284	47	0	0
流动负债合计	2923	3415	3492	3775	债务融资	626	190	-130	-115
其他	922	862	832	767	其他	-848	-125	-119	-109
非流动负债合计	922	862	832	767	筹资活动现金流净额	63	112	-249	-224
负债合计	3846	4277	4324	4542	现金及现金等价物净增加额	19	332	98	353
股本	3411	3411	3411	3411					
资本公积金	1717	1769	1769	1769					
未分配利润	-3062	-2947	-2724	-2401					
少数股东权益	39	51	61	73					
其他	129	145	184	242					
所有者权益合计	2235	2428	2701	3093					
负债和所有者权益总计	6080	6705	7025	7635					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048