

"1+N"医疗模式持续推进

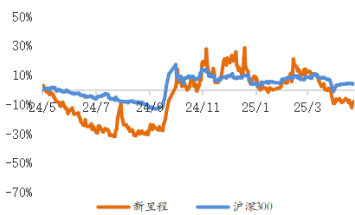
相关研究：

1.《签署收购框架协议，优质医院注入再进一步》

2024.12.29

公司评级：买入（维持）

近十二个月公司表现



%	1个月	3个月	12个月
相对收益	-3	-8	-11
绝对收益	4	-10	-6

注：相对收益与沪深300相比

分析师：蒋栋

证书编号：S0500521050001

Tel: (8621) 50295368

Email: jiangdong@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号
中国人寿金融中心10楼

核心要点：

2024年现金流大幅增长，2025年Q1业绩略承压

公司近期发布了2024年年报及2025年一季报，根据公司财报，2024年公司实现营业收入37.99亿元，同比下降2.95%，实现归母净利润1.15亿元，同比增长296.13%，实现扣非归母净利润0.97亿元，同比增长223.48%。2024年公司经营现金流同比增长36.64%至4.39亿元。

2025年Q1公司实现营业收入7.96亿元，同比下降16.49%，实现归母净利润0.26亿元，同比下降9.35%，实现扣非归母净利0.27亿元，同比下降9.26%。

2024年管理费用优化明显，2025Q1费用及净利率基本稳定

根据Wind数据显示，2024年公司销售费用率7.75%，同比上升2.07pct，管理费用率为13.70%，同比下降3.43pct，主要由于股权激励摊销额减少，财务费用率及研发费用率保持平稳。2024年全年公司毛利率30.93%，较上年同期提升0.85pct，净利率3.17%，同比提升2.08pct。2025年Q1公司总体费用率基本保持稳定，毛利率27.96%，较上年同期下降0.84pct，净利率3.09%，同比提升0.17pct，基本保持稳定。

医疗服务新增床位将持续释放，药品及医疗产品产业链不断延伸

根据公司年报显示，2024年医疗服务板块实现营业收入30.36亿元，同比下降2.68%，毛利率26.33%，同比下降0.33pct。

➤ **存量医院运营韧性：**旗下瓦房店第三医院（收入5.86亿元，同比下降1.07%）、兰考第一医院（4.15亿元同比下降0.12%）等主要医院在医保控费背景下仍保持收入稳定，体现区域医疗中心的抗风险能力。

➤ **新增床位释放：**在床位规模扩张方面，泗阳医院东院区（800张床位）目前已开放一期300张床位，剩余床位将陆续投入使用；崇州二医院新院区（800张床位）预计将于今年投入使用；兰考第一医院的兰考县医养结合养老服务中心（220张床位）预计将于今年投入使用；盱眙恒山肿瘤医院（600张床位）正在建设中。

2024年药品及医疗产品实现营业收入7.53亿元，同比下降3.82%，毛利率49.48%，同比提升5.52pct。

➤ **独一味系列产品优势：**独一味胶囊、参芪五味子片等中成药占据细分市场头部地位，成功中标全国中成药集采。

➤ **产业链延伸：**通过收购甘肃佛仁制药完善中药材种植-加工-销售闭环。

➤ **消费医疗布局：**口腔护理、保健食品等新产品线成为第二增长曲线。

持续推进"1+N"医疗模式，强化中药全产业链布局

公司持续推进"1+N"医疗服务模式与中药全产业链布局。医疗服务业务方面，2024年末已形成覆盖辽宁、河南等6大区域的医疗网络，拥有3家三级医院、14家二级及以上医院，合计24家医疗机构。医药业务以"独一味"品牌为核心，拥有82个药品批文（含8个独家品种），其独一味系列产品成功入选全国中成药集采。公司通过"综合医院+专科分院"模式深化区域医

疗中心建设，同时以中药材种植到销售的完整产业链强化医药板块协同。

□ 投资建议

虽然 Q1 公司业绩略有承压，但随着新增床位持续释放业绩有望逐渐好转，我们调整 2025-2026 年公司营收分别为 40.82/43.54 亿元（此前分别为 44.00/48.35 亿元），调整 2025-2026 年归母净利润分别为 1.63/2.05 亿元（此前分别为 1.84/2.37 亿元），新增 2027 年营收及归母净利润分别为 46.29/2.46 亿元，对应 EPS 分别为 0.05/0.06/0.07 元，维持“买入”评级。

□ 风险提示

政策风险；医疗事故风险；市场开拓风险。

财务预测	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3799	4082	4354	4629
同比	-2.9%	7.4%	6.7%	6.3%
归母净利（百万元）	115	163	205	246
同比	296.1%	41.8%	26.2%	19.5%
毛利率	30.9%	30.3%	30.5%	30.7%
ROE	5.8%	7.6%	8.9%	9.9%
每股收益（元）	0.03	0.05	0.06	0.07
PE	69.07	48.72	38.59	32.28
EV/EBITDA	18.59	15.45	13.13	11.48

资料来源：天软、湘财证券研究所

附表 1 财务报表以及相应指标

利润表 (单位: 百万元)						财务指标					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	3914.3	3799.0	4081.6	4353.8	4628.9	成长性					
减: 营业成本	2741.2	2624.0	2846.0	3025.2	3207.3	营业收入增长率	23.8%	-2.9%	7.4%	6.7%	6.3%
营业税费	22.1	24.7	26.6	28.3	30.1	净利润增长率	-75.8%	201.9%	41.8%	26.2%	19.5%
销售费用	216.3	294.4	316.3	337.4	358.7	归母净利增长率	-81.4%	296.1%	41.8%	26.2%	19.5%
管理费用	658.4	510.8	508.0	520.1	539.0	EBITDA增长率	-21.3%	25.8%	20.4%	17.6%	14.5%
财务费用	115.0	126.5	96.0	95.7	91.6	EBIT增长率	-52.5%	89.2%	11.7%	17.7%	13.1%
研发费用	27.7	9.9	10.6	11.3	12.0	NOPLAT增长率	94.4%	-58.9%	11.7%	17.7%	13.1%
资产减值损失	-0.4	1.4	1.4	1.4	1.4	投资资本增长率	20.9%	0.7%	4.6%	2.8%	2.5%
信用减值损失	-114.2	-61.7	-67.8	-67.8	-67.8	净资产增长率	23.1%	-6.1%	8.4%	7.5%	8.2%
加: 公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	利润率					
投资和汇兑收益	11.8	2.6	2.6	2.6	2.6	毛利率	30.0%	30.9%	30.3%	30.5%	30.7%
营业利润	37.7	162.5	226.8	284.2	338.2	营业利润率	1.0%	4.3%	5.6%	6.5%	7.3%
加: 营业外净收支	-26.6	-8.2	-8.2	-8.2	-8.2	净利率	0.7%	3.0%	4.0%	4.7%	5.3%
利润总额	11.1	154.2	218.6	276.0	330.0	EBITDA/营业收入	10.0%	12.9%	14.5%	16.0%	17.2%
减: 所得税	-28.8	33.9	48.1	60.7	72.5	EBIT/营业收入	3.9%	7.6%	7.9%	8.7%	9.3%
净利润	39.9	120.3	170.6	215.3	257.4	运营效率					
减: 少数股东损益	10.9	5.6	7.9	10.0	11.9	固定资产周转天数	174	181	180	189	195
归属母公司净利润	29.0	114.8	162.7	205.4	245.5	流动营业资本周转天数	3	-3	2	6	9
资产负债表 (单位: 百万元)						流动资产周转天数	177	193	188	194	199
货币资金	601.0	471.5	571.5	671.5	771.5	应收帐款周转天数	125	147	147	147	148
交易性金融资产	0.0	6.6	6.6	6.6	6.6	存货周转天数	26	30	27	27	27
应收帐款	1055.3	1198.6	1287.8	1373.7	1460.5	总资产周转天数	563	629	604	595	585
应收票据	9.1	6.1	6.5	7.0	7.4	投资资本周转天数	288	299	291	280	270
预付帐款	21.8	17.7	19.2	20.4	21.6	投资回报率					
存货	227.6	202.4	218.5	232.6	246.7	ROE	1.4%	5.8%	7.6%	8.9%	9.9%
其他流动资产	17.1	13.8	13.8	13.8	13.8	ROA	0.4%	1.7%	2.3%	2.8%	3.2%
可供出售金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROIC	17.5%	7.2%	7.6%	8.7%	9.7%
持有至到期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	费用率					
长期股权投资	6.9	6.1	6.1	6.1	6.1	销售费用率	5.5%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%
投资性房地产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	管理费用率	16.8%	13.4%	12.4%	11.9%	11.6%
固定资产	1930.6	1897.3	2175.6	2391.4	2610.9	财务费用率	2.9%	3.3%	2.4%	2.2%	2.0%
在建工程	646.8	805.9	644.7	515.8	412.6	三费/营业收入	25.3%	24.5%	22.5%	21.9%	21.4%
无形资产	420.0	405.9	449.3	509.8	539.7	偿债能力					
其他非流动资产	24.1	34.9	34.9	34.9	34.9	资产负债率	67.0%	69.4%	68.5%	67.7%	66.5%
资产总额	6590.9	6677.2	7025.8	7356.1	7686.4	负债权益比	203.3%	227.2%	217.7%	209.4%	198.7%
短期债务	744.5	818.6	1213.4	1492.5	1733.7	流动比率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
应付帐款	1484.1	1487.7	1598.4	1704.9	1812.7	速动比率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应付票据	33.0	56.5	41.2	48.5	55.6	利息保障倍数	1.2	2.1	3.2	3.7	4.3
其他流动负债	0.3	5.4	1.9	2.5	3.3	分红指标					
长期借款	722.2	494.9	267.5	40.2	-187.2	DPS(元)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他非流动负债	0.0	101.4	0.0	0.0	0.0	分红比率	0.0%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
负债总额	4418.1	4636.5	4814.5	4978.3	5112.7	股息收益率	0.0%	0.0%	0.6%	0.8%	0.9%
少数股东权益	52.7	55.8	63.6	73.6	85.5	业绩和估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
股本	3410.8	3387.4	3387.4	3387.4	3387.4	EPS(元)	0.01	0.03	0.05	0.06	0.07
留存收益	(2943.3)	(2833.7)	(2671.0)	(2514.4)	(2330.5)	BVPS(元)	0.63	0.59	0.63	0.68	0.73
股东权益	2172.8	2040.7	2211.3	2377.8	2573.7	PE(X)	273.59	69.07	48.72	38.59	32.28
负债和股东权益合计	6590.9	6677.2	7025.8	7356.1	7686.4	PB(X)	3.74	3.99	3.69	3.44	3.19
现金流量表 (单位: 百万元)						P/FCF	26.7	38.1	55.8	38.1	31.2
经营活动产生现金流量	320.9	438.5	420.6	652.8	748.9	P/S	2.03	2.09	1.94	1.82	1.71
投资活动产生现金流量	-353.0	-490.3	-392.1	-460.1	-509.5	EV/EBITDA	23.40	18.59	15.45	13.13	11.48
融资活动产生现金流量	46.4	-109.7	71.5	-92.7	-139.4	PEG	-335.9	23.3	116.7	147.0	165.1
现金流净额	14.3	-161.5	100.0	100.0	100.0	ROIC/WACC	2.44	1.00	1.06	1.22	1.35

资料来源: 天软、湘财证券研究所

分析师声明

本人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，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

- 买入：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性：**未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；
- 卖出：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上。

重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不作任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我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。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。