

济民医疗（603222）

高政策壁垒、新技术的博鳌医院等，高端医疗服务启动第二成长曲线

买入（首次）

2023年04月02日

证券分析师 朱国广
执业证书：S0600520070004
zhugg@dwzq.com.cn

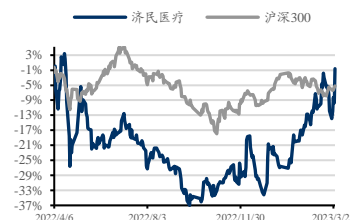
盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	1,098	854	1,209	1,620
同比	25%	-22%	42%	34%
归属母公司净利润（百万元）	148	37	190	274
同比	2206%	-75%	411%	44%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.27	0.07	0.35	0.51
P/E（现价&最新股本摊薄）	48.07	190.39	37.25	25.84

关键词：#第二曲线

投资要点

- **核心逻辑：**博鳌国际医院为 A 股稀缺资产，高政策壁垒、日本顶级专家团队、国际化新技术及新设备、高利润率；疫后博鳌国际医院及湖北鄂州二医院等高端医疗服务放量、23 年器械及大输液等拐点明确、IPO 后第一次股权激励落地，不良资产剥离完毕、商誉计提完毕，2023-2025 年或将超高速增长。
- **具有国际影响力的博鳌国际医院先行先试高政策壁垒，再生医学创新平台有望开启第二增长曲线；鄂州二院三级综合性医院即将投产快速释放业绩。政策壁垒高：**博鳌国际医院地处博鳌乐城先行区，拥有先行先试特权、新技术高政策壁垒，作为当地龙头医院享受政策红利；**顶级专家团队：**拥有日本小田治范等强大的专业团队，引进日本厚生省批准的小田医院全套免疫细胞培养技术、日本进口培养液等，自体脂肪干细胞获得中检院三批次的检验报告；**国际化设备：**德国 INUS 双膜靶向血液净化新技术、引进了韩国上市公司 Bioplus 公司的 HyalDew（整形用皮下填充材料）等四款高端医美器械；**研发新方向：**针对膝骨关节炎、慢性阻塞性肺病等疾病开发等四方面研究。我们预计博鳌国际医院 2023-2025 年收入有望分别达 2/3.5/5 亿。鄂州二院新院区已建成，23 年 3 月试运行、5 月正式运营，鄂州二院新老院区合计床位 1200 张，目前老院区已基本满产，每年贡献收入 1 亿元左右，利润约 1500 万，鄂州二医院新老院收入、利润峰值有望分别达 6 亿、1 亿。
- **医疗器械国内迅速放量，大输液新品不断获批：**公司与美国 RTI 合作关系稳定，为公司持续贡献稳定增长现金流；国内方面：21 年取得注册证后，积极参与各省挂网招标，销量快速上升，陆续在广西等 7 省中标，我们预计 23-25 年安全注射器海外保持 10%以上增长，国内保持 40%以上增长；预充式冲洗器于 21 年底取得注册证，并于次年启动产能建设，预计 23 年产能将突破 2 亿支，公司已在宁夏等六省中标，23 年销量有望突破 4000 万支。大输液板块 3000ml 山梨醇甘露醇、500ml 平衡盐溶液陆续获批，开启新成长空间。
- **IPO 后第一次股权激励方案发布，彰显公司发展信心、中期绑定核心管理层利益：**本次激励计划为上市后首次股权激励，激励对象共 42 人对应考核年度为 2023-2025 三个会计年度，公司层面业绩考核目标：2023-2025 年净利润分别不低于 1.8/2.3/3.0 亿元，三年复合增长率为 30%。行权价格为 12.01 元，与公司目前股价相当，彰显公司强烈信心。
- **盈利预测与投资评级：**我们看好公司在医疗服务赛道的潜力和发展，预计 2022-2024 年公司归母净利润预计为 0.37/1.90/2.74 亿元，对应当前市值的 PE 为 190X//37X/26X。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**新品推广不及预期风险、院端恢复不及预期风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	13.20
一年最低/最高价	8.21/19.94
市净率(倍)	4.96
流通 A 股市值(百万元)	6,296.94
总市值(百万元)	7,091.53

基础数据

每股净资产(元,LF)	2.66
资产负债率(%，LF)	42.18
总股本(百万股)	537.24
流通 A 股(百万股)	477.04

相关研究

内容目录

1. 济民医疗：“医疗服务+医疗器械”战略布局助力二次成长.....	5
1.1. 医疗服务、医疗器械等战略格局.....	5
1.2. 股权结构较为清晰，子公司承载业务明确.....	6
1.3. 业绩稳健增长，剥离不良资产轻装上阵.....	7
1.4. 股权激励方案发布，彰显公司发展信心.....	9
2. 博鳌医院有望开启第二增长曲线，三级综合医院鄂州二院新院已投入运营.....	10
2.1. 博鳌国际医院先行先试，再生医学、高端医美、体检等开启第二增长曲线.....	10
2.2. 鄂州二医院三级综合性医院，新院区即将正式营业大幅贡献业绩.....	14
3. 安全注射器、预充式冲洗器新获批打开新成长空间.....	16
3.1. 注射穿刺器械市场广阔，安全性、可靠性受重视.....	16
3.2. 海外客户关系稳定，国内安全注射器持续放量.....	18
3.3. 预充式导管冲洗器市场广阔，厚积薄发.....	22
3.4. 大输液新品不断获批，23年有望迎来业绩收获期.....	23
4. 盈利预测与投资评级.....	24
5. 风险提示.....	25

图表目录

图 1:	公司发展历程.....	5
图 2:	公司主要业务板块.....	5
图 3:	公司股权结构 (截至 3 月 31 日)	6
图 4:	公司营业收入情况.....	7
图 5:	公司归母净利润情况 (亿元)	7
图 6:	公司主营业务收入占比情况.....	8
图 7:	公司主营业务毛利率情况.....	8
图 8:	公司期间费用率.....	8
图 9:	2018-2022 年济民医疗研发费用 (百万元)	8
图 10:	济民医疗计提商誉减值以及处置不良资产情况.....	9
图 11:	乐城先行区政策不断升级.....	10
图 12:	2022 年乐城发展数据增长百分比.....	11
图 13:	博鳌国际医院医疗服务项目	12
图 14:	博鳌国际医院拥有顶尖的医疗专家.....	12
图 15:	博鳌国际医院拥有先进的医疗设备及舒适的疗养区.....	12
图 16:	博鳌国际医院引进多项国际前沿药、械.....	13
图 17:	博鳌国际医院实验室环境.....	13
图 18:	博鳌国际医院收入预测.....	14
图 19:	鄂州二医院新院区特色重点学科.....	15
图 20:	鄂州二医院新院区专业设备齐全.....	15
图 23:	注射穿刺器械分类.....	16
图 24:	2016-2021 年中国低值医用耗材市场规模	16
图 25:	全球一次性注射器市场规模 (亿美元).....	17
图 26:	中国注射器市场需求量 (亿支)	17
图 27:	2018 年一次性注射器分地区产量份额.....	17
图 28:	我国注射穿刺器械出口金额 (单位: 亿元)	17
图 29:	全球一次性安全注射器市场销售额及增长率.....	18
图 30:	主动式及被动式安全注射器.....	18
图 31:	RTI Patient Safe Syringes	19
图 32:	RTI 公司历年注射器销售收入	19
图 33:	济民医疗安全注射器.....	20
图 34:	济民医疗安全注射器使用后针尖缩回至芯杆.....	21
图 35:	2021-2028 中国预充式导管冲洗器市场规模预测	22
图 36:	济民医疗预充式导管冲洗器系列产品.....	22
图 37:	济民医疗大输液产品.....	23
图 38:	济民医疗大输液收入情况.....	23
表 1:	主要子公司经营范围.....	6
表 2:	激励对象及分配情况汇总表.....	9
表 3:	公司股权激励考核指标.....	10
表 4:	国内安全注射器批文.....	19

表 5: 子公司聚鸣生物中标情况 (元/支)	21
表 6: 济民医疗安全注射器销售收入预测.....	21
表 7: 预充式导管冲洗器中标情况 (元/支)	22
表 8: 收入预测 (百万元)	24
表 9: 可比公司估值.....	25

1. 济民医疗：“医疗服务+医疗器械”战略布局助力二次成长

1.1. 医疗服务、医疗器械等战略格局

济民医疗成于 1996 年，系浙江省医药行业重点骨干企业、国家高新技术企业，公司于 2015 年 2 月在上交所挂牌上市。自上市以来，公司积极布局“大健康战略”。涵盖医疗健康服务、医疗器械和大输液三大板块；目前，公司已初步构建“医疗器械+医疗服务”产业格局。

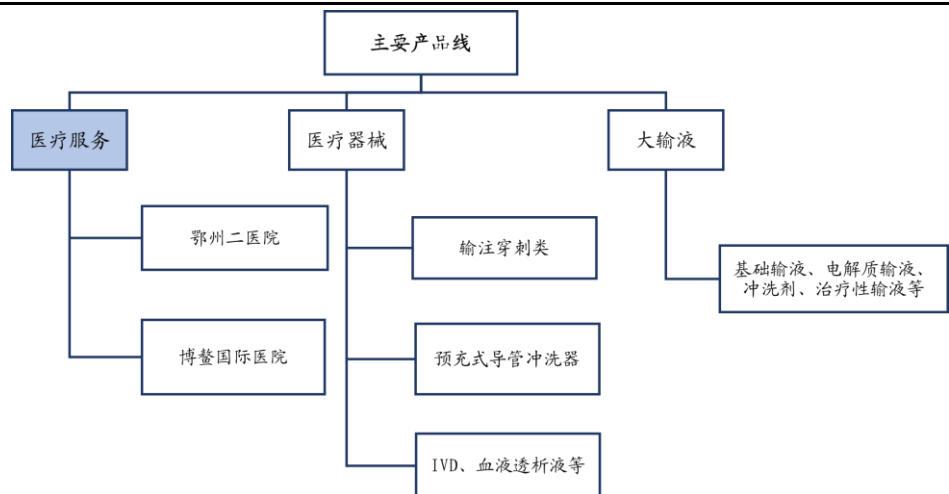
图1：公司发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

济民医疗深耕医疗器械板块，主要从事医疗服务、输注器械和大输液业务。医疗服务板块主要由博鳌国际医院和鄂州二院组成；医疗器械板块主要包括注射穿刺类产品、预充导管冲洗器系列产品、体外诊断系列产品及血液透析系列产品等；大输液业务则是传统化学输液业务。医疗服务+医疗器械模式为济民医疗不断抓住市场新机遇，有效缓解单一产业链所带来的市场风险。

图2：公司主要业务板块

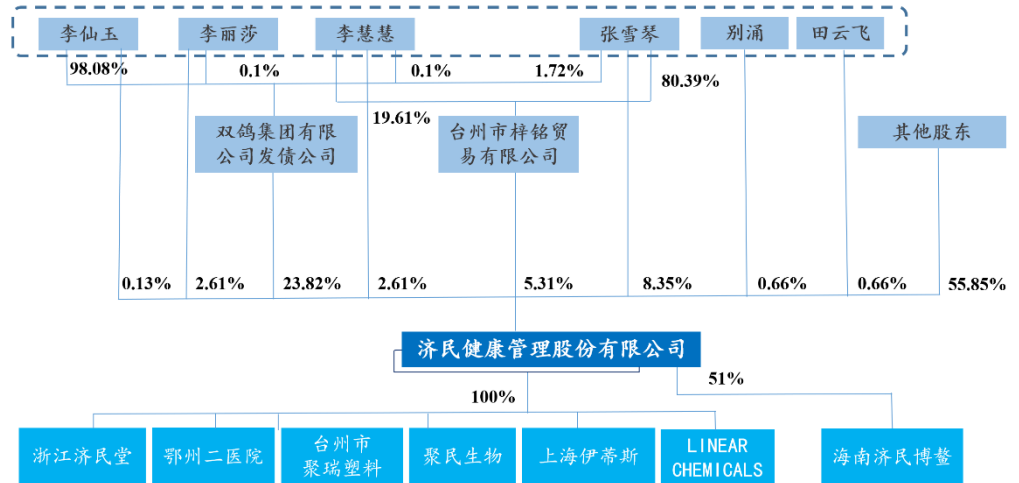


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 股权结构较为清晰，子公司承载业务明确

公司实控人为李仙玉家族，包括李仙玉及家族成员张雪琴、李慧慧、田云飞、李丽莎、别涌。截至 2023 年 3 月 31 日，李仙玉家族作为一致行动人合计直接持有公司 15.02% 股权，通过双鸽集团间接持有公司 23.82% 的股权，通过梓铭贸易间接持有公司 5.31% 的股权，李仙玉家族合计持有公司 44.15% 股权。

图3：公司股权结构（截至 3 月 31 日）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

博鳌国际医院为控股子公司，是第一批进入海南博鳌乐城国际医疗旅游先行区的企业和医院；鄂州二医院及鄂州二医院新院为全资子公司，是一家集医疗、预防、康复、教学、科研于一体的营利性综合二级医院；聚民生物科技由双鸽集团投资建设，主要承载公司医疗器械板块中的一次性医疗器械，包括安全注射器、输液器、透析管路等业务；西班牙 LINEAR 公司负责研发、生产及销售体外诊断系列产品，主要聚焦发达国家体外诊断市场，同时将其优势品种引入国内，丰富国内产品结构，增强市场竞争力。

表1：主要子公司经营范围

子公司名称	子公司经营主要业务
海南济民博鳌国际医院有限公司	拥有国内唯一一家通过日本厚生省 GMP 认证的国际再生医学实验室，建成了包括细胞存储、国际标准细胞制备、细胞治疗临床研究、干细胞与再生医学技术转化四大核心技术平台
鄂州二医院	集医疗、预防、康复、教学、科研于一体的营利性综合二级医院，鄂州二医院新院将重点打造肿瘤筛查治疗、微创外科、骨科、神经内科、月子中心等特色科室
聚民生物科技有限公司	主要生产安全注射器品类，双鸽品牌注射器已有三十年余历史。与美国 RTI 公司双方已合作十余年。别于 2021 年 4 月和 7 月取得了国家药品监督管理局颁发的《医疗器械注册证》，安全注射器（针）产品获准进入国内市场销售
西班牙 LINEAR 公司	研发、生产及销售体外诊断系列产品，包括新冠病毒检测系列产

品(抗原快速检测试剂盒、核酸检测试剂盒及仪器、便捷样本收集器)、FOB 粪便 潜血自动免疫检测产品、幽门螺旋杆菌检测试剂盒、POCT(肿瘤标志物和传染病(流感 A+B)、 HIV 病毒等)、半自动尿液分析仪(干化学)、半自动微板酶免疫分析仪、VSG 自动分析仪、4 管道半自动凝血仪、免疫自动分析仪等

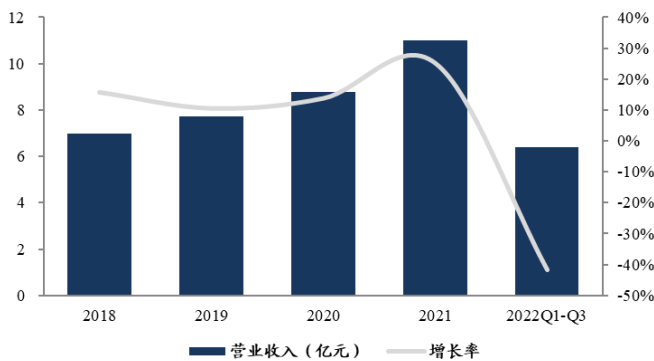
浙江济民堂医药贸易有限公司 曾用名: 浙江双鸽药业有限公司, 成立于 2003 年, 位于浙江省台州市, 主要从事中成药、化学药制剂、抗生素制剂、生化药品批发

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

1.3. 业绩稳健增长, 剥离不良资产轻装上阵

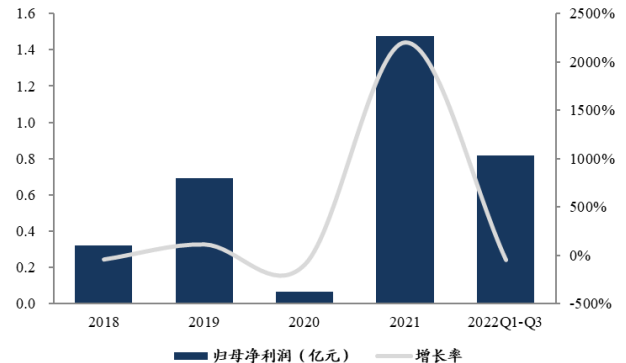
2017 年上市以来, 营业收入稳步增长。2017-2021 年间公司营业收入从 6.03 亿元增加至 10.98 亿元, 复合增长率达 16.2%。2022 年, 受 RTI 订单量下滑以及海外新冠检测业务下滑影响, 公司业绩有所下滑, Q1-Q3 同比下滑 19.0%。此外, 2020 年受新友谊医院商誉减值及公允价值变动等影响, 公司归母净利润大幅下降, 随后 2021 年归母净利润迅速回升, 达 1.48 亿元。进入 2022 年, Q1-Q3 利润随收入同步下滑, 达 8166 万元, 同比下降 43.7%。

图4: 公司营业收入情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

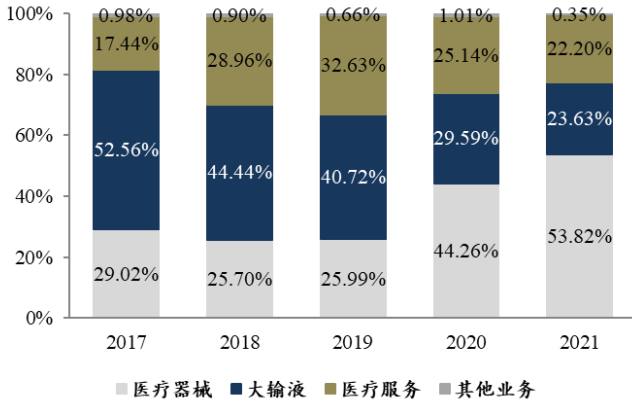
图5: 公司归母净利润情况 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

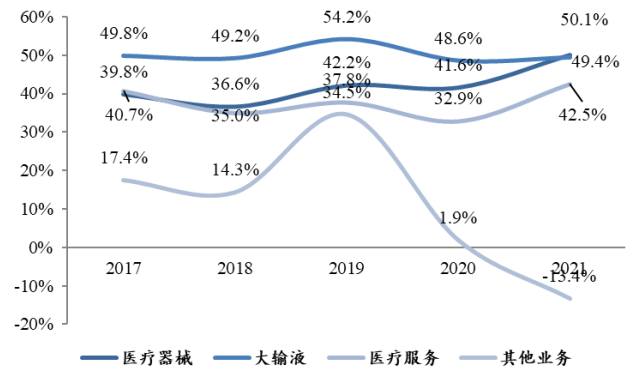
主营业务结构: 从主营业务收入构成分析, 2017 年至 2021 年公司业务重心有所调整: 公司 5 年来医疗器械占比从 17% 上升至 54%, 大输液类从 53% 降低至 24%。医疗服务与其他业务占比之和维持在 20%~30%。毛利率方面, 公司三大业务板块毛利率稳中有升, 2021 年医疗器械板块毛利率达 50.1%, 大输液板块毛利率达 49.4%, 医疗服务板块毛利率达 42.5%。

图6: 公司主营业务收入占比情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图7: 公司主营业务毛利率情况

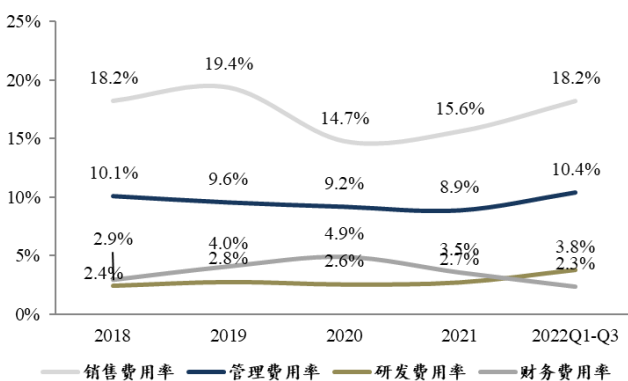


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

盈利能力: 2017-2021 年公司三大主营业务毛利率整体呈上升趋势, 均维持在 40% 以上, 企业议价能力良好。期间费用率方面, 2017-2022 年 Q3 销售费用率维持在 15%-20% 左右; 管理费用、研发费用近三年保持在 10%、2.5% 左右, 说明企业近五年经营策略稳健。2017-2022 年公司净利润率增长起伏较大, 总体从 2.36% 增长至 10.4%, 未来持续盈利能力向好。

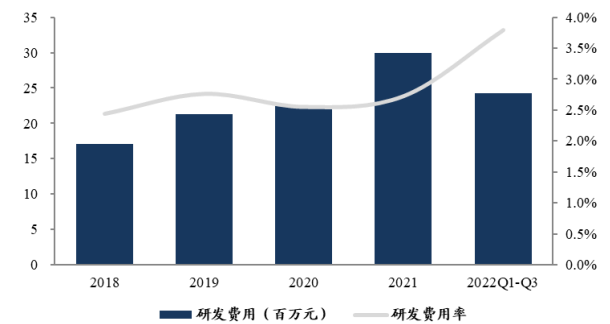
研发能力: 济民医疗多年来一直坚持自主研发与产学研结合的研发模式, 高度重视产品研发投入。2021 年, 公司研发投入 3,000.47 万元, 占公司总营业收入的 2.73%, 公司母公司和下属子公司聚民生物为高新技术企业, 近年来研发成果不断转化, 已陆续获得一次性使用无菌自毁式注射器、预充式导管冲洗器等在内的多个产品注册证。

图8: 公司期间费用率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

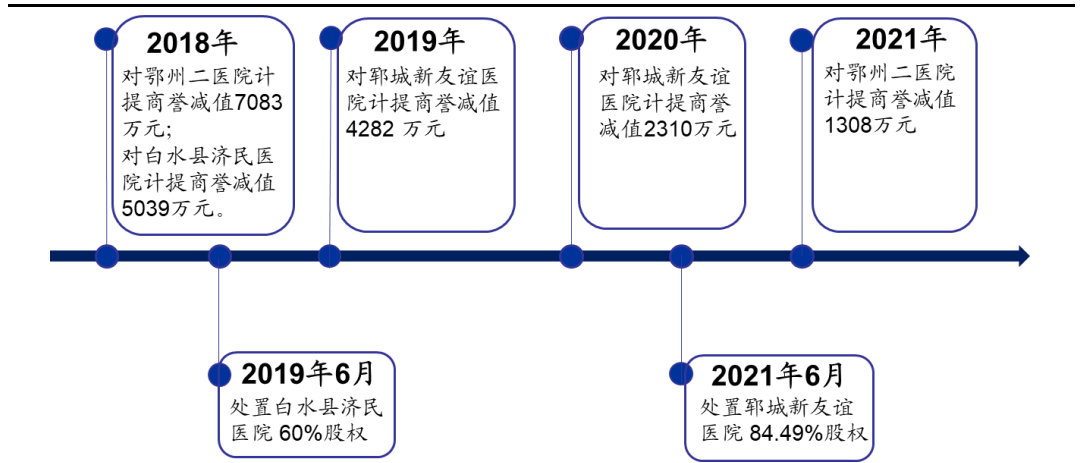
图9: 2018-2022 年济民医疗研发费用 (百万元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2018-2022 年间, 公司处置较多不良资产, 对鄂州二院合计减值约 6347 万元, 对郓城新友谊医院合计减值约 6592 万元; 处置济民医院 60% 股权, 处置郓城新友谊医院 84.49% 股权。经过重新的商誉计提与股权转让后, 公司已基本剥离不良资产, 目前账面价值计提商誉减值的风险也大幅降低, 公司成功实现轻装上阵。

图10: 济民医疗计提商誉减值以及处置不良资产情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

1.4. 股权激励方案发布, 彰显公司发展信心

2023年3月30日, 公司发布股权激励草案, 对42位激励对象授予330万份股票期权, 行权价格为12.01元, 首次授予276万份, 预留54万份。本次股权激励草案激励对象共42人, 包括董事/常务总裁邱高鹏、董事/副总裁/董秘陈坤、副总裁何清红、财务总监杨国伟以及其余38位中层管理人员和核心技术人员。其中, 邱高鹏先生为鄂州二院法人, 主要分管公司医疗服务业务, 为本次激励草案的最大授予人, 占授予期权总数的11.82%, 凸显医疗服务业务在公司未来发展的重要性; 何清红曾任职BD、贝朗等, 目前主要分管大输液板块, 陈坤、何清红、杨国伟所授期权分别占总数的4.55%、4.55%、4.55%。

表2: 激励对象及分配情况汇总表

序号	姓名	职务	获授的股票期权数量(万份)	占拟授予股票期权总数的比例	占本激励计划公告日股本总额的比例
1	邱高鹏	董事、常务副总裁	39.00	11.82%	0.07%
2	陈坤	董事、副总裁、董事会秘书	15.00	4.55%	0.03%
3	何清红	副总裁	15.00	4.55%	0.03%
4	杨国伟	财务总监	15.00	4.55%	0.03%
	外籍人员(1人)		6.00	1.82%	0.01%
	中层管理人员和核心技术(业务)人员(37人)		186.00	56.36%	0.35%
	预留部分		54.00	16.36%	0.10%
	合计		330.00	100.00%	0.61%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

本次激励计划对应考核年度为2023-2025三个会计年度, 公司层面业绩考核目标: 2023-2025年净利润分别不低于1.8/2.3/3.0亿元, 三年复合增长率为30%。行权价格为12.01元, 与公司目前股价相当, 彰显公司强烈信心。本次激励计划有望进一步提升公

司员工的凝聚力和团队稳定性，同时有效激发管理团队的积极性，提高经营效率，助力公司业绩继续高速增长。

表3: 公司股权激励考核指标

行权期	业绩考核目标
第一个行权期	2023年净利润不低于1.8亿元;
第二个行权期	2024年净利润不低于2.3亿元;
第三个行权期	2025年净利润不低于3.0亿元。

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

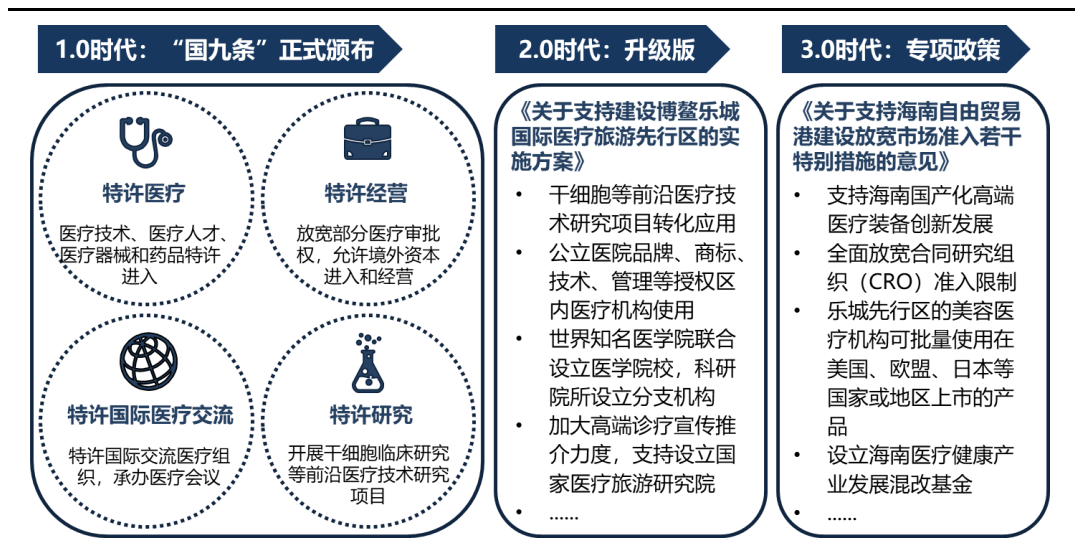
2. 博鳌医院有望开启第二增长曲线，三级综合医院鄂州二院新院已投入运营

公司旗下包括上海中医药大学博鳌国际医院、鄂州二医院，床位近 1800 张（含鄂州二医院新院）。

2.1. 博鳌国际医院先行先试，再生医学、高端医美、体检等开启第二增长曲线

博鳌乐城国际医疗旅游先行区，是我国首个以国际医疗旅游服务、低碳生态社区和国际组织聚集地为主要内容的国家级试验区，享有特许医疗、特许研究、特许经营和特许国际医疗交流 4 项特许政策。自 2013 年以来，国家关于打造博鳌国际医疗旅游先行区政策不断升级，从最初 2013 年的“国九条”再到 2019 年的新版“国九条”，目前已进展至专项政策阶段，博鳌乐城医疗旅游先行区建设不断深化。

图 11: 乐城先行区政策不断升级



数据来源: 乐城先行区管理局, 东吴证券研究所

在政策大力支持背景下，博鳌乐城医疗先行区快速发展，2022年，进口药械平均审批速度从27天-180天压缩到最快1天；落地真实世界研究政策，有产品成功通过此路径获得国家药监局批准；特许引进、使用了近300个药械产品，涵盖眼科、耳科、肿瘤领域等等；使用人次达17853人，同比增长79%。

图12: 2022年乐城发展数据增长百分比



数据来源：乐城先行区管理局，东吴证券研究所

博鳌国际医院充分利用先行区特许药械、全球最新医疗技术等政策，为患者提供多项医疗服务，如高端医美、高端体检、抗衰老治疗、再生医学等。我们认为，先行先试特权使得博鳌国际医院成长为优质、稀缺、平台型医院：

- (1) 先行先试特权允许博鳌国际医院引进、提供多项已在海外获批但尚未允许在国内注册的药、械、医疗服务项目，如肿瘤辅助治疗、高端医美、高端体检、抗衰老治疗、再生医学等；
- (2) 先行先试特权使博鳌国际医院突破地域限制，和传统民营医院仅能辐射医院周边地域相比，博鳌国际医院因其先试先用特权带来的不可替代性，辐射范围扩大至全国；
- (3) 先行先试特权使得博鳌国际医院能快速吸引海内外顶级医疗专家，患者无需出境即可获得全球领先的医疗服务。

图13: 博鳌国际医院医疗服务项目

肿瘤精准治疗	抗衰老与健康管理中心	再生医学	医学美容中心	健康与体检评估中心
<ul style="list-style-type: none"> 通过日本CanTect癌症风险评估、ctDNA检测技术、MicroRNA检测技术,以功能医学检查和基因组学检查为核心为患者提供超早期筛查。 通过以PET-CT为核心的检查手段,为患者提供肿瘤早期诊断,并予以NK-ODA therapy早期治疗。 CTC循环肿瘤细胞检测检测鉴定异常细胞。 NK+anti-PD1/CTLA4防复发治疗。 	<ul style="list-style-type: none"> 通过汉方定制中医药产品、免疫平衡治疗、运动医学干预,建立体系化的抗衰老医疗服务,为患者客户提供预防保健、抗衰老的需求。 	<ul style="list-style-type: none"> 国际再生医学研究中心由细胞制造实验室、分子诊断实验室、基因诊断实验室组成。 实验室配备日本松下的培养箱、奥林巴斯的倒置相差显微镜、美国贝克曼的智能超高速离心机,等一系列世界先进的实验设备。 基因检测及分子诊断实验室配备了ABI公司的3730x1 DNA测序仪等多个大型仪器。 	<ul style="list-style-type: none"> 女性美容,下有:皮肤基因检测、PCL PE软组织复位提升术、生物美容、再生凝胶重塑、EXO8极致修复焕颜(外泌体真皮层注射治疗)、PiQo4极速美肤平台、Legend Pro紧致塑形平台 女性医学,下有:私密整形、CO2点阵激光、卵巢抗衰、抗HPV治疗 	<ul style="list-style-type: none"> PET-CT影像诊断,具有第三代TOF技术(飞行技术),在诊治肿瘤、心脏和神经系统疾病等多个领域的诊断上具有其他设备无可比拟的优势。 免疫活性检测,可用来判断某些疾病尤其是癌症的发生、发展和预防。 基因检测项目,可顺利开展各类临床级基因检测,为临床疾病提供精准的诊断。

数据来源: 博鳌国际医院官网, 东吴证券研究所

博鳌国际医院人才优势明显。医院占地 82 亩,总建筑面积 6.5 万平方米,核定病床数 560 张。博鳌国际医院现有员工 300 人,其中签约外聘国际专家 20 人,国内外院士 5 人,国医大师 10 人,医院现有博士 5 人,高级职称 12 人、中级职称 12 人,还将继续引进人才。

博鳌国际医院提供优质疗养环境,包含 8 栋 VIP 康复疗养区;引进国际先进的医疗设备,包括影像中心飞利浦最新 PET-CT、1.5T MRI、64 排 CT,进口医美器械等,同时,拥有专业设备的手术室、ICU 病房与血液净化室。

图14: 博鳌国际医院拥有顶尖的医疗专家

图15: 博鳌国际医院拥有先进的医疗设备及舒适的疗养区

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

博鳌国际医院充分利用“先试先行”政策,引进国际先进硬件设备、医疗技术和创新药物,其中包含德国引进的 IN300 血液净化设备、特许降脂新药英克西兰及韩国上市公司 BIOPLUS 的多款医疗器械。

图16: 博鳌国际医院引进多项国际前沿药、械

引进创新药物“英克西兰”

我院充分利用“先行先试”政策，引进了特许降脂新药——诺华创新心血管药物英克西兰（Inclisiran）。用于治疗成人高胆固醇血症及混合性血脂异常，于2020年12月在欧洲获批使用。其创新的小干扰核酸作用机制使患者每年仅需两次皮下注射即可获得降脂疗效。

德国INUS双膜靶向血液净化技术

利用乐城先行区特许政策首次从德国引进3台IN300血液净化设备。INUS靶向清除技术是全球尖端的技术，能清除分子级别大小致病物质的血液净化方式，且不会产生血浆交换，不会导致电解质或免疫体的显著损失，耐受性很好，几乎不会给机体带来负担。

与韩国上市公司BIOPPLUS签署战略合作协议

我院充分利用“先行先试”政策，引进了韩国上市公司Bioplus公司的HyalDew（整形用皮下填充材料）、InterBlock（可吸收防粘连剂）、HyalSyno（关节组织修复生物材料）、Blad-Care（膀胱组织修复生物材料）等四款医疗器械。采用临床真实世界数据研究，加速产品在国内的进口注册和销售

数据来源：公司推介材料，东吴证券研究所

此外，针对膝骨关节炎、视网膜色素变性类疾病、慢性阻塞性肺病等疾病，博鳌国际医院同国家上海新药安全评价研究中心、中国科学院上海药物研究所药物安全评价研究中心等权威药物安评机构在药效、药代和组织分布、毒理学评价以及支持性的生物分析方法开发等四方面开展合作研究。

博鳌国际医院国际再生医学研究中心配备了干细胞实验室、免疫细胞实验室、分子诊断实验室、基因诊断实验室及微生物实验室，小田治范院长为国际上最早从事生物免疫技术理论研究和临床运用的专家，博鳌国际医院具备自行培养免疫细胞技术要求，配备一系列先进的实验设备，可以实现各种细胞制剂的制造、患者基因检测等多项高新技术研究与开发。

图17: 博鳌国际医院实验室环境



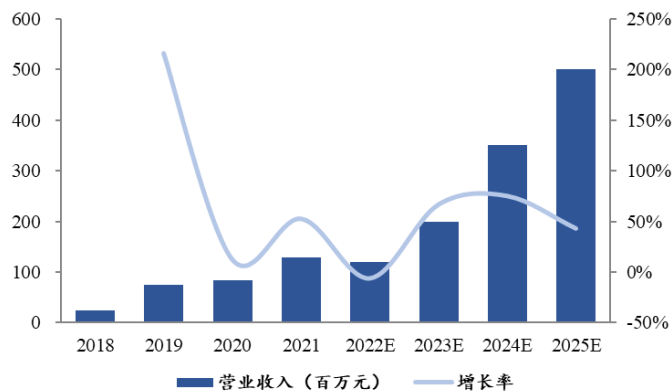
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

目前博鳌国际医院运营稳定，2021 年实现收入 1.28 亿元，同比增长 52%，受前期运营投入影响，利润端亏损 2480 万元。考虑到：

- (1) 乐城先行先试特权赋予博鳌国际医院稀缺属性，辐射半径扩大至全国范围；
- (2) 医院前期投入已基本完成，博鳌国际医院再生医学引自国际上最早从事生物免疫技术理论研究和临床运用的专家之一——小田治范，拥有顶尖的技术团队；同时，博鳌国际医院引入德国 INUS 双膜靶向血液净化新技术、创新药“英克西兰”多项药、械高端诊疗项目，为患者提供丰富的选择；
- (3) 2023 年，国内疫情防控形势发生重大变化，“乙类乙管”形势下，患者出行、医院诊疗业务有望实现快速恢复，博鳌国际医院诊疗、服务项目受到疫情带来的负面影响不复存在。

我们认为，博鳌国际医院在 23-25 年有望迎来业绩爆发期，我们预计其在 23-25 年分别实现收入 2/3.5/5 亿元。

图18：博鳌国际医院收入预测



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

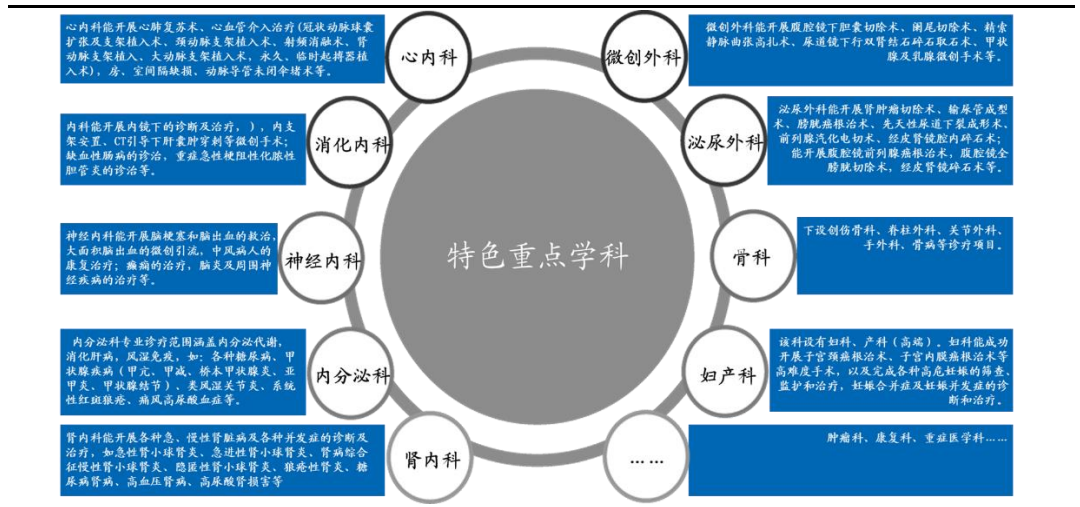
2.2. 鄂州二医院三级综合性医院，新院区即将正式营业大幅贡献业绩

鄂州二医院位于湖北省鄂州市，是一所集医疗、预防、康复、教学、科研于一体的营利性综合二级医院。医院建筑面积 1.2 万平方米，床位 300 多张，位于鄂州市老城区（城北）市中心，医院设门诊、急诊、住院部、血液透析、内外科、骨科、妇产科、儿科、碎石、体检等科室，现有享受国务院政府特殊津贴的专家 2 名，享受湖北省政府特殊津贴的专家 1 名。

鄂州二医院新院项目位于湖北省鄂州市滨湖西路，占地面积约 65 亩，总建筑面积 11.33 万平方米，规划床位 1,000 张，重点打造肿瘤筛查治疗、微创外科、骨科、神经内科、内分泌科和妇产科、肿瘤科、介入科、体检中心、月子中心等特色科室。同时计划与上海中医药大学博鳌国际医院形成技术、人才、客户等资源共享和联动，努力将其打造成为一家国际化水平的以肿瘤治疗为特色的三级综合性医院，鄂州二医院老院与新院

合计 1200 余张床位。

图19：鄂州二医院新院区特色重点学科



数据来源：鄂州二医院官网，东吴证券研究所

鄂州二医院引进国际先进的大型医疗设备，设置齐全，拥有 45 个血透机位的血液透析中心、开展各类检验项目 100 多项的检验中心，配置追溯管理系统的供应中心、配备奥林巴斯 CV-290 的内镜中心以及专业计算机中心等，环境清洁宽敞，后勤保障规范。

图20：鄂州二医院新院区专业设备齐全

专业设备齐全

包括瓦里安Halcyon直线加速器、飞利浦DSA数字平板血管造影机、迈瑞DiGiEye680数字X射线成像系统(DR)、飞利浦64排Ingenuity core 128层螺旋CT和飞利浦Multiva1.5T核磁共振2台。

瓦里安Halcyon
直线加速器

飞利浦DSA数字平板
血管造影机

迈瑞DiGiEye680数字X射
线成像系统(DR)

飞利浦Multiva1.5T核磁共振2台

飞利浦64排Ingenuity
core 128层螺旋CT

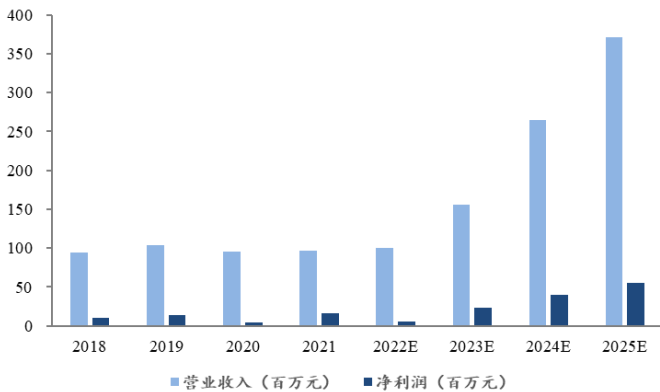
多中心管理

包括血液透析中心、检验中心、供应中心、内镜中心、专业计算机中心等。

数据来源：鄂州二医院官网，东吴证券研究所

鄂州二医院老院基本实现满产，收入基本保持稳定，2021 年实现营业收入 9686 万元，实现归母净利润 1639 万元。2023 年 3 月，鄂州二医院新院区已正式投入试运行，并已开设内科、外科、妇产科等专家门诊，随着院端常规诊疗业务的恢复以及鄂州二医院新院区的开业运营，公司鄂州二医院新老院区有望于 23 年迎来营收及利润的快速增长。我们认为，鄂州二院新老院区 23-25 年床位利用数量有望达到 400/600/800 张每年，实现收入 1.6/2.7/3.7 亿元，实现利润 2300/4000/5500 万元；

图21: 鄂州二医院收入及利润预测



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图22: 鄂州二院新院区



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3. 安全注射器、预充式冲洗器新获批打开新成长空间

3.1. 注射穿刺器械市场广阔, 安全性、可靠性受重视

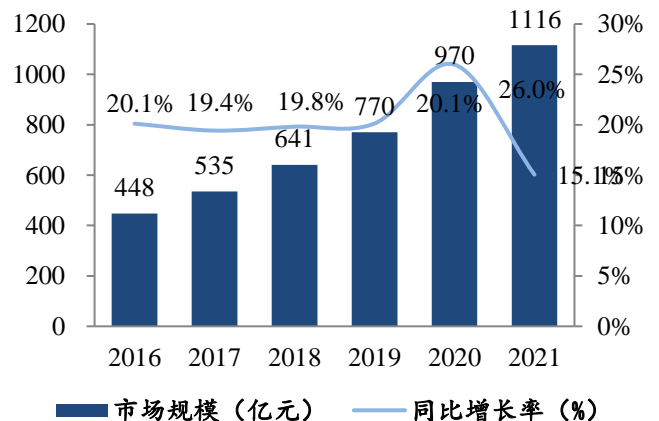
注射穿刺类耗材市场广阔。输注治疗是临床上最常用、最基础的治疗手段, 因此一次性医用注射穿刺耗材有较大的刚性需求, 消耗量巨大。输注穿刺器械指用穿刺技术或将药物注射刺入人体的治疗器械, 用于输血输液, 麻醉或血管造影等诊疗以及抽血化验等, 属于低值医用耗材。行业主要分为输注和穿刺两大类, 其中输注类以输液器、注射器以及其他输注器械为主要产品; 穿刺类产品主要指穿刺针类产品, 大多处于一次性医用耗材, 需求量大。

图23: 注射穿刺器械分类



数据来源: 前瞻产业研究院, 东吴证券研究所

图24: 2016-2021年中国低值医用耗材市场规模

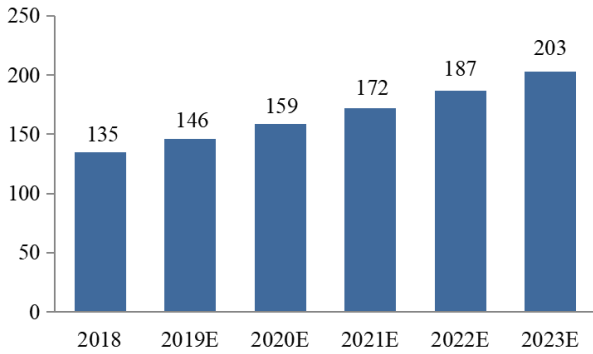


数据来源: 中国医疗器械蓝皮书, 东吴证券研究所

根据 Grand View Research 数据, 2019 年全球注射穿刺市场规模估计为 145.8 亿美元, 2020 年将达到 157.3 亿美元, 预计到 2026 年, 金额将达到 257 亿美元, 2020-2026 年间复合年增长率为 8.5%。2018 年全球一次性注射器市场规模为 135 亿美元, 预计 2023 年全球一次性注射器市场规模将达 203 亿美元。

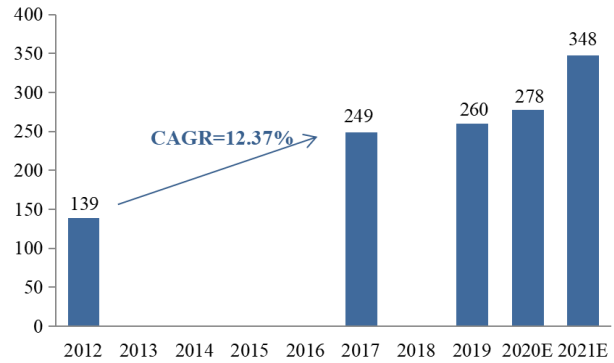
根据 FROST&SULLIVAN 统计，2019 年中国注射器的市场需求量约在 260 亿支左右。在国内新冠疫苗接种逐步推开的因素推动下，2021 年中国注射器需求量有望达到近 350 亿支。

图25: 全球一次性注射器市场规模 (亿美元)



数据来源: Grand view research, 东吴证券研究所

图26: 中国注射器市场需求量 (亿支)

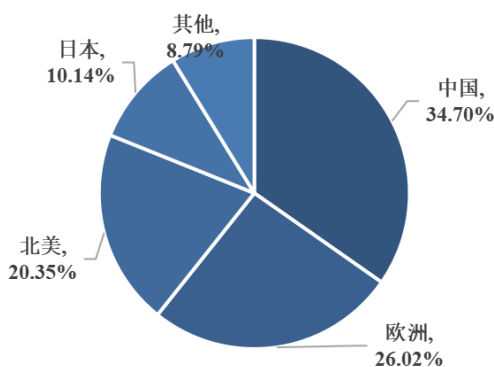


数据来源: FROST&SULLIVAN, 前瞻产业研究院, 东吴证券研究所

中国一次性注射器产量居于全球首位。根据 QYR Research 数据，2018 年我国一次性注射器产量占全球 34.70%。注射穿刺器械具有刚需性质，随着居民医疗消费支出增长，疫苗注射需求、体检需求与糖尿病等慢病管理需求上升，全球注射穿刺器械规模将持续增长。目前，中国医用穿刺器械产品的人均消费量与欧美等发达国家相比仍然处于较低水平，随着居民生活水平的提高、医疗体制改革的深入、医疗保障范围的扩大以及“新农合”在广大农村人口中的推广，注射穿刺器械在我国发展潜力较大。

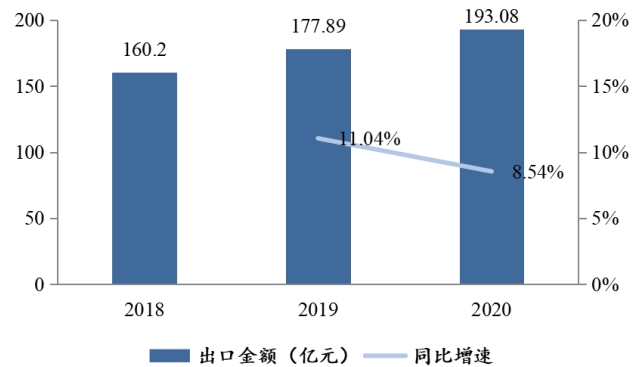
中国注射穿刺器械出口金额持续增长。根据 OEC 数据，2018 年中国为第二大注射器出口国，出口金额占比为 11.32%，仅次于美国的 13.68%。2020 年我国注射穿刺器械出口金额达 193.08 亿元，同比增长 8.54%。我国企业出口业务空间广阔，共享全球注射穿刺器械规模增长。

图27: 2018 年一次性注射器分地区产量份额



数据来源: QYR Research, 东吴证券研究所

图28: 我国注射穿刺器械出口金额 (单位: 亿元)



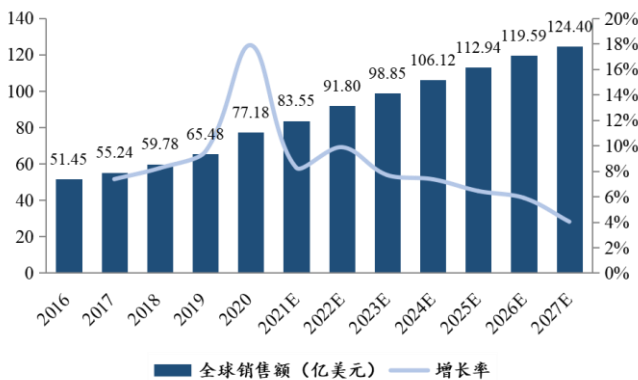
数据来源: 前瞻产业研究院, 东吴证券研究所

注射器以安全性、可靠性和舒适度为发展趋势，安全注射器、预填充式注射器迅速发展。随着肝炎、艾滋病等经血液传播疾病的不断扩大、病患安全注射意识的增强，以及癌症、糖尿病等慢性病患者人群的日益扩大，注射器的安全性、可靠性和舒适度仍然是技术发展关注的主题。

安全注射器：安全注射器可以避免针尖刺、划伤医护人员，防止交叉感染；同时，安全注射器自行破坏或锁死的结构消除了废弃一次性注射器回流市场、重复使用的可能性，从而进一步增强安全性。安全注射器可分为主动式和被动式。主动式安全注射器一般需要医护人员在使用完毕后手动将防护罩盖住暴露的针头并锁定装置，仍有手动操作的过程，不足以防止所有交叉伤害的发生。被动式安全注射器可以使用弹簧自动将针头缩回针管并锁定，无需使用者手动操作。通过螺纹接口传递柱塞杆来缩回针头的安全注射器，还有助于用户在注射前和注射过程中看到注射器及其内含药物。

目前，发达国家已经推广使用安全注射器，而我国各只在少量高端病房或针对特殊疾病时使用安全注射器。根据 QYResearch 数据显示，2020 年度，全球一次性安全注射器的市场规模为 77.18 亿美元，预计在 2027 年将达到 124.40 亿美元，年复合增长率（CAGR）为 7.06%，一次性安全注射器市场空间广阔，且呈持续增长态势。

图29：全球一次性安全注射器市场销售额及增长率



数据来源：QYResearch, 东吴证券研究所

图30：主动式及被动式安全注射器



数据来源：采纳股份招股书, 东吴证券研究所

3.2. 海外客户关系稳定，国内安全注射器持续放量

济民医疗以自有品牌及自有品牌产品为核心，构建包括安全注射器、安全注射针、无菌注射器、冲洗器、配药器、胰岛素注射器、输液器、精密过滤输液器等产品，其中安全注射器是由全资子公司聚民生物生产和运营，与联合国儿童基金会供应商之一的美国 RTI 公司合作，为其安全注射器、安全注射针等产品的代工生产商，双方已合作十余年，签订了长期的合作协议。

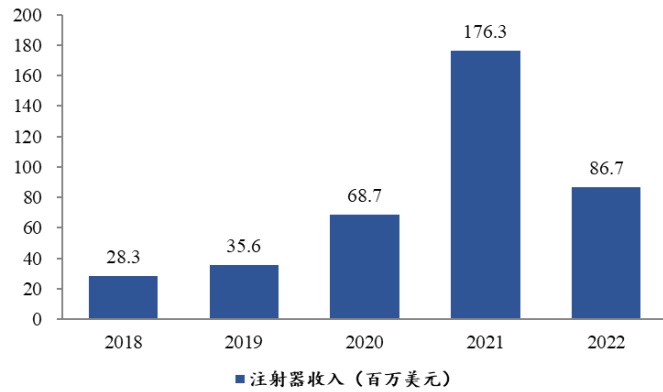
RTI 成立于 1994 年，是一家总部位于德克萨斯州的医疗器械公司，专注于生产和销售医疗器械和耗材。产品主要包括注射装置、血液采集装置、输液器，涵盖 VanishPoint 注射器、Patient Safe 注射器、EasyPoint 针头、VanishPoint 采血套件、VanishPoint 采血管架、VanishPoint IV 导管等。公司生产的大多数产品都具有针头缩回功能。RTI 的主要客户是美国政府以及医疗保健提供商，同时也是联合国儿童基金会供应商之一。

2020 年，公司向 RTI 公司销售安全注射针和安全注射器产品约 2.51 亿支，2021 年初，公司与 RTI 签订《生产协议第二次修订案》（以下简称“本合同”），涉及 9 亿支安全注射针（EasyPoint）和安全注射器（VanishPoint），总金额约为 5.4 亿元人民币。合同履行期限为 2021 年 1 月至 2023 年 6 月。公司与 RTI 已合作十余年，签订了长期的合作协议，具备稳定的合作关系。

图31: RTI Patient Safe Syringes



图32: RTI 公司历年注射器销售收入



数据来源: RTI 官网, 东吴证券研究所

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2018 年与美国 RTI 公司签署国内生产销售安全注射器授权许可后，公司即启动了国内申报注册工作，并于 2021 年 4 月取得了国家药品监督管理局颁发的《医疗器械注册证》，安全注射器(针)产品获准进入国内市场销售。目前国内共有 11 家企业拥有安全注射器批文。

表4: 国内安全注射器批文

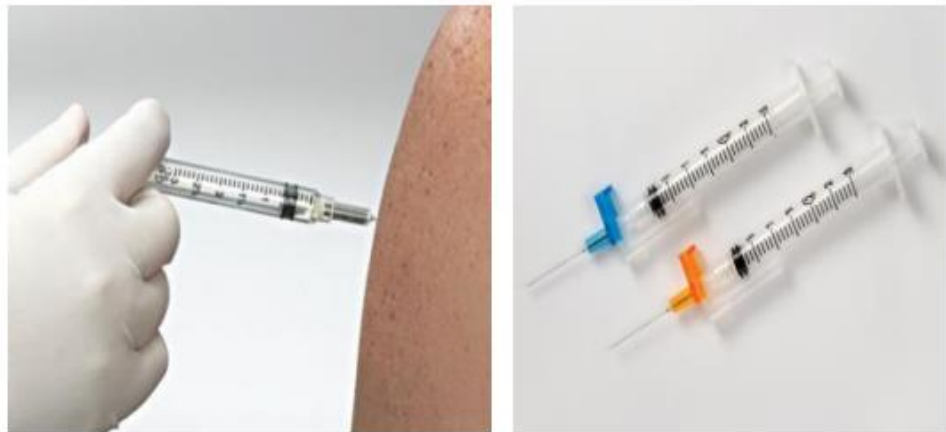
产品名称	国产/进口	注册证编号	注册人名称	母公司	批准日期	有效期至	管理类别	适用范围/预期用途
一次性使用自毁式注射器带针	国产	国械注准 20183151667	浙江康康医疗器械有限公司	万邦德	2018-03-29	2023-03-28	III	用于人体皮内、皮下、肌肉、静脉等注射。
一次性使用无菌自毁式注射器带针	国产	国械注准 20183141844	扬州美德莱医疗用品有限公司	-	2018-10-19	2023-10-18	III	本产品主要适用于临床治疗需要皮下、肌肉或者静脉注射给药者。
一次性使用自毁式注射器带针	国产	国械注准 20153141341	江苏亿乐医疗用品有限公司	-	2020-12-22	2025-12-21	III	本产品供抽吸液体或在注入液体后立即注射
一次性使用无菌自毁式注射器	国产	国械注准 20213140196	聚民生物科技有限公司	济民医疗	2021-03-24	2026-03-23	III	用于抽吸液体或在注入液体后立即进行皮内、皮下、肌肉、静脉注射。
一次性使用无菌自毁式注射器带针	国产	国械注准 20163140603	浙江康康医疗器械股份有限公司	万邦德	2021-08-03	2026-08-02	III	本产品用于人体皮内、皮下、肌肉、静脉等注射。特别适用于计量精度要求较高的注射场所。
一次性使用无菌自毁式注射器带针	国产	国械注准 20193141872	安徽天康医疗科技股份有限公司	-	2019-05-30	2024-05-29	III	本产品适用于抽吸液体或注入液体后立即注射用，供插入人体静脉或皮下肌肉注射药液。

一次性使用自毁式注射器 带针	国产	国械注准 20173144117	河南曙光汇知康生物科技股份有限公司	-	2022-06-15	2027-07-16	III	适用于人体皮内、皮下、肌肉、静脉注射或抽吸药液、血液使用。
一次性使用无菌自毁式注射器 带针	国产	国械注准 20223140873	四川绵竹鸿基制药有限公司	-	2022-07-11	2027-07-10	III	本产品供抽吸液体或注入液体后立即注射用。
一次性使用无菌自毁式注射器 带针	国产	国械注准 20173141029	江西丰临医疗器械有限公司	-	2022-08-29	2027-08-28	III	本产品适用于抽吸液体或注入液体后立即注射用。
一次性使用回拉自毁式注射器 带针	国产	国械注准 20173141021	上海康德莱企业发展集团股份有限公司	康德莱	2022-09-02	2027-09-01	III	本产品供抽吸液体或注入液体后立即注射用,具有防止针尖伤害的功能,且不可再次使用。
一次性使用无菌自毁式注射器 带针	国产	国械注准 20173144578	江西洪达医疗器械集团有限公司	-	2022-11-07	2027-11-06	III	本产品适用于医疗单位对肌肉、静脉、皮下或皮内注射药液用。
一次性使用无菌回缩型自毁式注射器 带针	国产	国械注准 20173140631	安徽天康医疗科技股份有限公司	-	2022-10-31	2027-10-30	III	本产品适用于抽吸液体或注入液体后立即注射用。

数据来源: 药智网, 东吴证券研究所

公司作为唯一获得 RTI 公司授权在中国境内制造和销售安全注射器(针)的公司, 积累了针尖硅化、外套硅化、弹簧组装、自动点胶、胶水检测、电化处理等核心技术及工艺, 具有产品竞争优势。

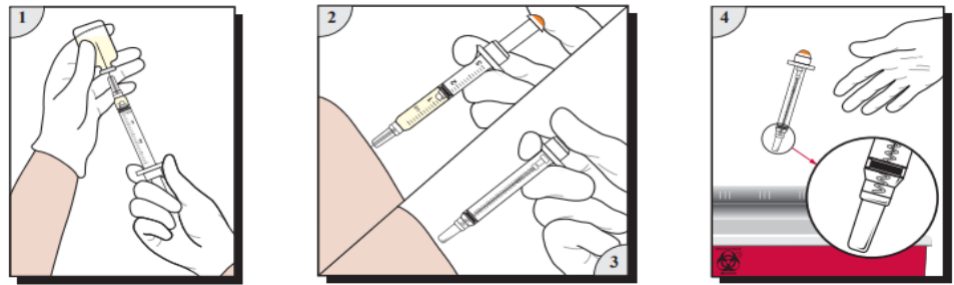
图33: 济民医疗安全注射器



数据来源: 公司 2021 年年报, 东吴证券研究所

公司所生产的安全注射器使用后能自动利用其上的结构将针尖与外界隔离开, 避免针尖刺、划伤医护人员, 防止交叉感染。自毁注射器使用后可手动利用其上的结构将针尖与外界隔离开, 避免针尖刺、划伤医护人员, 防止交叉感染, 同时, 安全注射器及自毁注射器自行破坏或锁死的结构消除了废弃一次性注射器回流市场、重复使用的可能性, 从而进一步降低了针刺伤的风险。

图34: 济民医疗安全注射器使用后针尖缩回至芯杆



数据来源: 公司 2021 年年报, 东吴证券研究所

2022 年 10 月厦门市人大常委会发布全国首部关于医疗卫生人员职业暴露防护的专项立法:《厦门经济特区医疗卫生人员职业暴露防护若干规定》。《规定》中提到, 将职业暴露防护纳入卫生健康事业相关规划, 加大职业暴露防护的投入, 所需工作经费列入本级财政预算。随着传统注射器在医疗应用中的弊端愈发突出, 国家愈加重视医护人员的安全, 在此背景下, 安全注射器对传统注射器的替代有望成为未来趋势。

目前, 全国已有 13 个省份进行一次性自毁式无菌注射器的招标采购活动, 自 21 年公司获证后, 积极参与各地招标, 目前, 在已进行挂网招标的 13 个省中, 公司已在广西、湖南、四川、山东、江西、湖北、宁夏七个省份中标, 除宁夏尚未公布中标价外, 其余省份不同规格中标价在 2.8-3.08 元/支之间。

表5: 子公司聚鸣生物中标情况 (元/支)

	广西	湖南	四川	山东	江西	湖北
1ml	2.88	2.88	2.88	2.88	2.88	2.88
2ml	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8
3ml	2.85	2.85	2.85	2.85	2.85	2.85
5ml	3.08	3.08	3.08	3.08	3.08	3.08
10ml	2.88	2.88	2.88	2.88	2.88	2.88

数据来源: 药智网, 东吴证券研究所

考虑到公司与 RTI 已建立超过十年的合作关系, 公司海外订单有望保持稳定; 国内方面随着公司在挂网省份的放量以及更多省份的中标, 公司国内安全注射器业务有望实现快速增长。我们预计公司安全注射器 23-25 年有望维持 10% 的增速, 国内市场快速放量, 销售收入有望实现 40% 以上增长。

表6: 济民医疗安全注射器销售收入预测

		2021	2022E	2023E	2024E	2025E
外销	销量 (百万支)	580	250	275	303	333
	销售收入 (百万元)	406	175	193	212	233
内销	销量 (百万支)	0.8	15	50	100	160

销售收入（百万元） 20 30 55 77 110

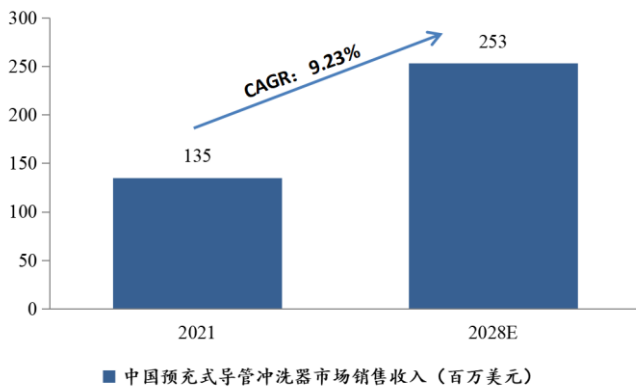
数据来源：公司公告，药智网，东吴证券研究所测算

3.3. 预充式导管冲洗器市场广阔，厚积薄发

预充式导管冲洗器属于三类医疗器械，是一种药械结合的产品，其作用是将留置装置导管（针）内残留的药物或血液冲入血流，减少药物沉积及药物间配伍禁忌，避免导管堵塞及残留药液刺激局部血管，保持静脉输液通路的通畅。

预充式导管冲洗器在全球市场的参与者共计一百余家，且主要分布在美国和欧洲，比如 BD、Gerresheimer、Schott 等。全球预充式导管冲洗器市场的主要供应商都是欧美企业。而国内市场刚起步，目前竞争者不多，主要以威高股份与 BD 两家生产商为主，仍处于市场初期阶段。根据 QY 研究数据表明，2021—2028 年中国预充式导管冲洗器市场达到 9.23%，预计将于 2028 年达 2.53 亿美元。

图35：2021-2028 中国预充式导管冲洗器市场规模预测



数据来源：QYResearch，东吴证券研究所

图36：济民医疗预充式导管冲洗器系列产品



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

公司 2021 年 9 月取得国家药监局颁发的预充式导管冲洗器《医疗器械产品注册证》后，即启动了年产 2.5 亿支预充式导管冲洗器项目建设。2022 年 7 月，该项目第一期年产 5000 万支预充式导管冲洗器生产线实现投产并上市销售。目前，公司预充式导管冲洗器产品按规格分为 3ml、5ml 和 10ml，部分规格已投产并上市销售。公司已针对该项目组建了专门的销售团队，核心成员具有多年的预充式导管冲洗器市场营销经验，目前已在广西、江西、陕西、四川、湖北、山东、新疆七省中标，中标价在 11.6-13 元之间。

表7：预充式导管冲洗器中标情况（元/支）

	3ml	5ml	10ml	最新中标时间
广西壮族自治区	11.6	12.3	13.6	2022-08-05
江西省	19	19	19	2022-08-24
陕西省	11.6	12.3	13.6	2022-06-01

四川省	11.6	12.3	13.6	2022-10-25
湖北省	11.6	12.3	13.6	2022-07-28
山东省	11.6	12.3	13.6	2022-04-13
新疆维吾尔自治区	11.6	12.3	13.6	2023-03-07

数据来源：药智网，东吴证券研究所

考虑到 1) 预充式导管冲洗器附加值较高，目前海内外内市场仍以 BD、威高为市场主要玩家，公司成长充足；2) 公司产能建设即将达成，23 年产能将达 2 亿支以上，能充分满足下游需求；3) 公司积极参与各省挂网招标工作，未来随着公司在其余省份的陆续挂网中标，公司的预充式导管冲洗器有望在国内市场实现快速放量；4) 海外业务。我们预计公司 23-25 年预充式冲洗器在外海实现收入 3000/4500/7000 万元，国内实现收入 1/1.3/1.6 亿元。

3.4. 大输液新品不断获批，23 年有望迎来业绩收获期

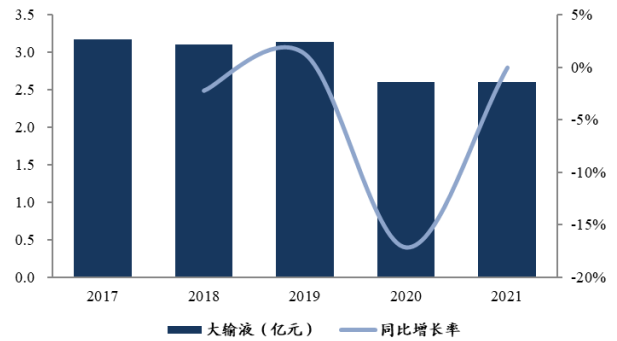
济民医疗大输液按包装进行分类，包括非 PVC 软袋系列产品、塑瓶系列产品和直立软袋系列产品，按照使用进行分类，包括基础输液、电解质输液、冲洗剂、治疗性输液等系列产品。2017-2019 年，公司大输液板块业绩保持稳定在 3.1 亿元左右，2020-2021 年，同样受到疫情压制院端诊疗业务影响，大输液板块收入有所下滑，

图37：济民医疗大输液产品



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图38：济民医疗大输液收入情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2022 年 11 月，公司山梨醇甘露醇冲洗剂取得《药品注册证书》，该产品用于经尿道前列腺切除术及其他泌尿外科手术的术中冲洗。公司是国内首家获得山梨醇甘露醇冲洗剂药品注册证的企业（原研持证商 Icu Medical Inc 的山梨醇甘露醇冲洗剂尚未在中国上市）。

2023 年 3 月，公司平衡盐溶液（供灌注用）获批，为国内第 5 家（不含原研厂家）取得该药品注册证的厂家。该产品用于在眼科手术中，作为眼内或眼外的灌注液。上述产品注册证的取得有利于进一步优化公司产品结构，加快公司输液业务向大容量冲洗剂转型，提升公司化学制药板块的市场竞争力和盈利能力。

4. 盈利预测与投资评级

关键假设:

- (1) 考虑到博鳌国际医院地处乐城先行区,拥有先行先试特权,拥有强大的专业团队以及丰富的医疗服务疗法,具体包括肿瘤精准治疗、抗衰老与健康管理、再生医学等。23年随着疫情的放开,博鳌国际医院在23-25年有望迎来业绩爆发期,我们预计其在23-25年分别实现收入2/3.5/5亿元;博鳌国际医院在规模效应实现后,固定投入占比下降,因此毛利率将有所上升;
- (2) 鄂州二院新院区已建成,并于23年3月开始试运行,鄂州二院新老院区合计床位1200张,目前老院区已基本满产,每年贡献收入1亿元左右,贡献利润1500万左右,未来随着诊疗量的恢复,鄂州二院新老院区有望持续贡献业绩;我们预计23-25年鄂州二院新老院区床位年床位利用数量分别达到400/600/800张,实现收入1.6/2.7/3.7亿元,实现利润2300/4000/5500万元;
- (3) 公司与美国RTI公司合作关系稳定,已为RTI提供OEM代工生产安全注射器十余年,并于2020年和RTI公司签署9亿支安全注射器供货协议,合同履行期限为2021年1月至2023年6月,我们预计海外安注23-25年有望实现收入1.93/2.12/2.33亿元。国内方面,公司于2021年取得注册证书,并通过挂网招标陆续在广西等7省中标,未来随着公司陆续其余省份的中标,我们预计公司23-25年有望实现收入5500/7000/11000万元;
- (4) 公司预充式冲洗器于21年底取得注册证,并于次年启动产能建设,预计23年产能将突破2.5亿支,目前,公司已在宁夏等六省中标,考虑到预充式冲洗器市场中,BD、威高仍为主要玩家,公司替代空间十足,我们预计23-25年公司外销有望实现收入3000/4500/7000万元,国内实现收入1/1.3/1.6亿元。

基于以上假设,我们认为对公司未来收入测算如下表:

表8: 收入预测(百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
医疗器械	200.49	388.42	591.20	370.00	559.00	681.55	834.29
YOY	2.5%	11.8%	93.7%	-37.4%	51.1%	21.9%	22.4%
毛利率	42%	42%	50%	50%	50%	50%	50%
大输液	314.05	259.67	259.60	259.60	285.56	314.12	345.53
YOY	1.3%	-17.3%	0.0%	0.0%	10.0%	10.0%	10%
毛利率	54%	49%	49%	49%	49%	49%	49%
医疗服务	251.64	220.65	243.81	220.00	360.00	620.00	870.00

YOY	24.52%	-12.32%	10.50%	-10%	64%	72%	40%
毛利率	38%	33%	43%	45%	50%	55%	55%
其他业务	5.09	8.91	3.86	4.00	4.00	4.00	4.00
YOY	-19%	75%	-56.70%	4%	0%	0%	0%
毛利率	35%	1.85%	-13.35%	10%	10%	10%	10%
合计	771.28	877.64	1098.47	853.60	1208.56	1619.67	2053.81
YOY	10.5%	13.8%	25.2%	-22.3%	41.6%	34.0%	27%
毛利率	46%	41%	48%	48%	50%	52%	54%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

考虑到公司医疗器械及大输液板块新品不断获批，医疗服务板块鄂州二院新院已试运行，博鳌国际医院具备先行先试特权，提供再生医学等高端医疗服务，发展空间巨大，我们预计公司 2022-2024E 归母净利润分别为 0.37/1.90/2.74 亿元，对应当前股价 PE 分别为 190/37/26 倍。

参考公司主要经营板块，我们选取在低值医疗耗材布局较深的康德莱、采纳股份以及在大输液行业有所布局的科伦药业，在医疗服务行业有所布局的爱尔眼科作为可比公司，进行可比公司估值。由于 22 年公司利润预减较多，公司估值水平明显高于整体行业水平，2023 年高于行业平均水平，但远低于医疗服务代表企业爱尔眼科估值水平；2024 年与行业平均水平相当。我们看好公司在医疗服务赛道的潜力与发展，首次覆盖，给予“买入”评级。

表9：可比公司估值

证券代码	证券名称	股价（元）	EPS（元）				PE			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
603987.SH	康德莱	15.58	0.66	0.89	1.11	1.37	32.93	17.60	14.04	11.41
301122.SZ	采纳股份	48.03	1.85	1.87	2.79	3.87	-	25.61	17.22	12.43
002422.SZ	科伦药业	28.42	0.78	1.15	1.45	1.48	36.44	24.71	19.60	19.20
300015.SZ	爱尔眼科	31.07	0.32	0.39	0.51	0.65	96.00	79.93	61.36	47.75
平均值							55.12	36.96	28.06	22.70
603222.SH	济民医疗	13.20	0.27	0.07	0.35	0.51	48.07	190.39	37.25	25.84

数据来源：Wind, 东吴证券研究所，股价为 2023 年 3 月 30 日收盘价，康德莱、科伦药业、爱尔眼科盈利预测为公司内部预测，采纳股份盈利预测为 Wind 一致预期

5. 风险提示

- 新品市场推广不及预期：**目前安全注射器在国内尚未完全推行，且售价较高，未来尚存在市场不确定性，需要根据国内医院对安全注射器的需求程度及时调整自身战略。当企业推广效果不及预期时，将导致公司存在业绩下滑

的风险。

- (2) **集采招标降幅超预期:** 2009 年以来, 国家药品集中采购政策密集出台。目前的药品集中采购政策导向有利于具备规模和成本优势的企业加速发展。如果未来公司内产品被纳入集采, 可能会导致销售价格的断崖式下降, 对公司产生重大影响。
- (3) **院内复苏不及预期:** 鄂州二院和博鳌国际医院业务开展有赖于院端诊疗量的复苏, 若院端复苏不及预期, 公司业务同样面临影响。
- (4) **行业重大政策变更风险:** 博鳌国际医院地处乐城先行区, 拥有先行先试特权, 为公司壁垒之一, 若行业政策发生重大变更, 公司可能面临失去竞争壁垒风险。

济民医疗三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	829	741	1,685	1,958	营业总收入	1,098	854	1,209	1,620
货币资金及交易性金融资产	356	412	1,018	1,398	营业成本(含金融类)	571	442	609	784
经营性应收款项	186	120	298	262	税金及附加	14	9	12	16
存货	129	55	199	128	销售费用	171	189	181	259
合同资产	0	0	0	0	管理费用	98	102	103	146
其他流动资产	157	154	171	170	研发费用	30	30	42	73
非流动资产	1,596	1,565	1,534	1,501	财务费用	39	43	42	23
长期股权投资	1	1	1	1	加:其他收益	5	0	6	8
固定资产及使用权资产	729	712	695	677	投资净收益	39	9	12	16
在建工程	485	485	485	485	公允价值变动	-3	0	0	0
无形资产	217	203	189	174	减值损失	-45	0	0	0
商誉	68	68	68	68	资产处置收益	-5	0	0	0
长期待摊费用	11	11	11	11	营业利润	168	47	238	343
其他非流动资产	86	86	86	86	营业外净收支	7	0	0	0
资产总计	2,425	2,307	3,219	3,459	利润总额	174	47	238	343
流动负债	739	614	855	820	减:所得税	36	9	48	69
短期借款及一年内到期的非流动	390	390	390	390	净利润	138	37	190	274
负债					减:少数股东损益	-9	0	0	0
经营性应付款项	216	140	350	281	归属母公司净利润	148	37	190	274
合同负债	47	22	30	39	每股收益-最新股本摊薄	0.27	0.07	0.35	0.51
其他流动负债	86	62	85	111	(元)				
非流动负债	312	312	312	312	EBIT	189	81	267	350
长期借款	259	259	259	259	EBITDA	277	138	325	409
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	48.05	48.22	49.63	51.62
租赁负债	1	1	1	1	归母净利率(%)	13.43	4.36	15.75	16.94
其他非流动负债	51	51	51	51	收入增长率(%)	25.16	-22.29	41.58	34.02
负债合计	1,050	926	1,167	1,132	归母净利润增长率(%)	2,206.02	-74.75	411.18	44.12
归属母公司股东权益	1,238	1,245	1,916	2,191					
少数股东权益	136	136	136	136					
所有者权益合计	1,375	1,381	2,052	2,327					
负债和股东权益	2,425	2,307	3,219	3,459					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	289	155	190	441	每股净资产(元)	3.63	2.32	3.57	4.08
投资活动现金流	-256	-17	-14	-9	最新发行在外股份(百万股)	537	537	537	537
筹资活动现金流	15	-82	429	-52	ROIC(%)	7.72	3.21	9.04	9.87
现金净增加额	45	56	606	380	ROE-摊薄(%)	11.91	2.99	9.94	12.53
折旧和摊销	88	56	57	58	资产负债率(%)	43.32	40.12	36.24	32.73
资本开支	-291	-26	-26	-26	P/E (现价&最新股本摊薄)	48.07	190.39	37.25	25.84
营运资本变动	5	19	-97	73	P/B (现价)	3.63	5.70	3.70	3.24

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

