

新华医疗 (600587.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

深化改革，聚焦主业，老牌国企盈利

强势提升未来可期

投资逻辑

“医疗器械国改第一股”，定增+股权激励持续拉动业务增长。(1) 改革聚焦医疗器械+制药装备为主，医疗商贸、医疗服务为辅的“2+2”业务结构，2022年制造主业收入占比达57.5%。(2) 高指标股权激励覆盖345名核心领导与骨干，2022年扣非归母净利润超出股权激励指标40%，充分释放企业活力。(3) 2023年以23.38元/股的价格增发5490万股，募集资金总额约12.8亿元，大股东山东颐养高比例入股(占发行股本32.72%)，投入高能放疗、精密手术器械、智能化制药装备等产能扩建项目，企业长期发展可期。

经营拐点已现，毛利率逐步提升。2022年和2023Q1公司扣非归母净利润分别达5.05亿元和1.84亿元，同比增长31%和24%。公司注重成本控制，优化销售结构，提高耗材销售占比，实现腔镜、洁净技术生产环节自动化升级，制药装备、医疗器械板块毛利率进入上行通道，2022年公司毛利率26.44%，相比2021年上升2.19pct，盈利能力持续改善。

医疗器械产品储备丰富，业绩增长势能高。据公司公告，感控产品线规模居全国首位，收入基本盘稳固，海外推广+数字化升级带来新增量。公司高能医用直线加速器打破国际垄断，低能放射治疗市场占有率居国内首位，大孔径螺旋CT推出形成精准放疗整体解决方案。高端精密手术器械、手术行为管理系统持续提高盈利水平。

制药装备盈利可期，优势业务取得突破性进展。重视装备自动化、智能化升级，技术储备丰富，BFS产品线突破国际垄断，注射剂业务可提供高端增值服务，整体解决方案步入量产阶段。血制品、固体制剂、注射剂、中药业务板块重点发力，成都英德实现血液制品领域对外技术输出，开拓制药装备发展新方向，带动业绩高增长。

盈利预测、估值和评级

我们看好未来公司医疗器械制造及制药装备等业务的发展，预计公司2023-2025年实现归母净利润7.32、8.92、11.00亿元，分别同比增长46%、22%、23%。采用相对估值法对公司进行估值。参考行业平均值，给予公司2023年PE 29X，12个月内目标市值212亿元，目标价为45.46元，给予“买入”评级。

风险提示

限售股解禁风险、募投项目投入不及预期风险、新签订单不及预期风险、海外拓展不及预期风险、原材料供应不稳定风险等

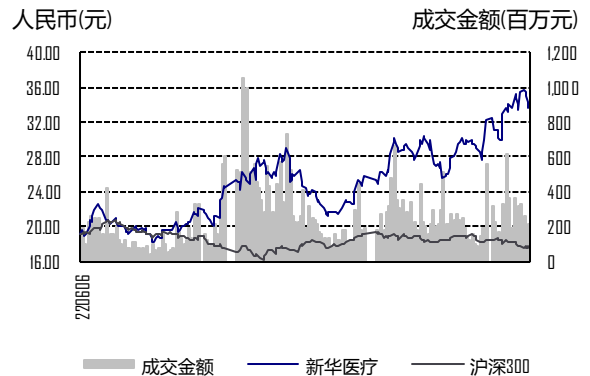
医药组

分析师：袁维 (执业S1130518080002)

yuan_wei@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：33.71元

目标价 (人民币)：45.46元



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9,482	9,282	10,275	11,536	12,954
营业收入增长率	3.62%	-2.11%	10.70%	12.28%	12.29%
归母净利润(百万元)	556	503	732	892	1,100
归母净利润增长率	137.68%	-9.68%	45.71%	21.75%	23.36%
摊薄每股收益(元)	1.369	1.220	1.569	1.910	2.356
每股经营性现金流净额	3.23	0.73	-0.24	2.19	2.62
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.32%	9.32%	12.15%	13.15%	14.21%
P/E	23.52	17.56	21.49	17.65	14.31
P/B	2.66	1.64	2.61	2.32	2.03

来源：公司年报、国金证券研究所

内容目录

栉风沐雨求发展，老牌国企深化改革焕发新生机.....	4
股权结构优化，国企改革再出发.....	4
股权激励指标有诚意，体现公司业绩增长信心.....	6
定增项目落地，护航远期发展.....	7
多板块协同布局，盈利能力持续改善.....	9
聚焦“2+2”业务结构，品类全面，业绩增长势能高.....	9
经营拐点已现，毛利率进入上升通道.....	12
感染控制、制药装备国际业务取得亮眼突破.....	13
感染控制基本盘稳固，制药、放疗设备持续技术领先.....	14
位居行业龙头，品质+服务双重保障.....	14
制药装备反弹显著，盈利增长未来可期.....	15
高能放疗打破垄断，低能放疗市占率居首.....	18
医学影像领域新秀，定增助力高端突破.....	19
盈利预测与投资建议.....	21
盈利预测.....	21
投资建议及估值.....	22
风险提示.....	23

图表目录

图表 1：新华医疗股权结构图.....	4
图表 2：新华医疗发展四阶段及股价变动.....	5
图表 3：2017年后公司进行业务条线优化，聚焦医疗器械、制药装备领域.....	6
图表 4：公司2021年股权激励有望增添企业活力.....	7
图表 5：2023年公司非公开发行股票募集资金扩产+增研发有望带动后续持续增长.....	8
图表 6：募投项目内部收益率处行业合理区间.....	9
图表 7：公司获得专利及市场准入情况（2022年）.....	9
图表 8：2018-2022年公司研发费用同业对比（亿元）.....	9
图表 9：公司医疗器械板块九大产品线概况.....	10
图表 10：公司制药装备板块产品线/子公司概况.....	11
图表 11：2011-2023Q1公司营业收入变化情况（亿元）.....	12
图表 12：2011-2023Q1公司净利润变化情况（百万元）.....	12
图表 13：公司营业收入按业务线拆分.....	12
图表 14：公司营业收入按地区拆分（亿元）.....	12

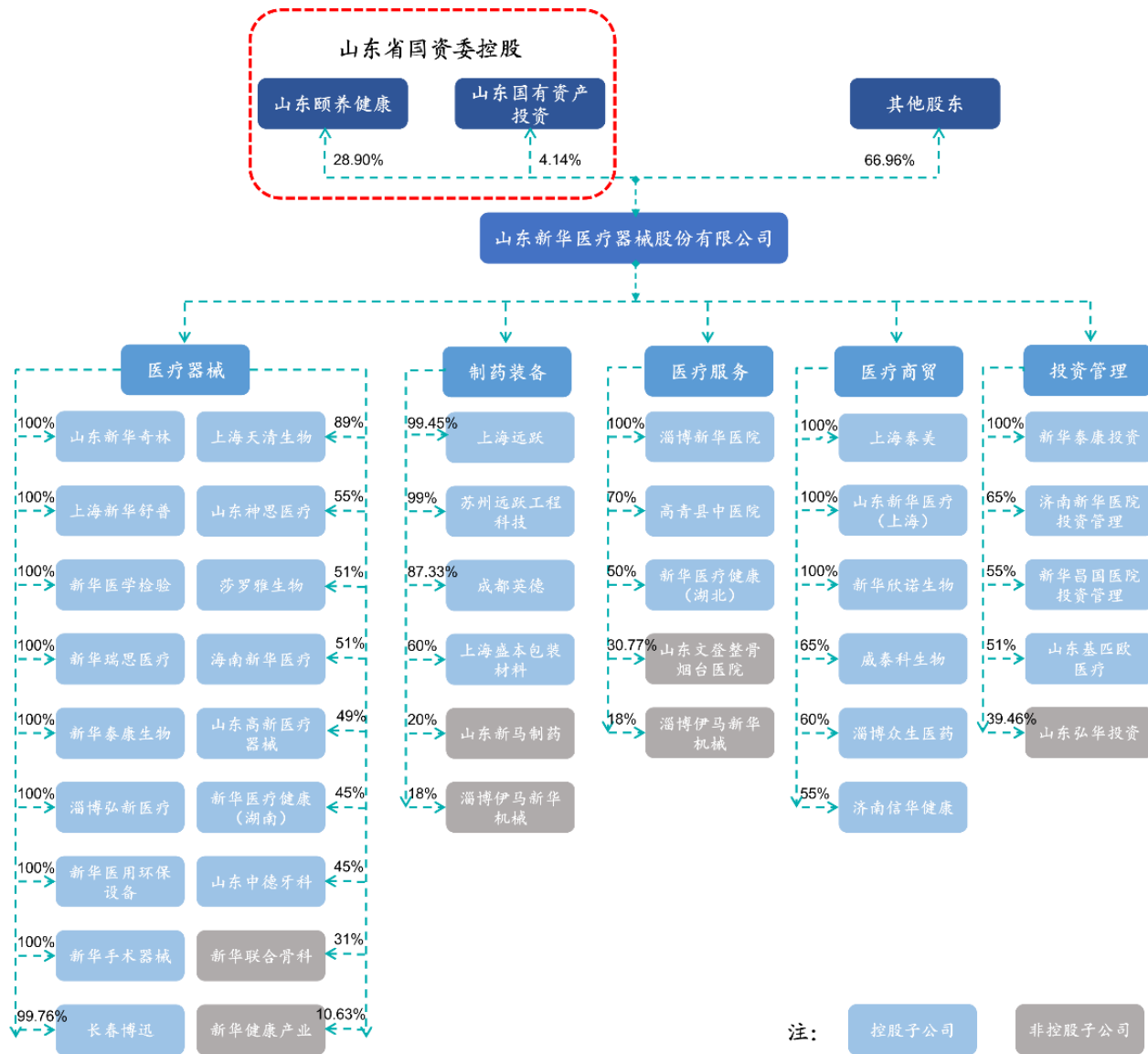
图表 15:	2018-2022 年公司各板块毛利率变动情况.....	13
图表 16:	2012-2022 年公司经营费用率情况.....	13
图表 17:	公司 2017 年以来部分国际化进展.....	13
图表 18:	2021 年供应室及手术消毒类设备保有率.....	14
图表 19:	2021 年医院端灭菌设备中标品牌分布.....	14
图表 20:	2021 年医院感染控制类设备售后满意度评分.....	14
图表 21:	公司智慧化 CSSD 整体解决方案示意图.....	14
图表 22:	我国规模以上工业企业制药专用设备制造营业收入 (亿元)	15
图表 23:	制药装备行业可比公司营收 (百万元) 对比.....	15
图表 24:	制药装备领域部分支持政策.....	16
图表 25:	2016-2022 年主要子公司营业收入 (百万元).....	16
图表 26:	2016-2022 年主要子公司净利润 (百万元).....	16
图表 27:	公司制药装备产品销量 (套/台) 及对比情况.....	17
图表 28:	公司制药装备产品毛利率及同业对比情况.....	17
图表 29:	公司在制药装备领域部分优势产品.....	17
图表 30:	2014-2020 年中国肿瘤医院放疗项目拆分.....	18
图表 31:	我国境内医用直线加速器注册证分布.....	18
图表 32:	2020 年高能放疗市场竞争格局 (按销量计).....	18
图表 33:	2020 年低能放疗市场竞争格局 (按销量计).....	18
图表 34:	2021 年三级医院直线加速器类品牌保有率.....	19
图表 35:	2021 年二级医院直线加速器类品牌保有率.....	19
图表 36:	公司与部分友商同类直线加速器产品参数对比.....	19
图表 37:	2017-2025E 我国医学影像设备市场规模 (亿美元).....	20
图表 38:	2020 年我国 XR 设备市场竞争格局.....	20
图表 39:	2020 年我国 CT 设备市场竞争格局.....	20
图表 40:	2018-2025E 公司收入拆分及预测.....	22
图表 41:	可比公司估值比较.....	23

栉风沐雨求发展，老牌国企深化改革焕发新生机

股权结构优化，国企改革再出发

新华医疗成立于1943年，2002年9月于上交所主板上市，公司围绕“业务结构性调整、健全激励管控机制、布局远期发展”三大方向深化改革，形成了聚焦“医疗器械、制药装备”制造主业，外延拓展“医疗商贸、医疗服务”的“2+2”发展格局。2020年公司控股股东淄矿集团将公司1.17亿股份（占总股本28.8%）无偿划转至颐养集团后，颐养集团成为公司第一大股东，国资委控股，股权结构清晰稳定。

图表1：新华医疗股权结构图



来源：公司22年报，同花顺 ifind (截至2023年5月10日)，天眼查，国金证券研究所

子公司创设紧密围绕发展战略，侧重医疗器械领域。截至2023年5月，公司名下控股子公司共33家，覆盖医疗器械、制药装备、医疗服务、医疗商贸和投资管理等领域，其中医疗器械领域控股子公司占比近半，体现公司对医疗器械板块业务的重视。

公司发展经历四阶段，从并购扩张到聚焦主业，经营指标逐渐向好：

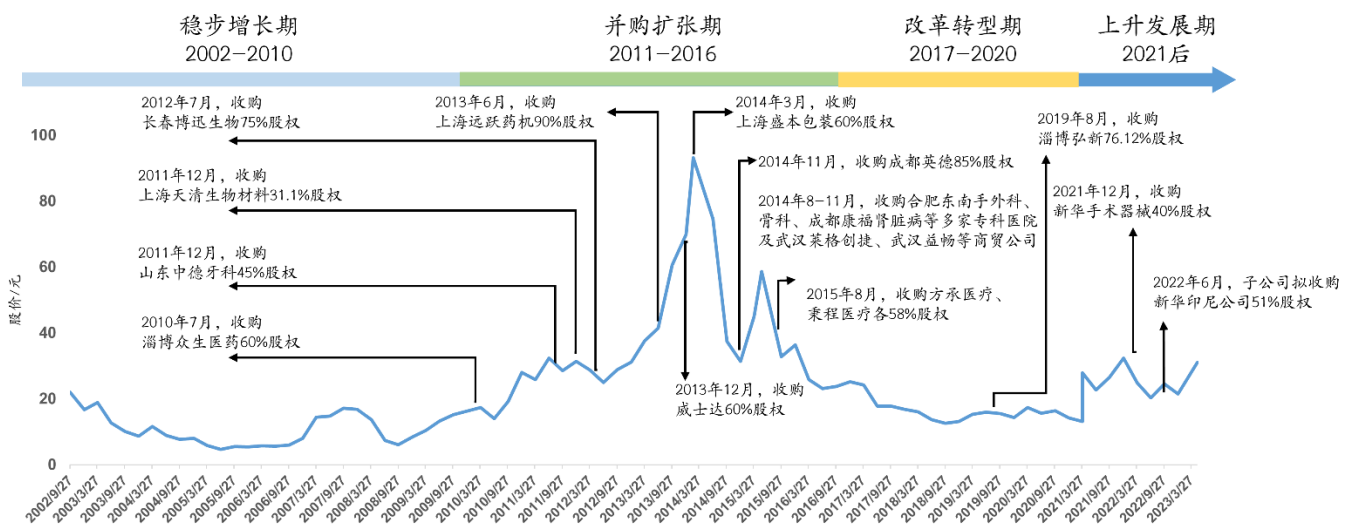
稳步增长期(2002-2010)，立足于公司在消毒灭菌、放射治疗、医用环保领域的技术基础，加强核心产品研发，提高市占率，营收规模逐渐扩大。

并购扩张期(2011-2016)，提出“以技术创新为主的创新战略、以提高市场占有率为主的品牌战略、以内涵式发展和收购兼并并举的扩张战略”，期间收购了淄博众生医药、长春博讯、威士达、成都英德等标的，进一步拓展了体外诊断、生物制药装备等产线，营收规模超百亿元；2015-2016年，受制药装备行业需求环境变化及专科医院建设投入较大影响，成都英德等公司持续亏损，公司利润大幅下滑。

改革转型期(2017-2020)，调整管理方针为“整合、升级、提效”，对已投项目以加强管控和创收增效为主，清理低效资产，加强对下属公司的整合，实现对公司资源的有效协同，成本控制、盈利能力逐渐改善。

上升发展期(2021-至今)，提出“调结构、强主业、提效益、防风险”的工作指导方针，集中优势资源重点发展医疗器械、制药装备等板块的制造类产品，优化产品结构，提高毛利水平，经营指标明显好转。

图表2：新华医疗发展四阶段及股价变动



来源：公司公告，同花顺 ifind，国金证券研究所

公司2017年起精进业务结构，聚焦制造主业。随着产业环境变化，公司从2017年下半年开始对资产进行调整，对关联度高的资产予以整合提效，集中优势资源重点发展医疗器械和制药装备板块。

图表3: 2017年后公司进行业务条线优化, 聚焦医疗器械、制药装备领域

年份	资产种类	业务领域	处置原因	上一年收入(百万元)	上一年利润(百万元)
2017	淄博众康医药 60%股权	医疗商贸	突出主业, 整合资源, 提升效益	114.83	-6.83
	长沙弘成 55%股权	医疗器械	与公司主业协同效应小	33.35	-3.94
2018	上海方承 58%股权	医疗器械	整合资源, 提升毛利, 降低担保风险	1244.02	34.60
2019	威士达 60%股权(关联方)	医疗器械	优化产品结构, 缓解融资压力	1596.03 (2017)	171.38 (2017)
	苏州长光华医 8.20%股权	医疗器械	突出主业, 整合资源, 提升效益	124.90 (2017)	19.84 (2017)
2020	北京新华执信 51%股权	医疗商贸	业务拓展缓慢, 降低经营风险, 回收投资	174.89	4.29
	南阳市骨科高新区医院 80%股权及 3,521.06 万元债权	医疗服务	前期投入大, 降低经营风险, 突出主业	58.31	36.70
2021	上海聚力通医疗 51%股权	医疗服务	盈利能力弱, 降低投资风险	4.45	0.05
	北京华科创智 16.67%股权	医疗器械	产品研发难度大, 短期内无法产业化	4.35	-9.09
	淄博淄川区医院 70%股权及 3,406.66 万元债权	医疗服务	医院建设尚未完工, 降低负债率和投资风险	0 (2019)	-1.67 (2019)
	上海欣航实业 55%股权	医疗商贸	盈利能力弱, 降低投资风险	146.80	-1.01
2022	上海辰韦仲德医院 12.85%股权	医疗服务	突出主业, 整合资源, 提升效益	705.84	16.22
	唐山弘新医院 43.33%股权	医疗服务	突出主业, 整合资源, 提升效益	26.01	-2.06
2023	湘阴莱格 20%股权 (进行中)	医疗商贸	长期亏损, 整合资源, 提升效益	0 (2021)	-0.28 (2021)
	湖北嘉延荣生物 8.99%股权 (进行中)	医疗器械	盈利能力弱, 降低投资风险	0.49(2021)	-0.93(2021)
	永州潇湘慢性病医院 59.30%股权 (进行中)	医疗服务	突出主业, 整合资源, 提升效益	9.39	1.56

来源: 公司公告, 国金证券研究所

股权激励指标有诚意, 体现公司业绩增长信心

母公司第一阶段激励指标超额完成。为激发经营层活力, 进一步完善现代企业制度, 公司于 2021 年 11 月发布限制性股权激励计划, 以 11.26 元/股的价格向公司 345 名核心人员(含公司高管、中层管理人员及核心业务骨干)授予 554.68 万股限制性流通股, 并于 2022 年 1 月首次授予。该股权激励计划分 2022-2024 年 3 个年度进行绩效考核, 限售解除指标为: 公司基本每股收益 2022-2024 年分别不低于 0.96/1.10/1.22 元; 以 2020 年为基础, 2022-2024 年公司扣非归母净利润增长率分别不低于 85%/110%/130%, 且不低于行业平均水平或对标企业 75 分位水平。

2022 年公司扣非归母净利润 5.05 亿元，超出股权激励指标 40%，股权激励的推行将员工个人利益与公司长远发展绑定，彰显了对公司长期发展的信心，我们看好股权激励政策充分激发管理层和员工主观能动性，助力公司业绩增长。

图表 4: 公司 2021 年股权激励有望增添企业活力

年份	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
扣非归母净利润指标 (百万元)	195.05	384.38	360.83	409.60	448.60	/
基本每股收益指标 (元)	0.58	1.37	0.96	1.10	1.22	/
预计股权激励费用 (百万元)	/	/	36.96	36.96	19.90	8.53

来源：公司公告，国金证券研究所

子公司股权激励将启动，健全业绩考核体系。据公司公告，全资子公司新华手术器械拟实施股权激励计划，将通过设立合伙企业作为持股平台，激励对象认缴合伙企业出资份额，合伙企业持有新华手术器械股权的形式完成。激励对象包括新华手术器械的董事、中高级经营管理人员以及重要科技人才和业务骨干共 105 人，业绩考核指标将基于 PBC “1+2+3” 绩效考核体系，分三期对激励对象进行考核评级。此外，公司在母公司和上海泰美、成都康福肾脏病医院、东营华健医院等部分子公司层面，按照市场化机制进行改革，实施差异化薪酬，推行职业经理人制度，薪酬考核与分配趋于合理，充分激发员工的主观能动性，我们看好国企改革相关举措对公司业绩的刺激作用。

定增项目落地，护航远期发展

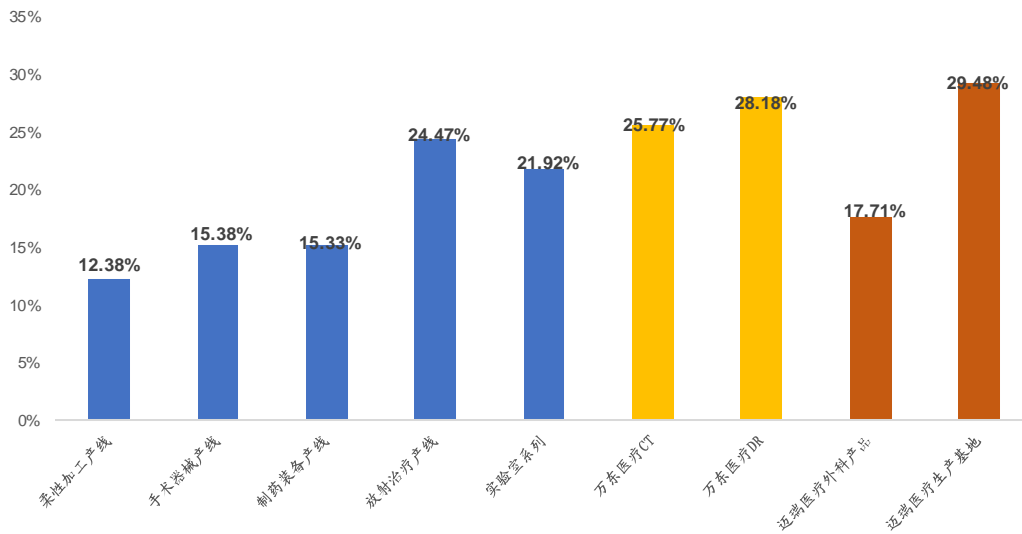
新增募投项目聚焦医疗器械+制药装备板块，预期收益率可观。2023 年 2 月 23 日，公司以 23.38 元/股的价格以非公开形式发行 5490 万股，募集资金总额约 12.8 亿元。公司第一大股东山东颐养认购 1796.4 万股（占比发行股份比例 32.72%）。募集资金将投入医疗器械、制药装备板块的六大项目，着力促进高端精密微创手术系列（手术器械、微创腔镜手术器械）、放射治疗及影像系列（CT、DR、加速管）、小容量制剂制药装备系列（智能 BFS、智能预灌封等）、感染控制系列（灭菌器、清洗机）的产能提升，拓张公司的业务版图。各项目预期产品的最终毛利率与公司目前同类产品持平，税后静态投资回收期（含建设期）约 5-7 年，综合内部收益率均超 10%，其中放疗及影像项目的内部收益率高达 24.47%，处于行业较高水平。

图表5: 2023年公司非公开发行股票募集资金扩产+增研发有望带动后续持续增长

项目名称	总投资额 (百万元)	拟投入募 投资金 (百万元)	预期产品	项目效益	预期 毛利率	建设周期	与现有产品区别
基于柔性加工生产线的智能制造及配套项目	368.50	280.24	灭菌器器身、台式灭菌器器身、清洗机机身	实现生产线智能化覆盖全工序, 提高投运率; 年产能: 12000 件灭菌器器身、14800 余件台式灭菌器器身和 2000 余件清洗机机身	18.48%	3 年 (21-23)	本项目系为公司现有产品灭菌器、清洗机等配套生产加工零部件
高端精密微创手术器械生产扩建项目	222.02	208.73	开放手术器械、微创腔镜手术器械	扩建手术器械产品线, 升级高端精密微创手术器械产品; 年产能: 472.55 万件开放手术器械和 1.97 万件微创腔镜手术器械	31.01%	2 年 (22-23)	搬迁扩建项目、募投产品系现有手术器械产品的扩产和升级
高性能放射治疗设备及医学影像产品产业化建设项目	74.82	66.87	加速管系列产品、CT 系列产品、诊断设备系列产品	年产能: 加速管系列产品 65 只、X 线计算机体层摄影设备系列产品 45 台、数字化 X 线诊断设备系列产品 530 台	26.24%	20 个月 (21-23)	募投产品部分为原有产品的扩产, 部分为公司在现有技术基础上开发的放疗及诊断设备新产品
制药小容量制剂智能化生产装备产业化项目	171.20	153.29	智能 BFS 生产线、智能预灌封生产线、新型智能小容量口服液包装生产线、智能小容量质量检查设备	年产能: 智能 BFS 生产线 25 套、智能预灌封生产线 10 套、新型智能小容量口服液包装生产线 10 套、智能小容量质量检查设备 10 套	29.67%	2 年 (22-23)	募投产品均为公司在现有技术基础上开发的制药装备新产品
实验室系列产品产业化项目	75.57	63.91	实验室系列产品	年产能: 6000 套	28.11%	2 年 (22-23)	募投产品大部分为公司在现有技术基础上开发的实验室系列新产品
新华医疗高端医疗装备研发检验检测中心项目	139.88	130.53	/	保障产品质量; 有利于研发检测工作集中管理, 降低运营成本; 提升产品研发实力	/	3 年 (21-23)	不涉及
补充流动资金	380	380	/	优化资本结构, 降低负债和运营风险	/	/	/
合计	1432	1283.56					

来源: 公司公告, 公司定增反馈意见回复, 国金证券研究所

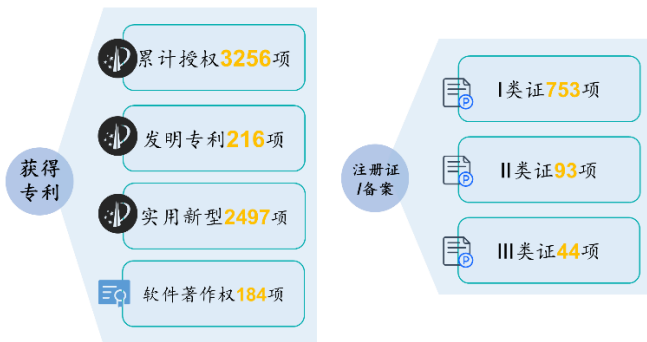
图表6：募投项目内部收益率处行业合理区间



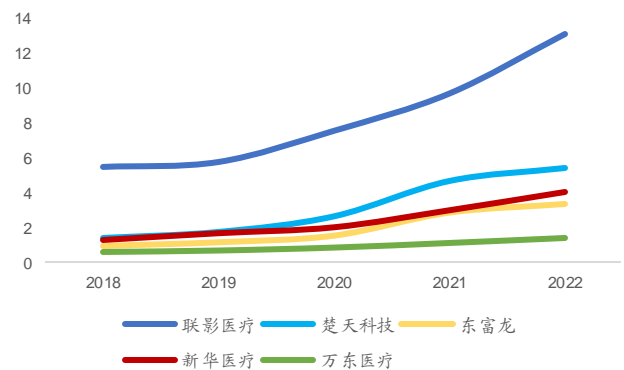
来源：公司定增项目回复意见，国金证券研究所。注：蓝色为新华医疗项目

研发倍增计划实施，助力核心产品力提升。2022年，公司提出研发倍增计划，建成并启用感控耗材实验中心、智慧感控研究中心等科技研发中心，以加快科技创新，布局新技术、新产品。22年公司研发费用共4.01亿元，同比增长35.58%，研发费用处于行业中等水平，增速快。公司目前在研项目共10项，涉及85cm 64排大孔径螺旋CT、智能化内镜中心、智能化消毒供应中心等智能化医疗支持设备和高端放射治疗产品，有望成为染控制自动化升级和高能放疗市场的潜在增量。截至2022年底，公司获专利授权累计3256项，其中发明专利216项，实用新型专利2497项，登记软件著作权184项，公司研发工作人员1060名，同比增长12.8%。

图表7：公司获得专利及市场准入情况（2022年）



图表8：2018-2022年公司研发费用同业对比（亿元）



来源：22年公司年报，国金证券研究所

来源：各公司年报，同花顺 ifind，国金证券研究所

多板块协同布局，盈利能力持续改善

聚焦“2+2”业务结构，品类全面，业绩增长势能高

医疗器械板块九大产品线夯实基本盘。公司通过多年扩张布局，在医疗器械板块形成了感染控制、放射治疗及影像、手术器械及骨科、手术室工程及设备、体外诊断仪器和试剂、口腔设备及耗材、实验室设备及仪器、医用环保及供氧工程、血液净化共九大产品线，是国内医疗器械行业中综合实力最强，产品种类最齐全的企业之一，市场认知度较高。除基础品类外，公司在高端品类积极布局，感控产线推出智慧化系统解决方案、内镜中心系统解决方案；放疗及影像产线推出85cm大孔径螺旋CT、高能医用电子直线加速器；手术器械产线推出微创器械、介入器械等，有望进一步拔高业绩增长势能。

图表9: 公司医疗器械板块九大产品线概况

产品线	产品类别或子公司	代表性产品或功能
感染控制	感染控制智慧化系统解决方案	消毒供应中心质量追溯及信息管理系统、内镜中心质量追溯及信息管理系统、消毒供应中心能源智能控制系统、感染控制智慧化解决方案
	医院消毒供应中心系统解决方案 (社会/工业化)	用于医疗机构各科室内所有重复使用诊疗器械、器具和物品清洗、消毒、灭菌以及无菌物品供应
	内镜中心系统解决方案	内镜中心质量追溯及信息管理系统
	病区清洗消毒系统解决方案	病区清洗消毒间系统化解决方案、病房护理设备、Quick-A-60 全自动冲洗消毒器
	婴儿洗浴系统解决方案	婴儿洗浴中心全套设备
	床单元清洁消毒中心系统解决方案	用于处理患者住院期间使用的病床、床单等物品的清洗消毒, 含大型全自动清洗消毒器和床垫蒸汽消毒器等
放射治疗及影像	地中清洗消毒中心系统解决方案	地中、布巾清洁用品集中处理
	放射治疗整体解决方案	放射治疗信息系统、放射治疗模拟机、医用电子直线加速器、放疗云平台等
	放射诊断产品解决方案	数字化医用 X 射线摄影系统、数字化 X 射线透视摄像系统、车载 DR、乳腺 DR、大孔径螺旋 CT 等
手术器械及骨科	仿真教学设备实训室整体解决方案	模拟 MR/CT/DR 教学实训系统、模拟后装治疗机教学系统、DR 图像采集及处理软件、三维动画影像技术虚拟仿真实验教学软件等
	新华手术器械有限公司	手术刀柄类、腔镜类、止血钳类、缝合引线类、灭菌盒等临床各科专用器械
	上海天清生物材料有限公司	高分子材料及生物材料医用缝合线等
	山东神思医疗设备有限公司	光子治疗仪、紫外线光疗系统、表皮移植白癜风治疗仪等皮肤整形美容激光治疗产品和解决方案
手术室工程及设备	上海新华瑞思医疗科技有限公司	疝修补片、医用海绵敷料等
	新华联合骨科器械股份有限公司	髌关节/膝关节/脊柱等高值骨科耗材
体外诊断仪器和试剂	手术室、ICU 配套产品	数字一体化手术室系统、灯床塔、手术台、无影灯等
	空气消毒类产品	医用紫外线消毒器、空气消毒器、消毒车、智能空气消毒净化设备管理系统等
	体外诊断事业部	血栓弹力图仪、全自动核酸提取仪、全自动血型分析仪、干式荧光免疫、糖化血红蛋白等系列
口腔设备及耗材	长春博迅生物技术	血型检测、新生儿溶血病检测、血小板抗体检测、全自动血型分析仪、全血质控品、稀有血型抗体等
	北京威泰科生物技术有限公司	医疗器械代理和销售
	口腔综合诊疗产品	口腔综合治疗机、儿童牙椅、口腔种植机等
	口腔清洗消毒灭菌设备	清洗消毒注油一体机、快速式全自动清洗消毒器、过氧化氢低温等离子灭菌器、MAST 脉动真空灭菌器等
实验室设备及仪器	口腔感染控制耗材	平面消毒卷袋、无菌牙龈冲洗器、压力蒸汽灭菌化学指示卡等
	口腔辅助设备	口腔微型纯水机、车针、注射机等
	其他	口内扫描仪、口腔医院室内外整体设计及施工、全瓷义齿用氧化锆瓷块、全开放式 cad/cam 整体解决方案(齿科三维扫描仪、烧结炉、内染色液)等
实验室设备及仪器	清洗设备	隧道式连续清洗机、快速式全自动水瓶清洗机、全自动水瓶灌装设备、快速型笼盒清洗机等
	消毒传递设备	大型消毒传递舱、无菌传递仓、实验动物消毒传递柜等
	自动化垫料处理设备	垫料收集台、自动填料机、物料输送/回收系统、自动垫料添加机等

	生物安全隔离设备	换笼工作站、生物安全柜、大小鼠软包隔离器、正负压禽用隔离器等
	其他	实验动物流程布局、饮用水在线灭菌设备、生物安全型灭菌器、实验动物专用灭菌器、空间消毒设备等
医用环保及 供气工程	山东新华医用环保设备有限公司	医疗废物处理系统、医用中心供气系统、生物废水处理系统、医用物流系统、医疗机构污水处理系统
血液净化	血液净化产品部	移动透析巴士整体解决方案、血液透析装置、血液透析过滤器

来源：各公司官网，同花顺 ifind，国金证券研究所

制药装备板块覆盖中药、生物制药、血液制品等优势领域。制药装备板块公司共有五大产品线，制药装备事业部为单抗生产、中药提取等项目提供整体解决方案，子公司成都英德主营生物制药和血液制品装备，上海远跃主营中药制药装备，苏州浙远主营制药装备数字化工程。从品类上看，公司具备提供单抗/基因工程药物、固体制剂、血制品、人用疫苗、兽用疫苗、中药、化药等多品类制药装备的生产能力。

图表 10：公司制药装备板块产品线/子公司概况

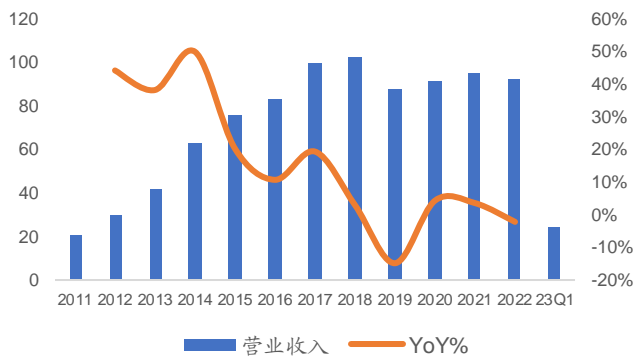
产品线	产品或服务类别	代表性产品
制药装备事业部	生物制药工程技术中心	单抗生产整体解决方案、细胞生物反应器、生物发酵系统、配液系统等
	特种输液工程技术中心	西林瓶洗烘灌封联动线、冻干产品制剂整体解决方案、口服液生产线整体解决方案、大/小容量注射剂整体解决方案等
	中药制剂工程技术中心	中药提取项目整体解决方案、热回流提取浓缩机组、生物发酵项目整体解决方案等
	固体制剂工程技术中心	包芯片压片机、药用流化床制粒机、胶囊充填机、包衣机等
	新华英德设计院	工程项目测试及验证、水系统/配液、洁净管道、制药工程安装等
山东新马药机	实验室产品系列	胶囊充填机、压片机、包衣机、制粒设备等
	生产型产品系列	胶囊充填机、压片机、包衣机、制粒设备等
	密闭型产品系列	胶囊充填机、压片机、包衣机、制粒设备、密闭阀等
	客户定制化产品系列	液体充填胶囊机、片剂充填胶囊机、低湿/控湿包衣机、夹套保温湿法制粒机、低湿/控湿流化床等
	其他辅机	真空泵、混料机、搅拌罐、提升机等
成都英德生物	解决方案	血液制品、人用疫苗、兽用疫苗、基因重组
	工程服务	制药水系统、洁净室与 HVAC、公用系统、自动化控制、工程验证
	产品服务	卫生级容器、磁力搅拌系统、生物反应器、模块化工程系统
	工艺服务	中试平台
上海远跃药机	中药制药装备	提取罐、浓缩器、精馏塔、过滤器、发酵罐等
苏州浙远	制药数字化工程	中药/化药/原料药/生物发酵智能化 EPC 工程、公用工程自动化工程、食品/饮料/酿酒智能化 EPC
	其他	CSV 工程、项目联合申报服务
上海盛本包装	制药包装产品	输液容器包装材料（密封接口/一体化盖子/一体化口管等）、吹塑模具

来源：各公司官网，同花顺 ifind，国金证券研究所

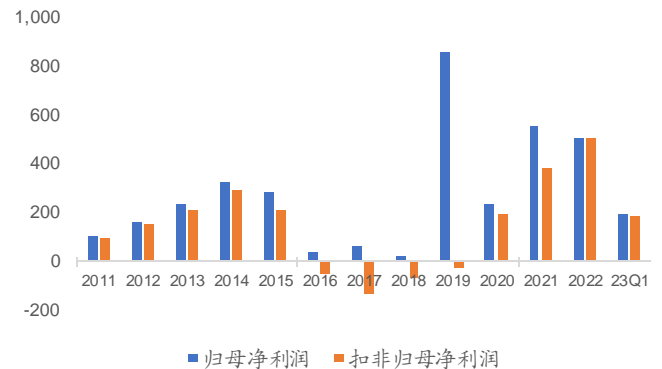
经营拐点已现，毛利率进入上升通道

公司营收规模近百亿，近两年扣非归母净利润增速达 60%。2018 年前，公司通过外延扩张不断扩大生产规模，营收规模稳步提升，2018 年首次突破百亿大关，达 102.84 亿元，2011-2018 年间营业收入 CAGR 为 25.42%。2017 年起，公司开始对业务进行结构化调整，处置威士达、长广华医等子公司，营收规模缩减。2021 年 6 月，子公司上海泰美终止强生（上海）医疗器械有限公司的代理业务，2022 年营收规模小幅下滑，23Q1 营业收入达 24.39 亿元。2015-2019 年间，公司扣非归母净利润大幅降低，系医疗服务板块前期投入大，大部分医院未产生收入+制药装备板块市场环境恶化，子公司计提大额商誉减值。2020 年后，公司聚焦主业，推进国企改革，盈利能力持续改善，利润端拐点已现，2020-2022 年间扣非归母净利润 CAGR 高达 60.93%，23Q1 扣非归母净利润达 1.84 亿元，同比增长 24.32%。

图表11：2011-2023Q1 公司营业收入变化情况（亿元）



图表12：2011-2023Q1 公司净利润变化情况（百万元）

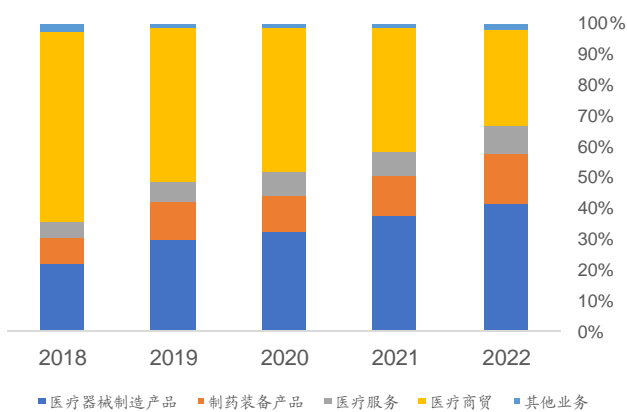


来源：公司年报，国金证券研究所

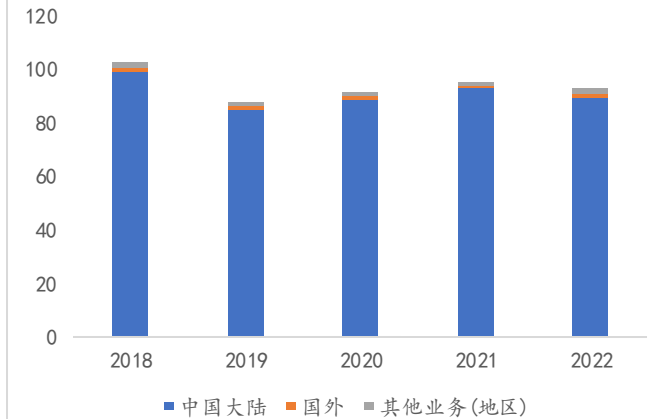
来源：公司年报，国金证券研究所

持续聚焦主业，医疗器械+制药装备占比超 50%。公司医疗器械制造产品收入占比从 2018 年为 21.91%，提升至 2022 年 41.13%。制药装备产品从 2018 年占比 8.59% 提升至 2020 年占比 16.34%，两大制造业板块在公司总业务中占比近 60%。从地区来看，公司营业收入以中国大陆为主，2022 年国外收入达 1.55 亿元，占营业收入 1.7%，同比增长 121.6%。

图表13：公司营业收入按业务线拆分



图表14：公司营业收入按地区拆分（亿元）

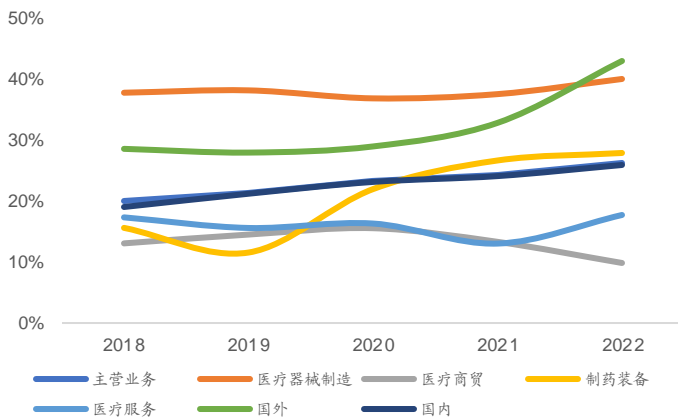


来源：公司年报，国金证券研究所

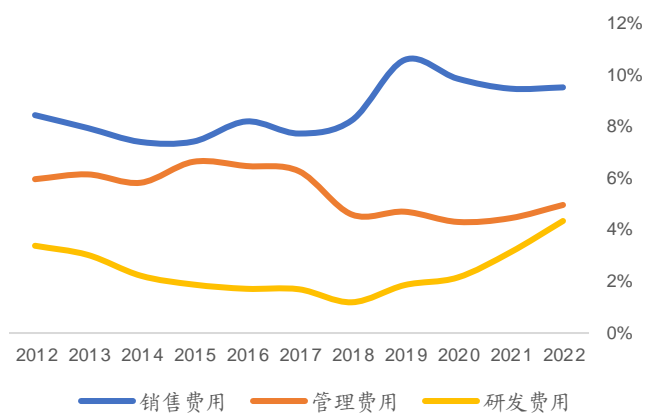
来源：公司年报，国金证券研究所

毛利率稳步攀升，改善空间大。随着公司业务结构的调整，主营业务毛利率持续向好，2022 年达 26.44%，其中，医疗器械制造板块毛利率最高，达 40.06%，其次为制药装备板块，达 27.90%，2019-2020 年间制药装备板块毛利率提升超 10%，成本控制效益明显。国外业务毛利率增长迅速，2022 年达 43.08%，显著高于国内业务毛利率 26.03%。从费用端看，销售费用率随业务规模的扩大稳步提升，2022 年销售费用率为 9.56%。由于研发倍增计划的促进，公司研发费用率近两年迅速提升。2022 年，公司 GXP 系列低温等离子体灭菌器毛利率大幅提升，随着公司后续在医疗器械和制药装备板块的持续投入，将不断推出高附加值的新品类，我们看好公司产品盈利能力的持续改善。

图表15: 2018-2022 年公司各板块毛利率变动情况



图表16: 2012-2022 年公司经营费用率情况



来源: 公司年报, 国金证券研究所

来源: 公司年报, 国金证券研究所

感染控制、制药装备国际业务取得亮眼突破

2022 年起, 公司对海外市场重视程度提高, 加大了医疗器械, 特别是感染控制类优势产品的海外推广, 公司产品在海外注册取得突破性成果: MOST-T 蒸汽灭菌器、糖化血红蛋白标准化计划、糖化血红蛋白分析仪 (含洗脱液和溶血剂)、脉动真空清洗消毒器、灭菌工作站等获得美国、欧盟多项多级认证, 为产品出口海外市场提供了质量保证; 子公司成都英德与孟加拉国、白罗斯共和国等签订血制品工艺技术服务合同, 为国内血制品领域的首次对外技术输出; 公司高端感控产品获得达芬奇手术系统生产公司 (美国直观医疗) 授权, 为中国首张相关认证。此外, 为加快营销平台建设, 继 2017 年成立印度尼西亚公司后, 公司于 2022 年筹建了越南和埃及 2 个海外办事处, 助力海外市场拓展和服务能力的提升。产品和渠道齐发力, 我们看好公司海外业务的长期发展。

图表17: 公司 2017 年以来部分国际化进展

时间	事件
2017 年	成立新华印度尼西亚分公司, 拓展印尼市场
2018 年	核心产品通过 ISO9000 体系认证、TUV 南德 9001 体系认证、TUV 南德 13485 体系认证, CE 产品认证、美国 ASME 压力容器认证、欧盟 PED 压力容器认证
2019 年	与日本莎罗雅公司合作开发了全球第一台过氧化氢低温灭菌器, 申请四项国际发明专利, 成功打入日本市场
2020 年	成都英德与奥瑞克斯举行孟加拉国某血液制品项目《工艺系统采购合同》, 为血制品领域国内首次技术输出
2021 年	获得由欧盟公告机构 TUV 南德颁发的国内第一张血液透析领域 CE 证书, 产品准入欧盟市场
2022 年	有源医疗设备 X 射线计算机断层摄影设备取得 MDR 证书
2022 年	糖化血红蛋白标准化计划取得 NGSP 认证, 糖化血红蛋白分析检测平台达到国际化水平
2022 年	完成糖化血红蛋白分析仪、洗脱液和溶血剂三个产品的 IVDD 注册, 有力支持公司产品走向国际市场
2022 年	脉动真空清洗消毒器获得 ISO15883 认证
2022 年	灭菌工作站获得美国 EMC 认证
2022 年	感染控制类产品获得达芬奇手术系统生产公司 (美国直观医疗) 授权, 为中国首张相关认证
2022 年	MOST-T 蒸汽灭菌器取得首张美国 FDA 上市许可证, 公司成为国内灭菌设备领域首个获此授权企业
2022 年	筹建越南、埃及海外办事处, 持续扩展海外业务版图
2022 年	成都英德与白罗斯共和国签订《白罗斯新建 50T 血液制品厂综合技术设备供应合同》
2023 年	首套出口美国基础大输液生产线成功交付, 含非 PVC 膜全自动制袋灌封机、脉动真空灭菌器等

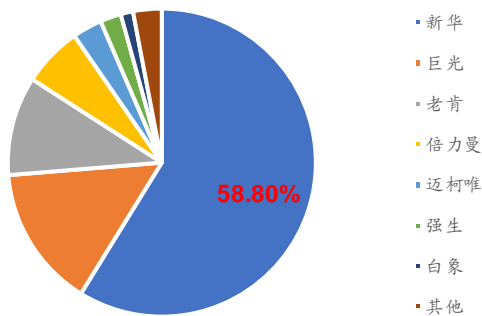
来源: 公司公告, 英德生物官网, 淄博发布官微, 东方财富资讯, 国金证券研究所

感染控制基本盘稳固，制药、放疗设备持续技术领先

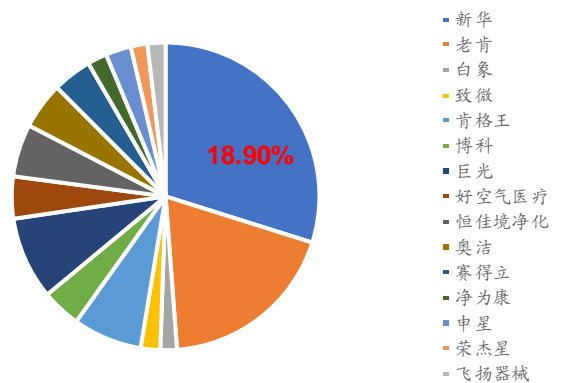
位居行业龙头，品质+服务双重保障

据《中国医疗器械蓝皮书》统计的 2021 年医院端灭菌设备中标品牌市场占有率结果显示，公司市场占有率达 18.9%；2021 年供应室及手术消毒类设备品牌保有率结果显示，公司市场占有率达 58.8%，均为行业首位。据公司年报披露，2020-2022 年间公司清洗灭菌设备及耗材销售量分别为 8,937,552、11,345,012、14,994,436 件（按标准成本折算），同比增长 26.94%、32.17%。据测算，2022 年公司感控产线营业收入近 20 亿元，占医疗器械主业收入近 50%，公司在灭菌设备、耗材和系统化解决方案领域的优势地位夯实了收入基本盘。

图表18：2021 年供应室及手术消毒类设备保有率



图表19：2021 年医院端灭菌设备中标品牌分布



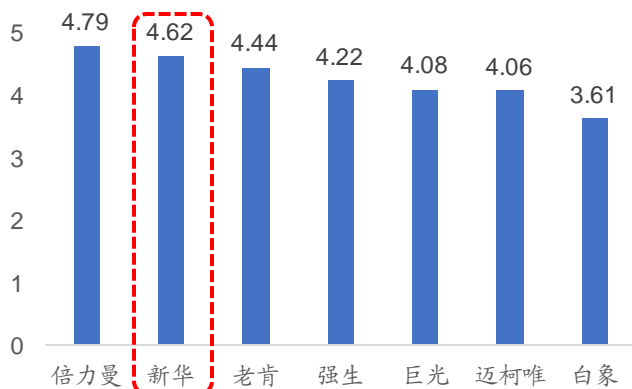
来源：《中国医疗器械蓝皮书》，国金证券研究所

来源：《中国医疗器械蓝皮书》，国金证券研究所

服务团队完善，用户粘性好。公司高度重视营销、服务团队的建设，以客户为中心打造了全周期营销模式，全面推行 CRM 营销管理系统，具备了不受空间、时间限制的 24 小时服务和售前售中售后闭环管理能力。公司感控产品事业部在全国各地地级市设有 280 余个售后服务网点，构建了 5 级服务体系。据《中国医疗器械蓝皮书》统计，2021 年公司在医院端感染控制类设备售后满意度评分中获 4.62 分（5 分满分），居于行业第二位，医院意向复购率达 95.9%，用户满意度和粘性均较高。

内镜消毒、整体化解决方案等高端产品持续推广。公司除提供灭菌设备、耗材等二十四大系列产品外，还提供感控智慧化、系统化解决方案、内镜中心系统解决方案等。截至 2022 年底，公司已签订 4 家智慧化消毒供应中心整体项目。2022 年 12 月，公司全自动软式内镜清洗消毒器签订合同超 400 台，单个合同最大达到 54 台，单月签订合同设备数量和单个合同设备数量均创造单月新纪录。

图表20：2021 年医院感染控制类设备售后满意度评分



图表21：公司智慧化 CSSD 整体解决方案示意图



来源：《中国医疗器械蓝皮书》，国金证券研究所

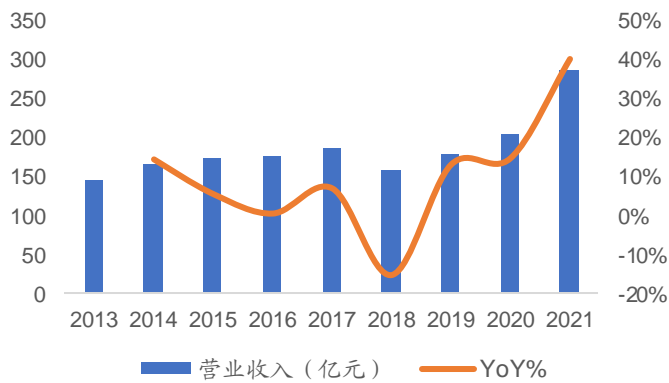
来源：公司官网，公司微信公众号，国金证券研究所

制药装备反弹显著，盈利增长未来可期

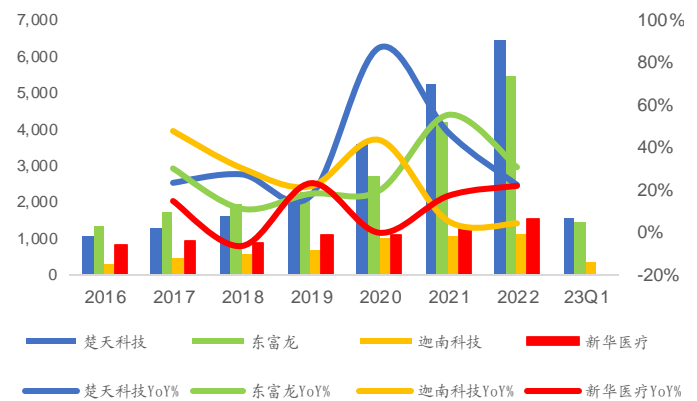
制药装备行业增长稳健，设备需求平稳释放。制药装备为医药制造业的上游产业，与终端患者的药物需求直接相关。据灼识咨询统计，2020年中国制药装备行业市场规模达538亿元，预计2025年市场规模达875亿元，2021-2025年间CAGR为9.89%。我国1999年开始在制药行业实行GMP强制认证，促进制药装备行业需求周期性增加。2016年后，受新版GMP认证结束、医药制造行业整体收入下滑影响，制药装备行业需求缩减。2018年后，医药制造业固定资产投资增速回升，制药装备恢复至更新周期（5-10年），行业需求稳步释放，据《中国工业统计年鉴》和《中国经济普查年鉴》，2021年我国规模以上工业企业制药专用设备制造营业收入达286.82亿元，同比增长39.9%。

国内制药装备行业竞争格局较为分散，东富龙、楚天科技等为国产企业龙头。2022年，东富龙、楚天科技、迦南科技等友商营业收入分别达54.7亿元、64.5亿元和11.0亿元，同比增长30.5%，22.5%和4.1%。公司制药装备板块2022年收入规模达15.2亿元，同比增长21.5%，增速逐渐提高。

图表22：我国规模以上工业企业制药专用设备制造营业收入（亿元）



图表23：制药装备行业可比公司营收（百万元）对比



来源：《中国工业统计年鉴》，《中国经济普查年鉴》，国金证券研究所

来源：公司年报，同花顺 ifind，国金证券研究所

制药装备行业大环境转暖，政策持续利好。2019年12月起实施的新版《药品注册管理办法》取消了GMP认证，改为强化对药品生产过程和药品生命周期进行动态监管，制药装备行业需求平稳释放。目前，国内制药装备市场仍以进口厂商为主，为支持本土企业发展，大量政策出台支持制药装备产业发展，尤其针对高端制药、中药、生物制药装备匹配支持政策，推进制药装备行业的高质量发展。新华子公司成都英德和上海远跃重点布局生物制药和中药制药领域，有望在利好政策推动下持续发展。

图表24：制药装备领域部分支持政策

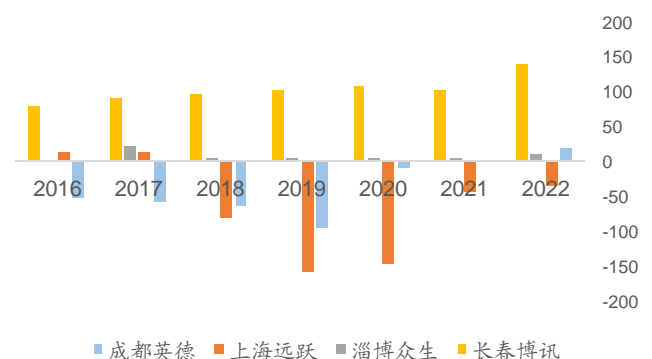
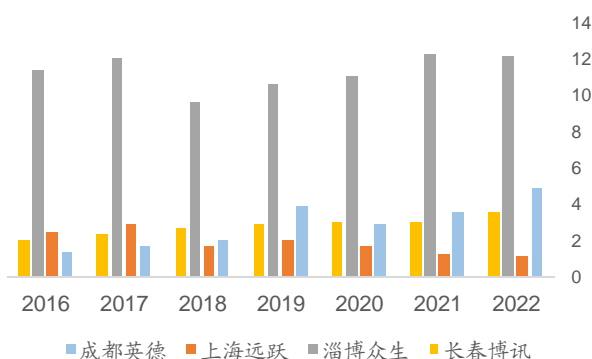
发布时间	名称	相关内容
2022年	《“十四五”中医药发展规划》	加快 中药制造业 数字化、网络化、智能化建设， 提升中药装备制造水平 ，加速中药生产工艺、流程的标准化和现代化
2021年	《国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	深入实施智能制造和绿色制造工程，推动制造业高端化智能化绿色化。培育先进制造业集群，推动集成电路、航空航天、船舶与海洋工程装备、机器人、先进轨道交通装备、先进电力装备、工程机械、高端数控机床、 医药及医疗设备 等产业创新发展
2021年	《医药工业发展规划指南》	制定发布《 制药工业智能制造白皮书 》和智能制造标准体系建设指南，引导企业应用数字化技术；增加在发达国家仿制药注册数量
2021年	《鼓励外商投资产业目录》	将专用设备制造业中 药品质量控制新技术、新设备制造 列为鼓励外商投资产业
2021年	《全力做大做强医药产业行动计划（2021-2023）年》	推进 制药产业数字化进程 ，以新一代信息技术赋能医药制造，提升制药设备自动化、数字化、智能化水平
2021年	《关于支持医药产业发展若干措施的通知》	加强制药工艺关键技术的研究和应用 ，提升制药设备的自动化水平
2020年	《产业结构调整指导目录(2019年本)》	将 高端制药设备 开发与生产列为鼓励类行业
2016年	《医药工业发展规划指南》	发展高端设备； 提高制药设备的集成化、连续化自动化、信息化、智能化水平 ，发展系统化成套设备，提供整体解决方案，加强在线检测，在线监控，在位清洗消毒，高密闭等技术应用

来源：各部门官网，国金证券研究所

成本控制效益明显，子公司大幅减亏。公司主要非全资子公司含成都英德（制药装备）、上海远跃（制药装备）、淄博众生（医疗商贸）、长春博讯（体外诊断）。2015-2019年，受新版GMP认证结束、厂房搬迁、市场竞争激烈、制药企业药物一致性评价和限制使用抗生素等综合因素的影响，子公司成都英德、上海远跃出现大幅亏损。2020年，成都英德实施项目成本三级管控，从源头、过程和结果三节点加强成本控制取得显著成效，通过加强材料计划管控，在库时间小于7天的材料占比达70%，提高了毛利率水平，大幅减亏。成都英德、上海远跃分别于2020年和2021年减亏90%和69%，成都英德22年实现净利润约1700万元，同比增长112%。

图表25：2016-2022年主要子公司营业收入（百万元）

图表26：2016-2022年主要子公司净利润（百万元）



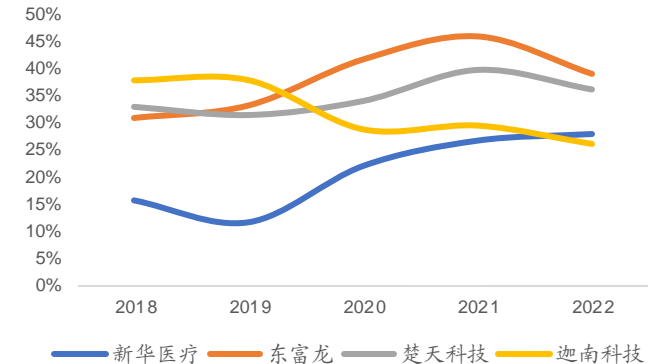
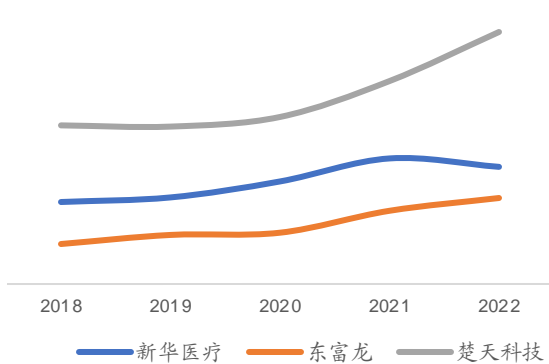
来源：公司年报，国金证券研究所

来源：公司年报，国金证券研究所

销量稳步提升，毛利率上升空间大。2018年公司制药装备产品销量为1531台/套，2022年达2181台/套，产品销量稳步提升。从产品盈利能力看，东富龙制药装备产品毛利率最高，2022年达39.05%。2018年来，公司制药装备板块毛利率迅速提升，2022年提升至27.90%，与同行业友商对比仍有一定差距。随着后续公司制药装备产品规模的扩大和高端制药装备的推出，毛利率有望进一步提升。

图表27: 公司制药装备产品销量(套/台)及对比情况

图表28: 公司制药装备产品毛利率及同业对比情况



来源: 公司年报, 同花顺 ifind, 国金证券研究所

来源: 公司年报, 同花顺 ifind, 国金证券研究所

品类差异化+系统智能化, 竞争优势凸显。公司制药装备业务以注射剂整体解决方案、中药提取整体解决方案、血制品整体解决方案、固体制剂整体解决方案为主。其中, 注射剂整体解决方案以 BFS 以及非 PVC 膜软袋生产线为主, 配套相关配液、灭菌、物流系统, 市场占有率达 70%; 中药提取整体解决方案依托上海远跃和苏州浙远, 产品涵盖中药提取、单双效、闭环浓缩、醇沉及真空履带干燥等, 市场占有率达 30%; 固体制剂整体解决方案可提供定制化实验型、生产型、密闭型生产装备, 市场占有率较高; 血制品整体解决方案依托成都英德, 可以完成从项目涉及、工艺装配、施工安装到调试、验证的血液制品 EPC 服务, 已服务为全国 90% 以上血液制品公司。从品类上看, 不同于东富龙、楚天科技的全品类发展策略, 公司主要在血制品、中药等领域差异化布局, 已形成竞争优势和一定规模。此外, 公司紧跟行业发展, 布局智能化制药装备研发项目, 截至 2022 年底, 公司在研制药装备相关项目有旋转式 BFS 产品开发、智能化预灌封产品开发、全自动条状袋包装产品开发、PP 材料连续式 BFS 产品开发、注射剂包装密封性检测产品系列开发, 未来产品智能化程度将进一步提升。

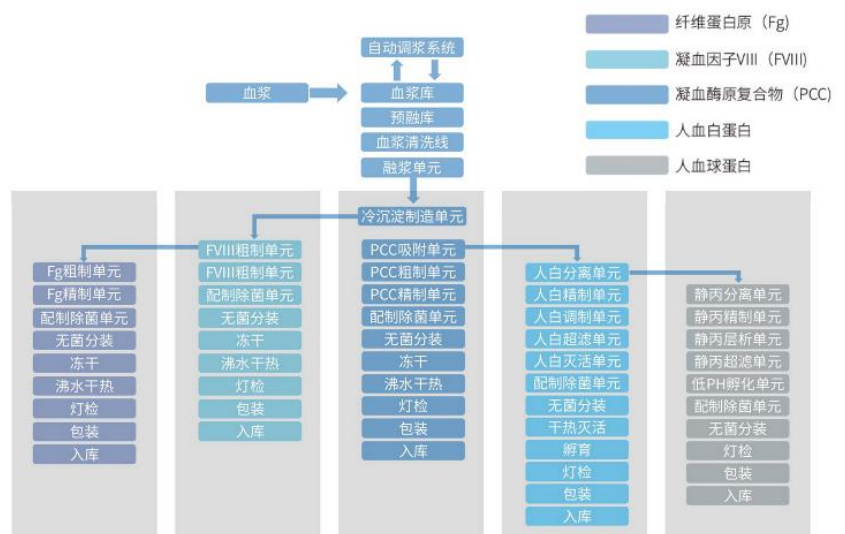
图表29: 公司在制药装备领域部分优势产品

塑料瓶吹灌封一体机(BFS)



- ✓ BFS: 吹瓶/灌装/封口三合一无菌灌装技术
- ✓ 无菌稳定性良好、交叉污染概率小、生产成本低
- ✓ 国内首台自主研发BFS设备, 打破国际垄断
- ✓ 申请专利20余项, 已获授权6项

血液制品整体解决方案



来源: 公司官网, 成都英德官网, 国金证券研究所

高能放疗打破垄断，低能放疗市占率居首

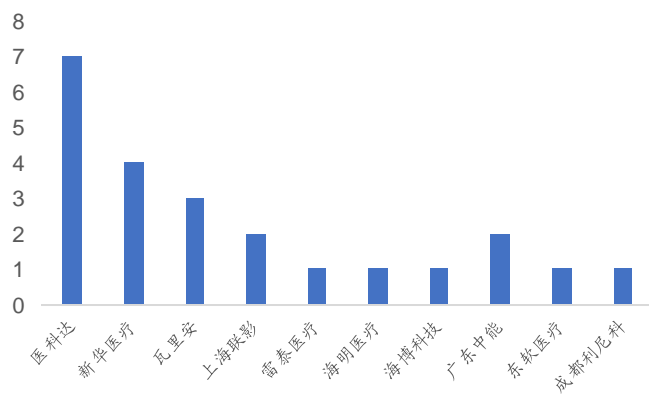
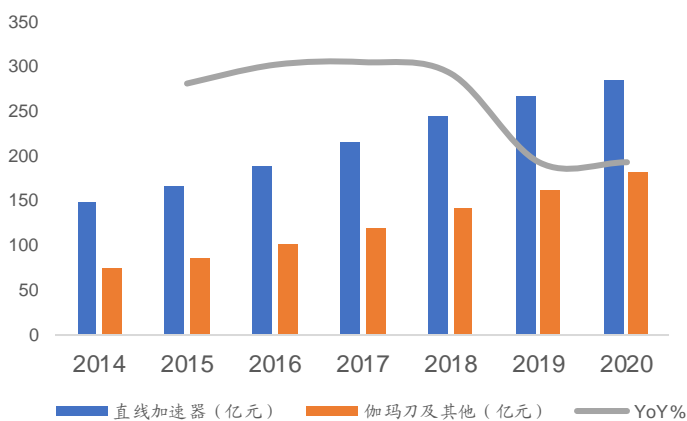
肿瘤治疗方式主要包括手术、放疗、化疗、靶向疗法和免疫疗法等，据观研天下数据，2020年我国肿瘤治疗市场中，放射治疗约占25%，单次治疗费用约5000-3万元，主要通过医用直线加速器、伽玛刀、质子重离子刀等放疗设备实现，可覆盖近95%的癌症类型和50%的癌症患者，其中，医用直线加速器利用微波电磁场加速电子对病灶进行放射治疗，具有剂量率高，照射时间短，剂量均匀性和稳定性好等特点；相比于质子重离子刀、螺旋断层扫描系统，具有价格适中，临床技术稳定的优势。

中国放疗设备市场需求量大，渗透率低，行业景气度高。相比于欧美、日本等发达国家，我国放疗设备的市场渗透率较低。据国家卫健委统计，我国肿瘤早期发现率低于10%，而美国、日本等国家高达60-70%；中国每百万人保有医用直线加速器配置数量约1.4台，美国约12.4台，日本约7.5台，放疗设备整体渗透率低于20%，市场缺口较大。随着人们对个人健康管理重视程度的提高，对肿瘤放疗产品的认知程度和需求也逐渐提升，据智研咨询数据，2014年中国接受放射治疗人数为82.22万人，2020年增长至147.万人，CAGR达10.23%。

公司主要放疗产品直线加速器为肿瘤放疗最大子领域。据智研咨询统计，2014-2020年间，中国肿瘤医院放疗项目中直线加速器类使用量最多，营收占比达60%以上。按照辐射能量的大小，医用直线加速器可分为高能（辐射能量达20-25MV）、中能（辐射能量6-8MV）、低能（辐射能量4-6MV）三类。据国家药品监督管理局数据，截至2023年5月，公司共获得4项境内医用直线加速器注册证，处于行业领先水平。

图表30：2014-2020年中国肿瘤医院放疗项目拆分

图表31：我国境内医用直线加速器注册证分布



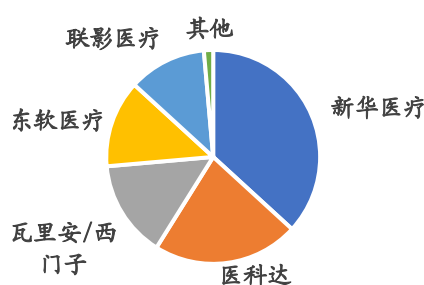
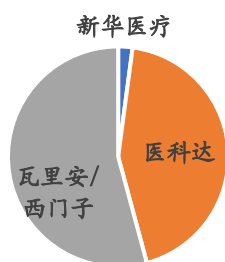
来源：智研咨询，国金证券研究所

来源：国家药品监督管理局官网，国金证券研究所（注：截至2023年5月）

公司在放射治疗领域市占率为国产企业首位。据灼识咨询数据，我国的放射治疗市场长期为医科达、瓦里安两大国际巨头垄断：高能放疗设备被国际巨头牢牢把持，公司以2.1%的市占率位居第三（国产第一）；在低能放疗市场，公司凭借产品的性价比和服务优势，以36.8%的市占率居于首位，国内友商东软医疗、联影医疗分别以13.2%、11.8%的市占率位居第四、第五。

图表32：2020年高能放疗市场竞争格局（按销量计）

图表33：2020年低能放疗市场竞争格局（按销量计）



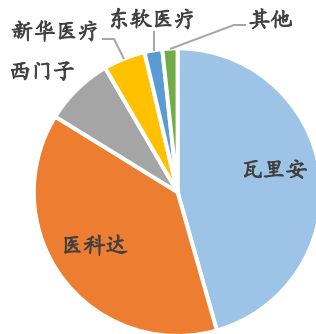
来源：灼识咨询，国金证券研究所

来源：灼识咨询，国金证券研究所

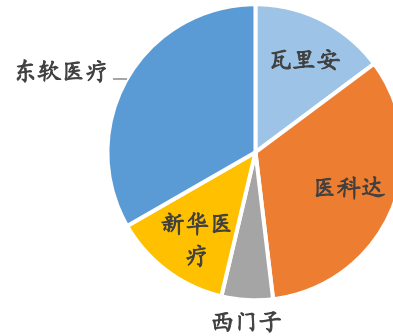
装机量稳步提升，等级医院突破机会大。据中国医疗器械蓝皮书，2021年我国三级医院直线加速器类产品的品牌保有率为4.70%，为国产品牌首位；二级医院直线加速器类产品的品牌保有率为13%，居第四位。依靠公司的品牌力和产品优势，未来有望在等级

医院进一步提升品牌保有率，扩大市场份额。截至 2021 年底，公司放疗设备国内装机量将超 400 台，规模居国内第一。根据公司披露，2022 年 12 月公司放疗系列产品(后装机、大孔径模拟定位 CT、医用电子直线加速器)共中标 26 台/套，其中三级医院 15 台/套，二级医院 11 台/套，后装机系列 9 台/套，大孔径模拟定位 CT 5 台/套，医用电子直线加速器 12 台/套，创造单月销售记录。

图表34：2021年三级医院直线加速器类品牌保有率



图表35：2021年二级医院直线加速器类品牌保有率



来源：中国医疗器械蓝皮书（2022），国金证券研究所

来源：中国医疗器械蓝皮书（2022），国金证券研究所

高能放疗打破垄断，产品性价比优势突出。2019年3月，公司获得我国首个高能医用电子直线加速器 III 类医疗器械注册证，成为世界范围内第三个具备高能医用电子直线加速器生产能力的厂商，该产品打破了高端放疗设备长期依赖进口的局面，具有最大输出剂量率高、靶点精度高、可实现三维适形、静态调强、动态调强、容积调强等优势。此外，作为国产品牌，公司的放疗设备在产品价格、后期维保等方面具有突出优势，据中国政府采购网数据，公司的直线加速器设备对比外资具备价格优势。

图表36：公司与部分友商同类直线加速器产品参数对比

公司	型号	X射线能量	最大输出剂量率	靶点精度	搭载技术
新华医疗	XHA600E	6MV	400cGy/min	1mm	常规放疗、适形调强、容积调强技术
东软医疗	NMSR600	6MV	300cGy/min	1mm	常规放疗
医科达	Infinity™	4-25MV 多档可选	/	小于 1mm	常规放疗、三维适形放疗、调强放疗、容积旋转治疗

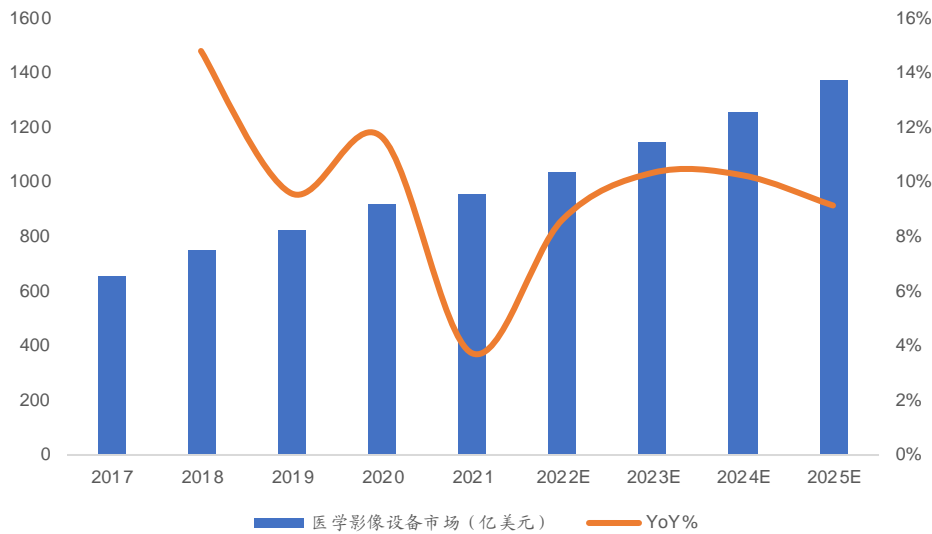
来源：各公司官网，中国放疗网，国金证券研究所

医学影像领域新秀，定增助力高端突破

医学影像设备可通过对人体施加可见光、超声、磁场、X射线等信号，对人体内病灶信息进行成像和诊断。根据原理的不同，医学影像设备可分为磁共振成像设备(MR)、X射线计算机断层扫描设备(CT)、X射线成像设备(XR)、分子影像设备(PET/CT、PET/MR)、超声成像设备等，公司的医学影像类设备主要涉及XR设备与CT设备。

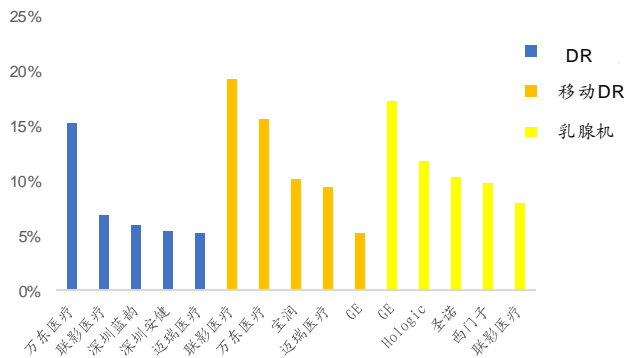
据弗若斯特沙利文数据，2021年中国医学影像设备市场规模为954亿美元，预计2025年增长至1375亿美元，CAGR为9.57%。据灼识咨询数据，2020年CT设备在医学影像市场中占比最高(约32%)，其次分别为XR(约23%)、超声(约19%)和MR(约17%)，以联影医疗、东软医疗、万东医疗为首的国产厂商技术逐渐成熟，产品线丰富，在医学影像领域脱颖而出，2020年联影医疗市占率为移动DR设备、CT设备首位，万东医疗市占率为DR设备首位。

图表37: 2017-2025E 我国医学影像设备市场规模 (亿美元)



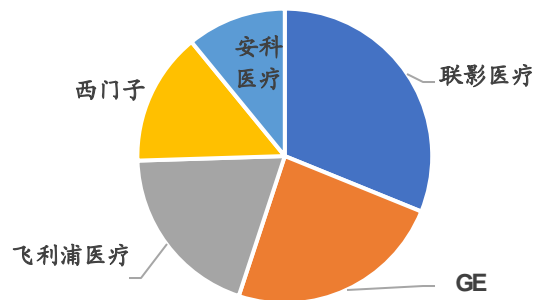
来源: 弗若斯特沙利文, 国金证券研究所

图表38: 2020 年我国 XR 设备市场竞争格局



来源: 灼识咨询, 国金证券研究所

图表39: 2020 年我国 CT 设备市场竞争格局



来源: 灼识咨询, 国金证券研究所

注重高端影像设备研发, 辅助放疗实现癌症精准诊疗。公司注重医学影像的高端研发和突破, 同时关注和优势放疗设备的结合, 形成了放射诊断+治疗的整体解决方案。2015年起, 中国医学装备协会共发布了八批“优秀国产医疗设备产品”目录, 公司研发单/双板数字化X线机、移动式DR、胃肠DR、乳腺DR等产品均入选。公司承担的山东省重点研发计划“多功能128排大孔径CT研发项目”被列入2022年中央专项引导资金项目。自主研发的放疗专用大孔径螺旋CT, 具有诊断图像质量高、扫描剂量低、放疗精度高等优势, 填补了国内尚无放疗专用大孔径CT的空白, 围绕医学影像和放射治疗, 公司集成了精确放疗整体化解决方案, 市占率有望进一步提升。

盈利预测与投资建议

盈利预测

公司涉及板块较多，我们对业务进行了拆分及预测：

(1) 医疗器械制造：占总体收入比例由 2018 年的 22% 提升至 2022 年的 41%，在医疗新建的周期带动下，在贴息等一系列政策支持下，公司有望持续夯实医疗器械制造的业务基础。2022 年公司按照“调结构 强主业 提效益 防风险”的十二字工作方针，集中优势重点发展医疗机械制、制药装备等板块，收入占比明显提升。预计 2023-2025 年收入同比增长分别为 26%、24%、20%，公司业务竞争格局相对稳定，预计毛利率保持稳定水平，预计 2023-2025 年毛利率分别为 40%、40%、40%。

(2) 医疗商贸：占总体收入比例由 2018 年的 62% 下滑至 2022 年的 31%，医疗商贸业务范围主要包括市场准入、市场营销、渠道管理、以及物流配送。随着对主业的强化，预计未来贸易业务占收入比例会进一步缩小，2023-2025 年收入同比下滑分别为 15%、15%、15%，贸易业务在医保控费的背景下或遭受利润水平层面的冲击，预计毛利率有小幅下滑，预计 2023-2025 年毛利率分别为 10%、9%、9%。

(3) 制药装备：占总体收入比例由 2018 年的 9% 提升至 2022 年的 16%，制药装备板块已形成四大技术中心，即注射剂工程技术中心、固体制剂工程技术中心、中药制剂工程技术中心、生物制药工程技术中心。近年来生命科学上游机会凸显，预计未来随着制药工业发展，业务比例有望进一步提高，预计 2023-2025 年收入同比增长分别为 23%、20%、19%，公司产品相对比较成熟，毛利率预计维持稳定水平，预计 2023-2025 年毛利率分别为 29%、29%、29%。

(4) 医疗服务：占总体收入比例由 2018 年的 5% 提升至 2022 年的 9%，新华医院集团聚焦于医院投资建设、运营管理、血液透析、供应链平台等业务方向。医疗服务有望在院内诊疗复苏的状态下保障持续增长，预计 2023-2025 年收入同比增长分别为 9%、10%、10%，随着医疗服务方向终端医疗收费的下行趋势，预计毛利率或有下滑，预计 2023-2025 年毛利率分别为 16%、13%、12%。

综上，我们预计公司 2023-2025 年收入同比增长分别为 11%、12%、12%，预计 2023-2025 年毛利率分别为 28%、30%、31%。费用方面，其中公司产线虽涉及较广，但多年发展后销售渠道基本稳定，伴随新品的推出，预计销售费用率稳中有增，预计公司 2023-2025 年销售费用率分别为 9.60%、9.60%、9.70%。公司持续投入研发，保证产品迭代及新品推出，且产品实现向高端的突破，预计研发费用率逐步提高，预计 2023-2025 年研发费用率分别为 4.40%、4.60%、4.70%。根据公司公告，股权激励费用预计未来几年逐年递减，预计公司管理费用率稳中有降，预计 2023-2025 年管理费用率分别为 4.70%、4.68%、4.65%。

预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 7.32、8.92、11.00 亿元，分别同比增长 46%、22%、23%。

图表40: 2018-2025E 公司收入拆分及预测

单位: 亿元	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	103	88	92	95	93	103	115	130
YoY		-15%	4%	4%	-2%	11%	12%	12%
营业成本	82.27	69.05	70.21	71.83	68.28	73.65	81.17	89.79
平均毛利率	20.00%	21.23%	23.28%	24.25%	26.44%	28.32%	29.64%	30.68%
(1) 医疗器械制造	23	26	29	35	38	48	60	72
YoY		14.47%	14.15%	20.04%	8.04%	26.00%	24.00%	20.00%
营业成本	14.03	15.95	18.61	22.09	22.88	28.79	35.70	42.95
毛利率	37.73%	38.13%	36.77%	37.49%	40.06%	40.15%	40.15%	40.00%
占总收入比例	21.91%	29.42%	32.17%	37.27%	41.13%	46.82%	51.71%	55.26%
(2) 医疗商贸	63	44	43	38	29	25	21	18
YoY		-31.06%	-1.63%	-10.90%	-24.32%	-15.00%	-15.00%	-15.00%
营业成本	54.99	37.27	36.20	33.13	26.10	22.18	19.03	16.17
毛利率	13.11%	14.59%	15.65%	13.37%	9.83%	9.83%	9.00%	9.00%
占总收入比例	61.54%	49.77%	46.90%	40.33%	31.18%	23.94%	18.12%	13.72%
(3) 制药装备	9	11	11	12	15	19	22	27
YoY		22.77%	-0.37%	16.84%	21.46%	23.00%	20.00%	19.00%
营业成本	7.37	9.47	8.34	9.16	10.94	13.25	15.90	19.05
毛利率	15.71%	11.69%	22.02%	26.68%	27.90%	29.00%	29.00%	28.50%
占总收入比例	8.50%	12.24%	11.68%	13.17%	16.34%	18.16%	19.41%	20.57%
(4) 医疗服务	5	6	7	7	8	9	10	11
YoY		12.06%	14.07%	6.68%	14.56%	9.00%	10.00%	10.00%
营业成本	4.45	5.10	5.76	6.40	6.92	7.76	8.78	9.77
毛利率	17.45%	15.66%	16.41%	13.03%	17.85%	15.50%	13.00%	12.00%
占总收入比例	5.24%	6.89%	7.53%	7.75%	9.07%	8.93%	8.75%	8.57%
(5) 其他业务	3	1	2	1	2	2	2	2
YoY		-48.61%	6.08%	-11.46%	51.08%	5.00%	5.00%	5.00%
营业成本	1.44	1.26	1.29	1.05	1.44	1.68	1.76	1.85
毛利率	50.20%	14.46%	17.51%	24.43%	31.66%	24.00%	24.00%	24.00%
占总收入比例	2.80%	1.69%	1.72%	1.47%	2.26%	2.15%	2.01%	1.88%

来源: WIND, 国金证券研究所

投资建议及估值

我们采用相对估值法对公司进行估值。选取可比公司联影医疗、迈瑞医疗、东富龙、楚天科技, 2023-2025 年行业市盈率平均数分别为 29、24、19 倍, 采用相对估值法对公司进行估值。参考行业平均值, 给予公司 2023 年 PE 29X, 12 个月内目标市值 212 亿元, 目标价为 45.46 元, 给予“买入”评级。

图表41: 可比公司估值比较

代码	名称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)					PE (倍)				
			2021	2022	2023E	2024E	2025E	2021	2022	2023E	2024E	2025E
688271.SH	联影医疗	1,142	14.17	16.56	23.15	28.80	32.33	/	94	56	45	36
300760.SZ	迈瑞医疗	3,656	80.02	96.07	117.07	141.28	169.55	58	41	32	27	22
300171.SZ	东富龙	185	8.28	8.47	10.60	13.25	16.26	43	17	17	13	11
300358.SZ	楚天科技	90	5.66	5.67	7.13	8.72	10.45	27	14	12	10	8
	平均数							43	41	29	24	19
600587.SH	新华医疗	157	5.56	5.03	7.33	8.93	11.02	29	17	22	18	15

来源: WIND, 国金证券研究所。注: 联影医疗、迈瑞医疗、新华医疗盈利预测来自国金证券预测, 其他企业盈利预测来自 wind 一致预期, 截至 2023/5/31。

风险提示

限售股解禁风险: 公司 2021 年限制性股票激励计划授予对象所获得的 5,546,800 股限售股有三个解除限售期, 分别为 2024 年 2 月 17 日至 2025 年 2 月 16 日、2025 年 2 月 17 日至 2026 年 2 月 16 日、2026 年 2 月 17 日至 2027 年 2 月 16 日, 各解除限售期内, 可解除限售数量占获授权益数量比例为 1/3, 量较大或对公司股价造成一定波动。

募投项目投入不及预期风险: 2023 年公司定向募集资金 12.84 亿元已全部到位。募集资金主要用途为提升新产品或核心产品的产能, 实现产品结构升级等。在募投项目实施过程中, 公司面临市场变化、技术进步、产业政策变化等诸多不确定因素, 或会导致募投项目实施不及预期, 对未来业务产生不利影响。

新签订单不及预期风险: 公司聚焦主业, 集中优势重点发展医疗器械以及制药装备板块, 在市场上皆占有较高份额。但市场上仍面临较多国内及国外竞争厂商, 存在新签订单不及预期风险。

海外拓展不及预期风险: 近年公司加大对海外市场推广力度, 并于 2022 年筹建了越南和埃及 2 个海外办事处。若公司海外业务拓展不及预期, 将对公司营收带来负面影响。

原材料供应不稳定风险: 虽然公司采用“以销定产”模式, 根据销售历史数据提前采购原材料, 并按计划生产成品。但若主要原材料供应不及时或质量不稳定, 将会影响公司产品的生产与销售。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	9,151	9,482	9,282	10,275	11,536	12,954
增长率		3.6%	-2.1%	10.7%	12.3%	12.3%
主营业务成本	-7,021	-7,183	-6,828	-7,365	-8,117	-8,980
%销售收入	76.7%	75.7%	73.6%	71.7%	70.4%	69.3%
毛利	2,130	2,300	2,454	2,910	3,419	3,974
%销售收入	23.3%	24.3%	26.4%	28.3%	29.6%	30.7%
营业税金及附加	-66	-69	-68	-75	-84	-97
%销售收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.8%
销售费用	-906	-902	-887	-986	-1,107	-1,257
%销售收入	9.9%	9.5%	9.6%	9.6%	9.6%	9.7%
管理费用	-394	-422	-461	-483	-540	-602
%销售收入	4.3%	4.4%	5.0%	4.7%	4.7%	4.7%
研发费用	-198	-296	-401	-452	-531	-609
%销售收入	2.2%	3.1%	4.3%	4.4%	4.6%	4.7%
息税前利润 (EBIT)	567	611	636	913	1,157	1,409
%销售收入	6.2%	6.4%	6.9%	8.9%	10.0%	10.9%
财务费用	-122	-64	-37	-57	-65	-39
%销售收入	1.3%	0.7%	0.4%	0.6%	0.6%	0.3%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	61	-43	0	0	0
投资收益	51	112	50	50	20	20
%税前利润	14.9%	15.6%	8.6%	5.2%	1.7%	1.4%
营业利润	365	720	586	959	1,165	1,443
营业利润率	4.0%	7.6%	6.3%	9.3%	10.1%	11.1%
营业外收支	-20	-2	-10	-1	-2	-2
税前利润	345	718	576	958	1,164	1,441
利润率	3.8%	7.6%	6.2%	9.3%	10.1%	11.1%
所得税	-106	-162	-47	-216	-262	-332
所得税率	30.7%	22.6%	8.1%	22.5%	22.5%	23.0%
净利润	239	556	529	742	902	1,110
少数股东损益	5	0	27	10	10	10
归属于母公司的净利润	234	556	503	732	892	1,100
净利率	2.6%	5.9%	5.4%	7.1%	7.7%	8.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	239	556	529	742	902	1,110
少数股东损益	5	0	27	10	10	10
非现金支出	225	230	233	202	221	244
非经营收益	32	-48	-7	5	72	50
营运资金变动	418	576	-455	-1,061	-172	-180
经营活动现金净流	915	1,314	300	-112	1,022	1,223
资本开支	-182	-256	-247	-274	-409	-410
投资	19	368	-41	-50	0	0
其他	134	52	6	50	20	20
投资活动现金净流	-28	164	-281	-274	-389	-390
股权募资	0	0	63	62	0	0
债权募资	-685	-1,135	127	295	-238	-437
其他	-174	-272	-160	-247	-233	-211
筹资活动现金净流	-859	-1,407	29	111	-471	-648
现金净流量	27	71	48	-275	162	186

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,351	1,567	1,689	1,407	1,564	1,745
应收款项	1,911	1,867	2,138	2,341	2,723	3,128
存货	2,342	2,306	3,029	3,228	3,669	4,133
其他流动资产	223	437	529	443	471	504
流动资产	5,827	6,177	7,385	7,418	8,427	9,511
%总资产	50.4%	53.2%	57.0%	57.0%	59.3%	61.5%
长期投资	2,165	2,064	2,031	2,031	2,031	2,031
固定资产	2,471	2,292	2,470	2,570	2,751	2,910
%总资产	21.4%	19.7%	19.1%	19.7%	19.3%	18.8%
无形资产	950	879	880	890	901	911
非流动资产	5,727	5,437	5,567	5,603	5,792	5,959
%总资产	49.6%	46.8%	43.0%	43.0%	40.7%	38.5%
资产总计	11,554	11,614	12,952	13,021	14,219	15,471
短期借款	1,847	1,038	1,067	1,335	1,097	661
应付款项	2,357	2,557	3,009	3,313	3,768	4,223
其他流动负债	1,861	2,426	2,831	1,730	1,954	2,220
流动负债	6,065	6,021	6,906	6,379	6,820	7,104
长期贷款	413	59	96	176	176	176
其他长期负债	218	266	160	31	27	24
负债	6,696	6,345	7,163	6,587	7,023	7,304
普通股股东权益	4,385	4,915	5,393	6,029	6,780	7,740
其中：股本	406	406	412	467	467	467
未分配利润	2,143	2,635	2,988	3,580	4,331	5,291
少数股东权益	474	354	396	406	416	426
负债股东权益合计	11,554	11,614	12,952	13,021	14,219	15,471

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.576	1.369	1.220	1.569	1.910	2.356
每股净资产	10.788	12.092	13.091	12.913	14.523	16.579
每股经营现金净流	2.250	3.233	0.728	-0.239	2.190	2.620
每股股利	0.180	0.250	0.250	0.300	0.300	0.300
回报率						
净资产收益率	5.34%	11.32%	9.32%	12.15%	13.15%	14.21%
总资产收益率	2.03%	4.79%	3.88%	5.62%	6.27%	7.11%
投入资本收益率	5.44%	7.30%	8.32%	8.91%	10.58%	12.05%
增长率						
主营业务收入增长率	4.38%	3.62%	-2.11%	10.70%	12.28%	12.29%
EBIT增长率	91.17%	7.84%	4.14%	43.56%	26.68%	21.80%
净利润增长率	-72.82%	137.68%	-9.68%	45.71%	21.75%	23.36%
总资产增长率	-0.44%	0.52%	11.52%	0.54%	9.20%	8.80%
资产管理能力						
应收账款周转天数	71.7	63.1	64.4	72.0	75.0	77.0
存货周转天数	116.8	118.1	142.6	160.0	165.0	168.0
应付账款周转天数	84.9	84.7	97.2	112.0	116.0	117.0
固定资产周转天数	86.6	83.5	85.1	78.0	73.0	67.5
偿债能力						
净负债/股东权益	17.85%	-10.79%	-10.81%	0.07%	-5.42%	-12.35%
EBIT利息保障倍数	4.7	9.6	17.4	15.9	17.9	36.5
资产负债率	57.95%	54.64%	55.30%	50.58%	49.39%	47.21%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806