

新华医疗(600587)

报告日期: 2023年06月14日

## 国改加速下的医疗器械老龙头

### ——新华医疗深度报告

#### 投资要点

新华医疗为国产医疗器械龙头企业，国企改革背景下，管理显著优化、向高端切换加速、盈利能力快速提升，我们认为，公司正处于管理优化与产品创新带来收入高增长、利润上行周期，2023-2025年收入利润高增长可期。

#### 新华医疗：聚焦主业，降本增效，老龙头现新生机

**聚焦主业，医疗器械&制药装备收入占比稳步提升。**新华医疗为国内医疗器械的老牌龙头，经过多年发展，其业务涵盖医疗器械、制药装备、医疗商贸、医疗服务四个方向。2017年，公司提出聚焦主业（医疗器械&制药装备），由规模增长向效益增长转变，2018-2022年，公司两大核心板块医疗器械（收入占比由22%提升至41%）、制药装备（收入占比由8%提升至16%），收入占比稳步提升。

**着重效益，毛利率稳步提升期。**自2017年，公司提出“出清低效资产”、“由规模增长向效益增长转变”的策略以来，逐步剥离低效子公司，向医疗器械与制药装备两大板块聚焦，拉动毛利率逐年提升，2018-2022年公司毛利率由20.0%逐年提升至26.4%。正处于盈利能力稳步提升期。

#### 边际变化：管理显著优化，高端切换加速

➤ **边际变化 1：国企改革&股权激励，促进盈利能力稳步提升。**（1）国企改革落地，公司经营质量提升。2020年6月30日，中央全面深化改革委员会第十四次会议审议通过了《国企改革三年行动方案（2020-2022年）》，促进国有企业优化布局、调整结构、提高活力和效率，新华医疗将提升毛利率作为重要目标，优化产品结构、降本增效、实施股权激励，2018-2022年毛利率逐年提升，我们认为随企业治理进一步优化，公司盈利能力仍有进一步提升空间；（2）股权激励：2020-2024年扣非归母净利润 CAGR23%，快速增长趋势渐显。2021年11月，公司公布《2021年限制性股票激励计划（草案）》，提出2022-2024年股权激励考核目标，以股权激励考核要求计算，2020-2024年公司扣非归母净利润 CAGR23%，快速增长趋势渐显；2023年3月，公司披露《关于子公司实施股权激励计划的公告》，子公司新华手术器械有限公司实施股权激励，我们认为，随公司股权激励的持续推行，公司员工积极性有望进一步提升，盈利能力有望持续增长。

➤ **边际变化 2：管理能力显著提升，并有望带来持续的经营边际改善。**我们认为，公司作为已诞生80年的国有企业，业务繁琐、体量庞杂，管理能力的评估至关重要。2020-2022年，公司管理人员薪酬占期间费用的比例有稳步上升态势（由12%提升至14%），从管理效果来看，2020-2022年公司资产负债率下降（由58%下降至55%）；2020-2022年公司整体ROA（总资产收益率）、经营活动净收益/利润总额整体呈现上升趋势，盈利能力与收益质量均稳步提升。我们认为，公司正处于管理能力提升期，有望带来持续的经营边际改善。

➤ **边际变化 3：定增落地、创新能力凸显，高端化切换加速。**2023年2月，公司披露《非公开发行股票之发行情况报告书》，募集金额12.84亿元（发行54.90百万股，其中山东健康认购32.7%），主要用于柔性加工产线、高端精密微创器械、小容量制剂智能化生产、高端医疗装备研发等项目，从定增规划看，公司正处于产品高端化进程加速期。我们认为，高端化切换对于提升公司产品竞争力、毛利率等均有形成促进，持续深化公司核心竞争力。

#### 盈利预测与估值

我们预计，公司2023-2025年营业收入分别为107.12/121.91/137.48亿元，分别同比增长15.4%、13.8%、12.8%；2023-2025年公司归母净利润分别为

#### 投资评级：增持(首次)

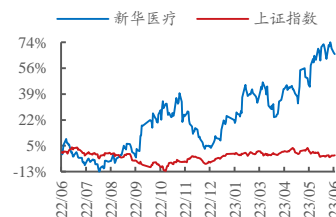
分析师：孙建  
执业证书号：S1230520080006  
02180105933  
sunjian@stocke.com.cn

研究助理：司清蕊  
siqingrui@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 34.39
总市值(百万元)	16,055.83
总股本(百万股)	466.87

#### 股票走势图



#### 相关报告

7.67/9.18/10.78 亿元，分别同比增长 52.61%、19.71%、17.43%，对应 EPS 分别为 1.64/1.97/2.31 元（2023 年 21 倍 PE），参考可比公司，给出 2023 年 28 倍 PE，对应 36%的空间，首次覆盖给予“增持”评级。

#### □ 风险提示

政策落地实施不及预期的风险；新品商业化或市场接受度不及预期的风险；行业竞争加剧的风险；并购标的管理不及预期的风险。

## 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	9281.77	10712.45	12190.64	13747.73
(+/-) (%)	-2.11%	15.41%	13.80%	12.77%
归母净利润	502.61	767.04	918.21	1078.24
(+/-) (%)	-26.67%	52.61%	19.71%	17.43%
每股收益(元)	1.08	1.64	1.97	2.31
P/E	32	21	17	15

资料来源：wind，浙商证券研究所

## 正文目录

<b>1 新华医疗：国改加速下的医疗器械老龙头</b>	<b>5</b>
1.1 主营业务：医疗器械&制药装备收入占比稳步提升	5
1.2 发展历程：聚焦主业、着重效益，盈利能力改善	6
1.3 边际变化：管理显著优化，高端切换加速	6
<b>2 医疗器械：持续向高端切换，进口替代强劲</b>	<b>8</b>
2.1 消毒感控：市占率 70%，疫后恢复&新品放量拉动收入增长	9
2.2 医疗设备：高能直线加速器/大孔径 CT，高端化进程加速	10
<b>3 制药装备：创新技术&amp;渠道拓展，有望驱动收入高增长</b>	<b>11</b>
<b>4 盈利预测</b>	<b>12</b>
4.1 收入成本拆分：2022-2025 年收入 CAGR14.0%	12
4.2 盈利预测：盈利能力稳步提升	13
<b>5 估值与投资建议</b>	<b>14</b>
5.1 相对估值	14
5.2 投资建议	14
<b>6 风险提示</b>	<b>14</b>

## 图表目录

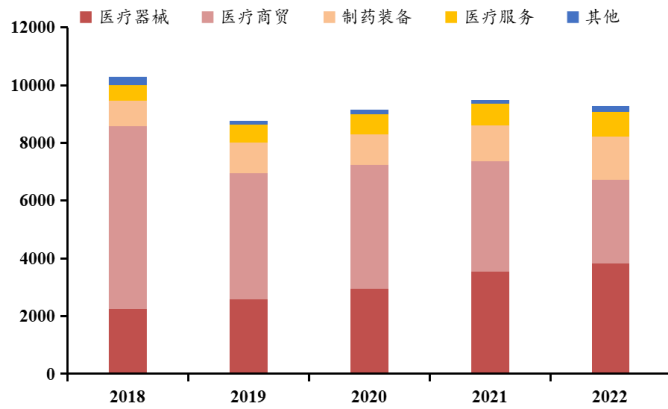
图 1: 2018-2022 年公司收入构成 (百万元) .....	5
图 2: 2018-2022 年公司各板块收入占比 (%) .....	5
图 3: 2019-2022 年公司毛利率与净利率 .....	5
图 4: 2018-2022 年公司应收账款周转率变动 (次/年) .....	5
图 5: 2013-2022 年公司收入及增速 .....	6
图 6: 2013-2022 年公司员工总人数变动 .....	6
图 7: 公司发展历程与股价 .....	6
图 8: 2018-2022 年公司管理人员薪酬及占比 .....	7
图 9: 2018-2022 年公司资产负债率 (%) .....	7
图 10: 2018-2022 年公司总资产收益率 (%) .....	8
图 11: 2018-2022 年公司经营活动净收益/利润总额 (%) .....	8
图 12: 2018-2022 年公司医疗器械板块收入及增速 .....	9
图 13: 2018-2022 年公司医疗器械板块毛利率变化 .....	9
图 14: 2020-2028E 中国感染控制产品市场规模 (百万美金) .....	9
图 15: 2020 年中国感染控制终端市场分布 .....	9
图 16: 2015-2030E 中国医疗影像设备市场规模及增速 .....	10
图 17: 2015-2030E 中国放疗设备市场规模及增速 .....	10
图 18: 2020 年中国低能放疗设备市场格局 (按销量计) .....	10
图 19: 2020 年中国高能放疗设备市场格局 (按销量计) .....	10
图 20: 2015-2025E 中国制药装备市场规模及增速 .....	11
图 21: 2020 年中国制药装备市场格局 (按出厂价) .....	11
图 22: 2018-2022 年公司制药装备板块收入及增速 .....	12
图 23: 2018-2022 年公司制药装备板块毛利率变化 .....	12
表 1: 新华医疗股权激励考核要求 .....	7
表 2: 2023 年公司定增规划 .....	8
表 3: 2020-2023 年公司新增注册放疗及影像产品 .....	11
表 4: 2020-2025E 公司收入成本拆分 .....	13
表 5: 2020-2025E 公司三大费用率预测 .....	14
表 6: 可比公司估值 .....	14
表附录: 三大报表预测值 .....	16

# 1 新华医疗：国改加速下的医疗器械老龙头

## 1.1 主营业务：医疗器械&制药装备收入占比稳步提升

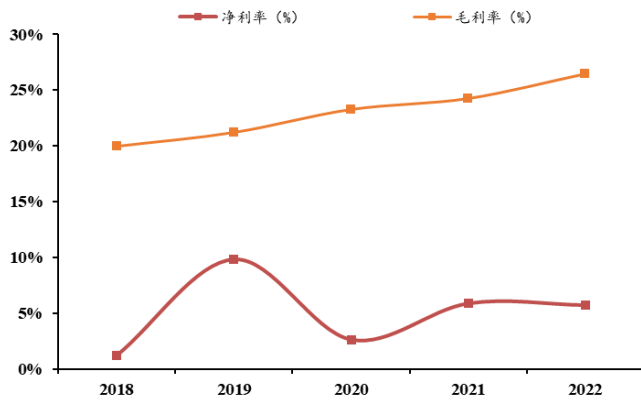
聚焦主业，医疗器械&制药装备收入占比稳步提升。新华医疗诞生于1943年的胶东抗日根据地，为国内医疗器械的老牌龙头，经过多年发展，其业务涵盖医疗器械、制药装备、医疗商贸、医疗服务四个方向。2017年，公司提出聚焦主业、由规模增长向效益增长转变，2018-2022年，公司核心两大板块医疗器械（收入占比由22%提升至41%）、制药装备（收入占比由8%提升至16%），收入占比稳步提升。

图1：2018-2022年公司收入构成（百万元）



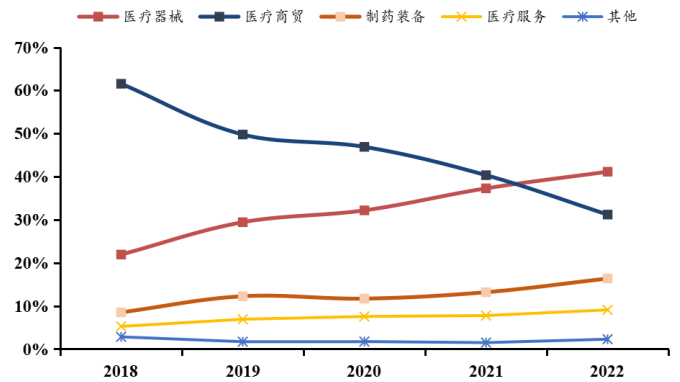
资料来源：wind，浙商证券研究所

图3：2019-2022年公司毛利率与净利率



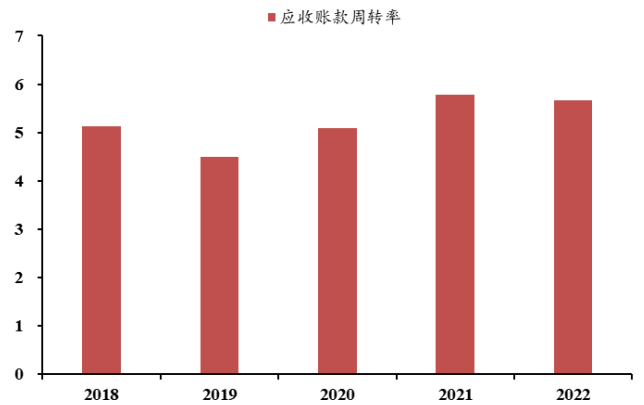
资料来源：wind，浙商证券研究所

图2：2018-2022年公司各板块收入占比 (%)



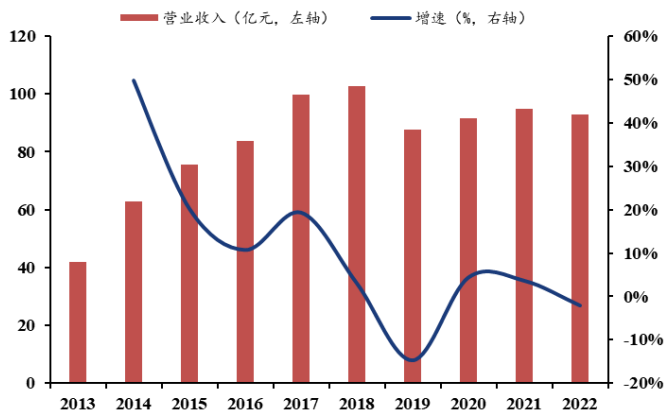
资料来源：wind，浙商证券研究所

图4：2018-2022年公司应收账款周转率变动（次/年）



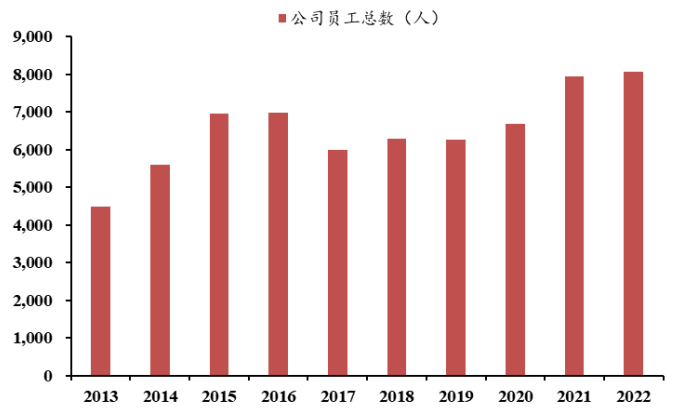
资料来源：wind，浙商证券研究所

图5: 2013-2022 年公司收入及增速



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图6: 2013-2022 年公司员工总人数变动



资料来源: wind, 浙商证券研究所

### 1.2 发展历程: 聚焦主业、着重效益, 盈利能力改善

**聚焦主业, 着重效益, 毛利率稳步提升期。**1943年, 新华医疗诞生于胶东抗日根据地, 为我党我军早期创立的医疗器械生产企业。至2002年9月上市, 公司仍主要集中于医疗卫生与制药行业(包含消毒灭菌设备和放射治疗设备等), 自上市以来, 公司经历了规模拓展与效益拓展两个阶段: (1) 2009-2017年, 规模拓展阶段。公司通过与海外龙头合作建立合资公司、大范围并购等方式, 发展医疗商贸及医疗服务板块, 补充医疗器械、制药装备细分方向, 收入高速增长, 2009-2017年, 公司收入由9亿元快速增长至100亿元; (2) 2017年下半年, 公司开始由收入增长转向效益增长过渡。公司在2017年年报中提出“出清低效资产”、“由规模增长向效益增长转变”的策略, 并于2017年开始逐步剥离低效子公司, 2020年进一步明确“调结构、强主业、提效益、防风险”的目标, 向医疗器械与制药装备两大板块聚焦, 2018-2022年, 公司毛利率逐年提升, 由20.0%提升至26.4%, 盈利能力稳步提升。

图7: 公司发展历程与股价



资料来源: wind, 公司年报, 浙商证券研究所

### 1.3 边际变化: 管理显著优化, 高端切换加速

**边际变化 1: 国企改革&股权激励, 促进盈利能力稳步提升。**(1) **国企改革, 促进公司经营质量提升。**2020年6月30日, 中央全面深化改革委员会第十四次会议审议通过了《国企改革三年行动方案(2020-2022年)》, 促进国有企业优化布局、调整结构、提高活力和效率, 新华医疗将提升毛利率作为重要目标, 优化产品结构、降本增效、实施股权激励, 2018-2022年毛利率逐年提升, 我们认为随企业治理进一步优化, 公司盈利能力仍有进一步提升空间;(2) **股权激励: 2020-2024年扣非归母净利润 CAGR23%, 彰显利润高增长信心。**2021年11月, 公司公布《2021年限制性股票激励计划(草案)》, 提出2022-2024年股权激励考核目标, 以股权激励考核要求计算, 2020-2024年公司扣非归母净利润 CAGR23%, 彰显利润高增长信心; 2023年3月, 公司披露《关于子公司实施股权激励计划的公告》, 子公司新华手术器械有限公司实施股权激励, 我们认为, 随公司股权激励的持续推行, 公司员工积极性有望进一步提升, 盈利能力有望持续增长。

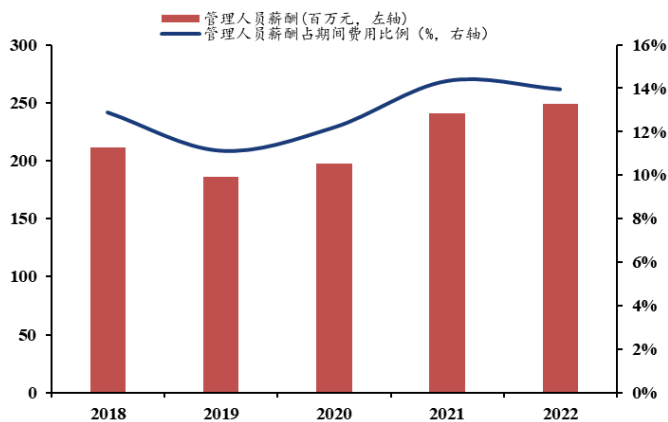
表1: 新华医疗股权激励考核要求

	股权激励业绩考核要求
2022年	(1) 2022年基本每股收益不得低于0.96元/股, 且不低于行业平均水平或对标企业75分位水平。(2) 以2020年为基准, 2022年归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润增长率不得低于85%, 且不低于行业平均水平或对标企业75分位水平。
2023年	(1) 2023年基本每股收益不得低于1.10元/股, 且不低于行业平均水平或对标企业75分位水平。(2) 以2020年为基准, 2023年归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润增长率不得低于110%, 且不低于行业平均水平或对标企业75分位水平。
2024年	(1) 2024年基本每股收益不得低于1.22元/股, 且不低于行业平均水平或对标企业75分位水平。(2) 以2020年为基准, 2024年归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润增长率不得低于130%, 且不低于行业平均水平或对标企业75分位水平。

资料来源: wind, 浙商证券研究所

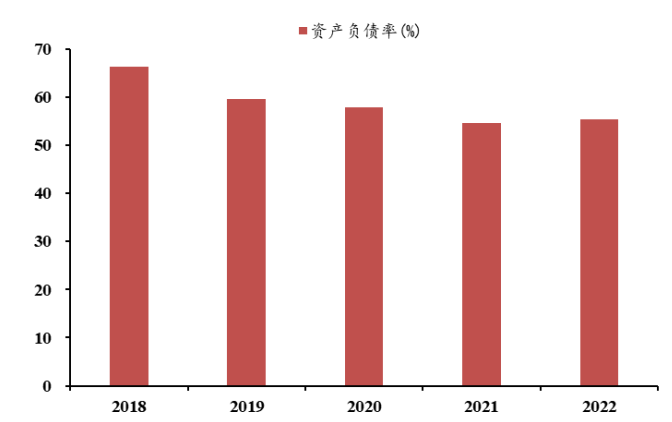
**边际变化 2: 管理能力显著提升, 并有望带来持续的经营边际改善。**我们认为, 公司作为已诞生80年的国有企业, 业务繁琐、体量庞杂, 管理能力的评估至关重要。2020-2022年, 公司管理人员薪酬占期间费用的比例有稳步上升态势(由12%提升至14%), 从管理效果来看, 2020-2022年公司资产负债率下降(由58%下降至55%); 2020-2022年公司整体ROA(总资产收益率)、经营活动净收益/利润总额整体呈现上升趋势, 盈利能力与收益质量均稳步提升。我们认为, 公司正处于管理能力提升期, 有望带来持续的经营边际改善。

图8: 2018-2022年公司管理人员薪酬及占比



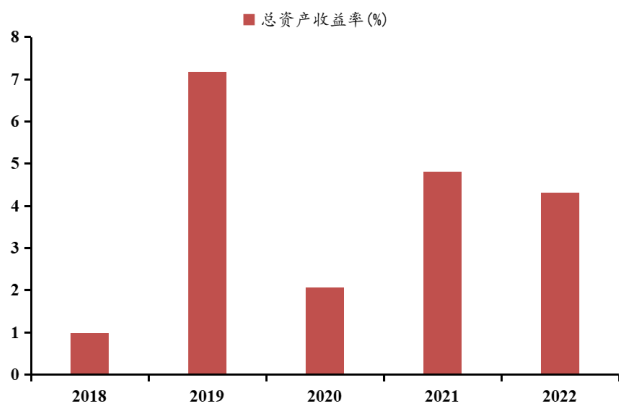
资料来源: wind, 浙商证券研究所

图9: 2018-2022年公司资产负债率(%)



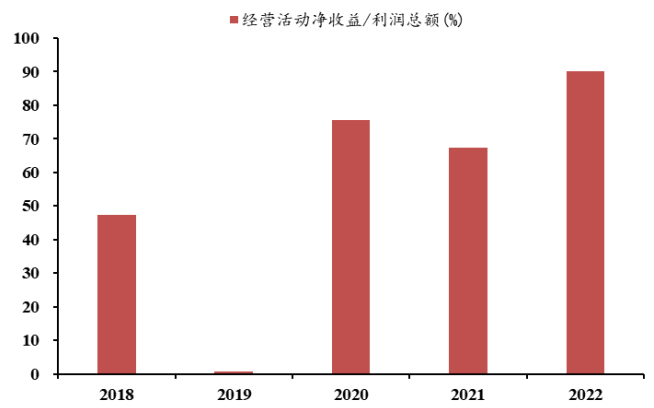
资料来源: wind, 浙商证券研究所

图10: 2018-2022年公司总资产收益率(%)



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图11: 2018-2022年公司经营活动净收益/利润总额(%)



资料来源: wind, 浙商证券研究所

**边际变化3: 定增落地、创新能力凸显, 高端化切换加速。**2023年2月, 公司披露《非公开发行股票之发行情况报告书》, 募集金额 12.84 亿元(发行 54.90 百万股, 其中山东健康认购 32.7%), 主要用于柔性加工产线、高端精密微创器械、小容量制剂智能化生产、高端医疗装备研发等项目, 从定增规划看, 公司产品高端化进程有望加速。我们认为, 高端化切换对于提升公司产品竞争力、毛利率等均有望形成促进, 持续深化公司核心竞争力。

表2: 2023年公司定增规划

序号	项目名称	实施主体	总投资额(万元)	拟投入募集资金(万元)	建设周期	预期内部收益率	税后静态投资回收期(含建设期)
1	基于柔性加工生产线的智能制造及配套项目	新华医疗	36,850.00	28,023.81	36个月	12.38%	6.11年
2	高端精密微创手术器械生产扩建项目	新华手术器械	22,202.00	20,872.59	24个月	15.38%	7.04年
3	制药小容量制剂智能化生产装备产业化项目	新华医疗	17,120.28	15,329.23	24个月	15.33%	7.21年
4	新华医疗高端医疗装备研发检验检测中心项目	新华医疗	13,988.20	13,052.94	32个月	/	/
5	高性能放射治疗设备及医学影像产品产业化建设项目	新华医疗	7,482.20	6,686.67	20个月	24.47%	5.75年
6	实验室系列产品产业化项目	新华医疗	7,557.32	6,391.19	24个月	21.92%	6.29年
7	补充流动资金	新华医疗	38,000.00	38,000.00	/	/	/
合计			143,200.00	128,356.43			

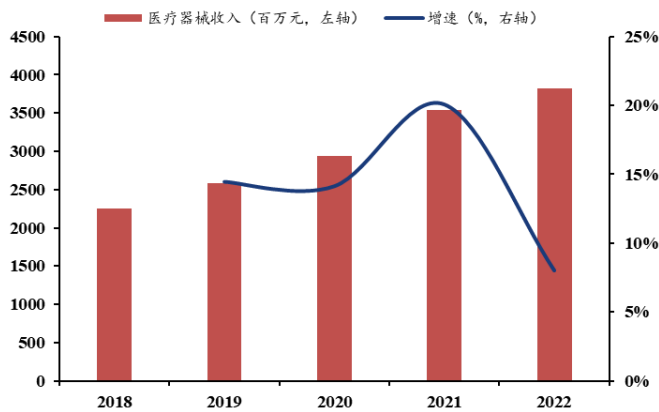
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

## 2 医疗器械: 持续向高端切换, 进口替代强劲

公司医疗器械板块主要包含感染控制、放射诊疗及影像、体外诊断、外科器械及骨科、手术室工程及设备、口腔设备及耗材、实验动物设备、透析设备及耗材、医用环保九大产品线, 其中消毒感控板块为基石, 放疗及影像板块在高端新品驱动下或有望实现收入高增长。

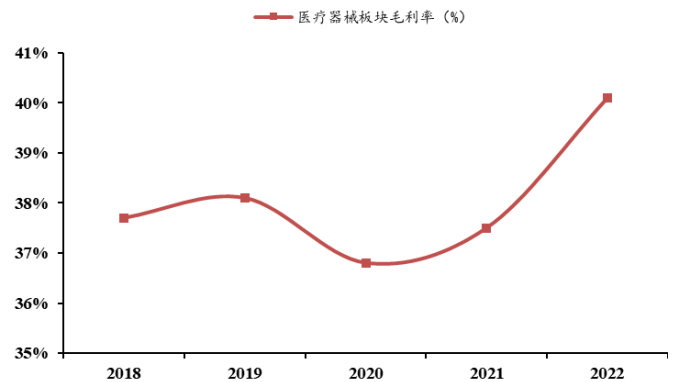


图12: 2018-2022年公司医疗器械板块收入及增速



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图13: 2018-2022年公司医疗器械板块毛利率变化

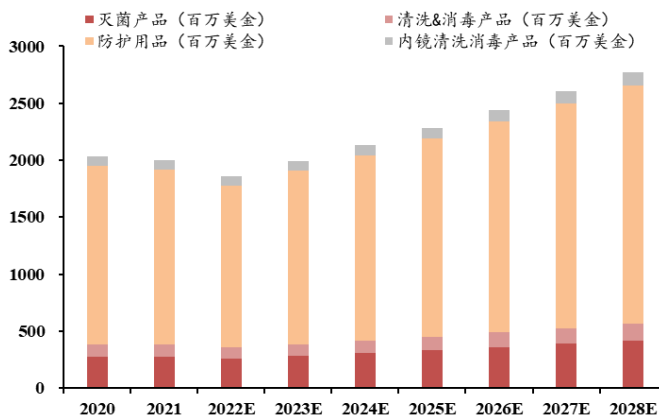


资料来源: wind, 浙商证券研究所

## 2.1 消毒感控: 市占率 70%，疫后恢复&新品放量拉动收入增长

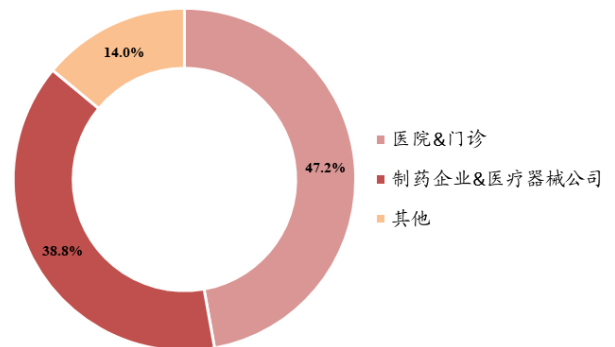
市场需求稳步提升: 2020-2028E 中国灭菌&清洗&消毒产品市场规模 CAGR5.1%，内镜清洗消毒系统市场规模 CAGR4.2%。根据 Allied Market Research 数据, 2020 年我国感染控制市场规模 20.35 亿美金, 其中灭菌&清洗&消毒产品 (公司核心感控产品所处市场) 市场规模 3.82 亿美金、内镜清洗消毒系统 (公司新产品所处市场) 0.84 亿美金; 至 2028 年灭菌&清洗&消毒产品市场规模有望达 5.68 亿美金, 对应 CAGR5.1%; 内镜清洗消毒产品 1.17 亿美金, 对应 CAGR4.2%, 市场需求稳步提升。

图14: 2020-2028E 中国感染控制产品市场规模 (百万美金)



资料来源: Allied Market Research, 浙商证券研究所

图15: 2020 年中国感染控制终端市场分布



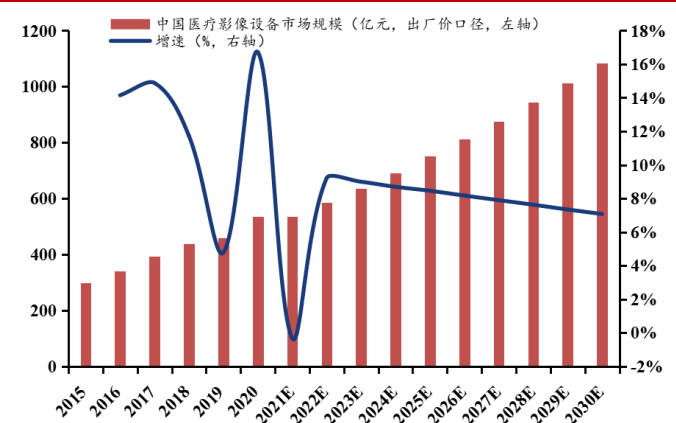
资料来源: Allied Market Research, 浙商证券研究所

公司国内灭菌&清洗&消毒产品市占率 70%，处于行业龙头地位；内镜清洗消毒产品加速放量，有望拉动收入高增长。消毒感控板块一直是公司核心收入来源之一，根据公司 2021 年年报数据，公司感控板块国内市占率 70%。2022 年，公司签订 4 家智慧化消毒供应中心整体项目，依托达芬奇产品认证，GXP 系列低温等离子体灭菌器毛利率大幅提升；2022 年公司实现智慧化内镜中心零的突破，软式内镜清洗消毒器合同量大幅增长，2022 年 12 月单月合同超过 400 台。我们认为，随 2023 年疫后手术量恢复，有望拉动感染控制产品需求增长；且公司等离子灭菌器、内镜中心系统等产品的加速放量也有望拉动公司感控板块收入的高增长。

## 2.2 医疗设备：高能直线加速器/大孔径 CT，高端化进程加速

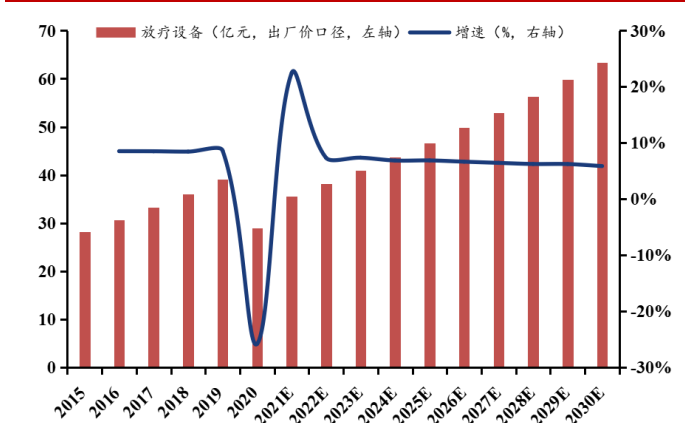
2020-2030E 我国医疗影像设备市场规模 CAGR7.3%；放疗设备市场规模 CAGR8.1%。人口老龄化、分级诊疗等拉动下沉需求提升，有望拉动放疗及影像设备市场持续高增长。按照联影医疗招股书数据，2020 年我国医疗影像设备市场规模 537 亿元，2030 年有望达 1085 亿元，对应市场规模 CAGR7.3%；而放疗设备 2020 年市场规模 29 亿元，2030 年有望达 63 亿元，对应市场规模 CAGR8.1%。

图 16: 2015-2030E 中国医疗影像设备市场规模及增速



资料来源：灼识咨询，联影医疗招股书，浙商证券研究所

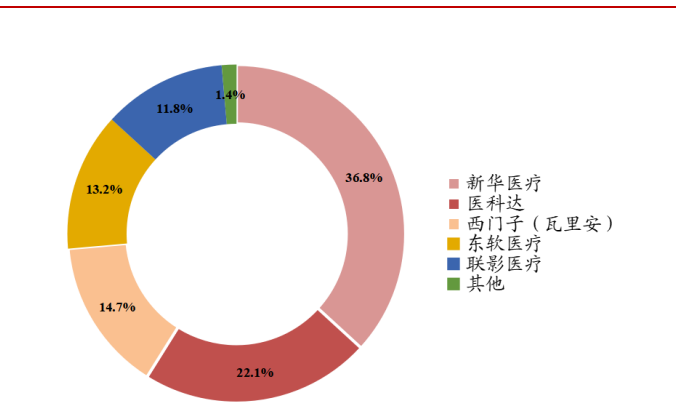
图 17: 2015-2030E 中国放疗设备市场规模及增速



资料来源：灼识咨询，联影医疗招股书，浙商证券研究所

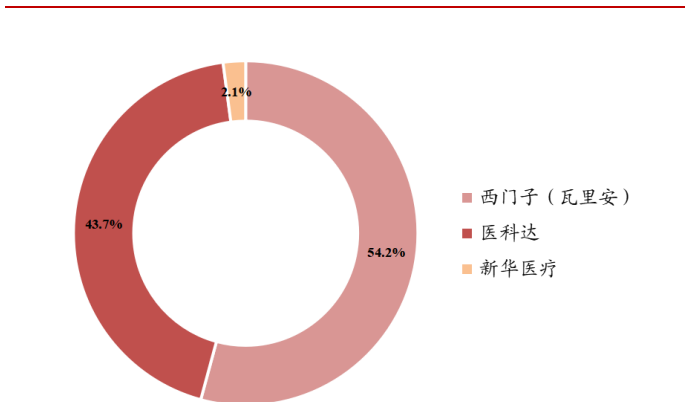
公司放疗及影像设备高端化加速，市场渗透率有望快速提升。新华医疗是放疗设备国产龙头企业，根据联影医疗招股书数据，新华医疗 2020 年低能放疗设备国内市占率 37%、高能放疗设备国内市占率 2%；2022 年公司医用电子直线加速器累计装机量超过 500 台，拥有国内首台高能医用电子直线加速器，产品销量始终稳居国产龙头地位。2022 年公司高端产品推进加速，2022 年 12 月，公司单月中标产品 26 台（后装机 9 台，大孔径模拟定位 CT5 台，医用电子直线加速器 12 台），创造单月新纪录。我们认为，随公司大孔径 CT、高能医用电子直线加速器等产品逐步放量，公司放疗及影像设备板块收入与利润均有望实现高增长。

图 18: 2020 年中国低能放疗设备市场格局 (按销量计)



资料来源：联影医疗招股书，浙商证券研究所

图 19: 2020 年中国高能放疗设备市场格局 (按销量计)



资料来源：联影医疗招股书，浙商证券研究所

表3: 2020-2023 年公司新增注册放疗及影像产品

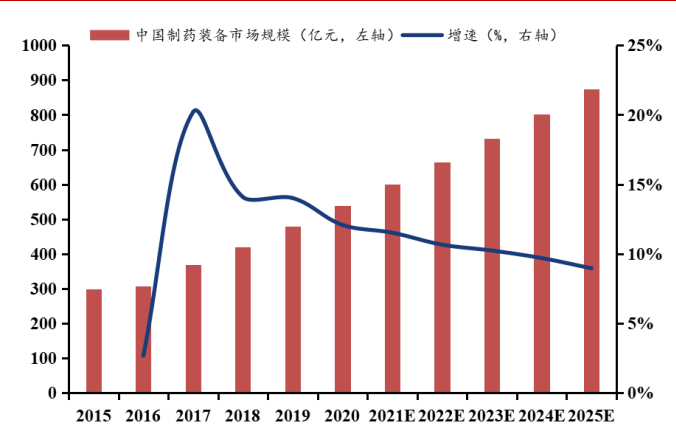
产品名称	管理类别	取证时间
放射治疗 X 射线图像引导系统	III	2023/3/8
X 射线血液辐照设备	III	2022/3/17
医用电子直线加速器	III	2022/8/4
移动式 C 形臂 X 射线机	II	2022/1/4
数字化 X 射线透视摄影系统 (XFuture1000A、XFuture1000B、XFuture1000C)	II	2022/12/20
数字化 X 射线透视摄影系统 (XFuture2000A、XFuture2000B)	II	2022/12/20
数字化 X 射线透视摄影系统 (XFuture2100A、XFuture2100B、XFuture2100C)	II	2022/12/20
放射治疗图像引导系统	III	2021/2/24
X 射线血液辐照设备	III	2021/1/7
数字化医用 X 射线摄影系统	II	2020/3/2
数字化车载 X 射线机 (DR1100R)	II	2020/3/7
数字化车载 X 射线机 (DR1200)	II	2020/3/7

资料来源: 公司公告, 公司年报, 浙商证券研究所

### 3 制药装备: 创新技术&渠道拓展, 有望驱动收入高增长

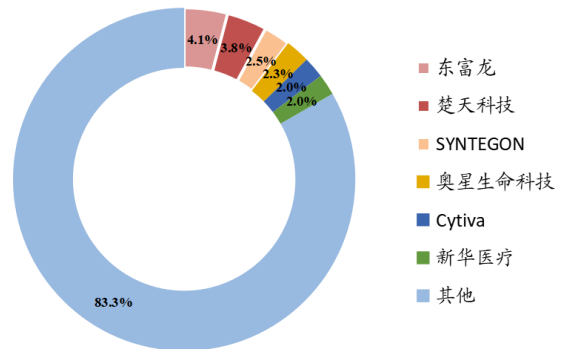
**制药装备行业: 市场规模 CAGR10.2%, 竞争格局相对分散。**2020 年我国制药装备市场规模 538 亿元, 根据灼识咨询数据, 2025 年市场规模有望达 875 亿元, 对应 2020-2025 年市场规模 CAGR10.2%, 行业仍维持较高增长; 从竞争格局来看, 我国制药装备市场格局较为分散, 新华医疗作为国产排名前五的厂商, 市占率仅 2%。

图20: 2015-2025E 中国制药装备市场规模及增速



资料来源: 灼识咨询, 药融云, 浙商证券研究所

图21: 2020 年中国制药装备市场格局 (按出厂价)

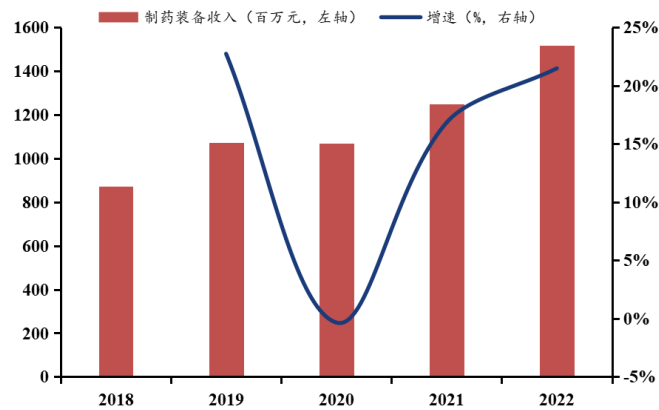


资料来源: 灼识咨询, 药融云, 浙商证券研究所

**连续式 BFS 打破壁垒、生物制药海外订单推进加速, 创新技术&渠道拓展有望驱动公司收入高增长。**公司制药装备包括注射剂、生物制药、固体制剂、中药制剂四大工程技术中心。在注射剂方面, 公司发展了大容量注射剂产品线、小容量注射剂产品线、BFS 产品线、冻干制剂产品线等, 其中, 2021 年公司连续式 BFS 推出, 打破海外技术垄断, 拉动 2020-2022 年公司制药装备收入 CAGR19%。在生物制药方面, 2022 年, 新华医疗子公司成都英德联合国内知名血液制品生产企业与国外公司签订血液制品生产的设备及技术合

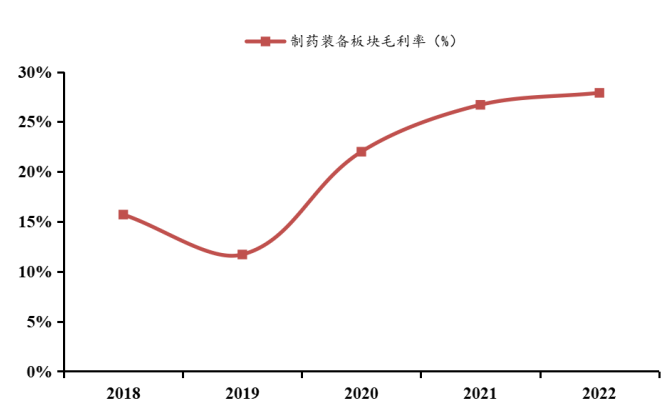
同，这是首个国内先进理念及技术对外输出的血液制品项目，创新技术驱动公司渠道拓展加速。我们认为，创新技术&渠道拓展有望驱动公司制药装备收入持续高增长。

图22: 2018-2022年公司制药装备板块收入及增速



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图23: 2018-2022年公司制药装备板块毛利率变化



资料来源: wind, 浙商证券研究所

## 4 盈利预测

### 4.1 收入成本拆分: 2022-2025 年收入 CAGR14.0%

核心假设:

(1) 医疗器械: 2021 年手术量恢复带来的消毒感控需求恢复, 叠加疫情中放疗及影像设备需求增长, 公司 2021 年收入实现高增长。我们认为, 随 2023 年感染控制需求恢复、内镜清洗消毒产品加速放量、放疗及影像设备高端化加速等, 有望拉动医疗器械板块收入与利润高增长, 有望拉动 2023-2025 年该板块收入 45.14/52.37/60.28 亿元, 分别同比增长 18.2%、16.0%、15.1%, 高端产品占比提升以及管理优化下成本控制有望拉动该板块毛利率提升, 对应 2023-2025 年毛利率 40.4%、41.3%、41.5%。

(2) 制药装备: 2021 年公司连续式 BFS 推出, 打破海外技术垄断, 拉动 2020-2022 年公司制药装备收入 CAGR19%, 2022 年, 子公司成都英德联合国内知名血液制品生产企业与国外公司签订血液制品生产的设备及技术合同, 创新技术驱动公司渠道拓展加速。我们认为创新技术叠加渠道拓展, 2023-2025 年该板块有望实现收入 0.48/0.62/0.84 亿元, 分别同比增长 20.0%、30.0%、35.0%, 创新技术优势以及成本优化有望拉动该板块毛利率提升, 对应 2023-2025 年毛利率 29.0%-31.0%。

(3) 医疗商贸: 在带量采购影响下, 综合考虑公司毛利率, 2021 年 6 月, 子公司上海泰美 (强生医疗骨科、神经介入等产品的国内总代理) 与强生医疗终止业务代理合作, 公司医疗商贸业务收入持续下滑; 2022 年, 上海泰美与新的供应商展开合作, 公司经营现金流由 2021 年的 14 亿元下降至 4 亿元, 存货由 2021 年的 23 亿元提升至 2022 年的 30 亿元, 我们认为, 新的供应商进入或将拉动公司商贸板块收入正增长, 给出 2023-2025 年该板块收入分别同比增长 8.0%、5.0%、5.0%, 对应收入 31.26/32.82/34.46 亿元, 对应毛利率 10%。

**2022-2025 年收入 CAGR14.0%。** 综上, 2023-2025 年公司营业收入分别为 107.12/121.91/137.48 亿元, 分别同比增长 15.4%、13.8%、12.8%, 对应毛利率 28.0%、29.0%、29.7%。

表4: 2020-2025E 公司收入成本拆分

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9151.0	9482.2	9281.8	10712.4	12190.6	13747.7
Yoy (%)	4.4%	3.6%	-2.1%	15.4%	13.8%	12.8%
毛利率 (%)	23.3%	24.3%	26.4%	28.0%	29.0%	29.7%
医疗器械(百万元)	2943.50	3534.30	3817.73	4513.53	5237.37	6027.92
Yoy (%)	14.1%	20.1%	8.0%	18.2%	16.0%	15.1%
毛利率 (%)	36.8%	37.5%	40.1%	40.4%	41.3%	41.5%
制药装备(百万元)	1068.90	1248.77	1517.05	1873.00	2302.62	2712.50
Yoy (%)	-0.3%	16.8%	21.5%	23.5%	22.9%	17.8%
毛利率 (%)	22.0%	26.7%	27.9%	29.0%	30.0%	31.0%
医疗商贸(百万元)	4292.17	3824.35	2894.40	3125.95	3282.25	3446.36
Yoy (%)	-1.6%	-10.9%	-24.3%	8.0%	5.0%	5.0%
毛利率 (%)	15.6%	13.4%	9.8%	10.0%	10.0%	10.0%
医疗服务(百万元)	689.46	735.49	842.43	968.79	1114.11	1281.23
Yoy (%)	14.1%	6.7%	14.5%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利率 (%)	16.4%	13.0%	17.9%	16.0%	16.0%	16.0%
其他(百万元)	156.93	139.30	210.16	231.18	254.29	279.72
Yoy (%)	6.4%	-11.2%	50.9%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率 (%)	82.5%	75.6%	68.3%	70.0%	70.0%	70.0%

资料来源: wind, 浙商证券研究所

## 4.2 盈利预测: 盈利能力稳步提升

**规模效应下, 销售费用率有望略降。**2020-2022年, 公司销售人员数量稳步增长, 但在规模效应下销售费用率仍有下降趋势, 我们认为, 2023-2025年规模效应下, 销售费用率仍有望稳中略降。

**规模效应叠加股权激励影响, 2023年公司管理费用率或将相对稳定。**2022年公司股权激励摊销21.43百万元, 管理费用率有所提升, 按照股权激励规划, 2023年摊销20.60百万元, 叠加定增带来的管理人员或有所增长, 我们认为2023年管理费用率或仍将维持较高水平, 2024-2025年随股权激励摊销减少, 管理费用率或将逐步下降。

**研发费用有望保持稳步增长。**2020-2022年, 公司每年约增加1亿元研发投入, 我们认为, 随公司持续向高端化拓展, 研发投入增长或将持续, 拉动研发费用率稳步提升。

**盈利能力稳步提升。**综上, 我们认为, 2023-2025年公司归母净利润分别为7.67/9.18/10.78亿元, 分别同比增长52.61%、19.71%、17.43%。对应净利率7.5%-8.3%, 管理优化促进毛利率提升, 盈利能力稳步提升。

表5: 2020-2025E 公司三大费用率预测

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
销售费用 (百万元)	906	902	887	1015	1151	1311
销售费用率 (%)	9.9%	9.5%	9.6%	9.5%	9.4%	9.5%
管理费用 (百万元)	394	422	461	540	598	665
管理费用率 (%)	4.3%	4.4%	5.0%	5.0%	4.9%	4.8%
研发费用 (百万元)	198	296	401	536	658	770
研发费用率 (%)	2.2%	3.1%	4.3%	5.0%	5.4%	5.6%

资料来源: wind, 浙商证券研究所

## 5 估值与投资建议

### 5.1 相对估值

我们选择联影医疗、迈瑞医疗、东富龙、楚天科技等业务与公司相近的医疗器械及制药装备上市公司作为可比公司。其中联影医疗与迈瑞医疗为国内医疗器械龙头企业，东富龙与楚天科技为国内制药装备龙头企业，参考可比公司估值，给出公司 2023 年 28 倍 PE，对应 36% 的空间。

表6: 可比公司估值

公司名称	现价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)				P/E (倍)			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
688271.SH 联影医疗	135.78	1,119.04	2.01	2.50	3.15	3.92	68	54	43	35
300760.SZ 迈瑞医疗	302.28	3,664.97	7.92	9.59	11.57	13.96	38	32	26	22
300171.SZ 东富龙	22.90	174.20	1.11	1.39	1.74	2.14	21	16	13	11
300358.SZ 楚天科技	14.18	81.54	0.99	1.24	1.52	1.82	14	11	9	8
平均值							35	28	23	19
600587.SH 新华医疗	34.39	160.56	1.08	1.64	1.97	2.31	32	21	17	15

资料来源: wind, 浙商证券研究所

### 5.2 投资建议

基于以上假设，我们预计，公司 2023-2025 年营业收入分别为 107.12/121.91/137.48 亿元，分别同比增长 15.4%、13.8%、12.8%；2023-2025 年公司归母净利润分别为 7.67/9.18/10.78 亿元，分别同比增长 52.61%、19.71%、17.43%，对应 EPS 分别为 1.64/1.97/2.31 元（2023 年 21 倍 PE），参考可比公司，给出 2023 年 28 倍 PE，对应 36% 的空间，首次覆盖给予“增持”评级。

## 6 风险提示

**政策落地实施不及预期的风险。**公司所处医疗器械行业受政策影响较大，若国家及地方医疗器械扶持政策落地或执行不及预期，将对公司发展造成不利影响。

**新品商业化或市场接受度不及预期的风险。**公司大力推行产品创新，产品持续高端切换，若公司产品商业化进程或市场接受度不及预期，将对公司经营造成不利影响。

**行业竞争加剧的风险。**公司产品线庞杂，新增产品较多，若公司所处医疗器械或制药装备板块行业竞争加剧，或将对价位等造成一定的冲击，从而影响公司收入利润增长。

**并购标的管理不及预期的风险。**公司利润率的提升与管理能力息息相关，若公司存在并购标的管理执行等不及预期，或将影响公司经营发展。

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	7385	9053	10323	11850
现金	1689	3495	3922	4471
交易性金融资产	100	80	93	91
应收账款	1848	2037	2315	2673
其它应收款	151	159	183	211
预付账款	237	193	241	282
存货	3029	2825	3262	3822
其他	331	264	307	301
<b>非流动资产</b>	5567	5772	5907	6055
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	1551	1529	1538	1539
固定资产	2165	2318	2469	2615
无形资产	479	435	394	366
在建工程	304	389	456	510
其他	1067	1101	1049	1024
<b>资产总计</b>	12952	14825	16229	17905
<b>流动负债</b>	6906	6640	7147	7771
短期借款	986	1241	1051	1093
应付款项	2497	2446	2850	3259
预收账款	0	0	0	0
其他	3423	2953	3245	3418
<b>非流动负债</b>	256	311	310	292
长期借款	96	96	96	96
其他	160	215	214	196
<b>负债合计</b>	7163	6951	7457	8063
少数股东权益	396	437	485	542
归属母公司股东权益	5393	7437	8287	9299
<b>负债和股东权益</b>	12952	14825	16229	17905

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	388	622	1082	941
净利润	529	808	967	1135
折旧摊销	233	211	229	246
财务费用	37	28	10	(2)
投资损失	(50)	(40)	(40)	(50)
营运资金变动	534	(534)	301	167
其它	(895)	149	(385)	(555)
<b>投资活动现金流</b>	(281)	(303)	(403)	(365)
资本支出	(177)	(381)	(381)	(381)
长期投资	15	14	(14)	5
其他	(119)	65	(7)	12
<b>筹资活动现金流</b>	28	1486	(252)	(28)
短期借款	60	255	(190)	42
长期借款	38	0	0	0
其他	(70)	1231	(62)	(69)
<b>现金净增加额</b>	135	1806	427	549

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	9282	10712	12191	13748
营业成本	6828	7717	8654	9662
营业税金及附加	68	78	89	100
营业费用	887	1015	1151	1311
管理费用	461	540	598	665
研发费用	401	536	658	770
财务费用	37	28	10	(2)
资产减值损失	80	(65)	(17)	5
公允价值变动损益	(43)	0	0	0
投资净收益	50	40	40	50
其他经营收益	60	57	58	57
<b>营业利润</b>	586	961	1145	1345
营业外收支	(10)	(10)	(7)	(9)
<b>利润总额</b>	576	950	1137	1336
所得税	47	143	171	200
<b>净利润</b>	529	808	967	1135
少数股东损益	27	41	49	57
<b>归属母公司净利润</b>	503	767	918	1078
EBITDA	839	1189	1379	1583
EPS (最新摊薄)	1.08	1.64	1.97	2.31

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-2.11%	15.41%	13.80%	12.77%
营业利润	-31.01%	63.98%	19.18%	17.47%
归属母公司净利润	-26.67%	52.61%	19.71%	17.43%
<b>获利能力</b>				
毛利率	26.44%	27.96%	29.01%	29.72%
净利率	5.70%	7.54%	7.93%	8.26%
ROE	9.09%	11.23%	11.03%	11.59%
ROIC	8.45%	9.35%	10.20%	10.71%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	55.30%	46.89%	45.94%	45.03%
净负债比率	16.24%	20.33%	16.59%	15.77%
流动比率	1.07	1.36	1.44	1.52
速动比率	0.63	0.94	0.99	1.03
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.76	0.77	0.79	0.81
应收账款周转率	5.67	5.92	6.01	5.96
应付账款周转率	3.75	3.93	4.14	4.02
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.08	1.64	1.97	2.31
每股经营现金	0.83	1.33	2.32	2.02
每股净资产	13.09	15.93	17.75	19.92
<b>估值比率</b>				
P/E	32	21	17	15
P/B	3	2	2	2
EV/EBITDA	10	12	10	8

资料来源: wind, 浙商证券研究所



## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>