

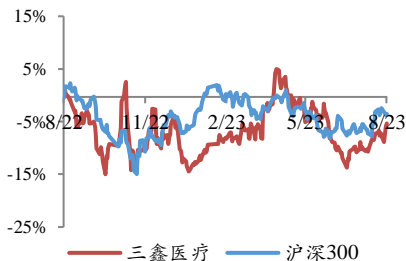
2023 年中报业绩符合预期，公司持续拓展新业务

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-08-10

收盘价(元)	7.22
近 12 个月最高/最低(元)	8.00/6.58
总股本(百万股)	517
流通股本(百万股)	359
流通股比例(%)	69.46
总市值(亿元)	37
流通市值(亿元)	26

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

联系人：李婵

执业证书号：S0010121110031

邮箱：lichan@hazq.com

相关报告

1.【华安医药】公司点评：三鑫医疗：2022 年业绩符合预期，公司进入血管介入业务 2023-03-25

主要观点：

✓ 事件：

公司发布 2023 年中报。2023 年上半年公司实现营业收入 5.82 亿元，较上年同期下降 11.88%，实现归母净利润为 0.89 亿元，较上年同期下降 14.57%。

其中，血液净化类产品实现营业收入 41,615.68 万元，比上年同期增长 2.89%，该类产品营业收入占公司总收入的比重为 71.54%。

输注类产品实现营业收入 11,173.26 万元，比上年同期下降 45.43%，该类产品营业收入占公司总收入的比重为 19.21%，剔除疫苗注射产品影响，输注类产品（不含疫苗注射器）实现营业收入 10,203.13 万元，比上年同期增长 5.78%。

心胸外科类产品实现营业收入 3,311.25 万元，比上年同期增长 7.39%，该类产品营业收入占公司总收入的比重为 5.69%。

其他业务实现营业收入 2,074.36 万元，该类业务营业收入占公司总收入的比重为 3.57%。

✓ 点评：

● 血液净化业务线稳步增长，等待集采落地，2023 年上半年公司血透业务收入增长约 2.89%

血液净化刚需市场，透析比率仍不高，透析人数逐年增长，市场稳步增长。根据国家肾脏病医疗质量控制中心统计的数据，2022 年我国血液透析在透人数为 84.4 万人，透析患者数量较 2011 年相比增长 3.6 倍。根据中国医师协会肾脏内科医师分会 2023 年学术年会数据，2011 年开始首次血液透析的平均年龄为 52.8 岁，2022 年增至 59.0 岁，较 2011 年延缓 6.2 年；截止到 2022 年底，血液透析患者的平均透析龄达 53.8 个月，相比 2011 年增加了 22 个月；透析龄超过 5 年的患者数量比例为 33.7%，超过 10 年的患者数量比例为 9.8%。随着透析治疗技术的不断进步及对并发症的关注及控制，更多创新性的医疗器械产品逐步应用于临床，越来越多的患者得以长期治疗生存，血液透析患者的透析龄明显增长。根据弗若斯特沙利文数据，我国血液透析机市场空间预计将从 2021 年的 28 亿元增长至 2026 年的 65 亿元，年复合增速为 18.5%，呈现高速增长态势；透析器作为直接关系血液透析效果的核心产品，且为一次性使用耗材，具有刚需、高频特征，预计 2026 年国内市场空间将达 98 亿元。

2023 年 2 月河南省牵头血液透析耗材集采联盟，目前已在行业内做意见征求，预计后续正式的集采方案也将发布，2023 年下半年血透领域耗材集采也将正式落地。就当前血透耗材价格，国产出厂价毛利率普遍在 30% 左右，预计价格下降幅度有限。更重要的是，过去国产透析器等产能无法满足行业需求，国产企业经过一系列扩产后，完成提供充

足的产能，并通过集采政策，以价换量，实现国产份额快速提升。

公司在血透领域布局广泛，拥有血液透析机、透析滤过机，以及透析器、透析膜、透析液、透析管等耗材，其中透析器产能组装产能 1300 万支（在建项目南昌基地约 2000 万支），透析液产能约 2100 万人份。2018-2022 年，公司血透业务收入实现从 2.83 亿元增长到 8.82 亿元，CAGR 约 33%。2023 年上半年公司血透业务实现收入 4.16 亿元，同比增速 2.89%，增速略低于以往年份。我们认为主要原因可能与集采尚未落地，渠道经销商未按正常采购节奏有关，预计随集采落地，下半年会好于上半年。

● **公司新业务拓展加速，逐步形成“糖尿病-早中期肾病-终末期肾病（血液净化、血管介入）”的肾脏病患者全周期医疗器械产业布局**

公司立足大健康产业，依托深耕终末期肾病（尿毒症）血液净化治疗领域形成的深厚技术积累和渠道优势，以肾脏病治疗为核心，持续延伸产业链。

糖尿病：公司研发推出医用无针注射器，为广大糖尿病患者提供更安全、更便捷的注射方式，让糖尿病患者免受扎针的痛苦，实现无针、舒适注射胰岛素。该同类产品在市场上售价在几千元级别，预计公司的产品正式推出市场后，会通过降低终端价提升性价比来实现快速放量。

早中期肾病：子公司圣丹康致力于提供早期慢性肾病管理解决方案，重点进行肠道健康及慢性肾病医疗装备产品、中药结肠透析产品、药械结合产品等研发、销售及服务。圣丹康自主研发的肠道无创介入治疗装置（结肠透析机）于 2022 年 12 月注册检测合格，正处于注册申报阶段。报告期内，圣丹康获得一次性使用无菌直肠导管注册证，该产品可配套结肠透析机用于清除肾衰竭患者体内中小分子毒素，达到血液净化的目的；同时，该产品开辟了新的给药途径，避免药物对胃肠道及各脏器造成损害，具有毒副作用小等优势。

血管介入：公司目前主要通过透析内瘘狭窄这个适应症切入血管介入领域，主要产品是 PTA 高压球囊，未来公司也会配套开发导丝、取栓钳等产品。远期公司也会切入外周血管介入领域。根据弗若斯特沙利文分析报告：2021 年，中国周围血管介入器械市场规模达 44.91 亿人民币，预计到 2030 年，中国周围血管介入器械市场规模将达到 162.72 亿人民币，2025 年至 2030 年的复合年增长率为 13.93%。国内外周血管市场由外资占据绝对多数，国内产品相对较少，国产替代空间大。

● **投资建议**

结合公司上半年的业绩及下半年集采可能的进度，我们调整了公司 2023-2025 年的业绩预期，我们预计 2023-2025 年公司收入分别为 13.89 亿元、17.48 亿元和 21.53 亿元（前值预测分别为 16.86 亿元、20.97 亿元和 25.42 亿元），收入增速分别为 4.0%、25.9%和 23.2%，2023-2025 年归母净利润分别实现 1.98 亿元、2.42 亿元和 3.03 亿元（前值预测分别是 2.35 亿元、2.95 亿元和 3.57 亿元），增速分别为 7.0%、22.3%和 25.2%，对应 2023-2025 年的 PE 分别为 19x、15x 和 12x。

考虑到血透行业尤其是透析机和透析器还存在较大的进口替代空间，以及公司向糖尿病、血管介入等领域拓展，公司新业务将打开公司盈利能力天花板，维持“买入”评级。

● 风险提示

公司血透设备销售不及预期。
集采导致产品价格大幅下降风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1336	1389	1748	2153
收入同比 (%)	14.7%	4.0%	25.9%	23.2%
归属母公司净利润	185	198	242	303
净利润同比 (%)	18.4%	7.0%	22.3%	25.2%
毛利率 (%)	33.6%	32.2%	31.3%	31.5%
ROE (%)	17.2%	14.8%	15.3%	16.1%
每股收益 (元)	0.47	0.38	0.47	0.59
P/E	18.50	18.87	15.43	12.32
P/B	3.18	2.80	2.37	1.99
EV/EBITDA		12.87	10.39	8.61

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	689	832	1117	1476	营业收入	1336	1389	1748	2153
现金	320	418	622	883	营业成本	887	942	1201	1475
应收账款	90	116	136	164	营业税金及附加	10	11	14	17
其他应收款	4	6	6	8	销售费用	90	83	105	129
预付账款	20	30	36	41	管理费用	104	97	105	129
存货	195	203	255	319	财务费用	-2	-5	-6	-9
其他流动资产	60	59	60	61	资产减值损失	1	0	0	0
非流动资产	1097	1201	1311	1414	公允价值变动收益	1	0	0	0
长期投资	30	45	67	85	投资净收益	1	0	0	0
固定资产	526	546	566	582	营业利润	230	241	294	369
无形资产	97	113	128	144	营业外收入	2	0	0	0
其他非流动资产	444	498	550	603	营业外支出	7	0	0	0
资产总计	1787	2033	2428	2890	利润总额	226	241	294	369
流动负债	529	503	638	775	所得税	27	28	35	43
短期借款	80	80	80	80	净利润	199	213	260	325
应付账款	150	164	198	250	少数股东损益	14	15	18	23
其他流动负债	299	260	360	446	归属母公司净利润	185	198	242	303
非流动负债	102	102	102	102	EBITDA	297	267	331	400
长期借款	45	45	45	45	EPS (元)	0.47	0.38	0.47	0.59
其他非流动负债	57	57	57	57					
负债合计	631	606	741	878	主要财务比率				
少数股东权益	79	94	112	135	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
股本	397	517	517	517	成长能力				
资本公积	71	71	71	71	营业收入	14.7%	4.0%	25.9%	23.2%
留存收益	607	745	987	1290	营业利润	17.9%	4.7%	22.3%	25.2%
归属母公司股东权	1076	1333	1575	1878	归属于母公司净利	18.4%	7.0%	22.3%	25.2%
负债和股东权益	1787	2033	2428	2890	获利能力				
					毛利率 (%)	33.6%	32.2%	31.3%	31.5%
					净利率 (%)	13.8%	14.2%	13.8%	14.1%
					ROE (%)	17.2%	14.8%	15.3%	16.1%
					ROIC (%)	15.5%	12.0%	13.2%	13.9%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	35.3%	29.8%	30.5%	30.4%
					净负债比率 (%)	54.6%	42.4%	43.9%	43.6%
					流动比率	1.30	1.65	1.75	1.90
					速动比率	0.88	1.17	1.28	1.43
					营运能力				
					总资产周转率	0.75	0.68	0.72	0.74
					应收账款周转率	14.92	11.97	12.81	13.13
					应付账款周转率	5.93	5.76	6.05	5.91
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.47	0.38	0.47	0.59
					每股经营现金流薄)	1.01	0.38	0.73	0.82
					每股净资产	2.71	2.58	3.05	3.63
					估值比率				
					P/E	18.50	18.87	15.43	12.32
					P/B	3.18	2.80	2.37	1.99
					EV/EBITDA	0.00	12.87	10.39	8.61

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 谭国超, 医药行业首席分析师, 医药行业全覆盖。中山大学本科、香港中文大学硕士, 曾任职于强生医疗(上海)医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所。

联系人: 李婵, 研究助理, 主要负责医疗器械和 IVD 行业研究。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。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。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

- 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%至 15%;
- 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;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。