

相关研究

《高基数影响业绩表现, 品牌建设持续推进》2021.10

《收购高端敷料优质标的, 业绩拐点值得期待》2022.4

《疫情扰动消化, 稳健增长可期》2022.4

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

收购注射穿刺行业龙头, 医疗并购再下一城

2022年5月19日

事件: 公司发布公告, 拟以自有资金 6.52 亿元收购湖南平安医械科技有限公司 65.55% 股权, 并以自有资金 1.00 亿元向湖南平安医械单方面增资, 交易完成后将持有标的 68.70% 的股权。继隆泰医疗后, 公司医疗板块并购再下一城, 业务范围持续拓展。

点评:

- **平安医械主营注射穿刺类产品, 并购后加大医疗产业投资。**湖南平安医械主营注射器、输液管、采血管、采血针、留置针等注射穿刺类医疗器械的研发、生产和销售。公司增资前确定湖南平安医械 100% 股权定价为 9.95 亿元, 对应 2021 年净利润 PE 为 11.70 倍。若标的公司 2021-26 年扣非净利年复合增速大于等于 10%, 公司应当于 2027 年以标的公司 2026 年扣非净利的 12 倍作为估值收购剩余股份。此外公司在交割后推进平安医械为投资主体与湖南省澧县政府签订投资协议, 建设医疗器械生产线、智能化仓库、研发大楼等设施, 总投资约 7 亿元, 进一步扩大业务规模。
- **平安医械运营经验丰富, 市场份额业内领先。**平安医械位于湖南省常德市, 成立于 2010 年, 具有多年注射穿刺类医用耗材运营经验积累, 为行业中国知名商标、国家级高新技术企业, 2020 年获得“第二批专精特新小巨人企业”, 拥有各类医疗器械注册证 39 个、各类专利证书 24 项。2021 年平安医械实现收入 3.60 亿元, 净利润 8503.26 万元, 业务覆盖国内与海外市场、以国内销售为主, 在湖南省医院市场份额具有领先地位。
- **并购协同效应明显, 双方强化品类、渠道、运营合作。**1) 品类方面, 注射穿刺类是国内低值医用耗材市场最大的品类, 据 IBM 和医械汇研究 2025 年国内低值医用耗材市场规模将达 2213 亿元, 其中注射穿刺类产品占比为 28%, 收购后公司将填补在此领域产品空白。2) 渠道方面, 平安医械在湖南省医院市场份额领先, 公司建立完善的全国医院网络, 服务 4000 多家医院、12 万家药店, 并覆盖海外 110 多个国家、大量优质欧美日客户, 品牌美誉度持续提升。双方合作后将共享渠道资源, 与原有医用敷料产品共同为医院等客户提供一站式定制化解决方案, 推动收入增长。3) 运营方面, 公司具有 30 多年的医用耗材生产与质量管理经验, 打造业内领先的智能制造体系、数字化运营体系、数字化采购和供应链管理体系、数字化仓储和物流交付体系, 收购后公司将赋能平安医械, 提升产业链运营能力。
- **盈利预测与投资评级:** 我们维持 2022-24 年 EPS 预测为 3.35/4.23/5.12 元, 目前股价对应 22 年 18.07 倍 PE, 估值处于较低水平。公司医疗并购项目快速落地, 强化协同竞争优势, 拓展收入、业绩规模。我们认为新冠疫情带来的业绩扰动逐步结束, 2022Q2 后公司业绩有望恢复增长, 长期发展空间较大, 维持“买入”评级。

➤ **风险因素：**下游防疫用品需求减少、原材料价格上涨、汇率波动损失增加、行业竞争加剧等。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	12,534	8,037	9,377	10,716	12,300
增长率 YoY %	174.0%	-35.9%	16.7%	14.3%	14.8%
归属母公司净利润 (百万元)	3,810	1,239	1,429	1,803	2,184
增长率 YoY%	597.5%	-67.5%	15.3%	26.2%	21.1%
毛利率%	59.5%	49.9%	51.0%	50.8%	50.1%
净资产收益率ROE%	36.4%	11.6%	11.8%	13.0%	13.6%
EPS(摊薄)(元)	9.80	2.91	3.35	4.23	5.12
市盈率 P/E(倍)	16.94	28.33	18.07	14.31	11.82
市净率 P/B(倍)	6.77	3.29	2.13	1.86	1.60

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2022年5月18日收盘价

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	10,990	10,346	12,630	14,102	16,652
货币资金	4,163	4,274	6,725	7,968	10,203
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	844	776	745	881	1,011
预付账款	124	110	126	145	168
存货	1,216	1,597	1,384	1,373	1,430
其他	4,643	3,588	3,649	3,735	3,841
非流动资产	2,012	2,921	3,206	3,468	3,619
长期股权投	13	17	17	17	17
固定资产	1,401	1,477	1,698	1,897	1,983
无形资产	208	266	270	274	278
其他	390	1,161	1,221	1,281	1,341
资产总计	13,002	13,267	15,835	17,570	20,271
流动负债	2,427	2,075	3,213	3,143	3,658
短期借款	150	0	0	0	0
应付票据	29	36	41	47	55
应付账款	727	735	748	910	1,030
其他	1,521	1,304	2,424	2,185	2,573
非流动负债	107	505	505	505	505
长期借款	0	0	0	0	0
其他	107	505	505	505	505
负债合计	2,534	2,580	3,718	3,648	4,163
少数股东权	14	12	14	15	18
益					
归属母公司	10,454	10,675	12,103	13,907	16,090
负债和股东	13,002	13,267	15,835	17,570	20,271
权益					

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	12,534	8,037	9,377	10,716	12,300	
同比	174.0	-35.9%	16.7%	14.3%	14.8%	
归属母公司净利润	3,810	1,239	1,429	1,803	2,184	
同比	597.5	-67.5%	15.3%	26.2%	21.1%	
毛利率(%)	59.5%	49.9%	51.0%	50.8%	50.1%	
ROE%	36.4%	11.6%	11.8%	13.0%	13.6%	
EPS(摊薄)(元)	9.80	2.91	3.35	4.23	5.12	
P/E	16.94	28.33	18.07	14.31	11.82	
P/B	6.77	3.29	2.13	1.86	1.60	
EV/EBITDA	12.89	19.27	11.99	8.94	6.61	

利润表	单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	12,53	8,037	9,377	10,716	12,300
营业成本	5,070	4,028	4,594	5,276	6,139
营业税金及	117	65	81	93	106
销售费用	1,575	1,989	2,250	2,465	2,706
管理费用	437	454	563	536	554
研发费用	411	298	422	482	554
财务费用	219	-107	-53	-84	-100
减值损失合	-240	-101	-15	-15	-15
投资净收益	22	103	94	88	127
其他	46	164	113	133	152
营业利润	4,532	1,476	1,711	2,155	2,605
营业外收支	-29	-13	-21	-21	-21
利润总额	4,502	1,463	1,690	2,134	2,584
所得税	680	225	260	329	398
净利润	3,823	1,237	1,430	1,805	2,186
少数股东损	12	-2	1	2	2
归属母公司	3,810	1,239	1,429	1,803	2,184
EBITDA	5,181	1,634	1,642	2,063	2,451
EPS (当	9.80	2.91	3.35	4.23	5.12

现金流量表			单位:百万元		
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	4,767	872	2,854	1,651	2,502
净利润	3,823	1,237	1,430	1,805	2,186
折旧摊销	258	432	175	197	210
财务费用	-1	-63	0	0	0
投资损失	-22	-103	-94	-88	-127
营运资金变	481	-706	1,306	-300	199
其它	229	73	36	36	34
投资活动现	-4,430	479	-402	-408	-267
资本支出	-327	-552	-466	-466	-364
长期投资	-4,120	847	0	0	0
其他	17	184	64	58	97
筹资活动现	3,348	-1,410	0	0	0
吸收投资	3,593	0	0	0	0
借款	150	0	0	0	0
支付利息或	-102	-768	0	0	0
现金流量净增	3,691	-61	2,452	1,243	2,234
加额					

研究团队简介

汲肖飞，北京大学金融学硕士，七年证券研究经验，2016 年 9 月入职光大证券研究所纺织服装团队，作为团队核心成员获得 2016/17/19 年新财富纺织服装行业最佳分析师第 3 名/第 2 名/第 5 名，并多次获得水晶球、金牛奖等最佳分析师奖项，2020 年 8 月加入信达证券，2020 年获得《财经》研究今榜行业盈利预测最准确分析师、行业最佳选股分析师等称号。

李媛媛，复旦大学金融硕士，四年消费品行业研究经验，2020 年加入信达证券，从事纺织轻工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	sunrong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。