

Chimin Health Management (603222)

High-end medical service leader starts second curve with hospitals like BoAo that enjoy high policy barriers and new technologies

Buy (Initiation)

30 May 2023

 Research Analyst
 Ruibin Chen

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

Forecast & Valuation	2021A	2022E	2023E	2024E
Revenue (RMB mn)	1,098	854	1,209	1,620
Growth (YoY %)	25%	-22%	42%	34%
Net profit (RMB mn)	148	37	190	274
Growth (YoY %)	2206%	-75%	411%	44%
EPS (RMB)	0.27	0.07	0.35	0.51
P/E (X)	48.07	190.39	37.25	25.84

Key words: # second curve**Investment Thesis**

- **Core logic:** BoAo International Hospital is a scarce asset in the A-share market, with high policy barriers, a top-notch Japanese expert team, international new technology and new equipment, and high profit margins. After the pandemic, high-end medical services such as BoAo International Hospital and Hubei Ezhou Second Hospital are quickly expanding. With clear turning points in instrument & large infusion equipment in 2023 and the first stock incentive after IPO in place, we expect the company to experience super high growth from 2023 to 2025 as it has disposed of non-performing assets and recorded provision for goodwill.
- **Enjoying international influence and high policy barriers, BoAo International Hospital is likely to start its second curve with the regenerative medicine innovation platform.** Ezhou Second Hospital, a third-level comprehensive hospital, is about to be put into production, and we expect rapid release of its earnings. **High policy barriers:** BoAo International Hospital is located in the BoAo Lecheng Pilot Zone, with the privilege of first trial, high policy barriers for new technology, and enjoys policy benefits as a local leading hospital. **Top-notch expert team:** with a powerful professional team including Japan's Oda Hajime, it has introduced the full set of immunocyte culture technology approved by the Japanese Ministry of Health at Oda Hospital and imported culture solutions from Japan. The autologous adipose stem cells have obtained three inspection reports from the National Institutes for Food and Drug Control. **International equipment:** German INUS dual-membrane targeted blood purification new technology, and four high-end medical beauty equipment such as HyalDew (subcutaneous filler material for plastic surgery) imported from Bioplus, a listed company in South Korea. **New R&D directions:** the company develops research on four aspects of diseases such as knee osteoarthritis and chronic obstructive pulmonary disease. **We expect BoAo International Hospital to achieve revenues of RMB200/350/500mn respectively in 2023-2025.** The new hospital area of Ezhou Second Hospital has been completed, and the trial-run & official operation are scheduled in March & May 2023. The new and old hospital areas of Ezhou Second Hospital have a total of 1200 beds. The old hospital area has been operating at full capacity and contributes to an annual revenue of around RMB100mn and a profit of ~RMB15mn. We expect the peak revenue/profit of the old and new hospital areas of Ezhou Second Hospital to reach RMB600/100mn respectively.
- **For the first time after the IPO, the company released its first stock incentive plan, demonstrating confidence in its development and binding the interests of core management team for the medium term.** 42 people are covered and assessed by the plan from 2023 to 2025. The company-level performance assessment target for 2023-2025 is a net profit of not less than RMB180/230/300mn, with a CAGR of 30%. The exercise price is set at RMB12.01, equivalent to the current stock price of the company, demonstrating strong confidence of the company.
- **Earnings Forecast & Rating:** We expect it to achieve net profit of RMB37/190/274mn in 2022-2024, with corresponding P/E at 190X/37X/26X. We initiate with the Buy rating.
- **Risks:** Slower-than-expected promotion of new products or recovery of hospital demand.

Price Performance**Market Data**

Closing price (RMB)	13.20
52-week Range (RMB)	8.21/19.94
P/B (X)	4.96
Market Cap (RMB mn)	7,091.53

Basic Data

BVPS (RMB)	2.66
Liabilities/assets (%)	42.18
Total Issued Shares (mn)	537.24
Shares outstanding (mn)	477.04

Related reports

Soochow Securities International Brokerage Limited would like to acknowledge the contribution and support provided by Soochow Research Institute, and in particular its employee **Guoguang Zhu (朱国广)**.

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5月30日

分析师
陈睿彬

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

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：**针对膝关节关节炎、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 公司合作关系稳定，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

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持，尤其感谢朱国广的指导。

1. 济民医疗：“医疗服务+医疗器械”战略布局助力二次成长

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。

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。

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

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。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。

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。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；

3. 安全注射器、预充式冲洗器新获批打开新成长空间

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。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。

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。考虑到 1）预充式导管冲洗器附加值较高，目前海内外市场仍以 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 年预充式冲洗器在海外实现收入 3000/4500/7000 万元，国内实现收入 1/1.3/1.6 亿元。

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，

4. 盈利预测与投资评级

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。

5. 风险提示

- （1）**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)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	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负债	390	390	390	390	净利润	138	37	190	274
经营性应付款项	216	140	350	281	减:少数股东损益	-9	0	0	0
合同负债	47	22	30	39	归属母公司净利润	148	37	190	274
其他流动负债	86	62	85	111					
非流动负债	312	312	312	312	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.27	0.07	0.35	0.51
长期借款	259	259	259	259	EBIT	189	81	267	350
应付债券	0	0	0	0	EBITDA	277	138	325	409
租赁负债	1	1	1	1					
其他非流动负债	51	51	51	51	毛利率(%)	48.05	48.22	49.63	51.62
负债合计	1,050	926	1,167	1,132	归母净利率(%)	13.43	4.36	15.75	16.94
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	收入增长率(%)	25.16	-22.29	41.58	34.02
所有者权益合计	1,375	1,381	2,052	2,327	归母净利润增长率(%)	2,206.02	-74.75	411.18	44.12
负债和股东权益	2,425	2,307	3,219	3,459					

现金流量表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	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(香港), 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(香港)预测。

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、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表达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。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门, 如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时, 其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密, 仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有, 未经本公司同意, 不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途, 任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任, 损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易, 也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务, 及 / 或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及 / 或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突, 请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

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。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808(客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>

