

2023年08月10日

维力医疗（603309.SH）

内销持续增长，外销短期承压不改长期发展潜力

投资要点

- ◆ **业绩短期承压：**公司发布 2023 年中报，2023H1 实现收入 6.52 亿元（+3%）、归母净利润 0.92 亿元（+12%）、扣非归母净利润 0.83 亿元（+12%）；2023Q2 单季度实现收入 2.90 亿元（-12%）、归母净利润 0.40 亿元（-9%）、扣非归母净利润 0.35 亿元（-10%）。2023H1 业绩略低于市场预期，主要因为受到北美大客户去库存影响，相关订单量有所下滑，导致海外业务收入阶段性承压。
- ◆ **麻醉和呼吸业务快速增长。**分业务来看，2023H1 公司麻醉业务收入 2.28 亿元（+34%），呼吸业务收入 0.44 亿元（+50%），导尿业务收入 1.69 亿元（-15%），泌尿外科业务收入 1.08 亿元（+13%），护理业务收入 0.50 亿元（-40%），血透业务收入 0.32 亿元（-11%）。其中，麻醉和呼吸业务表现较好，导尿线因 BIP 产品销售略不及预期导致收入下滑，护理业务下降较多主要由于海外护理产品销售下滑所致。
- ◆ **内销增长表现亮眼，外销短期承压不改长期发展潜力。**2023H1 公司实现内销收入 3.78 亿元（+25%），实现快速增长，主要系公司积极参与带量采购，以价换量提升产品市占率，同时学术推广赋能营销，加快新产品切入市场，并带动原产品放量。2023H1 公司实现外销收入 2.64 亿元（-18%），业绩短期承压，主要是因为北美大客户消化库存导致订单下降，且新增的大客户有交付磨合期。另外，公司持续拓展新的大客户，与德国贝朗公司合作的导尿套业务逐渐进入稳定生产和出货阶段。兽用产品线取得突破，初步建立了海外销售网络，并形成收入，持续看好公司长期发展潜力。
- ◆ **持续丰富产品布局，重点单品加速进院。**公司持续加大研发投入，聚焦重点产品研发，2023H1 公司研发投入约 0.41 亿元（+29%）。报告期内，公司有 5 个产品（电子注药泵、一次性使用呼吸回路包、前端可弯曲输尿管鞘导管及附件、一次性使用负压引流器、一次性使用导引针）获得国内医疗器械注册证，有 3 个产品（一次性包皮环切缝合器&吻合器、气管插管、PVC 导尿管）获得欧盟 MDR 认证，有 1 个产品（维力亲水 PVC 导尿管）获得美国 FDA 批准注册，不断丰富产品品类。同时，加速推进重点产品入院，可视双腔支气管插管新进院 51 家，镇痛泵新进院 38 家，清石鞘新进院 68 家，新产品前端可弯鞘新进院 12 家，BIP 抗菌导尿管和亲水涂层超滑导尿管新进院 159 家，促进公司营收增长。
- ◆ **投资建议：**我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 2.13/2.74/3.44 亿元，增速分别为 28%/29%/26%，对应 PE 分别为 18/14/11 倍。考虑到公司内销快速增长，海外大客户库存出清，订单逐步恢复，预计公司业绩有望迎来拐点。首次覆盖，给予“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**新品放量不及预期风险，集中带量采购风险，海外销售恢复不及预期风险。

医药 | 医疗器械III

买入-B(首次)

投资评级

股价(2023-08-10)

12.78 元

交易数据

| | |
|-----------|-------------|
| 总市值（百万元） | 3,748.66 |
| 流通市值（百万元） | 3,719.34 |
| 总股本（百万股） | 293.32 |
| 流通股本（百万股） | 291.03 |
| 12 个月价格区间 | 22.36/12.96 |

一年股价表现



资料来源：聚源

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|------|--------|--------|--------|
| 相对收益 | -19.17 | -25.72 | -16.25 |
| 绝对收益 | -15.25 | -27.01 | -20.59 |

分析师

周平

 SAC 执业证书编号：S0910523020001
 zhouping@huajinsec.com

相关报告

财务数据与估值

| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 1,119 | 1,363 | 1,485 | 1,838 | 2,227 |
| YoY(%) | -1.1 | 21.9 | 8.9 | 23.7 | 21.2 |
| 净利润(百万元) | 106 | 167 | 213 | 274 | 344 |
| YoY(%) | -30.7 | 57.0 | 27.7 | 28.9 | 25.5 |
| 毛利率(%) | 42.4 | 43.2 | 46.2 | 47.0 | 47.8 |
| EPS(摊薄/元) | 0.36 | 0.57 | 0.73 | 0.93 | 1.17 |
| ROE(%) | 7.2 | 10.2 | 12.2 | 14.0 | 15.3 |
| P/E(倍) | 35.3 | 22.5 | 17.6 | 13.7 | 10.9 |
| P/B(倍) | 2.4 | 2.2 | 2.0 | 1.8 | 1.6 |
| 净利率(%) | 9.5 | 12.2 | 14.3 | 14.9 | 15.4 |

数据来源：聚源、华金证券研究所

1. 盈利预测

分业务来看：

- (1) **导尿管：**因去年上半年 BIP 抗菌导尿管销售基数较高，且公司调整 BIP 销售策略后销售略不及预期，预计对今年导尿管业务营收产生影响，未来随着营销改善，凭借公司产品和品牌优势，导尿管有望恢复快速增长。预计 2023-2025 年导尿管营收增速分别为-10%、20%、20%，毛利率分别为 27.55%、27.85%、28.15%。
- (2) **麻醉系列：**随着麻醉耗材需求高增，公司产品有望凭借带吸痰腔与可视等差异化功能实现快速放量，预计麻醉系列仍保持高速增长。预计 2023-2025 年麻醉系列营收增速分别为 35%、30%、25%，毛利率分别为 56.81%、57.31%、57.81%。
- (3) **泌尿外科：**负压清石鞘等优势产品推广下，有望带动泌尿外科其他产品放量。预计 2023-2025 年泌尿外科营收增速分别为 15%、20%、20%，毛利率分别为 77.15%、77.15%、77.15%。
- (4) **护理：**护理产品逐步在临床普及，公司口护吸痰管和排泄物管理器等产品有望持续放量。预计 2023-2025 年护理业务营收增速分别为-30%、10%、5%，毛利率分别为 23.7%、24.20%、24.70%。
- (5) **血透管路：**公司血透管路产品质量稳定，随着自动化产能升级和成本下降，预计血透管路稳定放量。预计 2023-2025 年血透管路营收增速分别为-3%、5%、5%，毛利率分别为 23.96%、23.46%、22.96%。
- (6) **呼吸类：**，公司呼吸产品维持稳步增长态势，预计 2023-2025 年呼吸类业务营收增速分别为 50%、40%、30%，毛利率分别为 39.69%、40.19%、40.69%。

表 1：公司业绩拆分及盈利预测

| 细分业务 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 导尿管 | 275.94 | 290.40 | 424.19 | 381.77 | 458.13 | 549.75 |
| yoy | | 5% | 46% | -10% | 20% | 20% |
| 毛利率 | 30.35% | 27.16% | 28.05% | 27.55% | 27.85% | 28.15% |
| 麻醉系列 | 321.22 | 349.08 | 409.45 | 552.76 | 718.58 | 898.23 |
| yoy | | 9% | 17% | 35% | 30% | 25% |
| 毛利率 | 49.39% | 53.27% | 54.81% | 56.81% | 57.31% | 57.81% |
| 泌尿外科 | 132.63 | 169.56 | 196.04 | 225.45 | 270.54 | 324.64 |
| yoy | | 28% | 16% | 15% | 20% | 20% |
| 毛利率 | 79.35% | 80.35% | 80.15% | 77.15% | 77.15% | 77.15% |
| 护理 | 96.06 | 134.02 | 159.44 | 111.61 | 122.77 | 128.91 |
| yoy | | 40% | 19% | -30% | 10% | 5% |
| 毛利率 | 22.25% | 19.17% | 23.20% | 23.70% | 24.20% | 24.70% |
| 血透管路 | 70.47 | 73.11 | 81.02 | 78.59 | 82.52 | 86.64 |
| yoy | | 4% | 11% | -3% | 5% | 5% |
| 毛利率 | 31.85% | 26.41% | 24.46% | 23.96% | 23.46% | 22.96% |
| 呼吸类 | 68.65 | 61.87 | 64.33 | 96.50 | 135.09 | 175.62 |

| | | | | | | |
|--------|----------|----------|----------|---------|---------|---------|
| yoy | | -10% | 4% | 50% | 40% | 30% |
| 毛利率 | 37.84% | 31.58% | 37.69% | 39.69% | 40.19% | 40.69% |
| 口罩 | 146.90 | 13.81 | | | | |
| yoy | | -91% | | / | | |
| 毛利率 | 47.56% | 10.43% | | | | |
| 其他主营业务 | 8.92 | 14.04 | 19.24 | 25.01 | 32.52 | 42.27 |
| yoy | 45.09% | 29.72% | 28.26% | 30% | 30% | 30% |
| 毛利率 | 45.09% | 29.72% | 28.26% | 27.76% | 27.26% | 26.76% |
| 其他业务 | 9.89 | 12.68 | 9.63 | 13.48 | 17.53 | 21.03 |
| yoy | | 28% | -24% | 40% | 30% | 20% |
| 毛利率 | 34.57% | 20.85% | 18.93% | 18.93% | 18.93% | 18.93% |
| 营业总收入 | 1,130.68 | 1,118.57 | 1,363.35 | 1485.16 | 1837.67 | 2227.10 |
| yoy | | -1% | 22% | 8.9% | 23.7% | 21.2% |
| 毛利率 | 43.75% | 42.36% | 43.19% | 46.24% | 47.05% | 47.79% |

资料来源: Wind, 华金证券研究所

2. 可比公司估值

公司主要从事导尿、麻醉、泌外、呼吸、血液透析等领域医用导管的研究、生产和销售, 我们选取选取和公司业务相近的低值耗材相关企业生产医用穿刺器械厂家康德莱、生产注射器及血透管路等耗材的三鑫医疗和生产实验室相关耗材的洁特生物进行估值对比。

表 2: 可比公司估值

| 证券代码 | 可比公司 | 股价 (元) | EPS | | | | PE | | | |
|-----------|------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 603987.SH | 康德莱 | 10.88 | 0.71 | 0.90 | 1.08 | 1.27 | 20 | 12 | 10 | 9 |
| 300453.SZ | 三鑫医疗 | 7.22 | 0.46 | 0.42 | 0.52 | 0.63 | 19 | 17 | 14 | 11 |
| 688026.SH | 洁特生物 | 17.10 | 0.62 | 0.69 | 0.91 | 1.20 | 39 | 25 | 19 | 14 |
| 平均值 | | | | | | | 26 | 18 | 14 | 11 |

资料来源: Wind 一致预期 (2023/08/10), 华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 975 | 994 | 936 | 1260 | 1311 |
| 现金 | 605 | 393 | 452 | 708 | 597 |
| 应收票据及应收账款 | 134 | 96 | 184 | 157 | 258 |
| 预付账款 | 18 | 8 | 22 | 16 | 32 |
| 存货 | 168 | 163 | 161 | 244 | 254 |
| 其他流动资产 | 50 | 334 | 118 | 136 | 170 |
| 非流动资产 | 1158 | 1389 | 1310 | 1464 | 1622 |
| 长期投资 | 16 | 110 | 126 | 148 | 174 |
| 固定资产 | 440 | 438 | 475 | 591 | 706 |
| 无形资产 | 183 | 173 | 173 | 170 | 168 |
| 其他非流动资产 | 519 | 668 | 536 | 555 | 574 |
| 资产总计 | 2132 | 2384 | 2246 | 2724 | 2933 |
| 流动负债 | 427 | 477 | 252 | 509 | 424 |
| 短期借款 | 92 | 116 | 52 | 65 | 81 |
| 应付票据及应付账款 | 113 | 179 | 66 | 235 | 141 |
| 其他流动负债 | 222 | 183 | 134 | 209 | 201 |
| 非流动负债 | 114 | 166 | 125 | 117 | 108 |
| 长期借款 | 57 | 104 | 84 | 72 | 56 |
| 其他非流动负债 | 57 | 62 | 41 | 46 | 51 |
| 负债合计 | 541 | 644 | 377 | 626 | 531 |
| 少数股东权益 | 13 | 16 | 31 | 50 | 75 |
| 股本 | 293 | 293 | 293 | 293 | 293 |
| 资本公积 | 633 | 652 | 652 | 652 | 652 |
| 留存收益 | 685 | 812 | 946 | 1113 | 1315 |
| 归属母公司股东权益 | 1578 | 1724 | 1838 | 2048 | 2326 |
| 负债和股东权益 | 2132 | 2384 | 2246 | 2724 | 2933 |

现金流量表(百万元)

| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 187 | 391 | -0 | 554 | 205 |
| 净利润 | 115 | 178 | 228 | 293 | 368 |
| 折旧摊销 | 51 | 59 | 50 | 61 | 75 |
| 财务费用 | 10 | -3 | 9 | 6 | 4 |
| 投资损失 | 1 | -4 | -3 | -1 | -2 |
| 营运资金变动 | -7 | 107 | -285 | 196 | -239 |
| 其他经营现金流 | 18 | 54 | 1 | -1 | -1 |
| 投资活动现金流 | -156 | -560 | 253 | -234 | -255 |
| 筹资活动现金流 | 414 | -47 | -194 | -64 | -62 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.36 | 0.57 | 0.73 | 0.93 | 1.17 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.64 | 1.33 | -0.00 | 1.89 | 0.70 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 5.38 | 5.88 | 6.26 | 6.98 | 7.93 |

利润表(百万元)

| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 1119 | 1363 | 1485 | 1838 | 2227 |
| 营业成本 | 645 | 774 | 798 | 973 | 1163 |
| 营业税金及附加 | 11 | 14 | 10 | 13 | 16 |
| 营业费用 | 143 | 156 | 163 | 199 | 240 |
| 管理费用 | 113 | 130 | 135 | 163 | 195 |
| 研发费用 | 55 | 82 | 97 | 129 | 167 |
| 财务费用 | 10 | -3 | 9 | 6 | 4 |
| 资产减值损失 | -8 | -18 | -13 | -13 | -13 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 2 | 1 | 1 | 1 |
| 投资净收益 | -1 | 4 | 3 | 1 | 2 |
| 营业利润 | 143 | 207 | 274 | 352 | 440 |
| 营业外收入 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 营业外支出 | 3 | 2 | 4 | 4 | 3 |
| 利润总额 | 140 | 206 | 271 | 349 | 438 |
| 所得税 | 26 | 28 | 43 | 55 | 70 |
| 税后利润 | 115 | 178 | 228 | 293 | 368 |
| 少数股东损益 | 9 | 11 | 15 | 19 | 24 |
| 归属母公司净利润 | 106 | 167 | 213 | 274 | 344 |
| EBITDA | 182 | 267 | 317 | 398 | 499 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入(%) | -1.1 | 21.9 | 8.9 | 23.7 | 21.2 |
| 营业利润(%) | -28.0 | 44.8 | 32.4 | 28.8 | 24.9 |
| 归属于母公司净利润(%) | -30.7 | 57.0 | 27.7 | 28.9 | 25.5 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率(%) | 42.4 | 43.2 | 46.2 | 47.0 | 47.8 |
| 净利率(%) | 9.5 | 12.2 | 14.3 | 14.9 | 15.4 |
| ROE(%) | 7.2 | 10.2 | 12.2 | 14.0 | 15.3 |
| ROIC(%) | 5.9 | 9.1 | 11.1 | 12.7 | 14.2 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 25.4 | 27.0 | 16.8 | 23.0 | 18.1 |
| 流动比率 | 2.3 | 2.1 | 3.7 | 2.5 | 3.1 |
| 速动比率 | 1.8 | 1.7 | 2.9 | 1.9 | 2.4 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.7 | 0.8 |
| 应收账款周转率 | 9.7 | 11.8 | 10.6 | 10.8 | 10.7 |
| 应付账款周转率 | 6.4 | 5.3 | 6.5 | 6.5 | 6.2 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 35.3 | 22.5 | 17.6 | 13.7 | 10.9 |
| P/B | 2.4 | 2.2 | 2.0 | 1.8 | 1.6 |
| EV/EBITDA | 18.5 | 12.5 | 10.8 | 7.9 | 6.6 |

资料来源：聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

周平声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn