

聚焦主业，盈利能力持续提升

投资要点

- 事件:**公司前三季度收入 73.2 亿元 (+10%)，归母净利润为 5.8 亿元 (+37.8%)，扣非归母净利润为 5.6 亿元 (+27.9%)。
- 三季度利润增长表现亮眼，合同负债维持高位。**公司单三季度收入 22.4 亿元 (+1.3%)，归母净利润 1.2 亿元 (+22.9%)，扣非归母净利润 1.4 亿元 (+76%)。收入增长主要系医疗器械和制药装备产品收入增长所致，利润增速快于收入增速主要系公司不断优化产品结构，高毛利业务板块医疗器械和制药装备收入提升业绩。尽管单三季度部分医疗设备进院有所推迟，公司仍然在大力开拓国际市场，积极布局康复赛道，以及存量感控业务实现进一步做智能化升级，截至三季度末合同负债为 22 亿元，环比提升 1.5 亿元，公司的新增业务订单量也持续增加。展望四季度，公司上半年新产品上市，随着公司国内医院业务逐步恢复，海外市场大力拓张，公司器械和制药装备业务将持续高速增长。
- 盈利能力持续提升。**公司前三季度毛利率为 27.7%，同比提升 1.7pp，主要系公司持续聚焦主业，高毛利业务器械板块占比持续提升。截至上半年末，公司医疗器械收入占比已经提升至 38%，制药装备收入占比提升至 21%，医疗服务板块经营业绩不断改善，三季度子公司新华医院投资管理有限公司公开征集战略投资者，治理结构优化，有利于进一步改善业绩。公司前三季度销售费用/管理费用/财务费用/研发费用率分别为 9.2%/8.8%/0.2%/4%，同比 +0.4/+0.03/-0.3/+0.3pp，公司持续进行费用管控。
- 国际市场拓展初见成效。**上半年公司国外收入 1 亿元，同比增长 21%。新签订合同额与去年同期相比增长 98%，2023 年 7 月与白俄罗斯卫生部长皮涅维奇在北京对未来在感染控制、放射诊疗、手术器械及制药装备等领域的合作达成了战略合作意向。2023 年 8 月，新华医疗与惠影医疗签署战略合作协议，围绕直线加速器 (LINAC) 全球业务开展长期战略合作。手术器械新开发了智利、伊朗、越南、阿根廷等新市场。
- 盈利预测与投资建议。**预计 2023-2025 年公司归母净利润为 7.2 亿元、8.9 亿元、11.1 亿元，对应 PE 分别为 15、12、10 倍，建议保持关注。
- 风险提示:** 费用管控不及预期、核心品种销售不及预期、海外业务拓展不及预期等风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	9281.77	10283.68	11665.00	13240.04
增长率	-2.11%	10.79%	13.43%	13.50%
归属母公司净利润 (百万元)	502.61	720.58	888.40	1105.74
增长率	-9.68%	43.37%	23.29%	24.46%
每股收益 EPS (元)	1.08	1.54	1.90	2.37
净资产收益率 ROE	9.14%	11.13%	12.07%	13.06%
PE	21	15	12	10
PB	1.85	1.65	1.46	1.27

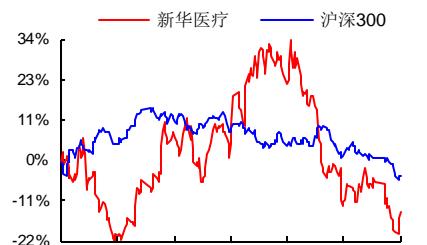
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn

分析师: 阮雯
执业证号: S1250522100004
电话: 021-68416017
邮箱: rw@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.67
流通 A 股(亿股)	4.43
52 周内股价区间(元)	21.28-36.21
总市值(亿元)	107.15
总资产(亿元)	144.82
每股净资产(元)	15.47

相关研究

- 新华医疗(600587):聚焦主业提升毛利，海外业务拓展迅速 (2023-08-25)
- 新华医疗(600587):聚焦主业提升毛利，研发投入持续增长 (2023-05-07)
- 新华医疗(600587):聚焦医疗设备主业，未来发展可期 (2023-03-02)

根据公司各项业务板块的分析，我们对 2023-2025 年公司主营业务的预测如下：

假设 1：医疗器械制造：“十四五”期间，医疗器械市场新的采购潮将陆续到来。此外，公司拟定增 12.8 亿元用于医疗器械板块的项目建设。我们预计 2023-2025 年医疗器械的销量增速分别为 16%。从价格上来看，公司器械板块主要是涉及到感染控制、影像设备、放疗设备等产品，1) 感控业务随着公司的智能化升级，产品单价在 2023-2025 年保持 5% 增长，销量随着新医院的开拓，2023-2025 年销量增速分别为 10%。2) 影像与放疗：自主研发放疗专用大孔径螺旋 CT 和放疗设备预计在国产替代进程中销量实现每年 20% 的增长；此外，随着公司对成本端的控制和产品结构变化，预计毛利率将持续提升，在 2023-2025 年毛利率分别为 40%、42% 和 44%。

假设 2：制药装备：子公司成都英德订单充沛，公司也加快海外市场开拓，制药装备销量有望在 2023-2025 年每年保持 15% 的增长，随着子公司逐步扭亏，毛利率持续提升，预计 2023-2025 年毛利率分别为 28%、28% 和 29%。

假设 3：医疗服务：公司近年来对于医疗服务板块实现资产整合，部分亏损医院逐渐得到处置，部分盈利医院例如肾透析中心假设未来维持行业平均增速，2023-2025 年问诊人次维持 10% 增长，次均医疗服务费保持不变。

假设 4：医疗商贸在疫后逐步复苏，假设 2023-2025 年销量保持平稳，产品价格保持不变。

表：公司各业务板块盈利预测

百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
医疗器械制造	营业收入	3817.7	4428.6	5137.1	5959.1
	YOY	8%	16%	16%	16%
	毛利润	1529.4	1771.4	2157.6	2622.0
	毛利率	40%	40%	42%	44%
医疗商贸	营业收入	2894.4	3183.8	3502.2	3852.4
	YOY	-24%	10%	10%	10%
	毛利润	284.5	318.4	357.2	404.5
	毛利率	10%	10%	10%	11%
制药装备产品	营业收入	1517.0	1744.6	2006.3	2307.2
	YOY	21%	15%	15%	15%
	毛利润	423.2	488.5	581.8	669.1
	毛利率	28%	28%	29%	29%
医疗服务	营业收入	842.4	926.7	1019.3	1121.3
	YOY	15%	10%	10%	10%
	毛利润	150.4	165.4	182.0	200.1
	毛利率	18%	18%	18%	18%
合计	营业收入	9281.8	10283.7	11665.0	13240.0
	YOY	-2%	11%	13%	14%
	毛利润	2454.0	2743.7	3278.6	3895.7
	毛利率	26%	27%	28%	29%

数据来源：西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	9281.77	10283.68	11665.00	13240.04	净利润	529.21	720.59	888.41	1105.75
营业成本	6827.78	7455.67	8282.15	9268.03	折旧与摊销	233.01	359.36	387.82	409.65
营业税金及附加	67.62	71.99	81.65	92.68	财务费用	36.63	100.96	216.55	182.98
销售费用	887.47	1131.21	1283.15	1456.40	资产减值损失	-51.85	-100.00	-200.00	-200.00
管理费用	461.35	596.45	699.90	794.40	经营营运资本变动	-229.39	-2326.46	-267.45	-367.82
财务费用	36.63	100.96	216.55	182.98	其他	-129.56	134.38	233.11	247.46
资产减值损失	-51.85	-100.00	-200.00	-200.00	经营活动现金流量净额	388.05	-1111.17	1258.44	1378.02
投资收益	49.73	5.00	10.00	10.00	资本支出	-127.35	-250.00	-250.00	-250.00
公允价值变动损益	-43.36	0.00	0.00	0.00	其他	-153.88	8.47	10.00	10.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流量净额	-281.22	-241.53	-240.00	-240.00
营业利润	585.83	1032.41	1311.59	1655.55	短期借款	60.01	909.09	-663.76	-797.54
其他非经营损益	-9.74	-3.00	-5.11	-5.18	长期借款	37.66	0.00	0.00	0.00
利润总额	576.09	1029.41	1306.49	1650.37	股权融资	61.45	0.00	0.00	0.00
所得税	46.89	308.82	418.08	544.62	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	529.21	720.59	888.41	1105.75	其他	-131.31	-217.07	-216.55	-182.98
少数股东损益	26.60	0.01	0.01	0.01	筹资活动现金流量净额	27.81	692.02	-880.31	-980.52
归属母公司股东净利润	502.61	720.58	888.40	1105.74	现金流量净额	136.04	-660.68	138.13	157.50
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E					
货币资金	1689.05	1028.37	1166.50	1324.00	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
应收和预付款项	2235.73	2383.68	2705.68	3078.00	成长能力				
存货	3028.72	3315.73	3693.44	4143.25	销售收入增长率	-2.11%	10.79%	13.43%	13.50%
其他流动资产	431.52	295.02	321.17	351.00	营业利润增长率	-18.66%	76.23%	27.04%	26.22%
长期股权投资	1551.40	1551.40	1551.40	1551.40	净利润增长率	-4.82%	36.16%	23.29%	24.46%
投资性房地产	317.75	317.75	317.75	317.75	EBITDA 增长率	-15.58%	74.49%	28.35%	17.34%
固定资产和在建工程	2469.58	2336.84	2175.65	1992.62	获利能力				
无形资产和开发支出	747.29	783.89	820.49	857.10	毛利率	26.44%	27.50%	29.00%	30.00%
其他非流动资产	480.95	467.72	454.50	441.27	三费率	14.93%	17.78%	18.86%	18.38%
资产总计	12951.98	12480.41	13206.59	14056.38	净利润率	5.70%	7.01%	7.62%	8.35%
短期借款	986.40	1895.48	1231.72	434.18	ROE	9.14%	11.13%	12.07%	13.06%
应付和预收款项	2899.13	2873.27	3266.06	3677.95	ROA	4.09%	5.77%	6.73%	7.87%
长期借款	96.33	96.33	96.33	96.33	ROIC	15.79%	15.82%	16.55%	18.78%
其他负债	3180.83	1140.94	1249.67	1379.37	EBITDA/销售收入	9.22%	14.52%	16.42%	16.98%
负债合计	7162.68	6006.01	5843.78	5587.83	营运能力				
股本	411.97	466.68	466.68	466.68	总资产周转率	0.76	0.81	0.91	0.97
资本公积	1722.95	1668.25	1668.25	1668.25	固定资产周转率	4.28	4.73	5.48	6.67
留存收益	3285.17	4005.74	4894.14	5999.88	应收账款周转率	4.74	4.88	5.00	4.99
归属母公司股东权益	5393.13	6078.21	6966.61	8072.35	存货周转率	2.48	2.29	2.31	2.31
少数股东权益	396.17	396.18	396.19	396.20	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	116.45%	—	—	—
股东权益合计	5789.30	6474.39	7362.80	8468.55	资本结构				
负债和股东权益合计	12951.98	12480.41	13206.59	14056.38	资产负债率	55.30%	48.12%	44.25%	39.75%
					带息债务/总负债	15.12%	33.16%	22.73%	9.49%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	流动比率	1.07	1.22	1.41	1.67
EBITDA	855.47	1492.73	1915.96	2248.18	速动比率	0.63	0.64	0.75	0.89
PE	21.32	14.87	12.06	9.69	股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
PB	1.85	1.65	1.46	1.27	每股指标				
PS	1.15	1.04	0.92	0.81	每股收益	1.08	1.54	1.90	2.37
EV/EBITDA	8.80	6.88	4.94	3.79	每股净资产	12.41	13.87	15.78	18.15
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	每股经营现金	0.83	-2.38	2.70	2.95

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 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综合指数或标普 500 指数为基准。

买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上

持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间

公司评级 中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间

回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间

卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上

行业评级 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
北京	阙钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

广深	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龑	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文峰	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cryf@swsc.com.cn