

集采落地加速国产化，聚焦全期肾病产业 链延伸

买入|维持

——三鑫医疗(300453.SZ) 2023 年报点评

事件:

公司发布 2023 年度报告，2023 年实现营业收入 13.00 亿元，同比下降 2.69%；归母净利润 2.07 亿元，同比增长 11.92%；扣非归母净利润 1.81 亿元，同比增长 8.56%，EPS 为 0.40 元。

● 疫苗注射产品拖累营收，整体经营效率显著提升

公司业绩符合预期，2023 年营业收入略有下降，主要受疫苗注射产品收入下降影响。公司经营效率显著提升，毛利率 34.89% (+1.28pct)，净利率 17.17% (+2.27pct)，均为近年来最高水平；销售费用率为 6.02% (-0.69pct)，管理费用率为 7.03% (-0.74pct)，研发费用率为 3.93% (+0.87pct)，财务费用率为 -0.14% (+0.03pct)。

● 血液透析业务稳健增长，集采落地加速行业集中

公司 2023 血液净化类产品实现营收 9.49 亿元，同比增长 7.62%，占总营收 73.02%。公司产品方向，三鑫医疗是国内率先完成血液透析设备+耗材全产品链布局的头部企业，已获得血液透析滤过设备、PP 透析器、无邻苯血液透析体外循环管路、数项透析粉/液、CRRT 管路及配件等产品注册证，并持续现有产品的迭代升级；行业政策方向，2024 年 3 月，二十三省（区、兵团）血透耗材集采落地，公司中选本次集采全品类产品，均为规则一中标，在保有分配采购量的同时，还具备参与待分配采购量的分配资格；产能建设方面，公司进一步组建四川生产基地、扩建江西研发生产基地，当前进展顺利；海外透析业务增长迅速，部分地区得益于公司海外自主持证战略增长显著，公司专注于东南亚、南美、非洲等发展中国家市场，海外收入占比有望持续提升。我们认为在当前国产化趋势下，公司具备全产业链布局优势，产品类别丰富，集采中做到量价平衡，产能储备有保障，海外市场开发迅速，可借此进一步扩大市场份额，夯实头部企业优势地位。

● 延伸血透产业链，打造肾病患者全周期医疗器械产业布局

公司 2023 输注类产品营业收入 2.34 亿元，同比下降 33.51%，占总营收 18.00%，剔除疫苗注射类产品影响，输注类产品营收 2.16 亿元，同比下降 1.17%；心胸外科类产品营业收入 0.71 亿元，同比增长 7.78%，占总营收 5.43%。公司输注类和心胸外科产品专注于现有产品更新和新产品国产替代。此外公司 2023 年进入血管介入赛道，布局 PTA 高压球囊和透析用留置针产品，其中留置针本次集采中标；新开发消费类产品无针注射器，针对糖尿病等早期肾病患者，率先进入无针注射商用赛道。我们认为公司以全期肾病治疗为战略核心，持续延伸产业链，将助力公司挖掘更多潜在增量市场，提升综合竞争力。

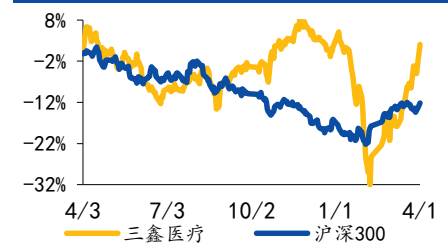
● 投资建议与盈利预测

公司主营血液透析类业务保持稳健增长，预计 2024-2026 年，公司实现营业收入分别为 15.59、17.61 和 19.91 亿元，实现归母净利润分别为 2.39、2.67 和 3.00 亿元，对应 EPS 分别为 0.46、0.51 和 0.58 元/股，对应 PE 分别为 17、15 和 13 倍，维持“买入”评级。

基本数据

52 周最高/最低价 (元):	10.56 / 5.08
A 股流通股 (百万股):	363.15
A 股总股本 (百万股):	519.60
流通市值 (百万元):	2788.95
总市值 (百万元):	3990.50

过去一年股价走势



资料来源: Wind

相关研究报告

报告作者

分析师	马云涛
执业证书编号	S0020522080001
电话	021-51097188
邮箱	mayuntao@gyzq.com.cn

● 风险提示

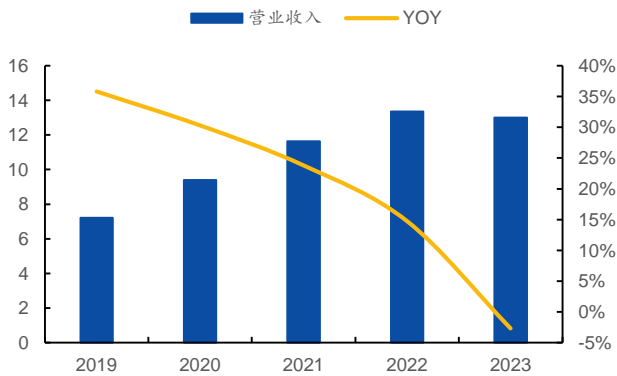
研发不及预期，市场竞争加剧，行业政策风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1336.00	1300.06	1559.37	1760.83	1990.60
收入同比 (%)	14.75	-2.69	19.95	12.92	13.05
归母净利润(百万元)	184.63	206.63	238.76	267.14	300.23
归母净利润同比 (%)	18.42	11.92	15.55	11.88	12.39
ROE (%)	17.16	16.58	16.97	15.96	15.21
每股收益 (元)	0.36	0.40	0.46	0.51	0.58
市盈率 (P/E)	21.84	19.51	16.89	15.09	13.43

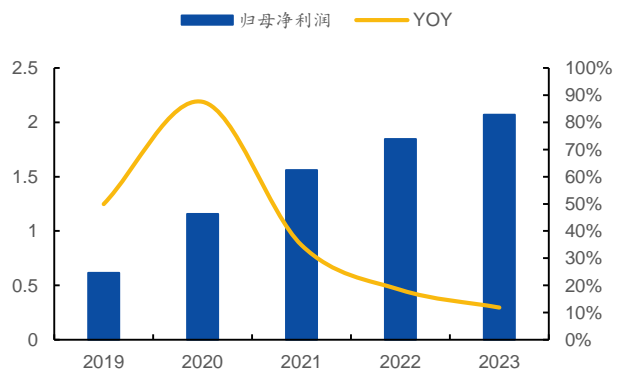
资料来源：iFinD，国元证券研究所

图 1：三鑫医疗营业收入及增长（亿元，%）



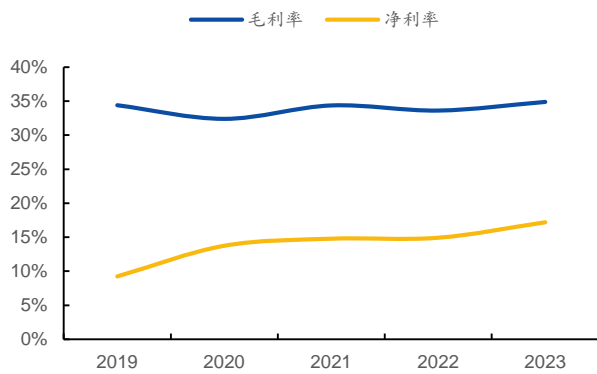
资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 2：三鑫医疗归母净利润及增长（亿元，%）



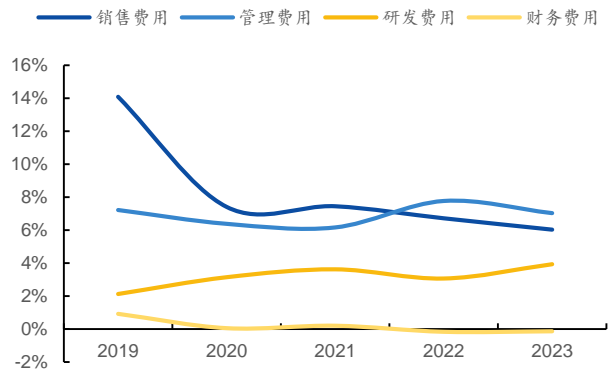
资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 3：三鑫医疗毛利率、净利率（%）



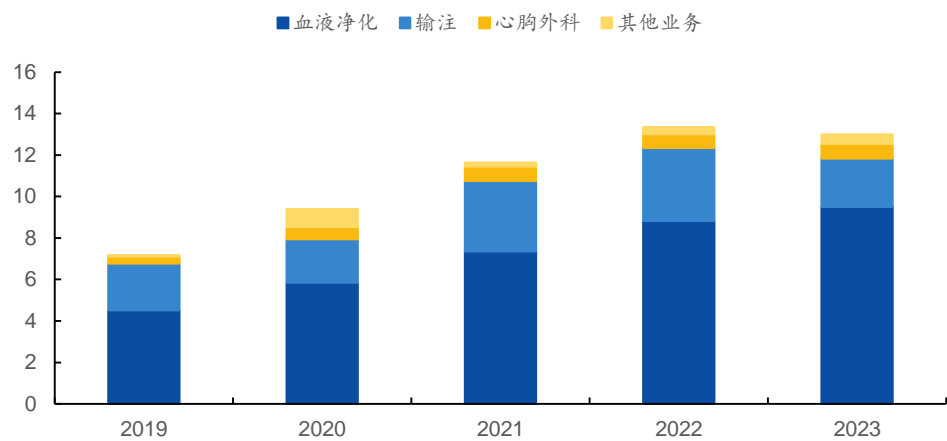
资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 4：三鑫医疗各项费用率（%）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 5：三鑫医疗主营结构（亿元）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	689.28	691.76	973.93	1397.98	1858.00
现金	320.33	221.29	519.86	899.08	1300.21
应收账款	89.52	86.64	104.28	117.78	132.99
其他应收款	4.16	9.64	8.60	9.44	10.90
预付账款	19.69	11.65	24.34	22.91	24.94
存货	195.43	199.38	224.40	251.92	290.37
其他流动资产	60.15	163.16	92.43	96.85	98.60
非流动资产	1097.77	1339.05	1291.08	1253.09	1209.94
长期投资	29.73	30.41	30.19	30.26	30.24
固定资产	525.91	674.47	618.58	562.70	506.81
无形资产	97.18	114.73	131.29	148.02	164.84
其他非流动资产	444.96	519.44	511.02	512.10	508.05
资产总计	1787.06	2030.81	2265.01	2651.07	3067.95
流动负债	528.99	564.95	579.31	638.64	692.35
短期借款	80.08	120.08	92.91	99.83	100.90
应付账款	149.66	166.22	182.77	210.48	239.16
其他流动负债	299.25	278.65	303.63	328.33	352.29
非流动负债	102.68	131.89	171.85	209.97	248.77
长期借款	45.14	80.38	120.56	158.28	197.23
其他非流动负债	57.54	51.51	51.29	51.69	51.54
负债合计	631.67	696.84	751.16	848.61	941.12
少数股东权益	79.28	87.54	106.74	128.21	152.35
股本	397.37	519.60	519.60	519.60	519.60
资本公积	71.30	51.69	51.69	51.69	51.69
留存收益	607.44	674.99	835.82	1102.95	1403.19
归属母公司股东权益	1076.11	1246.43	1407.11	1674.25	1974.48
负债和股东权益	1787.06	2030.81	2265.01	2651.07	3067.95

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	402.18	339.81	314.61	373.94	392.28
净利润	199.10	223.23	257.97	288.61	324.37
折旧摊销	68.89	76.54	74.92	75.47	75.46
财务费用	-2.28	-1.76	0.00	0.00	0.00
投资损失	-1.40	-9.69	-3.77	-4.17	-4.49
营运资金变动	96.74	34.85	-13.04	13.13	-3.75
其他经营现金流	41.12	16.64	-1.46	0.89	0.69
投资活动现金流	-375.65	-419.43	46.34	-38.84	-30.99
资本支出	210.55	287.47	0.00	0.00	0.00
长期投资	169.50	139.62	-11.21	3.74	-1.25
其他投资现金流	4.41	7.66	35.13	-35.10	-32.23
筹资活动现金流	35.43	-9.18	-62.37	44.12	39.83
短期借款	43.04	40.00	-27.17	6.92	1.07
长期借款	45.14	35.24	40.19	37.71	38.95
普通股增加	3.35	122.22	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	41.74	-19.60	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-97.84	-187.04	-75.38	-0.51	-0.18
现金净增加额	63.53	-88.04	298.58	379.22	401.13

资料来源:公司公告,国元证券研究所

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1336.00	1300.06	1559.37	1760.83	1990.60
营业成本	887.03	846.50	1015.34	1146.52	1296.13
营业税金及附加	10.24	10.28	13.04	14.65	16.41
营业费用	89.58	78.31	93.93	106.06	119.90
管理费用	103.85	91.41	109.64	123.80	139.96
研发费用	40.85	51.07	56.73	65.76	73.70
财务费用	-2.28	-1.76	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	0.52	-0.79	-0.19	-0.27	-0.33
公允价值变动收益	1.17	1.30	1.04	1.15	1.14
投资净收益	1.40	9.69	3.77	4.17	4.49
营业利润	230.02	257.64	295.39	330.24	370.94
营业外收入	2.47	1.85	3.47	3.44	3.19
营业外支出	6.87	6.72	6.48	6.68	6.61
利润总额	225.61	252.77	292.38	327.00	367.52
所得税	26.52	29.54	34.41	38.39	43.15
净利润	199.10	223.23	257.97	288.61	324.37
少数股东损益	14.46	16.60	19.20	21.48	24.14
归属母公司净利润	184.63	206.63	238.76	267.14	300.23
EBITDA	296.63	332.42	370.31	405.71	446.40
EPS (元)	0.46	0.40	0.46	0.51	0.58

主要财务比率					
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	14.75	-2.69	19.95	12.92	13.05
营业利润(%)	17.94	12.01	14.65	11.80	12.32
归属母公司净利润(%)	18.42	11.92	15.55	11.88	12.39
获利能力					
毛利率(%)	33.61	34.89	34.89	34.89	34.89
净利率(%)	13.82	15.89	15.31	15.17	15.08
ROE(%)	17.16	16.58	16.97	15.96	15.21
ROIC(%)	24.53	22.61	26.82	31.83	37.37
偿债能力					
资产负债率(%)	35.35	34.31	33.16	32.01	30.68
净负债比率(%)	20.00	28.94	28.59	30.56	31.81
流动比率	1.30	1.22	1.68	2.19	2.68
速动比率	0.93	0.87	1.29	1.79	2.26
营运能力					
总资产周转率	0.84	0.68	0.73	0.72	0.70
应收账款周转率	13.09	13.40	14.80	14.40	14.40
应付账款周转率	6.64	5.36	5.82	5.83	5.77
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.36	0.40	0.46	0.51	0.58
每股经营现金流(最新摊薄)	0.77	0.65	0.61	0.72	0.75
每股净资产(最新摊薄)	2.07	2.40	2.71	3.22	3.80
估值比率					
P/E	21.84	19.51	16.89	15.09	13.43
P/B	3.75	3.23	2.87	2.41	2.04
EV/EBITDA	12.68	11.31	10.15	9.27	8.42

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内, 行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构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, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国境内(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188