

2024年08月13日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

集采助力国产化进程

—三鑫医疗（300453.SZ）公司事件点评报告

买入（首次）

事件

分析师：胡博新 S1050522120002
hubx@cfsc.com.cn

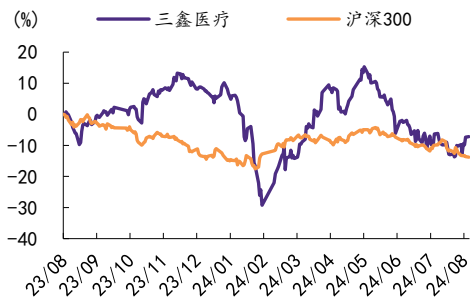
三鑫医疗股份发布公告：2024H1 公司实现营业收入 68,645.25 万元，较上年同期增长 18%；实现归属于上市公司股东的净利润为 10,624.77 万元，较上年同期增长 18.74%。

基本数据

2024-08-12

当前股价（元）	6.48
总市值（亿元）	34
总股本（百万股）	520
流通股本（百万股）	363
52 周价格范围（元）	5.08-8.13
日均成交额（百万元）	35.85

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

投资要点

■ 多地集采落地，透析产品份额扩大

2024 年上半年，公司血液净化类产品实现营业收入 52250.55 万元，同比增长 25.55%，其中血液透析器、血液透析液（粉）、血液透析管路均实现快速增长，血液透析设备出口订单放量增长。2024 年 3 月公司参与二十三省（区、兵团）血液透析类医用耗材省际联盟带量采购，透析器和管路均中标。按照集采中标规则，公司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，截至上半年，大部分省份已陆续执行，公司收入保持快速增长，市场份额有望扩大。2024 年 6 月，公司中选京津冀“3+N”联盟血液透析类医用耗材带量联动采购，中标省份持续扩大。毛利率方面，上半年血液净化类业务毛利率为 33.89%，同比 2023 年同期上升 2.03 个 pp。

■ 透析机受益国产替代红利实现高速增长

子公司威力生是公司的血液透析机生产平台，2024 年上半年实现营业收入 6640.30 万元，比 2023 年上半年增长 47.44%。根据弗若斯特沙利文数据，我国血液透析机市场规模预计将从 2022 年的 28 亿元增长至 2026 年的 62.33 亿元，年复合增长率为 22.56%，呈现高速增长态势。从市场份额来看，2021 年国产份额仍不足 20%，进口替代的空间巨大。除了血透设备之外，公司积极布局血液滤过、连续性血液净化（CRRT）等血液净化治疗领域，已获得连续性血液净化管路及配件（CRRT）注册证。

■ 围绕重点人群，产品线稳步拓宽

围绕晚期肾脏病透析患者内瘘保护延伸产业链，公司已获得 PTA 高压球囊扩张导管、一次性使用透析用留置针、血管鞘组、一次性使用球囊扩张压力泵等产品注册证；围绕糖尿病

和早中期肾脏病治疗，公司还陆续获得医用无针注射器、一次性使用无菌直肠导管、肠道水疗机等产品注册证。

盈利预测

预测公司 2024-2026 年收入分别为 15.67、18.50、21.77 亿元，归母净利润分别为 2.39、3.02、3.72 亿元，EPS 分别为 0.46、0.58、0.72 元，当前股价对应 PE 分别为 14.1、11.1、9.0 倍，随着人口老龄化和医疗保障覆盖率提升，透析人数将保持继续增长，推动血液透析市场规模稳定增长，而且集采对耗材降价影响已落地，国产化进程加速。公司是血液透析行业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，拥有血液透析类产品注册证最多，在行业内占据领先地位，将受益于市场扩容和国产化进程，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

风险提示

集采以量换价不及预期风险、产品价格或大幅下降、国产替代不及预期及研发不及预期等风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	1,300	1,567	1,850	2,177
增长率（%）	-2.7%	20.5%	18.0%	17.7%
归母净利润（百万元）	207	239	302	372
增长率（%）	11.9%	15.9%	26.3%	23.1%
摊薄每股收益（元）	0.40	0.46	0.58	0.72
ROE（%）	15.5%	15.9%	17.5%	18.6%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产:				
现金及现金等价物	221	446	721	1,047
应收款	96	116	137	161
存货	199	243	287	339
其他流动资产	175	180	185	190
流动资产合计	692	984	1,330	1,738
非流动资产:				
金融类资产	152	152	152	152
固定资产	674	770	775	746
在建工程	235	94	38	15
无形资产	115	109	103	98
长期股权投资	30	30	30	30
其他非流动资产	285	285	285	285
非流动资产合计	1,339	1,288	1,231	1,174
资产总计	2,031	2,273	2,561	2,912
流动负债:				
短期借款	120	120	120	120
应付账款、票据	306	373	441	520
其他流动负债	139	139	139	139
流动负债合计	565	632	700	779
非流动负债:				
长期借款	80	80	80	80
其他非流动负债	52	52	52	52
非流动负债合计	132	132	132	132
负债合计	697	764	832	911
所有者权益				
股本	520	520	520	520
股东权益	1,334	1,509	1,729	2,001
负债和所有者权益	2,031	2,273	2,561	2,912

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	223	259	327	402
少数股东权益	17	19	25	30
折旧摊销	73	51	57	57
公允价值变动	1	1	1	1
营运资金变动	26	-1	-2	-3
经营活动现金净流量	340	329	407	488
投资活动现金净流量	-419	45	51	52
筹资活动现金净流量	304	-84	-106	-131
现金流量净额	224	290	352	409

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,300	1,567	1,850	2,177
营业成本	846	1,019	1,205	1,420
营业税金及附加	10	12	15	17
销售费用	78	81	92	109
管理费用	91	99	102	107
财务费用	-2	-6	-13	-21
研发费用	51	58	65	72
费用合计	219	232	246	266
资产减值损失	-1	-1	-1	-1
公允价值变动	1	1	1	1
投资收益	10	2	2	2
营业利润	258	308	388	476
加:营业外收入	2	2	2	2
减:营业外支出	7	5	5	5
利润总额	253	305	384	473
所得税费用	30	46	58	71
净利润	223	259	327	402
少数股东损益	17	19	25	30
归母净利润	207	239	302	372

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	-2.7%	20.5%	18.0%	17.7%
归母净利润增长率	11.9%	15.9%	26.3%	23.1%
盈利能力				
毛利率	34.9%	35.0%	34.8%	34.7%
四项费用/营收	16.8%	14.8%	13.3%	12.2%
净利率	17.2%	16.5%	17.7%	18.5%
ROE	15.5%	15.9%	17.5%	18.6%
偿债能力				
资产负债率	34.3%	33.6%	32.5%	31.3%
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	13.5	13.5	13.5	13.5
存货周转率	4.2	4.2	4.2	4.2
每股数据(元/股)				
EPS	0.40	0.46	0.58	0.72
P/E	16.3	14.1	11.1	9.0
P/S	2.6	2.1	1.8	1.5
P/B	2.7	2.4	2.1	1.8

■ 医药组介绍

胡博新：药学专业硕士，10 年证券行业医药研究经验，曾在医药新财富团队担任核心成员。对原料药、医疗器械、血液制品行业有长期跟踪经验。

俞家宁：美国康奈尔大学硕士，2022 年 4 月加入华鑫证券研究所，从事医药行业研究。

谷文丽：中国农科院博士，2023 年加入华鑫证券研究所。

吴景欢：中国疾病预防控制中心博士、副研究员，研究方向为疫苗、血制品、创新药，7 年的生物类科研实体经验，3 年医药行业研究经验。

■ 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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有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提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫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，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。