

# 华医转债：医疗净化行业标杆

## 事件

- **华医转债（123251.SZ）于 2024 年 12 月 23 日开始网上申购：**总发行规模为 7.50 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于智慧医疗物联网云平台升级项目等。
- **当前债底估值为 84.26 元，YTM 为 3.12%。**华医转债存续期为 6 年，中证鹏元资信评估股份有限公司资信评级为 A+/A+，票面面值为 100 元，票面利率第一年至第六年分别为：0.20%、0.40%、0.80%、1.50%、2.00%、2.50%，公司到期赎回价格为票面面值的 115.00%（含最后一期利息），以 6 年 A+ 中债企业债到期收益率 6.15%（2024-12-19）计算，纯债价值为 84.26 元，纯债对应的 YTM 为 3.12%，债底保护一般。
- **当前转换平价为 95.77 元，平价溢价率为 4.41%。**转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日至转债到期日止，即 2025 年 06 月 27 日至 2030 年 12 月 22 日。初始转股价 22.48 元/股，正股华康医疗 12 月 19 日的收盘价为 21.53 元，对应的转换平价为 95.77 元，平价溢价率为 4.41%。
- **转债条款中规中矩，总股本稀释率为 24.01%。**下修条款为“15/30, 85%”，有条件赎回条款为“15/30、130%”，有条件回售条款为“30、70%”，条款中规中矩。按初始转股价 22.48 元计算，转债发行 7.50 亿元对总股本稀释率为 24.01%，对流通盘的稀释率为 39.57%，对股本有一定的摊薄压力。

## 观点

- 我们预计华医转债上市首日价格在 113.34~126.27 元之间，我们预计中签率为 0.0029%。综合可比标的以及实证结果，考虑到华医转债的债底保护性一般，评级和规模吸引力一般，我们预计上市首日转股溢价率在 25% 左右，对应的上市价格在 113.34~126.27 元之间。我们预计网上中签率为 0.0029%，建议积极申购。
- 公司是一家现代医疗净化系统综合服务商，致力于解决医疗感染问题，为各类医院提供洁净、安全、智能的医疗环境，主营业务包括医疗净化系统研发、设计、实施和运维，相关医疗设备和医疗耗材的销售。主要服务对象包括武汉火神山医院、华中科技大学同济医学院附属协和医院、湖北省人民医院、武汉大学中南医院等。
- **2019 年以来公司营收稳步增长，2019-2023 年复合增速为 27.71%。**自 2019 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率波动较大，2019-2023 年复合增速为 27.71%。2023 年，公司实现营业收入 16.02 亿元，同比增加 34.71%。与此同时，归母净利润也不断浮动，2019-2023 年复合增速为 16.29%。
- 华康医疗营业收入主要来源于医疗净化系统集成业务，产品结构年际变化。2021 年以来，华康医疗的医疗净化系统集成业务收入逐年增长，2021-2023 年项目运营收入占主营业务收入比重分别为 81.19%、83.07% 和 84.32%，同时产品结构年际调整，其他主营业务规模占比稳定。
- 公司销售净利率和毛利率维稳，销售费用率小幅上升，财务费用率和管理费用率波动较小。2019-2023 年，公司销售净利率分别为 9.75%、6.91%、9.45%、8.62% 和 6.70%，销售毛利率分别为 35.64%、33.08%、37.26%、38.27% 和 38.04%。
- **风险提示：**申购至上市阶段正股波动风险，上市时点不确定所带来的机会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。

2024 年 12 月 20 日

证券分析师 李勇

执业证书：S0600519040001  
010-66573671

liyong@dwzq.com.cn

证券分析师 陈伯铭

执业证书：S0600523020002  
chenbm@dwzq.com.cn

## 相关研究

《基本面复苏，流动性充裕预期助燃债市》  
2024-12-16

《债券收益率持续下探是否积蓄上行风险？》  
2024-12-15

2024-12-15

## 内容目录

1. 转债基本信息 .....	4
2. 投资申购建议 .....	6
3. 正股基本面分析 .....	7
3.1. 财务数据分析 .....	7
3.2. 公司亮点 .....	10
4. 风险提示 .....	11

## 图表目录

图 1: 2019-2024Q1-3 营业收入及同比增速 (亿元) .....	8
图 2: 2019-2024Q1-3 归母净利润及同比增速 (亿元) .....	8
图 3: 2021-2023 年营业收入构成 .....	9
图 4: 2019-2024Q1-3 销售毛利率和净利率水平 (%) .....	10
图 5: 2019-2024Q1-3 销售费用率水平 (%) .....	10
图 6: 2019-2024Q1-3 财务费用率水平 (%) .....	10
图 7: 2019-2024Q1-3 管理费用率水平 (%) .....	10
表 1: 华医转债发行认购时间表 .....	4
表 2: 华医转债基本条款 .....	5
表 3: 募集资金用途 (单位: 万元) .....	5
表 4: 债性和股性指标 .....	6
表 5: 相对价值法预测华医转债上市价格 (单位: 元) .....	7

## 1. 转债基本信息

表1：华医转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	2024/12/19	1、刊登募集说明书及其摘要、《发行公告》、《网上路演公告》
T-1	2024/12/20	1、网上路演 2、原股东优先配售股权登记日
T	2024/12/23	1、发行首日 2、刊登《可转债发行提示性公告》 3、原股东优先配售认购日（缴付足额资金） 4、网上申购（无需缴付申购资金） 5、确定网上申购摇号中签率
T+1	2024/12/24	1、刊登《网上中签率及优先配售结果公告》 2、根据中签率进行网上申购的摇号抽签
T+2	2024/12/25	1、刊登《网上中签结果公告》 2、网上投资者根据中签号码确认认购数量并缴纳认购款
T+3	2024/12/26	1、保荐机构（主承销商）根据网上资金到账情况确定最终配售结果和包销金额
T+4	2024/12/27	1、刊登《发行结果公告》

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

表2：华医转债基本条款

转债名称	华医转债	正股名称	华康医疗
转债代码	123251.SZ	正股代码	301235.SZ
发行规模	7.50 亿元	正股行业	医药生物-医疗器械-医疗设备
存续期	2024 年 12 月 23 日至 2030 年 12 月 22 日	主体评级/债项评级	A+/A+
转股价	22.48 元	转股期	2025 年 06 月 27 日至 2030 年 12 月 22 日
票面利率	0.20%,0.40%,0.80%,1.50%,2.00%,2.50%.		
向下修正条款	存续期, 15/30, 85%		
赎回条款	(1) 到期赎回: 到期后五个交易日内, 公司将以本次可转债票面面值的 115% (含最后一期利息) 全部赎回  (2) 提前赎回: 转股期内, 15/30, 130%(含 130%); 未转股余额不足 3000 万元		
回售条款	(1) 有条件回售: 最后两个计息年度, 连续 30 个交易日收盘价低于转股价 70%  (2) 附加回售: 投资项目实施情况出现重大变化, 且被证监会认定为改变募集资金用途		

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

表3：募集资金用途（单位：万元）

项目名称	项目总投资	拟投入募集资金
智慧医疗物联网云平台升级项目	5,026.63	4,903.22
光谷人民医院医疗专项设计 施工总承包项目	16,983.96	14,000.00
上海交通大学医学院浦东校 区工程（标段二）科研集群 工艺增加（安装+装饰装修 工程）专 业分包工程	16,024.83	14,000.00
洁净医疗配套产品生产基地建设 项目	13,189.94	11,051.54
耗材物流仓 储配送中心 建设项 目 鄂西分仓	5,473.88	4,595.12
耗材物流仓 储配送中心 建设项 目 鄂东分仓	5,332.88	4,450.12
补充流动资金	22,000.00	22,000.00
<b>合计</b>	<b>84,032.12</b>	<b>75,000.00</b>

数据来源：募集说明书，东吴证券研究所

表4：债性和股性指标

债性指标	数值	股性指标	数值
纯债价值	84.26 元	转换平价（以 2024/06/13 收盘价）	100.80 元
纯债溢价率（以面值 100 计算）	18.67%	平价溢价率（以面值 100 计算）	-0.79%
纯债到期收益率 YTM	3.12%		

数据来源：募集说明书，东吴证券研究所

**当前债底估值为 84.26 元，YTM 为 3.12%。**华医转债存续期为 6 年，中证鹏元资信评估股份有限公司资信评级为 A+/A+，票面面值为 100 元，票面利率第一年至第六年分别为：0.20%、0.40%、0.80%、1.50%、2.00%、2.50%，公司到期赎回价格为票面面值的 115.00%（含最后一期利息），以 6 年 A+ 中债企业债到期收益率 6.15%（2024-12-19）计算，纯债价值为 84.26 元，纯债对应的 YTM 为 3.12%，债底保护一般。

**当前转换平价为 95.77 元，平价溢价率为 4.41%。**转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日至转债到期日止，即 2025 年 06 月 27 日至 2030 年 12 月 22 日。初始转股价 22.48 元/股，正股华康医疗 12 月 19 日的收盘价为 21.53 元，对应的转换平价为 95.77 元，平价溢价率为 4.41%。

**转债条款中规中矩。下修条款为“15/30, 85%”，有条件赎回条款为“15/30、130%”，有条件回售条款为“30、70%”，条款中规中矩。**总股本稀释率为 24.01%。按初始转股价 22.48 元计算，转债发行 7.50 亿元对总股本稀释率为 24.01%，对流通盘的稀释率为 39.57%，对股本有一定的摊薄压力。

## 2. 投资申购建议

我们预计华医转债上市首日价格在 113.34~126.27 元之间。按华康医疗 2024 年 12 月 19 日收盘价测算，当前转换平价为 95.77 元。

1) 参照平价、评级和规模可比标的大业转债（转换平价 68.02 元，评级 A+，发行规模 5.00 亿元）、新星转债（转换平价 108.51 元，评级 A+，发行规模 5.95 亿元）、灵康转债（转换平价 79.55 元，评级 A+，发行规模 5.25 亿元），12 月 19 日转股溢价率分别为 68.88%、26.32%、44.19%。

2) 参考近期上市的保隆转债（上市日转换平价 95.44 元）、领益转债（上市日转换平价 97.49 元）、皓元转债（上市日转换平价 90.62 元），上市当日转股溢价率分别为 20.93%、27.71%、31.32%。

基于我们已经构建好的上市首日转股溢价率实证模型，其中，医药生物行业的转股溢价率为 18.24%，中债企业债到期收益为 6.15%，2024 年三季报显示华康医疗前十大股东持股比例为 63.79%，2024 年 12 月 19 日中证转债成交额为 67,563,179,158 元，取对数得 24.94。因此，可以计算出华医转债上市首日转股溢价率为 22.47%。综合可比标的以及实证结果，考虑到华医转债的债底保护性一般，评级和规模吸引力一般，我们预计上市首日转股溢价率在 25% 左右，对应的上市价格在 113.34~126.27 元之间。

表5：相对价值法预测华医转债上市价格（单位：元）

转股溢价率/正股价	20.00%	22.00%	25.00%	28.00%	30.00%
-5%	20.45	109.18	111.00	113.73	116.46
-3%	20.88	111.48	113.34	116.13	118.91
2024/12/19 收盘价	21.53	114.93	116.84	119.72	122.59
3%	22.18	118.38	120.35	123.31	126.27
5%	22.61	120.68	122.69	125.70	128.72
					130.73

数据来源：Wind，东吴证券研究所

我们预计原股东优先配售比例为 **69.14%**。华康医疗的前十大股东合计持股比例为 63.79%（2024/09/30），股权较为集中。假设前十大股东 80% 参与优先配售，其他股东中有 50% 参与优先配售，我们预计原股东优先配售比例为 69.14%。

我们预计中签率为 **0.0029%**。华医转债发行总额为 7.50 亿元，我们预计原股东优先配售比例为 69.14%，剩余网上投资者可申购金额为 2.31 亿元。华医转债仅设置网上发行，近期发行的皓元转债（评级 AA-，规模 8.22 亿元）网上申购数约 782.99 万户，领益转债（评级 AA+，规模 21.37 亿元）818.2 万户，保隆转债（评级 AA，规模 13.9 亿元）828.53 万户。我们预计华医转债网上有效申购户数为 809.91 万户，平均单户申购金额 100 万元，我们预计网上中签率为 0.0029%。

### 3. 正股基本面分析

#### 3.1. 财务数据分析

公司是一家现代医疗净化系统综合服务商，致力于解决医疗感染问题，为各类医院提供洁净、安全、智能的医疗环境，主营业务包括医疗净化系统研发、设计、实施和运维，相关医疗设备和医疗耗材的销售。主要服务对象包括武汉火神山医院、华中科技大学同济医学院附属协和医院、湖北省人民医院、武汉大学中南医院等。公司应邀参与武汉火神山医院 ICU、洁净手术室的同步设计、施工及运营维护管理，得到军队及地方政府部门的认可和表扬。除此之外，公司参建的项目还荣获了中国建筑工程装饰奖、全国

建筑装饰行业科技示范工程、湖北省优质建筑工程(楚天杯)、中国安装之星等国家级、省级、行业优质工程奖，形成了良好的品牌项目优势。

2019 年以来公司营收稳步增长，2019-2023 年复合增速为 27.71%。自 2019 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率波动较大，2019-2023 年复合增速为 27.71%。2023 年，公司实现营业收入 16.02 亿元，同比增加 34.71%。与此同时，归母净利润也不断浮动，2019-2023 年复合增速为 16.29%。2023 年实现归母净利润 1.07 亿元，同比增加 4.72%。

图1：2019-2024Q1-3 营业收入及同比增速（亿元）

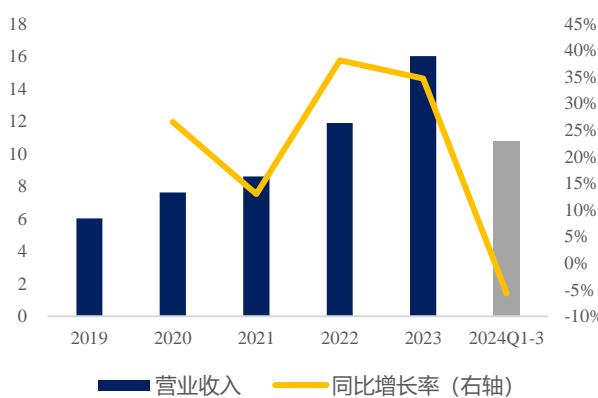
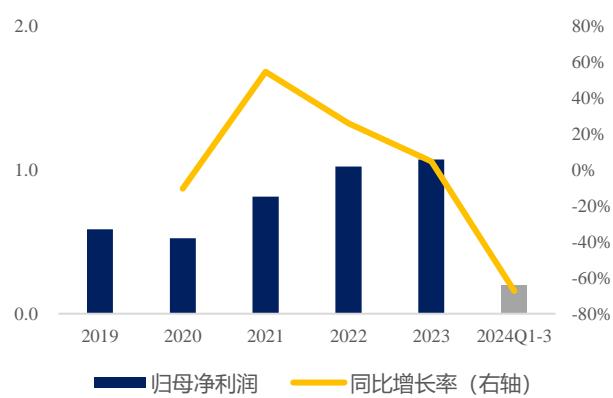


图2：2019-2024Q1-3 归母净利润及同比增速（亿元）

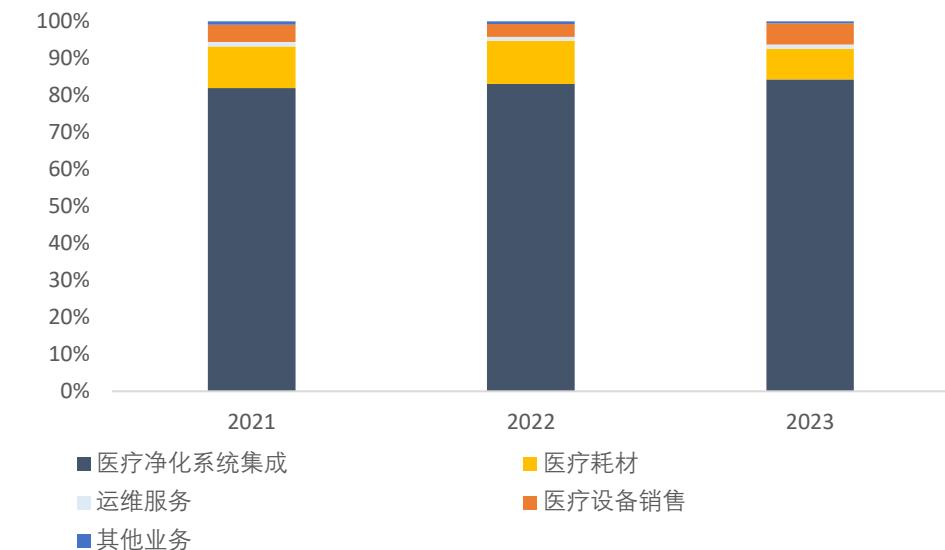


数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

华康医疗营业收入主要来源于医疗净化系统集成业务，产品结构年际变化。2021 年以来，华康医疗的医疗净化系统集成业务收入逐年增长，2021-2023 年项目运营业务收入占主营业务收入比重分别为 81.19%、83.07% 和 84.32%，同时产品结构年际调整，其他主营业务规模占比稳定。

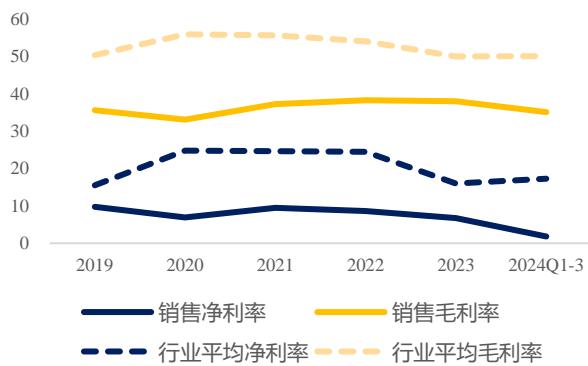
图3：2021-2023年营业收入构成



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

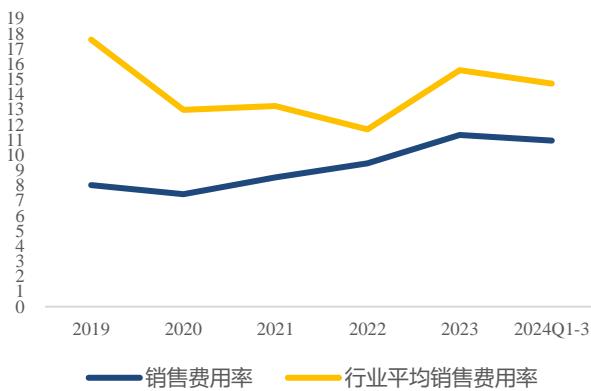
公司销售净利率和毛利率维稳，销售费用率小幅上升，财务费用率和管理费用率波动较小。2019-2023年，公司销售净利率分别为9.75%、6.91%、9.45%、8.62%和6.70%，销售毛利率分别为35.64%、33.08%、37.26%、38.27%和38.04%。2024年1-9月，公司医疗净化系统集成业务毛利率有所降低，主要由于绍兴市人民医院镜湖总院建设项目、武汉市肺科医院异地迁建项目材料成本占比及金额较高，拉低了整体医疗净化系统集成业务的毛利率。2022年度和2023年度，公司销售费用相比上年度分别上涨53.11%和61.38%，增长较快，主要由于随着销售人员人数、人均薪酬以及公司业务规模的增长，公司职工薪酬、广告宣传费、投标费用、业务招待费、差旅费、售后维保费等均有所增加，符合业务实际情况，具备合理性。2023年和2024年1-9月，公司财务费用相比上年同期大幅增加，主要由于本期新增银行借款金额较大，利息费用大幅增加。2023年公司管理费用相比上年同期增长17.44%，主要由于职工薪酬同比有所增加，且随着业务规模的不断增加，各项付现费用差旅费、咨询服务费等有所上升。

图4：2019-2024Q1-3 销售毛利率和净利率水平（%）



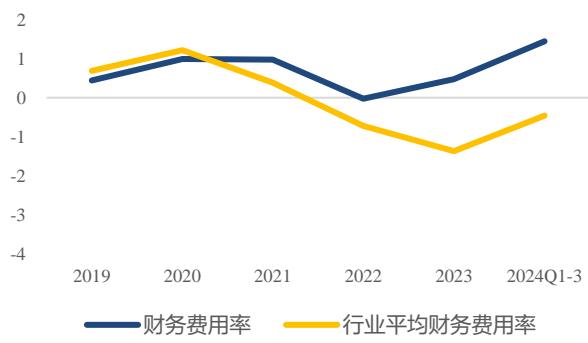
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：2019-2024Q1-3 销售费用率水平（%）



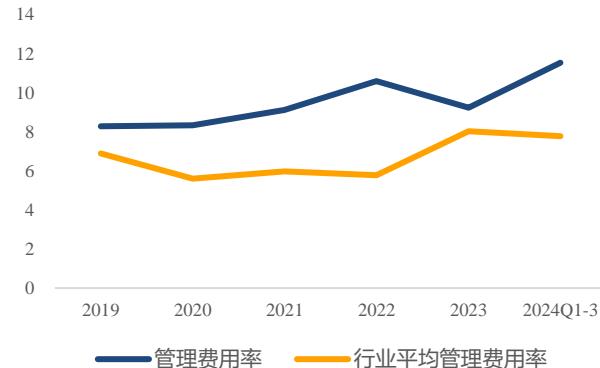
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：2019-2024Q1-3 财务费用率水平（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：2019-2024Q1-3 管理费用率水平（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：图4-7中的行业平均线，均是通过计算申万二级行业指数的各项费用和主营收入的比值，得到相应的费用率，而不是单个公司的相应费用率的加权平均，这种计算方法在行业集中度比较高的时候，可能会突出主营收入较大的公司的影响，弱化主营收入较小的公司的影响。

### 3.2. 公司亮点

华康医疗为省级专精特新“小巨人”称号、“3551光谷人才计划”企业。截至2024年9月30日，公司已授权专利共计185项，软件著作权41项，集成电路布图设计专有权2项。同时，公司拥有一支创新能力较强、专业素质高的研发队伍，能够深刻理解和把握行业技术发展方向。依托专业的设计、先进的技术、稳定的质量、良好的服务，发行人的品牌形象深入人心，赢得了社会及广大医院的认可，在业内树立了良好的口碑，形成了较强的专业品牌优势。

#### 4. 风险提示

申购至上市阶段正股波动风险，上市时点不确定所带来的机会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。

### 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

### 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

#### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

#### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>