

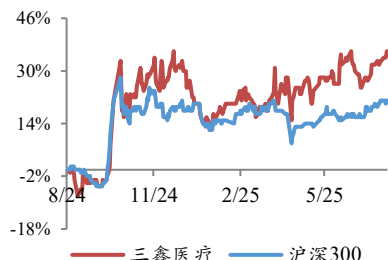
2025H1 盈利能力稳定，海外市场持续高增长

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-08-11

收盘价（元）	8.44
近 12 个月最高/最低（元）	9.08/5.90
总股本（百万股）	522
流通股本（百万股）	357
流通股比例（%）	68.25
总市值（亿元）	44
流通市值（亿元）	30

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

分析师：李婵

执业证书号：S0010523120002

邮箱：lichan@hazq.com

相关报告

1.【华安医药】公司点评：三鑫医疗：2024 年报业绩符合预期，海外市场增速亮眼 2025-03-31

2.【华安证券】公司点评三鑫医疗：业绩增长稳健，盈利能力持续提升 2024-10-15

主要观点：

✓ 事件：

公司发布 2025 年半年报，公司实现营业收入 7.61 亿元，同比增长 10.83%；归属于上市公司股东的净利润 1.15 亿元，同比增长 8.35%；扣非净利润 1.03 亿元，同比增长 9.26%。

其中，2025 年第二季度实现营业总收入 4.00 亿元，同比增长 12.65%；归母净利润 0.61 亿元，同比增长 16.65%；扣非净利润 0.53 亿元，同比增长 10.56%。

✓ 点评：

● 海外市场持续高增长，2025H1 增速约 67%

2025 年上半年，海外业务实现营业收入 18,700.17 万元，同比增长 67.30%，增速远高于公司营业总收入增长速度。公司已经开启了全球化的新篇章，完成印度尼西亚、秘鲁、墨西哥等国家的产品注册，并加速推进土耳其、越南、巴西等市场的认证进程。通过搭建全球自主持证体系，公司血液净化业务进一步强化国际市场布局，显著提升全球竞争力。

● 血透核心业务保持高速增长，2025H1 年增速约 20%

2025 年上半年，公司血液净化类产品实现营业收入 62,559.16 万元，比上年同期增长 19.73%，该类产品营业收入占公司总收入的比重为 82.23%。公司国外市场开拓成效显著，优势产品血液透析器、血液透析粉、血液透析管路经营业绩快速增长，血液透析设备出口订单较上年同期大幅增长。国内市场，公司借助集采政策，快速实现覆盖区域扩张，市场份额有所提升。

其他业务来看，给药器具类产品实现营业收入 8,240.98 万元，比上年同期下降 15.06%，仍有所承压；心胸外科类产品实现营业收入 3,498.03 万元，比上年同期增长 0.74%，保持相对稳定。

● 拟发可转债 5.3 亿元，持续产能扩张

公司拟发行可转债不超过 5.3 亿元，主要用于三鑫医疗年产 1000 万束血液透析膜及 1000 万支血液透析器改扩建项目、三鑫医疗高性能血液净化设备及配套耗材研发生产基地项目-新建年产 3000 万套血液透析管路生产线及配套工程建设项目、江西呈图康电子加速器辐照灭菌生产线改扩建项目以及补充流动资金。本次募投项目建设完工后，公司研发和生产实力将得到大幅提升，有利于公司在医疗器械国产替代的大趋势下获取更多市场份额。

血液透析作为终末期肾病患者使用最广泛的治疗方式，其市场需求具备显著刚性特征。近年来，国内以联盟集中采购形式多次开展医用耗

材带量采购，而公司通过灵活精准的报价策略得以在集中采购范围内陆续中标，在获得约定采购量的同时，具备参与待分配采购量的分配资格，同时公司还在集中采购前市场占有率相对较低的部分区域获得新突破，重点产品整体市场份额得以稳步提升。

● 投资建议

我们预计 2025-2027 年公司收入分别为 17.42 亿元、20.38 亿元和 23.92 亿元，收入增速分别为 16.1%、17.0%和 17.4%，2025-2027 年归母净利润分别实现 2.75 亿元、3.35 亿元和 4.01 亿元，增速分别为 21.0%、21.9%和 19.5%，对应 2025-2027 年的 PE 分别为 17x、14x 和 12x。考虑到血透行业尤其是透析机和透析器还存在较大的进口替代空间，行业增长稳健，公司海外市场拓展顺利，维持“买入”评级。

● 风险提示

公司血透设备海外市场销售不及预期风险。

公司产能利用不足风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1500	1742	2038	2392
收入同比 (%)	15.4%	16.1%	17.0%	17.4%
归属母公司净利润	227	275	335	401
净利润同比 (%)	10.1%	21.0%	21.9%	19.5%
毛利率 (%)	35.3%	35.0%	35.0%	35.0%
ROE (%)	17.2%	17.2%	17.3%	17.2%
每股收益 (元)	0.44	0.53	0.64	0.77
P/E	16.89	17.18	14.10	11.80
P/B	2.94	2.96	2.44	2.02
EV/EBITDA	0.00	10.62	9.22	7.93

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
流动资产	824	1034	1395	1854					
现金	290	462	765	1156					
应收账款	83	97	113	133					
其他应收款	4	5	6	7					
预付账款	13	15	18	21					
存货	196	217	254	298					
其他流动资产	237	238	239	239					
非流动资产	1399	1517	1627	1726					
长期投资	22	22	22	22					
固定资产	958	961	1008	1043					
无形资产	127	142	155	169					
其他非流动资产	293	393	443	492					
资产总计	2223	2552	3022	3580					
流动负债	578	607	713	836					
短期借款	40	40	40	40					
应付账款	229	227	279	335					
其他流动负债	309	341	394	460					
非流动负债	236	236	236	236					
长期借款	157	157	157	157					
其他非流动负债	80	80	80	80					
负债合计	814	844	950	1072					
少数股东权益	85	109	138	173					
股本	522	522	522	522					
资本公积	56	56	56	56					
留存收益	745	1020	1356	1757					
归属母公司股东权	1324	1599	1935	2335					
负债和股东权益	2223	2552	3022	3580					

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
经营活动现金流	390	410	531	616					
净利润	227	275	335	401					
折旧摊销	91	119	128	139					
财务费用	3	0	0	0					
投资损失	-10	0	-10	-12					
营运资金变动	50	-8	48	53					
其他经营现金流	206	307	316	382					
投资活动现金流	-186	-238	-227	-226					
资本支出	-216	-238	-238	-238					
长期投资	21	0	0	0					
其他投资现金流	9	0	10	12					
筹资活动现金流	-124	0	0	0					
短期借款	-80	0	0	0					
长期借款	76	0	0	0					
普通股增加	3	0	0	0					
资本公积增加	5	0	0	0					
其他筹资现金流	-127	0	0	0					
现金净增加额	83	172	303	390					

利润表					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
营业收入	1500	1742	2038	2392					
营业成本	970	1132	1324	1554					
营业税金及附加	12	14	17	20					
销售费用	84	96	108	122					
管理费用	108	125	147	172					
财务费用	-1	-4	-7	-11					
资产减值损失	-11	0	0	0					
公允价值变动收益	-2	0	0	0					
投资净收益	10	0	10	12					
营业利润	279	333	406	485					
营业外收入	2	0	0	0					
营业外支出	5	0	0	0					
利润总额	276	333	406	485					
所得税	28	34	42	50					
净利润	248	299	365	436					
少数股东损益	20	24	29	35					
归属母公司净利润	227	275	335	401					
EBITDA	369	424	489	568					
EPS (元)	0.44	0.53	0.64	0.77					

主要财务比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	15.4%	16.1%	17.0%	17.4%
营业利润	8.2%	19.5%	21.9%	19.5%
归属于母公司净利	10.1%	21.0%	21.9%	19.5%
获利能力				
毛利率 (%)	35.3%	35.0%	35.0%	35.0%
净利率 (%)	15.2%	15.8%	16.5%	16.8%
ROE (%)	17.2%	17.2%	17.3%	17.2%
ROIC (%)	15.2%	14.0%	14.0%	14.0%
偿债能力				
资产负债率 (%)	36.6%	33.1%	31.4%	29.9%
净负债比率 (%)	57.8%	49.4%	45.8%	42.7%
流动比率	1.43	1.70	1.96	2.22
速动比率	0.97	1.23	1.50	1.77
营运能力				
总资产周转率	0.68	0.68	0.67	0.67
应收账款周转率	18.02	18.02	18.02	18.02
应付账款周转率	4.24	4.99	4.74	4.64
每股指标 (元)				
每股收益	0.44	0.53	0.64	0.77
每股经营现金流薄)	0.75	0.78	1.02	1.18
每股净资产	2.53	3.06	3.70	4.47
估值比率				
P/E	16.89	17.18	14.10	11.80
P/B	2.94	2.96	2.44	2.02
EV/EBITDA	0.00	10.62	9.22	7.93

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药行业首席分析师，医药行业全覆盖。中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生医疗（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所。

分析师：李婵，医药行业研究员，主要负责医疗器械和 IVD 行业研究。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。