



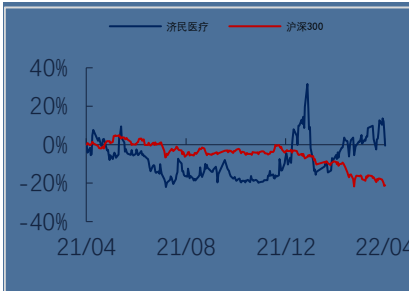
Research and  
Development Center

# 安全注射器持续放量，博鳌国际医院扭亏为盈

—济民医疗(603222)公司首次覆盖报告

2022年04月23日

周平 医药行业首席分析师  
S1500521040001  
15310622991  
zhouping@cindasc.com

**证券研究报告**
**公司研究**
**公司首次覆盖报告**
**济民医疗(603222)**
**投资评级**      **增持**
**上次评级**


资料来源：万得，信达证券研发中心

**公司主要数据**

收盘价(元)	16.94
52周内股价波动区间(元)	22.79-12.65
最近一月涨跌幅(%)	-2.02
总股本(亿股)	3.41
流通A股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	57.72

资料来源：信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编：100031

# 安全注射器持续放量，博鳌国际医院扭亏为盈

2022年04月23日

**报告内容摘要：**

- ◆ **2022Q1 业绩符合预期。**2022Q1 公司实现营业收入 2.85 亿元，同比增长 12.5%，归母净利润为 0.71 亿元，同比增长 76.94%，扣非归母净利润为 0.62 亿元，同比增长 54.99%，经营活动现金流量净额 1.1 亿元，同比增长 355.81%。业绩增长较快主要是公司的安全注射器和安全注射针业务处于供不应求的状态，处于快速放量期，此外，公司在海南的博鳌国际医院扭亏为盈，带来较大的业绩弹性。
- ◆ **盈利能力强劲提升。**2022Q1 公司的毛利率为 53.58%，净利率为 26.29%，同比分别提升 5.78pct、10.61pct，均创历史新高。2022Q1 公司的销售费用率、管理费用率、财务费用率、研发费用率分别为 13.07%、10.18%、2.67%、2.75%，同比下降-1.57pct、0.69pct、1.23pct、-0.14pct。
- ◆ **安全注射器及博鳌国际医院带来跨越式发展良机。**2021 年公司的安全注射器及安全注射针业务迎来快速增长，随着合作伙伴 RTI 公司进一步打开国际市场，公司的安全注射器需求大幅增长，产能不断扩张，从 2020 年的 5 亿支/年提升到 2021 年的 8.5 亿支/年，预计 2022 年产能继续提升，将达到 13.4 亿支/年。博鳌国际医院定位高端，以再生医学为特色，引进海内外高端人才，2022Q1 实现扭亏为盈，随着疫情逐步控制，医院就诊量将快速攀升，业绩迎来快速增长。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 14.42、17.35、20.77 亿元，同比增长 31.2%、20.3%、19.7%，归母净利润分别为 2.66、3.26、4.33 亿元，同比增长 80.4%、22.7%、32.7%，对应公司的市盈率为 21.69、17.68、13.33 倍，首次覆盖，给予增持评级。
- ◆ **股价催化剂：**安全注射器在国内顺利进医保；预充式导管冲洗器在医院终端接受度较高；博鳌国际医院诊疗量大幅提升；鄂州二院新院顺利开业。
- ◆ **风险因素：**中美关系恶化的风险；产品销售不及预期的风险；行业竞争加剧的风险；医疗事故的风险。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	878	1,098	1,442	1,735	2,077
增长率 YoY %	13.8%	25.2%	31.2%	20.3%	19.7%
归属母公司净利润(百万元)	6	148	266	326	433
增长率 YoY%	-90.8%	2206.0%	80.4%	22.7%	32.7%
毛利率%	41.1%	48.0%	48.6%	49.0%	49.4%
净资产收益率ROE%	0.7%	11.9%	17.7%	17.8%	19.1%
EPS(摊薄)(元)	0.02	0.44	0.78	0.96	1.27
市盈率 P/E(倍)	676.00	41.82	21.69	17.68	13.33
市净率 P/B(倍)	5.00	5.06	3.84	3.15	2.55

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 04 月 22 日收盘价

## 目录

一、 济民医疗：器械及服务业务双轮驱动的行业领军企业	4
1、 公司业务覆盖器械、服务及化学制药三大领域	4
2、 业绩快速增长，盈利能力强劲提升	4
3、 器械及服务板块迎来跨越式发展	7
二、 盈利预测、估值与投资评级	13
1、 盈利预测和假设	13
2、 估值与投资评级	14
三、 风险因素	15
1、 中美关系恶化的风险	15
2、 产品销售不及预期	15
3、 行业竞争加剧风险	15
4、 医疗事故的风险	15

## 表目录

表 1：公司重点产品研发进度	12
表 2：公司非公开发行项目募集资金主要投向安全注射器及安全注射针（万元）	13
表 3：济民医疗业绩预测（百万元）	13
表 4：可比公司情况	14

## 图目录

图 1：济民医疗收入维持稳健增长（亿元）	错误!未定义书签。
图 2：公司归母净利润在 2021 年出现爆发式增长（亿元）	错误!未定义书签。
图 3：公司扣非归母净利润在 2021 年出现显著改善（亿元）	5
图 4：器械板块收入占比逐步提高，2021 年占比 53.83%	6
图 5：大输液板块收入规模稳定，毛利率稳定在 49%附近（亿）	6
图 6：器械板块收入维持快速增长，毛利率逐步提升（亿元）	6
图 7：医疗服务板块维持稳定（亿元）	6
图 8：销售费用率和管理费用率呈下降的趋势（%）	7
图 9：公司的盈利能力逐步增强，2021 年各项指标创新高	7
图 10：公司的注射穿刺系列产品列示	8
图 11：公司自动回缩式的安全注射器系列产品，创新方面国际领先	8
图 12：公司的预充式导管冲洗器产品上市将带来新的利润增长点	9
图 13：博鳌国际医院，四年培育初长成	10
图 14：鄂州二院新院即将开业	10
图 15：大输液板块产品列示	11
图 16：研发投入加大（亿元）	11
图 17：近年来研发人员呈现快速增长（名）	12

## 一、济民医疗：安全注射器领域快速崛起的新星

### 1、公司业务覆盖器械、服务及化学制药三大领域

济民医疗业务覆盖医疗服务、医疗器械和化学制药三大板块，初步构建以医疗服务为主导，医疗器械和化学制药协同发展的“一主两翼”的战略格局。

医疗服务板块有 2 家综合性医院（博鳌国际医院、鄂州二院），合计床位近千张，鄂州二院新院预计 2022 年正式对外提供服务，开放床位 1000 张，届时公司总床位数将达到 1600 张。后续公司将继续围绕综合性、专科性（肿瘤、肾病等）医院进行布局，致力于将公司打造为大健康产业集团。

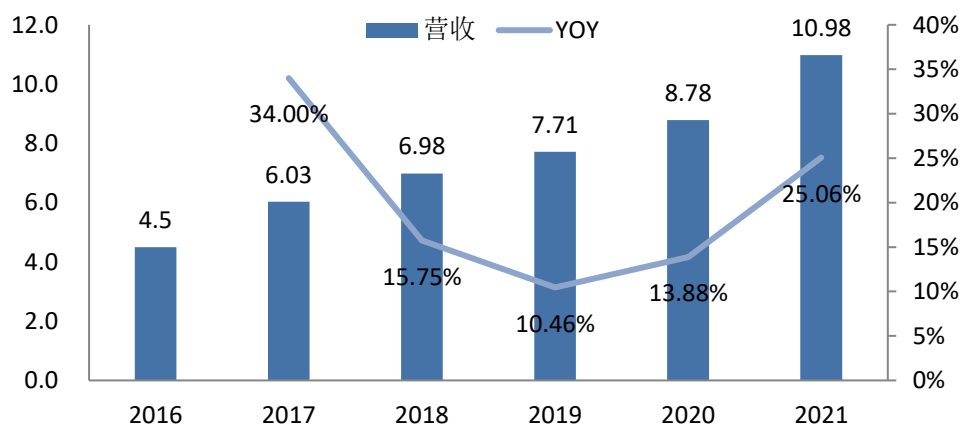
医疗器械板块有聚民生物和西班牙 LINEAR 公司，聚民生物科技有限公司主要产品包括安全注射器、安全注射针、无菌注射器、输液器等产品，此外，公司研发的预充导管冲洗器在 2021 年顺利获批，有望成为公司的又一增长极。西班牙 LINEAR 公司拥有多种诊断试剂、实验室仪器及体外诊断医疗产品等七大类产品线，其核心产品 FOB 粪便潜血自动免疫监测和幽门螺旋杆菌检测试剂盒具有较强的市场竞争力。

化学制药板块有输液品种近四十余种，拥有平衡类、营养类、治疗类输液及外用冲洗剂等各类产品。

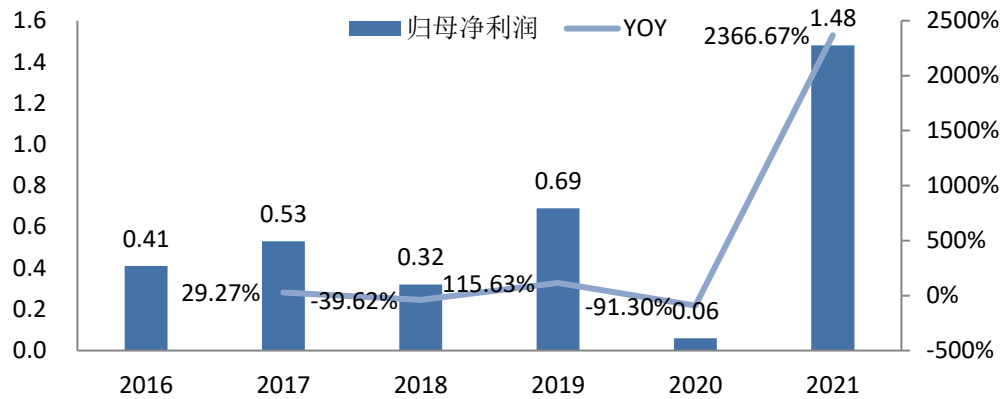
### 2、业绩快速增长，盈利能力强劲提升

公司收入规模维持稳健增长，近些年随着医疗服务板块和器械板块的驱动，营收规模从 2016 年的 4.5 亿元增长到 2021 年的 10.98 亿元，年复合增速为 19.53%，归母净利润略有波动，主要受疫情及国内政策影响，2021 年走出疫情影响的阴霾，归母净利润达到 1.48 亿元，同比增长 2366%，扣非净利润达到 1.11 亿元，同比增长 404.55%，加回 2021 年商誉及应收账款减值 4450 万元，扣非归母净利润达 1.56 亿元，创历史新高。

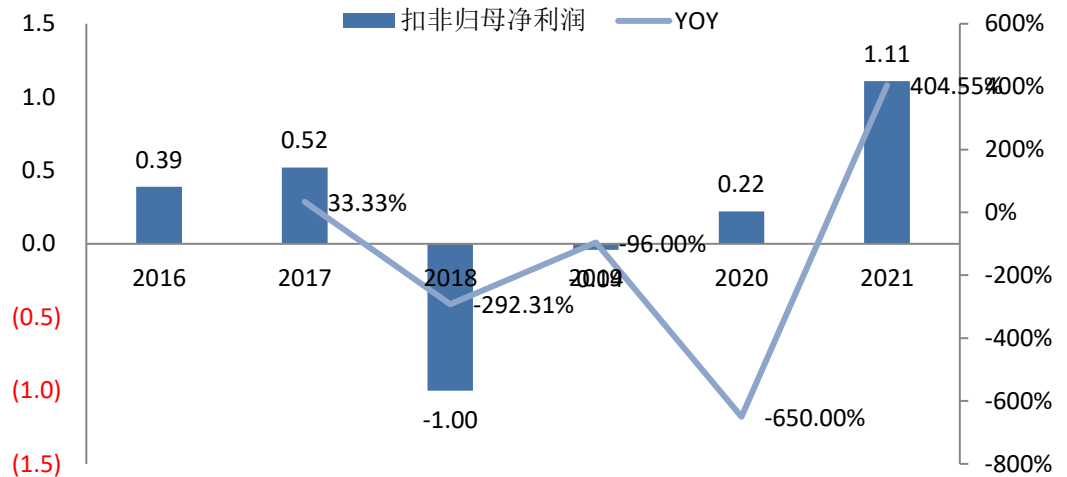
图 1：济民医疗收入维持稳健增长（亿元）



资料来源：wind，信达证券研发中心

**图 2：公司归母净利润在 2021 年出现爆发式增长（亿元）**


资料来源：wind，信达证券研发中心

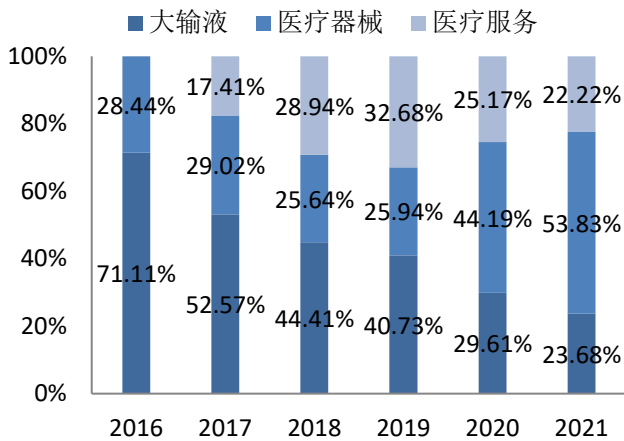
**图 3：公司扣非归母净利润在 2021 年出现显著改善（亿元）**


资料来源：wind，信达证券研发中心

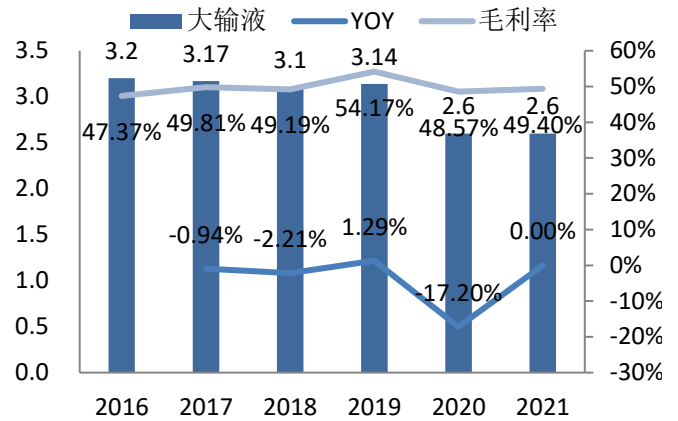
公司起家业务是大输液板块，主要提供非 PVC 软袋注射剂产品，受限抗等政策影响，收入规模稳定，占比逐步降低，2021 年收入在 2.6 亿元，占比 23.68%。

近些年，公司的器械板块维持快速增长，收入规模从 2019 年的 2 亿元增长到 2021 年的 5.91 亿元，年复合增速在 72% 附近，占比从 2019 年的 25.94% 提高到 2021 年的 53.83%，呈现高速增长势头，主要是公司与美国 RTI 签订的安全注射器及安全注射针的大订单驱动，公司通过给 RTI 贴牌生产安全注射器和安全注射针，实现了业绩上的快速增长。

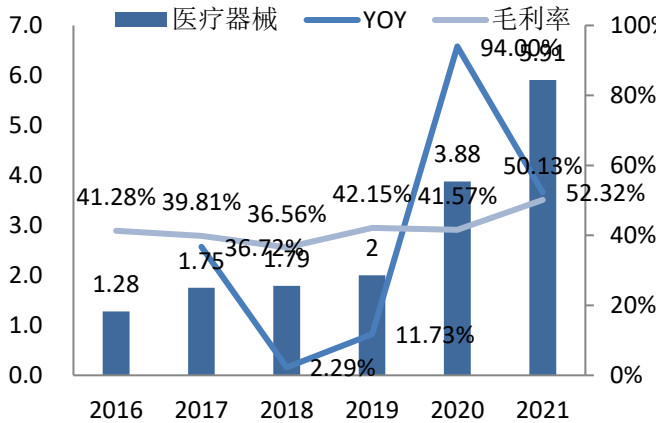
医疗服务板块的收入比较稳定，主要来自于博鳌国际医院和鄂州二院，受疫情影响，两医院的收入有所波动，2021 年在 2.44 亿元，同比增长 10.41%，逐步复苏。特别是博鳌国际医院，2021 年下半年已经出现强劲的增长势头，今年一季度更是实现扭亏为盈，预计今年有望带来较好的业绩贡献。

**图 4：器械板块收入占比逐步提高，2021 年占比 53.83%**


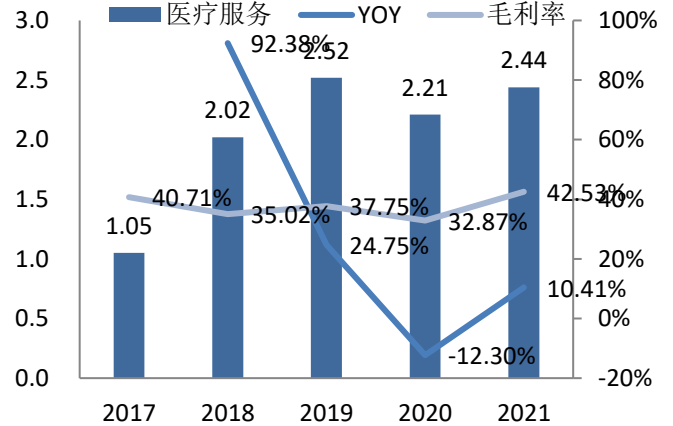
资料来源：wind，信达证券研发中心

**图 5：大输液板块收入规模稳定，毛利率稳定在 49% 附近（亿）**


资料来源：wind，信达证券研发中心

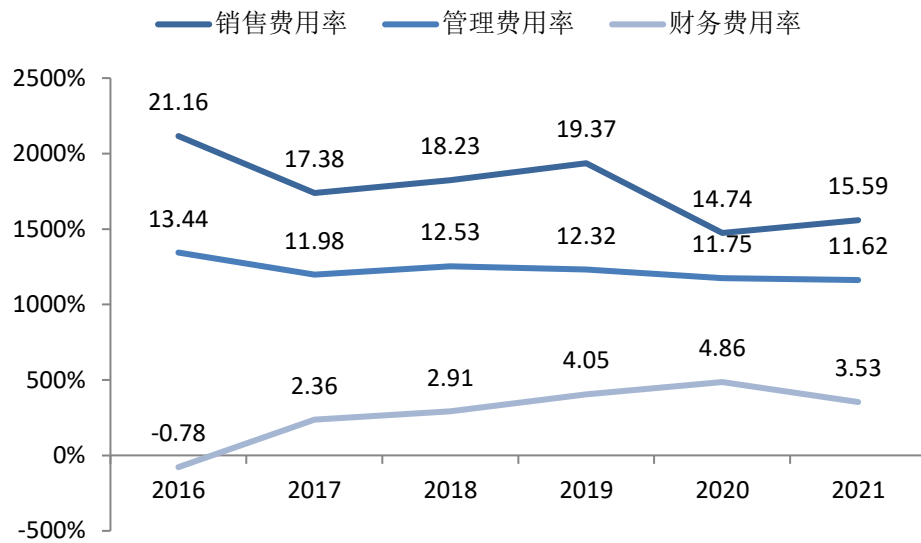
**图 6：器械板块收入维持快速增长，毛利率逐步提升（亿元）**


资料来源：wind，信达证券研发中心

**图 7：医疗服务板块维持稳定（亿元）**


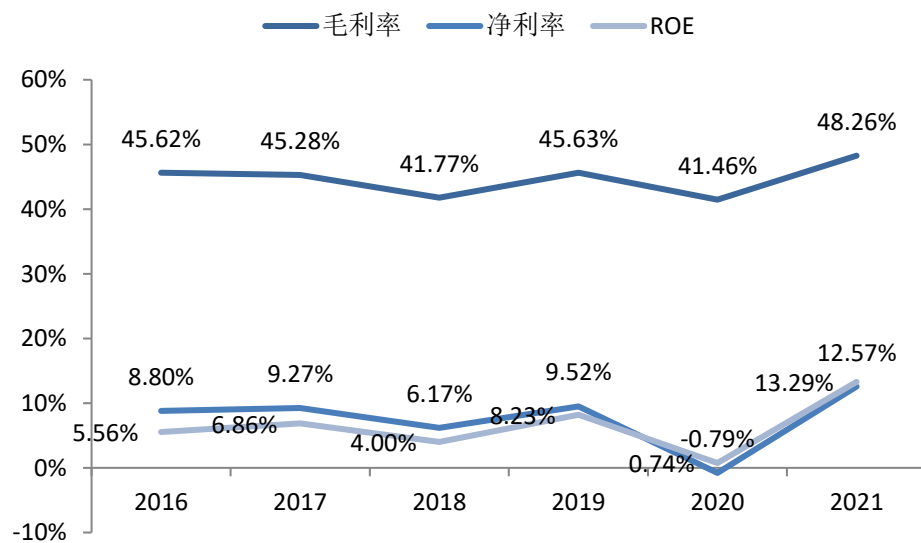
资料来源：wind，信达证券研发中心

随着公司安全注射器及安全注射针业务的快速增长，规模效应逐渐显现，2021 年销售费用率为 15.59%，管理费用率为 11.62%，均呈现下降趋势，财务费用率略有波动，2021 年出现下降的趋势，主要是近两年公司建设鄂州二院新院投入较大。

**图 8：销售费用率和管理费用率呈下降的趋势（%）**


资料来源：wind，信达证券研发中心

随着公司业务结构的变化，高盈利能力的注射器及注射针业务快速增长，占比提升，带动公司的毛利率净利率均出现较大的提升，2021 年公司毛利率达到 48.26%，净利率及 ROE 分别为 12.57%、13.29%，均创近些年的新高。

**图 9：公司的盈利能力逐步增强，2021 年各项指标创新高**


资料来源：wind，信达证券研发中心

### 3、器械及服务板块迎来跨越式发展

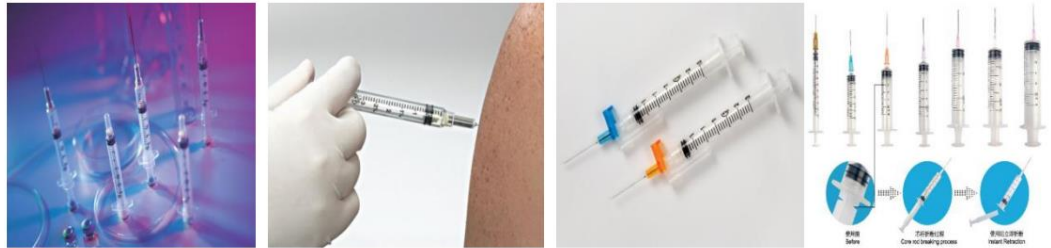
公司主要从事三大板块业务，包括器械、医疗服务及大输液业务，医疗器械板块主要有注射穿刺系列产品、预充导管冲洗器系列产品、体外诊断系列产品及血液透析系列产品，近些年增长较快的主要是穿刺系列的安全注射器及安全注射针。医疗服务板块主要是博鳌国际医院和鄂州二院构成。大输液业务是公司传统的化学输液业务。

#### 3.1、安全注射器及安全注射针迎来快速放量期



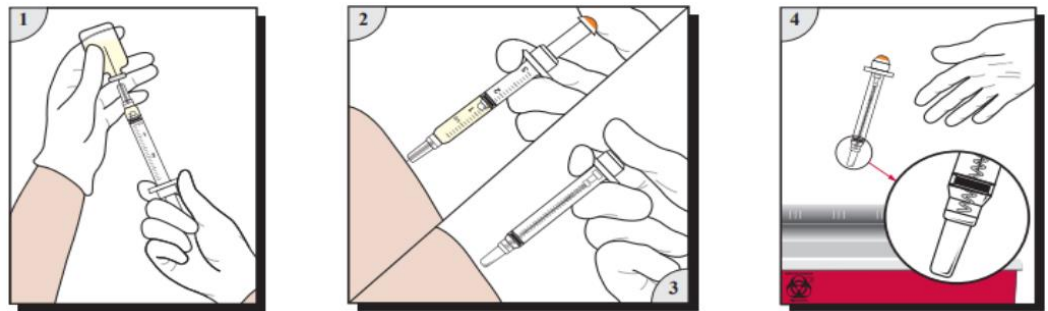
穿刺系列产品由公司全资子公司聚民生物生产，聚民生物生产的安全注射器，注射完毕后针尖自动回缩至芯杆里，从根本上彻底解决了针管二次使用的问题和医患临床人员被刺伤的风险，最大程度的保护医务工作者、患者以及使用后收集过程中人员的安全。

图 10：公司的注射穿刺系列产品列示



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 11：公司自动回缩式的安全注射器系列产品，创新方面国际领先



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

此外，公司自主研发设计生产的预充式导管冲洗器在 2021 年 9 月份拿到国家药监局的生产注册证，预充式导管冲洗器属于三类医疗器械，是一种药械结合的产品，由活塞、芯杆、外套、锁定护帽和 0.9%氯化钠注射液组成，其作用将留置装置导管（针）内残留的药物或血液冲入血流，减少药物沉积及药物间配伍禁忌，避免导管堵塞及残留药液刺激局部血管，保持静脉输液通路的通畅。



图 12：公司的预充式导管冲洗器产品上市将带来新的利润增长点



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

### 3.2、博鳌国际医院定位高端，前景可期

医疗服务板块主要包括上海中医药大学博鳌国际医院、鄂州二医院。

博鳌国际医院位于海南博鳌乐城国际医疗旅游先行区，是公司旗下一家集医疗、教学、科研、预防、保健、康养为一体的三级综合性医院，定位于国际性综合医院，以再生医学为特色，专注于研发和引进国际先进的健康体检技术、基因技术、干细胞技术、免疫细胞技术，致力于再生医学研究、转化及临床应用，打造国际化的高端医疗服务。

博鳌国际医院目前核定床位 560 张，签约外聘国际专家 20 人，国内外院士 5 人，国医大师 10 人。医院下设国际再生医学研究中心、高端医学美容中心、肿瘤精准防治中心、抗衰老医学中心、健康与体检评估中心、眼科疾病精准治疗中心、神经系统疾病精准治疗中心、骨关节疾病预防中心等科室。医院拥有国内唯一一家通过日本厚生省 GMP 认证的国际再生医学实验室，建成了包括细胞存储、国际标准细胞制备、细胞治疗临床研究、干细胞与再生医学技术转化四大核心技术平台。

经过近些年的培育，博鳌国际医院在 2022 年一季度实现扭亏为盈，净利润达到近千万元，随着技术水平及诊疗量的提升，有望给公司带来较大的业绩弹性。

图 13：博鳌国际医院，四年培育初长成



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

鄂州二院始建于 1953 年，位于湖北鄂州主城区，是公司旗下的一所集医疗、预防、康复、教学、科研于一体的综合性二级医院，床位 300 多张。

随着医疗需求的逐步扩大，公司对鄂州二院进行扩建，设立鄂州二院新院，新院设置床位 1000 张，将重点打造肿瘤筛查治疗、微创外科、骨科、神经内科、内分泌科和妇产科、肿瘤科、介入科、体检中心、月子中心等特色科室。同时与博鳌国际医院形成技术、人才、客户等资源共享和联动，努力将医院打造成为一家国际化水平的以肿瘤治疗为特色的三级综合性医院。目前新院处于内部装修设备调试阶段，预计 2022 年实现正式运营。

图 14：鄂州二院新院即将开业



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

### 3.3、大输液板块稳定

公司大输液按包装进行分类,包括非 PVC 软袋系列产品、塑瓶系列产品和直立软袋系列产品,按照使用进行分类,包括基础输液、电解质输液、冲洗剂、治疗性输液等系列产品。

图 15: 大输液板块产品列示



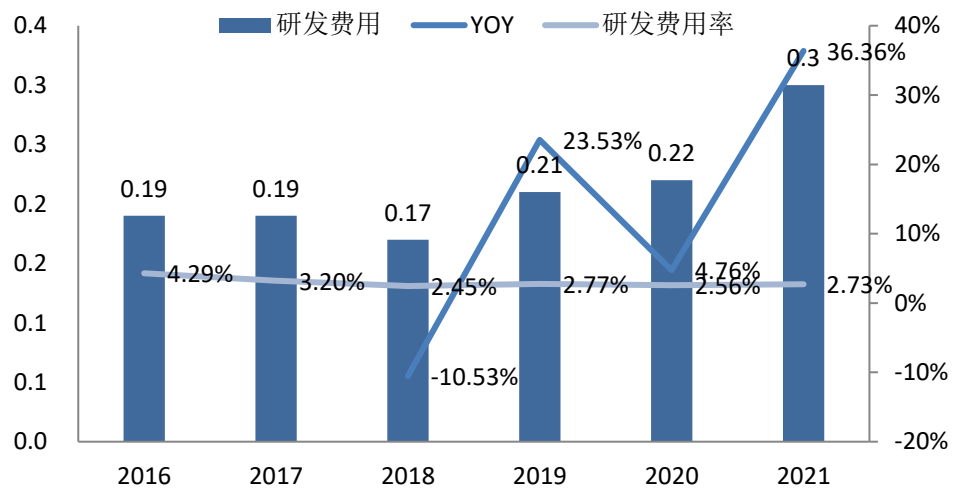
资料来源:公司公告,信达证券研发中心

### 3.4、研发投入加大,研发管线逐步兑现

公司加大研发投入,2021年研发费用达到0.3亿元,同比增长36.36%,研发费用率为2.73%,较稳定,主要是公司医疗服务板块收入有所增长,导致研发费用率略有下滑。

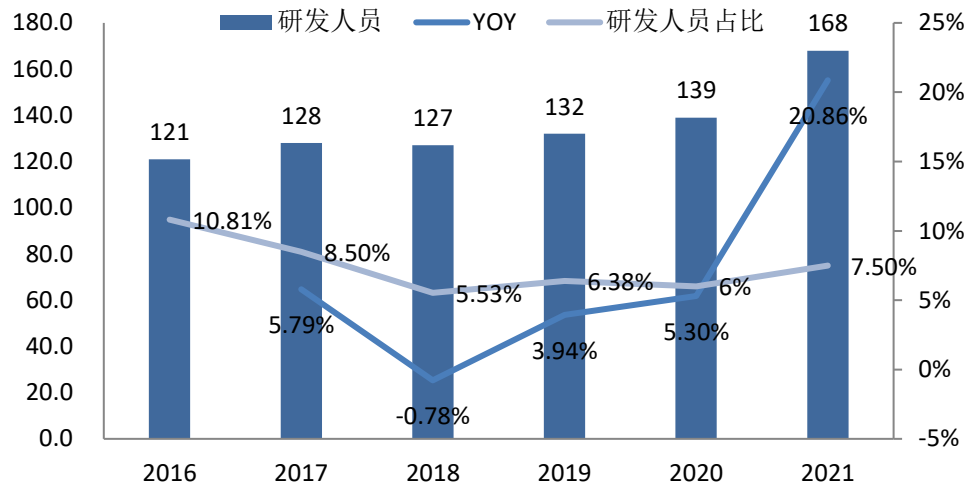
研发人员增长较快,2021年研发人员达到168人,同比增长20.86%。

图 16: 研发投入加大 (亿元)



资料来源:wind,信达证券研发中心



**图 17：近年来研发人员呈现快速增长（名）**


资料来源：wind，信达证券研发中心

预充式导管冲洗器在 2021 年 9 月获批，安全注射器及安全注射针在 2021 年 4 月获批，ivd 子公司核心产品大便隐血(FOB)检测试剂盒(胶乳免疫比浊法)在国内启动注册程序。

**表 1：公司重点产品研发进度**

研发项目	药(产)品名称	注册分类	适应症或功能主治	研发(注册)所处阶段
防刺伤一次性使用无菌注射器(一次性使用无菌自毁式注射器)	一次性使用无菌自毁式注射器带针	III 类	用于抽吸液体或在注入液体后注射。	注册证和生产许可均已获得批复
自动回缩式一次性使用注射针(一次性使用防针刺无菌注射针)	回缩自毁式一次性使用无菌注射针	III 类	用于人体皮内、皮下、消化道黏膜下、肌肉、静脉等注射或抽取液体	注册证已经批复，正在申请生产许可
大便隐血(FOB)检测试剂盒(胶乳免疫比浊法)	大便隐血(FOB)检测试剂盒(胶乳免疫比浊法)	进口 II 类 IVD 试剂	大便隐血(FOB)检测试剂盒是一种免疫粪便隐血测试(FOBT)，是一种基于浊度原理的快速乳胶凝集法在体外对人体粪便所含血红蛋白进行定量测定的测试	启动注册，目前在补正资料阶段

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

### 3.5、再融资项目发行，扩建安全注射器（针）及预充式导管冲洗器产能

近期，公司拟非公开发行股权募集资金 9 亿元，拟投入上海安全医疗产业项目及预充式导管冲洗器建设项目。

公司目前安全注射器及安全注射针产能在 8.5 亿支/年，实现满产满销，由于疫苗项目，使得合作伙伴 RTI 打通国际销售渠道，结合 RTI 安全注射器产品的 best in class 属性，国际市场的安全注射器需求大幅增长，2021 年，公司安全注射器产品持续处于供不应求状态，故公司在上海扩建安全注射器（针）的产能。

项目建成后，公司的安全注射器、安全注射针、安全采血针、易读式注射器、导管式安全采血针、安全留置针等智慧型安全类产品的产能将达到约 13.39 亿支，全部达产后，预计年销售收入将达到 9.21 亿元，年利润总额将达到 3.82 亿元。建设期为三年，所得税后的投资回

收期为 5.11 年（含建设期）。

公司的预充式导管冲洗器在 2021 年获批，故公司拟购置多套先进的生产设备和辅助生产设备以满足预充式导管冲洗器项目的产能需求，形成年产 25000 万支预充式导管冲洗器的生产规模，项目全部达产后，预计年销售收入约 5.1 亿元，年利润总额约 2.24 亿元，所得税后的投资回收期为 2.79 年。

预充式导管冲洗器在全球市场的参与者共计仅一百余家，且主要分布在美国和欧洲，比如 BD、Gerresheimer、Schott 等全球预充式导管冲洗器市场的主要供应商都是欧美企业。而国内市场刚起步，目前国内市场的竞争者不多，其中主要以威高股份与 BD 两家生产商为主，仍处于市场初期阶段。

**表 2：公司非公开发行项目募集资金主要投向安全注射器及安全注射针（万元）**

	项目名称	项目投资总额	拟投入募集资金
1	上海智慧型安全医疗产业项目	69,710.00	69,000.00
2	年产 25,000 万支预充式导管冲洗器项目	7,800.00	5,000.00
3	偿还银行贷款	16,000.00	16,000.00
	合计	93,510.00	90,000.00

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

## 二、盈利预测、估值与投资评级

### 1、盈利预测和假设

#### 盈利预测及假设

假设：

考虑博鳌国际医院的业绩增长，预计公司医疗服务板块 2022-2024 年收入分别为 3.41、4.61、5.99 亿元，毛利率分别为 45.34%、45.8%、46.2%；

考虑济民医疗的安全注射器及安全注射针项目扩产、预充式导管冲洗器的投产，预计医疗器械板块 2022-2024 年收入分别为 8.28、9.93、11.92 亿元，毛利率分别为 51.35%、52.54%、52.87%；

预计大输液板块 2022-2024 年收入分别为 2.73、2.81、2.86 亿元，毛利率分别为 49.4%、49.6%、49.1%。

**表 3：济民医疗业绩预测（百万元）**

百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	771.28	877.64	1098.47	1441.59	1734.77	2077.27
YOY	10.46%	13.79%	25.16%	31.24%	20.34%	19.74%
毛利率	45.63%	41.46%	48.26%	48.61%	49.05%	49.41%
大输液	314.05	259.67	259.6	272.58	280.76	286.37
YOY	1.29%	-17.32%	-0.03%	5%	3%	2%

毛利率	54.17%	48.57%	49.40%	49.40%	49.60%	49.10%
医疗器械	200.49	388.42	591.2	827.68	993.22	1191.86
YOY	11.73%	93.74%	52.21%	40%	20%	20%
毛利率	42.15%	41.57%	50.13%	51.35%	52.54%	52.87%
医疗服务	251.64	220.65	243.81	341.33	460.80	599.04
YOY	24.75%	-12.32%	10.50%	40%	35%	30%
毛利率	37.75%	32.87%	42.53%	45.34%	45.80%	46.20%

资料来源：wind，信达证券研发中心

## 2、估值与投资评级

预计公司2022-2024年营业收入分别为14.42、17.35、20.77亿元，同比增长31.2%、20.3%、19.7%，归母净利润分别为2.66、3.26、4.33亿元，同比增长80.4%、22.7%、32.7%，对应公司的市盈率为21.69、17.68、13.33倍，首次覆盖，给予增持评级。

表4：可比公司情况

代码	公司	市值(亿元/ 港元)	净利润(亿元)			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
1066.HK	威高股份	387	27.14	32.29	37.98	11.73	9.86	8.38
603987.SH	康德莱	67	3.91	4.91	6.11	17.15	13.66	10.99
301122.SZ	采纳股份	48	2.02	2.99	4.09	23.7	16.01	11.7
300015.SZ	爱尔眼科	1862	30.73	39.85	51.77	60.6	46.74	35.97
600763.SH	通策医疗	440	9.92	14.13	18.37	44.32	31.12	23.95
002422.SZ	科伦药业	228	12.8	15.11	17.13	17.85	15.12	13.33
平均值						29.23	22.09	17.39
603222.SH	济民医疗*	58	2.66	3.26	4.33	21.69	17.68	13.33

资料来源：Wind，信达证券研发中心（对应2022.04.22收盘价），注：\*为信达预期，其余为wind一致预期

### 三、 风险因素

---

#### 1、 中美关系恶化的风险

公司的合作伙伴主要为美国 RTI 公司，RTI 向公司采购安全注射器及安全注射针，然后销往国际市场，中美关系恶化，将会给公司的国际合作带来不利影响。

#### 2、 产品销售不及预期

安全注射器及安全注射针在国内销售价格较高，医院接受度如果不高，会带来业绩销售不及预期。

#### 3、 行业竞争加剧风险

公司的大输液业务在国内属于成熟市场，行业竞争激烈，市场竞争加剧，可能会给公司业绩带来一些影响。

#### 4、 医疗事故的风险

公司旗下有两家医院，博鳌国际医院和鄂州二院，在诊疗过程中如果出现非人为的错误，给医院的品牌可能带来一些不利影响。



会计年度	单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	822	829	643	899	1,385
货币资金	243	279	8	188	574
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	199	171	213	252	307
预付账款	7	8	11	13	15
存货	120	129	167	199	238
其他	253	242	244	247	251
<b>非流动资产</b>	1,470	1,596	1,705	1,792	1,851
长期股权投资	0	1	1	1	1
固定资产(合计)	755	710	771	826	852
无形资产	222	217	217	217	217
其他	493	668	716	748	782
<b>资产总计</b>	2,292	2,425	2,348	2,691	3,237
<b>流动负债</b>	987	739	487	581	679
短期借款	389	340	0	0	0
应付票据	21	34	44	49	56
应付账款	220	181	240	291	354
其他	357	183	204	241	269
<b>非流动负债</b>	259	312	212	122	122
长期借款	188	259	159	69	69
其他	71	52	52	52	52
<b>负债合计</b>	1,246	1,050	699	702	801
少数股东权益	182	136	145	157	172
归属母公司股东权益	865	1,238	1,504	1,831	2,264
<b>负债和股东权益</b>	2,292	2,425	2,348	2,691	3,237

会计年度	单位:百万 元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	878	1,098	1,442	1,735	2,077
同比(%)	13.8%	25.2%	31.2%	20.3%	19.7%
归属母公司净利润	6	148	266	326	433
同比(%)	-90.8%	2206.0%	80.4%	22.7%	32.7%
毛利率(%)	41.1%	48.0%	48.6%	49.0%	49.4%
ROE%	0.7%	11.9%	17.7%	17.8%	19.1%
EPS(摊薄)(元)	0.02	0.44	0.78	0.96	1.27
P/E	676.00	41.82	21.69	17.68	13.33
P/B	5.00	5.06	3.84	3.15	2.55
EV/EBITDA	27.27	24.00	16.57	13.07	9.54

会计年度	单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业总收入</b>	878	1,098	1,442	1,735	2,077
营业成本	517	571	741	884	1,051
营业税金及附加	10	14	16	20	23
销售费用	129	171	205	245	275
管理费用	81	98	115	137	150
研发费用	22	30	35	48	59
财务费用	43	39	7	1	-8
减值损失合计	-31	-15	0	0	0
投资净收益	1	39	17	19	27
其他	-14	-33	0	-2	-2
<b>营业利润</b>	31	168	338	418	552
营业外收支	-26	7	6	3	4
<b>利润总额</b>	5	174	344	421	557
所得税	12	36	69	82	109
<b>净利润</b>	-7	138	275	339	448
少数股东损益	-13	-9	9	12	15
<b>归属母公司净利润</b>	6	148	266	326	433
EBITDA	179	277	360	436	557
EPS(当年)(元)	0.02	0.44	0.78	0.96	1.27

会计年度	单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金</b>	166	289	302	379	460
净利润	-7	138	275	339	448
折旧摊销	73	88	32	35	38
财务费用	43	40	11	3	2
投资损失	-1	-39	-17	-19	-27
营运资金变动	16	5	4	18	-2
其它	43	57	-2	3	2
<b>投资活动现金流</b>	-137	-256	-121	-106	-72
资本支出	-166	-291	-109	-102	-81
长期投资	23	28	-25	-20	-15
其他	6	7	13	16	24
<b>筹资活动现金流</b>	51	15	-451	-93	-2
吸收投资	0	241	0	0	0
借款	511	805	-440	-90	0
支付利息或股息	-63	-38	-11	-3	-2
<b>现金流净增加额</b>	78	45	-270	180	386

## 研究团队简介

**周平**，医药行业首席分析师。北京大学本科、清华大学硕士，5年证券从业经验。曾入职西南证券、华西证券，2021年4月加入信达证券担任医药首席分析师。作为团队核心成员获得2015/2016/2017年新财富医药行业最佳分析师第六名/五名/四名。

**李雨辰**，团队成员，北京协和医学院医学博士。具有5年医药行业实业工作经验。曾就职于生物梅里埃、贝克曼库尔特（丹纳赫集团），具有丰富的实业经验。2021年7月加入信达证券，负责医疗器械板块研究工作。

**史慧颖**，团队成员，上海交通大学大学药学硕士，曾在PPC佳生和Parexel从事临床CRO工作，2021年加入信达证券，负责CXO行业研究。

**王桥天**，团队成员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021年12月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

**阮帅**，团队成员，暨南大学经济学硕士，2年证券从业经验。曾在明亚基金从事研究工作，2022年3月加入信达证券，负责医药消费、原料药行业研究。

**吴欣**，团队成员，上海交通大学生物医学工程本科及硕士，曾在长城证券研究所医药团队工作，2022年4月加入信达证券，负责医疗器械和中药板块行业研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com



## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达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，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。