

新华医疗 (600587.SH)

强主业盈利能力提升空间大，国改深化有望迎“业绩+估值”双击

我们认为新华医疗的投资逻辑主要有以下三点：

1. 股东与管理者利益关系理顺，重视市值管理。

1) 国资大股东高比例参与定增彰显未来发展信心：公司以 23.38 元/股定增发行 5490 万股，第一大国资股东山东颐养健康认购 1796.4 万股（占比 32.72%），充分彰显对公司未来发展信心与支持。

2) 股权激励绑定核心骨干人才，提振信心：该激励覆盖 345 名核心骨干（包括董事长、总经理等），将员工利益与公司发展绑定，释放国企改革活力。

3) 重视高质量投关沟通，加强市值管理：公司在年报中特别指出“稳定业绩挖掘亮点，重塑价值提升市值”，会进一步做好投资者沟通工作。

2. 经营拐点已现，毛利率稳步爬升且改善空间大。

1) “提高毛利率”已上升至公司战略层面：2021 年以来，公司坚持“调结构、强主业、提效益、防风险”，集中优势资源重点发展医疗器械和制药装备板块，优化公司产品结构，逐步提高毛利率水平。

2) 毛利率已进入上升通道：2022 年前三季度毛利率为 25.94%，2019、2020、2021 年分别为 21.23%、23.28%、24.25%，盈利能力持续改善。

3) 产品结构优化+管理效能提升+出口持续突破，预计毛利率将不断提升且空间可期。

3. 老牌器械龙头底蕴深且当前估值低，国企改革估值重塑空间大。

公司历经 80 年沉浮，技术底蕴深厚，通过持续不断国改措施提升经营管理效能，预计各项财务指标将不断改善，作为医疗器械国企改革第一股，符合“中特估”标的特点，估值向上重塑空间大。

医疗器械基本盘底蕴深厚，产品线持续丰富且高端化，享国产替代红利。布局九大产品线，感控及放疗优势领先（国产市占率第一），手术器械产品种类规格最全（约 1.2 万种），实验室设备及仪器增长潜力大。

制药装备盈利能力企稳回升，国际化战略扬帆起航。公司自主研发的 BFS 设备打破进口垄断，可广泛适用于 PE 材料包装的单剂量滴眼剂、吸入剂、液态玻尿酸类化妆品等生产。国际化崭露头角，打开成长天花板。

盈利预测与估值：我们预计 2022-2024 年公司归母净利润为 5.23 亿元、7.43 亿元、9.32 亿元，分别同比增长-6.1%、42.2%、25.4%，当前股价对应 PE 分别为 24x、17x、13x。我们选用 PE 估值法对公司进行估值，对应未来目标市值为 222.97 亿元，目标价 47.76 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：新签订单不及预期风险；募投项目不及预期风险。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	9,151	9,482	9,094	10,432	12,223
增长率 yoy (%)	4.4	3.6	-4.1	14.7	17.2
归母净利润（百万元）	234	556	523	743	932
增长率 yoy (%)	-72.8	137.7	-6.1	42.2	25.4
EPS 最新摊薄（元/股）	0.50	1.19	1.12	1.59	2.00
净资产收益率 (%)	4.9	10.6	11.2	11.9	13.3
P/E (倍)	53.4	22.5	23.9	16.8	13.4
P/B (倍)	2.9	2.5	2.3	2.1	1.8

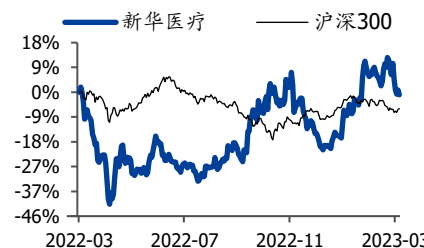
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2023 年 3 月 22 日收盘价

买入（首次）

股票信息

行业	医疗器械
3月22日收盘价(元)	26.78
总市值(百万元)	12,502.91
总股本(百万股)	466.87
其中自由流通股(%)	86.42
30日日均成交量(百万股)	9.53

股价走势



作者

分析师 张金洋

执业证书编号：S0680519010001

邮箱：zhangjy@gszq.com

分析师 杨芳

执业证书编号：S0680522030002

邮箱：yangfang@gszq.com



内容目录

1.老牌器械龙头积淀深厚，定增落地国改再出发.....	5
1.1 历经浮沉，坚定不移强主业提效益.....	5
1.2 制造主业占比稳步提升，盈利能力持续改善.....	9
1.3 定增巩固主业领先优势，医疗器械国改第一股乘风破浪.....	11
2.医疗器械：九大产品线铸就稳健基本盘.....	15
2.1 感控设备及耗材：抗衡进口引领国产，耗材增长潜力大.....	16
2.2 放疗设备：产品性能比肩国际巨头，进口替代蓄势正发.....	17
2.3 影像设备：高端产品加速突破，定增落地助力产业化.....	21
3.制药装备：盈利能力企稳回升，国际化战略扬帆起航.....	23
4.盈利预测与估值.....	27
4.1 收入拆分及关键假设.....	27
4.2 相对估值.....	28
风险提示.....	28

图表目录

图表 1: 公司发展大事记.....	5
图表 2: 公司股权结构图.....	6
图表 3: 上市以来公司股价变化.....	7
图表 4: 公司通过频繁并购快速扩大业务版图.....	8
图表 5: 2017年后公司聚焦主业，持续剥离低效资产.....	8
图表 6: 1999-2022Q3 公司营业收入/归母净利润及同比增速.....	10
图表 7: 1999-2022Q3 公司毛利率/净利率/期间费用率.....	10
图表 8: 2016-2022H1 公司分版块营业收入拆分.....	11
图表 9: 2016-2022H1 公司分版块毛利率情况.....	11
图表 10: 2016-2022H1 公司分区域营业收入拆分.....	11
图表 11: 2016-2021 年公司分区域毛利率情况.....	11
图表 12: 公司定增募投项目情况.....	12
图表 13: 柔性加工生产线的智能制造及配套项目营业收入与毛利率预测.....	12
图表 14: 高端精密微创手术器械扩建项目营业收入与毛利率预测.....	12
图表 15: 制药小容量制剂智能化生产装备产业化项目收入与毛利率预测.....	13
图表 16: 高性能放射治疗及影像产品产业化项目收入与毛利率预测.....	13
图表 17: 实验室系列产品产业化项目收入与毛利率预测.....	13
图表 18: 公司股权激励考核指标及费用摊销情况.....	13
图表 19: 公司器械板块覆盖九大产品线.....	15
图表 20: 2016-2027E 中国感染控制产品市场规模.....	16
图表 21: 感染控制事业部可提供二十四大系列产品.....	16
图表 22: 感控事业部在全国各地设有 280 个售后服务点.....	16
图表 23: 放射治疗设备分类.....	18
图表 24: 2015-2030E 中国放疗设备市场规模（亿元人民币）.....	19
图表 25: 2020 年中国高能放疗设备市场竞争格局（按销售台数计算）.....	19
图表 26: 2020 年中国低能放疗设备市场竞争格局（按销售台数计算）.....	19
图表 27: 国内获批的医用电子直线加速器梳理（截止 2023.03.20）.....	20
图表 28: 医学影像诊断与治疗设备分类.....	21

图表 29: 中国医学影像设备市场规模与增速 (单位: 亿元)	22
图表 30: 2021 年中国医学影像设备各细分领域市场占比.....	22
图表 31: 2015-2025E 年全球制药装备市场规模.....	23
图表 32: 2015-2025E 年中国制药装备市场规模.....	23
图表 33: 公司制药装备板块产品线梳理	23
图表 34: 新华医疗下设六家药机子公司, 涵盖生物制药/固体制剂/中药及食品等业务领域.....	24
图表 35: 新华医疗旗下英德生物提供的主要产品服务	24
图表 36: 新华医疗旗下英德生物提供的整体解决方案	25
图表 37: 制药装备企业核心财务指标对比	25
图表 38: 2012-2022H1 成都英德收入/利润/经营活动现金流情况.....	26
图表 39: 2011-2024E 公司业务拆分及预测	27
图表 40: 可比公司估值表	28

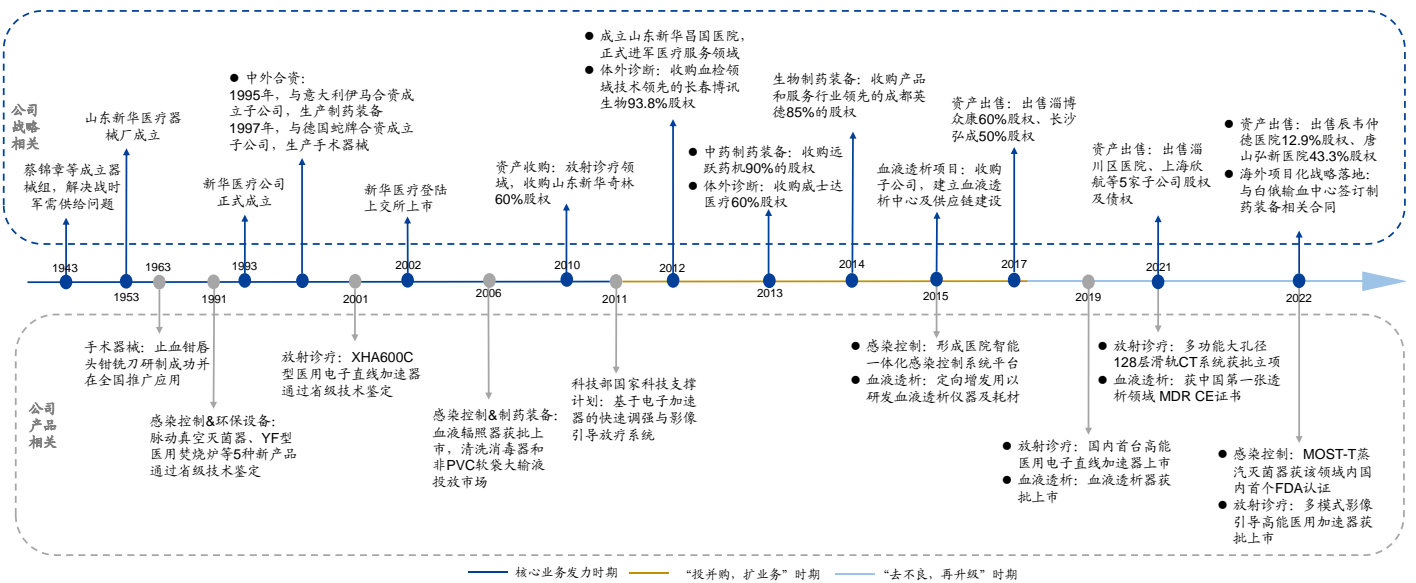
1.老牌器械龙头积淀深厚，定增落地国改再出发

1.1 历经浮沉，坚定不移强主业提效益

新华医疗是山东省国资委控股企业，成立于1943年，于2002年9月在上交所主板上市。经过80年的风雨历程，公司已形成“医疗器械”和“制药装备”双轴驱动，“医疗服务”和“药械流通”协同的业务布局。作为医疗器械国企改革第一股，公司不断寻求在创新效率、治理效能、发展效应等方面实现突破，不断攀升。

- **医疗器械**：形成九大配置精良、技术完备的先进产品线，引领进口替代。感控产品线国内市占率遥遥领先，规模居国内第一；放射治疗设备国内生产品种最全，规模居国内第一；手术器械产品有12000余个品种规格，涵盖神经外科、骨科等十二个科室，也是国内手术器械产品种类规格最全的综合生产厂家。
- **制药装备**：盈利能力企稳回升，国际化战略扬帆起航。新华医疗可提供“生物制药”、“中药提取”、“注射剂”、“固体制剂”等多领域整体解决方案。公司自主研发BFS设备打破了塑料安瓿包装行业在专线大产能需求方面依赖进口的局面，该设备适用于PE材料包装的单剂量滴眼剂、吸入剂、液态玻尿酸类化妆品等生产，需求旺盛，在无菌灌装领域具有划时代的意义。

图1：公司发展大事记

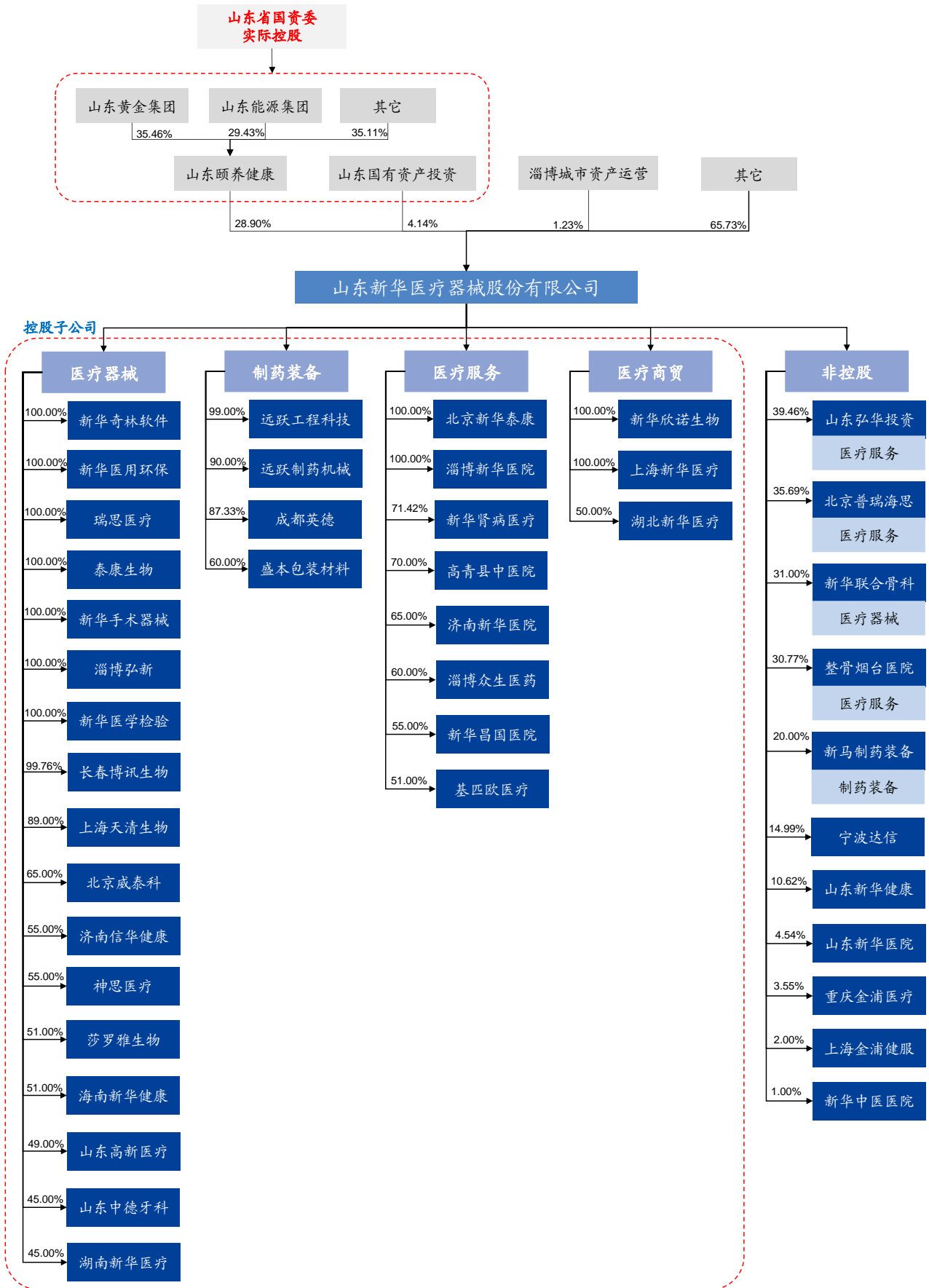


资料来源：公司官网，公司公告，公司微信公众号，国盛证券研究所

山东省国资委控股企业，股权结构清晰稳定。公司实际控制人为山东省国资委，2020年9月，经山东能源集团批准，公司控股股东淄矿集团将其持有的1.17亿股公司股份（占比28.8%）无偿划转至颐养集团，颐养集团成为新华医疗的第一大股东。

子公司发展紧系公司战略蓝图，横向侧重医疗器械板块，纵向覆盖四大业务。公司现有32家控股子公司，以医疗器械为主营业务的子公司超过半数，其中有7家为全资子公司，制药装备板块子公司4家，医疗服务板块子公司8家，医疗商贸3家。此外，公司现有5家联营/合营子公司，业务以医疗服务为主，6家参股子公司。

图表 2: 公司股权结构图



资料来源: 公司公告, 公司非公开发行情况报告书, 同花顺, 企查查, 天眼查, 公司官网, 国盛证券研究所

资本运作拉升市场表现，国企改革下企业优化再升级。

- **发展初期 (2002-2010):** 公司通过非公开发行促进核心产品研发，随着营收规模持续增长市场表现逐渐向好。
- **投资并购期 (2011-2016):** 2011年起公司提出“内涵式发展和收购兼并并举”的扩张战略，收购了长春博讯生物、威士达医疗、远跃药机、成都英德等多个行业领先公司，整体营收规模跃迁式提升，推动市场表现持续走高。2015-2016年，制药装备行业环境变化致使公司利润大幅缩水，市场表现持续低迷。
- **转型调整期 (2017-2020):** 净利润持续缩减促使公司进行整体改革，2017年调整管理方针为“整合、升级、提效”，出售长沙弘成、上海方承等多个子公司的股权，业务聚焦于医疗器械和制药装备板块的产品制造，市场表现有所回暖。
- **提质增效期 (2021-未来):** 2021年公司调整管理方针为“调结构、强主业、提效益、防风险”，产品结构不断升级优化，治理效能持续提升，盈利水平已进入上升通道且改善空间大，将带动企业高质量发展。

图表3: 上市以来公司股价变化



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

资产运作: 早期投并购助推业务版图大幅扩张, 17年后“去不良资产, 强业务效益”持续进行中。

- **2010-2012年: 强领域优势, 扩产品业务, 投并购集中在医疗器械板块。** 2010年起, “收购兼并并举”成为公司发展战略之一, 2010年公司收购山东新华奇林、新华舒普净化等, 强化在感染控制、放射诊疗领域的领先优势, 2011年公司收购上海天清生物、山东中德牙科, 开辟多个新领域产品线, 2012年公司收购血检领域拥有独家技术的长春博讯生物, 顺势切入体外诊断领域。
- **2012-2015年: 提升制药装备业务能力, 切入医疗服务、医疗商贸新板块。** 2012年公司成立山东新华昌国医院, 正式进军医疗服务领域, 2013年公司收购远跃药机, 填补中药制药装备的空白, 同时子公司收购威士达医疗, 完善体外诊断产品线, 2014年公司收购成都英德, 完善生物制药装备板块的同时提升“整体解决方案”的服务能力, 2015年为布局血液透析项目收购淄博新华医院等多家医院和商贸公司。
- **2017年后公司剥离不良资产, 逐步实现整合升级。** 新时代下公司重视子公司的业务效益, 2017年至今已出售超过10项不良资产, 涉及领域主要为医疗服务和医疗器械, 在医疗器械板块子公司的出售原因主要在于业务协同效应小和研发风险较高,

在医疗服务板块出售子公司多为医院，由于后续建设的投入较大和盈利能力较弱而进行出售。

图表 4: 公司通过频繁并购快速扩大业务版图

年份	子公司名称	现有持股比例 (%)	收购金额 (万元, 含初始出资及增资金额)	收购原因/子公司业务情况	股权收购情况
2010	上海泰美医疗器械有限公司	100%	4990	医疗商贸, 原为强生骨科器材代理商, 21年终止合作	2009.11, 以400万元出资设立上海泰美, 持有20%股权 2010.04, 以800万元取得山东国为40%的股权并增资1800万元 2016.07, 以2790万元收购42.0063%股权
	山东新华奇林软件技术有限公司	100%	1000	医疗器械, 放射诊疗产品事业部	收购前, 以400万元出资设立山东奇林, 持有40%股权 2010.04, 以200万元收购20%股权, 并由山东奇林以400万元回购剩余40%股权
	淄博众生医药有限公司	60%	1500	医疗服务, 后发展成为流通与零售为一体的医药流通企业	2010.07, 以零对价收购60%的股权并增资1500万元
2012-2013	上海天清生物材料有限公司	89%	2040	医疗器械, 手术产品事业部, 拓展公司生物材料及耗材产品线	2011.05, 以1293.60万元取得53.9%的股权 2011.06, 以746.40万元取得31.1%的股权
	山东中德牙科技术有限公司	45%	328.37	医疗器械, 拓展公司口腔设备及耗材产品线	2011.12, 以145.94万元取得20%的股权 2011.12, 以182.43万元取得25%的股权
	长春博讯生物技术有限责任公司	99.76%	8573.13	医疗器械, 拓展公司体外诊断试剂及仪器产品线 ● 技术先进, 研发实力强: 国内首家自主拥有微柱凝胶免疫检测技术并能自主生产系列产品 ● 产品市场前景良好, 有较强的盈利能力: 生物技术制品, 主要生产免疫诊断试剂中的血型检测试剂	2012.07, 以703.125万元取得75%的股权 2012.12, 以7870万元取得长春博德18.828%的股权
	淄博昌国医院、南阳市骨科医院、平阴县中医医院	-	-	从医院端布局, 切入医疗服务板块	-
	威士达医疗有限公司	-	38430	医疗器械, 丰富和完善公司体外诊断仪器及试剂产品线, 提升产品竞争力	2013.12, 子公司华佗国际发展以3.843亿元获得威士达医疗有限公司60%的股份, 转让方为何鞠诚、梁景新
	上海远跃药机机械有限公司	90%	35280	制药装备, 拓展公司中药制药装备产品线 ● 完善产品结构, 提高公司制药装备生产能力 ● 依靠远跃药机已有资源, 将产品和服务覆盖国内主要的中成药制药企业	2013.12, 以发行股份的方式收购远跃药机80%的股权(3.136亿元), 以支付现金的方式收购远跃药机10%的股权(3920万元)
2014	成都英德生物医药装备技术有限公司	87.33%	36975	制药装备, 拓展公司生物制药装备产品线, 助力提供整体解决方案服务和能力 ● 拓展制药装备领域, 获取协同发展效应: 为国内80%以上血液制品企业和主要的疫苗生产企业提供优质的制药装备及工程整体解决方案 ● 完善产品线, 提升竞争力: 提供生物制药装备领域的整体解决方案, 进一步提高公司在制药装备领域的配套服务水平	2014.11, 以发行股份的方式收购成都英德51%的股权(2.2185亿元), 以支付现金的方式收购成都英德34%的股权(1.4790亿元)
2015	武汉莱格创捷商贸有限公司	40%	954	医疗服务板块, 重点发展血液透析服务 ● 血液透析供应链建设: 武汉莱格创捷商贸有限公司、武汉益物商贸有限公司 ● 血液透析中心旗舰店: 淄博新华医院有限公司、成都康福肾脏病医院有限公司	子公司新华医疗健康产业(湖北)有限公司以954万元取得80%的股权
	武汉益物商贸有限公司	30%	1134		子公司湖北新华医疗以1134万元取得80%的股权
	淄博新华医院有限公司	100%	3450		子公司湖北新华医疗以现金出资1500万元持有39.47%的股权, 同时增资1950万元实现持有60%股权
	成都康福肾脏病医院有限公司	71.42%	340.92		以340.917万元取得100%的股权
2019	淄博弘新医疗科技有限公司	100%	33887.5	扩展公司医疗服务板块, 有利于公司实现骨科和血液透析产业链的协同和规模效应	收购前, 公司出资7387.50万元合资设立淄博弘新, 持股23.88% 2019.08, 以2.65亿元收购76.12%股权
2021	新华手术器械有限公司	100%	4819.5 (仅收购)	聚焦公司主业发展, 发挥品牌优势, 实现业务的协同发展	收购前, 公司出资300万美元合资设立新华手术器械, 持股60% 2021.12, 以4819.5万元取得40%股权

资料来源: 公司公告, 同花顺, 国盛证券研究所

图表 5: 2017 年后公司聚焦主业, 持续剥离低效资产

年份	资产名称	金额(万元)	所属业务板块	出售原因	前一期收入(百万元)	前一期净利润(百万元)
2010、2012	山东新华安得医疗35.69%股权(2010)、15%股权(2012)	1713(2010), 1439(2012)	医疗器械	多年亏损, 具有经营风险	-	2.46
2017	淄博众康医药连锁有限公司60%股权	7562.61	医疗服务	与公司业务协同效应较小	252.39	-2.89
	长沙弘成科技有限公司55%股权	1451.00	医疗器械	与公司业务协同效应较小	12.61	0.30
2018	上海方承医疗器械有限公司58%股权	6436.05	医疗器械	有利于实现资源有效整合, 提升综合毛利率水平	1067.49	63.01
2019	苏州长光华生物医学工程有限公司8.20%股权	11305.33	医疗器械	集中资源拓展主营业务	124.90	19.84
	威士达医疗有限公司60%股权	123391.58(关联交易)	医疗器械	有利于充分利用资源, 优化产品结构, 缓解融资压力	147.44	636.78
2020	北京新华执信医疗设备有限公司51%股权	1780.41	医疗商贸	业务拓展缓慢	12.44	-1.39
	南阳市骨科高新区医院80%股权及3521.06万元债权	5375.53	医疗服务	建设中, 仍需投入大量资金、人员等	25.41	8.59
2021	淄博淄川区医院西院70%股权及3406.66万元债权	11783.91	医疗服务	募集资金未到位, 建设未完成	0.00	-1.67
	上海欣航实业有限公司55%股权	4785.5	医疗商贸	受集采影响, 处于竞争弱势	146.80	1.01
	上海聚力通医疗供应链有限公司51%股权	3799.5	医疗服务	处于竞争劣势, 整体盈利能力较弱	4.45	0.05
	北京华科创智健康科技股份有限公司16.67%股权	2500	医疗器械	研发产品技术难度大、研制周期长、投资规模大、研发风险高	0.71	-4.52
2022	上海辰韦仲德医院管理有限公司12.85%股权	-	医疗服务	聚焦主业, 优化资源配置	705.84	16.22
	唐山弘新医院有限公司43.33%股权	1313.52	医疗服务	具有经营风险	26.01	-2.06

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

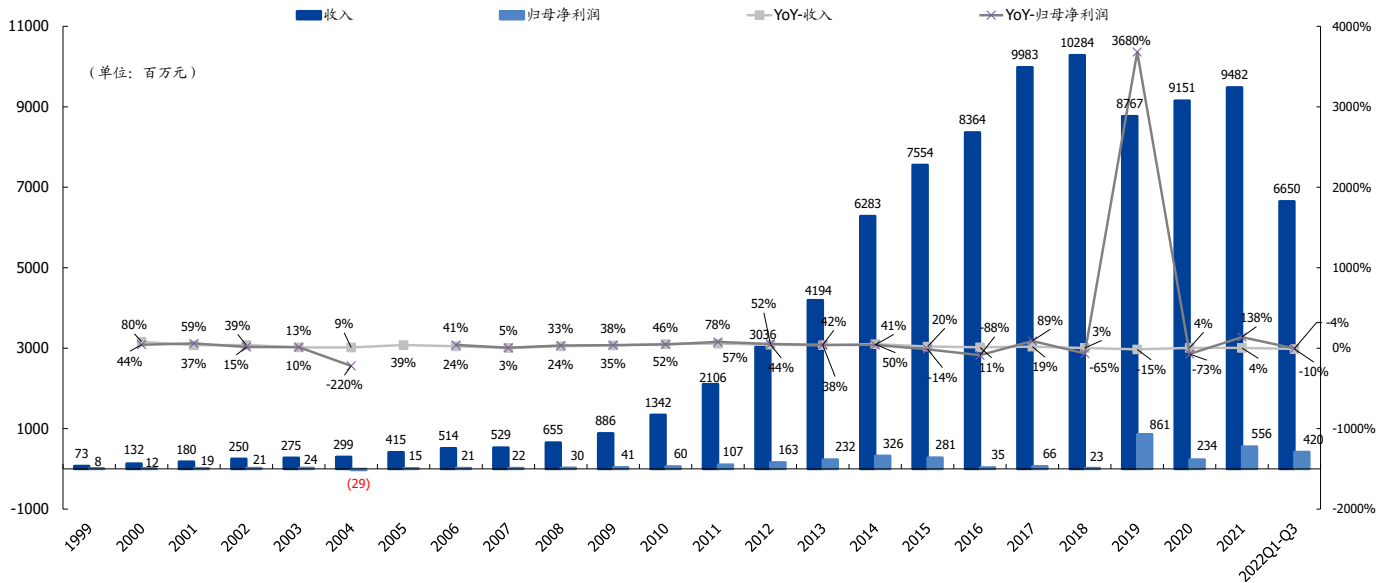
1.2 制造主业占比稳步提升, 盈利能力持续改善

收入端: 低效资产剥离已近尾声, 收入预计将企稳回升。

2018年前, 得益于“生产规模扩大+产品线丰富+子公司收入增加”等, 公司收入保持稳定增长, 2018年公司营收102.84亿元, 1999-2018年CAGR高达29.74%, 2019年公司营收缩减15%, 主要原因在于上海方承、威士达等子公司股权出售。此后公司聚焦于医疗器械和制药装备板块, 收入由2019年的87.67亿元增加至2021年的94.82亿元, 2022Q1-Q3业绩略有下滑的原因是子公司上海泰美与强生终止代理合作导致收入结构变化。

利润端: 整合升级下盈利能力持续提升。2004年亏损的主要原因是委托理财未按时收回和原材料价格上涨, 2005-2014年归母净利润CAGR高达40.70%, 盈利能力不断加强, 2015-2018年归母净利润大幅降低, 主要原因有: 1) 制药装备行业受冲击: 受GMP改革影响制药装备市场环境转寒, 并购子公司远跃药机、成都英德业绩持续下滑, 计提大量商誉减值; 2) 医疗服务板块持续建设投入: 合作专科医院改扩建, 投资规模加大而尚未实现利润贡献。2019年至今公司进行资产出清, 加之主营业务的聚焦, 归母净利润有所回缓, 2019年增速高达3680%。

图表6: 1999-2022Q3 公司营业收入/归母净利润及同比增速

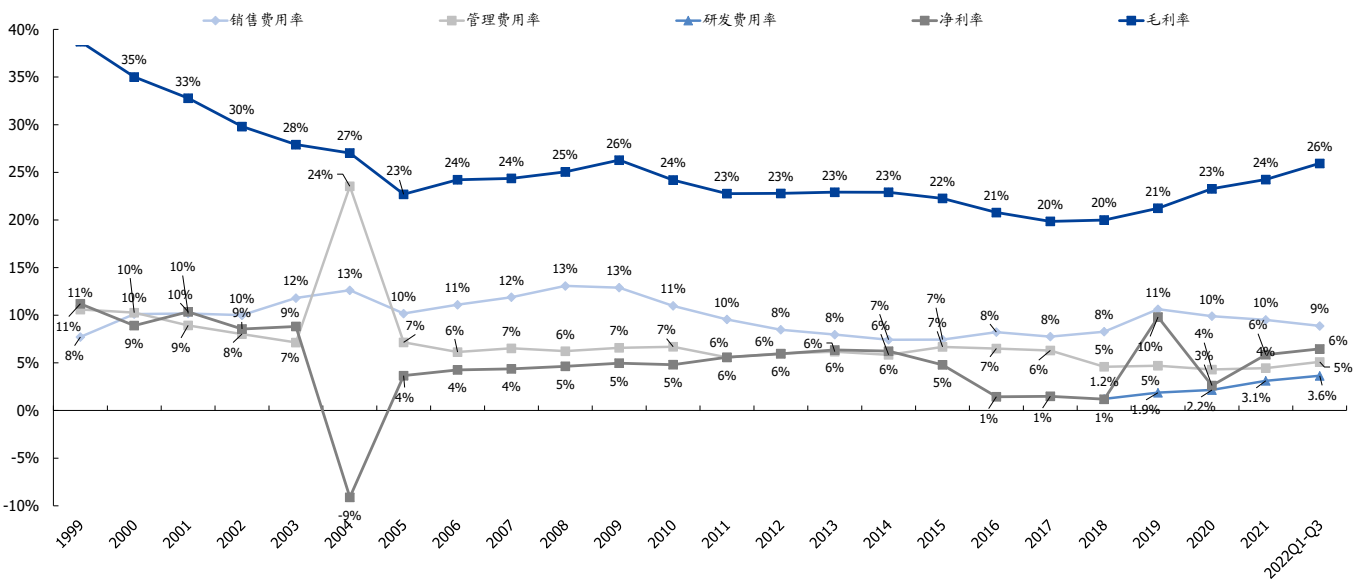


资料来源: 同花顺, 国盛证券研究所

毛利率: 业务整合升级推动毛利率持续提升, 资产出清导致净利率有所波动。2017年以来公司调整业务结构, 重点发展高毛利率的医疗器械制造板块, 毛利率波动和各板块销售结构变化有关, 我们预计高毛利率的医疗器械制造产品收入占比提升, 加之公司未来的产能升级, 将带动整体毛利率继续攀升。

销售费用率随业务规模扩大不断改善, 研发倍增计划下研发费用率略有提升, 管理费用率略有上行推测主要与股权激励费用摊销和人力资源配置相关, 预计未来期间费用率将保持稳定。

图表7: 1999-2022Q3 公司毛利率/净利率/期间费用率



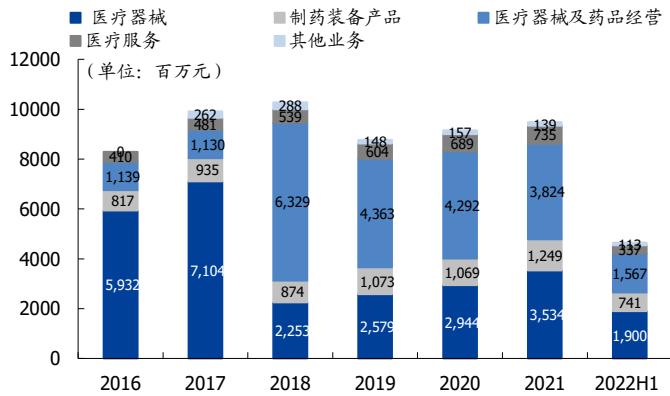
资料来源: 同花顺, 国盛证券研究所

分产品线: “强主业” 方针下医疗器械制造产品收入占比稳步攀升, 制药装备板块毛利

率已进入上行通道。医疗商贸产品和医疗器械制造产品为公司营收主要来源，2022H1 营收合计占比超过 78%，资源整合升级战略推动下医疗器械制造产品营收由 2018 年的 22.53 亿元增长到 2021 年的 35.34 亿元，2018 年-2021 年的 CAGR 为 16.19%。

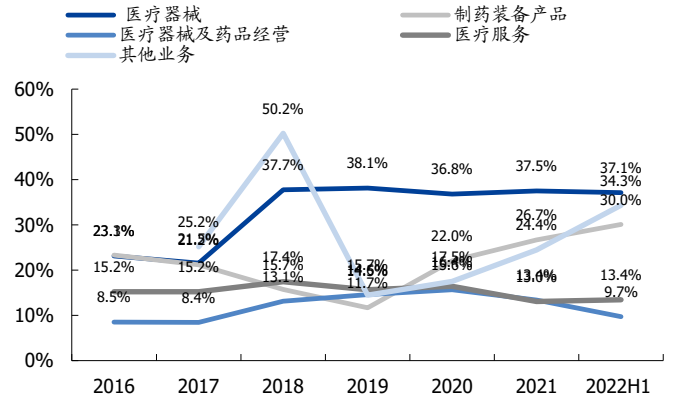
此外，得益于公司对“成都英德”、“远跃药机”制定治亏目标、落实治亏措施，成效显著，制药装备板块的毛利率由 2018 年的 15.7% 提升至 2021 年的 26.7%。

图表 8: 2016-2022H1 公司分版块营业收入拆分



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

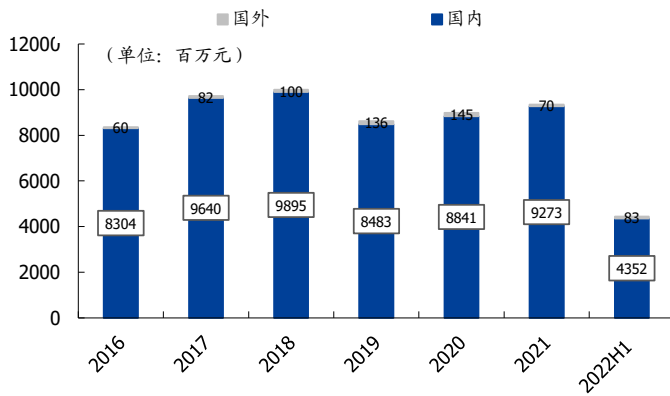
图表 9: 2016-2022H1 公司分版块毛利率情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

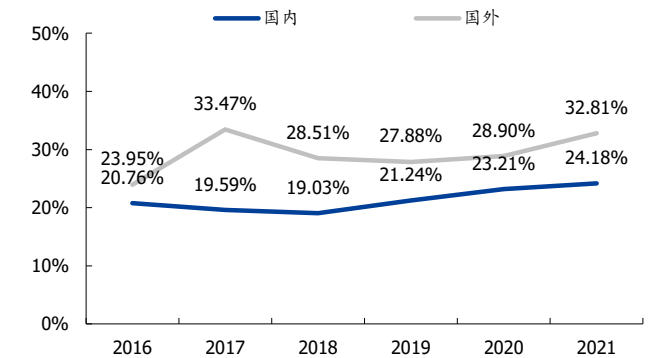
分区域: 国内业务是基本盘, 海外增长潜力大且盈利能力高于国内。

图表 10: 2016-2022H1 公司分区域营业收入拆分



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 11: 2016-2021 年公司分区域毛利率情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.3 定增巩固主业领先优势, 医疗器械国改第一股乘风破浪

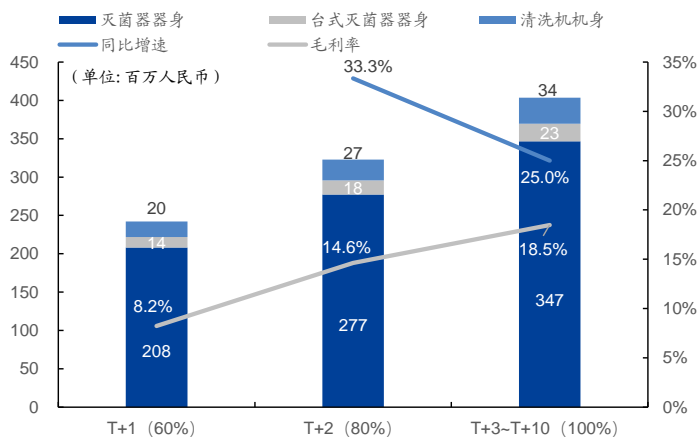
定增已落地, 募资 12.84 亿元, 核心产品产能和研发水平有望进一步提升。公司以 23.38 元/股发行 5490 万股, 第一大国资股东山东颐养健康认购 1796.4 万股(占比 32.72%), 充分彰显对公司未来发展信心。募集资金到位后将用于生产智能化、产能提升和研发平台升级等 7 个项目, 各项目的预期内部收益率均高于 10%, 放射诊疗产业化建设项目的预期收益率高达 24.47%。

图表 12: 公司定增募投项目情况

募投项目	项目内容	预期项目实现效果	总投资额 (百万元)	拟投入募集资金 (百万元)	占募集资金比例	预期内部收益率 (税后)	税后静态投资回收期 (含建设期, 年)
基于柔性加工生产线的智能制造及配套项目	项目占地约 111 亩, 总建筑面积 55475.92 平方米, 计划投资建设一座大型专业性生产厂房及其配套辅助设施, 工厂将建设完善的信息化环境, 应用先进生产管理系统软件、新增购置高精度化、自动化单元 (产线) 等先进制造装备等共计 28 台 (套), 搬迁设备 523 台 (套)	实现对加工生产灭菌器主体、清洗机主体、铝制低温产品主体等车间工序自动化、可视化的生产管控	368.5	280.2	21.83%	12.38%	6.11
高端精密微创手术器械生产扩建项目	本项目占地面积约 47935 平方米, 总建筑面积为 32880 平方米, 计划新建两座生产厂房, 其中洁净生产车间 2100 平方米, 同时新增购置 73 台 (套) 生产设备, 搬迁 372 台 (套) 生产设备	<ul style="list-style-type: none"> ● 开放手术器械: 年产 472.55 万件 ● 微创腔镜手术器械: 年产 1.97 万件 	222.0	208.7	16.26%	15.38%	7.04
制药小容量制剂智能化生产装备产业化项目	本项目拟建设两座专业生产厂房, 规划用地面积 19002 平方米, 总建筑面积 23141 平方米。同时, 为满足生产需要, 将购置数控龙门加工中心、激光切割机、落地镗铣床等相关配套生产设备 87 台 (套)	<ul style="list-style-type: none"> ● 智能 BFS 生产线: 年产 15 套 ● 智能预灌封生产线: 年产 10 套 ● 新型智能小容量口服液包装生产线: 年产 10 套 ● 智能小容量质量检查设备: 年产 10 套 	171.2	153.3	11.94%	15.33%	7.21
新华医疗高端医疗装备研发检测中心项目	项目建设面积 5,304 平方米, 在公司 C 区现有厂房的基础上, 进行包括净化装修、水电改造、承重加固等工程改造, 预期改建基础实验室 (包括电磁兼容检验、微生物检验、可靠性检验等)、体外诊断研发实验室、制药装备工艺研究实验室、放射诊疗研发实验室等创新平台, 并购置包括传导发射系统、辐射发射系统、环氧乙烷抗力仪、指示物检测设备等国内外先进设备共计 352 台 (套)	满足公司产品通用重要性能的质量检验、可靠性验证及安全确认检验, 完善研发验证, 提高研发效率, 降低研发成本	139.9	130.5	10.17%	-	-
高性能放射治疗设备及医学影像产品产业化建设项目	本项目占地面积约 12000 平方米, 总建筑面积 11040 平方米。其中包括: <ul style="list-style-type: none"> ➢ 30 万级洁净厂房: 2619.00 平方米, 通过购置超精密数控切削中心等生产设备 60 台 (套), 实现加速管的加工、组装和测试 ➢ 普通厂房: 6901.00 平方米, 用于 X 线计算机体层摄影设备 (CT)、数字化 X 线诊断设备组装、调试 ➢ X 线屏蔽机房: 20 个, 用于 X 线计算机体层摄影设备、数字化 X 线诊断设备辐射加载调试 	<ul style="list-style-type: none"> ● 加速管系列产品产能: 65 只/年 ● 大孔径 X 线计算机体层摄影设备系列产品产能: 45 台/年 ● 数字化 X 线诊断设备系列产品: 产能 530 台/年 	74.8	66.9	5.21%	24.47%	5.75
实验室系列产品产业化项目	本项目规划用地面积 13,260 平方米, 总建筑面积 15,076 平方米, 计划新建一座用于实验室及实验动物智能化相关产品生产的厂房, 购置流水作业线、自动管焊机、钻铣床、自动化货架转运装置等相关生产设备 43 台 (套)	实验室系列产品: 年产 6,000 余台 (套)	75.6	63.9	4.98%	21.92%	6.29
补充流动资金	-	优化资本结构, 降低公司负债水平, 增强偿债能力, 使公司的抗风险能力得以提高	380.0	380.0	29.61%	-	-
合计	-	-	1432.0	1283.6	100.00%	-	-

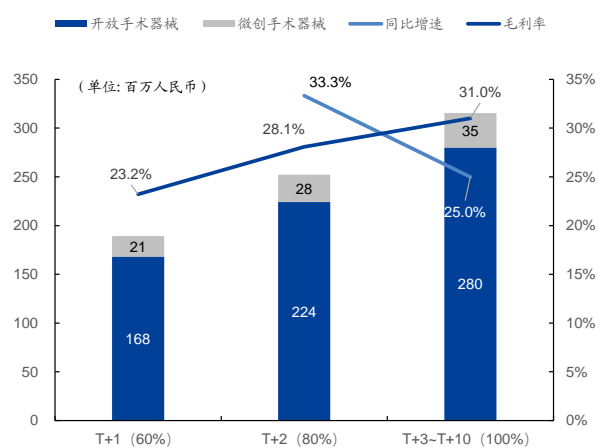
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 13: 柔性加工生产线的智能制造及配套项目营业收入与毛利率预测



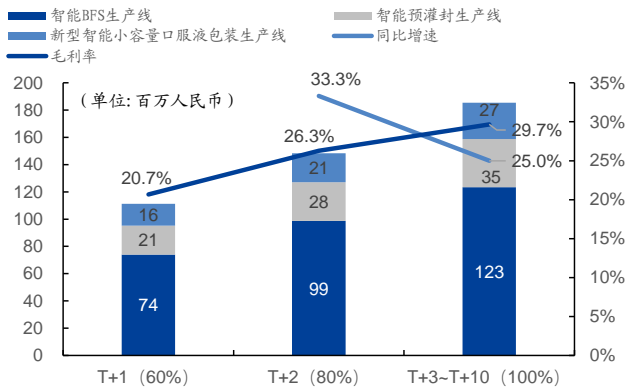
资料来源: 公司定增反馈意见回复, 国盛证券研究所

图表 14: 高端精密微创手术器械扩建项目营业收入与毛利率预测



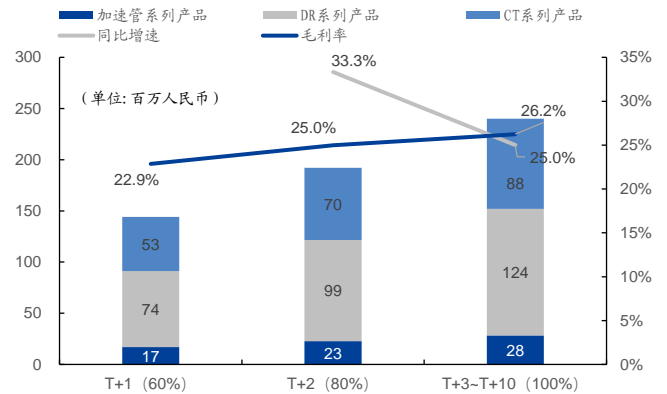
资料来源: 公司定增反馈意见回复, 国盛证券研究所

图表 15: 制药小容量制剂智能化生产装备产业化项目收入与毛利率预测



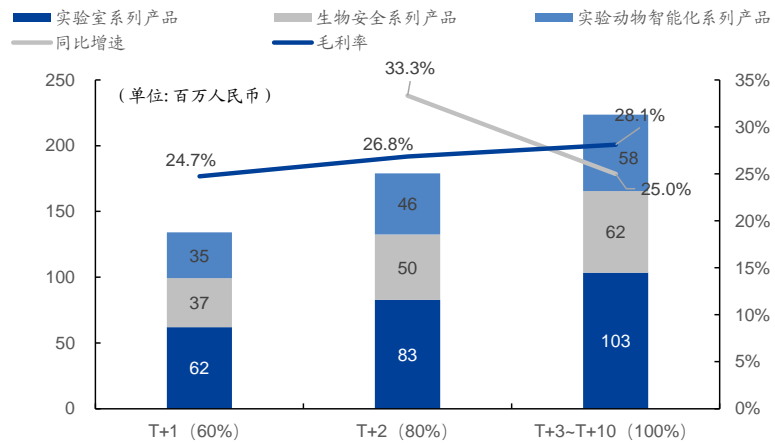
资料来源: 公司定增反馈意见回复, 国盛证券研究所

图表 16: 高性能放射治疗及影像产品产业化项目收入与毛利率预测



资料来源: 公司定增反馈意见回复, 国盛证券研究所

图表 17: 实验室系列产品产业化项目收入与毛利率预测



资料来源: 公司定增反馈意见回复, 国盛证券研究所

股权激励绑定核心人才, 提振信心。公司于 2021 年 11 月发布股权激励计划, 拟以 11.26 元/股的价格向 345 名核心人员 (包括董事长、总经理等) 合计首次授予 554.68 万股股票, 业绩考核期为 2022-2024, 以 2020 年扣非后归母净利润为基准, 2022/2023/2024 增长率分别不低于 85%/110%/130%。我们认为股权激励的推行将员工利益与公司长远发展绑定, 有利于发挥员工主观能动性, 释放国企改革活力。

图表 18: 公司股权激励考核指标及费用摊销情况

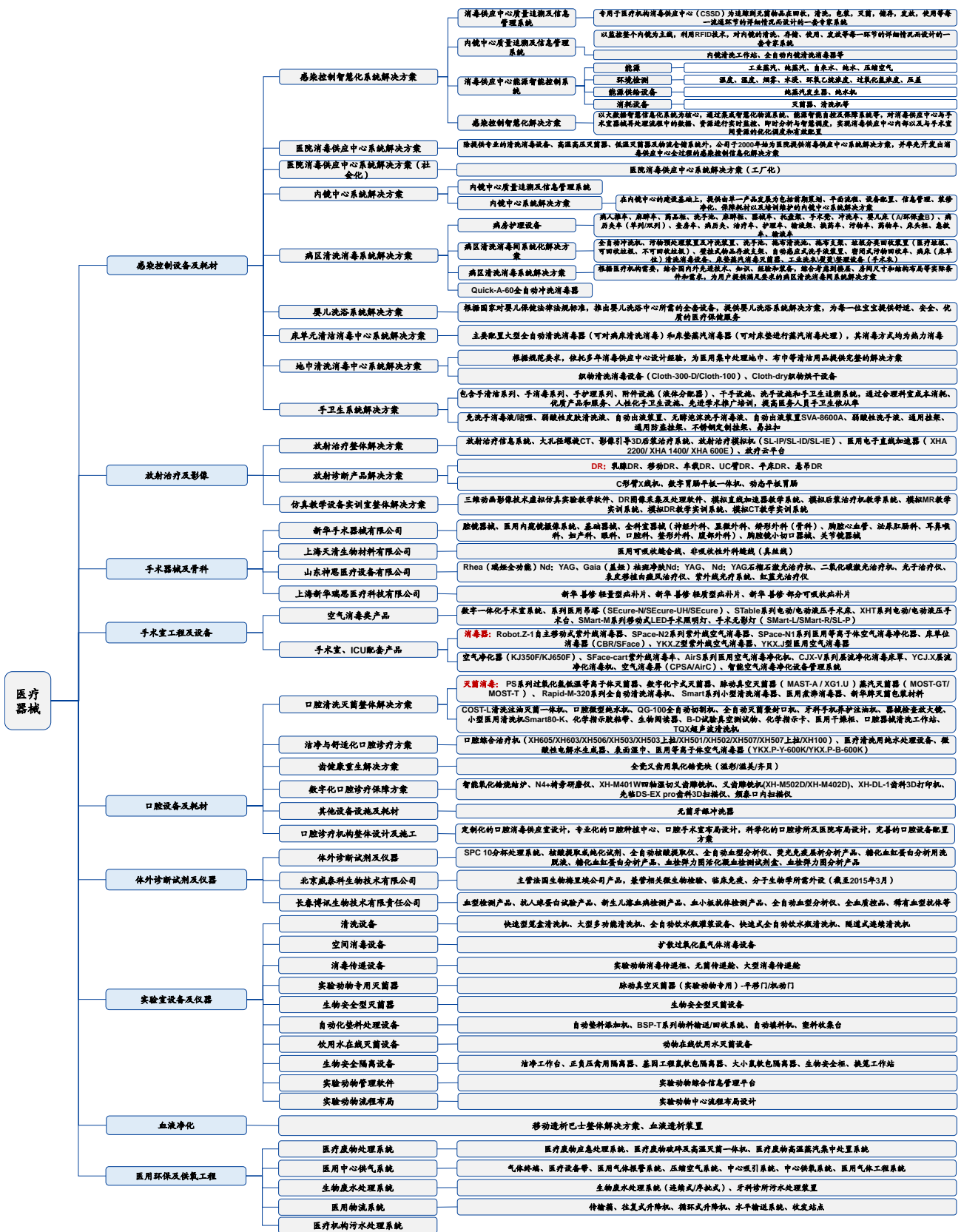
项目	2020 (基准)	2021	2022	2023	2024	2025
业绩考核目标-扣非后归母净利润 (单位: 百万元)	195.05	384.38	360.83	409.59	448.60	-
同比增速		97.07%	-6.13%	13.51%	9.52%	-
预计摊销费用 (百万元)			36.96	36.96	19.90	8.53

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

重视高质量投关沟通，加强市值管理。公司在2021年年报中强调“稳定业绩挖掘亮点，重塑价值提升市值”，重视市值管理已提升至公司战略层面。且特别指出“加强与投资者沟通，做好投资者及分析师的咨询、来访及调研工作，从公司行业、长期战略规划以及公司其他的细节问题深入交流，提升深度研究报告的宣传作用，重新塑造和提升企业价值，实现公司市值稳步提升。”

2. 医疗器械：九大产品线铸就稳健基本盘

图表 19: 公司器械板块覆盖九大产品线



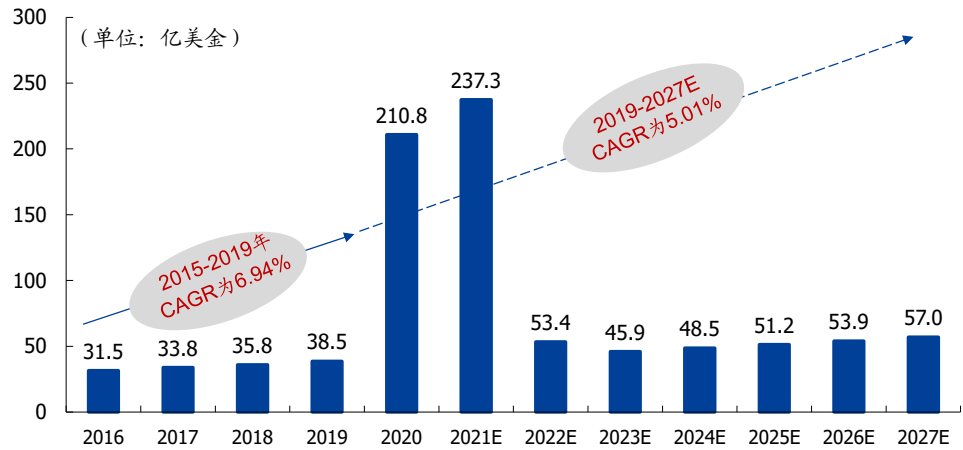
资料来源：公司官网，国盛证券研究所

2.1 感控设备及耗材：抗衡进口引领国产，耗材增长潜力大

感染控制是指从物体和表面清除各种形式的微生物，以保证物体或表面的无菌性，使其适合人类使用或再利用，避免污染和疾病传播的过程。

- 从产品类型看：感染控制产品主要包括耗材、灭菌设备和其他，耗材是最主要的产品类型，2020年产值占比为83.79%。
- 从产品市场应用情况看：主要是医院、诊所、医疗器械公司以及食品、制药和生命科学行业公司。其中医院是最主要的应用，2020年产品占比为58.36%。
- 2020年，中国感染控制产品市场规模达到了21081百万美元，预计2027年将达到5698百万美元，年复合增长率（CAGR）为1.32%。

图表 20: 2016-2027E 中国感染控制产品市场规模



资料来源: QY Research, 国盛证券研究所

新华医疗是国产感控设备及耗材龙头，规模位居国产第一。公司可提供包括医院消毒供应中心、医疗消毒供应中心(社会化)、内镜中心、病区清洗消毒、婴儿洗浴及床单元清洗消毒中心等在内的九大系统解决方案，到目前已完成近 6000 家医院及医疗机构消毒供应中心的设计、改造、实施；近 700 家内镜中心系统方案的设计、实施；近 5000 家内镜清洗消毒中心方案的设计、实施。并率先开发了消毒供应中心，内镜中心对清洗、消毒、灭菌等全过程的感染控制信息化智能解决方案。

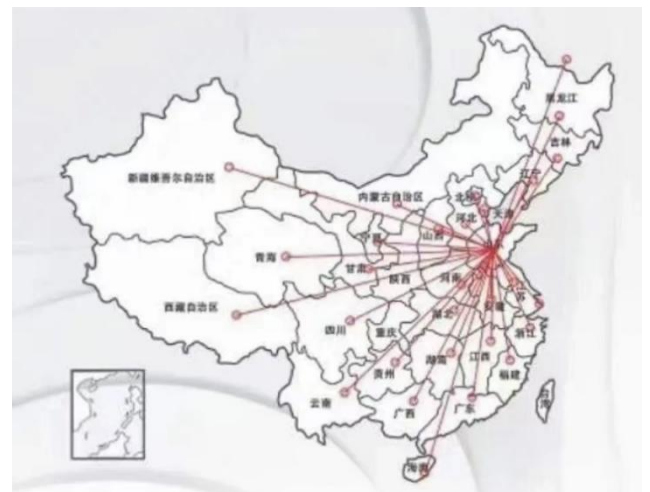
感控事业部在全国各地级市设有 280 个售后服务网，在同行中率先实现客户服务人员属地化。公司设有 5 级服务体系，可提供免费的技术咨询服务。

图表 21: 感染控制事业部可提供二十四大系列产品



资料来源: 公司微信公众号, 国盛证券研究所

图表 22: 感控事业部在全国各地设有 280 个售后服务点



资料来源: 公司微信公众号, 国盛证券研究所

2.2 放疗设备：产品性能比肩国际巨头，进口替代蓄势正发

肿瘤治疗方式主要包括手术、放疗、化疗、靶向疗法和免疫疗法，放疗方式占比约 **11.5%**，次均费用约 **1-3 万元**，主要通过放疗设备来实现。放疗可以通过杀死、阻止或减缓癌细胞的生长来治疗癌症（治疗性放疗），提高其他治疗的效力（辅助性放疗），或者在无法治愈的情况下缓解症状（姑息性放疗）。放疗可覆盖近 **95%** 的癌症类型和 **50%** 的癌症患者，应用广泛。此外，**40%** 的治愈患者采用放疗治疗。放疗已经被频繁使用，尤其是在局限性肿瘤的治疗中，如头颈癌、食管癌、宫颈癌、脑癌、淋巴瘤癌和肺癌。

医用直线加速器是国内外常用的放疗设备。放射治疗设备包括医用直线加速器、伽马刀、Cyberknife（射波刀）、TomoTherapy（螺旋断层放疗）、质子重离子设备等，国内外采用较多的是医用直线加速器，医用直线加速器在临床上通常基于 CT 影像定义和规划治疗靶区，给予靶区一定剂量的均匀照射，在放射治疗中，靶区勾画、计量处方设计、放疗计划设计均能直接影响放射治疗效果，一体化直线加速器将 CT 与医用直线加速器相融合，实现治疗精准规划，可优化放疗流程，大幅提升放疗效率，实现精准放疗。

图表 23: 放射治疗设备分类

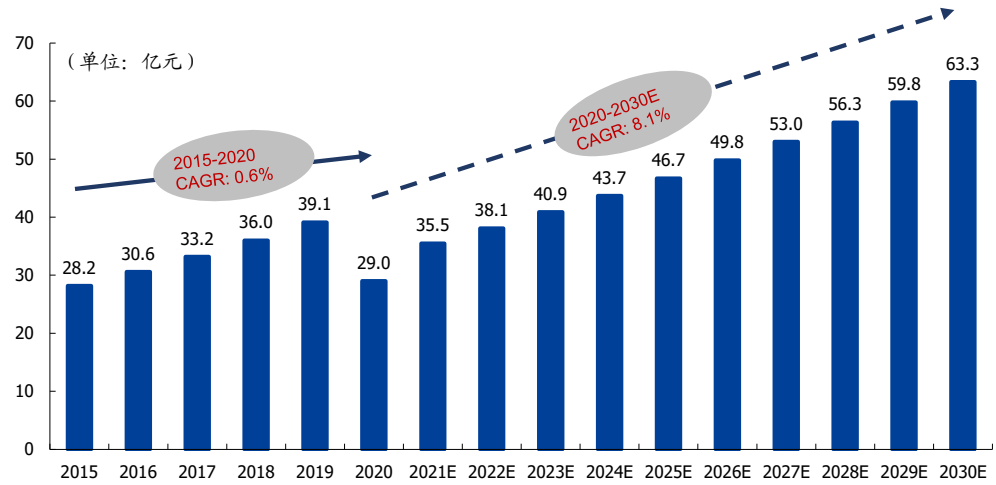
放射线种类	放疗设备	设备原理	技术优势	最大剂量率 (MU/min)	治疗精度	最佳治疗范围	治疗天数	是否无创	主要应用
光子束	医用直线加速器	医用直线加速器由三根用绝缘材料制成的高柱和加速管组成。加速管利用真空泵保持真空，外表的流线圈形美观，且防止从任何角度或突出部分形成意外放电。在加速管中的金属圈，同高压发生器由一系列金属圈的负压从底部到顶端逐渐升高。带正电的质子由于受到带负电的金属圈的吸引而顺管而下，由于下面的金属圈的负压不断增大，质子的速度也不断增大。在加速管下方装有接受器的小室中，质子碰撞轰击引起原子核的裂变，用以治疗肿瘤病变。	<ul style="list-style-type: none"> 在复杂的癌症治疗过程中同步处理成像、患者摆位和移动管理； 通过高强度模式，系统能够准确和快速提供非常高的剂量，大大缩短了治疗所需时间； 通过“智能”自动化操作，进一步加快治疗速度； 对肿瘤之外的正常组织受照射剂量和体积明显较小，能够更好地保护正常组织。 	1400	±1毫米	/	/	是	适用于全身各部位良/恶性肿瘤的普通放疗和精确放疗，如鼻咽癌、喉癌、肺癌、食道癌、肝癌、直肠癌、宫颈癌、子宫内膜癌等。
	TOMO刀	TOMO刀为螺旋断层放射治疗系统的简称，实际是指类似螺旋CT扫描来实现机架的持续旋转和床的运动，使用兆伏级CT(MVCT)图像实时引导的调强放疗。螺旋断层放射治疗机的设计目的是实行图像引导的IMRT，治疗开始前进行MVCT成像扫描，重建靶区的三维影像，与治疗计划CT的影像进行比较，从三维方向上修正摆位误差，实现图像引导下的IMRT治疗。	<ul style="list-style-type: none"> 高精度：成像精度和照射精度均为0.1mm，远高于传统加速器的1mm； 快速运算能力：目前唯一采用CT做影像引导的放疗系统，成像精度更高，速度快。 更高的图像质量：扇形束兆伏级CT的影像质量； 更高的肿瘤适形度和剂量均匀性； 自适应放射治疗(ART)功能。 	900	±0.1毫米	60x160厘米	5-20天	否	头颈部肿瘤治疗、中枢神经系统肿瘤治疗、肺部肿瘤治疗、前列腺肿瘤治疗等
	射波刀	射波刀是在综合先前放射外科基础上，集中目前先进手段于一体的设备，是世界上最先的放射外科平台。在射波刀系统的治疗中，一个由计算机控制的6关节机械臂可以从不同方位沿不同轨道围绕患者自由运动，紧凑轻量的直线加速器始终对准靶区。标准的等中心或非等中心照射技术能够在射波刀的3D治疗计划中精确地模拟出来，通过评估选择出一种合适的方案准确地用于治疗，且无需立体头架。两个正交的X线装置对颅骨解剖成像与CT资料的数字重建图像(DDRs)对比，来确定患者头的位置。一旦患者的头颅位置被确定，靶区位置立即根据CT数据记录重建出来射线在智能控制下对准靶点。	<ul style="list-style-type: none"> 交互式机器人技术，一体化的系统可连续接收到病人位置、肿瘤位置和病人呼吸运动的反馈； 大大减少肿瘤周围正常组织及重要器官所接受的辐射剂量，有效降低放射并发症的发生； 可治疗不规则形状的肿瘤，且在一次治疗中可同时对不同部位多个不相邻的肿瘤进行治疗； 可治疗的体积较大，对不能手术和难以治愈的肿瘤，小于6cm的早期肿瘤可彻底消除； 无创性定位系统利用影像引导技术替代了刚性的、有创的立体定位框架，以人性化柔韧的网孔面具定位，大大减轻了患者的痛苦； 高效明快的肿瘤治疗方式，是唯一无伤口无痛苦无流血无麻醉无须恢复期的全身放射手术。 	1200	<1毫米	0.5-5厘米	3-5天	是	用于诊疗颅内恶性肿瘤与良性肿瘤、动静脉血管畸形、海绵状血管瘤畸形等、三叉神经痛、肺部肿瘤、胰腺肿瘤、肝脏肿瘤、髓鞘瘤、前列腺、颈部肿瘤等。
Y射线	速锋刀(EDGE)	速锋刀治疗肿瘤的原理是通过射线导致肿瘤细胞DNA损伤，包括单链断裂、双链断裂和碱基损伤，造成肿瘤细胞死亡，肿瘤组织缩小、消失。无创肿瘤放疗系统是迄今为止最精准的无创肿瘤清除的放射治疗技术，它利用特有高达10毫秒的高频率实时动态监测并锁定治疗过程中肿瘤“逃逸”，结合新一代IGRT等影像引导技术，利用独有的准直器，以亚毫米级的精度几乎不残留清除肿瘤组织。	<ul style="list-style-type: none"> 高度适形的剂量分布：向肺、脑、脊柱肿瘤和身体其它有放疗指征的部位照射精准剂量。 实时跟踪肿瘤位置：精确计算全部六个自由度上的患者运动并监控呼吸运动。 业界公认的高剂量率：提供非电离、直接和实时引导的剂量高达2400 MU/分钟 致力于增强治疗信心：每10毫秒进行一次精准度检查 精准的射束整形：超精细2.5mm MLC叶片宽度 简化的安装：其设计旨在适配现有高能机房，无需额外改装 	2400	±0.1毫米	0.1-7厘米	1-5天	是	脑肿瘤(胶质瘤、小脑神经鞘瘤及脑膜瘤)、脑转移瘤、早期肺癌、前列腺癌、儿童肝癌等的诊疗
	伽玛刀	采用被转聚焦原理，装在旋转式源体上的30个 ⁶⁰ Co放射源绕靶灶中心做圆锥状旋转运动，通过精确的立体定向将大剂量 ⁶⁰ Co射线被转聚焦于体部病灶，经多次照射，使接受照射的病灶组织细胞的DNA或RNA链断裂，直接破坏某些生物酶或辅酶，使线粒体能量系统发生障碍导致病灶组织坏死、液化、吸收，达到治疗目的。	<ul style="list-style-type: none"> 治疗简便：大约需要几分钟到几十分钟； 方便安全：患者不脱发，无严重不良反应，手术后不用输血、用药，不受饮食和活动限制，一般不用住院 精确：治疗全过程均由计算机控制，可靠，疗效确切精确、安全，正常组织无损伤； 无明显手术禁忌症：高血压、身体状况及心脏病治疗过程不受年龄、糖尿病和肺炎等并存病的影响，无手术禁忌症，尤其适合于不能耐受手术或麻醉者，对多发转移灶可一次性治疗； 无需麻醉：不需要特殊手术前准备、用药、无创、不出血，手术在清醒、无痛情况下进行 	400	±0.1毫米	0.5-3厘米	10-55天	否	脑血管畸形的治疗、颅内恶性肿瘤与良性肿瘤的治疗；疼痛、运动障碍性疾病等脑功能性疾病的治疗；颅咽管瘤、血管网状细胞瘤、松果体区肿瘤等的诊疗、脉络膜黑色素瘤和进展性青光眼的诊疗
粒子束	质子刀	质子是一种带正电荷的亚原子粒子，可在其深度剂量曲线末端形成Bragg峰，峰前为低剂量坪区，峰后的剂量骤降为零。由于Bragg峰深度呈能量依赖性，可根据肿瘤位置和形状将不同能量质子的Bragg峰叠加在一起，从而使高剂量峰区集中在肿瘤上。当使用质子单束束治疗时，肿瘤后方剂量为零，肿瘤前方剂量为肿瘤峰值的1/3-2/3，通过采用2-3个射束方向聚焦治疗可以进一步降低肿瘤周围正常组织剂量。	<ul style="list-style-type: none"> 可降低肿瘤前方正常组织的照射剂量； 可在保持肿瘤剂量不变的情况下，明显降低肿瘤周围正常组织的照射剂量，以减少放射治疗引起的不良反应，也为肿瘤剂量升级提供了可能。 	600	1毫米	1-7厘米	10-60天	否	头颈部肿瘤、脑肿瘤、前列腺癌、肺癌、乳腺癌、淋巴瘤、儿童肿瘤、颅底肿瘤、肝癌、宫颈癌和子宫内腺癌等的治疗
	重离子刀	重离子和质子的治疗原理相同，同属于粒子线，带电粒子的一个重要特点就是在介质中具有一定的射程。重离子射入人体后会与人体组织细胞中的核外电子发生碰撞而损失能量，随着速度的变化会形成布拉格峰。在治疗过程中，布拉格峰的出现使高能粒子线在病灶组织中释放大量的能量，切断肿瘤细胞的DNA双链，最终导致细胞凋亡从而杀死肿瘤细胞。不同的肿瘤组织距离人体表面的距离和肿瘤组织的大小、形状不同，在肿瘤治疗过程中，可利用这一特性通过拓展布拉格峰、改变入射粒子的能量和方向的方法，将布拉格峰精确地投射到病灶组织上，以达到精确治疗恶性肿瘤的目的。	<ul style="list-style-type: none"> 重离子是高线性能量转移射线，具有扩展布拉格峰，有良好的剂量学分布及较少的横向散射； 其剂量分布可用PET扫描加以校正，这些特性使辐射剂量主要分布在肿瘤组织中，可更好地保护肿瘤周围的正常组织； 重离子有较优的RBE和较低的氧增强比； 重离子放疗相对质子、光子放疗具有独特的物理学和生物学优势，使其在最大程度杀灭肿瘤组织的同时尽可能地保护周围正常组织。 	400	1毫米	1-7厘米	15-60天	否	治疗局部晚期、分化高、增殖慢的肿瘤；对低LET射线放疗抗拒的难治性肿瘤；外科手术困难的肿瘤；或邻近重要组织器官肿瘤。针对不能手术的老弱患者或脏器功能衰退的患者、生长发育期的青少年患者、常规放疗复发、无效或需要二线放疗者。

资料来源: CNKI, Varian 官网, 头豹研究院, 东软医疗官网, 北京大学肿瘤医院官网, 重庆市肿瘤医院官网, 甘肃省人民医院官网, 肺助助手, 国盛证券研究所

国内放疗设备市场规模保持稳定增长。据灼识咨询统计, 2020年中国放疗设备市场规模

约 29 亿元，同比降低约 26%。2021 年呈现恢复性增长，后续增速趋于稳定。预计 2030 年中国放疗设备市场规模有望达到 63.3 亿元，2020-2030 年 CAGR 为 8.1%。

图表 24: 2015-2030E 中国放疗设备市场规模 (亿元人民币)

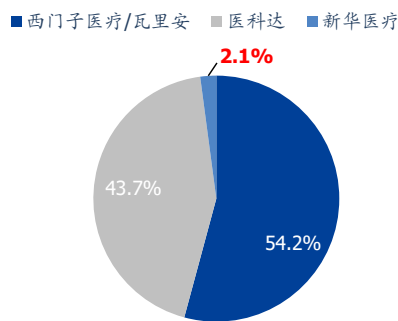


资料来源: 灼识咨询, 国盛证券研究所

中国放疗设备市场被瓦里安和医科达两大巨头垄断，新华医疗是国产翘楚。

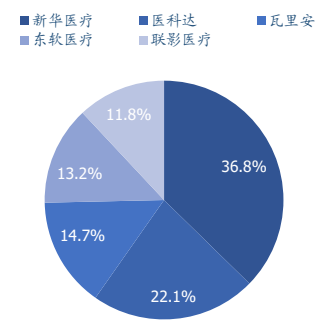
- 高能放疗设备领域被国际巨头牢牢把持，新华医疗以 2.1% 的市占率位居第三（国产厂家第一），公司作为世界上第三个能生产高端放疗产品医用电子直线加速器的厂商，性能比肩海外厂商，成为国产突破的利器。
- 低能放疗设备国产化率较高，新华医疗以 36.8% 的市占率位居第一，国产厂商东软医疗、联影医疗分别以 13.2%、11.8% 的市占率位居第四、第五。

图表 25: 2020 年中国高能放疗设备市场竞争格局 (按销售台数计算)



资料来源: 灼识咨询, 国盛证券研究所

图表 26: 2020 年中国低能放疗设备市场竞争格局 (按销售台数计算)



资料来源: 灼识咨询, 国盛证券研究所

新华医疗取得国内首台高能医用电子直线加速器注册证，打破了这一领域被国外医疗器械厂商垄断的局面，引领进口替代。根据公司新闻，2022 年 12 月实现放疗系列产品（后装机、大孔径模拟定位 CT、医用电子直线加速器）市场拓展新突破，共中标 26 台/套（三级医院 15 台/套，二级医院 11 台/套），其中后装机 9 台/套，大孔径模拟定位 CT 5 台/套，医用电子直线加速器 12 台/套，均创造单月新纪录，进口替代势不可挡。

图表 27: 国内获批的医用电子直线加速器梳理 (截止 2023.03.20)

序号	产品名称	型号规格	注册人名称	注册证号	批准日期
1	医用直线加速器	Halcyon	瓦里安医疗设备(中国)有限公司	国械注准 20183050514	2018-11-20
2	医用电子直线加速器	SPACO OMX6i	中能医用加速器系统(广东)有限公司	国械注准 20183050520	2018-11-28
3	医用直线加速器 Linear Accelerator	TrueBeam, TrueBeam STx, Edge	瓦里安医疗系统公司 Varian Medical Systems, Inc	国械注进 20183052621	2018-12-17
4	医用直线加速器系统	uRT-linac 506c	上海联影医疗科技股份有限公司	国械注准 20183050599	2018-12-24
5	医用电子直线加速器	XHA2200	山东新华医疗器械股份有限公司	国械注准 20193050181	2019-03-18
6	医用电子直线加速器	SPACO CMX6	中能医用加速器系统(广东)有限公司	国械注准 20153050713	2020-03-19
7	医用直线加速器系统	uRT-linac 306	上海联影医疗科技股份有限公司	国械注准 20203050387	2020-04-17
8	医用电子直线加速器	HM-J-16-I	江苏海明医疗器械有限公司	国械注准 20153051983	2020-09-14
9	医用直线加速器 Linear Accelerator	VitalBeam	瓦里安医疗系统公司 Varian Medical Systems, Inc.	国械注进 20163052474	2020-12-21
10	医用电子直线加速器	XHA600E	山东新华医疗器械股份有限公司	国械注准 20173050095	2021-09-14
11	医用直线加速器	Ethos Radiotherapy System	瓦里安医疗设备(中国)有限公司	国械注准 20213050733	2021-09-14
12	医用电子直线加速器	VenusX	苏州雷泰医疗科技有限公司	国械注准 20213050789	2021-10-09
13	医用电子直线加速器	XHA1400	山东新华医疗器械股份有限公司	国械注准 20173050092	2021-11-11
14	医用电子直线加速器	HH-JSQ-6-A	深圳市海博科技有限公司	国械注准 20153051981	2021-11-11
15	医用电子直线加速器	NMSR600	沈阳东软智睿放疗技术有限公司	国械注准 20173050984	2022-04-20
16	医用直线加速器	Elekta Synergy	医科达(北京)医疗器械有限公司	国械注准 20173051502	2022-05-06
17	医用电子直线加速器	Elekta Harmony Pro	医科达(北京)医疗器械有限公司	国械注准 20223050767	2022-06-27
18	医用电子直线加速器	Elekta Versa HD	医科达(北京)医疗器械有限公司	国械注准 20223050853	2022-07-05
19	医用电子直线加速器	Elekta Axesse	医科达(北京)医疗器械有限公司	国械注准 20223050935	2022-07-15
20	医用电子直线加速器	Elekta Harmony	医科达(北京)医疗器械有限公司	国械注准 20223050978	2022-07-25
21	医用电子直线加速器	Elekta Infinity	医科达(北京)医疗器械有限公司	国械注准 20223050980	2022-07-25
22	医用电子直线加速器	TrueBeam, Edge, VitalBeam	瓦里安医疗设备(中国)有限公司	国械注准 20223051009	2022-08-02
23	医用电子直线加速器	XHA2200Mi	山东新华医疗器械股份有限公司	国械注准 20223051035	2022-08-04
24	医用直线加速器 Linear Accelerator	Elekta Axesse	医科达系统有限公司 Elekta Solutions AB	国械注进 20173057121	2022-11-07
25	医用电子直线加速器	AccStar	成都利尼科医学技术发展有限公司	国械注准 20173054489	2022-12-07

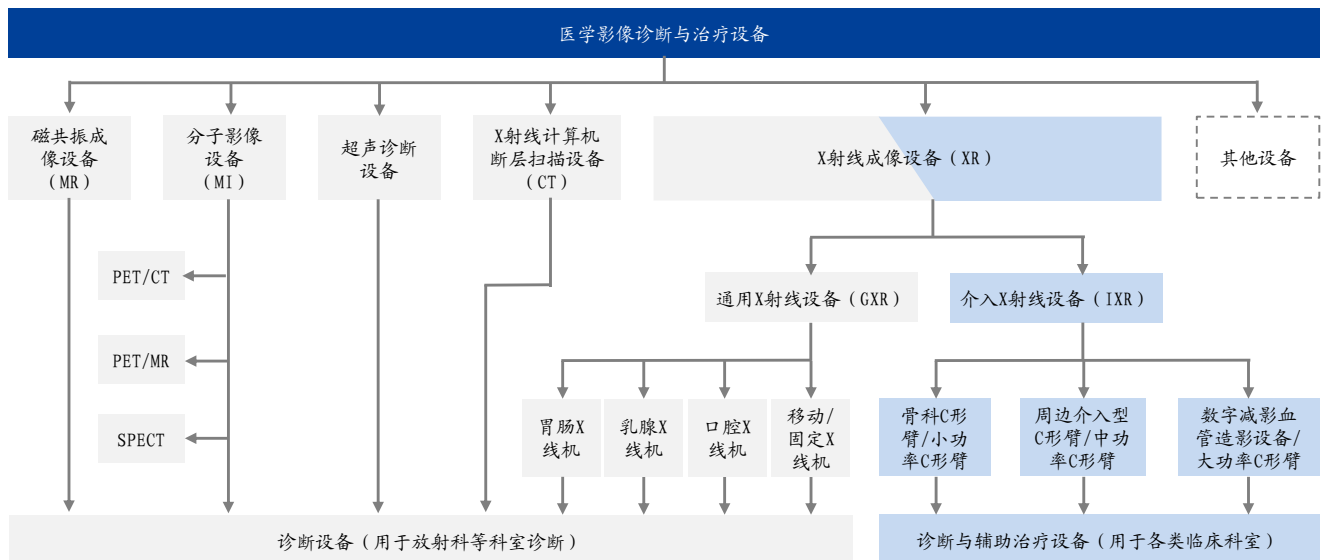
资料来源: NMPA 官网, 国盛证券研究所

2.3 影像设备：高端产品加速突破，定增落地助力产业化

医学影像设备是指为实现诊断或治疗引导的目的，通过对人体施加包括可见光、X射线、超声、强磁场等各种物理信号，记录人体反馈的信号强度分布，形成图像并使得医生可以从判读人体结构、病变信息的技术手段的设备。

根据目的不同，可分为诊断影像设备及治疗影像设备；根据特点不同，可分为磁共振成像设备（MR）、X射线计算机断层扫描设备（CT）、X射线成像设备（XR）、分子影像设备（PET/CT、PET/MR等）、超声诊断设备与其他设备。

图表 28: 医学影像诊断与治疗设备分类

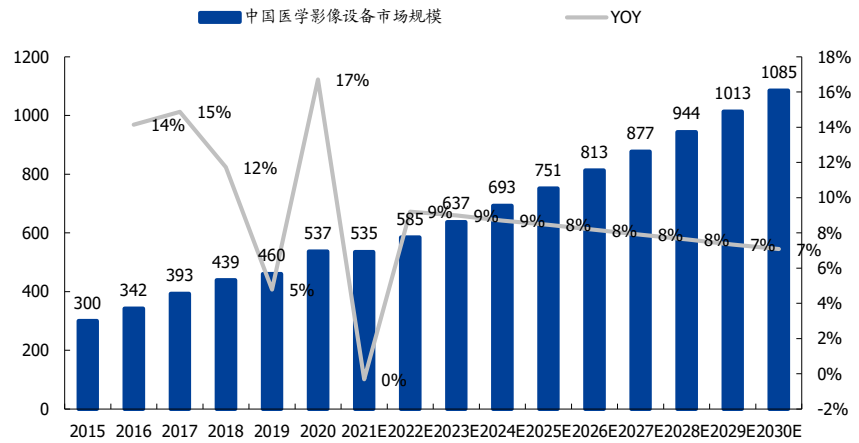


资料来源：联影医疗招股说明书，国盛证券研究所

全球市场相对成熟，国内市场增长更快，2030年有望突破千亿，CT/MRI/PET等领城国产化率较低。

- 2020年全球医学影像设备市场规模已达到430亿美元，随着全球老龄化、慢性病增加和医疗支出增长，预计2030年市场规模将达到627亿美元，CAGR3.8%。
- 2020年国内医学影像设备市场规模已达到537.0亿元，在临床需求增长叠加政策红利下，国内医学影像设备行业快速发展，预计2030年市场规模将接近1100亿元，CAGR7.3%。
- 中国CT/MRI/超声/PET等影像设备高端产品被GPS三大巨头占据主要市场份额，但在部分中低端产品迈瑞、联影等厂家加速进口替代。新华医疗技术底蕴深厚，是第二个能自主生产85CM大孔径CT的厂商。此外，公司积极承接国家科技攻关项目，深化产学研合作，先后承担了“十四五”工信部重点研发计划“高端诊断设备国产化项目”和山东省重点研发计划“多功能128排大孔径CT研发项目”。

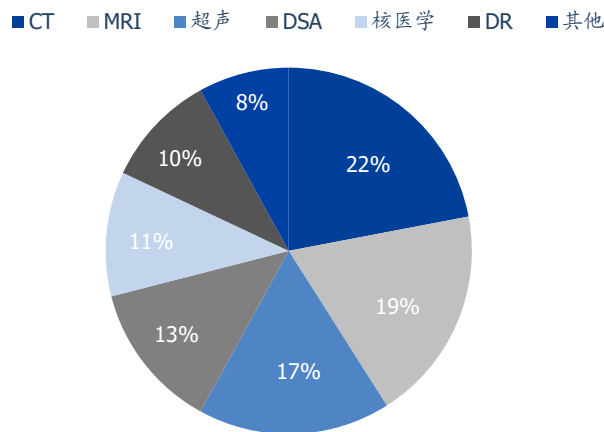
图表 29: 中国医学影像设备市场规模与增速 (单位: 亿元)



资料来源: 联影医疗招股说明书, 国盛证券研究所

医学影像设备细分产品主要包括 CT 机、MRI (核磁共振仪)、超声、DSA (血管造影机)、DR (数字化 X 射线机) 等, 每种产品各有优劣, 在不同场景下均有广泛应用。其中, 占比最大的是 CT, 超声诊断设备占比排名第三, 仅次于 MRI, 是目前医学影像诊断临床应用最成熟的产品之一。

图表 30: 2021 年中国医学影像设备各细分领域市场占比



资料来源: 健康界, 国盛证券研究所

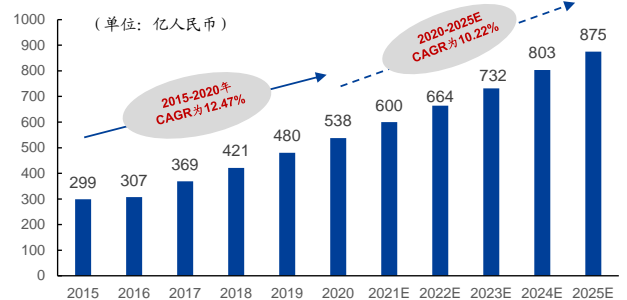
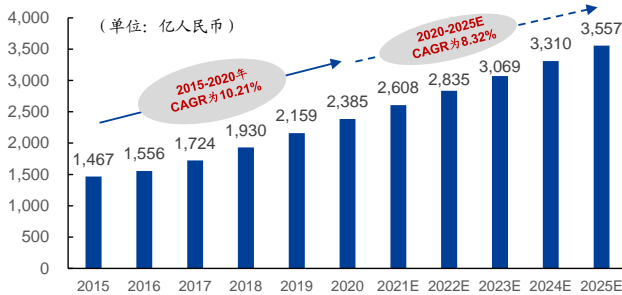
3. 制药装备：盈利能力企稳回升，国际化战略扬帆起航

制药装备行业的下游为医药制造业，其市场发展与终端患者的药物需求有直接联系，市场增长空间主要源于下游药企或 CMO/CDMO 企业的药物投产、扩产与设备更新需求。

- 全球制药装备行业保持稳健增长：2020 年全球制药装备行业市场规模约 2385 亿元，2015-2020 年复合增长率约为 10.21%，预计 2025 年全球制药装备市场规模将达到约 3557 亿元，2020-2025 年复合增长率约为 8.32%。
- 中国制药装备行业增速快于全球平均：2020 年中国制药装备行业市场规模约 538 亿元，2015-2020 年复合增长率约为 12.47%，预计 2025 年中国制药装备市场规模将达到约 875 亿元，2020-2025 年复合增长率约为 10.22%。

图表 31：2015-2025E 年全球制药装备市场规模

图表 32：2015-2025E 年中国制药装备市场规模

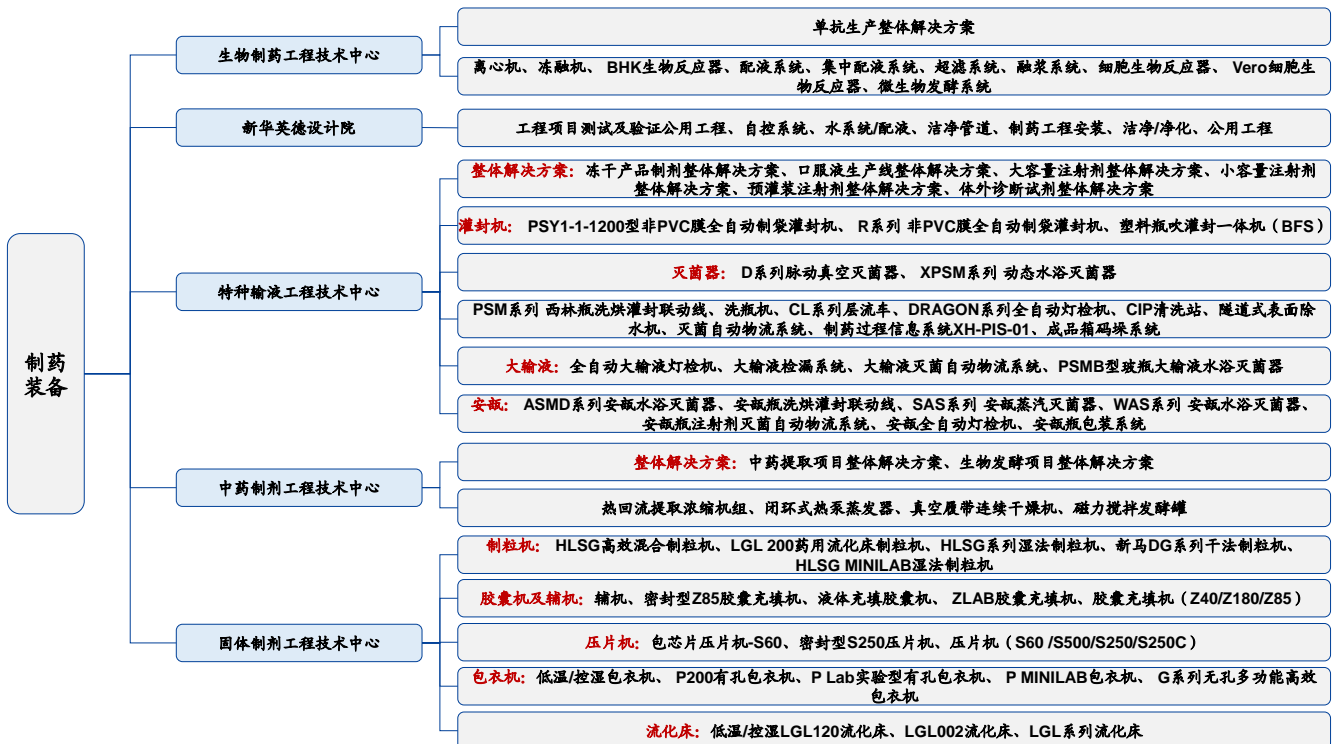


资料来源：灼识咨询，国盛证券研究所

资料来源：灼识咨询，国盛证券研究所

新华医疗可提供“生物制药”、“中药提取”、“注射剂”、“固体制剂”等多领域整体解决方案。公司自主研发 BFS 设备打破了塑料安瓿包装行业在专线大产能需求方面依赖进口的局面，该设备适用于 PE 材料包装的单剂量滴眼剂、吸入剂、液态玻尿酸类化妆品等生产，需求旺盛，在无菌灌装领域具有划时代的意义。

图表 33：公司制药装备板块产品线梳理



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

新华医疗制药装备板块下辖六家子公司，分别是：英德生物、新马药机、上海远跃、苏州远跃、苏州浙远和上海盛本，其中，英德生物主要从事生物制药相关设备的研发、生产及销售。从产品线角度看：成都英德生物可提供卫生级容器、磁力搅拌系统（包括上磁力搅拌、下磁力搅拌）、模块化工艺系统和生物反应器（包括实验室级、中试级、生产级）等产品；从应用领域解决方案看：在血制品、人用疫苗、兽用疫苗和基因工程/单抗药物成都英德生物均可提供系统化解决方案，且已拥有多项成功应用案例。

图表 34：新华医疗下设六家药机子公司，涵盖生物制药/固体制剂/中药及食品等业务领域

子公司名称	成立时间	出资/收购时间 (认缴时间为准)	新华医疗 持股比例	业务涵盖领域	主要产品	主要客户	应用案例
英德生物	2008-05-28	2015-10-30	87.33%	生物制药发酵、反应、分离、纯化技术的研发与安装，生物制药设备、管道、电气设备、网络设备、洁净厂房的安装及自动化控制与软件的集成；工程设计、工程施工、装饰装修；机电设备安装；货物、技术、设备的进出口业务；机电工程施工总承包，电子与建筑智能化工程设计与施工	医药工程设计、工艺服务（中试平台）、产品服务（卫生级容器、磁力搅拌系统、生物反应器、模块化工艺系统）、工程服务（制药水系统、洁净室与 HVAC、公用系统、自动化控制、验证）、解决方案（血液制品、人用疫苗、兽用疫苗、基因重组）	智飞生物、奥瑞克斯(ORIX)、长春生物、国药集团、华润博雅、广州诺诚生物、中钰医疗等	智飞龙科马新冠二期剂扩产项目 奥瑞克斯(ORIX)血液制品项目 人凝血酶原复合物生产线产能提升技改项目
新马药机	2003-07-17	2003-07-17	20%	制药设备开发、生产、销售本公司生产产品	胶囊充填机、压片机、包衣机、制粒机、流化床、客户定制化产品(实验型有孔包衣机、液体/片剂充填胶囊机、包芯片压片机、湿法制粒机、低湿/控湿流化床)、其他辅机(真空泵、混料机、搅拌罐、金属检测机、料斗、筛片机)	石家庄四药、深圳信立泰、金陵药业、天士力、华润三九、普利药业等	广州诺诚冻干人用狂犬疫苗原液车间及制剂车间改造项目 江苏恒瑞200kg生产线整包项目
上海远跃	2002-11-01	2013-11-01	90%	一般项目： 制药专用设备制造；专用设备制造（不含许可类专业设备制造）；通用设备制造（不含特种设备制造）；普通机械设备安装服务；非居住房地产租赁；技术服务、技术开发、技术咨询、技术交流、技术转让、技术推广；货物进出口；技术进出口；专用设备修理 许可项目： 特种设备制造；特种设备设计；特种设备安装改造修理	中药制剂装备研发生产、工艺管道设计安装、自动化控制、验证服务等一体化服务。产品主要包括真空减压浓缩器、机械搅拌发酵罐、磁力搅拌发酵罐、中试联体发酵罐、热回流提取浓缩机组、真空履带连续干燥机、MVR蒸发器、SME超声强化连续逆流提取设备等	石家庄四药、神舟生物、天方药业、南部新城医疗中心等	玻璃安瓿水针生产线项目 神舟生物辅酶Q10新精提车间能力提升萃取罐设备 南部新城医疗中心中药制剂系统相关设备项目
苏州远跃	2012-05-30	2014-05-16	99%	制药、食品机械及配件的研发、生产、销售；制药食品自动化工程的施工及工程技术服务	中药制剂装备研发生产	-	-
苏州浙远	2011-10-13	2016-08-01	72% (上海远跃持股80%)	一般项目： 工程技术服务(规划管理、勘察、设计、监理除外)；技术服务、技术开发、技术咨询、技术交流、技术转让、技术推广；信息技术咨询服务；信息系统集成服务；信息系统运行维护服务；物联网技术研发；物联网技术服务；普通机械设备安装服务；工业自动化控制系统装置销售；仪器仪表销售；阀门和旋塞销售；环境保护专用设备制造；环境保护专用设备销售；机械电子设备研发；制药专用设备制造；制药专用设备销售 许可项目： 建设工程施工	制药工艺与装备研发、工艺与工程设计以及工程建设总承包等业务，致力于高效节能、低碳减排、绿色环保的先进制药工艺与装备及其产业化应用研究	兰州佛慈、正大青春宝、汇仁药业、石家庄四药、广州白云山、太极集团、江苏康缘、安徽普利等	江苏康缘药业年产1500吨植物提取车间数字化控制项目 江西汇仁药业中药提取车间项目
上海盛本	2009-01-09	2009-01-09	60%	聚丙烯塑料薄膜、聚乙烯塑料薄膜生产销售；化工产品(除危险化学品、监控化学品、烟花爆竹、民用爆炸物品、易制毒化学品)、塑料制品、机械设备及配件批发零售；塑料薄膜应用技术看、服务	输液容器包装材料（密封接口、一体化盖子、一体化口管等）、吹塑模具	-	-

资料来源：各公司官网，同花顺，天眼查，国盛证券研究所

图表 35：新华医疗旗下英德生物提供的主要产品服务

产品类别	产品名称	结构参数	应用领域	产品优势
卫生级容器	高标准卫生级容器	容积：5-100000L 换热方式：半管夹套 材质选择：316L、304、钛材（TA2）双相不锈钢（S22053）304/316 不锈钢+喷涂聚四氟乙烯防腐材料	应用于反应罐、配制、培养罐、储罐、纯化水/注射用水、灭活罐、融浆罐、移动罐、特种材料	完全支持CPSP,满足清洗验证； 采用低温真空保温技术,维护便捷。容重轻,导热系数低,保温效果好,性能稳定； 保温材料无毒无味,不燃,具有吸音性能。保温层经过气密性检测,具有呼吸口,安全可靠
磁力搅拌系统	上磁力搅拌	适配容器容积在10-3000L 搅拌转速在0-800rpm	适用于20L至10000L高标准的生物反应器和生物制药罐群的搅拌、主要应用于配液、发酵、细胞培养	磁路及结构的巧妙设计、生物高分子聚合物复合材料陶瓷轴承的滚动摩擦最小 轴承配置使轴系的轴向力和径向力合理的分摊
	下磁力搅拌	适配容器容积在10-3000L 搅拌转速在0-350rpm	适用于10L-20000L高标准的生物反应器和生物制药罐群的搅拌、主要应用于配液及细胞培养	结构简单,易拆卸,易清洗,无死角; 可在线CIP/SIP 可承受短时的干运转,无磨损、低液位搅拌 同等转速情况下,搅拌效率更高,液面满流程度更强
模块化工艺系统	模块化工艺系统	\	血液制品(融浆系统、冷沉淀系统、PCC吸附系统等) 人用疫苗(发酵系统、生物反应器、层析系统等) 动物疫苗(发酵系统、生物反应器、层析系统等) 基因重组(发酵系统、生物反应器、层析系统等)	满足技术要求、工艺要求、卫生要求、安全要求、环境要求、自动化要求； 符合《药品生产质量管理规范》、GB150-2011、ASME BPE2016标准等
生物反应器	实验室级	培养体积范围 50ml-20L	破伤风发酵生物反应器、流脑发酵生物反应器、肺炎发酵生物反应器、大肠杆菌&毕赤酵母发酵生物反应器、布氏杆菌发酵生物反应器、百日咳发酵生物反应器、白喉发酵生物反应器、Vero细胞生物反应器、SF9昆虫细胞生物反应器、CHO细胞生物反应器、BHK21细胞生物反应器	立式三层不锈钢罐体 具备在线CIP/SIP等先进功能 定制化产品、适配特定的培养工艺需求 先进的工业级设计、强大的控制系统
	中试级	体积范围标准化(8L-1000L) &定制化		
	生产级	依据工艺进行定制化的适配升级定制		

资料来源：英德生物官网，国盛证券研究所

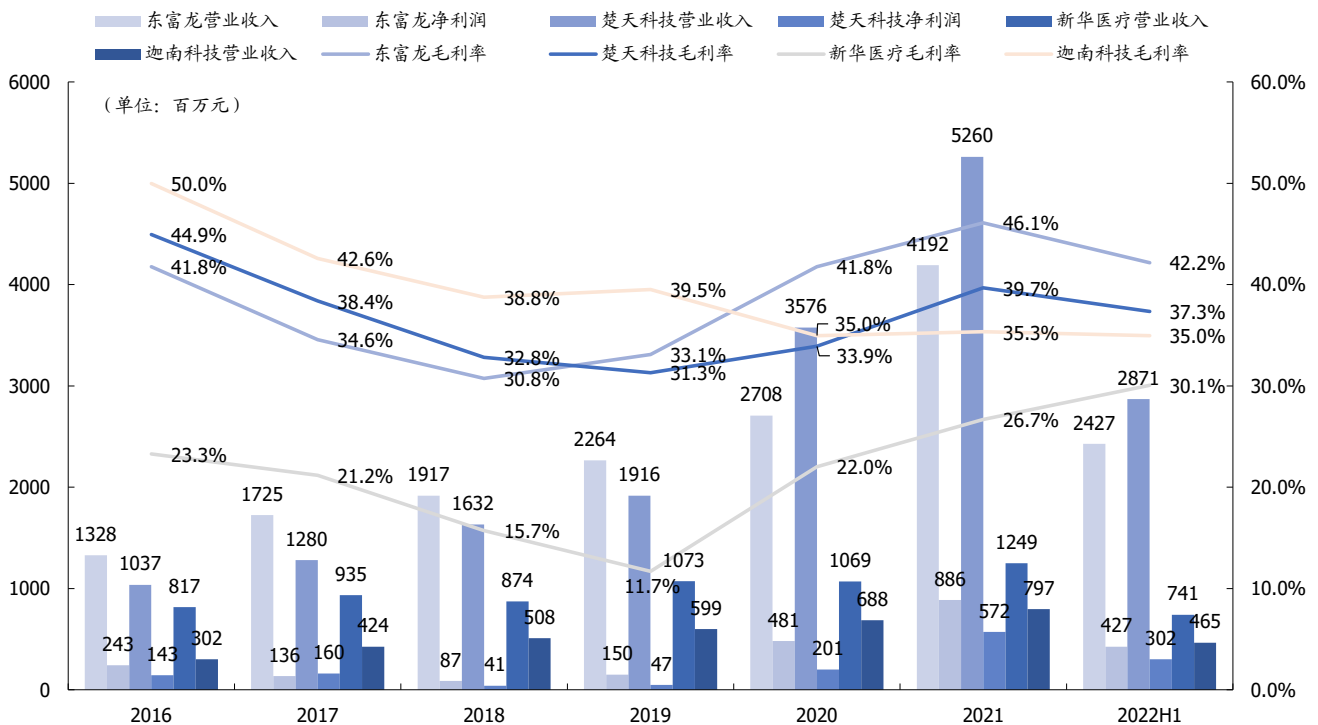
图表 36: 新华医疗旗下英德生物提供的整体解决方案

解决方案类别	工艺核心设备	工艺特点	典型案例
血液制品	血浆物流系统、融浆系统、集中配液系统、超滤系统、灭活系统、蛋白分离系统	<ul style="list-style-type: none"> 设计(集中配液、洗衣、称量;管路最短化;独立血浆原料提取区;全自动模块化系统) 自动物流(血浆挑浆、预融物流系统;自动进出料灭活系统;辅料、成品自动转运系统) 节能减排(冰蓄冷、乙二醇蓄冷、太阳能发电;分类排放处理;物料生产模块化) 	<p>某血浆制品车间总包: 项目建筑三层:(一层外包车间&机房、二层主制品车间&分装车间、三层小制品车间&分装车间&融浆区&集中配液区) 服务内容:项目工艺设计&整体布局→施工图&3D设计→核心工艺装备→工程安装→自动化控制→WHO验证→调试&培训&售后</p>
人用疫苗	细菌发酵系统、细胞培养系统、培养基配制系统、配液系统、灭活/脱毒系统、超滤/纯化系统、配苗/半成品配置系统、CIP系统	<ul style="list-style-type: none"> 活毒区单向流设计 工艺布局推进式,工艺流向不走回头路 废弃物就近集中处理 温室恒温设计,确保温度均有不超湿 活毒区压差控制(VAC+CAV系统)、废水灭活处理、空气排放袋进袋出 VHP灭菌系统设计 物料管道最短化 整厂3D设计(工程、设备、马道) 	<p>某病毒活疫苗车间总包: 项目建筑三层:(一层分装车间&机房、二层原液车间、三层质检&空调机房) 服务内容:项目工艺设计&整体布局→施工图&3D设计→核心工艺装备→厂房安装→自动化控制→WHO验证→调试&培训&售后</p>
通用疫苗	细菌发酵系统、细胞培养系统、培养基配制系统、配液系统、灭活系统、乳化系统、配苗/半成品配置系统、CIP系统	整体解决方案包括立项、概念设计、工程设计、关键工艺系统制造、自动化控制、材料采购、工程实施、安装调试、验证&售后	-
基因重组/单抗	细菌发酵系统、细胞培养系统、培养基配制系统、配液系统、灭活系统、超滤/层析/纯化系统、配苗/半成品配置系统、CIP系统	<ul style="list-style-type: none"> 集中清洗设计/集中洗衣设计 车间立体化设计、风管就近、夹层布置空调机房 物料&配液&废弃物处理管道最短化、功能房间背靠背 核心房间可视化 防爆区最小化 有机溶液集中收集处理、废水灭活处理 整厂3D设计(工程、设备、马道) 	<p>某基因重组车间总包: 项目建筑四层:(一层原液车间&机房、二层小试车间&质检&库房、三层研发、四层办公区) 服务内容:产区选址→概念设计→工艺设计&布局→施工图&3D设计→核心工艺装备→厂房安装→自动化控制→验证→调试&培训&售后</p>

资料来源:英德生物官网,国盛证券研究所

新华医疗制药装备板块毛利率 2019 年后筑底回升,但相比同行仍存在较大改善空间。2022H1 公司制药装备板块毛利率 30.1%,2019/2022/2021 年制药装备板块毛利率分别为 11.7%、22.0%、26.7%,盈利能力企稳回升,推测主要与产品结构优化、治理效能提升措施等相关。通过横向对比东富龙、楚天科技、迦南科技,我们认为新华医疗制药装备板块毛利率仍存在较大提升空间。

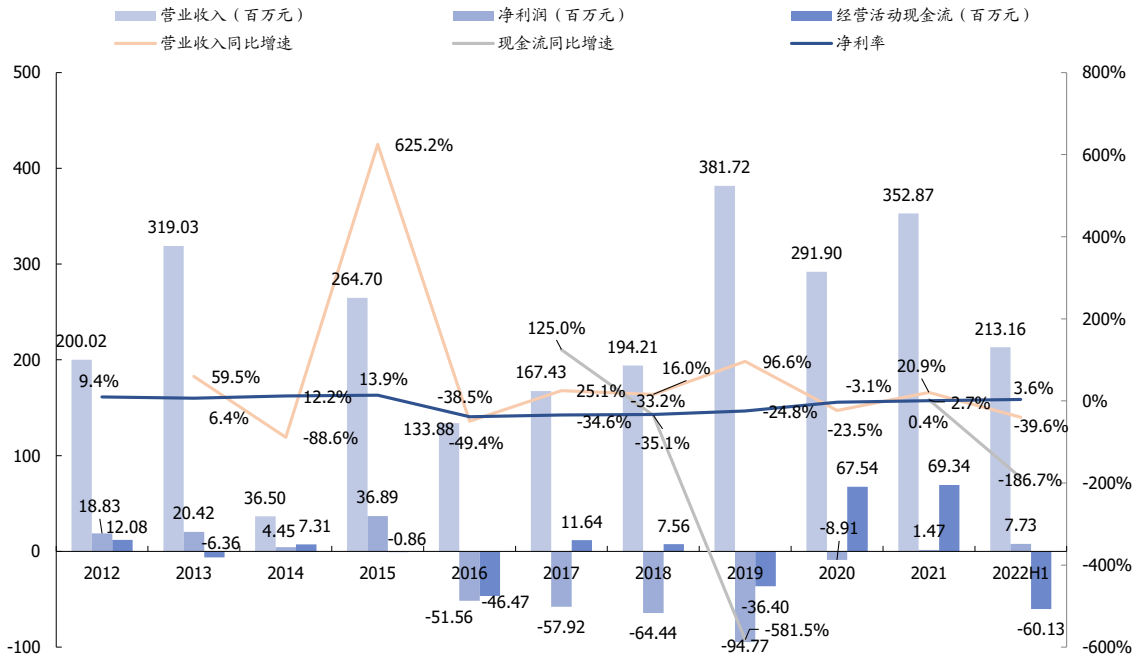
图表 37: 制药装备企业核心财务指标对比



资料来源:同花顺,国盛证券研究所;注:1)东富龙、楚天科技数据取自公司整体收入/利润/毛利率/净利率指标(公司主要业务即为制药装备相关产品);2)迦南科技数据取自“制药装备(行业)”子行业数据,无利润口径拆分;3)新华医疗数据取自“制药装备(行业)”数据,无利润口径拆分。

成都英德扭亏为盈，上海远跃亏损大幅收窄，制药装备板块盈利能力提升可期。公司重点针对成都英德和上海远跃制定治亏目标、落实治亏措施，成效显著，2021年成都英德净利率约0.4%，2022上半年实现净利润773万元，净利率约3.6%。随着公司在企业高效治理、产品结构调整、市场营销、国际化等方面不断完善突破，预计制药装备板块盈利能力提升弹性较大。

图表 38: 2012-2022H1 成都英德收入/利润/经营活动现金流情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

出口迎来突破，国际化开启新篇章。2022年12月，英德生物与白罗斯共和国输血及医疗生物科学实践中心签订《白罗斯新建50T血液制品厂综合技术设备供应合同》，推动制药装备板块海外市场项目化战略落地生根。该血液制品项目以卫光生物血液制品工艺技术为依托，计划年投浆量50吨，开发生产人血白蛋白、免疫球蛋白等血液制品产品。在血液制品领域，这是首个国内先进理念及技术对外输出的项目，英德生物是该项目工艺设备的独家供应商，并提供整个项目的概念设计、详细设计、工艺设备、数字化解决方案以及验证等服务。

4.盈利预测与估值

4.1 收入拆分及关键假设

我们对公司盈利预测的核心假设如下：

1) 医疗器械：基本盘业务且优势领先，包括九大产品线（感控设备及耗材、放疗及影像设备、实验室设备及仪器、手术器械等），医疗新基建叠加贴息贷款等支持政策推动行业持续扩容，公司积极响应推出一系列产品解决方案，预计该板块销售将保持良好增长，我们假设 2022-2024 年收入增速分别为 6%、26%、27%。公司产品如感控设备及耗材在二级医院市占率较高，未来将持续优化产品，攻破更多高等级医院，产品升级+出口增长+规模效应等因素将推动毛利率提升改善，我们假设 2022-2024 年毛利率分别为 40.5%、41%、42%。

2) 制药装备：聚焦发展的核心主业之一，主要为血制品/疫苗/抗体药物企业提供包括 DS 端的生物反应器、配液系统等产品到 DP 端的灌装联动线，公司自主研发的旋转式塑料瓶吹灌封一体机 (BFS) 设备优势领先。我们假设 2022-2024 年收入增速分别为 12%、25%、26%；得益于公司对“成都英德”、“远跃药机”制定治亏目标、落实治亏措施，成效显著，毛利率预计将持续改善，我们假设 2022-2024 年毛利率分别为 30%、31%、32%。

3) 医疗器械及药品经营：该板块主要开展器械及药品流通业务，相关低效资产剥离中，随着剥离接近尾声，预计该板块收入将保持稳定，赋能制造主业。我们假设 2022-2024 年收入增速分别为-20%、-2%、-1%，毛利率分别为 15%、15%、15%。

4) 医疗服务：该板块公司以发展专科医疗服务（如骨科）、血液透析服务业务为主，随着亏损资产逐步剥离，服务板块预计将保持良好增长。我们假设 2022-2024 年收入增速分别为 1%、9%、10%，毛利率分别为 15%、16%、17%。

图表 39: 2011-2024E 公司业务拆分及预测

(除特殊说明外均为人民币百万元)

	Historical											Projected		
	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入	2,106	3,036	4,194	6,283	7,554	8,364	9,983	10,284	8,767	9,151	9,482	9,094	10,432	12,223
YoY		44.1%	38.2%	49.8%	20.2%	10.7%	19.4%	3.0%	-14.8%	4.4%	3.6%	-4.1%	14.7%	17.2%
成本	1,627	2,344	3,233	4,844	5,872	6,626	8,002	8,227	6,905	7,021	7,183	6,550	7,336	8,360
YoY		44.1%	37.9%	49.8%	21.2%	12.8%	20.8%	2.8%	-16.1%	1.7%	2.3%	-8.8%	12.0%	14.0%
毛利率	22.77%	22.79%	22.91%	22.91%	22.27%	20.79%	19.85%	20.00%	21.23%	23.28%	24.25%	27.97%	29.67%	31.60%
医疗器械														
收入	1,640	2,408	3,375	5,246	6,203	5,932	7,104	2,253	2,579	2,944	3,534	3,746	4,720	5,995
YoY		46.8%	40.2%	55.4%	18.2%	-4.4%	19.8%	-68.3%	14.5%	14.1%	20.1%	6.0%	26.0%	27.0%
占总收入比例	77.9%	79.3%	80.5%	83.5%	82.1%	70.9%	71.2%	21.9%	29.4%	32.2%	37.3%	41.2%	45.3%	49.0%
毛利率	27.02%	26.59%	26.49%	25.51%	24.02%	23.09%	21.53%	37.73%	38.13%	36.77%	37.49%	40.5%	41.0%	42.0%
医疗器械及药品经营														
收入	403	560	750	911	935	1,139	1,130	6,329	4,363	4,292	3,824	3,059	2,998	2,968
YoY		38.8%	34.0%	21.4%	2.7%	21.8%	-0.8%	460.0%	-31.1%	-1.6%	-10.9%	-20.0%	-2.0%	-1.0%
占总收入比例	19.2%	18.4%	17.9%	14.5%	12.4%	13.6%	11.3%	61.5%	49.8%	46.9%	40.3%	33.6%	28.7%	24.3%
毛利率	4.46%	4.50%	5.65%	6.56%	8.41%	8.51%	8.43%	13.11%	14.59%	15.65%	13.37%	15.0%	15.0%	15.0%
制药装备产品														
收入						817	935	874	1,073	1,069	1,249	1,399	1,748	2,203
YoY								14.4%	-6.5%	22.7%	-0.3%	16.8%	25.0%	26.0%
占总收入比例							9.8%	9.4%	8.5%	12.2%	11.7%	15.4%	16.8%	18.0%
毛利率						23.3%	21.2%	15.7%	11.7%	22.0%	26.7%	30.0%	31.0%	32.0%
医疗服务														
收入					280	410	481	539	604	689	735	743	810	891
YoY						46.5%	17.5%	12.0%	12.2%	14.1%	6.7%	1.0%	9.0%	10.0%
占总收入比例					3.7%	4.9%	4.8%	5.2%	6.9%	7.5%	7.8%	8.2%	7.8%	7.3%
毛利率					15.48%	15.22%	15.19%	17.45%	15.66%	16.41%	13.03%	15.0%	16.0%	17.0%
其他业务														
收入	36	37	36	82	86	0	262	288	148	157	139	146	155	166
YoY		5.4%	-5.1%	130.4%	5.3%		10.1%	-48.8%	6.4%	-11.2%	5.0%	6.0%	7.0%	
占总收入比例	1.7%	1.2%	0.8%	1.3%	1.1%	0.0%	2.6%	2.8%	1.7%	1.7%	1.5%	1.6%	1.5%	1.4%
毛利率	30.5%	42.2%	39.1%	33.5%	63.1%		25.2%	50.2%	14.5%	17.5%	24.4%	25.0%	25.0%	26.0%
医用环保设备														
收入	27	30	33	45	50	67	71							
YoY		13.0%	8.5%	36.6%	12.1%	33.7%	5.9%							
占总收入比例	1.6%	1.3%	1.0%	0.9%	0.8%	1.1%	1.0%							
毛利率	27.70%	34.78%	32.14%	31.28%	31.28%	29.31%	28.68%							

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

4.2 相对估值

根据盈利预测模型，我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 90.94 亿元、104.32 亿元、122.23 亿元，分别同比增长-4.1%、14.7%、17.2%。2022-2024 年归母净利润为 5.23 亿元、7.43 亿元、9.32 亿元，分别同比增长-6.1%、42.2%、25.4%。

从业务类型看，新华医疗聚焦“医疗器械”和“制药装备”两大板块，我们分别选取各板块与公司业务相似且具有代表性的企业：

1) 医疗器械：选取联影医疗、迈瑞医疗、鱼跃医疗、迈德医疗、维力医疗作为可比公司；

2) 制药装备：选取东富龙、楚天科技作为可比公司。

2023 年可比公司 PE 算数平均值为 25.53，市值加权 PE 平均值为 34.46，且“医疗设备”公司估值普遍高于“制药装备”，考虑到新华医疗“医疗器械”板块业务占比高于“制药装备”，2023 年是公司利益关系理顺的第一年，预计 2023、2024 年强主业提效益成果将逐步显现。我们认为公司对应 2023 年净利润合理 PE 为 30X，对应目标市值为 222.97 亿元，目标价 47.76 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 40: 可比公司估值表

细分领域	代码	公司名称	当前市值 (亿元)	2021		2022E		2023E		2024E	
				归母净利润 (亿元)	对应归母净利 润市盈率	归母净利润 (亿元)	对应归母净利 润市盈率	归母净利润 (亿元)	对应归母净利 润市盈率	归母净利润 (亿元)	对应归母净利 润市盈率
医疗设备	688271.SH	联影医疗	1249	14.17	88.13	16.34	76.43	22.38	55.82	28.24	44.23
	300760.SZ	迈瑞医疗	3582	80.02	44.76	97.49	36.74	118.00	30.35	142.84	25.07
	002223.SZ	鱼跃医疗	299	14.82	20.15	14.75	20.25	17.48	17.09	20.71	14.43
	688310.SH	迈得医疗	32	0.64	49.76	0.65	49.18	1.21	26.52	1.59	20.18
	603309.SH	维力医疗	49	1.06	46.48	1.65	29.85	2.24	21.97	2.97	16.62
制药装备	300171.SZ	东富龙	191	8.28	23.11	9.86	19.40	12.63	15.15	16.00	11.96
	300358.SZ	楚天科技	97	5.66	17.06	6.71	14.39	8.18	11.82	9.89	9.77
算数平均					41.35		35.18		25.53		20.32
市值加权平均					52.08		43.87		34.46		28.02

资料来源：Wind，国盛证券研究所；注：1) 市值取自 2023.03.20 收盘市值；2) 盈利预测取自 Wind 一致预期，其中，联影医疗和迈得医疗 2022 年归母净利润取自 2022 年业绩快报。

风险提示

新签订单不及预期风险：公司在医疗器械、制药装备板块已建立领先优势，但仍面临国际巨头及国内其它厂商的竞争，若新签订单不及预期，将会对公司未来业绩产生不良影响。

募投项目不及预期风险：公司定增募资 12.84 亿元已到账，将用于核心产品产能和研发水平提升，若因公司内部或者外部原因导致募投项目进展不及预期，可能对未来业务产生潜在不利影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告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。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com