

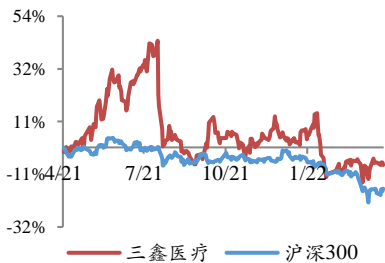
血透设备国产替代加深，疫苗注射器贡献增量

投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-04-06

收盘价(元)	11.13
近12个月最高/最低(元)	12.30/10.15
总股本(百万股)	394
流通股本(百万股)	272
流通股比例(%)	69.10
总市值(亿元)	44
流通市值(亿元)	30

公司与沪深300走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

联系人：李婵

执业证书号：S0010121110031

邮箱：lichan@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 血液透析在全球为大行业，全球市场规模超 800 亿欧元

根据费森尤斯的年报，全球慢性肾功能衰竭患者中，接受血液透析的人数从 2013 年的 252 万人增长至 2020 年的 370 万人。全球透析产业市场规模从 2015 年的 668 亿欧元稳步上升至 2020 年的 820 亿欧元，年均增长率约为 4% 左右，到 2021 年，透析市场规模会继续增长至 830 亿至 850 亿欧元左右。费森尤斯在全球 100 多个国家拥有超过 11.8 万名员工，年销售透析机超过 75,000 台及透析器超过 1 亿支；同时在透析治疗服务方面，费森尤斯医疗在世界各地拥有超过 3,971 家血液透析中心，为 336,716 名透析患者每年提供超过 5,000 万次的透析治疗。

● 我国血透行业上游产品提供市场规模 2025 年约 300 亿元，其中透析机和透析器进口占比超 80%，国产替代空间大

2020 年我国透析机、透析器、其他耗材（粉液、管路等）及药品的市场规模分别在 38 亿元、66 亿元、53 亿元及 64 亿元左右。随着血透中心市场规模增加，透析设备及耗材的需求量也将持续上升，预计在 2025 年，整体上游产业链中包含的透析设备、药品及耗材的市场规模将接近 300 亿元。根据医招采披露的 2020 年国内血液透析机销量，前 5 大外资厂商占据了国内血液透析市场 80%-90% 左右的市场份额，其中费森尤斯以 30% 的市场份额位居榜首，而以重庆山外山、山东威高、三鑫、宝莱特为代表的国产品牌的血液透析机市场占有率在 10%-20% 左右。

● 公司透析产品全产业链产品发力，叠加公司疫苗注射器供联合国带来增量

公司“血液净化类”产品经过多年的产品研发和市场开拓，已成为国内血液净化领域的领军企业。公司“血液净化类”产品已覆盖血液透析机、透析滤过机、血液透析器、血液透析浓缩液、一次性使用血液透析管路等全产业链产品，在行业中已占据较高的市场地位，成为国内少数几家具备血液净化全产业链整体解决方案的企业之一。公司的子公司威力生的血液透析机设备 2021 年销售 600 台，预计随着公司在血透行业的销售能力和渠道的持续赋能，接下来量会加快增长，并带动其他耗材产品快速放量。2021 年年报，公司的血液透析器销量较同比增长 84.94%，血液透析设备销量较同比增长 74.93%。此外，公司的疫苗安全注射器直接供应联合国，在联合国白名单名录，生产线 8 月份开始生产，到 21 年年底产能满产，公司 2021 年疫苗注射器销量为 3.76 亿支（同比增长 321%），业绩满产下疫苗注射器单产品给公司 2022 年持续贡献较大增量，

尤其是一季度增量更加明显。

● **投资建议**

我们预计公司 2022-2024 年的收入分别为 16.09 亿元、20.22 亿元和 25.16 亿元,收入增速分别为 38.2%、25.6%和 24.4%, 2022-2024 年归母净利润分别实现 2.06 亿元、2.52 亿元和 3.06 亿元,增速分别为 32.4%、22.1%和 21.3%,对应 2022-2024 年的 PE 分别为 23x、18x 和 15x。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,公司 2022 年的业绩有明显的增厚,长逻辑明确,我们首次覆盖,给予“买入”评级。

● **风险提示**

公司血透设备销售不及预期。
 疫苗注射器订单可能不及预期。
 产品价格下降风险。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1164	1609	2022	2516
收入同比 (%)	23.8%	38.2%	25.6%	24.4%
归属母公司净利润	156	206	252	306
净利润同比 (%)	34.8%	32.4%	22.1%	21.3%
毛利率 (%)	34.4%	34.0%	33.7%	33.2%
ROE (%)	17.2%	18.2%	18.2%	18.1%
每股收益 (元)	0.40	0.49	0.60	0.73
P/E	31.59	22.51	18.44	15.21
P/B	5.50	4.09	3.35	2.74
EV/EBITDA	0.00	14.93	12.99	10.88

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 公司构建了完整的血透系列产品矩阵.....	5
1.1 数十年深耕，血液净化领域占据行业领先地位.....	5
1.2 公司经营稳健，业绩稳定增长.....	6
2.血透设备行业：设备更换周期到，需重点关注.....	8
2.1 我国尿毒症患者透析治疗率还有较大提升空间.....	8
2.2 全球透析市场规模 2021 年超 800 亿欧元，为大行业.....	10
2.3 我国透析市场外资为主，国产替代空间大.....	12
3 公司血透行业产品齐全，透析机贡献额外增量.....	14
3.1 公司早就布局透析行业，产品线齐全.....	14
3.2 公司透析机有望受益于政策，国产替代空间大.....	17
4 疫苗注射器贡献额外增量.....	19
4.1 注射器产品下游应用场景丰富，使用广泛.....	19
4.2 海外疫情为公司疫苗注射器业绩贡献弹性.....	20
5 公司盈利预测与估值.....	21
5.1 公司业绩拆分与估值对比.....	21
5.2 投资建议：血透行业国产替代空间大，疫苗注射器贡献增量，业绩增厚明显，首次覆盖.....	23
风险提示：.....	24
财务报表与盈利预测.....	25

图表目录

图表 1 三鑫医疗发展历程.....	5
图表 2 公司股权结构 (截至 2021 年 12 月 31 日)	5
图表 3 公司高管团队.....	6
图表 4 三鑫医疗 2021 年各类产品收入情况 (百万元)	7
图表 5 三鑫医疗 2021 年各类产品毛利率情况 (百万元)	7
图表 6 公司 2012-2021 年营业收入及增速情况.....	7
图表 7 公司 2012-2021 年归母净利润及增速.....	7
图表 8 各种血液净化技术的适应症与治疗效率情况.....	8
图表 9 血液透析技术的治疗原理.....	9
图表 10 血液透析医疗器械及介绍.....	9
图表 11 在透患者及新增患者数量 (万人)	10
图表 12 2013 年至 2020 年全球接受血液透析患者人数 (单位: 万人)	10
图表 13 全球血液透析市场规模 (单位: 亿欧元)	11
图表 14 中国血液透析服务行业情况	12
图表 15 血液透析行业产业链结构.....	12
图表 16 血液透析上游市场规模 (单位: 亿元)	13
图表 17 各大企业在中国血透市场的产业链布局.....	14
图表 18 公司血透线产品布局时间线.....	15
图表 19 公司血液净化业务收入及其增速情况	15
图表 20 公司血液净化业务毛利率水平	15
图表 21 血液透析器	16
图表 22 血液透析设备 (W-T6008S 和 W-T2008-B)	17
图表 23 成都威力生发展历史.....	18
图表 24 W-T6008S 有效性评估结果 (超滤相对误差混合效应模型)	19
图表 25 公司注射器产品图示	19
图表 26 公司注射器业务收入及其增速情况.....	20
图表 27 公司注射器业务毛利率水平.....	20
图表 28 2020 年注射器业务销售收入及销量情况	20
图表 29 2021 年注射器业务销售收入及销量情况	20
图表 30 收入预测 (单位: 万元)	22
图表 31 可比公司估值情况.....	22

1 公司构建了完整的血透系列产品矩阵

1.1 数十年深耕，血液净化领域占据行业领先地位

三鑫医疗创建于1997年，是专业专注于医疗器械研发、制造、销售和服务的国家高新技术企业。历经二十多年的厚积薄发，公司现已发展成为国内血液净化领域全产业链解决方案的上市企业，也是江西省医疗器械行业首家、迄今唯一一家上市公司。

二十五年来，三鑫医疗不断优化产品结构，秉承“心系健康、专注安全医疗”的初心，以推动医疗健康事业发展为使命，通过不断完善产业布局并持续开发新产品，致力于提供卓越的医疗产品和服务普惠全球。公司已成功从传统输注领域转型升级，已发展为涵盖血液净化类、注射类、留置导管类、输液输血类、心胸外科类、防护类六大细分领域的综合性医疗器械企业。

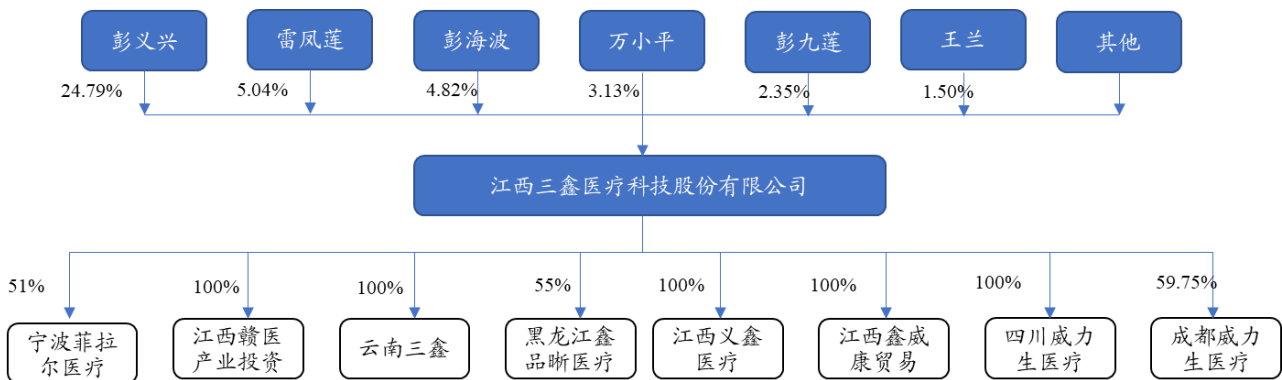
图表 1 三鑫医疗发展历程



资料来源: wind, 招股说明书, 华安证券研究所

股权结构: 公司实际控制人为彭义兴、雷凤莲夫妇，彭海波是彭义兴、雷凤莲夫妇之子，彭九莲是彭义兴姐姐。彭海波、彭九莲与彭义兴、雷凤莲夫妇构成一致行动人。王兰系彭九莲女儿，彭义兴外甥女。截至2021年12月31日，彭义兴、雷凤莲夫妇及其一致行动人合计直接持有公司37%的股权。

图表 2 公司股权结构 (截至 2021 年 12 月 31 日)



资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

公司高管团队: 公司创始人雷凤莲与丈夫彭义星于 1988 年开始创业, 拥有丰富的创业经验, 从生产一次性使用无菌注射器、输液器起步开始了创业历程, 曾主持设计多项发明技术和产品专利。

图表 3 公司高管团队

姓名	职位	介绍
彭义星	董事长	多年来从事医疗器械行业, 曾任职于丰城医疗器械厂 (1988-1991 年, 厂长)、上海达美医用塑料厂 (1992-1996 年, 销售经理); 自 1997 年 3 月三鑫有限成立以来一直在本公司任职, 曾任三鑫有限董事长兼总经理, 任职期间作为发明人之一主持了自锁式自毁注射器、一种无针加药三通、一次性使用血液透析管路压力传感器和导丝助推装置四项专利技术的研发工作。
雷凤莲	副董事长	多年从事医疗器械行业, 曾任丰城医疗器械厂 (1988-1991 年, 生产厂长); 自 1997 江西三鑫医疗科技股份有限公司 3 月三鑫有限成立以来一直在本公司任职, 曾任三鑫有限董事、副总经理, 任职期间作为发明人之一主持或参与了小剂量安全自毁式注射器、一种带翼持针的双翼型留置针、一次性使用的胶圈密封注射器、低吸附双层共挤避光输液器等十三项专利技术的研发工作。
毛志平	总经理	曾任职于江西省未来广告公司 (1999-2001 年, 策划部经理)、江西省电视台 (2001-2002 年, 广告二部策划经理)、广东科龙电器股份有限公司江西分公司 (2002-2003 年, 投资部主管)。2003 年 12 月加入三鑫有限, 历任销售部经理、营销总监。现任本公司董事、副总经理。
乐珍荣	副总经理	1960 年 10 月出生, 中国国籍, 无境外居留权, 大学学历, 会计师, 2011 年 6 月加入本公司, 现任本公司副总经理, 财务总监。
彭玲	副总经理	1982 年 11 月出生, 中国国籍, 无境外永久居留权, 大学本科学历。2008 年加入本公司, 先后担任总经理秘书, 技术中心技术员, 车间主任, 生产二厂厂长, 具有丰富的医疗器械生产和质量管理经验, 现任本公司副总经理。
冷玲丽	副总经理	1983 年 3 月出生, 中国国籍, 无境外永久居留权, 大专学历。2007 年加入本公司, 先后担任计调专员, 商务主管, 投标主管, 市场部经理, 商务部经理, 商务总监, 现任公司副总经理。

资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

1.2 公司经营稳健, 业绩稳定增长

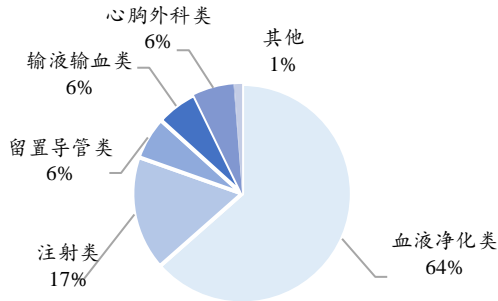
公司主营产品: 公司产品线主要分为“血液净化类”、“留置导管类”、“注射类”、“输液输血类”、“心胸外科类”和“防护类”六大系列。

2021 年, 血液净化类产品实现销售收入 7.36 亿, 比上年同期增长 26.16%, 占公司总收入的比重为 63.19%; 注射类产品实现销售收入 1.96 亿, 比上年同期增长 160.03%, 占比 16.83%, 其中, 疫苗注射器销量为 3.76 亿支, 比上年同期增长 321%。留置导管类收入 7,283.60 万元, 占比 6.26%。输液输血类收入 7,037.00 万元, 占比 6.04%。心胸外科类收入 6,928.49 万元, 占比 5.95%。防护类收入 152.88 万元, 占比 0.13%。防护类为 2020 年疫情发生后公司响应政府号召应急新增的业务, 随着国内疫情的有效控制及国内外同类产品产能的迅速增加, 防护类产品市场需求不断下降, 公司此类产品销量下降明显。

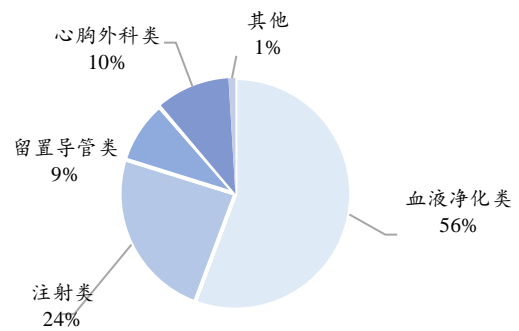
公司继续加大血液净化类产品的市场开拓力度, 积极参与各地区集中采购, 其中血液透析器销量较上年同期增长 84.94%, 血液透析设备销量较上年同期增长

74.93%; 随着四川威力生于 2021 年获得血液透析浓缩液产品注册证, 公司及子公司血液透析浓缩液产品的产能超过 2000 万人份/年。

图表 4 三鑫医疗 2021 年各类产品收入结构



图表 5 三鑫医疗 2021 年各类产品毛利率情况

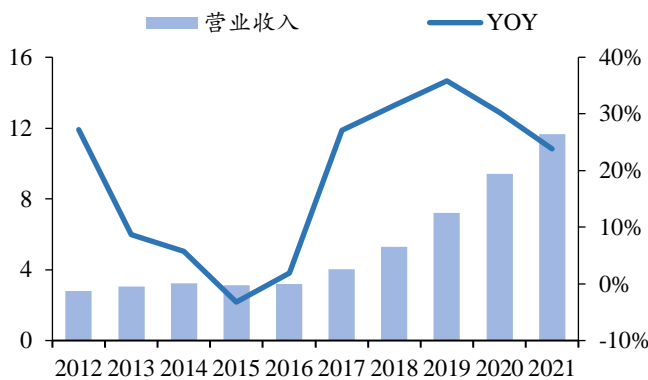


资料来源: wind, 华安证券研究所

资料来源: wind, 华安证券研究所

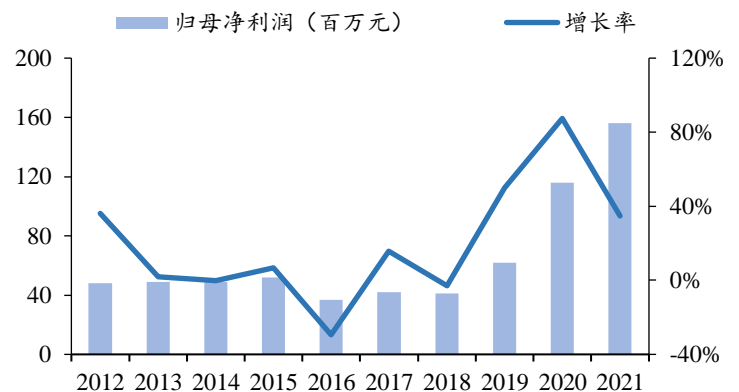
公司业绩状况: 2016 年以来, 公司营业收入持续保持上涨趋势, 收入由 2016 年的 3.2 亿元增长至 2021 年 11.64 亿元, 年均复合增长率高达 30%, 主要系血液净化类产品高增长及外延并购所致。2011 年以来, 公司归母净利润长期维持在 4000 万左右, 2019 年起公司归母净利润持续快速增加, 并与 2021 年达到 1.56 亿元, 同比增长 35%。

图表 6 公司 2012-2021 年营业收入及增速情况



资料来源: WIND, 华安证券研究所

图表 7 公司 2012-2021 年归母净利润及增速



资料来源: WIND, 华安证券研究所

股权激励计划: 公司通过股权激励长效激励约束机制, 充分调动核心管理人员、核心技术人员及核心业务人员积极性和创造性。公司先后在 2018 年和 2021 年出台了两次限制性股票激励计划。

2018 年出台限制性股票激励计划, 业务考核要求为以下两个条件之一: 以 2017 年营业收入为基数, 2018-2020 年营业收入增长率不低于 25%、50%和 100%; 或以 2017 年净利润为基数, 2018-2020 年净利润增长率不低于 10%、25%和 50%。公司

2018-2020 年营业收入分别实现 5.31 亿元、7.22 亿元和 9.40 亿元，较 2017 年营业收入 4.04 亿元，分别增长 31.55%、78.71%和 132.67%，顺利完成业绩考核。

2021 年 9 月出台的限制性股票激励计划 (2021 年 10 月授予)，业绩考核以 2020 年业绩为基数，2021-2023 年营业收入增长率分别不低于 40%、70%和 100%或者 2021-2023 年净利润增长率分别不低于 40%、60%和 80%。公司 2021 年最终实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 1.45 亿元，剔除摊销股权激励费用影响后的净利润为 1.55 亿元，较 2020 年度业绩增长 53.38%，超额完成 2021 年限制性股票激励计划业绩目标。

2. 血透设备行业：设备更换周期到，需重点关注

2.1 我国尿毒症患者透析治疗率还有较大提升空间

血液净化是把患者的血液引出身体外并通过一种净化装置，除去其中某些致病物质，净化血液，达到治疗疾病的目的。

血液净化的基础治疗方式包括血液透析(HD)、腹膜透析(PD)、血液滤过(HF)、血液透析滤过(HDF)、连续性肾脏替代治疗(CRRT)、血浆置换(PE)、血浆吸附和血液灌流(HP)等，以及由以上多种技术的联合应用。

在对各种血液净化技术在临床使用、治疗效果、治疗费用等多维度进行分析，各种新的血液净化技术在原有的技术基础上不断发展和革新，但新旧技术相互之间不存在绝对的替代性，各种血液净化技术各有所长。

其中，血液透析是目前最常用、最重要的血液净化方法，是治疗急、慢性肾功能衰竭包括终末期肾病(ESRD)和某些急性药物、毒物中毒的有效方法。并且血液透析因其治疗效果突出、广泛适用于各病情阶段的透析患者、报销比例较大，是终末期肾病等的最主要治疗方式，其它血液净化技术在治疗效果、适应症、经济可行性等各方面与其相互补充。

图表 8 各种血液净化技术的适应症与治疗效率情况

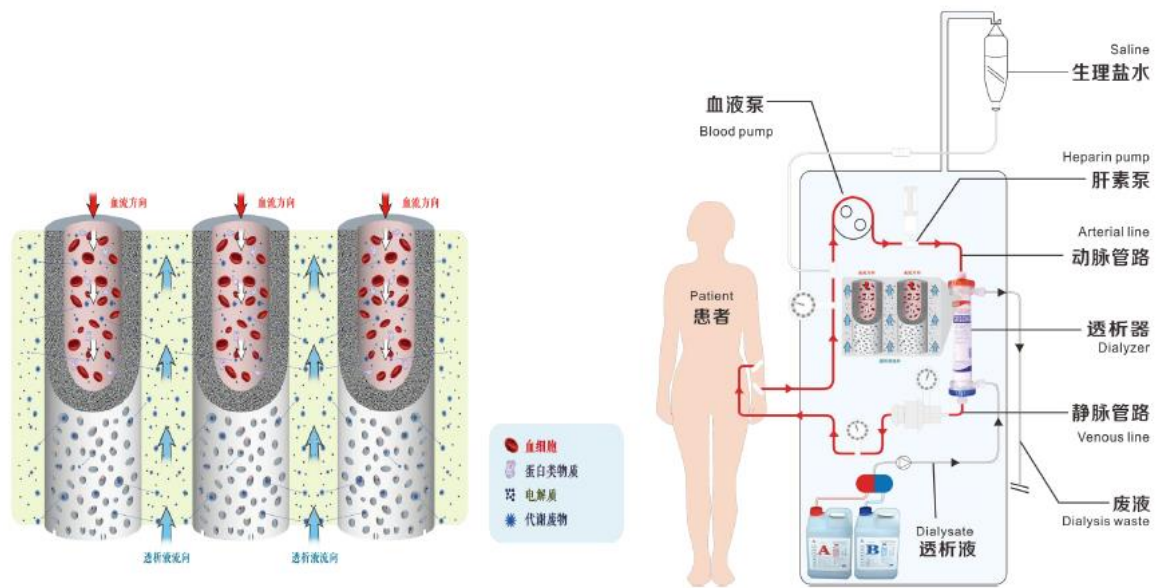
血液净化技术	清除方式	适应症	单次治疗费用	毒素清除效率			患者认知度
				小分子	大分子	蛋白结合	
血液透析	弥散	终末期肾病等	一般	很高	很低	很低	很高
腹膜透析	弥散	终末期肾病等	较低	很高	很低	很低	很高
血液灌流	吸附	中毒、尿毒症等	较高	较低	很高	很高	一般
血液滤过	对流	终末期肾病等	较高	较高	较高	很低	一般
血液透析滤过	弥散、对流	终末期肾病等	很高	很高	较高	很低	一般
透析+灌流	弥散、吸附	终末期肾病等	很高	很高	很高	很高	一般

资料来源：山外山招股说明书，华安证券研究所

血液透析工作过程为：通过将体内血液引流至体外，经一个由无数根空心纤维组成的透析器中，血液与含机体浓度相似的电解质溶液（透析液）在一根根空心纤

维内外，通过弥散/对流进行物质交换，清除体内的代谢废物、维持电解质和酸碱平衡；同时清除体内过多的水分。

图表 9 血液透析技术的治疗原理



资料来源：公司公告，华安证券研究所

血液透析治疗过程中，主要涉及的医疗器械及耗材包括血液透析设备、透析器、水处理设备、体外循环血路、穿刺针、透析液、透析粉等。

图表 10 血液透析医疗器械及介绍

血液透析医疗器械	介绍及作用
血液透析设备	通常由透析液流量及脱水控制模块、透析液浓度监控模块、温度监控模块、漏血监测模块、血液循环监控模块和消毒模块组成。为血透过程提供动力源以及安全监测
透析器	利用半透膜的原理，以弥散、对流、滤过等方式清除血液内的有害物质。配合血液透析装置使用
水处理设备	用于制备血液透析和相关治疗用水
体外循环血路	通常由血液侧管路（动脉管路、静脉管路）和其他辅助管路组成。其中动脉管将血液引流至透析器，静脉管将净化后的血液回输至体内
血液透析干粉/浓缩液/颗粒	通常由 A 剂和 B 剂组成，是制备血液透析液的专用原料，与透析治疗用水配制成透析液

资料来源：山外山招股说明书，华安证券研究所

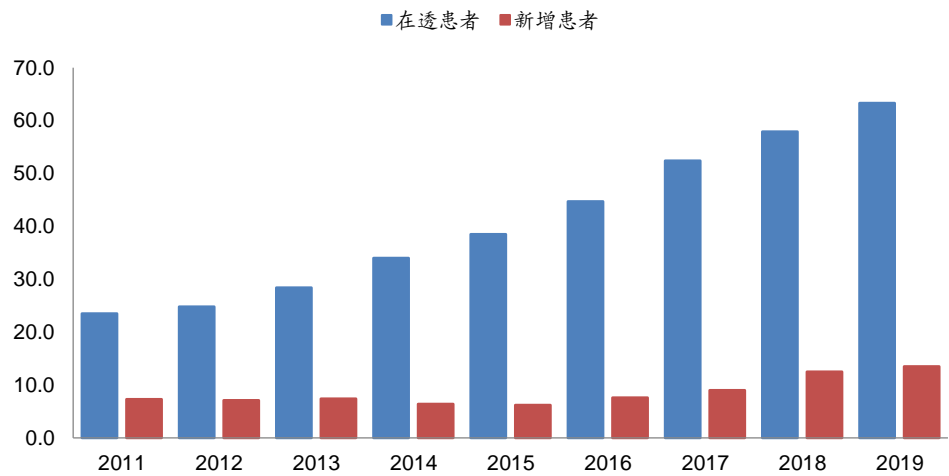
我国 ESRD 患者人数不断增长，且血液透析治疗率还远低于国际水平

目前，我国存量透析治疗需求仍远未被满足。据全国血液净化病例信息登记系统 (CNRDS) 统计的资料显示：2016 年接受血液透析治疗的患者人数为 44.7 万人，

2019 年底已达到 63.3 万人，年均复合增长率达 12%。据医械研究院发布的《中国医疗器械蓝皮书（2019 版）》估算，截至 2020 年年底，我国约有 83 万人（含血液透析和腹膜透析）接受血液净化治疗。

我国新增终末期肾病患者人数也在迅速增长。从 2016 年至 2019 年底，新增患者数量的年复合增长率达 21% 左右。预计到 2030 年我国终末期肾病患者（ESRD）人数将突破 300 万人，而我国接受治疗的患者比率不到 20%。如果未来尿毒症患者透析治疗率提高到国际平均水平 37%，届时透析治疗人数将达到 148 万人；若接近或达到发达国家现在的平均治疗率 75%，则透析治疗人数或将达到 300 万人以上。随着人均收入的增长及医保覆盖比例的增加，ESRD 接受治疗比率也将不断提高，进一步推动血液净化行业的增长。

图表 11 在透患者及新增患者数量（万人）

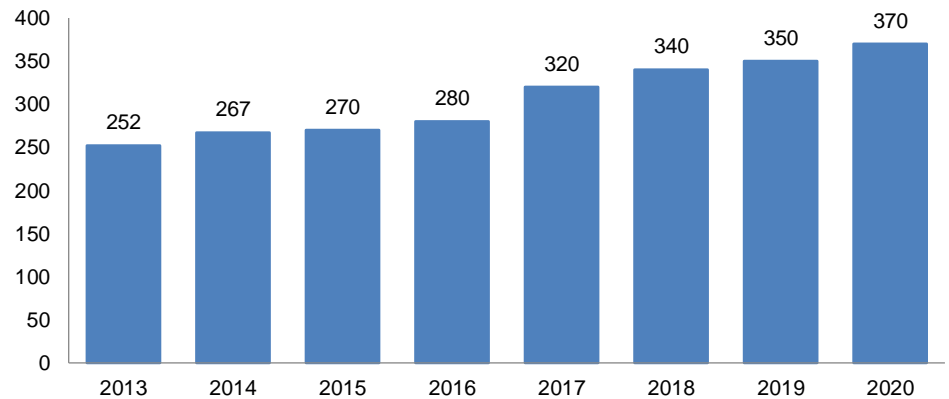


资料来源：CNDRS，山外山招股说明书，华安证券研究所

2.2 全球透析市场规模 2021 年超 800 亿欧元，为大行业

根据费森尤斯的年报，全球慢性肾功能衰竭患者中，接受血液透析的人数从 2013 年的 252 万人增长至 2020 年的 370 万人。

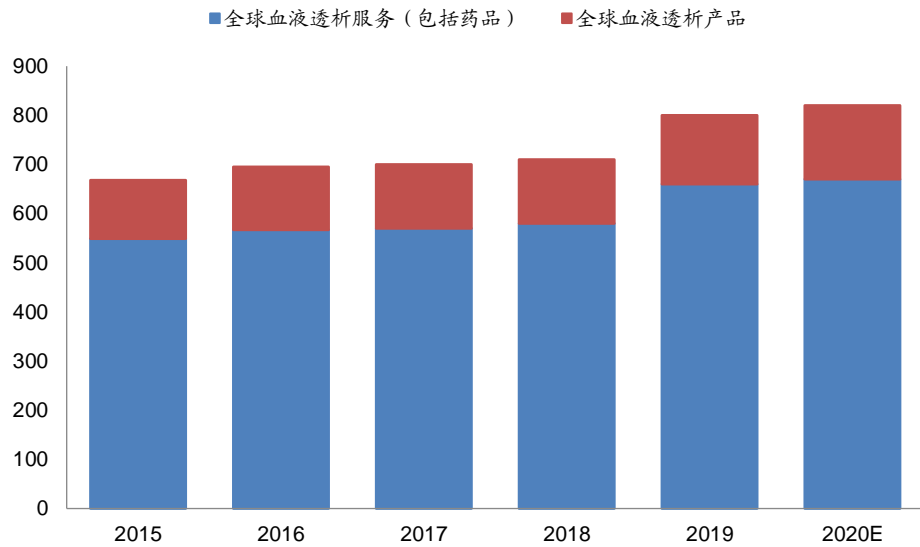
图表 12 2013 年至 2020 年全球接受血液透析患者人数（单位：万人）



资料来源：费森尤斯历年年报整理，蛋壳研究院，山外山招股说明书，华安证券研究所

根据费森尤斯年报披露的预测和统计,近几年来,全球透析产业市场规模从2015年的668亿欧元稳步上升至2020年的820亿欧元,年均增长率约为4%左右。到2021年透析市场规模会继续增长至830亿至850亿欧元左右。

图表 13 全球血液透析市场规模 (单位: 亿欧元)



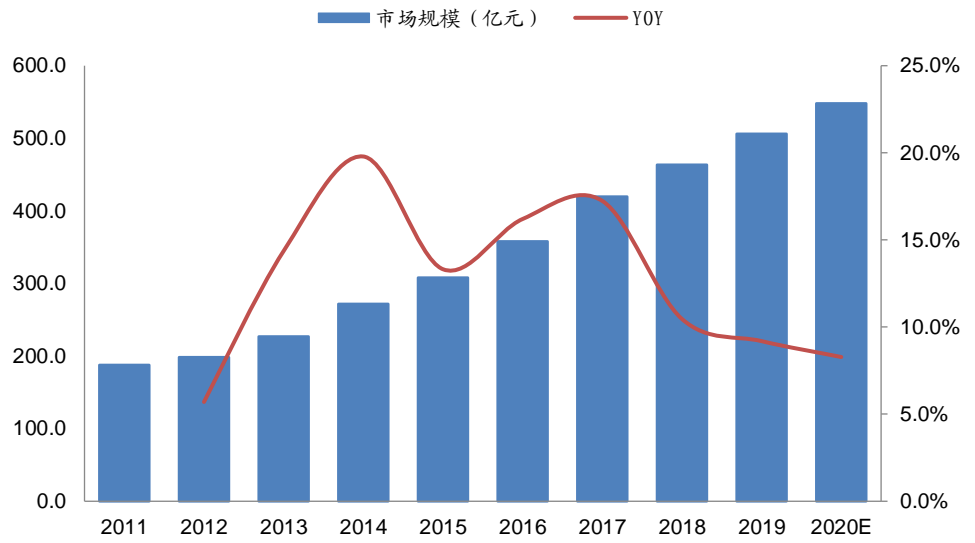
资料来源: 费森尤斯 2015-2020 年年报, 蛋壳研究院, 山外山招股说明书, 华安证券研究所

中国血液透析服务市场规模已逾 540 亿元, 并将保持稳定增长态势

根据蛋壳研究院最新统计数据,每位尿毒症患者的透析费用约为 6-10 万元/年,在此基础上,根据 CNRDS 公布的在透患者数量可以估算近几年血液透析的市场规模。2014 年以来血液透析服务的市场规模连续多年保持高速上涨,预计 2020 年整个血液透析服务市场规模已达到 548 亿左右,同比增长 8.3%。

随着医保覆盖面扩大、大病医保报销比例提高和分级诊断等医疗政策的进一步完善,新技术、新透析模式的创新发展和临床应用,终末期肾病患者多层次、个性化的需求必将得到满足,血液透析服务行业的市场规模将持续增长。预计在 2025 年达到接近 700 亿。

图表 14 中国血液透析服务行业情况



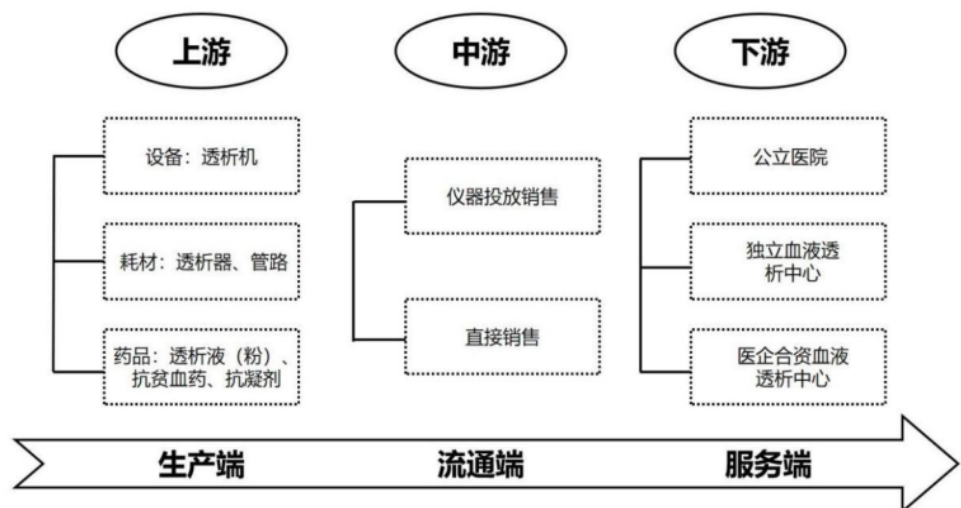
资料来源：蛋壳研究院，山外山招股说明书，华安证券研究所

2.3 我国透析市场外资为主，国产替代空间大

血液透析产业链分为生产端的上游、流通端的中游以及服务端的下游。

- 上游：以设备、耗材和药品为主要组成，其中高端产品技术壁垒较高；
- 中游：流通渠道，分为仪器投放销售和直接销售，目前领域暂未出现头部企业；
- 下游：主要终端是公立医院、独立血透中心以及医企合资血液透析中心的服务机构，服务端缺口大，仍有较大发展空间。

图表 15 血液透析行业产业链结构

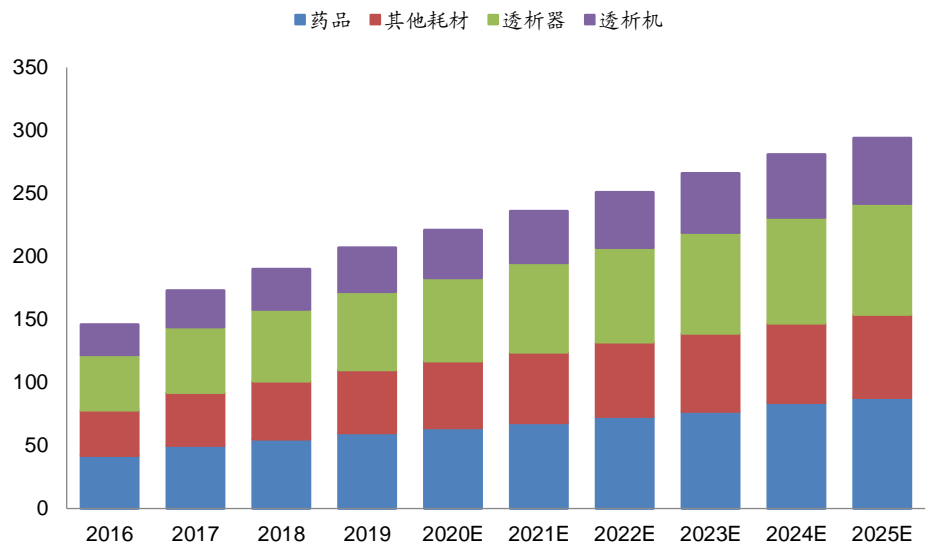


资料来源：蛋壳研究院，华安证券研究所

上游生产端拆分来看，根据蛋壳研究院的测算，2020年透析机、透析器、其他耗材（粉液、管路等）及药品的市场规模分别在38亿元、66亿元、53亿元及64亿

元左右。随着血透中心市场规模增加，透析设备及耗材的需求量也将持续上升，预计在 2025 年，整体上游产业链中包含的透析设备、药品及耗材的市场规模将接近 300 亿元。

图表 16 血液透析上游市场规模 (单位: 亿元)



资料来源: 蛋壳研究院, 华安证券研究所

透析机: 用于治疗急、慢性肾功能衰竭的主要体外循环设备。

我国血透机市场集中度较高, 整体以进口产品为主导。根据医招采披露的 2020 年国内血液透析机销量, 前 5 大外资厂商占据了国内血液透析市场 80%-90% 左右的市场份额, 其中费森尤斯以 30% 的市场份额位居榜首。而以重庆山外山、山东威高为代表的国产品牌的血液透析机市场占有率在 10%-20% 左右。

- 进口: 费森尤斯、百特 (瑞典金宝)、德国贝朗、日本尼普洛、日本东丽、贝尔克;
- 国内: 山东威高、重庆山外山、广州暨华、宝莱特、重庆澳凯龙。

透析器: 血液透析交换溶质的场所, 主要由支撑结构和透析膜组成。

血透器市场格局集中度高, 大量以进口产品为主。海外厂家费森尤斯、尼普洛、瑞典 Gambro、德国贝朗和意大利贝尔克等占据了血透器 70%-80% 的市场份额, 国内企业如山东威高、广州贝恩、常州朗生等则瓜分剩下 20%-30% 的份额。

- 进口: 日本尼普洛、东丽、美国百特 (瑞典金宝)、MINNTECH、Medivators、德国费森尤斯、德国贝朗、意大利贝尔克、埃及海迪尼娜、马来西亚萨特斯等
- 国内: 山东威高、重庆山外山、山西华鼎金泉、上海佩尼、成都欧赛、广州贝恩、北京润坤佳华、杭州旭化成、常州朗生、广州暨华等。

其他耗材: 血液透析管路等

血透管路是输送血液、药液的管路通道。目前主要以国产品牌为主, 国内产品的市占率接近 50%, 已初步完成国产化中。

药品: 透析液、抗贫血药、抗凝剂等

血液透析干粉和透析浓缩液国内产品的市占率超过 90%以上,大部分产品都是由国内类似于山东威高、河北紫薇山以及广州康盛提供,已基本完成国产化。

产业链整合行业趋势

从全球市场来看,费森尤斯和百特公司等血液净化设备、血液净化耗材以及血液透析医疗服务领域均实现了全产业链布局。这也启示了国内企业在产品系列化的布局,其中先行者有山外山、威高血液、宝莱特、三鑫医疗等。

图表 17 各大企业在中国血透市场的产业链布局

	上游				中游	下游
	血透机	血透器	血透管路	血透粉液	流通渠道	血透服务
Fresenius-费森尤斯	√	√	√	√		√
Davita						√
Baxter-美国百特 (Gambro-瑞典金宝)	√	√	√	√		
德国贝朗	√	√	√	√		√
意大利贝尔克	√	√				
日本尼普洛	√	√	√	√		
日本东丽	√	√	√	√		
日机装	√	√	√	√		
重庆山外山	√	√	√	√	√	√
威高股份(包含合资威高 日机装)	√	√	√	√	√	√
宝莱特	√	√	√	√	√	√
华仁药业			√	√		
新华医疗						√
三鑫医疗	√	√	√	√		√
广州贝恩	√	√	√			
宁波天益			√			
广州暨华	√		√	√		
重庆澳凯龙	√					

资料来源:蛋壳研究院,华安证券研究所

注:美国百特于 2013 年收购了瑞典金宝;宝莱特于 2013 年收购了重庆多泰;三鑫医疗于 2019 年收购了成都威力生。

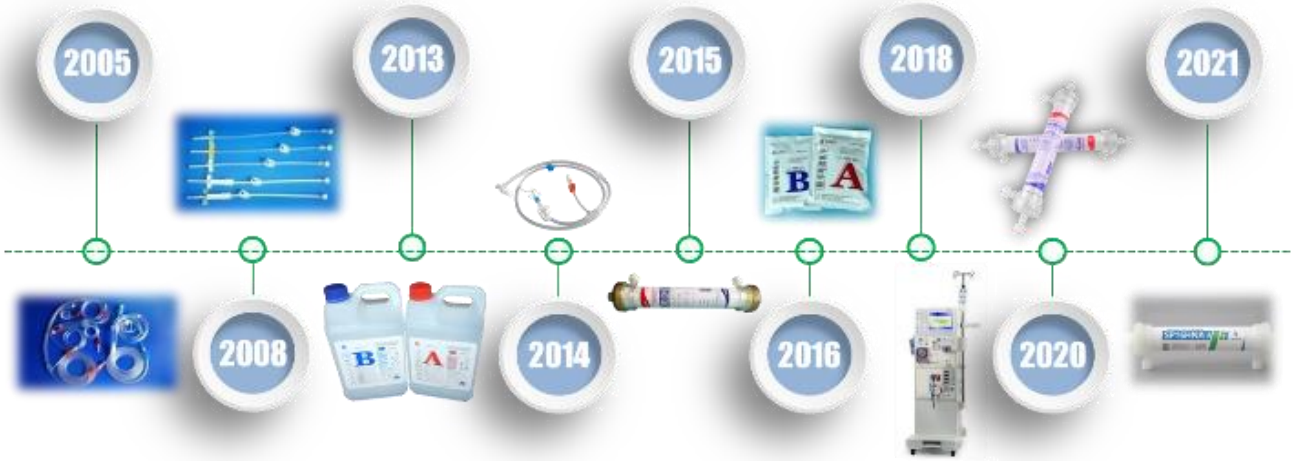
3 公司血透行业产品齐全,透析机贡献额外增量

3.1 公司早就布局透析行业,产品线齐全

血透设备+耗材全产业链布局,血液净化业务快速成长。回顾公司历史,公司最早于 2005 年推出了一次性使用血液透析管路,2009 年推出了一次性使用机用采血

器，2013 年推出了血液透析浓缩液和一次性使用无菌透析护理包，产品不断扩充，目前公司已成为行业内能提供血液透析机、透析滤过机、血液透析制水系统、血液透析器、血液透析浓缩液、血液透析干粉、血液透析体外循环管路及血液净化补液管路等血液净化全产业链产品的领军企业。

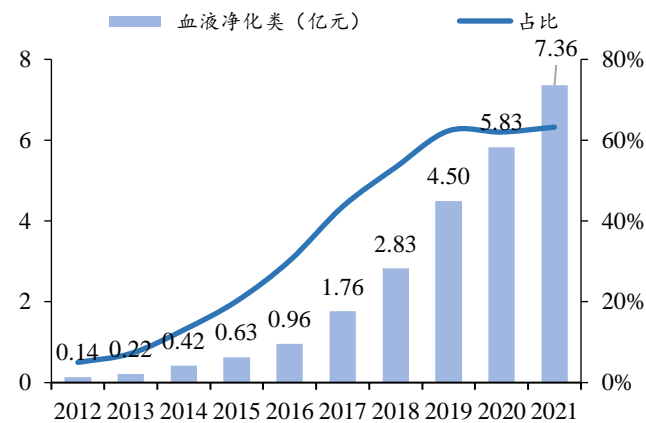
图表 18 公司血透线产品布局时间线



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

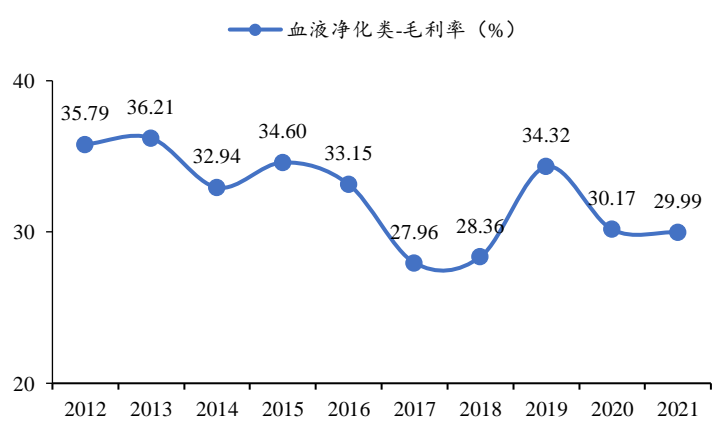
公司血液净化业务收入自 2012 年的 0.14 亿元增长到 2021 年的 7.36 亿元，2013-2021 年复合增速达到 55.31%，占收入比例也自 5% 提升到 63.63%。毛利率水平最低在 2017-2018 年期间下降至 28% 左右，近几年又有所回升，2020-2021 年保持在 30% 左右。

图表 19 公司血液净化业务收入及其增速情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 20 公司血液净化业务毛利率水平



资料来源：WIND，华安证券研究所

(1) 血液透析耗材

透析器：透析器也称“人工肾”，是透析过程中的核心产品。目前公司已拥有采用聚碳酸酯材料和聚丙烯材料的低通、高通四种透析器同时市场销售，能够更好地满足临床不同的使用需求。公司在透析器领域已实现了关键技术攻关突破，依托

院士工作站实现自主制备中空纤维血液透析膜，全性能指标达到进口产品同等标准，部分指标优于进口产品，加快了血液透析器国产替代进口步伐。

图表 21 血液透析器



资料来源：公司公告，华安证券研究所

透析液/粉：包括 A、B 液，在透析过程中为人体提供钠、钾、钙、镁、氯等离子，纠正电解质紊乱和酸碱失衡。公司血液透析浓缩液产线已实现从投料到产品打包的全自动化，公司透析液产品最早于 2013 年推出，2021 年公司也新获得了低钙等特殊配方的血液透析浓缩液注册证，可以减轻患者高钙负荷和转移性钙化的发生，满足市场上的个性化需求。子公司四川威力生申请的血液透析粉注册证也于 2022 年 2 月 11 日获得 NMPA 批准，血液透析液的注册在发补环节。而且，公司已完成了在江西、黑龙江、云南、四川等地产业布局，就近生产，辐射周边，市场占有率较高。

透析管路：透析管路产品是公司血液透析最早的产品线，在透析时对人体提供血液通路，公司透析管年产能已超过 2000 万套。2021 年，公司的一次性使用血液透析管路首次通过了美国 FDA 上市许可。

(2) 血液透析设备

透析机：2019 年公司入股成都威力生，获得透析机产品线。公司血液透析设备包含血液透析机(W-T2008-B)和透析滤过机(W-T6008S)。W-T6008S 和 W-T2008-B 目前均获得了欧盟 CE 认证，已入选由国家卫健委委托、中国医学装备协会组织专家遴选的“2022 年优秀国产医疗设备产品目录”。其中，血液透析机自 2016 年以来已连续多次入选，透析滤过机本次仅有两家公司产品牌入选。

图表 22 血液透析设备 (W-T6008S 和 W-T2008-B)



资料来源：公司官网，华安证券研究所

3.2 公司透析机有望受益于政策，国产替代空间大

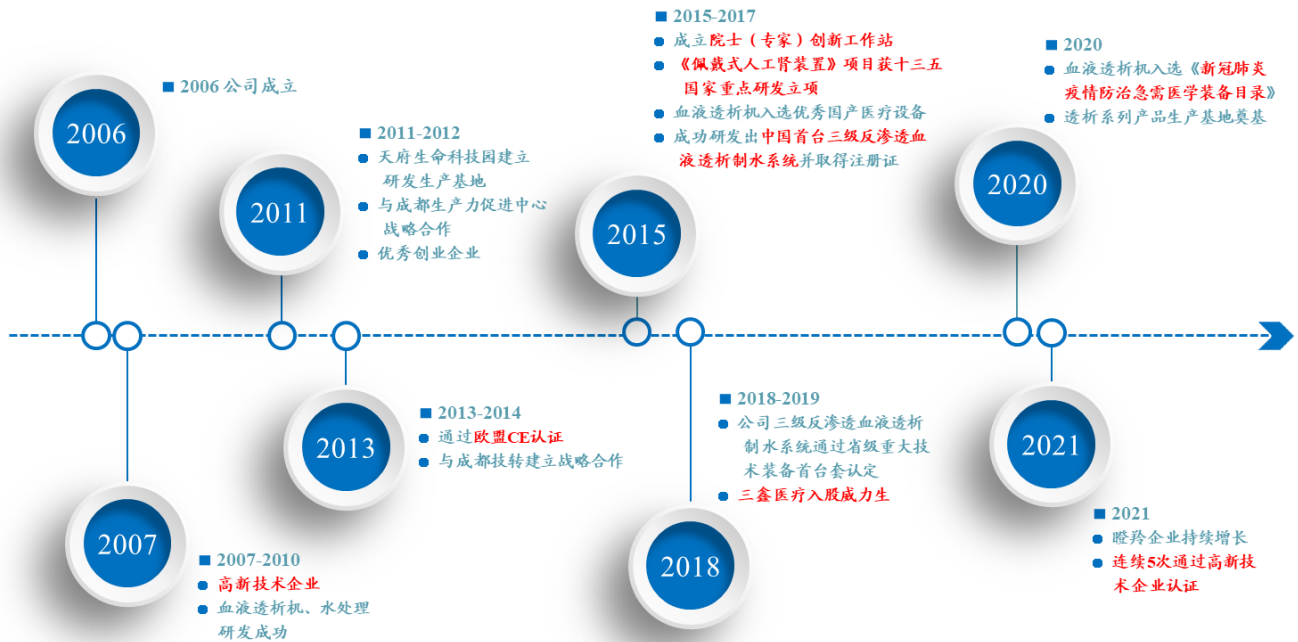
国家政策为国产替代提供契机。《“十四五”医疗装备产业发展规划》明确了包括诊断检验装备、治疗装备、监护与生命支持装备、中医诊疗装备、妇幼健康装备、保健康复装备、有源植入器械等在内的 7 个重点领域，在监护与生命支持装备领域，提出要推动透析设备、呼吸机等产品的升级换代和性能提升。

2021 年，国家财政部及工信部印发《政府采购进口产品审核指导标准》(2021 年版)，支持提高包括血液透析机、透析滤过机在内的一批国产医疗设备市场占有率，该标准建议血液透析机配比采购本国产品比重为 75%，透析滤过机配比采购本国产品比重为 50%，国产血液透析机、透析滤过机的市场份额预计将进一步提升。

近年来重庆、河南、山西、安徽等省份对血液透析器进行带量采购，根据重庆市南岸区医保局公布的血液透析器(含回路管等血液透析装置)等 6 个品类 58 个品规耗材带量采购结果：国产空心纤维透析器降到 35 元，进口降到 73.2 元；国产高通空心纤维透析器价格降到 47 元，进口降到 110 元。集采相对更有利于处于中间市场份额排名的中标国产生产厂商，在降低销售费用的同时能够快速提高产品市场占有率。2021 年，公司在无锡市、南京市、“常连扬镇”成功续标，新增河北、安徽等 27 个省、市不同产品带量采购中标，集采中标情况达到预期目标。

子公司成都威力生是老牌子血透设备领域企业。成都威力生是一家成立于 2006 年的深耕于血液透析系列医疗设备的老牌子企业，产品销售及售后服务网络遍布国内 30 多个省市，并远销中东、东南亚、南美洲和非洲 50 个国家和地区。2019 年，三鑫医疗入股成都威力生(持股 59.75%)，和三鑫医疗原有的透析器等耗材形成良好的协同效应。2021 年，公司(包括子公司主体)积极参与各地区集中采购，其中血液透析器销量较上年同期增长 84.94%，血液透析设备销量较上年同期增长 74.93%。

图表 23 成都威力生发展历史



资料来源：成都威力生官网，华安证券研究所

公司透析设备非劣于进口设备，安全性有效性充分。2020年3月，成都威力生完成血液透析设备医疗器械注册证的变更，在原有血液透析机W-T2008-B型号规格的基础上新增加了W-T6008S型号规格，增加了过滤器接口、置换液接口、血压计和干粉桶支架，适用范围除供医疗部门对成年慢性肾功能衰竭患者进行血液透析外，增加了血液透析滤过治疗的功能。W-T6008S入选《新冠肺炎疫情防控急需医学装备目录》、《优秀国产医疗设备产品目录》，提供多种治疗模式（包括血液透析、血液滤过、血液透析滤过），个性化透析体验舒适。

成都中医药大学附属医院肾病一科王睿琦医生等人于2021年发表的文章《W-T6008S型血液透析滤过机治疗终末期肾脏病的临床疗效和安全性观察》表明，国产W-T6008S型血液透析滤过机在治疗终末期肾脏病方面，非劣于对照机型B.Braun Avitum AG 7102072型Dialog+血液透析滤过机，试验设备与对照设备均采用A浓缩液、B干粉桶方式经系统配比透析液，试验设备与对照设备的透析液中钾、钠、钙、镁及氯离子浓度以及二氧化碳结合力在透析前后均在正常范围内，可认为试验设备与对照设备一样，能够为临床治疗提供安全、合格的置换液和透析液，W-T6008S型血液透析滤过机治疗终末期肾脏病患者是安全有效的。

图表 24 W-T6008S 有效性评估结果 (超滤相对误差混合效应模型)

效应		系数估计值	标准误	t值	P值	系数95%置信区间	
						下限	上限
截距		3.66	0.34	10.75	<0.0001	2.94	4.38
使用设备	试验设备	-2.65	0.62	-4.25	0.0006	-3.97	-1.33
	对照设备	0.00					
试验阶段	第二阶段	1.11	0.62	1.78	0.0945	-0.21	2.43
	第一阶段	0.00					
试验顺序	A组	0.76	0.59	1.30	0.2118	-0.48	2.00
	B组	0.00					

资料来源:《W-T6008S 型血液透析滤过机治疗终末期肾脏病的临床疗效和安全性观察》, 华安证券研究所

4 疫苗注射器贡献额外增量

4.1 注射器产品下游应用场景丰富, 使用广泛

注射器是一类临床上常见的低值耗材, 常见的注射器包括一次性使用无菌注射器及其胶塞、一次性使用无菌注射针、一次性配药用注射针、穿刺针等, 每个品类单价不高, 在临床中使用广泛、消耗量大。

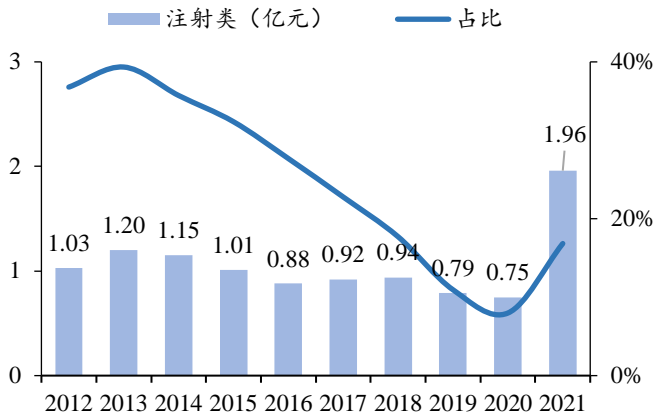
公司注射类产品主要用于满足临床进行疫苗接种、肌肉注射药物、皮下注射药物等。公司的注射器产品包括一次性使用的自毁式疫苗注射器、一次性使用的固定剂量疫苗注射器(带针)、一次性使用无菌胰岛素注射器和一次性使用自毁式无菌注射器。新产品方面, 公司目前也正在注册用于胰岛素皮下注射的无针注射系统(注册发补环节)。

图表 25 公司注射器产品图示



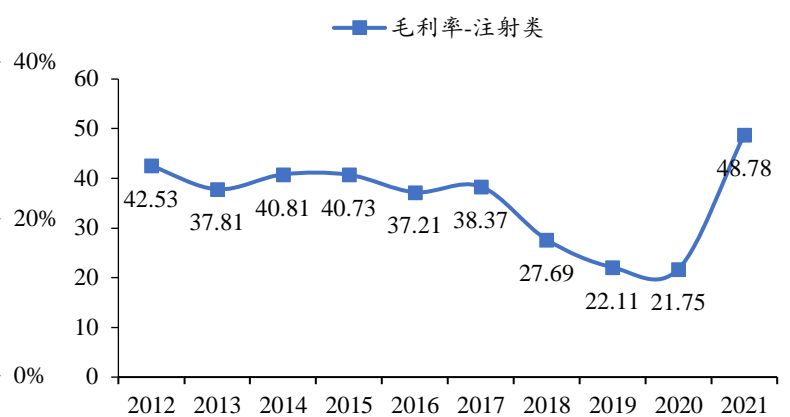
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 26 公司注射器业务收入及其增速情况



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 27 公司注射器业务毛利率水平



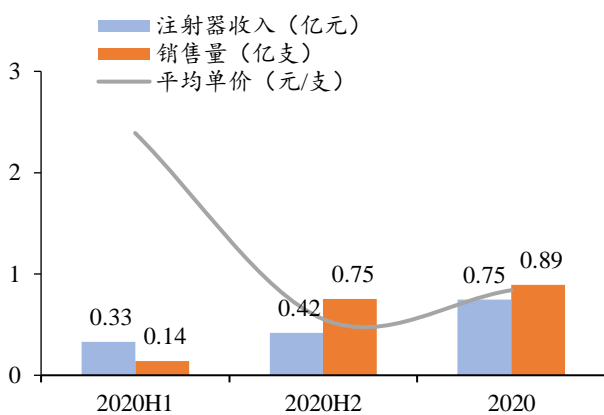
资料来源: WIND, 华安证券研究所

4.2 海外疫情为公司疫苗注射器业绩贡献弹性

联合国疫苗注射器采购贡献业绩增量。公司不仅是国内新冠疫苗接种用注射器的市场主力供应商,也是联合国疫苗注射器的重要供应商,为全球疫苗接种作出了重要贡献。

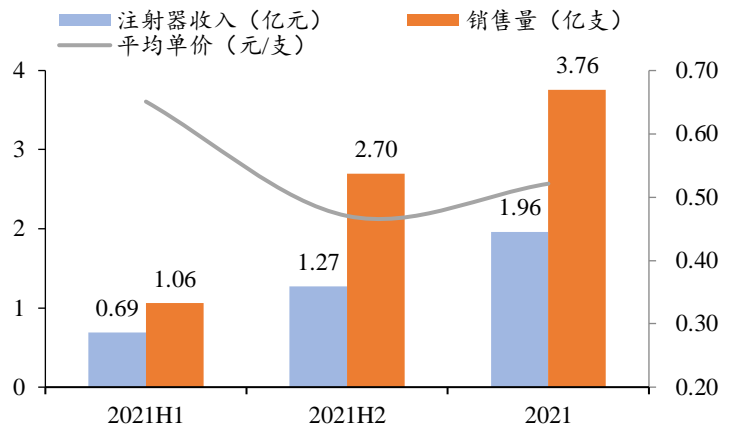
2021年上半年公司注射类产品实现销售收入0.69亿元,比上年同期增长107.44%,其中,疫苗注射器销量为10,573万支,比上年同期增长662%。2021年下半年,公司注射类产品收入显著高于上半年,收入约1.27亿元,销量约2.70亿支,较上半年增长约154.7%。公司下半年销量增长主要是由于公司注射器产能在下半年得到释放,缓解了产能紧张的状况。

图表 28 2020 年注射器业务销售收入及销量情况



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 29 2021 年注射器业务销售收入及销量情况



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

疫情反复为疫苗注射器业绩提供弹性。目前疫苗接种率在各个国家差距较大,截至2022年1月,由世界卫生组织及其合作伙伴主导的“新冠疫苗实施计划”已累计向144个国家和地区提供了超过10亿剂新冠疫苗,在世卫组织194个会员国中仍有36个疫苗接种率不足10%,88个会员国不足40%。全球新冠疫情仍在持续背景

下，预计未来随加强针的接种需求增加、变异病毒疫苗的开发、更多国家实现疫苗接种平等，全球对疫苗注射器的需求仍有很大的弹性。

5 公司盈利预测与估值

5.1 公司业绩拆分与估值对比

考虑到公司 2022 年，在血液净化领域的持续进口替代和注射类产品持续满产带来的增量，我们对公司业绩预测进行了拆分和假设：

我们假设公司血液净化类产品 2022~2024 年的同比增速分别是 35%/33%/30%，增速 2022 年加快主要是公司子公司成都威力生产品血液透析机加快市场铺设，带来业绩快速增长。

注射类产品 2022~2024 年的同比增速分别是 80%/12%/12%，2022 年增速较快主要是新冠疫苗注射器供应联合国订单充沛带来业绩增速较快，而 2023 和 2024 年假设公司注射类业务稳定增长。

留置导管类产品 2022~2024 年的同比增速分别是 10%/10%/10%，保持稳定增速。

输液输血类产品 2022~2024 年的同比增速分别是 10%/10%/10%，保持稳定增速。

外科类产品 2022~2024 年的同比增速分别是 30%/28%/27%，公司产品在心胸外科竞争力较大，保持稳定增速。

综上，我们预计公司 2022-2024 年的收入分别为 16.09 亿元、20.22 亿元和 25.16 亿元，收入增速分别为 38.2%、25.6%和 24.4%，2022-2024 年归母净利润分别实现 2.06 亿元、2.52 亿元和 3.06 亿元，增速分别为 32.4%、22.1%和 21.3%。

图表 30 收入预测 (单位: 万元)

单位 (万元)	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
医疗器械行业合计							
收入	53,072	71,781	93,717	115,853	160,933	202,196	251,584
YOY	31.4%	35.3%	30.6%	23.6%	38.9%	25.6%	24.4%
成本	37,213	47,217	63,548	76,232	110,747	138,313	172,270
毛利率(%)	29.88	34.22	32.19	34.2	34.04	33.66	33.23
血液净化类							
收入	28,320	45,028	58,315	73,568	99,317	132,091	171,719
YOY	61.0%	59.0%	29.5%	26.2%	35.0%	33.0%	30.0%
毛利率(%)	28.36	34.32	30.17	29.99	30.5	31	31
注射类							
收入	9,388	7,930	7,536	19,596	35,272	39,505	44,245
YOY	2.5%	-15.5%	-5.0%	160.0%	80.0%	12.0%	12.0%
毛利率(%)	27.69	22.11	21.75	48.78	48.00	46.00	45.00
留置导管类							
收入	6,956	7,400	7,119	7,284	8,012	8,813	9,694
YOY	35.1%	6.4%	-3.8%	2.3%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率(%)	56.22	57.35	53.9	47.62	30.5	31	31
输液输血类							
收入	7,898	7,337	6,467	7,037	7,741	8,515	9,366
YOY	-2.3%	-7.1%	-11.9%	8.8%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率(%)	15.76	12.18	12.16	1.56	30.5	31	31
外科							
收入		3,300	5,742	6,928	9,007	11,529	14,642
YOY			74.0%	20.7%	30.0%	28.0%	27.0%
毛利率(%)		51.73	50.05	58.22	30.5	31	31
其他业务							
收入	510	786	8,537	1,440	1,584	1,743	1,917
YOY	27.5%	54.2%	986.2%	-83.1%	10.0%	10.0%	10.0%

资料来源: wind, 公司招股说明书, 华安证券研究所

可比公司估值

我们选取了健帆生物、康德莱、采纳股份、海尔生物、迈瑞医疗作为同类别公司进行估值对比, 健帆生物主要产品为血液灌流器、康德莱有部分的低值耗材包括注射器、采纳股份提供穿刺器产品和部分注射器、海尔生物主要是低温设备提供商、迈瑞医疗为医疗耗材和设备提供商。对标公司的 2022 年平均 PE 约为 29 倍, 三鑫医疗 2022 年 PE 为 18 倍, 公司被低估。

图表 31 可比公司估值情况

公司名称	代码	市值** (亿元人民币)	归母净利润 (亿元)				PE		
			21E	22E	23E	24E	21E	22E	23E

康德莱	603987.SH	85.58	3.03	3.93	4.87	N/A	28.24	21.78	17.57
采纳股份*	301122.SZ	64.53	1.31	2.08	3.08	3.96	49.26	31.02	20.95
健帆生物	300529.SZ	373.67	11.97	16.13	21.78	N/A	31.22	23.17	17.16
海尔生物	688139.SH	230.54	8.18	6.7	9.03	N/A	28.18	34.41	25.53
迈瑞医疗	300760.SZ	3655.03	82.12	100.19	121.9	N/A	44.51	36.48	29.98
平均水平							36.28	29.37	22.24
三鑫医疗*	300453.SZ	43.86	1.56	2.06	2.52	3.06	22.51	18.44	15.21

资料来源: wind, 华安证券研究所

注: **选取 2022 年 4 月 6 日收盘市值水平, 标*号公司归母净利润取自华安证券研究报告, 其他可比公司数据均取 WIND 一致预测 (180 天)

5.2 投资建议: 血透行业国产替代空间大, 疫苗注射器贡献增量, 业绩增厚明显, 首次覆盖

血液透析在全球为大行业, 市场规模超 800 亿欧元。

根据费森尤斯的年报, 全球慢性肾功能衰竭患者中, 接受血液透析的人数从 2013 年的 252 万人增长至 2020 年的 370 万人。全球透析产业市场规模从 2015 年的 668 亿欧元稳步上升至 2020 年的 820 亿欧元, 年均增长率约为 4% 左右, 到 2021 年, 透析市场规模会继续增长至 830 亿至 850 亿欧元左右。费森尤斯在全球 100 多个国家拥有超过 11.8 万名员工, 年销售透析机超过 75,000 台及透析器超过 1 亿支; 同时在透析治疗服务方面, 费森尤斯医疗在世界各地拥有超过 3,971 家血液透析中心, 为 336,716 名透析患者每年提供超过 5,000 万次的透析治疗。

我国血透行业上游产品提供市场规模 2025 年约 300 亿元, 其中透析机和透析器进口占比超 80%, 国产替代空间大。

我国新增终末期肾病患者人数也在迅速增长, 从 2016 年至 2019 年底, 新增患者数量的年复合增长率达 21% 左右, 预计到 2030 年我国终末期肾病患者 (ESRD) 人数将突破 300 万人, 而我国接受治疗的患者比率不到 20% (国际平均 37%, 发达国家平均 75%)。2020 年我国透析机、透析器、其他耗材 (粉液、管路等) 及药品的市场规模分别在 38 亿元、66 亿元、53 亿元及 64 亿元左右。随着血透中心市场规模增加, 透析设备及耗材的需求量也将持续上升, 预计在 2025 年, 整体上游产业链中包含的透析设备、药品及耗材的市场规模将接近 300 亿元。根据医招采披露的 2020 年国内血液透析机销量, 前 5 大外资厂商占据了国内血液透析市场 80%-90% 左右的市场份额, 其中费森尤斯以 30% 的市场份额位居榜首, 而以重庆山外山、山东威高、三鑫、宝莱特为代表的国产品牌的血液透析机市场占有率在 10%-20% 左右。血透器市场格局集中度高, 大量以进口产品为主, 海外厂家费森尤斯、尼普洛、瑞典 Gambro、德国贝朗和意大利贝尔克等占据了血透器 70%-80% 的市场份额, 国内企业如山东威高、广州贝恩、常州朗生、三鑫医疗等则瓜分剩下 20%-30% 的份额。血透管路是输送血液、药液的管路通道, 目前主要以国产品牌为主, 国内产品的市占率接近 50%, 已初步完成国产化中; 血液透析干粉和透析浓缩液国内产品的市占率超过 90% 以上, 大部分产品都是由国内类似于山东威高、河北紫薇山以及广州康盛提供, 已基本完成国产化。

公司透析产品全产业链产品发力, 叠加公司疫苗注射器供联合国带来增量。

公司“血液净化类”产品经过多年的产品研发和市场开拓, 已成为国内血液净化领域的领军企业。公司“血液净化类”产品已覆盖血液透析机、透析滤过机、血液透

析器、血液透析浓缩液、一次性使用血液透析管路等全产业链产品，在行业中已占据较高的市场地位，成为国内少数几家具备血液净化全产业链整体解决方案的企业之一。在血液透析设备方面，公司子公司成都威力生自主研发的血液透析机、透析滤过机已入选由国家卫健委委托、中国医学装备协会组织专家遴选的“2022年优秀国产医疗设备产品目录”。其中，血液透析机自2016年以来已连续多次入选，透析滤过机本次仅有两家国产品牌入选。并且公司的子公司威力生的血液透析机设备2021年销售600台，预计随着公司在血透行业的销售能力和渠道的持续赋能，接下来量会加快增长，并带动其他耗材产品快速放量。2021年年报，公司的血液透析器销量较同比增长84.94%，血液透析设备销量较同比增长74.93%。此外，公司的疫苗安全注射器直接供应联合国，在联合国白名单名录，生产线8月份开始生产，到21年年底产能满产，公司2021年疫苗注射器销量为3.76亿支(同比增长321%)，业绩满产下疫苗注射器单产品给公司2022年持续贡献较大增量，尤其是一季度增量更加明显。

投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级

我们预计公司2022-2024年的收入分别为16.09亿元、20.22亿元和25.16亿元，收入增速分别为38.2%、25.6%和24.4%，2022-2024年归母净利润分别实现2.06亿元、2.52亿元和3.06亿元，增速分别为32.4%、22.1%和21.3%，对应2022-2024年的PE分别为23x、18x和15x。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，公司2022年的业绩有明显的增厚，长逻辑明确，我们首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：

公司血透设备销售不及预期：市场竞争激烈，公司市场推广策略可能由于不可控因素而导致不及预期。

疫苗注射器订单可能不及预期：公司直接供货疫苗注射器给联合国，未来随着疫苗接种饱和，可能订单不可持续。

产品价格下滑预期：公司产品供给医院，可能会面临产品价格下滑的风险从而带来销售收入下降。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	548	1028	1513	2101	营业收入	1164	1609	2022	2516
现金	251	510	934	1380	营业成本	764	1062	1341	1680
应收账款	97	187	202	252	营业税金及附加	11	15	19	24
其他应收款	5	8	9	11	销售费用	87	119	150	187
预付账款	27	55	56	72	管理费用	72	101	126	157
存货	154	255	298	372	财务费用	2	0	0	0
其他流动资产	14	13	13	14	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	858	789	665	581	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	490	388	210	82	营业利润	195	258	315	382
无形资产	82	90	102	112	营业外收入	6	0	0	0
其他非流动资产	286	311	354	387	营业外支出	6	0	0	0
资产总计	1406	1816	2178	2683	利润总额	195	258	315	382
流动负债	379	539	624	793	所得税	24	31	38	46
短期借款	37	37	37	37	净利润	172	227	277	336
应付账款	117	215	248	303	少数股东损益	16	20	25	30
其他流动负债	225	287	339	453	归属母公司净利润	156	206	252	306
非流动负债	48	48	48	48	EBITDA	260	280	322	384
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.40	0.49	0.60	0.73
其他非流动负债	48	48	48	48					
负债合计	427	587	672	841					
少数股东权益	73	94	119	149					
股本	394	418	418	418					
资本公积	30	30	30	30					
留存收益	482	688	940	1246					
归属母公司股东权	906	1135	1388	1693					
负债和股东权益	1406	1816	2178	2683					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	330	189	308	364
净利润	156	206	252	306
折旧摊销	61	22	7	2
财务费用	2	0	0	0
投资损失	-1	0	0	0
营运资金变动	91	-60	24	26
其他经营现金流	86	287	253	310
投资活动现金流	-64	47	116	82
资本支出	-175	47	116	82
长期投资	109	0	0	0
其他投资现金流	2	0	0	0
筹资活动现金流	-134	24	0	0
短期借款	-76	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	131	24	0	0
资本公积增加	-86	0	0	0
其他筹资现金流	-104	0	0	0
现金净增加额	130	259	424	446

主要财务比率				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	23.8%	38.2%	25.6%	24.4%
营业利润	25.7%	32.2%	22.1%	21.3%
归属于母公司净利	34.8%	32.4%	22.1%	21.3%
获利能力				
毛利率 (%)	34.4%	34.0%	33.7%	33.2%
净利率 (%)	13.4%	12.8%	12.5%	12.1%
ROE (%)	17.2%	18.2%	18.2%	18.1%
ROIC (%)	17.1%	17.8%	17.9%	17.8%
偿债能力				
资产负债率 (%)	30.4%	32.3%	30.9%	31.3%
净负债比率 (%)	43.7%	47.8%	44.6%	45.6%
流动比率	1.45	1.91	2.42	2.65
速动比率	0.97	1.33	1.86	2.09
营运能力				
总资产周转率	0.83	0.89	0.93	0.94
应收账款周转率	11.96	8.58	10.00	10.00
应付账款周转率	6.51	4.93	5.41	5.54
每股指标 (元)				
每股收益	0.40	0.49	0.60	0.73
每股经营现金流	0.84	0.45	0.74	0.87
每股净资产	2.30	2.72	3.32	4.05
估值比率				
P/E	31.59	22.51	18.44	15.21
P/B	5.50	4.09	3.35	2.74
EV/EBITDA	0.00	14.93	12.99	10.88

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。

联系人: 李婵, 研究助理, 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达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。