

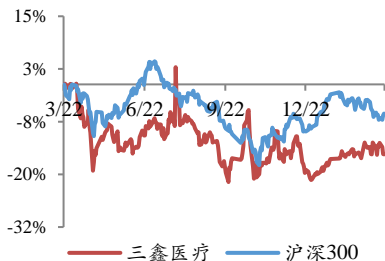
2022 年业绩符合预期，公司进入血管介入业务

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-03-24

收盘价(元)	9.80
近 12 个月最高/最低(元)	11.35/8.56
总股本(百万股)	397
流通股本(百万股)	276
流通股比例(%)	69.38
总市值(亿元)	39
流通市值(亿元)	27

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

联系人：李婵

执业证书号：S0010121110031

邮箱：lichan@hazq.com

相关报告

1. 疫苗注射器贡献利润弹性，上半年业绩超预期 2022-07-31

2. 受益于海外疫苗注射器订单，Q1 业绩快速增长 2022-04-20

3. 【华安医药】三鑫医疗(300453)：血透设备国产替代加深，疫苗注射器

主要观点：

✓ 事件：

公司发布 2022 年年报。2022 年公司实现营业收入 133,600.26 万元，较上年同期增长 14.75%，实现归母净利润为 18,463.43 万元，较上年同期增长 18.42%。

其中，血液净化类产品实现营业收入 88,212.45 万元，比上年同期增长 19.91%，该产品营业收入占公司总收入的比重为 66.03%；

输注类产品实现营业收入 35,187.85 万元，比上年同期增长 3.75%，该产品营业收入占公司总收入的比重为 26.34%；

心胸外科类产品实现营业收入 6,549.05 万元，比上年同期下降 5.48%，该产品营业收入占公司总收入的比重为 4.9%；

其他业务实现营业收入 3,650.92 万元，该类业务营业收入占公司总收入的比重为 2.73%。

✓ 点评：

● 血液净化业务线稳步增长，2022 年收入同比增长约 19.91%

公司在血液净化领域产品布局广泛，涉及透析管、透析液/粉、透析器和血液透析设备（透析机和滤过机）。2022 年，公司血液净化类产品实现营业收入 88,212.45 万元，比上年同期增长 19.91%，该产品营业收入占公司总收入的比重为 66.03%。该板块实现销售毛利率约 29.37%，毛利率较 2021 年毛利率 29.99%略有下降。

2022 年，公司全资子公司四川威力生在四川眉山“西部药谷”建设的新生产基地陆续进入生产设备设施安装及调试阶段，2023 年将形成新增产能（预计将增加透析器产能 300 万支），该基地全面投产后，将成为西部地区产品品类最齐全、产能规模最大的血液透析设备+耗材系列产品生产基地。

为做好未来三至五年乃至更长时期的产能储备，公司在江西南昌投资新建的血液透析系列产品研发生产基地项目已于 2022 年内顺利开工，项目建成后将进一步扩充公司血液透析系列产品产能，预计建成后产能将增加 2000 万支透析器组装产能，更好地满足持续增长的市场需求并进一步扩大产品规模经济效应。

根据医械研究院发布的《中国医疗器械蓝皮书（2019 版）》，预计到 2030 年，我国终末期肾病患者人数将突破 400 万人。当前我国存量透析治疗需求仍远未被满足，血液透析治疗率还远低于国际水平。根据国家肾脏病医疗质量控制中心统计的数据，2021 年我国在透析人数为 74.96 万人，接受治疗的患者比例为 20%左右，与世界平均透析治疗率 37%、欧美国家透析治疗率 75%相距甚远。随着我国终末期肾病患者透析治疗率的不断提升，透析人数将保持继续增长，血液透析产业具有广阔的增长空间。

● **公司切入血管介入业务，由低值耗材向高值耗材拓展**

公司 2022 年也获得了 PTA 高压球囊扩张导管注册证，由此也切入了血管介入治疗器材领域。目前公司血管介入在研项目 10 余个。公司通过与浙江理工大学等专业院校合作，大力推进人造血管制备关键技术攻关，推动血管介入新产品尽快落地。

PTA 高压球囊扩张导管适用于外周血管系统（如髂动脉、股动脉、腘动脉、膝下动脉、锁骨下动脉以及肾动脉等）的经皮腔内血管成形术（PTA），并适用于治疗自体或人造透析用动静脉瘘的堵塞病变。该产品是解决血液透析中因长期进行内瘘穿刺造成内瘘狭窄的利器，具备优异的通过性和良好的跟踪性，球囊顺应血管走形能力佳，具有良好的操控性，能够精准到达病变部位。公司获证的 PTA 高压球囊扩张导管性能指标处于行业领先水平。

● **投资建议**

考虑公司产能扩张以及新冠疫情后的恢复，我们预计公司 2023-2025 年的收入分别为 16.86 亿元、20.97 亿元和 25.42 亿元，收入增速分别为 26.2%、24.4%和 21.3%，2023-2025 年归母净利润分别实现 2.35 亿元、2.95 亿元和 3.57 亿元，增速分别为 27.5%、25.2%和 21.1%，对应 2023-2025 年的 PE 分别为 16x、12x 和 10x。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，以及公司向体外周血管介入领域拓展，公司新业务的天花板逐渐打开，维持“买入”评级。

● **风险提示**

公司血透设备销售不及预期。
 大宗原材料价格显著上升风险。
 集采导致产品价格大幅下降风险。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1336	1686	2097	2542
收入同比 (%)	14.7%	26.2%	24.4%	21.3%
归属母公司净利润	185	235	295	357
净利润同比 (%)	18.4%	27.5%	25.2%	21.1%
毛利率 (%)	33.6%	33.0%	32.8%	32.6%
ROE (%)	17.2%	17.9%	18.4%	18.2%
每股收益 (元)	0.47	0.59	0.74	0.90
P/E	18.50	15.58	12.44	10.27
P/B	3.18	2.80	2.28	1.87
EV/EBITDA	0.00	10.72	8.42	7.16

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					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	689	901	1264	1705	营业收入	1336	1686	2097	2542
现金	320	415	689	1023	营业成本	887	1129	1409	1713
应收账款	90	141	164	194	营业税金及附加	10	13	17	20
其他应收款	4	7	8	9	销售费用	90	113	141	171
预付账款	20	36	42	48	管理费用	104	118	126	153
存货	195	244	300	370	财务费用	-2	-5	-6	-10
其他流动资产	60	60	61	62	资产减值损失	1	0	0	0
非流动资产	1097	1201	1311	1414	公允价值变动收益	1	0	0	0
长期投资	30	45	67	85	投资净收益	1	0	0	0
固定资产	526	546	566	582	营业利润	230	294	368	446
无形资产	97	113	128	144	营业外收入	2	0	0	0
其他非流动资产	444	498	550	603	营业外支出	7	0	0	0
资产总计	1787	2103	2575	3120	利润总额	226	294	368	446
流动负债	529	586	735	887	所得税	27	35	44	54
短期借款	80	80	80	80	净利润	199	259	324	392
应付账款	150	196	233	290	少数股东损益	14	23	29	35
其他流动负债	299	310	422	517	归属母公司净利润	185	235	295	357
非流动负债	102	102	102	102	EBITDA	297	316	401	472
长期借款	45	45	45	45	EPS (元)	0.47	0.59	0.74	0.90
其他非流动负债	57	57	57	57					
负债合计	631	689	837	989	主要财务比率				
少数股东权益	79	103	132	167	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
股本	397	397	397	397	成长能力				
资本公积	71	71	71	71	营业收入	14.7%	26.2%	24.4%	21.3%
留存收益	607	843	1138	1495	营业利润	17.9%	27.8%	25.2%	21.1%
归属母公司股东权益	1076	1312	1606	1963	归属于母公司净利	18.4%	27.5%	25.2%	21.1%
负债和股东权益	1787	2103	2575	3120	获利能力				
					毛利率 (%)	33.6%	33.0%	32.8%	32.6%
					净利率 (%)	13.8%	14.0%	14.1%	14.0%
					ROE (%)	17.2%	17.9%	18.4%	18.2%
					ROIC (%)	15.5%	14.9%	16.1%	16.0%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	35.3%	32.7%	32.5%	31.7%
					净负债比率 (%)	54.6%	48.7%	48.2%	46.4%
					流动比率	1.30	1.54	1.72	1.92
					速动比率	0.88	1.04	1.24	1.44
					营运能力				
					总资产周转率	0.75	0.80	0.81	0.81
					应收账款周转率	14.92	11.97	12.81	13.13
					应付账款周转率	5.93	5.76	6.05	5.91
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.47	0.59	0.74	0.90
					每股经营现金流(薄)	1.01	0.64	1.12	1.25
					每股净资产	2.71	3.30	4.04	4.94
					估值比率				
					P/E	18.50	15.58	12.44	10.27
					P/B	3.18	2.80	2.28	1.87
					EV/EBITDA	0.00	10.72	8.42	7.16

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。