三鑫医疗（300453）

业绩持续高增长，公司中长期发展空间广阔

买入（维持）

2020 年 10 月 18 日

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	722	991	1,309	1,676
同比（%）	35.8%	37.3%	32.1%	28.0%
归母净利润（百万元）	62	112	158	210
同比（%）	49.9%	82.3%	40.4%	32.7%
每股收益（元/股）	0.23	0.43	0.60	0.80
P/E（倍）	82.71	45.36	32.30	24.34

证券分析师 朱国广
执业证号：S0600520070004
021-60199793
zhugg@dwzq.com.cn
证券分析师 刘闯
执业证书：S0600520070003
021-60199793
liuchuang@dwzq.com.cn

投资要点

- **事件：**2020 年前三季度实现营业收入 6.8 亿元，同比增长 41.7%；实现归母净利润 8206 万元，同比增长 105.5%；实现扣非后归母净利润 7402 万元，同比增长 122.2%。
- **Q3 单季度继续稳健增长，经营性现金流大幅增加：**分季度看，公司 Q3 单季度实现收入 2.5 亿元，同比增长 27.3%；实现归母净利润 3757 万元，同比增长 64.5%；实现扣非后归母净利润 3013 万元，同比增长 72.2%，扣除防护类产品以及上半年宁波菲拉尔并表的影响，Q3 核心业务继续保持高速增长趋势。前三季度公司销售费用为 8525 万元，同比增长 30.8%；销售费用率为 12.5%，同比下降 1.03 个百分点，主要系公司血液净化类产品销量增加，导致运输费用增加所致；研发费用为 1827 万元，同比增加 115.9%，研发费用率为 2.68%，同比上升 0.92 个百分点。公司前三季度经营性现金流为 1.7 亿元，同比增长 259.6%，主要系销售收入及销售回款增加所致。
- **核心业务血液净化类继续高速增长，其他业务逐步恢复：**由于公司血液净化类产品是刚性需求，受疫情影响相对较小。第三季度公司加大市场开拓，市场份额进一步增加，预计血液净化业务前三季度增速在 35%以上，其中透析液/粉增速在 40%左右，透析器增速在 45%左右，透析管在 20%左右。疫情期间，医院其他科室开诊相对较少，对公司除血液净化类之外的其他业务销售产生了不利影响，随着二季度开始国内疫情趋稳，预计公司其他业务将逐渐恢复。
- **大病医保催化国内透析耗材市场规模达 300 亿，公司全产品线布局有望受益于透析机、透析器等进口替代。**公司血液净化作为公司战略性发展方向，产品包括透析机、透析器、透析液/粉和透析管路等，其透析液国内市场份额最高。2018 年国内 ESRD 患者约 300 万人、透析患者人数 58 万、渗透率不到 20%，其渗透率不足发达国家 1/4，随着大病医保推行，2030 年渗透率很可能高达 80%。公司目前市占率不到 10%（19 年约 4.5 亿收入），有望分享国内 300 亿级别的血透耗材市场，未来成长空间广阔。国内医院透析机 90%以上被外资占据，公司收购控股成都威力生实现向上游拓展，医保控费有利于进口替代实现。
- **盈利预测与投资评级：**预计 2020-2022 年归母净利润分别为 1.12 亿、1.58 亿和 2.10 亿元，相应 2020-2022 年 EPS 分别为 0.43 元、0.60 元和 0.80 元。当前股价对应估值分别为 45 倍、32 倍、24 倍。考虑到公司 1、血液净化产品高速增长，其他业务逐渐恢复，2、公司所处透析耗材市场空间大，有望受益于进口替代，参考可比公司估值和增速，维持“买入”评级。
- **风险提示：**新产品推广不及预期的风险，产品价格大幅下降的风险等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	19.42
一年最低/最高价	7.05/27.20
市净率(倍)	6.96
流通 A 股市值(百万元)	3368.40

基础数据

每股净资产(元)	2.79
资产负债率(%)	33.36
总股本(百万股)	262.71
流通 A 股(百万股)	173.45

相关研究

1、《三鑫医疗（300453）：业绩超预告上限，血液净化业务持续高增长》2020-08-23

请务必阅读正文之后的免责声明部分

三鑫医疗三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**441**	**539**	**701**	**880**
现金	111	175	164	289
应收账款	120	80	181	154
存货	139	174	244	282
其他流动资产	72	109	112	155
非流动资产	**704**	**774**	**855**	**948**
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	415	473	539	614
在建工程	106	117	132	150
无形资产	87	87	87	87
其他非流动资产	97	97	97	98
资产总计	**1,146**	**1,312**	**1,556**	**1,828**
流动负债	**402**	**480**	**589**	**672**
短期借款	133	133	133	133
应付账款	139	221	260	346
其他流动负债	130	127	196	194
非流动负债	**26**	**26**	**26**	**26**
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	26	26	26	26
负债合计	**428**	**506**	**615**	**698**
少数股东权益	49	51	54	60
归属母公司股东权益	669	755	887	1,070
负债和股东权益	**1,146**	**1,312**	**1,556**	**1,828**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	167	194	138	292
投资活动现金流	-173	-103	-121	-141
筹资活动现金流	29	-27	-27	-27
现金净增加额	23	64	-11	125
折旧和摊销	36	35	41	48
资本开支	123	69	81	94
营运资本变动	49	45	-65	30

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**722**	**991**	**1,309**	**1,676**
减:营业成本	473	630	841	1,059
营业税金及附加	6	8	10	13
营业费用	102	134	170	218
管理费用	67	94	118	151
财务费用	7	1	1	0
资产减值损失	-1	-1	-2	-3
加:投资净收益	1	1	1	1
其他收益	10	15	15	15
营业利润	**78**	**142**	**187**	**253**
加:营业外净收支	-1	-9	1	-3
利润总额	**76**	**133**	**188**	**250**
减:所得税费用	10	19	26	35
少数股东损益	5	2	3	6
归属母公司净利润	**62**	**112**	**158**	**210**
EBIT	81	137	191	252
EBITDA	117	172	232	300

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.23	0.43	0.60	0.80
每股净资产(元)	2.55	2.88	3.38	4.07
发行在外股份(百万股)	263	263	263	263
ROIC(%)	10.2%	16.5%	19.2%	23.7%
ROE(%)	9.3%	14.2%	17.1%	19.0%
毛利率(%)	34.4%	36.4%	35.7%	36.8%
销售净利率(%)	8.5%	11.4%	12.1%	12.5%
资产负债率(%)	37.3%	38.6%	39.5%	38.2%
收入增长率(%)	35.8%	37.3%	32.1%	28.0%
净利润增长率(%)	49.9%	82.3%	40.4%	32.7%
P/E	82.71	45.36	32.30	24.34
P/B	7.62	6.75	5.75	4.77
EV/EBITDA	44.16	29.74	22.12	16.70

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn