三鑫医疗（300453）

业绩超预告上限，血液净化业务持续高增长

买入（首次）

2020 年 08 月 23 日

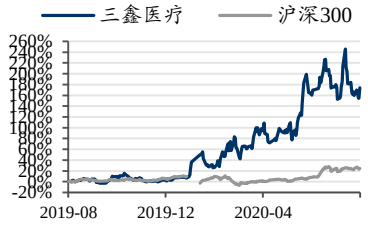
盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	722	997	1,264	1,599
同比（%）	35.8%	38.2%	26.7%	26.5%
归母净利润（百万元）	62	106	143	199
同比（%）	49.9%	61.5%	36.1%	39.5%
每股收益（元/股）	0.23	0.40	0.55	0.76
P/E（倍）	83.48	48.71	35.96	25.92

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 年上半年实现营业收入 4.4 亿元，同比增长 51.2%；实现归母净利润 4448 万元，同比增长 160.2%；实现扣非后归母净利润 4389 万元，同比增长 177.5%。
- **业绩超预告上限，Q2 单季度增长提速：**公司具有刚性需求的血液净化业务继续高增长，加上防护类业务贡献的利润，上半年公司归母净利润增长 160.2%，超出前期预告增长 100%-125%的上限。分季度看，公司 Q2 单季度实现收入 2.6 亿元，同比增长 72.2%；实现归母净利润 3234 万，同比增长 167.9%；实现扣非后归母净利润 3425 万，同比增长 191.7%，业绩增长相比于 Q1 继续提速。
- **核心类血液净化继续高速增长，防护类业务增厚公司利润：**上半年公司血液净化类产品实现销售收入 2.6 亿元，同比增长 41.2%，主要是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。随着医院就诊和公司市场拓展的逐渐恢复，预计下半年血液净化业务有望继续高增长。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，其中留置导管类产品实现收入 2922.4 万元，同比下降 16.1%；注射类产品实现销售收入 3320.5 万元，同比下降 1.4%；输液输血类产品实现收入 2558.3 万元，同比下降 25.9%；心胸外科类产品实现收入 2357.7 万元，同比下降 32%，预计随着下半年国内医院工作正常化，各项业务将在下半年恢复增长。疫情期间公司响应政府号召，新增防护类业务，上半年实现收入 6211.6 万元，在履行社会责任的同时，显著增厚了公司利润。
- **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 1.06 亿、1.43 亿和 1.99 亿元，相应 2020-2022 年 EPS 分别为 0.40 元、0.55 元和 0.76 元。当前股价对应估值分别为 49 倍、36 倍、26 倍。考虑到公司 1、血液净化产品高速增长，其他业务下半年有望恢复增长，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，首次覆盖，给予“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)	19.60
一年最低/最高价	6.91/27.20
市净率(倍)	7.45
流通 A 股市值(百万元)	3399.62

基础数据

每股净资产(元)	2.63
资产负债率(%)	35.54
总股本(百万股)	262.71
流通 A 股(百万股)	173.45

相关研究

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**	**309**	**423**	**522**
现金	111	24	92	96
应收账款	120	0	0	0
存货	139	176	225	275
其他流动资产	72	110	105	152
非流动资产	**704**	**776**	**839**	**922**
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	415	474	529	596
在建工程	106	118	126	141
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**	**1,085**	**1,262**	**1,445**
流动负债	**402**	**260**	**317**	**322**
短期借款	133	133	133	133
应付账款	139	0	0	0
其他流动负债	130	128	185	190
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**	**286**	**343**	**348**
少数股东权益	49	51	54	59
归属母公司股东权益	669	749	866	1,038
负债和股东权益	**1,146**	**1,085**	**1,262**	**1,445**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	167	52	207	168
投资活动现金流	-173	-105	-103	-130
筹资活动现金流	29	-34	-35	-35
现金净增加额	23	-87	69	4
折旧和摊销	36	35	41	48
资本开支	123	71	63	83
营运资本变动	49	-97	12	-91

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**722**	**997**	**1,264**	**1,599**
减:营业成本	473	633	808	1,007
营业税金及附加	6	8	10	13
营业费用	102	130	158	192
管理费用	67	100	120	152
财务费用	7	8	9	8
资产减值损失	-1	-1	0	0
加:投资净收益	1	1	1	1
其他收益	10	12	12	12
营业利润	**78**	**134**	**172**	**239**
加:营业外净收支	-1	-9	-2	-2
利润总额	**76**	**125**	**170**	**237**
减:所得税费用	10	17	24	33
少数股东损益	5	2	3	5
归属母公司净利润	**62**	**106**	**143**	**199**
EBIT	81	131	176	242
EBITDA	117	166	217	290

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.23	0.40	0.55	0.76
每股净资产(元)	2.55	2.85	3.29	3.95
发行在外股份(百万股)	263	263	263	263
ROIC(%)	10.2%	13.1%	16.8%	19.4%
ROE(%)	9.3%	13.4%	15.9%	18.6%
毛利率(%)	34.4%	36.5%	36.1%	37.0%
销售净利率(%)	11.2%	10.6%	11.3%	12.4%
资产负债率(%)	37.3%	26.4%	27.2%	24.1%
收入增长率(%)	35.8%	38.2%	26.7%	26.5%
净利润增长率(%)	49.9%	61.5%	36.1%	39.5%
P/E	83.48	48.71	35.96	25.92
P/B	7.69	6.88	5.95	4.96
EV/EBITDA	44.57	31.95	24.13	18.10

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