

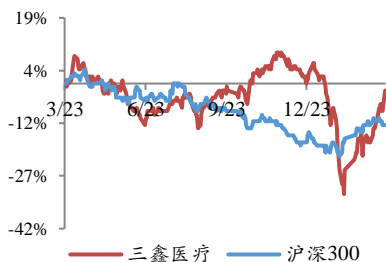
2023 年业绩符合预期，血透行业国产替代欲加速

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-03-25

收盘价(元)	7.28
近 12 个月最高/最低(元)	8.18/ 4.88
总股本(百万股)	520
流通股本(百万股)	363
流通股比例(%)	69.89
总市值(亿元)	38
流通市值(亿元)	26

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

分析师：李婵

执业证书号：S0010523120002

邮箱：lichan@hazq.com

相关报告

1. 2023 年中报业绩符合预期，公司持续拓展新业务 2023-08-11

2. 【华安医药】公司点评：三鑫医疗：2022 年业绩符合预期，公司进入血管介入业务 2023-03-25

主要观点：

✓ 事件：

公司发布 2023 年年报。公司实现营业总收入 13.00 亿元，同比下降 2.69%，归母净利润 2.07 亿元，同比增长 11.92%。

其中，血液净化类：2023 年血液净化类产品实现营业收入 94,934.14 万元，比上年同期增长 7.62%，该产品营业收入占公司总收入的比重为 73.02%。

输注类：2023 年输注类产品实现营业收入 23,395.62 万元，比上年同期下降 33.51%，该产品营业收入占公司总收入的比重为 18%。剔除疫苗注射产品影响，输注类产品（不含疫苗注射器）实现营业收入 21,647.97 万元，比上年同期下降 1.17%。

心胸外科类：2023 年心胸外科类产品实现营业收入 7,058.55 万元，比上年同期增长 7.78%，该产品营业收入占公司总收入的比重为 5.43%。

其他类：2023 年其他业务实现营业收入 4,617.79 万元，该类业务营业收入占公司总收入的比重为 3.55%。

✓ 点评：

● 血液净化业务线稳步增长，产品布局多元，集采落地促进行业集中度持续提升

2023 年公司血液净化类产品实现营业收入 9.49 亿元，比上年同期增长 7.62%，其中 2023 年上半年公司血透业务实现收入 4.16 亿元，同比增速 2.89%，2023 年下半年呈现加速增长态势。血液透析是目前应用最广泛的血液净化治疗方法，其作为一种维持患者生存所必需的肾脏替代治疗方式，适用于绝大多数急、慢性肾功能衰竭患者，需求较为刚性。

我国慢性肾病及终末期肾病的患者人数不断增长，根据弗若斯特沙利文分析数据，中国 2017 年至 2022 年终末期肾病患者人数从 250 万人增长至 391 万人，复合增速为 9.12%。预计 2023 年-2030 年从 424 万人增长至 689 万人，复合增速为 7.17%。根据国家肾脏病医疗质量控制中心统计的数据，2022 年我国血液透析在透人数为 84.4 万人，我国存量透析治疗需求仍远未被满足。而且，截止到 2022 年底，血液透析患者的平均透析龄达 53.8 个月，相比 2011 年增加了 22 个月；透析龄超过 5 年的患者数量比例为 33.7%，超过 10 年的患者数量比例为 9.8%。我国终末期肾病患者透析治疗率将不断提升，透析人数将保持持续增长，同时伴随透析龄的延长，血液透析产业具有广阔的增长空间。

公司在血透领域已经具体完整的产业布局，产品包括透析粉液、透析管、透析器、透析机，还包括针对早中期肾病的肠道微创介入治疗装置（结肠透析机）以及针对晚期透析病人内瘘保护的 PTA 高压球囊、

血管鞘组等血管介入类产品线。在透析设备方面，公司子公司成都威力生的血液透析机、透析滤过机、血液透析制水系统 2022 年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“第八批优秀国产医疗设备产品目录”。在透析耗材方面，牢牢掌握了透析器、透析膜、透析液、透析管等产品的核心技术与关键工艺；迅速完成了江西、云南、黑龙江、四川等全国多制造基地产能布局。

近年来，血液净化领域头部企业持续加大对血液净化产业链的布局，全产业链趋势明显。同时，二十三省（区、兵团）血液透析类医用耗材省际联盟带量采购落地，供应能力强的头部企业中选比例大。随着集采政策的落地，头部企业在全产业链优势和规模经济优势的加持下，市场竞争力进一步强化，部分规模小、品种单一的企业处于竞争劣势，将被淘汰出局，血液净化行业整体集中度有望逐步提高。而且血液透析设备及透析器仍有广阔国产替代空间，2021 年国内透析机和透析器的国产占比分别为 19.2%和 44.7%，头部国产企业在相关技术领域已经具备替代进口的基础，此次血透耗材联盟集采落地预计会加速国产替代进程。

● **公司已经初步形成“糖尿病-早中期肾病-终末期肾病（血液净化、血管介入）”的肾脏病患者全周期医疗器械产业布局**

公司立足医疗器械领域，依托深耕终末期肾病（尿毒症）血液净化治疗领域形成的深厚技术积累和渠道优势，以肾脏病治疗为核心，持续延伸产业链，逐步形成“糖尿病-早中期肾病-终末期肾病”的肾脏病患者全周期医疗器械产业布局。

糖尿病：公司于 2023 年 7 月获得医用无针注射器注册证，其主要用于糖尿病患者注射胰岛素，目前主要在电商平台销售。根据中国医师协会肾脏内科医师分会 2023 年学术年会数据，2022 年全部透析患者透析原因中糖尿病肾病占比为 21.1%，位居第二；在 2022 年新增透析患者透析原因中，糖尿病肾病首次以 29.9%的比例超过了原发性肾小球肾炎 28.7%的比例，成为血液透析的主要原因，糖尿病治疗是预防终末期肾病的重要方向。

早中期肾病：子公司圣丹康以中医药早期干预慢性肾病管理为切入点，旨在保护肾功能不全患者的残余肾功能，造福于数量庞大的早、中期慢性肾病患者。江西圣丹康分别于 2023 年 6 月、2024 年 2 月获得一次性使用无菌直肠导管注册证和肠道水疗机注册证，两者配套使用，可实现高位结肠清洗。

血管介入：内瘘是血液透析治疗中重要的血流通道，是终末期肾病患者维持长期透析所必需依赖的基础，被称为透析患者的“生命线”。透析内瘘因长期透析反复穿刺易导致狭窄、血栓发生，从而影响透析治疗，严重时会导致内瘘功能丧失，需要住院治疗。公司围绕内瘘保护深度布局血管通路研究和血管介入产品开发，已取得一次性使用透析用留置针、PTA 高压球囊扩张导管、血管鞘组等多张注册证，其中一次性使用透析用留置针为国产第一张注册证，填补了国内空白。

公司一次性使用透析用留置针自上市以来，因国产首发优势，引起

血液透析患者的极大关注，入院速度不断加快，该产品已中选二十三省（区、兵团）血液透析类医用耗材省际联盟带量采购产品，销量预计将实现放量增长。目前公司血管介入产品在研项目 10 余项，随着注册证的陆续获取，公司将进一步构建针对内瘘狭窄、堵塞及病变治疗的介入/植入产品群。

● **投资建议**

我们增加对公司 2026 年业绩的预测，预计 2024-2026 年公司收入分别为 15.01 亿元、17.12 亿元和 20.17 亿元，收入增速分别为 15.5%、14.0%和 17.8%，2024-2026 年归母净利润分别实现 2.37 亿元、2.80 亿元和 3.29 亿元，增速分别为 14.9%、18.0%和 17.3%，对应 2024-2026 年的 PE 分别为 15x、13x 和 11x。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，以及公司向糖尿病、血管介入等领域拓展，公司新业务将打开公司盈利能力天花板，维持“买入”评级。

● **风险提示**

公司血透设备销售不及预期。
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	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1300	1501	1712	2017
收入同比 (%)	-2.7%	15.5%	14.0%	17.8%
归属母公司净利润	207	237	280	329
净利润同比 (%)	11.9%	14.9%	18.0%	17.3%
毛利率 (%)	34.9%	34.6%	34.4%	34.2%
ROE (%)	16.6%	16.0%	15.9%	15.7%
每股收益 (元)	0.40	0.46	0.54	0.63
P/E	19.14	15.04	12.74	10.86
P/B	3.18	2.41	2.02	1.71
EV/EBITDA	0.00	9.82	8.04	7.07

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	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	692	851	1102	1439	营业收入	1300	1501	1712	2017
现金	221	336	540	798	营业成本	846	981	1122	1326
应收账款	87	109	118	140	营业税金及附加	10	12	14	16
其他应收款	10	7	9	12	销售费用	78	90	103	121
预付账款	12	24	22	26	管理费用	91	105	103	121
存货	199	215	253	301	财务费用	-2	-3	-5	-8
其他流动资产	163	160	162	164	资产减值损失	-1	0	0	0
非流动资产	1339	1473	1608	1728	公允价值变动收益	1	0	0	0
长期投资	30	46	54	65	投资净收益	10	0	0	0
固定资产	674	740	821	879	营业利润	258	289	341	400
无形资产	115	131	148	165	营业外收入	2	0	0	0
其他非流动资产	519	556	585	618	营业外支出	7	0	0	0
资产总计	2031	2323	2711	3167	利润总额	253	289	341	400
流动负债	565	602	688	792	所得税	30	34	40	47
短期借款	120	120	120	120	净利润	223	255	301	353
应付账款	166	170	201	243	少数股东损益	17	18	21	25
其他流动负债	279	312	367	429	归属母公司净利润	207	237	280	329
非流动负债	132	132	132	132	EBITDA	323	350	427	486
长期借款	80	80	80	80	EPS (元)	0.40	0.46	0.54	0.63
其他非流动负债	52	52	52	52					
负债合计	697	734	820	923					
少数股东权益	88	105	126	151	主要财务比率				
股本	520	520	520	520	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	52	52	52	52	成长能力				
留存收益	675	913	1193	1521	营业收入	-2.7%	15.5%	14.0%	17.8%
归属母公司股东权	1246	1484	1764	2093	营业利润	12.0%	12.2%	18.0%	17.3%
负债和股东权益	2031	2323	2711	3167	归属于母公司净利	11.9%	14.9%	18.0%	17.3%
					获利能力				
					毛利率 (%)	34.9%	34.6%	34.4%	34.2%
					净利率 (%)	15.9%	15.8%	16.4%	16.3%
					ROE (%)	16.6%	16.0%	15.9%	15.7%
					ROIC (%)	14.1%	12.8%	13.5%	13.4%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	34.3%	31.6%	30.3%	29.2%
					净负债比率 (%)	52.2%	46.2%	43.4%	41.2%
					流动比率	1.22	1.41	1.60	1.82
					速动比率	0.83	1.00	1.19	1.39
					营运能力				
					总资产周转率	0.64	0.65	0.63	0.64
					应收账款周转率	15.01	13.81	14.56	14.44
					应付账款周转率	5.09	5.78	5.58	5.47
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.40	0.46	0.54	0.63
					每股经营现金流薄)	0.65	0.65	0.86	0.95
					每股净资产	2.40	2.86	3.39	4.03
					估值比率				
					P/E	19.14	15.04	12.74	10.86
					P/B	3.18	2.41	2.02	1.71
					EV/EBITDA	0.00	9.82	8.04	7.07

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。

分析师：李婵，医药行业研究员，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。