

Q2单季度有所承压, 下半年有望逐步好转

投资要点

- **事件:** 近日公司发布2021年半年报, 上半年实现收入5.1亿元(+16.6%), 归母净利润7117万元(+60%), 扣非归母净利润6649万元(+51.5%), 经营现金流8072万元(-22.6%)。
- **2021Q2单季度业绩有所承压。** 1) 分季度看, 2021Q1/Q2单季度收入分别为2.5/2.6亿元(+42.8%/-0.6%), 单季度归母净利润分别/3404/3713(+180.3%/+14.8%), Q2单季度收入和净利润均有所承压, 主要因2020Q2单季度防护类产品贡献较大的基数所致。2) 盈利能力: 2021上半年毛利率为34.7%(-2.4pp), 销售费用率为7.7%(-4.8pp), 主要因公司将销售中的运费计入营业成本, 上半年归母净利润率14%(+3.8pp), 盈利能力进一步提升。
- **疫苗注射器贡献增量, 下半年业绩有望逐渐好转。** 分业务看, 2021H1血液净化业务收入3.4亿元(+30.1%), 比2019H1增长83.7%, 作为核心业务延续高增长态势, 毛利率29.4%(-7pp), 主要因运费计入营业成本以及部分原材料上涨所致; 注射类业务收入0.69亿元(+107.4%), 其中疫苗注射器销量为1.1亿支(+662%), 毛利率52.4%(+29.5pp), 成为弥补防护类产品收入的下滑的重要支撑; 输液输血类产品收入2992万元(+17%); 心胸外科类产品收入3417万元(+44.9%); 防护类产品收入108万元(-98.3%)。由于2020Q3以后防护类产品贡献基数很小, 而疫苗注射器海外订单较为旺盛, 叠加核心血液净化业务延续高增长, 公司下半年业绩有望逐步好转。
- **血液净化业务空间大, 未来几年业绩增长可期。** 公司不断提高全资子公司的生产效率, 同时控股血液净化设备专业制造厂商成都威力生, 打造完整的血液净化生态产业链。2019年我国ESRD患者超过300万人, 在透析人群63.3万, 治疗率不足1/4, 未来随着渗透率提升, 透析耗材市场潜在空间有望超过300亿元, 产能扩张和市场开拓有望支撑公司该业务实现30%以上的复合成长。同时公司收购宁波菲拉尔, 布局心胸外科体外循环产品, 助力公司不断扩宽新的业务领域, 发掘盈利增长点。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2021-2023年归母净利润分别为1.6、2.3、2.9亿元, 对应PE为34、24、19倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 政策风险、并购整合风险、输液类产品市场萎缩、竞争加剧。

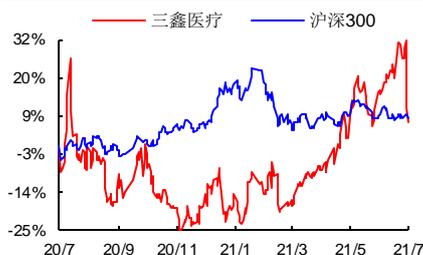
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	940.39	1247.95	1657.71	2072.35
增长率	30.31%	32.71%	32.83%	25.01%
归属母公司净利润(百万元)	115.62	158.99	227.88	294.24
增长率	87.45%	37.50%	43.33%	29.12%
每股收益EPS(元)	0.29	0.40	0.58	0.75
净资产收益率ROE	15.26%	17.29%	20.29%	21.39%
PE	47	34	24	19
PB	6.95	5.92	4.81	3.95

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn
联系人: 周章庆
电话: 021-68416017
邮箱: zzq@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	3.94
流通A股(亿股)	2.69
52周内股价区间(元)	11.93-24.73
总市值(亿元)	54.53
总资产(亿元)	12.33
每股净资产(元)	2.04

相关研究

1. 三鑫医疗(300453): 多因素驱动未来几年业绩增长可期 (2021-04-27)
2. 三鑫医疗(300453): 业绩符合预期, 未来几年增长动能充足 (2021-03-29)
3. 三鑫医疗(300453): 业绩持续快速增长 (2020-10-19)
4. 三鑫医疗(300453): 血液净化类产品维持高速增长 (2020-09-03)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	940.39	1247.95	1657.71	2072.35	净利润	128.99	171.90	248.85	321.38
营业成本	635.86	847.43	1104.98	1366.49	折旧与摊销	51.33	39.40	39.40	39.40
营业税金及附加	8.74	11.18	14.78	18.64	财务费用	0.45	1.60	-1.04	-2.95
销售费用	69.62	83.55	108.61	130.34	资产减值损失	-0.37	0.00	0.00	0.00
管理费用	60.04	84.05	109.27	142.05	经营营运资本变动	26.35	-94.33	-17.95	-35.39
财务费用	0.45	1.60	-1.04	-2.95	其他	66.14	-0.26	0.73	-0.42
资产减值损失	-0.37	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	272.90	118.31	269.99	322.03
投资收益	1.64	0.00	0.00	0.00	资本支出	-83.69	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.09	0.05	0.05	0.06	其他	-151.35	0.05	0.05	0.06
其他经营损益	0.00	25.00	30.00	35.00	投资活动现金流净额	-235.04	0.05	0.05	0.06
营业利润	155.17	203.89	293.36	377.70	短期借款	-19.88	-67.10	-45.65	0.00
其他非经营损益	-1.52	-4.00	-4.00	-4.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	153.66	199.89	289.36	373.70	股权融资	16.87	0.00	15.66	0.00
所得税	24.67	27.98	40.51	52.32	支付股利	-26.27	-23.12	-31.80	-45.58
净利润	128.99	171.90	248.85	321.38	其他	-21.66	-1.60	1.04	2.95
少数股东损益	13.36	12.92	20.97	27.14	筹资活动现金流净额	-50.94	-91.83	-60.75	-42.62
归属母公司股东净利润	115.62	158.99	227.88	294.24	现金流量净额	-12.26	26.53	209.30	279.46
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	98.26	124.80	334.09	613.56	成长能力				
应收和预付款项	121.86	211.26	268.29	330.40	销售收入增长率	30.31%	32.71%	32.83%	25.01%
存货	143.32	191.69	249.53	309.41	营业利润增长率	100.18%	31.39%	43.88%	28.75%
其他流动资产	112.41	113.40	114.81	116.25	净利润增长率	93.86%	33.27%	44.76%	29.15%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	72.02%	18.33%	35.46%	24.85%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	563.08	534.40	505.73	477.06	毛利率	32.38%	32.09%	33.34%	34.06%
无形资产和开发支出	174.39	164.07	153.74	143.42	三费率	13.84%	13.56%	13.08%	13.00%
其他非流动资产	31.43	31.03	30.63	30.23	净利率	13.72%	13.77%	15.01%	15.51%
资产总计	1244.75	1370.65	1656.84	2020.32	ROE	15.26%	17.29%	20.29%	21.39%
短期借款	112.75	45.65	0.00	0.00	ROA	10.36%	12.54%	15.02%	15.91%
应付和预收款项	187.93	254.99	341.27	415.91	ROIC	16.36%	20.54%	27.53%	34.22%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	22.01%	19.62%	20.01%	19.98%
其他负债	98.84	76.00	88.84	101.88	营运能力				
负债合计	399.52	376.63	430.11	517.78	总资产周转率	0.79	0.95	1.10	1.13
股本	262.69	394.03	394.03	394.03	固定资产周转率	2.13	2.76	3.91	5.24
资本公积	115.68	-15.66	0.00	0.00	应收账款周转率	8.80	9.83	9.03	9.01
留存收益	417.95	553.81	749.89	998.56	存货周转率	4.47	5.02	4.97	4.86
归属母公司股东权益	785.20	921.06	1132.80	1381.47	销售商品提供劳务收到现金营业收入	110.66%	—	—	—
少数股东权益	60.04	72.95	93.92	121.06	资本结构				
股东权益合计	845.23	994.01	1226.73	1502.53	资产负债率	32.10%	27.48%	25.96%	25.63%
负债和股东权益合计	1244.75	1370.65	1656.84	2020.32	带息债务/总负债	28.22%	12.12%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.30	1.87	2.44	2.83
					速动比率	0.91	1.31	1.81	2.19
					股利支付率	22.72%	14.55%	13.95%	15.49%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标				
EBITDA	206.95	244.89	331.72	414.15	每股收益	0.29	0.40	0.58	0.75
PE	47.16	34.30	23.93	18.53	每股净资产	1.99	2.34	2.87	3.51
PB	6.95	5.92	4.81	3.95	每股经营现金	0.69	0.30	0.69	0.82
PS	5.80	4.37	3.29	2.63	每股股利	0.07	0.06	0.08	0.12
EV/EBITDA	16.98	21.39	15.02	11.36					
股息率	0.48%	0.42%	0.58%	0.84%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1

用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路66号建威大厦1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦3楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn	
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn