

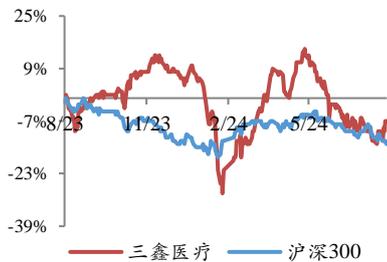
2024 年中报业绩符合预期，集采+出海助力公司长久发展

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-08-12

收盘价(元)	6.53
近12个月最高/最低(元)	8.21/4.88
总股本(百万股)	520
流通股本(百万股)	363
流通股比例(%)	69.87
总市值(亿元)	34
流通市值(亿元)	24

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 年业绩符合预期，血透行业国产替代欲加速 2024-03-25

主要观点：

✓ 事件：

公司发布 2024 年中报，公司实现营业收入 68,645.25 万元，较上年同期增长 18%，实现归属于上市公司股东的净利润为 10,624.77 万元，较上年同期增长 18.74%。

血液净化类：2024 年上半年，血液净化类产品实现营业收入 52,250.55 万元，比上年同期增长 25.55%，该产品营业收入占公司总收入的比重为 76.11%。公司国内外市场开拓成效显著，优势产品血液透析器、血液透析液（粉）、血液透析管路经营业绩快速增长，血液透析设备出口订单放量增长。

输注类：2024 年上半年，输注类产品实现营业收入 9,702.54 万元，比上年同期下降 13.16%，该产品营业收入占公司总收入的比重为 14.13%。

心胸外科类：2024 年上半年，心胸外科类产品实现营业收入 3,472.23 万元，比上年同期增长 4.86%，该产品营业收入占公司总收入的比重为 5.05%。

✓ 点评：

● 血液净化业务线 2024 年上半年实现快速增长，行业刚需特点显著

2024 年上半年，公司血液净化类产品实现营业收入 52,250.55 万元，同比增长 25.55%，占公司总收入的比重为 76.11%，是公司的核心业务。血透板块销售毛利率 33.89%，较 2023 年同期提升 2.03pct，我们预计公司整体规模越来越大，规模效应增强，同时产品结构向高附加值移动，带动了整体的毛利率提升。公司在血透领域，形成完整的产业链布局，耗材+设备并行，而且也布局了一些有创新疗法属性的新产品，如针对早中期肾病的肠道无创介入治疗装置（结肠透析机）。2024 年上半年，公司海外市场实现收入 1.12 亿元，同比增长约 38%，我们预计是公司血液透析设备出口订单大增所致。公司的血液透析产品已累计为国内外 5000 余家医院及透析中心提供了超过 3 亿人次的血液透析服务，营销网络覆盖国内 31 个省、直辖市及自治区，产品销往全国各地。

终末期肾病患者的透析需求极其刚性，即使在新冠疫情期间医院也正常开展，以保障血透病人的生命底线，因此血透行业呈现出持续稳健增长的特性，增长来源来自每年血透病人数的增加以及病人全生命周期中透析时间的延长。根据国家肾脏病医疗质量控制中心统计的数据，2012 年国内医保覆盖血液透析后，我国大陆地区接受血液透析治疗的患者人数从 24.8 万人快速增加至 2023 年的 91.7 万人，透析患者数量增长 3.7 倍。根据中国医师协会肾脏内科医师分会 2024 年学术年会数据，截止到 2023 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 33.4%，超

过 10 年的患者数量比例为 10.2%。

● **进口替代空间仍大，集采政策落地有望加速进程**

血液透析设备及透析器因其较高的技术壁垒，国内市场份额仍然由进口产品占据主导。2023 年 1 月，国务院联防联控机制综合组明确提出省会城市和中心城市定点医院设置独立的血液透析中心，血液透析中心配备至少 30 台血液透析机，为国产透析机提供国产替代新空间。根据二十三省和京津冀“3+N”血透产品集采政策，将国产企业与进口企业产品安排同组招标，国产透析器竞争优势凸显，国产替代速度有望加快。

2021 年，我国血透透析器的国产份额约为 45%，血液透析机的国产份额约为 19%，还有大量的市场份额由外资品牌占据，尤其是透析器作为直接关系血液透析效果的核心产品，且为一次性使用耗材，具有刚需、高频特征，高额的材料费用也带给血透病人或医保资金较大的费用负担。集采政策的执行，一方面有利于满足更多血透病人的透析需求、降低费用负担，另一方面也有利于国产血透产业的快速发展，实现关键耗材、设备领域的自主可控。

● **业务线不断拓展延伸，肾脏病患者全周期医疗器械产业布局成型**

近年来，公司在深耕终末期肾病血液透析治疗领域的基础上，加速向早中期肾脏病干预和治疗、晚期肾脏病透析患者内瘘保护方面延伸产业链，正逐步形成“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。在终末期肾病血液透析治疗方面，围绕拓展治疗模式、针对不同患者的个性化需求及现有产品的迭代升级，不断丰富产品群，陆续获得血液透析设备、血液透析器（PP，高通）、一次性使用血液透析器（PP，低通）、连续性血液净化管路及附件（CRRT）等产品。在早中期肾脏病干预和治疗、晚期肾脏病透析患者内瘘保护方面，公司正积极开展对糖尿病、早中期肾脏病及血管介入器械等领域的布局，陆续获得医用无针注射器、一次性使用无菌直肠导管、肠道水疗机、PTA 高压球囊扩张导管等产品，尤其是一次性使用透析用留置针为我国第一张该产品注册证，打破了进口垄断，具备市场领先优势。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，公司将进一步丰富针对内瘘狭窄、堵塞及病变治疗的介入/植入产品群。

另外，公司子公司成都威力生自主研发的血液透析制水系统为我国首台三级反渗透血液透析制水系统，通过了四川省省级重大技术装备首台套认定。公司的血液透析机、血液透析滤过机、血液透析制水系统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”。

● **投资建议**

我们预计 2024-2026 年公司收入分别为 14.97 亿元、17.09 亿元和 20.13 亿元，收入增速分别为 15.1%、14.2%和 17.7%，2024-2026 年归母净利润分别实现 2.34 亿元、2.65 亿元和 3.11 亿元，增速分别为

13.2%、13.5%和 17.1%，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，行业增长稳健，维持“买入”评级。

● **风险提示**

公司血透设备海外市场销售不及预期风险。
集采以量换价不及预期风险。

● **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	1497	1709	2013
收入同比 (%)	-2.7%	15.1%	14.2%	17.7%
归属母公司净利润	207	234	265	311
净利润同比 (%)	11.9%	13.2%	13.5%	17.1%
毛利率 (%)	34.9%	34.6%	34.4%	34.2%
ROE (%)	16.6%	15.8%	15.2%	15.1%
每股收益 (元)	0.40	0.45	0.51	0.60
P/E	19.14	14.51	12.79	10.92
P/B	3.18	2.29	1.94	1.65
EV/EBITDA	0.00	9.36	7.97	7.03

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	846	1082	1399	营业收入	1300	1497	1709	2013
现金	221	332	520	759	营业成本	846	979	1121	1324
应收账款	87	108	117	139	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	23	22	25	管理费用	91	97	103	121
存货	199	215	252	300	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	285	323	378
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	2318	2690	3127	利润总额	253	285	323	378
流动负债	565	601	688	791	所得税	30	33	38	44
短期借款	120	120	120	120	净利润	223	251	285	334
应付账款	166	169	201	242	少数股东损益	17	18	20	23
其他流动负债	279	312	367	428	归属母公司净利润	207	234	265	311
非流动负债	132	132	132	132	EBITDA	323	349	409	464
长期借款	80	80	80	80	EPS (元)	0.40	0.45	0.51	0.60
其他非流动负债	52	52	52	52					
负债合计	697	733	820	922					
少数股东权益	88	105	125	149	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	909	1174	1485	营业收入	-2.7%	15.1%	14.2%	17.7%
归属母公司股东权	1246	1480	1746	2056	营业利润	12.0%	10.5%	13.5%	17.1%
负债和股东权益	2031	2318	2690	3127	归属于母公司净利	11.9%	13.2%	13.5%	17.1%
					获利能力				
					毛利率 (%)	34.9%	34.6%	34.4%	34.2%
					净利率 (%)	15.9%	15.6%	15.5%	15.4%
					ROE (%)	16.6%	15.8%	15.2%	15.1%
					ROIC (%)	14.1%	12.8%	12.8%	12.9%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	34.3%	31.6%	30.5%	29.5%
					净负债比率 (%)	52.2%	46.2%	43.8%	41.8%
					流动比率	1.22	1.41	1.57	1.77
					速动比率	0.83	0.99	1.16	1.34
					营运能力				
					总资产周转率	0.64	0.65	0.64	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	0.45	0.51	0.60
					每股经营现金流薄)	0.65	0.64	0.83	0.91
					每股净资产	2.40	2.85	3.36	3.96
					估值比率				
					P/E	19.14	14.51	12.79	10.92
					P/B	3.18	2.29	1.94	1.65
					EV/EBITDA	0.00	9.36	7.97	7.03

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。