

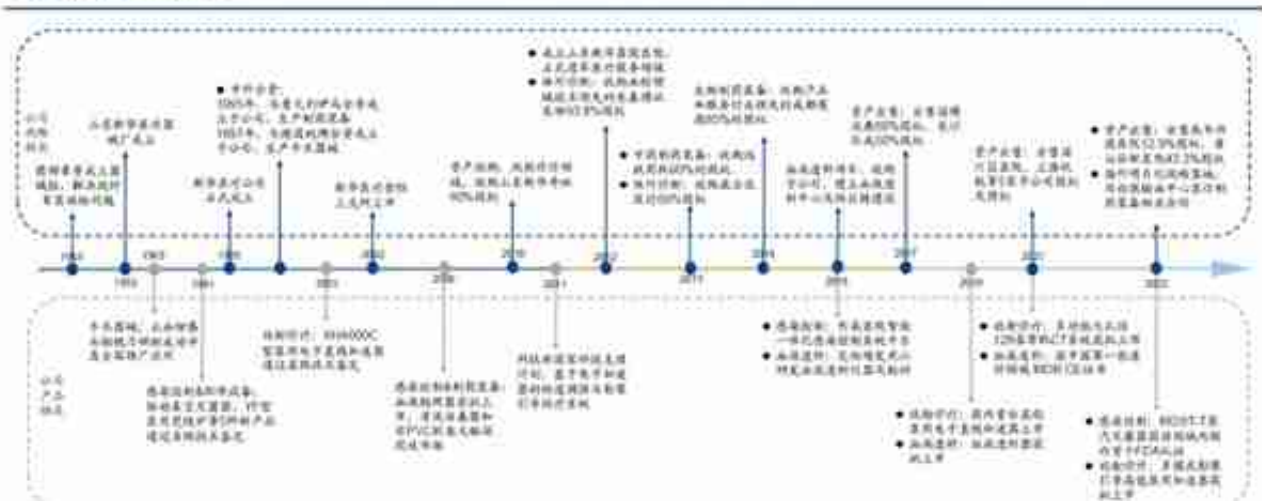
(报告出品方/分析师：国盛证券 张金洋 杨芳)

1.老牌器械龙头积淀深厚，定增落地国改再出发

1.1 历经浮沉，坚定不移强主业提效益

新华医疗是山东省国资委控股企业，成立于1943年，于2002年9月在上交所主板上市。经过80年的风雨历程，公司已形成“医疗器械”和“制药装备”双轴驱动，“医疗服务”和“药械流通”协同的业务布局。作为医疗器械国企改革第一股，公司不断寻求在创新效率、治理效能、发展效应等方面实现突破，不断攀升。

图表1：公司发展大事记



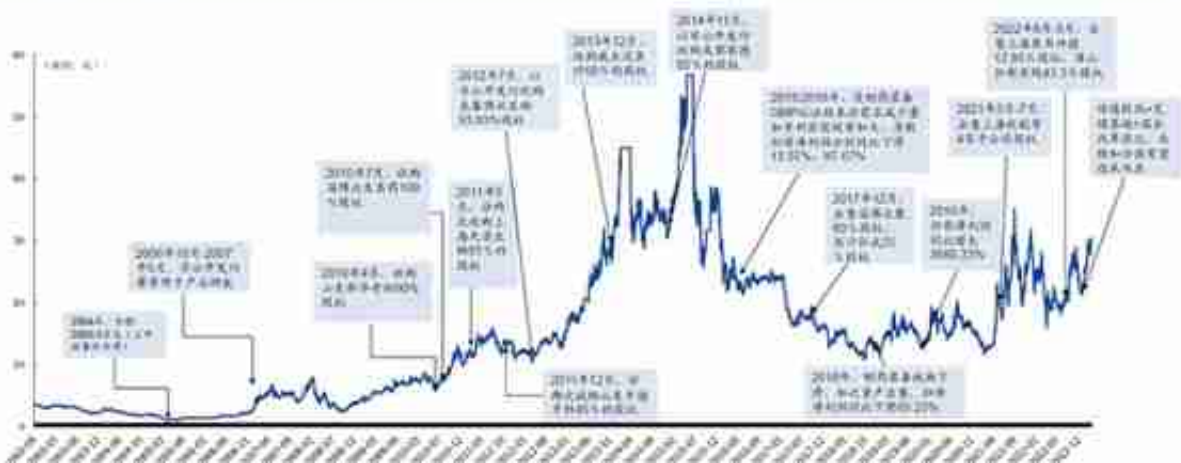
山东省国资委控股企业，股权结构清晰稳定。

公司实际控制人为山东省国资委，2020年9月，经山东能源集团批准，公司控股股东淄矿集团将其持有的1.17亿股公司股份（占比28.8%）无偿划转至颐养集团，颐养集团成为新华医疗的第一大股东。

子公司发展紧系公司战略蓝图，横向侧重医疗器械板块，纵向覆盖四大业务。

公司现有32家控股子公司，以医疗器械为主营业务的子公司超过半数，其中有7家为全资子公司，制药装备板块子公司4家，医疗服务板块子公司8家，医疗商贸3家。此外，公司现有5家联营/合营子公司，业务以医疗服务为主，6家参股子公司。

图表五：上市公司股价变化



资产运作：

早期投并购助推业务版图大幅扩张，17年后“去不良资产，强业务效益”持续进行中。

2010-20

12年：强领域优势

，扩产品业务，投并购集中在医疗器械板块。

2010年起，“收购兼并并举”成为公司发展战略之一，2010年公司收购山东新华奇林、新华舒普净化等，强化在感染控制、放射诊疗领域的领先优势，2011年公司收购上海天清生物、山东中德牙科，开辟多个新领域产品线，2012年公司收购血检领域拥有独家技术的长春博讯生物，顺势切入体外诊断领域。

2012-

2015年：提

升制药装备业务能力，切入医疗服务、医疗商贸新板块。

2012年公司成立山东新华昌国医院，正式进军医疗服务领域，2013年公司收购远跃药机，填补中药制药装备的空白，同时子公司收购威士达医疗，完善体外诊断产品线，2014年公司收购成都英德，完善生物制药装备板块的同时提升“整体解决方案”的服务能力，2015年为布局血液透析项目收购淄博新华医院等多家医院和商贸公司。

2017年后公司剥离不良资产，逐步实现整合升级。

新时代下公司重视子公司的业务效益，2017年至今已出售超过10项不良资产，涉及领域主要为医疗服务和医疗器械，在医疗器械板块子公司的出售原因主要在于业

务协同效应小和研发风险较高，在医疗服务板块出售子公司多为医院，由于后续建设的投入较大和盈利能力较弱而进行出售。

图表 5: 2017 年分公司剥离主业，持续剥离低效资产

年份	资产名称	金额 (万元)	所属业务板块	出售原因	前一期收入 (百万元)	前一期净利润 (百万元)
2010、2012	山东质子医疗55.68%股权(2010)、35%股权(2012)	1713 (2010)、 1439(2012)	医疗器械	多年亏损，高研发投入风险	-	2.46
2017	淄博通惠医药连锁有限公司80%股权	7562.61	医疗服务	与母公司业务协同效应较小	252.39	-2.89
	长沙华成科技有限公司59%股权	1451.00	医疗器械	与母公司业务协同效应较小	12.61	0.30
2018	上海方承医疗器械有限公司58%股权	6436.05	医疗器械	有利于实现运营整合，提升综合毛利率水平	1067.48	63.01
2019	苏州凯光华生物医药工程股份有限公司8.20%股权	11305.33	医疗器械	集中资源做强主营业务	124.60	19.84
	威士达医疗有限公司80%股权	123391.58 (美元交易)	医疗器械	有利于充分利用资源，优化产品结构，缓解融资压力	147.44	636.78
2020	北京新华联医疗设备有限公司51%股权	1780.41	医疗服务	业务拓展缓慢	12.44	-1.39
	南阳市骨科医院30%股权及3521.08万元债权	5375.53	医疗服务	建设中，初始投入大量资金，人员等	25.41	8.59
2021	淄博淄川区医院70%股权及3406.66万元债权	11753.91	医疗服务	基金安全未到位，建设未完成	0.00	-1.67
	上海欣航实业有限公司55%股权	4765.5	医疗服务	受集采影响，处于竞争弱势	146.80	1.01
	上海聚为通医疗设备有限公司51%股权	3799.5	医疗服务	处于竞争劣势，整体盈利能力和较弱	4.45	0.05
	北京华科创智慧医疗科技股份有限公司16.67%股权	2500	医疗器械	研发产品技术难度大，研制周期长，耗资较庞大，研发风险高	0.71	-4.52
2022	上海惠康肿瘤医院管理有限公司12.88%股权	-	医疗服务	聚焦主业，优化资源配置	705.84	16.22

1.2 制造主业占比稳步提升，盈利能力持续改善

收入端：低效资产剥离已近尾声，收入预计将企稳回升。

2018年前，得益于“生产规模扩大+产品线丰富+子公司收入增加”等，公司收入保持稳定增长，2018年公司营收102.84亿元，1999-2018年CAGR高达29.74%，2019年公司营收缩减15%，主要原因在于上海方承、威士达等子公司股权出售。

此后公司聚焦于医疗器械和制药装备板块，收入由2019年的87.67亿元增加至2021年的94.82亿元，2022Q1-Q3业绩略有下滑的原因是子公司上海泰美与强生终止代理合作导致收入结构变化。

利润端：整合升级下盈利能力持续提升。

2004年亏损的主要原因是委托理财未按时收回和原材料价格上涨，2005-2014年归母净利润CAGR高达40.70%，盈利能力不断加强，2015-2018年归母净利润大幅降低，主要原因有：

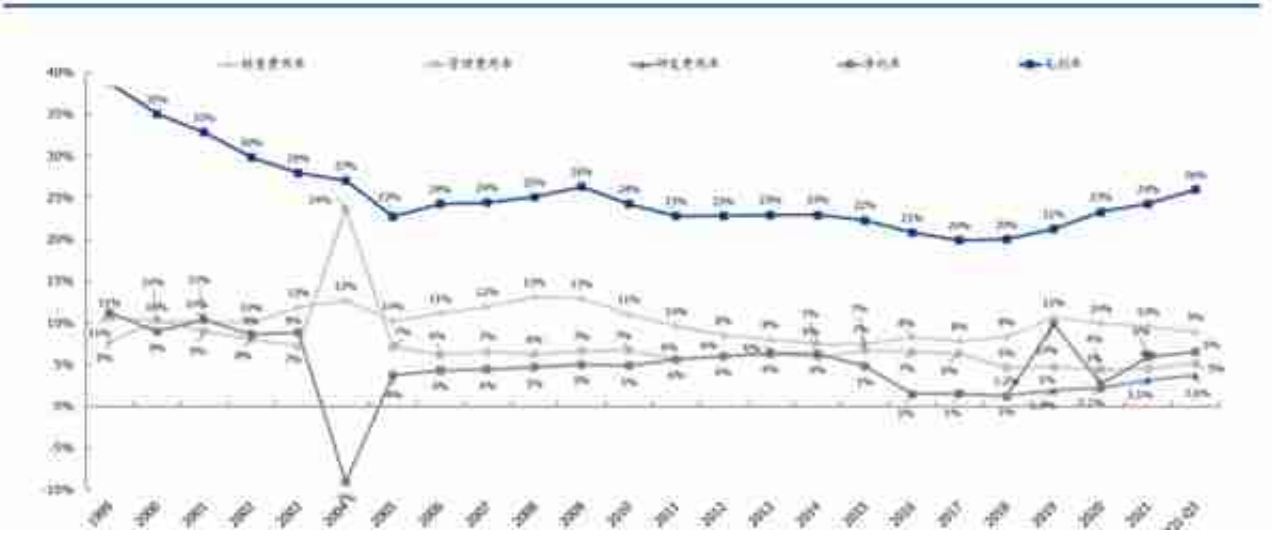
1) 制药装备行业受冲击：

受GMP改革影响制药装备市场环境转寒，并购子公司远跃药机、成都英德业绩持续下滑，计提大量商誉减值；

2) 医疗服务板块持续建设投入：

合作专科医院改扩建，投资规模加大而尚未实现利润贡献。2019年至今公司进行资产出清，加之主营业务的聚焦，归母净利润有所回缓，2019年增速高达3680%。

图表 7: 1999-2022Q3 公司毛利率/净利率/期间费用率



分产品线：“强主业”方针下医疗器械制造产品收入占比稳步攀升，制药装备板块毛利率已进入上行通道。

医疗商贸产品和医疗器械制造产品为公司营收主要来源，2022H1营收合计占比超过78%，资源整合升级战略推动下医疗器械制造产品营收由2018年的22.53亿元增长到2021年的35.34亿元，2018年-2021年的CAGR为16.19%。

此外，得益于公司对“成都英德”、“远跃药机”制定治亏目标、落实治亏措施，成效显著，制药装备板块的毛利率由2018年的15.7%提升至2021年的26.7%。

图表 10: 2016-2022H1 公司分区域营业收入拆分



图表 11: 2016-2021 年公司分区域毛利率情况

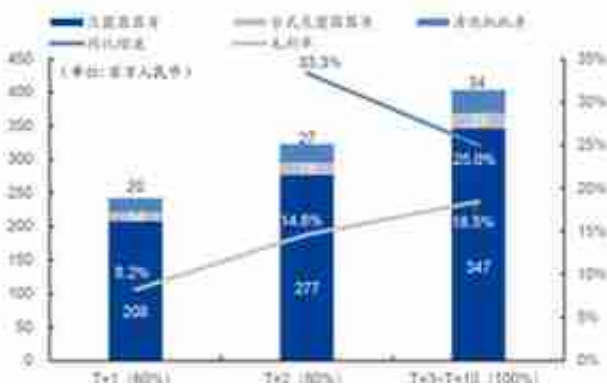


1.3 定增巩固主业领先优势，医疗器械国改第一股乘风破浪

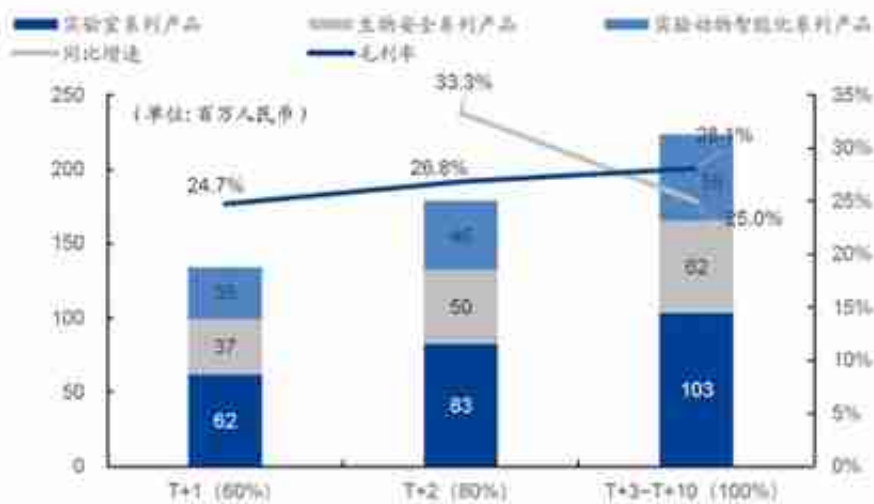
定增已落地，募资12.84亿元，核心产品产能和研发水平有望进一步提升。公司以23.38元/股发行5490万股，第一大国资股东山东颐养健康认购1796.4万股（占比32.72%），充分彰显对公司未来发展信心。募集资金到位后将用于生产智能化、产能提升和研发平台升级等7个项目，各项目的预期内部收益率均高于10%，放射诊疗产业化建设项目的预期收益率高达24.47%。

图表 13: 高性能工业产线的智能制造及配套项目营业收入与毛利率预测

图表 14: 高端精密微纳手术器械扩建项目营业收入与毛利率预测



图表 17: 实验室系列产品产业化项目收入与毛利率预测



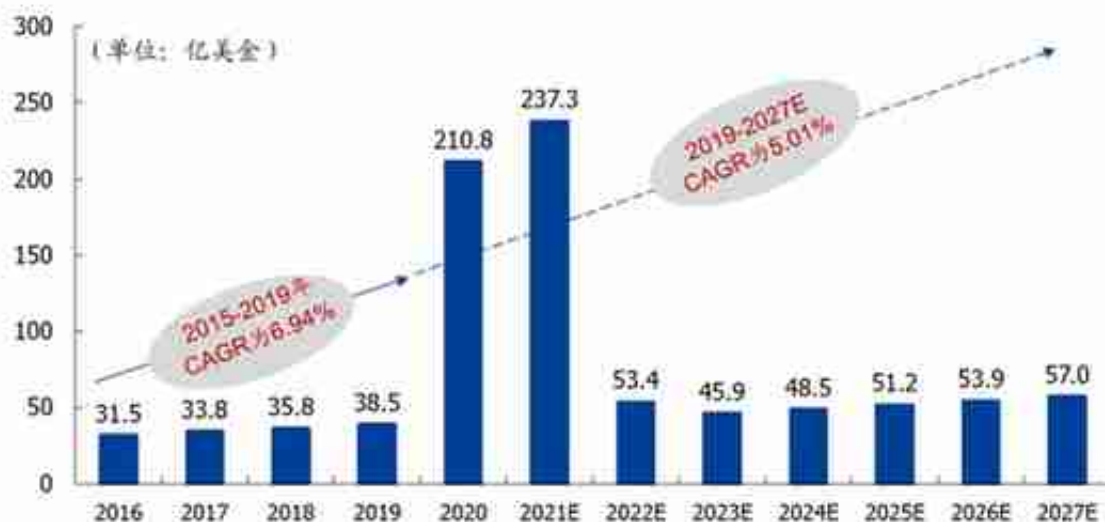
股权激励绑定核心人才，提振信心。

公司于2021年11月发布股权激励计划，拟以11.26元/股的价格向345名核心人员（包括董事长、总经理等）合计首次授予554.68万股股票，业绩考核期为2022-2024，以2020年扣非后归母净利润为基准，2022/2023/2024增长率分别不低于85%/110%/130%。我们认为股权激励的推行将员工利益与公司长远发展绑定，有利于发挥员工主观能动性，释放国企改革活力。



2. 医疗器械：九大产品线铸就稳健基本盘

图表 20: 2016-2027E 中国感染控制产品市场规模



新华医疗是国产感控设

备及耗材龙头，规模位居国产第一。

公司可提供包括医院消毒供应中心、医疗消毒供应中心(社会化)、内镜中心、病区清洗消毒、婴儿洗浴及床单元清洗消毒中心等在内的九大系统解决方案，到目前已完成近6000家医院及医疗机构消毒供应中心的设计、改造、实施；近700家内镜中

心系统方案的设计、实施；近5000家内镜清洗消毒中心方案的设计、实施。

并率先开发了消毒供应中心，内镜中心对清洗、消毒、灭菌等全过程的感染控制信息化智能解决方案。

感控事业部在全国各地级市设有280个售后服务网，在同行中率先实现客户服务人员属地化。公司设有5级服务体系，可提供免费的技术咨询服务。

图表 25: 2020 年中国高端放疗设备市场竞争格局 (按销售台数计算)



图表 26: 2020 年中国中能放疗设备市场竞争格局 (按销售台数计算)



新华医疗取得国内首台高能医用电子直线加速器注册证，打破了这一领域被国外医疗器械厂商垄断的局面，引领进口替代。

根据公司新闻，2022年12月实现放疗系列产品（后装机、大孔径模拟定位 CT、医用电子直线加速器）市场拓展新突破，共中标26 台/套（三级医院15台/套，二级医院11台/套），其中后装机9台/套，大孔径模拟定位 CT 5台/套，医用电子直线加速器 12 台/套，均创造单月新纪录，进口替代势不可挡。

图表 28: 医学影像诊断与治疗设备分类



全球市场相对成熟，国内市场增长更快，2030年有望突破千亿，CT/MRI/PET等领域国产化率较低。

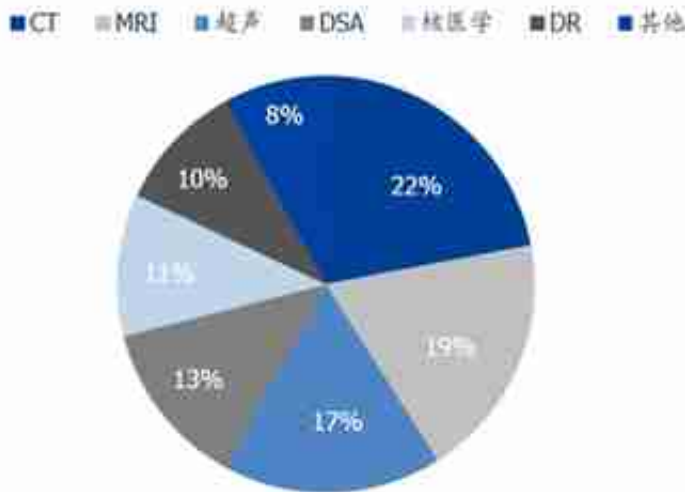
2020年全球医学影像设备市场规模已达到430亿美元，随着全球老龄化、慢性病增加和医疗支出增长，预计2030年市场规模将达到627亿美元，CAGR3.8%。

2020年国内医学影像设备市场规模已达到537.0亿元，在临床需求增长叠加政策红利下，国内医学影像设备行业快速发展，预计2030年市场规模将接近1100亿元，CAGR7.3%。

中国CT/MRI/超声/PET等影像设备高端产品被GPS三大巨头占据主要市场份额，但

在部分中低端产品迈瑞、联影等厂家加速进口替代。新华医疗技术底蕴深厚，是第二个能自主生产85CM大孔径CT的厂商。此外，公司积极承接国家科技攻关项目，深化产学研合作，先后承担了“十四五”工信部重点研发计划“高端诊断设备国产化项目”和山东省重点研发计划“多功能128排大孔径CT研发项目”。

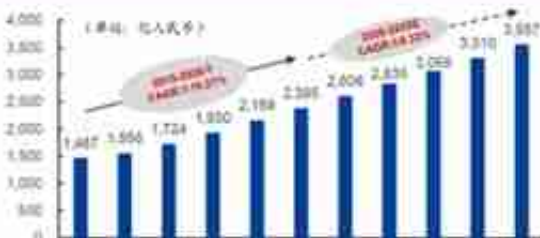
图表 30: 2021 年中国医学影像设备各细分领域市场占比



3. 制药装备：盈利能力企稳回升，国际化战略扬帆起航

制药装备行业的下游为医药制造业，其市场发展与终端患者的药物需求有直接联系，市场增长空间主要源于下游药企或CMO/CDMO企业的药物投产、扩产与设备更新需求。

图表 31: 2015-2025E 年全球制药装备市场规模



图表 32: 2015-2025E 年中国制药装备市场规模



新华医疗可提供“生物制药”、“中药提取”、“注射剂”、“固体制剂”等多领域整体解决方案。

公司自主研发BFS设备打破了塑料安瓿包装行业在专线大产能需求方面依赖进口的局面，该设备适用于PE材料包装的单剂量滴眼剂、吸入剂、液态玻尿酸类化妆品等生产，需求旺盛，在无菌灌装领域具有划时代的意义。

率仍存在较大提升空间。

图表 38: 2012-2022H1 成都英德收入/利润/经营现金流变动情况



出口迎来突破，国际化开启新篇章。

2022年12月，英德生物与白罗斯共和国输血及医疗生物科学实践中心签订《白罗斯新建50T血液制品厂综合技术设备供应合同》，推动制药装备板块海外市场项目化战略落地生根。

该血液制品项目以卫光生物血液制品工艺技术为依托，计划年投浆量50吨，开发生产人血白蛋白、免疫球蛋白等血液制品产品。

在血液制品领域，这是首个国内先进理念及技术对外输出的项目，英德生物是该项目工艺设备的独家供应商，并提供整个项目的概念设计、详细设计、工艺设备、数字化解决方案以及验证等服务。

4.盈利预测与估值

4.1 收入拆分及关键假设

我们对公司盈利预测的核心假设如下：

1) 医疗器械：

基本盘业务且优势领先，包括九大产品线（感控设备及耗材、放疗及影像设备、实验室设备及仪器、手术器械等），医疗新基建叠加贴息贷款等支持政策推动行业持

续扩容，公司积极响应推出一系列产品解决方案，预计该板块销售将保持良好增长，我们假设2022-2024年收入增速分别为6%、26%、27%。公司产品如感控设备及耗材在二级医院市占率较高，未来将持续优化产品，攻破更多高等级医院，产品升级+出口增长+规模效应等因素将推动毛利率提升改善，我们假设2022-2024年毛利率分别为40.5%、41%、42%。

2) 制药装备：

聚焦发展的核心主业之一，主要为血制品/疫苗/抗体药物企业提供包括DS端的生物反应器、配液系统等产品到DP端的灌装联动线，公司自主研发的旋转式塑料瓶吹灌封一体机（BFS）设备优势领先。我们假设2022-2024年收入增速分别为12%、25%、26%；得益于公司对“成都英德”、“远跃药机”制定治亏目标、落实治亏措施，成效显著，毛利率预计将持续改善，我们假设2022-2024年毛利率分别为30%、31%、32%。

3) 医疗器械及药品经营：

该板块主要开展器械及药品流通业务，相关低效资产剥离中，随着剥离接近尾声，预计该板块收入将保持稳定，赋能制造主业。我们假设2022-2024年收入增速分别为-20%、-2%、-1%，毛利率分别为15%、15%、15%。

4) 医疗服务：

该板块公司以发展专科医疗服务（如骨科）、血液透析服务业务为主，随着亏损资产逐步剥离，服务板块预计将保持良好增长。我们假设2022-2024年收入增速分别为1%、9%、10%，毛利率分别为15%、16%、17%。

图表 40: 可比公司业绩表

细分领域	代码	公司名称	当前市值 (亿元)	2021		2022E		2023E		2024E	
				归母净利润 (亿元)	对应归母净利润 利润率	归母净利润 (亿元)	对应归母净利润 利润率	归母净利润 (亿元)	对应归母净利润 利润率	归母净利润 (亿元)	对应归母净利润 利润率
医疗设备	688271.SH	联影医疗	1249	14.17	58.13	18.34	78.43	22.38	55.82	28.24	44.23
	300760.SZ	迈瑞医疗	3582	80.02	44.76	97.48	38.74	118.00	30.35	142.54	25.07
	002223.SZ	康拓医疗	299	14.82	20.15	14.75	20.25	17.48	17.09	20.71	14.43
	888310.SH	迈普医疗	32	0.84	48.76	0.65	48.18	1.21	26.52	1.58	20.18
	603308.SH	联力医疗	45	1.06	48.48	1.65	29.85	2.24	21.97	2.97	18.62
制药装备	300171.SZ	东富龙	191	9.28	23.11	9.88	19.40	12.63	15.15	16.00	11.36
	300358.SZ	楚天科技	97	5.66	17.06	6.71	14.39	8.18	11.82	9.89	9.77
东联平均					-41.58		35.18		25.53		20.32
中道科技平均					82.09		43.87		34.46		28.02

风险提示

新签订单不及预期风险：

公司在医疗器械、制药装备板块已建立领先优势，但仍面临国际巨头及国内其它厂商的竞争，若新签订单不及预期，将会对公司未来业绩产生不良影响。

募投资项目不及预期风险：

公司定增募资12.84亿元已到账，将用于核心产品产能和研发水平提升，若因公司内部或者外部原因导致募投资项目进展不及预期，可能对未来业务产生潜在不利影响

。

报告属于原作者，仅供学习！如有侵权，请私信删除，谢谢！

报告来自【远瞻智库】[文库-远瞻智库](#)