



买入（首次）

所属行业：医疗器械
当前价格(元)：40.08

证券分析师

陈铁林

资格编号：S0120521080001

邮箱：chentl@tebon.com.cn

刘闯

资格编号：S0120522100005

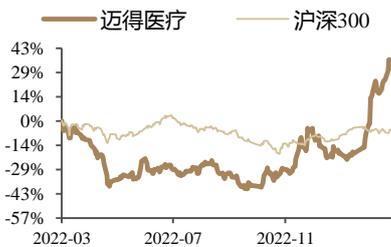
邮箱：liuchuang@tebon.com.cn

研究助理

王艳

邮箱：wangyan5@tebon.com.cn

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	40.98	62.27	39.65
相对涨幅(%)	41.25	56.16	32.95

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

迈得医疗 (688310.SH)：自动化设备业务稳健增长，布局隐形眼镜代工拓展新业务

投资要点

- 核心观点：**公司是国产高端医用耗材智能装备龙头企业，产品线不断拓宽，留置针、胰岛素笔、预灌封等产线持续发力，高性价比产品把握降本替代关键点，助力下游降本增效，先发优势深度绑定下游客户，深化合作持续进行。进军百亿蓝海隐形眼镜代工市场为公司注入新增长动力。当前中国医耗生产自动化率低，提升空间巨大，医用耗材国产替代放量进程提速，公司有望乘产业链东风实现持续增长。
- 公司是高端医用耗材智能装备国产龙头企业。**公司主要营收来源包括穿刺输注类、血液净化类，2022年收入3.84亿，2017-22CAGR17.2%，2019-2021年产品市占率在国内同行业持续排名第一。公司自主攻克多个关键核心工艺难点，提供标准化/定制化产线，产品线持续拓宽，后发留置针、胰岛素笔、预灌封、隐形眼镜等产线订单加速在手、洽谈、合作调试、推进阶段，疫后生产复苏+新品订单上量加速有望迎来戴维斯双击。
- 行业自动化渗透率远低于海外，下游+上游双重国产替代放量提速。**中国医耗自动化生产装备起步较晚，外企占据主导地位，公司的竞争对手主要包括加拿大ATS（留置针，胰岛素针，预灌封）、瑞士米克朗（自动注射器、干粉吸入器等）、德国HH（药品包装设备）、德国AlphaPlan（透析器自动化装配线）和德国Filatech（纺丝线）等。医美、胰岛素、预灌封等下游市场需求旺盛，2021年中国医用低值耗材市场规模达到1057亿元，2016-2021年CAGR达到18.7%，国内自动化装备渗透率低，提升空间巨大。集采加速下游医用耗材智能装备降本，生产端自动化率有望进一步提升。
- 高性价比优势把握降本替代关键，先发优势深度绑定下游客户。**公司装备产量效率、合格品率、时间稼动率等关键性能参数对标国外厂商，价格通常仅为国外厂商的1/3-2/3，高性价比把握降本替代关键点。医用耗材智能装备高度定制化，公司通过先发优势深度绑定客户，高壁垒铸就强粘性，服务国内80%以上的中大型医用高分子耗材生产企业，并于2022年认购威高自动化51%的股权，进一步深化与下游合作。
- 进军CDMO，发力百亿蓝海隐形眼镜代工市场。**公司2022年5月成立子公司迈得顺，进军隐形眼镜制造领域。隐形眼镜蓝海百亿级市场，当前生产代工企业主要为中国台湾厂商金可国际（海昌）、精华光学等，长期为四大厂、日韩、国产品牌代工。国内隐形眼镜代工受限于设备采购、技术滞后、良率低等因素，代工产能及成本受限。公司凭借先进技术或将外拓眼科多业务代工，成长空间巨大。
- 投资建议：**公司深耕医用耗材智能装备二十载，市占率持续排名第一，龙头地位凸显。产品线不断拓宽，留置针、胰岛素笔、预灌封等产线有望持续发力。隐形眼镜代工新业务有望带来成长新增量。我们预计2022-2024年营业收入分别为3.84/5.85/7.68亿元，同比增长21.8%/52.3%/31.3%；归母净利润分别为0.65/1.21/1.59亿元，同比增长1.5%/84.3%/31.7%，对应PE分别为51/28/21X（对应2023年3月3日收盘价）。给予公司23年50倍PE，对应市值60亿，对应76%空间。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**订单确认不及预期，疫后生产恢复不及预期，海外销售不及预期，隐形眼镜注册证获批进度不及预期。



股票数据

总股本(百万股):	83.90
流通 A 股(百万股):	83.90
52 周内股价区间(元):	18.31-41.56
总市值(百万元):	3,362.76
总资产(百万元):	983.42
每股净资产(元):	9.12

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	263	316	384	585	768
(+/-)YOY(%)	25.6%	19.9%	21.8%	52.3%	31.3%
净利润(百万元)	59	64	65	121	159
(+/-)YOY(%)	26.4%	9.2%	1.5%	84.3%	31.7%
全面摊薄 EPS(元)	0.70	0.77	0.78	1.44	1.89
毛利率(%)	53.0%	50.1%	50.5%	51.8%	51.8%
净资产收益率(%)	8.0%	8.4%	8.2%	13.1%	14.7%

资料来源: 公司年报 (2020-2021), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. 专注医用耗材自动化装备，乘产业链东风有望快速发展	6
1.1. 业绩稳定增长，股权激励彰显信心	7
2. 自动化智造领军者，多因素推动公司持续成长	9
2.1. 中国医耗自动化装备起步较晚，国产崛起打破垄断	9
2.2. 产品力对标国外厂商，先发优势深度绑定下游客户	10
2.3. 下游市场持续扩容，生产自动化渗透率提升空间大	13
3. 布局隐形眼镜产业，有望开启第二增长曲线	16
3.1. 隐形眼镜百亿市场，细分赛道增长动能强劲	16
3.2. 进军隐形眼镜赛道，需求加速扩张下业务有望迅速放量	18
4. 盈利预测与估值	19
4.1. 盈利预测	19
4.2. 投资建议	20
5. 风险提示	21

图表目录

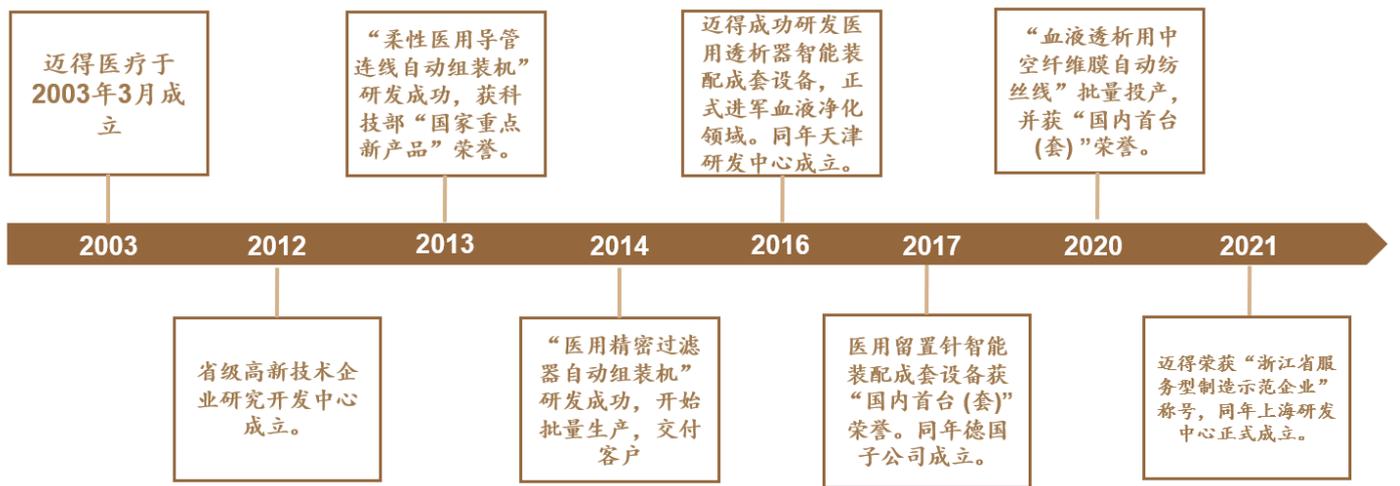
图 1: 迈得医疗发展历程	6
图 2: 公司产品分为安全输注类和血液净化类	6
图 3: 2013-2022Q1-3 公司营业收入稳健增长 (百万元)	7
图 4: 2013-2022Q1-3 公司归母净利润持续增长 (百万元)	7
图 5: 2014-2022H1 年公司主营业务构成 (%)	7
图 6: 公司自动化装备以安全输注类为主 (%)	7
图 7: 2013-2022Q1-3 公司毛利率及净利率 (%)	8
图 8: 2013-2022Q1-3 销售、管理及研发费用率 (%)	8
图 9: 公司股权结构 (截至 20220930)	8
图 10: 中国医用耗材自动化装备发展过程	9
图 11: 65 岁以上人口数量及比重加速提升	10
图 12: 慢性病患率随年龄加速提升	10
图 13: 2016-2021 年公司部分产品销售量 (台)	11
图 14: 中国低值医用耗材市场规模 (单位: 亿元)	13
图 15: 低值医用耗材细分市场 (%)	13
图 16: 注射器产品需求量 (单位: 亿支)	13
图 17: 注射穿刺器械市场规模 (单位: 亿元)	13
图 18: 2020 年中国胰岛素产品竞争格局	14
图 19: 2019 年国内留置针市场格局	14
图 20: 国内透析器市场规模	15
图 21: 透析器竞争格局 (2021 年)	15
图 22: 预灌封注射器广泛应用于生物药、医美及疫苗领域	15
图 23: 中国生物药市场规模 (单位: 亿元)	16
图 24: 中国注射类医美市场规模 (单位: 亿元)	16
图 25: 公司产品种类丰富, 满足下游多种不同需求	16
图 26: 中国隐形眼镜市场规模持续增长 (亿元)	17
图 27: 中国美瞳市场规模持续增长 (亿元)	17
图 28: 中国隐形眼镜渗透率较低 (%)	17
图 29: 2021 年中国隐形眼镜市场格局 (按类型)	17
图 30: 2021 年中国隐形眼镜市场格局 (按品牌)	17
图 31: 国内隐形眼镜生产厂商竞争格局分析	18
图 32: 2015-2021 年中国隐形眼镜进口数量持续增加	19

图 33: 2021 年中国隐形眼镜进口来源主要为中国台湾	19
表 1: 公司股权激励方案	8
表 2: 中国医疗耗材自动化装备企业	9
表 3: 公司装备性能指标基本达到国内外先进水平	11
表 4: 公司装备持续进行工艺完善, 提升产品质量	12
表 5: 2016-2019H1 公司前五大客户黏性强	12
表 6: 2020-2025 年胰岛素针市场规模预测	14
表 7: 公司隐形眼镜生产有多个在研项目 (截至 20220630)	19
表 8: 公司收入预测	20
表 9: 可比公司估值	21

1. 专注医用耗材自动化装备，乘产业链东风有望快速发展

迈得医疗是中国医用耗材装配自动化设备先进制造商。迈得医疗工业设备股份有限公司创建于 2003 年 3 月，是一家从事医用制品装配自动化设备的设计、开发、制造、销售为一体的高新技术企业。经过 10 多年的发展，公司从研发制造医用耗材自动化生产线开始，构建起智能装备、专业软件、工艺开发三大业务体系，明确了由单纯的“设备供应商”向“整体解决方案的供应商”过渡。其自主研发的输液类管路、医用留置针、纺丝线、血液透析器智能生产线，获得了中国国家级创新荣誉，并为全球数百家客户定制了 3000 余项系统性解决方案，已成为中国医用制品装配自动化行业的领先者。

图 1：迈得医疗发展历程



资料来源：公司官网，德邦研究所

公司产品分为安全输注类装备和血液净化类装备。公司的主要产品为医用耗材智能装备，主要用以组装安全输注类和血液净化类医用耗材，其中，安全输注类装备主要用于 COP 预灌封或安全自毁式注射器、预充式冲管注射器、胰岛素注射器、安全注射针、留置针、胰岛素针、采血针、微型安全采血针、导尿管、输液器、中心静脉导管等医用耗材的组装、检测、包装等环节；血液净化类设备主要用于血液透析器和透析管路的组装检测与包装、中空纤维膜纺丝线制丝等环节。

图 2：公司产品分为安全输注类和血液净化类

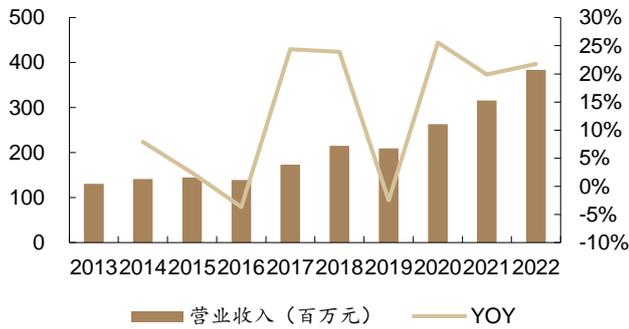


资料来源：公司招股说明书，公司公告，德邦研究所

1.1. 业绩稳定增长，股权激励彰显信心

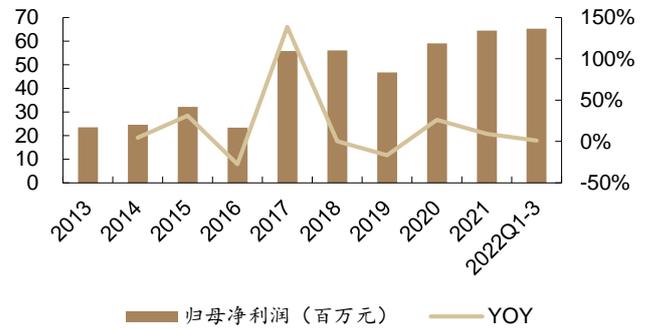
公司营业收入及净利润稳健增长。2022 年公司营业收入 3.84 亿元，同比增长 21.76%，归母净利润 0.65 亿元，同比增长 1.18%。利润端增速低于收入端主要系股份支付费用、员工薪酬增加、专利费用及研发项目开展导致管理费用及研发费用增加所致。剔除股份支付费用影响后的归母净利润为 0.79 亿元，同比增长 15.99%。近年来公司营收保持稳健增长，2013-2022 年公司营收 CAGR 12.7%，归母净利润 CAGR 12.0%。

图 3：2013-2022Q1-3 公司营业收入稳健增长（百万元）



资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

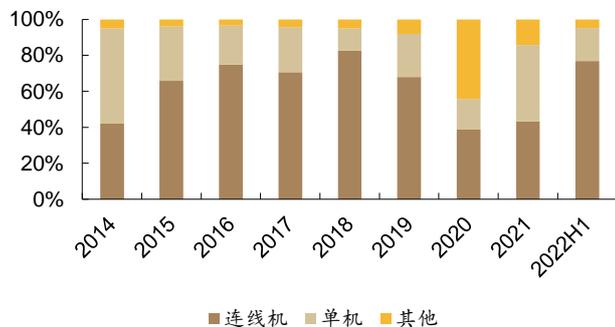
图 4：2013-2022Q1-3 公司归母净利润持续增长（百万元）



资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

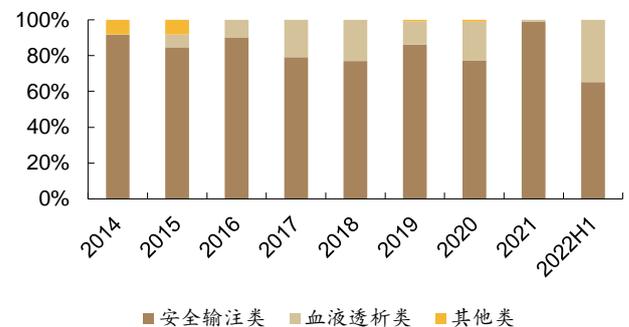
收入端看，公司装备包括连线机及单机，安全输注类产品贡献大多数营收。单机装备是指仅将物料加工或组装形成医用耗材特定零部件的智能装备，连线机装备是指将物料加工或组装形成医用耗材模块或者整个医用耗材的智能装备。安全输注类装备和血液净化类装备均可分为单机和连线机。2022H1 公司以销售连线机为主。装备类型上，安全输注类装备为公司贡献大多数收入，血透类装备占比有所提升。

图 5：2014-2022H1 年公司主营业务构成 (%)



资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

图 6：公司自动化装备以安全输注类为主 (%)

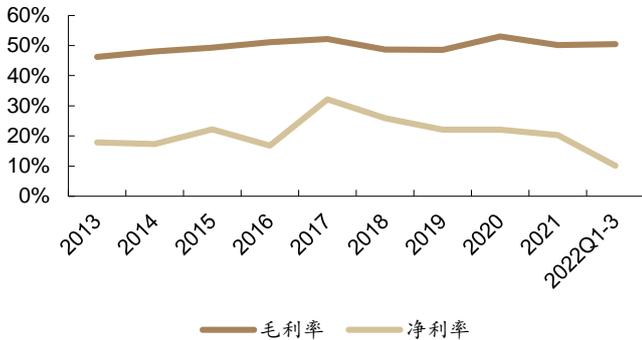


资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

毛利率维持稳定，费用端短期增加。2013-2022Q1-3，公司毛利率稳定在 45%-50% 区间，净利率短期内有所下滑。费用端看，2022Q1-3 公司销售及费用率保持平稳，研发费用率有所上升 (+2.1pct)，管理费用率大幅上升 (同比+12.2pct)。其中管理费用率上升主要系职工薪酬增加较多，股份支付金额、专利费增加较多所致；

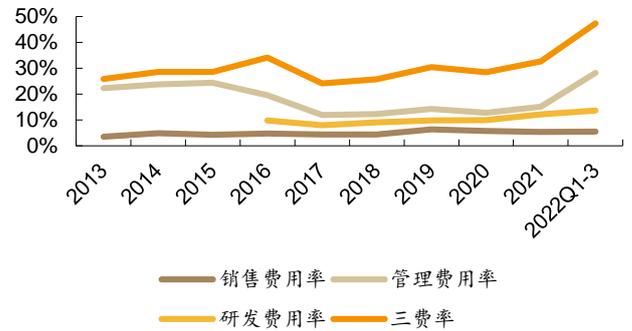
研发费用率上升研发项目逐步开展,致使直接材料投入与研发薪酬增多所致。费用端大幅增加导致公司净利润短期承压,随着未来费用端逐渐平稳,公司净利润率有望回升。

图 7: 2013-2022Q1-3 公司毛利率及净利率 (%)



资料来源: wind, 公司公告, 德邦研究所

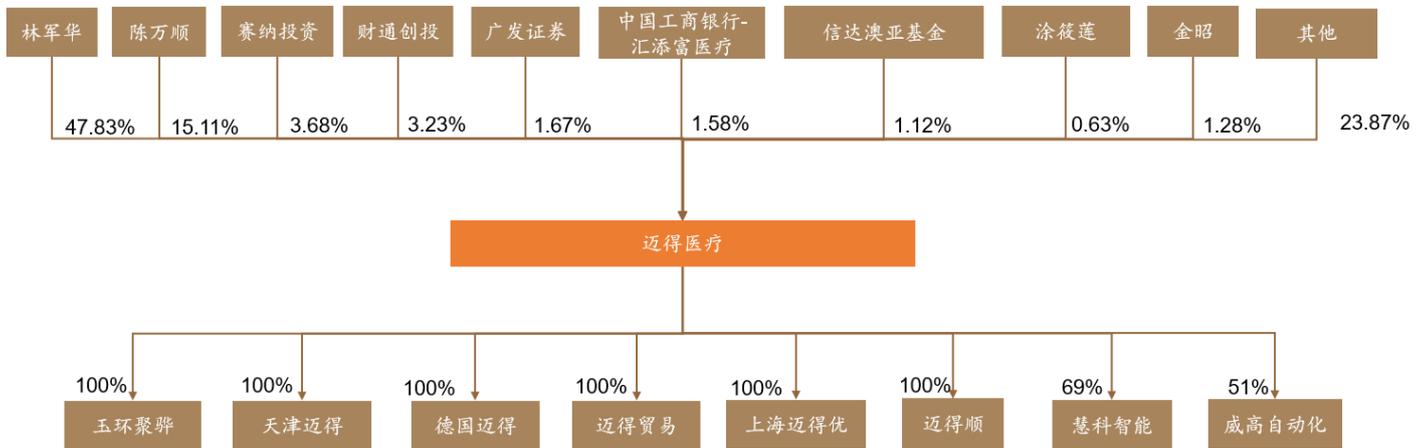
图 8: 2013-2022Q1-3 销售、管理及研发费用率 (%)



资料来源: wind, 公司公告, 德邦研究所

股权结构稳定, 股权激励彰显发展信心。截至 2022 年 9 月 30 日, 公司实际控制人林军华通过直接和间接方式持有公司 50.33% 的股份, 股权集中度较高, 子公司方面, 公司拥有 6 家全资子公司及 2 家控股子公司, 全方位布局制造业务、研发服务、软件开发。公司股权激励方案于 2021 年落地, 草案拟对 62 名包括公司董事、高级管理人员、核心技术人员等在内的激励对象以 15 元/股的价格授予限制性股票 146 万股, 彰显公司发展信心。

图 9: 公司股权结构 (截至 20220930)



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

表 1: 公司股权激励方案

归属期	对应该考核年度	业绩考核目标
第一个归属期	2021	以 2018-2020 年三年营业收入均值为基数, 2021 年的营业收入增长率不低于 30%;或以 2018-2020 年三年归母净利润均值为基数 2021 年归母净利润增长率不低于 30%。
第二个归属期	2022	以 2018-2020 年三年营业收入均值为基数, 2022 年的营业收入增长率不低于 60%;或以 2018-2020 年三年归母净利润均值为基数 2022 年归母净利润增长率不低于 60%。
第三个归属期	2023	以 2018-2020 年三年营业收入均值为基数, 2023 年的营业收入增长率不低于 90%;或以 2018-2020 年三年归母净利润均值为基数 2023 年归母净利润增长率不低于 90%。

资料来源: 公司公告, 德邦研究所

2. 自动化智造领军者，多因素推动公司持续成长

2.1. 中国医耗自动化装备起步较晚，国产崛起打破垄断

中国医用耗材自动化装备起步较晚，发展迅速。复盘国内医用耗材自动化装备发展历史，在早期发展阶段，中国医用耗材生产工艺相对较为落后，生产方式依赖于人工生产。20世纪80年代末起中国开始从国外进口功能相对简单的医用耗材生产设备，90年代以哈娜好（日本）、碧迪（美国）为代表的外资企业进入中国，21世纪中国开始出现以输注类医用耗材生产设备为主的自动化设备制造国产企业。近年来，随着国内医用耗材的质量要求不断提高，医用耗材生产过程监管日益趋严，同时人口红利逐渐消退，国内医用耗材生产企业对智能化生产设备的需求也持续提高。

图 10：中国医用耗材自动化装备发展过程

20世纪80年代末	20世纪90年代	21世纪初	2009年至今
开始从国外进口生产设备；引进的设备的功能较为简单	外资企业进入中国；国外技术较为保密；国内企业对进口设备模仿和优化改良。	出现专业研发生产医用耗材自动化设备企业；早期研发以输注类医用耗材为主要方向。	2009年前后生产出局部自动化医用耗材设；近几年，医用耗材生产企业对智能化生产设备的需求不断提高

资料来源：共研网，德邦研究所

外资企业占据主导地位，国产品牌逐渐崛起打破垄断。竞争格局看，目前我国医用耗材智能装备市场企业主要有意大利 Kahle、加拿大 ATS、瑞士米克朗、德国阿尔法普兰、德国 FilaTech、烟台凯博、迈得医疗等。公司的竞争对手主要包括加拿大 ATS（留置针，胰岛素针，预灌封等）、瑞士米克朗（自动注射器、笔杆式注射器、干粉吸入器等）、德国 HH（干粉吸入器、药品包装设备）、德国 AlphaPlan（透析器自动化装配线）和德国 Filatech（纺丝线）。由于外资企业发展历史悠久，技术积淀深厚，部分技术难度较高的高值医用耗材生产严重依赖进口设备。随着国内高值医用耗材的市场需求不断增加，以及政府对国产高值医用耗材的大力支持，国内智能装备生产企业不断增加对高值医用耗材智能装备的研发投入，成功打破了进口垄断，未来有望实现国产替代。

表 2：中国医疗耗材自动化装备企业

企业	介绍
Kahle Automation S.r.l. (意大利 Kahle)	Kahle 是一家全球领先的一次性医用耗材自动化组装设备供应商，业务范围涵盖了加工、检验、测试和包装等所有类型的产品，包括注射器、套管、留置针等用于耗材生产的设备和用于制药的设备等，拥有美国、意大利等制造基地。
ATS Automation Tooling Systems Inc(加拿大 ATS)	ATS 是一家致力于为世界领先的制造商提供先进的工厂自动化解决方案的企业，业务范围涵盖生命科学类(医疗器械、制药、诊断)、运输类(汽车、动力系、航天航空)、能源类(太阳能领域、核能领域)、消费品与电子产品类。
Mikron Holding AG (瑞士米克朗)	Mikron Holding AG 主要从事自动化和机加工系统的开发、生产和销售，业务范围涵盖汽车、制药/医疗器械、消费品、建造/建筑、电气/电子等行业。其主要产品包括全数控高精度旋转印机、适用于小型精密零件的多功能加工系统等。
Alpha Plan	Alpha Plan 是全球领先的透析器自动化装配线生产商，努力为膜基医疗用品提供

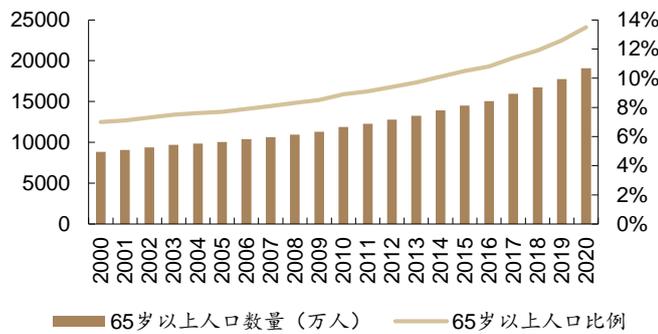
(德国阿尔法普兰)	最先进的制造技术，它的客户分布于 20 多个国家，其主要产品为透析器自动装配线等全自动化生产线
Filatech (德国 FilaTech)	Filatech 是一家为工厂、实验室和研究机构提供全套膜纺丝的专业设备制造商。目前的重点是医用和科技领域的中空膜纤维的解决方案。其主要产品为中空膜纤维生产系统、工程、水溶剂处理以及全过滤器生产系统等
烟台凯博	烟台凯博自动化设备有限公司立足于自主研发，同时能够为食品、电子、医药等行业提供各类非标准自动化设备定做服务，能够为客户提供生产解决方案。主要产品包括医用配件组装设备、输液器组装设备、注射器组装设备、包装设备等。
迈得医疗	公司生产的智能装备主要用以自动化装配、检测该等零部件，使其成为一个完整的耗材成品或半成品。公司的主要产品包括安全输注类、血液净化类两大类设备。

资料来源：共研网，德邦研究所

多重因素催化下医用耗材自动化装备市场有望持续扩容：

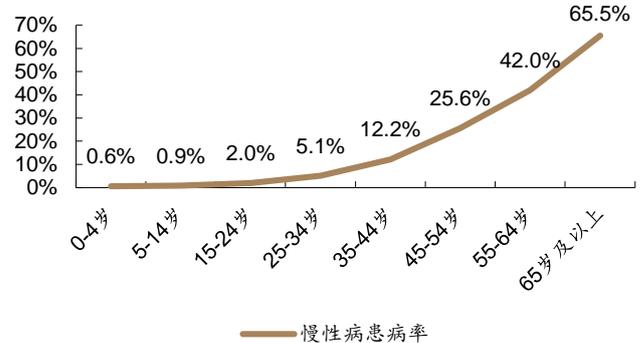
- **人口老龄化背景下，下游器械市场不断扩大。**受人口老龄化日渐加剧、慢性病患者持续增加等因素的叠加影响，中国医疗器械市场规模将持续增长，下游需求有望持续释放。根据《中国医疗器械蓝皮书（2021 版）》数据显示，2020 年中国医疗器械产业规模达 7,721 亿元，同比增长 21.76%，预计 2022 年中国医疗器械行业市场规模将超 9,000 亿元。

图 11：65 岁以上人口数量及比重加速提升



资料来源：国家统计局，德邦研究所

图 12：慢性病患率随年龄加速提升



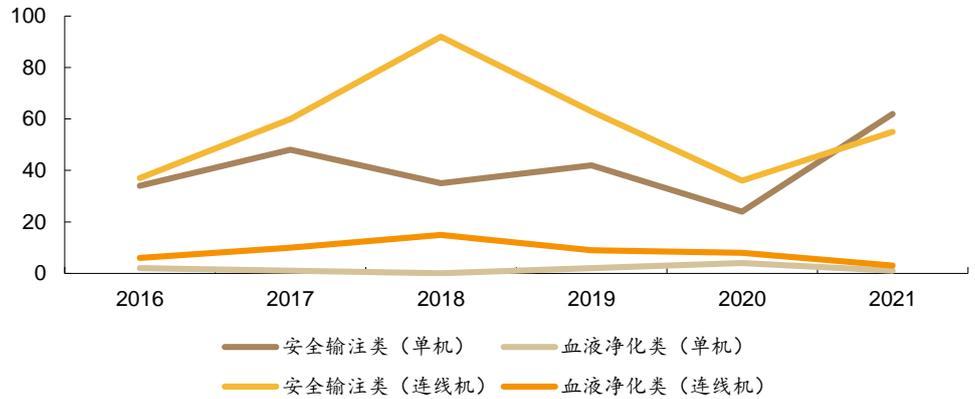
资料来源：《中国康复和养老行业发展现状和经营模式分析》，德邦研究所

- **监管趋严+耗材集采促使下游医械企业提升质控，加大智能装备投入。**2021 年 6 月起实施的新的《医疗器械监督管理条例》对涉及质量安全的违法行为提高处罚力度，严格的监管使得下游医疗器械企业更加注重产品质量规范，相较于人工组装，自动化流水线质量管控更为优秀。医疗耗材带量采购政策有望加速高值耗材领域的国产替代进程，相关械企预计将持续加快数字化、智能化生产来提高产品质量、降低生产成本，对自动化智能装备的需求有望增加。
- **政策大力支持医用耗材自动化装备自主化。**2021 年由工信部等八部门联发的《“十四五”智能制造发展规划》指出“大力发展智能制造装备，主要包括 4 类：基础零部件和装置、通用智能制造装备、专用智能制造装备以及融合了数字孪生、人工智能等新技术的新型智能制造装备。”，十部门联发《“十四五”医疗装备产业发展规划》指出“到 2025 年，医疗装备全产业链优化升级，基础零部件及元器、基础工艺和产业技术基础等瓶颈短板基本补齐”。

2.2. 产品力对标国外厂商，先发优势深度绑定下游客户

公司国内市占率长期位居第一，装备销量保持增长。2019、2020、2021 年公司产品的市场占有率在全国同行业持续排名第一，销量方面，2016-2021 年血液净化类装备销量维持稳定，安全输注类装备销量在经历了 2016-2018 年的快速增长后，于 2019-2020 年出现回落。2021 年，安全输注类产品销量大幅回升，单机装备和连线机装备销量分别同比大幅增加 158.3%和 52.8%。我们认为，随着下游医用耗材自动化升级进程加速，公司装备销量有望加速提升。

图 13: 2016-2021 年公司部分产品销售量 (台)



资料来源: 公司招股说明书, 公司公告, 德邦研究所

产品性能对标国外厂商，有望通过性价比优势提升市场份额。公司的竞争对手主要包括加拿大 ATS、瑞士米克朗、德国 HH、德国 AlphaPlan (透析器自动化装配线)和德国 Filatech (纺丝线)。公司深耕医用耗材智能装备领域数十年，产品经过反复打磨，技术性能持续提升。以输液器自动组装机、留置针自动组装机及血液透析器自动组装机为例，公司产品在单位时间合格品产量、合格品率及时间稼动率等关键技术性能指标可对标国外厂商，且普遍优于国内其他厂商。价格方面，公司产品的价格仅为国外同类产品价格的 1/3-2/3，而且售后服务方面的成本更低，售后响应更加及时，产品具有较高的性价比优势，有望实现市场份额的持续提升。

表 3: 公司装备性能指标基本达到国内外先进水平

技术水平	代表性产品		关键技术指标			
	产品大类	产品小类	单位时间合格品产量	效率(PCS/H, 每小时最高产量)	合格品率	时间稼动率
公司			3969.00	4500	98.00%	90.00%
国外厂商	安全输注类	输液器	3175.20	3600	98.00%	90.00%
国内厂商			3571.20	4800	93.00%	80.00%
公司			2052	2400	95.00%	90.00%
国外厂商	安全注入类	留置针	3078	3600	95.00%	90.00%
国内厂商			576*	800	90.00%	80.00%
公司			356.4	400	99.00%	90.00%
国外厂商	血液净化类	血液透析器	356.4	400	99.00%	90.00%
国内厂商			国内大部分厂商提供的是半自动化生产设备，设备的整体效能较低，难以取得其可靠的数据			

资料来源: 公司招股说明书, 德邦研究所 (注*:国内大部分厂商提供的是半自动化生产设备, 设备的整体效能较低。数据主要来自于下游规模较大, 知名度较高, 在医用耗材领域具有重要影响力, 掌握着信息优势的厂商提供的说明性资料, 国内外主要厂商的官网或新闻资讯, 以及公司在市场营销、行业技术跟踪等渠道了解的信息。)

工艺升级构建宽厚护城河，打造卓越产品力。公司深耕医用耗材智能装备领

域数十年，在提供产品与服务中，公司可根据客户的需求给出定制化的智能装备研发生产方案，帮助客户解决生产工艺问题的同时提供硬件加软件的综合服务，从设备、软件、生产工艺解决等，使客户对公司有较强的粘附性。公司不断进行工艺改进，将留置针自动组装机、血液透析器自动组装机等设备的精度、良品率、使用寿命等各项性能指标进行提升，从实际出发解决客户需求。

表 4：公司装备持续进行工艺完善，提升产品质量

产品类型	产品工艺改进或提升产品质量	技改后带来的收益结果
留置针自动组装机	莱距离直配方式更改为在线检测计算配合方式	莱距离公差精度提升： 改之前莱距离公差精度：≤0.2-0.8mm 改之后莱距离公差精度：≤0.2-0.5mm 提升临床使用时穿刺静脉血管成功率
	将留置针钢针与针座前点胶工艺更改为尾端点胶工艺	产品废品率降低： 改之前废品率：≤1%-1.5% 改之后废品率：≤0.0001%
	熔头模具更改	改之前：熔头模具使用寿命约：5 万/个，熔头合格率：94%； 改之后：熔头模具使用寿命约：≥100 万/个，熔头合格率：97%
	导管装配由水平组装改为竖立组装	产品废品率降低：改之前废品率：≤1%-2% 改之后废品率：≤0.1%
	导管装配由先点 UV 胶后插入，改为先插入后点 UV 胶，水平组装改为竖立组装	点胶均匀度提高：改之前：不均匀度不良率≤0.5% 改之后：不均匀度不良率≤0.01%
血液透析器自动组装机	注胶分配结构优化改进	注胶分配量不良率降低：改之前：胶水分配不均不良率≤0.1% 改之后：胶水分配不均不良率≤0.0001% 能实现在线纯蒸汽灭菌，并能与主水循环管路分开灭菌； 能将湿测和烘干两个工艺综合在一起，减少物料的搬运、装夹等动作； 注水前采用真空，能加快润膜过程，减少因润膜不充分产生气泡对泄漏测试的影响； 采用膜内外腔同步注水，保障润膜充分完整
	湿水检测烘干一体	新增设备管理生产管控平台，通过该平台实现了设备生产数据透明化，设备智能化以及生产过程可追溯，进一步提升了设备的智能化水平。并且配备了 UDI 管理终端，支持国家的 UDI 编码数字化管理，实现了设备生产的全流程管理
	新增设备管理生产管控平台	

资料来源：公司公告，德邦研究所

定制化设备兼容性要求高，公司通过先发优势深度绑定下游客户。由于医用耗材智能装备以定制化生产为主，相关软件接口、设计路线等技术均由公司掌握，新的其他设备供应商往往由于技术体系不同的原因而无法与已有设备衔接，因此客户设备改造升级对公司有一定依赖。公司通过先发优势深度绑定下游客户，服务国内 80% 以上的中大型医用高分子耗材生产企业，与威高股份、康德莱等国内外知名企业建立稳定合作关系。2022 年公司与威高集团达成战略合作，认购威高自动化 51% 的股权，有望深度绑定为其耗材智能装备供应商。

表 5：2016-2019H1 公司前五大客户黏性强

年度	序号	客户名称	产品内容	销售额(万元)	占营业收入比例(%)
2019 年 1-6 月	1	山东威高	安全输注类智能装备、血液净化类智能装备	1,666.48	20.97
	2	三鑫医疗	安全输注类智能装备、血液净化类智能装备	1,253.85	15.78
	3	Ailiton LLC	安全输注类智能装备	857.33	10.79
	4	江苏吉春	安全输注类智能装备	781.46	9.83
	5	广东弘和	安全输注类智能装备	580.77	7.31
			小计		5,139.89
2018 年	1	三鑫医疗	安全输注类智能装备、血液净化类智能装备	4,948.59	23.03
	2	山东威高	安全输注类智能装备	2,476.38	11.52
	3	河南曙光	安全输注类智能装备	2,472.40	11.51

2017年	4	江西益康	安全输注类智能装备	2,396.55	11.15
	5	康德莱	安全输注类智能装备	2,185.04	10.17
	小计			14,478.96	67.38
	1	江西洪达	安全输注类智能装备、血液净化类智能装备	4427.48	25.53
	2	上海金塔	安全输注类智能装备	1,807.13	10.42
	3	山东威高	安全输注类智能装备、血液净化类智能装备	1,540.40	8.88
	4	千禧光	安全输注类智能装备	1,093.85	6.31
	5	三鑫医疗	安全输注类智能装备、血液净化类智能装备	884.86	5.1
	小计			9,753.72	56.25
	2016年	1	江西洪达	安全输注类智能装备	4893.16
2		三鑫医疗	安全输注类智能装备、血液净化类智能装备	1991.84	14.29
3		江苏吉春	安全输注类智能装备	1548.43	11.11
4		山东威高	安全输注类智能装备	1,477.22	10.59
5		江西科伦	安全输注类智能装备	633.21	4.54
小计			10,543.87	75.62	

资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

2.3. 下游市场持续扩容，生产自动化渗透率提升空间大

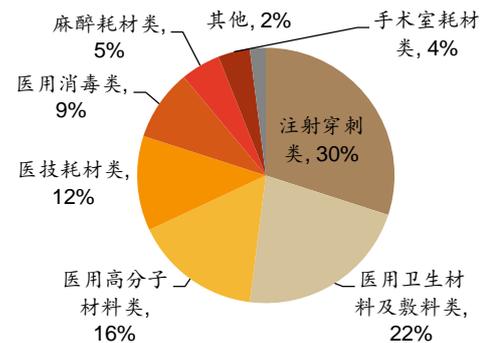
中国低值医用耗材市场规模增长迅速，生产自动化渗透率低。低值医用耗材指医院在开展医疗服务过程中经常使用的一次性卫生材料，随着中国经济发展与老龄化加速，医疗耗材行业进入快速发展期，产品换代、消费升级和产品附加值提升推动行业空间扩容。2021年中国医用低值耗材市场规模达到1057亿元，2016-2021年CARG达到18.7%。相比于规模庞大的耗材市场，医用耗材生产智能装备由于技术含量高、非标准化，目前中国医用耗材制造企业整体生产自动化率较低，智能化水平仍处于起步阶段，提升空间巨大。

图 14：中国低值医用耗材市场规模（单位：亿元）



资料来源：观研报告网，德邦研究所

图 15：低值医用耗材细分市场 (%)

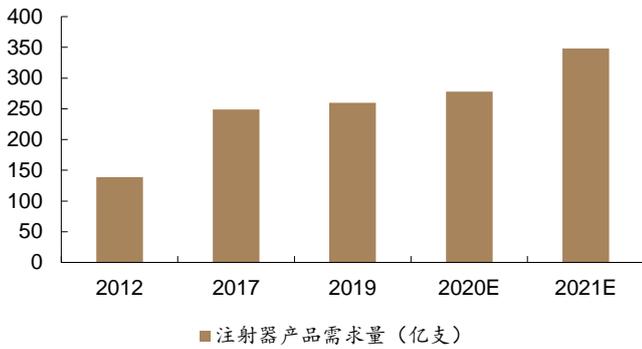


资料来源：医械世界，德邦研究所

输液器、注射器产品需求持续扩容。根据医械世界的统计数据，在中国低值医用耗材市场中注射穿刺类产品占比最大，市场份额占比达30%。2019年国内市场需求量约260亿支，2021年传统输注穿刺业务市场规模达到约291亿元。近年来，我国新型专科和消费类穿刺产品兴起，如取卵针、美容针、胰岛素针和植发针等。随着消费升级和产品更新换代，我们预计未来输注穿刺类产品的需求将持续扩容。

图 16：注射器产品需求量（单位：亿支）

图 17：注射穿刺器械市场规模（单位：亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，德邦研究所

资料来源：前瞻产业研究院，贝普医疗招股书，医械汇，德邦研究所

我国糖尿病患者为全球最多，据 IDF 数据，2019 年中国糖尿病患者人数约为 1.2 亿人，未来随着老龄化加剧及人们对健康意识的提升，预计胰岛素及胰岛素针的需求量将逐年增长。我们预测到 2025 年我国胰岛素针的市场规模为 128.1 亿支，2019-2025 年的 CAGR 为 40.1%。

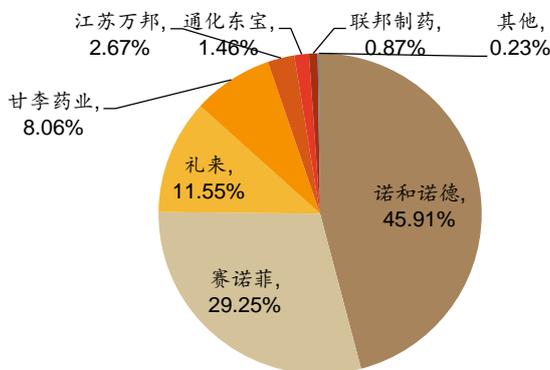
表 6：2020-2025 年胰岛素针市场规模预测

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
糖尿病患者 (亿人)	1.16	1.18	1.19	1.21	1.22	1.24	1.25
yoy		1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
糖尿病使用胰岛素治疗率	2%	4%	6%	8%	10%	12%	14%
胰岛素使用人数 (百万人)	2.3	4.7	7.1	9.6	12.2	14.8	17.5
胰岛素针使用频率 (次/天)	2	2	2	2	2	2	2
胰岛素针市场规模 (亿支)	16.9	34.3	52.1	70.4	89.2	108.4	128.1

资料来源：IDF，德邦研究所

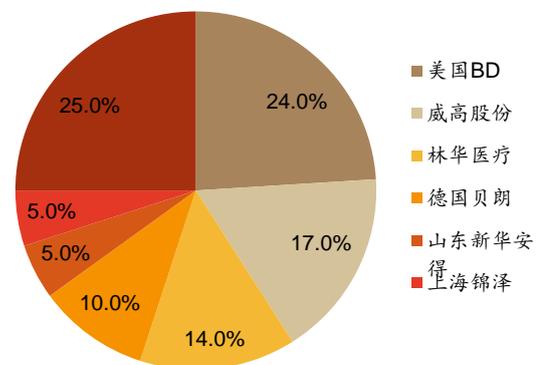
留置针、胰岛素针等耗材国产化率提升空间大。从胰岛素产品竞争格局来看，2020 年诺和诺德、赛诺菲和礼来 3 家外资药企占据胰岛素用药市场超过 80% 份额。随着甘李药业、通化东宝、联邦制药等本土药企持续发力，国内胰岛素厂商的市场份额将逐步提升。国内留置针市场格局较为集中，2019 年 CR5 占据 70% 的市场份额。在未来留置针、胰岛素集中带量采购的背景下，其市场格局也将会发生变化，国产化率将进一步提升。

图 18：2020 年中国胰岛素产品竞争格局



资料来源：米内网，《胰岛素产能保障影响因素和扩产周期评估研究报告》，德邦研究所

图 19：2019 年国内留置针市场格局

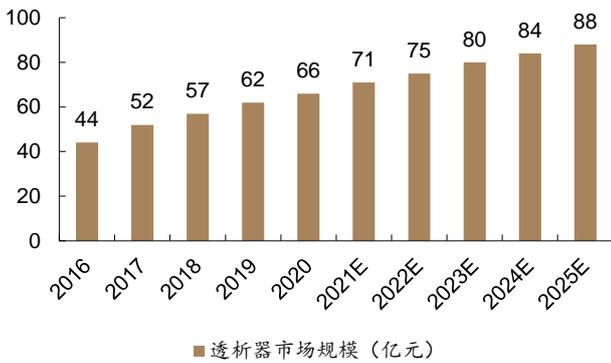


资料来源：百合医疗招股书，德邦研究所

血液透析器市场国产替代可期。透析是治疗终末期肾病的主流方案，随着人

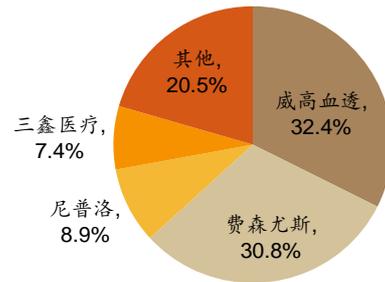
口老龄化、慢性病发病率提升，我国 ESRD 患者人数逐年增长，催生出广阔的透析治疗需求。血液透析市场正加速扩容，根据蛋壳研究院的测算，2020 年透析器市场规模约 66 亿元，2025 年预计达 88 亿元。透析器是血透过程中的关键耗材，由 8000-12000 根空心纤维丝构成，由于膜材料生产及透析器封装工艺的技术壁垒较高，我国本土企业技术水平较为滞后，导致国产透析器清除率低、生物相容性较差，大部分厂商只能通过组装进口透析膜生产透析器，可自主生产透析器的国产厂商数较少，国产替代空间可期。

图 20：国内透析器市场规模



资料来源：蛋壳研究院，山外山公司招股书，德邦研究所

图 21：透析器竞争格局 (2021 年)



资料来源：威高血液招股书，德邦研究所

预灌封产品安全便捷，乘生物药及医美东风发展势头迅猛。预灌封注射器是一种将“药物储存”和“注射功能”融为一体的注射器，具有给药准确、药液利用率高、安全便捷等优势，多用于生物制药、疫苗及医美市场。近年来，随着国产技术实现突破以及国内生物制品的快速发展，预灌封注射器在国内的发展势头迅猛，市场规模快速增长。

图 22：预灌封注射器广泛应用于生物药、医美及疫苗领域



资料来源：安科生物，东方网，搜狐，德邦研究所

生物药增长潜力强劲。国内生物药发展尚处于早期阶段，具有较大的增长潜力。随着医保覆盖范围扩大及支付能力提高，未来中国生物药市场规模将持续增长，预灌封注射器的应用也将随之扩大。根据弗若斯特沙利文，2020 年中国生物药市场规模达到 3457 亿元，2016-2020 年 CARG 为 17%。

注射类医美市场规模快速增长。中国医美行业虽起步晚，但伴随着颜值经济

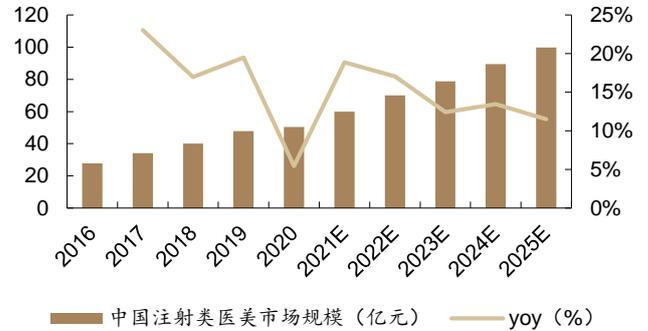
的崛起，市场规模持续快速发展。与填充物类医美器械相比，其保持效果较短，需持续进行注射以保持效果。2016-2020年，注射类医美市场规模由 27.8 亿元增长至 50.4 亿元，CARG 达到 16%，亿渡数据预计 2025 年将达到 99.7 亿元。目前医美机构和消费者对进口产品的偏爱度较高，但注射类医美器械国产化是未来发展趋势。

图 23：中国生物药市场规模（单位：亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，吉林省商务信息中心，德邦研究所

图 24：中国注射类医美市场规模（单位：亿元）



资料来源：迈得医疗年报，亿渡数据，德邦研究所

公司产品线完善，有望充分把握下游市场增长红利。针对预灌封注射器、留置针、胰岛素针等市场潜力大、进口替代空间大的产品，公司已具有完备的生产装备线，同时积极布局体外诊断、体内介入、呼吸、泌尿、麻醉等领域的耗材生产设备，有望充分把握下游市场增长红利，实现智能装备产品放量。

图 25：公司产品种类丰富，满足下游多种不同需求



资料来源：公司官网，德邦研究所

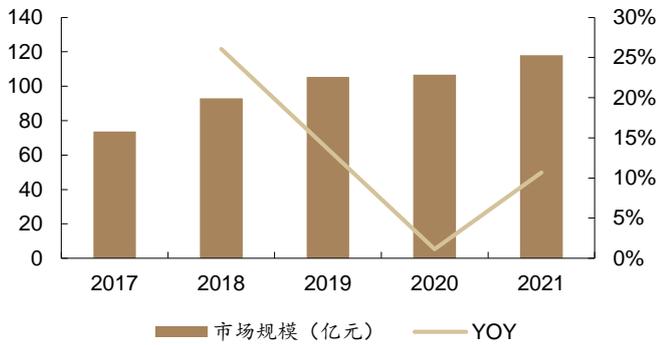
3. 布局隐形眼镜产业，有望开启第二增长曲线

3.1. 隐形眼镜百亿市场，细分赛道增长动能强劲

百亿级隐形眼镜市场，细分赛道增长动能强劲。隐形眼镜又叫角膜接触镜，是一种戴在眼球角膜上，用以矫正视力或保护眼睛的镜片。其从外观上和方便性方面给近视、远视、散光等屈光不正患者带来了很大改善，在控制青少年近视、散光发展，治疗特殊的眼病等方面也发挥了特殊的功效。中国隐形眼镜市场突破

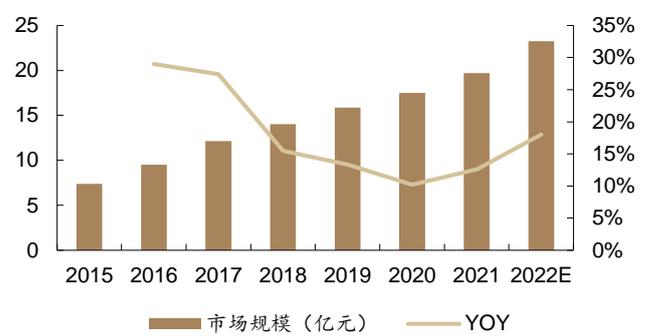
百亿量级，其中美瞳（彩色隐形眼镜）等细分赛道发展迅速。根据前瞻产业研究院及共研网，2021年中国隐形眼镜及美瞳市场分别达到118.1亿元及19.7亿元，2017-2021年CAGR分别为12.5%和12.9%。

图 26：中国隐形眼镜市场规模持续增长（亿元）



资料来源：前瞻产业研究院，Gfk数据，德邦研究所

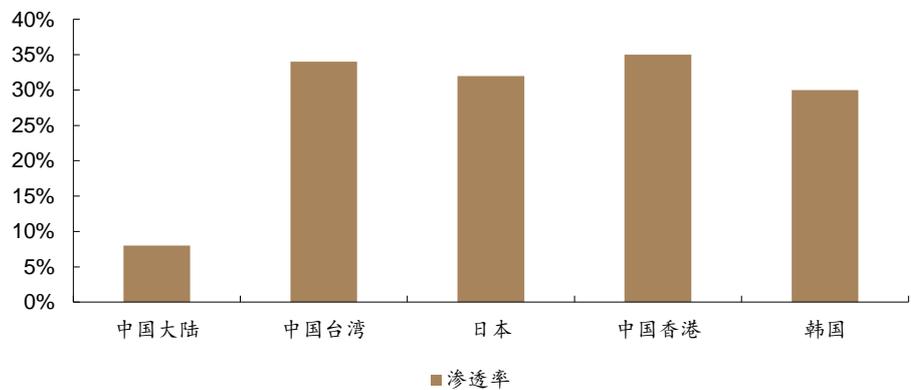
图 27：中国美瞳市场规模持续增长（亿元）



资料来源：共研网，德邦研究所

中国大陆隐形眼镜渗透率相对偏低，佩戴率仍有较大提升空间。根据前瞻网的数据，2020年中国大陆地区近视人口将达7亿，患病率近50%。面对如此大的近视人口基数，中国大陆隐形眼镜在近视人群中的渗透率仅8%，对标与大陆居民近视情况十分接近的东亚地区或国家，日本、中国台湾、中国香港的隐形眼镜渗透率分别为32%、34%、35%(占近视人口)，反映出中国大陆隐形眼镜的渗透率有提高的空间。

图 28：中国隐形眼镜渗透率较低（%）

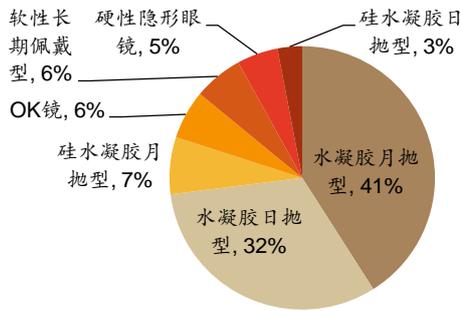


资料来源：强生视力健公司，前瞻产业研究院，德邦研究所

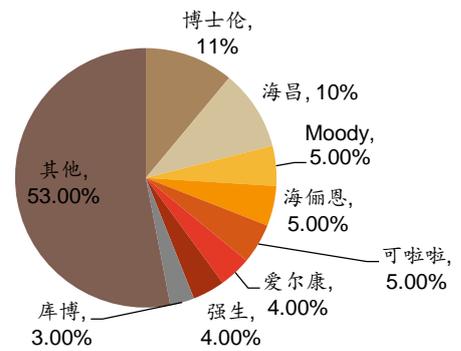
水凝胶日抛及月抛型镜片占据主流，外企市场份额居前。市场格局看，2021年中国隐形眼镜市场以水凝胶型镜片为主，其中月抛型和日抛型分别占比41%及32%。品牌看，国内隐形眼镜竞争格局较为分散且市占率变化较大，博士伦、海昌、穆迪等外企市场份额位居前列。

图 29：2021年中国隐形眼镜市场格局（按类型）

图 30：2021年中国隐形眼镜市场格局（按品牌）



资料来源：华经情报网，德邦研究所



资料来源：华经情报网，德邦研究所

国内隐形眼镜生产厂家主要分为四类。目前行业自主生产商仍以国际“四大厂”强生、博士伦、视康、爱尔康为首，在透明片市场占据绝对竞争优势；中国台湾厂商主要包括金可国际，精华光学，晶硕光学等，长期为四大厂、日韩品牌、国产品牌代加工，规模效应显著，除金可国际（海昌）外，其他公司自有品牌影响力较小。日韩厂商彩瞳产品丰富，设计先进，但受产能限制较大；国内厂商仍处发展阶段，业内认可度较高的厂家包括吉林瑞尔康、甘肃康视达等，但自有品牌认可度、知名度不及其他厂商。

图 31：国内隐形眼镜生产厂商竞争格局分析

“四大厂”	中国台湾厂商	日韩厂商	国内厂商
<p>厂家：强生、博士伦、视康、爱尔康</p> <ul style="list-style-type: none"> 传统医药公司，体量大，业务多，研发实力强。透明片市场占据绝对竞争优势，全球市占率超90%；美瞳占比小。 部分产品交台湾代工厂代加工，如晶硕光学为强生进行代工生产，精华光学与博士伦有一定合作。 	<p>厂家：金可国际，精华光学，晶硕光学，优你康光学</p> <ul style="list-style-type: none"> 拥有自主品牌，同时大多进行代加工业务。透明片市场占比小，业务相对单一，体量在十亿人民币上下 	<p>厂家：佩奈吉、SHO-BI、Seed</p> <ul style="list-style-type: none"> 日本本土收入体量大，在国内位处中游水平 美瞳产品丰富，设计先进，透明片市场占比小自有品牌，自产为主。 	<p>厂家：吉林瑞尔康、甘肃康视达</p> <ul style="list-style-type: none"> 体量较小，发展相对初级起步较晚，技术积累有一定差距。拥有自有品牌，同时大多进行代加工业务。

资料来源：华经情报网，德邦研究所

3.2. 进军隐形眼镜赛道，需求加速扩张下业务有望迅速放量

公司依托原有业务优势，进军隐形眼镜研发、制造与服务。2022年5月，公司根据未来发展战略规划，在做好自身主营业务的基础上，充分利用公司在智能装备方面及产业化工艺方面的独特优势，决定介入隐形眼镜制造领域，拟以自有资金1,000万元投资设立全资子公司迈得顺，开展隐形眼镜业务，进行隐形眼镜试验线开发，将根据试验线样品验证情况，确定后续量产投资规模和进度，为各隐形眼镜品牌商提供研发、制造与服务等。

多项在研项目，加速布局隐形眼镜生产流水线。公司持续对已有的技术工艺进一步深入研究并延伸，现有医用耗材智能装备研发体系与技术工艺平台在隐形

眼镜新业务的研发、生产中使用并深入拓展，例如注塑、印刷、液体喷注、固化、水化、供料、检测、组装、包装等技术。

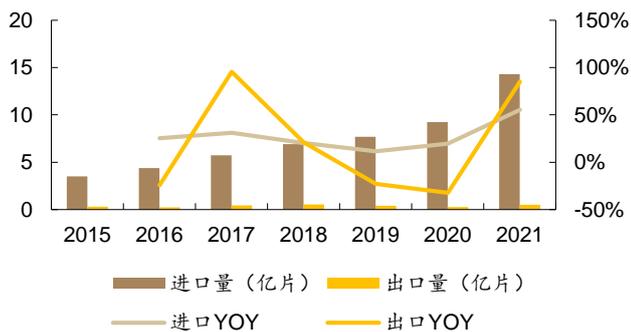
表 7：公司隐形眼镜生产有多个在研项目（截至 20220630）

在研项目	进展或阶段性成果	拟达到目标	技术水平	具体应用前景
隐形眼镜成膜脱模工艺研发	试制阶段	通过对隐形眼镜成膜脱膜工艺的研发，实现镜片脱膜成功率。	国内先进	隐形眼镜生产设备
隐形眼镜制镜注胶工艺研发	试制阶段	通过本项目的研发，解决在注胶过程中水凝胶少的问题	国内先进	隐形眼镜生产设备
隐形眼镜彩片移印工艺研发	试制阶段	通过本项目的研发，实现墨盒出墨均匀，同时移印头移印过程中不会出现衍生墨迹	国内先进	隐形眼镜生产设备

资料来源：公司公告，德邦研究所

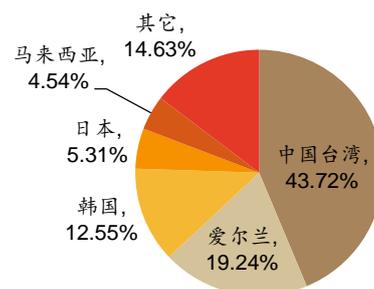
需求端加速扩张，公司隐形眼镜业务有望实现快速增长。根据中国海关总署数据，进口量看，2021 年中国隐形眼镜进口数量达到 14.3 亿片，2015-2021 年进口量 CAGR 达 26.5%，其中中国台湾是中国隐形眼镜片第一进口区域，进口量持续增长反映出国内对隐形眼镜的需求持续扩张。出口量看，中国当前隐形眼镜出口规模较小，近五年维持在 2000-5000 万片之间，其中 2021 年实现出口 5000 万片，未来增长空间巨大。公司有望持续受益于隐形眼镜行业的高速发展，实现自身业务的快速增长。

图 32：2015-2021 年中国隐形眼镜进口数量持续增加



资料来源：中国海关总署，华经情报网，德邦研究所

图 33：2021 年中国隐形眼镜进口来源主要为中国台湾



资料来源：华经情报网，中国海关总署，德邦研究所

4. 盈利预测与估值

4.1. 盈利预测

核心假设：

1) 安全输注与血液透析类：中国低值医用耗材市场规模增长迅速，输液器、注射器等输注类产品需求持续扩容；当前国内血液透析器生产企业的竞争力逐步提升，血液透析器国产替代进口正在加速推进。上述领域生产自动化渗透率低，公司作为行业龙头有望持续受益于下游自动化进程。疫后生产复苏+新品订单有望上量加速。

2) 预灌封类、胰岛素笔：预灌封产品安全便捷，下游生物药及医美应用持续拓展，市场规模快速增长；近年来国内胰岛素厂商市场份额逐步提升，未来胰岛素带量采购背景下，胰岛素笔国产化率将进一步提升，下游企业降本增效诉求

增强，对自动化设备的需求有望实现快速增长。

3) 其他类：隐形眼镜国内市场持续扩容，当前生产代工企业主要为中国台湾厂商，长期为其他品牌代加工。公司成立全资子公司，充分利用在智能装备方面及产业化工工艺方面的独特优势，布局隐形眼镜业务；公司经过与医用耗材生产企业多年的合作，已拥有了丰富的医疗器械产业化能力，具备进行隐形眼镜市场拓展的扩大产量优势与控制成本优势，有望打破中国台湾及外企在生产制造领域的长期主导地位

表 8：公司收入预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	263.17	315.53	384.18	585.00	767.89
YoY	25.59%	19.90%	21.76%	52.27%	31.26%
营业成本	123.66	157.39	190.81	282.15	370.05
毛利率	53.01%	50.12%	50.52%	51.77%	51.81%
安全输注类	113.50	267.60	283.66	300.00	331.58
YoY	-31.47%	135.77%	6.00%	5.8%	10.5%
毛利率	44.25%	49.37%	50.38%	49.99%	49.42%
营收占比	43.13%	84.81%	73.83%	51.28%	43.18%
血液透析类	31.73	3.13	13.70	100.00	129.81
YoY	25.42%	-90.14%	337.76%	629.8%	29.8%
毛利率	43.03%	50.64%	50.68%	50.19%	50.18%
营收占比	12.06%	0.99%	3.57%	17.09%	16.91%
预灌封类	-	-	60.00	80.00	112.00
YoY	-	-	-	33.30%	40.00%
毛利率	-	-	50.00%	55.00%	55.00%
营收占比	-	-	15.62%	13.68%	14.59%
胰岛素笔类	-	-	10.00	20.00	30.00
YoY	-	-	-	100.00%	50.00%
毛利率	-	-	50.00%	55.00%	55.00%
营收占比	-	-	2.60%	3.42%	3.91%
其他 (非标定制化等)	117.60	42.34	16.82	65.00	84.50
YoY	542.62%	-64.00%	-60.27%	286.44%	30.00%
毛利率	64.29%	-	50.00%	58.00%	60.00%
营收占比	44.69%	13.42%	4.38%	11.11%	11.00%
其他	0.34	2.46	0.00	20.00	80.00
YoY	3.03%	623.53%	-	-	300.00%
毛利率	89.59%	-	-	50.00%	50.00%
营收占比	0.13%	0.78%	-	3.42%	10.42%

资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

4.2. 投资建议

公司深耕医用耗材智能装备二十载，产品市占率持续排名第一，龙头地位日益凸显。产品线不断拓宽，留置针、胰岛素笔、预灌封、美瞳等产线有望持续发力。当前中国医耗生产自动化率低，提升空间巨大，公司有望乘产业链东风实现业绩持续增长。布局隐形眼镜代工打开长期成长空间。我们预计 2022-2024 年营业收入分别为 3.84/5.85/7.68 亿元，同比增长 21.8%/52.3%/31.3%；归母净利润分别为 0.65/1.21/1.59 亿元，同比增长 1.5%/84.3%/31.7%，对应 PE 分别为

51/28/21X (对应 2023 年 3 月 3 日收盘价)。我们选取工业自动化埃斯顿、医用存储设备海尔生物、医疗设备上游核心部件奕瑞科技作为可比公司, 参考可比公司平均估值, 给予公司 23 年 50 倍 PE, 对应市值 60 亿, 对应 76%空间。首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 9: 可比公司估值

公司代码	公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
002747.SZ	埃斯顿	216	1.80	3.05	4.39	120	71	49
688139.SH	海尔生物	225	6.01	8.16	10.77	37	28	21
688301.SH	奕瑞科技	305	6.41	8.74	11.33	48	35	27
可比公司平均估值						79	49	35
688310.SH	迈得医疗	34	0.65	1.21	1.59	51	28	21

资料来源: Wind, 德邦研究所

注: 更新日期为 2023 年 3 月 3 日, 迈得医疗、奕瑞科技数据为德邦研究所预测, 埃斯顿、海尔生物盈利预测取自万得一致预期

5. 风险提示

疫后生产恢复不及预期:

隐形眼镜注册证获批进度不及预期: 隐形眼镜属于三类医疗器械, 生产加工要求较高, 公司存在无法按预期进度取得注册证的风险。

海外销售不及预期: 海外市场竞争加剧, 公司存在海外销售不及预期的风险。

订单确认不及预期: 公司对部分客户的大订单依赖高, 若关键订单确认不及预期, 公司业绩存在较大的波动风险。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	0.77	0.78	1.44	1.89
每股净资产	9.14	9.51	10.95	12.84
每股经营现金流	1.02	0.65	0.58	2.00
每股股利	0.38	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	59.84	51.39	27.88	21.17
P/B	5.04	4.21	3.66	3.12
P/S	10.62	8.72	5.73	4.36
EV/EBITDA	51.40	33.59	19.70	13.99
股息率%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	50.1%	50.5%	51.8%	51.8%
净利润率	20.3%	17.1%	20.7%	20.8%
净资产收益率	8.4%	8.2%	13.1%	14.7%
资产回报率	7.3%	6.7%	11.4%	12.6%
投资回报率	7.3%	7.0%	12.6%	14.4%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	19.9%	21.8%	52.3%	31.3%
EBIT 增长率	5.9%	19.0%	86.6%	34.6%
净利润增长率	9.2%	1.5%	84.3%	31.7%
偿债能力指标				
资产负债率	13.3%	18.8%	13.0%	14.5%
流动比率	6.0	4.3	6.8	6.3
速动比率	4.8	3.4	5.3	5.0
现金比率	3.1	2.3	3.8	3.8
经营效率指标				
应收帐款周转天数	121.4	115.0	85.0	70.0
存货周转天数	231.4	230.0	200.0	180.0
总资产周转率	0.4	0.4	0.6	0.6
固定资产周转率	7.2	3.0	4.9	7.0

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	64	65	121	159
少数股东损益	-1	0	0	1
非现金支出	12	15	11	11
非经营收益	-0	-6	-2	-2
营运资金变动	9	-20	-82	-1
经营活动现金流	85	55	48	168
资产	-113	21	22	12
投资	-40	40	0	0
其他	0	5	0	0
投资活动现金流	-152	66	22	12
债权募资	0	-1	0	0
股权募资	0	0	0	0
其他	-43	-32	0	0
融资活动现金流	-43	-33	0	0
现金净流量	-111	88	70	180

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 3 月 3 日
 资料来源：公司年报 (2020-2021)，德邦研究所

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	316	384	585	768
营业成本	157	190	282	370
毛利率%	50.1%	50.5%	51.8%	51.8%
营业税金及附加	2	3	5	6
营业税金率%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	17	20	30	40
营业费用率%	5.4%	5.2%	5.2%	5.2%
管理费用	48	58	70	88
管理费用率%	15.1%	15.1%	12.0%	11.5%
研发费用	38	42	64	84
研发费用率%	12.2%	11.0%	11.0%	11.0%
EBIT	61	73	136	183
财务费用	-6	-7	-5	-3
财务费用率%	-1.9%	-1.8%	-0.9%	-0.4%
资产减值损失	-2	0	0	0
投资收益	0	5	0	0
营业利润	68	85	141	186
营业外收支	3	1	2	2
利润总额	70	86	142	188
EBITDA	69	88	147	194
所得税	7	20	21	28
有效所得税率%	9.2%	23.6%	15.0%	15.0%
少数股东损益	-1	0	0	1
归属母公司所有者净利润	64	65	121	159

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	315	403	472	652
应收账款及应收票据	115	130	146	153
存货	100	143	171	199
其它流动资产	80	73	63	74
流动资产合计	610	748	853	1,078
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	44	129	120	110
在建工程	175	62	42	32
无形资产	41	33	32	31
非流动资产合计	269	234	203	182
资产总计	879	982	1,055	1,260
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	44	84	50	94
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	58	89	75	76
流动负债合计	103	172	125	170
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	14	13	13	13
非流动负债合计	14	13	13	13
负债总计	117	185	138	183
实收资本	84	84	84	84
普通股股东权益	764	798	919	1,078
少数股东权益	-2	-1	-1	-0
负债和所有者权益合计	879	982	1,055	1,260

信息披露

分析师与研究助理简介

陈铁林 德邦证券研究所副所长，医药首席分析师。研究方向：国内医药行业发展趋势和覆盖热点子行业。曾任职于康泰生物、西南证券、国海证券。所在团队获得医药生物行业卖方分析师 2019 年新财富第四名，2018 年新财富第五名、水晶球第二名，2017 年新财富第四名，2016 年新财富第五名，2015 年水晶球第一名。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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，未经德邦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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。