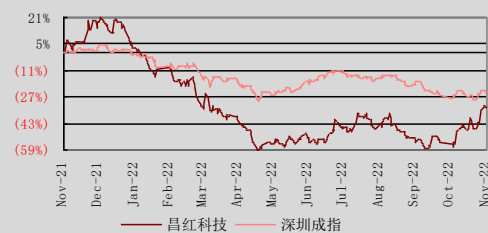


300151.SZ
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 23.84

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(37.3)	47.3	18.4	(32.7)
相对深证成指	(12.0)	44.8	28.7	(8.5)

发行股数(百万)	503
流通股(%)	63
总市值(人民币 百万)	11,980
3个月日均交易额(人民币 百万)	208
净负债比率(%) (2022E)	10
主要股东(%)	
李焯昌	40

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
 以2022年11月9日收市价为标准

相关研究报告

《昌红科技: 公司 Q3 业绩迎来拐点, 持续看好公司未来发展空间》 20221028

《昌红科技: 业绩逐步迎来拐点, 塑性耗材一站式供应能力值得持续关注》 20220817

《昌红科技: 医疗耗材“CDMO”企业, 定制化高分子塑性耗材一站式服务专家》 20220721

 中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

机械设备: 专用设备

证券分析师: 邓周宇

(86755)82560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050001

昌红科技

医疗耗材隐形冠军, 获罗氏全球供应链奖

事件点评: 2022年11月9日公司子公司深圳柏明胜医疗获得了罗氏2022年度全球供应商 Business Continuity 奖, 我们认为, 该奖项的颁发是罗氏诊断对昌红科技核心能力的高度认可。罗氏和昌红科技之间合作的逐步推进是高端高分子医疗耗材这一产业链上游环节从海外发达国家向国内转移的一个缩影, 昌红科技获得跨国巨头罗氏的认可更是代表我们国内的先进制造力量正在影响着这个行业。在罗氏背书下公司也有望在产业链转移背景下获得更多跨国巨头的认可, 开展更多更深远的合作。 **维持买入评级。**

支撑评级的要点

- **事件详情:** 2021年11月8日, 公司之全资子公司深圳柏明胜与罗氏诊断在上海第四届进博会上签订了《战略合作框架协议》。协议约定, 为强化罗氏诊断全球运营与区域关键供应商的合作链接并增进罗氏诊断全球运营在中国的供应价值链深入发展, “罗氏诊断全球运营”宣布与“深圳柏明胜”结成战略合作, 借助其自身及其母公司“昌红科技集团”在精密模具设计制造、自动化装备水平和规模化生产能力等方面的独到优势和雄厚实力, 共同致力于诊断耗材和诊断试剂包装等高分子材料技术广泛应用的领域展开合作。时隔一年, 2022年11月9日, 在第五届进博会上公司子公司深圳柏明胜医疗获得了罗氏2022年度全球供应商 Business Continuity 奖 (罗氏在众多供应商中, 邀请约一百多家重要的供应商出席该会议, 此奖意在表彰对罗氏全球供应作出卓越贡献的供应商, 合作以来如新冠疫情、诊断塑性耗材需求激增、欧洲能源危机、供应链紧张等, 昌红能够持续稳定高效的供应罗氏所需的塑性医疗耗材)。柏明胜成为2022年度唯一获此殊荣的供应商。
- **医疗耗材“CDMO”企业, 享受全球高端塑性医疗耗材产业向国内转移红利, 专业定制化、一站式服务专家。**在我国生产要素成本低、人口基数大及老龄化趋势带来的医疗需求大、国家政策鼓励医疗器械本土化、集采、医保控费等大环境下, 跨国巨头逐步在国内建立完善供应链并服务全球趋势已经较为明显, 和昌红科技这样优质企业合作是长期趋势。
- **掌握“工业之母”之精密模具设计及制造核心能力, 率先打入国际巨头产业链并获高度认可。**公司的从模具设计、制造到塑性产品高效稳定、高质量输出的一站式、定制化的非标产品的供应能力形成一定竞争壁垒, 有望享受更大份额的产业链转移的红利。
- **产能扩建持续推进, 新订单值得期待。**新产能有望陆续投产。中长期来看公司和罗氏之间的合作有望加深。罗氏背书之下更多相关跨国巨头有望陆续开展合作。同时公司还在筹备晶圆载具业务, 亦将为公司贡献一定增量空间。

估值

- 我们预计2022-2024年公司归母净利润分别为1.68/2.57/3.94亿元, 维持**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 国际关系及政策风险, 订单落地不及预期风险, 汇率风险, 疫情扰动风险等。

投资摘要

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入(人民币 百万)	1,118	1,127	1,607	2,126	2,812
变动(%)	56	1	43	32	32
净利润(人民币 百万)	169	112	168	257	394
全面摊薄每股收益(人民币)	0.336	0.223	0.334	0.512	0.783
变动(%)	173.3	(33.8)	50.3	53.0	53.1
全面摊薄市盈率(倍)	70.9	107.1	71.3	46.6	30.4
价格/每股现金流量(倍)	51.5	123.4	157.5	33.4	44.9
每股现金流量(人民币)	0.46	0.19	0.15	0.71	0.53
企业价值/息税折旧前利润(倍)	37.8	45.7	39.3	27.3	19.2
每股股息(人民币)	0.198	0.178	0.155	0.240	0.431
股息率(%)	0.8	0.7	0.7	1.0	1.8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

高分子塑性医疗耗材虽属低值实则代表先进高端制造业

高分子塑性医疗耗材涉及范围广，产品种类繁多，生产工艺复杂且长，同时行业空间不容小觑。

产品种类：产品主要包括生命科学实验耗材（如 PCR 管、96 孔板、384 孔板、细胞培养皿等）、IVD 仪器设备专用耗材（如各类化学发光仪专用反应杯、各类生化免疫流水线分杯耗材等）、辅助生殖耗材（如冷冻管等）、高通量测序耗材（样品存储孔板等）等。

该类医疗耗材主要用于细胞培养和保存、生物实验移液、溶液过滤和分离、贮存等，在体外检测、生物科学实验、体外诊断和辅助生殖等领域应用广泛，其产品的理化性质和产品的质量直接影响上述实验的结果。

高分子医疗耗材生产流程：生命科学高分子耗材的生产链条涉及模具的设计生产、注塑、自动化产线、耗材原材料筛选采购、耗材生产加工等，各环节均有较高的壁垒。如：

模具的设计生产环节：模具从结构设计，钢材选择，零件加工，抛光到完整组模每一道工序都要做到精心把控。好的结构设计是量产稳定性的前提，钢材的选择和零件加工的精度是量产稳定性的基础。从设计、加工、到最终组配如何过程管控和有效衔接是模具制作的难点，另外还要考虑整个设备的冷却系统等；

注塑成型环节：注塑成型指将受热融化的塑料由注塑机高压射入模腔，经冷却固化后，得到成型品。量产的稳定性需要高精密模具作为基础，更需要好的生产制程。良好的生产制程需要从生产环境，机台选择，成型工艺，自动化生产等各个方面做精心的策划和准备。医疗耗材产品批量大体积小，一模多腔可以在一个注塑循环中生产多个工件，提高效率。但是这对操作和机器的要求很高，各个模腔必须在总体上处于受力平衡状态，否则容易导致注塑机异常磨损；

自动线：自动线是维持生产整个过程高效监测、高效生产的必须设备。以吸头产品为例，其主要的不良现象有头部缺料，弯曲变形，头部及口部毛边，尺寸稳定性等问题。生产过程中需要合理的射出速度。速度过快会导致吸头困气缺胶，气体不能顺利排出。过慢会导致产品内应力大，产品弯曲，直线度不够。应逐步递增兼顾模具、产品状态合理观察选取；

原材料方面：医用耗材的原料主要包括聚氯乙烯(PVC)、聚乙烯(PE)、聚丙烯(PP)、聚苯乙烯(PS)、聚碳酸酯(PC)等。这些材料属于结晶性材料，温度过低会导致材料结晶慢，制品外观发雾不透明、制品变脆等不良现象，温度过高会导致原料降解制品强度下降。所以原材料的筛选及要求非常苛刻严格；

另外，医疗耗材对**生产制程环境要求较高**，如吸头表面有外来生物污染都会直接影响分析结果。以上工艺流程长、复杂且自动化程度高。满足全部要求后还要满足**高效量产能力、批次稳定性**等。

2021 年以来在全球新冠疫情和能源危机背景下，罗氏在高端医疗耗材供应链的布局、对未来全球化合作的规划都一定程度上代表了产业趋势，我们看好高端高分子塑性医疗耗材产业链从海外向国内转移的产业趋势，我们认为目前属于产业链转移的初级阶段。我们也持续看好具备核心能力和底层技术的昌红科技，模具设计及制造能力是良好承接该产业链转移的基础，而该项能力又是几十年如一日的摸索和积累具备一定的技术壁垒。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入	1,118	1,127	1,607	2,126	2,812
销售成本	(723)	(801)	(1,113)	(1,428)	(1,826)
经营费用	(89)	(79)	(195)	(269)	(366)
息税折旧前利润	312	252	305	434	623
折旧及摊销	(43)	(49)	(57)	(64)	(72)
经营利润(息税前利润)	262	199	242	365	548
净利息收入/(费用)	(11)	(17)	(53)	(70)	(92)
其他收益/(损失)	9	3	7	5	4
税前利润	260	184	196	300	460
所得税	(31)	(15)	(22)	(34)	(51)
少数股东权益	16	4	6	10	15
净利润	169	112	168	257	394
核心净利润	245	165	168	257	394
每股收益(人民币)	0.336	0.223	0.334	0.512	0.783
核心每股收益(人民币)	0.488	0.329	0.335	0.512	0.784
每股股息(人民币)	0.198	0.178	0.155	0.240	0.431
收入增长(%)	56	1	43	32	32
息税前利润增长(%)	191	(24)	22	51	50
息税折旧前利润增长(%)	132	(19)	21	42	43
每股收益增长(%)	173	(34)	50	53	53
核心每股收益增长(%)	156	(33)	2	53	53

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税前利润	260	184	196	300	460
折旧与摊销	43	49	57	64	72
净利息费用	11	17	53	70	92
运营资本变动	19	(67)	(90)	(34)	(157)
税金	(60)	(64)	(22)	(34)	(51)
其他经营现金流	(41)	(23)	(118)	(8)	(148)
经营活动产生的现金流	233	97	76	359	267
购买固定资产净值	0	52	94	94	94
投资减少/增加	4	4	4	3	2
其他投资现金流	(202)	(154)	(200)	(202)	(190)
投资活动产生的现金流	(198)	(98)	(102)	(104)	(93)
净增权益	(99)	(89)	(78)	(121)	(217)
净增债务	20	56	709	145	411
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	97	384	(427)	(131)	(258)
融资活动产生的现金流	17	377	257	(4)	158
现金变动	52	376	232	251	331
期初现金	140	193	545	776	1,027
公司自由现金流	35	(1)	(26)	255	173
权益自由现金流	66	72	736	470	677

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	193	545	776	1,027	1,358
应收帐款	238	265	454	497	761
库存	146	187	314	329	472
其他流动资产	158	132	157	159	175
流动资产总计	735	1,129	1,702	2,012	2,766
固定资产	345	436	478	513	541
无形资产	33	84	79	75	70
其他长期资产	192	235	193	206	213
长期资产总计	570	756	751	793	824
总资产	1,330	1,907	2,476	2,823	3,603
应付帐款	113	137	212	235	335
短期债务	20	0	720	866	1,273
其他流动负债	110	95	118	107	126
流动负债总计	243	232	1,049	1,208	1,734
长期借款	0	432	184	225	281
其他长期负债	14	44	21	22	29
股本	503	503	503	503	503
储备	572	585	675	811	988
股东权益	1,074	1,087	1,177	1,314	1,491
少数股东权益	31	39	45	54	69
总负债及权益	1,330	1,907	2,476	2,823	3,603
每股帐面价值(人民币)	2.14	2.16	2.34	2.61	2.97
每股有形资产(人民币)	2.07	2.00	2.18	2.47	2.83
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.34)	(0.96)	0.01	(0.20)	(0.05)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	27.9	22.3	19.0	20.4	22.2
息税前利润率(%)	23.5	17.6	15.0	17.2	19.5
税前利润率(%)	23.3	16.3	12.2	14.1	16.3
净利率(%)	15.1	9.9	10.5	12.1	14.0
流动性					
流动比率(倍)	3.0	4.9	1.6	1.7	1.6
利息覆盖率(倍)	23.5	11.4	4.6	5.2	5.9
净权益负债率(%)	净现金	净现金	10.4	4.7	12.5
速动比率(倍)	2.4	4.1	1.3	1.4	1.3
估值					
市盈率(倍)	70.9	107.1	71.3	46.6	30.4
核心业务市盈率(倍)	48.8	72.6	71.2	46.6	30.4
市净率(倍)	11.1	11.0	10.2	9.1	8.0
价格/现金流(倍)	51.5	123.4	157.5	33.4	44.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	37.8	45.7	39.3	27.3	19.2
周转率					
存货周转天数	68.9	76.0	82.2	82.2	80.1
应收帐款周转天数	64.9	81.4	81.6	81.6	81.6
应付帐款周转天数	38.4	40.4	39.5	38.3	37.0
回报率					
股息支付率(%)	58.8	79.9	46.2	47.0	55.0
净资产收益率(%)	17.1	10.3	14.8	20.6	28.1
资产收益率(%)	19.4	11.3	9.8	12.2	15.1
已运用资本收益率(%)	4.1	2.1	2.3	2.8	3.5

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371