

品类扩张的医疗耗材供应商

——拱东医疗深度报告

✍️ : 孙建 执业证书编号: S1230520080006
☎️ : 联系人: 毛雅婷
✉️ : maoyating@stocke.com.cn

报告导读

我们认为,公司基于在模具、注塑、分子改性等领域的技术积累,从通用医疗耗材(如真空采血管等)向多应用领域(如IVD配套耗材、生物实验耗材、药包材等)、从标品转向定制,逐步提升产品附加值、打开增长空间。

投资要点

□ 拱东医疗:从规模优势,到品类扩张;从标品,到定制

我们认为,公司是国内领先的一次性医疗塑料耗材龙头供应商,不考虑新冠相关耗材收入(2020年收入占比15.9%、2021年收入占比8.8%),公司2017-2021年收入CAGR为26.1%,收入结构的边际变化是真空采血系统耗材收入占比下降、新应用场景(IVD、药包材等)收入占比明显提升,定制化SKU明显增加,2021年公司IVD配套耗材收入占比32%、药企收入(主要由药包材贡献)占比5.5%,我们预计在2022年后半年募投产能释放(年底相比2021年产能翻倍以上)的背景下,公司新业务有望保持较快速增长(SKU扩张)、真空采血耗材市占率有望提升(规模优势),增长的核心是下游商业化放量带动上游增长。

□ 行业:大空间,模具及注塑具有壁垒

市场容量:我们估算拱东医疗几个业务国内市场容量之和约480-550亿元,但各品类竞争格局分散,从几个应用场景市场分别看,估算2021年中国:国内IVD配套耗材市场规模30-55亿元、真空采血耗材市场规模18-20亿元、药品聚合物包材市场规模300-350亿元、生物实验耗材130-140亿元。海外IVD配套耗材OEM/ODM看,根据Kalorama Information等数据估算,全球不含中国、不含新冠的IVD耗材约130-250亿元,构成中国供应商中长期可开拓空间。

商业模式&竞争壁垒:医疗塑料耗材壁垒远高于其他塑料耗材,集中在模具设计、注塑工艺、材料改性、自动化生产等,模具和注塑机产能是重要跟踪指标。

可比公司:2021年增速放缓、单产提升。我们选择拱东医疗、昌红科技、洁特生物、硕华生命(未上市)、凯实生物(未上市)等作为可比公司,2021年可比公司净利率和ROE同比下滑(2021年净利润率平均值为19.5%,同比2020年下降6.2pct)。以“收入/专用设备”衡量资产盈利能力,2017-2021年平均:拱东医疗>凯实生物>硕华生命>昌红科技>洁特生物;以人均创收看,2021年平均:拱东医疗>凯实生物>洁特生物>昌红科技。我们认为,各公司单位产出的差异源于①收入结构差异(IVD和生物实验耗材收入占比差异较大)、②公司在模具等环节的生产效率。

□ 公司:从标品到定制,产品升级持续

供给端产能释放:IPO募投项目产能释放后,我们预计公司几个厂区总医用塑料制品产能达到1.75万吨/年、真空采血管10亿支以上,预计2022年中旬产能陆续投出、2022年后旬产能利用率逐步提升,2022年底产能同比翻倍以上,

评级

增持

上次评级 首次评级
当前价格 ¥108.32

单季度业绩

元/股

单季度业绩	元/股
1Q/2022	0.84
4Q/2021	0.52
3Q/2021	0.67
2Q/2021	0.87



公司简介

公司是一家主营业务为一次性医用耗材的研发、生产和销售的高新技术企业,产品广泛应用于临床诊断和护理、科研检测、药品包装等领域。

相关报告

公司“收入/专用设备”估算产值，我们预计新产能有望贡献 18-20 亿产值增量。

新 SKU 之 IVD 耗材：我们认为，公司的核心增长驱动源于客户增加+IVD 试剂/设备国产化下上游放量。我们认为封闭体系下的 IVD 定制耗材在耗材试剂一对一匹配、供应商考核周期等领域要求更高，我们预计在新产能释放下公司在全国 IVD 配套耗材市占率有望达到 15-20%，对应公司 2022-2024 年 IVD 配套耗材收入 CAGR 在 30-35%。

新 SKU 之药包材：我们认为，公司的核心增长驱动源于更换粘性下，培育客户/关联产品放量。我们假设公司每年新增 2-4 个新关联品种、单品种创收不变，对应公司 2022-2024 年药包材收入 CAGR 在 35%+。

新 SKU 之生物实验耗材：我们认为，公司的核心增长驱动源于基于模具、注塑和改性技术，推出新 SKU 上市。

核心竞争力：模具和注塑奠定多 SKU 拓展的基础。通过分析公司的专利和资料，我们认为公司在模具等领域的优势体现在提高注塑效率和质量、降低生产成本等，从研发项目储备看，我们期待公司在高分子材料改性领域的新突破。

□ 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 3.56、4.56 和 5.86 元/股，2022 年 6 月 2 日收盘价对应公司 2022 年 PE 为 30 倍。我们认为，公司基于在模具、注塑、分子改性等领域的技术积累，从真空采血耗材向多应用领域（如 IVD、生物实验、药包材等）、从标品转向定制，逐步提升产品附加值、打开增长空间，考虑到公司在多个领域的客户基础及产品培育阶段，我们看好公司 2022-2024 年增长的持续性，首次覆盖，给予“增持”评级。

□ 风险提示

新产品推进速度不及预期的风险、上游原材料价格快速上涨的风险、贸易摩擦的风险等。

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	1194	1491	1864	2379
(+/-)	43.95%	24.83%	25.01%	27.66%
净利润	311	401	513	660
(+/-)	37.68%	28.95%	27.97%	28.56%
每股收益(元)	2.76	3.56	4.56	5.86
P/E	39.22	30.42	23.77	18.49

正文目录

1. 拱东医疗：品类扩张的医疗耗材供应商	5
2. 行业：大空间，模具及注塑具有壁垒	6
2.1. 市场容量：可触及国内市场容量 480-550 亿元，格局分散	6
2.2. 可比公司：2021 年增速放缓、单产提升	7
3. 公司：从标品到定制，产品升级持续	10
3.1. 增长驱动：产能释放、SKU 扩张、下游放量	11
3.1.1. 新 SKU 之 IVD 耗材：受益于市占率提升，收入 CAGR 在 30-35%	11
3.1.2. 新 SKU 之药包材：受益于合作产品上市，收入 CAGR 在 35%+	11
3.1.3. 新 SKU 之生物实验耗材：项目储备期，看好中期增长支撑	12
3.2. 核心竞争力：模具和注塑奠定多 SKU 拓展的基础	13
4. 盈利预测与投资建议	14
4.1. 盈利预测	14
4.2. 估值	15
4.3. 投资建议	15
5. 风险提示	16

图表目录

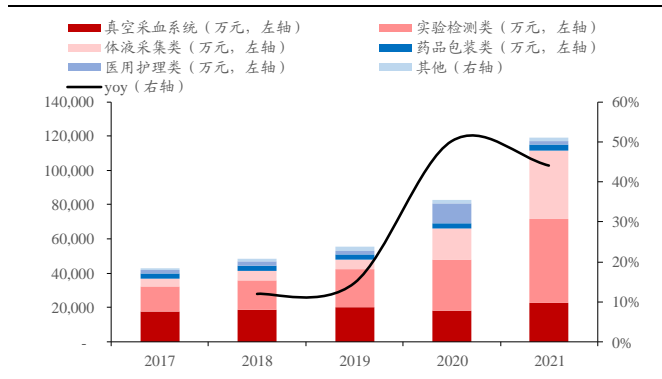
图 1：拱东医疗收入及增速	5
图 2：拱东医疗盈利能力变化	5
图 3：中国体外诊断市场规模及增速	7
图 4：中国一次性塑料生物实验耗材市场规模及增速	7
图 5：以凯实生物耗材生产流程看 IVD 及生物科研塑料耗材的壁垒	7
图 6：可比公司收入（万元）及复合增速	8
图 7：可比公司海外收入占比	8
图 8：可比公司 ROE	9
图 9：可比公司净利润率	9
图 10：可比公司收入/专用设备	9
图 11：可比公司收入/员工人数（万元/人）及 CAGR	9
图 12：拱东医疗国内收入结构及增速	10
图 13：拱东医疗海外收入结构及增速	10
图 14：拱东专利：薄壁螺纹杯的原身留注塑模具	13
图 15：拱东专利：底盖互配的培养皿叠模注塑模具	13
表 1：可比公司业务构成及毛利率	8
表 2：公司主要业务板块及产品构成	10
表 3：公司厂区产能情况	11

表 4: 拱东医疗药品包材登记和审批信息	12
表 5: 拱东医疗生物实验耗材产品及特点	12
表 6: 公司部分业务拆分及收入预测 (单位: 百万元)	15
表 7: 盈利预测与财务指标	15
表附录: 三大报表预测值	17

1. 拱东医疗：品类扩张的医疗耗材供应商

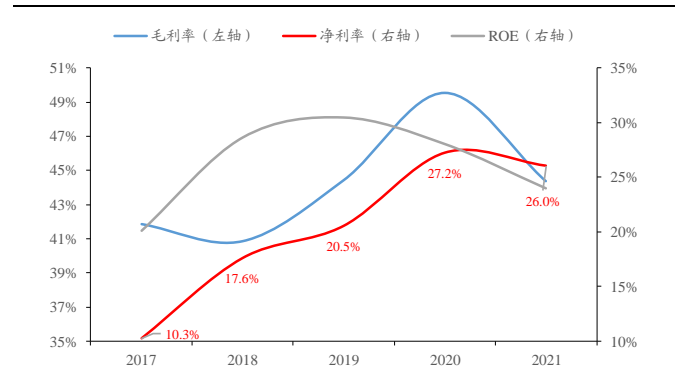
我们认为，公司是国内领先的一次性医疗塑料耗材龙头供应商，不考虑新冠相关耗材收入（2020 年收入占比 15.9%、2021 年收入占比 8.8%），公司 2017-2021 年收入 CAGR 为 26.1%，收入结构的边际变化是真空采血系统耗材收入占比下降、新应用场景（IVD 配套耗材、药包材等）收入占比明显提升，定制化 SKU 明显增加，2021 年公司 IVD 配套耗材收入占比 32%、药企收入（主要由药包材贡献）占比 5.5%，我们预计在 2022 年后半年募投产能释放（年底相比 2021 年产能翻倍以上）的背景下，公司新业务有望保持较快增长（SKU 扩张）、真空采血耗材市占率有望提升（规模优势），增长的核心是下游商业化放量带动上游增长，而医疗塑料耗材的市场空间足够广阔（我们根据拱东医疗的主要收入领域估算，下游可触及市场容量约 480-550 亿元）。盈利能力看，我们认为 2020 年毛利率提升主要来自于新冠项目扰动（病毒采样管和医用隔离面罩毛利率较高）、定制化品种收入占比提升、上游成本下降（主要原材料采购价下降 6.2%），2022 年毛利率同比有所回落，我们预计随着 2022-2024 年新冠相关收入占比下降、培育项目商业化放量、定制化产品收入占比提升后，公司毛利率和净利润率有所提升。综合看，我们认为基于公司在模具、注塑和分子改性等领域的比较优势，看好公司 2022-2024 年增长的持续性。

图 1：拱东医疗收入及增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2：拱东医疗盈利能力变化



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2. 行业：大空间，模具及注塑具有壁垒

2.1. 市场容量：可触及国内市场容量 480-550 亿元，格局分散

根据公司年报及招股书，公司主要收入来自于一次性医用耗材的研发、生产和销售，主要下游应用场景包括 IVD 配套耗材、真空采血耗材、医药包材等，生物实验耗材占比低、增速高，根据我们的估算和各公司招股书，我们估算公司几个业务国内市场容量之和约 480-550 亿元，但各品类竞争格局分散，从几个应用场景市场分别看：

①IVD 配套耗材：我们根据新产业、亚辉龙、安图生物等公司招股说明书估算，塑料类耗材占总销售额比例约 3-5%。根据《中国医疗器械蓝皮书(2021 版)》，2020 年中国 IVD 市场规模约 890 亿元；根据菲鹏生物招股书，估算 2021 年中国 IVD 市场规模约 1088.7 亿元，我们估算 2021 年中国 IVD 配套耗材市场规模约 30-55 亿元。

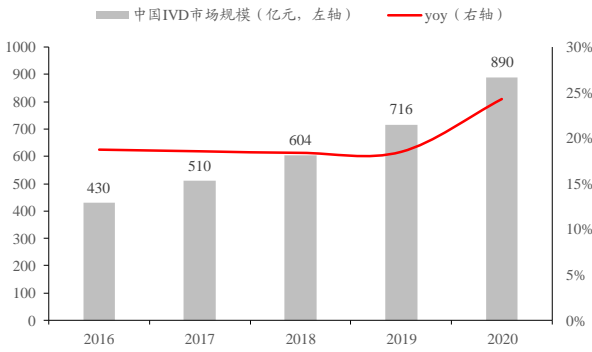
②真空采血耗材：根据公司在 2020 年 11 月 11 日《投资者关系活动记录表》的回答，“根据全国卫生产业企业管理协会医学检验产业分会的相关数据，2017 年全球真空采血管市场规模为 33.31 亿美元，预计 2023 年可以达到 50.02 亿美元。2017 年，我国真空采血管市场规模为 13.39 亿元，预计到 2023 年底，我国真空采血管市场规模将达到 22.12 亿元”，我们估算 2021 年真空采血耗材市场规模在 18-20 亿元，国内主要供应商包括阳普医疗（2021 年相关收入 3.7 亿元、同比增长 23.7%）、拱东医疗等（2021 年相关收入 2.3 亿元、同比增长 25.2%），两者市占率之和约 30%，市场竞争格局相对分散。

③医药包材：根据前瞻经济学人统计数据，2021 年中国医药包装行业市场容量约 1026 亿元；在已经获批医药包装材料产品中，2018-2022 年聚合物材料(如聚乙烯、聚丙烯和聚酯等聚合物)累计获批数量 672 个、占比 42.1%，考虑到各品类单价差异较大，我们假设聚合物材料销售额占总销售额比例约 30-35%，对应市场容量约 300-350 亿元，市场容量相对较大，但竞争格局分散。

④生物实验耗材：根据凯实生物引用弗若斯特沙利文统计数据，2021 年中国一次性塑料生物实验耗材市场规模约 136 亿元、同比增长 21.4%；竞争格局看，根据凯实生物招股书，“目前，中国一次性塑料生物实验耗材市场基本被进口产品垄断”，我们预计该领域中国公司增长的机会来自于研发经费投入+国产替代。

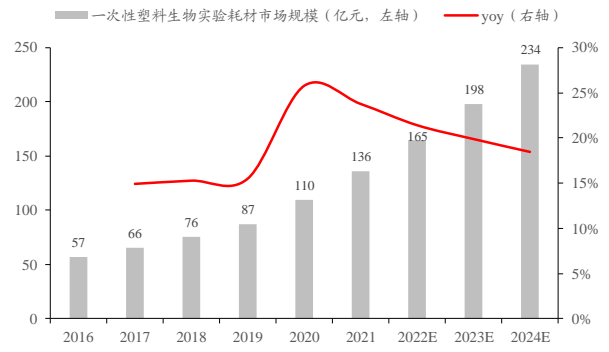
⑤国外 IVD 配套耗材 OEM/ODM：根据 The Worldwide Market for In Vitro Diagnostic Tests (14th Edition) 估算，2021 年底全球新冠相关的 IVD 市场容量约 280 亿美元，全球 IVD 市场容量约 1174 亿美元，对应新冠相关占比 23.9%，我们估算全球新冠相关的 IVD 耗材规模占总市场容量的 20-25%；以此数据估算，全球 IVD 配套耗材市场容量约 220-380 亿元，不含中国、不含新冠耗材对应 130-250 亿元。

图 3：中国体外诊断市场规模及增速



资料来源：《中国医疗器械蓝皮书(2021版)》，浙商证券研究所

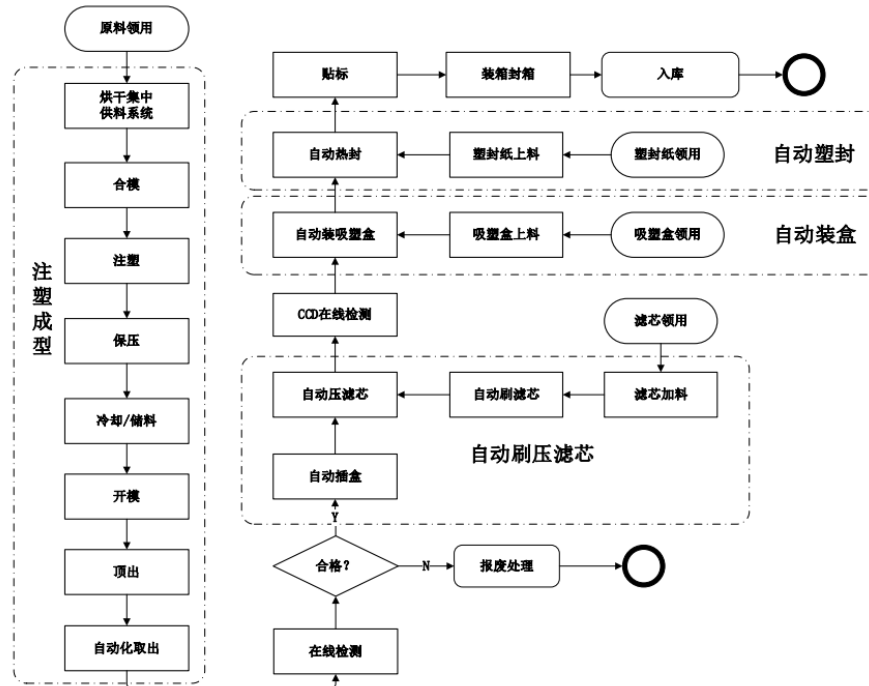
图 4：中国一次性塑料生物实验耗材市场规模及增速



资料来源：弗若斯特沙利文，浙商证券研究所

商业模式&竞争壁垒：医疗塑料耗材壁垒远高于其他塑料耗材，集中在模具设计、注塑工艺、材料改性、自动化生产等，模具和注塑机产能是重要跟踪指标。从增长逻辑看，我们认为一次性塑料耗材供应商的增长来自于下游应用场景（如逐步进入 IVD、生物科研、药包材等市场）拓展和放量（下游国产替代和市场扩容），但下游不同场景对定制化、质控、灵活稳定生产的要求决定了上游材料供应商在材料改性、模具设计、注塑工艺、自动化生产的壁垒，考虑到下游客户的定制化设计需要模具定制设计和排产周期，我们认为模具和注塑机等专用设备的产能是重要的跟踪指标。

图 5：以凯实生物耗材生产流程看 IVD 及生物科研塑料耗材的壁垒



资料来源：凯实生物招股书，浙商证券研究所

2.2. 可比公司：2021 年增速放缓、单产提升

我们结合各公司的收入和产品结构，选择拱东医疗、昌红科技、洁特生物、硕华生命、凯实生物等公司作为可比公司。根据各公司公告，2021 年拱东医疗耗材相关收入最高（11.9 亿元），洁特生物最近 3-5 年收入复合增速最高（为 50.4%），2021 年可比公司海外收入占

比平均为 55.5%，大部分公司是海外龙头 IVD 和科研服务公司上游供应链的重要组成部分。

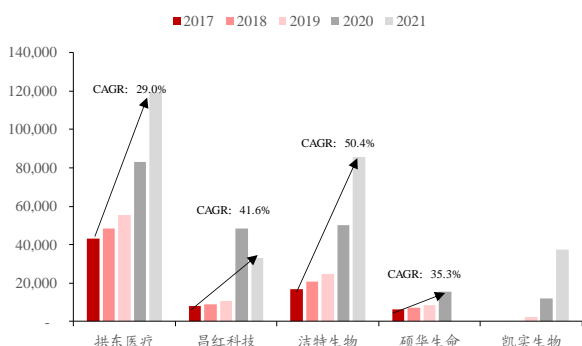
表 1：可比公司业务构成及毛利率

公司名称	收入结构	主要产品	收入结构特点	部分客户	2021 年前五大收入占比	2021 年海外收入占比	2021 年毛利率
拱东医疗	IVD 定制耗材: 32% 医疗机构及经销: 28.5% 药企包材等: 2.9% 国内其他: 1.1% 国外: 35%	IVD 耗材以比色杯、发光反应杯、导电吸头、PCR 八连管、样品杯为主，生命科学研究耗材以培养皿、细胞培养瓶为主	IVD 定制耗材+真空采血收入为主	安图生物、IDEXX、Medline、McKesson、友孚医疗等	29.8%	35.0%	44.4%
昌红科技	医疗器械及耗材: 29.3% OA 产品: 55.5% 模具产品: 10.7% 其他: 4.5%	移液吸头、深孔板、培养皿、接种杯、反应杯、酶标板、样品杯等	IVD 定制耗材+其他行业塑料耗材+模具	罗氏、赛默飞、迈瑞医疗、华大基因等	45.7%	62.2%	29.3%
洁特生物	液体处理类: 78.4% 生物培养类: 18.1% 仪器设备及其他: 3.2% 防护用品类: 0.3%	各类吸头、离心管、移液管、过滤产品等常规耗材、PCR 耗材、细胞学类耗材等	生命科学研究耗材为主	VWR、Thermo Fisher、GE Healthcare 等	41.2%	77.9%	41.9%
硕华生命	生物样本库类: 28.7% 细胞培养类: 35.6% IVD 类: 29.3% 微生物检测类: 5.1% 仪器及其他: 1.3%	各类吸头、吸管、移液管、离心管、冻存管、过滤产品等常规耗材、细胞刮刀和细胞培养管等细胞学类耗材、细菌培养皿等微生物学耗材、PCR 管、采样器等	生命科学研究耗材+IVD 耗材	VWR、Summer Bio、Sphere Resources、兰杰柯、东方生物等	37.4%	41.5%	54.0%
凯实生物	导电吸头耗材: 54.9% 非导电吸头耗材: 4.5% 其他耗材: 7.2% IVD 仪器: 30.6%	各类吸头、移液管、过滤产品、PCR 耗材等	IVD 耗材+IVD 仪器	科美诊断、透景生命、中翰盛泰、安图生物、盛域医疗	56.1%	46.8%	46.3%

资料来源：公司官网，公司年报，浙商证券研究所

注：硕华生命财务数据为 2021 年 1-9 月数据，该数据为招股说明书等资料中的最新财务数据。

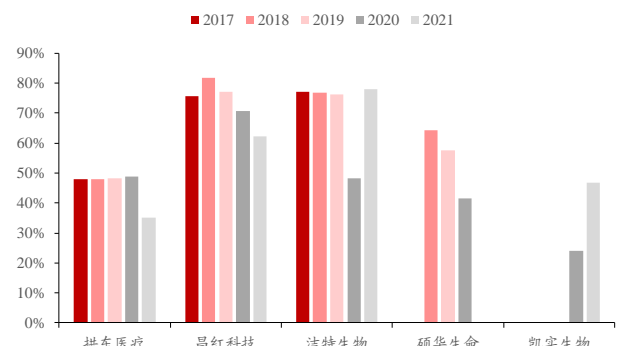
图 6：可比公司收入（万元）及复合增速



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

注：昌红科技收入为医疗器械业务收入，凯实生物收入为耗材收入

图 7：可比公司海外收入占比

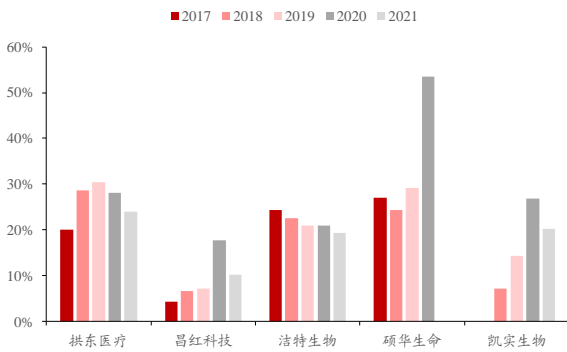


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

盈利能力与增长质量：2021 年可比公司净利率和 ROE 同比下滑，但单资产或单人产出提升，拱东医疗的专用设备和人均创收高于行业平均。①净利润看，2021 年可比公

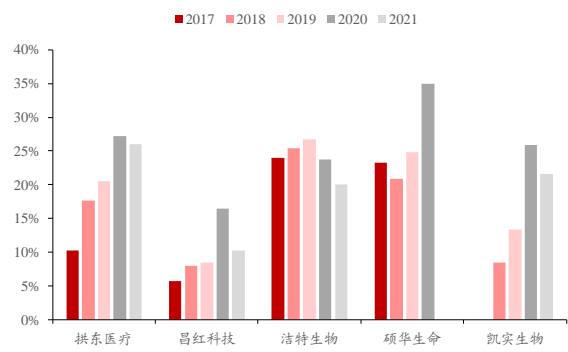
司平均值为 19.5%，同比 2020 年下降 6.2pct（调整可比口径后同比下降 3.8pct），其中拱东医疗净利润率最高，我们认为可能和公司利润率相对较高的定制化 IVD 耗材占比提升有关。②ROE 看，2021 年可比公司平均值为 18.4%，同比 2020 年下降 10.9pct（调整可比口径后同比下降 4.9pct），其中拱东医疗 ROE 最高。③增长质量看，以“收入/专用设备”衡量资产盈利能力，我们认为拱东医疗相对较高的单位产出部分源于公司在医疗塑料耗材领域的规模优势，部分可以侧面验证公司在模具等环节较高的生产效率；以人均创收看，2021 年拱东医疗人均创收值最高（88.6 万元/人/年），从最近 3-4 年复合增速看，凯实生物人均创收增速最快，我们认为可能和新冠疫情下国内 IVD 上游耗材供应商加速切入国产 IVD 试剂/设备供应链，叠加部分产品受益于新冠疫情下的检测需求增加而放量，带来 IVD 上游供应链人均创收提升但净利润率有所下降。

图 8：可比公司 ROE



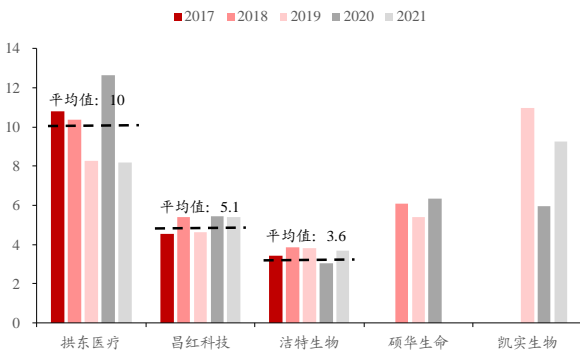
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 9：可比公司净利润率



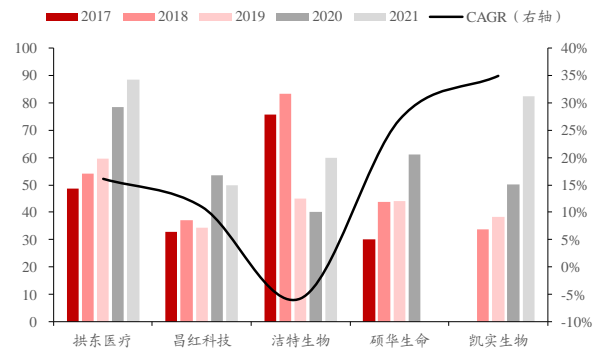
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 10：可比公司收入/专用设备



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 11：可比公司收入/员工人数（万元/人）及 CAGR



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3. 公司：从标品到定制，产品升级持续

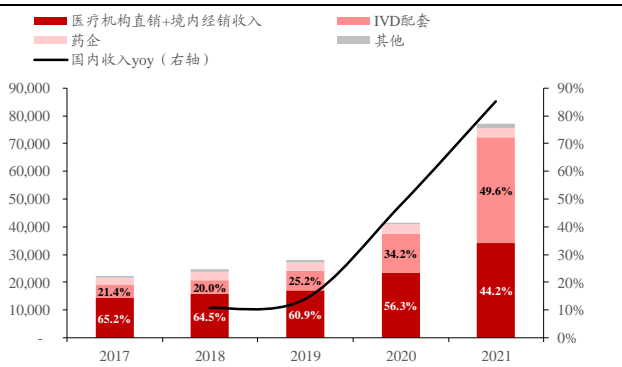
收入构成：医用塑料耗材为主，从真空采血领域拓展 IVD、生命科研等，从标品到定制。根据公司年报及官网，2021 年公司国内收入占比 64.5%、同比增长 85.3%，我们估算国内收入中 40-50%来自于医疗机构直销和境内经销收入，2021 年公司国内收入快速增长主要来自于 IVD 定制耗材（收入同比增长 169.2%）和新冠检测相关耗材放量（如病毒采样管收入同比增长 165.3%）。复盘公司国内外产品研发和业务拓展，我们认为 2017-2021 年公司收入结构最大的变化是真空采血系统外产品数量和收入体量快速增长，基于公司在模具和注塑领域生产和管理优势，从规模效应品种（如真空采血管等）向多品类 SKU 拓展，从医疗机构耗材向 IVD 耗材、医药包材及生命科研耗材等新应用领域拓展。

表 2：公司主要业务板块及产品构成

项目	主要产品	2021 年 收入占比	2021 年 收入增速	2021 年 毛利率
真空采血系统	血清管、血清分离胶管、促凝血清管、EDIA 全血管、柠檬酸钠血沉管、血糖监测专用管、血浆分离胶管、微量末梢采血管	18.9%	25.2%	39.2%
实验检测类耗材	比色杯、样品杯、离心管、冷冻管、保存管、吸头、96 孔板等、反应板、包埋盒、一次性吸管、细胞培养瓶、培养皿、试管	41.1%	65.2%	44.7%
医用护理类耗材	扩阴器、换药碗、服药杯、组织镊、咬口、压舌板、器械钳、多功能容器等	10.7%	-78.3%	14.5%
体液检测类耗材	尿杯、采精杯、培养瓶、大便杯、痰杯、采样拭子等	33.4%	119.3%	49.9%
定制类产品	一次性使用样品杯、一次性使用病毒采样管、发光反应杯、比色杯、96 孔深孔板、导电吸头、PCR 八连管、保存管、无热原吸头、取样器、标本分配（估算，与上述收器、可穿刺微量采血管、特殊 PCR 管、机用尿测入划分口径不同）定管、虹吸定量滴液管、罗氏盒装吸头/反应杯	58.4%	46.8% (估算)	
疫情类产品	八连管、保存管、病毒采样管、隔离面罩、深孔板、无热原吸头、一次性拭子、护目镜、棒套	8.8%（2021 年报数据，与上述收入划分口径不同）	-20.6%	

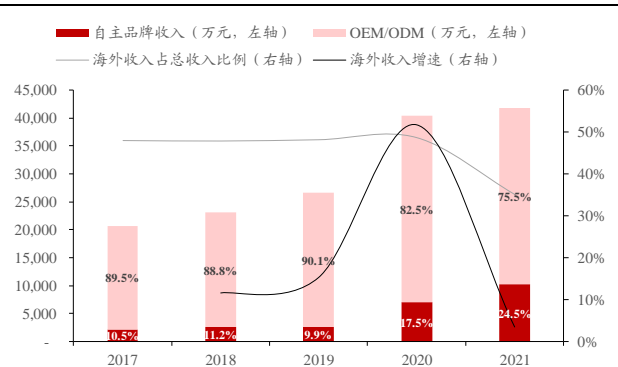
资料来源：公司官网，公司年报，浙商证券研究所

图 12：拱东医疗国内收入结构及增速



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 13：拱东医疗海外收入结构及增速



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3.1. 增长驱动：产能释放、SKU 扩张、下游放量

募投产能释放下，看好公司从规模生产向多应用场景、多 SKU 突破。根据公司招股书，2019 年公司真空采血管产品产能 5 亿支、医用耗材及包材产能 7500 吨，2017-2019 年两者产销率在 100%附近，达到满产状态；根据公司在 2019 年 4 月 8 日备案的《建设项目环境影响登记表》，计划投资 5.5 亿元（其中设备购置费 1.9 亿元）扩建医用耗材及包材 10000 吨/年、真空采血管 6.2 亿支/年，我们预计 2022 年中旬 IPO 募投产能（厂区三）有望陆续投出、2022 年后旬产能利用率逐步提升，参考上文估算的公司“收入/专用设备”估算产值，我们预计新产能有望贡献 18-20 亿产值增量。我们认为，在新产能释放、制造规模效应强化下，新应用场景、新 SKU 拓展有望支撑公司真空采血管以外的业务快速增长。

表 3：公司厂区产能情况

厂区	产品	产能	状态
厂区一（浙江省台州市黄岩北院大道 10 号）	医用塑料制品	4500t/a	已建成
厂区二（浙江省台州市黄岩北院大道 39 号）	医用塑料制品	3000t/a	已建成
	采血管	5 亿支/年	已建成
厂区三（黄岩经济开发区）	医用耗材及包材	10000t/a	IPO 募投项目，预计
	真空采血管	6.2 亿支/年	2022 年中旬投产

资料来源：招股说明书，建设项目环境影响登记表，浙商证券研究所

3.1.1. 新 SKU 之 IVD 耗材：受益于市占率提升，收入 CAGR 在 30-35%

核心驱动：客户增加+IVD 试剂/设备国产化下上游放量。2021 年公司 IVD 配套耗材收入 3.8 亿元，2017-2021 年复合增速 68.4%，增速明显超过行业平均增速，我们认为源于①服务客户个数增加（根据公司 2021 年 10 月在全景网的回复，“经过多年在国内体外诊断配套耗材行业的布局，公司已经与国内 IVD 生产企业中的半数以上上市公司及众多其他中小企业建立了业务合作关系”）；②服务项目放量（来自于化学发光等领域国产化率提升下国内 IVD 供应商放量）。市占率看，正如上文分析，我们估算 2021 年中国 IVD 相关耗材市场规模约 30-55 亿元，对应公司市占率约 7-15%。相对于其他赛道，我们认为封闭体系下的 IVD 定制耗材在耗材试剂一对一匹配、供应商考核周期等领域要求更高，我们认为，随着 IVD 细分领域国产化率提升（如化学发光等）、公司在重要供应商中供应占比提升，我们预计行业需求端平均增速在 15-25%、公司在全国 IVD 配套耗材市占率有望达到 15-20%，对应公司 2022-2024 年 IVD 配套耗材收入 CAGR 在 30-35%。

3.1.2. 新 SKU 之药包材：受益于合作产品上市，收入 CAGR 在 35%+

核心驱动：更换粘性下，培育客户/关联产品放量。根据 CDE 原辅包登记信息统计，截至 2022 年 5 月，拱东医疗显示为“A”状态（注：表明该品种为已批准在上市制剂使用的原料/辅料/包材）有 7 个，“I”状态（注：表明该品种尚未通过与制剂共同审评审批的原料/辅料/包材）有 5 个。根据公司 2021 年报，药品包装类收入占比 2.8%、收入同比下降 2.3%，“该板块产品整体尚处于开发阶段，近些年该板块的主要收入主要来自于 2 个客户，本期其中 1 个客户受国际海运等原因影响较大，向公司采购的对应药品包装显著下降”。我们认为，通过关联审评后，药包材供应的粘性较强，随着公司关联审评的客户增加、产品上市销售，我们预计该品类有望实现较快速增长，我们假设公司每年新增 2-4 个新关联品种、单品种创收不变，对应公司 2022-2024 年药包材收入 CAGR 在 35%+。

表 4：拱东医疗药品包材登记和审批信息

品种名称	规格	更新日期	共同审批结果	已登记个数	已激活个数
聚乙烯口服给药器			已批准上市	2	1
复方酮康唑用高密度聚乙烯瓶			已批准上市	1	1
口服液体药用聚酯瓶			已批准上市	366	202
口服固体药用高密度聚乙烯瓶			已批准上市	663	409
阴道用聚丙烯给药器			已批准上市	4	2
外用软膏剂用聚丙烯热封垫片瓶			已批准上市	1	1
阴道用聚丙烯给药器			已批准上市	4	2
聚丙烯预灌封阴道用给药器			已批准上市	1	1
聚丙烯阴道给药器	1ml-10ml	2021/4/28	尚未通过审批	1	1
牙科用聚丙烯给药器	1ml-10ml	2021/2/25	尚未通过审批	1	1
阴道用聚丙烯给药器	1g-10g	2020/10/13	尚未通过审批	4	2
口服液体药用瓶盖（含垫片）		2020/7/24	尚未通过审批	1	1
口服药用低密度聚乙烯瓶塞		2020/5/28	尚未通过审批	1	1

资料来源：CDE，浙商证券研究所

3.1.3. 新 SKU 之生物实验耗材：项目储备期，看好中期增长支撑

核心技术：基于模具、注塑和改性技术，推出新 SKU 上市。根据公司公告，生物实验耗材占公司收入比例较低（我们估算低于 5%）。我们对比分析了公司近几年的研发投入，发现 2021 年报中细胞培养装备及技术储备项目更多，如“无热源斜颈细胞培养瓶的开发”、“无热源细胞培养多孔板的开发”、“无热源细胞培养皿的开发”等项目，截至 2021 年底处于小试阶段；结合公司在 2022 年上海国际检验医学及体外诊断试剂展览会公布的生物实验耗材新产品，我们认为新业务有望在未来 3-5 年支撑公司收入增长。我们认为，相对于 IVD 配套耗材等领域，生物实验耗材对生物培养的可重现、可测量、可追溯、可放大等要求更高，高分子材料表面改性技术要求更高，根据公司参展宣传材料，“拱东公司生产产品的细胞表面是一种利于细胞贴附和生长的亲水性表面，特别适合绝大多数贴壁细胞培养的应用”，“细胞培养产品全部由符合 USP VI”级标准的高品质原材料制成”，我们看好公司基于模具、注塑和改性技术推进生物实验新 SKU 商业化。

表 5：拱东医疗生物实验耗材产品及特点

新产品	成品特点
细胞培养器	提供两种型号产品成熟均分别有一层、二层、四层、十层和四十层；培养表面 TC 处理，确保细胞在表面有效贴附生长；超声波焊接；两侧刻度；密封和过滤膜两种盖子；无菌保障 SAL-10 ⁻⁶ 无 DNase/RNase；无热原
细胞培养瓶	提供培养面表面处理及悬浮细胞培养表面；两侧刻度；磨砂区域；透气/密封和过滤膜两种盖子；可多瓶稳定叠放；辐照灭菌；无热原
细胞培养皿	提供培养面表面处理及悬浮细胞培养表面；表面清晰透明而且均匀，适合显微镜观察；可多皿稳定叠放；辐照灭菌；无热原
细胞培养板	提供培养面表面处理及悬浮细胞培养表面；极佳的可视性；增高孔缘交叉污染；单一方向盖子；可多板叠放；适合大多数设备；辐照灭菌；无热原
血清移液管	超透明、100%纯聚苯乙烯，实现最大清晰度；无 DNase/RNase；无人 DNA；无细胞毒性；E-beam 灭菌，确保 SAL-10 ⁻⁶ ；无热原
无菌锥形摇瓶	PETG、PC 材质；密封盖/透气盖；无 DNase/RNase；无内毒素；无热原

资料来源：2022 年上海国际检验医学及体外诊断试剂展览会主办方官网，浙商证券研究所

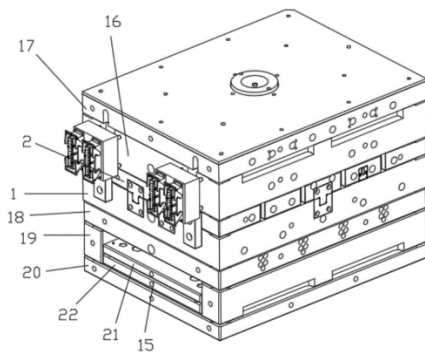
3.2. 核心竞争力：模具和注塑奠定多 SKU 拓展的基础

我们认为，公司从真空采血系统耗材拓展到新应用领域，核心依赖公司在模具和注塑领域所积累的技术和经验，根据公司招股说明书、获批专利，我们梳理了公司在模具领域的技术优势及应用情况：

- **提高注塑效率：**根据公司“一种底盖互配的培养皿叠模注塑模具”专利，通过设计模具结构，实现同一个模具同时注塑两种不同的产品，而一般情况下一套模具只能注塑一种产品；根据“一种薄壁螺纹杯的原身留注塑模具”专利，通过增加型芯刚性和稳定性、设计螺纹镶块等方式，使得“使得注塑效率提高至原来的3倍以上，一次开合模时间能控制在14秒之内”，而一般的产品“最多只能做到1出8的产品，一次开合模时间都在20秒以上”，大幅提升生产效率。
- **降低生产成本：**根据公司招股说明书，“叠层模具结构设计合理、可靠，制品尺寸一致性好，单位产能模具费用降低30%左右，适合于大批量生产形状扁平的制品及小型多腔壁薄制品”。
- **提高注塑精度：**根据公司照顾说明书，公司“通过选用特定型号的模具钢材料，模具结构以及精密多腔模具内模仁加工制造技术、型芯型腔同心度精准定位控制技术的应用，解决在试管类、枪头类产品在高速、高压注塑成型时，圆形薄壁结构产品偏心导致壁厚不均问题”，有助于控制产品的偏心问题，保证内壁圆度、直线度等的批件次一致性。

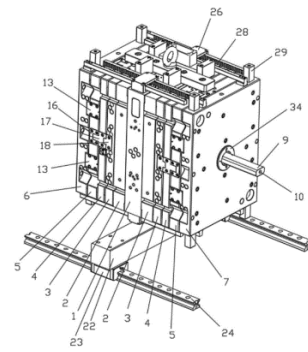
期待公司在高分子材料改性领域的新突破：公司在招股书中提到了“特殊功能高分子材料研究项目”、“等离子及氨基官能团引入等表面处理技术研究”等研发项目储备，在招股书撰写阶段两者分别处于试样和试产阶段。我们认为，高分子材料改性技术对公司在生物实验耗材等领域的产品研发较为关键，我们期待公司在新产品上的技术应用。

图 14：拱东专利：薄壁螺纹杯的原身留注塑模具



资料来源：国家知识产权局，浙商证券研究所

图 15：拱东专利：底盖互配的培养皿叠模注塑模具



资料来源：国家知识产权局，浙商证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测

根据上文的分析，我们从国内和国外两个业务分析公司的成长能力：

- **国内医疗机构直销和经销业务：**我们估算该业务 2021 年占总收入的 28.5%，其中真空采血系统和病毒采样管等产品占比相对较高（估算两者之和占国内医疗机构直销和经销业务收入的 65%+）。我们假设 2022-2024 年间国内真空采血系统收入的增长来自于产能利用率提升（其中假设 2022 年底总产能在 10 亿支，由于 2022 年后半年陆续投产，预计 2022 年产能利用率相对较低，2023-2024 年逐年提升）。此外，考虑到 2022 年全国核酸检测量相对较大，我们假设 2022 年该业务略有增长，2023-2024 年有所下降。综合看，我们估算 2022-2024 年该业务收入达到 3.7、3.8 和 4 亿元。
- **国内 IVD 配套业务：**根据上文分析，我们估算 2021 年公司 IVD 配套业务的国内市占率约 7-15%，我们假设公司服务客户数量增多、大客户产品放量（下游国产化率提升），带动 2022-2024 年公司整体市占率提升至 15-20%。综合看，我们估算 2022-2024 年该业务收入达到 5.3、7.4 和 10.2 亿元。
- **国内药企业务：**我们以公司 2021 年已关联的药包材个数和客户个数为准，假设 2022-2024 年间每年新增 2-4 个新关联品种、单品种创收不变，对应公司 2022-2024 年药包材收入 CAGR 在 35%+。综合看，我们估算 2022-2024 年该业务收入达到 4570、6283、9140 万元。
- **国内其他业务：**2021 年公司其他业务收入占国内业务收入占比较低，我们预计随着公司生物实验耗材等新品种上市销售，其他业务占收入比例有望逐步提高，我们假设占比每年提升 2-3pct。综合看，我们估算 2022-2024 年该业务收入达到 1929、3670、7953 万元。
- **国外自主品牌业务：**根据公司年报，2021 年国外自主品牌收入占国外收入比例约 24.5%，同比增长 45.2%，*“受境外新冠疫情持续的影响，本期境外医疗机构的常规病人数量有所下降，海外新项目的推进工作未达计划进度，国际货运拥堵致境外销售订单交付延迟等原因，导致境外市场的医用耗材需求以及公司产品实际交付量未达预期；同时因境内产品需求旺盛，公司及时调增了境内销售的产能分配，减少了境外销售产能供给”*，我们认为，随着公司产能释放、国内外物流恢复，我们假设公司国外自主品牌产品销售增速与全球医疗耗材增速基本一致。综合看，我们估算 2022-2024 年该业务收入达到 1.1、1.2、1.4 亿元。
- **国外 OEM/ODM 业务：**根据公司年报，2021 年国外 OEM/ODM 收入占国外收入比例约 75.5%，同比下降 5.3%，其中医用隔离面罩收入（2021 年占 OEM/ODM 收入比 0.8%）同比下降 97%，我们假设 2022-2024 年公司医用隔离面罩收入占比下降至 0.5%且后续占比基本稳定，国外真空采血系统耗材增速与国内真空采血系统耗材增速基本一致，其他 OEM/ODM 保持较快速增长。综合看，我们估算 2022-2024 年该业务收入达到 4.1、5.2、6.5 亿元。

在这样的假设下，我们预计 2022-2024 年收入达到 14.9、18.6、23.8 亿元，对应增速在 23-28%。毛利率上，我们综合考虑产能释放下折旧摊销费用和制造规模效应，及毛利率相对更高的定制耗材收入占比有所提升，假设 2022-2024 年间综合毛利率有所提升。

净利率上,我们认为新产品推广需要销售费用和研发费用支持,我们预计净利润率基本稳定、略有提升。

表 6: 公司部分业务拆分及收入预测 (单位: 百万元)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
国内业务收入	41,574	77,035	96,465	122,329	159,059
yoy	47.9%	85.3%	25.2%	26.8%	30.0%
毛利率	53.7%	50.2%	51.0%	51.5%	51.5%
占总收入比例	50.1%	64.5%	64.7%	65.6%	66.8%
其中: IVD 配套业务	14,204	38,229	53,075	74,490	102,348
yoy	100.7%	169.2%	38.8%	40.3%	37.4%
占国内收入比例	34.2%	49.6%	55.0%	60.9%	64.3%
其中: 药企业务	3,247	3,427	4,570	6,283	9,140
yoy	8.2%	5.5%	33.3%	37.5%	45.5%
占国内收入比例	7.8%	4.4%	4.7%	5.2%	5.9%
国外业务收入	40,377	41,806	52,619	64,049	78,879
yoy	51.6%	3.5%	25.9%	21.7%	23.2%
毛利率	45.1%	33.8%	36.5%	37.0%	37.5%
占总收入比例	48.7%	35.0%	35.3%	34.8%	33.9%
其中: 自主品牌收入	7,066	10,262	11,288	12,416	13,658
yoy	167.9%	45.2%	10.0%	10.0%	10.0%
占国外收入比例	17.5%	24.5%	21.5%	19.4%	17.3%
其中: OEM/ODM	33,312	31,544	41,332	51,632	65,221
yoy	38.8%	-5.3%	31.0%	24.9%	26.3%
占国外收入比例	82.5%	75.5%	78.5%	80.6%	82.7%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

4.2. 估值

综合上述分析,我们认为公司 2022-2024 年收入 CAGR 约为 23-28%, EPS 分别为 3.56、4.56 和 5.86 元/股, 2022 年 6 月 2 日收盘价对应公司 2022 年 PE 为 30 倍, 略低于可比公司估值平均值(我们从业务构成选择可比公司)。

表 7: 盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价		EPS			PE			评级
		6 月 2 日	2021A	2022E	2023E	TTM	2022E	2023E		
688026.SH	洁特生物	62.98	1.71	2.44	3.25	38.4	25.8	19.4	无评级	
300151.SZ	昌红科技	17.32	0.22	0.40	0.55	74.2	43.5	31.7	无评级	
	平均					56.3	34.6	25.5		
605369.SH	拱东医疗	108.32	2.82	3.56	4.56	37.3	30.4	23.8	增持	

资料来源: Wind, 浙商证券研究所(注: 洁特生物和昌红科技 2022-2023 年 EPS 来自于 wind 一致预期)

4.3. 投资建议

我们预计公司 2022-2024 年实现营业收入 14.9 亿元、18.6 亿元、23.8 亿元, 同比增长 24.8%、25.0%和 27.7%; 实现归母净利润 4.0 亿元、5.1 亿元和 6.6 亿元, 同比增长

29.0%、28.0%和 28.6%。我们认为，公司基于在模具、注塑、分子改性等领域的技术积累，从真空采血耗材向多应用领域（如 IVD、生物实验、药包材等）、从标品转向定制，逐步提升产品附加值、打开增长空间，考虑到公司在多个领域的客户基础及产品培育阶段，我们看好公司 2022-2024 年增长的持续性，首次覆盖，给予“增持”评级。

5. 风险提示

新产品推进速度不及预期的风险：我们认为，公司新推出的生物实验、药包材等产品需要新技术（如材料改性）投入，也需要市场推广时间，可能导致新产品研发和销售速度低于预期。

上游原材料价格快速上涨的风险：根据公司 2021 年报，直接材料成本占主营业务成本的接近 70%，上游塑料材料成本快速上涨可能在短期扰动公司的毛利率。

贸易摩擦的风险：2017-2021 年公司海外收入占比约 45%，根据招股书历史数据，美国收入占海外收入比例相对较高，如果出现中美贸易纠纷或关税调整，可能对公司的经营产生一定的负面影响。

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E	单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	1132	1325	1799	2445	营业收入	1194	1491	1864	2379
现金	718	829	1216	1742	营业成本	665	807	997	1264
交易性金融资产	90	90	90	90	营业税金及附加	8	7	9	12
应收账款	198	249	299	369	营业费用	57	75	93	119
其它应收款	0	7	9	12	管理费用	63	75	93	119
预付账款	4	6	8	10	研发费用	58	67	84	107
存货	115	137	169	215	财务费用	(10)	(8)	(10)	(15)
其他	7	6	7	7	资产减值损失	10	12	15	20
非流动资产	558	845	965	1080	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	5	3	3	3
长期投资	0	0	0	0	其他经营收益	11	6	9	7
固定资产	299	568	680	787	营业利润	360	465	594	764
无形资产	81	92	94	97	营业外收支	1	0	1	0
在建工程	174	183	188	192	利润总额	361	465	595	764
其他	4	2	3	3	所得税	50	64	81	105
资产总计	1690	2170	2764	3525	净利润	311	401	513	660
流动负债	291	344	424	524	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	归属母公司净利润	311	401	513	660
应付款项	143	161	199	253	EBITDA	375	481	619	791
预收账款	54	67	84	107	EPS (最新摊薄)	2.76	3.56	4.56	5.86
其他	94	116	140	164					
非流动负债	11	6	7	8	主要财务比率				
长期借款	0	0	0	0		2021	2022E	2023E	2024E
其他	11	6	7	8	成长能力				
负债合计	302	350	431	532	营业收入	43.95%	24.83%	25.01%	27.66%
少数股东权益	0	0	0	0	营业利润	36.64%	29.15%	27.87%	28.62%
归属母公司股东权益	1388	1820	2333	2993	归属母公司净利润	37.68%	28.95%	27.97%	28.56%
负债和股东权益	1690	2170	2764	3525	获利能力				
					毛利率	44.36%	45.88%	46.52%	46.86%
					净利率	26.04%	26.90%	27.53%	27.73%
					ROE	23.96%	25.00%	24.71%	24.77%
					ROIC	21.94%	21.67%	21.61%	21.61%
					偿债能力				
					资产负债率	17.86%	16.13%	15.58%	15.09%
					净负债比率	0.19%	0.06%	0.06%	0.06%
					流动比率	3.89	3.85	4.25	4.67
					速动比率	3.49	3.45	3.85	4.26
					营运能力				
					总资产周转率	0.78	0.77	0.76	0.76
					应收账款周转率	6.85	6.62	6.54	6.60
					应付账款周转率	6.22	5.29	5.53	5.59
					每股指标(元)				
					每股收益	2.76	3.56	4.56	5.86
					每股经营现金	3.31	3.40	4.68	5.89
					每股净资产	12.33	16.16	20.72	26.58
					估值比率				
					P/E	39.22	30.42	23.77	18.49
					P/B	8.79	6.70	5.23	4.08
					EV/EBITDA	40.87	23.43	17.60	13.11

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>