

**603309.SH**
**买入**

原评级：未有评级

市场价格：人民币 20.17

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	(0.5)	(6.4)	(3.2)	36.3
相对上证综指	(4.0)	(6.4)	(6.7)	43.3

发行股数(百万)	293.32
流通股(百万)	289.63
总市值(人民币 百万)	5,916.31
3个月日均交易额(人民币 百万)	71.10
主要股东	
高博投资(香港)有限公司	31.36

 资料来源：公司公告，Wind，中银证券  
 以 2023 年 2 月 17 日收市价为标准

 中银国际证券股份有限公司  
 具备证券投资咨询业务资格

医药生物：医疗器械

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

# 维力医疗

## 国内医用导管领军者，新征程再出发

创新驱动，产品持续丰富升级；营销改革，内销外销同发力；股权激励彰显信心。公司业绩逐步兑现，基本面迎积极变化，公司进入发展新周期。首次覆盖，给予买入评级。

### 支撑评级的要点

- 医用导管行业属基础性医疗耗材，行业未来发展潜力较大。研发及产品力、规模化、自动化生产能力等将为企业有效控制成本，为获取更大的市场份额打下基础。我们认为公司在医用导管领域已经形成一定优势，叠加近年来公司新产品的开拓、营销端的改革、自动化项目的建设等，公司具备产业升级从低值耗材向中低值耗材企业转型逻辑，营销端的改革也为公司产品推广上市乃至放量注入活力，公司有望迎来积极转型。
- 医用导管领军企业。公司深耕医用导管行业，持续加大研发投入，适当产业整合并购，产品不断丰富，产品逐步升级。同时公司生产自动化能力不断加强。近年来公司推出可视双腔支气管插管、负压清石鞘等创新产品。独家代理的 Bactiguard AB BIP 导尿管国内三类证延续获批后进一步巩固公司该领域竞争优势。生产方面，公司持续进行生产自动化升级和改造。内销方面，增加学术推广活动数量，推动新入院数量的增长，利用重磅产品进入新医院带动公司的其他产品的销售，进而实现境内市场销售的进一步增长。公司现在开始分别采用不同的营销队伍负责不同的产品线销售，营销团队的专业性有所提升。外销方面，绑定大客户并规划提前布局。公司利用技术产能优势积极争取大客户的非标定制产品项目，为海外大客户整体提供解决方案。
- 短期看，近两年受疫情影响的可择期手术预期逐步恢复，手术用耗材需求亦将随之增长，对公司业绩会有正向推动。长远来看，随着现代科技发展、世界人口平均寿命不断增加和老龄化趋势加剧，手术、治疗、急救和护理等医疗领域医疗耗材需求不减。

### 估值

- 我们预计 2022-2024 年公司归母净利润为 1.63/2.16/2.87 亿元，对应 EPS 为 0.55/0.74/0.98 元，首次覆盖，给予买入评级。

### 评级面临的主要风险

- 海外销售风险，产品质量控制风险，医疗管理、行业管理政策调整风险，产品研发不及预期风险，其他风险等。

### 投资摘要

年结日：12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入(人民币 百万)	1,131	1,119	1,433	1,854	2,399
增长率(%)	13.8	(1.1)	28.1	29.4	29.4
EBITDA(人民币 百万)	260	204	301	400	511
归母净利润(人民币 百万)	153	106	163	216	287
增长率(%)	26.4	(30.7)	53.2	32.9	32.8
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.52	0.36	0.55	0.74	0.98
市盈率(倍)	24.0	43.8	36.4	27.4	20.6
市净率(倍)	3.2	2.9	3.5	3.2	2.9
EV/EBITDA(倍)	11.4	17.5	16.0	11.7	8.9
每股股息(人民币)	0.2	0.1	0.2	0.3	0.4
股息率(%)	1.6	0.9	1.0	1.4	1.8

资料来源：公司公告，中银证券预测

## 目录

<b>1、厚积薄发，公司新征程再出发.....</b>	<b>5</b>
1、外延内生，内销外销同步发力——缔造公司国内医用导管领先地位 .....	5
2、业绩回顾，探究公司进入成长新阶段.....	9
3、多维度看公司评级逻辑.....	11
<b>2、多业务线同发展，重磅产品赋能公司盈利能力提升 .....</b>	<b>16</b>
麻醉线——公司重点布局线条之一，导管可视化及镇痛泵成为主要看点 .....	16
导尿管——公司起家业务，独家授权的物理抗菌金属涂层想象空间大 .....	19
泌尿线——公司重点发力业务线条之一，重磅高毛利率产品空间可期 .....	24
护理线——兼具消费属性.....	28
血液透析线——产能提升，营销协同.....	30
呼吸线——产品丰富，业务线稳步经营.....	31
<b>3、营销深化改革——内销分线快速放量，外销释放发展潜力 .....</b>	<b>33</b>
<b>4、股权激励解锁条件——彰显管理层对业绩增长的信心 .....</b>	<b>35</b>
<b>5、盈利预测与估值.....</b>	<b>36</b>
5.1 盈利预测假设.....	36
5.2 估值对比.....	38
<b>6、风险分析.....</b>	<b>39</b>

## 图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 公司发展历程.....	5
图表 2. 公司主要子公司分布及介绍.....	6
图表 3. 公司主要业务概况.....	6
图表 4. 公司主要产品及用途.....	7
图表 5. 公司设立以来产品合计销量（以件/套/条/个数计算）的变化情况.....	8
图表 6. 公司股权架构.....	9
图表 7. 2016-2021 年公司主要业务线占比变化.....	9
图表 8. 2016-2021 年公司主要业务线毛利率情况.....	9
图表 9. 公司国内海外收入占比.....	10
图表 10. 公司国内海外毛利率情况.....	10
图表 11. 公司财务业绩及股价表现复盘.....	11
图表 12. 我国低值医疗耗材各细分领域占比情况（截至 2019 年）.....	12
图表 13. 2017-2022 年我国低值医用耗材市场规模及增速.....	12
图表 14. 2018 年国内低耗领域竞争格局.....	12
图表 15. 医用导管的问世及在我国的主要发展历程.....	13
图表 16. 2013-2022 年我国医用导管市场规模及增速预测.....	13
图表 17. 主要医用导管种类及我国主要参与企业.....	14
图表 18. 公司在麻醉领域的主要产品一览.....	16
图表 19. 可视双腔支气管插管构造图.....	16
图表 20. 可视双腔支气管插管特点及优势.....	17
图表 21. 麦德逊镇痛泵情况介绍.....	18
图表 22. 麦德逊的智能便携镇痛泵三种给药模式及主要针对的领域.....	18
图表 23. 公司镇痛泵主要应用领域.....	18
图表 24. 麦德逊医疗的智能便携镇痛泵与传统便携镇痛泵对比.....	19
图表 25. 2016-2021 年公司麻醉产品产销量变化.....	19
图表 26. 公司麻醉系列收入及其增速.....	19
图表 27. 公司麻醉系列毛利润及其增速.....	19
图表 28. 导尿管分类及特点.....	20
图表 29. 2015-2020 年中国卫生医疗机构入院人数及增长率.....	20
图表 30. 2016-2021 年我国 65 岁及以上人口数量及增速.....	21
图表 31. 2019 年全球导尿管市场格局.....	21
图表 32. 2017 年国内导尿管市场格局.....	21
图表 33. 公司在导尿领域的主要产品一览.....	22
图表 34. 不同类型患者导尿管尿路感染率对比情况（各类型患者尿路感染率）.....	22

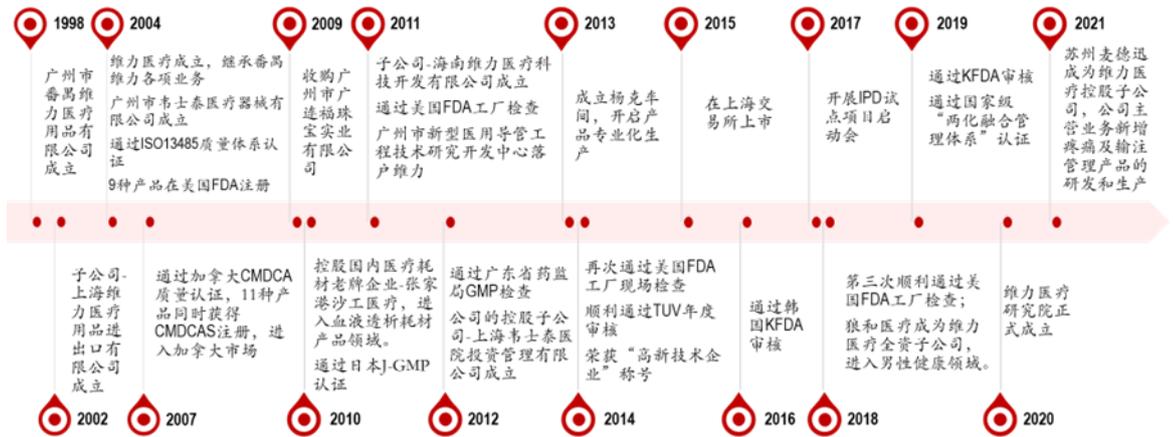
图表 35. 合金涂层抗感染导尿管 (BIP) 及特点简介 .....	23
图表 36. BIP 导管抗菌原理示意图 .....	23
图表 37. BIP 合金涂层导尿管优势对比 .....	23
图表 38. 2016-2021 年公司导尿产品产销量变化.....	24
图表 39. 公司导尿类业务收入及其增速.....	24
图表 40. 公司导尿类业务毛利润及其增速.....	24
图表 41. 公司在泌尿外科领域的主要产品一览.....	24
图表 42. 狼和一代一次性包皮环切缝合器和二代包皮环切吻合器.....	25
图表 43. 2014-2019 年我国泌尿系统疾病及尿石出院患者人数 (万人) .....	26
图表 44. 一次性使用输尿管导引鞘产品示意图.....	26
图表 45. 一次性负压清石鞘特点及工作原理.....	27
图表 46. 一次性负压清石鞘优势.....	27
图表 47. 2017-2021 年公司泌尿外科产品产销量变化.....	28
图表 48. 公司泌尿外科业务收入及其增速.....	28
图表 49. 公司泌尿外科业务毛利润及其增速.....	28
图表 50. 公司在护理领域的主要产品一览.....	28
图表 51. 冲吸式口护吸痰管构造及特点.....	29
图表 52. 排泄物管理系统构造及特点.....	29
图表 53. 2017-2021 年护理产品产销量变化.....	30
图表 54. 公司护理业务收入及其增速.....	30
图表 55. 公司护理业务毛利润及其增速.....	30
图表 56. 公司在血液透析领域的主要产品一览.....	30
图表 57. 2016-2021 年公司血透产品产销量变化.....	31
图表 58. 公司血透管路业务收入及其增速.....	31
图表 59. 公司血透管路业务毛利润及其增速.....	31
图表 60. 公司在呼吸领域的主要产品一览.....	32
图表 61. 公司销售战略例举分析.....	33
图表 62. 2014-2021 年公司销售人员人数和在所有员工中的占比变化 .....	33
图表 63. 限制性股票分配情况.....	35
图表 64. 公司层面业绩考核目标.....	35
图表 65. 公司业绩考核目标同限制性股票解除限售比例的关系 .....	35
图表 66. 盈利拆分及预测 (单位: 百万元) .....	37
图表 67. 可比公司估值对比.....	38
利润表(人民币 百万) .....	40
现金流量表(人民币 百万) .....	40
财务指标.....	40
资产负债表(人民币 百万) .....	40

## 1、厚积薄发，公司新征程再出发

### 1、外延内生，内销外销同步发力——缔造公司国内医用导管领先地位

维力医疗成立于 2004 年。公司主要从事导尿、麻醉、泌外、呼吸、血液透析等领域医用导管的研发、生产和销售，产品在临床上广泛应用于手术、治疗、急救和护理等医疗领域。

图表 1. 公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，中银证券

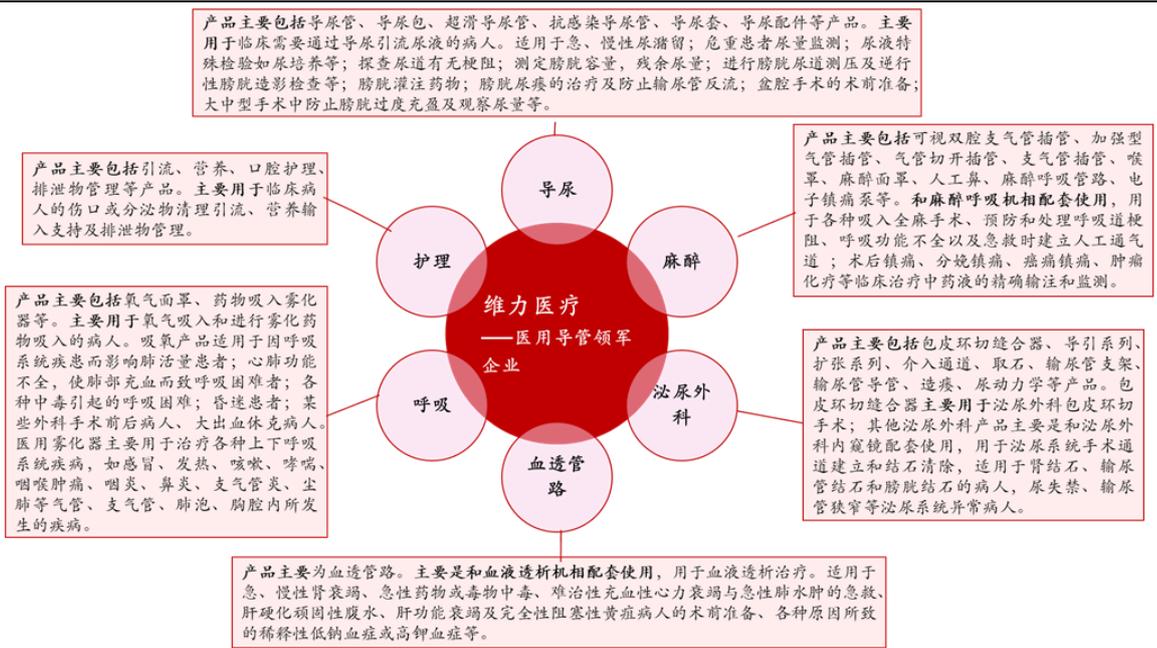
公司产品在临床上广泛应用于手术、治疗、急救和护理等医疗领域。公司自成立以来，主营业务规模不断扩大，产品线不断拓宽。公司通过设立或收购方式，拥有多家子公司，并负责各自的业务范围。其中，苏州麦德迅医疗科技有限公司专注于疼痛及输注管理领域医疗器械的研发、生产和销售；海南维力医疗科技开发有限公司负责导尿管业务，拥有乳胶导尿管自动化生产线，可以高速生产乳胶导尿管；江西狼和医疗器械有限公司专注于医疗产品，核心产品“狼和”牌一次性包皮环切缝合器，属于国内行业龙头；张家港市沙工医疗器械科技发展有限公司是国内最早一批获得血透管路注册证的企业之一，产品质量稳定，拥有良好的品牌知名度。

图表 2. 公司主要子公司分布及介绍



资料来源: 公司官网, 公司公告, 中银证券

图表 3. 公司主要业务概况



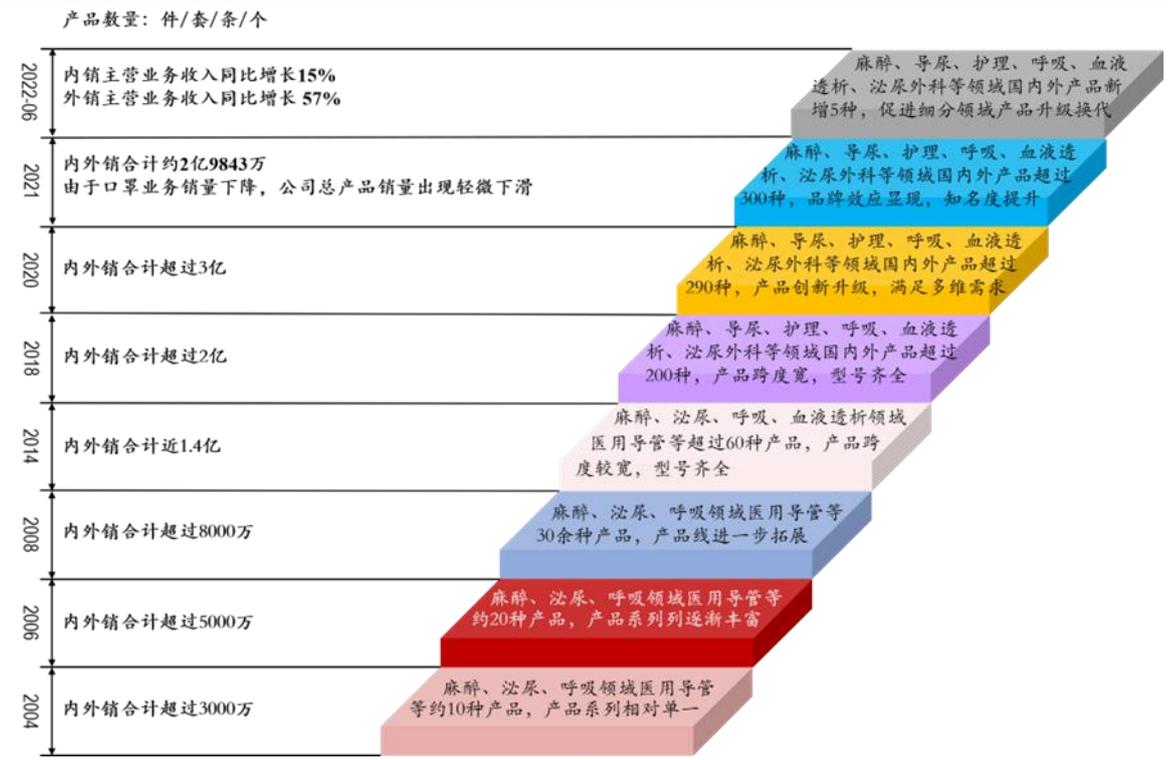
资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 4. 公司主要产品及用途

产品领域	主要产品	用途
麻醉	气管插管	和麻醉呼吸机相配套使用，用于各种吸入全麻手术、预防和处理呼吸道梗阻、呼吸功能不全以及急救时建立人工气道；术后镇痛、分娩镇痛、癌痛镇痛、肿瘤化疗等临床治疗中药液的精确输注和监测。
	喉罩	
	气管切开插管	
	支气管插管	
	可视支气管插管	
	麻醉面罩	
	人工鼻	
泌尿外科	麻醉呼吸管路	主要用于泌尿外科包皮环切手术。
	电子镇痛泵	
	包皮环切缝合器	
	导丝	
	球囊扩张导管	
	输尿管扩张器	
	微创扩张引流套件	
	输尿管导引鞘	
	清石鞘	
	取石篮	
导尿	输尿管支架	和内窥镜等配套使用，用于泌尿系统手术通道建立和结石清除，适用于肾结石、输尿管结石和膀胱结石的病人，尿失禁、输尿管狭窄等泌尿系统异常病人的微创手术治疗。
	输尿管导管	
	导尿管	
	导尿包	
	引流袋	
护理	测温导尿管	主要用于手术及病房护理时对病人进行尿液引流。
	男用导尿套	
	杨克引流管	
呼吸	口护吸痰管	主要用于临床病人的伤口或分泌物清理引流以及重症病人的口腔及排泄物护理。
	排泄物管理器	
	氧气面罩	
血液透析	氧浓度可调面罩	主要适用于病人输氧用。
	药物吸入雾化器	
	血液净化体外循环管路	
		主要用于各种呼吸系统疾病给药时使用。
		主要是和血液透析机等配套使用，用于终末期肾病患者的血液透析治疗，以及急性药物或毒物中毒、难治性充血性心力衰竭与急性肺水肿的急救。

资料来源：公司公告，中银证券

图表 5. 公司设立以来产品合计销量（以件/套/条/个数计算）的变化情况

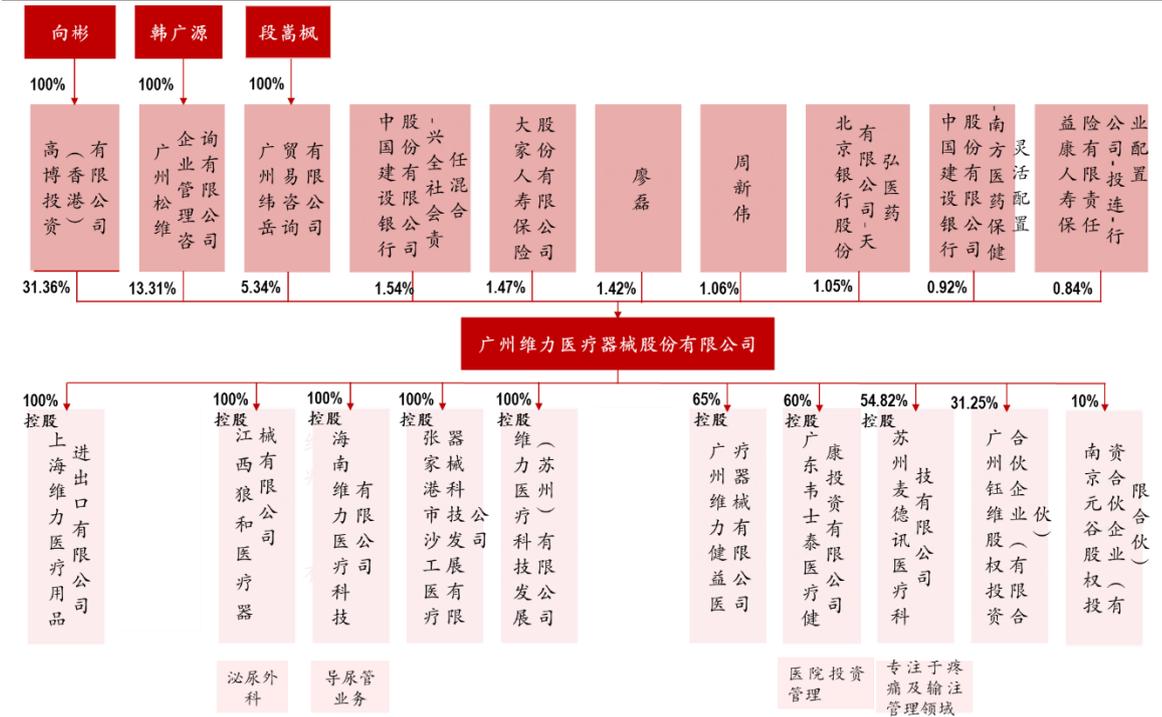


资料来源：维力医疗招股说明书，公司公告，中银证券

通过近二十年的持续深耕，公司成为全球医用导管主要供应商之一。海外方面，公司与上百家国外医疗器械经销商、数十家国内出口贸易商进行业务合作，产品远销海外 90 余个国家或地区，进入监管严格的北美、欧洲、日本等主流市场。国内方面，公司产品有效覆盖所有省区，进入国内超过 4000 家医院（其中 1000 家以上三甲医院）。

截止 2023 年 2 月，高博投资（香港）有限公司持有的公司股份比例为 31.36%，为公司的控股股东。维力医疗董事长向彬是公司的实际控制人。另外，广州松维持有公司 13.31% 股权；广州伟岳持有公司 5.34% 股权。公司核心管理团队为向彬、韩广源和段嵩枫，深耕行业多年，产业背景丰富。

图表 6. 公司股权架构



资料来源：天眼查，公司公告，中银证券  
注：数据截止于 2023.02

## 2、业绩回顾，探究公司进入成长新阶段

### 1) 分业务来看，高毛利率产品带动公司整体盈利能力提升

在公司传统领域的导尿产品线，公司正在大力推广具有较高毛利率的一次性使用导尿包产品。根据公司 2021 年报，公司重点推广产品超滑导尿包在 2021 年新进医院 171 家。除了传统的导尿业务之外，公司大力发展毛利率较高的麻醉产品线和泌尿外科产品线。这两条毛利率较高的产品线的占比正在逐渐提升，且毛利率维持在相对稳定的高位，与公司传统的导尿类产品维持在 30% 左右的毛利率相比，公司新发力的麻醉业务的毛利率可达 50% 左右，泌尿外科的毛利率可达 80%。2022 上半年麻醉产品收入同比增长 19.54%，导尿产品收入同比增长 63.98%，泌尿外科产品收入同比增长 31.53%，护理产品收入同比增长 49.65%，呼吸产品收入同比增长 15.13%。内销收入同比增长 15%，外销收入同比增长 57%。

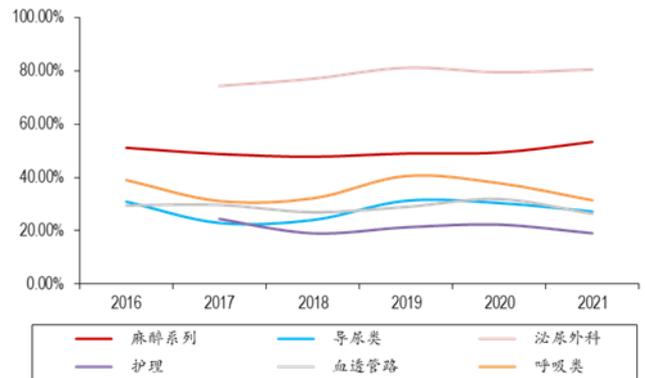
图表 7. 2016-2021 年公司主要业务线占比变化



资料来源：万得，中银证券

注：2020 年新冠疫情带来口罩业务较大增量，对于判断公司收入结构变化不具有较强参考性

图表 8. 2016-2021 年公司主要业务线毛利率情况

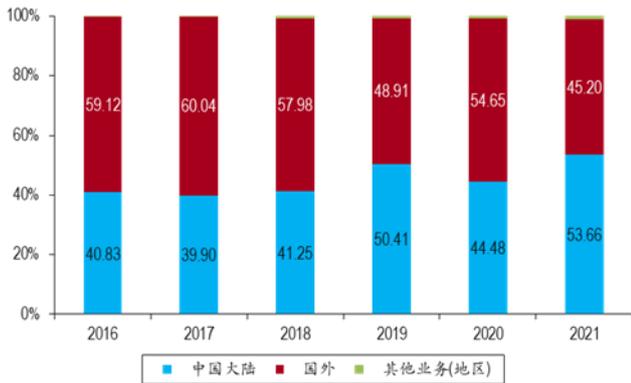


资料来源：万得，中银证券

## 2) 分地区来看, 内销与外销同步发力

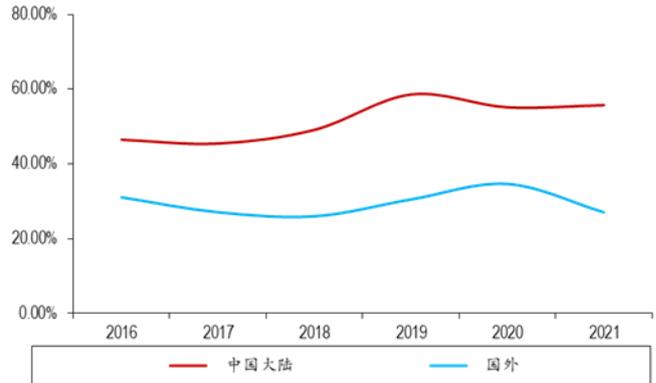
在全球新冠疫情往复的背景下, 公司继续深耕国内终端市场, 不断提升公司在国内各细分领域的市场地位。2021 年, 公司中国大陆境内收入在总收入中的占比达到了 53.66%。公司在中国大陆境内市场的毛利率相比于境外市场较高, 2021 年公司在大陆境内市场的毛利率达到 55.67%, 而同时期境外市场的毛利率为 27.10%。2022 年上半年内销收入同比增长 15%, 外销收入同比增长 57%。

图表 9. 公司国内海外收入占比



资料来源: 万得, 中银证券

图表 10. 公司国内海外毛利率情况

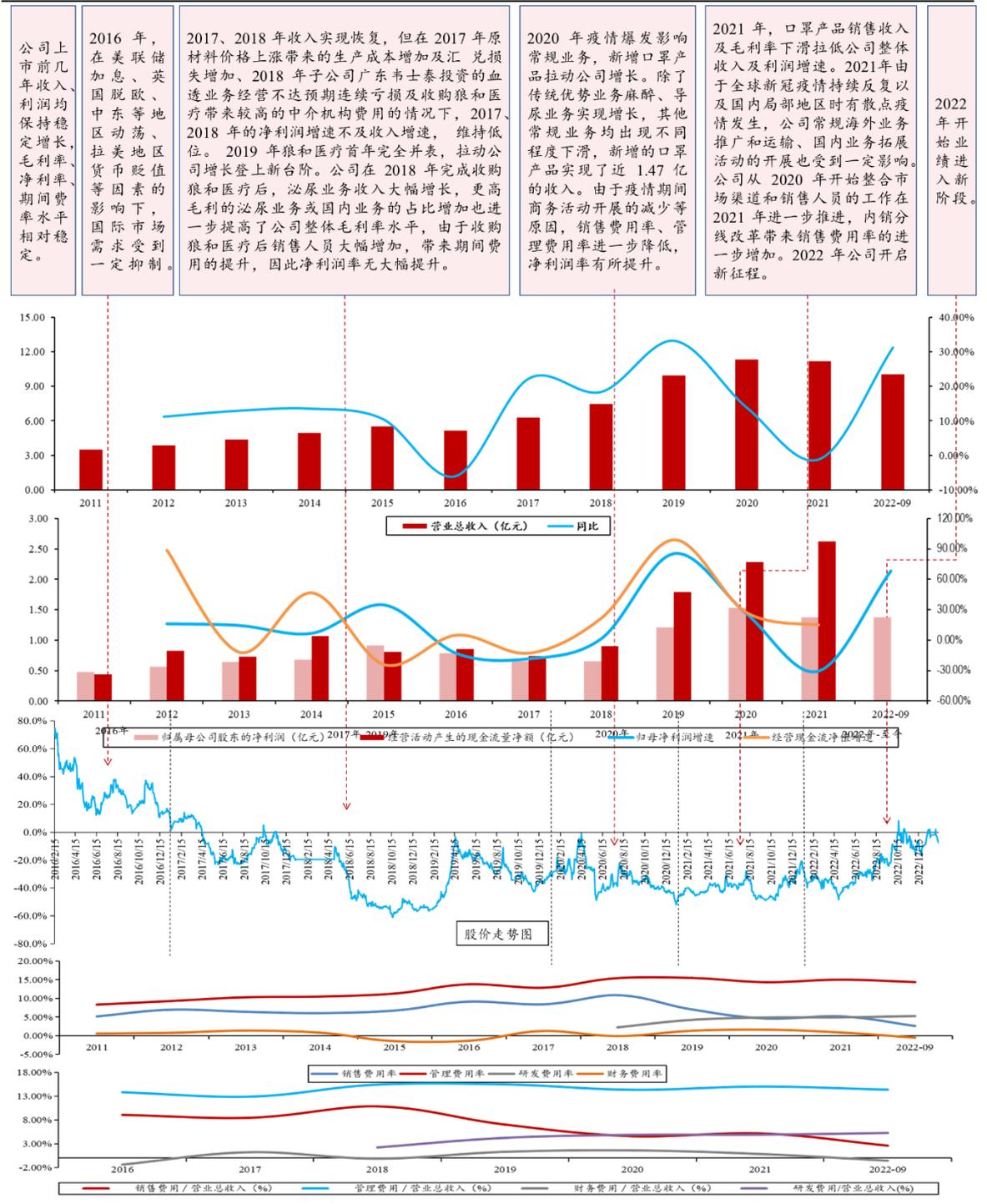


资料来源: 万得, 中银证券

## 3) 公司业绩复盘, 探究公司进入成长新阶段

2016 年之前收入、利润均保持稳定增长, 毛利率、净利率、期间费率水平相对稳定。2016 年, 在国际政策环境等因素的影响下, 国际市场需求受到一定抑制。2017、2018 年收入逐步恢复, 但在 2017 年原材料价格上涨带来的生产成本增加及汇兑损失增加、2018 年子公司广东韦士泰投资的血透业务经营不达预期连续亏损及收购狼和医疗带来较高的中介机构费用的情况下, 2017、2018 年的净利润增速不及收入增速, 维持低位。2019 年: 狼和医疗首年完全并表, 拉动公司业绩增长。公司在 2018 年完成收购狼和医疗后, 泌尿业务收入大幅增长, 更高毛利的泌尿业务或国内业务的占比增加也进一步提高了公司整体毛利率水平, 由于收购狼和医疗后销售人员增加, 带来期间费用的提升, 因此净利率无大幅提升。2020 年疫情爆发影响常规业务, 新增口罩产品拉动公司增长。除了传统优势业务麻醉、导尿业务实现增长, 其他常规业务均出现不同程度下滑, 新增的口罩产品实现了近 1.47 亿的收入。由于疫情期间商务活动开展减少等原因, 销售费用率、管理费用率进一步降低, 净利率有所提升。2021 年, 口罩产品销售收入及毛利率下滑拉低公司整体收入及利润增速。2021 年由于全球新冠疫情持续反复以及国内局部地区时有散点疫情发生, 公司常规海外业务推广和运输、国内业务拓展活动的开展也受到一定影响。公司从 2020 年开始整合市场渠道和销售人员的工作在 2021 年进一步推进, 内销分线改革带来销售费用率的进一步增加。2022 年公司开启新征程。

图表 11. 公司财务业绩及股价表现复盘

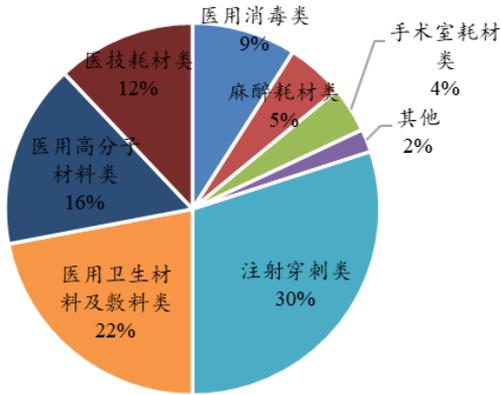


### 3、多维度看公司评级逻辑

#### 1) 好行业——需求大、空间大，格局分散有待头部整合

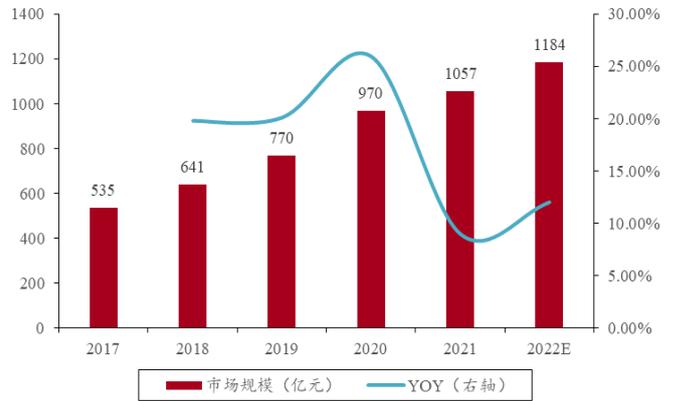
**低值医用耗材行业：门槛低，竞争充分，市场格局分散，是临床多学科普遍应用的一次性医用材料，市场化程度相对较高。**与医疗器械行业的其他领域相比，低值医用耗材的种类繁多，参与的企业数量较多，市场竞争较为充分。根据中国医疗器械蓝皮书（2019版），注射穿刺类在低值医用耗材市场占比最大，市场份额高达30%，其次为医用卫生材料及敷料类，市场份额达22%。

图表 12. 我国低值医疗耗材各细分领域占比情况（截至 2019 年）



资料来源：中国医疗器械蓝皮书（2019 版），医械研究院，中银证券

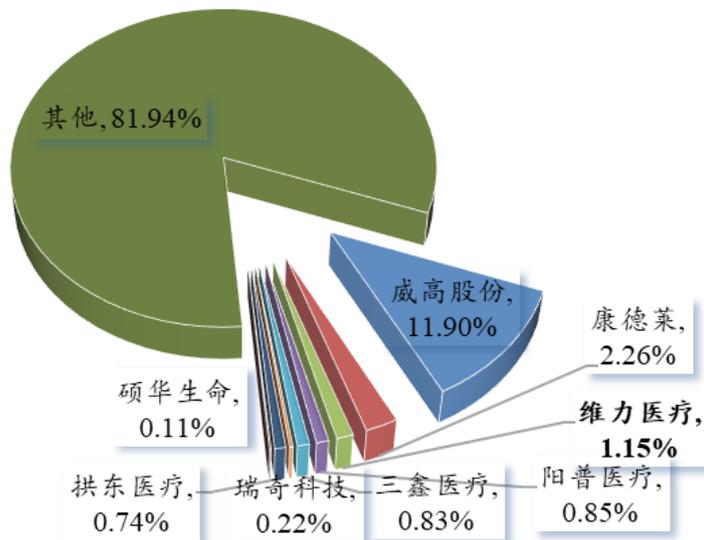
图表 13. 2017-2022 年我国低值医用耗材市场规模及增速



资料来源：中商情报网，中银证券

基于低值医疗耗材的广泛应用场景，我国低值耗材行业规模逐年上行，目前行业集中度较低，产品竞争格局分散。根据华夏基石《中国医疗器械上市公司发展白皮书系列 2：医用耗材篇》统计，我国低值医用耗材市场格局分散，威高医疗市场占比超过 10%，康德莱、维力医疗的市场份额为 2.26% 和 1.15%，其余厂家占比均不到 1%。我们认为，随着技术的升级、医疗需求的提高、环保政策的趋严、行业监管的加强以及市场竞争的加剧等因素，低值医用耗材市场将优胜劣汰，头部企业凭借其自身产品、研发及渠道等优势有望更多的抢占市场份额，从而促使行业集中度逐步提升。

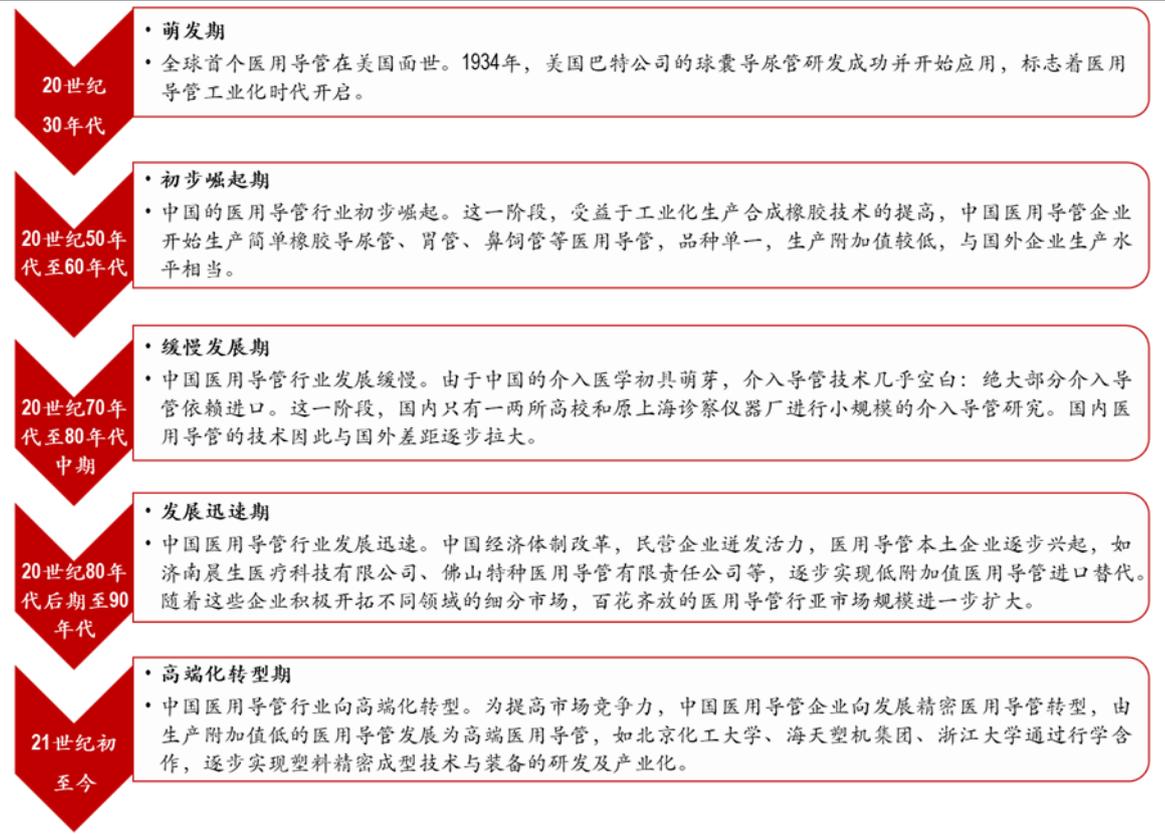
图表 14. 2018 年国内低耗领域竞争格局



资料来源：拱东医疗招股书，华夏基石《中国医疗器械上市公司发展白皮书系列 2：医用耗材篇》，中银证券

**医用导管行业：基础性医疗耗材，需求不减。** 医用导管属于基础性医疗器械产品，在诊断、治疗、监护、急救、引流、灌流、气体输送、血液输送、康复中被广泛应用。随着现代科技的发展以及世界人口平均寿命不断增长和老龄化趋势加剧，医用导管在现代医学诊疗和家庭护理中应用的范围有望不断扩大，重要性不断提升，行业未来发展潜力较大。另外，社会发展和科技进步提升人类对健康的需求，临床医学微创及无创技术的广泛使用，驱动医用导管研发、生产和制造技术快速发展，越来越多的新材料、新技术和新工艺应用于医用导管的生产和制造。产品越来越精细化、科技化及人性化，使用越来越简洁、方便，从诊疗、救护等传统医学领域向家庭护理、个人保健等领域延伸，应用领域和使用范围持续扩大。

图表 15. 医用导管的问世及在我国的主要发展历程



资料来源：研报报告网，中银证券

据华经情报网数据，随着老龄化加速、新医改政策落实、医疗体系完善，国内医疗器械市场保持较快的增长。

图表 16. 2013-2022 年我国医用导管市场规模及增速预测



资料来源：华经产业研究院，公司公告，中银证券

图表 17. 主要医用导管种类及我国主要参与企业

产品类别	企业名称	概述
气管插管	维力医疗	公司麻醉业务线主要涉及全麻气道管理耗材。麻醉耗材国内市场格局分散，公司产品项齐全，市场占有率业内领先。公司近年持续推进产品性能升级与功能扩充，在产品性能方面进行了无菌、柔性性能的升级，在功能方面新增了带吸痰腔与可视两大功能，推出了可视双腔支气管插管、加强型柔性气管插管、带吸痰腔气管插管等产品，竞争力持续提升。《2020 版中国麻醉学指南与专家共识》明确指出双腔支气管导管应该在纤维支气管镜下或直接使用可视双腔管准确定位。公司的可视双腔气管插管在开胸手术单肺通气麻醉中具有定位时间短、定位准确、易于术中管理等优势，已获得市场和专家广泛认可，在国内多家三甲医院成为标杆产品。
	新乡驼人	1994 年生产出中国的第一支国产 PVC 气管插管。研制的气管导管，获得河南省技术成果荣誉，填补了国内气管导管生产的空白。
	江苏亚华	本公司是一家拥有医学、生物研发背景，专业生产各类医疗器械的开发、生产及销售的高新技术企业公司，注重科技与创新，依靠高校强大的科技力量，借鉴世界先进技术，推出的产品深受用户青睐，并获得多项国家专利。
	浙江苏嘉	2008 年苏嘉股份兼并了一家华东地区技术龙头内窥镜企业，拥有进口成套先进数控生产、检测设备，产品采用德国先进工艺和关键零部件，由资深专家负责开发生产。目前“苏嘉·莱恩”牌专业级光学软、硬内窥镜和电子内窥镜销往欧美市场。
喉罩	上海淞行业	2002 年被评为“上海医疗器械行业自律管理优秀企业”。公司技术力量雄厚、测试设备齐全。产品遍及全国各省、市及海外诸多国家和地区，享有很高的信誉。
	天津美迪斯	天津美迪斯医疗用品有限公司致力于一次性医疗用品的研发、生产、出口销售，产品远销欧美、东南亚、中东等十几个国家和地区，在各国拥有良好的声誉，出口量逐年稳定增长。
留置导尿管	维力医疗	公司导尿领域产品产能和业务体量属于国内行业龙头。推出差异化产品亲水涂层超滑导尿管，独家代理的百克得 BIP 导尿管国内三类证延续获批后进一步巩固公司该领域竞争优势。
	湛江事达	公司是一家专业生产乳胶导尿管等系列乳胶制品的医疗器械企业，主要出口产品有：乳胶导尿管，气管插管，男用尿套，一次性使用护理包，T 管，乳胶管等。本企业已通过 ISO9002 质量体系认证和产品的 CE 认证，2003 年“事达”牌获得广东省品牌的称号。
	浙江优特格尔	是一家专业生产医疗器械的中澳合资企业。主要生产泌尿类、呼吸麻醉类、胃肠类等一次性使用医用导管。
	江西益康	创建于 1989 年，是经国家食品药品监督管理局审核批准，专业生产一次性使用无菌医疗器具系列产品的大型企业，产品涵盖泌尿类、麻醉类、呼吸类、心血管介入微创类等。
	南通安琪	与四川大学医用高分子和人工器官系开展合作、研究开发了“一次性使用支气管封堵导管”，并获得了国家发明专利。
血透透析产品	维力医疗	公司具有系列血液透析产品，专业于血透管路的研发与制造。子公司沙工医疗是国内最早一批获得血透管路注册证的企业之一。
	广东宝莱特 广州贝恩	宝莱特是一家集医疗器械研发、生产及销售为一体的国家高新技术企业，提供血液透析设备全产业链，广泛应用于急慢性肾功能衰竭领域的治疗。公司致力于血液净化设备及耗材的研发、制造和销售，目前主要产品有空心纤维血液透析器、血液净化装置的体外循环管路、一次性使用动静脉穿刺针、血液透析机、透析护理包等。

资料来源：观研天下，表中各公司官网，中银证券

行业中随着成本的攀升，行业制造成本上升压力加大，规模化、甚至自动化生产能力、运营能力将为企业有效控制成本，为获取更大的市场份额打下基础。另外，企业如果保持营收和利润的持续增长，加强产品创新研究、加强工艺提升促进产业升级，收入结构改革，向拥有高毛利的高端耗材转型，实现多元化的扩张将成为行业发展趋势，也将为行业内企业生存发展注入更多动能。我们认为维力医疗作为国内低值耗材行业相对头部企业，在医用导管领域已经形成一定的优势，叠加近年来公司新产品的开拓、营销端的改革、自动化项目的建设等，公司具备产业升级从低值耗材向中低值耗材企业转型逻辑，营销端的改革也为公司产品推广上市乃至放量注入活力，公司有望迎来积极转型。

## 2) 好公司，医用导管领军企业

**公司深耕医用导管行业，持续加大研发投入，适当产业整合并购，产品不断丰富，产品逐步升级。同时公司生产自动化能力不断加强。**近年来公司推出可视双腔支气管插管（实现插管可视化，拥有一定的技术壁垒）、负压清石鞘等创新产品，根据公司 2022 年半年报显示，截止 2022 年上半年度又有 5 个新产品（一次性使用可视双腔支气管插管套件、亲水涂层聚氯乙烯导尿管套件、亲水涂层硅胶导尿管套件、一次性使用热湿交换过滤器套件、一次性使用泌尿道用导丝）获得医疗器械注册证。目前，公司在各细分领域均实现技术领先，持续提高品牌影响力和产品终端销售。独家代理的 Bactiguard AB BIP 导尿管国内三类证延续获批后进一步巩固公司该领域竞争优势（截至目前为止，BIP 导尿管为国内唯一获得三类医疗器械注册证的抗菌导尿管）。且公司持续研发投入，创新管线丰富，创新产品升级换代且不断丰富，有望驱动公司业绩持续快速增长。另外，2021 年底，公司收购苏州麦德迅 51.4743% 股权，其成为公司控股子公司，继续丰富了公司麻醉领域产品结构，2022 年中报并表。生产方面，公司持续进行生产自动化升级和改造。截止 2022 年中报，公司投入使用的自动化项目有阀气泡线组装设备、单向阀组装设备、乳胶导尿管装配线、雾化罐组装机、杨克打包机、插管打包机、单向阀自动检测机、注射硫化自动取模和插针等共计 13 项，进一步提升了生产效率和产品质量稳定性。新投入建设的自动化项目共 10 项，包括杨克把手自动取放、雾化面罩自动组装线、儿童型导尿管成型设备、硅胶导尿管组装设备、硅胶导尿管自动成型设备等项目。

**内销方面，公司进行的营销改革能实现更多产品的放量。**公司进行营销改革，结合公司重磅产品的产品竞争力，增加学术推广活动数量，推动新入院数量的增长，利用重磅产品进入新医院后，可以带动公司的其他产品的销售，进而实现境内市场销售的进一步增长。同时，公司原本采取一个营销团队负责多条业务线的形式进行营销，难以实现销售的专业化。近年来公司逐步改革内销营销模式，采用不同的营销队伍负责不同的产品的模式分线销售，并注重对销售人员的培训和考核，营销团队的专业性有所提升。

**外销方面，绑定大客户并规划提前布局。**公司利用技术产能优势积极争取大客户的非标定制产品项目，为海外大客户提供整体解决方案，目前多个项目处于技术研发阶段，后面有望陆续商业落地贡献业绩。同时，公司计划进一步增加对于海外市场营销的提前布局，选取重点地区新建海外本土化营销团队，如在欧洲设立销售子公司等，加大新客户的开发及新产品的终端推广力度，进一步改善同海外大客户或经销商的关系，提高沟通效率，为海外大客户提供整体解决方案。

**股权激励表明管理层对于业绩增长有信心。**按照公司于 2021 年进行的股权激励解锁行权条件来计算，100% 解锁条件为 2022-2024 年扣非归母净利润累计不低于 1.56、3.58、6.20 亿元。

**综上，公司产品属于手术用耗材，产品在临床上广泛应用于手术、治疗、急救和护理等医疗领域。**短期看，2023 年 1 月份以来，近两年受疫情影响的可择期手术预期逐步恢复，手术用耗材需求亦将随之增长。长远来看，随着现代科技发展、世界人口平均寿命不断增加和老龄化趋势加剧，手术、治疗、急救和护理等医疗领域医疗耗材需求不减。目前公司产品所在细分市场比较分散，公司市场占有率仍有较大的提升空间。**内销方面**，公司基于各产品线产品特点与市场渠道的差异性，2020 年开始整合市场渠道和销售人员，2021 年实现国内营销分线销售。根据公司 2022 年中报显示，公司产品已有效覆盖全国所有省区，产品进入国内超过 4,000 家医院，其中三甲医院 1,000 家以上。随着新医改政策落实、医械国产替代化进程加快，公司产品力进一步提升等多因素驱动下，预计公司产品市场占有率将进一步提升。

**外销方面**。公司深度绑定核心大客户，公司利用技术产能优势积极争取大客户的非标定制产品项目，为海外大客户提供整体解决方案。股权激励解锁条件的业绩高增长更是彰显公司管理层经营信心。

我们从短中长期三个时间维度分析了公司增长趋势，看好公司价值。

## 2、多业务线同发展，重磅产品赋能公司盈利能力提升

### 麻醉线——公司重点布局线条之一，导管可视化及镇痛泵成为主要看点

气管插管是现代麻醉与急救医学不可缺少的基础医疗器械，是通气支持和呼吸治疗的关键器械。气管插管通过口腔或鼻腔插入病人气管内，可帮助患者建立人工呼吸道，维系深度麻醉，保障呼吸道通畅，满足机体氧的需求与二氧化碳的排出，广泛应用于全麻手术。喉罩在临床的作用与传统气管插管基本相同，主要应用于时间较短的手术、使用气管插管较困难的手术以及短时间内多次诊断性检查等情况中。公司以临床需求为导向，气管插管、喉罩等产品均有布局。

在收购苏州麦德迅获得麦德迅的电子镇痛泵后，公司在麻醉领域的产品覆盖更为齐全，目前麻醉领域的产品有一次性使用无菌气管插管、一次性使用双腔型喉罩、电子镇痛泵和可视双腔支气管插管、加强型气管插管、气管切开插管、支气管插管、麻醉面罩、人工鼻、麻醉呼吸管路等。公司的麻醉产品主要是和麻醉呼吸机相配套使用，用于急救、ICU 或麻醉时建立人工通气道。适用于各种吸入全麻手术、预防和处理呼吸道梗阻、呼吸功能不全和需要抢救的病人。

图表 18.公司在麻醉领域的主要产品一览



(一次性使用无菌气管插管) (一次性使用双腔型喉罩) (电子镇痛泵) (可视双腔支气管插管)

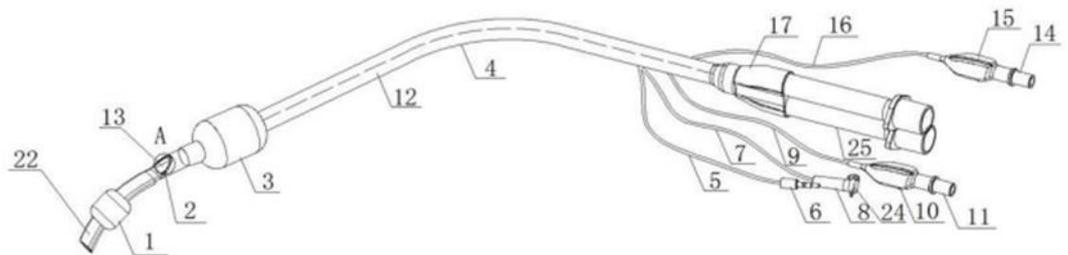
资料来源：公司公告，中银证券

### 公司麻醉线主要重磅产品

#### 可视双腔支气管插管

可视双腔支气管插管等可视系列创新性产品，解决了肺隔离手术定位难题，产品于 2020 年成功推入《2020 版中国麻醉学指南与专家共识》。可视双腔支气管插管具有全程可视精准可控、可以在没有纤支镜的基层医院使用，使基层医院也能开展肺隔离技术等优点。

图表 19.可视双腔支气管插管构造图



资料来源：公司官网，中银证券

图中的 2 即为摄像头，可以同连接线 5 一同提供精准可视的插管环境。而冲洗管 7 则可以注入少量的生理盐水，对摄像头 2 上的痰液和血渍进行冲洗，避免痰液和血渍遮掩住摄像头 2。通过独特的结构设计，可视双腔支气管插管具有独特的产品优势。

图表 20. 可视双腔支气管插管特点及优势

### 可视双腔支气管插管

可视双腔支气管插管是中国首款带有集成式高分辨率摄像机的一次性无菌双腔支气管插管，克服了当前DLT安放和固定困难的问题，并可以在术中提供持续的气道监测。

**微型摄像机和LED灯**  
采用独特的疏水疏油涂层，减少因水汽或分泌物而导致视觉模糊的情形。LED灯2个，提供光源，只升高周围的温度1摄氏度

**视频器接口**  
可以连接小型视频器或者外部的医院的监视器

**冲洗口**  
拥有集成式冲洗系统，可以在原位快速高效地清洁摄像机镜头。

### 产品优势:

1. 简单快速插入
2. 持续监测插管位置，尤其是肺灌洗手术
3. 减少气道损伤
4. 容易进行重新定位
5. 通气阻力小
6. 减少纤支镜的使用，减低消毒盒设备损耗成本
7. 减少科室管理对纤支镜的依赖、操作简单、步骤规范、易于普及、推动没有纤支镜的基层医院开展肺隔离技术



资料来源：公司官网，中银证券

### 可视双腔支气管插管有如下特点：

可视双腔支气管插管的特点主要有两个维度：技术维度和科室管理维度。**技术维度上**，可视双腔支气管插管可以做到全程可视精准可控。可以简单快捷插入，持续监测插管位置，一步到位减少气道损伤，通气阻力小，且容易进行重新定位。**科室管理维度上**，可减少科室管理对纤支镜的依赖、操作简单、步骤规范、易于普及，可推动没有纤支镜的基层医院开展肺隔离技术。

双腔支气管插管是实施肺隔离的首选方法之一，可快速可靠地实现肺隔离，减少肺损伤，方便手术顺利进行，肺隔离技术是胸外科麻醉呼吸管理的重要技术。

目前，公司的可视化双腔支气管插管拥有较高技术壁垒，仿制厂家难以在质量和对人体的适应程度上达到与维力医疗的产品的相同水平。

### 镇痛泵

2021 年公司完成对苏州麦德迅的收购，麦德迅成为公司的控股子公司。麦德迅自 2014 年创立开始就进入疼痛输注领域并开始智能便携镇痛泵上的探索。麦德迅智能便携镇痛泵为公司的明星产品。该镇痛泵属于三类医疗器械，处于医疗器械里面最高级的监管模式。麦德迅医疗目前已与国内多家著名医疗机构的资深专家达成了合作。除此之外，公司依托于东南大学苏州医疗器械研究院雄厚的学科基础和技术成果，已建设麻醉科、ICU 领域的创新医疗器械技术产业化平台，产品覆盖了疼痛管理线、输注管理线、可视化气道管理线等三大领域，可广泛应用于麻醉科、ICU、儿科、急诊、肿瘤科等科室。

图表 21. 麦德逊镇痛泵情况介绍



该镇痛泵为精密的医疗设备；它采用净化车间生产，是一个无菌的高分子耗材；该镇痛泵的机电控制系统可以设置调整药液的输入量和输入的时间。除此之外，这款镇痛泵还连接了PC端软件——物联网系统，可实现各镇痛泵的用户疼痛监护及跟踪、无线镇痛管理、云数据存储及管理。该款智能便携镇痛泵中的纯金属机芯、间隔模式等技术均为国内首创，在技术上处于国际水平，生产成本更低。

资料来源：动脉网，麦德逊公司官网，中银证券

麦德逊的智能便携镇痛泵分为可拆分的两个部分：上部分为机电控制系统，下部分为一次性使用储液盒（无菌）。在使用时，操作者可以通过设备的控制系统、驱动系统、监控系统对储液盒中药液的输入时间和药量进行控制和监控。该镇痛泵的输液模式包括三种：持续给药模式、时辰给药模式和间隔脉冲给药模式。除了可以设定总剂量及输出时间外，它还可以根据临床需要来进行分次、分时输液，在间隔输入的同时可以设定每次的输入量。如今倡导舒适化医疗，也更加注重诊疗人群的诊疗体验和他们的心理健康，在肿瘤化疗方面尤其如此。该便携镇痛泵能方便患者随身携带。患者可以根据自身情况采用镇痛措施，尽量回归正常生活的状态，比如起居不受限制，进行一些正常的社交活动等，这也是产品的一大优势。

图表 22. 麦德逊的智能便携镇痛泵三种给药模式及主要针对的领域

给药模式	主要应用领域
持续给药模式	主要用于术后镇痛、癌性镇痛、肿瘤化疗等临床领域
时辰给药模式	主要针对肿瘤化疗、癌性镇痛等；
间隔脉冲给药	重点应用于分娩镇痛

资料来源：动脉网，中银证券

图表 23. 公司镇痛泵主要应用领域

应用领域	具体情况
术后疼痛	结合 PCA 病人自控镇痛给药技术，能够根据药效动力学和药代动力学的个体差异用药，0-120mL/h 的输注速率，提供了连续且稳定的镇痛效果，术后恢复期短，患者满意度高
无痛分娩	结合 PIEB 程控硬膜外间隔脉冲注入技术和 PCEA 硬膜外病人自控给药技术，精准高效的给药速率，使镇痛效果极好，极少出现爆发式疼痛，产妇能够积极地参与分娩过程，增加产妇满意度
癌性镇痛	结合时辰给药和持续给药技术，根据人体生物节律和药物时辰节律靶向给药，智能化运行。可满足肿瘤化疗的个体化需求，降低副作用，提高化疗效果和医护科研水平。时辰分时给药也可用于爆发性疼痛治疗
慢性疼痛	结合 PCA 自控镇痛给药技术，高精度舒适化的给药方式，针对疼痛规范性治疗，科学智能镇痛，降低了癌性疼痛，改善了患者和家人的生活质量

资料来源：动脉网，中银证券

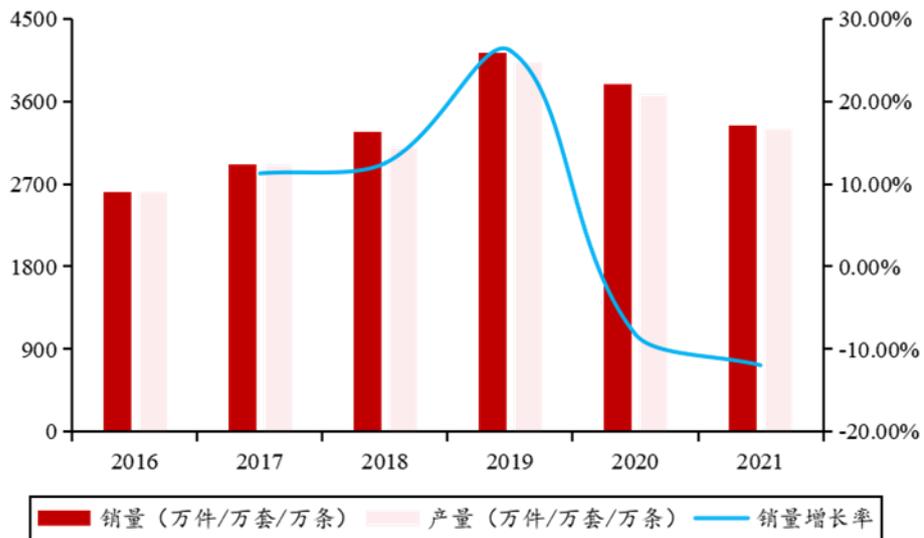
图表 24. 麦德迅医疗的智能便携镇痛泵与传统便携镇痛泵对比

传统便携镇痛泵	麦德迅医疗的智能便携镇痛泵
因为使用范围受限，精确度、功能性较低，逐渐被淘汰出局。近年来，我国部分厂家研发生产的第二代电子镇痛泵虽然有了较大改善，但仍然存在产品工艺方面的缺陷。如设备采用塑料机芯、稳定性较差、输出 15000 毫升后面临着重新返厂翻修等问题。	采用纯金属机芯打造，双系统架构的设计能够实时监测输液过程；多种镇痛模式满足了不同临床应用需求；自动防漏液、防逆流等多项功能能够全程确保输液的安全性和稳定性。

资料来源：动脉网，中银证券

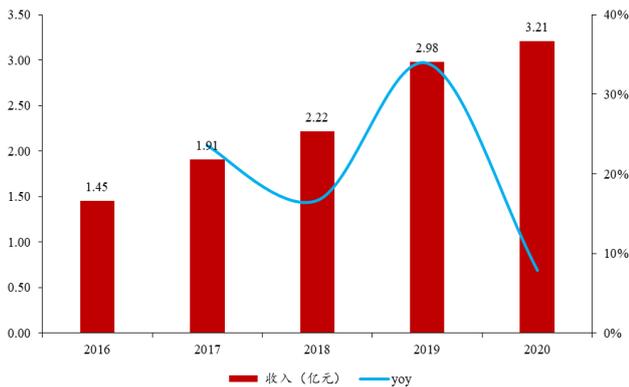
## 公司麻醉线产品销量、收入及利润情况

图表 25. 2016-2021 年公司麻醉产品产销量变化



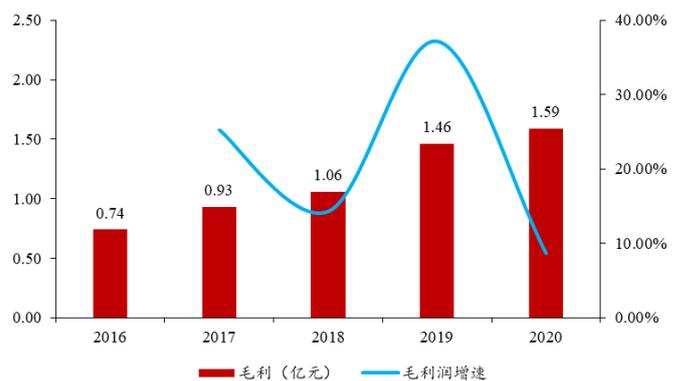
资料来源：公司公告，中银证券

图表 26. 公司麻醉系列收入及其增速



资料来源：公司公告，中银证券

图表 27. 公司麻醉系列毛利润及其增速



资料来源：公司公告，中银证券

## 导尿管——公司起家业务，独家授权的物理抗菌金属涂层想象空间大

导尿管是一种由尿道插入膀胱以便引流尿液的管道，主要用于尿潴留或膀胱出口梗阻、尿失禁、需长时间卧床或被迫体位、外科手术围手术期的患者使用，用于手术及病房护理时对病人进行尿液引流。

导尿管是一种被广泛用于临床医疗的基础医疗器械，且在人口老龄化不断加深的背景下，在将来有望能进一步扩大市场规模。导尿管包括临时导尿管（单腔）和留置导尿管（双腔型、三腔型可用于膀胱冲洗），材质有聚氯乙烯、乳胶、硅胶等，其中留置乳胶导尿管弹性好、柔软舒适、永久变形率低、价格经济，但可能存在患者对乳胶原料中蛋白质成份过敏的现象，相比之下留置硅胶导尿管的生物相容性、舒适性、适应性更佳，更适合中长期留置使用，但单价相对较高。

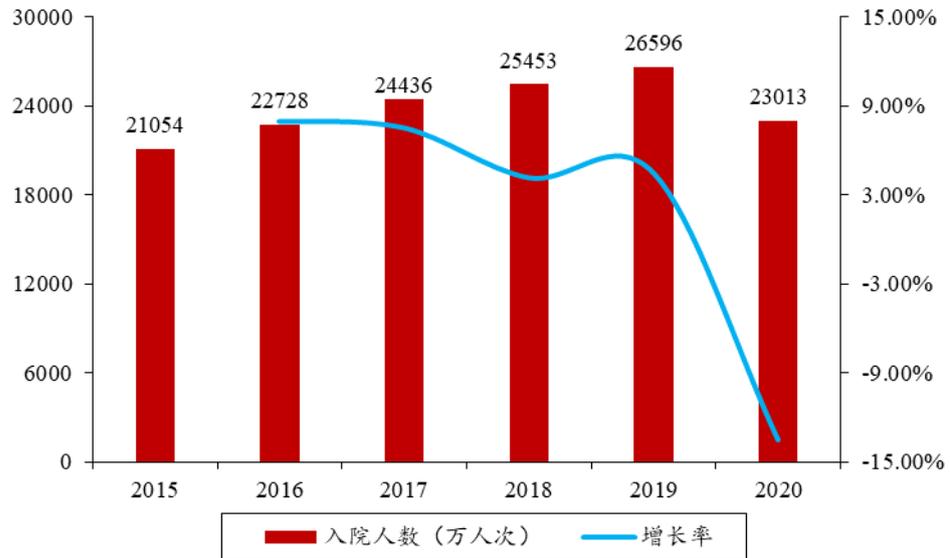
图表 28. 导尿管分类及特点

类别	产品	特点
材料	聚氯乙烯 (PVC)	产品较硬，刺激性较大，异物感强烈，价格低廉，多为无气囊产品，生物相容性差，容易发生黏连，可留置时间短
	干胶 (生胶)	产品较软，刺激较大，长时间使用容易导致尿粘膜发炎，价格低廉，多为无气囊产品
	乳胶	产品柔软，生物相容性好，病人感觉舒适，表面光洁度高，刺激性小，价格便宜，多为气囊产品，留置操作方便。质地软难以顺利插入膀胱，内径狭窄且内脏容易沉钙堵塞，有细胞毒性反应
	硅胶	WHO 认定可留置人体四种材料之一，具有良好的生物相容性，硅胶导尿管内径宽阔，内腔道不会形成结钙、沉淀，适宜中长期留置导管，避免多次插管，可以减少病人的痛苦及减少尿路交叉感染的发生，病人无异物感。但是成型过程表面不易保持光洁，成本高，多为无气囊产品。
结构	单腔导尿管	通常无气囊，只有一个通道，不易固定，留置时间短，包括单腔儿童型导尿管 (F6-F10)、单腔标准型导尿管 (F12-F26，主要用于临时性导尿)、单腔梅花头型导尿管 (F12-F28，主要用于膀胱或肾脏造瘘术后引流尿液)、单腔弯头型导尿管 (F12-F26，头部呈尖状，主要用于男性前列腺肥大者使用)
	双腔导尿管	有两个腔道，注水孔、出液口。可以固定，主要用于留置导尿管，包括双腔单囊儿童型导尿管、双腔单囊标准型导尿管、双腔单囊女性型导尿管、双腔单囊弯头型导尿管 (用于女性留置导尿)
	三腔导尿管	三个腔，注水腔、注药腔、排液腔。主要用于短期留置导尿、膀胱内药业滴注、冲洗、引流等。

资料来源：华经产业研究院，中银证券

据规划发展与信息化司发布的《卫生健康事业发展统计公报 2020》数据显示，2019 年我国住院人数从 2015 年的 2.11 亿人增至 2.66 亿人，复合增长率为 6.02%，2020 年由于疫情影响，住院人数、实际占用病床天数均出现不同程度下滑，后疫情时期将逐步恢复正常，叠加老龄化加速影响，导尿管作为基础临床医疗产品未来需求空间大。

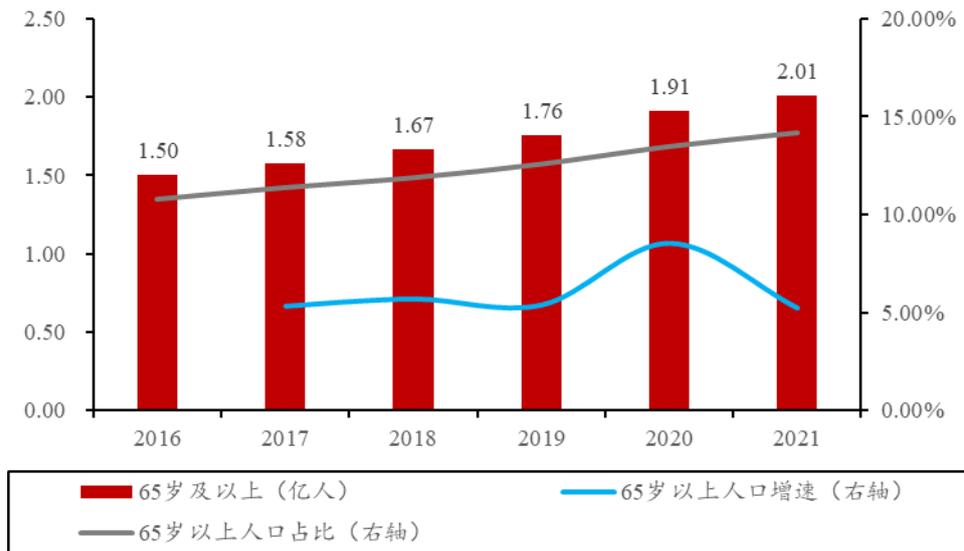
图表 29. 2015-2020 年中国卫生医疗机构入院人数及增长率



资料来源：规划发展与信息化司，卫生健康事业发展统计公报 2020，中银证券

据国家统计局数据，我国老龄化人口还在逐年提升，导尿管作为基础临床医疗产品需求增长。

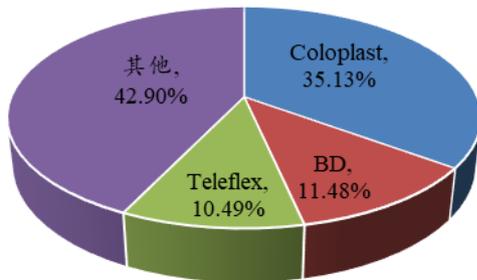
图表 30. 2016-2021 年我国 65 岁及以上人口数量及增速



资料来源：国家统计局，中银证券

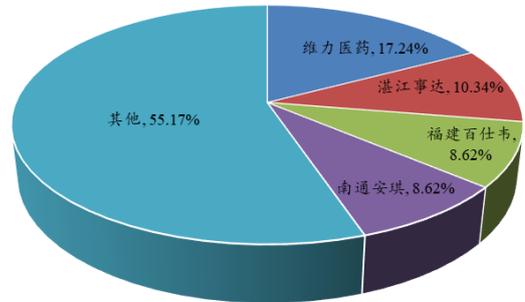
维力医疗在国内导尿领域处于龙头地位。据北京恒州博智信息咨询有限公司 2020-2026 全球及中国尿管行业发展现状调研及投资前景分析报告显示，全球导尿管行业主要生产商有 Coloplast, BD 和 Teleflex, 2019 年其收入占比分别为 35.13%, 11.48% 和 10.49%。另外，据《中国医疗器械行业发展报告(2021)》显示，国内导尿管企业普遍规模较小，产能分布较为分散，据 NMPA 数据国内导尿管产品企业已近 150 家，2017 年，维力医疗、湛江事达产能规模占比分别为 17.24%、10.34%。

图表 31. 2019 年全球导尿管市场格局



资料来源：《全球及中国尿液导管行业发展现状调研及投资前景分析：恒州博智》，华经产业研究院，中银证券

图表 32. 2017 年国内导尿管市场格局



资料来源：《中国医疗器械行业发展报告(2021)》，华经产业研究院，中银证券

导尿管是公司成立之初的主要业务，也是公司现在的核心业务之一。公司在导尿领域的产品主要包括导尿管、导尿包、超滑导尿管、抗感染导尿管、导尿套、导尿配件等。主要用于临床需要通过导尿引流尿液的病人，适用于急、慢性尿潴留；危重患者尿量监测；尿液特殊检验如尿培养等；探查尿道有无梗阻；测定膀胱容量，残余尿量；进行膀胱尿道测压及逆行性膀胱造影检查等；膀胱灌注药物；膀胱尿瘘的治疗及防止输尿管反流；盆腔手术的术前准备；大中型手术中防止膀胱过度充盈及观察尿量等。

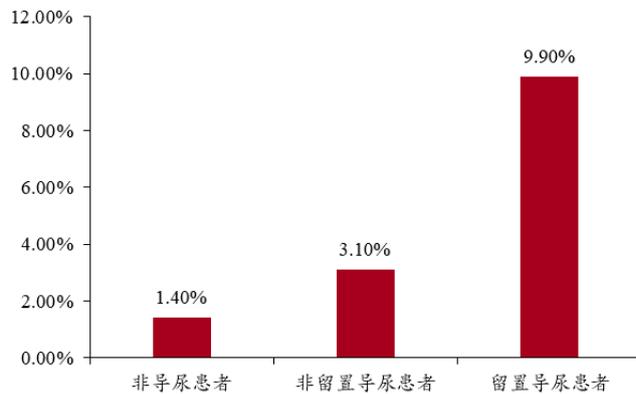
图表 33.公司在导尿领域的主要产品一览



资料来源：公司公告，中银证券

导尿管作为基础临床医疗产品是现在临床手术的必须耗材之一。然而导尿管相关尿路感染（CAUTI）却又会显著增加住院患者的死亡率、住院费用及住院时间。CAUTI 会使得患者平均住院时间延长，引发不必要的抗菌药物使用。根据华经产业研究院报告显示，留置导尿患者的尿路感染率约为非留置导尿患者、非导尿患者的 3 倍以上。

图表 34. 不同类型患者导尿管尿路感染率对比情况（各类型患者尿路感染率）



资料来源：华经产业研究院，中银证券

维力医疗一直致力于抗菌型导尿管的研制和开发，并通过引进合作等方式在产品性能及产品结构上取得一定进展。

### 公司导尿业务线主要重磅产品

#### BIP 合金涂层导尿管

2018 年，维力医疗引进全球抗菌涂层技术领导者——瑞典 Bactiguard AB 公司的抗菌涂层技术，获得了合金涂层抗感染导尿管（BIP）中国独家代理权。并获得了 BIP 涂层技术在中国的技术合作授权（有望在公司的其他产品上同样使用 BIP 涂层技术）。其独特的技术领先优势、全球知名品牌及大量的临床研究数据基础，将为维力医疗开辟感染控制领域市场奠定良好基础。BIP 导尿管在美国和欧洲已经得到广泛应用。2022 年 3 月 BIP 涂层导尿管的三类医疗器械注册证延续获批。

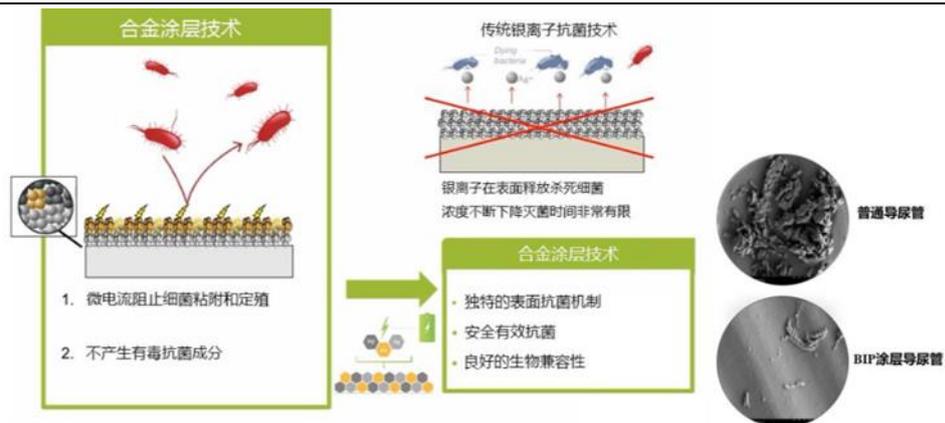
图表 35. 合金涂层抗感染导尿管 (BIP) 及特点简介



资料来源: 华经产业研究院, 公司官网, 中银证券

合金涂层抗感染导尿管是带有 Bactiguard® 涂层 (由金、银、钯组成的合金涂层) 的留置导尿管, 该合金涂层通过释放微电流阻止细菌的粘附和定植, 可减少细菌的粘附和生长, 阻断逆行感染通路。

图表 36. BIP 导管抗菌原理示意图



资料来源: 华经产业研究院, 公司官网, 中银证券

与传统涂层相比, BIP 涂层导尿管并发症更少, 无毒且非药物, 大样本临床验证安全有效。在美国进行的大型随机监测型研究表明 Bactiguard® 涂层导尿管可使病人患导管相关性尿路感染的风险降低。BIP 涂层能够有效预防导尿管相关尿路感染, 从而降低医疗成本, 解决院感难题。

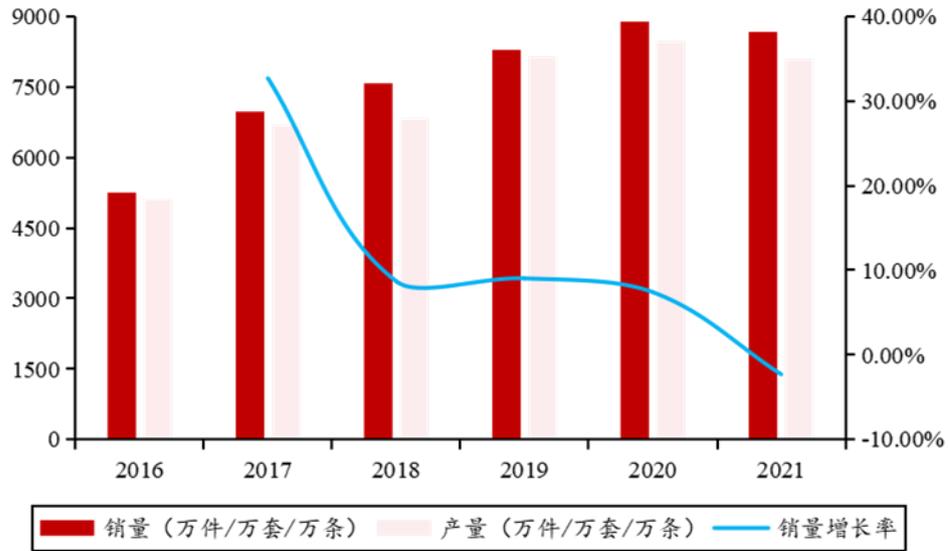
图表 37. BIP 合金涂层导尿管优势对比

产品	普通导尿管	一次性合金涂层抗感染导尿管
特点	无抗感染涂层	金银钯合金抗感染涂层, <b>独特的微电流物理抗感染机理</b> 抑制细菌粘附和定植
优势	工艺成熟且稳定, 成本较低, 安全性良好	<ol style="list-style-type: none"> <li>保留了普通乳胶导尿管的所有功能和良好性能;</li> <li>涂层技术成熟, 产品合格率高, 涂层过程中基本无样品损耗;</li> <li>可减少微生物在导尿管表面的聚集和粘附, 预防/减少导管相关性尿路感染 (CAUTI) 的发生;</li> <li>亲水涂层激活后, 表面亲水润滑, 可以降低插管过程中导管表面与尿道粘膜之间的摩擦力, 提高患者适应性;</li> <li>涂层生物相容性好, 产生的潜在滤物在安全限内, 不良反应率低;</li> <li>涂层牢固不易脱落, 有效使用期达 30 天。</li> </ol>
劣势	无主动抗感染作用	涂层浸渍工艺复杂、检验流程复杂、对生产控制和检验过程控制要求高、生产成本较高

资料来源: 公司公告, Bactiguard 公司官网, 华经产业研究院, 中银证券

## 公司导尿业务线产品销量、收入及利润情况

图表 38. 2016-2021 年公司导尿产品产销量变化



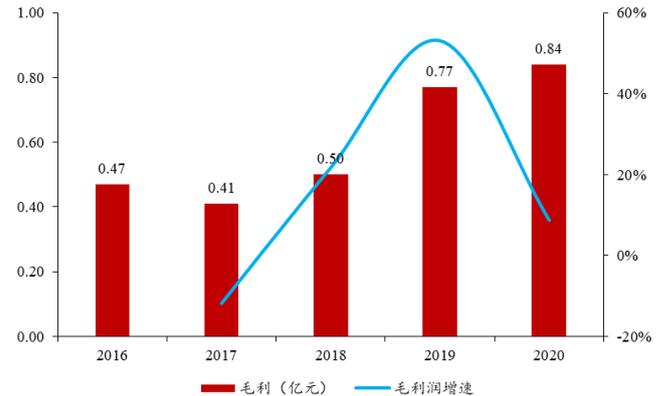
资料来源：公司官网，公司公告，中银证券

图表 39. 公司导尿类业务收入及其增速



资料来源：万得，中银证券

图表 40. 公司导尿类业务毛利润及其增速



资料来源：万得，中银证券

### 泌尿线——公司重点发力业务线条之一，重磅高毛利率产品空间可期

泌尿外科业务管线毛利率达到 80% 以上，随着公司负压清石鞘等重磅产品的上市放量将有望带动公司整体毛利率水平。公司在泌尿外科领域的产品主要包括包皮环切缝合器、导引系列、扩张系列、介入通道、输尿管支架、输尿管导管等产品。

图表 41. 公司在泌尿外科领域的主要产品一览



资料来源：公司公告，中银证券

## 泌尿外科线主要重磅产品

### 包皮环切缝合器

包皮环切缝合器主要用于泌尿外科包皮环切手术。目前的包皮环切手术方式主要包括传统的包皮环切术、一次性包皮吻合环扎术。传统环切术手术时间长，操作繁琐，出血较多，肉膜内留有线结，切缘不美观等；而环扎术存在术后戴环活动不便，慢性疼痛，炎性水肿和套扎环不易脱落等缺点。包皮环切缝合术是泌尿外科包皮环切术前沿的一种手术方式，运用一次性包皮环切缝合器，通过器械内部的环形切割刀和金属缝合钉，对包皮进行一次性切割缝合，术后缝合钉自行脱落。

包皮环切缝合器则兼具了传统手术和环扎手术的优点，摒弃了两者的不足，操作简便，具有无需缝合、手术时间短、失血量少、疼痛轻、并发症发生率低、外观美观；无结扎出血点，也避免体内残留线结，可减轻术后性生活时的异物感；术中包皮内板的长度可以标准化控制，不会因为术者的个人经验而出现差异；击发缝合器手柄后切割刀片一刀切下多余的包皮，不会出现传统手术时的锯齿样伤口，更为美观等优势。

图表 42. 狼和一代一次性包皮环切缝合器和二代包皮环切吻合器



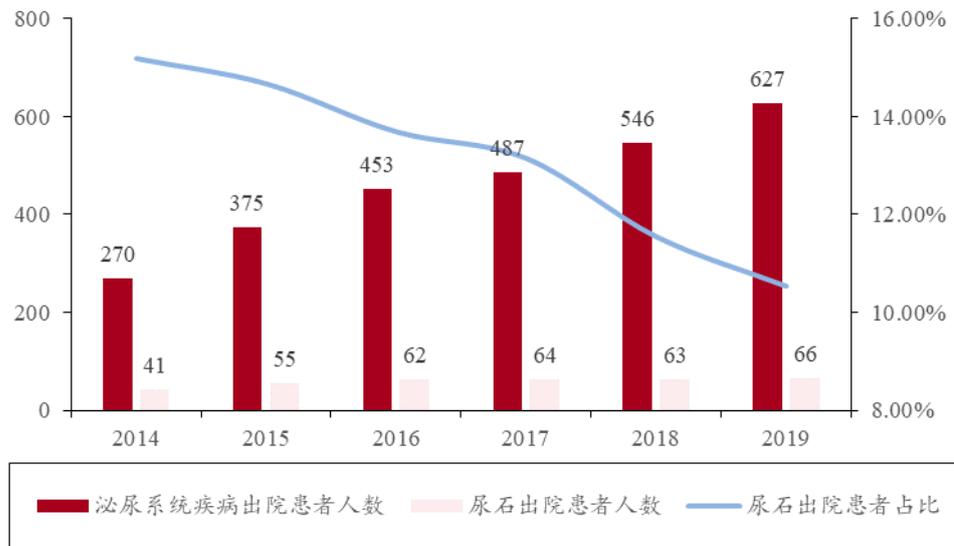
资料来源：公司官网，中银证券

### 负压清石鞘

尿结石是泌尿系统常见疾病之一。现有主流的尿结石治疗方法有三种，分别是传统开放手术，体外冲击波碎石以及腔内手术。传统开放式手术创伤大、恢复慢，在常规结石治疗中已被微创手术所取代。体外冲击波碎石有着无创无痛、并发症少、复发率低、费用低的优点，适用于小型、简单的早期结石治疗。

腔内手术又可分为经皮肾镜取石术、输尿管硬镜碎石术、输尿管软镜碎石术三种。经皮肾镜取石术损伤小、痛苦少、疗效彻底、恢复迅速、治疗周期短，适用于大部分肾结石治疗；输尿管硬镜碎石术同样无创无痛，且恢复快，对于输尿管狭窄或是输尿管息肉可同时予以治疗，适用于大部分输尿管结石疾病；输尿管软镜碎石术无创无痛且视野好，手术时间与恢复时间更短，并发症少。

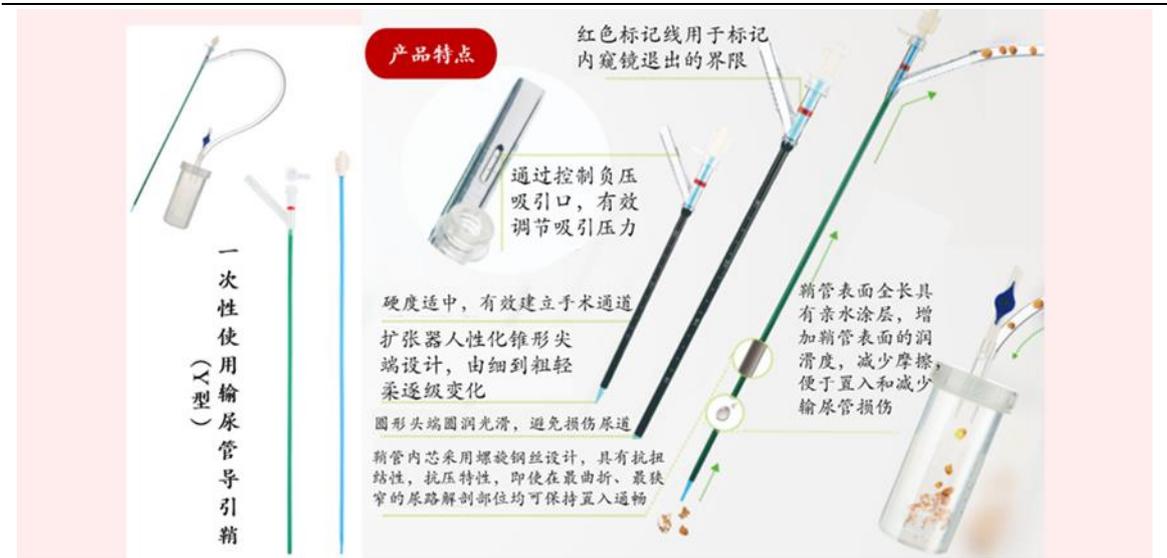
图表 43. 2014-2019 年我国泌尿系统疾病及尿石出院患者人数（万人）



资料来源：立鼎产业研究中心，wind，中银证券

公司在泌尿外科领域，推出了负压清石鞘创新产品，产品采用负压取石方式，提高了清石效率及患者安全性。传统产品的清石鞘是直型，公司的负压清石鞘创新产品采用 Y 型，可以通过负压原理把碎掉的结石和血雾吸出。同时，负压清石鞘可以同时灌注与负压吸引，借此平衡人体内部的压力，降低手术的风险。持续的灌注和负压吸引又可以使得手术视野更为清晰，提高手术的效率。

图表 44. 一次性使用输尿管导引鞘产品示意图



资料来源：维力医疗招股说明书，公司公告，中银证券

图表 45. 一次性负压清石鞘特点及工作原理



资料来源：维力医疗微信公众号，中银证券

图表 46. 一次性负压清石鞘优势

# 清石鞘™

清净节时 压力尽释

**传统镜下结石清除一般采用经皮肾镜用剥皮鞘和超微经皮肾镜 (SMP) 鞘**  
经皮肾镜用剥皮鞘有如下弊端：

- ① 其内口和外口口径相同，在经皮肾镜手术中碎石和排石过程中不利于大块的结石颗粒排出，甚至需要用取石钳反复夹取结石，取石速度慢；
- ② 在取石过程中较小的结石颗粒容易梗阻在剥皮鞘和镜子(输尿管镜或者肾镜)之间，影响灌注液的排出，导致肾内高压和毒素的吸收，容易出现感染性休克

**超微经皮肾镜(SMP)鞘有如下弊端：**

- ① 其内口和外口口径相同，并且鞘的口径较小，在 14F 以下，在经皮肾镜手术中碎石和取石过程中只能将结石粉碎成粉末状，延长了碎石时间，也不利于大块的结石颗粒排出，影响取石效率，更不适用于直径大于 2cm 的肾结石；
- ② 内口截面无斜角，不利于结石进入取石鞘内，负压吸引容易损伤集合系统粘膜；
- ③ 该取石鞘只能配专门的肾镜，不能和普通输尿管镜和其他肾镜兼容，应用成本高

**相比之下一次性负压清石鞘的优势在于：**

- ① 彻底解决结石返流：在负压吸引下避免结石返流，有效清除结石；
- ② 有效降低腔内压力：持续性灌注与吸引同时进行，形成不间断的液体循环，降低腔内压力，使腔内保持低压状态，减少手术风险；
- ③ 保持视野清晰：在持续性灌注与负压吸引下，脓液、血凝块、碎石末可迅速清除，使手术操作在清晰视野下进行；
- ④ 提高结石清除率：结石在负压下被迅速吸出，增加手术效率；
- ⑤ 避免取石器械的使用：无需使用套石篮、取石钳、封堵器等器械，结石在负压下往吸引方向自动逸出

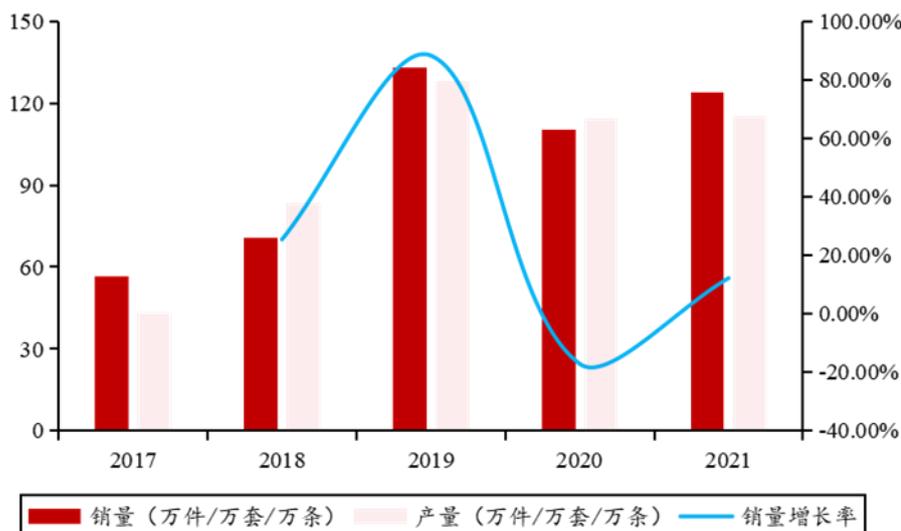
**主动降压 | 主动取石**  
**快速清石 | 视野清晰**

注册名称：一次性使用输尿管导引鞘（Y型）  
注册名称：一次性使用微创扩张引流套件（Y型）

资料来源：维力医疗公司公众号，公司公告，中银证券

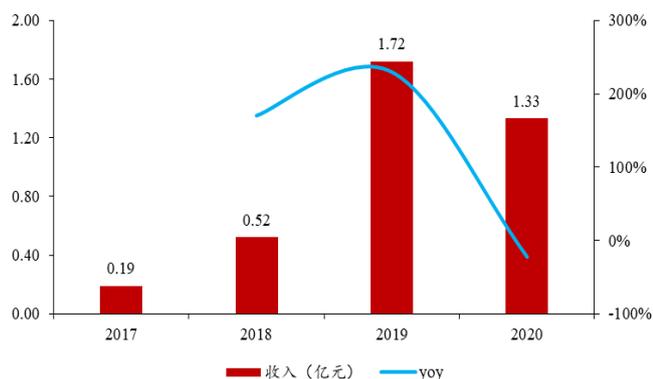
公司泌尿外科业务线产品销量、收入及利润

图表 47. 2017-2021 年公司泌尿外科产品产销量变化



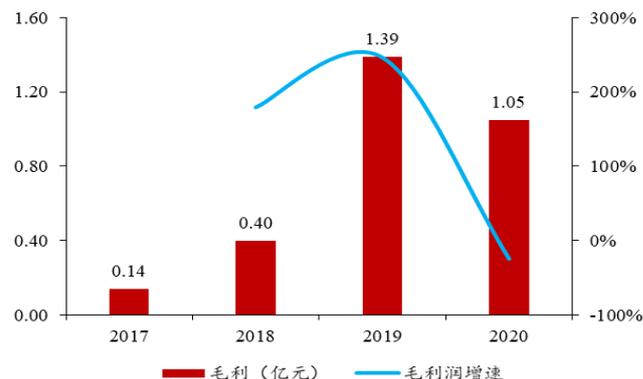
资料来源：公司官网，公司公告，中银证券

图表 48. 公司泌尿外科业务收入及其增速



资料来源：万得，中银证券

图表 49. 公司泌尿外科业务毛利润及其增速



资料来源：万得，中银证券

## 护理线——兼具消费属性

公司护理产品主要包括引流、营养、口腔护理、排泄物管理等产品，主要用于临床病人的伤口或分泌物清理引流以及重症病人的口腔及排泄物护理。

图表 50. 公司在护理领域的主要产品一览



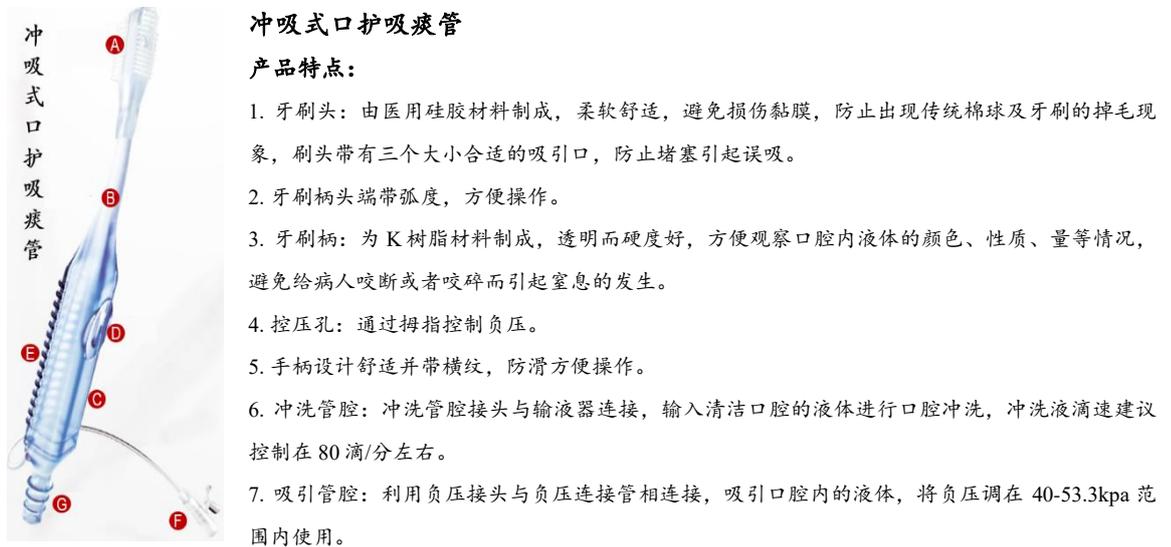
资料来源：公司公告，中银证券

## 公司护理业务线主要重磅产品

### 冲吸式口护吸痰管

公司的产品冲吸式口护吸痰管可以用于病人的口腔护理，吸引口腔内的液体。

图表 51. 冲吸式口护吸痰管构造及特点



资料来源：公司官网，中银证券

### 排泄物管理系统

公司的产品排泄物管理系统可以用于病人的护理，及时清理病人的排泄物。

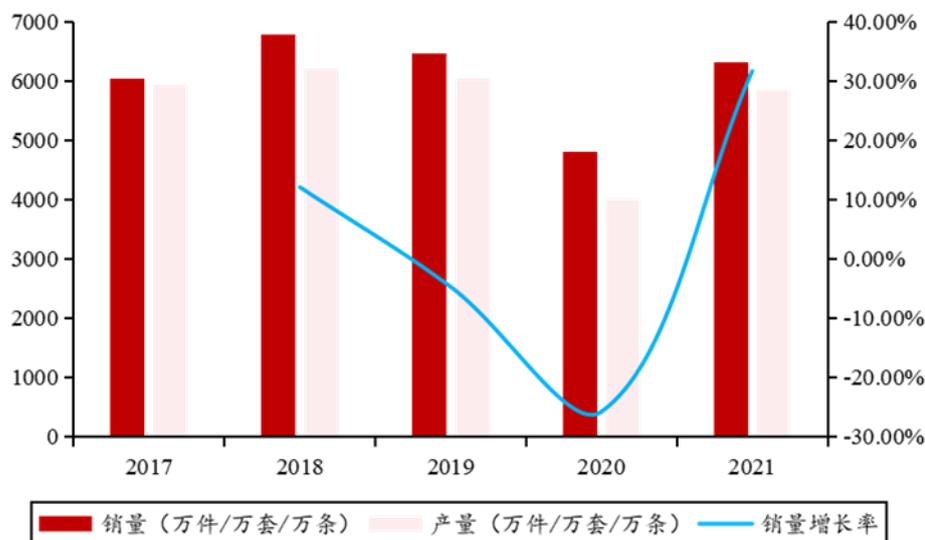
图表 52. 排泄物管理系统构造及特点



资料来源：公司官网，中银证券

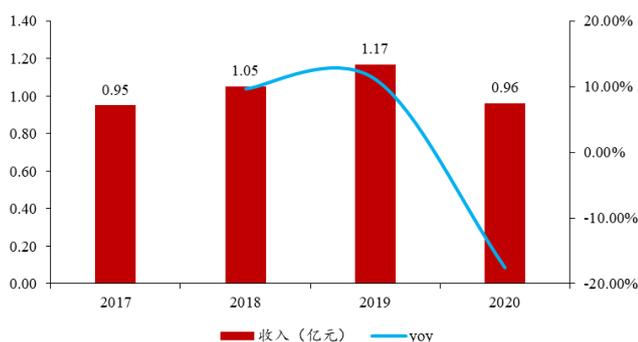
## 公司护理业务线产品销量、收入及利润情况

图表 53. 2017-2021 年护理产品产销量变化



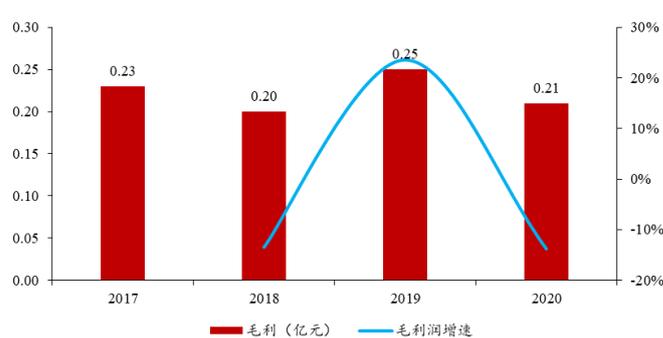
资料来源：公司公告，中银证券

图表 54. 公司护理业务收入及其增速



资料来源：万得，中银证券

图表 55. 公司护理业务毛利润及其增速



资料来源：万得，中银证券

## 血液透析线——产能提升，营销协同

公司产品主要为血液净化体外循环管路，用途主要是和血液透析机等配套使用，用于终末期肾病患者的血液透析治疗，以及急性药物或毒物中毒、难治性充血性心力衰竭与急性肺水肿的急救。

图表 56. 公司在血液透析领域的主要产品一览

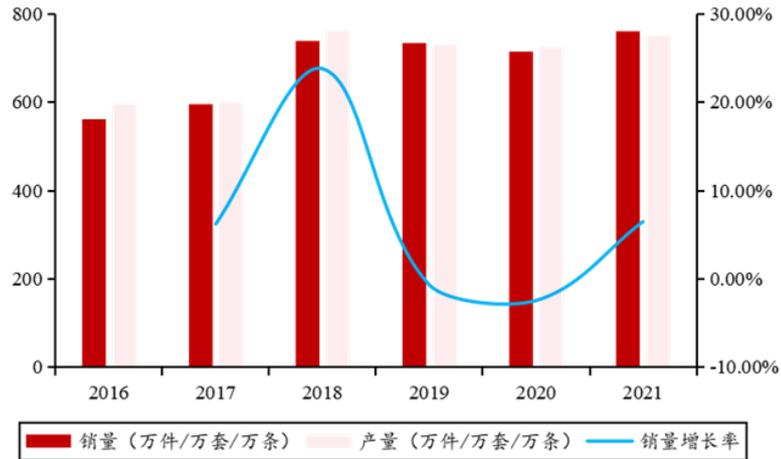


资料来源：公司公告，中银证券

公司血透领域产品主要是血透管路，子公司沙工医疗专注血透管路产品，是国内最早一批获得血透管路注册证的企业之一，产品质量稳定，拥有良好的品牌知名度。据 2021 年年度报告显示，2021 年公司开始进行血透管路生产线的扩产建设，子公司沙工医疗在建的血液净化体外循环管路生产扩建项目引进了国内领先的自动化生产线，项目达产后血透管路年产能可提升至 2,000 万条，将大大提升生产效率，降低生产成本。随着公司产能扩张以及市场拓展加强，预计公司血透管路产品市场份额会逐步提升。

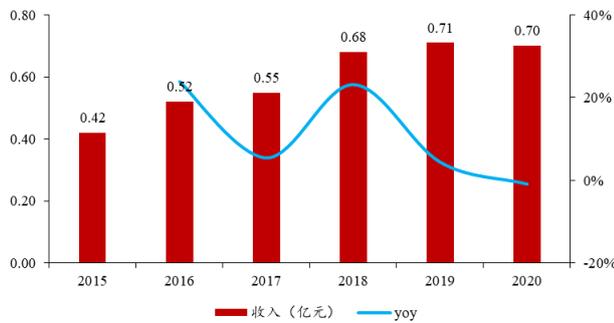
## 血透业务线产品销量、收入及利润情况

图表 57. 2016-2021 年公司血透产品产销量变化



资料来源：公司公告，中银证券

图表 58. 公司血透管路业务收入及其增速



资料来源：万得，中银证券

图表 59. 公司血透管路业务毛利润及其增速



资料来源：万得，中银证券

## 呼吸线——产品丰富，业务线稳步经营

公司在呼吸领域的产品有氧气面罩、氧浓度可调面罩、药物吸入雾化器等。氧气面罩和氧浓度可调面罩的主要功能为与呼吸设备连接向患者输送氧气等气体，主要用于上、下呼吸道感染、支气管哮喘、痰液较多病人、严重鼻炎患者、慢性肺炎等治疗中。药物吸入雾化器主要用于氧气吸入和进行雾化药物吸入的病人，用于治疗各种上下呼吸系统疾病，如感冒、发热、咳嗽、哮喘、咽喉肿痛、咽炎、鼻炎、支气管炎等疾病。

图表 60. 公司在呼吸领域的主要产品一览



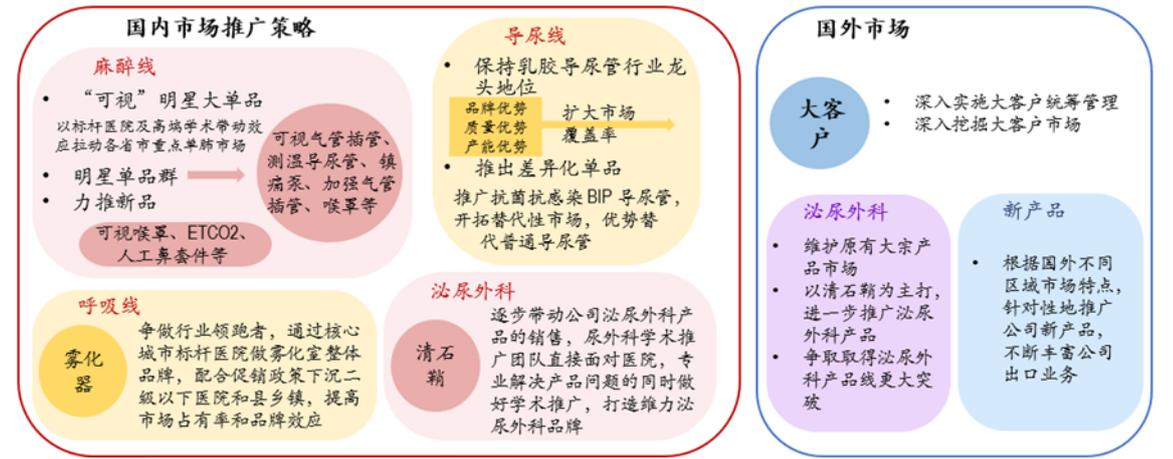
资料来源：公司公告，中银证券

综上，近年来公司一直重视自主研发能力建设和产品创新。以临床需求为导向，扩展可视化技术在产品端的创新应用等。公司产品线丰富并兼具创新属性，一系列优质创新产品有望在推动产业和消费升级的同时亦有望带动市场容量扩容。在集采常态化及医保控费的背景下，公司也在持续提速自动化能力建设，不断夯实公司竞争优势。

## 3、营销深化改革——内销分线快速放量，外销释放发展潜力

公司在内销方面深化改革，实施分线销售，通过新产品的放量带动原有产品市场份额的提升，其中导尿管，麻醉线和泌尿外科线重点产品和新产品实现较快增长。在外销方面，由于技术优势明显，大客户新产品项目持续落地，同时部分产品自动化生产线投产，进一步提升了产品性价比。

图表 61. 公司销售战略例举分析

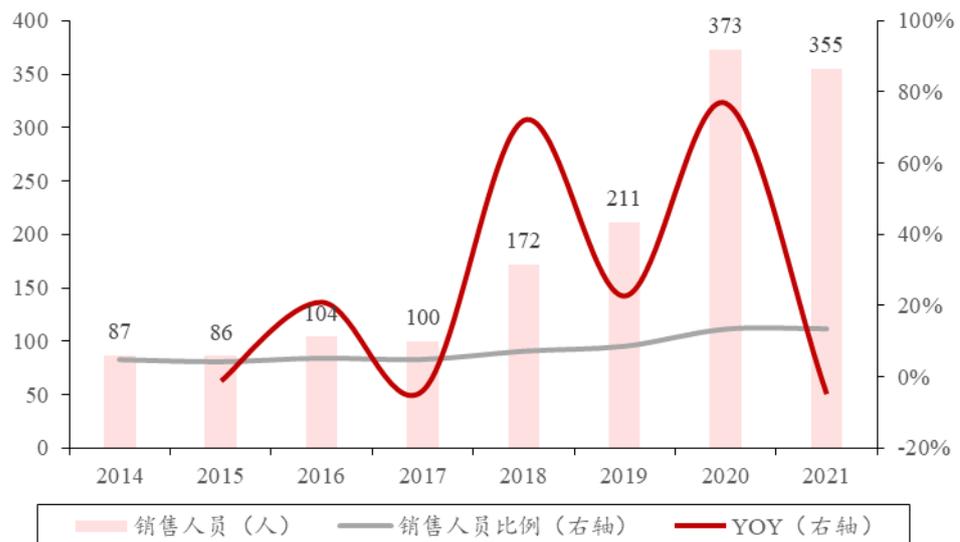


资料来源：公司官网，公司公告，中银证券

在内销方面，公司继续强化分线销售，紧贴临床需求，深入终端市场服务；加大学术推广，打造维力品牌形象。基于各产品线产品特点和市场渠道的差异性，公司从 2020 年开始整合市场渠道和销售渠道，将国内市场按产品分线发展。在 2021 年已经实现国内营销的分线销售模式，每条产品线均有相应的营销部门负责，各业务线新建学术团队，直接服务终端医院客户，提高终端市场反应速度。

截至 2021 年末，内销人数目前 355 人。公司改革销售渠道成立业务一部、业务二部，同子公司维力健益和维力健益一同按照不同的产品线分线营销，使得分销更加专业化。

图表 62. 2014-2021 公司销售人员人数和在所有员工中的占比变化



资料来源：公司公告，中银证券

在外销方面，主要的海外市场集中在美国和欧洲，公司利用技术和产能优势为大客户提供整体解决方案，线上推广模式初见成效，多个新产品销售实现突破。2022 年海外疫情恢复速度较快，整体船运形势相较于去年有所好转，公司选取重点地区新建海外本土化营销团队，加大新客户的开发及新产品的终端推广力度，为海外大客户提供整体解决方案。

## 4、股权激励解锁条件——彰显管理层对业绩增长的信心

2021年维力医疗开展了第一期限制性股票激励计划，向94激励对象授予379.00万股限制性股票，约授予价格为6.39元/股，股票来源为向激励对象定向发行公司A股普通股股票。激励包括公司董事、高级管理人员，以及公司（含子公司）其他核心骨干员工，约占公司（含子公司）截止2021年12月31日员工总数2,526人的3.72%。

图表 63. 限制性股票分配情况

序号	姓名	职务	获授数量 (万股)	占授予总量的 比例(%)	占公司总股本的比例 (%)
1	陈云桂	董事、副总经理	12	3.17	0.05
2	陈斌	董事会秘书	8	2.11	0.03
3	祝一敏	财务总监	8	2.11	0.03
	合计		28	7.39	1.44

资料来源：公司公告，中银证券

此次股权激励计划目的是为了留住核心人才，调动员工的工作积极性，进一步提高公司业绩。为此，公司设立三个解除限售期，对应2022年-2024年三个会计年度，以净利润作为是否解除限售的依据。若公司未满足所设立的业绩考核目标，相应解除限售期内，激励对象当期计划解除限售的限制性股票不得解除限售，由公司回购注销，回购价格为授予价格加上银行同期存款利息。

图表 64. 公司层面业绩考核目标

解除限售期	考核目标 Am	考核目标 An
第一个	2022年净利润不低于1.56亿元	2022年净利润不低于1.50亿元
第二个	2022-2023年两年净利润不低于3.58亿元	2022-2023年两年净利润不低于3.38亿元
第三个	2022-2024年三年净利润不低于6.20亿元	2022-2024年三年净利润不低于5.72亿元

资料来源：公司第一期限制性股票激励计划（草案），中银证券

“净利润”指经审计的扣除非经常性损益后的归属于上市公司股东的净利润，并剔除本激励计划考核期内公司实施股权激励计划或员工持股计划等激励事项产生的激励成本的影响。

图表 65. 公司业绩考核目标同限制性股票解除限售比例的关系

实际完成值 (A)	公司层面可解除限售比例 (X)
$A \geq A_m$	$X = 100\%$
$A_n \leq A < A_m$	$X = 80\%$
$A < A_n$	$X = 0\%$

资料来源：公司第一期限制性股票激励计划（草案），中银证券

## 5、盈利预测与估值

### 5.1 盈利预测假设

1) 麻醉线：防疫政策放开，预期医院、常规诊疗、择期手术恢复，受明星单品可视双腔支气管插管、一次性镇痛储液盒重磅产品销售拉动，预计麻醉线维持高速增长，2022-2024 年收入同比增速分别为 30%、30%、30%；毛利率随着重磅产品放量及规模化效应略增，分别为 54.00%、54.50%、54.50%；

2) 导尿线：防疫政策放开，预期医院、常规诊疗、择期手术恢复。预计 BIP 合金涂层导尿管未来两年销售逐步放量，以及导尿包等产品打包销售有望带动该业务线条继续增长。预计 2022-2024 年收入同比增速分别为 30%、30%、30%；毛利率随着重磅产品放量及规模化效应略增，分别为 28.00%、28.50%、28.50%；

3) 泌尿外科线：包皮环切缝合器、负压清石鞘等高毛利率产品的放量销售有望继续带动整个线条的销售提升，预计 2022-2024 年收入同比增速分别为 30%、30%、30%；毛利率随着重磅产品放量及规模化效应略增，分别为 81.00%、81.50%、81.50%；

4) 护理线：随着口护式产品、排泄物管理产品等新品推出，产品丰富度提升，预计整体销售规模平稳增长及毛利率维稳，预计 2022-2024 年收入同比增速分别为 30%、30%、30%；毛利率分别为 20.00%、20.50%、20.50%；

5) 血透线：早期由于产能增长受限，后续扩大产能、以价换量（价格下降）预计毛利率可能稍有下滑趋稳，预计 2022-2024 年收入同比增速分别为 10%、10%、10%；毛利率分别为 27.00%、26.80%、26.70%；

6) 呼吸类：预计 2022-2024 年收入同比增速分别为 40%、35%、30%；毛利率分别为 32.00%、32.00%、32.00%；

综上，随着公司相应产线重磅产品上市逐步放量，有望带动相应整个产线较为高速增长，同时因为相应重磅产品均具有高毛利率属性，所以公司主要产品线毛利率也有望微增。尤其公司在国内端营销团队的建设以及营销改革有望进一步促进公司产品放量销售的落地，公司预期业绩增长较为确定。同时在海外业务方面深度绑定大客户，定制化项目助力海外增长。公司股权激励彰显管理层信心。我们预计公司 2022-2024 年业绩呈现较高增速水平，预计收入同比增速分别为 28.13%、29.36%、29.38%；毛利率分别为 43.60%、44.07%、44.23%。

图表 66. 盈利拆分及预测 (单位: 百万元)

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>麻醉系列</b>							
收入	222.43	297.82	321.22	349.08	453.80	589.95	766.93
YOY		0.34	0.08	0.09	0.30	0.30	0.30
毛利	106.40	146.02	158.63	185.94	245.05	321.52	417.98
毛利率(%)	47.84	49.03	49.39	53.27	54.00	54.50	54.50
<b>导尿类</b>							
收入	209.97	246.86	275.94	290.40	377.52	490.78	638.01
YOY		0.18	0.12	0.05	0.30	0.30	0.30
毛利	50.30	77.00	83.74	78.86	105.71	139.87	181.83
毛利率(%)	23.96	31.19	30.35	27.16	28.00	28.50	28.50
<b>泌尿外科</b>							
收入	52.19	171.79	132.63	169.56	220.43	286.56	372.52
YOY		2.29	(0.23)	0.28	0.30	0.30	0.30
毛利	40.16	139.22	105.24	136.25	178.55	233.54	303.61
毛利率(%)	76.95	81.04	79.35	80.35	81.00	81.50	81.50
<b>护理</b>							
收入	104.80	116.52	96.06	134.02	174.23	226.49	294.44
YOY		0.11	(0.18)	0.40	0.30	0.30	0.30
毛利	20.06	24.79	21.38	25.69	34.85	46.43	61.83
毛利率(%)	19.14	21.28	22.25	19.17	20.00	20.50	21.00
<b>血透管路</b>							
收入	68.01	71.05	70.47	73.11	80.42	88.46	97.31
YOY		0.04	(0.01)	0.04	0.10	0.10	0.10
毛利	18.34	20.57	22.45	19.31	22.12	23.71	25.98
毛利率(%)	26.97	28.95	31.85	26.41	27.50	26.80	26.70
<b>呼吸类</b>							
收入	72.81	74.46	68.65	61.87	86.62	116.93	152.01
YOY		0.02	(0.08)	(0.10)	0.40	0.35	0.30
毛利	23.48	30.13	25.98	19.54	27.72	37.42	48.64
毛利率(%)	32.25	40.47	37.84	31.58	32.00	32.00	32.00
<b>口罩</b>							
收入			146.90	13.81	1.38	0.14	0.01
YOY				(0.91)	(0.90)	(0.90)	(0.90)
毛利			69.87	1.44	0.14	0.01	0.00
毛利率(%)			47.56	10.43	10.00	10.00	8.00
<b>其他主营业务</b>							
收入	9.93	8.60	8.92	14.04	21.06	31.59	47.39
YOY		-0.13	0.04	0.57	0.50	0.50	0.50
毛利	4.90	3.86	4.02	4.17	6.32	9.63	14.69
毛利率(%)	49.35	44.84	45.09	29.72	30.00	30.50	31.00
<b>其他业务</b>							
收入	5.70	6.71	9.89	12.68	17.75	23.08	30.00
YOY		0.18	0.47	0.28	0.40	0.30	0.30
毛利	(1.35)	(1.88)	3.42	2.64	4.44	4.85	6.30
毛利率(%)	(23.66)	(27.98)	34.57	20.85	25.00	21.00	21.00
<b>收入合计</b>	745.84	993.81	1,130.68	1,118.57	1,433.21	1,853.97	2,398.63
<b>收入合计 YOY(%)</b>		33.25	13.77	(1.1)	28.13	29.36	29.38
<b>毛利润(%)</b>	262.29	439.71	494.73	473.84	624.88	816.99	1,060.86
<b>整体毛利率(%)</b>	35.17	44.24	43.76	42.36	43.60	44.07	44.23

资料来源: 万得, 中银证券

## 5.2 估值对比

考虑公司产品逐步升级，盈利能力逐步增强，我们选取和公司业务相近的三鑫医疗、低值医疗耗材企业康德莱及高分子医疗塑性耗材企业拱东医疗、洁特生物、昌红科技做估值对比。

图表 67. 可比公司估值对比

证券代码	证券简称	总市值 亿元	预测 PE 倍	预测 PE 倍	预测 PE 倍
300151.SZ	昌红科技	111.66	66.33	44.71	31.31
605369.SH	拱东医疗	117.11	28.94	22.31	17.21
688026.SH	洁特生物	36.72	26.61	19.26	14.51
300453.SZ	三鑫医疗	36.76	19.98	16.52	13.20
603987.SH	康德莱	68.27	18.23	14.83	12.18
	<b>平均值</b>		<b>32.02</b>	<b>23.53</b>	<b>17.68</b>
603309.SH	维力医疗	<b>59.16</b>	<b>36.40</b>	<b>27.40</b>	<b>20.60</b>

资料来源：万得，中银证券

注：以 2023 年 2 月 17 日交易数据为准，可比公司预计年份 PE 使用 wind 一致预期

综上，考虑到公司基本面发生全面积极变化，销售架构调整驱动内销发力+重磅创新型高毛利率品种上市放量，有望驱动公司业绩快速增长，同时股权激励彰显管理层信心。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润为 1.63/2.16/2.87 亿元，对应 EPS 为 0.55/0.74/0.98 元，因为公司产品逐步升级，具备从低值耗材向偏高端医疗耗材转型的提估值逻辑，首次覆盖，给予**买入**评级。

## 6、风险分析

### 海外销售风险

公司产品销往全球超过 90 个国家或地区，海外销售面临贸易摩擦、汇率波动、代理商信誉 等风险。部分国家或地区局势稳定性和经济发展前景不明朗，公司面临区域市场销售波动风险、海外销售管理风险等。

### 产品质量控制风险

医疗器械产品在临床医疗中的作用日益重要，其性能稳定性与质量安全性直接关系患者生命健康。我国对该类企业的设立、产品的生产与销售均实施严格监管，国外市场也有系统的市场准入与管理 制度。如果本公司不能持续保持严格的质量控制体系，产品质量出现严重问题，可能对 本公司的市场声誉及持续经营能力造成不利影响。

### 医疗管理、行业管理政策调整风险

随着医疗卫生改革的推进，国家及地方不断出台政策以降低医疗收费，使药品、医疗器械面临持续 降价的压力和趋势；医疗器械集中采购模式被越来越多的采用，尽管集中采购可有效降低 市场推广成本，但一旦公司产品在某地区的集中采购中未能中标，将影响该地区的产品销售，同时，随着 医疗卫生体制及医药行业管理体制改革的进一步深入，新的医药管理、医疗保障政策、医疗器械行 业监管政策等将陆续出台，这些政策的变化可能导致公司在行业监管、地区、产品价格等方面受 到限制，将可能对公司经营造成影响。

### 产品研发不及预期风险

因为技术不可实现而导致项目进度延期或项目停滞甚至终止是产品研发项目经常会发生的情况，一 旦产品研发项目出现这样的情况，可能会导致公司对该项目前期投入造成浪费，甚至有 可能会影 响公司产品和市场发展战略和计划的实施，影响公司经营目标的实现。

### 其他风险等。

## 利润表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,131	1,119	1,433	1,854	2,399
营业收入	1,131	1,119	1,433	1,854	2,399
营业成本	636	645	808	1,037	1,338
营业税金及附加	12	11	14	18	23
销售费用	97	143	165	204	264
管理费用	107	113	143	185	240
研发费用	55	55	73	95	122
财务费用	18	10	27	44	51
其他收益	8	9	9	9	9
资产减值损失	(11)	(6)	0	0	0
信用减值损失	(2)	(1)	(1)	(1)	(1)
资产处置收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(2)	(1)	(1)	(1)	(1)
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	198	143	210	278	368
营业外收入	1	0	0	0	0
营业外支出	9	3	3	3	3
利润总额	190	140	207	275	365
所得税	30	26	38	50	67
净利润	160	115	169	225	299
少数股东损益	7	9	7	9	12
归母净利润	153	106	163	216	287
EBITDA	260	204	301	400	511
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.52	0.36	0.55	0.74	0.98

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
<b>流动资产</b>	<b>435</b>	<b>975</b>	<b>1,555</b>	<b>1,899</b>	<b>2,315</b>
现金及等价物	162	605	717	927	1,199
应收帐款	96	133	160	219	271
应收票据	1	1	1	2	2
存货	133	168	210	275	351
预付账款	13	18	21	29	35
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	30	50	446	447	457
<b>非流动资产</b>	<b>1,054</b>	<b>1,158</b>	<b>1,203</b>	<b>1,227</b>	<b>1,241</b>
长期投资	71	49	49	49	49
固定资产	442	440	440	439	436
无形资产	156	183	174	166	157
其他长期资产	385	486	539	573	598
<b>资产合计</b>	<b>1,489</b>	<b>2,132</b>	<b>2,758</b>	<b>3,126</b>	<b>3,556</b>
<b>流动负债</b>	<b>239</b>	<b>427</b>	<b>795</b>	<b>1,038</b>	<b>1,272</b>
短期借款	0	92	433	540	692
应付账款	88	113	139	184	232
其他流动负债	151	222	223	314	348
<b>非流动负债</b>	<b>106</b>	<b>114</b>	<b>256</b>	<b>229</b>	<b>223</b>
长期借款	84	57	216	180	178
其他长期负债	22	57	40	49	44
<b>负债合计</b>	<b>345</b>	<b>541</b>	<b>1,051</b>	<b>1,267</b>	<b>1,495</b>
股本	260	293	293	293	293
少数股东权益	10	13	20	29	41
归属母公司股东权益	1,134	1,578	1,686	1,830	2,021
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>1,489</b>	<b>2,132</b>	<b>2,758</b>	<b>3,126</b>	<b>3,556</b>

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
净利润	160	115	169	225	299
折旧摊销	50	59	73	86	100
营运资金变动	(9)	23	(49)	1	(61)
其它	28	(10)	23	47	50
<b>经营活动现金流</b>	<b>228</b>	<b>187</b>	<b>217</b>	<b>360</b>	<b>388</b>
资本支出	(92)	(109)	(113)	(113)	(113)
投资变动	7	(5)	(389)	0	0
其他	(10)	(42)	(1)	(1)	(1)
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>(96)</b>	<b>(156)</b>	<b>(503)</b>	<b>(114)</b>	<b>(114)</b>
银行借款	(83)	65	501	71	150
股权融资	(28)	317	(55)	(73)	(96)
其他	(27)	32	(48)	(34)	(56)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(138)</b>	<b>414</b>	<b>398</b>	<b>(36)</b>	<b>(2)</b>
<b>净现金流</b>	<b>(5)</b>	<b>445</b>	<b>112</b>	<b>210</b>	<b>272</b>

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 财务指标

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长率(%)	13.8	(1.1)	28.1	29.4	29.4
营业利润增长率(%)	35.0	(28.0)	46.8	32.5	32.5
归属于母公司净利润增长率(%)	26.4	(30.7)	53.2	32.9	32.8
息税前利润增长(%)	53.3	(31.4)	58.4	37.4	30.7
息税折旧前利润增长(%)	44.1	(21.7)	47.9	32.9	27.6
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	26.4	(30.7)	53.2	32.9	32.8
<b>获利能力</b>					
息税前利润率(%)	18.6	12.9	15.9	16.9	17.1
营业利润率(%)	17.5	12.8	14.6	15.0	15.3
毛利率(%)	43.8	42.4	43.6	44.1	44.2
归母净利润率(%)	13.5	9.5	11.3	11.7	12.0
ROE(%)	13.5	6.7	9.6	11.8	14.2
ROIC(%)	20.8	12.0	15.5	21.2	26.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4
净负债权益比	(0.0)	(0.2)	0.0	(0.1)	(0.1)
流动比率	1.8	2.3	2.0	1.8	1.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.6	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	11.1	9.8	9.8	9.8	9.8
应付账款周转率	13.6	11.1	11.4	11.5	11.5
<b>费用率</b>					
销售费用率(%)	8.6	12.8	11.5	11.0	11.0
管理费用率(%)	9.4	10.1	10.0	10.0	10.0
研发费用率(%)	4.9	4.9	5.1	5.1	5.1
财务费用率(%)	1.6	0.9	1.9	2.4	2.1
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.5	0.4	0.6	0.7	1.0
每股经营现金流(最新摊薄)	0.8	0.6	0.7	1.2	1.3
每股净资产(最新摊薄)	3.9	5.4	5.7	6.2	6.9
每股股息	0.2	0.1	0.2	0.3	0.4
<b>估值比率</b>					
P/E(最新摊薄)	24.0	43.8	36.4	27.4	20.6
P/B(最新摊薄)	3.2	2.9	3.5	3.2	2.9
EV/EBITDA	11.4	17.5	16.0	11.7	8.9
价格/现金流(倍)	16.1	24.8	27.3	16.4	15.2

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得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任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，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