

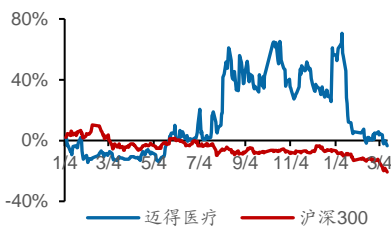
# 医用耗材组装设备龙头，享自动化率提升红利

投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-03-18

收盘价（元）	29.04
近 12 个月最高/最低（元）	52.31/25.21
总股本（百万股）	84
流通股（百万股）	38
流通股比例（%）	45.25%
总市值（亿元）	24
流通市值（亿元）	11

## 公司与沪深 300 指数走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

联系人：李婵

执业证书号：S0010121110031

邮箱：lichan@hazq.com

## 相关报告

## 主要观点：

### ● 我国医用耗材产业生产自动化率较低、自动化生产设备需求不断增加

自动化生产是趋势。受人口老龄化加深等因素，我国医用耗材市场规模不断扩大，2020 年预计我国包括高值耗材和低值耗材在内市场规模约 2200 亿元，以 20% 左右增速增长。与此同时，政策对医用耗材的质量监管趋严，医保局带量采购考验企业生产成本等政策环境下，企业为提高生产稳定性和降低生产成本，而必须改造、升级现有设备。智能设备是实现企业扩张、降低生产成本、提高质量控制水平的共同选择。目前我国医用耗材制造企业生产整体自动化率不高，智能化水平还处于起步阶段。近年来，随着我国医用耗材产品质量要求提高和劳动力成本上升，医用耗材智能装备的优势得以显现，自动化生产正逐步替代人工生产成为未来的发展趋势。

医疗装备行业景气度高。医用耗材庞大的市场规模及高增长需求对刺激企业增加对新产能的投入。2005-2017 年，我国医疗器械（包括医疗仪器设备、诊断监护设备、口腔、介入植入等器械制造）制造业设备购置金额持续上升，2017 年达到了 928 亿元。监管趋严、耗材集采等，促进下游医疗器械企业提升质量控制要求，车间智能需要改造升级；参考制药装备行业部分龙头公司 2020 年以来的收入、订单增长情况，尤其是新冠疫苗扩产线、生物创新药（类似药）公司扩产能、CDMO 公司扩产能等因素驱动，东富龙、楚天科技等制造设备公司收获了较多的订单，制药装备行业景气度持续。

### ● 迈得医疗是国产装配自动化设备领域龙头企业，持续探索新技术，受益于下游自动化率提升带来的发展机遇

公司 2003 年成立，致力于成为国际一流的“智慧工厂”解决方案供应商。公司营业收入自 2015 年的 1.45 亿元增长到 2020 年的 2.63 亿元，5 年复合增速约 12.65%，归母净利润从 2015 年的 0.32 亿元增长到 2020 年的 0.59 亿元，5 年复合增速约 13.02%。公司的毛利率水平呈现稳定的上升趋势，2020 年达到了 53%，销售净利率略有波动，但平均水平维持在 22% 左右。公司核心产品为安全输注类、血液净化类智能装备。

公司在研的项目有 27 项，围绕自动化率提升，同时功能不只停留在装配环节，也扩大到检测、喷码等功能。公司销售产品属于个性化定制产品，没有公开的市场价格可比。通常而言，公司的产品价格会定在欧美厂商同类产品价格的 1/3-2/3，且售后服务方面的成本更低。与国内厂商相比，公司具有较高的自主定价权，公司的定价一般约为国产同类产品的 1.5-2 倍。公司对现有的生产流

程、生产工艺、生产技术进行全方位的优化改造,借鉴引入了国际先进的“模块化”生产理念,从整体非标设计、生产向标准组装转变,打造更为符合自身发展要求的生产技术平台,该平台还能够设计时尽可能地直接调用、重复使用基础模块,在生产制造时实现较高水平的标准模块提前备货,从而加快产品设计、生产的速度,缩短交货周期,提升产品质量。

公司除了不断提升安全输注类和血液净化类智能装备技术外,也在积极探索骨科类、药械组合类、预充式注射器、预灌封注射器、胰岛素笔等医用耗材其他细分领域智能装备和智能工厂有关的智能化控制系统,如“预充式注射器清洗和烘干的流道研究”、“胰岛素注射笔的组装工艺”、“WE-PAAS 工业互联网平台”项目等。

● **投资建议: 首次覆盖, 给予“买入”评级**

目前收入核心来自安全输注类的连线机类设备,预计未来随着预灌封注射器智能装备、胰岛素注射器自动组装机、输液器自动组装机等业绩释放,公司业绩保持快速增长。我们预计公司 2021-2023 年收入端有望分别实现 3.15 亿元、3.97 亿元和 4.75 亿元,同比增长分别约 19.62%、26.31%和 19.56%,2021-2023 年公司净利润有望分别实现 0.60 亿元、0.83 亿元和 1.05 亿元,同比增长分别约 19.2%、20.8%和 22.1%。我们认为公司研发实力突出,享下游自动化率提升红利,我们首次覆盖,给予“买入”评级。

● **风险提示**

在研设备推进不及预期。  
竞争加剧,订单丢失风险。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	263	315	397	475
收入同比 (%)	25.6%	19.7%	26.0%	19.6%
归属母公司净利润	59	60	83	105
净利润同比 (%)	26.4%	2.2%	36.8%	26.9%
毛利率 (%)	53.0%	50.3%	52.3%	53.0%
ROE (%)	8.0%	7.6%	9.4%	10.6%
每股收益 (元)	0.71	0.72	0.99	1.25
P/E	41.38	40.77	29.80	23.49
P/B	3.33	3.09	2.80	2.50
EV/EBITDA	26.26	26.11	19.78	15.65

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 正文目录

1 公司是医用耗材装配自动化国产龙头企业.....	5
1.1 成立于 2003 年，致力于成为国际一流的“智慧工厂”解决方案供应商.....	5
1.2 公司实控人持股比例高，管理团队年轻有为.....	7
1.3 公司持续加大研发力度，研发成果转化能力强.....	9
1.4 公司直销为主，合作关系稳固.....	9
2 医药装备行业：智能化生产仍在发展初期.....	10
2.1 我国医用耗材对智能化生产设备的需求不断提高.....	10
2.2 政策鼓励智能装备制造发展，国产设备企业紧追直上.....	12
2.3 我国医用耗材智能化生产仍处于发展初期，前景可期.....	13
2.4 输注类+血液净化类智能装备市场容量年均超 30 亿元.....	14
3 公司突破进口垄断，国产替代优势大.....	15
3.1 公司智能设备性能优异，性价比高.....	16
3.2 公司技术研发实力强，不断拓展新品类.....	17
3.3 公司探索由非标向“模块化”转变，降本提效.....	18
4 公司盈利预测与估值.....	19
4.1 公司业绩拆分与估值对比.....	19
4.2 投资建议：公司持续受益医用耗材生产自动化率提升，首次覆盖，“买入”评级.....	20
风险提示：.....	21
财务报表与盈利预测.....	22

## 图表目录

图表 1 迈得医疗发展历程.....	5
图表 2 公司历年收入、利润及增长情况 (亿元) .....	6
图表 3 公司 2013-2020 年毛利润和净利率情况 .....	6
图表 4 公司安全输注类自动化设备图示 .....	6
图表 5 公司安全输注类终端产品种类 .....	6
图表 6 公司血液净化类自动化设备图示 .....	6
图表 7 公司血液净化类终端产品种类 .....	6
图表 8 公司单机和连线机的收入结构 .....	7
图表 9 公司血液净化类终端产品种类收入占比 .....	7
图表 10 公司股权结构 (截至 2021 年 6 月 30 日) .....	8
图表 11 公司核心技术成员 .....	8
图表 12 公司历年研发费用情况 .....	9
图表 13 公司已获知识产权情况 .....	9
图表 14 我国医疗器械市场规模 .....	10
图表 15 我国医疗器械制造业设备购置金额及其变化 .....	10
图表 16 迈得公司产品销量情况 (台) .....	12
图表 17 重要的政策文件 .....	12
图表 18 我国医用耗材的自动化生产发展历程 .....	13
图表 19 我国安全输注类市场空间测算 .....	14
图表 20 我国血液净化类市场空间测算 .....	15
图表 21 公司产品主要用途 (主要是虚线框内部分) .....	16
图表 22 公司智能设备类产品性能对比 .....	17
图表 23 公司在研项目情况 .....	18
图表 24 收入预测 .....	20
图表 25 可比公司估值情况 .....	20

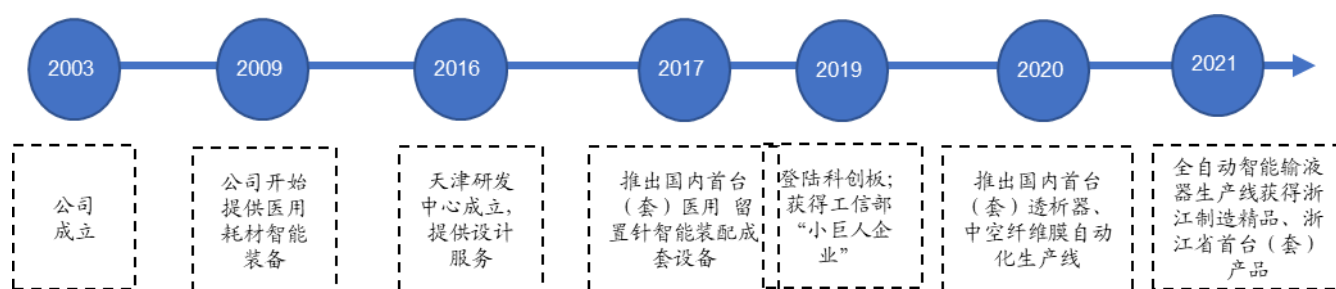
# 1 公司是医用耗材装配自动化国产龙头企业

## 1.1 成立于 2003 年，致力于成为国际一流的“智慧工厂”解决方案供应商

迈得医疗是一家从事医用耗材装配自动化设备的设计、开发、制造、销售为一体的国家高新技术企业。经过 10 多年的发展，迈得医疗确立了成为“全球医用耗材装配自动化的领先者”的愿景和“用心创造，推动医疗器械产业升级”的使命，明确了由单纯的“设备供应商”向“整体式解决方案的供应商”过渡，成为国际一流的“智慧工厂”解决方案供应商的发展战略目标。

公司创建于 2003 年 3 月，2015 年 10 月挂牌全国中小企业股份转让系统（代码“833990”），2019 年 6 月终止挂牌在股转系统交易，2019 年 12 月登陆上海证券交易所科创板，是浙江台州当地第一家科创板上市企业。公司也荣获 2019 年工信部第一批专精特新“小巨人企业”称号、是国内医用耗材自动化领域的领军企业。

图表 1 迈得医疗发展历程

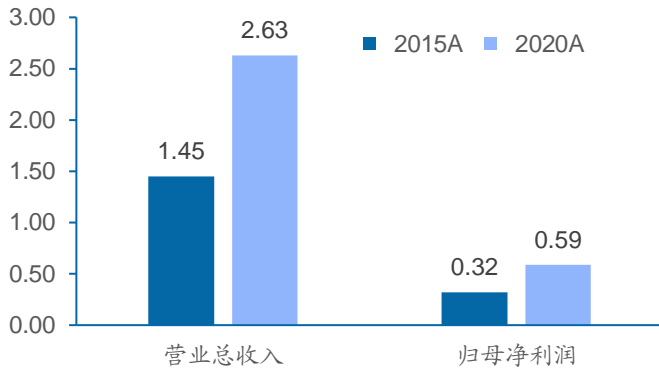


资料来源：wind，公司招股说明书，华安证券研究所

**收入和净利润稳定增长，毛利率稳中有升。**公司营业收入自 2015 年的 1.45 亿元增长到 2020 年的 2.63 亿元，5 年复合增速约 12.65%，归母净利润从 2015 年的 0.32 亿元增长到 2020 年的 0.59 亿元，5 年复合增速约 13.02%。

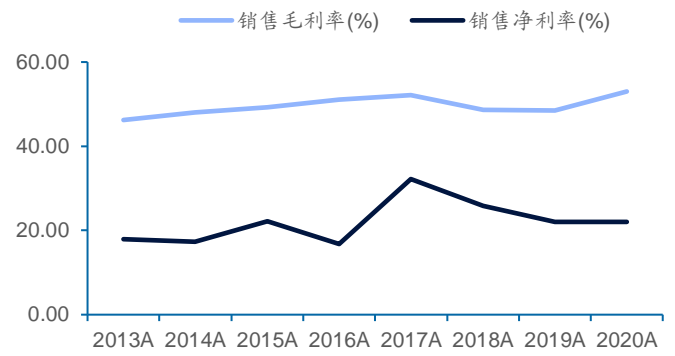
公司的毛利率水平呈现稳定的上升趋势，2020 年达到了 53%，销售净利率略有波动，但平均水平维持在 22% 左右。

图表 2 公司历年收入、利润及增长情况 (亿元)



资料来源: wind, 招股说明书, 华安证券研究所

图表 3 公司 2013-2020 年毛利润和净利率情况



资料来源: wind, 招股说明书, 华安证券研究所

公司核心产品为安全输注类、血液净化类智能装备。公司主营业务为智能装备的研发、生产、销售和服务, 主要用以组装安全输注类和血液净化类医用耗材。医用耗材一般包含很多零部件, 公司的装备主要用以自动化装配、检测该等零部件, 涉及到的装配环节主要包括部装、总装、检验、包装等环节, 使其成为一个完整的耗材成品或半成品。

安全输注类设备主要用于 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、包装等环节及帮助客户解决生产工艺难题。血液净化类设备主要用于血液透析器、透析管路的组装、检测、包装及中空纤维膜纺丝线制丝等环节。

图表 4 公司安全输注类自动化设备图示



资料来源: wind, 招股说明书, 华安证券研究所

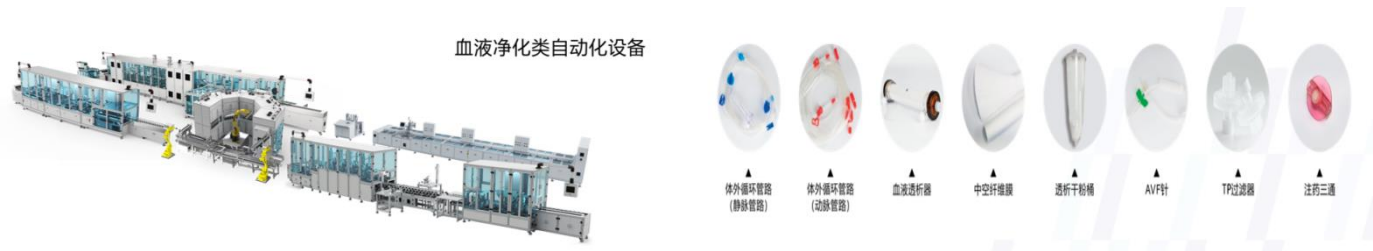
图表 5 公司安全输注类终端产品种类



资料来源: wind, 招股说明书, 华安证券研究所

图表 6 公司血液净化类自动化设备图示

图表 7 公司血液净化类终端产品种类



资料来源：wind，招股说明书，华安证券研究所

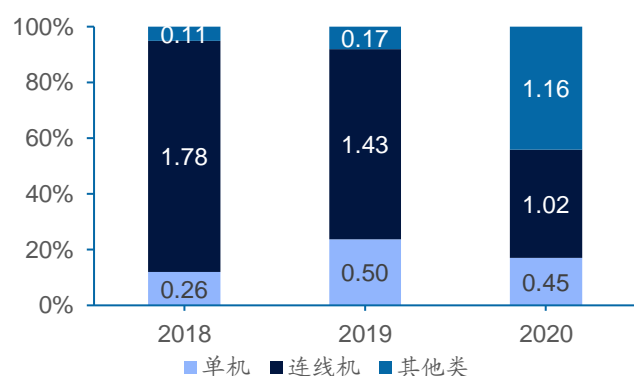
资料来源：wind，招股说明书，华安证券研究所

按照实现智能化生产程度不同，公司的产品可分为单机装备和连线机装备。其中，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。公司的单机、连线机均是全自动化的生产设备，多个单机或连线机可以组成一条完整的全自动化生产线。公司部分产品是销售了全自动化生产线，但由于下游客户固定资产分次投入，体现在财务报表上，公司销售主要是单机或连线机。

2019年公司连线机收入1.43亿元，占比68%，2020年新冠疫情，公司推出的口罩机等防疫用设备给公司贡献了较多的收入，导致2020年公司连线机收入占比下降。但公司历史上收入结构看，连线机一直占第一大收入占比，2016-2019年平均收入占比在约74%。

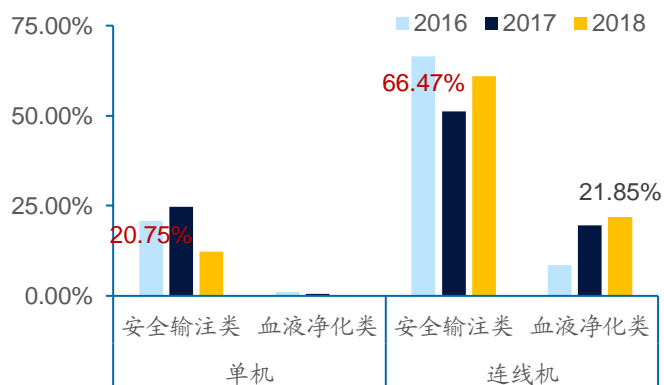
具体到应用品类，公司安全输注类产品一直是核心，公司自创立公司以来不断丰富安全输注类设备终端产品的品类，拓展安全输注类自动化设备终端可应用领域，2016年公司安全输注类设备收入占比约87%（单机类约21%，连线机类约66%），近些年来公司血液净化类设备快速增长，血液净化类设备收入占比已经上升到约22%（2018年数据）。

图表8 公司单机和连线机的收入结构



资料来源：wind，招股说明书，华安证券研究所

图表9 公司血液净化类终端产品种类收入占比



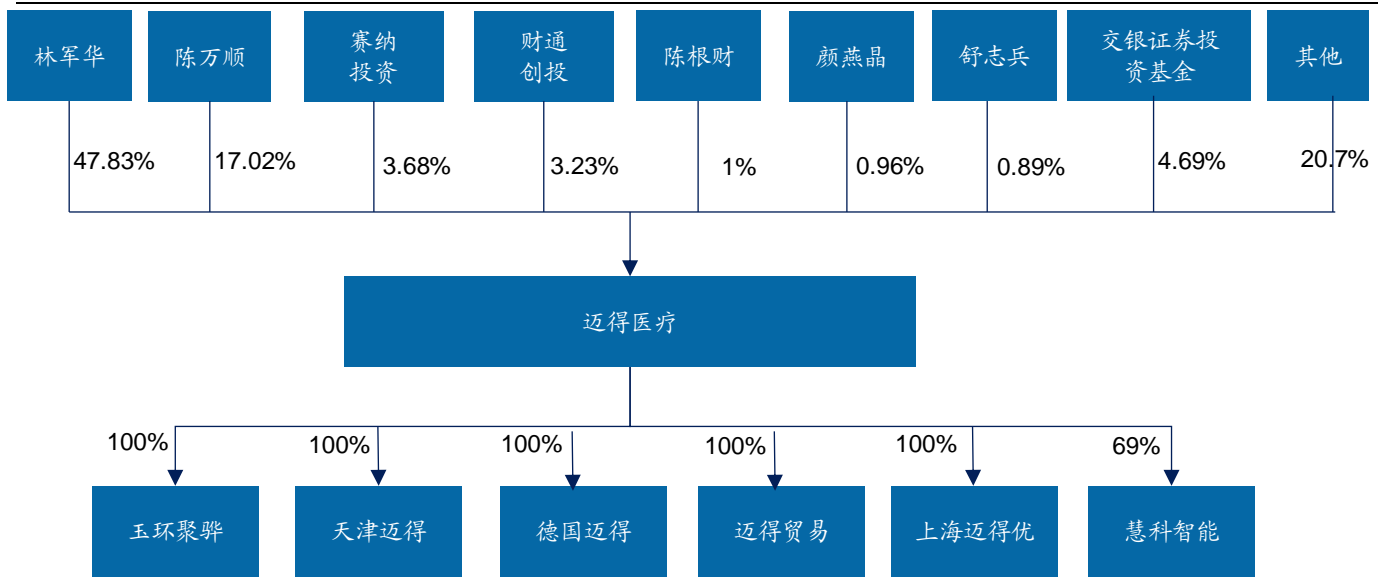
资料来源：wind，招股说明书，华安证券研究所

## 1.2 公司实控人持股比例高，管理团队年轻有为

公司实际控制人和第一大控股股东均为林军华先生，直接控制公司47.83%股权，并通过赛纳投资（林军华控股赛纳投资股权67.99%）间接持有公司股权2.50%。陈

万顺是公司的第二大股东，持有公司股权比例 17.02%，担任公司比价中心主任。

图表 10 公司股权结构 (截至 2021 年 6 月 30 日)



资料来源: wind, 公司招股说明书, 华安证券研究所

公司高管团队多由 80s 和 90s 成员组成，部分是由公司内部培养成长起来，高管团队稳定。林军华任公司总经理，具有二十多年的从业经验，主导或参与申请了近百项与医用耗材智能装备相关的发明专利，曾参与整合医用耗材相关行业的法规及标准，并作为主导起草人编写了国内《无菌医疗器械制造设备实施医疗企业生产质量管理规范的通则》；现任第四届全国医用注射器(针)标准化技术委员会委员，是公司技术研发的组织者，推动者。

其他核心技术成员，如罗坚、周大威均为公司内部培养的核心技术人员。罗坚 2014 年 8 月入职迈得有限，历任机械助理工程师、技术中心标准化部主任、董事，现任技术中心负责人，主持或参与研发公司众多研发项目，现负责迈得医疗技术中心的管理工作。

图表 11 公司核心技术成员

核心技术成员	职位	出生	加入时间	简介
罗坚	董事、技术负责人	1986	2014	曾先后任职于杭州机床集团、浙江大学国防科学技术研究院、浙江大学台州研究院
郑龙	电气软件设计负责人	1989	2013	曾任职于杭州自动化研究院
邱昱坤	慧科智能执行董事兼经理	1983	2018	曾先后任职于天津纺织集团、图尔克(天津)系统集成有限公司、宜科(天津)电子有限公司
周大威	技术中心机械设计负责人	1982	2012	曾先后任职于重庆大江集团股份公司、浙江双环传动股份有限公司

资料来源: wind, 公司招股说明书, 华安证券研究所

**股权激励:** 公司于 2021 年 9 月做了股权激励计划，首次授予限制性股票考核年度为 2021-2023 年三个会计年度，每个会计年度考核一次。考核目标以 2018-2020



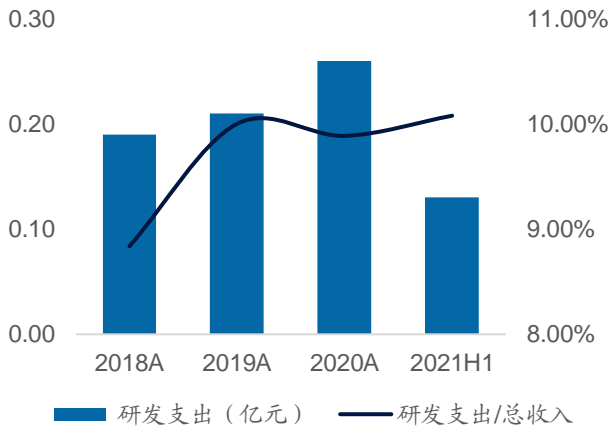
年三年营业收入或归母净利润均值为基数,2021-2023 年收入增速分别不低于 30%、60%和 90%。

### 1.3 公司持续加大研发力度，研发成果转化能力强

**公司以研发驱动发展。**公司是国内较早开始研制医疗器械智能装备的企业之一，在经营规模、研发能力、产品创新能力、产品品类等方面均位居行业前列。2020 年，公司被评为工业和信息化部 2020 年工业企业知识产权运用试点企业、2020 年省级制造业与互联网融合发展试点示范企业、浙江省创造力百强企业；公司的医用透析器智能装配成套设备荣 2020 年度浙江省装备制造业重点领域国内首台（套）产品、公司的血液透析用中空纤维膜自动纺丝线荣膺 2020 年度浙江省装备制造业重点领域国内首台（套）产品、公司的全自动智能输液器生产线荣获 2020 年度浙江制造精品与浙江省首台（套）产品。

公司研发团队共 109 人，占公司总人数的 21.04%。2019 年、2020 年和 2021 年上半年，研发费用分别为 0.21 亿元、0.26 亿元和 0.13 亿元，研发费用率分别为 9.82%、9.97%和 10.02%。截至 2021 年 6 月 30 日，公司共拥有 155 项发明专利，81 项实用新型专利和 34 项软件著作权。2021 年上半年，公司自主研发出冲管注射器上下料输送线、鼻腔给药雾化装置全自动生产线等新产品，丰富了产品品类。公司现已掌握胰岛素注射针组装机、胰岛素注射器组装机、留置针组装机、可用于疫苗注射的 COP 预灌封或安全自毁式注射器组装机、透析器生产线、血液透析中空纤维膜生产线等多种自动化设备的研发制造能力。

图表 12 公司历年研发费用情况（亿元）



资料来源：wind，招股说明书，华安证券研究所

图表 13 公司已获知识产权情况

	累计数量	
	申请数 (个)	获得数 (个)
发明专利	239	155
实用新型专利	107	81
外观设计专利	1	1
软件著作权	34	34
其他	1	1
合计	382	272

资料来源：wind，招股说明书，华安证券研究所

### 1.4 公司直销为主，合作关系稳固

**公司销售以直销为主。**公司主营的医用耗材智能设备属于非标设备，需要根据下游客户的个性化需求进行定制化生产。由于不同的客户自身的技术参数要求、工艺、质量、生产场地、经营规模、配套设备等多方面存在较大的区别，其对本行业产品的要求不同，生产企业根据其个性化需求进行订单化生产，以达到设备和客户经

营现状的最佳匹配。因此下游客户一般直接与公司接触，沟通和交流智能装备的设计生产方案，而且公司的客户通常资产支出节奏也是逐渐的，公司不仅负责对已安装设备的售后维修工作，后续新设备的衔接也需要前续装备兼容，公司对客户的需求了解更清楚，与客户之间的合作关系也更牢固，国内 80% 以上的中大型医用高分子耗材生产企业，如威高、康德莱、洪达、三鑫医疗等知名企业均为公司客户。

## 2 医药装备行业：智能化生产仍在发展初期

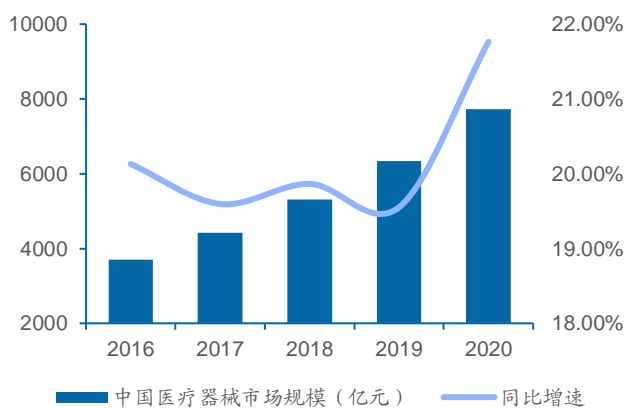
### 2.1 我国医用耗材对智能化生产设备的需求不断提高

受人口基数不断扩大、人口老龄化日渐加剧等因素驱动，我国医用耗材市场规模持续增长，带动对新产线新产能的支出增加。

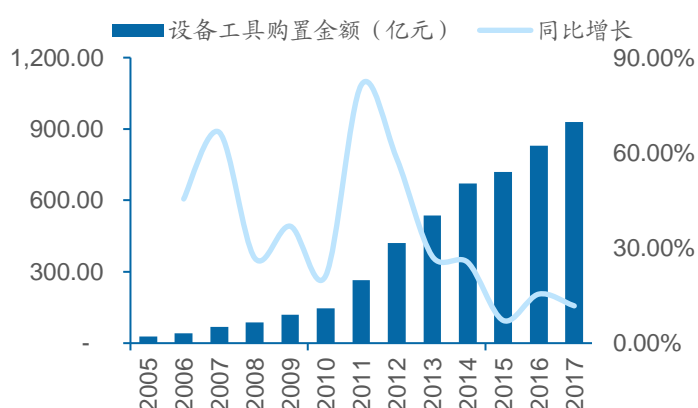
根据《中国医疗器械蓝皮书（2021 版）》，中国医疗器械行业市场规模已成为全世界第二大器械市场，2020 年中国医疗器械产业规模达 7,721 亿元，同比增长 21.76%，预计 2022 年我国医疗器械行业市场规模将超 9,000 亿元，近年仍保持着 20% 左右增速。其中，医疗器械细分市场规模最大的是医疗设备市场，市场规模约为 4,556 亿元，占比为 59.01%；其次为高值医用耗材，市场规模为 1,305 亿元，占比 16.90%；再次为低值医用耗材，市场规模为 970 亿元，占比 12.56%；最后为体外诊断（IVD），市场规模为 890 亿元，占比 11.53%。

医用耗材庞大的市场规模及高增长需求对刺激企业增加对新产能的投入。若只考虑高值耗材和低值耗材，医用耗材市场规模合计约 2,200 亿元。2005-2017 年，我国医疗器械（包括医疗仪器设备、诊断监护设备、口腔、介入植入等器械制造）制造业设备购置金额持续上升，2017 年达到了 928 亿元，而同期的医疗器械规模约为 4,425 亿，若以相同的增速预计，2020 年预计达到了 1,619 亿元。

图表 14 我国医疗器械市场规模



图表 15 我国医疗器械制造业设备购置金额 (亿元)



资料来源：中国医疗器械蓝皮书（2021 版），华安证券研究所

资料来源：WIND，统计局，华安证券研究所

**预灌封注射器等药械装置需求旺盛，促进相关医用耗材使用量增加。**

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，以给药准确、药液利用率高、安全便捷等优势，在欧美国家获得广泛认可和应用，在生物药注射、

医美用品注射、疫苗注射等领域有着广泛用途。以生物药为例，预灌封注射器药物使用率高，如 2019 年医保谈判准入的阿达木单抗注射液、雷珠单抗注射液、利拉鲁肽注射液等药品均有预灌封包装。根据药智网数据，在 2020 上半年中标的注射剂药物品种中，至少有 10 种药物、19 种规格为预灌封注射器包装。2018 年自国产 PD-1 产品获批上市起，国内生物药的研发热情高涨，在研管线数量大幅扩增，参考弗若斯特沙里文的数据，2018 年中国生物药市场规模达到 2622 亿元，预计 2025 年市场规模将达到 8332 亿元，年均复合增长率将达 18%，这必将带动终端对预灌封注射器的需求增加，进而带动对预灌封注射器生产设备需求的增加。

胰岛素笔是一种方便糖尿病患者胰岛素注射的装置。胰岛素笔的笔芯可更精确剂量、免去繁琐的胰岛素抽取过程、携带方便、还能够减轻患者注射疼痛、成本相对胰岛素泵较低，因此备受患者青睐，近几年行业发展速度较快。我国糖尿病患者数目庞大，且人数还呈现快速增长的趋势，因此带动胰岛素笔市场需求相应增长，预计到 2020 年底，我国使用胰岛素笔治疗的患者人数约有千万人，但从生产方面来看，全球胰岛素笔市场主要被 3 家外企占据，诺和诺德公司是全球最大的胰岛素笔生产企业，当前市场占比高达 60% 以上，年均生产和销售约 7.8 亿支胰岛素笔。未来，一方面，随着国内医保政策的进一步完善，胰岛素集采后可及性进一步提高，胰岛素笔的市场将进一步扩大，另一方面，国产胰岛素企业发力胰岛素笔生产，逐渐实现国产替代，这些都促进胰岛素笔智能装备行业发展。

#### **监管趋严，促进下游医疗器械企业提升质量控制要求，车间智能改造升级。**

医用耗材的生产需要较高等级的净化车间，需要将一定空间范围内的微粒子、细菌等控制在一定范围内，并将室内的温度、洁净度、室内压力、气流速度与气流分布、噪音振动及照明、静电控制在某一需求范围内，以保证产品可以稳定良好的环境下生产和制造。在大量的人工组装环境下，容易带来异物引入和细菌污染的风险，引起交叉污染，降低产品质量，且其生产过程难以控制，不同批次的产品质量不稳定。

《“健康中国”2030 规划纲要》中明确提出：“健全质量标准体系，提升质量控制技术，实施绿色和智能改造升级，到 2030 年，药品、医疗器械质量标准全面与国际接轨。”2021 年 6 月 1 日起实施的新的《医疗器械监督管理条例》中按照“四个最严”的要求加大了对涉医疗器械违法行为的处罚力度。一是对涉及质量安全的违法行为提高处罚力度，最高可以处货值金额 30 倍的罚款；二是加大行业和市场禁入处罚力度，视违法情节对违法者处以吊销许可证件、一定期限内禁止从事相关活动、不受理相关许可申请等处罚；三是增加“处罚到人”措施，对严重违法单位的相关责任人员处以没收收入、罚款、5 年直至终身禁止从事相关活动等处罚。在条例的高压态势下，我国医疗器械行业将进入洗牌期，部分不合规中小企业将被清退出局，耗材生产企业为提升产品质量控制，也需要对原有设备做升级。

#### **下游医疗器械企业加强创新、加快技改，加大医用耗材智能装备投入，有利于降低生产成本。**

2018 年医保局成立以来，在药品领域和部分高值耗材领域施行了带量采购政策，激烈的竞争下，药品或耗材价格大幅下降，以冠脉支架为例，集采前均价在一万的价格，集采中标价平均水平约 700 元，中标价早已击穿原来企业的出厂价。集采的常态化下，企业低生产成本成为申报价格的重要优势，只有这样，企业可以在报较低的价格，在竞争中中标，扩大市场份额。这一背景下，自动化生产成为降低生产成

本的重要抓手，相关械企应加快数字化、智能化生产来提高产品质量、降低生产成本，不断提高企业核心竞争力。

受益于以上因素，迈得的智能设备销量也逐年增长，尤其是连线机类，公司产品销量从 2016 年的 79 台，增加到 2020 年的 170 台，尽管 2020 年疫情下催生对口罩机的需求远高于公司其他主营业务。公司产品以定制化生产为主，不同客户购买的设备的复杂度、生产要求、销售条件等存在差异，因此公司产品的单价存在一定的波动，整体销量也会受到部分大客户的订单结算节奏、验收速度影响，在某些年内有些波动，但整体上公司销量呈现增长趋势。

图表 16 迈得公司产品销量情况 (台)

	2016	2017	2018	2019	2020
单机安全输注	34	48	35	42	24
单机血液净化	2	1	0	2	4
连线机安全输注	37	60	92	63	36
连线机血液净化	6	10	15	9	8
其他类-口罩机					98
总销量 (台)	79	119	142	116	170

资料来源: wind, 公司招股说明书, 华安证券研究所

## 2.2 政策鼓励智能装备制造发展，国产设备企业紧追直上

**政策鼓励。**无论是智能制造行业还是医用耗材行业，行业主管部门、监管体制、主要法律法规及政策都支持我国医疗器械行业的技术升级和技术改造。一方面国家大力推进包括医疗器械在内的各行业制造过程的智能化、自动化，以提升我国制造业的创新能力和基础能力；另一方面，医疗控费成为国家一项长期政策，促使医用耗材生产企业通过自动化生产以不断提高生产效率，持续降低生产成本。优秀企业更加注重扩大生产规模、提升生产效率、保证产品质量，更愿意改善生产流程、生产工艺，加大生产线升级换代的投入。

《中国制造 2025》将高性能医疗器械作为重点发展领域之一，指出要推进信息化与工业化深度融合，着力发展智能装备和智能产品，推进生产过程智能化。2016 年国家发布的《医药工业发展规划指南》提出要改变多数医疗器械以人工组装、人工测试为主的行业状况。

图表 17 重要的政策文件

时间	部门	文件名称
2015 年 5 月	国务院	《中国制造 2025》
2016 年 10 月	工信部、发改委、科技部、商务部、卫计委、食药总局	《医药工业发展规划指南》
2016 年 12 月	工信部、财政部	《智能制造发展规划 (2016-2020 年)》
2017 年 5 月	科技部	《“十三五”医疗器械科技创新专项规划》

资料来源: wind, 公司招股说明书, 华安证券研究所

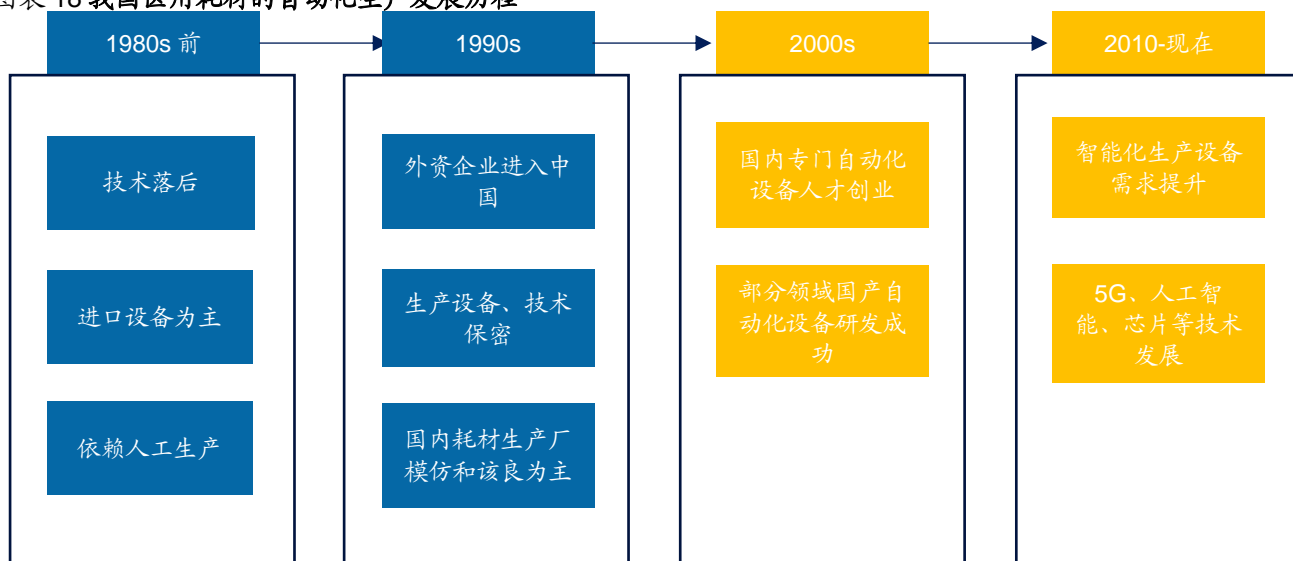
**优秀国产企业紧追直上。**在早期发展阶段，我国医用耗材生产工艺相对较为落

后，生产方式依赖于人工生产。到 20 世纪 80 年代末，我国少数医用耗材生产企业开始从国外进口机械生产设备。20 世纪 90 年代，国外医用耗材生产企业开始进入中国，外资企业如哈娜好(日本公司)、碧迪(美国公司)开始在国内建设生产基地，但相关的生产设备仍由国外进口，并且对生产设备和技术进行了严格的保密。在这个阶段，国内专业从事医用耗材自动化设备的研发生产企业较少，研究医用耗材生产设备的主要是国内耗材生产企业的生产部门或设备部门，他们根据进口设备的性能和特点进行模仿以及优化改良。

21 世纪初，国内一些从医用耗材生产企业离职的技术人员开始发掘自动化生产设备的行业机会，市场上开始出现专业从事医用耗材自动化设备的研发生产企业。由于输液器、注射器等输注类医用耗材引进国内时间最早、行业发展时间最长、需求量较大，因此早期医用耗材自动化设备的研发以输注类医用耗材为主要方向。在 2009 年前后，我国少数医用耗材专业设备生产企业已经成功研发、生产出满足局部自动化生产医用耗材的设备，而且价格远低于同类进口设备。

2010 年之后，随着人民生活水平的提升和对医疗健康关注度的提高，我国医用耗材的质量要求随之提高，政府对医用耗材生产过程的监管也日益趋严；同时在人口红利逐渐消退、医用耗材用量逐渐增大的情况下，国内医用耗材生产企业开始面临“招工难”的困境。在此背景下，国内医用耗材生产企业对智能化生产设备的需求不断提高，这一方面为智能装备生产企业提供了发展的市场基础，另一方面也促使医用耗材生产企业主动与设备生产企业进行技术交流，推动医用耗材智能装备有针对性的技术研发和智能化升级，促进了医用耗材智能装备行业的稳定持续发展。

图表 18 我国医用耗材的自动化生产发展历程



资料来源: wind, 公司招股说明书, 华安证券研究所

### 2.3 我国医用耗材智能化生产仍处于发展初期，前景可期

**自动化生产渗透率仍较低。**一般来说，不同的医用耗材的生产流程涉及不同的生产、加工、检验、测试和包装步骤，最后入库。这其中每个环节涉及的具体工序和零部件也较多。目前我国医用耗材制造企业还是以人工生产为主，部分工序实现自动化生产，下游智能化生产还处于起步阶段，整条全自动化生产线应用较少。

随着我国医用耗材产品质量要求的提高和劳动力成本的上升，医用耗材智能装备的优势得以显现，国内医用耗材的生产方式逐步发生了转变，自动化生产正逐步替代人工生产成为未来的发展趋势。下游的一些中、大型企业率先进行自动化改造，并逐步倒逼中小企业跟随。

**当下景气持续，下游客户订单饱满。**参考制药装备行业部分龙头公司 2020 年以来的收入、订单增长情况，尤其是新冠疫苗扩产线、生物创新药（类似药）公司扩产能、CDMO 公司扩产能等因素驱动，东富龙、楚天科技等制造设备公司收获了较多的订单，制药装备行业景气度持续。

楚天科技 2021 年上半年业务增长突出，无菌制剂和检测包装设备分别实现收入 6.2 亿元和 8.3 亿元，同比增长 51.64% 和 135.42%，生物工程解决方案及单机上半年实现收入 1.56 亿元、同比增长 255.41%。截至 2021 年 6 月 30 日，楚天科技在手订单约 56 亿、新增订单超过 40 亿元，订单增长明显。东富龙 2021 年上半年实现归母净利润 3.40 亿元，同比增长 97.74%，单 Q2 实现净利润 2.61 亿元，同比增长 85%，环比增长 116%。截至 2021 年 6 月 30 日东富龙的合同负债金额 27.76 亿元，同比增长 38%，环比增长 18.78%，显示在手订单充沛。

长远来看，无论是下游医用耗材使用量大增，企业需要扩产能，还是企业为提升生产效率、控制生产质量，行业驱动力均指向对智能化设备的需求增加。

## 2.4 输注类+血液净化类智能装备市场容量年均超 30 亿元

**智能装备市场根据不同终端产品种类，市场空间不同。**输注穿刺耗材作为临床使用最为广泛的一次性医用耗材，市场需求持续，2018 年市场安全输注类智能装备实际市场销售规模估计在 6-10 亿元。考虑存量市场自动化率的提升、新增市场扩产能对应的智能装备的需求以及旧设备的更新换代需求，预计未来 10 年每年年均市场增量在 18.50-28.50 亿元。

图表 19 我国安全输注类市场空间测算

存量市场自动化率提升带来的装备需求	
2017 年输注穿刺器械行业市场需求规模	395.6 亿元
行业目标自动化装备投入产出比	3.45
潜在设备需求规模	115 亿元
目前自动化设备存量规模	20-40 亿元
潜在新增设备需求	75-95 亿元
预计年均市场增量（以 10 年测算）	7.5-9.5 亿元
潜在每年增长设备需求	
2017 年输注穿刺器械行业市场需求规模	395.6 亿元
2021 年输注穿刺器械行业市场需求规模	544.8 亿元
新增耗材需求规模	149.2 亿元
目标自动化装备投入产出比	3.45 亿元
新增设备需求规模	43.25 亿元
年均设备市场需求	8-14 亿元
其他原因导致的设备更新需求	
存量更新市场需求（5-10 年的设备更新周期）	3-5 亿元
<b>合计年均市场规模</b>	<b>18.50-28.50 亿元</b>

资料来源: wind, 公司招股说明书, 华安证券研究所

注: 行业目标自动化装备投入产出比参考三鑫医疗、康德莱、维力医疗三家上市公司 2016-2018 年的固定资产投入产出比

血液透析类设备市场, 据 Eshare 医械汇测算, 2020 年我国血液净化类高值医用耗材市场规模约为 97 亿元, 同比增长 19.75%。我国血液净化类高值医用耗材市场规模从 2016 年的 45 亿元增长到 2020 年的 97 亿元, 血液透析市场快速增长, 进一步促进公司透析器生产线、透析管路生产线及中空纤维膜自动纺丝线等智能装备的发展。

我国 2016 年我国透析治疗人数为 44.7 万人, 2017 年透析治疗人数较 2016 年增加了约 7.3 万人, 2017 年我国新增透析器需求为 1,138.80 万支 (按一个病人一周做三次透析来算), 其中国产透析器需求为 341.64 万支 (国产占比约 30%)。随着国内一批优秀的医用耗材厂商逐步介入或加大对血液净化类耗材的投入, 如山东威高、江西洪达、三鑫医疗、广州贝恩等, 未来国产替代的速度将进一步加快。假设我国透析器的国产率由目前的 30% 提高到 2030 年的 70%, 以当前的销售价格测算, 2017 年至 2030 年我国相应的透析器组装设备和透析器的核心材料透析膜 (中空纤维/纺丝) 生产设备市场增量需求分别约为 21-46 亿元, 再考虑到部分其他原因的更新需求, 预计未来 5-10 年血液净化类智能装备的市场容量年均在 5-10 亿元左右 (2017 年国产血液净化类设备市场规模约 1 亿元)。

图表 20 我国血液净化类市场空间测算

国产透析器对应的透析设备市场规模	
2016 年透析器行业市场需求规模	6973 万支
2016 年国产透析器行业市场需求规模	2092 万支
2030 年透析器市场需求规模	23400-46800 万支
2030 年国产透析器市场需求规模	16380-32760 万支
2017-2030 年新增国产透析器需求规模	14288-30668 万支
平均每条产线产量	200 万支
平均每条产线价值	3000 万元
新增设备需求规模	21-46 亿元
相应的纺丝生产设备市场规模	
2017-2030 年新增国产透析器需求规模	14288-30668 万支
平均每条纺丝线年供应透析器量	400 万支
平均每条产线价值	6000 万元
新增纺丝设备需求规模	21-46 亿元
其他原因导致的设备更新需求	
存量更新市场需求 (5-10 年的设备更新周期)	3-5 亿元
合计市场规模	45-97 亿元
<b>未来 5-10 年年均市场规模</b>	<b>5-10 亿</b>

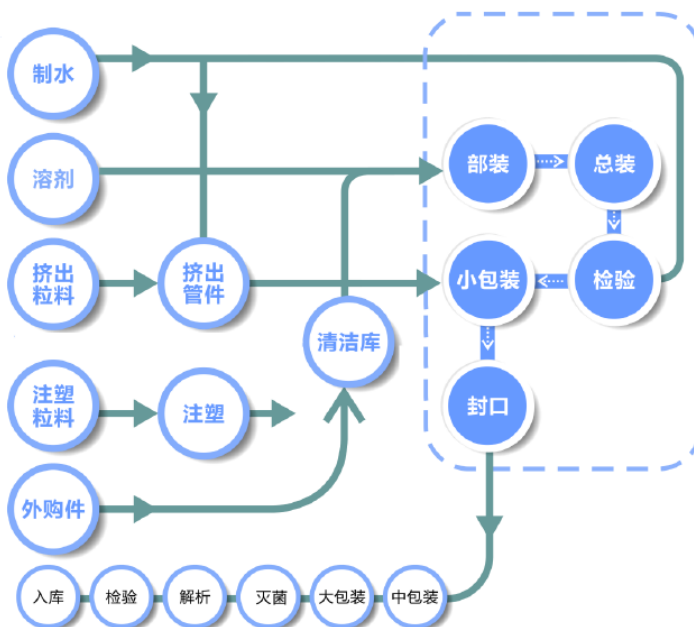
资料来源: wind, 公司招股说明书, 华安证券研究所

### 3 公司突破进口垄断, 国产替代优势大

### 3.1 公司智能设备性能优异，性价比高

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，涉及到的装配环节主要包括部装、总装、检验、包装等环节。

图表 21 公司产品主要用途（主要是虚线框内部分）



资料来源：wind，公司招股说明书，华安证券研究所

公司的安全输注类设备主要用于 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、包装等环节及帮助客户解决生产工艺难题。该类耗材由于柔软、形状和结构复杂、材质多样等特点，长期以来以人工组装、人工检测为主。公司的智能装备实现了自动化组装，系统提升了耗材的稳定性和可靠性，解决了我国高端装备依赖进口的问题。2018 年，公司安全输注类设备市场占率约 15%-26%。

血液净化类设备主要用于血液透析器、透析管路的组装、检测、包装及中空纤维膜纺丝线制丝等环节。公司的血液净化类设备攻克了透析器全自动封装组装技术难题，打破进口垄断，实现装备的国产化制造。2017 年，公司国产血液净化类设备市场占率约 33.78%。

设备的整体效能一般与设备的生产速度（技术指标包括“每小时最高产量”）、运行稳定性（技术指标包括“时间稼动率”）、产品合格率（技术指标包括“合格率”）等指标相关。公司安全输注类产品和血液净化类产品性能均与国外同类产品相当，并领先于国内其他生产厂家。



图表 22 公司智能设备类产品性能对比

产品种类	公司	单位时间合格品产量	效率(每小时最高产量)	合格品率	时间稼动率
输液器	迈得医疗	3969	4500	98%	90%
	国外厂商较高水平	3175	3600	98%	90%
	国内其他厂商较高水平	3571	4800	93%	80%
留置针	迈得医疗	2052	2400	95%	90%
	国外厂商较高水平	3078	3600	95%	90%
	国内其他厂商较高水平	576	800	90%	80%
备注透析器	迈得医疗	356.4	400	99%	90%
	国外厂商较高水平	356.4	400	99%	90%
	国内其他厂商较高水平	国内大部分厂商提供的是半自动化生产设备,设备的整体效能低,难以取得其可靠数据			

资料来源: wind, 公司招股说明书, 华安证券研究所

公司在国内深耕十多年,对国内耗材的生产工艺和产业基础具有深刻的理解和认识,也因此能为客户提供更为贴身和全面的服务,如工艺改进等。定制研发方面,公司也为三鑫医疗(SZ.300453)研制了第一台国产留置针全自动组装机和第一台国产透析器自动生产线、为泰尔茂研制了第一台 SP 导液导管(Y型)接头自动组装机和第一台国产化女用导尿管组装机等。

公司销售产品属于个性化定制产品,没有公开的市场价格可比。通常而言,公司的产品价格会定在欧美厂商同类产品价格的 1/3-2/3,且售后服务方面的成本更低。与国内厂商相比,在一些其他厂商尚未产业化生产、技术要求较高的设备上,如血液透析器自动组装机、胰岛素针自动组装机等,公司具有较高的自主定价权,在一些具有竞争关系的设备上,公司的定价一般约为国产同类产品的 1.5-2 倍。

### 3.2 公司技术研发实力强,不断拓展新品类

经过十几年的积累,公司技术研发积累充分,在技术储备和新产品的研发等方面积累了大量经验与丰富成果。公司建有浙江省迈得医疗智造重点企业研究院、浙江省企业技术中心,同时,公司与国家高等院校建立了长期的产学研合作,提高公司的研发能力。公司多项产品攻克了卡脖子的技术难题,获评国内首台套,实现了进口替代,填补了国内空白。

公司除了不断提升安全输注类和血液净化类智能装备技术外,也在积极探索骨科类、药械组合类、预充式注射器、预灌封注射器、胰岛素笔等医用耗材其他细分领域智能装备和智能工厂有关的智能化控制系统,如“预充式注射器清洗和烘干的流道研究”、“胰岛素注射笔的组装工艺”、“WE-PAAS 工业互联网平台”项目等。

2021 年上半年,公司研发针对 COP 预灌封或安全自毁式注射器、预充式冲管注射器的自动化生产线,把智能设备产品终端领域扩展到生物制药领域、医美注射、眼科领域。研发的预灌封注射器自动生产线,已出样机,鼻腔给药雾化装置设备,公司研发出有自动码垛功能的装置,提高设备自动化程度,降低人工成本,并消除人工码垛带来的污染问题。公司也通过对包装技术研究,新开发出折盒包装和吸塑封装两种自动化包装技术,更进一步的满足不同客户对包装方式的需求。

公司在研的项目有 27 项,围绕自动化率提升,同时功能不只停留在装配环节,也扩大到检测、喷码等功能,我们认为公司技术研发实力深厚,且不同领域的技术

要点能够实现横向迁移，能够不断研发新的智能设备，扩大智能设备的终端应用领域，提高下游企业生产效率。

**图表 23 公司在研项目情况**

序号	项目名称	进展或阶段性成果	具体应用前景
1	圆柱凸轮直线传送机构设计软件及原理试验样机的研发设计	开发阶段	用于自动化组装机托盘的高速高精度间歇输送
2	辊材质、热处理工艺及表面处理的研究	试制阶段	血液净化、药液处理膜市场
3	中空纤维膜在线缓冲装置研制	试制阶段	血液净化、药液处理膜市场
4	血液灌流器树脂无损灌装研发	试制阶段	血液灌流器成套设备市场
5	多种试剂混合定量封装技术的研发	试制阶段	试剂盒智能装配市场
6	医用高分子材料激光加工可行性研究	试制阶段	安全输注类留置针智能装备市场
7	透析器产品烘干工艺用气预加热工艺的研究	试制阶段	血液净化透析器成套设备市场
8	机器视觉实验室的设计及建立	试制阶段	各类医用耗材视觉检测市场
9	凸轮轴输送系统的研究	开发阶段	机械传动输送机构
10	超声波焊接在医疗设备领域的应用开发	试制阶段	用于医疗设备上物料焊接，填补公司超声波焊接技术空白
11	留置软针成型的研究	试制阶段	安全输注类留置针智能装备市场
12	安全输注类设备全新支撑结构设计及稳定性测试	试制阶段	安全输注类留置针智能装备市场
13	成品组件包装生产工艺的研究	试制阶段	医疗器械成品组件包装市场
14	胰岛素注射笔的组装机工艺	试制阶段	安全输注类胰岛素注射笔智能装备市场
15	预充式注射器清洗和烘干的流道研究	试制阶段	安全输注类预充式注射器、预灌封注射器智能装备市场
16	用于疫苗的注射针安全保护装置的模块化设计	试制阶段	疫苗注射器智能装备市场
17	折盒包装成型工艺研发	试制阶段	自动化组装机
18	透析器纤维膜切胶端面工艺改进及自动化检测	试制阶段	血液净化、药液处理膜市场
19	一拖八尖端熔头技术的研发	试制阶段	用于尿管等智能装备市场
20	多功能喷码技术的研发与运用	试制阶段	用于各类医用耗材市场，填补公司喷码技术空白
21	软管卷绕吸塑封装工艺的研发	试制阶段	医用耗材包装市场
22	活检针内外针及护套组装工艺的研究	试制阶段	医用耗材自动化组装机
23	预充式注射器成品视觉检测技术开发	试制阶段	安全输注类预充式注射器、预灌封注射器智能装备市场
24	板链输送平台的研发	开发阶段	自动化组装机
25	胰岛素笔自动组装机工艺的研发	开发阶段	安全输注类胰岛素笔智能装备市场
26	高产能预灌封注射器清洗包装线的研发	开发阶段	预灌封注射器智能装备市场
27	标准动作凸轮模块的研发	开发阶段	自动化组装机

资料来源：wind，公司 2021 年中报，华安证券研究所

除了硬件设备，公司也地开发智能化控制软件以支持智慧工厂生产。公司已经开发医用透析器自动组装机装配系统控制软件 V1.0、安全式注射针装配系统控制软件 V1.0、医用中空纤维纺丝线控制软件 V1.0。公司子公司慧科智能进一步深入优化 GMP 数据管理平台的系统模块（文档管理、生产流程管理、数据模板管理、报表中心管理等），该平台具有数据采集、质量关系、工艺过程控制、产品全寿命追踪、制造资源分配、状态实时报告等功能，助力下游医用耗材生产企业数字化转型，为打造“智能工厂”夯实基础。

### 3.3 公司探索由非标向“模块化”转变，降本提效

和国外同类设备相比，公司的产品还存在体积大等问题，为了适应更为先进的技术发展方向、提高生产效率及设备性能，缩小产品体积，降低产品能耗，公司对现有的生产流程、生产工艺、生产技术进行全方位的优化改造，借鉴引入了国际先进的“模块化”生产理念，从整体非标设计、生产向标准组装机转变，打造更为符合自身

### 发展要求的生产技术平台。

2018年5月,德国迈得与德国一家专门为客户提供研发设计服务的业内知名公司签署协议,约定由其负责为德国迈得研发、设计并演示装配平台的设计概念,为公司向“模块化”生产方式转变提供顶层的设计支持。该协议所涉及的装配平台是一种基于“模块化”理念设计的“标准组装平台”。该平台能够兼容和应用大量国际先进的自动化生产技术,大幅提升公司产品技术水平和质量稳定性;同时,该平台还能够在设计时尽可能地直接调用、重复使用基础模块,在生产制造时实现较高水平的标准模块提前备货,从而加快产品设计、生产的速度,缩短交货周期,提升产品质量。

上述协议已于2018年6月执行完成,德国公司已把相关设计成果交付给德国迈得,并按约定提供了演示和咨询服务,德国迈得支付了相关设计费用83,500欧元。目前双方正在商谈下一阶段的合作,以期进一步完善设计方案并尽快落实于生产,全面提高公司的产品设计及生产技术水平。

## 4 公司盈利预测与估值

### 4.1 公司业绩拆分与估值对比

从在销产品种类来看,主要分为:(1)单线机(主要是安全输注类产品),(2)连线机(其中80%约是安全输注类设备,剩下为血液净化类设备)。目前收入核心来自安全输注类的连线机类设备,预计未来随着预灌封注射器智能装备、胰岛素注射器自动组装机、输液器自动组装机等业绩释放,公司业绩保持快速增长。

#### 收入预测:

(1)公司的设备主要是大订单驱动,安全输注类产品线一直是公司的核心设备,受新冠疫情需求影响,且2021年低基数影响,叠加部分注射器的组装需求,我们预计2021-2023年安全输注类-单机增速分别为200%\20%\20%,安全输注类-连线机增速分别在15%\10%\10%;

(2)公司血液净化类设备,下游客户稳定,客户资本支出扩大而设备需求提升,我们预计2021-2023年血液净化类-连线机增速分别在20%\90%\25%。

(3)2020年公司口罩机和熔喷挤出机放量较多,2021年基本没有,因此较2020年可能会下滑较多,2022-2023其他设备里用于留置针、IVD、呼吸类设备的组装设备订单预计会不断落地,我们预计2021-2023年增速分别在-41%\25%\25%。

综上,未来3年,公司业绩增长点仍在安全输注类智能设备的持续放量,我们预计公司2021-2023年收入端有望分别实现3.15亿元、3.97亿元和4.75亿元,同比增长分别约19.62%、26.31%和19.56%,2021-2023年公司净利润有望分别实现0.60亿元、0.83亿元和1.05亿元,同比增长分别约19.2%、20.8%和22.1%。

图表 24 收入预测

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总收入	2.15	2.10	2.63	3.15	3.97	4.75
yoy	24%	-2%	25.24%	19.62%	26.31%	19.56%
毛利率	48.63%	48.53%	53.01%	50.33%	52.28%	52.98%
安全输注类单机	0.26	0.47	0.41	1.24	1.49	1.78
yoy	-38%	81%	-13%	200%	20%	20%
毛利率	35.13%	45.47%	40.72%	45%	48%	48%
安全输注类连线机	1.31	1.20	0.72	0.83	0.91	1.00
yoy	47%	-8%	-40%	15%	10%	10%
毛利率	46.17%	49.27%	46.26%	49%	50%	52%
血液净化类单机	-	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
yoy	-100%			0%	0%	0%
血液净化类连线机	0.47	0.24	0.30	0.36	0.68	0.85
yoy	39%	-49%	25%	20%	90%	25%
毛利率	62.56%	48.58%	43.49%	48%	49%	51%
其他类设备	0.11	0.17	1.18	0.7	0.88	1.09
yoy	56%	55%	594%	-41%	25%	25%
毛利率	49.85	49.86	64.29	64%	65%	65%

资料来源: wind, 公司招股说明书, 华安证券研究所

#### 可比公司估值

医疗行业专用设备制造类公司可比公司有楚天科技 (300358.SZ)、东富龙 (300171.SZ) 及新华医疗 (600587.SH)。可比公司, 2023 年对应的 PE 估值约 18 倍。

图表 25 可比公司估值情况

公司名称	代码	市值** (亿元人民币)	归母净利润 (亿元)				PE		
			20A	21E	22E	23E	21E	22E	23E
楚天科技	300358.SZ	121.16	2.01	5.33	6.43	7.66	22.73	18.84	15.82
东富龙	300171.SZ	283.00	4.63	7.95	9.72	12.08	35.60	29.12	23.43
新华医疗	600587.SH	101.35	2.34	5.16	6.1	7.4	19.64	16.61	13.70
平均水平							25.99	21.52	17.65
迈得医疗	688310.SH	23.78	0.59	0.63	0.86	1.1	37.75	27.66	21.62

资料来源: wind, 华安证券研究所

注: \*\*市场选取 2022 年 3 月 14 日收盘市值水平

## 4.2 投资建议: 公司持续受益医用耗材生产自动化率提升, 首次覆盖, “买入”评级

公司所在的医用耗材领域智能化生产还处于起步阶段, 正逐步由人工过渡到单机设备、连线机设备。随着制造业转型升级进程的加快, 未来下游客户将逐步从单机、连线机转向全自动生产线, 最终实现智能工厂生产。

公司国产医用耗材装配自动化设备龙头企业, 研发能力突出, 不断拓展智能装备的下游应用, 安全输注类智能设备由普通常用的输液类设备拓展到胰岛素注射、疫苗注射、医美注射耗材等领域, 正逐渐由一家设备提供商, 向“整体解决方案的供应商”过渡。

预计公司 2021-2023 年收入端有望分别实现 3.15 亿元、3.97 亿元和 4.75 亿元, 同比增长分别约 19.62%、26.31%和 19.56%, 2021-2023 年公司净利润有望分

别实现 0.60 亿元、0.83 亿元和 1.05 亿元,同比增长分别约 19.2%、20.8%和 22.1%。我们认为公司研发实力突出,享下游自动化率提升红利,建议重点关注迈得医疗 (688310.SH,首次覆盖,买入评级)。

## 风险提示:

**在研设备推进不及预期:** 公司设备研发需要满足客户需求,攻克一定的技术壁垒,整个周期可能会和预期不一致,导致公司产品推出不及预期。

**竞争加剧,订单丢失风险:** 公司以订单驱动,现阶段对部分客户的大订单依赖高,若行业竞争加剧,关键订单丢失,公司的业绩也会出现较大波动。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	665	691	747	819	<b>营业收入</b>	263	315	397	475
现金	425	390	367	378	营业成本	124	156	189	223
应收账款	98	125	165	187	营业税金及附加	2	3	3	4
其他应收款	4	4	6	7	销售费用	15	16	20	24
预付账款	4	5	5	7	管理费用	34	37	47	52
存货	102	115	145	173	财务费用	-13	0	0	0
其他流动资产	32	53	60	68	资产减值损失	-10	-1	-1	-1
<b>非流动资产</b>	151	209	253	304	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	43	67	71	77	<b>营业利润</b>	68	71	97	123
无形资产	42	56	70	79	营业外收入	2	0	0	0
其他非流动资产	65	85	112	147	营业外支出	1	0	0	0
<b>资产总计</b>	816	900	1000	1123	<b>利润总额</b>	69	71	97	123
<b>流动负债</b>	68	92	109	128	所得税	10	11	15	18
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	58	60	83	105
应付账款	22	31	38	43	少数股东损益	-1	0	0	0
其他流动负债	47	60	72	85	<b>归属母公司净利润</b>	59	60	83	105
<b>非流动负债</b>	12	12	12	12	EBITDA	77	79	106	133
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.71	0.72	0.99	1.25
其他非流动负债	12	12	12	12					
<b>负债合计</b>	80	104	121	139					
少数股东权益	-1	-1	-1	-1					
股本	84	84	84	84					
资本公积	487	487	487	487					
留存收益	166	226	309	414					
归属母公司股东权	737	797	880	985					
<b>负债和股东权益</b>	816	900	1000	1123					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	70	31	29	72	<b>成长能力</b>				
净利润	59	60	83	105	营业收入	25.6%	19.7%	26.0%	19.6%
折旧摊销	7	8	8	9	营业利润	34.1%	4.0%	36.8%	26.9%
财务费用	0	0	0	0	归属于母公司净利	26.4%	2.2%	36.8%	26.9%
投资损失	0	0	0	0	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	-10	-38	-62	-43	毛利率 (%)	53.0%	50.3%	52.3%	53.0%
其他经营现金流	83	99	145	149	净利率 (%)	22.4%	19.2%	20.8%	22.1%
<b>投资活动现金流</b>	302	-66	-53	-61	ROE (%)	8.0%	7.6%	9.4%	10.6%
资本支出	-66	-66	-53	-61	ROIC (%)	8.1%	7.6%	9.5%	10.7%
长期投资	368	0	0	0	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	0	0	0	0	资产负债率 (%)	9.8%	11.5%	12.1%	12.4%
<b>筹资活动现金流</b>	-58	0	0	0	净负债比率 (%)	10.9%	13.0%	13.8%	14.2%
短期借款	-26	0	0	0	流动比率	9.71	7.53	6.82	6.42
长期借款	0	0	0	0	速动比率	8.04	6.19	5.40	4.95
普通股增加	0	0	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.32	0.35	0.40	0.42
其他筹资现金流	-32	0	0	0	应收账款周转率	2.69	2.52	2.40	2.53
<b>现金净增加额</b>	314	-35	-24	11	应付账款周转率	5.65	4.99	5.04	5.21
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	0.71	0.72	0.99	1.25
					每股经营现金流	0.84	0.37	0.35	0.86
					每股净资产	8.82	9.54	10.53	11.78
					<b>估值比率</b>				
					P/E	41.38	40.77	29.80	23.49
					P/B	3.33	3.09	2.80	2.50
					EV/EBITDA	26.26	26.11	19.78	15.65

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师:** 谭国超, 医药行业首席分析师, 医药行业全覆盖。中山大学本科、香港中文大学硕士, 曾任职于强生医疗(上海)医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所。

**联系人:** 李婵, 研究助理, 主要负责医疗器械和 IVD 行业研究

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 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, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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, 未经华安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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上;

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。