

# 全场景医疗物资智能化管理专家，正扬帆起 航

## 买入|首次推荐

### ——艾隆科技(688329.SH)首次覆盖报告

当前价：44.99元

#### 报告要点：

#### ● 全场景医疗物资智能化管理专家，正快速成长

艾隆科技是国内先进的医疗物资管理供应商，产品主要应用于药品、耗材及其他医疗物资的智能管理，为医疗服务机构提供高效、安全、全面、智能的医疗物资存储、分发、管理及传输服务。公司市场占有率国内领先，规模快速增长：2018年公司门诊药房自动化领域的市场占有率达28.5%。2017-2021年公司营业收入从1.96亿增长至3.89亿，期间CAGR为18.71%，2022年上半年收入1.66亿，同比增长27.23%；2017-2021年公司扣非归母净利润从3477.10万增长至8891.33万，期间CAGR为26.46%，2022年上半年扣非归母净利润为2595.80万，同比增长62.32%。

#### ● 渗透率提升叠加新基建，医疗机构物资管理自动化空间大

我国药品自动化管理的市场渗透率仍然较低，门诊药房自动化设备经过近年的发展渗透率达到20%，但是提升空间仍然巨大，而静配中心的自动化进程才刚刚开始。国家政策的大力扶持与医疗服务需求的提升都将驱动医疗机构智能化渗透率不断上升。2021年医疗新基建新签合同金额较2020年相比提升77.3%，2013至2021年间，年CAGR为29.0%，医疗新基建的落地进一步加速了医疗机构自动化服务需求的增长。

#### ● 在手订单高速增长，客户覆盖范围快速提升，品牌实力凸显

从在手订单上看，公司在手订单从2018年末的1.14亿增长至2021年末的2.75亿，且期间增速不断加快，2021年在手订单同比增长52.55%；从合同负债上看，2022年上半年合同负债金额，同比2021年增长了近133%。从客户覆盖上看，公司覆盖医疗机构数量从2018年末的超500家快速增至2022上半年末的922家；其中覆盖三甲医院数量从2018年末的300家增至2022上半年的484家。

#### ● 投资建议与盈利预测

预计公司2022-2024年营业收入分别为5.36/6.99/9.04亿元，增速分别为37.73%/30.40%/29.33%；归母净利润为1.28/1.70/2.22亿元，增速分别为33.60%/33.40%/30.38%；EPS为1.65/2.21/2.88元/股，对应PE为27.20/20.39/15.64。首次覆盖，给予“买入”评级。

#### ● 风险提示

市场增长不及预期风险，行业竞争加剧风险，政策风险等

#### 附表：盈利预测

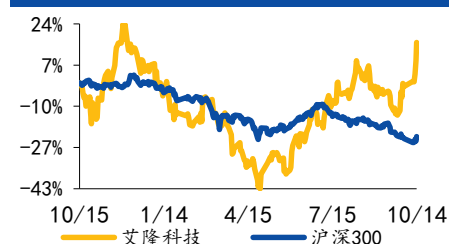
财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	309.98	389.32	536.20	699.21	904.29
收入同比(%)	6.37	25.60	37.73	30.40	29.33
归母净利润(百万元)	71.66	95.59	127.70	170.35	222.10
归母净利润同比(%)	33.80	33.40	33.60	33.40	30.38
ROE(%)	15.73	11.90	14.32	16.60	18.60
每股收益(元)	0.93	1.24	1.65	2.21	2.88
市盈率(P/E)	48.47	36.34	27.20	20.39	15.64

资料来源：Wind, 国元证券研究所

#### 基本数据

52周最高/最低价(元)：48.68 / 22.17  
 A股流通股(百万股)：44.70  
 A股总股本(百万股)：77.20  
 流通市值(百万元)：2010.99  
 总市值(百万元)：3473.23

#### 过去一年股价走势



资料来源：Wind

#### 相关研究报告

#### 报告作者

分析师 马云涛  
 执业证书编号 S0020522080001  
 电话 021-51097188  
 邮箱 mayuntao@gyzq.com.cn

联系人 朱仕平  
 电话 021-51097188  
 邮箱 zhushiping@gyzq.com.cn

## 目 录

1.快速成长的医疗物资智能管理专家.....	4
1.1 发药机起家的全场景智能化医疗物资管理专家，成长可期.....	4
1.2 公司发展再加速，规模效应渐显现.....	5
2.智能化医疗物资管理新趋势，叠加医疗新基建，行业前景可期.....	6
2.1 公司所处行业上游供应稳定，下游客户构成多元.....	7
2.2 优质医疗资源紧缺，医院新、改、扩建带动行业需求.....	8
2.3 政策与应用场景多元化共同驱动行业需求扩容.....	10
2.3.1 政策加速“智慧医院”建设，医改推动行业市场扩容.....	10
2.3.2 医药供应链服务企业的转型为行业提供发展机遇.....	10
2.3.3 多元化新兴应用场景市场空间广阔.....	10
2.4 行业集中度较高，公司市场占有率领先.....	11
2.5 智能医疗物质管理直面行业痛点.....	11
3.全场景智能医疗物资管理先行者，快速成长进行时.....	12
3.1 自动化药房：市场需求空间大，公司产品院内+院外多场景布局完善.....	12
3.1.1 国内门诊药房自动化渗透率提升空间大，公司产品力表现突出.....	12
3.1.2 静配中心市场空间巨大，渗透率有望快速提升.....	13
3.1.3 院外自动化药房作为院内向院外应用场景的延伸和补充.....	14
3.1.4 自动化药房板块正加速成长，盈利能力强.....	14
3.2 自动化病区+自动化物流：合力打造院内全场景医疗物资管理平台.....	15
3.3 订单增长与客户覆盖共振，公司产品力和产品力凸显.....	16
3.4 公司屡获殊荣显实力，研发成果不断重创新.....	17
4.盈利预测及投资建议.....	18
4.1 公司收入拆分.....	18
4.2 可比公司估值比较.....	19
5.风险提示.....	20

## 图表目录

图 1：公司发展历程.....	4
图 2：公司股权结构（截至 2022 年 6 月 30 日）.....	5
图 3：历年营业收入及增速（百万元，%）.....	5
图 4：历年扣非净利润及增速（百万元，%）.....	5
图 5：公司收入结构拆分（百万元）.....	6
图 6：公司收入结构拆分（%）.....	6
图 7：公司盈利能力（%）.....	6
图 8：公司费用率（%）.....	6
图 9：公司产品应用场景.....	7
图 10：公司所处行业上下游关系.....	7
图 11：医疗卫生机构诊疗人次及入院人数.....	8

图 12: 我国病床使用率 (%) .....	8
图 13: 中国医院和医疗机构数量 .....	9
图 14: 中国政府卫生支出 (亿元) .....	9
图 15: 医疗新基建新签合同金额及增速 (百万元, %) .....	9
图 16: 2018 年末我国门诊药房自动化市场竞争格局 (%) .....	11
图 17: 门诊药房自动化渗透率对比 (%) .....	13
图 18: 公司门/急诊自动化药房板块主要产品及运作模式 .....	13
图 19: 代表城市静配中心渗透率 (%) .....	14
图 20: 公司静配中心自动化药房主要产品及运作模式 .....	14
图 21: 公司院外智慧药房产品及运作模式 .....	14
图 22: 公司中药个性化智能制剂系统运作模式 .....	14
图 23: 自动化药房板块收入及增速 (百万元, %) .....	15
图 24: 自动化药房板块毛利率 (%) .....	15
图 25: 自动化药房板块收入拆分 (百万元) .....	15
图 26: 自动化药房板块收入拆分 (%) .....	15
图 27: 自动化物流板块收入及毛利率 (百万元, %) .....	16
图 28: 自动化病区板块收入及毛利率 (百万元, %) .....	16
图 29: 在手订单及增速 (亿元, %) .....	17
图 30: 覆盖客户数量增长趋势 (个) .....	17
图 31: 合同资产变化 (百万元) .....	17
图 32: 预收账款/合同负责变化 (百万元) .....	17
图 33: 研发投入及增速 (百万元, %) .....	18
图 34: 软件著作权及发明专利数量 (个) .....	18
表 1: 公司产品根据产品功能与应用领域分类 .....	12
表 2: 艾隆科技收入拆分 (百万元, %) .....	18
表 3: 可比公司估值对比 .....	20

## 1.快速成长的医疗物资智能管理专家

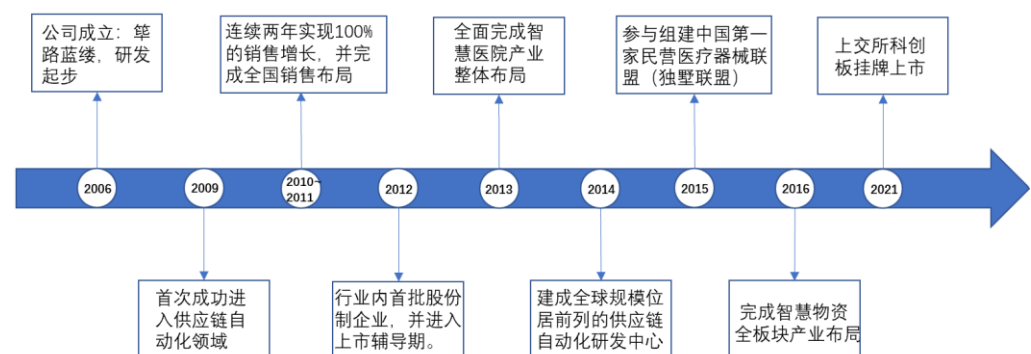
### 1.1 发药机起家的全场景智能化医疗物资管理专家，成长可期

苏州艾隆科技股份有限公司（688329.SH）通过打造医疗物资智能管理设备及软件信息平台，为医疗服务机构提供高效、安全、全面、智能的医疗物资存储、分发、管理及传输服务，助力构建全面有效的新型智慧医疗体系，产品主要应用于药品、耗材及其他医疗物资的智能管理。

自设立以来，公司一直专注于医疗物资智能管理系统解决方案，不断深耕医疗物资领域，逐渐拓展产品线与应用场景，经历了由单一产品拓展到多产品线，由院内领域延伸至院外领域，由自动化产品升级到智能化产品的发展历程：

- 初期阶段（2006年-2010年）：于2007年研发、生产了第一代快速发药机等产品，并迅速打入国内市场。随后公司以此为基础，逐步推出高速发药机、智能存取机等门/急诊自动化药房产品。
- 打造“全院级、一体化”整体解决方案阶段（2010年-2016年）：随着《静脉用药集中调配质量管理规范》等一系列产业政策的不断出台，公司以各级医疗机构切身需求为导向，以门/急诊自动化药房为基础，逐步丰富产品线布局，不断研发推出静配中心自动化药房、自动化病区等系列产品，助力各级医疗机构完善区域建设和转变传统模式。
- 院外拓展+“互联网+”智能医疗物资管理系统建设阶段（2016年-至今）：在《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》和《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》等政策背景下，公司积极探索院外自动化药房新型零售模式和“线上+线下”院外自动化药房应用领域，不断打造推出城市中央药房、小微自助药房、中药个性化智能制剂系统等新型智能产品，适时适度补充院内自动化药房产业链，拓展公司产品应用领域。同时，在医疗机构自身信息化建设需要和医药流通企业进行物流延伸服务建设的双重背景下，公司将“互联网+”与智能医疗物资管理领域深度融合，打造以“设备+信息平台”为核心的新型智能医疗物资管理系统。

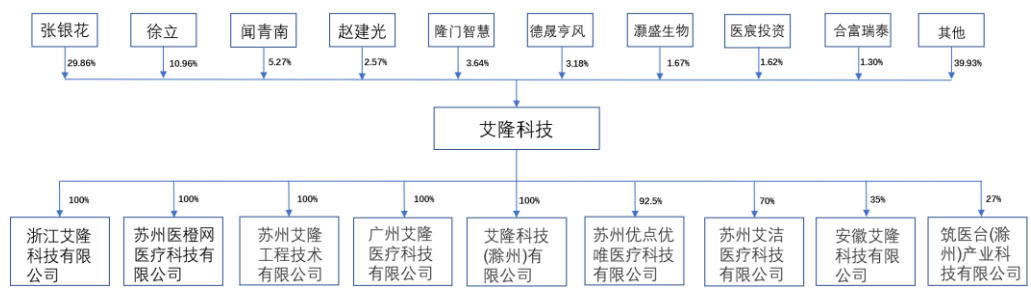
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，国元证券研究所

公司创始人张银花女士为实际控制人。公司前身艾隆有限成立于 2006 年 1 月 20 日，由张银花女士和徐立先生共同发起创立，持股比例分别为 90%和 10%。截至 2022 年 6 月末，创始人张银花女士直接持有公司 2,305.50 万股股份，持股比例为 29.86%，担任公司董事长、总经理，为公司单一最大股东，对公司的财务和经营政策拥有决定权，故张银花女士为公司的控股股东及实际控制人。联合创始人徐立先生持有公司 845.75 万股股份，持股比例为 10.96%，任公司董事、副总经理，为公司第二大股东。

图 2：公司股权结构（截至 2022 年 6 月 30 日）



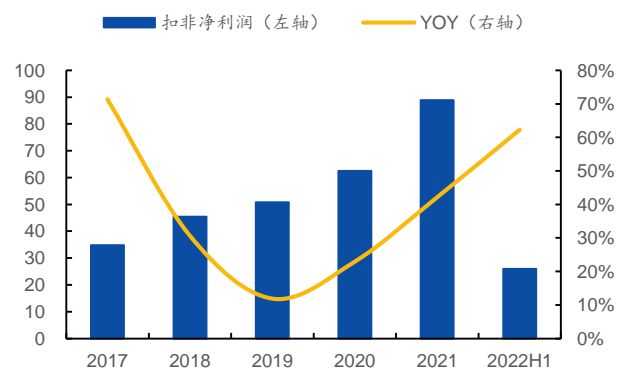
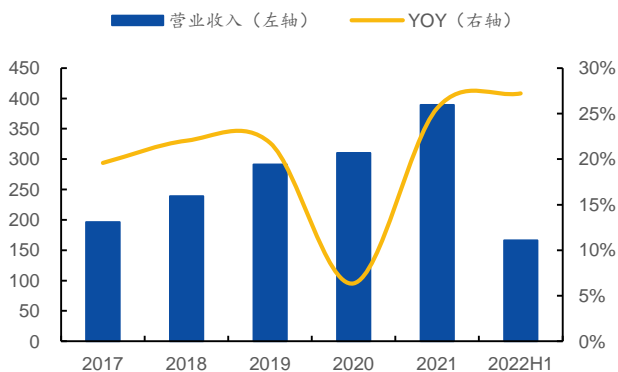
资料来源：wind，国元证券研究所

### 1.2 公司发展再加速，规模效应渐显现

受益于医疗物资智能管理行业迅速发展、公司产品种类的不断丰富以及应用场景的多元化，公司规模实现快速增长。2017-2021 年公司营业收入从 1.96 亿增长至 3.89 亿，期间 CAGR 为 18.71%，2022 上半年收入 1.66 亿，同比增长 27.23%；2017-2021 年公司扣非归母净利润从 3477.10 万增长至 8891.33 万，期间 CAGR 为 26.46%，2022 上半年扣非归母净利润为 2595.80 万，同比增长 62.32%。2020 年收入增速波动主要是因为自动化物流板块和其他主营业务板块下滑。

图 3：历年营业收入及增速（百万元，%）

图 4：历年扣非净利润及增速（百万元，%）



资料来源：wind，国元证券研究所

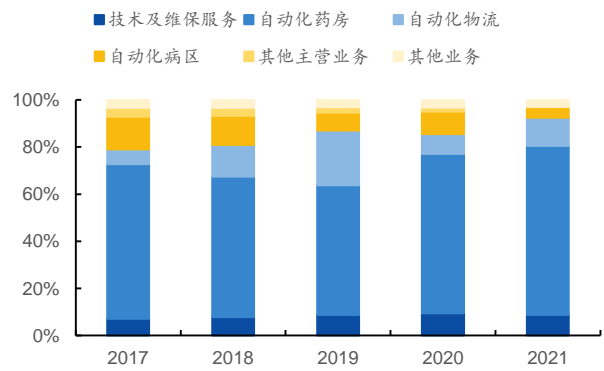
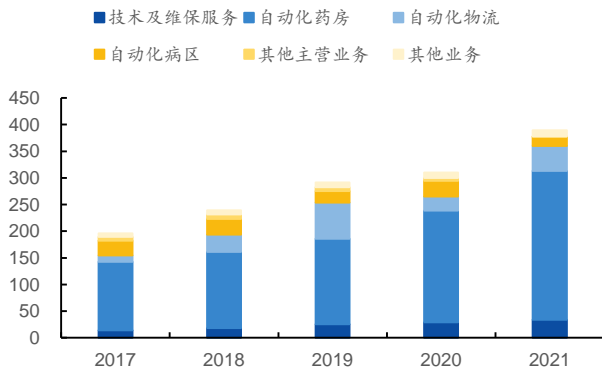
资料来源：wind，国元证券研究所

自动化药房板块仍是公司核心基本盘，自动化病区、自动化物流板块同步发展。公司营业收入中自动化药房板块、自动化病区板块、自动化物流板块和维保及技术服

务是公司的主要收入来源，其中自动化药房板块占比最大，历年收入占比基本超过55%，其收入规模同步快速增长；自动化病区板块和自动化物流板块的收入规模整体呈现扩大趋势：其中自动化物流板块2020年收入下滑约61%。自动化病区板块2019年收入下降约26%主要原因系自动化病区系列产品尚处于推广期，收入受产品结构及个别项目影响较大；2021年自动化病区板块收入下滑约42%。

图 5：公司收入结构拆分（百万元）

图 6：公司收入结构拆分（%）



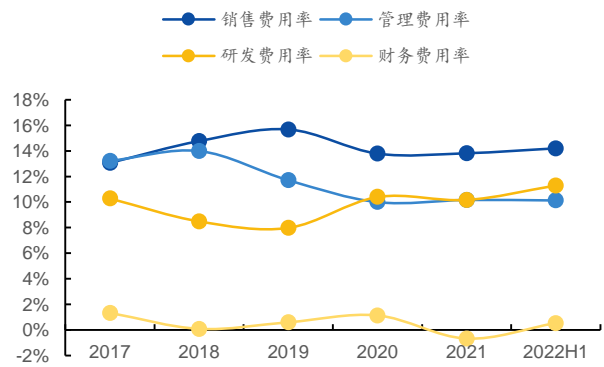
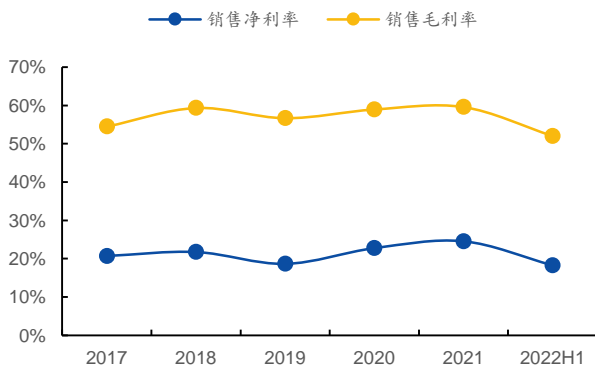
资料来源：wind，国元证券研究所

资料来源：wind，国元证券研究所

公司毛利率水平较稳定，规模效应下总体费用率水平趋势向下。公司整体毛利率整体保持稳定趋势，2022 上半年毛利率相比去年同期下滑 6.23pct，主要是由于营业成本增长更多。费用率方面，公司管理费用率下降趋势明显；销售费用率 2020 年较 2019 年下降较多，之后销售费用率趋于稳定；研发费用率方面呈现逐渐提升趋势；总体费用率水平呈现下降趋势，因此公司净利率水平呈现上升趋势。

图 7：公司盈利能力（%）

图 8：公司费用率（%）



资料来源：wind，国元证券研究所

资料来源：wind，国元证券研究所

## 2. 智能化医疗物资管理新趋势，叠加医疗新基建，行业前景可期

艾隆科技依托于物联网、大数据分析搭建的人机交互平台，运用自动化机器人、智

能传感等技术，打造“全院级”、“一站式”整体解决方案，为各级医疗服务机构提供高效、安全、全面、智能的医疗物资存储、分发、管理及传输服务，推动各级医疗服务机构实现“精准智能分发、精益物流服务、合理安全使用”三大目标，助力构建全面有效的新型智慧医疗服务体系。

图 9：公司产品应用场景



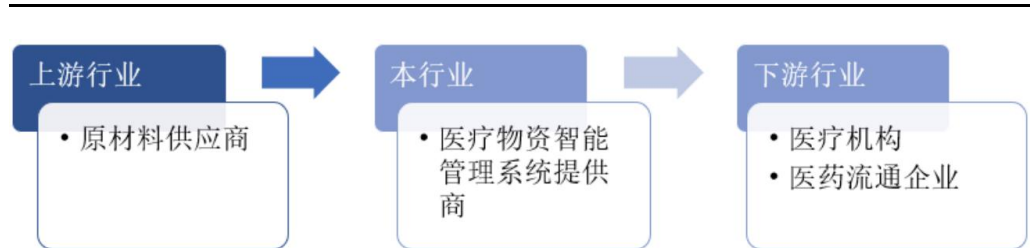
资料来源：公司招股书，国元证券研究所

公司产品目前主要应用于药品、耗材及其他医疗物资的智能管理，主要应用场景为大中型医院、社区医院、医药供应链服务企业、城市中央药房、中药自动集中代煎中心等，同时公司正在积极开拓其他应用领域。

### 2.1 公司所处行业上游供应稳定，下游客户构成多元

上游可供选择的供应商较为充足，成本稳定。公司上游行业主要涉及医疗物资智能管理设备所需要的铝材、机械零部件、电子元器件等原材料供应商。上游原材料及部件的市场供应充足，对本行业的影响主要体现在价格变化上。从成本上来看，上游原材料行业生产厂商较多，可替代性较强，属于充分竞争行业，不存在供货渠道单一、产品垄断的情况，产品供应较为稳定，原材料价格波动较小。

图 10：公司所处行业上下游关系



资料来源：公司招股书，国元证券研究所

公司所处行业下游为药品智能化管理服务的需求方，主要包括终端医疗机构、医药供应链服务企业以及政府、工程总承包单位等。下游行业的发展和需求的很大程度决定了公司产品的市场容量、利润水平和技术发展方向。得益于下游医疗服务机构信息化、智能化建设的需要，医疗物资智能管理系统在未来几年将拥有稳定的增长预期。同时下游医疗服务机构在医疗物资智能管理系统使用中不断提出新的要求，对行业的自主研发和技术进步起到了积极推动作用：

#### 1) 终端医疗机构

医疗服务机构包括各级医院和社区卫生服务中心，主要负责为病患提供各类医疗服务。随着医疗体制改革的深入，医疗服务机构对于改善工作条件、提升服务质量与服务效率，提升患者就医体验有着强烈需求。医疗服务机构是目前国内智能化药品管理设备的主要客户群体；

## 2) 医药供应链服务企业

根据药品流通行业“十二五”发展规划纲要，医药流通企业通过信息化手段将物流服务延伸到医院的药库、药房直至病区，使医院的医疗物资管理实现信息流、物流、资金流的整合。医药供应链服务企业向公司采购产品后，为医疗机构提供物流延伸服务；

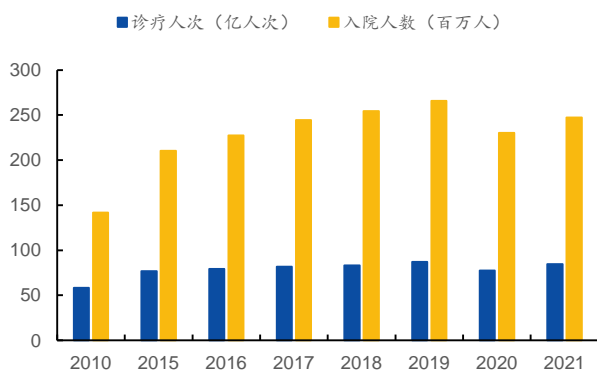
## 3) 政府、工程总承包单位等

公立医院建设模式不断创新、变革，政府代建、工程总承包等方式是目前新建医疗机构普遍采用的专项建设新模式。

## 2.2 优质医疗资源紧缺，医院新、改、扩建带动行业需求

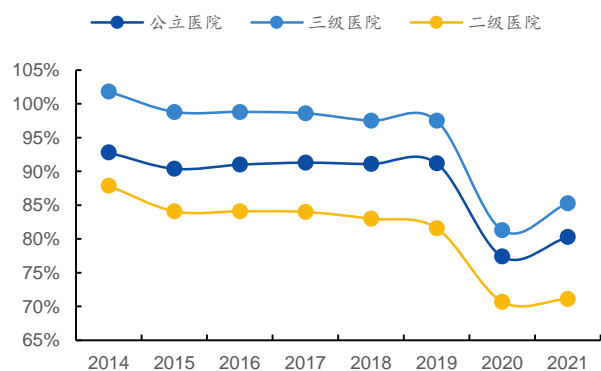
等级医院病床使用率高居不下，优质医疗资源短缺。剔除 2020 年后新冠疫情对于病床使用率的影响，2014 年至 2019 年，在政府和社会加大力度投资下，公立医院中三级医院的病床使用率虽有所下降，但仍接近于 100% 的饱和程度。从趋势上来看，随着等级标准的提升，病床使用率也快速提升，优质医疗资源的短缺问题仍然较为突出。

图 11：医疗卫生机构诊疗人次及入院人数



资料来源：卫健委，国元证券研究所

图 12：我国病床使用率 (%)

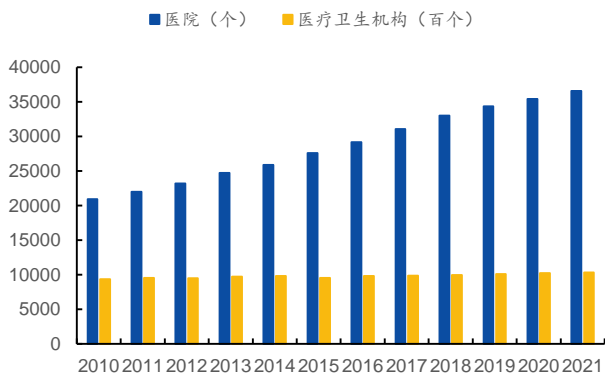


资料来源：卫健委，国元证券研究所

国家财政医疗卫生支出逐年增长、医院数量逐年增加推动行业需求。根据卫健委数据，2010 年至 2021 年，我国医疗卫生机构总数从 93.70 万家增长至 103.09 万家，其中医院数量从 2.09 万家增长至 3.66 万家，期间 CAGR 为 5.21%。我国坚持以公立医疗机构为主导、非公立医疗机构共同发展的办院原则。政府负责公立医院的基本建设和大型设备的采购，对公立医院承担的公共卫生任务给予专项补助。近年来，我国政府卫生支出不断增长。据国家统计局和卫健委数据，2010 年至 2021 年，我国政府卫生支出由 5732.49 亿元增长至 20718.50 亿元，年均 CAGR 为 12.39%。

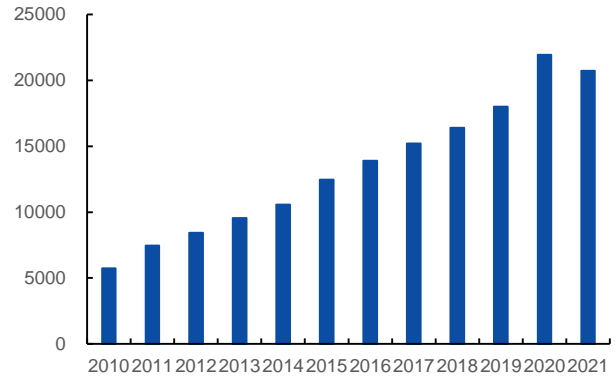


图 13: 中国医院和医疗机构数量



资料来源: 卫健委, 国元证券研究所

图 14: 中国政府卫生支出 (亿元)

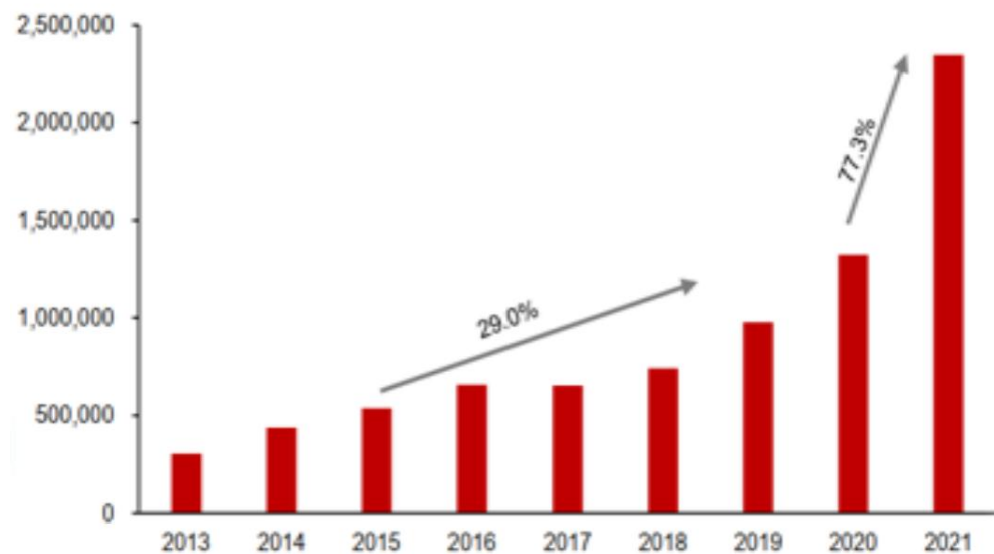


资料来源: 国家统计局, 卫健委, 国元证券研究所

医院新、改、扩建项目的实施将带动医疗物资智能管理行业下游市场需求。我国医院数量呈现上升趋势, 医院建设发展较快, 但仍不能满足日益增长的医疗服务需求。我国医院势必通过新建、改建、扩建的方式, 增加医院卫生资源的供应, 缓解医院卫生资源供给低于医疗卫生服务需求之间的矛盾。

“医疗新基建”加速行业需求快速增长。新冠肺炎疫情暴露了我国公共卫生和疾病防控方面上的不足, “十四五”规划特别提出需要加强医疗基础建设。根据公司公告, 2021 年医疗新基建新签合同金额较 2020 年相比提升 77.3%, 2013 至 2021 年间, 年 CAGR 为 29.0%; 到 2025 年, 我国医疗机构床位数或增加 123 万张, 若以 1000 床位/三级医院的标准计算的话, “十四五”规划带来医疗新基建规模相当于新建 1230 家三级医院。作为高质量的医疗基建项目, 现代医院建设必将向能实现优质服务功能的美好智慧医院转变。

图 15: 医疗新基建新签合同金额及增速 (百万元, %)



资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

## 2.3 政策与应用场景多元化共同驱动行业需求扩容

### 2.3.1 政策加速“智慧医院”建设，医改推动行业市场扩容

2018年1月，国家卫计委和国家中医药管理局发布《关于印发进一步改善医疗服务行动计划（2018-2020年）的通知》，通知指出：“以‘互联网+’为手段，建设智慧医院……应用互联网、物联网等新技术，实现配药发药、内部物流、患者安全管理等信息化、智能化”。同年10月，新发布的《进一步改善医疗服务行动计划（2018-2020年）考核指标（医疗机构）》中明确指出：“药房自动化设备配置情况已成为医疗机构考核指标之一。”建设“智慧医院”已经成为新时期医院建设的大势所趋。

自2003年新一轮医药卫生体制改革启动以来，分级诊疗在我国医疗卫生体系建设中日益受到重视。在2016年8月召开的全国卫生与健康大会上，分级诊疗被确定为未来需要突破的五项制度之首。随着“分级诊疗”政策的落地，以及各地医联体的逐步建立，基层医疗卫生机构的服务能力逐步提升，部分常见病、慢性病患者将更多利用基层医疗资源，缓解目前龙头医院超负荷运转的情况，从而催生了基层医疗卫生机构对信息化管理系统的广泛需求，最终推动行业下游市场扩容。

2015年深圳市罗湖区将区人民医院、区妇保院、区康复医院、和35家社区康复中心整合，形成国内医联体建设典范。公司为罗湖区人民医院及下属社区康复中心均提供了医疗物资智能化管理整体解决方案产品及服务。

### 2.3.2 医药供应链服务企业的转型为行业提供发展机遇

2011年，商务部发布《全国药品流通行业发展规划纲要》，明确提出“鼓励药品流通企业的物流功能社会化，实施医药物流服务延伸示范工程，引导有实力的企业向医疗机构和生产企业延伸现代医药物流服务。”医药供应链服务企业必然面临着转型与升级，从最初的信息互联，逐步通过信息化手段将物流服务延伸到医院的药库、药房直至病区，最终实现由传统商业向现代服务业转变、建立并主导医药全产业链供应链，使医院的医疗物资管理实现信息流、物流、资金流的整合，为院内物流管理提供支持与保障。

在“十二五”期间，全国共新增加医药物流中心212个。“医药现代物流延伸服务工程”取得显著成绩，医药供应链服务企业已为一千多家医疗机构搭建信息管理平台，帮助实现医院内物流和药房智能化。医药供应链服务企业的转型发展为医疗物资智能管理行业提供了良好的发展机遇。

### 2.3.3 多元化新兴应用场景市场空间广阔

目前，医疗物资智能管理系统主要运用于大、中型医疗服务机构的药房。近年来随着人力成本、房租成本的不断上升，物流成本不断下降，物流基础设施不断完善，医药流通企业也在探索新的医药流通方式，与物流公司开展合作，以完善药品配送的“最后一公里”环节，城市中央药房应运而生。

《关于深入开展“互联网+医疗健康”便民惠民活动的通知》提出，提供中医药服务的各级医疗机构要借助信息技术便捷实现中药饮片代煎、配送服务，解决患者排队久、煎药不便及取药难等问题。未来可能会形成一批智能化的中药集中代煎中心，

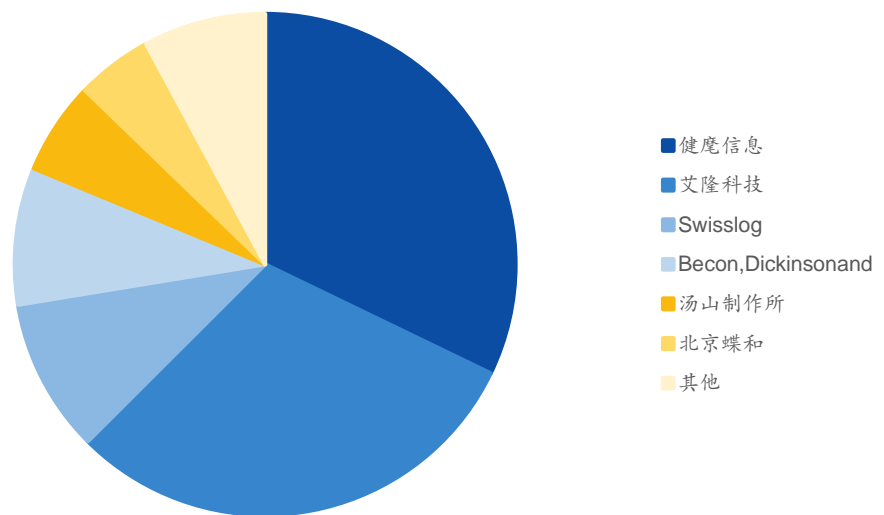
中药的智能化制剂制备已是当务之急。

总之，随着社会整体信息化技术的不断发展，多元化的药品供应、管理催生多元化的新兴应用场景，将为医疗物资的智能化管理系统带来广阔市场。

## 2.4 行业集中度较高，公司市场占有率领先

根据 Frost&Sullivan，其对北京、上海、广州、深圳及包括西安、杭州、南京、郑州在内的 24 个省会城市的 767 家医院进行调研，有效电话调研 513 家医疗服务机构，其中 310 家为三级医院、203 家为二级医院。统计结果显示，截至 2018 年末，我国门诊药房自动化市场中，公司与健麾信息市占率接近，分别为 28.5%和 30.2%，第 3-5 名分别为 Swisslog、Becon,Dickinsonand 和汤山制作所，市占率分别为 9.3%、8.3%和 5.6%。整体行业集中度较高、公司市占率领先，处于有力的竞争地位。

图 16：2018 年末我国门诊药房自动化市场竞争格局（%）



资料来源：Frost&Sullivan，国元证券研究所

艾隆科技和健麾信息较 Swisslog、Becon,Dickinsonand 和汤山制作所 3 家进口厂商市占率大幅领先，其中一个重要的原因可能是：国内外医疗体制、医院患者量、处方量、药品品类等方面存在较大差异，适用于国外医院药房的产品设备功能单一，无法全面解决国内医疗机构痛点和难点。

## 2.5 智能医疗物资管理直面行业痛点

由于药品等医疗物资品类繁多、形态多样、应用场景广泛，同时需要高效规范、多样化处理能力，国内院内医疗物资长期依赖高强度的人工处理，一直以来很难实现全面高度的自动化管理。同时，正如前文所述，我国患者数量、处方量基数较大，医疗资源紧缺，因此，国内医疗物资管理不仅需要准确性，效率也是另一个核心问题。

医疗物资智能管理系统利用现代物流管理技术，将信息技术、自动化物流设备等有机结合，实现药品及其他医疗物资等物流管理的流程优化，帮助医疗服务机构实现

医疗物资的储存、分发、传输等环节的智能化管理，提升医疗卫生机构的管理水平和医疗服务质量：

**(1) 改善服务环境，回归价值本源。**能有效节省药房空间，改善服务环境，大幅降低药师的工作强度，将药师从沉重的机械化取药工作中解放出来，实现真正的价值回归。以普通三甲医院为例，通过使用门/急诊自动化药房系列产品后，正常工作日每个窗口可处理处方数由 400 多张增加至 800 多张。

**(2) 控制差错率，保障用药安全。**医院处方调配时间较传统方式大幅缩短，同时通过图像识别、RFID 等技术自动识别药盒，可以有效控制人工调剂药品的差错率，保障患者用药安全。

**(3) 实现数据采集，提高管理效率。**对药品流通数据进行有效整合，实现药品来源流向追溯，实现安全用药管控。

**(4) 信息互联互通，促进供应链整合。**实现医院各个药品部门的信息互联，完成药品在医院内的高效的统筹管控和使用。实现医药流通企业与医疗机构间的信息交互，便于流通企业及时了解医院的库存情况，提高配送效率。保证对医院库存实施动态、高效管理，减少库存积压的同时保障用药及时高效供应。

### 3.全场景智能医疗物资管理先行者，快速成长进行时

公司凭借对下游行业需求和产业政策的深刻理解，搭建了由对医疗行业运营有着丰富经验的专业人员组成的“药房自动化工程技术研发中心”，针对各级医药服务机构面临的医疗物资管理问题开展课题研究和需求挖掘。在门/急诊自动化药房的基础上，发掘出静配中心自动化药房和城市中央药房、中药个性化智能制剂系统等院外自动化药房等细分领域市场，不断丰富公司产品线，保障公司核心竞争优势。

表 1：公司产品根据产品功能与应用领域分类

序号	一级分类	二级分类	具体产品
1	自动化药房板块	门、急诊自动化药房系列	快速发药机、高速发药机、智能存取机、智能麻精药品管理柜等
		静配中心自动化药房系列	针剂统排机、输液成分分拣机、输液贴签机等
		院外自动化药房系列	小微自助药房、城市中央药房、中药个性化智能制剂系统等
2	自动化病区板块	/	智能分包机、病区综合管理柜、智能陪护床等
3	自动化物流板块	/	气动物流传输系统、整处方传输系统、智能二级缓存库、一体化智能调配库等

资料来源：公司公告，国元证券研究所

#### 3.1 自动化药房：市场需求空间大，公司产品院内+院外多场景布局完善

公司自动化药房板块主要包括门/急诊自动化药房系列产品、静配中心自动化药房系列产品和院外自动化药房系列产品。

##### 3.1.1 国内门诊药房自动化渗透率提升空间大，公司产品力表现突出

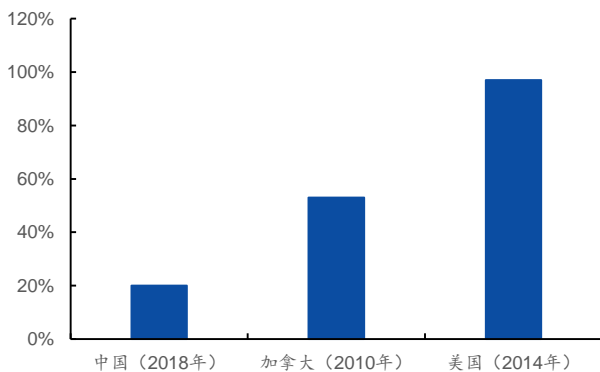
国内门诊药房自动化设备处于高速发展阶段，渗透率有望快速上升。根据沙利文数

据显示，截至 2018 年末，我国门诊药房自动化设备的渗透率整体约为 20.00%，目前正处于快速发展阶段。和发达国家相比，我国药品自动化管理的市场渗透率仍然较低。海外发达国家智能化设备已经基本普及，截至 2010 年底，至少 53% 的加拿大医院和 89% 的美国医院使用了自动发药设备。而到 2014 年底美国 97% 的医院都配备了自动发药设备。

**公司产品切实提升效率与准确率，实现药品发放“0”差错“0”排队。**公司门/急诊自动化药房系列产品通过智能设备优化了传统药房的工作模式，如公司产品通过接收医院处方信息，实现药品自动化补充、存储和发放过程：以普通三甲医院为例，通过使用门/急诊自动化药房系列产品后，平均处方处理速度可由原 60 秒/张缩短至 8-10 秒/张，正常工作日每个窗口可处理处方数由 400 多张增加至 800 多张，高峰时可达到 1,000 多张。通过智能化的管理，基本实现“0”排队现象，更好地为患者提供了门诊环境及服务；药品发送差错率可以控制在 0.01% 以内，基本实现药品发放“0”差错，以中南大学湘雅二医院为例，门诊自动化药房系列产品部分覆盖后，发药药品品种的准确率可达 100%，苏州大学附属第一医院使用智能麻精药品管理柜后发药准确率为 100%。

图 17：门诊药房自动化渗透率对比（%）

图 18：公司门/急诊自动化药房板块主要产品及运作模式



资料来源：健麾信息招股书，国元证券研究所



资料来源：公司招股书，国元证券研究所

### 3.1.2 静配中心市场空间巨大，渗透率有望快速提升

静脉用药调配中心（以下简称“静配中心”）是指将原来分散在各病区治疗室开放环境下进行调配的静脉用药，集中由专职的技术人员在密闭、洁净的环境下进行调配。

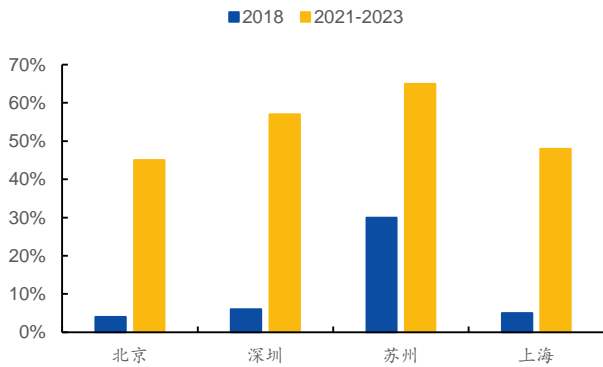
**国内静配中心自动化市场处于发展初期，提升空间巨大。**随着静配中心自动化设备研发、生产技术的发展，以及医院管理理念的进步，未来医院静配中心自动化设备的渗透率有望大幅提升。根据弗若斯特沙利文预测，2018-2023 年，北京静配中心自动化设备渗透率将从 4% 上升到 45%，深圳静配中心自动化设备渗透率将从 6% 上升到 57%，苏州静配中心自动化设备渗透率将从 30% 上升到 65%，上海静配中心自动化设备渗透率将从 5% 上升到 48%。

**静配中心实际社会价值明显。**公司产品主要为 PIVAS 排药助手、针剂统排机、盘点机、输液贴签机、输液成品分拣机等。静配中心自动化药房可以降低药师劳动强度，使药师有更多时间及精力投身于医嘱审核、药物咨询等临床药学服务工作中；确保

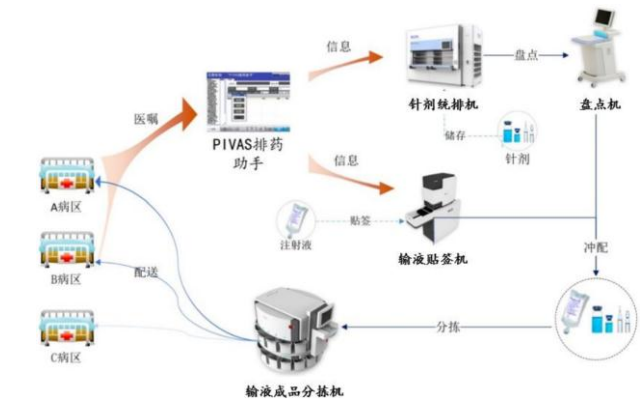
配置质量精准，显著降低人工差错率；有效控制医嘱不合格率、调配差错率、贴签差错率、分拣差错率，确保了最终临床合理用药；可建立药品信息化管理，实现全程可追溯，便于后续统计查验；通过软硬件结合全方位提高静配中心信息化、智能化整体水平，减少耗材浪费及退药浪费现象。

图 19：代表城市静配中心渗透率（%）

图 20：公司静配中心自动化药房主要产品及运作模式



资料来源：Frost&Sullivan，国元证券研究所



资料来源：公司招股书，国元证券研究所

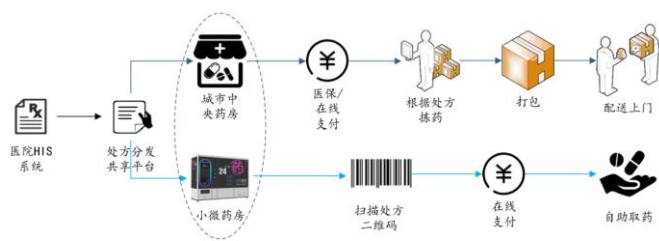
### 3.1.3 院外自动化药房作为院内向院外应用场景的延伸和补充

院外自动化药房作为院内向院外应用场景的延伸和补充，主要包括小微自助药房、城市中央药房、中药个性化智能制剂系统。

院外自动化药房是院内药房的有益补充：“无接触、不见面”模式，降低医院院内交叉感染风险，助力疫情防控“互联网+医保支付”服务，为患者提供更加便捷、安全的购药模式；中药个性化智能制剂系统作为传统中医药工艺与现代科技的结合，通过自动化称重配料、智能视觉识别，实现个性化处方的自动化调配过程。公司设计建设的中药智能制剂中心日均能够处理 3000 张处方，自动化设备能够将人数从 120 人减少到 20 人左右，不仅能够节约医院的场地人力，还能够提高安全性与效率，优化中药从处方到成药的全流程。

图 21：公司院外智慧药房产品及运作模式

图 22：公司中药个性化智能制剂系统运作模式



资料来源：公司招股书，国元证券研究所



资料来源：公司招股书，国元证券研究所

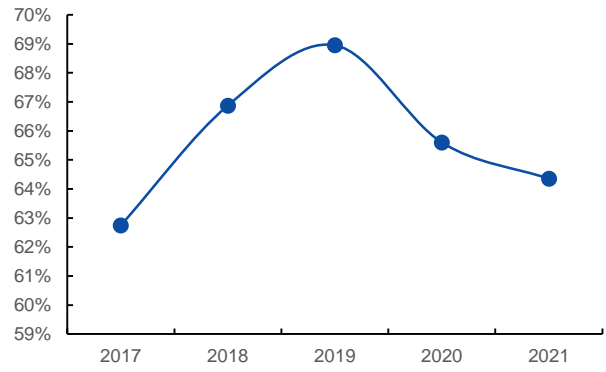
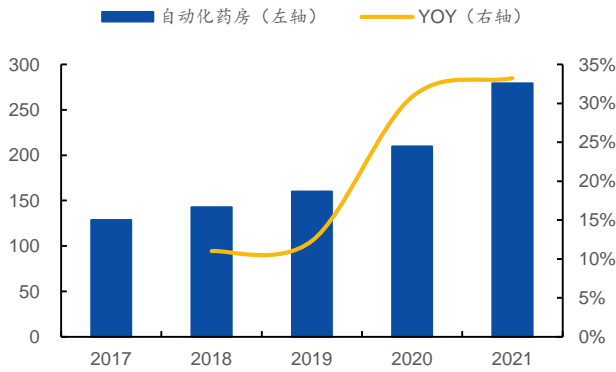
### 3.1.4 自动化药房板块正加速成长，盈利能力强

公司自动化药房收入从 2017 年的 1.29 亿增长至 2021 年的 2.79 亿，期间 CAGR 达 21.4%，其中 2019-2021 年期间平均增速超 30%，板块规模呈加速增长趋势。

板块盈利能力优秀，历年毛利率均在 62% 以上，主要系公司在产品价格保持稳定的基础上，改进生产工艺，降低生产成本所致。

图 23：自动化药房板块收入及增速（百万元，%）

图 24：自动化药房板块毛利率（%）



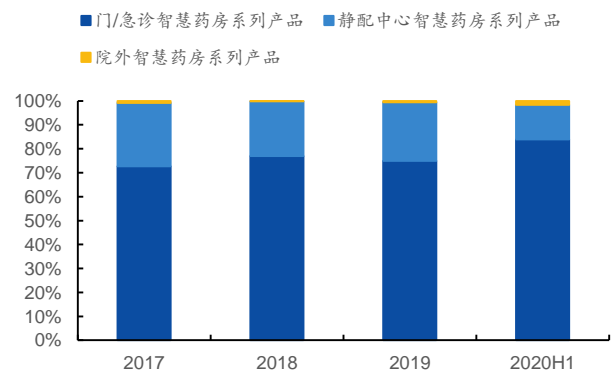
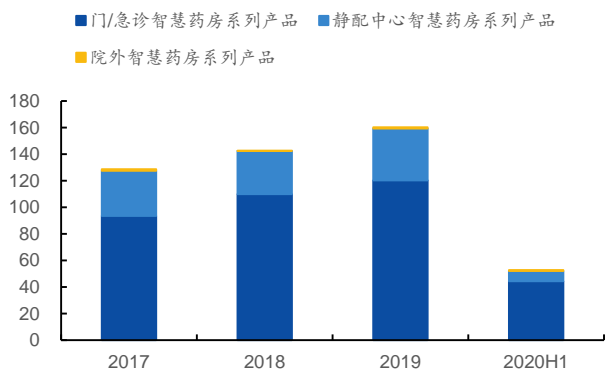
资料来源：wind，国元证券研究所

资料来源：wind，国元证券研究所

从收入结构上看，门急诊智慧药房系列产品是最核心的板块，收入占比超 70%，2022 上半年收入占比提升至 83%，结合前文国内当前药房自动化渗透率，预计门急诊智慧药房系列产品将持续快速增长；静配中心收入占比在 20% 以上，结合前文国内代表性城市静配中心渗透率情况，预计静配中心业务将高速增长；院外智慧药房系列产品暂时收入比例较小，但院外场景是院内药房的有效补充。

图 25：自动化药房板块收入拆分（百万元）

图 26：自动化药房板块收入拆分（%）



资料来源：wind，国元证券研究所

资料来源：wind，国元证券研究所

### 3.2 自动化病区+自动化物流：合力打造院内全场景医疗物资管理平台

自动化病区产品主要包括应用于各级医疗机构住院部等区域的智能分包机、智能陪护床、病区综合管理柜和手术室麻醉药品管理柜等。

自动化物流产品主要包括整处方传输系统、气动物流传输系统、智能二级缓存库、一体化智能调配库、医疗危废自动化处理系统等。实现全院药品、物资的智能传输、存取、库存管理及医疗废弃物资处理等过程，从而改变传统的人工方式，弥补院内物资传输能力不足的问题，有效提升物流效率。

公司自动化病区和自动化物流板块的拓展，不仅丰富了公司产品的应用场景，还将

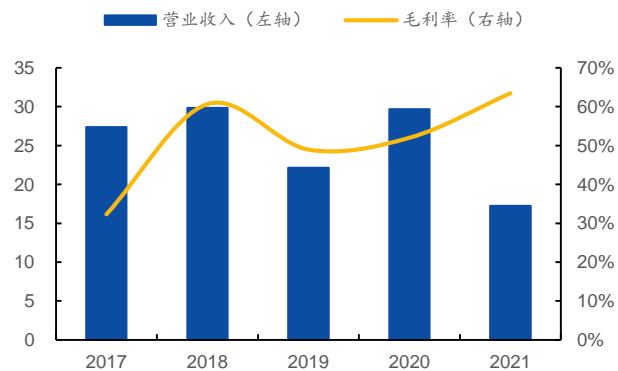
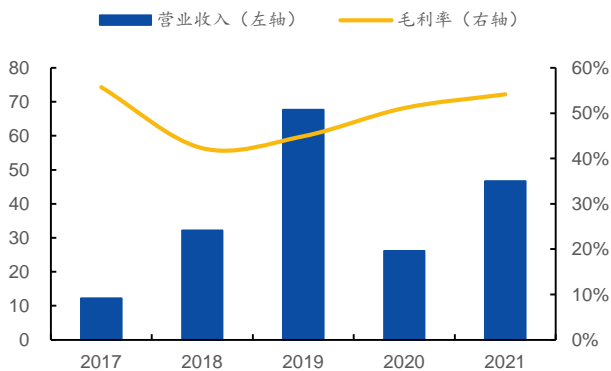
院内各应用场景有机地连接在一起，与自动化药房板块合力形成对医院全院的一体化物资管理，将“互联网+”与智能医疗物资管理领域深度融合，打造出以“设备+信息平台”为核心的新型智能医疗物资管理系统。

**自动化物流板块：**2018 年收入快速提升主要系公司新开发临沂金锣医院、铜陵市人民医院、旅顺口区中医医院等多个气动物流项目；2019 年收入大幅上升主要系公司完成上海肿瘤医院一体化智能库项目；2021 年收入和营业成本大幅增加主要是因为库发一体类的物流产品被市场认可，需求量增加所致。板块毛利率有所波动，主要因为产品结构变动所致。

**自动化病区板块：**2019 年收入下降幅度较大，主要原因系产品尚处于推广期，收入受产品结构及个别项目影响较大。2018 年毛利率显著提升主要是公司收购优点优唯的专利产品致成本大幅下降，同时 2018 年度开始，公司部分智能分包机通过 OEM 模式进行生产，生产成本比直接对外采购成品要低。2019 年毛利率下滑是因为公司对病区综合管理柜系优点优唯的专利产品进行升级改进，产品仍处于改进阶段，平均成本增加较多。

图 27：自动化物流板块收入及毛利率（百万元，%）

图 28：自动化病区板块收入及毛利率（百万元，%）



资料来源：wind，国元证券研究所

资料来源：wind，国元证券研究所

### 3.3 订单增长与客户覆盖共振，公司品牌力和产品力凸显

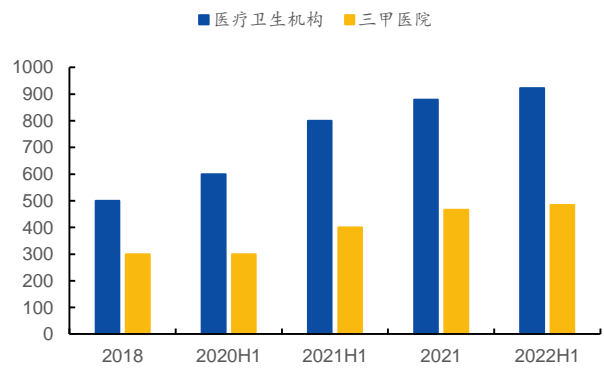
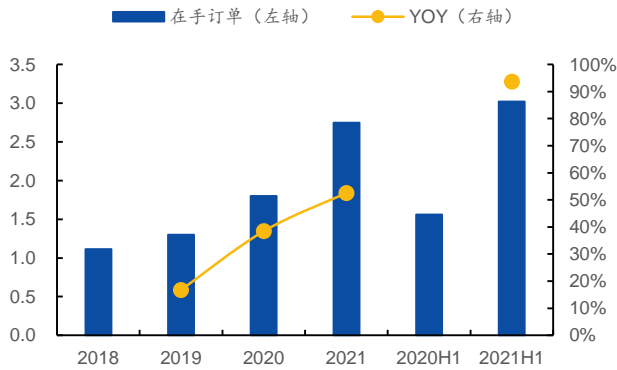
公司客户复购率约 30%，显示公司优秀的客户黏性和品牌力。从在手订单上看，2018-2021 年，公司各年度期末在手订单累计金额持续快速增加，从 2018 年末的 1.14 亿增长至 2021 年末的 2.75 亿，且期间增速不断加快，2021 年在手订单同比增长 52.55%；公司披露半年报的时点订单数量会达到全年的相对高位，2021 上半年公司在手订单达 3.02 亿，同比增长 93.59%。从客户覆盖上看，公司覆盖医疗机构数量不断增长，2018 年末公司覆盖医疗机构数量超 500 家，至 2022 上半年末，公司覆盖医疗机构数量已达 922 家；其中覆盖三甲医院数量从 2018 年末的 300 家增长至 2022 上半年的 484 家：包括北京大学第三医院、首都医科大学附属北京同仁医院、首都医科大学附属北京天坛医院、首都医科大学附属北京朝阳医院、上海交通大学医学院附属瑞金医院、复旦大学附属肿瘤医院、郑州大学第一附属医院、华中科技大学同济医学院附属同济医院、中南大学湘雅医院、江苏省人民医院、苏州大学附属第一医院、空军军医大学第一附属医院（西京医院）、空军军医大学唐都



医院、云南大学附属医院、广西壮族自治区人民医院等国内著名医院，同时为国内主流医疗供应链服务企业提供优质高效的产品及服务，积累了丰富的项目集成经验。

图 29：在手订单及增速（亿元，%）

图 30：覆盖客户数量增长趋势（个）



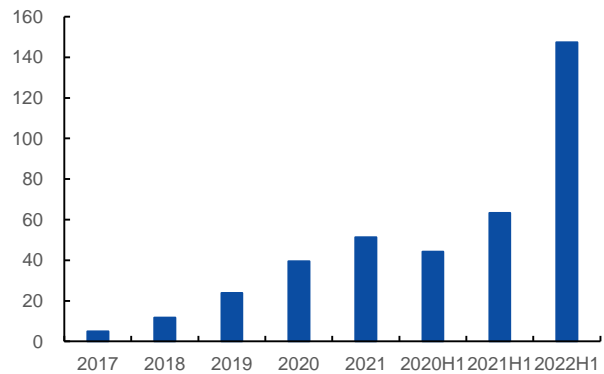
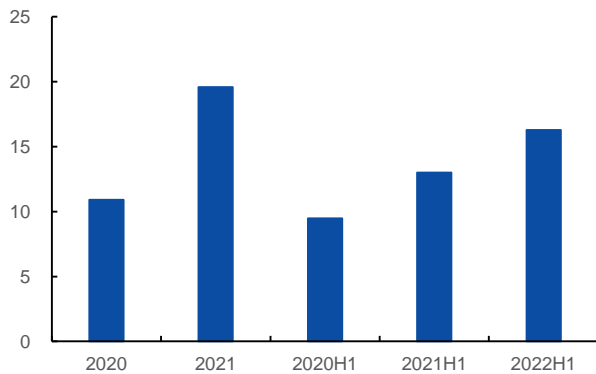
资料来源：公司招股书，公司公告，国元证券研究所

资料来源：公司招股书，公司公告，国元证券研究所

从合同资产和预收账款/合同负债变化上看，近年来，公司相应的合同资产和合同负债金额快速增长，尤其是 2022 上半年合同负债金额，同比 2021 年增长了近 133%。

图 31：合同资产变化（百万元）

图 32：预收账款/合同负责变化（百万元）



资料来源：wind，国元证券研究所

资料来源：wind，国元证券研究所

### 3.4 公司屡获殊荣显实力，研发成果不断重创新

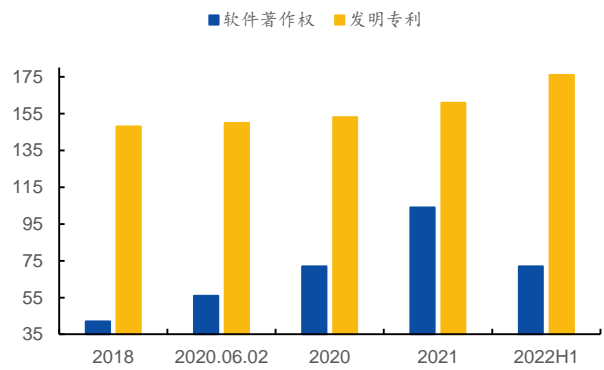
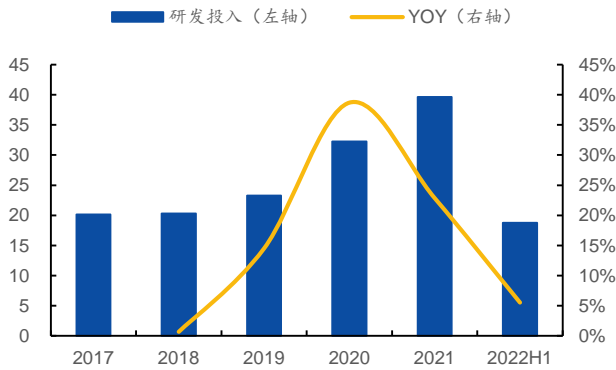
公司是国内最早从事医疗物资智能化管理整体解决方案的企业之一，曾荣获“国家火炬计划重点高新技术企业”、“首届中国创新创业大赛优秀企业”、“国家火炬计划产业化示范项目”、“第七届中国医院建设十佳医用设备供应商”、“江苏省科学技术奖”、“江苏省生产性服务业领军企业”、“江苏省科技型中小企业”、“苏南国家自主创新示范区瞪羚企业”等荣誉称号。

公司重视研发，历年研发投入持续增长，研发成果不断收获，掌握了医疗物资智能化管理领域软硬件整体研发能力及多项核心技术。截至 2022 上半年末，公司已取得 72 项软件著作权和 399 项专利，其中发明专利 176 项（PCT 国际发明专利 1 项）。此外，公司自主研发生产的产品荣获“中国专利优秀奖”、“江苏省首台（套）重大

装备产品”等，并入选“第五批优秀国产医疗设备产品目录”、“江苏省第七批自主创新产品名单”。公司《基于智能服务机器人的智慧药房系统》、《基于物联网技术的药房智能物流系统的研发与产业化项目》分别成功申报国家火炬计划产业化示范项目和江苏省科技成果转化项目，并顺利实施。

图 33：研发投入及增速（百万元，%）

图 34：软件著作权及发明专利数量（个）



资料来源：wind，国元证券研究所

资料来源：公司招股书，公司公告，国元证券研究所

## 4. 盈利预测及投资建议

### 4.1 公司收入拆分

关键假设：

- 1、自动化药房：国内门诊药房渗透率相较美国、加拿大等发达国家拥有巨大提升空间；静配中心近几年渗透率增长迅速；院外药房场景的延伸解决了更多的效率、成本等问题；叠加医疗新基建带来的市场快速扩容。我们预计 2022-2024 年的同比增速分别为 44.36%、33.88%、32.54%；
- 2、自动化病区：产品主要应用于各级医疗机构住院部，是实现全院级、多场景医疗物资智能化管理的精准和自然延伸。我们预计 2022-2024 年的同比增速分别为 20.00%、20.00%、20.00%；
- 3、自动化物流：是连接医疗机构药房和各科室特殊场景的通道，实现全院药品、物资的智能传输、存取、库存管理及医疗废弃物资处理等过程，有效提升物流效率。我们预计 2022-2024 年的同比增速分别为 20.00%、20.00%、20.00%；
- 4、维保及技术服务：定期维保与快速维修响应，是产品高附加值的体现。伴随医疗机构智能化物资管理的快速发展，维保及技术服务同步快速增长。我们预计 2022-2024 年的同比增速分别为 30.00%、25.00%、20.00%。

表 2：艾隆科技收入拆分（百万元，%）

百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入合计	309.98	389.32	536.20	699.21	904.29

百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
YOY (%)	6.37%	25.60%	37.73%	30.40%	29.33%
归母净利润	71.66	95.59	127.70	170.35	222.10
YOY (%)	29.68%	35.52%	33.60%	33.40%	30.38%
毛利率 (%)	58.97%	59.61%	60.13%	60.45%	60.79%
自动化药房	209.58	279.20	403.06	539.63	715.21
YOY (%)		33.22%	44.36%	33.88%	32.54%
自动化病区	29.68	17.24	20.69	24.83	29.79
YOY (%)		-41.91%	20.00%	20.00%	20.00%
自动化物流	26.13	46.65	55.98	67.18	80.62
YOY (%)		78.51%	20.00%	20.00%	20.00%
维保及技术服务	29.32	34.15	44.40	55.50	66.60
YOY (%)		16.48%	30.00%	25.00%	20.00%
其他业务	15.27	12.07	12.07	12.07	12.07

资料来源：wind，国元证券研究所

受益于医疗新基建加速市场扩容、公司完备的产品线及全院级多场景一体化的医疗物资智能解决方案和充沛的在手订单，预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 5.36/6.99/9.04 亿元，增速分别为 37.73%/30.40%/29.33%；归母净利润为 1.28/1.70/2.22 亿元，增速分别为 71.4%/51.4%/42.4%；EPS 为 1.65/2.21/2.88 元/股，对应 PE 为 27.20/20.39/15.64。首次覆盖，给予“买入”评级。

#### 4.2 可比公司估值比较

公司主营业务系为医疗卫生机构的药品智能化管理提供相应的产品及服务。目前，公司的业务主要涵盖门/急诊自动化药房、静配中心、自动化物流、自动化病区等的医疗物资管理。同行健麾信息主营业务与公司具有较高的重叠和可比性；卫宁健康和创业慧康均为医疗信息化公司，因此选取健麾信息、卫宁健康和创业慧康为可比公司。

公司 2022-2024 年 PE 低于可比公司平均值，同时鉴于医疗新基建利好和医院信息智能化管理政策支持和行业发展趋势，我们认为当前公司估值具备配置价值，首次覆盖，给予“买入”评级。

**表 3：可比公司估值对比**

证券代码	股票简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
605186.SH	健麾信息	42.79	58.19	1.40	1.83	2.36	30.55	23.39	18.12
300253.SZ	卫宁健康	8.06	173.11	0.23	0.29	0.37	35.68	27.71	21.88
300451.SZ	创业慧康	6.89	106.75	0.34	0.43	0.55	20.54	16.09	12.62
平均值							28.92	22.40	17.54
688329.SH	艾隆科技	44.99	34.73	1.65	2.21	2.88	27.20	20.39	15.64

资料来源：wind，国元证券研究所 注：可比公司 EPS 来自 Wind 一致预期（2022 年 10 月 14 日）

## 5.风险提示

- (1) 市场增长不及预期风险：医疗机构渗透率提升不及预期，新业务拓展不顺利；
- (2) 行业竞争加剧风险：竞争加剧，引起价格下降；
- (3) 政策风险等：新政策或更替行业标准，加剧行业竞争。

**财务预测表**

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	456.55	695.83	818.81	1036.74	1287.90
现金	172.47	152.21	208.77	258.14	342.33
应收账款	162.54	217.96	296.71	385.12	500.28
其他应收款	11.89	19.05	28.12	36.31	47.36
预付账款	26.75	30.63	38.63	52.64	66.61
存货	62.83	75.47	101.41	132.61	169.43
其他流动资产	20.08	200.51	145.16	171.92	161.89
<b>非流动资产</b>	339.41	443.86	417.12	385.30	349.40
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	101.62	91.15	173.77	196.13	188.36
无形资产	17.03	15.08	13.87	12.38	10.62
其他非流动资产	220.76	337.62	229.49	176.79	150.42
<b>资产总计</b>	795.96	1139.69	1235.92	1422.03	1637.30
<b>流动负债</b>	280.53	322.71	345.87	417.32	487.24
短期借款	81.04	24.27	43.45	43.32	40.19
应付账款	83.96	119.33	140.99	191.59	245.60
其他流动负债	115.54	179.10	161.43	182.42	201.45
<b>非流动负债</b>	55.94	9.85	-5.41	-24.45	-46.74
长期借款	50.00	0.00	-13.01	-32.52	-54.95
其他非流动负债	5.94	9.85	7.60	8.07	8.21
<b>负债合计</b>	336.47	332.55	340.46	392.88	440.50
少数股东权益	3.96	4.01	3.72	3.11	2.57
股本	57.90	77.20	77.20	77.20	77.20
资本公积	185.36	440.43	440.43	440.43	440.43
留存收益	213.06	285.49	374.54	508.76	676.91
归属母公司股东权益	455.53	803.13	891.75	1026.05	1194.23
<b>负债和股东权益</b>	795.96	1139.69	1235.92	1422.03	1637.30

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	117.24	39.75	51.12	114.11	145.01
净利润	70.57	95.64	127.41	169.75	221.56
折旧摊销	17.08	18.21	19.70	29.54	34.44
财务费用	3.50	-2.64	-1.53	-4.29	-8.82
投资损失	0.00	-1.92	-0.93	-1.10	-1.18
营运资金变动	19.77	-85.66	-70.47	-100.77	-126.79
其他经营现金流	6.32	16.12	-23.06	20.99	25.80
<b>投资活动现金流</b>	-62.40	-249.95	56.35	-17.22	7.71
资本支出	62.51	84.83	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	165.18	2.97	-0.75	-0.12
其他投资现金流	0.11	0.06	59.32	-17.97	7.59
<b>筹资活动现金流</b>	40.47	198.62	-50.91	-47.52	-68.53
短期借款	55.23	-56.77	19.18	-0.13	-3.13
长期借款	21.95	-50.00	-13.01	-19.51	-22.43
普通股增加	0.00	19.30	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	255.08	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-36.70	31.01	-57.08	-27.88	-42.98
现金净增加额	95.32	-11.59	56.56	49.37	84.19

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	309.98	389.32	536.20	699.21	904.29
营业成本	127.17	157.23	213.79	276.56	354.56
营业税金及附加	3.61	4.53	6.51	8.31	10.79
营业费用	42.70	53.76	75.65	97.56	126.43
管理费用	30.99	39.61	55.61	71.62	92.91
研发费用	32.24	39.61	50.94	66.42	85.91
财务费用	3.50	-2.64	-1.53	-4.29	-8.82
资产减值损失	-0.08	-0.94	-0.50	-0.57	-0.61
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	1.92	0.93	1.10	1.18
<b>营业利润</b>	80.55	109.62	146.34	194.50	254.02
营业外收入	0.04	0.05	0.06	0.05	0.06
营业外支出	0.49	0.05	0.21	0.20	0.18
<b>利润总额</b>	80.10	109.62	146.19	194.35	253.90
所得税	9.53	13.98	18.78	24.60	32.34
<b>净利润</b>	70.57	95.64	127.41	169.75	221.56
少数股东损益	-1.09	0.05	-0.30	-0.60	-0.54
<b>归属母公司净利润</b>	71.66	95.59	127.70	170.35	222.10
EBITDA	101.14	125.19	164.51	219.75	279.65
EPS (元)	1.24	1.24	1.65	2.21	2.88

主要财务比率					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	6.37	25.60	37.73	30.40	29.33
营业利润 (%)	25.73	36.08	33.50	32.91	30.60
归属母公司净利润 (%)	33.80	33.40	33.60	33.40	30.38
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	58.97	59.61	60.13	60.45	60.79
净利率 (%)	23.12	24.55	23.82	24.36	24.56
ROE (%)	15.73	11.90	14.32	16.60	18.60
ROIC (%)	21.04	19.35	23.44	28.42	32.80
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	42.27	29.18	27.55	27.63	26.90
净负债比率 (%)	38.96	22.35	16.46	10.26	3.83
流动比率	1.63	2.16	2.37	2.48	2.64
速动比率	1.40	1.92	2.07	2.17	2.30
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.44	0.40	0.45	0.53	0.59
应收账款周转率	1.74	1.79	1.84	1.82	1.81
应付账款周转率	1.97	1.55	1.64	1.66	1.62
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.93	1.24	1.65	2.21	2.88
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.52	0.51	0.00	0.00	0.00
每股净资产 (最新摊薄)	5.90	10.40	11.55	13.29	15.47
<b>估值比率</b>					
P/E	48.47	36.34	27.20	20.39	15.64
P/B	7.62	4.32	3.89	3.39	2.91
EV/EBITDA	31.00	25.04	19.06	14.27	11.21

## 投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

## 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188