



买入（首次）

所属行业：机械设备/专用设备
当前价格(元)：41.30

证券分析师

陈铁林

资格编号：S0120521080001

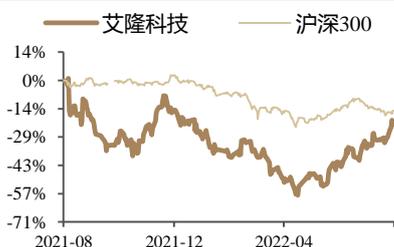
邮箱：chentl@tebon.com.cn

张俊

资格编号：S0120522080001

邮箱：zhangjun6@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	11.47	25.77	57.10
相对涨幅(%)	13.29	28.34	55.05

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

艾隆科技（688329.SH）：深耕 医疗自动化，铸造新型智能医疗 企业典范

投资要点

- 投资要点：1) 市场远未饱和，“需求+政策”合力驱动医疗自动化：**中国自动化药房产量正迈入快速增长阶段，需求政策双重驱动，医疗物资智能管理行业有望打开新增长点；**2) 三大业务支撑增长韧性，公司业务拓展持续进行：**智慧药房贡献公司主要营收，2021年收入占比达71.7%，与智慧病区和智慧物流共同为客户提供全流程自动化解决方案；**3) 八大核心技术助力公司专利项目获批不断，在研项目储备丰富：**公司针对互联网+、5G移动式院外智能药房设备、中药个性化制剂制备等领域需求持续挖掘。截至22H1，公司已申请专利853项，获得专利399项，其中共获得发明专利176项。
- 市场远未饱和，“需求+政策”合力驱动医疗自动化：1) 需求政策双重驱动，医疗物资智能管理行业有望打开新增长点：**医疗机构数目的持续增长为医疗物资智能管理行业带来潜在需求，21年医疗新基建新签合同金额同比增长77.3%，“十四五”带来医疗新基建规模相当于新建1230家三级医院；**2) 中国自动化药房产量正迈入快速增长阶段，医疗自动化市场远未饱和，自动化领域市场集中度较高：**2018年末，我国门诊药房自动化设备的渗透率整体约为20%，公司重点布局地区华东、华北自动化设备渗透率也仅为22.4%和20%，存在较大待填补的市场空间。
- 三大业务支撑增长韧性，业务拓展持续进行：1) 受益于公司产品种类的不断丰富以及持续加大市场开拓力度，营业收入和归母净利润稳定增长：**公司营业收入2017年-2021年的CAGR为18.7%，归母净利润2017年-2021年的CAGR为24.4%，22H1公司营业收入1.7亿元，归母净利润0.3亿元；**2) 智慧药房贡献主要收入：**21年收入27920.3万元，收入占比达71.7%，毛利率为64.4%。智慧病区、智慧物流两大业务21年分别贡献了1724.1万元和4665.3万元的收入，毛利率分别为63.5%和54.2%。
- 八大核心技术助力公司专利项目获批不断，在研项目储备丰富：1) 业务拓展持续进行：**公司持续拓展产品布局，由单一产品拓展到多产品线，形成了医疗物资智能管理的一体化解决方案。首创的日均处方处理量6000张以上的“一体化流线式药房自动化系统”已进入产业化阶段；**2) 研发投入持续增长，业务覆盖范围广阔：**22H1研发投入1875.9万元，占营业收入的11.3%。截至22H1，公司累计在手21个在研项目，覆盖数字化智能成药、自动调配系统、矩形物流项目的开发等多个领域，预计总投资规模达0.9亿元。
- 投资建议：**我们预计2022-2024年公司营收分别为5.2/6.8/8.9亿元、归母净利润分别为1.3/1.7/2.3亿元。公司作为新型智能医疗企业的典范，凭借全流程体系的自动化解决方案，业绩表现亮眼。公司主要布局了自动化药房、自动化病区、自动化物流三大板块，预计未来将贡献突出业绩，助力公司长期可持续性发展。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**市场需求变化风险，产品及技术创新研发风险，核心技术及业务人员流失风险。



股票数据

总股本(百万股):	77.20
流通 A 股(百万股):	45.35
52 周内股价区间(元):	22.17-48.68
总市值(百万元):	3,188.36
总资产(百万元):	1,305.27
每股净资产(元):	10.26

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	310	389	519	681	887
(+/-)YOY(%)	6.4%	25.6%	33.3%	31.3%	30.2%
净利润(百万元)	72	96	129	172	230
(+/-)YOY(%)	33.8%	33.4%	24.9%	25.2%	26%
全面摊薄 EPS(元)	0.93	1.24	1.67	2.23	2.98
毛利率(%)	59.0%	59.6%	57.9%	58.7%	59.7%
净资产收益率(%)	15.7%	11.9%	14.5%	16.2%	17.8%

资料来源: 公司年报 (2020-2021), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. 艾隆科技：中国新型智能医疗企业典范.....	6
1.1. 全方位布局三大自动化医疗板块，提供医疗物资智能一体化解决方案	6
1.2. 华东地区贡献主要收入，毛利率稳定在较高水平	7
2. 市场远未饱和，“需求+政策”合力驱动医疗自动化	9
2.1. 需求政策双重驱动，医疗物资智能管理行业有望打开新增长点	9
2.2. 中国自动化药房产量正迈入快速增长阶段，医疗自动化市场远未饱和	11
3. 三大业务支撑增长韧性，在研项目储备丰富	13
3.1. 业务拓展持续进行，核心业务增长稳健	13
3.2. 智慧药房：提供全流程体系的自动化解决方案.....	14
3.3. 智慧病区：以智能物资管控为核心和护理智能化的新型智能病区.....	17
3.4. 智慧物流：打破传统运输方式，提高物资流转效率	18
3.5. 专利项目获批不断，在研项目储备丰富	19
4. 盈利预测.....	21
5. 风险提示.....	23

图表目录

图 1: 艾隆科技发展史.....	6
图 2: 公司股权结构图.....	6
图 3: 公司营业收入及增速.....	7
图 4: 公司归母净利润及增速.....	7
图 5: 公司毛利率和净利率.....	7
图 6: 公司四费率.....	7
图 7: 公司主要产品分地区收入.....	8
图 8: 公司主要产品分地区毛利率.....	8
图 9: 中国医疗卫生机构数和医院数 (个).....	9
图 10: 政府医疗卫生服务支出 (亿元).....	9
图 11: 中国医疗卫生机构/医院诊疗人次数 (亿人).....	9
图 12: 日本/中国每千人床位数.....	9
图 13: 医疗新基建新签合同金额 (百万) 及增速.....	10
图 14: 中国自动化药房产量 (台) 及增速.....	11
图 15: 中国自动化药房产值 (亿元) 及增速.....	11
图 16: 美国医院自动发药机渗透率.....	12
图 17: 美国静配中心使用配液机器人的比例.....	12
图 18: 公司主营业务发展历程.....	13
图 19: 公司分业务收入.....	13
图 20: 智慧药房系列产品收入及增速.....	14
图 21: 智慧药房系列产品毛利率.....	14
图 22: 自动化药房板块分业务收入.....	14
图 23: 自动化药房板块分业务收入收入占比.....	14
图 24: 自动化药房板块.....	15
图 25: 公司门/急诊药房板块主要产品.....	15
图 26: 静配中心自动化药房系列产品运作模式.....	16
图 27: 公司院外智慧药房主要产品.....	16
图 28: 中药个性化智能制剂系统运作模式.....	17
图 29: 自动化病区板块收入及增速.....	17
图 30: 自动化病区板块毛利率.....	17
图 31: 自动化物流板块收入及增速.....	18
图 32: 自动化物流板块毛利率.....	18

图 33: 公司研发费用、增速、研发费用率.....	19
表 1: 公司业务及对应产品分类.....	7
表 2: 行业的主要法律法规及政策.....	10
表 3: 我国门诊药房自动化市场的竞争格局 (截至 2018 年末)	12
表 4: 门/急诊自动化药房系列产品.....	15
表 5: 静配中心自动化药房系列产品.....	16
表 6: 院外自动化药房系列产品.....	16
表 7: 自动化病区产品.....	18
表 8: 自动化物流产品.....	18
表 9: 公司核心技术获专利情况 (截至 2022 年 6 月 30 日)	19
表 10: 公司在研项目 (计划总投资规模前十)	20
表 11: 公司收入预测拆分 (百万元)	21
表 12: 可比公司估值分析.....	21

1. 艾隆科技：中国新型智能医疗企业典范

1.1. 全方位布局三大自动化医疗板块，提供医疗物资智能一体化解决方案

全方位布局三大自动化服务板块，提供医疗物资智能管理一体化解决方案。艾隆科技成立于 2006 年，总部设于苏州。公司于 2009 年首次成功进入供应链自动化领域，并分别于 2013 年和 2016 年完成了智慧医院和智慧物资产业整体布局。公司于 2021 年在上交所科创板挂牌上市（股票代码：688329），是目前该行业率先在 A 股上市的企业。公司目前主要为各级医疗服务机构提供医疗物资智能化管理整体解决方案，产品主要包括覆盖自动化药房、自动化病区、自动化物流三大板块的医疗物资智能管理设备及软件信息平台。

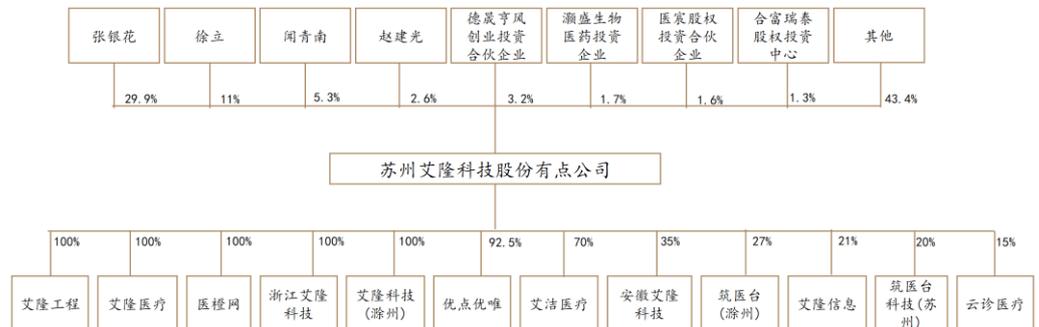
图 1：艾隆科技发展史



资料来源：公司官网，德邦研究所

公司股权集中，管理决策权稳定。公司控股股东张银花持有 29.9% 的股份，为公司实际控制人，担任董事长和总经理职位。第二大股东徐立持有 11% 的股份，在公司担任董事和副总经理职位，此外，闻青南和赵建光分别持有公司 5.2% 和 3.5% 的股份。公司重要控股子公司包括艾隆工程、艾隆医疗、医橙网、浙江艾隆科技、优点优唯、艾洁医疗等。

图 2：公司股权结构图（截至 2022 年 6 月 30 日）



资料来源：wind，公司公告，德邦研究所
注：截至 2022 年 6 月 30 日

公司致力于打造医疗物资智能管理设备及软件信息平台，助力医疗机构构建全面有效的新型智慧医疗体系。公司产品主要包括覆盖自动化药房、自动化病区、

自动化物流三大板块的医疗物资智能管理设备及软件信息平台，其中自动化药房板块包括门、急诊自动化药房系列，静配中心自动化药房系列以及院外自动化药房系列产品，具体产品涉及快速发药机、输液成品分拣机、城市中央药房等。自动化病区板块包括智能分包机、病区综合管理柜、智能陪护床等产品，自动化物流板块则包括气动物流传输系统、整处方传输系统、智能二级缓存库等具体产品。

表 1: 公司业务及对应产品分类

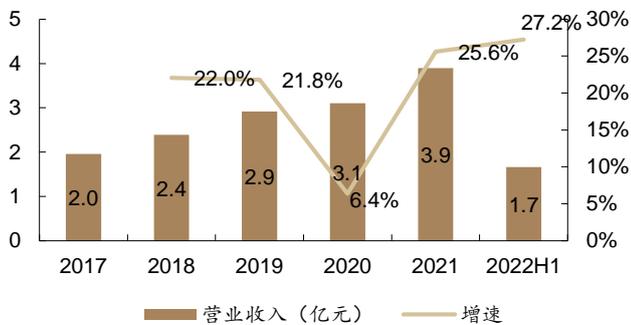
序号	一级分类	二级分类	具体产品
1	自动化药房板块	门、急诊自动化药房系列	快速发药机、高速发药机、智能存取机、智能麻精药品管理柜等
		静配中心自动化药房系列	针剂统排机、输液成品分拣机、输液贴签机等
		院外自动化药房系列	小微自助药房、城市中央药房、中药个性化智能制剂系统等
2	自动化病区板块		智能分包机、病区综合管理柜、智能陪护床等
3	自动化物流板块		气动物流传输系统、整处方传输系统、智能二级缓存库等

资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

1.2. 华东地区贡献主要收入，毛利率稳定在较高水平

受益于公司产品种类的不断丰富以及持续加大市场开拓力度，营业收入和归母净利润稳定增长。公司营业收入从 2017 年的 2 亿元增长到 2021 年的 3.9 亿元，CAGR 为 18.7%，归母净利润从 2017 年的 3987.6 万元增长到 2021 年的 9558.8 万元，CAGR 为 24.4%。公司营业收入和归母净利润稳定增长主要系医疗物资智能管理行业的迅速发展以及公司产品种类不断丰富所致，同时公司不断加大市场开拓力度，积极拓展新业务以及新客户。

图 3: 公司营业收入及增速



资料来源：公司年度报告，wind，公司公告，德邦研究所

图 4: 公司归母净利润及增速

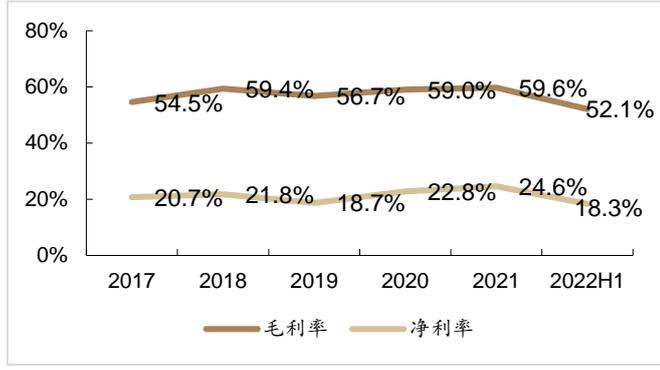


资料来源：公司年度报告，wind，公司公告，德邦研究所

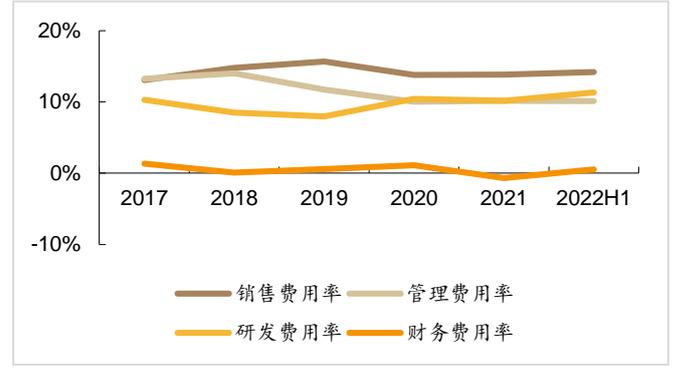
公司毛利率稳定在较高水平，费用率基本保持稳定。公司自 2017 年以来毛利率稳定在 50% 以上，2021 年达 59.6%。毛利率较高主要是由于公司持续研发新产品、丰富产品管线、积累相关技术以及公司所处行业产品具有较高附加值所致。公司各项费用近年来有所上升，但随着营业收入的持续提高，费用率保持稳定。

图 5: 公司毛利率和净利率

图 6: 公司四费率



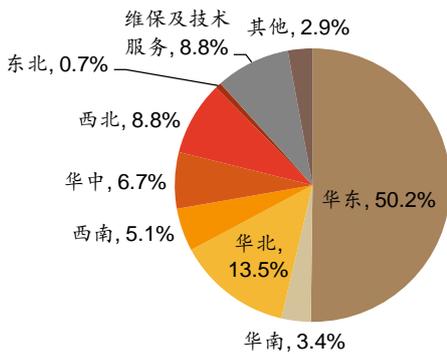
资料来源：公司年度报告，wind，公司公告，德邦研究所



资料来源：公司年度报告，wind，公司公告，德邦研究所

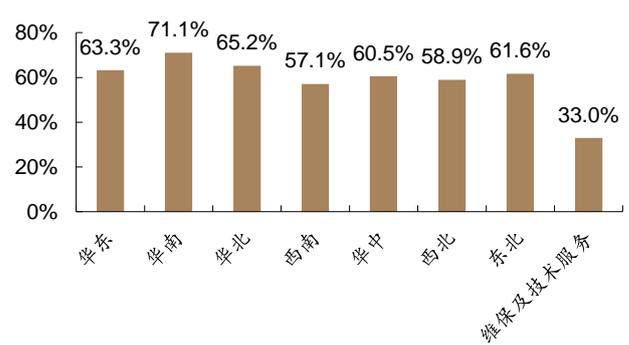
华东地区贡献公司主要收入，毛利率整体处于较高水平。公司销售区域覆盖全国 29 个省市，由于我国沿海地区经济发展较快，医疗机构规模相对较大，对公司产品的需求较高，因此主营业务主要集中在华东地区，2021 年收入占比 50.2%。同时公司也不断在其他区域开拓市场，2021 年华北、西北、华中地区收入占比分别为 13.5%、8.8%、6.7%。2021 年各地区毛利率整体维持在较高水平，其中华南、华北、华东地区的毛利率分别为 71.1%、65.2%、63.3%。

图 7：公司主要产品分地区收入（2021 年）



资料来源：公司年度报告，wind，公司公告，德邦研究所

图 8：公司主要产品分地区毛利率（2021 年）



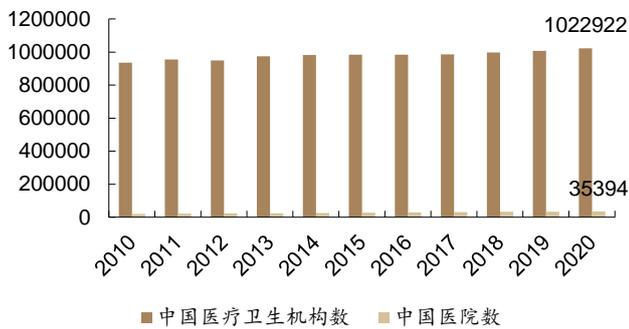
资料来源：公司年度报告，wind，公司公告，德邦研究所

2. 市场远未饱和, “需求+政策” 合力驱动医疗自动化

2.1. 需求政策双重驱动, 医疗物资智能管理行业有望打开新增长点

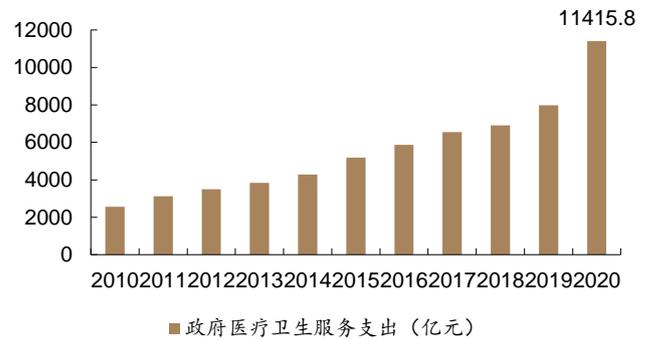
医院数目的持续增长为医疗物资智能管理行业带来潜在需求。我国医疗卫生机构数从 2010 年的 936927 家增长到 2020 年的 1022922 家, 医院数量从 2010 年的 20918 家增长到 2020 年的 35394 家, CAGR 为 5.4%。然而, 快速增长的医院数并不能满足日益增长的卫生资源与服务需求, 这将为公司所在的医疗物资智能管理行业带来潜在需求。政府医疗卫生服务支出从 2010 年的 2565.6 亿元增长到 2020 年的 11415.8 亿元, CAGR 为 16.1%。随着我国医药卫生体制改革的不断深入, 政府加大对基层卫生医疗机构的投资, 带动了我国医疗物资智能管理行业下游市场需求。

图 9: 中国医疗卫生机构数和医院数 (个)



资料来源: 中国卫生健康统计年鉴, 德邦研究所

图 10: 政府医疗卫生服务支出 (亿元)



资料来源: 中国卫生健康统计年鉴, 德邦研究所

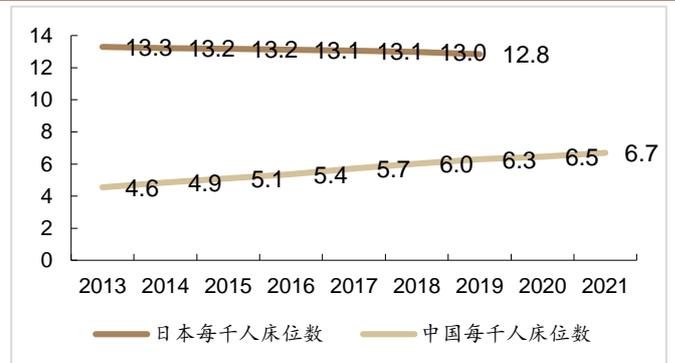
庞大的诊疗人次和较低水平的床位数对医疗基础建设和自动化提出更高需求。中国医疗卫生机构/医院诊疗人次分别从 2010 年的 58.4/20.4 亿人次增长到 2020 年的 77.4/33.2 亿人次, 2019 年最高分别达 87.2/38.4 亿人次, 庞大的诊疗人次对医院诊疗效率提出了更高的要求, 刺激医疗自动化快速发展。日本每千人床位数处于全球最高水准, 2013 年以来一直保持约 13 张床位/千人的水平, 中国每千人床位数相对于日本虽处于较低水平, 但历年来持续上升, 从 2013 年的 4.6 张床位/千人持续增长至 2021 年的 6.7 张床位/千人, 预计未来随着医疗基础建设的不断加强, 中国每千人床位数将持续增长。

图 11: 中国医疗卫生机构/医院诊疗人次 (亿人)



资料来源: 中国卫生健康统计年鉴 (2021), 德邦研究所

图 12: 日本/中国每千人床位数

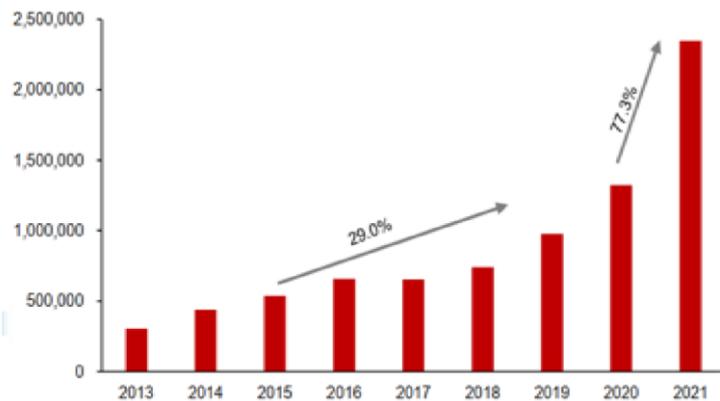


资料来源: 中国卫生健康统计年鉴, wind, trading economics, 德邦研究所

“医疗新基建” 带动医疗行业需求快速增长。2020 年以来, 新冠疫情暴露

了我国疾病防控方面的不足，“十四五”规划也特别提出需要加强医疗基础建设，目前医疗新基建正如火如荼地进行着。2021年医疗新基建新签合同金额较2020年增长了77.3%，2013年至2021年的CAGR为29.0%。此外，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，“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。高质量的医疗基建项目将引领现代医院向建设美好智慧医院转变。

图 13：医疗新基建新签合同金额（百万）及增速



资料来源：公司 2021 年年度报告，德邦研究所

国家针对医疗自动化相关产业及产品制定了一系列法律法规和政策鼓励其发展。公司产业层面，2013年和2016年由发改委和国家质量监督检验检疫总局颁布的《产业结构调整指导目录》以及《装备制造业标准化和质量提升规划》，旨在鼓励医疗卫生服务设施建设与提高制造业发展质量。产品层面，物联网领域中，2013年工信部颁布的《信息化和工业化深度融合专项行动计划》旨在增强电子信息产业支撑服务能力；针对卫生领域，国家医保局颁布了《关于推进新冠肺炎疫情防控期间开展“互联网+”医保服务的指导意见》规定将符合条件的“互联网+”医疗服务费用纳入医保支付范围，减轻患者支付负担。

表 2：行业的主要法律法规及政策

	主要政策	发布日期	发布单位	相关内容
与公司产业有关的政策	《装备制造业调整和振兴规划》	2009年5月	国务院	提高国产装备质量水平，扩大国内市场，国产装备国内市场满足率稳定在70%左右。
	《产业结构调整指导目录（2011年本，2013年修正）》	2013年	发改委	鼓励发展“三十六、教育、文化、卫生、体育服务业”中的“医疗卫生服务设施建设”，鼓励发展第十四项“机械”：第49条“自动化物流系统装备、信息系统”
	《装备制造业标准化和质量提升规划》	2016年8月	国家质量监督检验检疫总局、国家标准委工业和信息化部	紧贴《中国制造2025》的需求，提高制造业发展质量和效益为中心，以实施工业基础、智能制造、绿色制造等标准化和质量提升工程为抓手，深化标准化工作改革。
物联网领域	《信息化和工业化深度融合专项行动计划》	2013年8月	工业和信息化部	增强电子信息产业支撑服务能力。加快集成电路、关键电子元器件、基础软件、新型显示、云计算、物联网等核心技术创新。
与公司产品应用领域有关的政策	《全国医疗卫生服务体系规划纲要（2015—2020年）》	2015年3月	国务院	优化医疗卫生资源配置，构建与国民经济和社会发展水平相适应、与居民健康需求相匹配、体系完整、分工明确、功能互补、密切协作的整合型医疗卫生服务体系。
	《“十三五”卫生与健康规划》	2016年12月	国务院	优化诊区设施布局，营造温馨就诊环境。推进预约诊疗服务，有效分流就诊患者。合理调配诊疗资源，推行日间手术，加强急诊力量，畅通急诊绿色通道。

药品流通领域	《关于深入开展“互联网+医疗健康”便民惠民活动的通知》	2018年7月	卫健委	二级以上医院要加强药学部门信息化建设，鼓励有条件的医疗机构推进“智慧药房”建设，实现处方系统与药房配药系统无缝对接，方便群众及时取药
	《关于推进新冠肺炎疫情防控期间开展“互联网+”医保服务的指导意见》	2020年2月	国家医保局、卫健委	将符合条件的“互联网+”医疗服务费用纳入医保支付范围；鼓励定点医药机构提供“不见面”购药服务；
	《关于药品信息化追溯体系建设的指导意见》	2018年11月	国家药监局	建设信息化药品追溯体系；推进追溯信息互联互通；拓展药品追溯数据价值；建立数据安全机制药品监督管理部门应指导和监督追溯体系建设。
	《中华人民共和国药品管理法》	2019年8月	全国人大常委会	从事药品研制、生产、经营、使用活动，应当遵守法律、法规、规章、标准和规范，保证全过程信息真实、准确、完整和可追溯

资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

2.2. 中国自动化药房产量正迈入快速增长阶段，医疗自动化市场远未饱和

医疗物资智能管理系统从信息管理、药品物流、药事服务等多个维度提升了医疗卫生机构的医疗服务质量。主要体现在以下方面，1) 改善服务环境，回归价值本源：以普通三甲医院为例，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 60s/张缩短至 8-10s/张，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 1000 多张；2) 控制差错率，保障用药安全：通过使用门/急诊自动化药房系列产品，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；3) 信息互联互通，促进供应链整合：未来 2 到 4 年，北京/深圳/苏州/上海静配中心自动化设备渗透率分别将从 4%/6%/30%/5% 上升到 45%/57%/65%/48%。

中国自动化药房产量及产值正迈入快速增长阶段。中国自动化药房产量从 2015 年的 721 台增长到 2019 年的 1074 台，CAGR 为 10.5%，随着政府医疗卫生服务支出的持续增长以及医疗新基建的火热进行，预计该复合增速在 2020 年到 2026 年将达到 16.3%，2026 年中国自动化药房产量预计将达到 2534 台；中国自动化药房产值从 2015 年的 4.8 亿元增长到 2019 年的 6.7 亿元，CAGR 为 8.8%，预计该复合增速在 2020 年到 2026 年将达到 13.7%，2026 年中国自动化药房产值预计达 13.5 亿元。

图 14：中国自动化药房产量（台）及增速

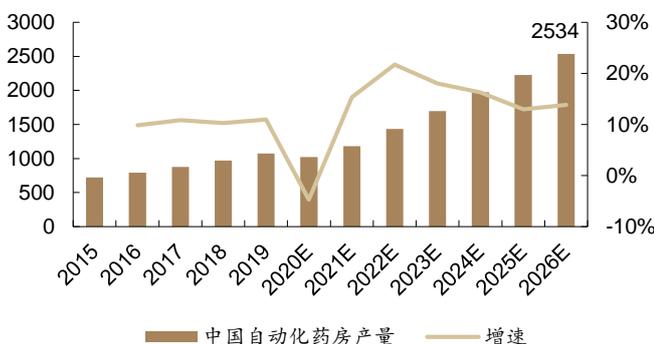
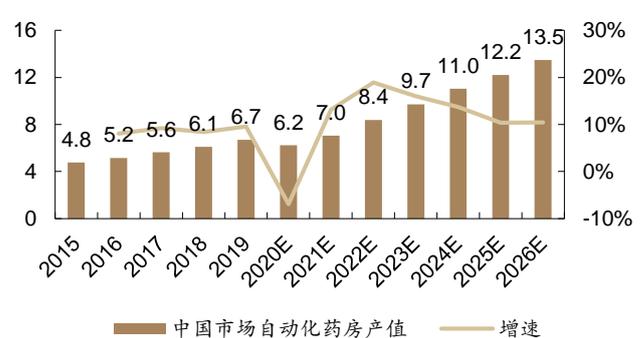


图 15：中国自动化药房产值（亿元）及增速



资料来源：《2020-2025 年中国自动化药房行业专项调研及投资前景调查研究分析报告》，QYResearch，德邦研究所

资料来源：《2020-2025 年中国自动化药房行业专项调研及投资前景调查研究分析报告》，QYResearch，德邦研究所
注：1 美元=6.76 人民币

我国门诊药房自动化领域市场集中度较高，前五大公司市场占有率共计 81.9%。截至 2018 年末，公司在门诊药房自动化领域的市占率为 28.5%，仅次于健麾信息的 30.2%，较高的市场占有率和行业集中度使得公司在未来业务竞争中处于有利地位。我国同行业其他公司 Swisslog、Becton, Dickinson and Company、

株式会社汤山制作所市占率分别为 9.3%、8.3%和 5.6%。

表 3：我国门诊药房自动化市场的竞争格局（截至 2018 年末）

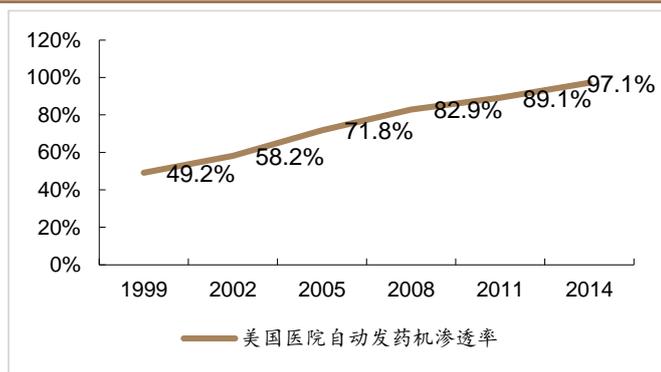
序号	公司名称	市场占有率
1	健麾信息	30.2%
2	苏州艾隆	28.5%
3	Swisslog	9.3%
4	Becton, Dickinson and Company (BD)	8.3%
5	株式会社汤山制作所	5.6%
6	北京蝶和	4.6%
7	其他	13.5%

资料来源：健麾信息招股说明书，弗若斯特沙利文，德邦研究所

我国门诊药房自动化设备市场尚未达到饱和。美国医院自动发药机渗透率从 1999 年的 49.2%增长到 2014 年的 97.1%，2014 年，病床数在 100-199 和 300 以上的医院，自动发药机的覆盖率为 100%。即使是病床数小于 50 的医院，覆盖率也有 92.9%。然而直到 2018 年末，我国门诊药房自动化设备的渗透率整体约为 20%。公司重点地区华东、华北区域的门诊药房自动化设备的渗透率也仅为 22.4%和 20%，因此公司的重点业务在重点地区的布局存在较大待填补的市场空间。

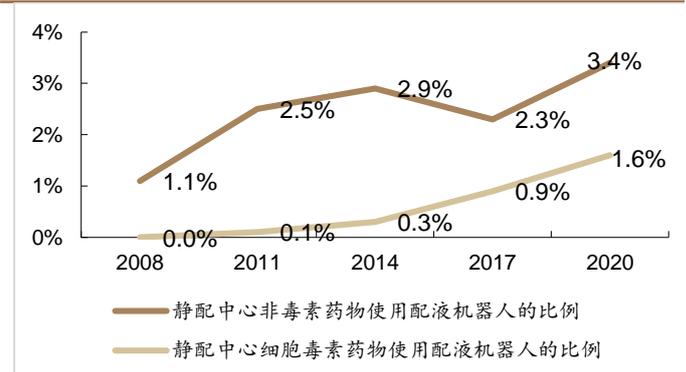
配液机器人的使用仍处于初步发展阶段。美国静配中心非毒素药物使用配液机器人的比例从 2008 年的 1.1%增长到 2020 年的 3.4%，其中使用比例最高的为床位数为 400-599 的医院，使用比例为 19.5%，床位数在 600 以上的医院使用比例为 9.4%；静配中心细胞毒素药物使用配液机器人的比例从 2011 年的 0.1%增长到 2020 年的 1.6%，床位数在 600 以上的医院使用比例为 15.6%。随着国内静配中心设备自动化水平的提升，预计未来 2 到 4 年，北京静配中心自动化设备渗透率将从 4%上升到 45%，深圳静配中心自动化设备渗透率将从 6%上升到 57%，苏州静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%。

图 16：美国医院自动发药机渗透率



资料来源：《ASHP national survey of pharmacy practice in hospital settings: Dispensing and administration—2014》，德邦研究所

图 17：美国静配中心使用配液机器人的比例



资料来源：《ASHP national survey of pharmacy practice in hospital settings: Dispensing and administration—2020》，德邦研究所

3. 智慧药房增长稳健，不断探索布局院内新需求

3.1. 业务拓展持续进行，核心业务增长稳健

公司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。2007年，公司生产了第一代快速发药机等产品，此后又逐步推出了高速发药机、智能存取机等门/急诊自动化药房产品；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，公司研发推出了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；2016年至今，公司积极探索“线上+线下”院外自动化药房应用领域，并打造了以“设备+信息平台”为核心的新型智能医疗物资管理系统。截至2021年12月31日，公司产品已覆盖国内879家医疗卫生机构（其中包含466家三甲医院）。

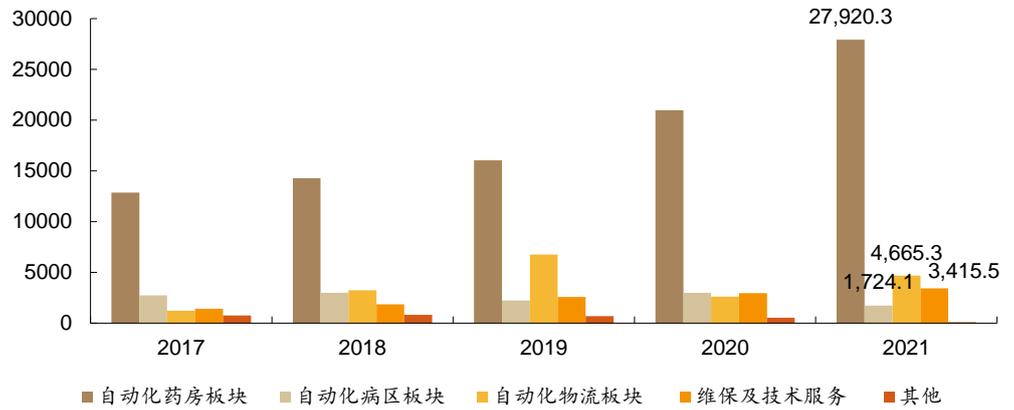
图 18：公司主营业务发展历程

2006~2010年，原始研发经验累积阶段	2010~2016年，优化产品结构，打造“全院级、一体化”方案	2016年至今，院内产品不断丰富，院外场景应用领域不断拓展
<ul style="list-style-type: none"> 公司专注于医疗物资智能管理领域，于2007年生产了第一代快速发药机等产品，并迅速打入国内市场； 研发、生产和销售各环节不断摸索，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。 	<ul style="list-style-type: none"> 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； 不断提升技术研发、生产工艺设计等各项软实力，逐步开始赢得国内知名医疗机构和医药供应链服务企业的认同。 	<ul style="list-style-type: none"> 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； 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。

资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

自动化药房板块贡献公司主要营收，2021年收入占比超70%。公司产品主要包括覆盖自动化药房、自动化病区、自动化物流三大板块的医疗物资智能管理设备及软件信息平台。自动化药房板块营业收入从2017年的12850.5万元增长到2021年的27920.3万元，CAGR为21.4%，贡献公司主要营收，2021年收入占比达71.7%。该板块营业收入不断提升主要是由于公司不断丰富自动化药房产业链，拓展公司产品应用领域所致；自动化病区板块近年来收入保持稳定，自动化物流板块营业收入2020年受疫情影响下降较多，2021年随着各地疫情逐步缓和，该板块收入有所回升。

图 19：公司分业务收入（万元）



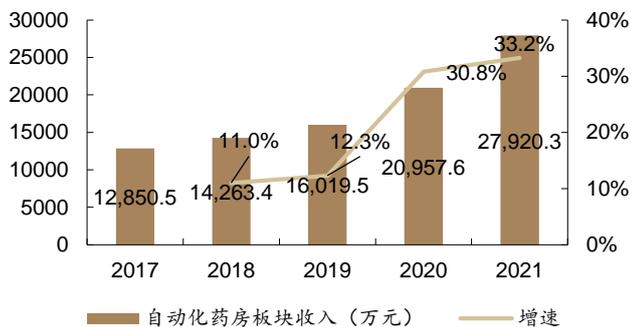
资料来源: 公司年度报告, 德邦研究所

3.2. 智慧药房: 提供全流程体系的自动化解决方案

智慧药房系列产品收入增长明显, 毛利率稳定在较高水平。智慧药房收入从 2017 年的 12850.5 万元增长到 2021 年的 27920.3 万元, CAGR 为 21.4%。收入持续增长主要是由于公司调整销售策略, 持续扩大销售队伍, 拓展销售区域, 加速销售渠道下沉所致。智慧药房系列产品毛利率历年来高于 60%, 其中, 2019 年毛利率高达 69%, 毛利率始终维持在较高水平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 20: 智慧药房系列产品收入及增速

图 21: 智慧药房系列产品毛利率



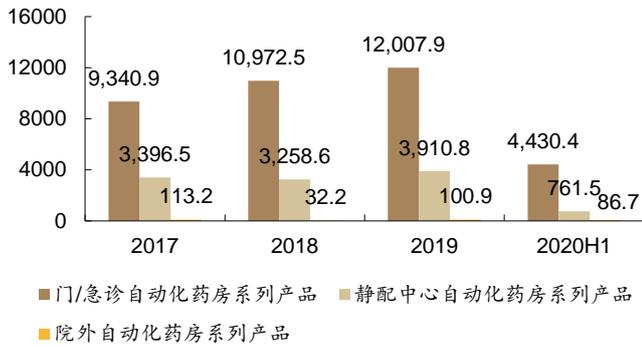
资料来源: 公司年度报告, 德邦研究所

资料来源: 公司年度报告, 德邦研究所

门/急诊自动化系列产品贡献自动化药房板块主要收入, 院外产品收入体量有望提升。自动化药房板块中, 门/急诊自动化药房系列产品收入从 2017 年的 9340.9 万元增长到 2019 年的 12007.9 万元, 2022H1 收入 4430.4 万元, 收入占比最高达 83.9%, 贡献自动化药房板块主要收入; 静配中心自动化药房系列产品收入从 2017 年的 3396.5 万元增长到 2019 年的 3910.8 万元, 2022H1 收入 761.5 万元; 院外自动化药房系列产品收入体量较小, 但随着自动化药房院内向院外应用场景的不断延伸和补充, 预计未来收入和收入占比将有所提升。

图 22: 自动化药房板块分业务收入 (万元)

图 23: 自动化药房板块分业务收入收入占比



资料来源: 公司招股说明书, 德邦研究所



资料来源: 公司招股说明书, 德邦研究所

公司自动化药房板块主要包括门/急诊智慧药房、静配中心智慧药房和院外智慧药房。门/急诊智慧药房系列产品主要包括快速发药机、高速发药机、智能存取机、麻精药品管理柜等, 可实现药品在院内流通的“全程批号”闭环式管理, 提高处方处理效率的同时减少患者拥挤所造成的潜在交叉感染风险; 静配中心智慧药房通过技术人员在密闭、洁净的环境下进行药物调配, 可以最大限度地减少用药错误, 保障患者静脉用药安全; 院外智慧药房作为院内向院外应用场景的延伸和补充, 可有效降低院内交叉感染风险, 保障患者用药安全。

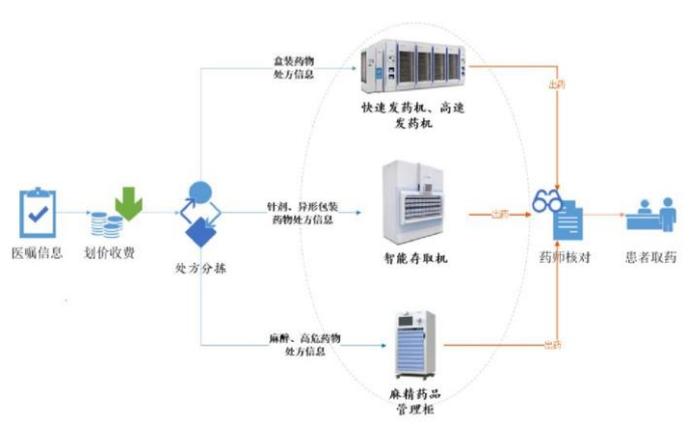
门/急诊自动化药房系列产品通过智能设备优化了传统药房的工作模式。公司门/急诊药房板块主要产品包括快速发药机、高速发药机、智能存取机、麻精药品管理柜。门/急诊板块的工作流程具体包括: 接受医嘱信息后对处方进行分拣, 将不同类型的处方信息输入到相应的机器, 药师核对后患者取药。通过药品在院内流通的“全程批号”闭环式管理, 降低药物发放错误率的同时提高了处方及医嘱的处理效率, 避免出现交叉感染, 保障患者用药安全。

图 24: 自动化药房板块



资料来源: 公司招股说明书, 德邦研究所

图 25: 公司门/急诊药房板块主要产品



资料来源: 公司招股说明书, 德邦研究所

表 4: 门/急诊自动化药房系列产品

序号	产品名称	产品用途	样图
1	快速发药机	用于小批量、标准规格盒装药品的存储、调配、发放	
2	高速发药机	用于大批量、标准规格盒装药品的存储、调配、发放	

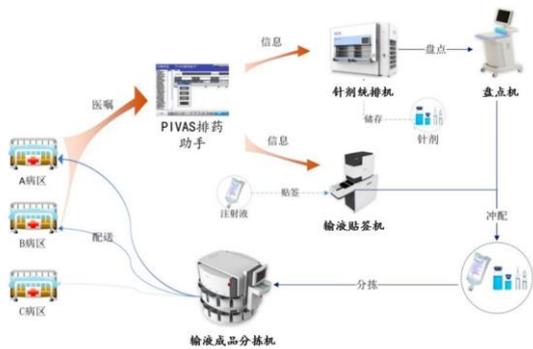
- 3 智能存取机 用于针剂、异形包装药品的存储、调配、发放
- 4 智能麻精药品管理柜 用于毒、麻、精药品的存储、调配、发放



资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

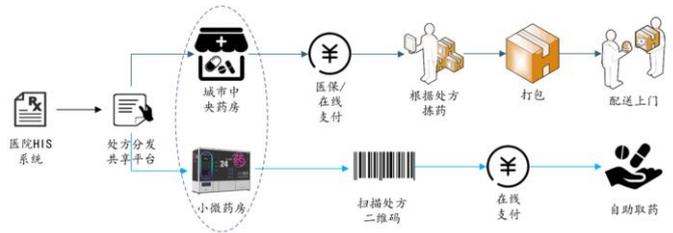
静配中心自动化药房和院外智慧药房可有效保障患者用药安全。静配中心自动化药房产品系统主要包括 PIVAS 排药助手、输液贴签机、盘点机、输液成品分拣机等设备，通过药师调剂、复核、配置等多个环节的严格控制，最大限度地减少用药错误，保障患者静脉用药安全；院外智慧药房从医院 HIS 系统出发，对接处方分发共享平台，最终实现患者自主取药或药物配送上门。通过“无接触、不见面”模式，降低医院院内交叉感染风险，助力疫情防控“互联网+医保支付”服务。

图 26：静配中心自动化药房系列产品运作模式



资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

图 27：公司院外智慧药房主要产品



资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

表 5：静配中心自动化药房系列产品

序号	产品名称	产品用途	样图
1	PIVAS 排药助手	简化静配中心工作流程，视需求选择冲配药品的排药模式	
2	针剂统排机	适用于静配中心统排模式下针剂类药品的储存、调配管理	
3	自动识别盘点机	全自动盘点核对静配中心针剂类药品	
4	输液贴签机	对溶媒液体进行自动化贴签	
5	输液成品分拣机	将完成冲配后的输液袋自动准确地分拣至相应病区的药箱	

资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

表 6：院外自动化药房系列产品

序号	名称	产品功能	产品特点	图片
1	城市中央药房	为周边一定区域患者提供用药咨询、自助取药、配送上门等全方位一站式综合药事服务	对接医院 HIS 系统，实现处方流转；药师实时在线审方指导监督、在线诊疗；自动化药物分拣、打包；可实现在线支付、配送上门	
2	小微自助药房	放置各大中型社区药房的发货系统，可“365 天*24 小时”全时段自助取药	接收处方流转，对接医院 HIS 系统；线上药师咨询平台，在平台提供在线审方服务，向患者提供远程药事咨询服务；可对接医保系统，实现医保脱卡在线支付，零排队，方便快捷；	

- 3 中药个性化智能制剂系统 利用智能自动化系统实现传统中药调配、煎煮、浓缩、灌装、贴签全流程、标准化中药制剂过程 减少人力投入、减轻药师工作压力和劳动强度；全流程药品信息可跟踪追溯，保障用药安全；智能视觉系统核对，自动化称重配料系统，保障药品种类、重量准确率



资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

中药个性化智能制剂系统通过全流程工艺的信息化和数字化，实现处方的自动化调配过程。中药个性化智能制剂系统从中药调配开始，中间经历中药煎煮、药液浓缩、自动灌装等过程，最后对产品进行贴签分拣。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。其工作量可实现>2500张处方/日，称量精度±2%。

图 28：中药个性化智能制剂系统运作模式



资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

3.3. 智慧病区：以智能物资管控为核心和护理智能化的新型智能病区

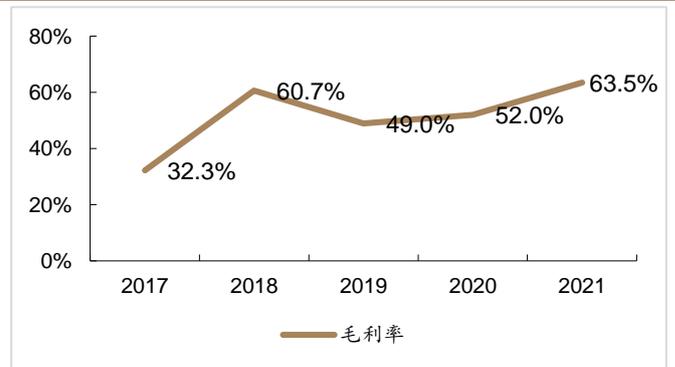
受产品推广等因素影响，自动化病区板块收入波动明显。自动化病区板块 2017/2018/2019/2020/2021 年收入分别为 2736.4/2984.7/2216.6/2968.0/1724.1 万元，2018-2021 年同比增长 9.1%/-25.7%/33.9%/-41.9%。2018 年，公司收购了优点优唯，进一步补充了自动化病区领域的研发实力和产品线，收入有所增长。2019 年公司自动化病区系列产品收入下降幅度较大，主要是由于该系列产品尚处于推广期，收入受产品结构及个别项目影响较大。

图 29：自动化病区板块收入及增速（万元，%）



资料来源：公司年度报告，wind，德邦研究所

图 30：自动化病区板块毛利率



资料来源：公司年度报告，wind，德邦研究所

表 7: 自动化病区产品

序号	名称	产品功能	图片
1	智能分包机	用于住院患者的口服药分包。根据 HIS 系统传递的医嘱信息, 将多种片剂或胶囊自动包入同一个药袋内, 并打印药品信息、患者信息、服用信息等。	
2	病区综合管理柜	实现各病区科室常用药品、耗材的智能管控和使用	
3	手术室麻醉药品管理柜	实现手术室麻醉药品的法规要求的五专管理, 保证麻醉用药使用的安全、有效、便捷	
4	智能陪护床	陪护床与床头柜的完美结合, 用于患者家属陪护使用	

资料来源: 公司招股说明书, 德邦研究所

3.4. 智慧物流: 打破传统运输方式, 提高物资流转效率

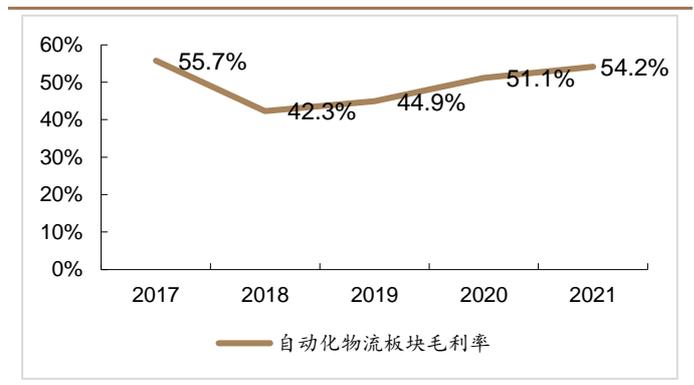
受产品结构及新冠疫情影响, 自动化物流板块营收和毛利率波动较大。自动化物流板块 2017 年-2021 年营业收入分别为 1218.5/3219.8/6762.0/2613.4/4665.3 万元, 2018-2021 年同比增长 164.2%/110%/-61.4%/78.5%。2018 年和 2019 年该板块产品收入大幅上升, 主要系气动物流类产品收入上升以及公司完成上海肿瘤医院一体化智能库项目所致。2020 年受疫情影响, 该板块收入下降较多, 2021 年随着各地疫情形势趋缓, 营业收入有所回弹。2017 年-2021 年毛利率有所波动, 主要是因为产品结构变动所致。

图 31: 自动化物流板块收入及增速 (万元, %)



资料来源: 公司年度报告, wind, 公司公告, 德邦研究所

图 32: 自动化物流板块毛利率



资料来源: 公司年度报告, wind, 德邦研究所

表 8: 自动化物流产品

序号	名称	产品功能	图片
1	整处方传输系统	可根据药筐上芯片信息、准确将药品输送至与其相对应取药窗口	
2	气动物流传输系统	将病历、血浆、标本、报告单及急诊救护用品等物资通过气动管道输送到医院的各个场所	
3	智能二级缓存库	设置在各个药房, 作为一级药库和临床需求药品流通的中间缓存环节, 是保障药品供应的关键节点。	
4	一体化智能调配库	应用智能化设备将医院各个药房药品的储存、分发与发送集约一体, 实现药品库存调配发放一体化工作。	

- 5 医疗危废自动化处理系统 通过全新的摩擦热处理技术，实现医疗废物“就地化”安全、高效、环保处理，实现医疗危废在院内安全的流通处理。



资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

3.5. 在研项目储备丰富，持续拓展产品布局

八大核心关键技术奠定公司长期发展基础。公司自成立以来，致力于医疗物资智能化管理领域前沿技术研发，已在不同领域具备8项核心关键技术。截止2021年2022年6月30日，公司已申请专利853项，获得专利399项。公司产品由单一产品拓展到多产品线，由院内领域延伸至院外领域，形成了医疗物资智能管理的一体化解决方案。其首创的日均处方处理量6000张以上的“一体化流水线药房自动化系统”，可实现全院药品一体化实时管理，并且全程无需人工参与，目前已进入产业化阶段。

表 9：公司核心技术获专利情况（截至 2022 年 6 月 30 日）

序号	核心关键技术	发明专利数
1	超低温下的高精度自动化控制技术	5
2	大批量自动补药技术	23
3	多维智能监控与分析技术	4
4	基于最小时间算法的柔性自动存储技术	20
5	集散型并行控制方式下的多种自动化发药技术	62
6	医疗物资智能管理平台技术	9
7	用于全流程智能核对的传感融合技术	16
8	自动关联流转线与调试技术	37
	合计	176

资料来源：公司 2022 年半年度报告，德邦研究所

研发投入持续增长，在研项目种类丰富。随着医疗服务机构对药品等医疗物资的管理要求不断提升，公司针对互联网+、5G 移动式院外智能药房设备、中药个性化制剂制备等领域需求持续挖掘，研发费用也随之增加。公司研发投入从 2017 年的 2016.2 万元增长到 2021 年的 3961.1 万元，2021 年占营业收入的 10.2%。截至 2021 年，公司累计在手 21 个在研项目，覆盖数字化智能成药、自动调配系统、矩形物流项目的开发等多个领域，预计总投资规模达 1.1 亿元。

图 33：公司研发费用（万元）、增速（%）、研发费用率（%）



资料来源：公司年度报告，2022 半年度报告，wind，德邦研究所

表 10：公司在研项目（计划总投资规模前十）

序号	项目名称	预计总投资规模	本期投入金额	累计投入金额	进展或阶段性成果	拟达到目标	技术水平	具体应用前景
1	医院医疗物资综合管理平台(coss系统)	20,000,000	2,202,330	2,202,330	设计阶段	实现医院信息化，药品可追溯	国内领先水平	应用于医疗机构
2	知护岛	13,770,000	626,571	626,571	整体方案设计阶段，初步的节点功能测试。	完成一家医院的护士站列表，实际测试用户体验。	国内领先，填补空白，创新型方案	智慧病区不可或缺的治疗室环节的創新解决方案
3	静配中心库发一体化项目	8,000,000	2,429,813	2,429,813	样机测试阶段，部分优化设计中	基于 AI 视觉识别及机器人技术，将溶媒发放、针剂发放、贴签、摆药等工作集成，实现智能化、流程化、精细化管理。	国内领先水平	静配中心库发一体化项目是为了辅助药师更好的进行贴签摆药的工作
4	全自动一体化调配库	5,500,000	951,171	951,171	研发阶段	实现盒装药品的库存与发药一体化	行业领先水平	应用于医疗机构
5	健康一体机	5,290,000	1,949,579	4,982,936	样机测试阶段	按照人体工程学设计，提高测量效率确保测量准确性。一体化平台。	国内先进水平	广泛应用于病区及体检中心。具有良好的市场前景
6	智能中药煎煮中心	4,900,000	2,011,274	2,011,274	样机设计阶段	实现中药的自动调剂、煎煮、包装。	国内先进水平	应用于医疗机构
7	基于人工协助快速发药系统全自动补药缓存装置单元	3,750,000	137,744	1,645,757	目前处于上市测试阶段	自动补药系统下方配置缓存装置，可储存多个药箱，机械手抓取药品过程不影响剩余药品出库，保证补药不间断进行，提高工作效率	国际先进水平	应用于医疗机构
8	全院级麻醉药品系统和平台开发	3,500,000	938,207	938,207	方案设计阶段	将整个医院麻醉药品的存储、配送、处方核对、使用登记、空瓶回收全部衔接起来，实现对麻醉药品的全流程管控。	行业领先水平	应用于医院，能够对麻醉药品进行全流程的管控及追溯，更好的帮助医院进行全院级麻醉药品的管控。
9	手术室麻醉系统中基于 AI 视觉识别的空瓶自动回收复核识别终端	3,450,000	128,427	1,794,873	试生产阶段	针对手术室麻精类药品空瓶信息的自动识别，实现麻醉药品的精准管控。	国内领先水平	应用于手术室麻醉系统
10	无人值守全自动加药闭环物流传送装置	3,000,000	1,752,880	4,213,746	小批量生产、销售阶段	结合自动化、信息化、物流传输系统，连接二级库与发药机的闭环物流传出系统，实现 24 小时全自动无人补药技术，避免人工参与药筐的拿取与回收，保障药品安全，药品信息全流程追溯。	国内先进水平	应用于医疗机构

资料来源：公司 2022 年半年报，德邦研究所

4. 盈利预测

核心假设：

自动化药房板块：自动化药房板块为客户提供全流程体系的自动化解决方案。公司持续扩大自动化药房领域的销售队伍，不断调整销售策略，拓展销售区域，加速销售渠道下沉，预计未来将保持近几年的增速稳定增长。自动化药房板块贡献公司主要收入，预计未来三年公司自动化药房板块的同比增长将分别达到35%/32%/30%。

自动化病区板块：自动化病区板块致力于打造以智能物资管控为核心和护理智能化的新型智能病区，公司持续补充该板块的研发实力和产品线。随着国内疫情逐步得到缓解，预计未来该板块将保持疫情前增长趋势。预计未来三年公司自动化病区板块的同比增长将分别达到35%/30%/30%。

自动化物流板块：自动化物流板块致力于打破传统运输方式，提高物资流转效率。随着该板块各类产品收入的不断上升以及完成项目数量的持续增长，预计该板块增速将趋于稳定。预计未来三年公司自动化物流板块的同比增长将分别达到30%/32%/35%。

维修及技术服务：公司完善的售后服务网络，可实现产品定期维保与快速维修响应。随着公司客户和项目数的稳定增长，预计维修及技术服务板块将保持30%的增速稳定增长，预计未来三年公司维修及技术服务板块的同比增长将分别达到30%/30%/30%。

表 11：公司收入预测拆分（百万元）

		2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
自动化药房板块	收入	160.2	209.6	279.2	376.9	497.5	646.8
	YoY	12.3%	30.8%	33.2%	35.0%	32.0%	30.0%
自动化病区板块	收入	22.2	29.7	17.2	23.3	30.3	39.3
	YoY	-25.7%	33.9%	-41.9%	35.0%	30.0%	30.0%
自动化物流板块	收入	67.6	26.1	46.7	60.6	80.1	108.1
	YoY	110.0%	-61.4%	78.5%	30.0%	32.0%	35.0%
维保及技术服务	收入	25.5	29.3	34.2	44.4	57.7	75
	YoY	37.8%	14.8%	16.5%	30.0%	30.0%	30.0%
合计	收入	291.4	310.0	389.3	518.9	681.1	887
	YoY	21.8%	6.4%	25.6%	33.3%	31.3%	30.2%

资料来源：艾隆科技招股说明书，2021 年年度报告，德邦研究所

盈利预测与投资建议：

我们预计 2022-2024 年公司营收分别为 5.2/6.8/8.9 亿元、归母净利润分别为 1.3/1.7/2.3 亿元。公司作为新型智能医疗企业的典范，凭借全流程体系的自动化解决方案，业绩表现亮眼。公司主要布局了自动化药房、自动化病区、自动化物流三大板块，预计未来将贡献突出业绩，助力公司长期可持续性发展。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 12：可比公司估值分析

公司名称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)			PE (X)		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E

健麾信息	47.2	34.7	1.9	2.5	3.3	24.7	18.6	14.3
海尔生物	238.1	75.1	6.2	8.2	10.8	38.7	29.1	22.1
奕瑞科技	360.4	496.7	6.1	8.8	11.4	59.4	41	31.7
PE 均值						40.9	29.6	22.7
艾隆科技	31.6	40.9	1.3	1.7	2.3	24.5	18.4	13.7

资料来源: wind 一致预期, 德邦研究所

注: 更新日期为 2022 年 8 月 22 日, 健麾信息、奕瑞科技均来自德邦预测

5. 风险提示

1) 市场需求变化风险: 随着新的政策意见不断出台、下游医疗机构考评指标的优化细化, 公司产品的应用场景、与下游客户的服务及合作模式也可能发生变化。如果面对外部环境的变化, 公司不能敏锐识别、积极响应、及时调整产品结构, 可能对公司的经营业绩增长造成不利影响。

2) 产品及技术创新研发风险: 如果竞争对手利用通用技术或其他方式取得相关技术, 并进行进一步创新; 或其他行业竞争对手通过加强替代产品的研发和突破, 达到对本行业产品在功能上的取代。将会导致公司无法保持其市场占有率并优先取得市场发展机会, 对公司进一步发展产生不利影响。

3) 核心技术及业务人员流失风险: 随着经营规模的扩大, 公司对研发、采购、生产、销售等方面人才的需求将进一步显现, 如果公司不能及时引进、培育相关人才, 在薪酬、福利等方面不能为各类人才持续提供具有竞争力的发展平台, 可能导致人才队伍的不稳定, 对公司生产经营造成影响。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	1.32	1.67	2.26	3.01
每股净资产	10.40	11.54	13.79	16.80
每股经营现金流	0.51	1.72	1.40	2.84
每股股利	0.50	0.50	0.50	0.50
价值评估(倍)				
P/E	31.89	23.26	17.26	12.94
P/B	4.05	3.38	2.82	2.32
P/S	7.72	5.79	4.41	3.38
EV/EBITDA	25.22	18.48	13.47	9.47
股息率%	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%
盈利能力指标(%)				
毛利率	59.6%	57.9%	58.7%	59.3%
净利润率	24.6%	24.9%	25.6%	26.2%
净资产收益率	11.9%	14.5%	16.4%	17.9%
资产回报率	8.4%	9.3%	10.4%	10.8%
投资回报率	10.5%	12.9%	14.8%	16.4%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	25.6%	33.3%	31.3%	30.2%
EBIT 增长率	26.1%	36.4%	35.7%	34.0%
净利润增长率	33.4%	35.2%	34.8%	33.4%
偿债能力指标				
资产负债率	29.2%	35.3%	36.0%	39.7%
流动比率	2.2	2.0	2.1	2.0
速动比率	1.7	1.5	1.6	1.6
现金比率	0.5	0.4	0.5	0.5
经营效率指标				
应收帐款周转天数	175.9	180.0	190.0	200.0
存货周转天数	158.3	160.0	165.0	170.0
总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.4
固定资产周转率	4.3	4.3	4.9	5.9

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	96	129	174	232
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	34	12	13	14
非经营收益	-4	-2	-3	-3
营运资金变动	-86	-6	-77	-24
经营活动现金流	40	133	108	219
资产	-85	0	0	0
投资	-165	-45	-35	-25
其他	0	-4	0	0
投资活动现金流	-250	-49	-35	-26
债权募资	-54	0	0	0
股权募资	295	-3	0	0
其他	-42	-38	0	0
融资活动现金流	199	-41	0	0
现金净流量	-12	42	73	193

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 19 日
 资料来源：公司年报 (2018-2019)，德邦研究所

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	389	519	681	887
营业成本	157	218	281	361
毛利率%	59.6%	57.9%	58.7%	59.3%
营业税金及附加	5	6	8	11
营业税金率%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
营业费用	54	72	94	122
营业费用率%	13.8%	13.9%	13.8%	13.7%
管理费用	40	54	71	91
管理费用率%	10.2%	10.5%	10.4%	10.3%
研发费用	40	54	72	93
研发费用率%	10.2%	10.5%	10.5%	10.5%
EBIT	106	145	196	263
财务费用	-3	-3	-4	-5
财务费用率%	-0.7%	-0.6%	-0.6%	-0.6%
资产减值损失	-1	0	0	0
投资收益	2	2	2	3
营业利润	110	149	202	271
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	110	149	202	271
EBITDA	126	156	209	277
所得税	14	19	27	38
有效所得税率%	12.8%	13.0%	13.5%	14.0%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	96	129	174	232

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	152	194	267	460
应收账款及应收票据	219	305	425	580
存货	75	119	139	201
其它流动资产	249	316	392	470
流动资产合计	696	935	1,223	1,712
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	91	120	139	151
在建工程	202	161	129	103
无形资产	15	15	15	15
非流动资产合计	444	449	449	449
资产总计	1,140	1,383	1,671	2,161
短期借款	24	24	24	24
应付票据及应付账款	140	242	289	462
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	159	212	279	362
流动负债合计	323	478	592	848
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	10	10	10	10
非流动负债合计	10	10	10	10
负债总计	333	489	602	859
实收资本	77	77	77	77
普通股股东权益	803	891	1,065	1,297
少数股东权益	4	4	4	5
负债和所有者权益合计	1,140	1,383	1,671	2,161

信息披露

分析师与研究助理简介

陈铁林 德邦证券研究所副所长，医药首席分析师。研究方向：国内医药行业发展趋势和覆盖热点子行业。曾任职于康泰生物、西南证券、国海证券。所在团队获得医药生物行业卖方分析师 2019 年新财富第四名，2018 年新财富第五名、水晶球第二名，2017 年新财富第四名，2016 年新财富第五名，2015 年水晶球第一名。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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，未经德邦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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。