

迈得医疗 (688310.SH)

医用耗材自动化装备先锋, 布局隐形眼镜 CDMO 勾勒第二增长曲线

迈得医疗是国产医用耗材智能组装备领导者。深耕安全输注与血液净化领域, 已覆盖 13 类细分医用耗材的 28 项智能装备, 2019-2022 年连续夺得本土同行业市占率首位, 客户覆盖费森尤斯·卡比、泰尔茂、山东威高、三鑫医疗、康德莱等海内外知名医疗企业。2023Q1 公司实现营收 7271 万元(同比增长 39.8%), 实现归母净利润 1341 万元(同比增长 457.7%)。2023Q1 合同负债为 7610 万元(同比增长 147.7%), 较期初增加 1606 万元, 合同负债高增态势彰显未来业绩增长潜力。

医用耗材智能装备业务夯实增长基本盘。我国医用耗材自动化设备行业起步较晚且被 Kahle、ATS、米克朗、AlphaPlan、FilaTech 等巨头把持。“监管趋严+政策扶持+降本增效”等多因素有望推动我国医用耗材生产自动化渗透率提升, 公司作为医用耗材自动化智能装备先锋有望享受行业发展红利。公司已打通 8 大学科交叉的综合研发体系, 自研培育出多项国内领先的核心技术, “单位时间合格品产量”、“效率”、“合格率”、“时间稼动率”多项核心技术指标优于国内同行且比肩海外。公司安全输注类产品收入与销量呈良好增长态势, 2022 年实现销售 2.97 亿元, 占总营收比重 77%, 是业绩增长的核心驱动。血液净化类产品 2022 年实现销售收入 4293 万元(同比增长 1272%), 有望打造新增长动能。

布局隐形眼镜 CDMO 业务勾勒第二增长曲线。根据 Statista 数据, 2022 年中国隐形眼镜市场规模已超 10 亿美元, 预计 2022-2027 年 CAGR 为 8.91%, 受益于近视人数增加及颜值经济等因素行业景气度高。隐形眼镜生产集高分子、光学、机械等多学科于一身, 协同实现高产能与高良品率难度大, 90% 大陆品牌依赖中国台湾与韩国代工。公司于 2022 年 5 月成立“浙江迈得顺”隐形眼镜全资子公司, 并引入来自望隼科技子公司江苏视准的古总担任运营总监, “自动化优势+台资经验加持”助力隐形眼镜 CDMO 业务顺利推进, 当前已产出样片且进入验证阶段, 并有多项在研项目推动。由于中国台湾代工不可避免地存在交货期不稳定与关税等问题, 公司有望乘行业发展东风, 打造第二增长曲线。

盈利预测与估值: 由于隐形眼镜 CDMO 业务还未开始贡献业绩, 故暂不将此业务纳入盈利预测范围, 我们预计 2023-2025 年公司归母净利润为 1.21、1.63、2.20 亿元, 同比增长 80.6%、34.6%、34.9%, 对应 PE 分别为 27X、20X、15X, 首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示: 新签订单不及预期; 隐形眼镜获批不及预期; 限售股解禁风险。

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	316	383	586	779	1,040
增长率 yoy (%)	19.9	21.5	52.8	33.0	33.5
归母净利润(百万元)	64	67	121	163	220
增长率 yoy (%)	9.2	4.0	80.6	34.6	34.9
EPS 最新摊薄(元/股)	0.77	0.80	1.44	1.94	2.62
净资产收益率(%)	8.4	9.3	13.6	16.3	19.0
P/E(倍)	51.5	49.5	27.4	20.4	15.1
P/B(倍)	4.3	4.0	3.7	3.3	2.8

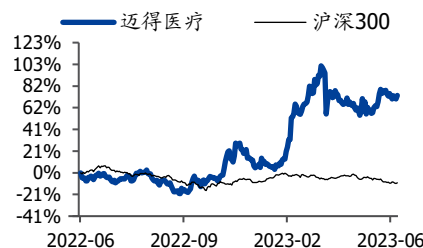
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 6 月 8 日收盘价

增持(首次)

股票信息

行业	自动化设备
6月8日收盘价(元)	39.54
总市值(百万元)	3,317.45
总股本(百万股)	83.90
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	0.69

股价走势



作者

分析师 张金洋

执业证书编号: S0680519010001

邮箱: zhangjy@gszq.com

分析师 杨芳

执业证书编号: S0680522030002

邮箱: yangfang@gszq.com



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	610	636	665	756	870
现金	315	225	282	345	396
应收票据及应收账款	115	121	113	109	122
其他应收款	3	6	8	10	14
预付账款	14	8	25	19	40
存货	100	117	76	113	138
其他流动资产	63	160	160	160	160
非流动资产	269	402	477	552	667
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	44	318	365	413	490
无形资产	41	40	44	49	49
其他非流动资产	184	44	68	91	128
资产总计	879	1038	1142	1308	1537
流动负债	103	193	213	261	312
短期借款	0	0	0	0	4
应付票据及应付账款	44	92	115	156	203
其他流动负债	58	101	98	105	105
非流动负债	14	16	16	16	16
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	14	16	16	16	16
负债合计	117	209	229	277	328
少数股东权益	-2	10	13	19	29
股本	84	84	117	117	117
资本公积	492	511	477	477	477
留存收益	189	224	273	340	437
归属母公司股东权益	764	819	900	1013	1180
负债和股东权益	879	1038	1142	1308	1537

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	85	97	191	211	244
净利润	64	77	124	168	230
折旧摊销	7	15	28	34	42
财务费用	-6	-11	-5	-7	-10
投资损失	0	-3	-5	-4	-2
营运资金变动	5	-13	49	19	-16
其他经营现金流	15	33	-1	0	0
投资活动现金流	-152	-160	-98	-105	-155
资本支出	113	136	75	75	115
长期投资	-40	-25	0	0	0
其他投资现金流	-80	-49	-22	-30	-40
筹资活动现金流	-43	-31	-36	-44	-43
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	34	0	0
资本公积增加	4	19	-34	0	0
其他筹资现金流	-47	-51	-36	-44	-43
现金净增加额	-111	-93	57	63	47

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	316	383	586	779	1040
营业成本	157	190	289	379	502
营业税金及附加	2	4	5	7	9
营业费用	17	18	26	34	45
管理费用	48	76	88	113	149
研发费用	38	37	52	68	88
财务费用	-6	-11	-5	-7	-10
资产减值损失	-2	-2	0	0	0
其他收益	13	19	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	1	0	0
投资净收益	0	3	5	4	2
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	68	87	137	189	259
营业外收入	3	1	5	3	1
营业外支出	0	0	1	1	0
利润总额	70	87	142	192	260
所得税	7	10	18	23	30
净利润	64	77	124	168	230
少数股东损益	-1	10	3	5	10
归属母公司净利润	64	67	121	163	220
EBITDA	68	96	163	217	291
EPS (元/股)	0.77	0.80	1.44	1.94	2.62

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入 (%)	19.9	21.5	52.8	33.0	33.5
营业利润 (%)	-0.8	28.2	58.0	37.9	36.8
归属母公司净利润 (%)	9.2	4.0	80.6	34.6	34.9
获利能力					
毛利率 (%)	50.1	50.5	50.6	51.4	51.7
净利率 (%)	20.4	17.5	20.7	20.9	21.1
ROE (%)	8.4	9.3	13.6	16.3	19.0
ROIC (%)	7.1	8.5	12.8	15.6	18.4
偿债能力					
资产负债率 (%)	13.3	20.1	20.0	21.1	21.3
净负债比率 (%)	-39.4	-25.2	-29.3	-32.0	-31.2
流动比率	6.0	3.3	3.1	2.9	2.8
速动比率	4.6	2.2	2.2	2.0	1.9
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.6	0.7
应收账款周转率	3.0	3.2	5.0	7.0	9.0
应付账款周转率	4.8	2.8	2.8	2.8	2.8
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.77	0.80	1.44	1.94	2.62
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.01	1.16	2.27	2.52	2.91
每股净资产 (最新摊薄)	9.11	9.76	10.73	12.07	14.06
估值比率					
P/E	51.5	49.5	27.4	20.4	15.1
P/B	4.3	4.0	3.7	3.3	2.8
EV/EBITDA	63.5	45.8	26.6	19.7	14.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 6 月 8 日收盘价

内容目录

迈得医疗：专精特新的医用耗材自动化装备先锋	5
“安全输注+血液净化”耗材智能装备双擎驱动，客户资源优秀	5
股权结构集中清晰，核心技术人员资历深厚	7
收入和利润增长稳健，血透类智能装备有望提供新增长动能	8
医用耗材自动化渗透率提升可期，公司先发优势显著	10
“下游应用拓展+监管趋严+政策扶持”驱动医用耗材自动化率提升	10
“先发优势显著+定制性能优秀+本土服务力强”构筑核心竞争力	13
布局隐形眼镜 CDMO 业务，勾勒第二增长曲线	18
“医疗器械+消费”双属性，隐形眼镜生产以代工为主	18
“近视基数上升+颜值经济+功能需求”造就百亿级隐形眼镜市场	20
盈利预测与估值	23
收入拆分及关键假设	23
盈利预测与估值	24
风险提示	25

图表目录

图表 1: 公司发展大事记	5
图表 2: 公司安全输注类智能设备及可装配的部分医用耗材概览	5
图表 3: 公司血液净化类智能设备及可装配的部分医用耗材概览	5
图表 4: 公司服务于海内外多家知名企业客户	6
图表 5: 2016-2019H1 公司前五大客户的销售金额及占比变化	6
图表 6: 公司股权结构图	7
图表 7: 公司核心技术人员资历深厚	7
图表 8: 2021-2023 年公司股权激励考核方案	8
图表 9: 2013-2023Q1 公司营业收入/归母净利润及同比增速	8
图表 10: 2013-2023Q1 公司毛利率/净利率/期间费用率	8
图表 11: 2014-2022 年公司分板块营业收入拆分	9
图表 12: 2014-2022 年公司分板块毛利率情况	9
图表 13: 我国医用耗材智能装备行业发展历程	10
图表 14: 2016-2025E 全球与中国生物药市场规模 (单位: 十亿美元)	11
图表 15: 2016-2025E 中国注射类医美器械市场规模及占医美器械比例	11
图表 16: 2018-2024E 中国留置针市场规模	11
图表 17: 2017-2028E 全球胰岛素笔市场销售额及其增速	11
图表 18: 2011-2021 年中国大陆地区在透患者例数 (HD) (单位: 例)	12
图表 19: 2016-2025E 中国血液透析上游市场规模	12
图表 20: 2015-2022 年国家部分产业政策概览	13
图表 21: 公司核心技术概览	14
图表 22: 公司与同业厂商的技术性能参数对比	14
图表 23: 公司智能装备覆盖 13 类医疗耗材	15
图表 24: 2014-2022 年公司安全输注类产品收入及同比增速	16
图表 25: 2014-2022 年公司血液净化类产品收入及同比增速	16
图表 26: 2014-2022 年公司安全输注类连线机与单机销量 (单位: 台)	16

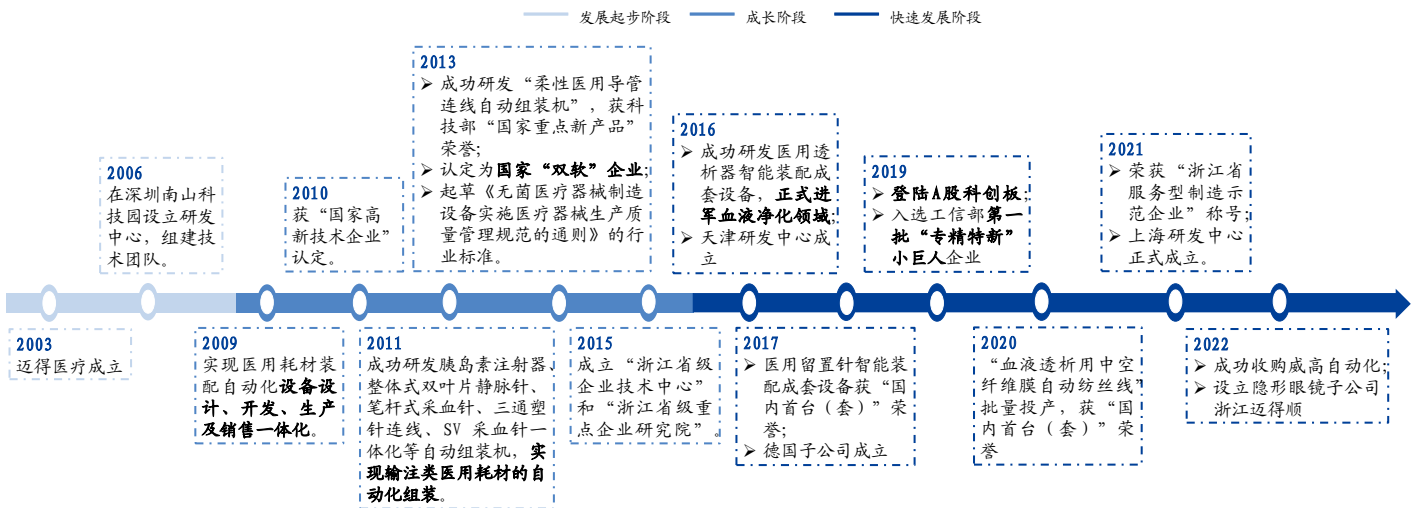
图表 27: 2014-2022 年公司血液净化类连线机与单机销量 (单位: 台)	16
图表 28: 公司医用耗材智能装备在研项目概况	17
图表 29: 中国隐形眼镜行业发展历程	18
图表 30: 隐形眼镜生产工艺概览	19
图表 31: 抛弃式软式隐形眼镜注模式加工工艺流程	19
图表 32: 美瞳的三明治结构	19
图表 33: 2022 年眼科行业市场规模及其拆分	20
图表 34: 2014-2027E 中国隐形眼镜市场规模	20
图表 35: 2022 年中国消费者常购/倾向隐形眼镜抛期分布	20
图表 36: 2021 年全球隐形眼镜材料分类概况	21
图表 37: 全球隐形眼镜品牌市场份额	21
图表 38: 2010-2020 年儿童青少年近视率变化	21
图表 39: 2010-2020 年全国儿童青少年近视人数分布 (单位: 百万人)	21
图表 40: 公司隐形眼镜生产设备在研项目概况	22
图表 41: 2019-2025E 公司收入拆分及预测	23
图表 42: 2019-2025E 公司期间费用率及预测	24
图表 43: 可比公司估值表	24

迈得医疗：专精特新的医用耗材自动化装备先锋

“安全输注+血液净化”耗材智能装备双擎驱动，客户资源优秀

迈得医疗是本土医用耗材智能组装设备先锋。成立于2003年，于2019年11月登陆科创板上市，深耕安全输注类与血液净化类耗材自动化组装设备，可提供“单机装备”（将物料加工组装为医用耗材特定零部件）和“连线机装备”（组装为医用耗材模块或完整智能装备），广泛应用于输液器、留置针、胰岛素针、透析器等自动化成套生产线，是率先打破医用耗材智能装备国外垄断的“专精特新小巨人”企业。

图表1：公司发展大事记



资料来源：公司官网，公司招股书，公司公告，国盛证券研究所

公司主攻“安全输注”与“血液净化”类耗材自动化组装设备，品类不断丰富。

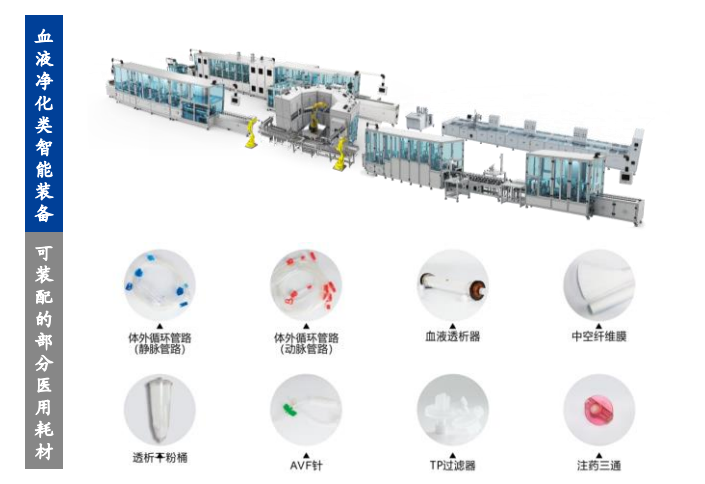
- **安全输注类智能装备**：主要用于COP预灌封或安全自毁式注射器、预充式冲管注射器、留置针、胰岛素针等多领域多样化输注类医用耗材的自动化组装及检测，提升了输注类耗材的稳定性与可靠性。
- **血液净化类智能装备**：主要用于血液透析器和透析管路的组装检测与包装、中空纤维膜纺丝线制丝等环节，公司自主研发的自动化设备攻克了透析器全自动封装组装的瓶颈。

图表2：公司安全输注类智能设备及可装配的部分医用耗材概览



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表3：公司血液净化类智能设备及可装配的部分医用耗材概览



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

客户群体优秀彰显产品认可度，国内外合作持续推进中。公司为全球数百家客户定制了

3000余项全方位系统性解决方案，客户覆盖费森尤斯·卡比、泰尔茂等海外医疗巨头与山东威高、三鑫医疗、康德莱等国内一流医疗企业。非标定制化产品的高认可度持续推动合作深度绑定，示范效应助推国内外下游客户持续顺利拓新。

图表 4: 公司服务于海内外多家知名企业客户

资料来源：公司官网，国盛证券研究所

图表 5: 2016-2019H1 公司前五大客户的销售金额及占比变化

年度	序号	客户名称	产品内容	销售额 (万元)	占比 (%)
2016年	1	江西洪达	安全输注类智能装备	4,893.16	35.09
	2	三鑫医疗	安全输注类智能装备、血液净化类智能装备	1,991.84	14.29
	3	江苏吉春	安全输注类智能装备	1,548.43	11.11
	4	山东威高	安全输注类智能装备	1,477.22	10.59
	5	江西科伦	安全输注类智能装备	633.21	4.54
2017年	1	江西洪达	安全输注类智能装备、血液净化类智能装备	4,427.48	25.53
	2	上海金塔	安全输注类智能装备	1,807.13	10.42
	3	山东威高	安全输注类智能装备、血液净化类智能装备	1,540.40	8.88
	4	千禧光	安全输注类智能装备	1,093.85	6.31
	5	三鑫医疗	安全输注类智能装备、血液净化类智能装备	884.86	5.10
2018年	1	三鑫医疗	安全输注类智能装备、血液净化类智能装备	4,948.59	23.03
	2	山东威高	安全输注类智能装备	2,476.38	11.52
	3	河南曙光	安全输注类智能装备	2,472.40	11.51
	4	江西益康	安全输注类智能装备	2,396.55	11.15
	5	康德莱	安全输注类智能装备	2,185.04	10.17
2019H1	1	山东威高	安全输注类智能装备、血液净化类智能装备	1,666.48	20.97
	2	三鑫医疗	安全输注类智能装备、血液净化类智能装备	1,253.85	15.78
	3	Ailiton LLC	安全输注类智能装备	857.33	10.79
	4	江苏吉春	安全输注类智能装备	781.46	9.83
	5	广东弘和	安全输注类智能装备	580.77	7.31

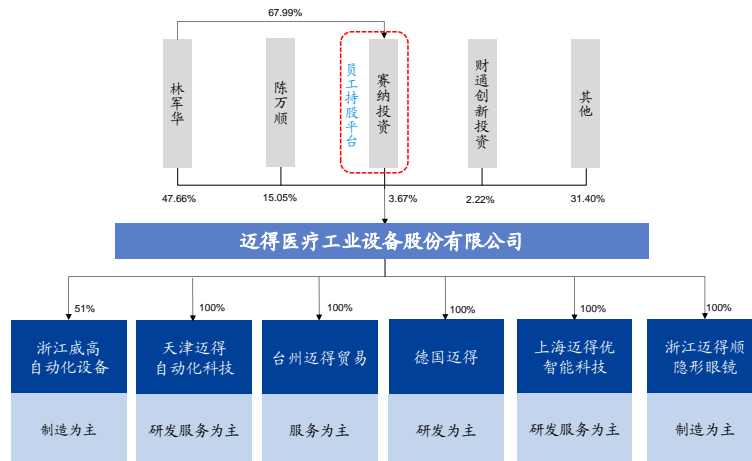
资料来源：公司招股书，国盛证券研究所

股权结构集中清晰，核心技术人员资历深厚

股权结构集中清晰，“重研发+拓品类+赴海外”布局子公司。公司实际控制人林军华直接持股 47.66%，通过赛纳投资间接持股 2.50%，合计持有 50.16% 的股权。

公司已设立天津与上海全资子公司，专注于各类智能装备的研发。同时，公司所设立的台州子公司与控股的威高自动化分别主要承接贸易服务与制造业务，浙江迈得顺子公司为隐形眼镜 CDMO 业务平台。此外，公司设立德国子公司研发基地，以此为抓手，海外市场持续开拓中。

图表 6: 公司股权结构图



资料来源: 同花顺, 企查查, 公司公告, 国盛证券研究所

核心技术人员专业背景深厚。董事长林军华从业二十余年间参与近百项医用耗材智能装备相关发明专利的申请与行业标准的整合，引领建立了包含百余名技术专家的多学科交叉核心研发团队。迄今团队已培育出 315 项专利及 41 项软件著作权，构建起具备顶层设计的技术体系，为公司长期战略蓝图的实现奠定强大技术基础。

图表 7: 公司核心技术人员资历深厚

核心技术人员	职务	履历
林军华	迈得医疗董事长、总经理	<ul style="list-style-type: none"> 具备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，带领公司创办了浙江省迈得医疗智造重点企业研究院，任研究院院长； 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器械企业生产质量管理规范的通则》； 现任全国医用注射器（针）标准化技术委员会委员； 曾荣获“台州市优秀回归企业家”、“浙江省优秀中国特色社会主义事业建设者”、“2018年浙江省‘万人计划’科技创业领军人才”等荣誉称号； 历任浙江京环医疗用品有限公司维修工程师、车间主任，玉环方圆塑化材料厂厂长，2003年任迈得有限董事长、总经理； 现任公司董事长、总经理，赛纳投资执行事务合伙人，玉环聚骅公司执行董事兼经理、迈得贸易公司执行董事兼经理
罗坚	迈得医疗技术中心负责人	<ul style="list-style-type: none"> 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； 2014年入职迈得有限，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； 曾入选浙江省台州市首批青春工匠人才库优秀青年人才，曾参与浙江省装备制造业重点领域省内首台（套）产品的研发工作，参与多项发明专利的研发。
郑龙	迈得医疗技术中心电气软件设计负责人	<ul style="list-style-type: none"> 曾任职于杭州自动化研究院； 2013年入职迈得有限，现任公司技术中心电气软件设计负责人、苏州迈得执行董事兼经理； 曾参与研发“迈得医疗控制系统的开发及产业化项目”被列入“2015年浙江省信息服务业专项项目”； 参与研发的“医用制品（无菌医疗器械）智能装配系统的研发与应用”被列为浙江省科学计划重点研发项目，参与研发的“柔性医用导管连线自动组装机”被评为“国家重点新产品”； 参与研发的“医用精密过滤器自动化装配系统”项目被评为“2014年浙江省重点电子信息产品”； 参与研发的“医用精密过滤器自动组装机”被评为“2015年浙江省装备制造业重点领域首台（套）产品”，参与研发的“医用留置针智能装配成套设备”被评为“2017年浙江省装备制造业重点领域国内首台（套）产品”，曾参与多项发明专利的研发
周大威	迈得医疗技术中心机械设计负责人	<ul style="list-style-type: none"> 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； 2012年入职迈得有限，现任技术中心机械设计负责人； 曾主导留置针导管、输液器组装、AVF 针导管、泵导管接头等公司首台设备设计工作； 参与研发的“医用真空采血管智能装配系统的研发”被列为2015年浙江省重点技术创新专项； 参与研发的“医用精密过滤器自动组装机”被评为“2015年浙江省装备制造业重点领域首台（套）产品”； 参与研发“医用留置针智能装配成套设备”被评为“2017年浙江省装备制造业重点领域国内首台（套）产品”； 参与研发的“医用制品（无菌医疗器械）智能装配系统的研发与应用”被列为浙江省科学计划重点研发项目，曾参与多项发明专利的研发

资料来源: 公司招股书, 公司公告, 国盛证券研究所

股权激励绑定核心人才，彰显公司未来发展信心。公司于 2021 年 9 月推出股权激励计

划，拟以 15 元/股的价格向 62 名核心高管合计授予 146 万股限制性股票，占公告时总股本比例的 1.75%。业绩考核期为 2021-2023 年，以 2018-2020 三年营业收入/归母净利润均值为基准，2021/2022/2023 年增长率分别不低于 30%/60%/90%。股权激励的推行能够激发员工的积极性和创造力，将员工利益与公司长远发展绑定有助于增强团队凝聚力，助推公司长期发展战略和经营目标的实现。

图表 8: 2021-2023 年公司股权激励考核方案

业绩考核目标	2018-2020均值 (基准)	2021	2022	2023	2024
业绩考核指标- 营业收入(百万元)	229.21	297.97 (较基数同比增长30%)	366.74 (较基数同比增长60%)	435.50 (较基数同比增长90%)	-
业绩考核指标- 归母净利润(百万元)	53.94	70.12 (较基数同比增长30%)	86.30 (较基数同比增长60%)	102.49 (较基数同比增长90%)	-
预计分摊费用(万元)	-	405.87	1833.84	897.77	381.65

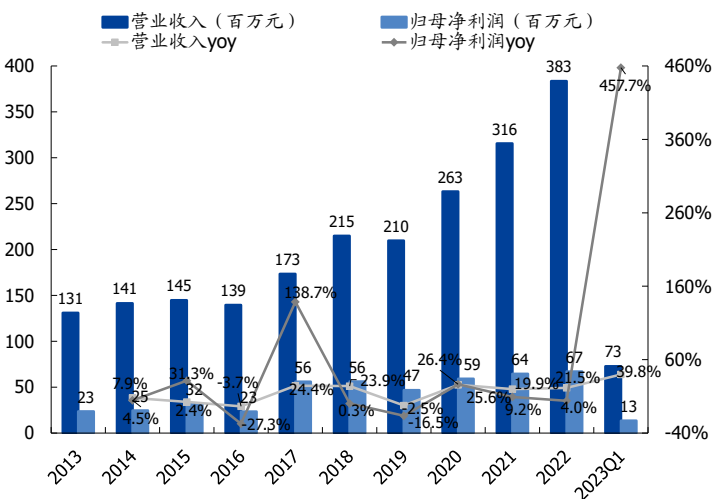
资料来源: iFinD, 公司公告, 国盛证券研究所(注: 上述“营业收入”与“归母净利润”口径以经会计师事务所审计的合并报表为准, 其中“归母净利润”指标的计算以激励成本摊销前的归属于上市公司股东的净利润作为计算依据)

收入和利润增长稳健，血透类智能装备有望提供新增长动能

收入利润保持稳定增长，2023Q1 业绩亮眼。2023Q1 公司实现营收 7271 万元（同比增长 39.8%），实现归母净利润 1341 万元（同比增长 457.7%）。2023Q1 业绩超预期主要系公司在手订单充足，春节后加快安排生产交付带动。此外，2019-2022 年公司收入和归母净利润 CAGR 分别为 22.3%与 12.8%，收入呈现快速增长态势，主要与下游自动化渗透率提升，公司新签订单景气相关。利润端增速不及收入端系重研发战略与人才队伍扩充带来的期间费用率增加所致。

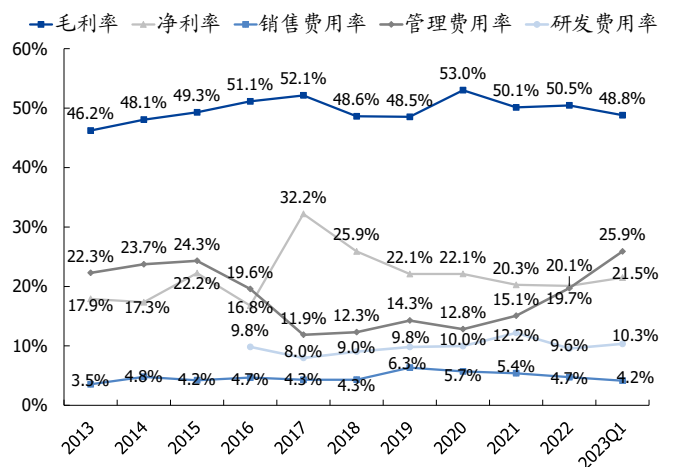
毛利率维持较高水平，净利率随期间费用率改善有望回升。销售费用率随业务扩张略有提升，研发驱动核心战略下研发费用率维持 10%左右，管理队伍扩充带来的薪酬支出增加与股权激励费用摊销致管理费用率小幅抬升。

图表 9: 2013-2023Q1 公司营业收入/归母净利润及同比增速



资料来源: 同花顺 iFinD, 国盛证券研究所

图表 10: 2013-2023Q1 公司毛利率/净利率/期间费用率



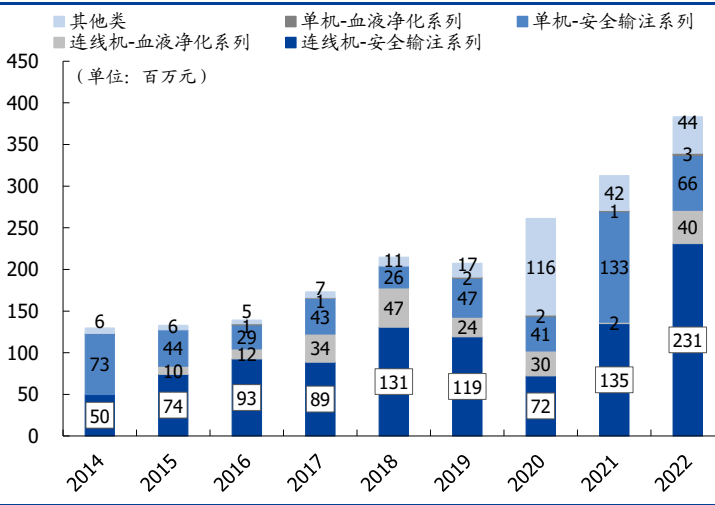
资料来源: 同花顺 iFinD, 国盛证券研究所

分产品线: 安全输注类是业绩增长的核心引擎，血液净化类提供增长新动能。

从设备自动化程度来看: 下游客户的高自动化程度要求推动连线机收入占比持续提升，由 2014 年的 42.1%增至 2022 年的 70.7%。公司以单机优惠开拓新客户，连线机毛利水平整体更高一筹。

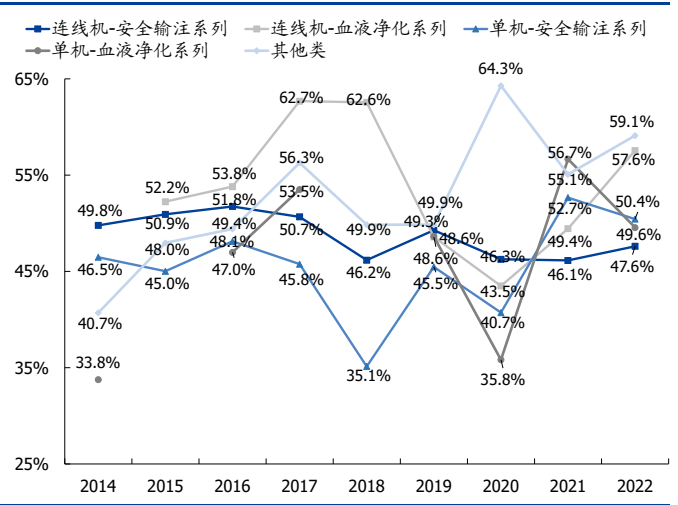
- 从下游应用领域来看：安全输注类设备为收入主力军，占比近80%。血液净化设备及耗材集采带来行业集中度提升及产品放量，公司血液净化类智能设备收入增长亮眼，2022年销售收入约4293万元，同比增长1272%。分产品线毛利率波动主要与客户的定制化需求相关。

图表 11: 2014-2022 年公司分版块营业收入拆分



资料来源：同花顺 iFinD，国盛证券研究所

图表 12: 2014-2022 年公司分版块毛利率情况



资料来源：同花顺 iFinD，国盛证券研究所

医用耗材自动化渗透率提升可期，公司先发优势显著

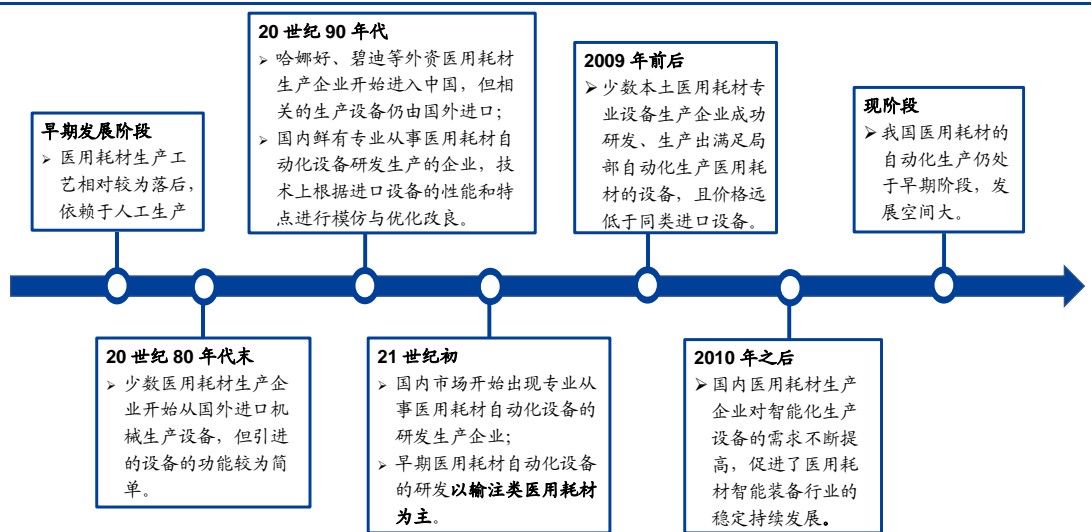
“下游应用拓展+监管趋严+政策扶持”驱动医用耗材自动化率提升

我国医用耗材自动化设备行业起步较晚且被外资占据主要市场份额，迈得医疗是国产先锋，已在安全输注类产品建立领先优势。

医用耗材智能装备是指用于医用耗材的自动化组装、挤切与在线检测等过程的智能化机械设备。自上世纪80年代末从海外引入我国，该行业一直被外资企业把持，直到2009年以迈得为代表的医用耗材智能装备企业成功研发出本土化装备，打破了国际垄断。

目前国内仅安全输注类部分产品实现国产化，2019-2022年迈得医疗产品市占率居本土企业首位。Kahle、ATS与米克朗等国际安全输注类巨头业务涵盖注射器、输液器、留置针等耗材的智能装备，已积淀多年竞争优势；血液净化类主要竞争者包括全球领先的透析器自动化装配线生产商AlphaPlan与专注于全套膜纺丝设备的制造商FilaTech。除安全输注类外的其余细分领域外资垄断严重，亟待国产替代，迈得医疗未来任重道远。

图表 13：我国医用耗材智能装备行业发展历程

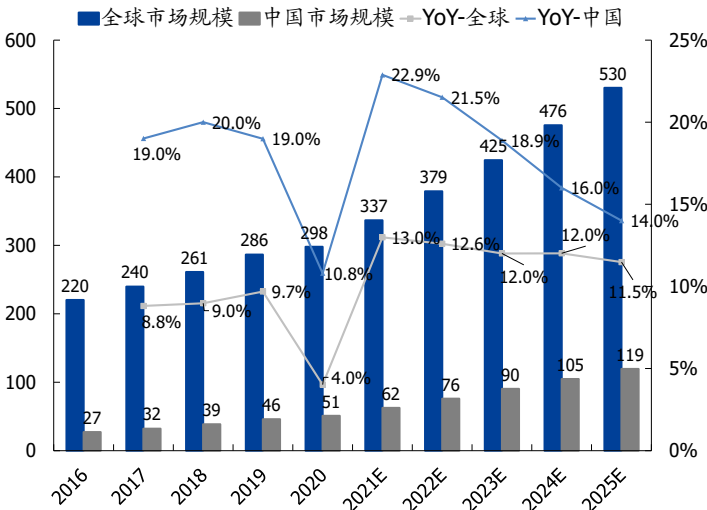


资料来源：公司招股说明书，国盛证券研究所

安全输注类下游市场稳步发展，“预灌封+留置针+胰岛素笔”智能装备需求凸显。

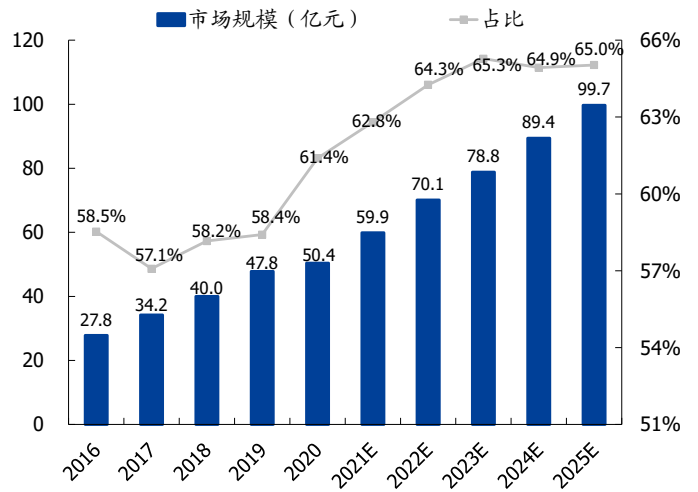
预灌封注射器市场：乘“生物药+医美”东风，加速成长。预灌封注射器集“药物储存”与“注射功能”于一身，因其给药准确、安全便捷、易于运输存储等优势，相较传统注射器患者体验更佳且有助于下游企业控本，应用日趋广泛。根据Frost&Sullivan数据，2025年我国生物药市场将以18.6%的增速达到1194亿美元，生物药市场规模扩张将推动预灌封注射器应用需求持续上行。同时，注射类医美愈发受到市场青睐，规模及占比均有所提升。根据亿渡数据，预计2025年注射类医美市场规模将以14.6%的CAGR增至99.7亿元，占比将达65%。注射医美项目“高频次+高预灌封渗透率”的特点将推动预灌封注射器市场空间打开。

图表 14: 2016-2025E 全球与中国生物药市场规模 (单位: 十亿美元)



资料来源: Frost & Sullivan, 国盛证券研究所

图表 15: 2016-2025E 中国注射类医美器械市场规模及占医美器械比例

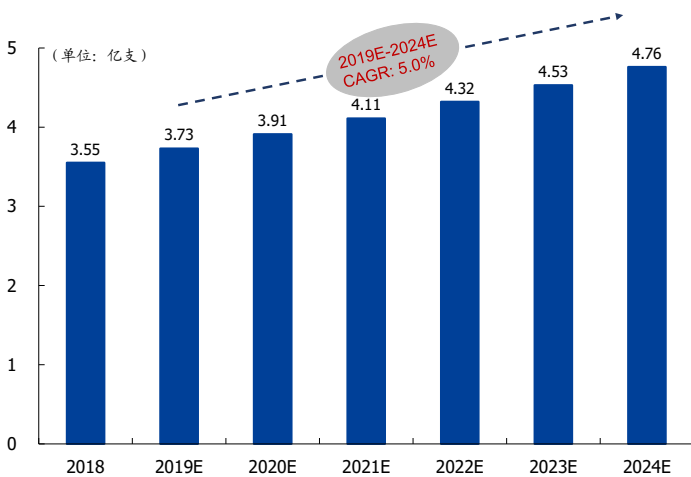


资料来源: 亿渡数据, 国盛证券研究所

留置针市场: 临床诊疗覆盖空间大, 医疗水平提升下发展向好。留置针主要用于输注治疗, 具备减少穿刺痛苦、安全可靠、保护血管等优势, 体验更佳的留置针逐步成为患者首选。人口老龄化加剧带来医疗机构住院人数与实际病床占用天数的增加, 留置针消耗量将随之走高。目前我国住院病人留置针使用率仅约 50%, 与发达国家静脉输液 95% 的留置针覆盖率差距大。随经济向好及医疗水平的稳步提升, 留置针在住院与门诊中的临床使用率发展空间向好, 由林华医疗招股书数据, 预计 2024 年我国留置针市场规模将以 5% 的增速达到 4.76 亿支。

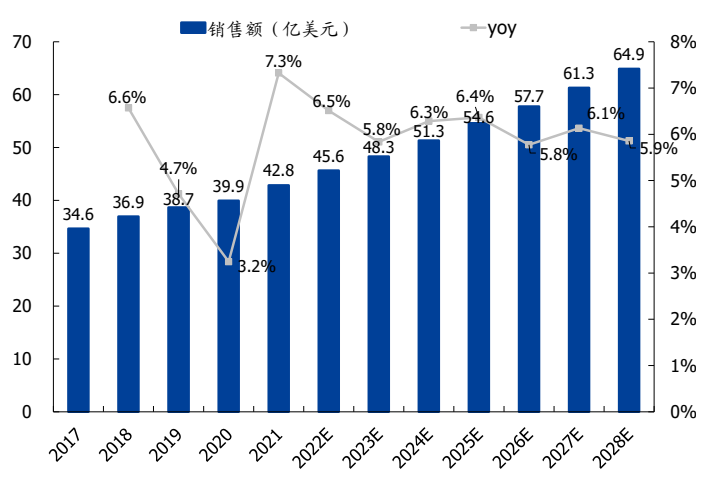
胰岛素笔市场: 庞大患者群体需求支撑市场容量, 本土产品渗透空间大。胰岛素笔是一种剂量精确、可减缓疼痛、便于携带的胰岛素注射装置, 其用户群体主要为高占比的 II 型糖尿病患者。我国糖尿病患者数约 1.41 亿, 患病率居全球首位且快速增长。2021 年我国胰岛素笔市场规模仅为 386 百万美元, 占比仅 9.02%, 且 85% 的市场份额由诺和诺德、赛诺菲、礼来等外资企业把持, 庞大需求下产品覆盖率与国产渗透率均有广阔发展空间。

图表 16: 2018-2024E 中国留置针市场规模



资料来源: 林华医疗招股书, 国盛证券研究所

图表 17: 2017-2028E 全球胰岛素笔市场销售额及其增速

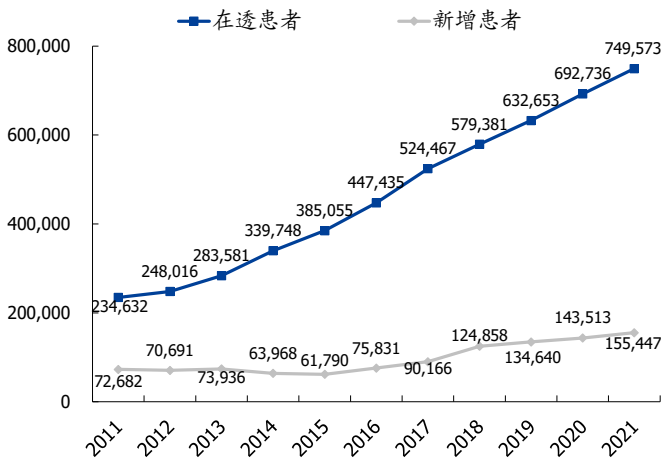


资料来源: Global Info Research, 国盛证券研究所

“刚需存量+可观增量”催生血液净化高值耗材百亿市场, 血透治疗率与产能需求提升助力下游生产自动化渗透。我国在透患者基数庞大, 2021 年已达约 75 万且新增约 15 万, 而终末期肾病患者数高达 360 万, 血透刚需存量渗透率低。根据蛋壳研究院数据, 2021 年我国血液净化高值耗材市场规模已达 139 亿元, 预计 2025 年透析器与其他耗材的市场规模将分别达到 88 亿元与 66 亿元。未来医保覆盖率的提升与独立血透中心建立

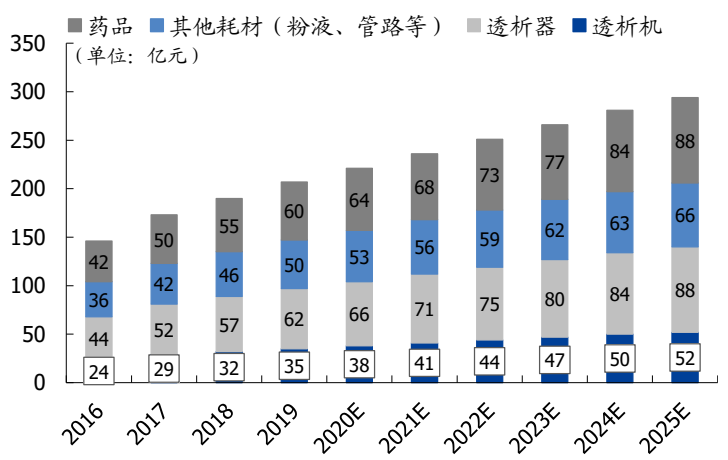
带来的血透服务供给增加将提升血透治疗率，进一步拉动市场规模持续快速走高。当前国内血透市场约 80%-90%由外资掌控，随国产替代的持续推进，叠加集采招标的产能需求助力下游企业生产自动化率提升。

图表 18: 2011-2021 年中国大陆地区在透患者例数 (HD) (单位: 例)



资料来源: 国家肾脏病医疗质量控制中心, 国盛证券研究所

图表 19: 2016-2025E 中国血液透析上游市场规模



资料来源: 蛋壳研究院, 国盛证券研究所

监管趋严提高质控要求, 耗材集采驱动下游企业控本增效, 协同助推医用耗材生产自动化加速渗透。 日趋严格的监管条例明确医疗器械“提升产品质量标准, 完善质量管理体系”的发展方向, 促使企业重视生产的合规与质控, 优化制造工艺为其中的重要一环。带量采购致企业利润承压, “控本增效”势在必行。现阶段我国耗材生产仍以人工组装为主, 自动化率低, 医用耗材智能装备可在量产中改善控制生产工艺参数, 智能化生产是下游企业实现生产“控本提质增效”的最优路径, 下游自动化生产需求凸显将驱动生产自动化渗透率提升。

产业扶持政策赋能制造业转型升级与智能化生产, 奠定智能装备增长基础。 近年来, 国家陆续出台多项政策支持制造业转型升级与智能化生产制造, 大力助推医疗设备的优化升级。传统制造业正面临制造工艺日趋复杂、人工成本增加等多重压力, 智能化升级转型是下游制造企业实现高质量发展的必由之路。

图表 20: 2015-2022 年国家部分产业支持政策概览

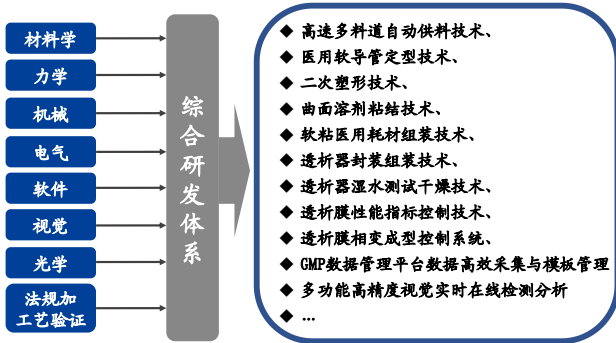
时间	颁布机构	政策文件名称	政策内容
2015年5月	国务院	《中国制造2025》	<ul style="list-style-type: none"> 将高性能医疗器械作为重点发展领域之一，指出要推进信息化与工业化深度融合，着力发展智能装备和智能产品，推进生产过程智能化，培育新型生产方式，全面提升企业研发、生产、管理和服务的智能化水平。 在重点领域试点建设智能工厂/数字化车间，加快人机智能交互、工业机器人、智能物流管理、增材制造等技术和装备在生产过程中的应用，促进制造工艺的仿真优化、数字化控制、状态信息实时监测和自适应控制。
2016年3月	国务院	《国民经济和社会发展第十三个五年（2016-2020年）规划纲要》	<ul style="list-style-type: none"> 加快突破智能制造等核心技术领域，深入实施《中国制造2025》，以提高制造业创新能力和基础能力为重点，推进信息技术与制造技术深度融合，促进制造业朝高端、智能、绿色、服务方向发展，培育制造业竞争新优势。
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》	<ul style="list-style-type: none"> 支持建设10家以上针对医疗器械离散化制造特点的自动化生产示范车间，改变多数医疗器械以人工组装、人工测试为主的状况，提高机械组水平，实现自动化物料配送、质量检测 and 定制生产，系统提升医疗器械的稳定性和可靠性； 到2020年，我国的医药生产过程自动化、信息化水平应显著提升，大型企业关键工艺过程基本实现自动化，制造执行系统（MES）使用率达到30%以上，建成一批智能制造示范车间。
2016年12月	工信部、财政部	《智能制造发展规划（2016-2020年）》	<ul style="list-style-type: none"> 引导有基础、有条件的中小企业推进生产线自动化改造，开展管理信息化和数字化升级试点应用。建立龙头企业引领带动中小企业推进自动化、信息化的发展机制，提升中小企业智能化水平。
2017年5月	科技部	《“十三五”医疗器械科技创新专项规划》	<ul style="list-style-type: none"> 要突出解决我国高端装备、高值耗材大量依赖进口的问题，实现高端医用高值材料等产品的自主制造，加快新产品开发，打破进口垄断，包括重点开发高质量、低成本的血液透析机、血液透析滤过机、透析器/滤器/灌流器，重点解决国产血液透析设备及透析器/灌流器稳定性、批量生产工艺性和核心部件问题。
2017年10月	国务院	《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》	<ul style="list-style-type: none"> 加强药品医疗器械全生命周期管理、完善医疗器械再评价制度等。
2018年6月	工业和信息化部	《工业互联网发展行动计划（2018-2020）》、《工业互联网专项工作组2018年工作计划》	<ul style="list-style-type: none"> 提升大型企业工业互联网创新和应用水平，实施底层网络化、智能化改造，支持构建跨工厂内外的工业互联网平台和工业APP，打造互联工厂和全透明数字车间，形成智能化生产、网络化协同、个性化定制和服务化延伸等应用模式。
2021年3月	国家药品监督管理局	《国家标准化委员会关于进一步促进医疗器械标准化工作高质量发展的意见》	<ul style="list-style-type: none"> 2025年，基本建成适应我国医疗器械研制、生产、经营、使用、监督管理等全生命周期管理需要，符合严守安全底线和助推质量高标准要求，与国际接轨、有中国特色、科学先进的医疗器械标准体系，实现标准质量全面提升，标准供给更加优质、及时、多元，标准管理更加健全、高效、协调，标准国际交流合作更加深入、更富成效。 进一步压实企业实施标准的主体责任，把标准作为生产、经营等环节风险控制的重要依据和手段，保证出厂产品符合强制性标准以及经注册或者备案的产品技术要求。鼓励企业制定高于国家标准和行业标准的产品技术要求，支持企业瞄准先进标杆企业实施技术改造，积极引导企业提升产品质量。
2021年12月	工业和信息化部等八部门	《“十四五”智能制造发展规划》	<ul style="list-style-type: none"> 加强自主供给，壮大产业体系新优势。一是大力发展智能制造装备，主要包括4类：基础零部件和装置、通用智能制造装备、专用智能制造装备以及融合了数字孪生、人工智能等新技术的新型智能制造装备。二是聚力研发工业软件产品，引导软件、装备、用户等企业以及研究院所等联合开发研发设计、生产制造、经营管理、控制执行等工业软件。三是着力打造系统解决方案，包括面向典型场景和细分行业的专业化解决方案，以及面向中小企业的轻量化、易维护、低成本解决方案。
2021年12月	工业和信息化部、国家卫生健康委员会、国家发展和改革委员会、科学技术部等十部门	《“十四五”医疗装备产业发展规划》	<ul style="list-style-type: none"> 到2025年，医疗装备全产业链优化升级，基础零部件及元器、基础工艺和产业技术基础等瓶颈短板基本补齐；技术水平不断提升，在预防、诊断、治疗、康复、健康促进、公共卫生等领域实现规模化应用；企业活力显著增强，医疗装备龙头企业生态主导力和核心竞争力大幅提升，涌现一批细分领域全球领先的单项冠军企业，以及专精特新“小巨人”企业，大中小微企业融通发展；品牌影响力明显提升，在全球产业分工和价值链中地位大幅提高，6-8家企业跻身全球医疗器械行业50强。 到2035年，医疗装备的研发、制造、应用提升至世界先进水平。这将进一步推动医疗装备的优化升级，助推国内医疗装备企业规模化发展，加速医疗装备的国产化替代。
2022年3月	国务院	《关于落实《政府工作报告》重点工作分工的意见》	<ul style="list-style-type: none"> 增强制造业核心竞争力。促进工业经济平稳运行，加强原材料、关键零部件等供给保障，实施龙头企业保链稳链工程，维护产业链供应链安全稳定。启动一批产业基础再造工程项目，促进传统产业升级，大力推进智能制造，加快发展先进制造业集群，实施国家战略性新兴产业集群工程。着力培育“专精特新”企业，在资金、人才、孵化平台搭建等方面给予大力支持。推进质量强国建设，推动产业向中高端迈进。

资料来源：中国政府网，工信部官网，国家互联网信息办公室官网，科技部官网，NMPA，公司公告，国盛证券研究所

“先发优势显著+定制性能优秀+本土服务力强” 构筑核心竞争力

多学科交叉研发团队搭建核心技术，产品性能比肩海外。公司已打通8大学科交叉的综合研发体系，自研培育出多项国内领先的核心技术，研发与成果转化实力雄厚。先进的技术铸就公司产品优异的性能，多项核心技术指标与国际较高水平相当且优于国内同行，彰显本土医用耗材智能装备技术龙头实力。

图表 21: 公司核心技术概览



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

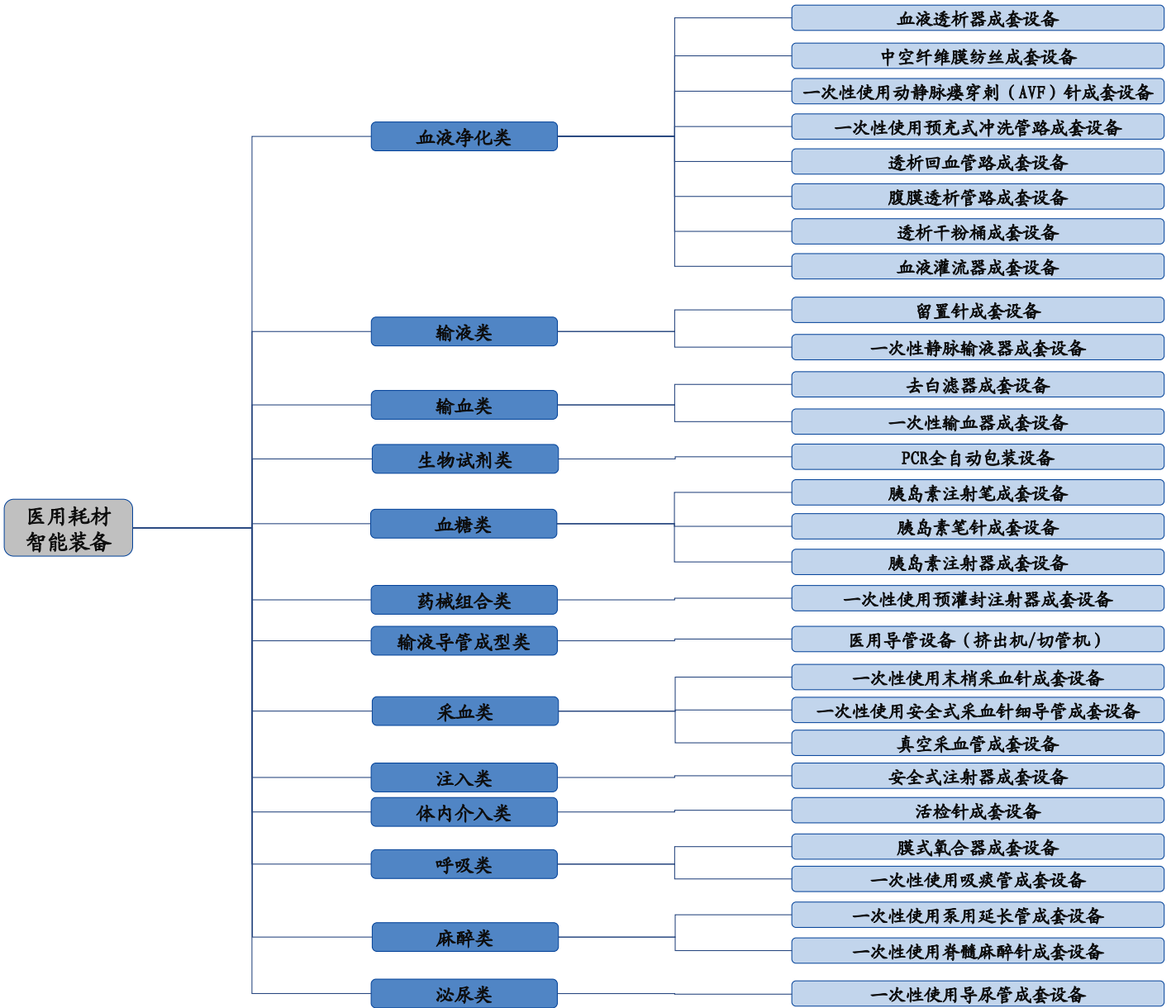
图表 22: 公司与同业厂商的技术性能参数对比

项目	代表性产品		关键技术指标			
	产品大类	产品小类	单位时间合格品产量 (件/小时)	效率 (件/小时, 每小时最高产量)	合格率 (%)	稼动率 (%)
公司技术水平			3,969.00	4,500	98.00%	90.00%
国外厂商较高水平	安全输注类	输液器	3,175.20	3,600	98.00%	90.00%
国内其他厂商较高水平			3,571.20	4,800	93.00%	80.00%
公司技术水平			2,052	2,400	95.00%	90.00%
国外厂商较高水平	安全注入类	留置针	3,078	3,600	95.00%	90.00%
国内其他厂商较高水平			576 (注)	800	90.00%	80.00%
公司技术水平			356.40	400	99.00%	90.00%
国外厂商较高水平	血液净化类	血液透析器	356.40	400	99.00%	90.00%
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, 设备的整体效能较低, 难以取得其可靠的数据		

资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所 (注: 国内大部分厂商提供的是半自动化生产设备, 设备的整体效能较低。数据主要来自于下游规模较大, 知名度较高, 在医用耗材领域具有重要影响力, 掌握着信息优势的厂商提供的说明性资料, 国内外主要厂商的官网或新闻资讯, 以及公司在市场营销、行业技术跟踪等渠道了解的信息。)

产品矩阵丰富, 软硬件协同发展。公司以主营安全输注类与血液净化类装备为中心不断延伸拓展, 当前已覆盖 13 类细分领域的 28 项医用耗材智能装备, 并积极探索其他细分产品品类。软件上亦推出 GMP 数据管理平台, 助力下游厂商的数字化智能生产与品控管理。软件控制系统协同实现生产过程的“良品率提升+开发难度降低+开发周期缩短”, 可较大程度提高生产质量与效率, 为下游自动化生产添砖加瓦。

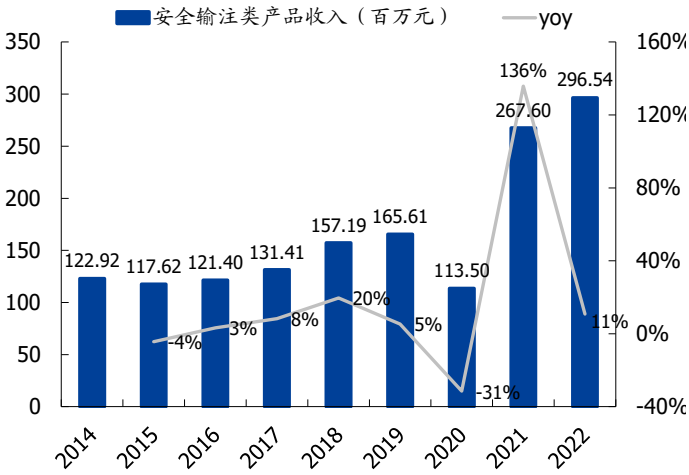
图表 23: 公司智能装备覆盖 13 类医疗耗材



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

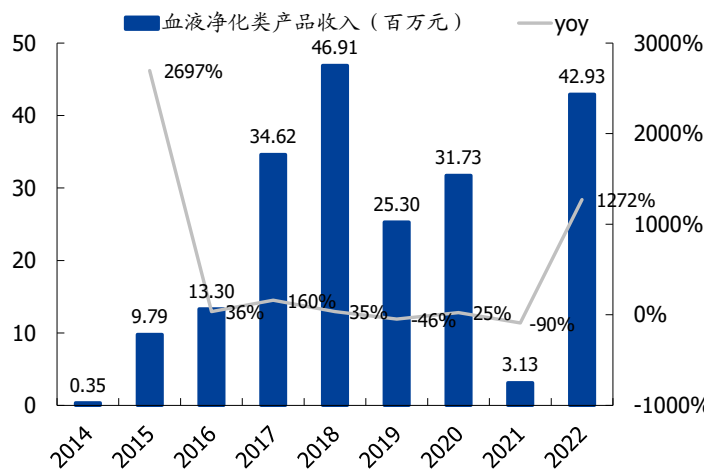
安全输注类产品收入与销量呈增长态势, 血液净化类产品因开拓起步晚, 处于全产业链打通与市场拓展阶段, 收入与销量有较大波动性。随着产品体系逐步建立, 市场开拓逐渐成熟, 公司血液净化类产品步入稳步发展正轨, 收入于 2022 年实现较大突破。未来随着下游市场的景气度持续及自动化渗透率的提升, 公司智能装备有望迈上增长新台阶。

图表 24: 2014-2022 年公司安全输注类产品收入及同比增速



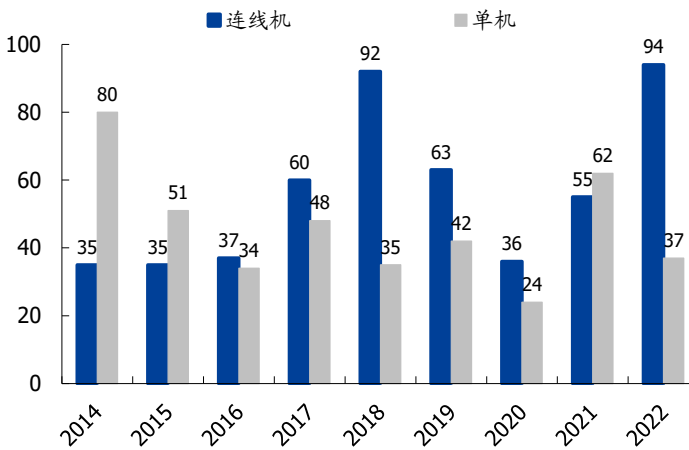
资料来源: 同花顺 iFinD, 国盛证券研究所

图表 25: 2014-2022 年公司血液净化类产品收入及同比增速



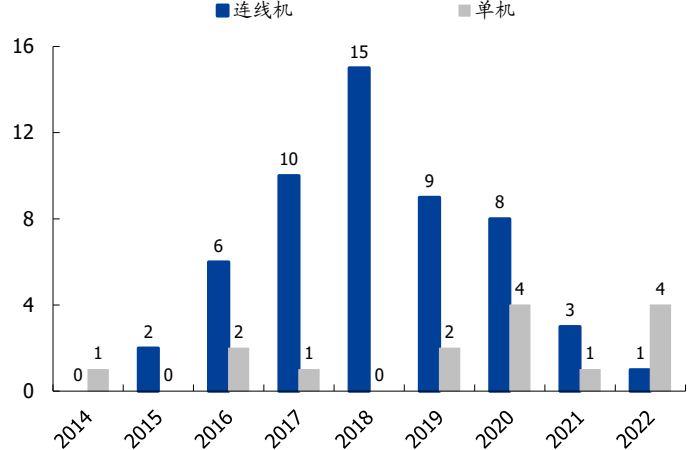
资料来源: 同花顺 iFinD, 国盛证券研究所

图表 26: 2014-2022 年公司安全输注类连线机与单机销量 (单位: 台)



资料来源: 公司招股书, 公司公告, 国盛证券研究所

图表 27: 2014-2022 年公司血液净化类连线机与单机销量 (单位: 台)



资料来源: 公司招股书, 公司公告, 国盛证券研究所

“本土化+快响应+全方位”服务叠加先发优势增强客户粘性，自动化趋势下有望脱颖而出。国内外医用耗材产业发展基础存在较大差异，进口智能装备在国内生产中存在一定“水土不服”的问题。公司作为本土智能装备龙头具备完整服务供应链，并采用直销形式对接，可更有经验与针对性地研发“本土化+个性化”的非标定制设备。整体化服务亦缩短了客户售后服务周期，最大化降低停产损失。同时，公司作为行业先行者，凭借优秀的产品与服务发展出优质的现存客户资源，非标定制的设备兼容性亦提高了合作更换成本，更加深了公司与客户合作的稳定性与紧密性。随着下游自动化需求上行，公司有望凭借“高质量+高性价比”脱颖而出，迈上增长新台阶。

在研项目聚焦 8 大细分，“品类+客户+海外”拓展赋能增长。公司围绕质效提升与品类扩充方针，以血液净化类与自动化组装设备为核心进行研发，向药械组合类与 IVD 领域等进军，现存 25 项在研项目，产品品类将持续扩充。销售战略上“以新带老，以老拓新”与优质客户的示范效应有望拉动客户增量的提升。海外战略上，公司以德国子公司切入拉开海外布局序幕，并持续积极拓展海外市场，静待花开。

图表 28: 公司医用耗材智能装备在研项目概况

序号	项目名称	预计投资总额 (百万元)	项目进展	拟达到目标	技术水平	具体应用前景
1	静脉透析管路卷绕工艺的研发	0.83	开发阶段	本项目研发多管路, 复杂成品的卷绕; 取消卷绕随动机构, 使用固定张紧机构, 使卷绕张紧, 降低卷绕成本; 与透析管路组装设备进行联机。	国内领先	血透管路包装市场
2	板链输送平台的研发	0.90	试制阶段	研发出一种新型的通用性高的板链输送平台, 能够适用多种物料、多种工况等, 填补公司设备输送工艺的模块化技术空白。	国内先进	自动化组装设备
3	标准动作凸轮模块的研发	0.33	试制阶段	研发出一种高通用性的取放移送动作机构, 仅通过调节参数, 便可以在公司设备中的多种工况下使用。填补公司设备取放移送动作的模块化技术空白, 加快推进设备模块化、标准化的进程。	国内先进	
4	快速验证平台的研发	0.98	试制阶段	本项目利用模块化工位可自由组合的特性和 3D 高精度打印技术, 可实现对关键组装工艺的快速验证, 从而降低后期的研发风险, 并提升研发验证效率。	国内先进	
5	混合驱动平台	4.40	开发阶段	公司对自动化设备多种驱动工艺进行模块化研发设计, 可节省项目的开发时间, 降低研发成本。	国内领先	
6	设备中减缓存效率提升的研究	2.80	试制阶段	公司将研发出新型的中减缓存机构来弥补工艺上和布局上的节拍差异, 以此来提升设备中减缓存的效率。	国内先进	
7	紧凑型转盘装配工艺的研发	1.66	开发阶段	本项目通过对转盘类设备进行研发改进, 提升设备整体稳定性及通用性, 减小设备占地面积, 为客户降低厂房成本。	国内领先	
8	胰岛素笔自动组装工艺的研发	1.80	试制阶段	面对胰岛素笔国内外市场的前景及机遇, 对胰岛素笔自动组装工艺进行研发和试制, 以缓解市场需求, 同时填补公司胰岛素笔产品组装技术空白。	国内领先	
9	质控瓶瓶体分料新工艺研发	0.21	开发阶段	本项目通过对质控瓶分料工艺的研发, 采用多种检测及驱动技术, 能够快速对质控瓶进行识别校正。	国内先进	医用耗材包装市场
10	PCR盒成品包装新工艺研发	3.60	试制阶段	本项目对自动化包装工艺及信息追踪系统研发, 实现对多种规格的试剂进行自动化包装和全流程数字化跟踪。	国内领先	
11	切纸机工艺研发	0.30	试制阶段	通过研发出高速、高精度的标准化切纸机, 为体外耗材生产线的研发奠定基础。	国内领先	体外检测市场
12	试剂移液灌装工艺的研究	0.80	试制阶段	通过对试剂移液灌装工艺的研发, 在保证精度的前提下, 能够实现移液速度的提升, 提高设备的整体节拍。	国内领先	
13	纤维膜支撑强度研究	2.80	开发阶段	通过本项目的研发, 解决纤维膜在高速纺丝过程中牵引力大, 后自身膜内支撑强度不够, 容易扁塌塌陷等问题。	国内领先	血液净化、药液处理膜市场
14	干湿法纺丝成型的研究及试剂对纺丝成型的影响	1.50	试制阶段	完成自动化纳米级纺丝技术的研发, 实现膜结构呈致密-疏松-致密的人体肾单位微孔结构膜的生产。	国内领先	
15	中空纤维膜纺丝花轮压波纹研究	3.80	试制阶段	通过本项目的研发, 解决因突然断电或停机的情况下无法自动复位的情况, 减缓设备在运行过程中的晃动, 提升设备的稳定性。	国内领先	
16	中空纤维膜纺丝罗拉牵申比控制与验证	3.70	试制阶段	完成对中空纤维膜纺丝罗拉牵申比控制与验证, 解决丝束在运行过程中牵申比不均匀导致部分丝束拉断的情况。	国内领先	
17	中空纤维膜纺丝水洗被动罗拉轴承承载力研究	3.50	试制阶段	通过对新型的罗拉机构的研究, 能够减少零件的磨损, 提高设备使用寿命, 提高设备传动稳定性。	国内领先	
18	中空纤维膜纺丝芯液浓度自动配比方法及系统研发	4.50	试制阶段	通过对中空纤维膜纺丝芯液浓度自动配比方法及系统研发, 能够实现浓度的自动配比。	国内领先	血液净化透析器成套设备市场
19	生产线成套设备的一体化智能管控系统的研发及验证	2.80	试制阶段	通过对一体化智能管控系统的开发, 引入物联网和信息技术, 实现对成套设备的进行全过程实时监控。	国内领先	
20	卷丝收丝缓存装置的研发	2.20	试制阶段	通过本项目的研究解决中空纤维膜在收卷过程中, 卷丝架切换导致多余的丝浪费, 提高卷丝收率。	国内领先	
21	芯液配置对纺丝性能影响的研究及应用	2.20	试制阶段	通过本项目的研究解决中空纤维膜在清除率、超滤中性能的不平衡偏差问题, 提高丝的能力。	国内领先	医用耗材组装市场
22	透析器产品工艺改进及验证	1.90	试制阶段	通过研究PC、PP透析器组装线在各个工艺路径差异的影响, 来降低设备的成本和能耗, 同时能够提高设备的合格率和稳定性。	国内领先	
23	PP物料焊接工艺的研发	1.79	开发阶段	本项目通过研究焊接过程中参数的影响, 实现对特殊物料的焊接。同时引入数据监控系统, 实时监控焊接数据, 提升焊接技术的自动化程度。	国内先进	医用耗材组装市场
24	空气振动料仓的研发	0.34	开发阶段	通过本项目的研发, 替代进口大成本直振底座, 降低现有供料补料机构的成本; 减少占地面积; 降低振动摩擦伤料的几率。	国内先进	
25	高压推进器组装工艺的研究	0.80	试制阶段	本项目主要针对如何保证物料输送稳定性、物料的焊接效果、硅油喷涂效果进行研究, 突破工艺难点, 为后期整机生产线提供工艺参数和验证数据。	国内先进	

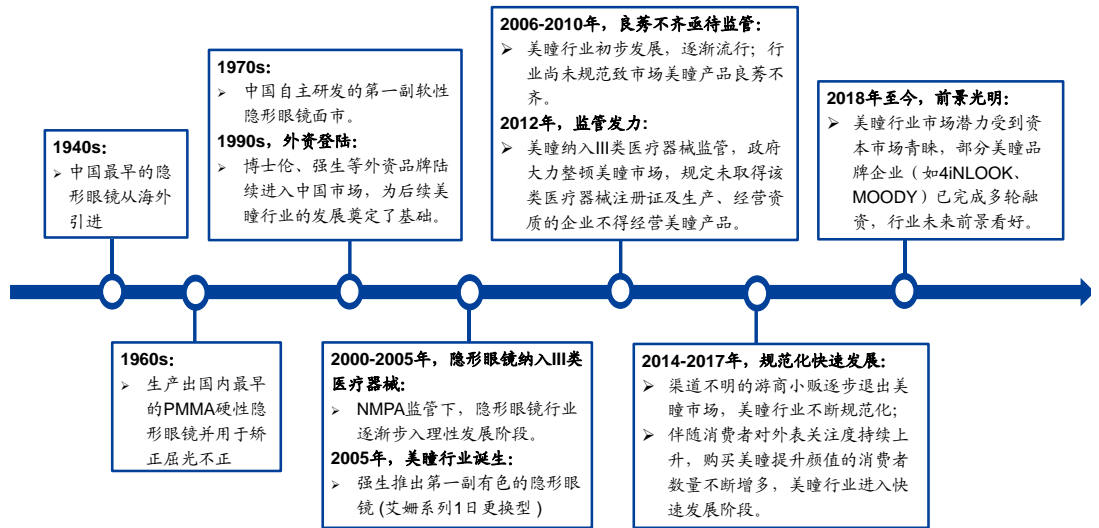
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

布局隐形眼镜 CDMO 业务，勾勒第二增长曲线

“医疗器械+消费”双属性，隐形眼镜生产以代工为主

规范监管下迎来快速发展，隐形眼镜行业渐入佳境。隐形眼镜是一种直接接触眼球角膜，用以矫正视力或保护眼睛的镜片，“美瞳”即为彩色隐形眼镜。隐形眼镜自1943年引入我国，于2003年纳入第三类医疗器械进行监管，又因方便美观的彩色隐形眼镜受诸多消费者青睐而被赋予消费属性。随着监管力度加大，隐形眼镜行业摆脱“野蛮生长”，日趋规范化。“颜值经济催化+资本推动”下行业迈入快速发展期，前景光明。

图表 29：中国隐形眼镜行业发展历程



资料来源：头豹研究院，NMPA官网，实用隐形眼镜学[M]，中央人民政府网，国盛证券研究所

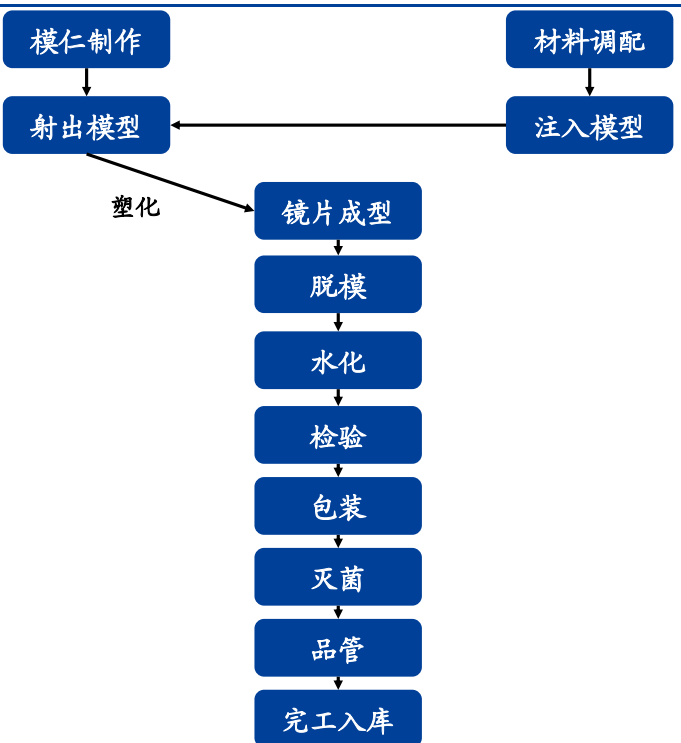
以美瞳为例，“生产工艺+产能+资质”壁垒致90%大陆品牌依赖中国台湾与韩国代工，注模式生产工艺为主。稳定性软镜模铸成形法为改良版注模式工艺，因经济而高效的优势成为当下的主流生产工艺，该法经着色的“三明治工艺”可制成美瞳。隐形眼镜生产集高分子、光学与机械等多学科技术于一身，协同实现高产能与高良品率难度大，造就其高生产壁垒，又因其医疗器械属性致多数品牌自主生产受限。当前仅强生、博士伦等国际隐形眼镜巨头可自主生产，本土超90%品牌依赖中国台湾与韩国代工。中国台湾主流美瞳代工厂包括金可国际、晶硕光学、精华光学与望隼科技等，相较于本土代工厂具备产能高、产品种类与功能多样与质量稳定等优势。

图表 30: 隐形眼镜生产工艺概览

技术方法	技术步骤	技术优势	技术劣势
旋转浇铸法	<ul style="list-style-type: none"> > 准备模具: 备好不锈钢模具系统所生产的模具, 精确的内表面曲率为镜片的前表面曲率; > 注模: 通常以纯化后的HEMA作为单体材料, 将液态镜片聚合物注入旋转模具中, 计算机控制模子的旋转速率和时间; > 旋转浇铸: 在无氧与氨气的环境中旋转模具, 利用离心力、重力和表面张力作用于液态材料将单体分布在模具上, 通过控制旋转速度与材料注入量控制镜片的度数与中心厚度; > 固化: 利用热和紫外线, 使液态聚合物固化, 镜片成形; > 水化: 将镜片放在无菌的99℃的水中进行水合, 后将镜片取出进行约5小时的萃取, 去除非聚合化学物质; > 质检: 质检人员将镜片放大约10倍, 对镜片的车痕、压迹、边缘、颗粒等10个参数及镜片度数、中心厚度等光学性质进行检验; > 冲洗包装和标签; > 灭菌: 高压、高温消毒和灭菌。 	<ul style="list-style-type: none"> ◆经济; ◆重复性好; ◆非球面性后表面, 边缘较薄。 	<ul style="list-style-type: none"> ◆无法生产几何性质复杂的镜片; ◆所生产的镜片在眼里易移位。
车削成形法	<ul style="list-style-type: none"> > 聚合: 将液态单体注入玻璃管中, 在高温下聚合为一长杆状单体柱, 并剪切成纽扣状的镜片毛坯; > 车削: 将镜片毛坯装在车床上, 利用计算机控制金刚刀切削镜片的前后表面、周边曲率与边缘; > 抛光: 抛光去除车床印记与划痕等使边缘光滑, 以改善光学性能; > 水化: 将干镜片浸泡到水中吸附配方所要求的水量, 过程中需控制镜片保持精确的参数; > 萃取: 清除材料中的非聚合化学物质; > 着色: 需要着色则进行染色; > 质检: 多步质检保证生产过程标准化; > 灭菌: 镜片于自动高温炉中, 在121-124℃下高温杀菌至少20分钟; > 标签: 包装上标明产品名、批号、有效期等信息。 	<ul style="list-style-type: none"> ◆可对不同设计、不同要求的镜片进行几乎不受限制的加工; ◆镜片中心定位较理想。 	<ul style="list-style-type: none"> ◆较依赖人力; ◆重复性较差; ◆易产生误差; ◆耗时长; ◆费用较昂贵;
稳定性软镜模铸成形法	<ul style="list-style-type: none"> > 注模: 将含有惰性稀释剂的单体材料注入含有前、后表面弧度的模子中; > 固化: 通过紫外线使材料聚合成形; > 分离: 用激光束分离模子和镜片; > 水化: 水分子置换稀释剂从而控制过程膨胀; > 质检: 多步质检保证生产过程标准化; > 冲洗包装和标签; > 灭菌: 高压、高温消毒和灭菌。 	<ul style="list-style-type: none"> ◆最简单而经济; ◆尽量减少高含水量软镜在生产和水合时的膨胀; ◆可用于大规模生产; ◆质控和单片消耗水平较好。 	/

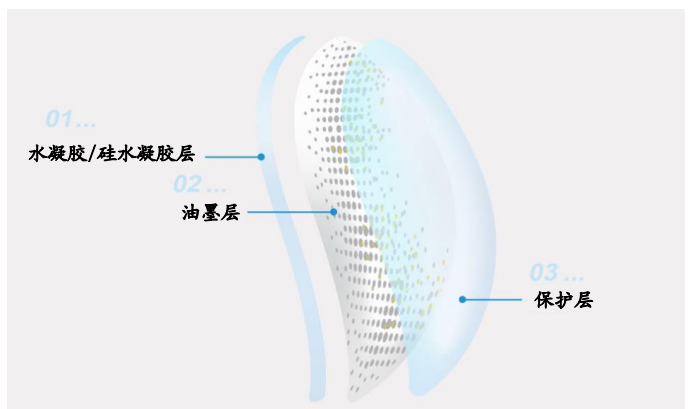
资料来源: 实用隐形眼镜学[M], 国盛证券研究所

图表 31: 抛弃式软式隐形眼镜注模式加工工艺流程



资料来源: 精华光学公告, 国盛证券研究所

图表 32: 美瞳的三明治结构



资料来源: 晶硕光学官网, 国盛证券研究所

“近视基数上升+颜值经济+功能需求”造就百亿级隐形眼镜市场

全球隐形眼镜市场已突破百亿美元，中国市场具备更高成长潜力。根据 Alcon 的数据，2022 年全球隐形眼镜市场规模已达 100 亿美元，预计将以 5% 的 CAGR 于 2027 年稳定增至 128 亿美元。全球范围内，发达国家隐形眼镜的渗透率高于 20%，而我国渗透率仅为不到 8%，发展空间大。根据 Statista 数据，2022 年我国隐形眼镜市场规模为 10.9 亿美元，预计 2022-2027CAGR 将达到 8.91%，显示出更强市场活力与成长潜力。

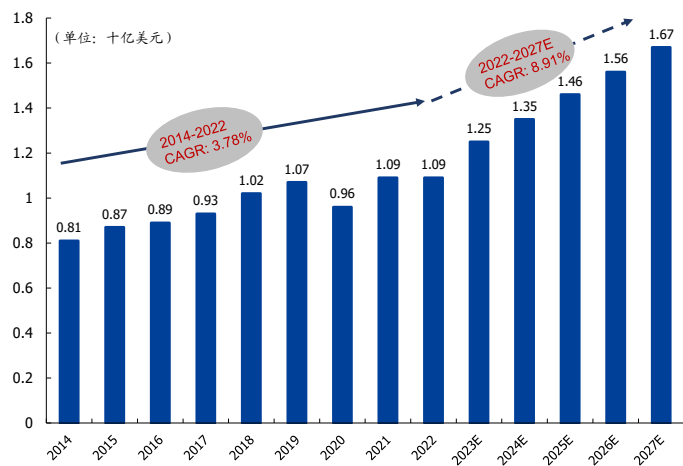
“健康性+舒适度”主导下，“短周期+硅水凝胶”隐形眼镜愈发受到青睐。随着消费的不断升级，隐形眼镜佩戴的舒适度与健康性成为消费者选择产品的主要考虑因素。隐形眼镜上附着的人眼分泌物与杂质等易影响眼部健康，具备高透氧率、高保湿性与适中硬度的硅水凝胶材质镜片体验更佳，故短周期的日抛镜片与硅水凝胶片更受消费者青睐，占比分别 41.39%与 43%。

图表 33: 2022 年眼科行业市场规模及其拆分

代表性产品		2022行业规模 (亿美元)	2022-2027E 行业CAGR
总规模		\$320	~5%
眼外科	植入性产品 人工晶状体、青光眼手术器械等	\$40	~6%
	耗材产品 白内障手术、玻璃体视网膜手术、屈光手术一次性耗材等	\$60	~4%
	设备/其他 白内障和玻璃体视网膜控制台和配件，飞秒激光辅助白内障手术设备，近视眼激光手术设备，显微镜，诊断显示设备，设备护理与维修，散瞳剂、麻醉剂等	\$20	~6%
视力保健		\$200	~5%
隐形眼镜 日抛型，非日抛型，美瞳等	\$100	CAGR:~5%	~5%
眼部健康产品 干眼症滴眼液（非处方药）、过敏性滴眼液（非处方药）、红眼药水（非处方药）、隐形眼镜护理液、眼部维生素等	\$100	CAGR:~4%	~3%

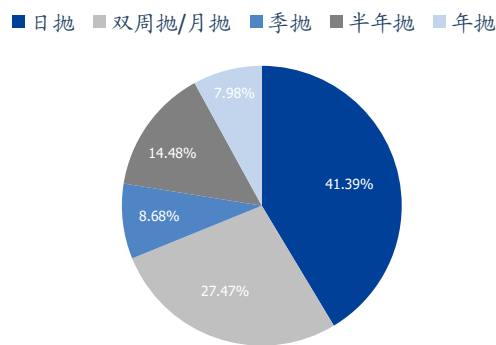
资料来源: Alcon 官网, 国盛证券研究所

图表 34: 2014-2027E 中国隐形眼镜市场规模



资料来源: Statista, 国盛证券研究所

图表 35: 2022 年中国消费者常购/倾向隐形眼镜抛期分布

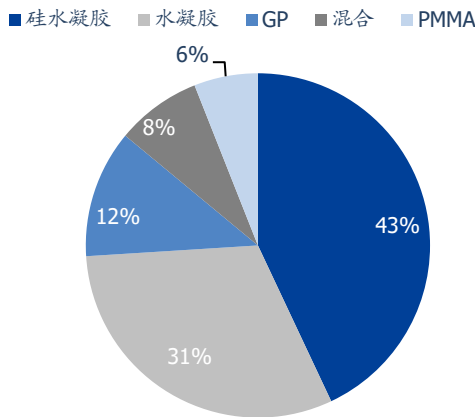


资料来源: 《2022 新生代隐形眼镜消费指南蓝皮书》, 国盛证券研究所

全球隐形眼镜市场集中度高，中国市场份额主要被外资占据。当前，全球隐形眼镜近 95% 的市场份额由强生、爱尔康、海昌与博士伦四大巨头垄断，占比分别达 40%、25%、20%

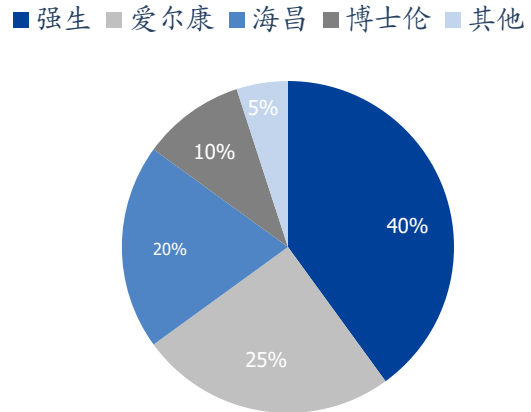
与10%。国际巨头因市场先发优势，产品具有高消费者熟知度与良好的市场口碑而显示出强大的品牌力，我国美瞳市场75%的份额由国际龙头企业把持。

图表 36: 2021 年全球隐形眼镜材料分类概况



资料来源: Contact Lens Spectrum, 国盛证券研究所

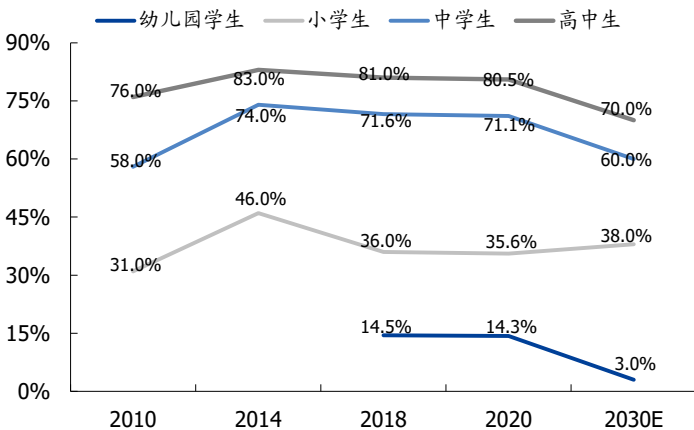
图表 37: 全球隐形眼镜品牌市场份额



资料来源: 中国医疗器械行业协会, 国盛证券研究所

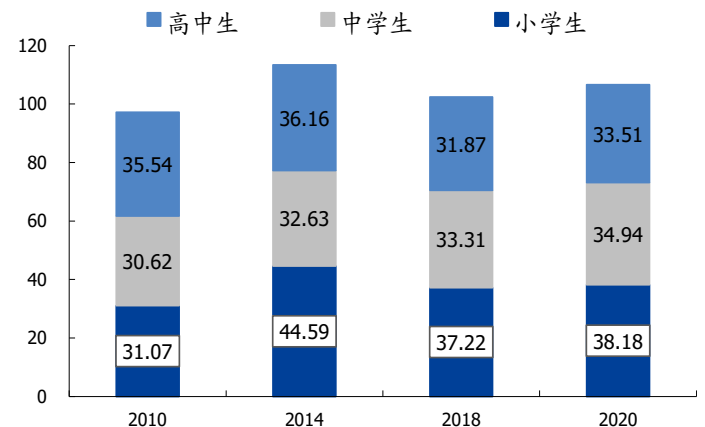
庞大近视用户基础的视力矫正需求驱动隐形眼镜行业蓬勃发展。随电子产品使用频率的增加与用眼需求的不断提升，隐形眼镜潜在用户群体-近视人群不断扩张并日趋低龄化。据国家卫健委数据，我国高中生近视率已超80%，6岁以下近视率达到14.3%，且12岁及以下小学生近视绝对人数居各学段首位。而美瞳消费目标人群中，近视群体占比亦近80%，庞大近视基数与群体的稳步增长性将拉动隐形眼镜及美瞳市场规模不断攀升。

图表 38: 2010-2020 年儿童青少年近视率变化



资料来源: 卫健委, 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

图表 39: 2010-2020 年全国儿童青少年近视人数分布 (单位: 百万人)



资料来源: 卫健委, 统计局, 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

颜值经济催化下美瞳的美妆属性与营销渠道拓宽赋能美瞳行业高增。美瞳因其美化与放大双眼的作用逐渐成为美妆中不可或缺的“点睛之笔”，非近视群体以提升颜值目的选择美瞳的数量日趋增加与年轻化。颜值经济催化致美瞳的消费呈现由追求前沿款式与“常换常新”理念下日抛比例提升带来的需求倍增与复购率高的特点。美瞳消费超50%由线上渠道贡献，叠加明星网红直播带货拓宽电商营销渠道推动美瞳行业的高速增长。

高价值功能隐形眼镜存在市场缺位，需求上行驱动增长空间释放。隐形眼镜最早的受众群体需求已转向老花镜片，消费习惯的形成使得该类群体仍为隐形眼镜消费受众，人口老龄化趋势推动具备多焦点等特用光学功能隐形眼镜的市场需求以10%的CAGR高增。然而我国功能性隐形眼镜产品的市场比重极低，市场缺位严重，发展空间大。持续上行

的需求有望推动功能性隐形眼镜潜在市场空间的释放。

“自动化优势+台资经验加持”布局隐形眼镜 CDMO 业务，已产出样品未来可期。公司设立隐形眼镜子公司浙江迈得顺承接相关业务，并引入来自望隼科技子公司江苏视准的古挥廷担任运营总监，其所具备的专业背景、丰富从业经验与渠道资源有望推动公司隐形眼镜业务理顺与推广。

图表 40: 公司隐形眼镜生产设备在研项目概况

序号	项目名称	预计投资总额 (百万元)	拟达到目标	技术水平
1	隐形眼镜成镜脱模工艺研发	1.10	通过对隐形眼镜成镜脱膜工艺的研发，实现镜片脱膜成功率。	国内先进
2	隐形眼镜制镜注胶工艺研发	1.50	通过本项目的研发，解决在注胶过程中水凝胶少的问题。	国内先进
3	隐形眼镜彩片移印工艺研发	1.50	通过本项目的研发，实现墨盒出墨均匀，同时移印头移印过程中不会出现衍生墨迹。	国内先进
4	隐形眼镜封包工艺研发	1.10	本项目通过焊接参数及保存液比例的研发，使得精确控制注液量的同时，避免出现滴液到 PP 杯外造成脏污，以及再次注液时液量不准。	国内先进

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

盈利预测与估值

收入拆分及关键假设

1. 连线机设备: 是公司主要收入来源, 目前集中于安全输注与血液净化领域。下游医用耗材市场扩容与自动化渗透率提升是该类产品增长的核心驱动。

1) 安全输注类连线机: 安全输注类产品作为支柱业务, 合同负债预示订单高增, 预计该板块销售增势良好, 毛利率随规模效应稳中有升。我们假设 2023-2025 年安全输注类连线机收入增速分别为 80%、40%、38%, 毛利率分别为 49%、50%、50.5%。

2) 血液净化类连线机: 血液净化类耗材集采促进行业集中度提升和产品放量, 有望进一步提升生产自动化率。该板块销售基数较小, 处于高增长阶段, 毛利率随规模效应稳中有升, 我们假设 2023-2025 年血液净化类连线机收入增速分别为 50%、40%、40%, 毛利率分别为 60%、60.5%、60.5%。

2. 单机设备: 单机设备较连线机设备自动化程度低, 作为推广产品打开市场但非公司的战略重点。

1) 安全输注类单机: 随着客户更青睐安注类连线机, 安注类单机业务规模预计将有所下滑, 我们假设 2023-2025 年安全输注类单机收入增速分别为 -10%、-5%、0%, 毛利率分别为 45%、44%、43%。

2) 血液净化类单机: 血液净化类单机处于市场推广阶段, 我们假设 2023-2025 年血液净化类单机收入增速分别为 30%、25%、20%。单机具备推广让利属性, 毛利率水平偏低一些, 假设 2023-2025 年毛利率分别为 50%、49%、48%。

图表 41: 2019-2025E 公司收入拆分及预测

(除特殊说明外均为人民币百万元)		Historical				Projected		
		2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
收入		209.55	263.17	315.53	383.49	586.13	779.27	1040.42
	YoY	-2.5%	25.6%	19.9%	21.5%	52.8%	33.0%	33.5%
成本		107.85	123.66	157.38	189.99	289.45	379.03	502.16
	YoY	-2.3%	14.7%	27.3%	20.7%	52.3%	30.9%	32.5%
毛利额		101.70	139.51	158.15	193.50	296.68	400.24	538.25
毛利率		48.5%	53.0%	50.1%	50.5%	50.6%	51.4%	51.7%
1. 连线机设备								
收入		142.61	102.04	136.60	271.02	475.80	666.12	920.93
	YoY		-28.4%	33.9%	98.4%	75.6%	40.0%	38.3%
占总收入比例		68.1%	38.8%	43.3%	70.7%	81.2%	85.5%	88.5%
毛利率		49.2%	45.5%	46.1%	49.1%	50.4%	51.3%	51.8%
1.1 连线机-安全输注系列								
收入		119.03	72.22	134.91	230.90	415.6	581.9	803.0
	YoY	-9.0%	-39.3%	86.8%	71.2%	80.0%	40.0%	38.0%
占总收入比例		56.8%	27.4%	42.8%	60.2%	70.9%	74.7%	77.2%
毛利率		49.3%	46.3%	46.1%	47.6%	49.0%	50.0%	50.5%
1.2 连线机-血液净化系列								
收入		23.58	29.82	1.69	40.12	60.18	84.25	117.95
	YoY	-49.7%	26.5%	-94.3%	2274.0%	50.0%	40.0%	40.0%
占总收入比例		11.3%	11.3%	0.5%	10.5%	10.3%	10.8%	11.3%
毛利率		48.6%	43.5%	45.6%	57.6%	60.0%	60.5%	60.5%
2. 单机设备								
收入		50.05	44.84	134.13	68.45	62.73	60.69	61.60
	YoY		-10.4%	199.1%	-49.0%	-8.4%	-3.3%	1.5%
占总收入比例		23.9%	17.0%	42.5%	17.8%	10.7%	7.8%	5.9%
毛利率		46.1%	40.8%	52.7%	50.4%	45.3%	44.4%	43.4%
2.1 单机-安全输注系列								
收入		46.58	41.28	132.69	65.64	59.08	56.12	56.12
	YoY	76.2%	-11.4%	221.4%	-50.5%	-10.0%	-5.0%	0.0%
占总收入比例		22.2%	15.7%	42.1%	17.1%	10.1%	7.2%	5.4%
毛利率		45.5%	40.7%	52.7%	50.4%	45.0%	44.0%	43.0%
2.2 单机-血液净化系列								
收入		1.72	1.91	1.44	2.81	3.65	4.57	5.48
	YoY		11.0%	-24.6%	95.1%	30.0%	25.0%	20.0%
占总收入比例		0.8%	0.7%	0.5%	0.7%	0.6%	0.6%	0.5%
毛利率		48.3%	35.6%	56.9%	49.5%	50.0%	49.0%	48.0%
3. 其他类								
收入		13.98	114.57	41.82	43.84	47.35	52.08	57.29
	YoY	32.3%	719.5%	-63.5%	4.8%	8.0%	10.0%	10.0%
占总收入比例		6.7%	43.5%	13.3%	11.4%	8.1%	6.7%	5.5%
毛利率		51.6%	64.6%	55.1%	59.1%	60.0%	60.0%	60.0%

资料来源: 同花顺 iFinD, 国盛证券研究所。说明: 2023Q1 毛利率比较低主要系公司产品以非标定制为主, 不同产品毛利率不同, 与交付的产品结构相关。公司在公告中也明确提出, 希望未来毛利率保持 50%+。

销售费用率: 公司业务为“To B”模式, 销售费用率较低, 2019-2022 年随收入规模扩大销售费用率不断优化, 我们假设未来随着规模效应的持续显现, 销售费用率将呈现逐

步改善趋稳态势，预计 2023-2025E 销售费用率分别为 4.5%、4.4%、4.3%。

管理费用率：2021 年 9 月公司推出了股权激励，2021 年、2022 年计入管理费用的股份支付费用分别为 405.88 万元、1567.55 万元，占总收入比重分别为 1.29%、4.29%，此外，2022 年管理费用率提升还与合并报表范围增加导致员工薪酬支付增加相关。2023 年、2024 年公司预计股份支付费用约为 897.77 万元、381.65 万元，占预测收入比重约为 1.53%、0.49%，股权激励摊销费用较 2022 年大幅减少。我们假设未来随着规模效应的持续显现，管理费用率也将呈现逐步改善趋稳态势，预计 2023-2025E 管理费用率分别为 15.0%、14.5%、14.3%。

研发费用率：公司研发费用率保持相对稳定，我们假设未来研发费用率随收入规模扩张逐步优化趋于稳定，预计 2023-2025E 研发费用率分别为 8.8%、8.7%、8.5%。

图表 42：2019-2025E 公司期间费用率及预测

项目	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
销售费用率	6.3%	5.7%	5.4%	4.7%	4.5%	4.4%	4.3%
管理费用率	14.3%	12.8%	15.1%	19.7%	15.0%	14.5%	14.3%
研发费用率	9.8%	10.0%	12.2%	9.6%	8.8%	8.7%	8.5%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

盈利预测与估值

迈得医疗以提供医疗器械智能装备业务为主，我们选取和公司业务相似度较高的几家可比公司，分别是：奕瑞科技、海尔生物、东富龙、楚天科技。其中，奕瑞科技 PE 最高，主要与公司业务高增长且下游应用领域持续拓展相关。东富龙和楚天科技 PE 较低主要系公司以提供制药装备为主，新签订单在 2021 年高基数基础上增长乏力。我们认为迈得医疗有望迎“估值+业绩”双升，理由如下：

1) 合同负债高增彰显未来业绩增长潜力。2023Q1 合同负债为 7610 万元（同比增长 147.7%）。

2) 迈得医疗 2023-2025 年预计利润 CAGR 为 34.84%，高于可比公司。

3) 公司已布局硬形眼镜 CDMO 业务勾勒第二增长曲线。公司已完成隐形眼镜试验线研制工作，目前处于样品做相关检验、验证阶段（如：全性能、萃取、生物检验等等），预计获证后有望贡献业绩增量。隐形眼镜行业市场空间广阔，且具备“消费+医疗”属性，公司充分利用在智能装备及产业化工艺方面的独特优势，进一步优化业务布局与拓展市场领域，随着隐形眼镜 CDMO 业务逐步推进，有望迎来“业绩+估值”双击。

根据盈利预测模型，我们预计 2023-2025 年公司收入分别为 5.86、7.79、10.40 亿元，分别同比增长 52.8%、33.0%、33.5%；预计 2023-2025 年公司归母净利润为 1.21、1.63、2.20 亿元，同比增长 80.6%、34.6%、34.9%，对应 PE 分别为 27X、20X、15X，首次覆盖给予“增持”评级。

图表 43：可比公司估值表

公司名称	当前市值 (亿元)	2023E		2024E		2025E		2023-2025E 归母净利润年复合增长率
		归母净利润 (亿元)	PE	归母净利润 (亿元)	PE	归母净利润 (亿元)	PE	
奕瑞科技	299	8.30	36.07	10.78	27.77	14.03	21.34	30.01%
海尔生物	182	7.86	23.17	10.35	17.61	13.48	13.52	30.90%
东富龙	183	10.60	17.31	13.25	13.85	16.26	11.29	23.83%
楚天科技	90	7.13	12.56	8.72	10.28	10.45	8.57	21.05%
迈得医疗	33	1.21	27.38	1.63	20.32	2.20	15.06	34.84%
可比公司算数平均	-	-	22.28	-	17.38	-	13.68	-

资料来源：Wind，国盛证券研究所；注：1) 市值取自 2023.06.05 收盘市值；2) 盈利预测取自 Wind 一致预期

风险提示

新签订单不及预期: 新签订单是业绩的先行指标, 目前公司主要收入由定制化的医用耗材智能装备订单转化而成, 若下游客户新签订单需求不及预期, 将对公司销售带来不良影响。

隐形眼镜获批不及预期: 目前公司尚未取得隐形眼镜注册证, 若注册证获批进度不及预期可能影响隐形眼镜业务推进进程。

限售股解禁风险: 公司于2019年12月登陆科创板, 2023年12月将有4577万股限售股解禁, 约占总股本的54.55%。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com