

证券研究报告 / 公司深度报告

## 药房自动化龙头，全面布局优势突出，迎来业绩新增长

买入

首次覆盖

### 报告摘要：

国内“智慧药房第一股”，业绩端稳定向上。公司深耕智能化药品管理领域近20年，为国内知名的医药物流自动化、信息化、智能化及移动医疗整体解决方案提供商。目前公司已为800余家医疗服务机构提供药品智能化管理项目的设计和实施，自动化药房产品在中国一线城市市场占有率超过80%，位居行业第一。2016-2022年，公司营业收入由2.05亿元增长至3.22亿元，CAGR为8%；归母净利润由0.18亿元增长至1.16亿元，CAGR为37%，保持稳健增长。

我国医疗服务质量标准持续提升，智能化药品管理渗透率有望大幅上涨。近年来，随着药品品种、数量的迅速增加和医疗服务质量标准的逐步提升，传统的药品管理模式已经无法满足患者对医院发药效率的要求，医疗服务机构自动化管理升级需求强烈。目前，我国门诊药房自动化设备的渗透率整体约为20%；静配中心自动化设备渗透率约为5%，对标美国97%的医院均配备了自动发药设备；静配中心已实现40%-50%智能化技术渗透率，仍有较大差距，市场空间广阔。

加速拓展To-G政府合作，横向布局多元化出海业务。2021年公司获得湖北省基层医疗车项目，合同金额共计约1.96亿元，实现了公司医院市场业务下沉和“To-G”批量模式的良好开局，并以此成功获得6900万元的“钟祥卫健智慧医疗一体化项目”，成功开启To-G政府合作新业态。同时，公司积极开拓海外市场，2022年与阿吉兰科技在沙特首都利雅得新设合资公司，成功出海沙特将打开欧美市场，成为公司新增长曲线。

新零售药店市场广阔，有望成为业绩新支柱。随着人们购药习惯改变，叠加“互联网+医疗健康”政策推动下，医药新零售O2O模式快速发展，2021年全国药店O2O市场规模已达到202亿，同比增长110%。连锁药店及美团均纷纷参与智慧药房的建设，作为智能化药品管理领域的国内领头羊，公司已战略性布局医药零售市场，先后与高济医疗、益丰大药房、叮当快药、第一医药、老百姓大药房等医药零售领域的龙头达成战略合作，优先布局，享受市场红利。

盈利预测与投资建议：药房自动化需求的不断提升，公司产品力及品牌优势明显、布局全面，将充分受益于行业渗透率提升。预计公司2023-2025年将实现归母净利润1.81/2.18/2.68亿元，同比增长56.5%/20.3%/22.9%，对应PE分别为31X/26X/21X，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：自动化设备渗透率不及预期；零售药店新模式发展不及预期；海外业务拓展不及预期；业绩预测和估值不达预期。

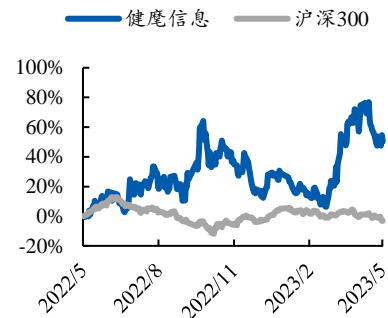
财务摘要(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	490	322	501	579	695
(+/-)%	70.76%	-34.18%	55.30%	15.72%	20.02%
归属母公司净利润	118	116	181	218	268
(+/-)%	22.85%	-1.65%	56.52%	20.28%	22.88%
每股收益(元)	0.86	0.85	1.33	1.60	1.97
市盈率	42.16	35.41	31.14	25.89	21.07
市净率	5.47	4.07	4.75	4.02	3.37
净资产收益率(%)	13.64%	12.11%	15.27%	15.51%	16.01%
股息收益率(%)	0.22%	0.22%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本(百万股)	136	136	136	136	136

### 股票数据

2023/05/25

6个月目标价(元)	---
收盘价(元)	40.30
12个月股价区间(元)	26.74-47.40
总市值(百万元)	5,480.80
总股本(百万股)	136
A股(百万股)	136
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	3

### 历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	-7%	32%	50%
相对收益	-4%	37%	53%

### 相关报告

《2023年机械行业投资策略——聚焦制造业复苏的顺周期行业和技术创新带来的新增市场》

--20230104

《“激”荡六十年，世纪之“光”引领先进制造新时代》

--20221230

《多因素共振，国产机床有望迎来新一轮上行周期》

### 证券分析师：唐凯

执业证书编号：S0550516120001

021-20363260 tangkai@nesc.cn

## 目录

1.	专注药房自动化领域，国内领先解决方案供应商	4
1.1.	深耕智能化药品管理领域 20 年，成就国内“智慧药房第一股”	4
1.2.	股权结构稳定，控制权集中	7
1.3.	公司成长性良好，近年业绩整体向上	7
2.	药品智能化管理需求快速增长，行业前景广阔	10
2.1.	智能化药品管理产业链上游稳定，下游客户多元	10
2.2.	医疗机构服务质量标准不断提升，智能化药品管理需求显现	11
2.3.	我国智能化药品管理渗透率低，未来拥有巨大提升空间	11
2.4.	政策法规落地，助力医疗自动化行业快速发展	13
2.5.	O2O 模式快速发展，零售药房自动化管理需求显著提升	14
3.	全面布局多渠道，市场峰值可破百亿	15
3.1.	院内智慧药房项目：市场地位稳固，稳健增长未来可期	15
3.2.	院内智能静配中心项目：市场低渗透，高需求	18
3.3.	To-G&出海业务：全面布局横向发展，展望商业版图新高峰	20
3.4.	院外新零售药店：行业新趋势，业绩新支柱	21
4.	投资建议与盈利预测	24

## 图表目录

图 1:	公司主营业务	4
图 2:	健麾信息发展历程	6
图 3:	公司经典案例	6
图 4:	公司合作客户（部分列出）	7
图 5:	健麾信息股权结构	7
图 6:	2016-2022 年营业收入&增速（百万元）	8
图 7:	2016-2022 年归母净利润&增速（百万元）	8
图 8:	2017-2022 年三大业务板块营收情况（百万元）	8
图 9:	2022 年公司主营业务结构	8
图 10:	2017-2022 年公司毛利率&净利率（%）	9
图 11:	2017-2022 年公司各项费用率（%）	9
图 12:	智能化药品管理行业产业链	10
图 13:	1999-2014 年美国自动发药机渗透率	12
图 14:	国内外药品智能化管理渗透率对比	12
图 15:	各省市智能化静配中心项目渗透率及预测	13
图 16:	2017-2022 年我国零售药店数量（万家）	14
图 17:	2017-2022 年公司智慧药房项目营收&增速（万元）	15
图 18:	2018 年我国门诊药房自动化领域市场格局	17
图 19:	截止 2022 年健麾信息市场布局	17
图 20:	2017-2021 年我国各级医院数量（个）	18
图 21:	我国各级医疗机构数量呈金字塔状	18
图 22:	2017-2022 年公司智能化静配中心项目收入（万元）	19
图 23:	移动医疗车外景及内景	20
图 24:	2015-2022 年中国药店数量	21
图 25:	2015-2022 年中国实体药店销售规模	21
图 26:	2019-2021 零售药店 O2O 的市场规模	22
图 27:	2022 年医药 O2O 模式的市场占有率	22
图 28:	连锁药店合作企业	23

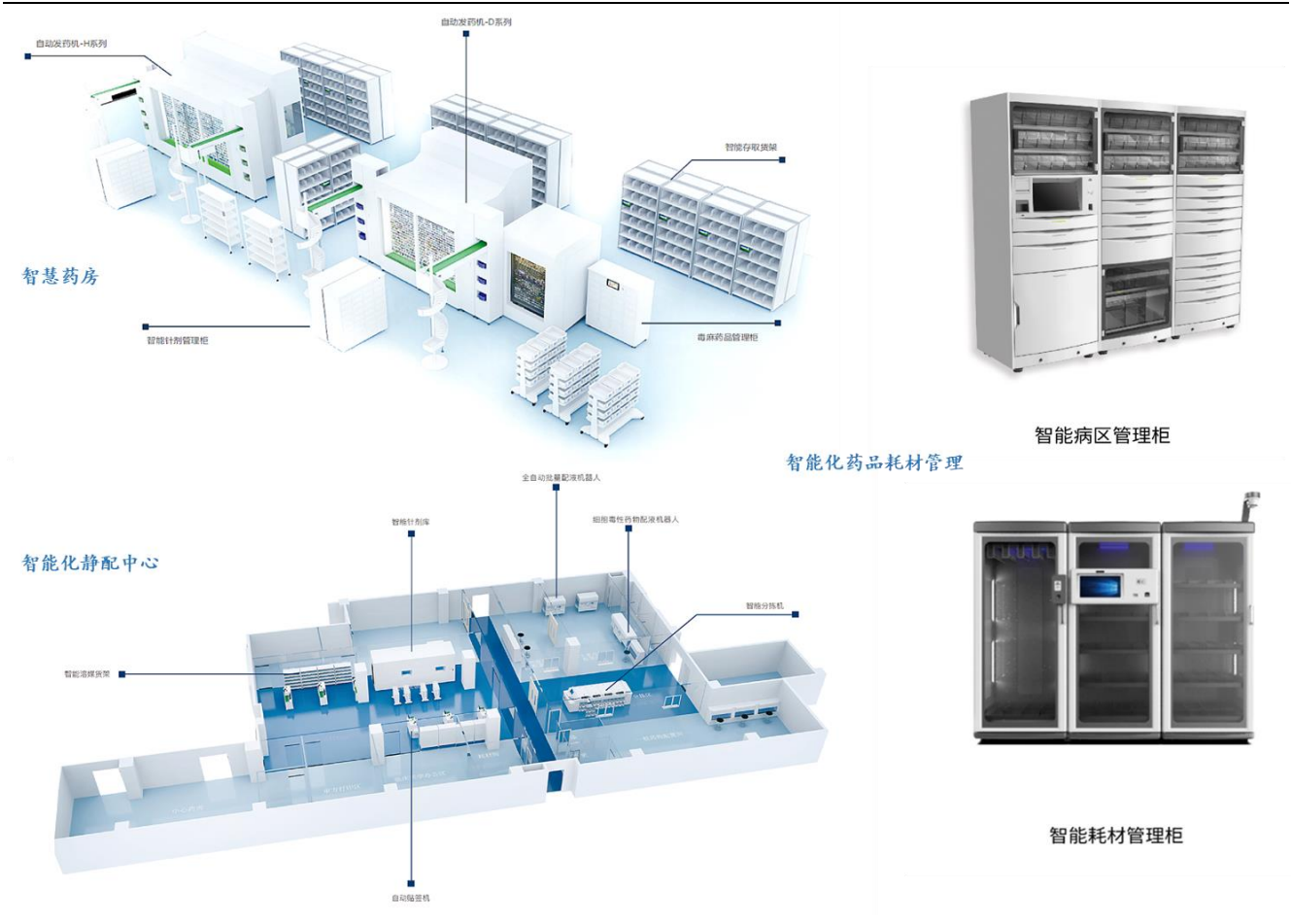
表 1: 公司主营业务介绍 .....	4
表 2: 智能化药品管理对比传统模式优势 .....	11
表 3: 国内相关政策摘录 .....	13
表 4: 公司智慧药房项目产品 .....	15
表 5: 公司与同行业可比公司智慧药房项目的主要产品构成 .....	16
表 6: 公司静配中心主要技术优势 .....	19
表 7: 公司与同行业可比公司静配中心项目的主要产品构成 .....	19
表 8: 2025 年我国静配中心市场规模测算 .....	20

## 1. 专注药房自动化领域，国内领先解决方案供应商

### 1.1. 深耕智能化药品管理领域 20 年，成就国内“智慧药房第一股”

健麾信息为国内知名的医药物流自动化、信息化、智能化及移动医疗整体解决方案提供商。目前主要业务领域涵盖：智慧药房、智能化静配中心以及智能化药品耗材管理，涉及软硬件系统集成技术、数据处理技术、设备统筹管理技术、自动发药技术、自动补药技术以及机器人应用技术等。

图 1：公司主营业务



数据来源：公司官网，公司招股说明书，东北证券

表 1：公司主营业务介绍

主营产品	功能介绍	优势	应用场景
智慧药房	通过自动发药机、智能针剂管理柜、智能毒麻药品管理柜、智能预配货架、智能存取货架等设备，实现药房药品的自动化存储、调配、传送和发放。	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 提升药品调配效率</li> <li>✓ 有效防范人为差错</li> <li>✓ 药品库存效期智能管理</li> <li>✓ 提升药事服务质量</li> <li>✓ 改善药房工作条件</li> <li>✓ 缩短患者取药等候时间</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 医院等医疗机构</li> <li>✓ 连锁药房</li> <li>✓ O2O 药品销售模式</li> </ul>
智能化静配中心	通过药物配置机器人、智能针剂库、自动贴标机、智能分拣机、智能移动排药系统、智能溶媒货架、	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 减少医务人员与有毒化学药品的直接接触</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 各级医院</li> <li>✓ 医药流通公司</li> </ul>

	仓内外复核仪等设备，在存储、摆药、配置、复核、分拣等各个环节实现静脉输液药物快速、准确的配置及发放。	✓	便于静脉输液药物的全流程管控和追溯。	
智能化药品 耗材管理	通过智能药品管理柜、智能耗材管理柜等硬件，采用物联网技术，实现药品、耗材的安全存储、智能调配、全流程追溯智能化。	✓	减少库存积压	✓ 各级医院
		✓	实时监控数据，避免手术时无药物可用的情况发生	✓ To-G 移动医疗车
		✓	医疗耗材得以轻松追溯	

数据来源：公司官网，公司招股说明书，东北证券

### 公司重要发展时间节点：

2003 年，上海道崇成立，主营业务为连锁药店提供 ERP 软件的开发、实施、咨询服务以及开发自动售药机相关软件。

2005 年，董事长戴建伟成立康麾投资，专业从事药房管理软件及自动售药机的研发和运营推广（2009 年康麾投资不再开展自动售药机业务）。

2010 年，康麾投资与德国 Willach Pharmacy Solution 成立合资公司韦乐海茨，主营业务为智慧药房相关产品的研发、生产和销售。康麾投资为韦乐海茨智能毒麻柜产品供应商。

2014 年 7 月，健麾信息成立，主要业务、技术以及核心技术人员均承接自康麾投资和上海道崇。

2015 年，健麾有限投资成立上海擅韬（SANTO），主营医药分布式药房及静脉用药调配中心（静配中心）智能化产品的研发、生产与销售。同年健麾收购韦乐海茨 51% 股权实现控股。

2016 年，投资成立药智上海（DRUGINTEL-LECTECH），全面布局移动医疗、大数据与 AI 板块，并再次收购韦乐海茨 16% 股权。

2018 年，与北欧医疗行业自动化行业领导者合资成立健康科技，由中方控股，布局全自动静脉用药调配机器人等医药物流智能化新领域。

2020 年 12 月 22 日，健麾信息正式登陆 A 股，股本 1.36 亿股，成为国内“智慧药房第一股”。



图 2：健麾信息发展历程



数据来源：公司公告，东北证券

公司目前已为 800 余家医疗服务机构提供药品智能化管理项目的设计和实施，业务覆盖 29 个省、市、自治区，公司自动化药房产品在中国一线城市市场占有率超过 80%。公司多年来一直坚持将国际领先的创新技术与亚洲独特的市场需求进行有机融合，先后推出康驰、CONSIG、SANTO 等品牌及系列产品，打造了包括北京协和医院、上海瑞金医院、上海华山医院等一大批典型自动化药房案例。

图 3：公司经典案例



数据来源：公司官网，东北证券

图 4：公司合作客户（部分列出）

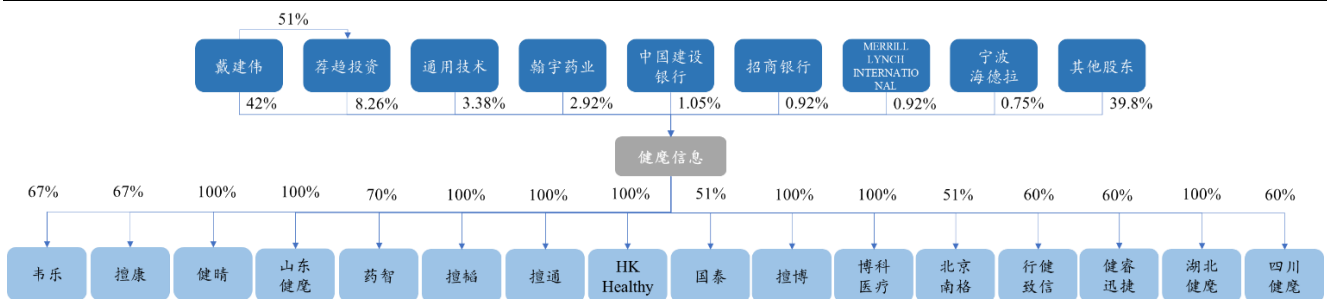


数据来源：公司官网，东北证券

### 1.2. 股权结构稳定，控制权集中

公司控制权集中。公司第一大股东为董事长戴建伟先生，直接持有公司 42% 的股权，为公司的实际控制人和最终受益人；第二大股东为上海荐趋资管，持有公司股权 8.26%，其中戴建伟先生持有上海荐趋资管 51% 股权，即戴建伟先生合计持有公司 46.21% 股份；公司前五大股东合计持股 62.23%。

图 5：截止 2022 年 12 月 31 日健康信息股权结构



数据来源：公司公告，东北证券

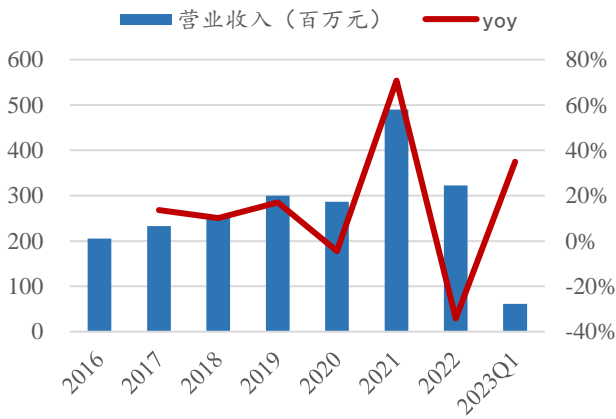
### 1.3. 公司成长性良好，近年业绩整体向上

健康信息近年业绩整体向上。公司近年来业绩整体呈现向上趋势，主要系公司三大主营业务收入稳步增长，同时伴随着业务扩大，设备保养维护需求上升，维保业务收入增长。2016-2022 年，公司营业收入由 2.05 亿元增长至 3.22 亿元，CAGR 为 8%；归母净利润由 0.18 亿元增长至 1.16 亿元，CAGR 为 37%。

22 年公司受疫情因素影响业绩不达预期，23Q1 摆脱疫情影响显著修复。2022 年公司营业收入同比下降 34.18%，主要是受疫情影响，叠加行业供需关系阶段性发生变

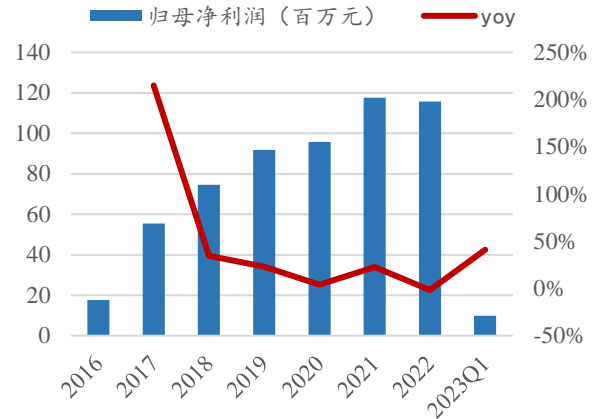
化、技术服务和运输受阻等因素综合总用下，公司业务和项目实施节奏严重受阻，2022Q4 传统业务旺季受到影响，业绩不达预期。2023 年第一季度，公司逐步摆脱疫情影响，呈现复苏增长态势，业绩显著修复，实现营业收入 0.6 亿元 (+35%)，归母净利润 0.1 亿元 (+41%)，扣非归母净利润 0.1 亿元 (+27%)。

图 6：2016-2022 年营业收入&增速（百万元）



数据来源：公司公告，东北证券

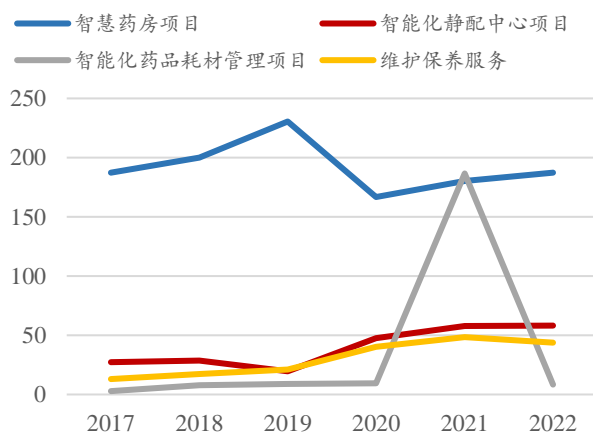
图 7：2016-2022 年归母净利润&增速（百万元）



数据来源：公司公告，东北证券

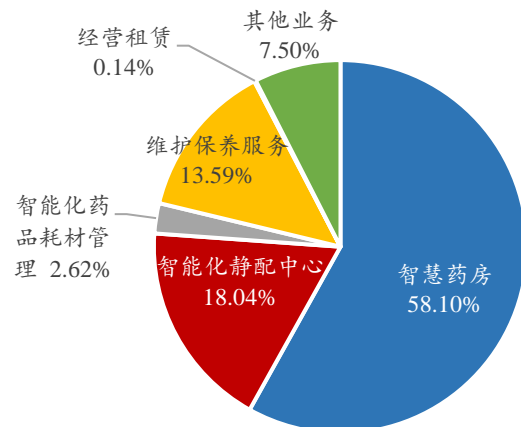
公司三大主营业务营收占比近 80%。从营收结构来看，公司三大主营业务营收占比常年保持在 80%左右。公司的三大主营业务分别为智慧药房、智能化静配中心和智能化药品耗材管理，2022 年三大业务营业收入占比分别为 58.1%/18.0%/2.62%。其中，1) 智慧药房始终为公司第一大收入板块，但伴随着公司逐步发力其他细分领域，收入占比有所下降；2) 智能化静配中心近年来增速较快，收入占比逐步提升。3) 智能化药品耗材管理营收占比较 2021 年显著下降，回归到常规水平 3%左右，主要系 2021 年公司获得湖北省卫健委移动医疗车项目大额订单，智能化药品耗材管理收入大幅增长所致。

图 8：2017-2022 年三大业务板块营收情况（百万元）



数据来源：公司公告，东北证券

图 9：2022 年公司主营业务结构



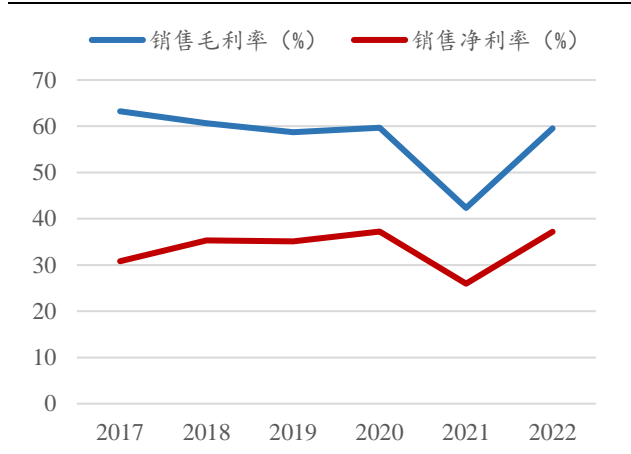
数据来源：公司公告，东北证券

公司毛利率&净利率较为稳定。2017-2022 年公司毛利率和净利率总体保持稳定，2021 年受低毛利率的湖北省卫健委移动医疗车项目影响，公司收入结构发生变化，净利率和毛利率都有所下滑；2022 年公司收入结构恢复，低毛利移动医疗车项目占比下降，毛利率提升，22 年公司实现毛利率 59.58%，同比增长 17.23pct。



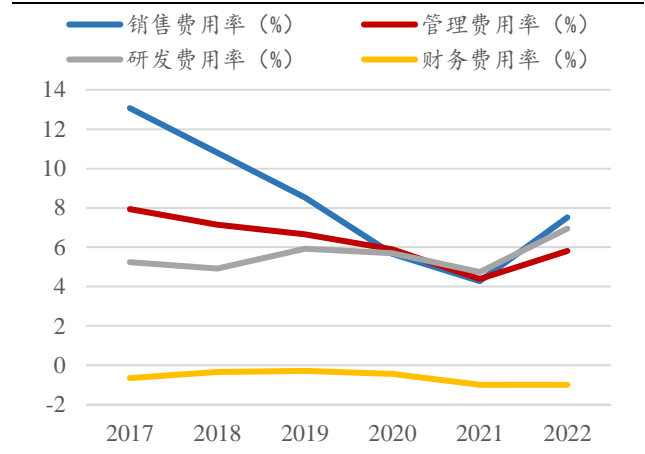
公司费用率整体呈现下降趋势。2017-2022年，除研发费用率，公司各项费用率整体呈现下降趋势，其中销售费用率由13.07%下降至7.52%；管理费用率由7.94%下降至5.81%。2021年公司各项费用率均有显著下降主要得益于公司21年获得湖北省卫健委移动医疗车项目大额订单，营收大幅增长所致。22年恢复至正常水平。

图 10：2017-2022 年公司毛利率&净利率 (%)



数据来源：公司公告，东北证券

图 11：2017-2022 年公司各项费用率 (%)



数据来源：公司公告，东北证券

## 2. 药品智能化管理需求快速增长，行业前景广阔

### 2.1. 智能化药品管理产业链上游稳定，下游客户多元

智能化药品管理产业链上游可选供应商多，价格质量稳定。产业链上游主要为机械零部件、电子元器件、电器及金属制品等各类制造行业。上游企业产品为标准化和定制化零配件，其中标准化零配件为行业通用部件，定制化零配件需要根据智能化药品管理企业需求进行定制化生产。目前，行业上游企业数量较多，可供智能化药品管理企业选择供应商较为充足，价格和质量较为稳定。

智能化药品管理产业链下游多元，智能化设备需求显著提升。产业链下游主要包括医疗服务机构、医药流通公司、零售药房及政府。智能化药品管理企业通过提供药品自动化管理产品，帮助下游客户实现降本增效。

- ✓ 医疗服务机构：主要包括各级医院和社区卫生中心，主要负责为病患提供各类医疗服务，通过使用智能化药品管理设备，不断改善医疗服务质量、提升患者就医体验。
- ✓ 医药流通公司：1) 向医疗服务机构出售药品智能化管理设备；2) 仓库自用，提升医药流通企业在经营管理中的自动化程度，提升经营效率。
- ✓ 零售药房：O2O 模式大力发展背景下，各大连锁药房积极布局自动化药品管理，以求实现降本增效。
- ✓ 政府：基层医疗机构智能化管理需求。

图 12：智能化药品管理行业产业链



数据来源：公司招股书，东北证券

## 2.2. 医疗机构服务质量标准不断提升，智能化药品管理需求显现

**智能化药品管理为医院降本增效、提升服务质量的重要手段。**近年来，随着药品品种、数量的迅速增加和医疗服务质量标准的逐步提升，传统的药品管理模式已经无法满足患者对医院发药效率的要求，智能化药品管理已然成为医院最为重要的解决手段。目前我国医疗服务机构的自动化管理水平不高，但随着国家对医疗服务机构服务及管理水平的要求不断提升，医疗服务机构对自动化管理升级需求强烈。

**智慧药房解决了传统药房诸多痛点。**相较传统人工模式药房，自动发药机的处方配发效率提高 30.0%~50.0%，调配差错率下降 32.0%~66.0%，药师劳动强度下降 18.4%~65.5%。

**从患者角度来看：**智能化药品管理有效解决了 1) 药师人工取药、发药效率低下，准确率无法保证；2) 医院取药排队人数多，等候时间长，交叉感染几率大等问题，极大的提升了患者就医体验。

**从医院角度来看：**1) 药房自动化升级可以大大提升药房发药效率及准确率，减少用药误差的可能性；2) 释放药师人员，使得专业药师回归治疗和服务患者，有效减少了医院人员冗余，节约人工成本；3) 药品数据信息及时更新使得医院实现药品库存效期智能管理，从而做到精准、及时、科学补货。

**智能化静配中心较传统静配中心优势显著。**1) 在存储、摆药、配置、复核、分拣等各个环节实现静脉输液药物快速、准确的配置及发放；2) 减少医务人员与有毒化学药品的直接接触；3) 便于静脉输液药物的全流程管控和追溯。

**智能化药品耗材管理较传统模式优势显著。**1) 实时监控数据，避免手术无药可用；2) 医疗耗材得以追溯；3) 实时监控库存，减少积压。

表 2：智能化药品管理对比传统模式优势

智慧药房	智能化静配中心	智能化药品耗材管理
✓ 提升药品调配效率	✓ 减少医务人员与有毒化学药品的直接接触	✓ 减少库存积压
✓ 有效防范人为差错	✓ 便于静脉输液药物的全流程管控和追溯。	✓ 实时监控数据，避免手术时无药物可用的情况发生
✓ 药品库存效期智能管理	✓ 效率高，差错率小，污染影响配液质量可能性低	✓ 医疗耗材得以轻松追溯
✓ 提升药事服务质量	✓ 医院节约药师人工成本	
✓ 改善药房工作条件		
✓ 缩短患者取药等候时间		
✓ 药师回归本职工作		
✓ 医院节约药师人工成本		

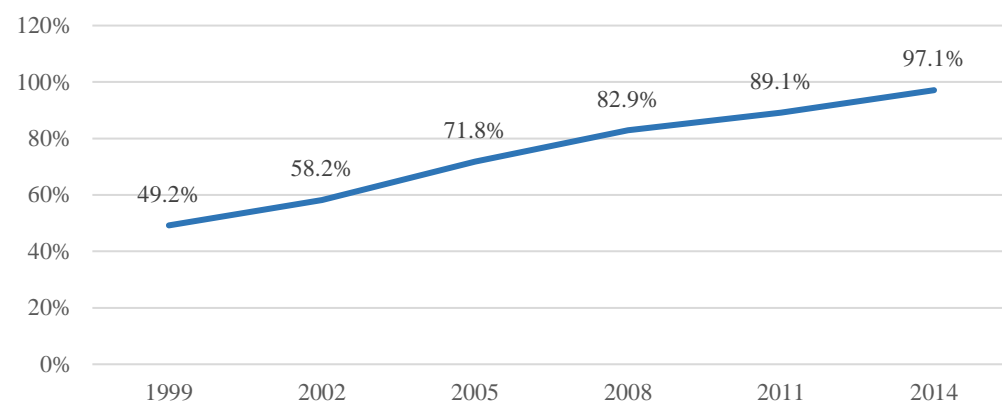
数据来源：公司招股书，东北证券

## 2.3. 我国智能化药品管理渗透率低，未来拥有巨大提升空间

**我国药品自动化管理起步较晚，渗透率相对较低。**21 世纪初，自动化药房在欧美国家渗透率呈快速上升态势。截至 2010 年底，超过 53% 的加拿大医院和 89% 的美国医院使用了自动发药设备。根据《ASHP national survey of pharmacy practice in hospital settings: Dispensing and administration-2014》，2014 年美国 97% 的医院配备了自动发药设备。截至 2018 年末，根据沙利文统计数据显示，我国门诊药房自动化设备的渗

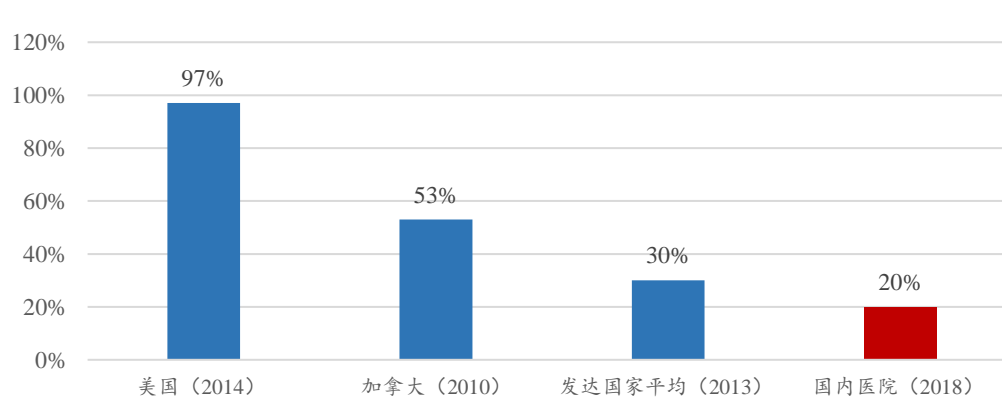
透率整体仅为 20%，渗透率仍有较大上升空间。

**图 13：1999-2014 年美国自动发药机渗透率**



数据来源：公司招股书、公司年报、东北证券

**图 14：国内外药品智能化管理渗透率对比**

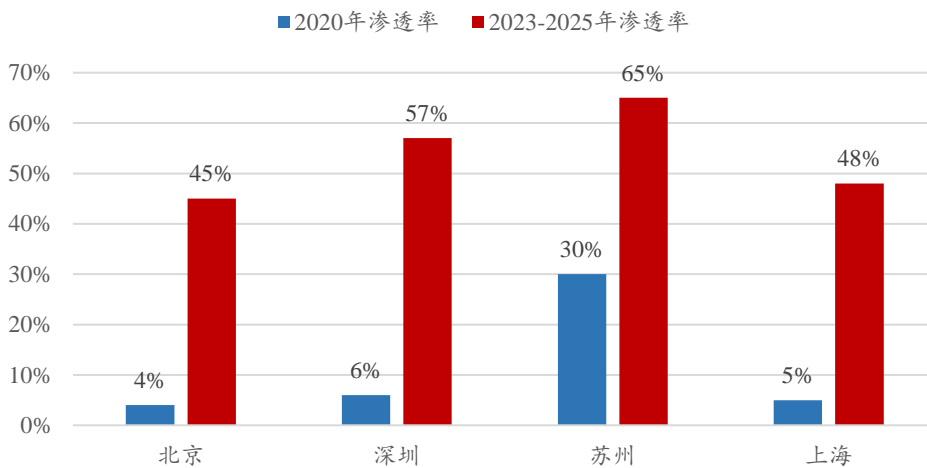


数据来源：公司招股书、公司年报、东北证券

我国静配中心处于起步阶段，未来渗透率有望提升至 50%左右。智能化静配中心相较于智慧药房发展较晚，相较美国静配中心已实现 40%-50%智能化软硬件技术渗透率仍有较大差距，目前国内正处在大范围推广阶段。伴随着静配中心自动化设备研发、生产技术的发展，叠加国内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计，2023-2025 年，北京静配中心自动化设备渗透率将从 4%上升至 45%，深圳静配中心自动化设备渗透率将从 6%上升至 57%，苏州静配中心自动化设备渗透率将从 30%上升至 65%，上海静配中心自动化设备渗透率将从 5%上升至 48%，智能化静配中心市场广阔。



图 15: 各省市智能化静配中心项目渗透率及预测



数据来源: 公司招股书, 东北证券

#### 2.4. 政策法规落地, 助力医疗自动化行业快速发展

一系列政策鼓励医疗自动化, 全面提升渗透率。从 2010 年开始, 国务院、国家卫健委陆续出台一系列政策, 鼓励医院、医疗机构等进行智慧化建设, 以改善医疗服务质量、提升患者就医体验、优化药品供应链管理、提高配药和发药效率等。2021 年 3 月国务院颁布了《第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》, 政策提出要加快医疗平台标准化、一体化, 深度运用 5G, 打造智慧医院, 深化新场景、新技术的应用, 推动医疗信息化向高质量发展。随着政策文件逐步落地, 医疗服务机构智能化渗透率将持续提升。

表 3: 国内相关政策摘录

政策	颁布机构	时间	内容简介
《关于进一步深化改革促进乡村医疗卫生体系健康发展的意见》	国务院	2023/2	到 2025 年, 乡村医疗卫生机构功能布局更加均衡合理, 基础设施条件明显改善, 智能化、数字化应用逐步普及。
《“十四五”国民健康规划》	国务院	2022/5	推广应用人工智能、大数据、第五代移动通信(5G)、区块链、物联网等新兴信息技术, 实现智能医疗服务、个人健康实时监测与评估、疾病预警、慢病筛查等。
《“十四五”优质高效医疗卫生服务体系建设实施方案》	发改委、卫健委、 疾控局、国家中 药管理局	2021/7	力争实现每个地市都有三甲医院, 服务人口超过 100 万的县有达到城市三级医院硬件设施和服务能力的县级医院。
《关于推动公立医院高质量发展的意见》	国务院	2021/6	要求构建公立医院高质量发展新体系, 打造国家级和省级高水平医院, 发挥公立医院在城市医疗集团中的牵头作用, 推进医学技术创新, 推进医疗服务模式创新, 强化信息化支撑作用。
《关于进一步完善预约诊疗制度加强智慧医院建设的通知》	卫健委	2021/5	推进线上线下一体化的医疗服务新模式, 要创新发展智慧医院、互联网医院, 最终实现建设智慧

《关于开展自动售药机（试行）工作的通知》	天津市药品监督管理局	2020/9	医院，应用互联网等新技术，实现配药发药、内部物流、患者安全管理等信息化、智能化
《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》	国务院	2018/4	总体目标围绕“药品零售连锁企业试行自动售药机服务，方便群众 24 小时用药需求”展开。鼓励医疗机构运用“互联网+”优化现有医疗服务，“做优存量”；推动互联网与医疗健康深度融合，“做大增量”，丰富服务供给。
《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》	国务院	2017/2	指出从药品生产、流通、使用全链条提出系统改革措施，提高药品供给质量疗效，确保供应及时，促进药品价格合理，使药品回归治病本源，建设规范有序的药品供应保障制度。
《关于在全国医疗卫生系统开展“三好一满意”活动的通知》	卫生部	2011/4	明确提出“合理安排门急诊服务，挂号、划价、收费、取药等服务窗口等候时间不得超过 10 分钟”。

数据来源：公司年报，公司招股书，政府官网，东北证券

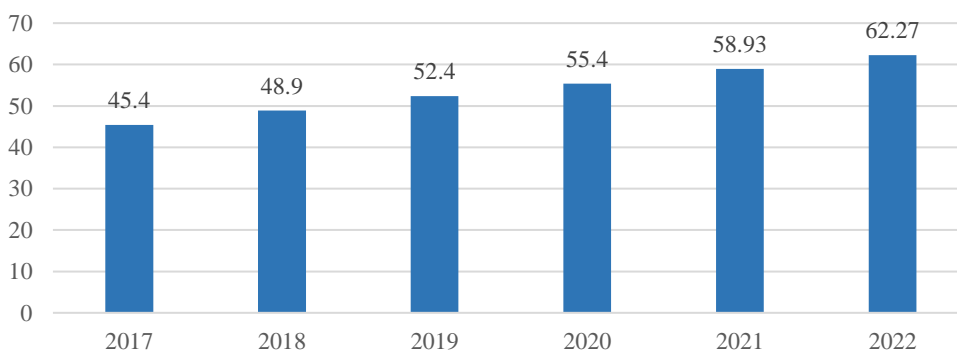
## 2.5. O2O 模式快速发展，零售药房自动化管理需求显著提升

### 药品零售行业自动化管理水平较低，市场空间广阔

**零售药店药品自动化管理：**近年来，随着互联网医疗、远程医疗、慢病管理以及同城物流等领域的快速发展，消费者购药习惯发生改变，O2O 模式得以快速发展。O2O 模式下，药店所需经营的药品品类大幅提升，管理药品数量显著增长，零售药店运营效率面临新的挑战。传统人工零售药房的诸多劣势：1) 货架空间导致药房 SKU 数量有限；2) 药房空间利用率极低；3) 效率低下，难以快速找到药品；药品自动化管理是助力零售药店实现运营效率的提升及经营成本的下降最为有效的手段，目前众多连锁大药房已开始布局转型。另外，截至 2022 年，我国零售药店数量约为 62.3 万家；零售药店市场规模高达 5421 亿元，同比增长 10.2%。零售药店升级改造的需求伴随市场扩容进一步扩大，药品自动化管理市场空间广阔。

**零售药店自动售药机：**便利性是零售药店的重要竞争力之一，因此零售药店对于自动售药机的需求也正在被不断开发。自动售药机可有效解决 24 小时药店稀缺性，在为患者提供全天候服务的同时，降低零售药店的运营成本以及药师的工作强度，从而实现多赢局面。

图 16：2017-2022 年我国零售药店数量（万家）



数据来源：国家药监局，东北证券

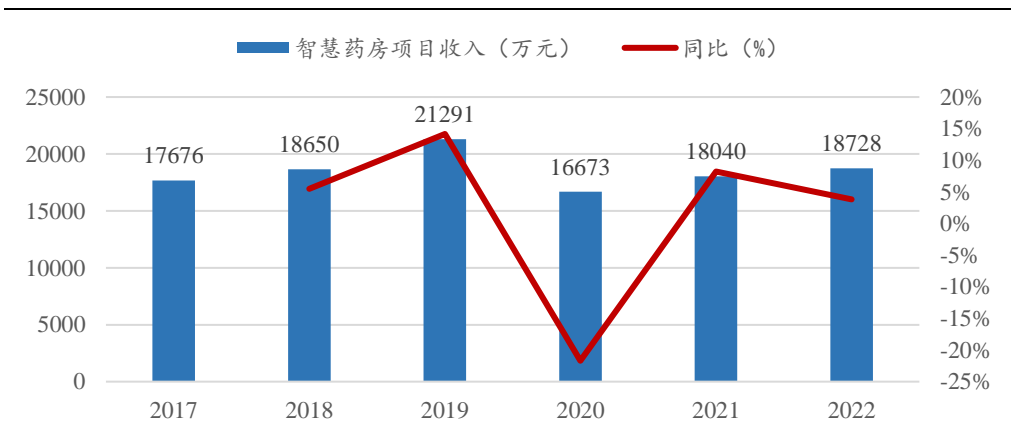
### 3. 全面布局多渠道，市场峰值可破百亿

#### 3.1. 院内智慧药房项目：市场地位稳固，稳健增长未来可期

**智慧药房优化工作流程，符合各利益方需求。**智慧药房项目是一个软硬件结合的智能化药品管理系统，在软件系统的管理和控制下，通过自动发药机、智能针剂管理柜、智能毒麻药品管理柜、智能预配货架、智能存取货架等设备，实现药房药品的自动化存储、调配、传送和发放。通过智能化药品管理系统对药房工作进行流程再造，提升药品调配效率、有效防范人为差错，实现药品库存效期智能管理，进而提升药事服务质量，改善药房工作条件，缩短患者取药等候时间，实现药房药品智能化管理。

**公司核心技术优势突出，智慧药房收入稳定。**公司目前是智慧药房领域产品布局最为齐全的企业之一，研发团队已在行业内深耕近 20 年，智能化药品管理项目研发经验丰富，充分了解下游行业需求，综合技术壁垒较高，后来者赶超难度较大。公司近期已分别推出全自动发药机、“云药房”仓储智能化分拣系统等新型产品，并均已实现销售。反观国内竞争对手产品品类较为单一，产品补药发药效率较低，公司核心竞争力明显。2017-2022 年，智慧药房项目收入基本稳定在 1.8 亿左右，占主营业务收入比例基本超过 50%，其中 2021 年同比增速达 8.2%，为公司第一大收入板块。

图 17：2017-2022 公司智慧药房项目营收&增速（万元）



数据来源：Wind，公司年报，东北证券

表 4：公司智慧药房项目产品

产品系列	图示	简介
自动发药机		用于高频次、大批量药品存储与发放的专用发药系统，发药同时支持无间歇、批量、多品种补药。自动发药机实时接收 HIS 系统处方信息，实现药品的快速发药。
智能针剂管理柜		主要存储拆零药品或者玻璃瓶针剂，按照处方信息自动弹出对应抽屉，实现药品精准快速调配。

智能毒麻药品管理柜



用于毒、麻、精、放等特殊药品存储、管控与调配的专用智能管理系统，药品封闭式存储、避光、防撬。采用指纹、密码等方式进行身份识别，实时登记药品出入库信息，确保存取记录实时可追溯。

智能预配货架



用于处方预调配和药品发放管理的专用智能管理系统。系统采用无线智能药框存储调配药品，发药时使用灯光进行定位提示。系统通过RFID卡进行调配记录，统计药师调配工作量。

智能存取货架



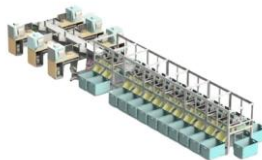
用于药品智能存储和辅助调配的专用系统。可根据实际场景调节隔板，优化药品存储空间。终端显示屏实时接收电子处方，显示药品当前库存、调配数量，货架亮灯提示拣选药品，实现药品调配的智能辅助管理。

自动售药机



自动售药机型，可应用于医疗服务机构、办公场所、商业中心等不同环境，实现无人值守下药品自动销售及发放。

“云药房”仓储智能化分拣系统



“云药房”仓储智能化分拣系统主要用于医药流通企业药库，可根据指令将药品以处方为单位分发至人工位，并以配送区域为单位进行智能分拣，提升药品配送效率。

数据来源：公司官网，东北证券

表 5：公司与同行业可比公司智慧药房项目的主要产品构成

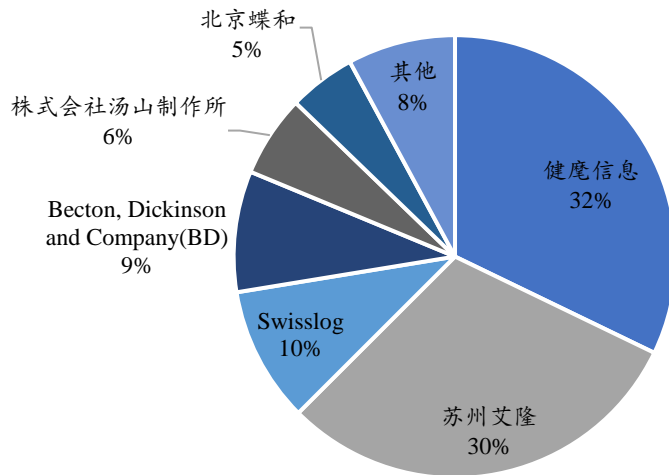
健麾信息 主要产品	苏州艾隆 主要产品	红枫智控 主要产品
自动发药机： ✓ D0~D5 型半自动补药发药机 ✓ D-plus/D-mini 型全自动补药发药机 ✓ H 系列半自动补药发药机	✓ 智能快速发药系统 ✓ 智能存取系统 ✓ 智能高速发药系统	✓ IFast-1200 快速发药系统 ✓ Ipack-500 片剂分包机

数据来源：公司公告，东北证券



**品牌力强劲，预计市占率持续稳固第一。**公司为我国门诊药房自动化领域的领先企业，根据弗若斯特沙利文的统计，截至2018年末，公司在门诊药房自动化领域的市场占有率为30.20%。公司过往主要深耕高端医院市场，全国前五十强医院中50%以上都是公司的客户，拥有较为稳固的市场基础。伴随公司品牌优势和技术优势不断增强，市占率有望持续提升。

图 18：2018 年我国门诊药房自动化领域市场格局



数据来源：弗若斯特沙利文，公司招股书，东北证券

**公司多区域布局，积极拓展营收新渠道。**公司在华东、华南、华北及华中地区进行多区域布局，范围遍布 29 个省、自治区及直辖市。公司先后在北京、上海、广东、山东等地推出经典院内案例。目前，公司重点业务地区华东、华北区域的门诊药房自动化设备渗透率分别为 22.4%/20%，自动化水平仍然相对较低，未来公司在重点地区仍存在较大待填补市场空间。2021 年公司以增资方式入股博科国信，持有其 15% 的股权以便加强公司未来对华中区域市场的开拓及影响力，加速开拓湖南湖北市场，拓展营收新渠道。

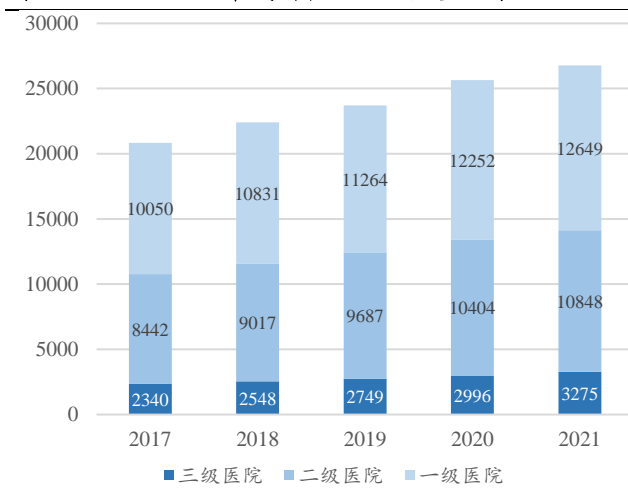
图 19：截止 2022 年健麾信息市场布局



数据来源：公司官网，东北证券

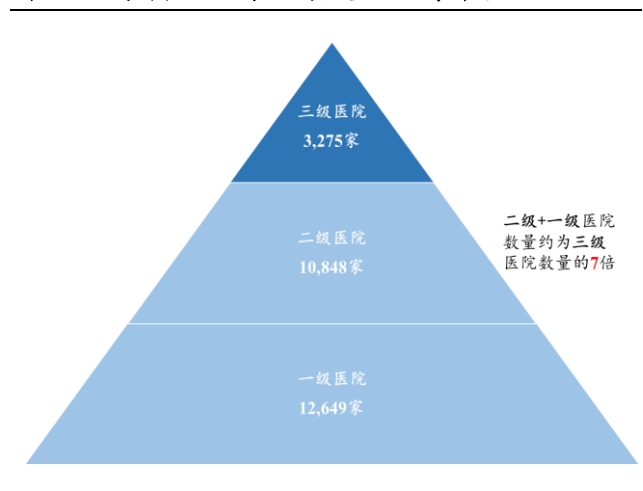
对标国外，国内智慧药房渗透率提升机会显著，市场规模将突破百亿。大力发展智慧医疗服务将是解决目前医疗行业痛点的有效方法，目前我国智慧药房相关设备铺设仍处于扩张中，国内门诊药房自动化设备在三级医院的渗透率较高，二级及以下医院相对较低，截止 2021 年底，我国共有三级医院 3,275 个，二级医院 10,848 个，一级医院 12,649 个，数量排布呈现金字塔形状，二级及以下医院数量约是三级医院数量的 7 倍左右，因此二级及以下医院自动化渗透率将是未来市场空间上升的重要因素。2017-2021 年我国三、二、一级医院数量 CAGR 分别为 8.76%/6.47%/5.92%，我们假设 2021-2025 年，各级医院保持稳定增长。基于弗若斯特沙利文调研数据和我国医疗行业发展情况，结合三级医院对于设备需求量更大，我们保守估计到 2025 年，三级医院门诊智慧药房项目渗透率达到 40%，二级医院覆盖率达 20%；一级医院覆盖率达 10%，参照公司过往年份智慧药房项目平均单价情况，我们假设每套智慧药房项目售价约 200 万元。基于以上假设，我们预计 2025 年我国智慧药房的市场空间约为 124 亿。

图 20：2017-2021 年我国各级医院数量（个）



数据来源：中国卫生健康统计年鉴 2022，东北证券

图 21：我国各级医疗机构数量呈金字塔状



数据来源：中国卫生健康统计年鉴 2022，东北证券

### 3.2. 院内智能静配中心项目：市场低渗透，高需求

**静配中心行业壁垒高，智能化应用需求显著。**智能化静配中心项目是一个软硬件结合的智能化静脉用药配置及管理系统，在软件系统的控制和管理下，医院在存储、摆药、配置、复核、分拣等各个环节实现静脉输液药物快速、准确的配置及发放，减少医务人员与有毒化学药品的直接接触，便于静脉输液药物的全流程管控和追溯。主要设备包括，药物配置机器人、智能针剂库、自动贴标机、智能分拣机、智能移动排药系统、智能溶媒货架、仓内外复核仪等。

**公司配液机器人技术壁垒高，行业优势强。**静脉用药调配机器人的机械手须独立、精准的完成消毒、安瓿瓶切割、掰断，西林瓶抽取、摇匀、注射等动作，从而准确完成配液工作。为保证配液准确无误，静脉用药调配机器人会根据临床需求配备条形码或图像识别、重量检查、影像监控和记录等功能，应用过滤及净化技术，将职业暴露风险降到最低，消除人工操作难以避免的职业损害、药物交叉污染，保障工作环境及医务人员安全。静配用药机器人技术壁垒较高，国内绝大多数厂家无静脉配液机器人，健麾信息目前具备两款配液机器人，分别为全自动细胞毒类药物配置机器人 Cyto，和全自动静脉用药配置机器人 Twins，对比国外同类产品，公司的两款机器人在价格和效率方面都更加具备优势。

表 6：公司静配中心主要技术优势

主要自动化产品	主要技术先进指标	核心技术体现
全自动细胞毒类药物配置机器人 (Cyto)	双机械手单处方调配，平均每小时调配 60 袋。	机器人应用技术
全自动静脉用药配置机器人	同时对 4-6 组大输液进行批量调配工作，调配速度每小时 400 份。	机器人应用技术
智能针剂库	机械手抓取，完成药品存取，单次取药时间小于 9s。	智能化静配中心项目相关技术
自动贴标机	打印、贴签一体化、支持一维码、二维码及各种自定义条码；标签打印速度每秒 15.2cm，贴签平均速度每小时 1800 袋。	智能化静配中心项目相关技术
智能分拣机	可传送宽度小于 16cm 的各种规格瓶装及袋装成品，分拣速度达每小时 1800 袋。	智能化静配中心项目相关技术

数据来源：公司招股书，东北证券

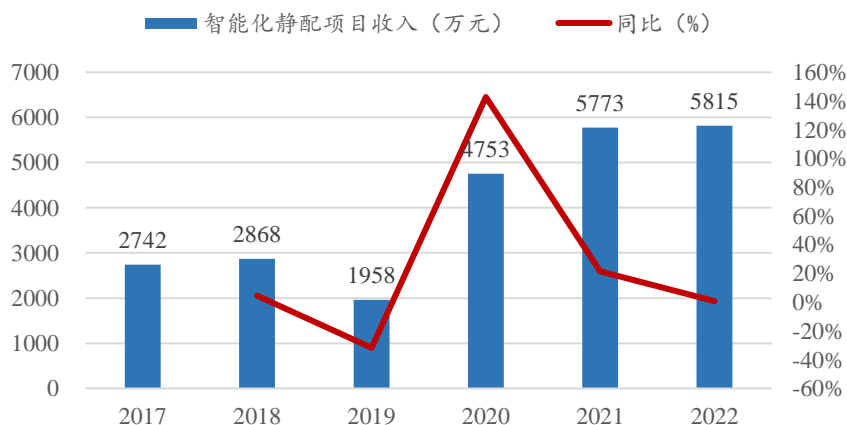
表 7：公司与同行业可比公司静配中心项目的主要产品构成

健麾信息		苏州艾隆		红枫智控	
项目类型	主要产品	项目类型	主要产品	项目类型	主要产品
智能化静配中心	全自动配液机器人 (Cyto、Twins)	智能化静配中心 (更偏向智慧药房)	智能分拣系统	-	-
	智能针剂库				
	智能分拣机				
	智能贴签机				

数据来源：公司公告，东北证券

公司近年来智能化静配中心项目收入显著提升。2017-2022 年公司智能化静配中心收入由 0.27 亿元增长值 0.58 亿元，CAGR 16.22%；其中 2020 年该板块营业收入显著提升，实现收入 0.48 亿元，同比增长 143%；2021 年实现收入 0.57 亿元，同比增长 21.46%。

图 22：2017-2022 年公司智能化静配中心项目收入（万元）



数据来源：公司公告，东北证券

**国内静配中心渗透率低，市场规模预计突破 30 亿。**根据智能化静配中心本身特点，我们预测未来大型综合三级医院将作为消费主力客群。公司作为高端医疗市场的头部商家，有望继续发挥渠道优势。根据《中国卫生统计年鉴 2021》，我国三级医院总数从 2017 年的 2340 家增长至 2021 年的 3275 家，CAGR 8.76%。我们假设 22-25 年将保持 8% 的增长。参考弗若斯特沙利文数据，目前国内渗透均低于 10%，未来 3 到 5 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%，2025 年我国智能静配空间的市场空间有望突破 30 亿。

表 8：2025 年我国静配中心市场规模测算

医院数量	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025
三级医院数量	3275	3537	3820	4126	4457
二级医院数量	10848	11607	12420	13289	142120
一级医院数量	12649	13408	14212	15065	15969
合计	26772	28552	30452	32480	34644
弗若斯特沙利文数据	北京	深圳	苏州	上海	预测
2025 年渗透率	45%	57%	65%	48%	渗透率 45%
医院数量占比	2.74%	0.54%	0.91%	1.59%	医院占比 8.00%
<b>2025 年市场空间预测</b>					<b>34.28 亿</b>

数据来源：卫健委，公司招股书，东北证券

### 3.3. To-G&出海业务：全面布局横向发展，展望商业版图新高峰

**移动医疗车项目，强势振兴大单业务。**2021 年 8 月公司与国药控股湖北有限公司就湖北省基层医疗车项目签署相关医疗设备供货合同，该合同金额共计约 1.96 亿元，同比增速高达 1851%，营收占比达 38%，实现了公司医院市场业务下沉和“To-G”批量模式的良好开局。我们认为，此次合作将大力提升公司与政府之间紧密关系，对公司未来持续承接政府订单奠定良好基础。

图 23：移动医疗车外景及内景



数据来源：公司官网，新华社，东北证券

**成功开启 To-G 政府合作新业态，带动大订单机遇。**2022 年公司在湖北省卫健委移动医疗车项目成功经验的基础上，成功获得 6900 万元的“钟祥卫健智慧医疗一体化项目”，助力湖北省钟祥市部署“智能微药房”建设，打造出全国首创的“钟祥基层药品管理模式”，本次合作实现了公司业务下沉和“To-G”实现批量自产，高毛利



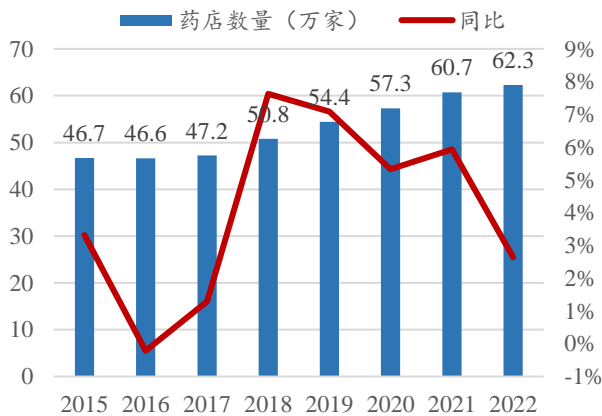
产品的关键性突破。随着公司与政府合作项目不断深耕，To-G 业务有望成为公司新增长曲线。

**横向布局出海业务，实现业务多元化可持续。**公司积极开拓沙特、中东及北非的智慧医疗市场，增强综合盈利能力。公司借助与德国、芬兰等国长期合资合作，积累了丰富的成功经验，建立了良好的口碑。2022 年公司与 Ajlan & Bros Information Technology Company 签署合资协议，拟按各自占合资公司注册资本的比例在沙特首都利雅得新设合资公司，注册资本为 13,750,000 沙特里亚尔，公司持股比例为 40%，拟将公司产品迅速推广到沙特、中东及北非市场。结合公司国际化合作的的优势，以及产品在效率及价格上优于外资竞品，公司有望成功出海沙特并打开欧美市场。

### 3.4. 院外新零售药店：行业新趋势，业绩新支柱

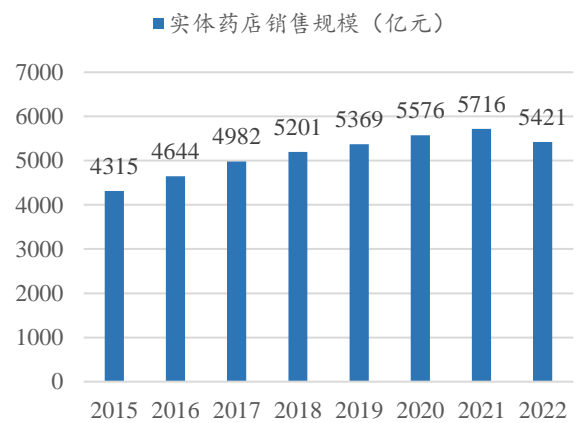
**行业集中度持续提高，连锁门店数量及规模激增。**截止 2022 年底，全国药店数量继续保持增长态势，达到 62.3 万家，同比增长 5.9%；连锁企业数量增加至 6650 家，同比增长 6.7%，连锁率提升至 57.8%。

图 24：2015-2022 年中国药店数量



数据来源：国家药监局，东北证券

图 25：2015-2022 年中国实体药店销售规模

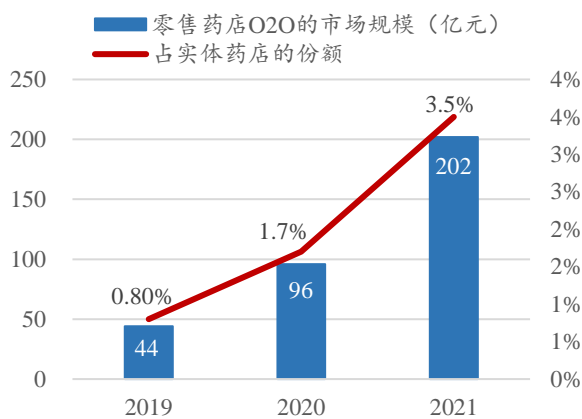


数据来源：国家药监局，东北证券

**随着消费者购药习惯发生改变，叠加疫情催化，网上买药问诊已成为消费新趋势。**近年来，消费者线上购买医药健康产品的意愿日益增强，线上已成为医药健康产品的重要销售渠道。相较于传统实体零售药店，线上药店具备便利性、优惠性和品类丰富等优点，根据《2021 全球与中国医药电商市场与发展趋势研究报告》显示，48.6% 的消费者选择网上购药的主要原因是便利性较高。另外，由于疫情期间人们无法线下出门购药，加速催化消费者网上购药消费趋势。

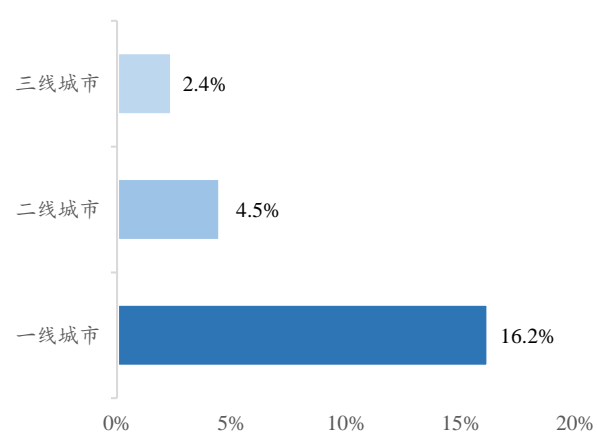
**O2O 模式快速发展，零售药店智能化需求显现。**近年来，伴随着人们购药习惯的改变，医药新零售 O2O 模式（网订店取、网订店送）快速发展。O2O 模式依靠密集的店铺布局，满足客户及时用药需求，连锁大药房较个体药店更加具备优势。2020 年在疫情环境推动下，O2O 模式加速发展，增速为 120% 以上；2021 年全国药店 O2O 市场规模已达 202 亿，同比增长 110%，该模式已然成为各大连锁药店业务新增长点，从增量来看，O2O 贡献了 2021 年药店 63.4% 的销售增长；截止 2022 年 O2O 模式在一、二、三线城市的市场占有率分别为 16.2%/4.5%/2.4%，未来 O2O 模式市占率有望进一步抬升。O2O 模式下药店需要经营更多药品品类，管理更多药品库存，这对药店的效率提出了更高要求，智能化需求显现。

图 26：2019-2021 零售药店 O2O 的市场规模



数据来源：中康 CMH, 东北证券

图 27：2022 年医药 O2O 模式的市场占有率



数据来源：前瞻产业研究院, 东北证券

### 连锁药店纷纷参与新零售，O2O 已然成为各大连锁新增长点

**国大药房：**2022 年 O2O 线上销售额同比增长 50%，其中自营平台业务增长 45%，第三方 O2O 业务同比增长 71%。国大药房 O2O 网络布局已经覆盖全国 23 个省份超过 8000 家门店，经营品种数达 2000 个 SKU/店，引入平安好医生等流量平台发展 O2O 夜间售药业务。

**老百姓：**截至 2022 年底 O2O 门店为 7876 家，同比增长 1295 家；24 小时门店增至 500 家，同比增长 52 家。依托广泛布局的线下营销网络和先进的数字化管理平台，老百姓的线上业务高速增长，2022 年线上渠道销售额近 17 亿元，同比增长 140%。

**益丰药房：**2022 年 O2O 线上销售实现收入 13.6 亿元，同比增长 74.5%；截至 2022 年底，公司 O2O 上线直营门店超过 7000 家，覆盖范围包含公司线下所有主要城市；24 小时门店从 2020 年底的 300 多家增至 600 家。

**大参林：**进驻了几乎所有头部 O2O 平台，并与企健网等健康垂直平台建立了合作关系，建立以用户为中心，30 分钟到家的 24 小时送药服务，全面满足各类消费者不同渠道的购药需求。到 2022 年年底，大参林 O2O 送药服务已覆盖全国 7639 家门店，覆盖门店上线率达 85.2%。2022 年大参林线上业务销售同比增长 64.0%。

**一心堂：**2022 年电商业务总销售额突破 6 亿元，较上年同期增长 92.89%，其中 O2O 销售额占电商总销售额的 80.28%。截止 2022 上半年，一心堂在所布局的 10 个省份及直辖市拥有 O2O 业务门店 8833 家，覆盖率占门店总数的 98.3%，实现了线上线业务的高度融合。

**O2O 模式快速发展下，零售药店智慧化升级势在必行。**O2O 模式下，药房的核心优势在于线下门店布局、供应链布局以及数字化能力。相较于个体药房，连锁大药房在上述几个环节更具优势，能够持续供应低价产品。数据显示，O2O 的客单价毛利率约为 22%左右，绝大多数的药房很难从中盈利，因此药房降本增效尤为重要。药房自动化作为实现智慧药房功能的重要一环，已成为不可或缺的关键因素，未来有望得以大量应用。智慧药房优势在于：1) 智能发药机大幅扩充药品存储 SKU，提升药店收入及运营坪效；2) 智能发药机功能高度自动化，降低零售药店租金成本及人力成本。

**美团全面布局智慧药房，加快行业进程。**从 2021 年底至今，全流程自动化销售的美团“智慧药房”已在全国多地的药店内落地。美团智慧药房可提供集远程用药咨询、自助购药、快速配送于一体的一站式服务，满足市民 24 小时用药需求。已与多家连

锁药房逐步开展合作，包括万和药房、南粤大健康等，遍布全国多家城市，共计划布局 2000 多家。智慧药房作为传统药店增量新模式被快速应用，借助美团平台流量，药品智能化将进一步渗透，公司作为自药房动化设备的先驱，将有望借助风口快速占领市场。

公司作为智能化药品管理领域的国内领头羊，已战略性布局医药零售市场。同国内连锁零售药店领域的多家行业龙头积极展开合作，包括高济医疗、益丰大药房、叮当快药、第一医药、老百姓大药房等龙头达成战略合作，就发展药店智慧新模式签署合作协议。我们认为此举有利于公司开拓市场并占据行业先机。

图 28：连锁药店合作企业



数据来源：公司年报，东北证券

零售药房数量基数大，公司灵活合作机制提高与零售药房合作可能性。零售药房具有“运营个体数量多、单店经营体量小、现金流考核压力大”的特点，通常难以一次性支付智能发药设备的采购费用，而这也是制约智慧零售药店转型升级的核心关键因素。针对这一特点，公司积极调整合作模式，一方面向药店低成本投放设备获得分成收入，另一方面允许零售药品企业采用每年支付服务费的形式租用公司智能设备。灵活制度大幅降低智慧零售药店的升级门槛，提高与零售药店的合作的可能性。

#### 4. 投资建议与盈利预测

公司作为国内领先医药物流自动化、信息化、智能化及移动医疗整体解决方案供应商，主要涵盖智慧药房、智能化静配中心以及智能化药品耗材管理等业务领域，较国内外同业竞争者在技术方面和渠道方面都更具优势。

近年来，国内医疗体系服务标准持续提高，自动化管理升级需求强烈，公司优先布局，占据先发优势。截止 2022 年末，公司业务共覆盖 29 个省、市、自治区，自动化药房产品在中国一线城市市场占有率超过 80%，未来伴随国内门诊药房自动化设备渗透率持续提升，公司从中获益。

公司积极布局 To-G 及海外业务。国内 To-G 方面，公司通过湖北省基层医疗车项目成功打开与政府合作新业态，为后续承接系列政府项目打下坚实基础。海外方面，公司与阿吉兰科技在沙特首都利雅得新设合资公司，成功出海沙特打开欧美市场，为公司增加新营收渠道。

零售药房新零售 O2O 模式快速发展，公司作为智能化药品管理领域的国内领头羊已战略性布局医药零售市场，先后与高济医疗、益丰大药房、叮当快药、第一医药、老百姓大药房等医药零售领域的龙头达成战略合作，优先布局，享受市场红利。

预计公司 2023-2025 年将实现归母净利润 1.81/ 2.18/ 2.68 亿元，同比增长 56.5%/ 20.3%/ 22.9%，对应 PE 分别为 31X/ 26X/ 21X，首次覆盖，给予“买入”评级。

##### 风险提示：

自动化设备渗透率不及预期；零售药店新模式发展不及预期；海外业务拓展不及预期；业绩预测和估值不达预期。



**附表：财务报表预测摘要及指标**

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	366	442	538	647
交易性金融资产	0	3	6	9
应收款项	333	378	420	490
存货	74	79	94	120
其他流动资产	13	16	20	23
<b>流动资产合计</b>	<b>830</b>	<b>967</b>	<b>1,134</b>	<b>1,363</b>
可供出售金融资产				
长期投资净额	46	74	89	108
固定资产	32	47	55	64
无形资产	15	15	15	15
商誉	0	0	0	0
<b>非流动资产合计</b>	<b>369</b>	<b>463</b>	<b>544</b>	<b>627</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,199</b>	<b>1,430</b>	<b>1,677</b>	<b>1,990</b>
短期借款	0	0	0	0
应付款项	31	39	44	50
预收款项	0	0	0	0
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>113</b>	<b>157</b>	<b>178</b>	<b>214</b>
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	2	2	2	2
<b>长期负债合计</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>
<b>负债合计</b>	<b>116</b>	<b>159</b>	<b>180</b>	<b>216</b>
归属于母公司股东权益合计	1,005	1,186	1,404	1,671
少数股东权益	78	85	93	103
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,199</b>	<b>1,430</b>	<b>1,677</b>	<b>1,990</b>

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>322</b>	<b>501</b>	<b>579</b>	<b>695</b>
营业成本	130	201	232	277
营业税金及附加	2	4	4	4
资产减值损失	0	0	0	0
销售费用	24	35	38	42
管理费用	19	28	29	33
财务费用	-3	-4	-3	-4
公允价值变动净收益	14	3	3	3
投资净收益	3	4	5	6
<b>营业利润</b>	<b>132</b>	<b>212</b>	<b>253</b>	<b>310</b>
营业外收支净额	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>132</b>	<b>212</b>	<b>253</b>	<b>310</b>
所得税	12	24	27	32
净利润	120	188	226	278
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>116</b>	<b>181</b>	<b>218</b>	<b>268</b>
少数股东损益	4	7	8	10

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>净利润</b>	<b>120</b>	<b>188</b>	<b>226</b>	<b>278</b>
资产减值准备	21	15	13	16
折旧及摊销	4	6	6	7
公允价值变动损失	-14	-3	-3	-3
财务费用	0	0	0	0
投资损失	-3	-4	-5	-6
运营资本变动	-164	-29	-60	-98
其他	0	0	0	0
<b>经营活动净现金流量</b>	<b>-37</b>	<b>173</b>	<b>178</b>	<b>194</b>
<b>投资活动净现金流量</b>	<b>-85</b>	<b>-97</b>	<b>-82</b>	<b>-85</b>
<b>融资活动净现金流量</b>	<b>-12</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>企业自由现金流</b>	<b>-82</b>	<b>121</b>	<b>125</b>	<b>145</b>

财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标</b>				
每股收益 (元)	0.85	1.33	1.60	1.97
每股净资产 (元)	7.39	8.72	10.32	12.29
每股经营性现金流量 (元)	-0.27	1.27	1.31	1.43
<b>成长性指标</b>				
营业收入增长率	-34.2%	55.3%	15.7%	20.0%
净利润增长率	-1.6%	56.5%	20.3%	22.9%
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	59.6%	59.9%	60.0%	60.2%
净利率	35.9%	36.2%	37.6%	38.5%
<b>运营效率指标</b>				
应收账款周转天数	346.13	259.94	255.62	242.14
存货周转天数	186.13	137.29	134.75	139.16
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	9.6%	11.1%	10.8%	10.8%
流动比率	7.33	6.18	6.36	6.38
速动比率	6.27	5.37	5.51	5.48
<b>费用率指标</b>				
销售费用率	7.5%	7.0%	6.5%	6.0%
管理费用率	5.8%	5.5%	5.0%	4.8%
财务费用率	-1.0%	-0.7%	-0.5%	-0.5%
<b>分红指标</b>				
股息收益率	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>估值指标</b>				
P/E (倍)	35.41	31.14	25.89	21.07
P/B (倍)	4.07	4.75	4.02	3.37
P/S (倍)	12.70	11.26	9.73	8.11
净资产收益率	12.1%	15.3%	15.5%	16.0%

资料来源：东北证券

**研究团队简介:**

唐凯：美国纽约州立大学宾汉姆顿分校会计学硕士，武汉大学经济学学士、数学学士。现任东北证券轻工组组长。曾任尼尔森（上海）分析师，久谦咨询有限公司咨询师，东海证券研究员。具有5年证券研究从业经历。

**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，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

**投资评级说明**

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内，股价涨幅超越市场基准15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准：  A股市场以沪深300指数为市场基准，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）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为市场基准。
	增持	未来6个月内，股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。	
	中性	未来6个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。	
	减持	未来6个月内，股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。	
	卖出	未来6个月内，股价涨幅落后市场基准15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内，行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来6个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来6个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	

### 重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

东北证券股份有限公司

网址：<http://www.nesc.cn> 电话：95360,400-600-0686 研究所公众号：dbzqyanjiusuo

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴世纪金融广场 3 号楼 10 层	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

