

# 诚益通 (300430)

证券研究报告

2022年03月08日

## 一体两翼，医药智能制造和康复设备双轮驱动

### 疫情影响逐步消除，股权激励方案彰显发展信心

根据公司 2021 年业绩预告，预计 2021 年归母净利润 0.97-1.09 亿元，同比增长 60.0%~79.8%，预计扣非归母净利润 0.86-0.98 亿元，同比增长 66.3%~89.6%。

2021 年 11 月，向激励对象首次授予限制性股票，业绩考核要求以公司 2020 年归母净利润（0.60 亿元）为基数，2021-2023 年归母净利润（剔除股权激励费用）增长率不低于 60%/115%/179%，对应归母净利润 0.97/1.30/1.68 亿元。

### 康复业务政策鼓励，聚焦基层，发展可期

1) 政策对于康复发展持支持态度，国家及各省市康复支持政策陆续出台。康复医疗是应对人口老龄化的战略的关键部分，人口老龄化叠加支付能力和康复意识提升，康复需求增加，国家及各地方康复支持政策陆续出台，国家层面印发《关于印发加快推进康复医疗工作发展意见的通知》，河南、浙江、广东、四川等也印发了各省的康复支持政策。2) 乡镇卫生院康复设备市场仍处于起步阶段，龙之杰聚焦基层蓝海市场。龙之杰自成立以来积极开拓三级医院市场，形成了较高的品牌知名度；未来公司将目标市场从三级医院逐步下沉至县乡基层医疗市场。根据中国卫生统计年鉴，2020 年乡镇卫生院数目达到 35762 家，目前乡镇卫生院康复设备市场仍处于起步阶段，属于蓝海市场，龙之杰在乡镇卫生院康复整体解决方案上已有成功案例，未来聚焦基层，康复业务发展可期。

### 医药智能制造业务整体稳健

医药生物智能制造业务主要包括自动化控制系统、工业软件和系统设备，2021H1 智能制造业务实现营业收入 3.21 亿元，同比增长 82.52%；净利润 2692.26 万元，同比去年同期扭亏为盈。2021H1 公司新签及中标订单金额为 5.26 亿元，同比增长 28%，我们预计后续维持稳健增长。

### 盈利预测与估值模型

我们预计公司 2021-2023 年营业收入为 9.24/10.94/12.62 亿元，同比增长 20.88%/18.44%/15.31%，剔除股权激励费用，预计归母净利润为 0.98/1.31/1.71 亿元。参照同类公司 2022 年 PE 为 24 倍，考虑到政策对康复的支持态度及公司基层康复业务发展可期，给予公司 30 倍 PE，对应 39 亿市值，目标价为 14.42 元，给予公司“买入”评级。

**风险提示：**医药智能制造业务业绩波动的风险，康复器械销售不及预期风险，新冠疫情反复的风险，政策落地不及预期，市场竞争加剧的风险。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	689.20	764.43	924.03	1,094.41	1,262.00
增长率(%)	0.01	10.92	20.88	18.44	15.31
EBITDA(百万元)	157.79	152.08	141.76	188.00	223.36
净利润(百万元)	81.39	60.39	97.91	131.19	170.88
增长率(%)	(20.44)	(25.81)	62.14	33.99	30.25
EPS(元/股)	0.30	0.22	0.36	0.48	0.63
市盈率(P/E)	38.89	52.42	32.33	24.13	18.53
市净率(P/B)	1.86	1.79	1.70	1.59	1.46
市销率(P/S)	4.59	4.14	3.43	2.89	2.51
EV/EBITDA	12.12	14.08	22.16	16.39	13.88

资料来源：Wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	机械设备/通用机械
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	11.6 元
目标价格	14.42 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	272.91
流通 A 股股本(百万股)	255.14
A 股总市值(百万元)	3,165.72
流通 A 股市值(百万元)	2,959.64
每股净资产(元)	6.67
资产负债率(%)	33.49
一年内最高/最低(元)	16.79/7.03

### 作者

**杨松** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110521020001  
yangsong@tfzq.com

**张雪** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110521020004  
zhangxue@tfzq.com

**李妞妞** 联系人  
liniuniu@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《诚益通-年报点评报告:营收持续稳定增长，外延布局加码康复医疗细分领域》2017-04-26
- 《诚益通-公司深度研究:制药自动化翘楚，领先发力康复医疗蓝海市场》2017-03-28

## 内容目录

<b>1. 一体两翼，双轮驱动</b>	<b>5</b>
1.1. 主要包括医药智能制造和康复医疗设备 2 大业务板块	5
1.2. 公司实控人为梁学贤及梁凯父子	5
1.3. 疫情影响逐步消除，业绩恢复增长	5
1.4. 股权激励方案彰显发展信心	6
<b>2. 医药生物智能制造业务：整体稳健</b>	<b>7</b>
2.1. 公司是智能制造整体解决方案提供商	7
2.2. 公司主要产品包括自动化控制系统、工业软件与系统设备	8
2.2.1. 自动化控制系统：制药产业链全覆盖	9
2.2.2. 工业软件信息化产品：主要包括制造执行系统（iMES）等 4 大类	9
2.2.3. 智能设备：主要应用于药品制剂及智能包装领域	10
2.3. 医药行业智能制造仍有提升空间	10
2.4. 公司未来发展路径：“扩领域”和“智能化”	12
2.4.1. “扩领域”：横向开拓扩大业务范围	12
2.4.2. “扩领域”：纵向延伸完善业务布局	13
2.4.3. “信息化”：iMES 等信息化产品逐步完善	13
<b>3. 康复业务：政策鼓励，聚焦基层</b>	<b>13</b>
3.1. 收购龙之杰，拓展康复医疗器械业务	13
3.2. 康复行业仍处于起步阶段，康复医疗器械发展潜力大	14
3.3. 公司产品体系完善，助力提供整体解决方案	16
3.3.1. 公司产品品类较全	17
3.3.2. 提供 6 大领域专科解决方案	18
3.3.3. 推出整体解决方案	18
3.4. 下沉目标市场，推动县乡基层医疗机构康复学科建设	19
3.5. 产品、学术推广、渠道三个维度打造企业综合竞争力	20
3.5.1. 自主研发打造核心技术、构建品类齐全产品线	20
3.5.2. 学术推广打造品牌优势	20
3.5.3. 渠道建设拓宽市场	21
<b>4. 盈利预测与估值评级</b>	<b>21</b>
4.1. 盈利预测	21
4.2. 估值与投资评级	21
<b>5. 风险提示</b>	<b>22</b>

## 图表目录

图 1：公司发展历史	5
图 2：公司股权结构图	5
图 3：2017-2020 年公司营业收入（亿元）及其增速	6

图 4: 2017-2020 年公司归母净利润 (亿元) 及其增速	6
图 5: 2017-2020 年公司归母净利率及智能制造、康复设备业务净利率	6
图 6: 2017-2020 年公司销售费用率、研发费用率及管理费用率	6
图 7: 诚益通整体解决方案流程	7
图 8: 2016-2020 年医药生物智能制造板块收入 (亿元) 及其增速	8
图 9: 2016-2020 年医药生物智能制造板块利润 (万元) 及其增速	8
图 10: 2016-2020 年医药生物智能制造板块收入构成及其占比	8
图 11: 2016-2020 年医药生物智能制造板块毛利构成及其占比	8
图 12: 2016-2020 年医药生物智能制造板块毛利率和净利率	9
图 13: 控制系统、系统设备及其他、技术服务毛利率	9
图 14: 自动化系统示意图	9
图 15: 工业软件信息化产品	10
图 16: 医药智能制造业务相关设备产品	10
图 17: 2019 年全国智能制造能力成熟度水平	11
图 18: 2020 年全国智能制造能力成熟度水平	11
图 19: 行业智能制造能力水平排行	11
图 20: 2020 年行业智能制造等级分布情况	12
图 21: 产业链布局	12
图 22: 公司康复医疗器械业务发展历程	13
图 23: 2017-2020 年龙之杰营业收入 (万元) 及增速	14
图 24: 2013-2020 年龙之杰净利润 (万元) 及增速	14
图 25: 康复医疗器械业务毛利率和净利率	14
图 26: 2014-2021 年中国康复医疗器械市场规模 (亿元)	16
图 27: 2014-2021 年中国电刺激康复医疗器械市场规模 (亿元)	16
图 28: 2014-2021 年中国磁刺激康复医疗器械市场规模 (亿元)	16
图 29: 2014-2021 年中国电生理康复医疗器械市场规模 (亿元)	16
图 30: 公司康复业务提升	17
图 31: 公司部分康复医疗器械产品	17
图 32: 康复专科解决方案	18
图 33: 龙之杰 “智慧康复模式” 建设	19
图 34: 2010-2020 年乡镇卫生院数目 (个)	19
图 35: 龙之杰研发成果	20
表 1: 诚益通整体解决方案业务布局	7
表 2: 扩大医药智能制造业务范围事件	12
表 3: 2021-2022 年国家康复相关支持政策梳理	15
表 4: 各省市康复支持政策	15
表 5: 公司产品及覆盖领域	17
表 6: 龙之杰基层康复建设案例	20
表 7: 诚益通盈利预测	21

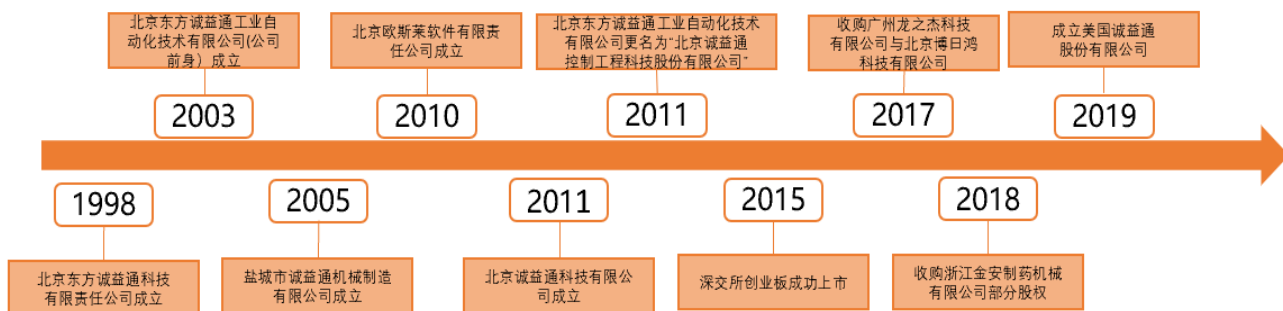
表 8：可比公司估值.....21

## 1. 一体两翼，双轮驱动

### 1.1. 主要包括医药智能制造和康复医疗设备 2 大业务板块

公司前身为北京东方诚益通工业自动化技术有限公司，成立于 2003 年 7 月，2011 年整体变更并更名为北京诚益通控制工程科技股份有限公司，2015 年于深交所上市，2017 年通过并购龙之杰将业务拓展至康复医疗设备领域，整合完成后，公司确立了“一体两翼、双轮驱动”的发展战略，目前公司业务涵盖智能制造业务和康复医疗设备业务两大板块。公司总部位于北京市中关村科技园区大兴生物医药产业基地，在北京大兴、江苏盐城、广东广州、浙江温州设有四大生产基地。2019 年成立美国诚益通公司，为工业大麻商业种植者提供植物提取解决方案，拓展植物提取研发应用业务。

图 1：公司发展历史

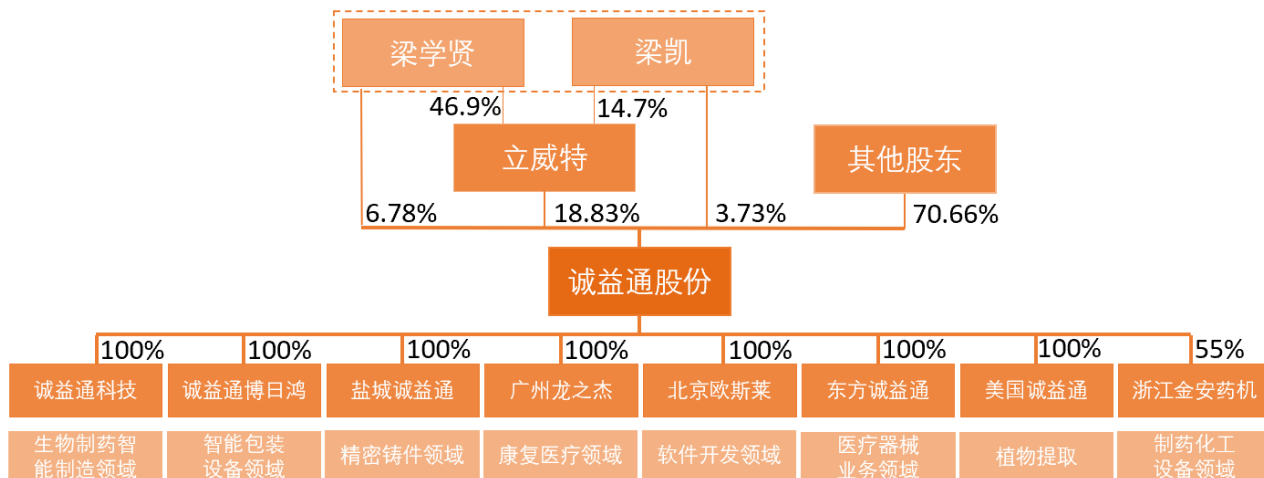


资料来源：诚益通公司官网，天风证券研究所

### 1.2. 公司实控人为梁学贤及梁凯父子

公司实际控制人为梁学贤及梁凯父子，梁学贤和梁凯分别直接持有公司 6.78%、3.73% 股权，通过北京立威特投资有限责任公司分别持有公司 8.83%、2.77% 的股权。公司实际控制人及关联方持有本公司股权的情况如下图：

图 2：公司股权结构图



资料来源：Wind，天风证券研究所；截止至 2022 年 1 月 18 日

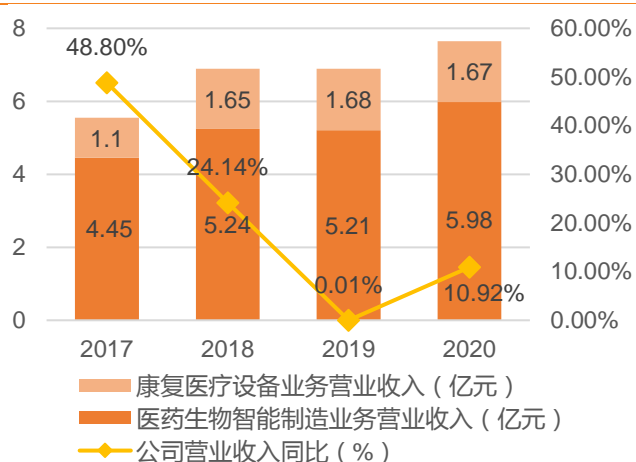
### 1.3. 疫情影响逐步消除，业绩恢复增长

根据公司 2021 年业绩预告，预计 2021 年归母净利润 0.97-1.09 亿元，同比增长

60.0%~79.8%，预计扣非归母净利润 0.86-0.98 亿元，同比增长 66.3%~89.6%，主要因为疫情影响逐步消除，恢复增长。

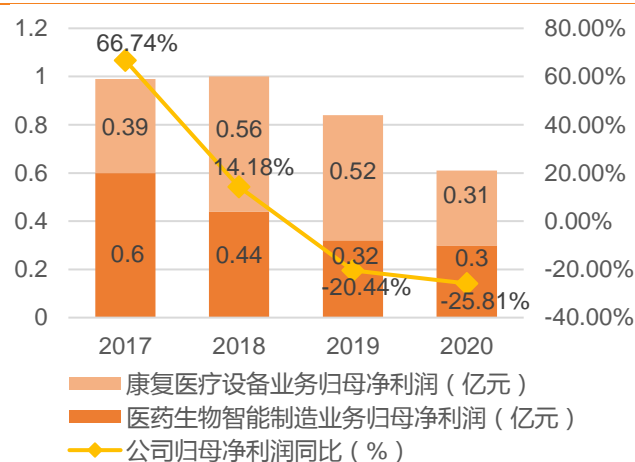
2017 年公司营业收入为 5.55 亿元，同比增长 48.80%；归母净利润为 0.9 亿元，同比增长 66.74%，收购了广州龙之杰和北京博日鸿，纳入公司合并报表。2018 年公司营业收入为 6.89 亿元，同比增长 24.14%；归母净利润为 1.02 亿元，同比增长 14.18%，控股浙江金安药机，业务领域拓展至中药领域；龙之杰控股广州施瑞，业务拓展至孕产康复领域。2019 年公司营业收入为 6.89 亿元，同比增长 0.01%；归母净利润为 0.81 亿元，同比降低 20.44%，主要受医药生物智能制造板块影响收入；归母利润率下降，主要因为公司加大植物提取和智能化新业务投入力度，相关费用支出增加；盐城新厂房建设项目推进及承揽的多个大项目开工对资金形成占用，财务成本提高。2020 年公司营业收入为 7.64 亿元，同比增长 10.92%；归母净利润 0.60 亿元，同比降低 25.81%；主要因为受 2020 年上半年疫情影响；下半年复工复产推进，经营情况好转。

图 3：2017-2020 年公司营业收入（亿元）及其增速



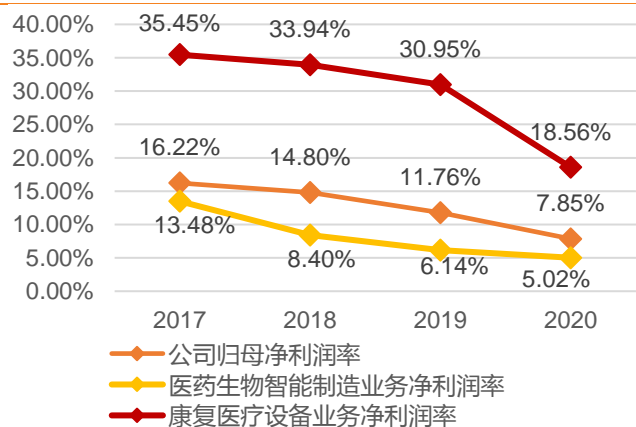
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：2017-2020 年公司归母净利润（亿元）及其增速



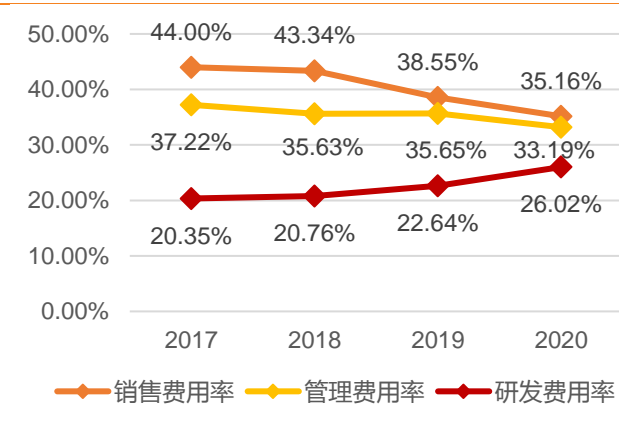
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：2017-2020 公司归母净利率及智能制造、康复设备业务净利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：2017-2020 公司销售费用率、研发费用率及管理费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 1.4. 股权激励方案彰显发展信心

2021 年 11 月 19 日，公司公布向激励对象首次授予限制性股票的公告，本激励计划的激励人数共计 80 人，向激励对象授予限制性股票 331.9 万股，占公司股本的 1.22%。其中，首次授予 301.4 万股，占公司总股本的 1.11%，预留 30.5 万股。授予价格为 5.54 元/股。

公司层面业绩考核要求以公司 2020 年净利润为基数，2021-2023 年净利润增长率不低

于 60%/115%/179%；对预留部分限制性股票，以公司 2020 年净利润为基数，2022-2023 年净利润增长率不低于 115%/179%。

## 2. 医药生物智能制造业务：整体稳健

### 2.1. 公司是智能制造整体解决方案提供商

公司是智能制造整体解决方案提供商，向制药企业、生物制品生产企业提供个性化的智能制造整体解决方案。以制药工艺为基础，将自动化控制系统、工业软件及智能装备进行集成，从而赋能客户提升自动化、数字化、智能化水平，最终实现制药生产自动化控制和智能化管理。

公司的智能制造整体解决方案属于个性化的方案，在实施的过程中，以客户需求为出发点，提供方案设计、关键设备及组件生产、软件设计等一系列流程，在客户所在地完成调试、系统验收后，最终实现销售；还可为客户提供系统维护升级、技改扩容、GMP 验证等完善的服务。

图 7：诚益通整体解决方案流程



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 1：诚益通整体解决方案业务布局

解决方案	介绍
智能制造信息化解决方案	诚益通作为智能制造整体解决方案供应商，提供国内领先的生物制药工业生产的 iMES 信息化软件、大数据展示、工业 APP 等系列软件产品及服务。将软件同先进自动化技术、智能装备、大数据及人工智能技术结合，通过整合集成，使生产信息化软件成为诚益通公司智能制造整体解决方案中的核心部分，并带动自动化及智能装备的价值提高，形成诚益通专有技术优势。
智能制造自动化解决方案	依托二十余年的生物医药自动化行业经验，凭借深入的行业设备、工艺、自动化理解，打造安全合规、食品药品管理合规、职业卫生及环保合规的生物医药生产过程自动化整体解决方案，融合 Batch、APC、PAT、总线等先进技术构建自动化模型，确保系统可用性，广泛应用于生物医药领域。
智能装备整体解决方案	公司以智能化粉粒体处理系统为核心，围绕客户的生产工艺、质量管理、自动化及信息化要求，为客户量身定做从工程设计到设备选型、成套安装、运行调试、验证服务的一体化交钥匙工程。可提供粉粒体自动化、智能化、无尘化作业系统，生产以物料气力输送、智能物流转运、无尘投料粉碎系统、自动称配系统、混合系统及隔离操作系统、智能包装系统等为主导的系列产品，广泛应用于生物制药、食品、保健品、兽药、添加剂、精细化工、日化等行业。
气体二氧化氯消毒整体解决方案	气体二氧化氯灭菌技术是最新一代灭菌技术，二氧化氯是美国 EPA 注册灭菌剂，获得 FDA 认可，ISPE（国际制药工程协会）和 PDA（国际注射剂协会）推荐的空间灭菌剂。二氧化氯为资料来源：天风证券研究所纯气体灭菌剂，分布性好、材料相容性广，是能到达任何难以到达位置的灭菌剂，应用于各种无菌环境最安全有效的空间灭菌方案。主要针对空间中的细菌、细菌

芽孢、霉菌、真菌、藻类、病毒等各种已知的微生物污染，进行消毒、灭菌处理，可广泛应用于医疗卫生、制药洁净室、无菌隔离器、传递仓、BSL-3 及 BSL-4 实验室、生物安全柜、BIBO 过滤单元等领域。

资料来源：公司官网，天风证券研究所

## 2.2. 公司主要产品包括自动化控制系统、工业软件与系统设备

医药生物智能制造业务主要包括自动化控制系统、工业软件和系统设备，2021H1 智能制造业务实现营业收入 3.21 亿元，同比增长 82.52%；净利润 2692.26 万元，同比去年同期扭亏为盈。2021H1 公司新签及中标订单金额为 5.26 亿元，同比增长 28%，我们预计后续医药生物智能制造业务维持稳健增长。

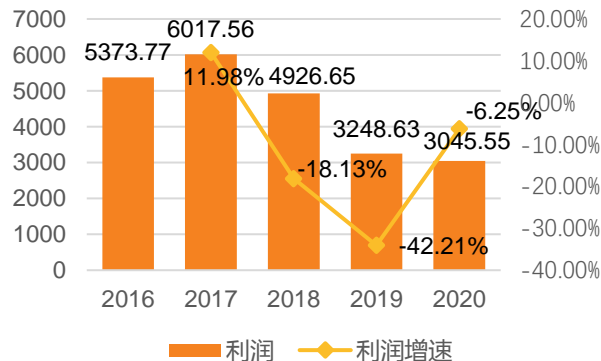
2016 年公司营业收入 3.73 亿元，同比增长 8.3%，净利润同比增长 0.3%，在国内第二轮 GMP 验证结束，下游医药行业增速放缓的背景下保持了一定增长。2018 年医药生物自动化业务实现营业收入 52418.9 万元，同比增长 17.86%，公司订单量持续增加，中标江西国药及黑龙江新和成等大型项目，同时，参与华邦、华森等国家级示范项目。2019 年实现营业收入 5.21 亿元，同比降低 0.54%；净利润 3248.63 万元，同比降低 34.06%，短期业绩承压，培育化学合成和植物提取业务新增长点。2020 年，实现营业收入 5.98 亿元，同比增长 14.65%；实现净利润 3045.55 万元，同比下降 6.25%，主要因为 2020H1 受疫情影响出现亏损。2020 年医药生物智能制造业务新签订单 7.17 亿元，同比增长 20.93%。

图 8：2016-2020 年医药生物智能制造板块收入（亿元）及其增速



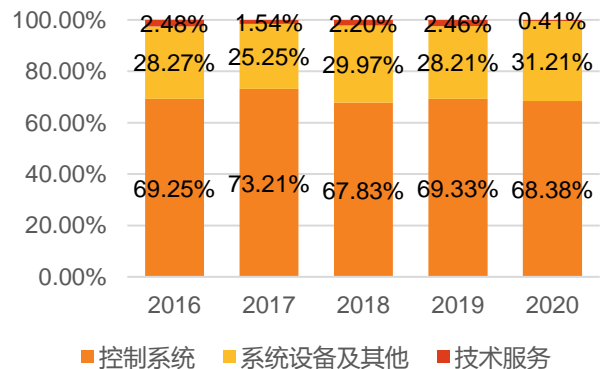
资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

图 9：2016-2020 年医药生物智能制造板块利润（万元）及其增速



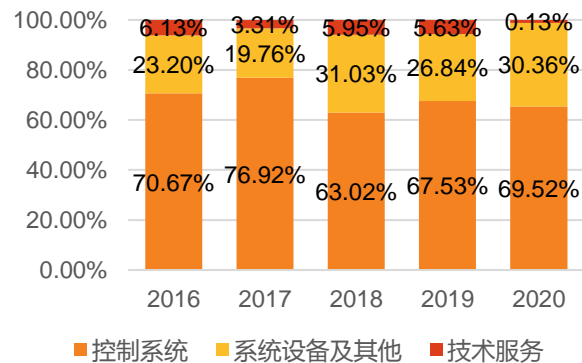
资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

图 10：2016-2020 年医药生物制造板块收入构成及其占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

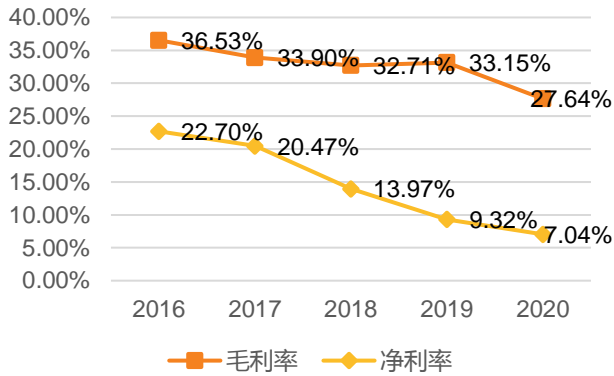
图 11：2016-2020 年医药生物制造板块毛利构成及其占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

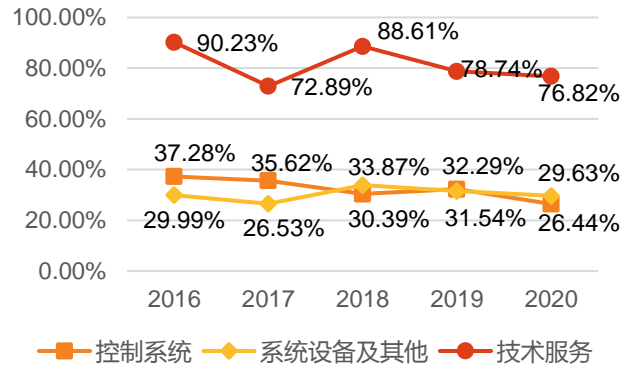


图 12：2016-2020 年医药生物智能制造板块毛利率和净利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 13：控制系统、系统设备及其他、技术服务毛利率

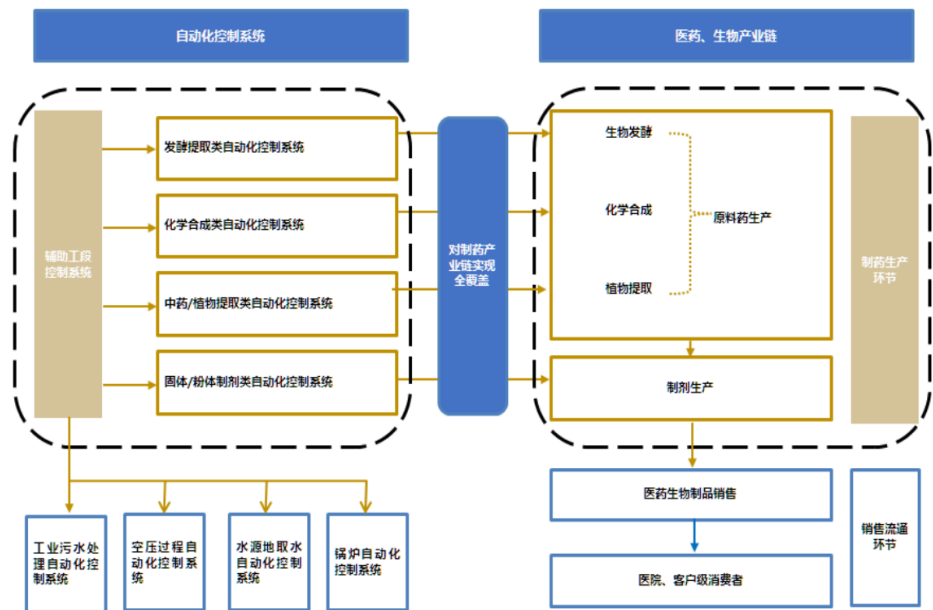


资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 2.2.1. 自动化控制系统：制药产业链全覆盖

自动化控制系统由控制器（控制信号）、传感器（测量信号）、执行器（控制动作）等组成，作用于被控制对象，在对自动化系统的关键参数进行设定后，可以保证被控制对象能够按照预定的参数进行生产，从而达到预期目标。公司的自动化控制系统覆盖生物发酵、化学合成、中药及植物提取、药品制剂等多个领域，实现了对制药产业链的全覆盖。

图 14：自动化系统示意图

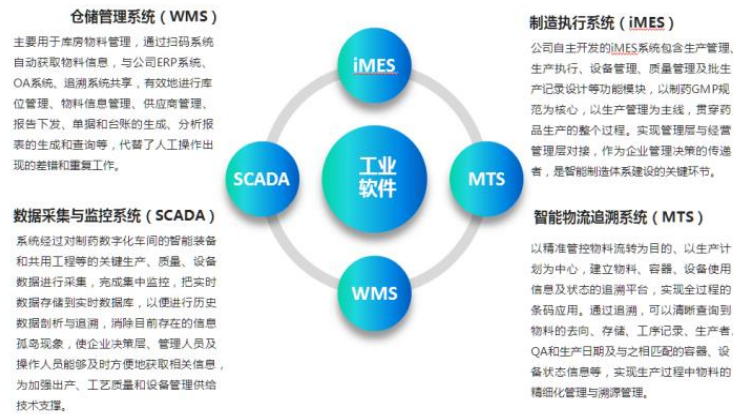


资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 2.2.2. 工业软件信息化产品：主要包括制造执行系统（iMES）等 4 大类

工业软件的应用从整体架构上打通了从生产计划到生产过程的信息流、数据流、物流，从而满足制造业企业的业务需求，实现产品质量、生产效率和生产成本等业务目标。公司的软件产品主要应用于医药、生物制品生产领域，产品涵盖 4 大类，包括制造执行系统（iMES）、智能物流追溯系统（MTS）、数据采集与集中监控系统（SCADA）、仓储管理系统（WMS）等。

图 15：工业软件信息化产品



资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 2.2.3. 智能设备：主要应用于药品制剂及智能包装领域

公司的智能装备产品主要应用于药品制剂及智能包装领域。药品制剂领域的特色智能装备涵盖制剂工艺的多个环节，如用于分装环节的 CF/CD 系列计量分装机、用于粉碎环节的 CFS 系列高效粉碎机、用于配料环节的 CB 系列自动配料系统、应用混合环节的脉冲型气动混合机、用于清洁环节的 CQXZ 系列移动式清洗站、用于提取环节的 TQ 系列多功能提取罐等。智能包装领域，可以提供自动化智能包装设备以及个性化包装问题解决方案，涵盖贴标、装盒、称重、裹包、视觉检测、二级赋码、激光打码、装箱、捆扎等环节。

图 16：医药智能制造业务相关设备产品

<p><b>粉体设备</b></p> <p>无尘粉碎系统 脉冲式气流混合系统 自动提升料斗混合机 无尘投料站 吨袋卸料机 真空输送设备 计量分装机 CIP清洗单元 代理设备-干法制粒机</p>	<p><b>无菌隔离设备</b></p> <p>无菌隔离分装系统 无菌隔离配料系统 限制性进出隔离系统 负压隔离操作系统 反应釜隔离投料系统</p>	<p><b>智能包装设备</b></p> <p>DPP280铝塑泡罩包装机 DPH320铝塑泡罩包装机 DPP320铝塑泡罩包装机 DX600R自动装箱码垛一体机 DX360全自动装箱机 DDL300铝塑装盒包装线 BC240A缠绕式薄膜包装机 DXHPX200装盒机 DXHPX260装盒机 DXHPX300装盒机</p>	<p><b>专业医用泵产品</b></p> <p>靶控泵 注射泵 输液泵 输注输出管理系统</p>
<p><b>阀门产品</b></p> <p>隔膜阀类产品 截止阀类产品 隔膜式截止阀类产品 其他生物医药用产品</p>	<p><b>气体二氧化氯灭菌设备</b></p> <p>CTN-MJK-P100型 便携式气体二氧化氯消毒机 CTN-MJK-M500型 可移动式气体二氧化氯消毒机 CTN-MJK-M500型 可移动式气体二氧化氯消毒机</p>	<p><b>制药及化工设备</b></p> <p>中药提取设备 蒸发浓缩设备 纯化分离设备 配制发酵设备 精馏设备 干燥设备</p>	

资料来源：公司官网，天风证券研究所

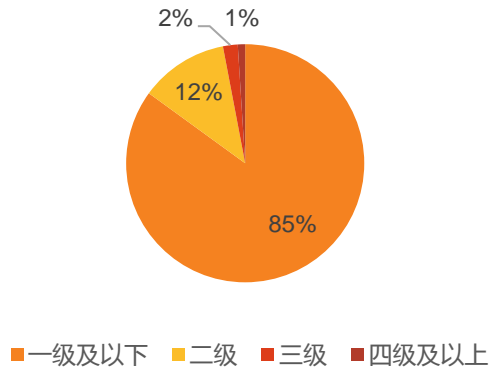
### 2.3. 医药行业智能制造仍有提升空间

2021 年 3 月，《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》出台，政策指出，要推动制造业优化升级，深入实施智能制造和绿色制造工程，培育先进制造业集群，推动医药及医疗设备等 9 个领域的产业创新发展，同时深入实施增强制造业核心竞争力和技术改造专项，鼓励企业应用先进适用技术、加强设备更新和新产品规模化应用，建设智能制造示范工厂，完善智能制造标准体系。2021 年 4 月，工信部颁发《“十四五”智能制造发展规划》（征求意见稿）加快推动智能制造发展，

政策指出：“智能制造作为一项持续演进、迭代提升的系统工程，需要长期坚持，分步实施，到 2025 年，规模以上制造业企业智能制造能力成熟度达 2 级及以上的企业超过 50%，重点行业、区域达 3 级及以上的企业分别超过 20%和 15%；到 2035 年，规模以上制造业企业全面普及数字化，骨干企业基本实现智能转型。

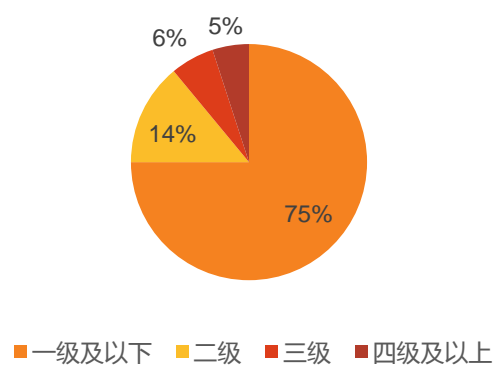
“十三五”期间，制造业企业智能制造能力明显提升。2021 年 1 月工信部联合中国电子技术标准化研究院发布了《智能制造发展指数报告（2020）》，报告显示，2020 年全国制造业智能制造能力成熟度较 2019 年有所提升，一级及以下的低成熟度企业数量减少 10%左右，达到二级成熟度的企业数量增加 2%，三级及以上成熟度企业数量增加 8%左右。

图 17：2019 年全国智能制造能力成熟度水平



资料来源：公司公告，天风证券研究所

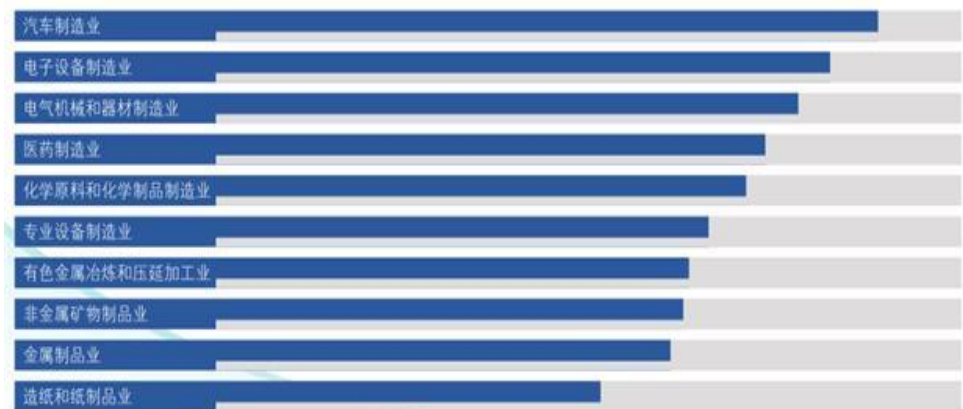
图 18：2020 年全国智能制造能力成熟度水平



资料来源：公司公告，天风证券研究所

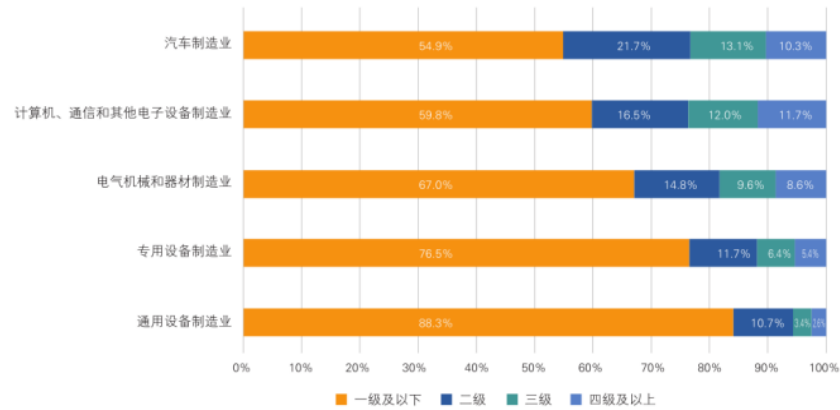
分行业来看，汽车、电子、电器、医药制造、化学原料和化学制品等行业智能制造水平相对领先。医药制造行业智能制造水平位于电气机械和器材制造业、专用设备制造业之间，而电气机械和器材制造业达到二级及以上成熟度的企业数量为 33%、专用设备制造业达到二级及以上成熟度的企业数量为 23.5%，因此估算医药制造行业达到二级及以上成熟度的企业数量约为 23.5%-33%（均值为 28.25%）。

图 19：行业智能制造能力水平排行



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 20：2020 年行业智能制造等级分布情况

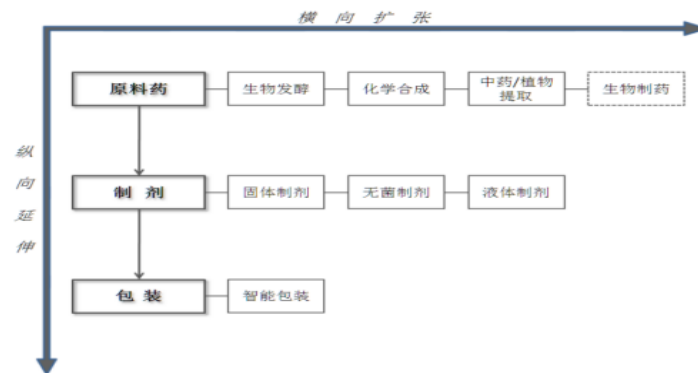


资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2.4. 公司未来发展路径：“扩领域”和“智能化”

公司以优势业务生物发酵领域智能制造业务为基础，沿着制药产业链将业务拓展至化学合成、中药及植物提取、药品制剂、智能包装领域，实现对制药全产业链进行覆盖，从而发挥全产业链优势。

图 21：产业链布局



资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 2.4.1. “扩领域”：横向开拓扩大业务范围

从生产方式来看，原料药生产方式主要包括生物发酵、化学合成、中药/植物提取以及生物制药等。生物发酵原料药生产过程自动化控制业务是公司的传统业务，公司是该业务领域的早期市场开拓者且具有明显的技术优势并始终处于行业领先地位。为完善产业布局，公司将产业链横向拓展至化学合成和中药、植物提取领域，有望成为公司业绩增长新引擎。生物制药领域作为医药制造行业快速发展的新兴领域，公司将其作为关注重点，力争将其培育成新的业务发展方向。

表 2：扩大医药智能制造业务范围事件

业务	事件
化学合成领域	成立了化学合成事业部，自主开发化学合成智能制造解决方案。
中药提取领域	公司成立中药事业部并收购浙江金安，将公司在自动化控制领域的优势与浙江金安产品进行融合，形成完善的中药系统智能制造解决方案。
植物提取领域	公司开发了工业大麻提纯加工的整体解决方案，并于美国成立子公司进行业务拓展。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 2.4.2. “扩领域”：纵向延伸完善业务布局

公司以子公司诚益通科技为依托，将服务内容延伸至制剂生产领域。目前公司已经形成以智能物流系统、配料系统、混合系统、隔离系统、分装系统及信息化业务为核心产品的系统解决方案。

包装是药品进入流通环节的必要条件。2017 年，公司通过收购博日鸿将产业链纵向延伸至智能包装领域。目前博日鸿可以向客户提供泡罩包装机、贴标、装盒、称重、裹包、视觉检测、二级赋码、激光打码、装箱、捆扎、机器人装箱码垛等全套解决方案。公司在医药生物生产制造过程的产品结构更加完善，提供整体解决方案的能力得以提升。

### 2.4.3. “信息化”：iMES 等信息化产品逐步完善

工业软件信息化产品是智能制造体系建设的关键环节，公司高度重视信息化领域研发投入，不断开发新产品，先后参与悦康药业、华邦制药、宜昌三峡制药等国家级发展专项及新模式运用项目，以及正大青春宝“中药智能化平台”、芍花堂“芍花堂中药饮片数字化车间”项目等。

公司紧跟政策导向，布局信息化业务致力于提升产品智能化水平，从而提升整体解决方案实施能力。公司围绕“现有产品优化升级”和“新产品开发”两个方向开展研发工作。2021H1 在现有产品优化升级方面，公司主要针对智能制造系统“iMES”和“智能物流追溯系统 MTS”进行升级开发，升级后的产品更加贴合实际需求；在新产品开发领域，公司开发“新调度系统”，新产品涵盖工艺流程实时监控、AGV 调度、柔性作业调度等 8 大功能模块，更加易于编写优先级、排产等更加复杂的调度功能。

## 3. 康复业务：政策鼓励，聚焦基层

### 3.1. 收购龙之杰，拓展康复医疗器械业务

2017 年公司通过对龙之杰的收购，扩展了康复医疗器械领域业务。龙之杰于 2000 年成立，2005 年确立了“物理治疗设备专业制造商”的定位，2012 年开始布局海外市场。龙之杰业务广泛，不断拓展。疼痛康复与神经康复作为龙之杰的传统业务，是其业绩增长的重要引擎和推力；在拓新业务、寻求业绩新增长极方面，龙之杰积极着力发展养老康复业务；2018 年龙之杰控股广州市施瑞医疗科技有限公司，加强孕产康复一体化建设；并于 2019 年成立“骨科康复事业部”，积极推进骨科康复业务发展。

图 22：公司康复医疗器械业务发展历程

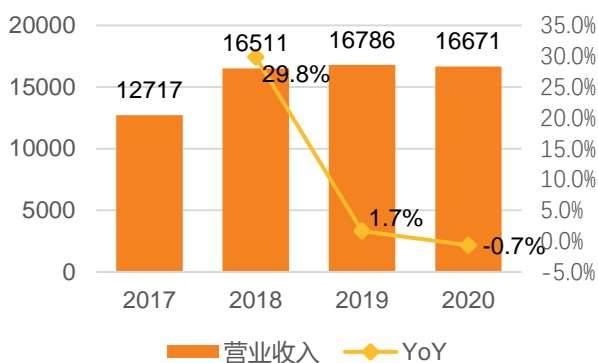


资料来源：公司公告，龙之杰公司官网，天风证券研究所

2020 年受疫情影响，2021 年业务逐渐恢复增长，后续有望保持增长。2020 年受到新冠疫情影响，公司康复医疗器械业务收入和毛利均下降。2021 年由于疫情得到控制，康复医疗器械业务恢复正常，营收和净利恢复增长，2021H1 收入 9708.35 万元，同比增长 75.99%；净利润 2251.42 万元，同比增长 2653.36%。2019 年龙之杰转向精细化发展，随着龙之杰康复医疗项目建设推进对资金形成占用，龙之杰融资规模增加，财务成本上升，2019 年净利润出现下降。

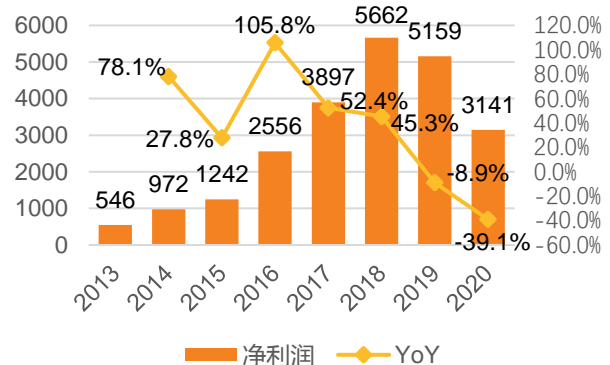
**康复医疗板块拿下冬奥会部分采购订单。**2021 年 9 月，根据《北京市延庆区卫生健康委员会 2021 年延庆区冬奥会医疗卫生保障医疗设备采购项目中标公告（第六包物理治疗及康复设备）》显示，公司旗下康复板块——广州龙之杰科技有限公司，以及子公司广州市章和智能科技有限责任公司、广州云杉健康产业有限公司中标 2021 年延庆区冬奥会医疗卫生保障医疗设备采购项目（第六包物理治疗及康复设备）中涵盖三维步态分析评估系统、理疗床及电脑骨伤治疗仪在内的 9 大品目，中标金额合计 539.97 万元。

图 23：2017-2020 年龙之杰营业收入（万元）及增速



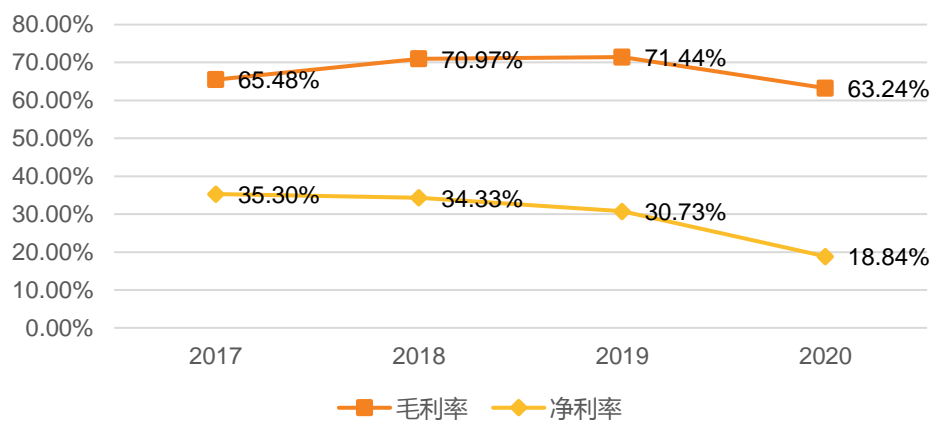
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 24：2013-2020 年龙之杰净利润（万元）及增速



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

图 25：康复医疗器械业务毛利率和净利率



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

### 3.2. 康复行业仍处于起步阶段，康复医疗器械发展潜力大

政策对于康复发展持支持态度，国家及各省市康复支持政策陆续出台。康复医疗是应对人口老龄化的战略的关键部分，人口老龄化叠加支付能力和康复意识提升，康复需求增加；从政策端，国家及各地方康复支持政策陆续出台，2021 年 6 月，8 部委联合印发《关于印发加快推进康复医疗工作发展意见的通知》，2021 年 10 月，国家卫健委印发《关于开展康复医疗服务试点工作的通知》，确定北京市等 15 个省份作为试点地区。河南、浙江、广东、四川等也印发了各省的康复支持政策。

表 3：2021-2022 年国家康复相关政策梳理

发布时间	发布单位	政策名称	内容	划分
2022/1/5	国务院办公厅	国家残疾预防行动计划（2021—2025 年）	从残疾预防知识普及行动、出生缺陷和发育障碍致残防控行动、疾病致残防控行动、伤害致残防控行动和康复服务促进行动 5 个方面提出行动目标和计划。	残疾人
2021/6/17	卫健委、发改委、教育部、民政局、财政局、医保局、中医药局、中国残联	关于印发加快推进康复医疗工作发展意见的通知	力争到 2022 年，每 10 万人口康复医师达到 6 人、康复治疗师达到 10 人。到 2025 年，每 10 万人口康复医师达到 8 人、康复治疗师达到 12 人。康复医疗服务能力稳步提升，服务方式更加多元化，康复医疗服务领域不断拓展，人民群众享有全方位全周期的康复医疗服务。	康复
2021/10/27	卫健委	国家卫生健康委办公厅关于开展康复医疗服务试点工作的通知	确定北京市等 15 个省份作为康复医疗服务试点地区，重点在康复医疗服务体系、多元化服务模式、专业队伍建设以及价格支付等支持政策方面积极探索创新，先行先试，形成可复制可推广的地方经验，以点带面，带动全国康复医疗服务快速发展。	康复
2021/9/29	国务院办公厅	国务院办公厅关于印发“十四五”全民医疗保障规划的通知	支持儿科、老年医学科、精神心理科和康复、护理等紧缺医疗服务发展。	医保
2021/7/21	国务院	国务院关于印发“十四五”残疾人保障和发展规划的通知	提升残疾人康复服务质量，加快发展康复辅助器具服务。	残疾人
2021/6/25	发展改革委、民政部、卫生健康委	关于印发《“十四五”积极应对人口老龄化工程和托育建设实施方案》的通知	到 2025 年，在中央和地方共同努力下，坚持补短板、强弱项、提质量，进一步改善养老、托育服务基础设施条件，推动设施规范化、标准化建设，增强兜底保障能力，增加普惠性服务供给，提升养老、托育服务水平，逐步构建居家社区机构相协调、医养康养相结合的养老服务体系，不断发展和完善普惠托育服务体系。	老龄化
2021/11/22	国家卫生健康委	国家卫生健康委办公厅关于开展老年医疗护理服务试点工作的通知	北京市等 15 个省份为试点地区，增加提供老年医疗护理服务的医疗机构和床位数量。	老龄化
2021/11/24	国务院	中共中央 国务院关于加强新时代老龄工作的意见	通过新建改扩建、转型发展，加强老年医院、康复医院、护理院（中心、站）以及优抚医院建设，建立医疗、康复、护理双向转诊机制。	老龄化

资料来源：国家卫健委，中国政府网，国家医保局，天风证券研究所

表 4：各省市康复支持政策

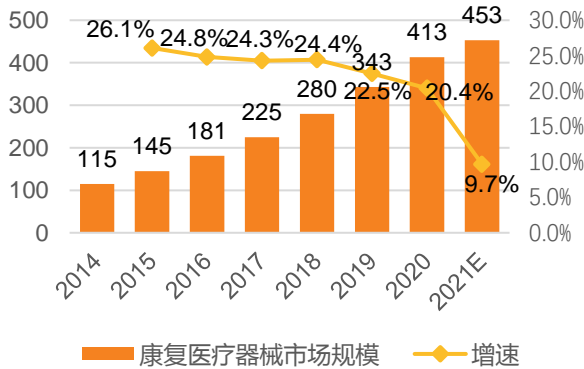
发布时间	发布单位	政策名称
2022/1/10	深圳市医疗保障局、深圳市卫生健康委员会	关于进一步规范康复医疗服务有关工作的通知
2022/1/10	广东省卫健委、省发改委、省教育厅、省民政局、省财政厅、省医保局、省中医药局、省残疾人联合会	广东省加快发展康复医疗服务工作的实施方案
2021/11/24	四川省卫生健康委、省发展改革委、省教育厅、省民政局、省财政厅、省人力资源社会保障局、省医疗保障局、省中医药管理局、省残联	关于印发《四川省加快发展康复医疗服务工作实施方案》的通知
2021/11/22	浙江省卫生健康委、省发展改革委、省教育厅、省民政厅、省财政厅、省医保局、省残疾人联合会	省卫生健康委等关于印发浙江省加快发展康复医疗服务实施方案的通知
2021/11/15	河南省卫生健康委、省发展改革委、省教育厅、省民政厅、省财政厅、省医保局、省残疾人联合会	关于印发河南省加快推进康复医疗工作发展实施方案的通知

资料来源：各省卫健委，各省医保局，天风证券研究所

**康复医疗器械市场发展空间大。**根据《2020 中国卫生健康统计年鉴》和前瞻产业研究院数据，2019 年，全国有康复医院 706 家，仅占全国专科医院总数的 8.28%；全国各类医疗卫生机构康复医学科合计设置床位 271695 张，仅占各类医疗卫生机构设置床位总数的 3.09%；根据《综合医院康复医学科基本标准（试行）》要求，二级及以上综合医院应当独立设置科室开展康复医疗服务，并配置标准化的康复医疗器械，康复科室设置床位数预期达到 5%的水平，目前尚有一定缺口，康复医疗器械行业市场尚有极大发展空间。

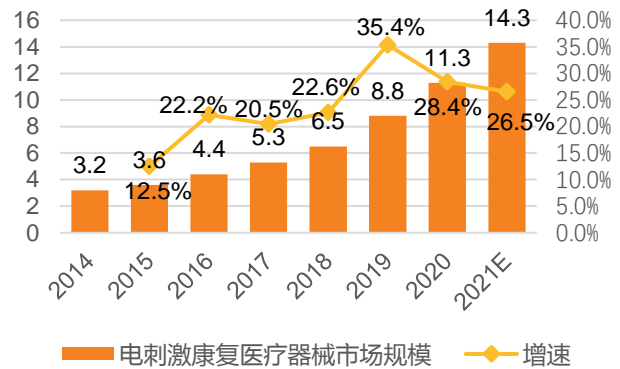
**康复医疗器械市场呈上升趋势。**根据弗若斯特沙利文和中商产业研究院数据，2014~2021 年中国康复医疗器械市场规模从 115 亿元增长至 453 亿元，年均复合增长率为 21.63%。细分的康复医疗器械市场中，电刺激、磁刺激、电生理等前沿领域技术发展迅速，市场处于快速发展阶段。2014~2021 年，电刺激康复医疗器械市场年均复合增长率为 23.85%，磁刺激康复医疗器械市场年均复合增长率为 58.38%，电生理康复医疗器械市场年均复合增长率为 11.88%。随着国民生产总值的不断提高、老龄化社会加速到来、以及各级医疗机构对康复科建设的不断重视和患者康复意识的不断加强等多方需求，促进了康复设备需求量的快速增长。

图 26：2014-2021 年中国康复医疗器械市场规模（亿元）



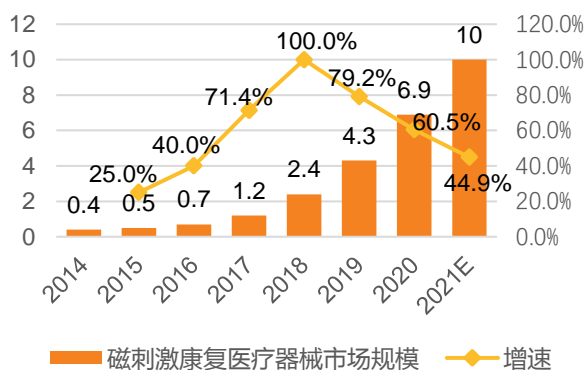
资料来源：弗若斯特沙利文，中商产业研究院，天风证券研究所

图 27：2014-2021 年中国电刺激康复医疗器械市场规模（亿元）



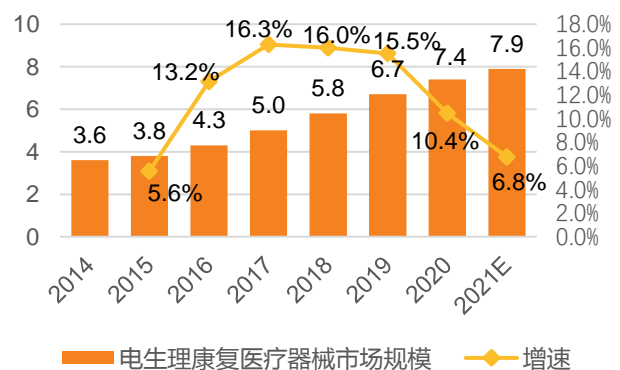
资料来源：弗若斯特沙利文，中商产业研究院，天风证券研究所

图 28：2014-2021 年中国磁刺激康复医疗器械市场规模（亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，中商产业研究院，天风证券研究所

图 29：2014-2021 年中国电生理康复医疗器械市场规模（亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，中商产业研究院，天风证券研究所

### 3.3. 公司产品体系完善，助力提供整体解决方案

龙之杰逐步完成从单一产品销售向康复整体解决方案服务商转型，致力于为国内外医疗机构、康复机构、养老护理机构、体育运动等专业机构提供优质完善的整体解决方案。



图 30：公司康复业务提升



资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3.3.1. 公司产品品类较全

龙之杰产品覆盖康复评定、康复训练、物理理疗三大领域，应用运动疗法、作业疗法、物理治疗、言语治疗等多种治疗方法，覆盖产品线较为齐全。根据病种及治疗对象的不同，龙之杰的产品可以应用至疼痛康复、神经康复、养老康复、孕产康复、骨科康复、重症康复等细分领域。

图 31：公司部分康复医疗器械产品



资料来源：公司公告，龙之杰公司官网，天风证券研究所

表 5：公司产品及覆盖领域

应用领域	主要产品
疼痛康复领域	10 个系列产品可应用至疼痛康复领域，如气压弹道式体外冲击波治疗仪（LGT-2510 系列）、干扰电治疗仪（LGT-2800 系列）等
神经康复领域	30 个系列产品可以应用至神经康复领域，如上下肢主被动康复训练器（LGT-5100 系列）、四肢联动康复训练器（LGT-5200 系列）、痉挛肌电刺激治疗仪（LGT-2330 系列）空气波压力循环治疗仪（LGT-2200 系列）等
养老康复领域	所有系列产品均可以应用到养老康复领域，如电动移位机等
孕产康复领域	12 个系列产品可以应用至孕产康复领域，如生物反馈盆底评估系统（SW-1000）、生物反馈盆底治疗系统（SW-2000）、产后康复治疗系统（SW-3000）等
骨科康复领域	14 个系列产品可以应用至骨科领域，产品覆盖骨科康复全过程，如等速综合肌力评估与训练系统、电磁场治疗仪（LGT-2000 系列）、平衡功能评估及训练系统（LGT-5300 系列）等
重症康复领域	8 个系列产品可以应用至重症领域，如吞咽神经肌肉低频电刺激仪（LGT-2350A）、电动起立床（LGT-9101）等

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3.3.2. 提供 6 大领域专科解决方案

龙之杰借助品类齐备的产品线和丰富的行业经验，从临床实际需求出发，针对不同疾病问题推出专科解决方案。目前龙之杰专科解决方案覆盖 6 大领域，包括疼痛康复解决方案、神经康复解决方案、养老康复解决方案、孕产康复解决方案、骨科及运动康复解决方案、临床康复一体化解决方案。

图 32：康复专科解决方案



资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3.3.3. 推出整体解决方案

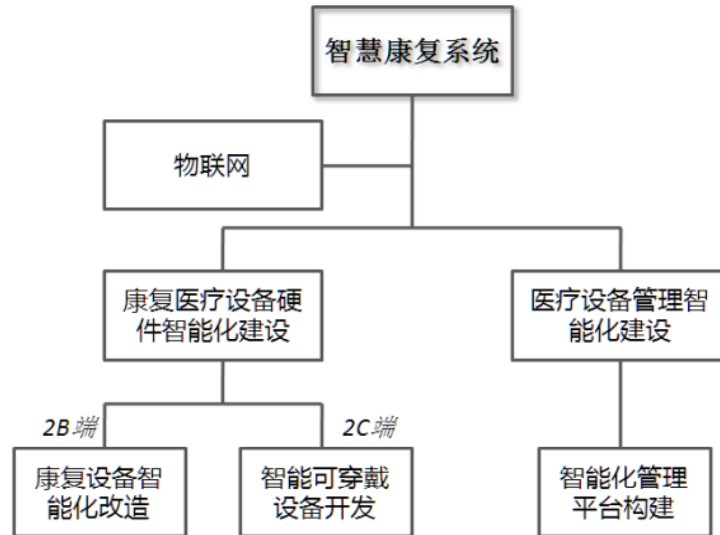
**龙之杰推出康复整体解决方案。**在国内康复市场供不应求的背景下，国家出台各项政策鼓励医疗机构康复医学科建设，龙之杰结合监管机构的建设标准，为客户提供从前期的场地规划设计、康复设备提供、人才培养及学术帮扶到后期的科室管理、售后服务的全过程服务。与传统的康复医学中心建设模式相比，整体解决方案的针对性更强、建设周期更短，售后服务专人对接更加便捷高效。

**龙之杰利用物联网建设助推“智慧康复系统”发展，致力提升产品智能化水平，提高作为康复整体解决方案提供商的综合实力。**在“患者为中心”的医疗背景下，龙之杰以物联网建设为前提，以庞大的终端用户群为基础，构建并推进“智慧康复系统”发展。

**康复医疗设备硬件智能化建设：**龙之杰依托现有设备，通过与物联网、云存储的连接，通过对大数据、AI 等技术应用，使得原有设备拥有互联网智能化功能。针对制造的近 3 万台康复医疗设备（IIB 类，产品效期内，在用），龙之杰计划使用物联网、云存储、大数据等技术对其进行智能化改造，升级后的智能康复医疗设备能对患者的使用信息进行完备的记录并存储于云端；针对 C 端用户需求，龙之杰利用自身研发优势与知名康复医疗机构展开合作，开发出适于国内市场的智能可穿戴康复设备。

**康复医疗设备物联网管理平台：**龙之杰依托信息技术、借助智能化管理软件，对医院设备等集中管理和控制，从而实现对医疗设备资产的标准化、智能化、精细化管理。目前龙之杰通过与高校及医疗机构展开合作，共同开发康复医疗设备智能化管理平台。

图 33：龙之杰“智慧康复模式”建设



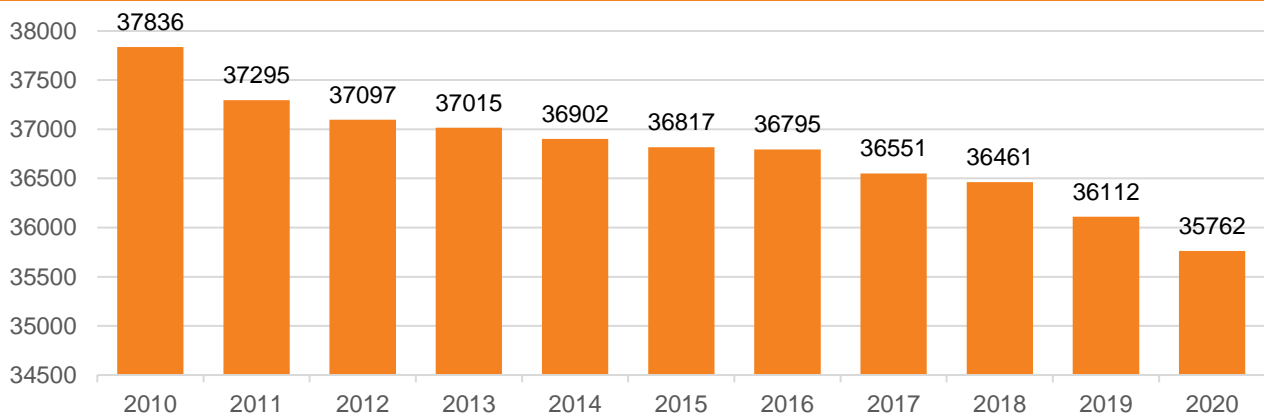
资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3.4. 下沉目标市场，推动县乡基层医疗机构康复学科建设

公司在三级、二级医院等传统领域具有领先优势。中国康复医疗体系由三级医院康复科、二级医院康复科（康复专科医院）、社区康复中心组成，三级医院康复科主要承担急性期康复治疗、二级医院康复科（康复专科医院）则承担恢复期康复治疗、社区康复医疗中心主要承担维持期康复治疗。龙之杰自成立以来积极开拓三级医院市场，确立了领先的市场地位，形成了较高的品牌知名度。2020 年龙之杰以二级医院市场为主要开拓目标，二级医院销售金额在总体销售金额中占比显著提升。

未来公司将目标市场从三级医院逐步下沉至县乡基层医疗市场。2021 年，国家出台《国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》，政策再次指出“深化医药卫生体制改革，加强基层医疗卫生队伍建设，以城市社区和农村基层、边境口岸城市、县级医院为重点，完善城乡医疗服务网络。加快建设分级诊疗体系，积极发展医疗联合体。加强预防、治疗、护理、康复有机衔接”。在政府政策的引导下，预计基层医疗机构康复设施建设将进入快车道，根据中国卫生统计年鉴，2020 年乡镇卫生院数目达到 35762 家，公司将进一步完善基层市场覆盖能力，在巩固三级、二级医院等传统优势领域的同时，积极开拓基层医疗机构新蓝海。

图 34：2010-2020 年乡镇卫生院数目（个）



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 6：龙之杰基层康复建设案例

合作单位	医院介绍	医院图片
罗定市生江镇卫生院	<p>目前以康复治疗为特色专科，是云浮市首家开展脑卒中（中风）康复服务的乡镇级卫生院。</p> <p>拥有龙之杰的冲击波治疗仪、天轨转移/训练系统、平衡功能评估及训练系统、等先进优质康复医疗设备，并积极开展物理因子疗法、运动疗法、作业疗法等康复治疗技术，辅以药物治疗，为辖区内约 4.3 万人口提供优质康复场所及诊疗服务。</p> <p>2021 年 12 月，罗定市生江镇卫生院发布向社会求租医院康复科业务用房公告，因业务发展需要，罗定市生江镇卫生院需要异地增设第二执业地点，现向社会求租康复科业务用房。</p>	

资料来源：罗定市生江镇卫生院微信公众号，天风证券研究所

### 3.5. 产品、学术推广、渠道三个维度打造企业综合竞争力

龙之杰作为康复医疗设备领域的领先企业，始终坚持围绕“做全做优产品线”、“拓展维护销售渠道”、“学术推广打造品牌知名度”三个方面打造企业的核心竞争力。

#### 3.5.1. 自主研发打造核心技术、构建品类齐全产品线

龙之杰主要从做全、做优两方面优化产品线：通过内生外延双重方式布局亚专科康复领域，实现矩阵式产品应用，做全产品线；通过物联网建设助推“智慧康复系统”发展，致力提升产品智能化水平，做优产品线。2021 年上半年，龙之杰研发费用支出 996 万元，占收入比重达到 10.26%，2021H1 先后 5 项新产品陆续上市。2020 年，龙之杰共有 15 款新产品上市。

根据用户不同，可以将新产品划分为 B 端产品和 C 端产品。针对 B 端产品，在产品升级方面，产品改良后使用更加安全、便捷，同时也使得康复过程更具趣味性；在新产品开发方面，如综合肌力评估与训练系统，产品功能多达 50 项，可满足全身肌肉评估与训练，新产品的开发使得产品体系更加完善。针对 C 端产品，目前龙之杰 C 端产品主要来自 B 端产品升级改良及新产品的开发，更便于在家庭、社区等环境使用。

图 35：龙之杰研发成果



资料来源：龙之杰公司官网，天风证券研究所

#### 3.5.2. 学术推广打造品牌优势

品牌是赋能业务的重要工具，也是渠道维护与开发的基础。龙之杰采用线上线下双重模式打造品牌价值。线下交流方面，龙之杰首创“常春藤康复生态圈”，搭建康复优势资源平台；线上交流方面，龙之杰推出“常春藤康复菁英大讲坛”，邀请多位康复界专家分享康复专业知识，搭建一个经验分享的康复知识平台。2021H1 龙之杰举办学术会、培

训班、商业展会、招商会等推广活动共计 36 场，为品牌推广与维护起到了积极作用。

### 3.5.3. 渠道建设拓宽市场

公司采用经销、直销相结合，经销为主的方式开展销售工作，2021H1 公司驻外销售团队达到 129 人、签约经销商超过 300 家。从市场布局来看，公司主要以三级医院为主要开拓目标。对于传统的三级医院市场，未来将继续加强经销商渠道维护，并利用渠道的共用性持续推广新产品。同时，公司顺应政策导向，积极下沉目标市场，拓展经销渠道，布局县乡基层医疗机构市场。

## 4. 盈利预测与估值评级

### 4.1. 盈利预测

#### 关键假设

- 1、医药智能制造业务维持稳健，预计收入约 10~20%增长。
- 2、康复医疗器械业务预计收入增速约在 30%以上，其中三级和二级医院增速在 20%以上，基层业务增速较高。

#### 盈利预测

我们预计公司 2021-2023 年营业收入为 9.24/10.94/12.62 亿元，同比增长 20.88%/18.44%/15.31%，不考虑股权激励费用，预测归母净利润为 0.98/1.31/1.71 亿元。

表 7：诚益通盈利预测

盈利预测表格展示	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	689.14	689.20	764.43	924.03	1094.41	1262.00
yoy		0.01%	10.92%	20.88%	18.44%	15.31%
医药智能制造业务收入	524.19	521.34	597.71	704.03	804.41	897.50
Yoy		-0.54%	14.65%	17.79%	14.26%	11.57%
康复医疗器械业务收入	164.95	167.86	166.71	220.00	290.00	364.50
Yoy		1.76%	-0.69%	31.97%	31.82%	25.69%
归母净利润	102.30	81.39	60.39	97.91	131.19	170.88
yoy		-20.44%	-25.81%	62.14%	33.99%	30.25%
归母净利润率	14.85%	11.81%	7.90%	10.60%	11.99%	13.54%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 4.2. 估值与投资评级

剔除股权激励费用，预测归母净利润为 0.98/1.31/1.71 亿元。参照同类公司 2022 年 PE 为 24 倍，考虑到政策对康复的支持态度及公司基层康复业务发展可期，给予公司 30 倍 PE，对应 39 亿市值，目标价为 14.42 元，给予公司“买入”评级。

表 8：可比公司估值

股票代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	2020A				2021A				2022E				2023E			
				EPS (元/股)				PE (X)											
688580	伟思医疗	77.66	53.08	2.10	2.60	3.40	4.53	37	30	23	17								
688626	翔宇医疗	38.80	62.08	1.64	1.26	1.77	2.34	24	31	22	17								

688389	普门科技	17.11	72.24	0.34	0.45	0.66	0.92	50	38	26	19
可比公司平均				1.36	1.44	1.94	2.59	37	33	24	17

资料来源：Wind，天风证券研究所。注：数据为万得一致预期，收盘价和总市值为 2022 年 3 月 8 日收盘数据；2021 年数据为业绩快报数据

## 5. 风险提示

医药智能制造业务业绩波动的风险。随着公司下游行业客户的实力不断提升，对产品的要求也相应提高，综合性需求也越来越多，订单和业绩存在波动的风险。

康复器械销售不及预期风险。康复器械销售受政策、疫情反复等多种因素，以及公司销售团队搭建及其效果存在不确定性，康复器械销售存在不及预期的风险。

新冠疫情反复的风险。新冠疫情存在不确定性，新冠疫情可能会影响公司的生产销售等，从而影响公司业绩。

市场竞争加剧的风险。随着国内外医药生物智能制造行业及康复医疗设备行业的发展，将加剧行业市场竞争，存在市场竞争加剧的风险。

政策落地不及预期。国家及部分省份推出康复支持政策，存在政策落地不及预期的风险。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	159.63	247.83	214.91	165.08	116.66
应收票据及应收账款	382.89	346.30	860.08	556.57	1,070.01
预付账款	124.56	95.09	141.18	171.16	190.35
存货	488.68	575.29	429.14	845.42	635.32
其他	111.02	41.78	45.08	62.21	61.64
<b>流动资产合计</b>	<b>1,266.78</b>	<b>1,306.28</b>	<b>1,690.40</b>	<b>1,800.44</b>	<b>2,073.98</b>
长期股权投资	15.03	13.22	13.22	13.22	13.22
固定资产	203.47	196.52	183.41	170.29	157.18
在建工程	59.25	172.78	172.78	172.78	172.78
无形资产	67.21	64.12	60.56	57.01	53.45
其他	735.14	739.62	650.29	674.87	695.49
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,080.10</b>	<b>1,186.26</b>	<b>1,080.26</b>	<b>1,088.16</b>	<b>1,092.11</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,346.88</b>	<b>2,524.00</b>	<b>2,770.66</b>	<b>2,888.61</b>	<b>3,166.09</b>
短期借款	148.90	155.01	193.00	120.00	100.00
应付票据及应付账款	286.76	323.90	264.07	489.27	385.05
其他	174.28	59.55	314.07	160.38	380.92
<b>流动负债合计</b>	<b>609.94</b>	<b>538.47</b>	<b>771.14</b>	<b>769.65</b>	<b>865.97</b>
长期借款	0.00	52.00	102.00	88.00	95.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	10.94	10.36	11.29	11.04	10.91
<b>非流动负债合计</b>	<b>10.94</b>	<b>62.36</b>	<b>113.29</b>	<b>99.04</b>	<b>105.91</b>
<b>负债合计</b>	<b>620.88</b>	<b>738.17</b>	<b>884.43</b>	<b>868.69</b>	<b>971.88</b>
少数股东权益	20.92	21.34	22.68	25.21	28.64
股本	272.01	272.01	272.91	272.91	272.91
资本公积	904.21	903.53	903.53	903.53	903.53
留存收益	528.91	589.29	687.20	818.40	989.28
其他	(0.04)	(0.34)	(0.09)	(0.12)	(0.15)
<b>股东权益合计</b>	<b>1,726.00</b>	<b>1,785.83</b>	<b>1,886.23</b>	<b>2,019.92</b>	<b>2,194.21</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2,346.88</b>	<b>2,524.00</b>	<b>2,770.66</b>	<b>2,888.61</b>	<b>3,166.09</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	83.27	61.87	97.91	131.19	170.88
折旧摊销	19.54	20.13	16.67	16.67	16.67
财务费用	6.00	9.60	11.03	11.16	8.97
投资损失	(0.88)	0.04	(0.57)	0.43	0.77
营运资金变动	(188.99)	52.90	(237.97)	(113.19)	(226.39)
其它	196.55	(19.21)	1.35	2.52	3.44
<b>经营活动现金流</b>	<b>115.49</b>	<b>125.33</b>	<b>(111.58)</b>	<b>48.78</b>	<b>(25.66)</b>
资本支出	108.92	119.25	(0.93)	0.25	0.13
长期投资	(0.64)	(1.81)	0.00	0.00	0.00
其他	(371.62)	(201.00)	1.50	(0.68)	(0.90)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(263.35)</b>	<b>(83.56)</b>	<b>0.57</b>	<b>(0.43)</b>	<b>(0.77)</b>
债权融资	67.68	47.48	76.96	(98.16)	(21.97)
股权融资	(0.04)	(5.31)	1.14	(0.02)	(0.03)
其他	10.27	11.71	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>77.91</b>	<b>53.88</b>	<b>78.09</b>	<b>(98.18)</b>	<b>(22.00)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(69.95)</b>	<b>95.65</b>	<b>(32.91)</b>	<b>(49.83)</b>	<b>(48.43)</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>689.20</b>	<b>764.43</b>	<b>924.03</b>	<b>1,094.41</b>	<b>1,262.00</b>
营业成本	396.46	493.80	561.02	644.94	732.27
营业税金及附加	6.89	5.85	8.64	9.85	10.94
营业费用	75.53	66.39	90.56	106.16	123.68
管理费用	69.84	62.68	75.77	89.74	103.48
研发费用	44.36	49.13	60.06	71.14	82.03
财务费用	6.17	10.63	11.03	11.16	8.97
资产减值损失	(8.34)	(28.29)	(13.81)	(21.05)	(17.43)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.58	(2.44)	0.57	(0.43)	(0.77)
其他	5.39	42.06	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>92.30</b>	<b>64.62</b>	<b>103.71</b>	<b>139.94</b>	<b>182.43</b>
营业外收入	0.01	1.00	0.73	0.52	0.56
营业外支出	0.40	0.93	0.51	0.54	0.59
<b>利润总额</b>	<b>91.91</b>	<b>64.68</b>	<b>103.93</b>	<b>139.93</b>	<b>182.40</b>
所得税	8.64	2.82	4.68	6.21	8.08
<b>净利润</b>	<b>83.27</b>	<b>61.87</b>	<b>99.26</b>	<b>133.72</b>	<b>174.32</b>
少数股东损益	1.87	1.48	1.35	2.52	3.44
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>81.39</b>	<b>60.39</b>	<b>97.91</b>	<b>131.19</b>	<b>170.88</b>
每股收益(元)	0.30	0.22	0.36	0.48	0.63

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	0.01%	10.92%	20.88%	18.44%	15.31%
营业利润	-22.38%	-30.00%	60.51%	34.93%	30.37%
归属于母公司净利润	-20.44%	-25.81%	62.14%	33.99%	30.25%
<b>获利能力</b>					
毛利率	42.47%	35.40%	39.29%	41.07%	41.98%
净利率	11.81%	7.90%	10.60%	11.99%	13.54%
ROE	4.77%	3.42%	5.25%	6.58%	7.89%
ROIC	6.36%	4.93%	7.17%	7.85%	9.57%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	26.46%	29.25%	31.92%	30.07%	30.70%
净负债率	-0.62%	-2.29%	4.25%	2.12%	3.57%
流动比率	2.08	1.98	2.19	2.34	2.39
速动比率	1.28	1.13	1.64	1.24	1.66
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	1.52	2.10	1.53	1.55	1.55
存货周转率	1.60	1.44	1.84	1.72	1.70
总资产周转率	0.31	0.31	0.35	0.39	0.42
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.30	0.22	0.36	0.48	0.63
每股经营现金流	0.42	0.46	-0.41	0.18	-0.09
每股净资产	6.25	6.47	6.83	7.31	7.94
<b>估值比率</b>					
市盈率	38.89	52.42	32.33	24.13	18.53
市净率	1.86	1.79	1.70	1.59	1.46
EV/EBITDA	12.12	14.08	22.16	16.39	13.88
EV/EBIT	13.53	15.85	25.11	17.99	15.00

### 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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com