

日期: 2015年09月23日

行业: 医疗器械



魏贇
021-53519888-1960
weiyun@shzq.com
执业证书编号: S0870513090001

杜臻雁
021-53519888-1920
duzhenyan@shzq.com
执业证书编号: S0870115070022

国内婴儿保育设备龙头企业

子公司吻合器业务获批, 未来转型可期

投资摘要

婴儿保育设备主业逐步恢复

公司婴儿保育设备主业处于国内领先, 2013年由于国内市场婴儿保育设备的政府投入项目较上年同期减少, 公司整体销售收入下滑。目前, 一方面二胎政策、医改推进、国家鼓励国产器械的使用等一系列原因使需求市场有逐步回暖的迹象, 另一方面公司通过产品升级不断提高自身竞争力, 2014年公司YP-2005、YP-2008婴儿培养箱等高端新产品上市为公司丰富了产品线, 二合一暖箱、新生儿T-组合复苏器和多层光纤编织蓝光毯等在研产品均为国内创新。公司婴儿保育设备主业正逐步恢复。

子公司吻合器业务打造新利润增长点

2015年5月子公司吻合器产品获医疗器械注册证, 吻合器目前市场规模约50亿, 到2018年有望达到100亿, 有望成为公司新的利润增长点, 公司计划在3-5年时间内使吻合器业务销售收入达到3亿。

估值与投资建议

公司预计15、16年实现EPS为0.21、0.26元, 以9月18日收盘价18.04元计算, 动态PE分别为86.04倍和69.13倍。医疗器械行业上市公司15、16年市盈率平均值为54.33倍和56.48倍。公司目前的估值高于行业平均水平。公司婴儿保育设备主业发展有望稳步恢复, 子公司吻合器业务市场前景广阔, 未来有意围绕孕产行业进行外延发展, 目前已从投资干细胞存储业务开启孕产一体化服务布局, 为公司未来多元化发展打下基础。我们看好公司未来一段时期的发展, 给予“谨慎增持”评级。

主要风险

新产品销售不及预期; 在研产品进展缓慢; 进入新领域的风险。

数据预测与估值:

至12月31日(¥.百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	227.18	252.66	313.84	387.84
年增长率	4.57%	11.22%	24.21%	23.58%
归属于母公司的净利润	53.61	60.38	75.16	98.26
年增长率	-16.33%	12.64%	24.46%	30.74%
每股收益(元)	0.19	0.21	0.26	0.34
PER(X)	96.92	86.04	69.13	52.87

注: 有关指标按当年股本摊薄

基本数据 (2015Q2)

股价(元)	18.04
12mth A 股价格区间(元)	11.88-57.00
总股本(百万股)	288
无限售 A 股/总股本	45.17%
总市值(亿元)	57.14
每股净资产(元)	2.36
PBR(X)	7.64
DPS(Y2014, 元)	10转8派1.00

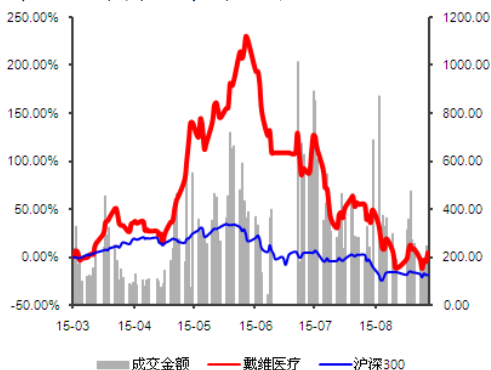
主要股东 (2015Q2)

陈再宏	24.00%
陈云勤	21.12%
陈再慰	20.25%

收入结构 (2015H1)

培养箱系列	56.05%
辐射保暖台系列	19.67%
黄疸治疗系列	9.89%
其他	12.95%

最近6个月股票与沪深300比较



报告编号: DZY15-CR01

首次报告日期: 2015年09月23日

目 录

一、公司概况：婴儿保育设备领域龙头企业	3
1.1 稳定发展主业基础上极力打造新利润增长点	3
1.2 股权集中，控股股东增持计划彰显公司未来发展信心	5
二、婴儿保育设备主业平稳开展	7
2.1 婴儿保育设备介绍	7
2.2 市场存量设备更新有望加速	7
2.3 妇产科医院数量和规模快速增长将带动公司产品的增量需求	8
2.4 公司加大研发投入，依靠产品升级提升整体市场竞争能力	9
三、子公司吻合器业务打造利润新增长点	13
四、未来有意围绕孕产行业开启外延发展	16
五、盈利预测	17
5.1 预测假设	17
5.2 盈利预测	17
六、未来六个月，给予“谨慎增持”评级	17
七、风险提示	18
7.1 新产品销售不及预期的风险	18
7.2 在研产品进展缓慢的风险	18
7.3 进入新领域的风险	18
八、附表	19

一、公司概况：婴儿保育设备领域龙头企业

1.1 稳定发展主业基础上极力打造新利润增长点

戴维医疗成立于 1992 年，主要从事婴儿保育设备的研发、生产和销售，为国内婴儿保育设备细分行业中的龙头企业、第一家国家级高新技术企业。公司主要产品包括婴儿培养箱、婴儿辐射保暖台、新生儿黄疸治疗设备三大系列，经过多年的发展壮大，公司已形成年产 2 万台保育设备的生产规模，在国内名列前茅，公司产品成为国内市场的主流产品，知名度高，市场份额达 40%。戴维医疗是国内同行业第一家通过 CMDC 认证、CE 认证的企业，多项产品在国内外展会获奖，“婴儿培养箱输氧控制技术”、“高精度可控湿度技术”、“婴儿培养箱低噪音技术”和“光照治疗温度控制合成技术”等技术均为国内领先或国内首创。

公司的核心产品为婴儿培养箱和婴儿辐射保暖台，属于国家 III 类医疗器械，2012-2014 年两者合计占公司营业收入的比重分别为 79.89%、76.73% 和 76.62%，是公司最为主要的收入来源，产品包括中高端多个品种，满足各种需求水平，广泛应用于国内各级医院和乡镇卫生院，并出口到德国、法国、比利时、俄罗斯、瑞士、保加利亚、埃及、伊朗、泰国、印度尼西亚、巴基斯坦、巴西、哥伦比亚等欧洲、亚洲、非洲和南美洲的 100 多个国家和地区。

表 1 公司产品分类

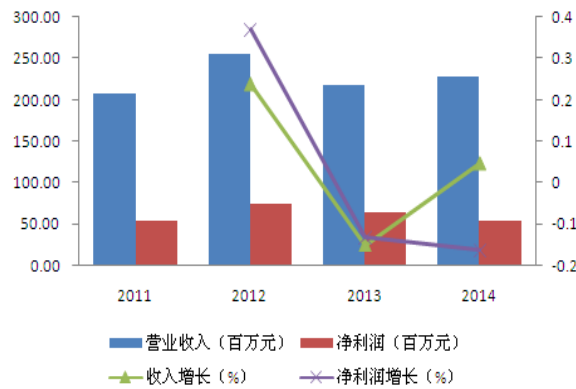
器械大类	细分类别	产品	功能
III 类	6854 手术室、急救室、诊疗室设备及器具	婴儿培养箱、婴儿辐射保暖台	早产儿、低体重儿、病患儿的急救、护理、运输
	6826 物理治疗及康复设备	新生儿黄疸治疗仪、新生儿黄疸治疗箱、黄疸治疗灯、新生儿黄疸治疗床、远红外加温器、	黄疸儿治疗、加温
II 类	6854 手术室、急救室、诊疗室设备及器具	呼吸复苏(器)囊、婴儿无接触输氧头罩、低压吸引器	新生儿窒息儿的急救、护理
	6864 医用敷料	婴儿光疗防护眼罩	婴儿护理
I 类	6856 病房护理设备及器具	婴儿头部固定架、母婴同室婴儿床	婴儿护理

数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

2013 年以来，由于国内市场婴儿保育设备的政府投入项目较上年同期减少，医院采购监管放严，采购量下降，同时受国外部分国家不稳定的经济环境和政治动荡的影响，国际市场销售情况未达预

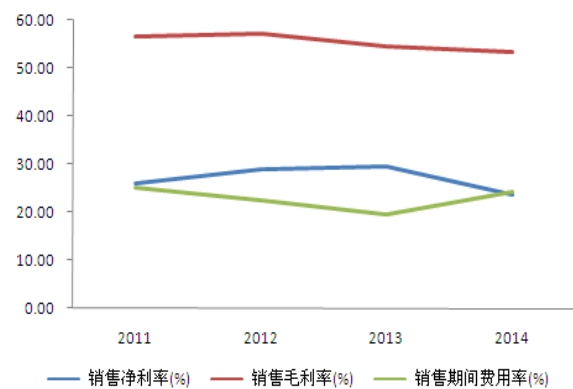
期，公司保育设备主业整体销售收入下滑。2014年，公司不断推进技术创新，并根据市场环境的变化积极调整市场策略，持续优化产品结构，使公司的管理水平和运营效率得到进一步提升，2014年公司传统保育设备的销售得到了加强，营业收入较2013年有所恢复，全年实现营业收入22,718.14万元，比上年同期增长4.57%，其中最核心业务婴儿培养箱的销售收入达12305.75万元，比上年同期增长7.85%。但由于市场拓展费用增加，母、子公司在新产品开发方面投入较大资金及存款利息收入减少等原因，期间费用增加较明显，导致净利润较上年同期下降，2014年实现归属于上市公司股东的净利润5,360.66万元，同比下降16.33%。公司近年来毛利率水平较为稳定，保持在53%以上。

图1 公司近年来的收入、利润变化



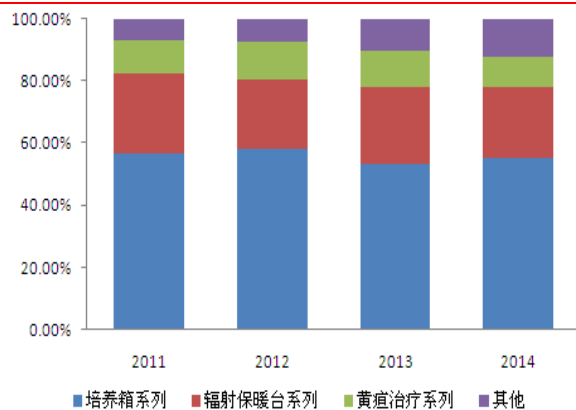
数据来源: Wind 上海证券研究所

图2 公司近年来盈利能力变化



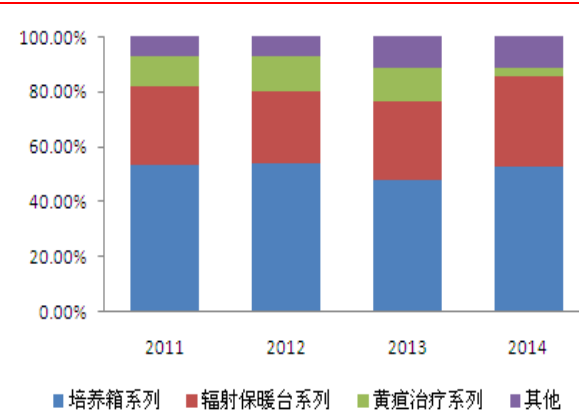
数据来源: Wind 上海证券研究所

图3 公司近年来的收入构成变化 (%)



数据来源: Wind 上海证券研究所

图4 公司近年来利润构成情况 (%)

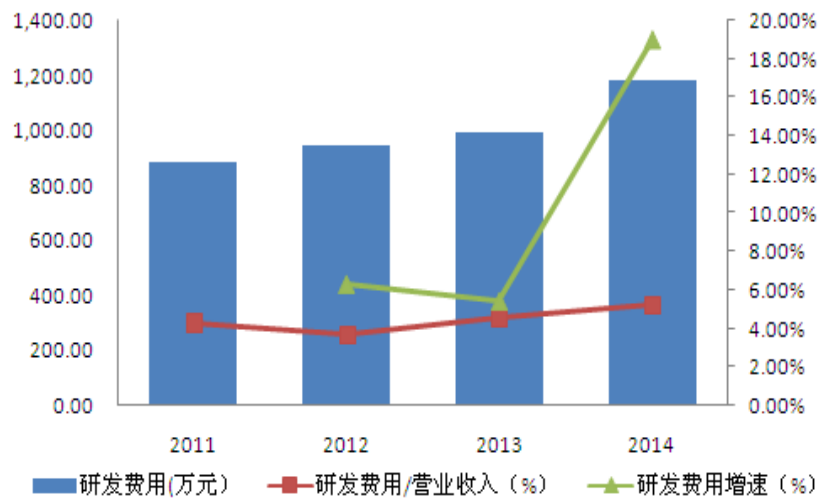


数据来源: Wind 上海证券研究所

公司研发能力强劲，近年来不断加大产品研发投入，尤其是2014年，研发投入增速达到了18.96%。仅2014年一年就获得6项实用新型专利，目前共有在研项目15项。2014年公司研发的新产

品医用空氧混合器 (KY-10A、KY-20A、KY-30A、KY-10B、KY-20B、KY-30B)、新生儿黄疸治疗床 (NBB-II、NBB-IV)、新生儿黄疸治疗仪 (XHZ-90P) 以及婴儿培养箱 (YP-2005、YP-2008) 取得了《医疗器械注册证》，2015 年公司全资子公司宁波维尔凯迪医疗器械有限公司 (以下简称“维尔凯迪”) 的一次性使用直线型切割吻合器及组件、一次性使用直线型吻合器及组件、一次性使用管型吻合器、一次性使用肛肠吻合器等产品取得了《医疗器械注册证》。为公司扩充产品线打下了良好基础。

图 5 公司近年来研发投入情况



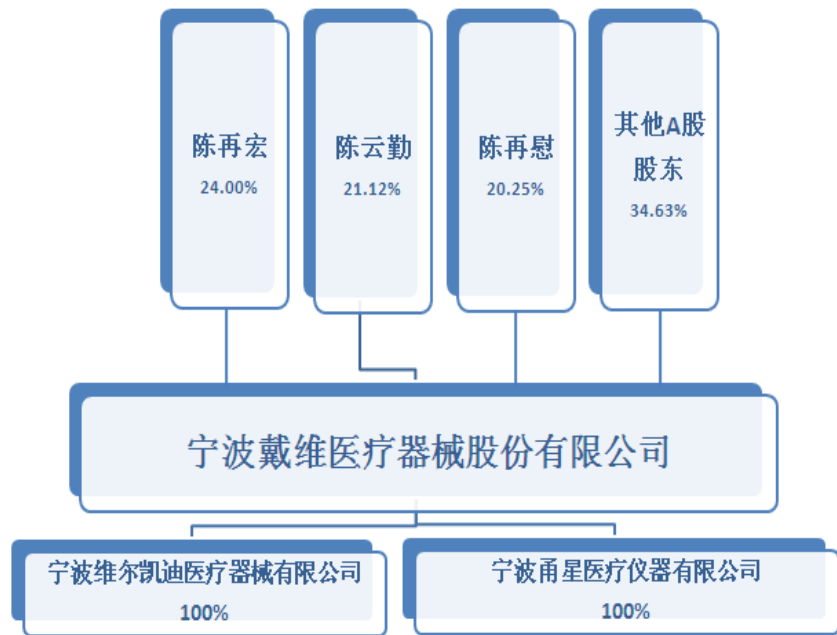
数据来源: Wind 上海证券研究所

随着公司产品的不断升级, 公司主业将进一步恢复, 另外新开展的吻合器业务也即将为公司带来新的利润增长点, 近期公司又发布公告, 外延有意介入脐血干细胞存储领域, 在这一系列因素驱动下, 未来公司有望迎来新一轮的增速发展。

1.2 股权集中, 控股股东增持计划彰显公司未来发展信心

公司股权相对集中, 主要控股股东和实际控制人为陈再宏、陈云勤和陈再慰, 截至 2015 年中报, 三人分别持有公司 24%、21.12% 和 20.25% 的股份, 合计 65.37%, 共同为公司的实际控制人。陈云勤和陈再宏、陈再慰三人系父子关系。

图 6 公司股权概况



数据来源：公司公告 上海证券研究所

公司下属两家全资子公司，主要情况如下：

表 2 控股公司概况

公司名称	占股比例	成立时间	主要业务
宁波维尔凯迪医疗器械有限公司	100%	2003 年	主要是作为公司的营销中心及仓储周转中心，为拓展公司产品线，目前已经介入腹部外科、泌尿肛肠外科手术器械领域
宁波甬星医疗仪器有限公司	100%	2001 年	主要从事智能输液泵的研发、生产与销售

数据来源：公司公告 上海证券研究所

2015 年 7 月 9 日，公司发布《关于控股股东、实际控制人、董事长增持公司股份计划的公告》，公告宣布公司董事长陈再宏计划自 2015 年 7 月 10 日起未来三个月内，通过证券公司、基金管理公司定向资产管理等方式购买公司股票，合计增持公司股份不少于 5000 万元人民币，截至 9 月 10 日董事长陈再宏先生通过定向资产管理计划已经累计增持公司股票 1,746,200 股，占公司总股本的 0.61%，增持金额约为 4,261.93 万元。此次增持计划的推出彰显了公司控股股东对公司未来持续稳定发展的信心以及对公司价值的认可。

二、婴儿保育设备主业平稳开展

2.1 婴儿保育设备介绍

婴儿保育设备主要包括婴儿培养箱、婴儿辐射保暖台和黄疸治疗设备，主要用于早产儿、低体重儿、病患儿等新生儿的急救、护理，属儿科、妇产科基础医疗器械。

婴儿培养箱采用计算机技术对箱内温度（箱温/肤温）实施伺服控制，根据设置温度与实测温度进行比例加热控制，内部空气采用热对流原理进行调节，制造一个空气温湿度适宜、类似母体子宫的优良环境，从而可对婴儿进行培养和护理。婴儿培养箱主要应用于早产儿、低体重儿、病危儿、新生儿恒温培养、新生儿体温复苏、输液、输氧、抢救、住院观察等。

婴儿辐射保暖台综合了临床医学、光学、机械、计算机自动控制及传感器等多门类学科的先进技术为一体，为新生儿及病婴提供一个温暖、舒适的手术及护理平台，适用于分娩后新生儿的护理、抢救和儿科手术治疗，尤其是对新生儿危重症的急救和操作更为方便，是分娩室、新生儿室和新生儿监护中心必备设备之一，对降低新生儿因低体温造成的损伤都起到了重大作用。

新生儿黄疸治疗设备主要用于未满月黄疸患儿的治疗。黄疸又称黄胆，俗称黄病，是一种由于血清中胆红素升高致使皮肤、黏膜和巩膜发黄的症状和体征。新生儿黄疸治疗设备产品采取蓝光疗法，以波长420-470nm的蓝色荧光管、LED等发光源照射新生儿的皮肤，可使血清及照射部位皮肤间接胆红素转化为光-氧胆红素，并经胆汁及尿液排出体外，以降低间接胆红素的含量。

2.2 市场存量设备更新有望加速

按照戴维医疗招股说明书中的数据，婴儿培养箱在三级甲等医院、其他三级医院、二级医院以及一级医院内的配置量分别为30台、20台、15台和8台，按照《中国卫生统计年鉴》给出的数据，初步推算婴儿培养箱目前市场存量约18.8万台。该产品的使用年限为7-8年，则每年因产品报废的存量更新量约为2.4-2.6万台，按照戴维医疗40%的市场占有率来计算，每年戴维在市场存量设备更新途径可获约一万台婴儿培养箱的销售量。且随着诊疗条件的不断改善，部分医院旧设备的更新速度可能加快，存量设备更新有望加速。

表 3 婴儿培养箱市场存量估算

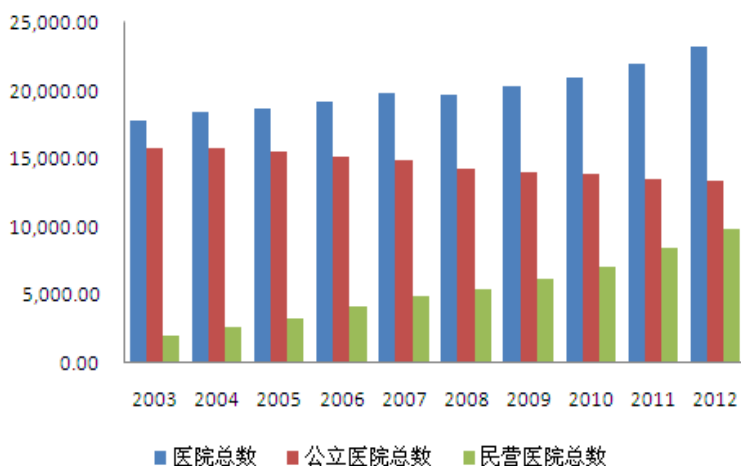
医院级别	医院数量 (2012 年)	配置量 (台)	总数 (台)
三级甲等医院	989	30	29670
其他三级医院	635	20	12700
二级医院	6566	15	98490
一级医院	5962	8	47696
合计			188556

数据来源：卫生统计年鉴 公司招股说明书 上海证券研究所

2.3 妇产科医院数量和规模快速增长将带动公司产品的增量需求

近年，国务院医改办连续推出多项政策，对控制公立医院规模、放宽社会办医准入标准、加大财政税收扶持、拓宽融资渠道、将社会办医纳入医保定点范围、完善监管机制、提升社会办医临床水平和学术地位以及推进医师多点执业等方面做了详细的规定，各地也纷纷出台了一些落实的细则，为我国社会办医打开了政策之门。据卫生统计资料显示，我国医院总数由 2003 年的 17764 家增长到 2012 年的 23170 家，其中以民营医院的增长为主，从 2003 年的 2037 家增长到 2012 年的 9786 家，增长近 4 倍。

图 7 医院数量变化

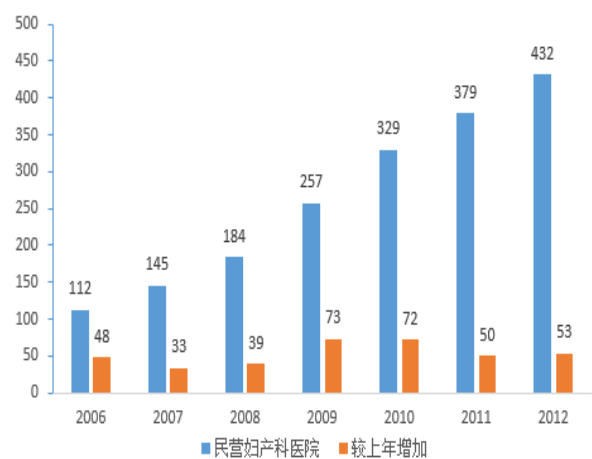


数据来源：Wind 上海证券研究所

妇产科医院由于其病种相对较少、技术门槛相对较低、设备相对简单等特点，投资比一般综合性医院要小得多，因此，设立妇产科医院成为一些民营机构涉足医疗服务行业的首选之一。据我国卫生统计数据 displays，近年来，民营妇产科医院发展迅速，2007-2012

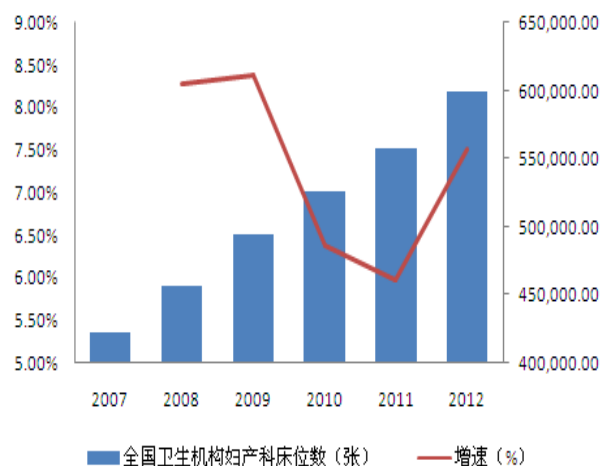
年，我国妇产科医院的数量规模平均增速将近 19%，截止 2012 年底，我国民营妇产科医院已经达到 432 家，较 2011 年增加 53 家。同时，除了新院设立，一些老的公立和民营医疗机构妇产科的规模也在不断增大，妇产科总体床位数逐年攀升，2007 年到 2012 年的复合增速约为 7.3%。

图 8 民营妇产科医院数量增长情况



数据来源：卫生统计年鉴 上海证券研究所

图 9 医疗机构妇产科医院床位数增长情况



数据来源：Wind 上海证券研究所

今年 7 月，卫计委首次透露将全面放开二胎，目前正在抓紧制定相关规定。目前我国每年新生儿数量约 1600 万，全面放开二胎生育后，未来每年新生儿数量有可能达到 1800-2000 万，迎来新一轮的生育高峰。另外，尽管近年来政府不断加大医疗资源投入，但由于我国人口基数较大，目前我国人均医疗资源仍严重不足，随着国家医改的不断推进，未来一段时间内妇产科医院规模及数量仍将保持持续增长的趋势。

公司的婴儿保育设备作为妇产科的基础医疗设备，随着妇产科医院数量的不断增多和医院规模的不断扩张，其需求量也将有一定程度的提高，并且近年在一些经济发达地区设立的面向高净值人群的高端妇产科医院发展较快，公司新推出的一系列高端产品将凭借其较高的性价比与进口高端设备一较高下。

2.4 公司加大研发投入，依靠产品升级提升整体市场竞争能力

在不断拓宽市场的同时，公司也意识到产品创新对未来发展的重要性，近年来不断加大研发投入，产品质量保持在国内领先，接近于国际大品牌公司，其主要产品以第三代婴儿保育设备为主，部分产品和在研产品已达第四代水准，这在国内生产企业中属少见。

表 4 婴儿保育设备的技术演进过程

	出现年代	主要功能	行业情况
第一代保育设备	20 世纪 40 年代	主要应用了模拟电路技术，采用分立式元器件和单层 PCB 板，控制精度低、能耗高，可靠性较强，没有有机玻璃罩，主要依靠灯光保温，手工旋转操作。	目前较少使用
第二代保育设备	20 世纪 70 年代	开始采用 8 位单片机控制，元器件以插入式为主，采用双层 PCB 板，控制精度有所提高，能耗相对模拟电路要低，产品可以同时控制多个参数，如温度、湿度和氧浓度等。部件、机箱冲压成形。	目前，我国多数婴儿保育设备生产企业的产品属于该阶段。
第三代保育设备	20 世纪 90 年代	采用集成单片机控制，应用了 CMOS 电路，元器件以贴片式为主，采用多层 PCB 板，控制精度大大提高，能耗大大降低，可靠性也大为提高，抗干扰性也更强。第三代产品集成了更多的婴儿生命体征的参数，如注射泵、监护仪和血氧等，机箱等部件主要采用大型塑料模具一次成型，金属零部件数控加工，喷涂流水线半自动涂装。	目前，以 GE、阿童木、德尔格为代表的婴儿保育设备行业国际巨头的产品多位于该阶段，国内包括公司等极少数企业的产品也已达到了该阶段。
第四代保育设备	近几年	应用了 32 位嵌入式控制系统，真彩 LCD 显示屏，并能提供丰富的接口功能和多种通信方式。该阶段为未来婴儿保育设备行业的发展方向。	目前，以 GE、阿童木、德尔格为代表的婴儿保育设备行业国际巨头已有部分产品接近了第四代产品的技术水平。

数据来源：招股说明书 上海证券研究所

公司新产品 YP-2005 和 YP-2008 婴儿培养箱在 2014 年 10 月获得产品注册证。YP-2005 外观设计独特，全方位创新，已申请外观专利；前后出风，热循环均匀；具备婴儿秤功能；具备缺水保护、过热保护，水箱高温下消毒不变形；自动空氧混合、分离，手动、自动输氧双控制；箱内噪音不高于 45 分贝；湿度、氧度、温度和称重控制系统各自成模块，互不干扰，方便维护；具备血氧饱和检测功能。YP-2008 婴儿培养箱集公司核心技术于一体，外观设计独特，功能完备，目标为打造一款国际一流的婴儿培养箱产品，已申请相关专利；该项目核心主要在于造型及风道和降噪，以及功能的

完备，采用了第四代培养箱控制技术、高压模制造技术等最新的工艺。这两款婴儿培养箱是公司目前最为高端产品，技术水平处于行业领先，将满足日益增长的高端医疗需求，有利于开拓市场。目前 YP-2008 婴儿培养箱已经产生销售收入，售价约 10 万元每台，相比之前的婴儿培养箱 2-3 万元每台的价格高出多倍，由于其毛利率高，打开市场后能为公司带来较快的收入和利润增长。

公司 TI-2000 运输用培养箱主要用于早产儿的短距离转运，可配合救护车、直升机使用，国内运输用培养箱的研发处于刚刚起步阶段，公司的运输用培养箱为国内独家生产销售，具有较强的领先优势，可作为理想的进口替代产品。

另外，公司目前在研产品有 15 项，其中二合一暖箱、新生儿 T-组合复苏器和多层光纤编织蓝光毯三项产品技术工艺先进，均为国内创新产品。尤其是二合一暖箱，集培养箱和辐射保暖台功能为一体，在国内属首创，国外也仅有日本阿童木等几家先进企业实现了培养箱和辐射保暖台技术的合成，该发展趋势将大大提高临床诊治在时间上和空间上的精确性，未来的市场定位为国际同行业高端产品，该产品已申请多项专利，若成功上市，将填补国内此类产品的空白。此款二合一暖箱售价预计在 20 万元人民币，而同类进口产品售价约 50 万元人民币，可见戴维的产品性价比非常高。

表 5 核心在研产品情况

产品名称	产品特点	目前研发进度
二合一暖箱	二合一婴儿暖箱根据全公司多年来研究形成的全新培养箱、保暖台合成技术设计理念进行开发，国内目前尚无类似产品研发及投放市场，国外也只有分先进企业，如日本阿童木公司等，已经实现了婴儿培养箱和婴儿辐射保暖台功能的技术合成。该产品大大了提高医疗设备的使用率与有效性；产品集成化、复合化程度为国际一流。	处于国家认定的第三方检测机构进行注册产品符合性检测的后期，预计明年可以获批上市
新生儿 T-组合复苏器	新生儿 T-组合复苏器是产科、新生儿科及新生儿重症监护室中用于新生儿复苏抢救的创新产品，为新生儿提供一机多用的、受控和准确的复苏抢救和输氧治疗，它是综合了婴儿复苏、持续正气道通气（CPAP）、输氧治疗与低压吸引功能于一体的“婴儿呼吸机”。	处于国家认定的第三方检测机构进行注册产品符合性检测的后期，预计明年可以获批上市
多层光纤编织蓝光毯	多层光纤编织蓝光毯是新一代黄疸治疗设备，用于降低新生儿体内的胆红素浓度。该产品采用最新的光纤传导及 LED 技术，可接触式的光照治疗，增加光能的使用率，提高了治疗效果，给予新生儿更加安全高效的医疗护理。与传统的蓝光治疗设备比较，具有多环境使用、无能量危害、治疗效率高以及柔软舒适、携带方便等优点。	已完成样机制作，现处于技术攻关阶段

数据来源：公司公告 上海证券研究所

戴维医疗作为国内保育设备龙头企业，其产品技术质量高于国内同行业其他公司，具有品牌优势，与国外企业接近，而价格优势明显，产品性价比高，在国家鼓励医疗设备国产替代相关政策的扶持下，公司产品在行业内具有较强的竞争优势。在市场仍存在一定波动的情况下，公司通过产品升级、丰富产品线等途径积极提升竞争力，保育设备主业将继续平稳发展，有望在近年内逐步恢复至每年 10% 左右的增长率。

表 6 公司竞争地位

	市场份额	代表企业	生产过程	供货/售后服务	客户
本公司	约40%		产品部件尤其是关键零部件以自行设计加工为主，外协作，外购件为辅，关键点质量控制有保障；关键零部件多由先进的进口电子贴片机，数控机床等组成的加工生产流水线生产，辅助的外协件加工有严格的质量控制手段；拥有先进的产品部件模具自主开发能力、条件。	供货：以款到即发货为基本原则，常年保证整机、部件的最低库存量控制。国外特殊订单，从接单到发货一般控制时间为7-10天；主要以代理商销售为主，实行分销售片区、有专门的服务队伍进行管理，有计划地定期上门服务；售后服务：组建有专业的售后服务队伍，响应迅速；国内外销售份额均较大。	终端用户几乎覆盖了各省级以上妇儿专业或专科三甲医院，省级以下基层医院广泛使用；国外销售主要分布于发展中国家，部分产品销往欧美等发达国家地区。
国外竞争对手	约30%	美国通用电气公司（GE）、德国德尔格公司（Draeger）、日本阿童木集团医疗株式会社（Atom） 郑州迪生仪器仪表有限公司、上海四菱医用	以外协作外购部件组装为主，但相关质量约束有保障；拥有国际一流的电子，机械加工生产流水线；拥有国际一流的产品部件模具开发条件。	由境内一级代理商实行分销制服务管理；多以销定产，交货期很长。	在国内终端用户主要为各省级以上妇儿专业或专科三甲医院；国外销售竞争中，主要为欧美等发达国家和地区。
国内竞争对手	约30%	恒温设备有限公司、北京巨龙三优科技有限公司、南京金陵自动调温床有限公司	传统加工设备及手段组织生产，以外协件外购件组装为主。	多由自行直接销售为主，以代理商销售为辅；多以销定产，较大的订单交货期会较长。	各自周边市场，基层医院使用为主；国外销售主要分布于发展中和不发达国家、地区。

数据来源：公司公告 招股说明书 上海证券研究所

三、子公司吻合器业务打造利润新增长点

2015年5月公司全资子公司宁波维尔凯迪医疗器械有限公司的一次性使用直线型切割吻合器及组件、一次性使用直线型吻合器及组件、一次性使用管型吻合器、一次性使用肛肠吻合器等产品取得了《医疗器械注册证》。

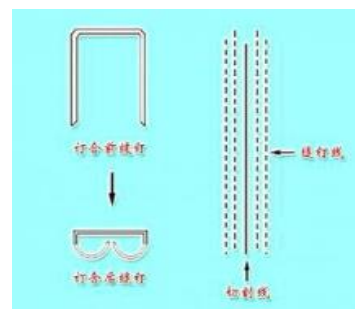
吻合器是医学上使用的替代手工缝合的设备，主要工作原理是利用钛钉对组织进行离断或吻合，根据适用范围不同，主要可分为皮肤吻合器、消化道（食道、胃肠等）圆形吻合器、直肠吻合器、圆形痔吻合器、包皮环切吻合器、血管吻合器、疝气吻合器、肺切割缝合器等。相对于传统的手工缝合，器械缝合有以下优势：操作简单方便，节省手术时间；一次性使用，避免交叉感染；利用钛钉或不锈钢钉（皮肤缝合器）缝合严密、松紧适中；具有很少的副作用和有效减少手术并发症等。

表 7 部分吻合器特征

	手术范围	工作原理	示意图
管型吻合器	食道切除术、胃大部切除术、小肠、结肠切除术、直肠低位前切除术。	用于各种腔道吻合，能够在组织上出入，形成圆形排列的两排相互交错的缝钉，同时用环形刀将其内侧组织切断，进行快速简便的管腔器官的吻合。	
直线吻合器	胃十二指肠、小肠、结肠手术时封闭残端或切口，还可用于肺叶、胰腺、甲状腺等的切除。	在组织上打入两排互相交错的缝钉。	

直线切割吻合器 适用于肺、胃、空肠侧侧吻合，大肠、结肠与直肠的侧侧吻合及粪袋的制作。

在组织的两边各打入 2 排、合计 4 排互相交错排列的缝钉，并同时已手术刀将缝钉线之间的组织进行离断，即是一种可以同时直线吻合和切割的器械。



数据来源：百度百科 上海证券研究所

我国吻合器市场份额主要被国外生产厂家所占据，最为著名的两大品牌强生和柯惠均为国外生产厂家，占据了大约 50% 的市场份额，其中用于胸腹腔镜手术的高端腔镜吻合器几乎全被国外厂家包揽。国内目前吻合器生产厂家约 50 余家，江苏常州一带厂家较为集中，国内厂家普遍规模较小，以中低端产品为主，规模较大的厂家有苏州法兰克曼医疗器械有限公司、常州市康迪医用吻合器有限公司和瑞奇外科器械(北京)有限公司。国产吻合器售价约 500-2000 元/个，而进口吻合器售价约 2500-4000 元/个，存在较大差距。现在全国各地医保控费严格，医疗机构更倾向于使用售价较为便宜的国产器械，国产优质产品的进口替代前景非常广阔。

表 8 国内主要吻合器生产厂家

地点	主要吻合器生产厂家
常州	常州智业、常州新能源、常州康迪、常州华森、常州海达、常州瑞索斯、常州伊沃特、常州三联星海、常州海尔斯、常州健瑞宝、常州安克、普锐斯星(常州)、常州威克、常州瑞安贝、江苏康友(常州)、博朗森思(常州)
苏州	法兰克曼(苏州)、苏州贝诺、苏州天臣国际
无锡	无锡宇寿、无锡博康、无锡神康
南京	南京迈迪欣、南京嘉威、南京华尔特
上海	上海金钟、上海导向
北京	北京中法派尔特、北京瑞奇外科
广东	广州德脉、广东实联
山东	山东威高

数据来源：CFDA 网站 上海证券研究所

据 Evaluate 出具的《World Preview 2013, Outlook to 2018—The Future of Medtech》数据显示：2012 年，医疗器械细分领域中，体外诊断（IVD）、心血管、影像诊断、骨科和通用外

科器械成为市场份额占比最大的五大细分行业，其中通用外科医疗器械由于增长态势迅猛，有望于 2018 年市场份额跃居第四，而通用外科器械中份额最大的就是吻合器。与发达国家相比，我国外科手术中吻合器的使用率仍然较低，未来随着公立医院改革、基层医院推广、医保覆盖加强以及产品使用范围的拓宽等，使用率会进一步得到提升。据尚普咨询统计，2011 年，我国吻合器行业市场规模为 32.82 亿元，同比增长 16.48%。2012 年，我国吻合器行业市场规模为 37.42 亿元，同比增长了 14.02%。2013 年，我国吻合器行业市场规模达到了 46.03 亿元，同比增长了 23.01%。市场规模的年平均增长率为 17.84%，因此可以预测出 2014-2018 年我国吻合器市场规模分别为 54.04 亿元、63.68 亿元、75.04 亿元、88.43 亿元和 104.20 亿元。

图 10 吻合器产量和需求量

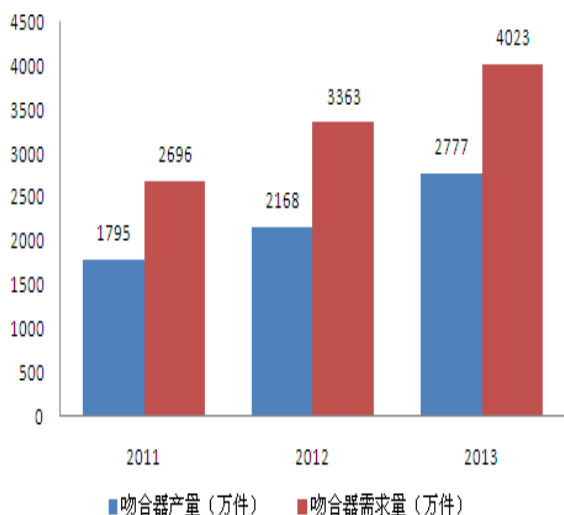
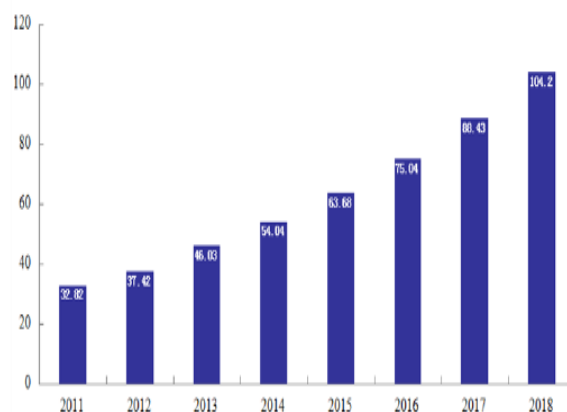


图 11 吻合器市场规模预测 (亿元)

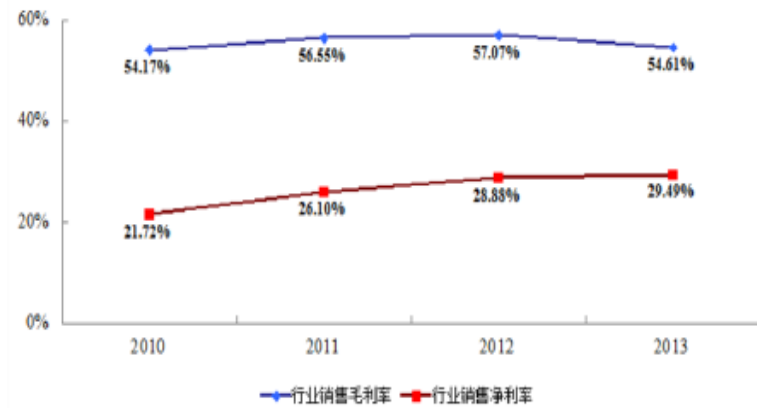


数据来源：尚普咨询 上海证券研究所

数据来源：尚普咨询 上海证券研究所

吻合器属于高值医疗耗材，毛利率水平较高，据统计，2013 年吻合器行业销售毛利率为 54.61%，销售净利率为 29.49%，个别经营管理较好的厂家，毛利率可高达 80% 以上。

图 12 吻合器市场毛利情况



数据来源：尚普咨询 上海证券研究所

戴维医疗目前吻合器已正式投入批量生产，现有的吻合器生产线全为进口设备，产品质量有保证，全年产能规模最高预计可达 20 万套。现有产品定位中端，定价介于一般国产产品与进口产品之间，主要为开腹手术吻合器，未来有计划涉足高端腔镜吻合器领域，形成进口替代发展趋势。公司吻合器的销售模式主要为代理商销售，目前公司的吻合器产品已在国内外展会中进行了推广，多个省份的招标工作也已在进行中，预计今年下半年可以产生销售收入。公司计划利用 3-5 年时间达到年销售收入 3 亿元的规模。公司凭借其在医疗器械行业经营多年所积累的研发、生产和销售上的经验与渠道，有望迅速在吻合器行业树立品牌、抢占市场，打造出新的利润增长点，并有助于公司缓解业务种类单一所带来的风险。

四、未来有意围绕孕产行业开启外延发展

公司目前超募资金及现金流充裕，未来有意围绕自身孕产主业进行外延发展布局，利用公司长期在妇产科、儿科等领域积累的丰富医院和医师资源，进行协同发展，打造孕产一体化综合平台。孕产行业所包含的内容相当宽泛，不仅包括妇产科医院及一些遗传诊断中心提供的孕前遗传咨询及筛查、辅助生育、产前健康咨询、产前检查、孕期护理、顺产、剖宫产手术、产后护理、健康咨询等涉及孕产期医疗服务的行业，还包括一些与孕产妇日常生活息息相关的行业，如月子中心、家政、育儿咨询等，有机构测算孕产行业市场规模近千亿元。

目前公司参股无锡希瑞生命科技有限公司（简称“希瑞科技”），涉足干细胞存储业务，迈出孕产一体化外延布局的第一步。

希瑞科技成立于 2014 年，所从事的是上游的干细胞存储行业，收入主要来自在新生儿脐带/胎盘干细胞的储存服务。目前已在江苏无锡和广东佛山完成两个干细胞资源库，每个库的容量为 30 万份，两个库都已投入实际运营。其中广东希瑞干细胞技术有限公司于 2014 年 12 月与佛山市妇幼保健院、佛山科学技术学院签订了共建“佛山市干细胞与再生医学中心”的合作协议，目前已申报了广东省和佛山市的两个重大科技项目、一个领军人才项目。

干细胞产业正处于大规模产业化的初期，2014 国际细胞治疗研讨会预测，到 2020 年全球干细胞产业规模将达到 4000 亿美元，根据 Visiongain 提供的市场调研数据，预计到 2016 年，国内干细胞产业的市场份额将达千亿规模。希瑞科技业务刚刚起步，目前主要涉足上游干细胞存储业务，该业务所涉及的技术目前国内已比较成熟，我国目前仅 1% 干细胞存储比例，使该行业的市场潜力巨大。且希瑞科技也通过与医院、高校和其他科研单位展开合作，积极布局向中、下游产业链延伸。

戴维医疗可凭借其在妇产科和儿科积累的丰富资源为希瑞科技的干细胞存储业务更好地打开市场，同时也向孕产一体化目标迈出了第一步，今后将在妇产科医院、月子中心等方面进行积极布局。

五、盈利预测

5.1 预测假设

- 1、保育设备主业平稳发展；
- 2、吻合器业务开展顺利；
- 3、不考虑其他外延扩张。

5.2 盈利预测

我们预计，2015-2017 年，公司的净利润将实现年递增 12.64%、24.46%、30.74%，相应的每股收益为 0.21 元、0.26 元和 0.34 元。

六、未来六个月，给予“谨慎增持”评级

预计 15、16 年实现 EPS 为 0.21、0.26 元，以 9 月 18 日收盘价 18.04 元计算，动态 PE 分别为 86.04 倍和 69.13 倍。医疗器械行业上市公司 15、16 年市盈率平均值为 54.33 倍和 56.48 倍。

公司婴儿保育设备主业处于国内领先，随着市场需求日益回暖及公司产品的不断更新升级，主业发展有望稳步恢复；子公司吻合器获得医疗器械注册证，产品可于年内上市并产生收入，未来依靠公司多年来在研发、生产、销售中积累的经验有望快速形成品牌、抢占市场，成为公司新的利润增长点，缓解公司业务内容单一带来的风险；未来有意围绕孕产行业进行外延发展，目前已从投资干细胞存储业务开启孕产一体化服务布局，为公司未来多元化发展打下基础。我们看好公司未来一段时期的发展，但考虑到公司目前市盈率较高，给予“谨慎增持”评级。

七、风险提示

7.1 新产品销售不及预期的风险

公司新上市高端婴儿培养箱若无法按预期扩大市场认知度、打开市场，则可能影响公司的收入水平。

7.2 在研产品进展缓慢的风险

公司在研产品如不能按预期推进，可能会影响公司发展。

7.3 进入新领域的风险

公司进入吻合器新领域，由于对新领域认识程度不够或缺乏专业技术和管理人员，可能存在一定风险。

八、附表

附表 1 损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
一、营业总收入	217.25	227.18	252.66	313.84	387.84
二、营业总成本	143.16	163.56	181.62	225.42	272.24
营业成本	98.60	105.64	117.95	146.96	177.22
营业税金及附加	2.14	2.29	2.53	3.14	3.88
销售费用	20.97	25.79	27.79	32.95	38.78
管理费用	32.84	38.92	42.95	51.78	62.05
财务费用	-11.60	-9.13	-9.60	-9.42	-9.70
三、其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	74.09	63.62	71.04	88.42	115.60
加: 营业外收入	1.90	1.40	0.00	0.00	0.00
减: 营业外支出	0.69	0.99	0.00	0.00	0.00
五、利润总额	75.30	64.02	71.04	88.42	115.60
减: 所得税	11.23	10.42	10.66	13.26	17.34
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
六、净利润	64.07	53.61	60.38	75.16	98.26
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	64.07	53.61	60.38	75.16	98.26
七、摊薄每股收益(元)	0.22	0.19	0.21	0.26	0.34

资料来源: Wind 上海证券研究所

附表 2 公司分业务增速与毛利预测 (单位: 万元人民币)

分业务主营收入测算	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
培养箱系列	11,405.95	12,301.75	13,285.89	14,481.62	15,929.78
辐射保暖台系列	5,264.92	5,104.62	5,359.85	5,601.04	5,825.09
黄疸治疗系列	2,475.84	2,250.22	2,362.73	2,457.24	2,530.96
其他	2,225.69	2,715.01	3,258.01	3,844.45	4,498.01
吻合器			1,000.00	5,000.00	10,000.00
合计	21,372.40	22,371.60	25,266.48	31,384.36	38,783.84
分业务增速	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
培养箱系列	-22.21%	7.85%	8.00%	9.00%	10.00%
辐射保暖台系列	-8.80%	-3.04%	5.00%	4.50%	4.00%
黄疸治疗系列	-17.52%	-9.11%	5.00%	4.00%	3.00%
其他	17.88%	21.99%	20.00%	18.00%	17.00%
吻合器			0.00%	400.00%	100.00%
毛利率	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
培养箱系列	49.14%	51.55%	52.50%	53.00%	55.00%
辐射保暖台系列	63.79%	77.19%	61.00%	62.00%	65.00%
黄疸治疗系列	57.91%	16.15%	46.50%	48.00%	50.00%
其他	57.94%	50.24%	51.50%	51.00%	50.00%
吻合器			45.00%	48.00%	50.00%
合计	54.68%	53.68%	53.32%	53.17%	54.31%
分业务主营成本	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
培养箱系列	5,800.90	5,960.18	6,310.80	6,806.36	7,168.40
辐射保暖台系列	1,906.37	1,164.43	2,090.34	2,128.40	2,038.78
黄疸治疗系列	1,042.06	1,886.86	1,264.06	1,277.76	1,265.48
其他	936.21	1,351.00	1,580.14	1,883.78	2,249.01
吻合器			550.00	2,600.00	5,000.00
合计	9,685.54	10,362.46	11,795.34	14,696.31	17,721.67

资料来源: Wind 上海证券研究所

附表3 公司近年财务指标

指标名称	2011-12-31	2012-12-31	2013-12-31	2014-12-31	2015-06-30
销售毛利率(%)	56.55	57.07	54.61	53.50	53.14
EBIT/主营业务收入(%)	32.68	33.08	28.98	24.05	25.32
销售净利率(%)	26.10	28.88	29.49	23.60	24.94
净资产收益率(全面摊薄)(%)	39.32	19.53	10.50	8.27	4.01
流动比率	1.40	9.36	11.22	10.80	12.09
速动比率	0.96	8.57	10.15	9.83	10.88
资产负债率(%)	40.43	8.80	6.88	6.93	6.07
存货周转率	1.97	2.32	2.08	2.16	1.01
应收账款周转率	43.42	38.25	22.42	24.67	6.69
总资产周转率	0.81	0.55	0.33	0.33	0.15
净利润同比增长率(%)	39.85	36.87	-13.26	-16.33	-2.65
每股收益(全面摊薄)	0.90	0.92	0.40	0.34	0.09
每股经营性现金流量	1.12	1.18	0.35	0.42	0.00
每股未分配利润	0.98	1.41	0.89	1.11	0.65
每股资本公积金	0.63	4.79	1.90	1.90	0.61

资料来源: Wind 上海证券研究所

分析师承诺

分析师 魏贇 杜臻雁

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20% 以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10% 以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10% 以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。