



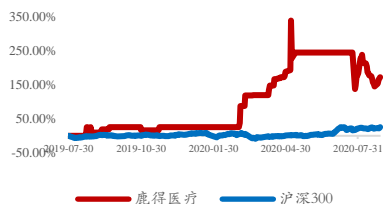
## 家庭医疗器械领域深耕不辍、品牌&渠道积极调整

### 投资评级：增持（首次）

报告日期：2020-08-31

收盘价（元）	8.70
近 12 个月最高/最低	12.03
总股本（百万股）	110.00
流通股本（百万股）	35.59
流通股比例（%）	32.35
总市值（亿元）	9.57
流通市值（亿元）	3.10

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王雨晴

执业证书号：S0010520080004

邮箱：wangyq@hazq.com

### 相关报告

无

### 事件：

公司发布半年报，2020 年上半年实现营收 1.66 亿元，同比+13.22%，归母净利润 0.22 亿元，同比+35.31%。单看 Q2，公司实现营收 1.24 亿元，环比+192.04%，归母净利润 0.18 亿元，环比+352.86%。

### 核心观点：

中报业绩超出市场预期。从行业层面看，我们看好在国民健康意识觉醒、城镇化趋势和新就医格局的三重共振下，家庭医疗器械行业持续的高景气繁荣；从公司层面看，我们看好公司发力国内市场的决心和行动力。短期内抓住后疫情时期健康消费需求的转变升级，以雾化器、电子血压计等单品为突破口快速建立品牌形象，同步铺设大数据新零售渠道，带动线上线销售放量增长。长期积极布局互联网医疗生态领域，以硬件和线下用户资源为切入口，打造家庭与医疗资源交互的健康管理平台，逐步完成从产品供应商向健康管理服务商的进化。公司未来期间的业绩情况与募投项目的落地效果关联密切，公司成长逻辑尚未完全验证，首次覆盖，给予“增持”评级。

### 点评：

#### 2020H1 国内外市场齐发力，疫情带动雾化器及防护产品销量上升

2020H1，公司境外实现营收 1.37 亿元，同比+6.83%，国际市场新增客户 20 个，南美、欧盟、北美、东南亚及大洋洲等地订单量均有不同程度增加。公司境内实现营收 0.29 亿元，同比+58.56%，主要得益于与疫情相关的雾化器及防护类外厂产品销量的显著增长。我们认为公司境外市场份额稳定，疫情推动健康消费意识升级，将持续带动雾化器、电子血压计等单品的销量增长。

#### 境内销售占比提升叠加规模效应，毛利率同比小幅上涨

毛利率方面：2019H1、2020H1 公司综合毛利率分别为 26.22%、28.63%。一方面由于境内销售占比增加抬升了整体毛利水平，另一方面需求带动的销售增加形成规模效应，亦对综合毛利率起到正向拉动作用。

费用方面：2020H1 公司三费的费用率 7.77%，同比-2.12%，其中销售、管理、财务费用分别同比-1.33%/-0.51%/-0.12%，体现公司较强的费用管控能力。2020H1 公司研发费用为 3.63%，同比+0.7%，研发力度稳步增强。

#### 精于制造、强于研发，公司深耕家庭医疗器械多年，产品体系专业完整

鹿得医疗成立于 2005 年，2015 年挂牌新三板，2020 年 7 月作为首批 32 家企业登陆精选层公开发售。公司以 ODM 起家，精于制造，强于研发，已发展成国内机械血压计领域的绝对龙头。在 ODM 向 OBM 转变的过程中，公司以自有品牌“SCIAN 西恩”为支点，通过对血压测量算法、零点

和满意度自动校准、血压表自校准、雾化颗粒、雾化量可调技术等核心技术的组合延伸，形成涵盖血压计、雾化器、冲牙器、听诊器等数十个品类的家庭医疗器械产品线。自 15 年起，公司战略布局智慧医疗产业，通过构建鹿得大健康生态平台获取用户多维体征数据，协同国内分级诊疗体系建设，赋能用户健康数据与医疗资源的互联互通，公司业务结构更加立体丰满。

### 品牌制胜、渠道为王，集中发力两条主线，构筑企业成长基石

在医疗器械领域，家用产品的技术壁垒不高、可复制性强、产品趋于同质，整体消费属性更强。因此我们建议跳出以技术和研发为主导的研究框架，更多地从产品、渠道、品牌、服务等四个维度评估企业的成长潜力和价值。

**1) 产品端，公司产品性价比优势凸显。**公司凭借十余年为国外一线品牌代工的技术积淀，以自主品牌“SCIAN 西恩”发力国内终端市场，通过持续的产品创新与迭代，已形成包括血压测量、呼吸治疗、慢病管理、体温检测、口腔护理等多个产品系列的数十种产品。公司主流产品均获得全球医疗认证资质，产品质量显著高于国标，与同类竞品相比，公司产品售价约为鱼跃同类产品的 6-9 折，约为欧姆龙同类产品的 3-4 折，考虑品牌溢价因素，公司产品的性价比更优。

**2) 渠道端，新零售系统建设带动线上渠道放量在即。**公司战略布局覆盖全国、“线上+线下”双轨互动的新零售模式，目前线下渠道全国性 OTC 连锁覆盖率达 40% 以上，百强连锁覆盖率达 50% 以上，与益丰医药、天济大药房、海王星辰等优质连锁药店建立深度稳定的合作关系；医院渠道以雾化治疗诊室为突破口，通过在医院及诊所建立专业雾化诊室的方式，以点带面提升公司品牌的影响力。线上渠道方面，公司 2016 年起先后入驻天猫、京东商城，旗舰店运营模式趋于成熟，近期公司积极拥抱抖音、快手等新媒体平台，内容建设与渠道拓展齐头并进，搭载新媒体形成的品牌示范效应逐步显现。过往受产能限制和以大客户为主的销售模式，公司线上销量占比一直较低，不足整体销售规模的 1%。通过本次募投项目“鹿得大数据新零售项目”的建设实施，将在线上利用新媒体矩阵和流量池打造，并在线下新增 15 家售后服务中心，形成销售售后的闭环。同时，本次募投项目针对电子血压计和雾化器将分别新增 75 万台和 80 万台产能，产能释放叠加新零售体系运行，公司线上渠道有望迎来放量增长。

**3) 品牌端，“西恩”品牌具备彰显国货之光的能力和潜质。**国内家用医疗器械厂商大小不一，鱼龙混杂，大多企业只在细分产品具有较强的品牌实力，如强生（血糖仪）、欧姆龙（电子血压计、血糖仪）、九安医疗（电子血压计、血糖仪）浙江龙飞（制氧机）等，目前仅鱼跃医疗在综合产品中具备较强的品牌竞争力。多年的制造、技术和人员积淀是“西恩”品牌未来能在各大知名品牌强压下脱颖而出的基石。本次疫情强化国民对健康消费的认知，加速健康消费习惯的升级转变，在健康意识全民觉醒的风口下，雾化器、电子血压计等单品有望成为公司自主品牌弯道超车的突破口，在全渠道销售模式下，快速建立品牌影响力和竞争力。

**4) 服务端，通过产品软硬件与医疗资源融合互通，公司有望实现从产品供应商向健康管理服务商的进化。**“互联网+医疗”是当前方兴未艾的医疗新形态，疫情催化叠加国内分级诊疗制度的全面铺开，家用医疗器械的内涵及外延得到全面提升。2018 年卫健委在“分级诊疗制度建设重点工作通知”中明确要求，至 2020 年底远程医疗要覆盖医联体内所有基层医疗卫生机构（约 95.4 万家），其中高血压、肺结核等慢性病治疗手段以综合防治为主，

被优先纳入基层医疗机构家庭医生服务范围，为公司血压计、雾化器等产品深入互联网医疗生态提供了最佳的应用场景。公司开放的健康管理云系统通过家庭医疗产品终端和投放至社区的智能陪护机器人采集用户体征数据，点对点传输至基层医院或签约的家庭医生，打破了原先家庭与医疗机构的信息壁垒，在此基础上开展在线咨询、远程会诊和远程康复等活动，实现用户健康的闭环管理。公司持续推进与基层医疗机构和大型医院等的合作，未来向健康管理服务商的进化升级值得市场期待。

### 投资建议

预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.26/0.29/0.39 元，对应 PE 分别为 33.11/30.25/22.56。首次覆盖，给予“增持”评级。

### 风险提示

- 1.境外客户销售占比较高的风险；
- 2.存货减值风险；
- 3.技术进步风险；
- 4.募集资金投资项目实施风险。

### 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	304	338	358	396
收入同比(%)	3.4%	11.2%	5.8%	10.9%
归属母公司净利润	33	29	32	42
净利润同比(%)	60.4%	-11.2%	9.4%	34.1%
毛利率(%)	26.9%	27.9%	30.0%	32.0%
ROE(%)	16.4%	7.7%	7.7%	9.4%
每股收益(元)	0.30	0.26	0.29	0.39
P/E	13.52	33.11	30.25	22.56
P/B	2.22	2.54	2.34	2.12
EV/EBITDA	8.51	18.26	16.54	10.33

资料来源：wind，华安证券研究所

## 正文目录

1 鹿得医疗：厚积薄发、稳步革新，家用医疗器械领域的优质标的 .....	6
1.1 基本情况：从 ODM 代工到自主品牌，公司深耕家用医疗器械领域十余年 .....	6
1.2 研发能力：研发底蕴深厚、产品获得全球医疗认证资质“背书” .....	9
1.3 财务分析：毛利稳定仍有向上空间，成本管控有效提供安全边际 .....	10
1.4 募投项目：扩产重点品类、补齐渠道短板、强化平台建设 .....	11
2 盈利预测与投资建议 .....	12
2.1 盈利预测 .....	12
2.2 投资建议 .....	14
风险提示： .....	14
财务报表与盈利预测 .....	16

## 图表目录

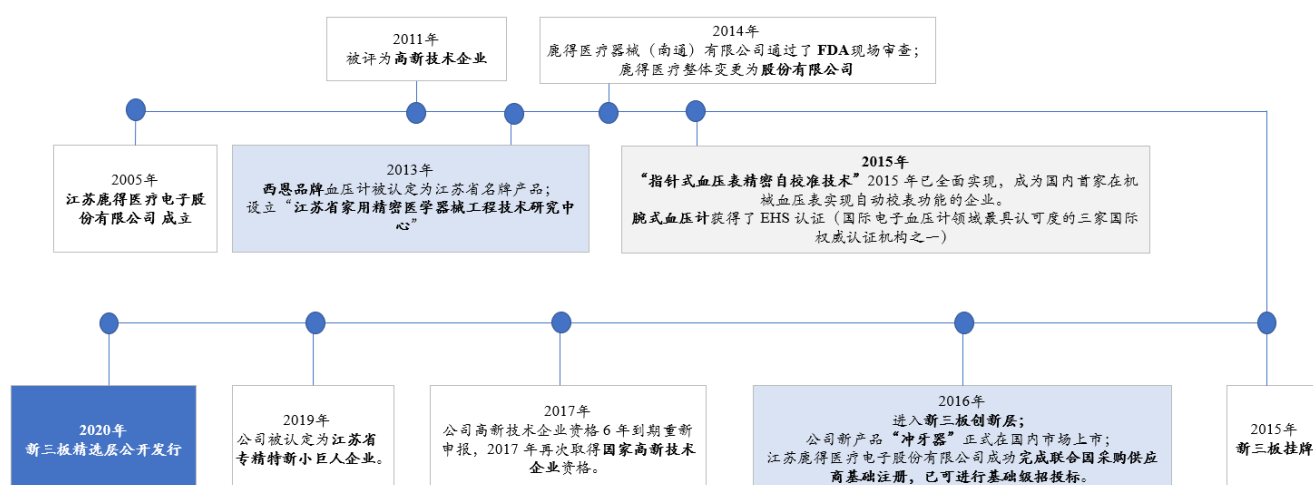
图表 1 公司发展历程.....	6
图表 2 公司股权结构.....	7
图表 3 2017-2019 及 2020H1 公司境内境外销售情况 .....	7
图表 4 公司部分产品介绍.....	8
图表 5 2017-2019 及 2020H1 公司营业收入构成.....	9
图表 6 鹿得大健康生态模式.....	9
图表 7 公司核心技术简介.....	10
图表 8 2017-2019 及 2020H1 公司及可比公司的毛利率水平 .....	11
图表 9 鹿得大数据零售项目措施及预计效果.....	11
图表 10 公司存量的境内境外合作客户（部分） .....	12
图表 11 公司 2020-2022 收入预测（单位：百万元） .....	13
图表 12 公司 2020-2022 费用预测（单位：百万元） .....	14
图表 13 可比公司盈利预测与估值（EFS 为 WIND 一致预期中值） .....	14

# 1 鹿得医疗：厚积薄发、稳步革新，家用医疗器械领域的优质标的

## 1.1 基本情况：从 ODM 代工到自主品牌，公司深耕家用医疗器械领域十余年

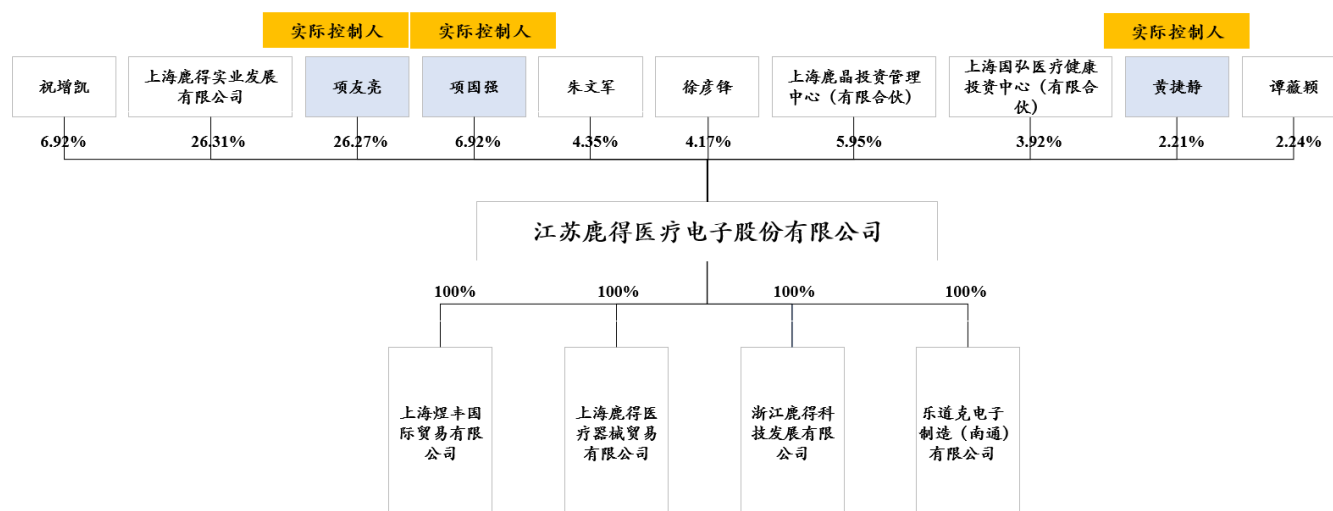
鹿得医疗 (832278.OC) 专业从事家用医疗器械的研发、生产和销售。公司成立于 2005 年，2015 年挂牌新三板，2020 年 7 月作为首批 32 家企业登陆精选层公开发行。公司以 ODM 起家，已与 Little Doctor、Malacca、Medisana、Dittmann、GF、Cardinal health、Innoliving、Spengler 等国际品牌运营商建立长期稳定的合作关系，产品出口欧洲、亚洲、美洲等全球多个国家及地区，在国际市场上具备良好的声誉和竞争实力。根据中国海关出口数据，2018 年公司机械血压表、听诊器出口销售额在境内企业中排名第 1，电子血压计、雾化器出口销售额在境内企业中分别排名第 13、第 8。

图表 1 公司发展历程



资料来源：公开发行说明书、公司公告，华安证券研究所

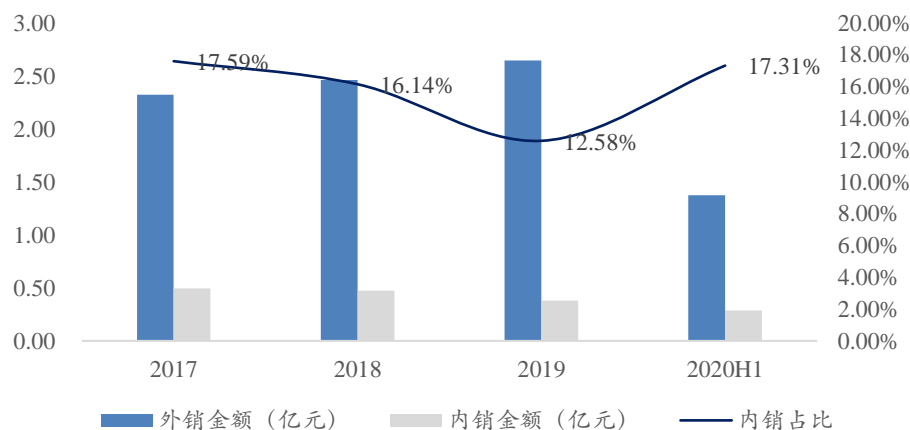
图表 2 公司股权结构



资料来源：WIND，华安证券研究所

从“ODM代工商”向“知名自主品牌”跨越，公司境内销售占比逐年提高。2017-2019 及 2020H1，公司境外销售占比分别为 82.41%/83.86%/87.42%/82.69%，境内销售占比分别为 17.59%/16.14%/12.58%/17.31%。2019 年，重要客户阅丰电子因自身经营原因取消订单，导致当年境内销售占比下降较多。

图表 3 2017-2019 及 2020H1 公司境内境外销售情况



资料来源：公开发行说明书、半年报，华安证券研究所

以自有品牌“SCIAN 西恩”为支点发力国内市场，公司产品品类完善、重点突出。依托十余年代工高标准的技术及制造积淀，公司通过持续的产品创新与迭代，已形成包括血压测量、呼吸治疗、慢病管理、体温检测、口腔护理等多个系列的数十种家庭医疗健康产品。



图表 4 公司部分产品介绍

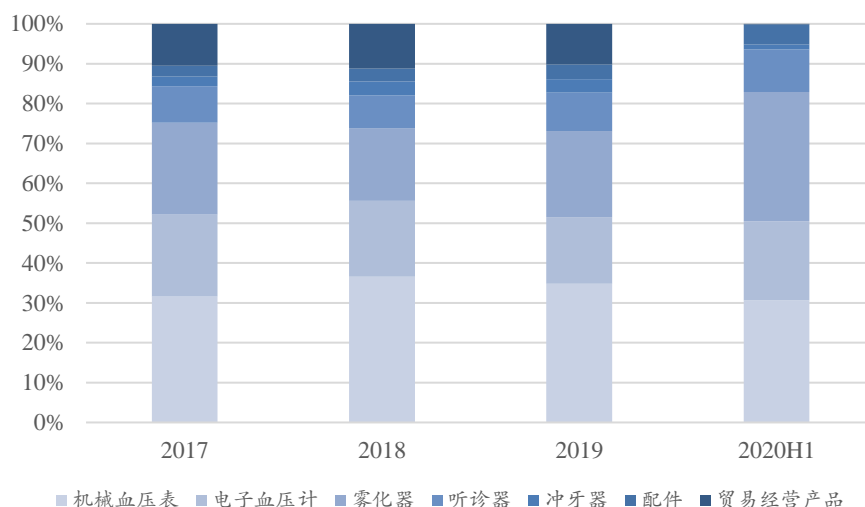
产品系列	代表型号	产品图片	产品特点
血压测量	LD-583		GPRS 数据传输、微信互联；智能加压；智能感应式启动；云端数据存储
	LD-563		智能加压；无线数据传输；一键式操作；微信小程序
呼吸治疗	NB-812B		小巧便捷；超静音运行；雾化颗粒细腻；低电量提示；一键式操作
	NB-237C		24 小时持续运行；三款雾化片，雾化颗粒可调；降噪工艺。低噪运行；配备可固定模块；一键式操作
慢病管理	智能雾化室		完善单病种管理；减少疾病反复性发作；提供规范化诊断和治疗平台；增加患者治疗依从性
体温检测	AET-R1B6		快速测量、发烧预警、大屏显示
口腔护理	LD-A8		五级变速，水压大小可调；低噪音、低振动、有效清洁牙齿矫正器周边

资料来源：公司产品说明书，华安证券研究所

主动研判市场需求方向，公司积极介入电子血压计、雾化器等细分产品，相关产品的销售占比上升趋势明显。剔除疫情影响下 2020H1 偶发的防护类产品收入，2017-2019 及 2020H1，公司传统的机械血压计产品占比分别为 31.59%/36.60%/34.82%/30.62%，电子血压计、雾化器合计占比分别为 43.61%/37.25%/38.29%/52.31%。



图表 5 2017-2019 及 2020H1 公司营业收入构成



资料来源：公开发行说明书、半年报，华安证券研究所

医疗信息化趋势下，未来的医疗器械企业不因只是设备的生产商，行业内的龙头应当是那些与用户建立联系、积极提供价值的企业。2015 年起，公司战略布局智慧医疗产业，通过构建鹿得大健康生态平台获取用户多维体征数据，协同国内分级诊疗体系建设，赋能用户健康数据与医疗资源的互联互通，公司业务结构更加立体丰满。

图表 6 鹿得大健康生态模式



资料来源：公开发行说明书，华安证券研究所

## 1.2 研发能力：研发底蕴深厚、产品获得全球医疗认证资质“背书”

公司专注家用医疗器械领域的研发，已取得国家专利 74 项，其中发明专利 6 项。一系列核心技术在产品上的组合延伸，是驱动产品持续迭代创新的内在力量。2013 年公司建立“江苏省家用精密医学器械工程技术研究中心”，对研发的硬件支持更上一层；公司多个专利技术获国家认可，如公司研发的专利“人工智能辅助分析的电子听诊器”获得第二十一届中国外观设计优秀奖，“一种膜盒式压力传感器自动化生产的血压计”被纳入国家火炬计划项目，“机械血压表”被认定为省级专精特新产品。

图表 7 公司核心技术简介

名称	应用产品	技术简介
血压表自校准技术	机械血压表	采用计算机控制的机器视觉获取仪表指针偏转角度的校准数据，对校准数据作进一步的气压补偿和温度补偿，将获取的高精度测量数据传输到自动打印设备，由设备将数据在空白仪表盘中完成显性打印
膜盒式压力传感器自动化生产技术	机械血压表	膜盒是机械血压表的核心部件，膜盒式压力传感器自动化生产技术主要 a、弹性材料的尺寸选型；b、弹性膜片深拉伸成型工艺；c、传感器的自动化焊接工艺等三方面完成创新
血压表防震技术	机械血压表	公司发明了双层阻尼抗震结构，使产品受到的外部冲击力，通过机构和阻尼层进行分化和消解，从而保护产品内部核心精密零件，保障产品精度不受变化。此项核心技术达到了欧美 1 米防震水准
听诊器悬浮变频膜片技术	听诊器	公司所设计的悬浮变频膜片是将膜片用特殊工艺固定于软性基座上，设计了膜片通过软性基材悬浮安装于听头的新技术结构。该技术实现了低、高频音的瞬间无缝切换，极大程度上提高了听诊的保真有效性，使医生的听诊更快捷和易于有效判断。
血压测量算法	电子血压计	采用示波法作为血压计算法的理论依据，运用了 PDCA 循环控制技术和多重抗干扰技术保证数据的稳定性；同时通过大量的临床数据采集形成多个血压数学模型对测量数据进行优化从而满足低、中、高各类人群的血压准确性，保证了最终测量结果满足 ESH 等认证要求。
零点和满度自动校准技术	电子血压计	采用一种巧妙的结构连接内置高压安全阀，通过软件智能控制达到无需回厂即可完成精准的 压力校准
雾化颗粒、雾化量可调技术	雾化器	根据文丘里原理进行雾化杯设计，雾化杯中设计雾化颗粒过滤装置，可依据不同的需求选择不同的过滤高度，筛选出不同的雾化颗粒，可以使雾化颗粒沉积到不同的病灶部位，达到理想的治疗效果。
压缩式雾化器降噪技术	压缩式雾化器	雾化机芯模块化设计结构，进气口和出气口增加了特定的消音结构，降低雾化噪音

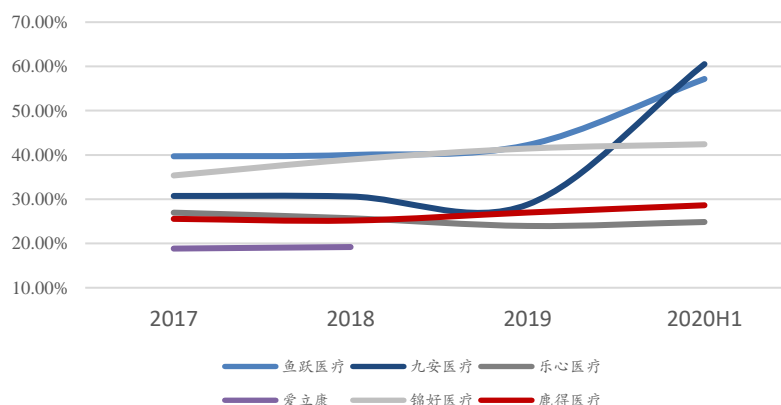
资料来源：公开发行说明书、半年报，华安证券研究所

产品通过国际严苛的资质认证，为与同类竞品的竞争提供有力支撑。公司机械血压表、电子血压计、雾化器、冲牙器等核心产品均通过欧盟 CE 认证；机械血压表、电子血压计等产品通过美国 FDA 认证；电子血压计测量准确性通过欧洲高血压协会 (ESH) 与英国和爱尔兰高血压协会 (BIHS) 认证（欧洲高血压协会 (ESH)、英国和爱尔兰高血压协会 (BIHS)、美国医疗仪器促进协会 (AAMI) 是电子血压计领域最具认可度的三家国际权威认证机构)。产品的安全性与精密度得到国际高标准认可。

### 1.3 财务分析：毛利稳定仍有向上空间，成本管控有效提供安全边际

公司核心产品毛利稳定，性价比较同类竞品更优。机械血压表、电子血压计、雾化器和听诊器是公司毛利的主要来源，逐年看毛利率稳定、波动较小。2017-2019 及 2020H1 公司整体毛利率水平分别为 25.56%/25.18%/26.99%/28.63%，与可比公司相比，因当前品牌提供的溢价能力较弱，毛利率略低于鱼跃、九安、锦好等可比公司的平均水平。

图表 8 2017-2019 及 2020H1 公司及可比公司的毛利率水平



资料来源: 公开发行说明书、半年报, 华安证券研究所

**主营聚焦叠加地缘优势, 公司在采购端具有较好的议价能力。**公司产品在原材料上具有很强的共同性, 以金属材料、塑料粒子为主的原材料约占主营成本的 80%。与竞争对手相比, 公司通过大规模采购有效降低了原材料的单位成本; 同时, 公司地处的长三角地区, 电子、注塑、模具、精密制造等产业集群配套完善, 有助公司零配件采购成本的降低。

#### 1.4 募投项目: 扩产重点品类、补齐渠道短板、强化平台建设

公司本次精选层公开发行募集资金 1.39 亿元, 募投项目分别为医疗器械产品及配件智能升级技改项目 (总投预计 0.63 亿元)、研发中心建设项目 (总投预计 0.33 亿元) 和鹿得大数据新零售项目 (总投预计 0.31 亿元)。我们认为募投项目是企业突破当前发展瓶颈, 以品牌和渠道为主线发力国内市场的关键动作。后疫情时期, 雾化器、电子血压计等单品有望成为公司在国内市场弯道超车的突破口, 随着全渠道新零售模式的铺设及新产能的不断市场, 公司业绩有望迎来高增长。

**医疗器械产品及配件智能升级技改项目**增加电子血压计产能 75 万台、雾化器产能 80 万台, 升级内部配套的机械血压表配件产能 350 万套 (替换原有产能)。建设期 18 个月, 预计 2021 年底正式投产。投产后第一年达产 30%, 第二年达产 80%, 第三年完全达产。完全达产后, 预计实现营收 16,486.77 万元 (未考虑内部合并抵消), 年净利润 1,625.30 万元。

**鹿得大数据新零售项目**内容包括新零售系统升级、大健康生态系统升级、品牌建设、以及国际市场拓展四个方面, 是对原有渠道和服务体系的强化及延伸。

图表 9 鹿得大数据新零售项目措施及预计效果

项目板块	主要措施及预计效果
新零售系统	通过新媒体渠道推广和线上店铺升级为电商销售平台引流 建设 15 个线下售后服务中心, 实现销售售后闭环
大健康生态	升级现有基础软件, 拓展大健康基础诊疗服务体系, 为“大健康生态”业务体系积累数据及用户基础
品牌营销规划	企业 VI、MI 升级规划、门店、会议、视频、线上广告多渠道推广, 推动自有品牌销量增长
国际市场拓展	为境外客户的产品注册提供支持、建立国外办事处, 提高国际竞争力

资料来源: 公开发行说明书, 华安证券研究所

图表 10 公司存量的境内境外合作客户（部分）



境外合作客户

境内OTC渠道

资料来源：公开发行说明书，华安证券研究所

## 2 盈利预测与投资建议

### 2.1 盈利预测

**机械血压表：**公司机械血压表多通过 ODM 模式对外出口，合作客户稳定。2020H1 受疫情影响机械血压表营收同比-24.98%，考虑到当前全球疫情仍在持续，预计全年机械血压表营收同比-26.34%。2020 年境外机械血压表存量的更新需求有望在 2021 年得到释放，预计 2021 年公司机械血压表营收同比+25.87%，2022 年营收维持稳定，同比+0.14%。“以销定产”模式下，毛利率也相对稳定，预计 2020-2022 年毛利率水平分别为 26.52%/26.16%/26.62%。

**电子血压计：**电子血压计是公司重点发力的核心产品，2020H1 受疫情影响，营收同比下降 5.83%。2014-2019 年，我国电子血压计市场规模年均复合增长率为 28.7%，与欧美国家 50-60% 的渗透率相比，我国电子血压计渗透率约 5%，仍存在较大差距。随着公司对自有品牌推广力度的加大及线上线下营销渠道的深入，我们预计 2020-2022 年电子血压计营收同比+10.00%/15.50%/26.00%；品牌效应下，毛利率亦向可比公司靠近，预计 2020-2022 年毛利率水平分别为 33.08%/37.13%/39.92%。

**雾化器：**雾化器也是公司重点发力的核心产品，受益疫情防疫需求，2020H1 公司雾化器营收同比大幅上升，+28.14%。国家卫健委先后印发的七版《新型冠状病毒感染的肺炎诊疗方案》中均将“α-干扰素雾化吸入”列为推荐的抗病毒治疗的方式之一，市场对雾化器的认知得到大幅提升。在欧美等国，家用雾化器属于家庭常用设备，我国仍有长足的增长空间。公司较早介入雾化器领域，研发技术积淀深厚，我们预计 2020-2022 年雾化器营收同比+30%/10%/10%；公司雾化器产品售价与可比公司生产的竞品接近，预计雾化器产品的毛利率仍将保持在较高水平并小幅上升，预计 2020-2022 年毛利率水平分别为 30.88%/34.16%/37.59%。

**听诊器：**听诊器的市场空间和增长速度相对较低，依托公司多年大厂 ODM 经验，下游客户需求稳定，2020H1 听诊器营收同比-0.91%，预计 2020-2022 年公司听诊器营收增速与前期大致相同，营收同比+6.70%/20.57%/8.91%，预计毛利率水平稳定且与前期保持一致，2020-2022 年毛利率水平分别为 25.34%/25.47%/26.30%。

**冲牙器：**随着国民口腔健康意识的不断提升，我国冲牙器市场规模快速扩大，2017-2019 年公司冲牙器产品年均营收增速达 24.37%，当前本土品牌在中国冲牙器市场的竞争优势尚未完全显现，基于公司产品的性价比优势及新媒体推广效应，预计 2020-2022

年冲牙器营收同比+10%/15.50%/15.50%，预计 2020-2022 年毛利率水平分别为 35.96%/39.43%/43.23%。

**配件、贸易经营产品及其他：**配件、贸易经营产品及其他类产品种类繁多、单类产品交易额较小，包括医疗器械产品零配件、诊断手电、医用测量工具、听诊器、止血带、叩诊锤等。2020H1 受疫情影响，防护类贸易经营产品销量大幅上升，同比+197.93%。预计 2020 年全年贸易类经营产品同比+200%，2021/2022 年恢复正常增长水平。预计配件及其他类产品 2020-2022 年的营收同比增速与 2017-2019 年增速保持一致。

图表 11 公司 2020-2022 收入预测（单位：百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
机械血压表	89.04	107.35	105.39	77.63	97.72	97.85
YoY		20.56%	-1.83%	-26.34%	25.87%	0.14%
毛利率	27.65%	24.75%	27.18%	26.52%	26.16%	26.62%
电子血压计	58.02	55.82	50.59	55.65	64.27	80.99
YoY		-3.80%	-9.36%	10.00%	15.50%	26.00%
毛利率	22.80%	26.30%	27.64%	33.08%	37.13%	39.92%
雾化器	64.93	53.44	65.33	84.92	93.42	102.76
YoY		-17.69%	22.23%	30.00%	10.00%	10.00%
毛利率	26.34%	27.39%	26.71%	30.88%	34.16%	37.59%
听诊器	25.77	23.94	29.09	31.04	37.43	40.76
YoY		-7.11%	21.53%	6.70%	20.57%	8.91%
毛利率	24.91%	23.16%	28.14%	25.34%	25.47%	26.30%
冲牙器	6.71	10.40	10.39	11.43	13.20	15.24
YoY		54.94%	-0.16%	10.00%	15.50%	15.50%
毛利率	35.57%	28.39%	33.85%	35.96%	39.43%	43.23%
配件	7.70	9.37	10.98	13.10	15.49	18.40
YoY		21.63%	17.11%	19.35%	18.23%	18.79%
毛利率	34.90%	23.40%	28.77%	29.02%	27.06%	28.29%
贸易经营产品	29.70	32.97	30.93	61.86	31.20	31.20
YoY		11.01%	-6.19%	100.00%	-49.56%	0.00%
毛利率	20.00%	21.37%	22.37%	21.25%	21.66%	21.76%
其他	0.38	0.60	1.30	2.40	4.79	9.19
YoY		57.21%	116.28%	84.40%	99.70%	91.90%
毛利率	-8.37%	7.79%	11.56%	3.66%	7.67%	7.63%
<b>合计收入</b>	<b>282.27</b>	<b>293.89</b>	<b>303.99</b>	<b>338.03</b>	<b>357.51</b>	<b>396.39</b>
<b>综合毛利率</b>	<b>25.51%</b>	<b>25.15%</b>	<b>26.92%</b>	<b>27.32%</b>	<b>29.01%</b>	<b>30.18%</b>

资料来源：Wind、公开发行说明书，华安证券研究所

结合募投项目的投资安排，公司销售费用、研发费用及管理费用较前期将有一定幅度提升。研发中心建成后将带动公司研发支出进一步增加，项目投资概算显示预计新增 1000 万研发费用；此外，鹿得大数据新零售项目中的新零售系统建设、品牌营销及国际市场拓展预计将形成较大比例的销售费用支出，依据费用支出安排，2020-2022 年每年的销售费用支出约在 6.4%左右。



图表 12 公司 2020-2022 费用预测 (单位: 百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用	16.45	16.98	16.40	21.83	23.01	25.34
As % of rev	5.83%	5.78%	5.40%	6.46%	6.44%	6.39%
管理费用	26.97	15.91	18.42	23.68	25.18	27.96
As % of rev	9.56%	5.41%	6.06%	7.01%	7.04%	7.05%
研发费用	9.63	11.46	12.06	13.41	19.18	20.73
As % of rev	3.41%	3.90%	3.97%	3.97%	5.37%	5.23%
财务费用	4.30	-1.74	-0.36	0.13	0.15	0.18
As % of rev	1.52%	-0.59%	-0.12%	0.04%	0.04%	0.05%
归母净利润	18.16	20.29	32.54	28.91	31.63	42.42
归母净利润率	6.43%	6.90%	10.71%	8.55%	8.85%	10.70%

资料来源: Wind、公开发行说明书, 华安证券研究所

## 2.2 投资建议

预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.26/0.29/0.39 元, 对应 PE 分别为 33.11/30.25/22.56。首次覆盖, 给予“增持”评级。

图表 13 可比公司盈利预测与估值 (EFS 为 Wind 一致预期中值)

证券代码	公司简称	收盘价	EFS			PE		
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
002223	鱼跃医疗	37.26	0.75	1.38	1.36	49.63	27.02	27.47
002432	九安医疗	12.31	0.15	--	--	80.18	--	--
300562	乐心医疗	21.79	0.16	0.58	0.83	133.50	37.61	26.10
872925	锦好医疗	21.88	0.72	--	--	31.42	--	--

资料来源: Wind, 华安证券研究所

注: 可比公司来自公开发行说明书, 因爱立康已退市未列在上表中; 收盘价为 2020-08-28 收盘价。

## 风险提示:

### 1. 境外客户销售占比较高的风险

公司对境外客户的销售收入占比 80%以上, 中美贸易摩擦、反倾销、境外市场准入门槛提高等外部因素可能导致公司海外销售收入减少, 并给公司经营带来不利影响。

### 2. 存货减值风险

公司 ODM 模式下主要根据客户订单及要求确定原材料采购计划和生产计划, 以“以销定产”为主, 公司自有品牌的产销模式采取“市场预判+主动备货”策略。未来随着生产规模的扩大, 公司存货规模可能持续增加, 若部分订单无法执行, 可能带来存货减值风险。

### 3. 技术进步的风险

一方面, 新产品研发周期较长, 频次较高, 如公司新技术和新产品研发失败, 或对市场的需求、发展趋势的把握出现偏差, 给公司的发展带来一定的风险。另一方面, 随着电子信息技术的不断升级发展, 电子血压计的产品功能不断丰富、质量水平和测量

效果不断提升，电子血压计的应用将会更加广泛。未来，不排除机械血压表部分市场份额被电子血压计替代，从而导致公司机械血压表销售收入下降的风险。

#### 4. 募投项目实施风险

募集资金投资项目在实施过程中可能受到市场环境变化、产业政策变化、技术发展趋势变化以及工程管理及施工进度等因素的影响，致使项目可能无法按计划顺利实施或达不到预期效果。如果募集资金投资项目不能顺利实施，或实施后由于市场开拓不力导致投资收益无法达到预期，公司可能面临投资失败的风险。



## 财务报表与盈利预测

损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	294	304	338	358	396
%增长率	4.1%	3.4%	11.2%	5.8%	10.9%
营业成本	220	222	244	250	269
%销售收入	74.9%	73.1%	72.1%	70.0%	68.0%
毛利	74	82	94	107	127
%销售收入	25.1%	26.9%	27.9%	30.0%	32.0%
税金及附加	2	2	2	2	3
%销售收入	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	17	16	22	23	25
%销售收入	5.8%	5.4%	6.5%	6.4%	6.4%
管理费用	16	18	24	25	28
%销售收入	5.4%	6.1%	7.0%	7.0%	7.1%
研发费用	11	12	13	19	21
%销售收入	3.9%	4.0%	4.0%	5.4%	5.2%
财务费用	-2	0	0	0	0
%销售收入	-0.6%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	27	33	33	38	50
%销售收入	9.3%	10.9%	9.8%	10.5%	12.7%
其他收益	1	2	0	0	0
投资收益	0	2	1	1	2
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
信用减值损失	0	0	0	0	0
资产减值损失	-6	1	0	2	2
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	24	37	34	37	50
%增长率	16.1%	52.6%	-8.6%	9.4%	34.1%
营业外收支	0	0	0	0	0
利润总额	24	37	34	37	50
%增长率	15.8%	53.2%	-8.5%	9.4%	34.1%
所得税	4	5	5	6	7
所得税率	16.4%	12.5%	15.0%	15.0%	15.0%
合并报表的净利润	20	33	29	32	42
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	20	33	29	32	42
净利率	6.9%	10.7%	8.6%	8.8%	10.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	20	33	29	32	42
少数股东损益	0	0	0	0	0
非现金支出	12	7	10	13	23
非经营收益	-1	-2	-1	-1	-2
营运资金变动	-25	13	-12	-4	-3
经营活动现金净流	6	50	25	39	61
资本开支	-19	-8	-40	-60	0
投资	-7	-23	0	0	0
其他	0	2	1	1	2
投资活动现金净流	-26	-28	-39	-58	2
股权融资	0	0	18	0	0
债权融资	0	0	0	0	0
其他	-14	-28	132	0	0
筹资活动现金净流	-14	-28	150	0	0
现金净流量	-34	-6	136	-20	63
期初现金	79	45	39	175	155
期末现金	45	39	175	155	218

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	45	39	175	155	218
应收票据	1	0	1	1	1
应收账款	55	41	59	59	63
其他应收款	3	2	2	2	2
存货	62	61	67	69	75
其他流动资产	23	49	50	50	50
流动资产	190	192	354	336	408
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	40	56	49	127	108
在建工程	17	2	38	0	0
无形资产	6	6	8	16	11
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	6	6	6	5	5
非流动资产	69	70	101	148	125
资产总计	259	262	455	484	533
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	48	45	58	55	59
其他应付款	2	1	2	2	2
其他流动负债	13	16	16	17	19
流动负债	63	61	76	73	80
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
长期应付款	0	0	0	0	0
其他长期负债	2	2	2	2	2
长期负债	2	2	2	2	2
股本	93	93	110	110	110
资本公积	74	74	206	206	206
其他综合收益	0	0	0	0	0
归母所有者权益	194	199	377	409	451
少数股东权益	0	0	0	0	0
所有者权益合计	194	199	377	409	451
负债股东权益合计	259	262	455	484	533

比率分析

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
净资产收益率	10.5%	16.4%	7.7%	7.7%	9.4%
总资产收益率	7.8%	12.4%	6.4%	6.5%	8.0%
投入资本收益率	11.7%	14.6%	7.5%	7.8%	9.5%
成长能力					
营业总收入增长率	4.1%	3.4%	11.2%	5.8%	10.9%
EBIT增长率	3.8%	21.4%	0.4%	13.9%	33.8%
归母净利润增长率	11.7%	60.4%	-11.2%	9.4%	34.1%
总资产增长率	-4.3%	1.3%	73.6%	6.4%	10.1%
资产管理能力					
应收账款周转天数	69	49	64	60	58
存货周转天数	102	101	101	101	101
应付账款周转天数	80	74	86	80	80
总资产周转天数	322	315	491	494	491
偿债能力					
资产负债率	25.2%	24.3%	17.1%	15.6%	15.3%
流动比率	3.0	3.1	4.7	4.6	5.1
速动比率	2.0	2.1	3.7	3.6	4.2
EBIT利息保障倍数	—	—	—	—	—

资料来源: Wind、公开发行说明书, 华安证券研究所

## 分析师简介

王雨晴：新三板分析师，上海社会科学院国民经济学硕士，近四年投资银行工作经验，CPA、FRM。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或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。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。