

稳健增长的智能化药品管理龙头

投资要点

- 智能化药品管理设备行业需求扩容，公司业绩稳健增长。**下游医疗服务机构、医药流通企业、零售药店的需求持续增长，同时随着医改推进和人力成本上升，控费降本增效的诉求带动智能化药品管理设备行业扩容。公司为国内智能化药品管理龙头，自成立以来，始终聚焦主业，2016~2019年公司业绩稳健增长，营业收入复合增长率为13.5%，归母净利润复合增长率为73%；2020年前三季度收入增速5.7%，受疫情影响相比以往有所放缓，归母净利润增速49%，随着规模化和费用减少盈利能力进一步提升。预计2021~2022年公司收入和净利润复合增速超过20%，继续保持稳健增长的态势。
- 三大客户类型对药品智能化管理的需求增加。其中1)医疗机构**随着医院数量总体增加、人口老龄化、国民健康意识的加强等因素需求持续增长，同时医改控费背景下，医疗机构致力于寻求智能化药品管理设备来提升药品调配效率、降低人工成本、提升服务质量；**2)流通企业：**慢病管理的需求促使医药流通企业对药库进行药品管理自动化改造实现对医疗机构的处方信息的对接；**3)零售药店：**药店需求大，但行业自动化管理水平较低，互联网医疗+远程医疗+慢病管理以及同城物流等多因素促进零售药店智能化管理的升级改造。
- 海外药品管理智能化率较高，国内提升空间较大。**伴随医疗信息化水平提升和自动化技术发展，发达国家智能化药品管理设备制造行业也得以迅速发展。2013年发达国家药房自动化系统平均普及率大约为30%左右，部分国家更高，2014年美国97%的医院都配备了自动发药设备。和发达国家相比，我国药品自动化管理的市场渗透率仍然较低，根据Frost&Sullivan统计数据，截至2018年末，我国门诊药房自动化设备的渗透率整体约为20%。随着我国在2010年以后加大药品管理智能化的投入，国内智能化药品管理设备制造行业将快速发展阶段。
- 竞争格局明朗，公司三大业务有望受益于行业趋势。**根据Frost&Sullivan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30.2%，为行业龙头，苏州艾隆市占率28.5%，为行业第二，其余公司市占率较低，行业竞争格局基本明朗。智慧药房项目为公司核心业务，2019年收入2.3亿元，同比增长15%，参考美国接近100%的渗透率，预计该业务潜在空间还有5倍。渗透率的提升将驱动公司业绩增长。智能化静配中心项目2019年收入1960万元，参考北京、上海、深圳未来的渗透率提升规划，预计未来3~5年拥有10倍空间。此外2017推出的新业务智能化药品耗材管理项目2019年收入887万，同比增长12.6%，未来有望成为新的增长点。
- 盈利预测：**预计2020~2022年归母净利润分别为1.2、1.5、1.8亿元，对应EPS分别为0.89、1.11、1.34元。
- 风险提示：**客户和供应商集中度过高风险；新冠疫情的影响超预期风险；订单或不及预期。

西南证券研究发展中心

分析师：杜向阳
执业证号：S1250520030002
电话：021-68416017
邮箱：duxy@swsc.com.cn

基础数据

总股本(亿股)	1.36
流通A股(亿股)	0.34
总资产(亿元)	5.61
每股净资产(元)	3.35

相关研究

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	300.24	326.71	403.30	486.21
增长率	17.07%	8.82%	23.44%	20.56%
归属母公司净利润(百万元)	91.90	120.93	150.93	182.28
增长率	23.13%	31.58%	24.81%	20.77%
每股收益EPS(元)	0.68	0.89	1.11	1.34
净资产收益率ROE	30.01%	9.68%	10.95%	11.89%

数据来源：Wind，西南证券

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 公司概览：三大业务驱动业绩稳健增长	1
2 智能化药品管理龙头，受益于下游降本增效需求.....	4
2.1 三大客户类型对药品智能化管理的需求增加	4
2.2 政策为药品智能化管理提供发展环境，国内渗透率还有较大的提升空间.....	6
2.3 公司为药品智能化管理设备龙头，三大项目业务稳健增长.....	7
3 持续研发投入奠定技术优势，募集资金进一步巩固壁垒	11
4 盈利预测	12
5 风险提示	13

图 目 录

图 1：公司股权结构图	1
图 2：公司 2016-2020Q3 营业收入及增速（亿元）	3
图 3：公司 2016-2020Q3 归母净利润及增速（亿元）	3
图 4：2019 年公司主营业务构成	3
图 5：2016-2019 年公司主营项目收入（万元）	3
图 6：公司近年来毛利率与净利率情况	4
图 7：公司近年费用率情况	4
图 8：智能化药品管理设备制造业的产业链	4
图 9：中国各级医院数量变化	5
图 10：2012~2019 年零售药店药品销售额	5
图 11：2012-2019 年连锁药店占比逐渐提升	5
图 12：国内外药房自动化管理渗透率情况	7
图 13：公司智慧药房项目图	8
图 14：2016- 2019 年智慧药房项目收入与增速（万元）	9
图 15：智慧药房项目销量和单价	9
图 16：公司智能化静配中心项目图	9
图 17：2016- 2019 年智能化静配中心收入（万元）情况	10
图 18：智能化静配中心项目销量和单价	10
图 19：公司智能化药品耗材管理项目	10

表 目 录

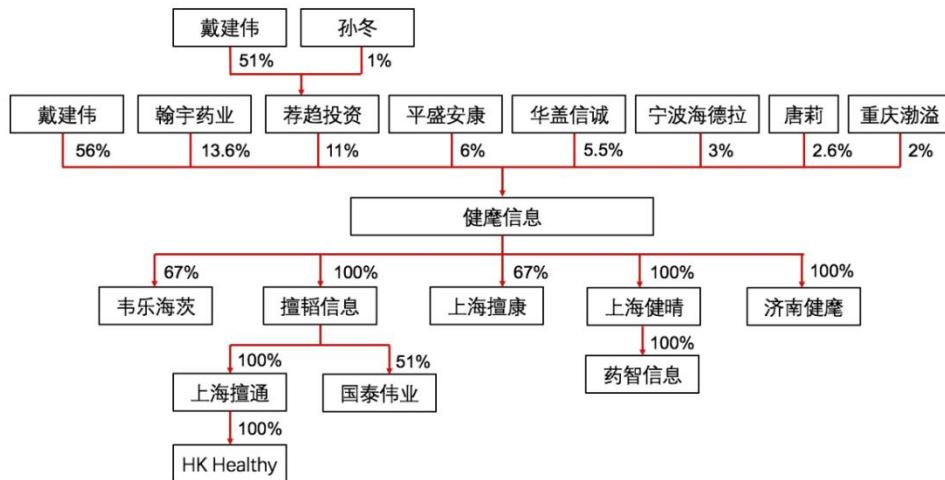
表 1：公司公开发行前后股权结构	1
表 2：公司现有产品	2
表 3：国内相关政策情况	6
表 4：2018 年我国门诊药房自动化领域市场格局	8
表 5：公司主要在研项目	11
表 6：募投项目情况（万元）	11
表 7：分业务收入及毛利率	12
附表：财务预测与估值	14

1 公司概览：三大业务驱动业绩稳健增长

健麾信息为医疗服务、医药流通行业提供药品智能化管理相关产品及服务，包括药品及耗材的存储、调配、配置、分拣、发放及其他日常工作，通过提供个性化定制的药品智能化管理项目的方式为用户进行方案设计、设备选型、生产安装、软件开发调试以及维护保养服务，业务主要涵盖智慧药房、智能化静配中心和智能化药品耗材管理三大领域，主要产品为自动发药机、全自动配液机器人、智能针剂库、智能分拣机、智能贴签机和各类智能化药品耗材管理柜。公司目前在研产品包括医院物流机器人、自动化药库、自动化中药饮片发药机、自动化医疗导航运输车和药学服务大数据平台。

本次发行前公司总股本 1.02 亿股，本次公开发行 3400 万股，占发行完成后总股本的 25%，全部为新发行股份。戴建伟和孙冬夫妇直接或间接持有公司 61.7% 的股份，系公司的控股股东及实际控制人，发行后持股比例约为 46%。

图 1：公司股权结构图



数据来源：招股说明书，西南证券整理

表 1：公司公开发行前后股权结构

股东名称	发行前		发行后	
	股数（万股）	持股比例	股数（万股）	持股比例
戴建伟	5711	56%	5711	42%
翰宇药业	1385	13.6%	1385	10%
荐趋投资	1123.5	11%	1123.5	8%
平盛安康	637.5	6%	637.5	4.7%
华盖信诚	563	5.5%	563	4%
宁波海德拉	314	3%	314	2.0%
唐莉	261	2.6%	261	1.9%
重庆渤海	204	2%	204	1.5%
社会公众股	-	-	3400	25%
合计	10200	100%	13600	100%

数据来源：招股说明书，西南证券整理

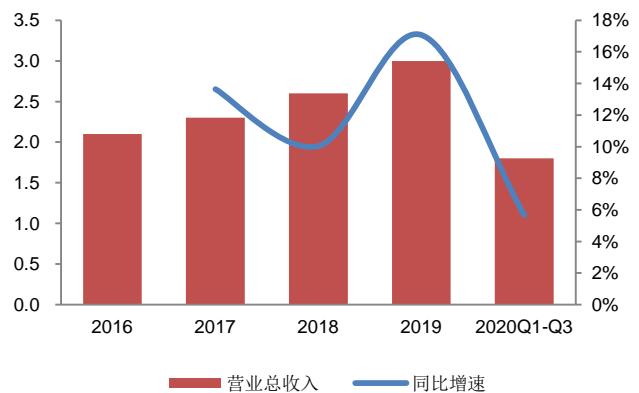
公司主要产品涵盖智慧药房项目、智能化静配中心项目和智能化药品耗材管理三大项目，主要应用于药品及耗材从药房药库库存储到发放的全流程管理，应用场景包括门急诊及住院药房、药库、静配中心、手术室、ICU 和零售药店等，公司根据应用场景的不同，为客户提供个性化的项目定制、实施和维护服务。智慧药房领域主要包括自动发药机（D 系列、H 系列），智能化静配中心项目领域主要包括全自动配液机器人（Cyto、Twins）、智能针剂库、智能分拣机、智能贴签机，以及智能化药品耗材管理项目领域主要包括耗材柜、病区柜、其他类药品耗材管理产品。

表 2：公司现有产品

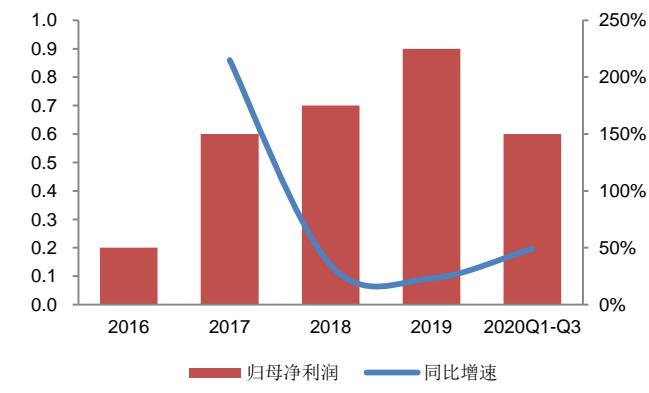
项目类型	产品系列	产品名称	核心技术	核心技术
智慧药房 项目	自动发药机 (D 系列)	D 型自动发药机	自由落药技术可实现全屏出药，发药速度达每小时 2500 盒；半自动补药技术可使补药速度达到每小时 2500 盒。	自由落药技术；半自动补药技术
		D-plus 型自动发药机	自由落药技术可实现全屏出药，发药速度达每小时 3000 盒；全自动补药速度可达到每小时 800 盒。	自由落药技术；全自动补药技术
		D-mini 型自动发药机	机械手发药可实现发药速度每小时 1200 盒；机械手补药可实现补药速度每小时 450 盒。	机械手发药技术；全自动补药技术
	H 型自动发药机 (H 系列)	H 型自动发药机	自由落药技术可实现全屏出药，发药速度达每小时 2500 盒；半自动补药技术可使补药速度达到每小时 3000 盒。	自由落药技术；半自动补药技术
智能化 静配中心项目	全自动配液 机器人	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（Twins）	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
	智能分拣机		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
	智能贴签机		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
智能化药品 耗材管理项目	耗材柜、病区柜、其他类药品耗材管理产品			

数据来源：招股说明书，西南证券整理

经营业绩稳健增长。2019 年公司营业收入达到 3 亿，归母净利润 0.9 亿。2016~2019 年公司营业收入复合增长率为 13.5%，归母净利润复合增长率为 73%。今年前三季度收入增速 5.7%，相比以往有所放缓，主要由于疫情期间，公司项目的终端用户医疗服务机构抗击疫情作为首要工作，延缓了药品管理自动化项目的实施；此外，由于各地对人员流动均进行一定的控制，而公司项目实施需要安装人员进行现场工作，因此项目实施工作出现一定程度的延迟。2017 年归母净利润增速达到 214%，原因在于公司收购擅韬信息 100% 股权。2020 年前三季度归母净利润增速 49%，快于收入的原因主要是各项费用的减少。

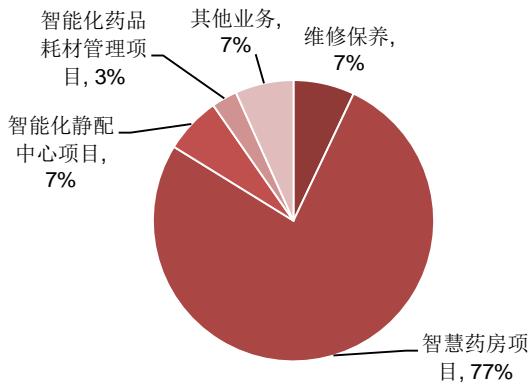
图 2：公司 2016-2020Q3 营业收入及增速（亿元）


数据来源：招股说明书，西南证券整理

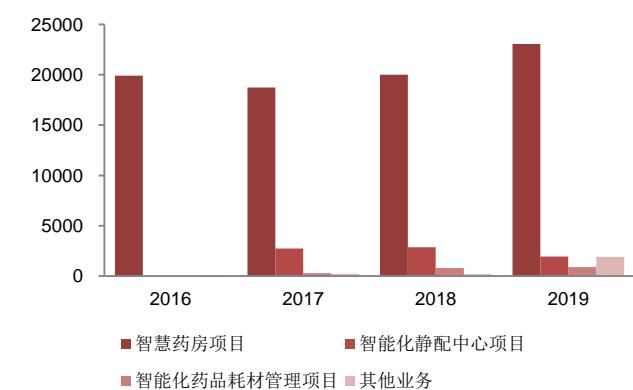
图 3：公司 2016-2020Q3 归母净利润及增速（亿元）


数据来源：招股说明书，西南证券整理

智慧药房为公司主要收入。2019 年公司智慧药房项目收入为 2.3 亿，占总营收 77%，同比增长 15%。第二大收入贡献者为智能化静配中心，营收为 1958 万，占比 7%，同比下降 32%，主要由于公司智能化静配中心项目正处于推广阶段，项目数量较少，单个项目收入规模对智能化静配中心项目整体业绩及平均单价水平影响较大。

图 4：2019 年公司主营业务构成


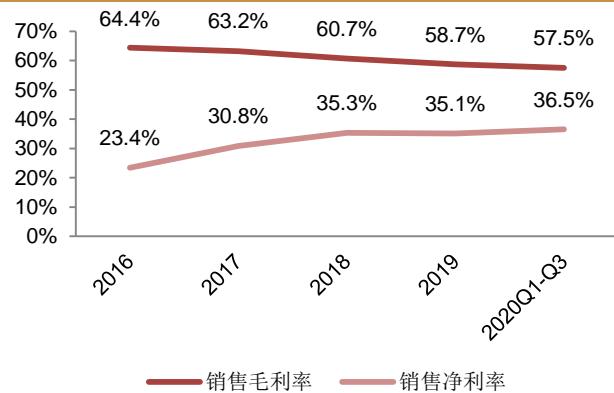
数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 5：2016-2019 年公司主营项目收入（万元）


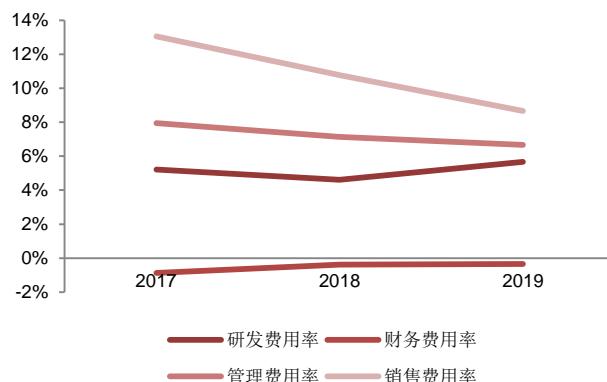
数据来源：招股说明书，西南证券整理

利润率有望维持较高水平。2016-2019 年间公司毛利率虽有小幅度下滑，但均维持在 58% 以上，净利润率 2016-2019 年间由 23.4% 提升至 35.1%，主要由于公司致力于智慧药房产品、智能化静配中心产品和智能化药品耗材管理产品的研发、生产和销售，在行业内具有明显的竞争优势，2019 年三大业务占公司主营业务收入的 87%，且毛利率较高，分别为 63%、56.6%、45.9%。目前，公司实施智能化药品管理项目数量超过 400 个，覆盖全国 26 个省及直辖市的医疗服务机构。公司净利润、综合毛利率及加权平均净资产收益率均保持在较高水平，公司利润转化为现金流的能力较强，经营活动产生的现金流量净额与净利润匹配程度较高。公司较强的盈利能力和平盈利质量为未来快速、持续发展提供源头活水。

销售费用率、管理费用率双降，研发费率企稳向好。2017-2019 年间公司销售费用率由 13% 下降至 8.7%，管理费用率下降至 6.7%，主要由于公司客户集中度较高，精简部分销售团队，相应的销售费用支出有所下降。2017-2019 年间，研发投入持续加码，主要投入于发药机药品发放程序开发与硬件匹配验证项目，智能耗材柜软件系统，其他系统的改进与研发，后续有望继续加大投入力度。

图 6：公司近年来毛利率与净利率情况


数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 7：公司近年费用率情况


数据来源：招股说明书，西南证券整理

2 智能化药品管理龙头，受益于下游降本增效需求

2.1 三大客户类型对药品智能化管理的需求增加

药品智能化管理能够为下游降本增效。智能化药品管理设备制造行业上游行业为机械零部件制造行业、电子元器件制造行业、电器制造行业及金属制品制造行业等；来自下游医疗机构、医药流通企业、药品零售行业等客户的多重需求推动市场空间进一步扩大。

图 8：智能化药品管理设备制造业的产业链


数据来源：招股说明书，西南证券整理

医疗服务需求将大幅抬升。随着医院数量总体增加、人口老龄化、床位扩充建设和国民健康意识的加强带动人均医疗支出提升等因素作用下，未来国内医疗需求仍将大幅抬升。根据卫健委统计，2018年全国拥有三级医院 2500 所，二级医院 9000 所，一级医院 10800 所，历年保持稳健增长，相应的床位数和医疗服务需求也在不断提升。在国家医改政策影响下，

各地医疗服务机构致力于改善运营效率、提高患者就医体验，传统的人工药品管理模式已经无法满足药房的药品调配效率要求，医疗机构转而寻求智能化药品管理设备来提升药品调配效率、降低人工成本、提升服务质量。

图 9：中国各级医院数量变化



数据来源：卫健委，Frost&Sullivan，西南证券整理

慢病管理政策促使医药流通企业产生药品自动化管理需求。随着人们健康意识的不断提升，慢病管理的需求不断增加，政府、医院以及医药流通企业均在该领域进行相关的探索，以寻求最佳的商业模式。医药流通过对药库进行药品管理自动化改造、与医疗服务机构进行慢病管理处方信息的对接，可以延伸传统药品流通配送服务，将药品以处方为单位进行包装配送。既可优化慢病管理的业务流程，又可提升患者的购药体验。医药流通企业药库的药品自动化管理需求为智能化药品管理设备制造企业提供了新的市场空间。

药品零售行业对药品自动化管理需求巨大。零售药店药品市场规模大，根据中商产业研究院数据库统计，截至 2017 年，我国零售药店数量约为 45.4 万家。根据米内网统计，2019 年全国零售药店终端药品销售额达 4196 亿元，但根据《中国药店》统计，2019 年我国药店的连锁化率为 55.7%，还有进一步的提升空间。行业规模的扩大以及连锁化率的提升将导致药店行业自动化管理水平提升，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，零售药店药品智能化管理需求巨大。

图 10：2012~2019 年零售药店药品销售额



数据来源：米内网，西南证券整理

图 11：2012~2019 年连锁药店占比逐渐提升



数据来源：《中国药店》，西南证券整理

2.2 政策为药品智能化管理提供发展环境，国内渗透率还有较大的提升空间

国内政策智能化药品管理提供有力的发展环境。自 2010 年 12 月 3 日卫生部发布《二级、三级综合医院药学部门基本标准（试行）》，要求三级综合医院药学部门逐步配备全自动分包装系统、自动化调配配方系统和药品管理信息系统，近几年国家卫健委、国务院办公厅、商务部等有关部门陆续出台了相关政策鼓励医疗机构、医药流通企业运用信息化手段提高药品调配和发放效率、优化药品供应链管理，为智能化药品管理行业的发展创造了有利的大环境。

表 3：国内相关政策情况

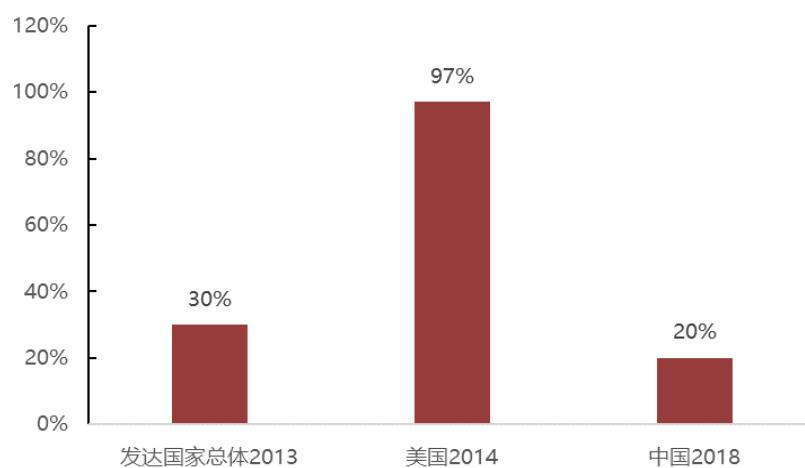
时间	政策名称	发布机构	主要内容
2018.11.21	关于加快药学服务高质量发展的意见	国家卫生健康委、国家中医药管理局	探索推进医院“智慧药房”。充分利用信息化手段，实现处方系统与药房配药系统无缝对接，缩短患者取药等候时间。
2017.2.9	关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见	国务院办公厅	积极发挥药师作用。落实药师权利和责任，充分发挥药师在合理用药方面的作用。
2016.12.26	《全国药品流通行业发展规划（2016-2020 年）》	商务部	支持药品流通企业加强供应链管理，完善药品供应链集成系统，向供应链上下游提供市场开发、价格谈判、在线支付、金融支持等增值服务及综合解决方案，加快向药品供应链服务商转型发展。利用云计算、大数据等现代信息技术，整合药品研发生产、流通使用、疾病谱变化及患者健康需求和消费习惯等数据信息，加强对大数据的管理、分析和应用，为药品研发机构、生产企业判断市场趋势、调整产品结构以及医疗服务机构改进用药选择、加强合理用药，提供有价值的数据支撑，提高整个药品供应链的运作效率。
2014.10.4	物流业发展中长期规划（2014-2020 年）	国务院	加强物流核心技术和装备研发，推动关键技术装备产业化，鼓励物流企业采用先进适用技术和装备。加快食品冷链、医药、烟草、机械、汽车、干散货、危险化学品等专业物流装备的研发，提升物流装备的专业化水平。
2013.12.30	《关于推进工业机器人产业发展指导意见》	工信部	推进工业机器人的应用和发展，对于改善劳动条件，提高产品质量和劳动生产率，带动相关学科发展和技术创新能力提升，促进产业结构调整、发展方式转变和工业转型升级具有重要的意义。
2013.1.7	关于推进物流信息化工作的指导意见	工信部	全面推进物流信息采集的标准化、电子化、自动化和智能化，确保信息及时、准确、完整。全面推进各主体加强物流信息资源的集成应用。鼓励采取多种方式实现物流信息的互通交换，贯通信息链条，提高物流的效率效益和服务水平。
2011.7.27	全国医疗卫生系统“三好一满意”活动 2011 年工作任务分解量化指标	卫生部	医院优化门急诊环境和流程，挂号、划价、收费、取药等服务窗口等候时间均不超过 10 分钟。

数据来源：政府官网，招股说明书，西南证券整理

海外药品管理智能化率较高，国内提升空间较大。伴随医疗信息化水平提升和自动化技术发展，发达国家智能化药品管理设备制造行业也得以迅速发展。根据《中国药房自动化系统细分市场研究及趋势分析》统计，截至 2013 年，发达国家药房自动化系统平均普及率大约为 30% 左右，但各个国家的表现有所不同，根据《ASHP national survey of pharmacy practice in hospital settings: Dispensing and administration-2014》统计，2014 年美国 97%

的医院都配备了自动发药设备。和发达国家相比，我国药品自动化管理的市场渗透率仍然较低，根据 Frost&Sullivan 统计数据，截至 2018 年末，我国门诊药房自动化设备的渗透率整体约为 20%，而静配中心智能化率更低，预计未来 3 到 5 年，部分地区静配中心智能化化率将大幅提升，例如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%。随着我国在 2010 年以后加大药品管理智能化的投入，国内智能化药品管理设备制造行业将快速发展阶段。

图 12：国内外药房自动化管理渗透率情况



数据来源：招股书，西南证券整理

2.3 公司为药品智能化管理设备龙头，三大项目业务稳健增长

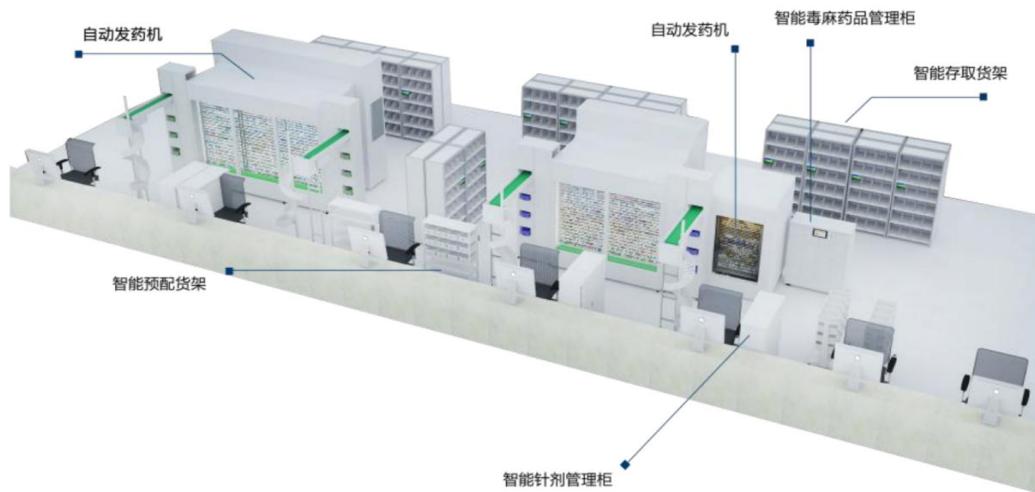
从竞争格局看，公司为国内智能化药品管理龙头，有望受益行业趋势。公司自成立以来，始终专注于药品的智能化管理，已为北京协和医院、上海交通大学医学院附属瑞金医院、中山大学附属第一医院、复旦大学附属华山医院、北京大学第一医院、北京大学人民医院、南方医科大学南方医院、上海交通大学医学院附属仁济医院、山东大学齐鲁医院、郑州大学第一附属医院等 400 余家医疗服务机构提供药品智能化管理项目的设计和实施。根据 Frost&Sullivan 统计，截至 2018 年末，公司在门诊药房自动化领域的市场占有率为 30.2%，为行业龙头，考虑到公司市场占有率和我国门诊药房自动化设备市场增速和渗透率，公司业务仍有较大发展空间。

表 4：2018 年我国门诊药房自动化领域市场格局

序号	公司名称	市场占有率
1	健麾信息	30.2%
2	苏州艾隆	28.5%
3	Swisslog	9.3%
4	Becton,DickinsonandCompany (BD)	8.3%
5	株式会社汤山制作所	5.6%
6	北京蝶和	4.6%
7	其他	7.4%
	合计	100.0%

数据来源：Frost&Sullivan，西南证券整理。注：上述市场占有率计算过程中，分母为自动发药机的总台数，即本次调研覆盖医院的门诊药房有自动发药机的总台数，分子为上述医院门诊药房中，各品牌自动发药机的台数。

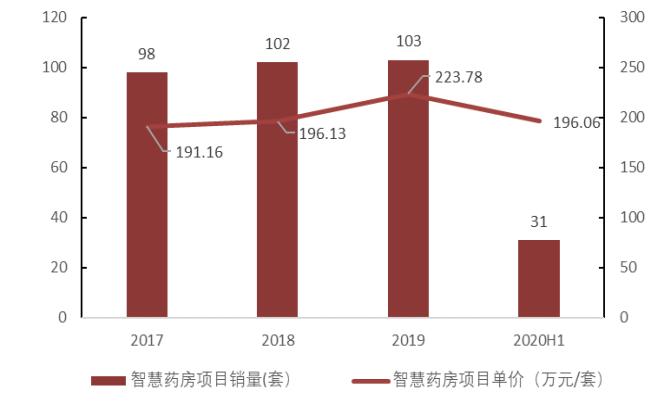
智慧药房项目是公司核心业务，未来还有 5 倍提升空间。智慧药房项目一个软硬件结合的智能化药品管理系统，在软件系统的管理和控制下，通过自动发药机、智能针剂管理柜、智能毒麻药品管理柜、智能预配货架、智能存取货架等设备，实现药房药品的自动化存储、调配、传送和发放。通过智能化药品管理系统对药房工作进行流程再造，提升药品调配效率、有效防范人为差错，实现药品库存效期智能管理，进而提升药事服务质量，改善药房工作条件，缩短患者取药等候时间，实现药房药品的智能化管理。2019 年公司智慧药房项目收入 2.3 亿元，同比增长 15%，销量基本维持在 100 套，均价为 200 万左右，根据 Frost&Sullivan 数据，2018 年国内药房自动化设备渗透率为 20%，参考美国接近 100% 的空间，预计未来国内药房自动化设备行业潜在空间还有 5 倍，渗透率的提升将驱动公司业绩增长。

图 13：公司智慧药房项目图


数据来源：招股说明书，西南证券整理

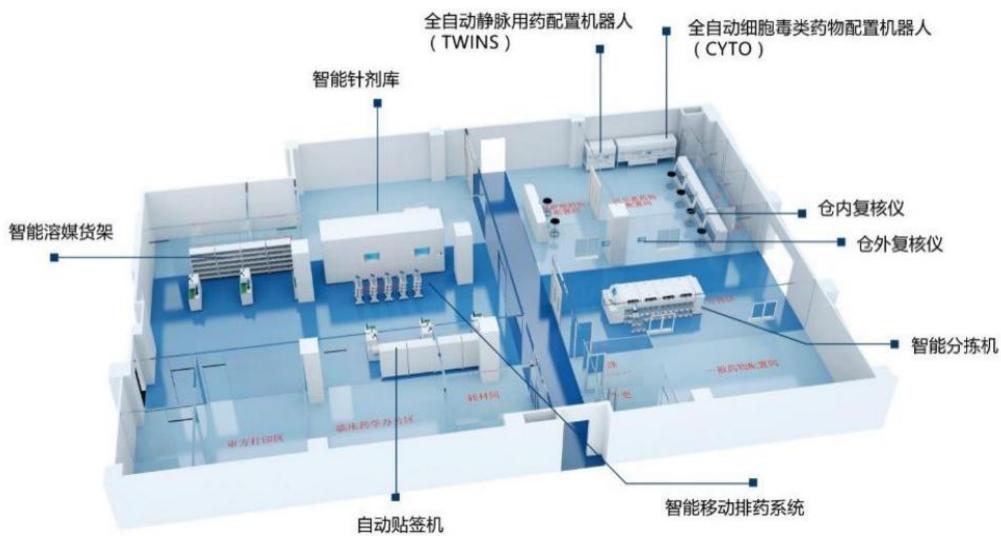
图 14：2016-2019 年智慧药房项目收入与增速（万元）


数据来源：招股说明书，西南证券整理

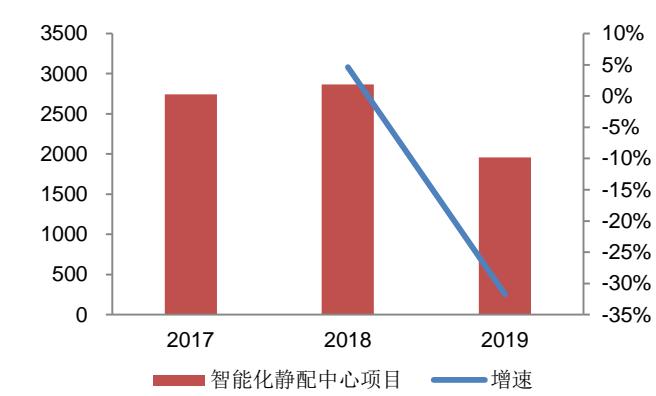
图 15：智慧药房项目销量和单价


数据来源：招股说明书，西南证券整理

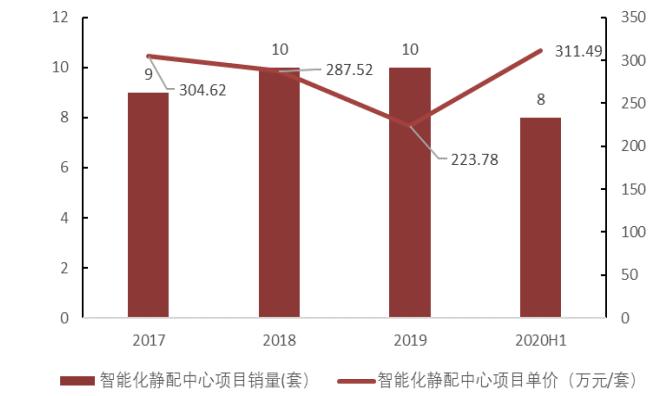
智能化静配中心项目预计未来 3-5 年拥有 10 倍空间。智能化静配中心项目是一个软硬件结合的智能化静脉用药配置及管理系统，在软件系统的控制和管理下，通过药物配置机器人、智能针剂库、自动贴标机、智能分拣机、智能移动排药系统、智能溶媒货架、仓内外复核仪等设备，在存储、摆药、配置、复核、分拣等各个环节实现静脉输液药物快速、准确的配置及发放，减少医务人员与有毒化学药品的直接接触，便于静脉输液药物的全流程管控和追溯。根据 Frost&Sullivan 数据，未来 3~5 年，北京静配中心自动化设备渗透率将从 4% 上升到 45%，深圳静配中心自动化设备渗透率将从 6% 上升到 57%，苏州静配中心自动化设备渗透率将从 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%，总体而言，各地渗透率有 10 倍以上的提升空间，预计公司静配中心智能化设备将迎来高速增长。

图 16：公司智能化静配中心项目图


数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 17：2016-2019 年智能化静配中心收入（万元）情况


数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 18：智能化静配中心项目销量和单价


数据来源：招股说明书，西南证券整理

智能化药品耗材管理项目收入持续增长。智能化药品耗材管理项目是一个软硬件结合的药品耗材（包括毒麻类药品、高值医用耗材等）管理系统，在软件系统的控制下，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。由于药品和耗材的理化特性差异较大，管理工作非常复杂针对不同的药品及耗材使用场景，智能化药品耗材管理项目应用稳定的控温、RFID、影像识别等技术，以满足不同场景下对于药品耗材管理的不同需求。公司 2017 年推出该业务，目前已经成为公司新的收入增长点，2017~2019 年智能化药品耗材管理项目收入分别为 283.7 万元、787.6 万元和 886.7 万元，项目收入持续增长。

图 19：公司智能化药品耗材管理项目


数据来源：招股说明书，西南证券整理

3 持续研发投入奠定技术优势，募集资金进一步巩固壁垒

持续研发投入奠定技术优势。丰富产品线。2019年公司研发投入1776万元，占营业收入5.9%，近来维持5%左右水平，公司技术储备较强，产品线丰富，能够在较短周期内开发出适应市场新兴需求的产品，快速锁定已有客户。公司自主研发的技术路线将机械手发药和定位落药技术相结合，更适合中国医院实际需求。

表5：公司主要在研项目

序号	项目名称	进展情况	项目特点
1	医院物流机器人	开发设计阶段	通过现有的仓储物流技术以及物流管理系统形成一个完整的药品物流管理流程，使药品验收、运输、储存等环节实现自动化。
2	医院药库机器人		可实现药库中药品自动存取，自动盘点，通过信息化技术手段和智能设备使药品、耗材、诊断试剂等医疗相关产品在供应、分拣、配送等环节实现自动化。
3	中药饮片自动发药机		可实现中药饮片的安全存储与处方自动化、精准化发药，同时结合智能数据管理系统，实现配伍禁忌的自动审核，确保患者用药安全。
4	医疗自动导航运输车		可通过磁、激光等导向装置引导并沿程序设定路径运行并停靠到指定地点，完成一系列物品移载、搬运等作业功能，从而实现医院药房内物品传输自动化。
5	药学服务大数据平台		实现医院、药师、患者等药学服务相关主体之间的知识和数据共享。平台可支持多家医院药学服务部门入驻，患者个人或群体注册为平台用户，可快速实现药学服务。

数据来源：招股说明书，西南证券整理

本次公开发行股份数量不超过3400万股，公司股东不在本次发行过程中进行老股转让，募投资金主要用于健麾信息医药物流智能产业化项目、自动化设备投放项目、补充流动资金项目等，本次拟投入募集资金约4.35亿元，预计项目实施后将进一步巩固公司的壁垒。

表6：募投项目情况（万元）

项目名称	拟投入募集资金	总投资	项目周期
健麾信息医药物流智能产业化项目	23,000	29,889	3年
市场营销与客户服务网络升级项目	1,000	6,254.	3年
医药物流机器人实验室建设项目	1,000	4,518.5	3年
药房自动化升级研发项目	2,000	9,862.2	3年
自动化设备投放项目	10,000	13,462	3年
补充流动资金项目	6,521.19	23,100	-
合计	43,521.19	87,085.70	-

数据来源：招股说明书，西南证券整理

4 盈利预测

假设 1：智慧药房项目为公司核心业务，预计 2020~2022 年订单项目数量增速分别为 -10%、20%、15%。

假设 2：智能化静配中心项目为成长业务，预计 2020~2022 年订单项目数量增速分别为 160%、30%、30%。

假设 3：智能化药品耗材管理项目，预计 2020~2022 年项目订单增速分别为 0%、20%、20%。

假设 4：维修保养项目随着存量项目不断增加，增速维持较高水平，预计 2020~2022 年增速分别为 30%、30%、30%。

表 7：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
维修保养	收入	21	27	36	46
	增速	22.6%	30.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	55.5%	63.0%	63.0%	63.0%
智慧药房项目	收入	230	207	249	286
	增速	15.2%	-10.0%	20.0%	15.0%
	毛利率	63.0%	65.0%	65.0%	65.0%
智能化静配中心项目	收入	20	51	66	86
	增速	-31.7%	160.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	56.6%	54.0%	55.0%	56.0%
智能化药品耗材管理项目	收入	9	9	11	13
	增速	12.6%	0.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	55.0%	55.0%	55.0%	55.0%
配件类项目	收入	1	1	2	3
	增速	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%
	毛利率	34.8%	34.8%	34.8%	34.8%
其他	收入	19	31	40	52
	增速		59.2%	29.8%	29.8%
	毛利率	19.4%	25.0%	25.0%	25.0%
合计	收入	300	327	403	486
	增速	16.9%	8.8%	23.4%	20.6%
	毛利率	58.4%	59.0%	58.9%	58.6%

数据来源：Wind，西南证券

基于以上假设，我们预计 2020-2022 年收入分别为 3.3、4、4.9 亿元，同比分别增长 8.8%、23.4%、20.6%，归母净利润分别为 1.2、1.5、1.8 亿元，EPS 分别为 0.89、1.11、1.34 元，未来业绩预计维持稳健增长的态势。

5 风险提示

- 1) 客户和供应商集中度过高风险；
- 2) 新冠疫情影响超预期风险；
- 3) 下游客户订单或不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	300.24	326.71	403.30	486.21	净利润	105.38	134.36	167.70	202.53
营业成本	124.02	133.88	165.88	201.49	折旧与摊销	2.43	2.09	2.09	2.09
营业税金及附加	1.57	2.75	3.19	3.71	财务费用	-0.83	-0.98	-1.21	-1.46
销售费用	25.61	21.24	25.81	30.63	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	20.00	17.97	21.78	25.77	经营营运资本变动	-37.82	7.64	-30.60	-30.79
财务费用	-0.83	-0.98	-1.21	-1.46	其他	6.87	0.00	2.00	-1.00
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	76.03	143.12	139.98	171.38
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-92.85	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-3.71	7.50	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	15.00	20.00	25.00	投资活动现金流净额	-96.56	7.50	0.00	0.00
营业利润	121.19	153.54	191.86	231.89	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.02	0.90	0.90	0.90	长期借款	42.64	0.00	0.00	0.00
利润总额	121.17	154.44	192.76	232.79	股权融资	0.00	477.05	0.00	0.00
所得税	15.79	20.08	25.06	30.26	支付股利	0.00	-18.38	-24.19	-30.19
净利润	105.38	134.36	167.70	202.53	其他	-9.86	0.98	1.21	1.46
少数股东损益	13.48	13.44	16.77	20.25	筹资活动现金流净额	32.77	459.65	-22.98	-28.73
归属母公司股东净利润	91.90	120.93	150.93	182.28	现金流量净额	12.24	610.27	117.01	142.65
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	148.63	758.89	875.90	1018.55	成长能力				
应收和预付款项	159.72	165.66	207.82	250.58	销售收入增长率	17.07%	8.82%	23.44%	20.56%
存货	37.34	40.30	47.94	59.66	营业利润增长率	15.98%	26.69%	24.96%	20.86%
其他流动资产	14.13	7.21	8.91	10.74	净利润增长率	16.38%	27.50%	24.81%	20.77%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	16.55%	25.95%	24.63%	20.64%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	97.38	97.12	96.87	96.61	毛利率	58.69%	59.02%	58.87%	58.56%
无形资产和开发支出	17.45	15.66	13.88	12.09	三费率	14.92%	11.70%	11.50%	11.30%
其他非流动资产	7.76	7.71	7.66	7.61	净利率	35.10%	41.13%	41.58%	41.65%
资产总计	482.40	1092.57	1258.97	1455.83	ROE	30.01%	14.23%	15.42%	16.07%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	21.84%	12.30%	13.32%	13.91%
应付和预收款项	79.33	95.97	117.29	140.06	ROIC	54.27%	51.67%	61.32%	65.38%
长期借款	42.64	42.64	42.64	42.64	EBITDA/销售收入	40.90%	47.34%	47.79%	47.82%
其他负债	9.33	9.81	11.38	13.13	营运能力				
负债合计	131.29	148.42	171.30	195.82	总资产周转率	0.72	0.41	0.34	0.36
股本	102.00	136.00	136.00	136.00	固定资产周转率	129.53	156.60	220.26	308.58
资本公积	-42.05	401.00	401.00	401.00	应收账款周转率	2.35	2.28	2.44	2.40
留存收益	227.69	330.23	456.98	609.07	存货周转率	3.29	3.45	3.68	3.64
归属母公司股东权益	287.63	867.23	993.98	1146.07	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.82%	—	—	—
少数股东权益	63.48	76.91	93.68	113.94	资本结构				
股东权益合计	351.11	944.15	1087.67	1260.01	资产负债率	27.22%	13.58%	13.61%	13.45%
负债和股东权益合计	482.40	1092.57	1258.97	1455.83	带息债务/总负债	32.47%	28.73%	24.89%	21.77%
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E	流动比率	4.21	9.48	9.09	8.93
EBITDA	122.79	154.65	192.75	232.53	速动比率	3.78	9.09	8.71	8.54
PE	0.00	0.00	0.00	0.00	股利支付率	0.00%	15.20%	16.02%	16.56%
PB	0.00	0.00	0.00	0.00	每股指标				
PS	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.68	0.89	1.11	1.34
EV/EBITDA	-0.92	-4.68	-4.36	-4.23	每股净资产	2.11	6.38	7.31	8.43
股息率					每股经营现金	0.56	1.05	1.03	1.26
					每股股利	0.00	0.14	0.18	0.22

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

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、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
北京	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌嵒	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn