

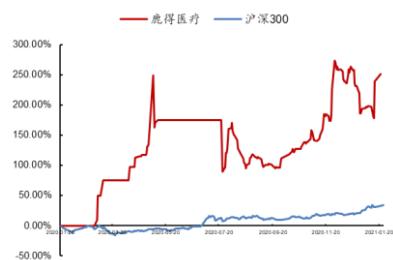
掘金慢病管理市场，打开向上成长空间

投资评级：无评级

报告日期：2021-01-26

收盘价（元）	13.70
近12个月最高/最低（元）	14.56/3.90
总股本（百万股）	110
流通股本（百万股）	35.59
流通股比例（%）	32.36
总市值（亿元）	15.07
流通市值（亿元）	4.88

公司价格与沪深300走势比较



分析师：王雨晴

执业证书号：S0010520080004

电话：15921910289

邮箱：wangyq@hazq.com

主要观点：

● 事件

近日，鹿得医疗发布2020年度业绩预告，预计2020全年实现归母净利润5500~5800万元，较2019年3254.38万元同比+69%~78.22%。单Q4季度看，单Q4实现归母净利润1705.06~2005.06万元，同比+112.64%-150.05%。

● 点评

公司ToB+ToC全渠道发力，掘金国内千亿慢病管理市场。鹿得医疗以ODM起家，深耕家用医疗器械十五年，截至目前已形成涵盖机械/电子血压计、雾化器、冲牙器、听诊器等十余个产品大类数十个产品类型。叠加自主研发积淀及与国际品牌运营商的持久合作经验，公司以自有品牌“SCIAN 西恩”发力国内市场。以OTC及医院渠道建设为先，目前公司线下全国性OTC连锁覆盖率40%以上，百强连锁覆盖率50%以上；医院渠道以雾化治疗诊室切入，以点带面提高品牌当地渗透。紧跟消费升级与慢病管理下沉趋势，公司2016年起先后入驻天猫、京东商城等电商平台，以“鹿得大数据新零售项目”建设实施为支撑，近期公司积极拥抱抖音、快手等新媒体平台，逐步形成线上营销与线下销售售后闭环，搭载新媒体矩阵下的渠道势能持续释放，为公司产品借渠道之风快速崛起打下坚实基础。

防疫需求叠加扩产能调结构，2020年公司业绩预告大超预期。一方面，因国内外疫情防控需求及居民健康防护意识提升，公司2020年防护类外厂产品增长迅猛，2020H1外厂产品营收占比达24.49%，同比增长197.93%，带动整体营收规模快速增长。另一方面，公司主动市场研判，增加对电子血压计、雾化器等高毛利产品的研发和推广，实现老客户渗透率提升同时新客户开发效果明显，2020H1电子血压计及雾化器贡献营收占比达39.5%。随着电子血压计(75万台)、雾化器(80万台)新增产能的建设推进，电子血压计和雾化器有望取代传统机械血压计成为公司未来营收增长的主要驱动力量。

吸入制剂国产替代进程下，公司雾化器产品力尚未充分感知。吸入制剂作为哮喘、COPD等慢性呼吸系统疾病的首选给药方式，国内市场规模超200亿，但目前国产化率不足10%。随着BE评价标准的逐步明朗和多款呼吸制剂品种相关原研专利的陆续到期，吸入制剂迎来国产替代的关键窗口期。从国产化品种对应的吸入制剂类型看，雾化吸入有望继续作为主流给药方式，更充分受益国产替代下的放量增长。公司专注雾化核心领域，自主研发“雾化颗粒、雾化量可调技术”，较好地满足患者对雾化量和颗粒的不同需求，形成对上呼吸道、气管及支气管肺泡等绝大

相关报告

- 《华安证券_公司研究_鹿得医疗(832278)：家庭医疗器械领域深耕不辍、品牌&渠道积极调整》

部分呼吸类疾病的覆盖。从出口导向扩展到内外结合，公司雾化器产能利用率持续提升，已从 2017 年 67.73% 提升至 2019 年的 88.23%，同时整体产销率达 96.94%。未来随着雾化器新建产能的稳步投放，公司市场和业绩的增长空间有望进一步打开。

● 投资建议

公司在家用医疗器械领域精耕细作十余年，在境内企业机械血压计出口规模排名中位列第 1。近年来，顺应国内消费升级和慢病管理下沉趋势，依托制造与研发优势，公司业务重心主动向内迁移，以渠道建设为先，截至目前公司 OTC、医院、电商三位一体的销售网络已基本成型。基于新建产能和渠道建设，公司未来业绩增长的确定性强，叠加国内慢病管理市场的高景气度，预计公司仍有可观的向上成长空间。我们预计 2020/2021/2022 年的收入分别为 4.25/4.28/5.07 亿，归母净利分别为 5710/5738/7503 万元，推荐关注。

● 风险揭示

境外客户销售占比较高的风险；技术进步风险；产能扩张不及预期风险；渠道建设不及预期风险。

● 重要财务指标

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	303.99	424.57	427.87	506.80
收入同比 (%)	3.43	39.67	0.78	18.45
归属母公司净利润	33.17	57.10	57.38	75.03
净利润同比 (%)	64.05	72.16	0.50	30.75
毛利率 (%)	26.92	27.33	29.69	31.64
ROE (%)	10.91	13.45	13.41	14.80

资料来源：wind，华安证券研究所

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。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。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形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；

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。