

爱朋医疗 (300753.SZ)
“疼痛管理+鼻腔护理”小龙头颇具特色

2021 年 02 月 03 日

——公司首次覆盖报告
投资评级: 买入 (首次)
杜佐远 (分析师)
李蕾 (联系人)

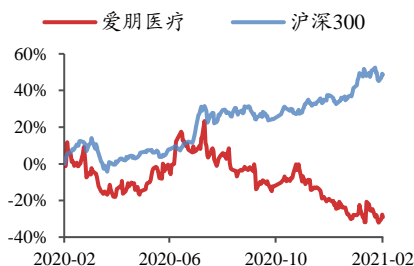
duzuoyuan@kysec.cn

lilei2@kysec.cn

证书编号: S0790520050003

证书编号: S0790120070046

日期	2021/2/3
当前股价(元)	24.86
一年最高最低(元)	51.44/23.24
总市值(亿元)	26.11
流通市值(亿元)	12.22
总股本(亿股)	1.05
流通股本(亿股)	0.49
近 3 个月换手率(%)	173.07

股价走势图


数据来源: 贝格数据

● 疼痛管理意识加强, 公司产品微电脑 (自动) 注药泵助力急性疼痛给药

患者自控镇痛 (PCA) 是一种经医护人员根据患者疼痛程度和身体情况, 预先设置镇痛药物的剂量、输注速度等, 再交由患者于设定范围内自我控制药物剂量的一种镇痛给药模式。由于受传统观念的影响和知识的局限, 国人在疼痛治疗领域还存在一些误区, 导致术后镇痛普及率低。近年疼痛管理意识被唤醒, 政府和医院对不同群体进行有针对性的疼痛健康教育, 使大家认识到, 解除疼痛是人类的基本权益, 疼痛治疗能促进患者康复。考虑手术量的增长, 术后渗透率和无痛分娩率的提升, 以及自动泵代替机械泵, 微电脑 (自动) 注药泵行业成长空间大。基于两个细分业务的行业景气度和公司的相对竞争优势, 我们预计公司 2020/2021/2022 年分别实现营业收入 4.44/5.79/7.41 亿元, 实现归母净利润 0.94/1.15/1.42 亿元, EPS 0.90/1.10/1.36 元/股, 截至 2021 年 2 月 3 日收盘, 当前股价对应 PE 分别为 27.7/22.6/18.3 倍。首次覆盖, 给予“买入”评级。

● 鼻炎发病率提升, 公司产品鼻腔喷雾器走入大众视野

鼻炎是鼻腔黏膜的炎症和肿胀性疾病, 以流涕、鼻塞为主。使用鼻喷雾的患者主要集中于过敏性鼻炎和慢性鼻炎, 复购率极高。一项在 2004 年 9 月到 2005 年 5 月间对中国 11 个中心城市超过 38000 名成年人进行的电话问卷调查显示, 中国居民的过敏性鼻炎患病率在 8.7%~24.1% 之间, 总体的患病率为 11.1%。到了 2011 年, 这项研究扩展到了 18 个城市, 而过敏性鼻炎的总体患病率已经上升到了 17.6%。而我国 2018 年 16-59 岁 (含不满 60 周岁) 总人口为 8.97 亿人, 粗略估计过敏性鼻炎患者高达 1.58 亿。与此同时, 2018 年全国医院耳鼻咽喉科急诊 9817.5 万人次。理论上, 过敏性鼻炎患者都可以使用诺斯清鼻喷雾。

风险提示: 肺炎疫情持续风险; 公司竞争力下滑; 产能风险; 医疗安全事故风险; 降价风险。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	298	380	444	579	741
YOY(%)	20.7	27.4	16.9	30.5	28.0
归母净利润(百万元)	70	102	94	115	142
YOY(%)	21.0	46.0	-7.9	22.5	23.4
毛利率(%)	76.5	70.5	63.6	66.2	67.3
净利率(%)	23.5	27.0	21.2	19.9	19.2
ROE(%)	11.6	15.2	12.8	14.0	15.3
EPS(摊薄/元)	0.67	0.97	0.90	1.10	1.36
P/E(倍)	37.3	25.5	27.7	22.6	18.3
P/B(倍)	4.3	3.9	3.5	3.2	2.8

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、爱朋医疗：脚踏实地，稳健发展	3
2、公司主线清晰：疼痛管理+鼻腔护理	4
2.1、微电脑注药泵：预计 7 倍行业空间	4
2.2、生理性海水鼻腔护理喷雾器：普及率尚低	6
3、盈利预测与投资建议	9
4、风险提示	10
附：财务预测摘要	11

图表目录

图 1：公司上市后股权结构清晰（截至 2020Q3）	3
图 2：营业收入及增速平稳（除 2020 年）	4
图 3：归母净利润及增速平稳（除 2020 年）	4
图 4：毛利率水平较高	4
图 5：公司收入主要是疼痛管理（2019）	4
图 6：我国住院患者手术人数及增速达两位数	5
图 7：急慢性疼痛管理产品矩阵正在规划中（2019-2023）	6
图 8：中国 18 个城市过敏性鼻炎自报患病率较高	8
表 1：海水鼻腔护理喷雾器渠道策略清晰	7
表 2：在研项目围绕疼痛管理和鼻腔护理深耕	8
表 3：公司收入端预计将保持 25~30%增速发展	9
表 4：爱朋医疗估值较低	10

1、爱朋医疗：脚踏实地，稳健发展

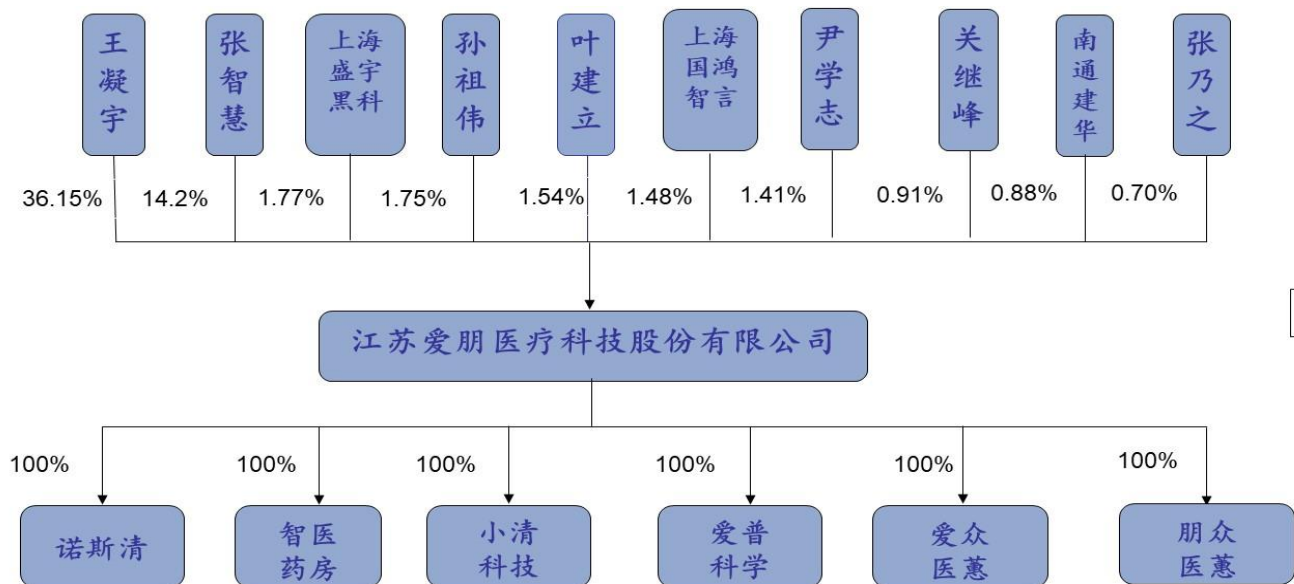
公司自 2001 年成立以来，积极投身于帮助患者减缓病痛的健康事业中，并致力于打造成一家基于移动互联网的急慢性疼痛、鼻腔管理等 2-3 个细分领域中领先的公众型器械及系统集成制造商。公司聚焦于疼痛和五官科两大疾病领域，主要产品为“电子注药泵”、“微电脑全自动注药泵”、“一次性使用输注泵”、“术后镇痛中央监护管理系统”、“生理性海水鼻腔护理喷雾器”、“高渗缓冲海水鼻腔护理喷雾器”等。回顾历程，公司的发展大体可以分为三个阶段：

第一阶段（2001 年-2006 年）：该阶段公司通过持续的研发投入和技术攻关，初步掌握了高精度药液输注技术、全方位安全监测技术等核心技术，取得了微电脑注药泵、一次性注药泵注册证并实现销售。至此，公司在疼痛管理领域用医疗器械行业形成初步的技术沉淀。

第二阶段（2007 年-2012 年）：该阶段凭借“爱朋”品牌在疼痛管理领域用医疗器械行业的良好口碑，依托多年积累的行业洞见、营销渠道、技术水平和创新能力，公司实现现有核心技术的深入研发，逐步掌握了生理性海水制备技术、雾化定量喷雾技术等核心技术，并扩充鼻腔护理喷雾器、脉搏血氧仪及传感器等产品线。

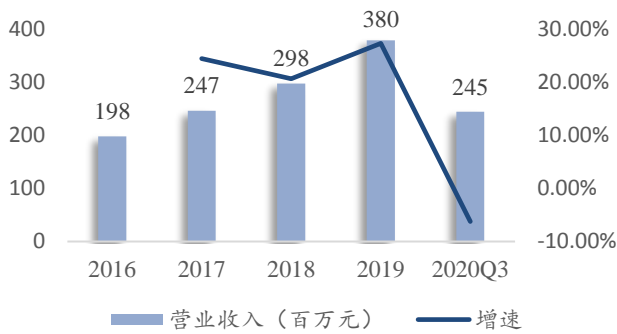
第三阶段（2013 年至今）：该阶段公司根据市场需求并结合既有技术沉淀，逐步掌握了无线镇痛管理信息平台技术，开始无线镇痛管理系统的产业化开发，通过持续的研发投入，实现了现有产品的平台化。至此，公司产品涉及了疼痛管理及鼻腔护理领域多个诊疗环节，产品结构更合理。

图1：公司上市后股权结构清晰（截至 2020Q3）

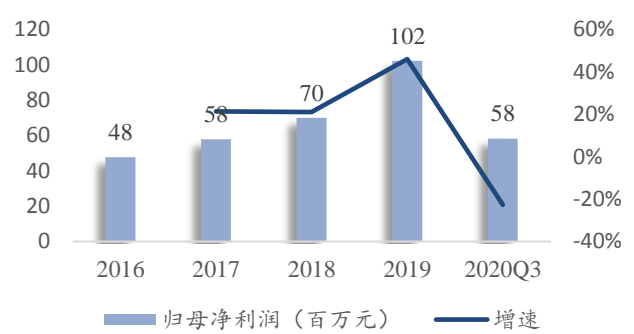


资料来源：Wind、开源证券研究所

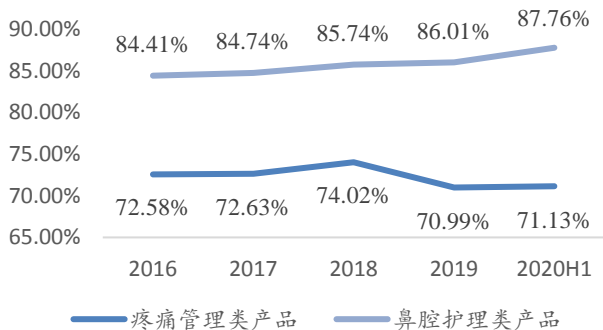
公司疼痛管理领域用医疗器械主要产品为微电脑注药泵、一次性注药泵、无线镇痛管理系统、脉搏血氧仪及传感器等；公司鼻腔护理领域产品主要为鼻腔护理喷雾器、“小诺”海盐水鼻腔护理喷雾、敏伴复合益生菌粉固体饮料。

图2：营业收入及增速平稳（除 2020 年）


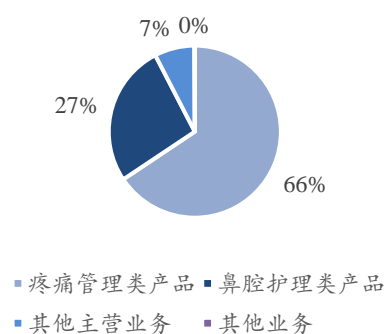
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：归母净利润及增速平稳（除 2020 年）


数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：毛利率水平较高


数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：公司收入主要是疼痛管理（2019）


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、公司主线清晰：疼痛管理+鼻腔护理

2.1、微电脑注药泵：预计 7 倍行业空间

疼痛是组织损伤或潜在组织损伤所引起的不愉快感觉和情感体验，或是具有感觉、情绪、认知和社会层面的痛苦体验。根据组织损伤的愈合时间以及疼痛的持续时间，疼痛可划分为急性疼痛和慢性疼痛。公司当前涉足的领域主要针对急性疼痛。手术后疼痛（postoperative pain）是手术后即刻发生的急性疼痛，包括躯体痛和内脏痛，通常持续不超过 3~7 天，常见于创伤大的胸科手术和需较长时间功能锻炼的关节置换等手术，有时镇痛需持续数周。手术后疼痛未得到充分控制，将会对机体带来一系列不利影响，如：增加耗氧量，影响缺血脏器；触发有害脊髓反射弧，降低肺功能；减少胃肠蠕动，延迟胃肠功能恢复等。急性疼痛不仅会增加患者痛苦和并发症，甚至会演变成慢性疼痛，降低患者生存质量。积极采取有效的镇痛措施缓解疼痛，是加速康复、提高患者的舒适度和生活质量，进而提高患者满意度的关键环节。

临床药师参与术后疼痛管理尚无统一模式，综合国内外临床药师开展该项工作情况，大致有以下两种：一种模式是以术科病房为切入点，逐步探索适合本院现状的术后急性疼痛管理模式。临床药师在参与术后疼痛管理工作初期，较难覆盖到全部科室，可先选择 1~2 个专科或病区为试点，通过了解试点专科急性疼痛的特点，确定临床药师日常工作重点和工作模式，进而推广到全院各病区；另一种工作模式则

以使用镇痛泵的患者为工作切入点。临床药师根据药物特点从配伍禁忌、患者情况、不同患者 PCA 给药方式等多个方面参与优化镇痛泵的给药方案；对使用镇痛泵的患者进行持续的术后疼痛随访工作，检查镇痛泵的运行情况，通过患者疼痛强度评分变化，评估镇痛药物是否充足或过量；监护患者有无出现药物不良反应，出现不良反应时予以判断和基础处理以及撤泵后镇痛方案的调整，在此过程中可根据患者情况进行用药教育。

患者自控镇痛（Patient Controlled Analgesia, PCA）是一种经医护人员根据患者疼痛程度和身体情况，预先设置镇痛药物的剂量、输注速度等，再交由患者于设定范围内自我控制药物剂量的一种镇痛给药模式。根据 PCA 的种类、结构和使用方法，PCA 装置有两种。一种是电子泵（电脑泵），另一种为一次性自控泵（机械泵），后者将逐渐被挤压。

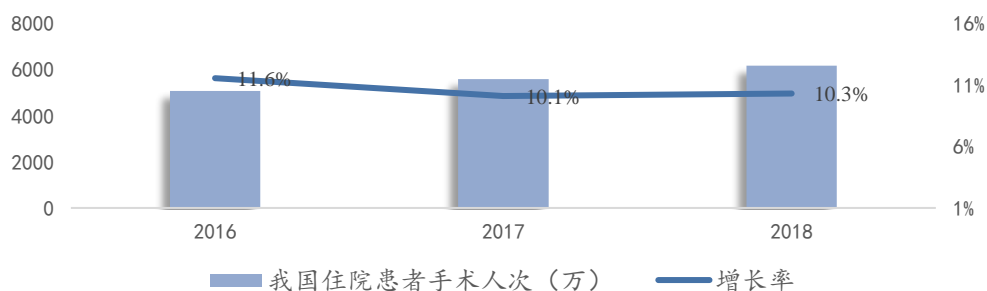
过去国人的观念中对疼痛存在误解。由于受传统观念的影响和知识的局限，在疼痛治疗领域还存在一些误区，如认为“术后疼痛不可避免，术后痛忍耐几天就行；认为疼痛治疗只是一种对症处理，不能解决根本问题；镇痛药物副作用大，能不用则尽量不用”等。这些疼痛认识误区必然导致术后镇痛普及率低。所以近年我国自上而下、自下而上地加强了疼痛教育，鼓励临床药师需分别对不同群体进行有针对性的疼痛健康教育，使大家认识到，解除疼痛是人类的基本权益，疼痛治疗能促进患者康复。术后疼痛所带来的绝不仅仅是缓解患者痛苦的主观感受。众多研究表明，术后疼痛对人体呼吸、循环、消化、免疫、内分泌等多个系统均存在不良影响，不利于患者术后康复。而多种原因所致的术后慢性疼痛（术后持续超过 3 个月的疼痛）处理起来则更加棘手。

综上所述，在知识更新、观念进步的基础上，全社会日益重视疼痛管理，针对术后镇痛等，PCA 是一种关键的方法，既能一定程度上解放临床医生的劳动力，也能实现个性化安全精确给药、满足患者人性化需求。公司的微电脑注药泵正是实现 PCA 的主力产品。

微电脑注药泵是一种精确、持续、微量的给液装置。其驱动装置可以重复使用，输液装置为一次性耗材，前者向医院批量低价或免费投放。公司涉足微电脑注药泵领域较早，也是唯一参与《便携式电动输注泵》行业标准制订的企业单位。

微电脑注药泵应主要用于 4 个临床领域，分别是术后镇痛、无痛分娩、癌痛和化疗给药。从营收占比来看，术后镇痛业务占比 70%，无痛分娩 15%，其他 15%。当前术后镇痛是主要临床应用领域，今后将进一步重点向无痛分娩领域开发。

图6：我国住院患者手术人数及增速达两位数



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

本文仅对微电脑注药泵在术后镇痛和无痛分娩领域的市场空间进行大致测算，可知：

(1) 国家统计局数据，2018 年全国做手术人次逾 6000 万，手术量近年增长率不低于 10%，先不考虑增长；

(2) 国家统计局数据，2018 年新生儿出生人口 1523 万，假设未来新生儿出生人口 1400 万；上述两者相加有 7500 万目标适用人群；

(3) 根据公司招股说明书，术后镇痛率当前 30~35%，电脑泵占比约 30%。平均每台手术每人用 1 只耗材（输液装置）。假设镇痛率达到 70%，电脑泵占比 80%，不考虑手术量的增加，则还有约 5~6 倍的空间。

(4) 根据《国家医疗服务与质量安全报告》(2019) 数据，无痛分娩率全国不到 20%，而沪上著名妇产科医院红房子该比率已经达到 70%，发达国家 80% 以上，全国无痛分娩的市场空间有 4 倍。另外，无痛分娩平均耗材用量为 1.5 套/例（部分产程较长孕妇需要 2 套甚至以上耗材）。

(5) 据此测算需求：术后用电脑镇痛泵 3360 万套，无痛分娩用电脑镇痛泵 1470 万套，合计 4830 万套。根据招股说明书数据，2018 年电脑镇痛泵行业出货量约 650 万套，空间超过 7 倍。再加上手术量的增长，微电脑（自动）注药泵行业未来还有 10 倍以上的空间。

疼痛管理不是一个单品，而是一套体系，包括从疼痛诊断、治疗到镇痛监护和信息管理全流程。公司起步扎实，心怀远大，已规划疼痛管理相关的产品矩阵如下：

图7：急性疼痛管理产品矩阵正在规划中（2019-2023）

疼痛细分		急性疼痛	难治性慢性疼痛		一般性慢性疼痛
产品类别		术后/分娩/烧伤	疼痛/关节痛/颈腰椎痛		肌肉痛/神经痛
诊断类	疼痛评估工具	疼痛表情识别仪	疼痛传感器		
治疗类	药物镇痛工具	智能 PCA 泵	智能 PCA 泵	微型贴片泵	/
	微创镇痛工具	/	超声乳化刀	射频等离子	/
	理疗镇痛工具	/	/	超声热疗	精准电刺激
护理类	镇痛监护工具	血氧仪	无痛导尿		心理疏导包
信息类	疼痛信息系统	术后/分娩镇痛信息平台	无痛病房信息平台		（无痛社区信息平台）
其他类		（长效局麻药）	（微创镇痛服务）		

注： 已上市 在研中 立项中

资料来源：Wind、开源证券研究所

2.2、生理性海水鼻腔护理喷雾器：普及率尚低

鼻腔护理喷雾器由生理性海水、瓶体、手动泵及喷嘴等组成，通过按压手动泵，泵出瓶体中生理性海水，由喷嘴雾化喷出，主要应用于鼻腔不适者的鼻腔护理、临床吸氧病人的鼻腔护理和日常鼻腔护理，有利于缓解患者鼻腔干燥、鼻塞、鼻痒、流涕、鼻出血等鼻腔不适症状。鼻腔护理喷雾器包括生理性海水鼻腔护理喷雾器、高渗缓冲海水鼻腔护理喷雾器、弱酸性缓冲生理海水鼻腔护理喷雾器，分别适用常规清洗

护理、鼻炎发作期或手术后、适用慢性鼻炎和特殊鼻腔疾病。

公司以生理性海水鼻腔护理喷雾器为代表的鼻腔护理领域用医疗器械具有线上销售的特性。针对这一特点，公司组建专业团队，持续投入人力、物力、财力，开拓网络线上销售新渠道。2018年，公司鼻腔护理领域用医疗器械实现销售收入7727万元，其中网上销售收入1351万元，占比17.48%。天猫和京东旗舰店于2018年下半年正式营业，故2019年线上占比大幅提升，我们估计数量端将接近5:5。

表1：海水鼻腔护理喷雾器渠道策略清晰

阶段	类比定位	工作重点
第一阶段——医院	基础处方药	患者教育，品牌树立
第二阶段——医药电商	OTC 鼻用药	便利购买，扩大用户
第三阶段——药店及商超	感冒药或牙膏	高频消费，日常护理

资料来源：公司公告、开源证券研究所

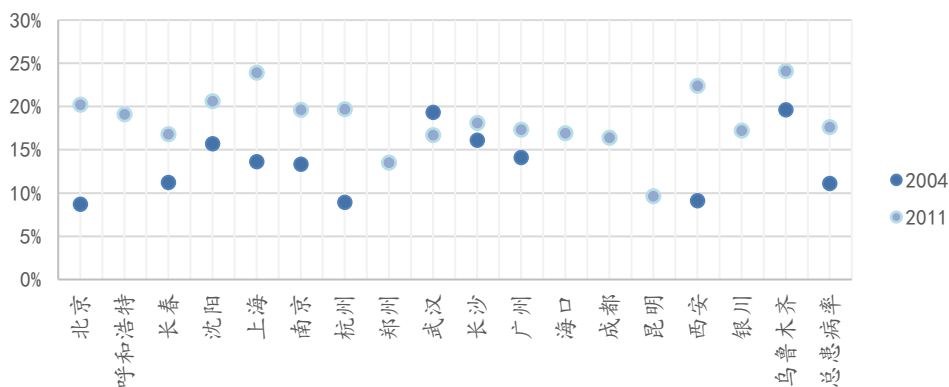
鼻炎是鼻腔黏膜的炎症和肿胀性疾病，以流涕、鼻塞为主，通常由普通感冒和过敏（季节性过敏反应）导致。使用鼻喷雾的患者主要集中于过敏性鼻炎和慢性鼻炎，复购率极高，成人和儿童都有。

过敏性鼻炎是机体对外界过敏原刺激发生的免疫反应。最常见的致敏原为灰尘、真菌、花粉、草、树和动物。症状常有喷嚏、流清涕、鼻塞、鼻痒和易流泪。患者可能会头疼和眼睑浮肿，也可出现咳嗽和喘息。医生可能会根据患者的症状史诊断过敏性鼻炎。通常，患者有家族过敏病史。过敏性鼻炎是最常见的过敏性疾病之一，也是主要的呼吸道慢性炎症疾病。

在中国，过敏性鼻炎患者也越来越多。一项在2004年9月到2005年5月间对中国11个中心城市超过38000名成年人进行的电话问卷调查显示，中国居民的过敏性鼻炎患病率在8.7%~24.1%之间，总体的患病率为11.1%。到了2011年，这项研究扩展到了18个城市，而过敏性鼻炎的总体患病率已经上升到了17.6%。而我国2018年16-59岁（含不满60周岁）总人口为8.97亿人，粗略估计过敏性鼻炎患者高达1.58亿。与此同时，2018年全国医院耳鼻咽喉科急诊9817.5万人次。理论上，过敏性鼻炎患者都可以使用诺斯清鼻喷雾。

慢性鼻炎通常是炎症或病毒性感染的扩散。然而，它也可能伴随某些疾病出现（罕见）。这些疾病包含梅毒、肺结核、鼻硬结、麻风病等—这些疾病的特点都是以炎症病变（肉芽肿）和软组织、软骨和骨破坏为特征。低湿度和空气中的刺激物也可以导致慢性鼻炎。慢性鼻炎会导致鼻塞，严重时会出现结痂，经常出血，鼻子排出厚厚的恶臭脓液。目前，慢性鼻炎患者普遍尚未养成鼻腔护理习惯，尚处于患者教育阶段，未来的空间是非常大的。

图8：中国 18 个城市过敏性鼻炎自报患病率较高



数据来源：《中华预防医学杂志》、开源证券研究所

表2：在研项目围绕疼痛管理和鼻腔护理深耕

在研项目	创新点	目前进度
智能化、信息化精确给药装置	(1) 组件自主识别，提高装置使用有效性和安全性，有效避免医疗意外发生；(2) 产品模块化，结构更稳定，一致性耐久性更好；(3) 设备高频次自主内检，提高设备运行安全性；(4) 提高网络通讯安全等级，支持通过安全网络通道远程监控设备运行功能。	注册检测中
医用蠕动泵核心主材研究	(1) 核心主材弹性提高 100%；(2) 核心主材多配方，以满足不同功能医用需求，如化疗药物；(3) 核心主材挤塑一致性提高 100%；挤塑工艺提升。	正在进行批量试生产
信息系统间共享服务平台	公司多套信息系统软件由于预期应用场景不同，各系统在设计开发时相对独立，数据没有相互共享；如果在同一医疗机构使用时，医护人员需要登录多个系统才能看到全部信息，给临床工作带来不便。本项目尝试通过技术方案，重点针对公司几套信息化系统软件，研究一种规范化的平台工具，实现各系统之间信息的无缝连接；可以有效提高临床监护信息反馈的实时性和医护人员的工作效率。	项目已结项
智能化、信息化脉冲给药装置	(1) 智能化、信息化，通过网络实现超视距管理；(2) 管理数据及时更新；(3) 可实现脉冲式给药，给药方案由医生视患者个体差异而确定；(4) 更精确、更微量的给药。	正在进行注册审评和审评补正材料的准备
细分泵项目	(1) 规格和配置全面的输液装置；(2) 智能化给药逻辑；(3) 可设置阻塞压力等级；(4) 精确的给药精度以及可接入系统网络的配置。	已递交注册检测
口腔矫治器	(1) 可调节前伸距离的创新方式；(2) 患者可自行进行牙齿的定型；(3) 良好的生物相容性材质选择；	正在进行详细设计和样机开发
液体敷料	(1) 非药品成分，独特配方比例；(2) 具有鼻腔冲洗，物理屏障，抑菌，防粘连，止血等功效；(3) 规格齐全，5~150ml 之间不等的品规。	已完成一类备案
输液装置耗材	(1) 单独的输液装置耗材，适配公司目前所有驱动装置；(2) 新材料的应用；(3) 更齐全的附件配置和型号规格。	已完成 P1 阶段项目策划和设计输入，正在准备小批试生产
系统泵	(1) 带无线充电装置的新型发射器的开发和应用；(2) 更多功能的给药方式；(3) 系统、注药泵和无线发射装置为整体的新产品注册。	已完成立项，正在进行 P1 阶段的项目策划和输入
术后镇痛中央监护管理	(1) 系统 1.0 版升级产品；(2) 进一步提高信息收集处理的速度和准确	临床试验开展中

系统 2.0	性; (3) 进一步增强临床疼痛管理和治疗的辅助功能, 有效降低医护人员的工作量; 4) 大数据平台。	
新型微电脑电动注药泵 (DDB 型)	(1) 微电脑电动注药泵 DDB-I-B 升级换代产品; (2) 主要针对化疗药物输注; (3) 兼顾其他临床需求。	产品注册体考完成, 注册资料审核中
便携式电动注药泵 (DZB 型)	(1) 良好的外观设计, 更好的产品亲和度; (2) 更高的给药精度; (3) 携带方便、操作简捷; (4) 临床应用范围细化; 如镇痛、化疗、ICU 病房、儿科、神经科、心血管科、医疗科研等领域。	注册检验整改中
微电脑电动注药泵升级 (DDB 型)	(1) 微电脑电动注药泵 DDB-I-A 升级换代; (2) 产品一致性和稳定性大幅提高; (3) 符合监管新规定; (4) 生产成本降低。	产品注册体考完成, 注册资料审核中
微量精度测试系统的研发	(1) 满足国家/行业标准关于 PCA 输液精度的测试要求; (2) 自动检测并计算注药泵 PCA 输液精度; (3) 提高注药泵 PCA 性能指标检验效率。	根据试用反馈, 进行改良, 并增加该产品的适用范围
微电脑注药泵管理系统的研究	(1) 多网络技术融合; (2) 系统针对性强; (3) 数据传输安全性、完整性好。	注册检验中
多型号配用液袋的研发	(1) 符合国家/行业的要求; (2) 应对市场对于单向阀的需求, 防止药液回流, 避免或减少临床问题的发生。(3) 引入新材料的研究。	试产、注册送检阶段
注药泵特殊性能研究	满足国家/行业新标准的要求, 提高防水性能。	注册检验中

资料来源: Wind、开源证券研究所

3、盈利预测与投资建议

疼痛管理类产品的营收在手术量增长 8~10%的基础上, 考虑渗透率和公司份额提升潜力, 预计 2021 和 2022 年恢复高增长, 分别达到 40%、30%。

鼻腔护理产品方面, 行业的渗透率日益增加, 公司在医院端的布局转化率高, 且加强消费者端的直接推广, 2021~2022 年预计将实现 35%、33% 的增长。

表3: 公司收入端预计将保持 25~30% 增速发展

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	379.64	443.64	578.74	740.78
yoy	27.38%	16.86%	30.45%	28.00%
毛利率(%)	71%	58%	62%	63%
营业成本	111.99	184.25	220.42	271.71
疼痛管理类产品	249.15	238.87	334.42	434.74
yoy	15.77%	-4.13%	40.00%	30.00%
成本	72.28	69.30	97.02	126.12
毛利率(%)	71%	71%	71%	71%
业务收入比例(%)	66%	54%	58%	59%
鼻腔护理类产品	101.66	101.74	137.35	182.67
yoy	31.56%	0.08%	35.00%	33.00%
成本	14.23	14.24	19.23	25.57
毛利率(%)	86%	86%	86%	86%
业务收入比例(%)	27%	23%	24%	25%
其他业务	0.28	97.22	100.00	115.00

数据来源：Wind、开源证券研究所

基于两个细分业务的行业景气度和公司的相对竞争优势，我们预计公司 2020/2021/2022 年分别实现营业收入 4.44/5.79/7.41 亿元，实现归母净利润 0.94/1.15/1.42 亿元，EPS0.90/1.10/1.36 元/股，截至 2021 年 2 月 3 日收盘，当前股价对应 PE 分别为 27.7/22.6/18.3 倍。与其他医疗器械公司相比，公司的估值显著较低，2022 年 PEG 预计小于 1，具有上行空间。首次覆盖，给予“买入”评级。

表4：爱朋医疗估值较低

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	归母净利润增速				PE 倍数			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
688198.SH	佰仁医疗	113.00	88.9%	-11.2%	0.37%	104.37%	64.1	133.1	192.9	94.4
688050.SH	爱博医疗	175.00	228.3%	57.1%	43.9%	39.3%	-	175.6	122.0	87.6
688085.SH	三友医疗	37.45	57.4%	21.4%	43.4%	38.8%	-	67.0	45.2	32.5
688016.SH	心脉医疗	292.79	56.4%	40.8%	37.4%	34.2%	74.6	105.6	76.9	57.3
688656.SH	爱朋医疗	24.86	46.0%	-7.9%	22.5%	23.4%	25.5	27.7	22.6	18.3

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价为 2021 年 2 月 3 日，除爱朋医疗外其他都用 Wind 一致性预测数据）

4、风险提示

肺炎疫情持续风险；公司竞争力下滑；产能风险；医疗安全事故风险；降价风险

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	518	539	616	662	789
现金	436	421	495	497	589
应收票据及应收账款	48	65	66	100	114
其他应收款	4	22	0	14	6
预付账款	3	3	5	5	8
存货	25	28	49	44	71
其他流动资产	1	0	1	1	1
非流动资产	170	218	233	263	295
长期投资	1	0	-1	-2	-3
固定资产	36	33	62	95	126
无形资产	32	43	47	53	53
其他非流动资产	101	141	124	118	119
资产总计	688	758	848	925	1084
流动负债	72	80	109	100	150
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	29	30	4	46	32
其他流动负债	43	50	105	54	118
非流动负债	3	2	2	2	2
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	3	2	2	2	2
负债合计	75	83	111	103	152
少数股东权益	9	0	0	0	0
股本	81	81	105	105	105
资本公积	375	375	351	351	351
留存收益	149	219	285	365	458
归属母公司股东权益	605	675	737	822	932
负债和股东权益	688	758	848	925	1084

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	78	78	121	68	167
净利润	71	103	94	115	142
折旧摊销	10	11	9	13	17
财务费用	-1	-7	-4	-1	1
投资损失	1	-20	-5	-7	-8
营运资金变动	-4	-19	27	-53	14
其他经营现金流	2	10	0	0	0
投资活动现金流	-73	-57	-18	-38	-41
资本支出	62	58	15	32	33
长期投资	0	-7	1	1	1
其他投资现金流	-11	-5	-1	-4	-7
筹资活动现金流	261	-36	-28	-29	-34
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	20	0	24	0	0
资本公积增加	243	0	-24	0	0
其他筹资现金流	-2	-36	-28	-29	-34
现金净增加额	266	-16	75	2	92

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	298	380	444	579	741
营业成本	70	112	161	196	242
营业税金及附加	4	3	6	7	8
营业费用	82	103	98	139	185
管理费用	49	54	53	75	96
研发费用	21	24	27	35	48
财务费用	-1	-7	-4	-1	1
资产减值损失	2	0	0	0	0
其他收益	14	13	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-1	20	5	7	8
资产处置收益	0	-0	0	0	0
营业利润	86	121	109	135	167
营业外收入	1	0	3	1	1
营业外支出	3	3	2	3	3
利润总额	84	118	109	134	165
所得税	13	15	15	19	23
净利润	71	103	94	115	142
少数股东损益	1	0	0	0	0
归母净利润	70	102	94	115	142
EBITDA	81	116	105	133	167
EPS(元)	0.67	0.97	0.90	1.10	1.36

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	20.7	27.4	16.9	30.5	28.0
营业利润(%)	21.0	41.1	-9.9	24.3	23.3
归属于母公司净利润(%)	21.0	46.0	-7.9	22.5	23.4
获利能力					
毛利率(%)	76.5	70.5	63.6	66.2	67.3
净利率(%)	23.5	27.0	21.2	19.9	19.2
ROE(%)	11.6	15.2	12.8	14.0	15.3
ROIC(%)	9.9	13.6	11.2	12.4	13.8
偿债能力					
资产负债率(%)	10.8	10.9	13.1	11.1	14.0
净负债比率(%)	-70.7	-62.0	-66.9	-60.2	-63.0
流动比率	7.2	6.7	5.7	6.6	5.3
速动比率	6.8	6.3	5.1	6.1	4.7
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	7.1	6.7	6.8	7.0	6.9
应付账款周转率	4.1	3.8	9.2	7.7	6.2
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.67	0.97	0.90	1.10	1.36
每股经营现金流(最新摊薄)	0.74	0.74	1.15	0.65	1.59
每股净资产(最新摊薄)	5.76	6.42	7.01	7.83	8.87
估值比率					
P/E	37.3	25.5	27.7	22.6	18.3
P/B	4.3	3.9	3.5	3.2	2.8
EV/EBITDA	27.1	18.9	20.2	16.0	12.1

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn