

2021年09月11日

证券研究报告·公司研究报告

健麾信息 (605186) 机械设备

买入 (首次)

当前价: 38.70元

目标价: 47.70元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

业绩符合预期, 下半年静配中心项目有望加速

投资要点

- **逻辑:** 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, 2016~2020年公司业绩稳健增长, 营业收入复合增长率为 8.7%, 归母净利润复合增长率为 52.7%; 2020年公司营业收入达到 2.9亿元 (-4.5%), 归母净利润 9600万元 (+4.2%), 受疫情影响相比以往有所放缓, 预计 2021~2022年公司收入和净利润复合增速分别为 41.1%和 37.8%, 保持高速增长的气势。
- **业绩符合预期, 下半年有望提速。** 公司发布 2021年中报, 上半年收入 1.5亿元 (+20.7%), 归母净利润 5176万元 (+21.4%), 扣非归母净利润 4641万元 (+24.6%)。分季度看, 2021Q1/Q2 单季度收入分别为 0.41/1.11亿元 (+34%/+16.5%), 单季度归母净利润分别为 0.06/0.45亿元 (+8.3%/+23.5%), 2020Q2 由于疫情延后需求形成一定高基数, Q2 业绩符合预期, 考虑到公司业务下半年确认收入较多, 预计下半年会进一步提速。盈利能力看, 公司上半年毛利率 59.7% (+4pp), 预计主要由于收入结构变化所致, 四费率 18% (+2.5pp), 主要因疫情专项社保减免政策取消所致, 最终归母净利率 34.1% (+0.2pp), 盈利能力基本稳健。
- **上半年智慧药房为主增长驱动力, 下半年静配中心项目有望加速。** 分业务看, 智慧药房为公司目前占比最大的核心业务, 2021H1 收入规模约为 9700万元, 同比增长约 60%, 2020Q4 疫情导致部分订单递延至上半年所致; 静配中心和药品耗材管理业务有一定下滑, 受结算周期影响, 下半年尤其四季度预计贡献较大, 预计全年静配中心增速仍将快于智慧药房业务, 下半年有望加速增长。
- **院内药房自动化空间大, 院外零售药店培育新增长点。** 在院内门诊药房领域, 根据 Frost&Sullivan 数据, 2018年国内门诊药房自动化设备渗透率为 20%, 而美国在 2014年就达到 97%的渗透率, 公司作为行业龙头, 未来行业扩容公司有望受益; 在院内静配中心领域, 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; 在院外零售药店领域, 目前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, 公司目前在探索由公司投放设备获得分成收入的模式, 根据我们测算, 假设 2030年合作分成的药店有 1.2万家, 对应贡献增量收入 12亿元, 净利润 6亿元, 增量明显。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2021~2023年归母净利润为 1.5、1.95、2.5亿元, 公司为国内智能化药品管理龙头, 预计业绩维持稳健增长的气势, 参考可比公司给予 2021年 PE 43倍, 对应目标价 47.7元, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 客户和供应商集中度高风险; 新冠疫情影响超预期; 订单不及预期。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	286.81	557.36	666.18	805.04
增长率	-4.47%	94.33%	19.52%	20.84%
归属母公司净利润 (百万元)	95.74	150.43	195.30	250.22
增长率	4.17%	57.13%	29.83%	28.12%
每股收益 EPS (元)	0.70	1.11	1.44	1.84
净资产收益率 ROE	12.17%	16.35%	17.94%	19.19%
PE	55	35	27	21
PB	6.47	5.57	4.74	3.98

数据来源: Wind, 西南证券

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

联系人: 周章庆
 电话: 021-68416017
 邮箱: zzq@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.36
流通 A 股(亿股)	0.34
52 周内股价区间(元)	18.49-45.88
总市值(亿元)	52.63
总资产(亿元)	10.37
每股净资产(元)	6.36

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 智能化药品管理龙头，受益于下游降本增效需求	1
1.1 药品智能化管理设备的需求增加，政策助力行业发展.....	1
1.2 门诊药房自动化渗透率较低，公司作为国内龙头有望稳健增长.....	2
1.3 核心城市静配中心开始自动化改造，公司业务有望受益.....	5
1.4 积极探索药店智能化改造，打开增量市场.....	6
2 三大业务驱动业绩稳健增长	8
3 盈利预测与估值	10
4 风险提示	12

图 目 录

图 1: 智能化药品管理设备制造业的产业链.....	1
图 2: 中国各级医院数量变化.....	3
图 3: 国内外药房自动化管理渗透率情况.....	4
图 4: 2016-2020 年智慧药房项目收入与增速 (百万元)	5
图 5: 智慧药房项目销量和单价	5
图 6: 公司智能化静配中心项目图.....	6
图 7: 2016-2020 年智能化静配中心收入 (百万元)	6
图 8: 智能化静配中心项目销量和单价.....	6
图 9: 2012~2019 年零售药店药品销售额.....	7
图 10: 2012-2019 年连锁药店占比逐渐提升.....	7
图 11: 公司 2016-2021H1 营业收入及增速 (亿元)	9
图 12: 公司 2016-2021H1 归母净利润及增速 (亿元)	9
图 13: 2020 年公司主营业务构成.....	9
图 14: 2016-2020 年公司主营项目收入构成 (百万元)	9
图 15: 公司近年来毛利率与净利率情况	10
图 16: 公司近年费用率情况.....	10
图 17: 健麾信息与艾隆科技的盈利能力比较.....	10
图 18: 2019 年健麾信息与艾隆科技的销售模式比较	10

表 目 录

表 1: 国内相关政策情况.....	2
表 2: 2018 年我国门诊药房自动化领域市场格局.....	4
表 3: 药店合作模式的收入和净利润空间测算.....	7
表 4: 公司现有产品.....	8
表 5: 分业务收入及毛利率	11
表 6: 可比公司估值情况.....	11
附表: 财务预测与估值	13

1 智能化药品管理龙头，受益于下游降本增效需求

1.1 药品智能化管理设备的需求增加，政策助力行业发展

医院、药店等终端药品需求量持续增长带来药品管理难题。一方面随着我国经济水平快速增长以及人民群众对医疗卫生需求的迅速提升，另一方面医院医疗设备条件、医生素质和药店数量也在大幅增加了医疗卫生的供给能力，因此过去 20 年我国药品品种和数量迅速增长。由此，如何提高药品管理效率、降低管理成本、减少药品发药错误等新的难题逐渐出现。从 20 世纪 80 年代开始，德国、美国、日本等发达国家已经开始药房自动化方面的研究，并随着信息技术、计算机技术、自动控制技术的发展完善，成熟的药品智能化管理设备已经在海外大规模投入使用，这为解决国内药房发展难题提供了借鉴。

药品智能化管理设备能够为下游降本增效。将自动化技术引入到药品管理行业，能给医院、药店、流通企业带来降本增效、减少错误等好处。从产业链来看，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；来自下游医疗服务机构、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 1：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

国内政策智能化药品管理提供有力的发展环境。为自 2010 年 12 月 3 日卫生部发布《二、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 1：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，提供有价值的信息支撑，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的指导意见》	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

1.2 门诊药房自动化渗透率较低，公司作为国内龙头有望稳健增长

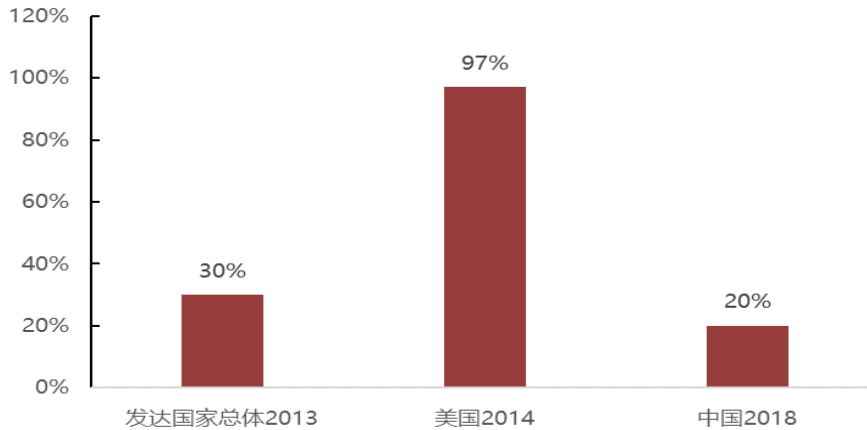
医疗服务需求大幅增加带动门诊药房。随着医院数量总体增加、人口老龄化、床位扩充建设和国民健康意识的加强带动人均医疗支出提升等因素作用下，国内医疗需求大幅增加。根据卫健委统计，2018 年全国拥有三级医院 2500 所，二级医院 9000 所，一级医院 10800 所，预计后续将持续增长。在国家医改政策影响下，各地医疗服务机构致力于改善运营效率、提高患者就医体验，传统的人工药品管理模式已经无法满足药房的药品调配效率要求，医疗机构转而寻求智能化药品管理设备来提升药品调配效率、降低人工成本、提升服务质量。

图 2：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

门诊药房自动发药机相比传统人工模式具备诸多优势。自动化发药设备通过条码以及无线射频识别等技术手段减少用药差错，提高患者用药安全；机器自动化代替人力可将药师从繁重的调剂工作中解放出来，使药师有更多的时间提供药学服务，也契合药师转变药学服务模式的新趋势。根据《中国现代运用药理学》研究显示，目前门诊药房自动化设备使用可实现 40%~70% 的整处方自动化发放率，与传统人工模式相比，处方配发效率提高 30%~50%，调配差错率下降 32%~66%，劳动强度下降 18.4%~65.5%，明显缩短患者取药时间，优化门诊工作流程，提高满意度。

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。我国门诊药房自动化发展起步较晚，2006 年 8 月解放军总医院引进德国欧姆 (Rowa) 自动化发药系统，标志着我国首家自动化门诊药房的建成，截止目前，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%。

图 3：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

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。

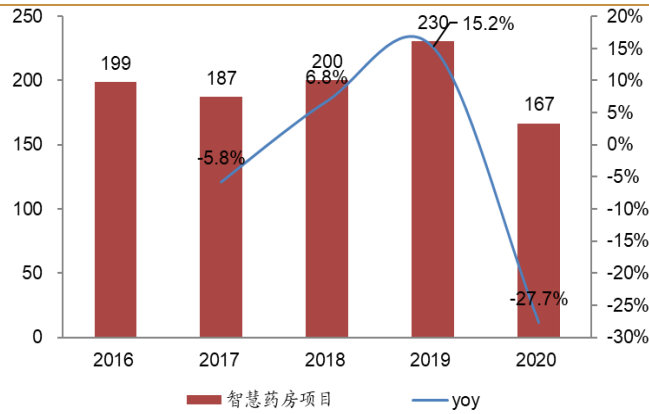
表 2：2018 年我国门诊药房自动化领域市场格局

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, Dickinson and Company (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%

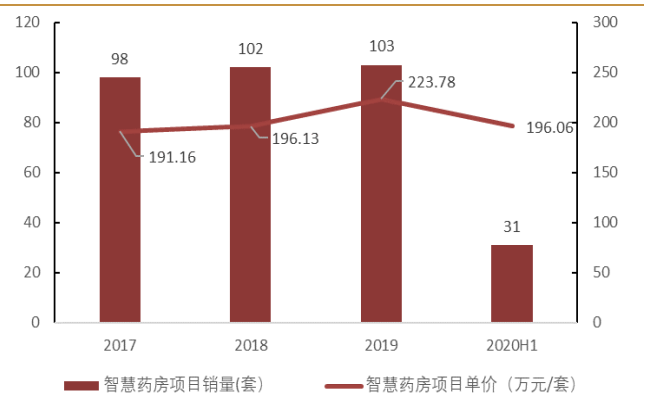
数据来源：Frost&Sullivan，西南证券整理。注：上述市场占有率计算过程中，分母为自动发药机的总台数，即本次调研覆盖医院的门诊药房有自动发药机的总台数，分子为上述医院门诊药房中，各品牌自动发药机的台数

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。2020 年公司智慧药房项目收入 1.7 亿元，同比下降 27.7%，主要因疫情影响装机量。2019 年以前公司年销量基本维持在

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4：2016-2020年智慧药房项目收入与增速（百万元）


数据来源：招股说明书，西南证券整理

图5：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

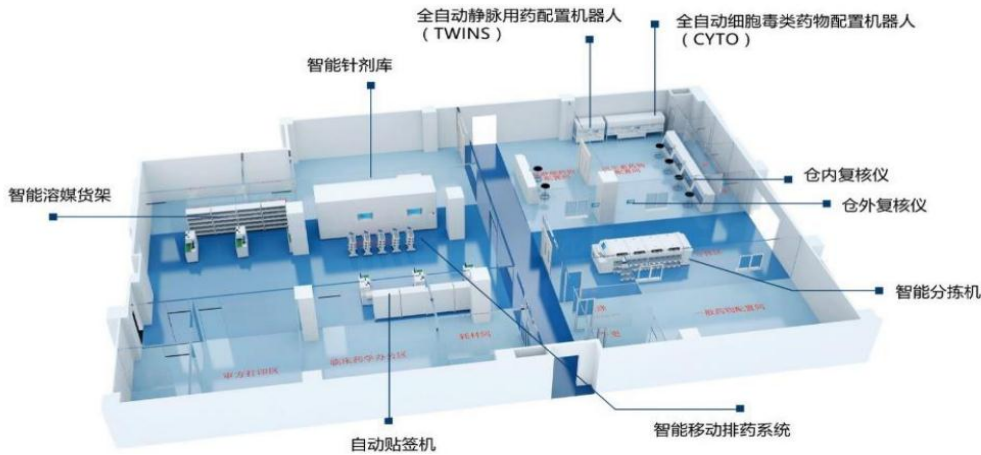
1.3 核心城市静配中心开始自动化改造，公司业务有望受益

静脉药物配置中心 (Pharmacy Intravenous Admixture Services, PIVAS)是将医院传统由临床护士分散完成的工作，改为经专职药师对外方严格审核后，在按照国际相关标准，根据药物不同特性设计的操作环境下集中配置，配液人员接受专门操作培训，对普通药物、抗肿瘤化学药物、抗生素药物等按照标准的操作流程进行配置，为临床提供优质的服务。静脉药物配置中心将配液操作由护士改为专职人员在药师指导下配液，使得药师在配液环节起主导作用。临床医生开好处方医嘱后，由配液管理系统将医嘱生成处方信息后传至配液中心，由药师根据病人的临床诊断判断其用药的合理性，审核通过后静脉药品在相应的操作间内完成配置，同时在输液瓶签上标明病人用药的浓度、给药持续时间等正确信息。

静脉药物配置中心的主要优点有：1) 改变了传统临床静脉输液加药过程中混合配制的做法，避免了过去由病区护士配液中因病房环境等原因，使得配液质量易受影响、病人用药安全难以保证的弊端；2) 加强了职业药师对医嘱或处方用药合理性的药学审核力度，更好的保障了病人用药合理性和用药安全，使得药师在临床药学中作用得到体现；3) 药师与护理人员的专业分工得到明确，护士不进行配液工作，杜绝了配药出错情况的发生，护士将有更多的时间进行护理工作，提高工作效率和护理质量。

静配中心自动化为新的发展趋势。近年来，为提高静脉药物调配效率，进一步减少毒性药物对操作人员的伤害，静脉药物调配机器人和自动化设备应运而生。以健麾信息为例，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。

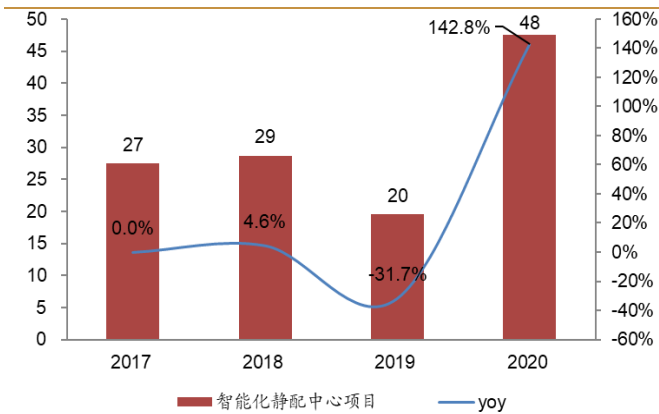
图 6：公司智能化静配中心项目图



数据来源：招股说明书，西南证券整理

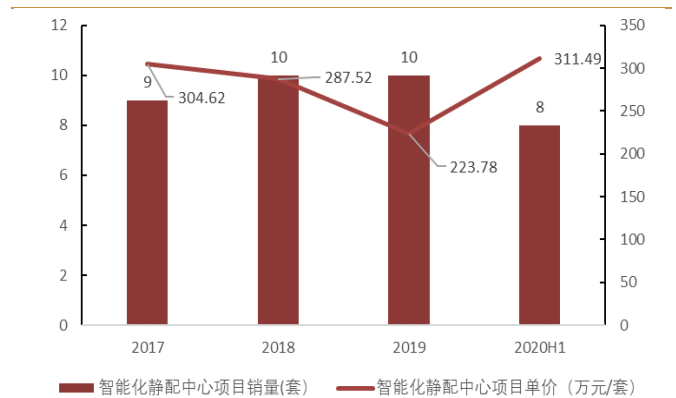
智能化静配中心项目预计未来 3~5 年拥有 10 倍空间。当前国内静配中心智能化率较低，根据 Frost&Sullivan 数据，未来 3~5 年，北京静配中心自动化设备渗透率将从 4% 上升到 45%，深圳静配中心自动化设备渗透率将从 6% 上升到 57%，苏州静配中心自动化设备渗透率将从 30% 上升到 65%，上海静配中心自动化设备渗透率将从 5% 上升到 48%，总体而言，各地渗透率有 10 倍以上的提升空间，预计公司静配中心智能化设备将迎来高速增长。2020 年公司智能化静配中心收入 0.48 亿元，同比恩泽 142.8%，根据 2019 年前的销量情况，公司单价基本在 300 万元左右。

图 7：2016-2020 年智能化静配中心收入（百万元）



数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 8：智能化静配中心项目销量和单价



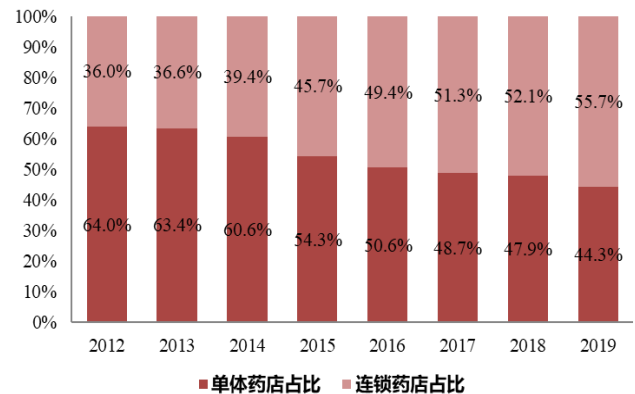
数据来源：招股说明书，西南证券整理

1.4 积极探索药店智能化改造，打开增量市场

受益于处方外流，药品零售行业潜力巨大。零售药店药品市场规模大，根据中商产业研究院大数据库统计，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。未来随着医改推进，处方外流不断推进，预计院外药店零售药品市场有望持续扩容。

图 9：2012~2019 年零售药店药品销售额


数据来源：米内网，西南证券整理

图 10：2012-2019 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

目前国内药店的智能化率很低，公司积极探索和药店企业合作打开新市场。与医院门诊药房自动发药机设备 20% 的渗透率相比，药房还普遍依赖人工进行药品的粗放管理。随着药店行业规模的扩大以及连锁化率的提升，以及互联网医疗、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和增效降本的需求日益突出。但一套自动发药机设备的价格超过 100 万元，对药店来说，很难投入资金改造，因此公司目前在探索以公司投放设备并获得分期或分成收入等形式的合作。

预计 2030 年合作药店超过 1.2 万家，贡献 6 亿元的净利润增量。中国目前药店有 52.4 万家，预计未来 10 年保持 5% 的年复合增长；其中适合做智慧药房项目改造的比例约 30%，预计约 15~26 万家；从收费和盈利模式看，设备所有权由上市公司承担，药房不需要支付初期采购设备的成本，假设后续以年收入 3% 作为分成，预计单个药店平均给公司贡献 10 万元。公司年折旧预计 4 万元（30 多万成本分 8 年折旧），假设考虑销售、管理、维护等成本单台每年一万元，稳态下盈利能力较好。预计 2030 年合作分成的药店有 1.2 万家，对应贡献增量收入 12 亿元，净利润 6 亿元。

表 3：药店合作模式的收入和净利润空间测算

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
中国药店数量 (万家)	52.4	55.0	57.8	60.7	63.7	66.9	70.2	73.7	77.4	81.3	85.4	89.6
yoy		5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
适合做智能化改造的比例	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
适合做智能化改造的药店数量 (万家)	15.7	16.5	17.3	18.2	19.1	20.1	21.1	22.1	23.2	24.4	25.6	26.9
公司智慧药房项目分成模式的渗透率	0.00%	0.00%	0.05%	0.20%	0.40%	0.80%	1.50%	2.10%	2.70%	3.30%	3.90%	4.50%
分成模式的药店数量 (家)			87	364	764	1605	3160	4645	6271	8048	9986	12099
平均单个药店的分成收入 (万)			3	6	10	10	10	10	10	10	10	10
单个药店设备的年折旧成本 (万)			2	4	4	4	4	4	4	4	4	4
其余销售、管理、维护等成本 (万)			0	1	1	1	1	1	1	1	1	1
单个药店设备的净利润 (万)			1	1	5	5	5	5	5	5	5	5
药店分成模式的收入测算 (百万元)			3	22	76	161	316	465	627	805	999	1210
药店分成模式的净利润测算 (百万元)			1	4	38	80	158	232	314	402	499	605

数据来源：Wind，西南证券

2 三大业务驱动业绩稳健增长

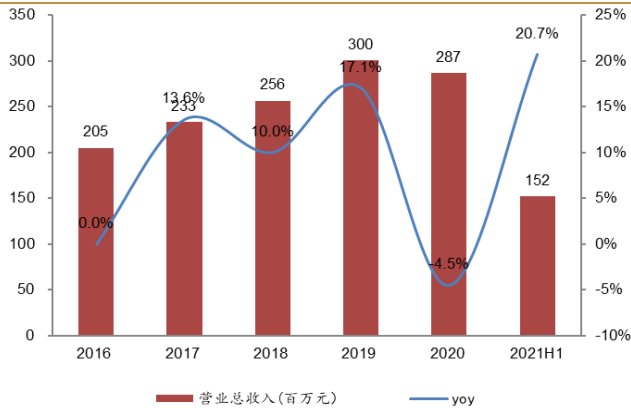
公司主要产品涵盖智慧药房项目、智能化静配中心项目和智能化药品耗材管理三大项目，主要应用于药品及耗材从药房药库存储到发放的全流程管理，应用场景包括门急诊及住院药房、药库、静配中心、手术室、ICU和零售药店等，公司根据应用场景的不同，为客户提供个性化的项目定制、实施和维护服务。智慧药房领域主要包括自动发药机(D系列、H系列)，智能化静配中心项目领域主要包括全自动配液机器人(Cyto、Twins)、智能针剂库、智能分拣机、智能贴签机，以及智能化药品耗材管理项目领域主要包括耗材柜、病区柜、其他类药品耗材管理产品。

表 4：公司现有产品

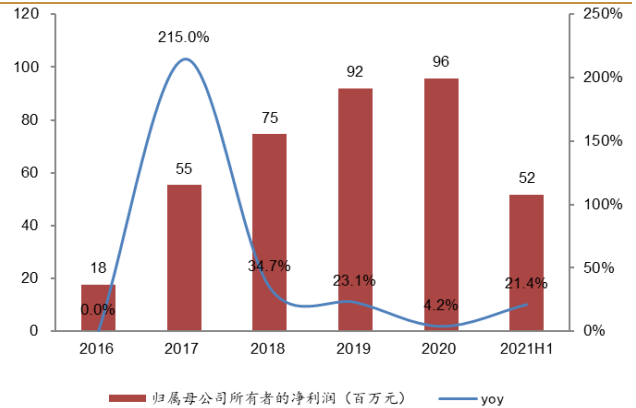
项目类型	产品系列	产品名称	核心技术	核心技术
智慧药房项目	自动发药机(D系列)	D型自动发药机	自由落药技术可实现全屏出药,发药速度达每小时2500盒;半自动补药技术可使补药速度达到每小时2500盒。	自由落药技术;半自动补药技术
		D-plus型自动发药机	自由落药技术可实现全屏出药,发药速度达每小时3000盒;全自动补药速度可达到每小时800盒。	自由落药技术;全自动补药技术
		D-mini型自动发药机	机械手发药可实现发药速度每小时1200盒;机械手补药可实现补药速度每小时450盒。	机械手发药技术;全自动补药技术
	自动发药机(H系列)	H型自动发药机	自由落药技术可实现全屏出药,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。2020年公司营业收入达到2.9亿元(-4.5%)，归母净利润9600万元(+4.2%)，增速相比以往有所放缓，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。2021H1收入1.5亿元(+20.7%)，归母净利润5176万元(+21.4%)，上半年智慧药房为主增长驱动力，下半年静配中心项目有望加速驱动全年业绩加速增长。

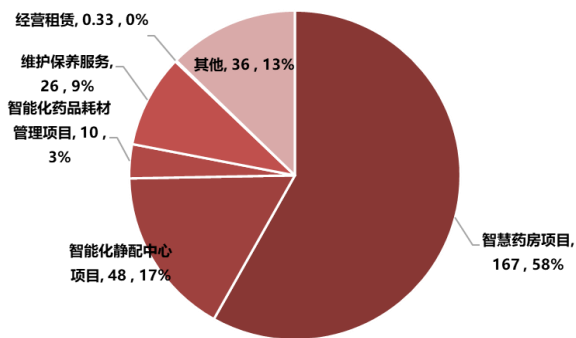
图 11: 公司 2016-2021H1 营业收入及增速 (亿元)


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

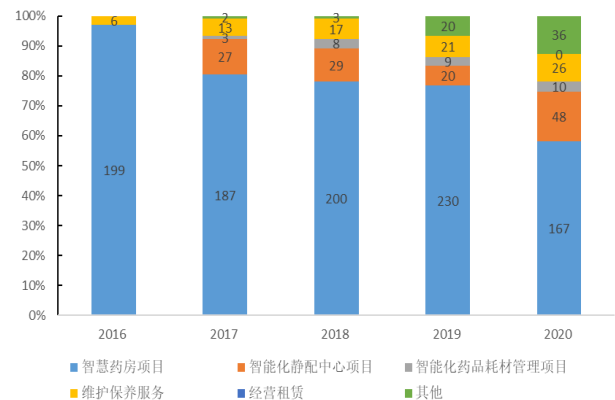
图 12: 公司 2016-2021H1 归母净利润及增速 (亿元)


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。2020年公司智慧药房项目收入为1.7亿元,占总营收58%。第二大收入贡献者为智能化静配中心,营收为4753万元,占比17%,同比增长142.8%,主要由于公司智能化静配中心项目正处于推广阶段,项目数量增加较快。

图 13: 2020 年公司主营业务构成


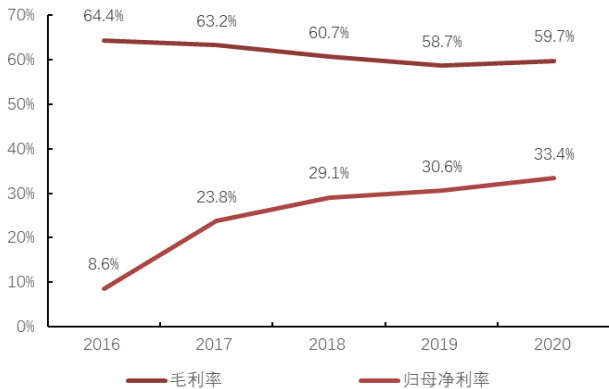
数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

图 14: 2016-2020 年公司主营项目收入构成 (百万元)


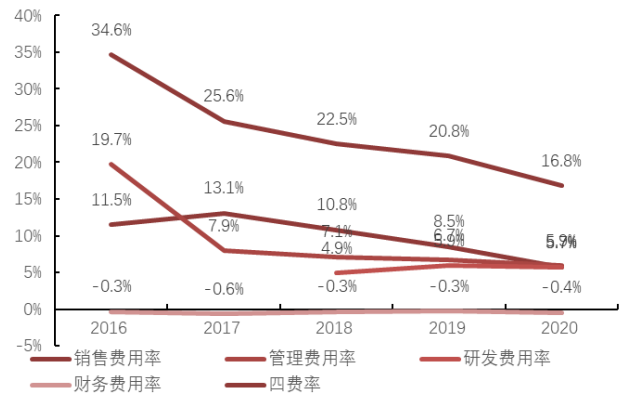
数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

利润率有望维持较高水平。2016-2020年间公司毛利率虽有小幅下滑,但均维持在58%以上,归母净利率2016-2020年间由8.6%提升至33.4%,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。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盈利质量未来快速、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。2016-2020年间公司销售费用率由11.5%下降至5.7%,管理费用率从19.7%下降至5.9%,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。公司研发投入持续加码,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。

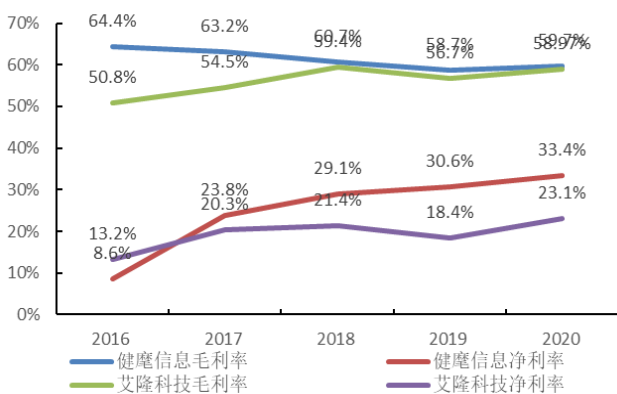
图 15: 公司近年来毛利率与净利率情况


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

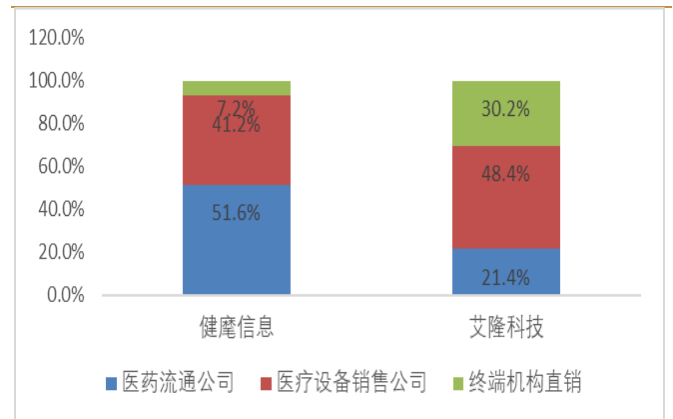
图 16: 公司近年费用率情况


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

与竞争对手相比, 公司盈利能力更高。艾隆科技是公司院内门诊药房自动发药机的主要竞争对手, 两者的收入体量较为接近。从盈利能力看, 健麾的盈利能力更高, 净利率领先艾隆科技 10pp, 两者近三年毛利率较为接近, 主要因为健麾信息的销售费用率和管理费用率较低。预计盈利能力和销售模式有关, 公司下游流通企业占比较高, 艾隆科技直销占比较高。

图 17: 健麾信息与艾隆科技的盈利能力比较


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

图 18: 2019年健麾信息与艾隆科技的销售模式比较


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

3 盈利预测与估值

假设 1: 智慧药房项目为公司核心业务, 预计 2021~2023 年订单项目数量增速分别为 20%、20%、20%。

假设 2: 智能化静配中心项目为成长业务, 预计 2021~2023 年订单项目数量增速分别为 50%、50%、50%。

假设 3: 智能化药品耗材管理项目, 预计 2020~2022 年项目订单增速别为 20%、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 2021~2023 年增速分别为 30%、20%、20%。

假设 5: 公司中标湖北省卫生健康委员会基层移动医疗卫生服务车项目(车载医疗设备)包含的相关医疗设备销售合同金额为 1.96 亿元, 预计为其他业务贡献增量, 2022~2023 年预计该项目合同增速 10%、10%。

表 5: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2020E	2021E	2022E	2023E
智慧药房项目	收入	167	200	240	288
	增速	-27.7%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	62.0%	63.0%	63.0%	63.0%
智能化静配中心项目	收入	48	71	107	160
	增速	142.8%	50.0%	50.0%	50.0%
	毛利率	59.7%	60.0%	60.0%	60.0%
智能化药品耗材管理项目	收入	10	11	14	17
	增速	7.8%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	61.4%	55.0%	55.0%	55.0%
维护保养服务	收入	26	34	41	49
	增速	23.8%	30.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	69.0%	63.0%	63.0%	63.0%
其他	收入	36	240	264	291
	增速	80.9%	558.3%	10.0%	10.0%
	毛利率	46.6%	30.0%	30.0%	30.0%
合计	收入	287	557	666	805
	增速	-4.5%	94.3%	19.5%	20.8%
	毛利率	59.7%	48.2%	49.3%	50.3%

数据来源: Wind, 西南证券

基于以上假设, 我们预计 2021-2023 年收入分别为 5.6、6.7、8.1 亿元, 同比分别增长 94.3%、19.5%、20.8%, 归母净利润分别为 1.5、1.95、2.5 亿元, EPS 分别为 1.11、1.44、1.84 元, 未来业绩预计维持稳健增长的态势。

公司作为药房自动化设备龙头, 未来业绩成长性突出, 我们选取同样做自动发药机的艾隆科技以及同为 to B 端的设备企业东富龙和迈瑞医疗作为可比公司, 参考可比公司 2021~2023 年 PE 分别为 43、34、28 倍, 给予公司 2021 年 PE 43 倍, 对应目标价 47.7 元, 给予“买入”评级。

表 6: 可比公司估值情况

证券代码	证券名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
688329.SH	艾隆科技	43.86	1.22	1.58	2.10	36	28	21
300171.SZ	东富龙	44.60	1.02	1.26	1.55	44	35	29
300760.SZ	迈瑞医疗	331.70	6.76	8.25	10.03	49	40	33
平均值						43	34	28
605186.SH	健麾信息	38.70	1.11	1.44	1.84	35	27	21

数据来源: Wind, 预测时间为 2021 年 9 月 10 日, 西南证券整理

4 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；
- 3) 下游客户订单不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	286.81	557.36	666.18	805.04	净利润	106.79	167.80	217.84	279.10
营业成本	115.53	288.46	337.89	399.81	折旧与摊销	2.20	3.58	3.58	3.58
营业税金及附加	2.23	4.23	4.83	6.00	财务费用	-1.26	-5.00	-5.00	-5.00
销售费用	16.23	29.21	29.21	30.67	资产减值损失	0.00	10.00	10.00	10.00
管理费用	16.90	25.35	25.35	26.62	经营营运资本变动	-24.36	-123.04	-68.88	-75.44
财务费用	-1.26	-5.00	-5.00	-5.00	其他	-11.59	-10.00	-8.00	-11.00
资产减值损失	0.00	10.00	10.00	10.00	经营活动现金流净额	71.78	43.34	149.54	201.24
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-72.89	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	11.99	2.38	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	8.00	11.00	15.00	投资活动现金流净额	-60.90	2.38	0.00	0.00
营业利润	123.55	191.87	249.39	318.80	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.14	1.00	1.00	2.00	长期借款	-42.64	0.00	0.00	0.00
利润总额	123.41	192.87	250.39	320.80	股权融资	435.21	0.00	0.00	0.00
所得税	16.63	25.07	32.55	41.70	支付股利	0.00	-19.15	-30.09	-39.06
净利润	106.79	167.80	217.84	279.10	其他	10.81	5.00	5.00	5.00
少数股东损益	11.05	17.36	22.54	28.88	筹资活动现金流净额	403.39	-14.15	-25.09	-34.06
归属母公司股东净利润	95.74	150.43	195.30	250.22	现金流量净额	414.39	31.57	124.46	167.18
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	559.88	591.45	715.90	883.08	成长能力				
应收和预付款项	228.83	373.49	462.74	566.28	销售收入增长率	-4.47%	94.33%	19.52%	20.84%
存货	24.63	61.49	70.02	84.22	营业利润增长率	1.95%	55.29%	29.98%	27.83%
其他流动资产	8.89	12.65	15.12	18.27	净利润增长率	1.34%	57.13%	29.83%	28.12%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	1.39%	52.98%	30.20%	27.99%
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	151.47	149.75	148.03	146.31	毛利率	59.72%	48.25%	49.28%	50.34%
无形资产和开发支出	16.80	14.98	13.16	11.34	三费率	11.11%	8.89%	7.44%	6.50%
其他非流动资产	6.91	6.87	6.83	6.79	净利率	37.23%	30.11%	32.70%	34.67%
资产总计	997.40	1210.67	1431.81	1716.29	ROE	12.17%	16.35%	17.94%	19.19%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	10.71%	13.86%	15.21%	16.26%
应付和预收款项	69.12	140.15	166.39	201.90	ROIC	35.39%	39.58%	40.80%	45.37%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	43.41%	34.17%	37.22%	39.42%
其他负债	50.66	44.25	51.39	60.33	营运能力				
负债合计	119.79	184.41	217.79	262.23	总资产周转率	0.39	0.50	0.50	0.51
股本	136.00	136.00	136.00	136.00	固定资产周转率	15.83	16.81	21.19	27.09
资本公积	359.16	359.16	359.16	359.16	应收账款周转率	1.65	2.08	1.80	1.76
留存收益	317.99	449.27	614.49	825.64	存货周转率	3.73	6.70	5.06	5.09
归属母公司股东权益	813.15	944.43	1109.65	1320.81	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	83.69%	—	—	—
少数股东权益	64.47	81.83	104.37	133.25	资本结构				
股东权益合计	877.62	1026.26	1214.02	1454.05	资产负债率	12.01%	15.23%	15.21%	15.28%
负债和股东权益合计	997.40	1210.67	1431.81	1716.29	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	7.02	5.72	5.87	5.98
					速动比率	6.81	5.38	5.55	5.65
					股利支付率	0.00%	12.73%	15.41%	15.61%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标				
EBITDA	124.49	190.45	247.97	317.38	每股收益	0.70	1.11	1.44	1.84
PE	54.97	34.99	26.95	21.03	每股净资产	5.98	6.94	8.16	9.71
PB	6.47	5.57	4.74	3.98	每股经营现金	0.53	0.32	1.10	1.48
PS	18.35	9.44	7.90	6.54	每股股利	0.00	0.14	0.22	0.29
EV/EBITDA	37.73	24.50	18.31	13.78					
股息率	0.00%	0.36%	0.57%	0.74%					

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
行业评级	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-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
	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	zfy@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
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	林芷璇	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
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn