

# 维力医疗 (603309.SH)

## 国内医用导管领军者，精耕细作步入新的成长期

国内医用导管领军企业，产品丰富覆盖全球市场需求。公司主要从事麻醉、泌尿、呼吸、血液透析等领域医用导管的研发、生产和销售，已在全球取得各类医疗器械注册证 300 多个，产品远销海外 90 余个国家或地区（包括监管严格的北美、欧洲、日本等主流市场）；国内有效覆盖所有省区，入院超过 4000 家（三甲 1000 家以上）。公司历史业绩增长稳步向上，国际环境与新冠疫情等因素曾带来阶段性的业绩波动，受益于产品持续创新升级与营销改革推进，内销有望持续快速增长；同时凭借技术产能优势通过非标定制化项目深度绑定海外核心大客户，海外业务有望持续突破；公司整装待发，2022 年有望启动新的成长期。

**产品创新+营销改革，驱动内销快速增长。**1) 公司持续加大研发投入丰富产品组合，近年推出的可视双腔支气管插管、负压清石鞘等创新产品受到临床及专家广泛认可；2021 年又有 5 个新品获证（一次性使用可视喉罩、呼气末二氧化碳气体导管、一次性使用喷射鼻咽通气道、一次性使用超滑乳胶导尿管、一次性使用亲水涂层乳胶导尿管套件），各细分领域均实现技术领先，持续提高品牌影响力和产品终端销售；独家代理的百克得 BIP 导尿管国内三类证延续获批后进一步巩固公司该领域竞争优势；此外公司后续在研管线丰富且创新性十足，产品升级换代驱动公司持续快速增长。2) 基于各产品线产品特点与市场渠道的差异性，公司 2020 年开始整合市场渠道和销售渠道，2021 年实现国内营销分线销售，能够更加紧贴临床需求，深入终端市场服务，同时近两年销售人员团队实现大幅扩充，为未来几年内销加速增长保驾护航。

**深度绑定核心大客户，定制化项目助力海外增长。**疫情给公司出口业务带来新的挑战，公司利用技术产能优势积极争取大客户的非标定制产品项目，为海外大客户整体解决方案，北美地区大客户订单逆势上涨，同时签署多个新的定制化项目：OEM（硅胶防护面罩项目、鼻头配件项目、硅胶导尿管项目、加强气管插管项目）；ODM（间隙性导尿管项目、超滑乳胶导尿管项目）。目前多个项目处于技术研发阶段，未来几年将陆续转化为新的增量业务。

**股权激励绑定核心员工，考核目标彰显发展信心。**2021 年 11 月公司开展第一期股权激励，根据解除限售 100% 比例的公司业绩最低考核要求（2022 年、2022-2023 两年、2022-2024 三年的扣非净利润分别不低于 1.56 元、3.58 亿元、6.20 亿元），进一步加强了我们对于公司 2022 年开启新的拐点向上，2023-2024 年复合 30% 左右的增速的发展信心。

**盈利预测与评级：**我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 1.57 亿元、2.06 亿元、2.69 亿元，同比增长分别为 47.5%、31.7%、30.6%，对应 PE 为 29x、22x、17x。我们认为公司是国内医用导管领军企业，随着内销持续发力海外持续突破，正在步入新的快速成长期。首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**海外销售风险、医疗政策调整风险、产品研发不及预期风险、疫情带来的经营风险。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,131	1,119	1,398	1,748	2,185
增长率 yoy (%)	13.8	-1.1	25.0	25.0	25.0
归母净利润(百万元)	153	106	157	206	269
增长率 yoy (%)	26.4	-30.7	47.5	31.7	30.6
EPS 最新摊薄(元/股)	0.52	0.36	0.53	0.70	0.92
净资产收益率 (%)	14.0	7.2	9.1	11.4	13.3
P/E (倍)	29.3	42.2	28.6	21.7	16.6
P/B (倍)	4.0	2.8	2.6	2.4	2.2

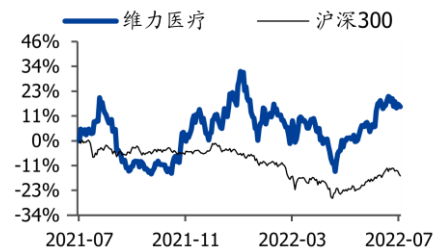
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 7 月 12 日收盘价

### 买入 (首次)

#### 股票信息

行业	医疗器械
7月12日收盘价(元)	15.27
总市值(百万元)	4,480.56
总股本(百万股)	293.42
其中自由流通股(%)	98.71
30日日均成交量(百万股)	2.96

#### 股价走势



#### 作者

分析师 张金洋

执业证书编号: S0680519010001

邮箱: zhangjy@gszq.com

分析师 殷一凡

执业证书编号: S0680520080007

邮箱: yinyifan@gszq.com

#### 相关研究

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	435	975	940	1070	1175
现金	162	605	512	532	537
应收票据及应收账款	96	134	154	206	244
其他应收款	11	10	16	17	25
预付账款	13	18	21	27	33
存货	133	168	197	248	296
其他流动资产	19	40	40	40	40
<b>非流动资产</b>	1054	1158	1254	1379	1510
长期投资	36	16	-5	-26	-47
固定资产	442	440	541	662	803
无形资产	156	183	202	226	235
其他非流动资产	420	519	516	517	518
<b>资产总计</b>	1489	2132	2194	2450	2684
<b>流动负债</b>	239	427	373	461	472
短期借款	0	92	92	92	92
应付票据及应付账款	88	113	130	166	196
其他流动负债	151	222	151	203	183
<b>非流动负债</b>	106	114	113	114	109
长期借款	84	57	56	56	52
其他非流动负债	22	57	57	57	57
<b>负债合计</b>	345	541	486	575	581
少数股东权益	10	13	12	20	30
股本	260	293	293	293	293
资本公积	248	633	633	633	633
留存收益	633	685	788	928	1110
归属母公司股东权益	1134	1578	1695	1855	2073
<b>负债和股东权益</b>	1489	2132	2194	2450	2684

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	228	187	149	270	291
净利润	160	115	156	214	280
折旧摊销	50	51	48	61	76
财务费用	18	10	15	22	29
投资损失	2	1	-1	-1	-1
营运资金变动	-14	-7	-69	-26	-92
其他经营现金流	12	18	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-96	-156	-144	-186	-206
资本支出	92	109	117	146	151
长期投资	-2	-17	21	21	21
其他投资现金流	-5	-64	-6	-19	-34
<b>筹资活动现金流</b>	-138	414	-98	-64	-81
短期借款	0	92	0	0	0
长期借款	-83	-27	-1	1	-4
普通股增加	60	33	0	0	0
资本公积增加	-60	385	0	0	0
其他筹资现金流	-55	-70	-97	-64	-76
<b>现金净增加额</b>	-9	443	-93	20	5

**利润表 (百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	1131	1119	1398	1748	2185
营业成本	636	645	780	951	1164
营业税金及附加	12	11	15	19	23
营业费用	97	143	182	227	284
管理费用	107	113	147	183	236
研发费用	55	55	70	87	109
财务费用	18	10	15	22	29
资产减值损失	-11	-6	0	0	0
其他收益	8	9	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-2	-1	1	1	1
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	198	143	190	260	341
营业外收入	1	0	1	1	1
营业外支出	9	3	4	4	5
<b>利润总额</b>	190	140	188	256	337
所得税	30	26	32	43	57
<b>净利润</b>	160	115	156	214	280
少数股东损益	7	9	-1	7	10
<b>归属母公司净利润</b>	153	106	157	206	269
EBITDA	240	182	227	310	404
EPS (元/股)	0.52	0.36	0.53	0.70	0.92

**主要财务比率**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	13.8	-1.1	25.0	25.0	25.0
营业利润 (%)	35.0	-28.0	33.4	36.3	31.3
归属母公司净利润 (%)	26.4	-30.7	47.5	31.7	30.6
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	43.8	42.4	44.2	45.6	46.7
净利率 (%)	13.5	9.5	11.2	11.8	12.3
ROE (%)	14.0	7.2	9.1	11.4	13.3
ROIC (%)	12.5	5.9	7.8	10.0	11.9
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	23.2	25.4	22.2	23.5	21.6
净负债比率 (%)	-1.0	-21.8	-17.5	-16.8	-15.2
流动比率	1.8	2.3	2.5	2.3	2.5
速动比率	1.1	1.8	1.9	1.7	1.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.6	0.6	0.8	0.9
应收账款周转率	11.0	9.7	9.7	9.7	9.7
应付账款周转率	7.7	6.4	6.4	6.4	6.4
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.52	0.36	0.53	0.70	0.92
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.78	0.64	0.51	0.92	0.99
每股净资产 (最新摊薄)	3.87	5.38	5.78	6.32	7.07
<b>估值比率</b>					
P/E	29.3	42.2	28.6	21.7	16.6
P/B	4.0	2.8	2.6	2.4	2.2
EV/EBITDA	18.6	22.6	18.4	13.4	10.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 7 月 12 日收盘价

## 内容目录

维力医疗：医用导管领先企业，迈入成长新阶段 .....	5
医用导管产品丰富，深度覆盖全球市场需求 .....	5
历史业绩稳步向上，营销改革有望提速发展 .....	7
股权激励绑定员工利益，考核目标彰显信心 .....	10
内销发力：持续创新+营销改革，驱动内销快速增长 .....	12
医用导管应用前景广阔，国内千亿赛道掘金 .....	12
内销占比提高，加速收入增长与盈利能力提升 .....	13
研发驱动产品创新升级，龙头引领行业发展 .....	14
深度营销深入终端市场，学术推广打造品牌形象 .....	19
海外突破：发挥技术产能优势，持续开拓海外市场 .....	20
国产品牌持续赶超进口，升级替代大有可为 .....	20
深度绑定核心大客户，定制化项目助力增长 .....	21
盈利预测与评级 .....	22
风险提示 .....	23

## 图表目录

图表 1: 公司主要产品及用途 .....	5
图表 2: 公司历史沿革 .....	6
图表 3: 公司股权结构 .....	6
图表 4: 公司核心管理团队背景 .....	7
图表 5: 公司营业收入增长情况 (2012-2022Q1) .....	8
图表 6: 公司净利润增长情况 (2012-2022Q1) .....	8
图表 7: 公司毛利率、净利润率变化情况 (2012-2021) .....	8
图表 8: 公司期间费用率变化情况 (2012-2021) .....	9
图表 9: 公司不同板块收入增长情况 (2016-2021, 按产品) .....	9
图表 10: 公司不同板块毛利率变化情况 (2016-2021, 按产品) .....	9
图表 11: 公司不同板块收入增长情况 (2016-2021, 按地区) .....	10
图表 12: 公司不同板块毛利率变化情况 (2016-2021, 按地区) .....	10
图表 13: 公司第一期限制性股票激励计划首次激励对象名单及授予情况 .....	11
图表 14: 公司第一期限制性股票激励计划解除限售的公司层面业绩考核目标 .....	11
图表 15: 公司扣非后归母净利润增长情况 (2012-2024E) .....	11
图表 16: 公司主要医用导管产品举例 .....	12
图表 17: 国内医用导管行业市场规模增长情况 (2012-2024E) .....	13
图表 18: 第七次全国人口普查部分数据结果 .....	13
图表 19: 公司不同板块收入增长情况 (2016-2021, 按地区) .....	14
图表 20: 公司不同板块毛利率变化情况 (2016-2021, 按地区) .....	14
图表 21: 公司各板块业务收入及增速 (2021) .....	15
图表 22: 公司各板块业务收入占比 (2021) .....	15
图表 23: 公司麻醉业务收入及增速 (2016-2021) .....	16
图表 24: 公司麻醉业务毛利率变化情况 (2016-2021) .....	16
图表 25: 公司导尿业务收入及增速 (2016-2021) .....	16
图表 26: 公司导尿业务毛利率变化情况 (2016-2021) .....	16
图表 27: 公司泌尿外科业务收入及增速 (2017-2021) .....	17

图表 28: 公司泌尿外科业务毛利率变化情况 (2017-2021)	17
图表 29: 公司护理业务收入及增速 (2017-2021)	18
图表 30: 公司护理业务毛利率变化情况 (2017-2021)	18
图表 31: 公司呼吸业务收入及增速 (2016-2021)	18
图表 32: 公司呼吸业务毛利率变化情况 (2016-2021)	18
图表 33: 公司血液透析业务收入及增速 (2016-2021)	19
图表 34: 公司血液透析业务毛利率变化情况 (2016-2021)	19
图表 35: 公司销售人员增长及占比变化 (2014-2021)	20
图表 36: 公司销售费用增长及销售费用率变化 (2014-2021)	20
图表 37: 中国医用导管和插管进出口金额情况 (2013-2017)	21
图表 38: 维力医疗收入拆分 (单位: 百万元, 人民币)	22
图表 39: 可比公司估值 (可比公司参照 wind 一致预期, 截至 2022.7.12)	23

## 维力医疗：医用导管领先企业，迈入成长新阶段

### 医用导管产品丰富，深度覆盖全球市场需求

维力医疗成立于**2004年**，主要从事**麻醉、泌尿、呼吸、血液透析**等领域医用导管的研究、生产和销售。产品在临床上广泛应用于手术、治疗、急救和护理等医疗领域，已在全球取得各类医疗器械注册证**300多个**（截至**2021年末**，国内医疗器械注册**126项**、美国**FDA注册18项**、CE产品认证**85项**、加拿大产品认证**26项**、德国注册登记**80项**），具备优秀的国内、国际产品注册能力。

图表 1：公司主要产品及用途

产品领域	主要产品	用途
麻醉	气管插管、喉罩、支气管插管、可视支气管插管、气管切开插管、麻醉面罩、人工鼻、麻醉呼吸管路、电子镇痛泵	和麻醉呼吸机相配套使用，用于各种吸入全麻手术、预防和处理呼吸道梗阻、呼吸功能不全以及急救时建立人工通气道；术后镇痛、分娩镇痛、癌痛镇痛、肿瘤化疗等临床治疗中药液的精确输注和监测
泌尿外科	包皮环切缝合器	主要用于泌尿外科包皮环切手术
	清石鞘、微创扩张引流套件、导丝、球囊扩张导管、输尿管扩张器、输尿管导引鞘、取石篮、输尿管支架、输尿管导管	和内窥镜等配套使用，用于泌尿系统手术通道建立和结石清除，适用于肾结石、输尿管结石和膀胱结石的病人，尿失禁、输尿管狭窄等泌尿系统异常病人的微创手术治疗
导尿	导尿管、导尿包、引流袋、测温导尿管、男用导尿管	主要用于手术及病房护理时对病人进行尿液引流
护理	杨克引流管、口护吸痰管、排泄物管理器	主要用于临床病人的伤口或分泌物清理引流以及重症病人的口腔及排泄物护理
呼吸	氧气面罩、氧浓度可调面罩	主要适用于病人输氧用
	药物吸入雾化器	主要用于各种呼吸系统疾病给药时使用
血液透析	血液净化体外循环管路	主要是和血液透析机等配套使用，用于终末期肾病患者的血液透析治疗，以及急性药物或毒物中毒、难治性充血性心力衰竭与急性肺水肿的急救

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

通过近二十年的持续深耕，公司成为全球医用导管主要供应商之一。海外方面，公司与上百家国外医疗器械经销商、数十家国内出口贸易商进行业务合作，产品远销海外**90**余个国家或地区，进入监管严格的北美、欧洲、日本等主流市场。国内方面，公司产品有效覆盖所有省区，进入国内超过**4000**家医院（其中**1000**家以上三甲医院），随着近几年新产品的推出和学术推广活动的深入开展，公司品牌知名度越来越高，各细分产品领域的国内市场地位逐年提升。

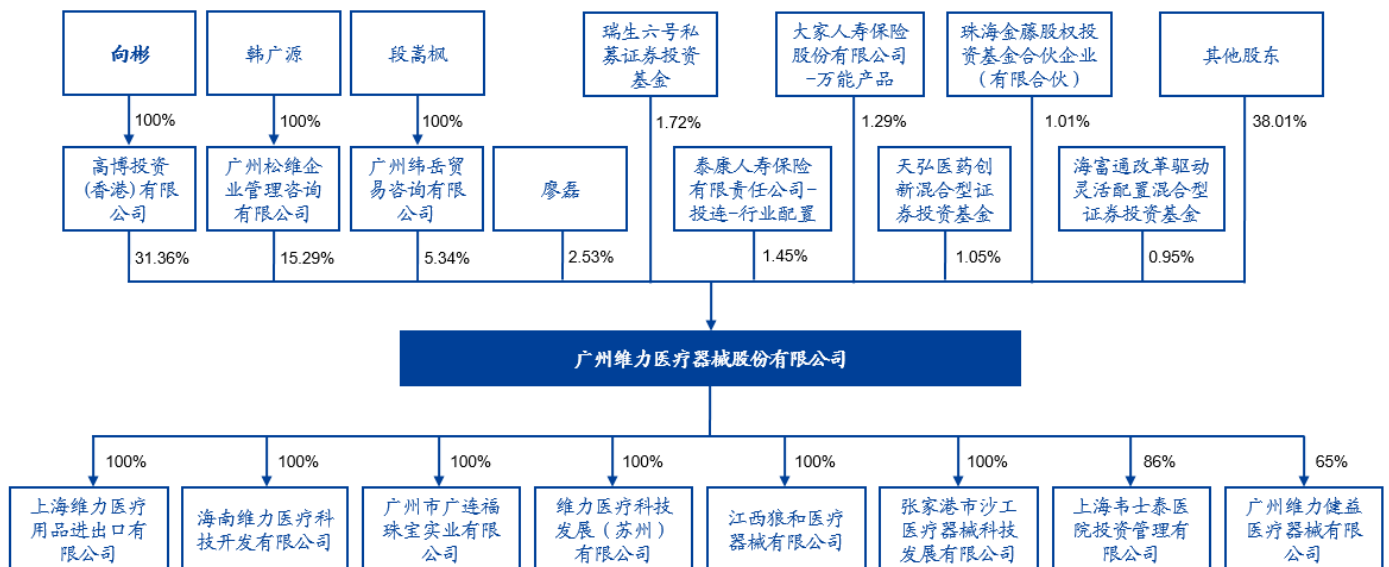
图表 2: 公司历史沿革

时间	事件
2004	维力医疗公司成立 9种产品获得美国FDA注册, 进入美国市场
2007	11种产品获得加拿大CMDCAS注册, 进入加拿大市场
2010	控股张家港沙工医疗, 进入血液透析耗材产品领域 通过日本J-GMP认证
2011	成立子公司海南维力 广州市新型医用导管工程技术研究开发中心落户维力 通过美国FDA工厂检查
2015	公司在A股上市, 股票代码603309
2016	通过韩国KFDA审核 海南维力开工建设
2018	狼和医疗成为维力医疗全资子公司
2019	公司连续12年被评为广东省质量信用A类医疗器械生产企业 公司圆满通过KFDA审核
2020	海南维力自动化乳胶导尿管生产线投产运营 连续3次通过美国FDA工厂检查 通过国际质量体系的MDSAP认证

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

高博投资为公司控股股东, 向彬为公司实际控制人。截至2022年3月末, 高博投资持有公司31.36%股权; 广州松维持有公司15.29%股权; 广州纬岳持有公司5.34%股权。公司核心管理团队向彬、韩广源和段嵩枫深耕行业多年, 经验丰富背景专业, 引领公司发展。

图表 3: 公司股权结构



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 4: 公司核心管理团队背景

姓名	任职	介绍
向彬	董事长	拥有兰州大学数学专业学士学位和中欧国际工商学院工商管理硕士（EMBA）学位。1992年至1993年在新疆吉市粮食局工作；1993年至1995年任番禺金桥新技术医用导管厂销售主管；1995年至1998年任番禺金桥新技术医用导管厂厂长；1998年至2012年3月任番禺维力董事长；2004年至2011年任韦士泰董事；2011年起任维力医疗董事长。在2003年被评为广州市青年技术创新标兵，2004年获得广州市番禺区科学技术进步奖二等奖。本人系集尿管连接管，一种吸痰管，气管插管镀膜导丝，双腔支气管导管Y型连接器，双腔支气管导管Y型连接器，简易空间扩张器胃镜检查用导管，一种支气管堵塞器等多项专利技术的申请人。
韩广源	副董事长、 总经理	拥有中山大学工商管理专业学士学位和中欧国际工商学院工商管理硕士（EMBA）学位。1986年至1992年在广东省二轻厅工作；1992年至1993年任德普生物医学工程（惠州）有限公司副经理；1994年至1998年任番禺金桥新技术医用导管厂副厂长；1998年至2012年3月任番禺维力经理；2004年至2011年任韦士泰董事长，总经理；2011年起任维力医疗副董事长，总经理。历任广东省医疗器械行业协会常务理事，广州市番禺区医药质量协会副理事长，广东省医疗器械管理学会副会长。
段嵩枫	董事、 副总经理	拥有上海对外贸易学院国际经济法专业学士学位。1991年至1999年在中国医药保健品进出口总公司工作；2000年至2002年担任美康医疗器械进出口有限公司副总经理；2002年起担任上海维力执行董事兼经理；2011年起担任维力医疗董事，副总经理。

资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 历史业绩稳步向上，营销改革有望提速发展

**2015年前，公司稳健发展，盈利能力稳定。**公司上市前几年收入、利润均保持稳定增长，毛利率、净利率、期间费率水平相对稳定。分产品来看，导尿、麻醉业务是公司增长最主要驱动力，分地区来看，国外收入占比保持在六成以上。

**2016年，国际环境影响下，公司增速阶段性下滑。**2016年，在美联储加息、英国脱欧、中东等地区动荡、拉美地区货币贬值等因素的影响下，国际市场需求受到一定抑制。但在2017、2018年收入实现恢复，但在2017年原材料价格上涨带来的生产成本增加及汇兑损失增加、2018年子公司广东韦士泰投资的血透业务经营不达预期连续亏损及收购狼和医疗带来较高的中介机构费用的情况下，2017、2018年的净利润增速不及收入增速，维持低位。

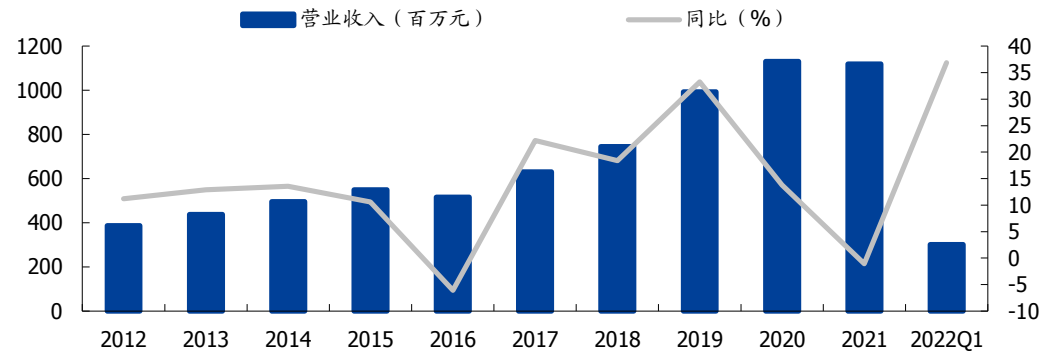
**2019年：狼和医疗首年完全并表，拉动公司增长登上新台阶。**公司在2018年完成收购狼和医疗后，对双方的产品资源、市场资源进行整合优化，加强相关渠道建设和共享，并利用公司在海外市场的渠道和客户资源，协助狼和医疗产品在海外市场的推广，实现了泌尿业务以及公司整体收入的大幅增长，并实现了首年国内业务占比反超国外业务。而更高毛利的泌尿业务或国内业务的占比增加也进一步提高了公司整体毛利率水平，但由于收购狼和医疗后销售人员大幅增加，也带来了期间费用的提升，因此净利率未有大幅提升。

**2020年：疫情爆发影响常规业务，新增口罩产品拉动公司增长。**2020年全球新冠疫情爆发影响较大，除了传统优势业务麻醉、导尿业务实现增长，其他常规业务均出现不同程度下滑，而在公司积极响应政府号召下新增的口罩产品，实现了近1.47亿的收入，一定程度上平衡了疫情对于公司常规业务受到疫情的冲击。同时由于疫情期间商务活动开展的减少等原因，销售费用率、管理费用率进一步降低，净利率有所提升。

**2021年，口罩产品下滑拉低整体增速，销售改革步入正轨为长期增长储备动能。**2021年，口罩业务收入、毛利率大幅下滑，主要拉动公司整体收入利润下滑。但同时，由于全球新冠疫情持续反复以及国内局部地区时有零星疫情发生，公司常规海外业务推广和

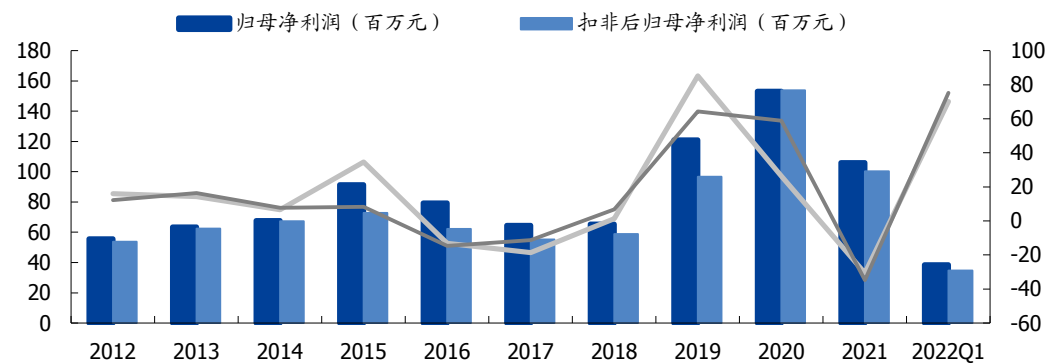
运输、国内业务拓展活动的开展也受到了一定影响。另一方面，公司从2020年开始整合市场渠道和销售人员的工作在2021年进一步推进，内销分线改革带来销售费用率的进一步增加，但为公司长期良性增长奠定了坚实基础，**2022年开始有望进入新的快速增长阶段。**

图表 5: 公司营业收入增长情况 (2012-2022Q1)



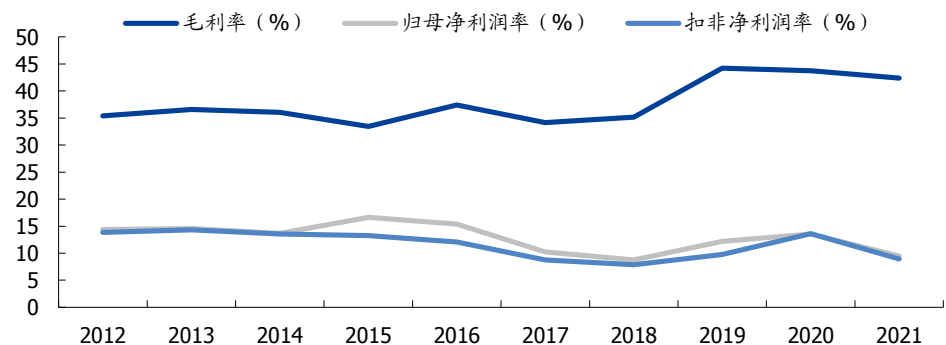
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 6: 公司净利润增长情况 (2012-2022Q1)



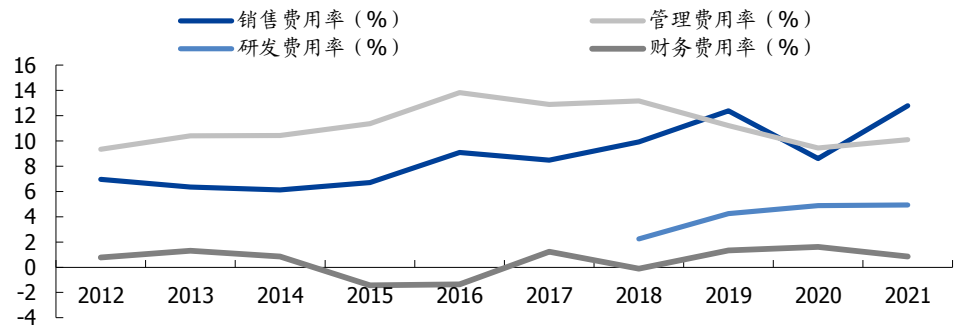
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 7: 公司毛利率、净利率变化情况 (2012-2021)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

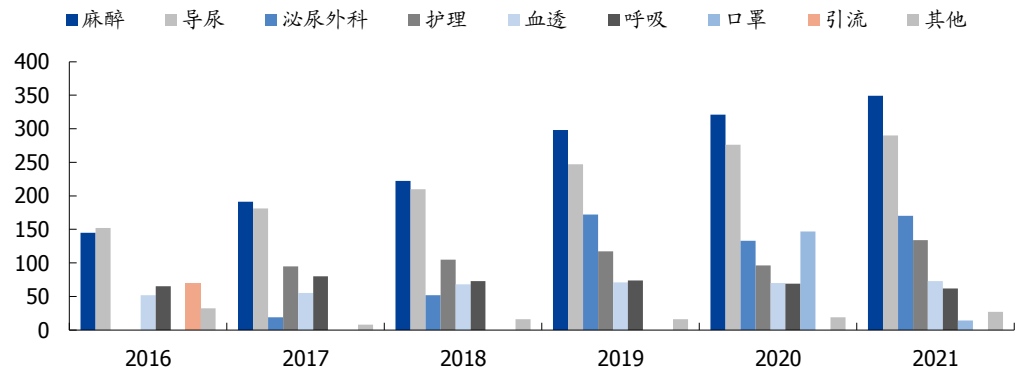
图表 8: 公司期间费用率变化情况 (2012-2021)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

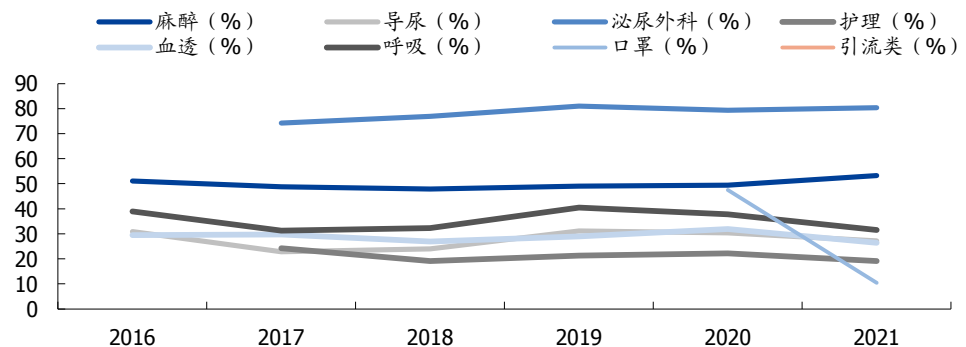
**分产品来看:** 麻醉、导尿业务长期作为最主要两大业务板块, 合计收入占比过半 (5 年收入 CAGR 分别为 19.2%、13.8%), 毛利率水平相对稳定, 是公司长期可持续发展的重要支撑。泌尿外科业务能力在公司完成收购狼和医疗后大幅增强, 并保持在各产品线之间最高的毛利率, 穿越疫情阶段影响后与护理业务一同保持快速发展, 提供新的增量。血透、呼吸业务稳健发展, 口罩业务一过性属性较强, 2021 年收入大幅下滑对公司整体影响较大, 不改公司长期成长持续性。

图表 9: 公司不同板块收入增长情况 (2016-2021, 按产品)



资料来源: wind, 国盛证券研究所, 单位: 百万元

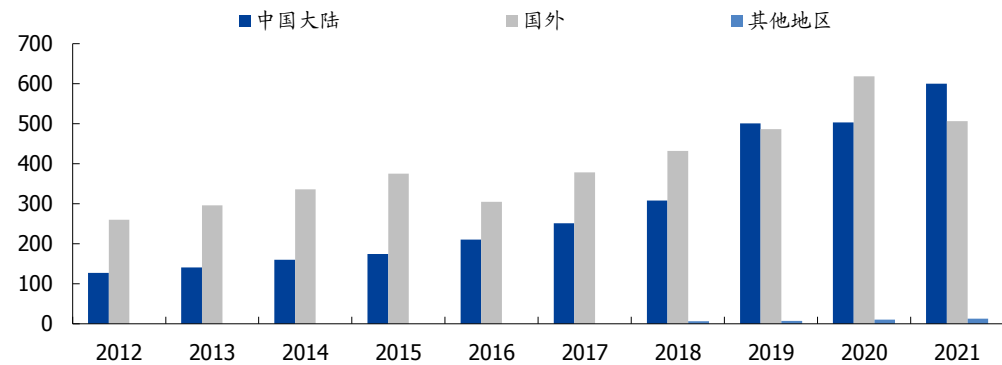
图表 10: 公司不同板块毛利率变化情况 (2016-2021, 按产品)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

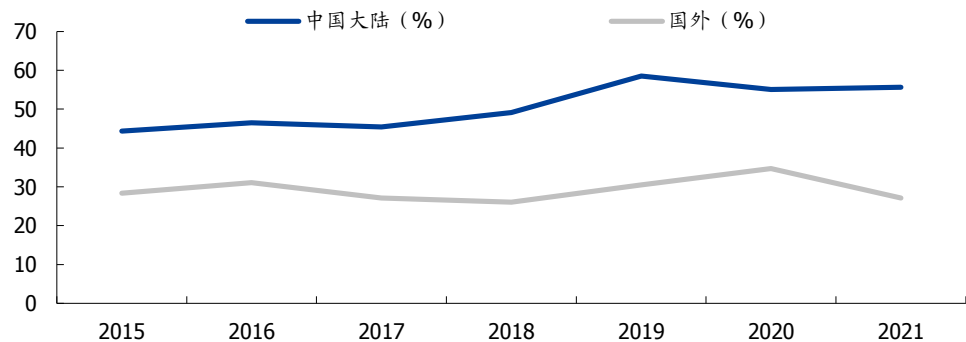
分地区来看，公司成立之后即进军海外市场，2019年以前一直以外销为主，但相对于海外销售多采用 OEM/ODM 销售方式，国内销售均为自主品牌，具备更高的毛利率水平，同时面对国际环境多变等因素具有更好的抗风险能力。因此，公司近几年持续发力国内市场，尤其是 2020 年开始整合内销市场销售渠道和销售人员，将国内市场按产品线发展，紧贴临床需求，提升公司在国内各细分领域市场地位，2021 年内销业务占比已明显超过外销，有望持续驱动公司长期成长。

图表 11: 公司不同板块收入增长情况 (2016-2021, 按地区)



资料来源: wind, 国盛证券研究所, 单位: 百万元

图表 12: 公司不同板块毛利率变化情况 (2016-2021, 按地区)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

### 股权激励绑定员工利益，考核目标彰显信心

2021年11月，公司发布了第一期限限制性股票激励计划(草案)，拟向不超过108名激励对象(包括公司董事、高级管理人员，以及子公司(含子公司)其他核心骨干员工)授予500万股限制性股票，约占激励计划草案公告时总股本的1.92%，授予价格6.39元/股。2021年12月，公司完成首次授予，向94名激励对象授予限制性股票379万股，首次授予价格6.39元/股。

图表 13: 公司第一限制性股票激励计划首次激励对象名单及授予情况

序号	姓名	职务	获授数量 (万股)	占授予总量 的比例	占公司总股 本的比例
1	陈云桂	董事、副总经理	12.00	2.55%	0.05%
2	陈斌	董事会秘书	8.00	1.70%	0.03%
3	祝一敏	财务总监	8.00	1.70%	0.03%
公司(含子公司)其他核心骨干员工(共计 91 人)			351.00	74.68%	1.35%
预留			91.00	19.36%	0.35%
合计			470.00	100.00%	1.81%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

从公司层面业绩考核来看,解除限售比例 100%的条件为 2022 年、2022-2023 两年、2022-2024 三年的净利润分别不低于 1.56 元、3.58 亿元、6.20 亿元,解除限售的触发值为 2022 年、2022-2023 两年、2022-2024 三年的净利润分别不低于 1.50 元、3.38 亿元、5.72 亿元。

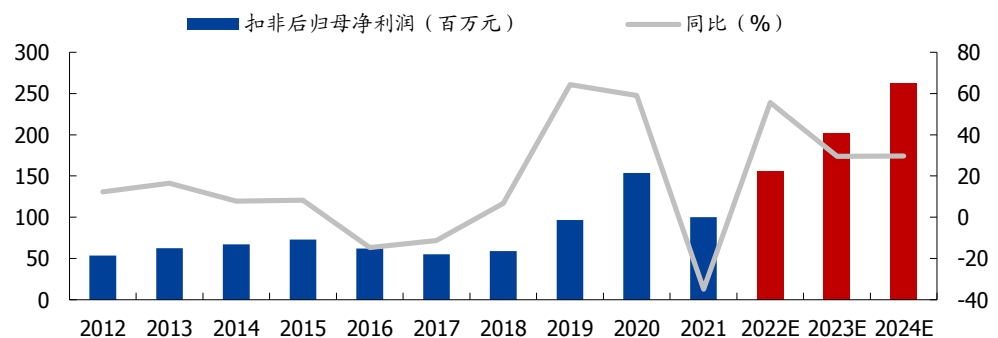
图表 14: 公司第一限制性股票激励计划解除限售的公司层面业绩考核目标

解除限售期	解除限售比例	考核目标 Am	考核目标 An
第一个解除限售期	40%	2022 年净利润不低于 1.56 亿元	2022 年净利润不低于 1.50 亿元
第二个解除限售期	30%	2022-2023 年两年净利润不低于 3.58 亿元	2022-2023 年两年净利润不低于 3.38 亿元
第三个解除限售期	30%	2022-2024 年三年净利润不低于 6.20 亿元	2022-2024 年三年净利润不低于 5.72 亿元

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所, 注: 1) 实际完成值为 A, 若  $A \geq Am$ , 解除限售比例为 100%, 若  $Am \geq A \geq An$ , 解除限售比例为 80%, 若  $An \geq A$ , 解除限售比例为 0%。2) 上述“净利润”指标指经审计的扣除非经常性损益后的归属于上市公司股东的净利润, 并剔除本激励计划考核期内公司实施股权激励计划或员工持股计划等激励事项产生的激励成本的影响。

根据考核要求进一步测算扣非净利润, 2022 年有望开启新的拐点向上。如前文所述, 公司历史扣非净利润整体保持稳健向上增长, 2016 年受到国际环境影响阶段性下滑, 2017、2018 年由于血透业务连续亏损及收购狼和医疗费用增加明显的影响延续了低迷状态, 伴随狼和医疗的有效整合于 2019 年实现快速恢复, 但全球新冠疫情的发展又为 2020、2021 年的增长带来了波动, 考虑到口罩业务影响在 2021 年实现消化, 以及公司 2020 年就开始的内销营销改革, 我们预计将于 2022 年开始回到新的快速成长期, 而按照股权激励解除限售 100%比例的最低考核要求下, 2022 年快速恢复、2023-2024 年 30%左右的复合增速也进一步验证了公司发展信心。

图表 15: 公司扣非后归母净利润增长情况 (2012-2024E)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 内销发力：持续创新+营销改革，驱动内销快速增长

### 医用导管应用前景广阔，国内千亿赛道掘金

公司大部分产品属于医用导管类产品，主要应用于麻醉、泌尿、护理、呼吸、血透等领域，医用导管属于基础性医疗器械产品，在诊断、治疗、监护等过程中被广泛应用。随着现代科技的发展以及世界人口平均寿命不断增长和老龄化趋势加剧，医用导管在现代医学诊疗和家庭护理中应用的范围将不断扩大，重要性不断提升，行业未来发展潜力巨大。

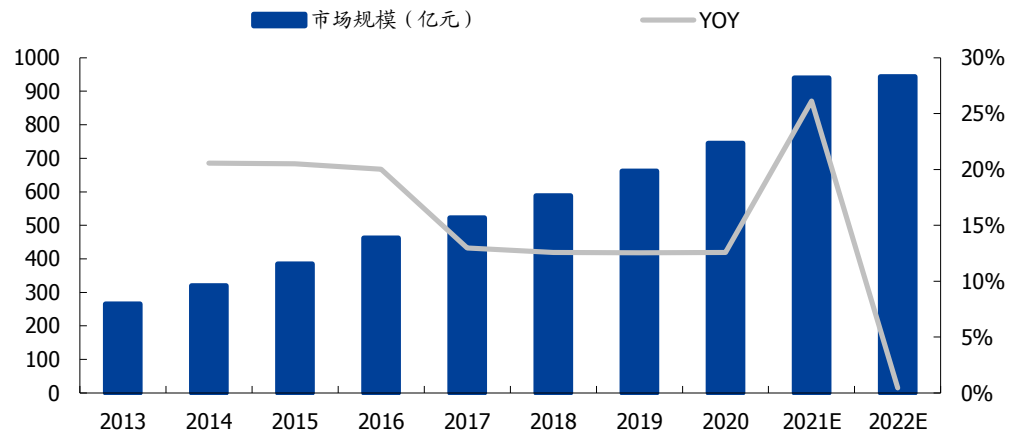
图表 16: 公司主要医用导管产品举例

产品领域	主要产品	用途
麻醉	气管插管、喉罩、支气管插管、可视支气管插管、气管切开插管、麻醉面罩、人工鼻、麻醉呼吸管路、电子镇痛泵	和麻醉呼吸机相配套使用，用于各种吸入全麻手术、预防和处理呼吸道梗阻、呼吸功能不全以及急救时建立人工通气道；术后镇痛、分娩镇痛、癌痛镇痛、肿瘤化疗等临床治疗中药液的精确输注和监测
泌尿外科	包皮环切缝合器 清石鞘、微创扩张引流套件、导丝、球囊扩张导管、输尿管扩张器、输尿管导引鞘、取石篮、输尿管支架、输尿管导管	主要用于泌尿外科包皮环切手术 和内窥镜等配套使用，用于泌尿系统手术通道建立和结石清除，适用于肾结石、输尿管结石和膀胱结石的病人，尿失禁、输尿管狭窄等泌尿系统异常病人的微创手术治疗
导尿	导尿管、导尿包、引流袋、测温导尿管、男用导尿套	主要用于手术及病房护理时对病人进行尿液引流
护理	杨克引流管、口护吸痰管、排泄物管理器	主要用于临床病人的伤口或分泌物清理引流以及重症病人的口腔及排泄物护理
呼吸	氧气面罩、氧浓度可调面罩 药物吸入雾化器	主要适用于病人输氧用 主要用于各种呼吸系统疾病给药时使用
血液透析	血液净化体外循环管路	主要是和血液透析机等配套使用，用于终末期肾病患者的血液透析治疗，以及急性药物或毒物中毒、难治性充血性心力衰竭与急性肺水肿的急救

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

根据 Market Research Future 预测，全球医用导管市场在 2017-2022 年以 6.14% 的增速增长至 468 亿美元。根据华经情报网数据，2018 年国内医用导管市场规模约为 587.70 亿元，2013-2018 年复合增速约为 17.27%，在老龄化加速、新医改政策落实、医疗体系完善、医用导管技术发展等因素的驱动下，国内医疗器械市场保持较快的增长，预计国内医用导管市场将以 12.56% 的复合增速增至 2022 年的 943.40 亿元，增速远超全球平均水平。

图表 17: 国内医用导管行业市场规模增长情况 (2012-2024E)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

- 老龄化加速提高医疗导管使用需求:** 老年由于人身体机能下降, 临床手术治疗需求更多, 同时伴有较多的护理需求, 在投药、采血、输液、排液等环节, 对于医用导管的使用需求明显高于其他年龄群体。而从七人普数据来看, 我国人口老龄化加速而至, 趋势或将持续: 1) 老年人口规模庞大, 我国 60 岁及以上人口有 2.6 亿人, 其中 65 岁及以上人口 1.9 亿人; 2) 老龄化进程明显加快, 2010-2020 年, 60 岁及以上人口占比上升 5.44 个百分点, 其中 65 岁及以上人口占比上升 4.63 个百分点, 与上个十年相比上升幅度分别提高 2.51 和 2.72 个百分点。人口老龄化是社会重要趋势(日韩等亚洲发达国家老龄化更为严重), 也或将成为今后较长一段时期我国的基本国情, 有望持续提高医用导管的需求量与使用量。

图表 18: 第七次全国人口普查部分数据结果

项目	2020 年	对比 2010 年变化
人口总量	141178 万人	+7206 万人 (+5.38%)
0-14 岁人口及 (占比)	25338 万人 (17.95%)	(+1.35 个百分点)
15-59 岁人口及 (占比)	89438 万人 (63.35%)	(-6.79 个百分点)
60 岁以上人口及 (占比)	26402 万人 (18.70%)	(+5.44 个百分点)
65 岁以上人口及 (占比)	19064 万人 (13.50%)	

资料来源: 国务院, 国盛证券研究所

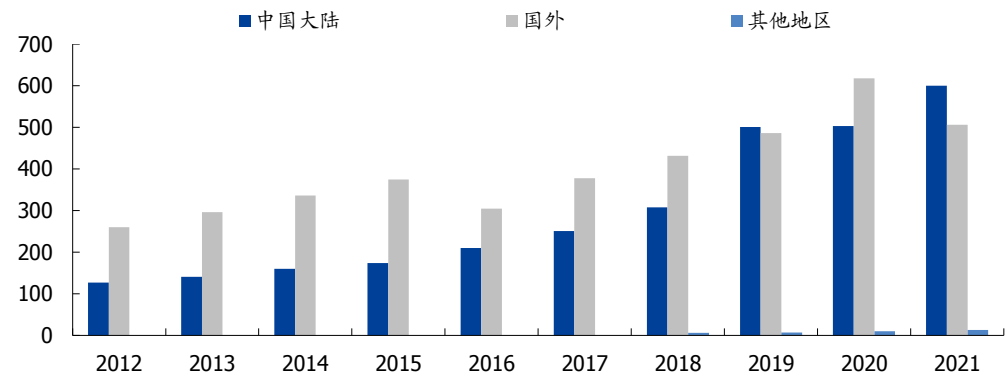
- 技术发展推动产品升级迭代满足需求:** 伴随临床需求的不断变化与增加, 医用导管产品的种类、功能需要持续丰富和提升, 而导管材料的创新与技术工艺的发展都在持续推动医用导管产品升级迭代。利润最常见的导尿管, 传统的乳胶管性价比高且能满足绝大部分患者需求, 但依然存在部分患者对乳胶原材料过敏的情况, 而留置硅胶导管的发展有效解决了过敏问题, 使得导尿管在临床中能够更加充分地应用。国内医用导管行业起步于上世纪七十八十年代, 从技术几乎空白、技术附加值低逐步向精密度高、高端医用导管发展至今, 随着国内医用导管企业在技术工艺方面的持续创新与发展, 有望进一步丰富医用导管产品丰富度, 并推动国内医用导管行业的发展。

### 内销占比提高, 加速收入增长与盈利能力提升

公司成立之后即进军海外市场, 2019 年以前一直以外销为主, 但相对于海外销售多采用 OEM、ODM 销售方式, 国内销售均为自主品牌, 具备更高的毛利率水平, 同时面对国际

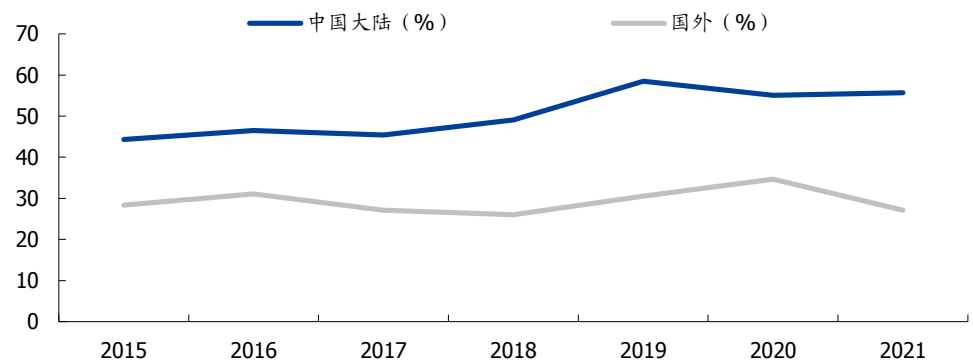
环境多变等因素具有更好的抗风险能力。因此，公司近几年持续发力国内市场，尤其是**2020**年开始整合内销市场销售渠道和销售人员，将国内市场按产品线发展，紧贴临床需求，提升公司在国内各细分领域市场地位，**2021**年内销业务占比已明显超过外销，有望持续驱动公司长期成长。

图表 19: 公司不同板块收入增长情况 (2016-2021, 按地区)



资料来源: wind, 国盛证券研究所, 单位: 百万元

图表 20: 公司不同板块毛利率变化情况 (2016-2021, 按地区)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

### 研发驱动产品创新升级，龙头引领行业发展

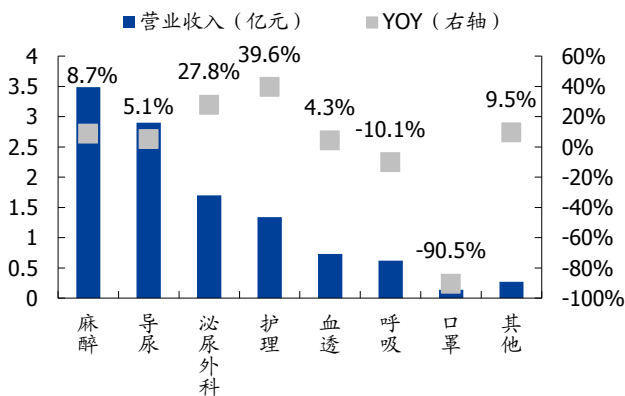
公司是全球医用导管主要供应商之一，已在全球取得各类医疗器械注册证 300 多个（截至 2021 年末，国内医疗器械注册 126 项、美国 FDA 注册 18 项、CE 产品认证 85 项、加拿大产品认证 26 项、德国注册登记 80 项），具备优秀的国内、国际产品注册能力，部分产品已经逐步具备与国外主要竞争对手竞争的能力。

- 海外市场，公司与上百家国外医疗器械经销商、数十家国内出口贸易商进行业务合作，产品远销海外 90 余个国家或地区，进入监管严格的北美、欧洲、日本等主流市场。
- 国内市场，公司产品有效覆盖所有省区，进入国内超过 4000 家医院（其中 1000 家以上三甲医院），随着近几年新产品的推出和学术推广活动的深入开展，公司品牌知名度越来越高，各细分产品领域的国内市场地位逐年提升。

公司成立至今近二十年，重视研发加大投入从未止步，正在紧贴临床需求加快新产品研发速度，提升国内外市场产品布局与竞争力。一方面继续加强研发能力的建设，包括研究能力、合规能力和研发人才的建设；另一方面加大研发资源的建设包括试验资源、临床资源的建设和完善、技术合作机构的开发与合作；同时紧贴临床需求，通过不断改进技术，逐年推出新产品，从产品功能性能上根据市场需求进行创新或改进，同时通过研发设计降低现有产品成本。公司产品特别是近年推出的创新型产品可视双腔支气管插管、清石鞘、抗菌导尿管、超滑导尿管（包）、测温导尿管、口护吸痰管、排泄物管理系统等受到临床医生、专家广泛认可，大大促进了品牌影响力和产品的终端销售。

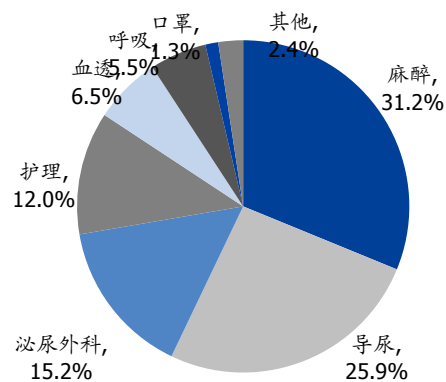
- 2021年，共有5个新产品（一次性使用可视喉罩、呼气末二氧化碳气体导管和一次性使用喷射鼻咽通气道、一次性使用超滑乳胶导尿管、一次性使用亲水涂层乳胶导尿管套件）获得医疗器械注册证，均属于细分领域技术领先产品；共完成2个新产品（一次性使用合金涂层中心静脉导管套件、一次性使用合金涂层输尿管支架套装）开发并转入临床阶段，完成了重点产品双腔可视喉罩、双腔免充气喉罩、神经阻滞针及套件、气体传导尿动力测压管、经内镜输尿管球囊扩张导管前期研发工作进入了产品生产性开发阶段，完成了TPU排泄物管理系统制造工艺技术开发。2021年，公司共申请发明专利1项，申请实用新型专利20项，共获得实用新型专利授权43项。

图表 21: 公司各板块业务收入及增速 (2021)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 22: 公司各板块业务收入占比 (2021)

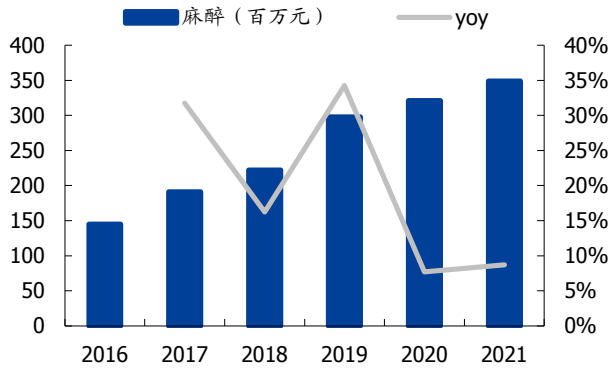


资料来源: wind, 国盛证券研究所

### 麻醉业务线: 可视化新品优势凸显, 拉动板块高速增长

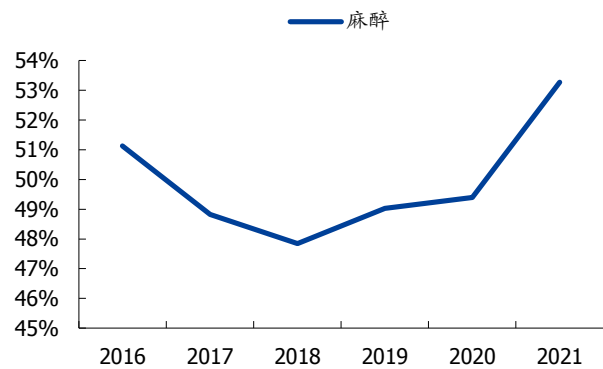
- 公司麻醉业务线主要涉及全麻气道管理耗材。麻醉耗材国内市场格局分散，公司产品项齐全，市场占有率业内领先，产品覆盖国内 3000 多家医院。
- 公司近年持续推进产品性能升级与功能扩充，在产品性能方面进行了无菌、柔性性能的升级，在功能方面新增了带吸痰腔与可视两大功能，推出了可视双腔支气管插管、加强型柔性气管插管、带吸痰腔气管插管等产品，竞争力持续提升。《2020 版中国麻醉学指南与专家共识》明确指出双腔支气管导管应该在纤维支气管镜下或直接使用可视双腔管准确定位。公司的可视双腔气管插管在开胸手术单肺通气麻醉中具有定位时间短、定位准确、易于术中管理等优势，已获得市场和专家广泛认可，在国内多家三甲医院成为标杆产品。
- 近年来在优势产品的带动下，公司全麻气道管理产品在国内品牌知名度和市场占有率逐年提升。2021年，麻醉产品内销收入同比增长 39.87%，受海外疫情及船运影响，麻醉产品外销收入同比减少 17.64%。

图表 23: 公司麻醉业务收入及增速 (2016-2021)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 24: 公司麻醉业务毛利率变化情况 (2016-2021)

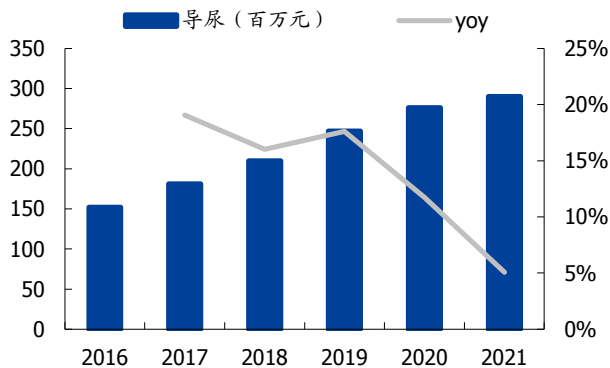


资料来源: wind, 国盛证券研究所

### 导尿业务线: 产品升级发挥差异化优势, 巩固龙头地位稳健成长

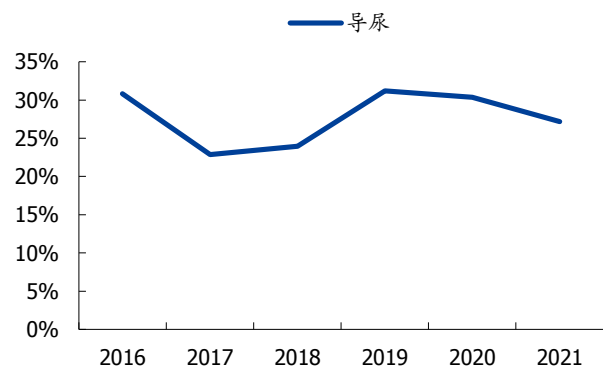
- 公司导尿领域产品产能和业务体量属于国内行业龙头, 近年来公司继续保持和巩固导尿管行业龙头地位, 依靠品牌优势、质量优势和产能优势争取最大化市场覆盖, 同时推出差异化产品亲水涂层超滑导尿管、合金涂层抗菌导尿管、无菌测温型硅胶导尿管等, 促进导尿产品的升级换代和市场竞争力的进一步提升。
- 随着高毛利新产品销售的放量, 导尿产品的综合毛利率和盈利能力不断提升。2021年, 导尿产品内销收入同比增长 15.63%, 外销收入同比基本持平。

图表 25: 公司导尿业务收入及增速 (2016-2021)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 26: 公司导尿业务毛利率变化情况 (2016-2021)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

以 BIP 导尿管为例, 公司作为百克得公司在中国境内销售的独家代理商, 将进一步提升公司在导尿领域的竞争优势, 促进公司导尿产品升级换代, 对公司未来经营业绩将会产生积极影响。

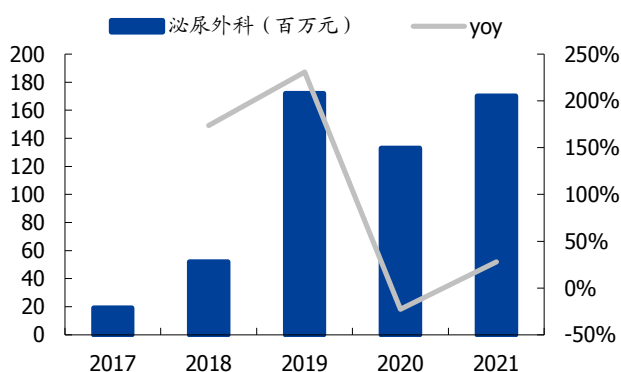
- BIP 导尿管由瑞典百克得公司研发及生产, 是一种特殊的超滑抗菌留置导尿管, 其表面含金银钯合金涂层和亲水涂层。BIP 导尿管特有的 Bactiguard®涂层 (由金、银、钯组成的合金涂层) 通过释放微电流阻止细菌的粘附和定植, 可减少细菌的粘附和生长, 阻断感染通路, 导尿管表面涂有水凝胶减少摩擦, 体内留置时间可达 30 天。
- 百克得公司是瑞典一家全球性医疗科技公司, 其独特的抗感染技术应用于各种医疗器械, 并取得了 1 项美国专利、3 项中国发明专利。Bactiguard®涂层已被应用于医疗器械二十多年。Bactiguard®涂层导尿管在美国和欧洲已得到广泛应用, 在美国、

- 欧洲、日本、中国、巴西、印度和墨西哥等地累计销售超过1亿支。
- 抗菌涂层应用比较广泛的是含银成分涂层，如银离子、银纳米颗粒。2015年国家药品监督管理局发布了《关于规范含银盐医疗器械注册管理有关事宜的公告》，规定含银涂层导尿管按照第三类医疗器械管理。根据国家药品监督管理局官网数据显示，截至到2022年3月，BIP导尿管为国内唯一获得三类医疗器械注册证的抗菌导尿管。
  - 2018年6月，公司与百克得公司签署协议，获得BIP导尿管在中国地区的独家经销权以及Bactiguard®涂层技术在中国地区的10年独家使用权，并于2019年4月在国家药品监督管理局完成国内代理人备案（注册证号：国械注进20153663907），开始BIP导尿管的国内销售。由于疫情等原因，原注册证在2020年12月6日到期后的续证工作有所延后。而2022年3月，BIP导尿管重新获得国内医疗器械注册证后，公司作为独家代理商可以继续在中国境内销售BIP导尿管，将进一步提升公司在导尿领域的竞争优势，促进公司导尿产品升级换代，对公司未来经营业绩将会产生积极影响。

#### 泌尿外科线：负压清石鞘引领革命性创新，带动全科产品快速增长

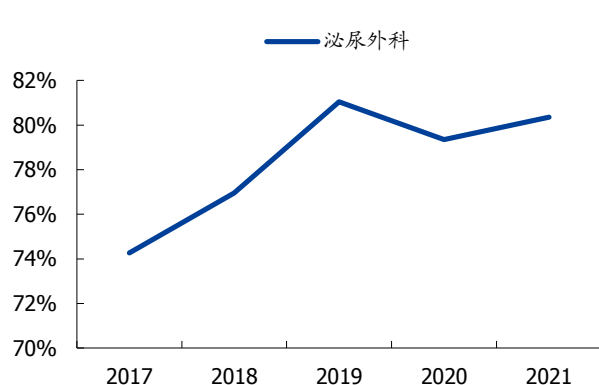
- 公司泌尿外科领域产品主要包括包皮环切缝合器以及泌尿外科结石手术耗材类产品。
- 全资子公司狼和医疗生产的包皮环切缝合器属于国内行业龙头，2020年环切器的销量受到疫情的影响较大，销售收入同比有所下降，而2021年随着国内疫情逐步得到控制，包皮环切手术呈现一定的恢复增长态势，2021年环切器收入同比增长18.51%。
- 公司在结石管理领域拥有全系列产品，其中一次性负压清石鞘是公司在泌尿外科结石领域革命性的创新产品，已获得FDA、NMPA、CE、加拿大认证在内的多个产品注册证，负压清石鞘在经皮肾镜、输尿管软镜碎石术等腔内取石术中具有确切临床价值，能够提高清石率，降低手术时间，减少手术并发症，已受到市场和专家广泛认可。
- 公司通过加大优势产品负压清石鞘的学术推广，逐步带动泌尿外科其他产品销售，近年来结石手术耗材收入增长迅速。2021年，泌尿外科内销收入同比增长27.73%，外销收入同比增长29.61%。

图表 27: 公司泌尿外科业务收入及增速 (2017-2021)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 28: 公司泌尿外科业务毛利率变化情况 (2017-2021)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

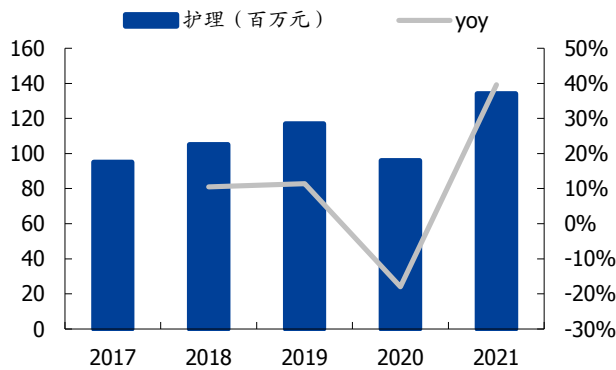
#### 护理业务线：国内市场精耕细作，海外市场稳健发展，协同之下快速发展

- 公司护理领域产品主要是吸引连接管、口护吸痰管和排泄物管理系统。
- 吸引连接管以出口为主，属于国外大客户定制项目，公司长期以来以稳定的质量，优良的服务赢得了客户的信赖，订单多年来保持稳定增长。口护吸痰管和排泄物管理器属于临床通用护理产品。近年来，随着公司内销团队深入医院终端进行精细化

推广，取得了较好的效果。

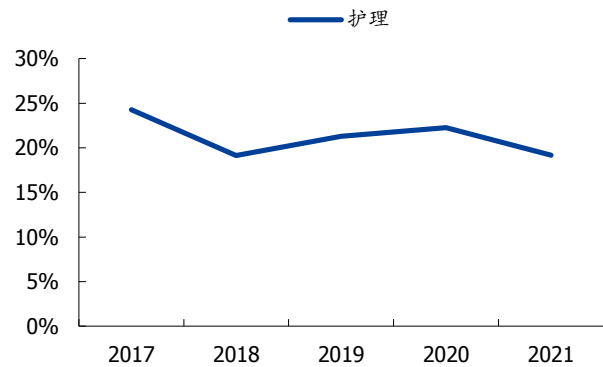
- **2021年，护理产品内销收入同比增长 56.47%，外销收入同比增长 38.04%。**

图表 29: 公司护理业务收入及增速 (2017-2021)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 30: 公司护理业务毛利率变化情况 (2017-2021)

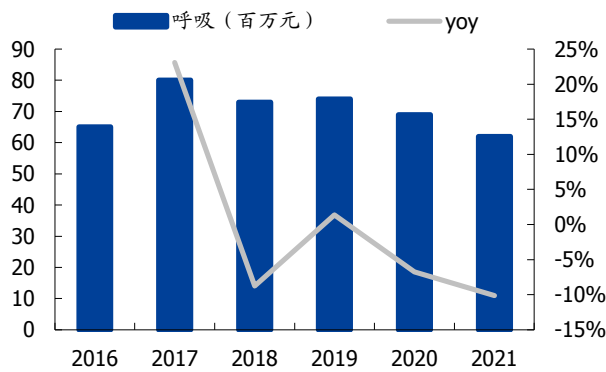


资料来源: wind, 国盛证券研究所

**呼吸业务线：海外疫情阶段性影响需求，国内已恢复至正常增长轨道**

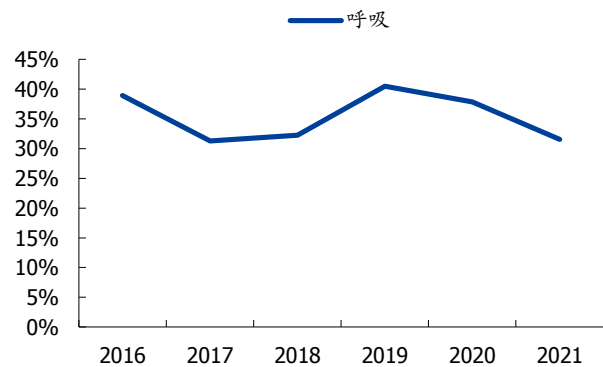
- 公司呼吸领域产品主要是药物吸入雾化器和氧气面罩。
- 受新冠疫情影响，医院呼吸道疾病就诊率有所下降，雾化器产品市场需求随之下降。凭借产品质量的稳定性、良好的品牌知名度和灵活的市场策略，2021年公司呼吸产品内销收入呈现反弹增长态势。其中呼吸内销收入同比增长 **19.85%**，受海外疫情及船运影响，外销收入同比减少 **33.94%**。

图表 31: 公司呼吸业务收入及增速 (2016-2021)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 32: 公司呼吸业务毛利率变化情况 (2016-2021)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

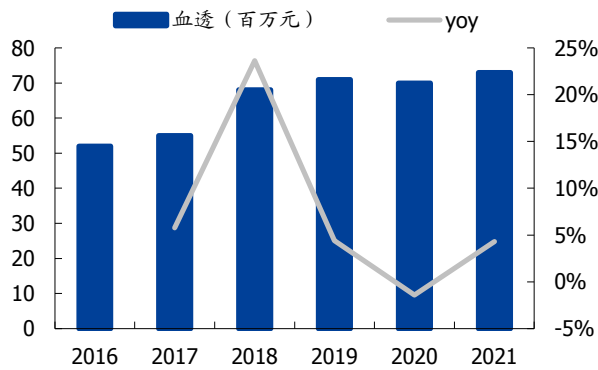
**血液透析线：医保政策逐步完善下庞大终端需求陆续释放，产能打开有望加速增长**

- 公司血透领域产品主要是血透管路。子公司沙工医疗是国内最早一批获得血透管路注册证的企业之一，产品质量稳定，拥有良好的品牌知名度。
- 据国家肾脏病医疗质量控制中心统计的数据，2019年在透析人数为 63.3 万人，预计到 2030 年，我国终末期肾病患者人数将突破 400 万人。假设每周需进行血液透析 2-3 次，年血透需求约为 120 次，假设新增血透患者年血透 60 次，以此计算 2019 年我国血透管路需求量约为 8400 万根，以年增速 10% 估算，**预计 2023 年需求可达到 1.23 亿支，需求庞大。**
- 此前由于血液透析治疗年均费用较高，部分尿毒症患者因承担不起高额医疗费用未

能接受血液净化治疗，导致市场实际消耗量远小于潜在需求，近年随着各省市逐渐完善血透医保政策，血透需求逐渐得以释放。

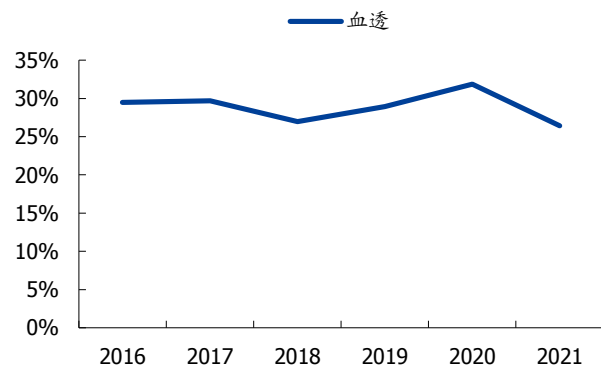
- ▶ 近年来公司血透管路产能几近饱和，不能满足日益增长的市场需求。2021年，受产能饱和限制，血透产品内销收入同比小幅增长 2.59%，外销收入同比增长 18.79%。公司在 2021 年开始进行血透管路生产线的扩产建设，预计 2022 年投产，达产后产能有较大幅度的提升。随着公司产能扩张以及市场拓展加强，预计公司血透管路产品市场份额会逐步提升。

图表 33: 公司血液透析业务收入及增速 (2016-2021)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 34: 公司血液透析业务毛利率变化情况 (2016-2021)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

### 深度营销深入终端市场，学术推广打造品牌形象

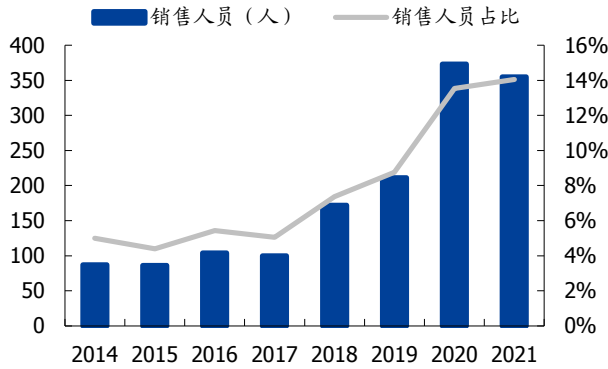
2020 年开始，公司开始整合市场渠道和销售人員，并于 2021 年初见成效。

- ▶ 基于各产品线产品特点和市場渠道的差异性，公司从 2020 年开始整合市場渠道和销售人員，將国内市场按产品分线发展：业务一部负责综合护理（导尿、护理和呼吸）业务，业务二部负责泌尿外科业务，子公司維力健益负责麻醉业务，子公司沙工医疗专注血透管路产品，采用单线事业部进行营销渠道下沉，各业务线新建学术团队，直接服务终端医院客户，提高终端市場反应速度。
- ▶ 从 2021 年来看，国内营销已经实现分线销售模式：每条产品线均有相应的营销部门负责，2022 年重点推广的产品为导尿管线的抗菌导尿管，麻醉产品线的可视双腔支气管插管和镇痛系列产品，泌尿外科线的清石鞘系列产品，通过上述重点产品的推广，进一步带动系列类产品的进院数量及销量上升。

公司开展营销改革的过程中快速扩张团队，为后续产品销售推广提供有力支撑。

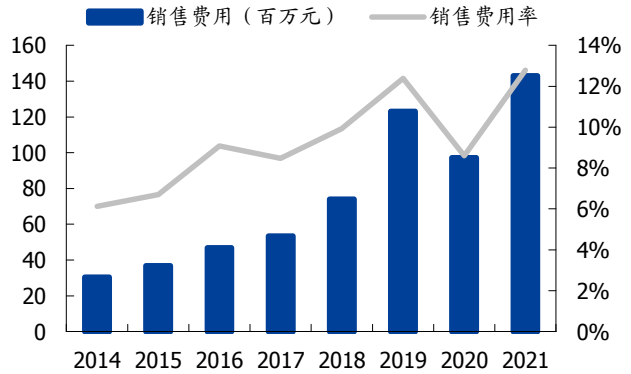
- ▶ 销售人員方面，从疫情前 2019 年底的 211 人大幅增长至 2021 年底的 355 人，销售人員占比也从 2019 年底不到 10% 大幅增至 2021 年底的 14%。
- ▶ 销售费用方面，2021 年底达到 1.43 亿元，销售费用率也大幅增至 12.8%。

图表 35: 公司销售人员增长及占比变化 (2014-2021)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 36: 公司销售费用增长及销售费用率变化 (2014-2021)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

与此同时, 公司持续加大学术推广打造品牌形象, 进一步助力公司各细分领域产品市占率的提升。

- 2021年, 公司综合护理线开展学术活动 692 场次, 其中线上品牌学术活动“云端天使”16 期, 推动导尿产品新进院 520 家 (其中三甲医院 185 家), 重点产品超滑导尿管新进院 171 家, 雾化产品新进院 49 家。泌尿外科线共参与手术跟台 1300 多次, 开展学术活动 376 场次, 其中线上品牌学术活动“泌外有观”24 期, 推动重点产品清石鞘新进院 190 家, 其他泌外产品新进院 208 家。
- 2021年, 麻醉线开展学术活动 196 场次, 其中自办学术会议 16 场, “维力中国行”全国品牌巡讲 3 场 (广东、山东、天津), “维力杯”可视化单肺隔离技术操作视频大赛以及围术期温度管理及肺隔离技术专家讨论会等, 推动可视双腔支气管插管卫生经济学项目入围 26 家国内顶级胸科医院, 麻醉产品新进院 146 家。

## 海外突破: 发挥技术产能优势, 持续开拓海外市场

### 国产品牌持续赶超进口, 升级替代大有可为

国内医用导管行业在改革开放后实现快速发展, 但相对于起步较早的海外市场仍处于发展相对早期, 在临床医学、仿生学、材料学、精密仪器技术与制造等方面相对发达国家仍有差距。国内品牌相对进口品牌, 在整体规模、研发能力、产品性能等方面仍有差距, 但随着国内医用导管行业的快速发展与国内产品研发迭代升级, 有望逐步实现对进口品牌的赶超。

全球市场中, 气管插管、留置导尿管、喉罩、血透管路产品主要参与者包括 Covidien、Teleflex、Bard、Unomedical、Rochester、LMA、Fresenius 和 Gambro 等国际性大型厂商, 国内品牌与之相比在总体规模和营销网络、公司知名度和市场影响力、研发和技术水平等方面仍有一定差距, 但在产品价格、响应速度方面存在一定竞争优势。

- **产品方面**, 海外主要竞争对手大部分属于上市公司, 资金实力较为雄厚, 人员及资产规模较大, 产品型号和规格较多。营销网络方面, 主要国外竞争对手大部分在欧美发达国家或地区建立了销售网络, 产品覆盖区域更广。
- **影响力方面**, 主要国外竞争对手成立时间较早, 而且均发源于西方发达国家, 在文化认同和市场影响方面具有天然优势。部分公司为相关产品的发明人, 在产品标准、市场引导等方面具有较强的综合实力。
- **研发和技术水平方面**, 规模越大的企业可以支撑的研发投入越大, 国外竞争对手历

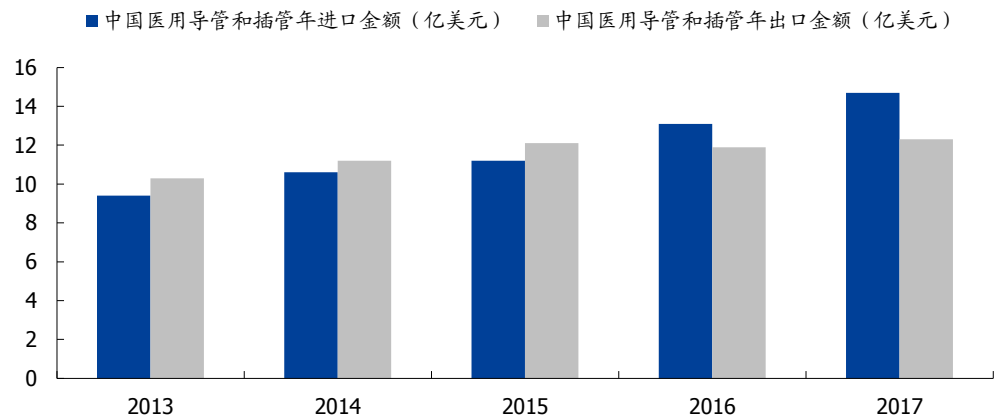
年研发投入金额均较大。此外，海外市场较国内具备更丰富的专业人才优势。美国、欧洲是全球最大的医疗器械生产地区及使用地区，拥有众多全球知名的生物医药和医疗器械公司，同时与医疗器械行业发展相关的临床医学、高分子材料学、生物工程、精密制造等行业也具备先进的发展水平，拥有大量的专业技术人才。

- **价格方面**，不同类别的医用导管产品在材质、构造、工艺、流程等方面存在较大差异，即使同类产品，其规格型号也不同，很多环节需要人工操作。我国在劳动力成本、基建开支、水电价格等方面与发达国家相比具有比较优势，国内产品生产成本低较国外主要竞争对手低，产品定价方面具有优势。
- **响应速度方面**，在市场和客户响应方面，主要海外竞争对手规模庞大，结构体系较为复杂，响应速度较慢。相比之下，国内企业规模较小，组织结构扁平，效率更高，可快速响应和满足不同市场区域客户的特定需求。

国内市场，我国医用导管生产已初具规模，但总体规模普遍较小，产品类别和规格型号较为单一，研发和技术实力较单薄，产品质量和性能总体仍有提高空间，**高端医用导管仍需依赖进口，国内企业技术水平和生产能力的提升有望持续加速国产化替代。**

- 由于生产技术的相对欠缺，部分医用导管仍需依靠进口供给，如心血管介入导管等精密度较高产品仍以进口为主。近年来国内市场医用导管的进口金额不断提高，而国内医用导管的出口金额增长相对慢一些。
- 竞争格局方面，国内医用导管等低值耗材种类数量多、技术附加值低，市场参与者众多，竞争相对充分，普遍参与者市场份额相对较低（不足1%市占率），**更高技术附加值的产品迭代升级有望进一步提升国产企业的产品力与品牌影响力，进而实现对进口产品的赶超和整体市占率的突破。**

图表 37: 中国医用导管和插管进出口金额情况 (2013-2017)



资料来源: 头豹研究院, 国盛证券研究所

### 深度绑定核心大客户，定制化项目助力增长

2021年，受疫情影响，公司出口业务推广受阻，同时出口海运效率低下以及海运费高涨都给公司出口业务带来前所未有的挑战。公司利用技术和产能优势积极争取大客户的非标定制产品项目，为海外大客户提供整体解决方案，北美地区大客户订单逆势上涨，同时签署多个新的定制化项目：OEM（硅胶防护面罩项目、鼻头配件项目、硅胶导尿管项目、加强气管插管项目）；ODM（间隙性导尿管项目、超滑乳胶导尿管项目）。目前多个项目处于技术研发阶段，未来几年将陆续转化为新的增量业务。

在疫情下国际营销人员主要通过借助线上模式进行业务推广，并采取视频连线+线下代参展的创新模式拓展新客户，并在疼痛输注产品销售实现突破，兽用产品继续上量，欧

洲家庭护理产品初步打开销售市场。

## 盈利预测与评级

**1、内销业务：**受益于产品持续创新升级与营销改革推进，内销有望持续快速增长，我们预计 2022-2024 年收入增速分别实现 28.1%、31.8%、29.3%。

**2、外销业务：**公司利用技术产能优势积极争取大客户的非标定制产品项目，为海外大客户提供整体解决方案，目前多个项目处于技术研发阶段，未来几年将陆续转化为新的增量业务；我们预计 2022-2024 年收入增速分别实现 21.9%、16.7%、19.2%。

图表 38: 维力医疗收入拆分 (单位: 百万元, 人民币)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>内销业务</b>						
收入	501.0	502.9	600.3	769.0	1,013.7	1,310.8
YOY		0.4%	19.4%	28.1%	31.8%	29.3%
毛利率	58.5%	55.1%	55.7%	56.0%	57.0%	58.0%
<b>外销业务</b>						
收入	486.1	617.9	505.6	616.2	719.1	856.9
YOY		27.1%	-18.2%	21.9%	16.7%	19.2%
毛利率	30.5%	34.7%	27.1%	30.0%	30.0%	30.0%
<b>其他业务</b>						
收入	6.7	9.9	12.7	13.0	15.0	17.0
YOY		47.4%	28.2%	2.5%	15.4%	13.3%
毛利率	-28.0%	34.6%	20.9%	20.0%	20.0%	20.0%
<b>总计</b>						
收入	993.8	1,130.7	1,118.6	1,398.2	1,747.8	2,184.7
YOY		13.8%	-1.1%	25.0%	25.0%	25.0%
毛利率	44.3%	43.8%	42.4%	44.2%	45.6%	46.7%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 1.57 亿元、2.06 亿元、2.69 亿元，同比增长分别为 47.5%、31.7%、30.6%，对应 PE 为 29x、22x、17x。我们认为公司是国内医用导管领军企业，随着内销持续发力海外持续突破，正在步入新的快速成长期。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 39: 可比公司估值 (可比公司参照 wind 一致预期, 截至 2022.7.12)

股票代码	公司简称	每股收益 EPS (元)				市盈率 PE (倍)			
		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
603987.SH	康德莱	0.66	0.88	1.10	1.37	33	21	17	13
605369.SH	拱东医疗	2.76	3.58	4.64	6.01	52	37	28	22
300653.SZ	正海生物	1.40	1.16	1.52	1.94	48	44	34	27
平均值						44	34	26	21
603309.SH	维力医疗	0.36	0.53	0.70	0.92	43	29	22	17

资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 风险提示

**1) 海外销售风险:** 公司产品销往全球超过 90 个国家或地区, 海外销售面临贸易摩擦、汇率波动、代理商信誉等风险。部分国家或地区局势稳定性和经济发展前景不明朗, 公司面临区域市场销售波动风险、海外销售管理风险、战争风险等。

**2) 医疗政策调整风险:** 随着医疗卫生改革的推进, 国家及地方不断出台政策以降低医疗收费, 使药品、医疗器械面临持续降价的压力和趋势; 医疗器械集中采购模式被越来越多的采用, 尽管集中采购可有效降低市场推广成本, 但一旦公司产品在某地区的集中采购中未能中标, 将影响该地区的产品销售, 同时, 随着医疗卫生体制及医药行业管理体制改革的进一步深入, 新的医药管理、医疗保障政策、医疗器械行业监管政策等将陆续出台, 这些政策的变化可能导致公司在行业监管、地区、产品价格等方面受到限制, 将可能对公司经营造成影响。

**3) 产品研发不及预期风险:** 公司建立了完善的产品开发立项流程, 在产品开发立项过程中进行了系统的技术可行性分析, 但因为技术不可实现而导致项目进度延期或项目停滞甚至终止是产品研发项目经常会发生的情况, 一旦产品研发项目出现这样的情况, 可能会导致公司对该项目前期投入造成浪费, 甚至有可能影响公司产品和市场发展战略和计划的实施, 影响公司经营目标的实现。侵犯知识产权或在研发过程中的发明创造形成的知识产权没有得到有效的保护是产品研发过程中比较容易出现的风险。一旦出现知识产权侵权情况, 可能会给公司带来知识产权诉讼和赔偿风险, 也可能导致该项目产品研发和市场开拓投入浪费, 甚至影响公司对相关产品的市场布局。

**4) 疫情带来的经营风险:** 2021 年国内国外的新冠病毒肺炎疫情导致医院的择期手术量减少, 相关手术器械耗材用量呈现一定的下滑。2022 年国外疫情形势依旧严峻, 国内疫情此起彼伏, 预计对公司产品的销售和市场推广均会造成一定程度的影响, 未来对公司经营的影响存在一定的不确定性。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com