



买入 (首次)

所属行业: 机械设备/专用设备
当前价格(元): 33.83

证券分析师

陈铁林

资格编号: S0120521080001

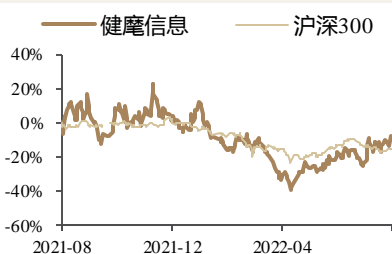
邮箱: chentl@tebon.com.cn

张俊

资格编号: S0120522080001

邮箱: zhangjun6@tebon.com.cn

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	22.62	16.82	22.17
相对涨幅(%)	25.77	17.68	17.23

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

健麾信息 (605186.SH): 深耕药品 智能化管理, 收获行业扩容果实

投资要点

- 投资要点:** 1) **新基建+渗透率提升, 院内市场增长空间充足。** 国内医疗新基建与老院改造加持下, 院内智能化设备需求充足, 市场增长空间巨大; 2) **积极布局院外零售业务, 新蓝海市场空间广阔。** 公司积极布局院外零售药店业务, 已与全国多家头部连锁药店展开合作, 开拓蓝海市场; 3) **开启 2G 政府合作业务。** 公司 21 年完成 1.96 亿政府端大订单, 开启 2G 市场, 2G 业务未来有望针对基层医疗需求进一步开拓。
- 国内“智慧药房第一股”, 收入稳健增长。** 研究团队深耕于药品智能化管理设备制造十余年, 国内药品智能化管理龙头, 根据沙利文数据统计, 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%。收入稳步提升, 2021 年营收达 4.90 亿元, 同比增长 71%。
- 受益于医疗新基建, 院内智慧药房和智能化静配中心业务有望大幅增长。** 随着医疗机构新基建落地、多项支持政策陆续推出以及医院管理理念的进步, 院内智能化渗透率与市场规模有望快速提升, 带动公司院内业务业绩增长。1) **智能药房:** 公司作为行业龙头, 已经服务 700 余家医疗服务机构, 2021 年实现营收 1.8 亿元, 同比增长 8%。未来公司凭借多样化产品线叠加多年品牌经验, 业务收入有望持续增长。2) **智能化静配中心:** 公司提供全流程解决方案, 2021 年智能化静配设备中心项目实现营收 0.58 亿元, 同比增长 21%, 业绩有望随渗透率提升而大幅增长。
- 布局院外零售药店智能化市场, 拓展 2G 政府合作业务。** 1) **布局院外零售药店智能化市场:** “处方外流”和“互联网+医疗健康”的推动, 将带来零售药房自动化发展。公司战略性前瞻布局医药零售市场新领域, 先后与高济医疗、益丰大药房、叮当快药、第一医药、老百姓大药房等医药零售领域的龙头达成合作, 奠定了良好的品牌基础。2) **拓展 2G 政府合作业务:** 2021 年获得湖北省卫健委的车载医疗设备的大额订单, 合同金额 1.96 亿元, 成功开拓了公司 2G 端业务板块, 实现政府合作新模式的良好开局。
- 投资建议:** 国内“智慧药房第一股”, 药品智能化管理龙头, 全面布局院内院外市场, 产品线丰富、品牌优势明显, 公司有望随着行业渗透率不断提升, 收获行业扩容果实。我们预计公司 2022-2024 年将实现营业收入 5.5/7.4/9.8 亿元, 归母净利润 1.9/2.5/3.3 亿元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示:** 行业发展不及预期风险; 市场竞争加剧风险; 供应商、客户高集中度风险; 新冠疫情影响超预期风险。

股票数据

总股本(百万股):	136.00
流通 A 股(百万股):	66.63
52 周内股价区间(元):	22.30-45.15
总市值(百万元):	4,600.88
总资产(百万元):	1,064.94
每股净资产(元):	6.68

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	287	490	553	738	976
(+/-)YOY(%)	-4.5%	70.8%	12.9%	33.5%	32.2%
净利润(百万元)	96	118	191	253	330
(+/-)YOY(%)	4.2%	22.9%	62.5%	32.2%	30.5%
全面摊薄 EPS(元)	0.70	0.86	1.41	1.86	2.42
毛利率(%)	59.7%	42.3%	58.3%	58.5%	58.7%
净资产收益率(%)	11.8%	13.0%	17.5%	18.8%	19.7%

资料来源: 公司年报 (2020-2021), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

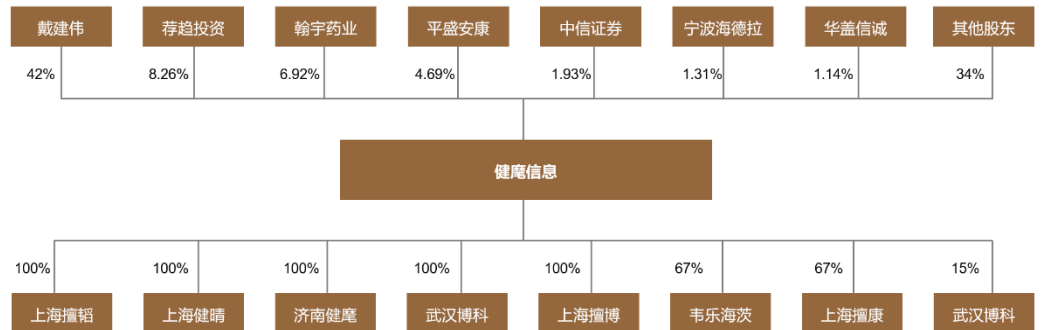
1. 健麾信息：深耕药品智能化管理，国内“智慧药房第一股”	4
2. 新基建+政策带动渗透率提升，药品自动化管理空间巨大	6
2.1. 多元化下游客户，构建高行业规模天花板	6
2.2. 政策与新基建叠加，带动渗透率快速提升	6
2.3. 院内药房自动化管理，空间广阔	7
2.4. 院外零售药店自动化管理，新蓝海	8
3. 以智慧药房为核心，全面布局院内、院外市场	10
3.1. 智慧药房：行业龙头，品牌优势突出	10
3.2. 智能化静配中心：全流程解决方案，产品优势明显	12
3.3. 智能化药品耗材管理：横向丰富产品线	13
3.4. 布局零售药店智能化市场，拓展 2G 政府合作业务	14
3.5. 注重研发创新，满足多样化需求	15
4. 盈利预测与投资建议	17
4.1. 盈利预测	17
4.2. 投资建议	18
5. 风险提示	19

图表目录

图 1: 健麾信息发展历程	4
图 2: 健麾信息合作用户 (部分)	4
图 3: 健麾信息股权结构图 (截至 2022 年 6 月 17 日)	5
图 4: 2016-2022Q1 健麾信息营业收入及增速	5
图 5: 2021 健麾信息主营业务收入占比	5
图 6: 2016-2022Q1 健麾信息归母净利润及增速	5
图 7: 2016-2022Q1 健麾信息销售毛利率、销售净利率	5
图 8: 智能化药品管理设备制造行业产业链	6
图 9: 中国自动化药房产量 (台) 及增速	8
图 10: 中国自动化药房产值 (亿元) 及增速	8
图 11: 2013-2021(9 月)中国药店数量	9
图 12: 2013-2021 中国实体药店药品销售情况	9
图 13: 智慧药房项目	10
图 14: 健麾信息 业务布局图	11
图 15: 2018 年我国门诊药房自动化领域市场格局	12
图 16: 2016-2021 公司智慧药房项目营收及增速	12
图 17: 智能化静配中心项目	12
图 18: 2017-2021 公司智能化静配中心项目营收及增速	13
图 19: 国内静配中心自动化渗透率	13
图 20: 智能化药品耗材管理项目	13
图 21: 2017-2021 公司智能化药品耗材管理项目营收及增速	14
图 22: 基层移动医疗卫生服务车	14
图 23: 基层移动医疗卫生服务车 (内部)	14
图 24: 2017-2022Q1 公司研发费用及增速	15
图 25: 健麾信息部分项目简介	16
表 1: 国内相关政策情况	7
表 2: 各国自动化药房渗透率	8
表 3: 智慧药房项目系列产品	10
表 4: 公司分业务业绩预测	17
表 5: 可比公司估值分析	18

股权结构清晰。截至 2022 年 6 月 17 日，公司实际控制人戴建伟先生直接持有公司 42% 的股权，第二大股东为上海荐趋资管，持有公司股权 8.26%，戴建伟先生持有上海荐趋资管 51% 股权，戴建伟先生合计持有公司 46.21% 股份。

图 3：健麾信息股权结构图（截至 2022 年 6 月 17 日）

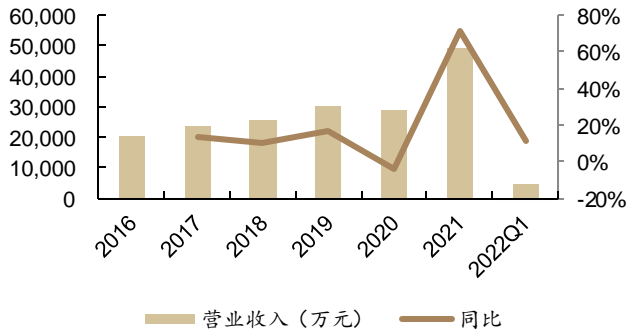


资料来源：Wind，德邦研究所，注：除前三大股东外，其余股东持股来自公司 Q1 季报

2021 年业绩增长显著。2021 年公司实现营业收入 4.9 亿元，同比增长 71%，2021 年公司成功获得湖北省基层移动医疗卫生服务车项目大额订单（计入药品耗材管理业务）推动营业收入大幅增加。

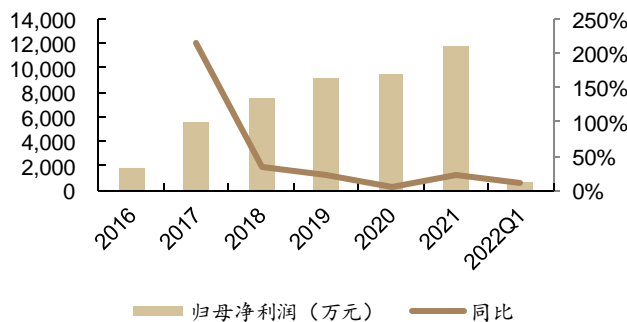
2021 年实现归母净利润 1.2 亿元，同比增长 23%，2016-2020 年公司销售毛利率和销售净利率总体保持稳步增长，2020 年分别为 59.7% 和 37.2%，2021 年由于新增的基层移动医疗卫生服务车项目导致毛利率和净利率都有所降低，常规业务维持高利润率。

图 4：2016-2022Q1 健麾信息营业收入及增速



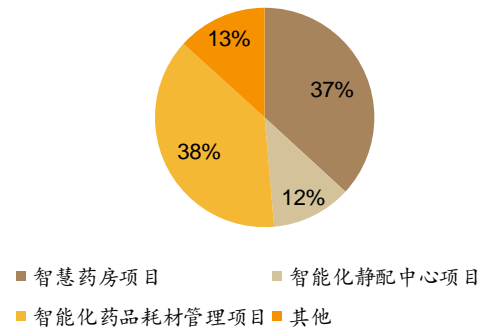
资料来源：Wind，公司年报，德邦研究所

图 6：2016-2022Q1 健麾信息归母净利润及增速



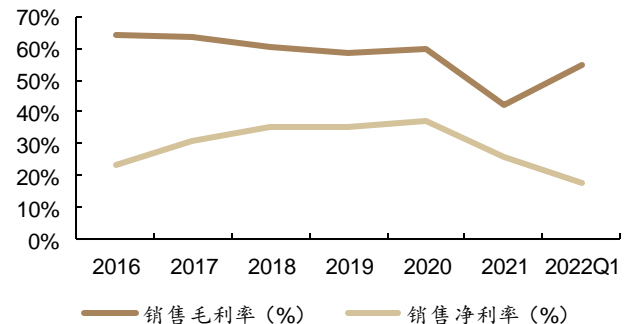
资料来源：Wind，公司年报，德邦研究所

图 5：2021 健麾信息主营业务收入占比



资料来源：Wind，公司年报，德邦研究所

图 7：2016-2022Q1 健麾信息销售毛利率、销售净利率



资料来源：Wind，公司年报，德邦研究所

2. 新基建+政策带动渗透率提升，药品自动化管理空间巨大

2.1. 多元化下游客户，构建高行业规模天花板

产业链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，企业数量较多，可供选择的供应商较为充足，价格和质量较为稳定。

图 8：智能化药品管理设备制造业产业链



资料来源：公司招股书，德邦研究所

下游主要包括医疗服务机构、医药流通公司、零售药房以及政府，为下游企业实现药品管理自动化、提升效率、降低成本：

1) 医疗服务机构：医疗服务机构通过采购并使用智能化药品管理产品，可对药房、静配中心等多个场景下的药品管理工作进行流程再造，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，从而提升药事服务质量，改善药房工作条件，进而缩短患者取药等候时间，提升患者的就医体验。

2) 医药流通公司：一方面，医药流通企业可以向医疗服务机构进行智能化药品管理设备的销售和投放，为医疗服务机构提供更丰富的产品和服务；另一方面，医药流通公司进行设备自动化升级，提升经营效率，降低生产成本。

3) 零售药房：自动售药机可充分解决 24 小时药店稀缺的社会性难题，在为患者提供全天候服务的同时，降低零售药店的运营成本以及药师的工作强度，从而实现多赢局面。

4) 政府：探索与政府合作新形势，满足基层医疗健康需求。公司 2021 年与湖北省卫生健康委员会签订的基层移动医疗卫生服务车项目（车载医疗设备）的大额订单，通过基层移动医疗卫生服务车，实现常见疾病和心脑血管疾病筛查，满足基本公共卫生服务需求。此外，基层医疗机构的智能化药品管理需求也有望在未来得到进一步开发。

2.2. 政策与新基建叠加，带动渗透率快速提升

多项政策出台，推动药品智能化管理行业快速发展。近年来，国务院、国家卫健委出台一系列政策，鼓励医院、医疗机构等的智慧化建设，以改善医疗服务质量、提升患者就医体验、优化药品供应链管理、提高配药和发药效率等。

疫情催化，新基建落地，有望进一步带动行业扩容。2021年6月国务院办公厅发布《关于推动公立医院高质量发展的意见》，提出加快优质医疗资源扩容和区域均衡布局，要求构建公立医院高质量发展新体系，打造国家级和省级高水平医院，发挥公立医院在城市医疗集团中的牵头作用，发挥县级医院在县域医共体中的龙头作用，建立健全分级分层分流的重大疫情救治体系。2021年7月，国家发展改革委、国家卫生健康委、国家中医药管理局和国家疾病预防控制局共同编制的《“十四五”优质高效医疗卫生服务体系建设实施方案》力争实现每个地市都有三甲医院，服务人口超过100万的县有达到城市三级医院硬件设施和服务能力的县级医院。未来，公立医院主体地位有望强化，公共卫生服务能力将得到加强，这将提升整个医院市场景气度，有望进一步带动市场扩容。

表 1：国内相关政策情况

政策	颁布机构	时间	内容简介
《“十四五”优质高效医疗卫生服务体系建设实施方案》	国家发改委、国家卫生健康委等	2021年7月	力争实现每个地市都有三甲医院，服务人口超过100万的县有达到城市三级医院硬件设施和服务能力的县级医院。
《关于推动公立医院高质量发展的意见》	国务院	2021年6月	要求构建公立医院高质量发展新体系，打造国家级和省级高水平医院，发挥公立医院在城市医疗集团中的牵头作用，发挥县级医院在县域医共体中的龙头作用，建立健全分级分层分流的重大疫情救治体系，加强临床专科建设，推进医学技术创新，推进医疗服务模式创新，强化信息化支撑作用。
《关于开展自动售药机（试行）工作的通知》	天津市药品监督管理局	2020年9月	总体目标围绕“药品零售连锁企业试行自动售药机服务，方便群众24小时用药需求”展开。
《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》	国务院	2018年4月	指出要深入贯彻落实习近平新时代中国特色社会主义思想 and 党的十九大精神，推进实施健康中国战略，提升医疗卫生现代化管理水平，优化资源配置，创新服务模式，提高服务效率，降低服务成本，满足人民群众日益增长的医疗卫生健康需求。要突出包容审慎、鼓励创新的政策导向，鼓励医疗机构运用“互联网+”优化现有医疗服务，“做优存量”；推动互联网与医疗健康深度融合，“做大增量”，丰富服务供给。
《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	2017年2月	指出要围绕解决医药领域突出问题，坚持标本兼治、协同联动，从药品生产、流通、使用全链条提出系统改革措施，提高药品供给质量疗效，确保供应及时，促进药品价格合理，使药品回归治病本源，建设规范有序的药品供应保障制度，更好地满足人民群众看病就医需求，推进健康中国建设。
《关于在全国医疗卫生系统开展“三好一满意”活动的通知》	卫生部	2011年4月	明确提出“合理安排门诊急诊服务，挂号、划价、收费、取药等服务窗口等候时间不得超过10分钟”。
《二、三级综合医院药学部门基本标准（试行）》	卫生部	2010年12月	要求三级综合医院药学部门逐步配备全自动分包装系统、自动化调配方系统和药品管理信息系统。

资料来源：公司年报，公司招股书，政府官网，德邦研究所

2.3. 院内药房自动化管理，空间广阔

对标海外，国内渗透率有望进一步提升。自动化药房在欧美国家的发展呈上升态势，渗透率较高。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-2011》以及《Decentralized Automated Dispensing Devices: Systematic Review of Clinical and Economic Impacts in Hospitals》，截至2010年底，至少53%的加拿大医院和89%的美国医院使用了自动发药设备。而到2014年底，根据《ASHP national survey of pharmacy practice in hospital settings: Dispensing and administration-2014》，美国97%的医院都配备了自动发药设备。我国药品自动化管理市场的发展正处于起步阶段，与海外相比仍有较大差距。根据沙利文统计数据，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%，未来有较大上升空间。

表 2: 各国自动化药房渗透率

国家	时间	渗透率
发达国家	2013	药房自动化系统平均普及率: ~30%
加拿大	2010	医院自动发药设备配备率: 53%
美国	2010	医院自动发药设备配备率: 89%
	2014	医院自动发药设备配备率: 97%
中国	2018	门诊药房自动化设备的渗透率: ~20%

资料来源: 公司招股书,《中国药房自动化系统细分市场研究及趋势分析》,《ASHP national survey of pharmacy practice in hospital settings: Dispensing and administration-2011》,《Decentralized Automated Dispensing Devices: Systematic Review of Clinical and Economic Impacts in Hospitals》,《ASHP national survey of pharmacy practice in hospital settings: Dispensing and administration-2014》,沙利文,德邦研究所
注: 渗透率数据来自于不同的文章,可能会影响可比性。

中国药房自动化正处于快速发展阶段,市场空间巨大。根据 QYResearch 数据显示,中国自动化药房产量从 2015 年的 721 台增长到 2019 年的 1,074 台,CAGR 为 10.5%,产值从 2015 年的 4.8 亿元增长到 2019 年的 6.7 亿元,CAGR 为 8.8%;未来随着医疗新基建的落地与政策的大力支持,预计 2026 年中国自动化药房产量预计将达到 2,534 台,产值预计达 13.5 亿元。

图 9: 中国自动化药房产量(台)及增速

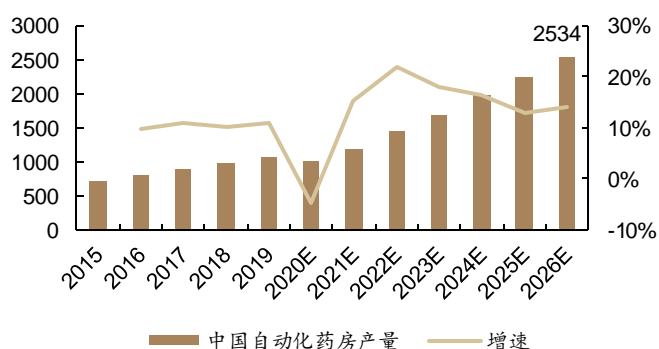
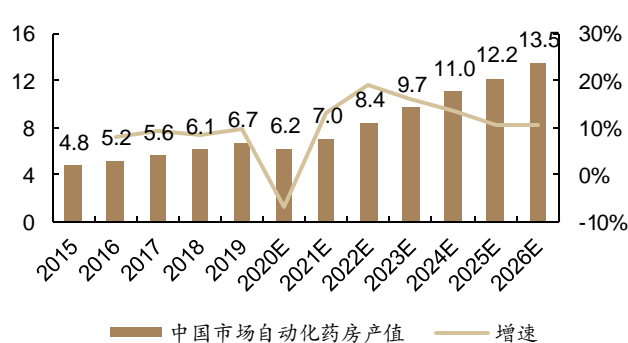


图 10: 中国自动化药房产值(亿元)及增速



资料来源:《2020-2025 年中国自动化药房行业专项调研及投资前景调查研究分析报告》,QYResearch,德邦研究所

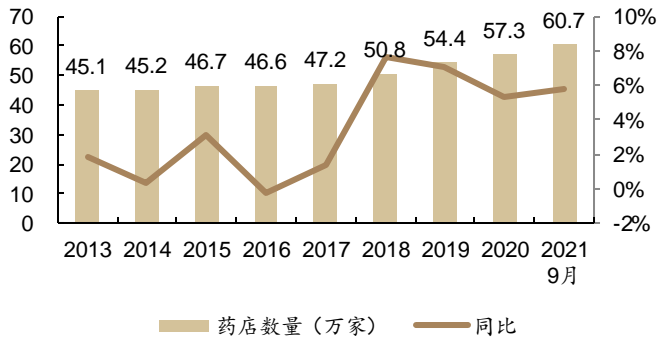
资料来源:《2020-2025 年中国自动化药房行业专项调研及投资前景调查研究分析报告》,QYResearch,德邦研究所
注:使用的换算汇率为 1 美元=6.76 人民币

2.4. 院外零售药店自动化管理,新蓝海

零售药店改造升级、降本增效需求为药品自动化管理提供了广阔市场。根据国家药监局公布数据显示,截至 2021 年 9 月我国共有药店 60.7 万家,根据米内网数据,2021 年国内实体药店药品销售额达 4,405 亿元。药店数量逐渐趋于饱和,同时随着医药电商快速发展,行业竞争进一步加剧,传统药店亟需改造升级来不断提升行业竞争力。

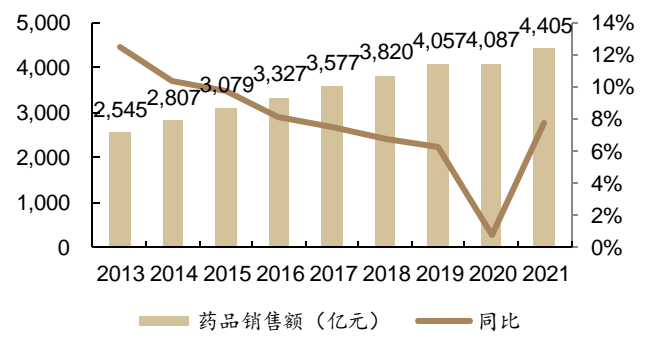
药房自动化管理,有望通过科技赋能,为患者提供更加便捷的服务的同时降低成本、提升运营效率。例如,公司的自动售药机可提供 24 小时全天候无人售药服务,满足疫情期间零接触购药需求,增强患者购药便捷性,同时能够减少零售药店的运营成本及降低药师的工作强度,全面助力药房竞争力提升。目前,我国药品零售行业自动化管理水平较低,未来渗透率有望不断提升。

图 11: 2013-2021(9月)中国药店数量



资料来源: 国家药监局, 德邦研究所

图 12: 2013-2021 中国实体药店药品销售情况



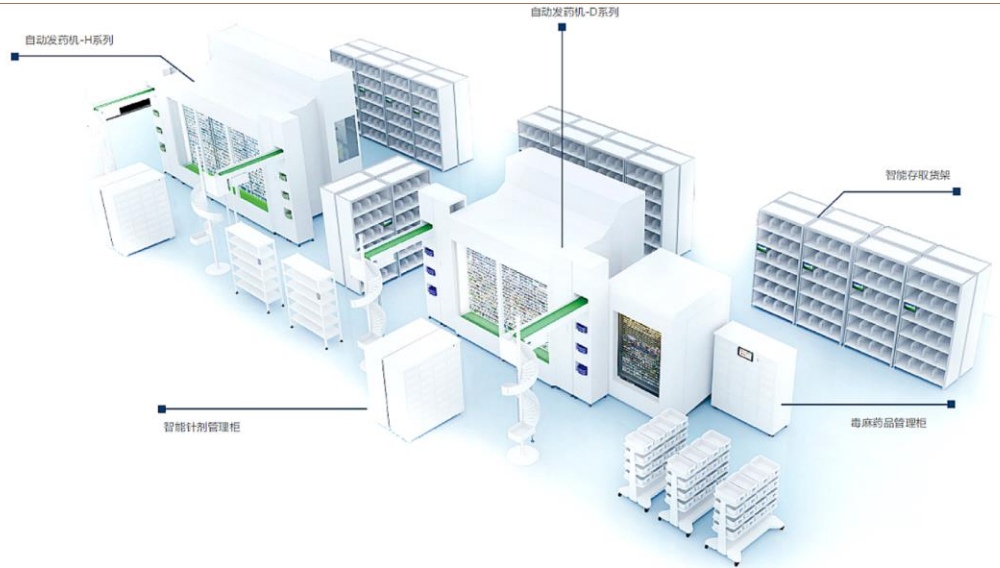
资料来源: 米内网, 德邦研究所

3. 以智慧药房为核心，全面布局院内、院外市场

3.1. 智慧药房：行业龙头，品牌优势突出

智慧药房项目是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。不仅覆盖从处方形成之后至药品交与患者之前药品储存、管理、调配、运输的全部流程，同时还可以满足不同医疗服务机构的个性化需求为其设计最优的智能化药品管理解决方案，在最大程度上提高药品发放效率、减少差错率、节省人力成本、提高患者就医体验。

图 13：智慧药房项目



资料来源：公司官网，公司招股书，德邦研究所

多种产品线，满足不同客户的个性化需求。公司结合各类设备功能及参数，设计出多种产品以及不同的型号，以满足不同用户在场地要求、自动化水平、药品耗材的管理方法等方面的个性化需求。

表 3：智慧药房项目系列产品

产品系列	主要产品型号	简介
B 系列自动发药机	B2、B1、B0	系公司从 Willach 引进机型，前端采用单盒滑道发药技术，实现处方对应药品的自动抓取；后端采用人工补药。
D 系列自动发药机	D5、D4、D3、D2、D1、D0	前端采用单处方多轨道自由落药技术，可实现高频次、大批量药品发放；后端采用半自动补药技术，发药同时支持无间歇、批量、多品种补药。
H 系列自动发药机	H5、H4、H3	在 D3-D5 型自动发药机基础上对后端补药模块进行升级改造，补药效率较 D3-D5 型自动发药机有所提升。
D-plus 型自动发药机	D5-plus、D3-plus	前端仍然沿用 D 系列发药机自由落药技术，后端应用图像识别技术、三维立体识别技术、条形码识别技术以及机器人技术等多项自动化技术，可通过机器人实现全自动补药，工作人员只需将各类药品放入补药通道，药品的识别、摆放、存储及发放均由发药机自动完成。
D-mini 型自动发药机	D-mini	发药和补药均通过机器人完成，结合图像识别技术、三维立体识别技术、条形码识别技术以及机器人技术等多项自动化技术，可实现全自动补药和发药。
D-smart 型自动发药机	D-smart	自动售药机型，可实现无人值守下药品自动销售及发放。
智能针剂管理柜	WIC-240、WIC-320	主要存储拆零药品或者玻璃瓶针剂，按照处方信息自动弹出对应抽屉，实现药品精准快速调配。
智能毒麻药品管理柜	WA-220	用于毒、麻、精等特殊药品存储、管控与调配的专用智能管理系统，药品封闭式存储、避光、防撞。采用指纹、密码等方式

智能预配货架	RT-24、RT-18、RT-12	进行身份识别,实时登记药品出入库信息,确保存取记录实时可追溯。 用于处方预调和药品发放管理的专用智能管理系统。系统采用无线智能药框存储调配药品,发药时使用灯光进行定位提示。系统通过RFID卡进行调配记录,统计药师调配工作量。
智能存取货架	RW-24	用于药品智能存储和辅助调配的专用系统。可根据实际场景调节隔板,优化药品存储空间。终端显示屏实时接收电子处方,显示药品当前库存、调配数量,货架亮灯提示拣选药品,实现药品调配的智能辅助管理。
“云药房”仓储智能化分拣系统	-	“云药房”仓储智能化分拣系统可根据指令将药品以处方为单位分发至人工位,并以配送区域为单位进行智能分拣。

资料来源:公司招股书、德邦研究所

品牌优势不断积累,市场占有率有望持续提升。截至2021年底,公司已为北京协和医院、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700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,范围遍布29个省、自治区及直辖市。根据复旦大学医院管理研究所发布的《2020年度中国医院排行榜》,全国百强医院中有4家,全国前五百强医院中50%以上都是公司的客户。

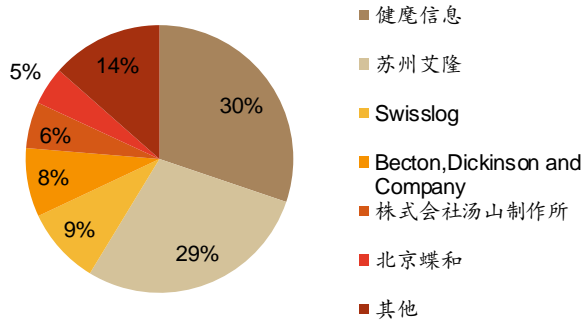
图 14: 健麾信息 业务布局图



资料来源:公司官网,公司招股书,德邦研究所

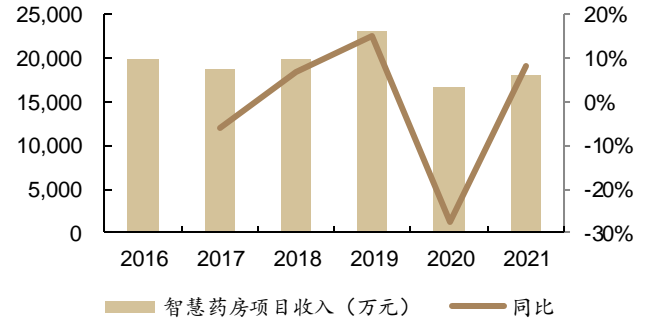
药房自动化领域的龙头企业,收入有望持续增长。公司为门诊药房自动化领域的龙头企业,根据沙利文数据统计,截至2018年末,公司在门诊药房自动化领域的市场占有率为30.2%。2019年公司智慧药房项目收入达到历史最高2.3亿元,同比增长15%,受疫情影响,2020年收入为1.7亿元,同比下降28%,2021年营收有所恢复为1.8亿元,同比增长8%。未来随着市场渗透率提升、新基建的进一步落地,公司智慧药房项目收入有望持续增长。

图 15: 2018 年我国门诊药房自动化领域市场格局



资料来源: 沙利文, 公司招股书, 德邦研究所

图 16: 2016-2021 公司智慧药房项目营收及增速

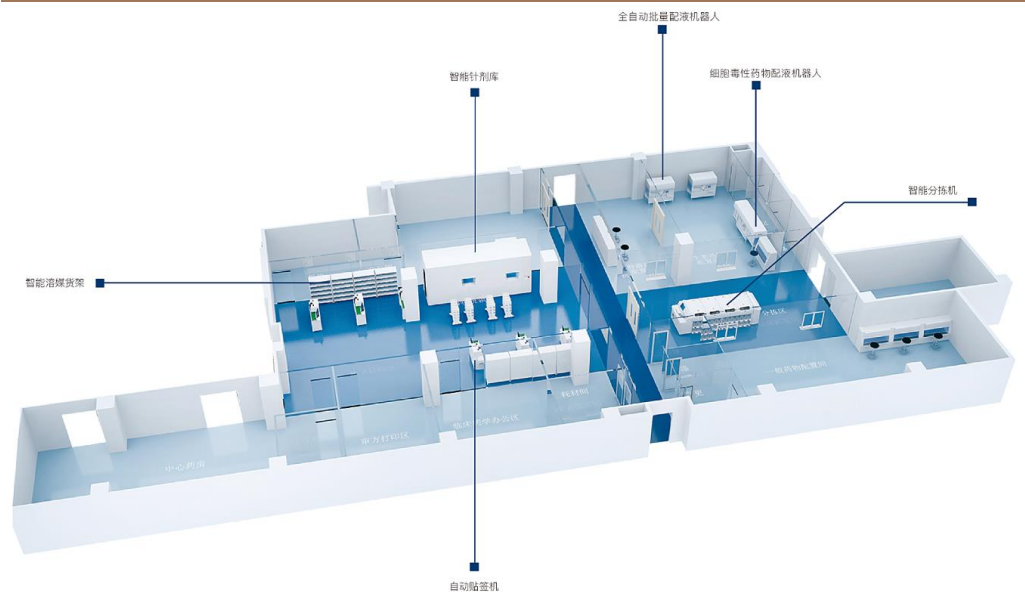


资料来源: Wind, 公司年报, 德邦研究所

3.2. 智能化静配中心: 全流程解决方案, 产品优势明显

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, 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。主要设备包括, 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。

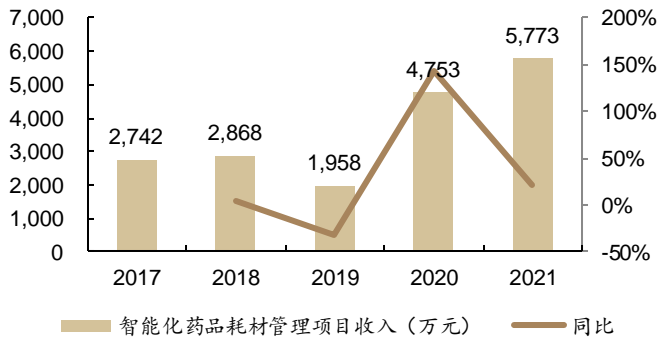
图 17: 智能化静配中心项目



资料来源: 公司官网, 公司招股书, 德邦研究所

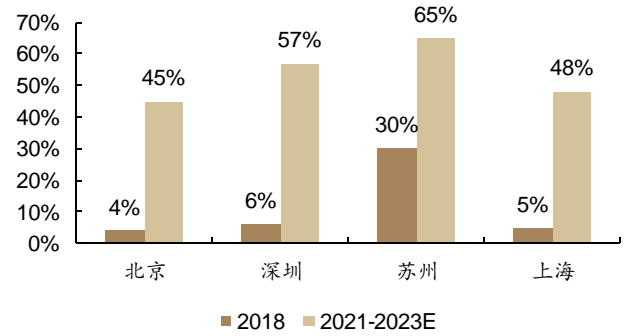
静配中心渗透率的提升, 将带动业务快速增长。随着静配中心自动化设备研发、生产技术的发展, 以及医院管理理念的进步, 未来渗透率有望大幅提升。根据沙利文统计数据, 未来 3 到 5 年, 北京/深圳/苏州/上海静配中心自动化设备渗透率将分别从 4% 上升到 45%, 从 6% 上升到 57%, 从 30% 上升到 65%, 从 5% 上升到 48%。公司智能化静配中心项目 2021 年实现营收 0.58 亿元, 同比增长 21%, 未来静配中心渗透率的提升将带动业绩高速发展。

图 18: 2017-2021 公司智能化静配中心项目营收及增速



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 19: 国内静配中心自动化渗透率



资料来源: 沙利文, 公司招股书, 德邦研究所

3.3. 智能化药品耗材管理: 横向丰富产品线

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。

图 20: 智能化药品耗材管理项目



智能病区管理柜

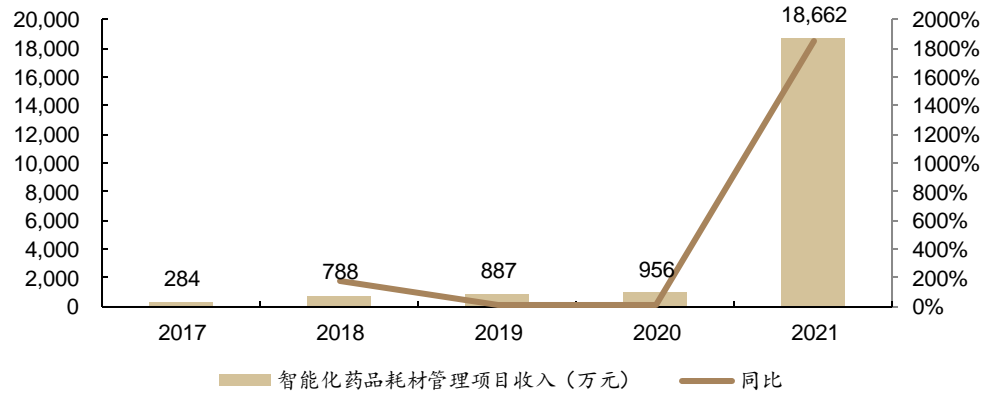


智能耗材管理柜

资料来源: 公司官网, 公司招股书, 德邦研究所

2017 年, 公司推出智能化药品耗材管理项目, 2017-2020 年智能化药品耗材管理项目收入分别为 284 万元、788 万元、887 万元和 956 万元, 营收体量较小。2021 年在 2G 大订单加持下, 项目收入为 1.9 亿元, 同比增速达 1851%, 营收占比达 38%, 成为公司营收增长重要发力点。

图 21：2017-2021 公司智能化药品耗材管理项目营收及增速



资料来源：Wind，公司年报，德邦研究所

3.4. 布局零售药店智能化市场，拓展 2G 政府合作业务

布局医药零售市场，奠定品牌基础。目前，我国药品零售行业自动化管理水平较低，而随着互联网医疗、远程医疗、慢病管理以及同城物流等领域的快速发展，零售药店的市场份额将会逐步提高。在“处方外流”和“互联网+医疗健康”的背景下，零售药房面临转型升级，O2O 模式是最具备发展潜力的医药互联网模式，线上线下终将协同发展，这也将推动自动化药房新型零售模式的发展。

公司先后与高济医疗、益丰大药房、叮当快药、第一医药、老百姓大药房等医药零售领域的龙头达成战略合作，采取设备投放的创新服务收费模式打造未来药店，试点合作门店数不断增加，为公司在医药零售市场新领域做精做强奠定了良好的基础。

拓展 2G 政府合作新领域。2021 年成功获得湖北省卫生健康委员会的基层移动医疗卫生服务车项目（车载医疗设备）的大额订单，合同金额 1.96 亿元，实现了公司医院市场业务下沉和“To-G”批量模式的良好开局，进一步巩固细分市场地位，增强持续盈利能力和核心竞争力。

基层移动医疗卫生服务车能够满足基层医疗卫生机构基本公共卫生服务、常见疾病和心脑血管疾病筛查的需求。可进行心电图诊断、B 超、血常规、尿常规、血压血糖血脂、肝/肾功能等检验项目，同时其功能健康检测数据可经由车载信息系统直接上传至居民健康档案，与上级全民健康大数据中心互通。车载配置有全自动生化分析仪、便携式彩超诊断仪、尿液分析仪、心脑血管疾病筛查设备和除颤仪等设备。

图 22：基层移动医疗卫生服务车



资料来源：公司公告，湖北省卫健委，德邦研究所

图 23：基层移动医疗卫生服务车（内部）

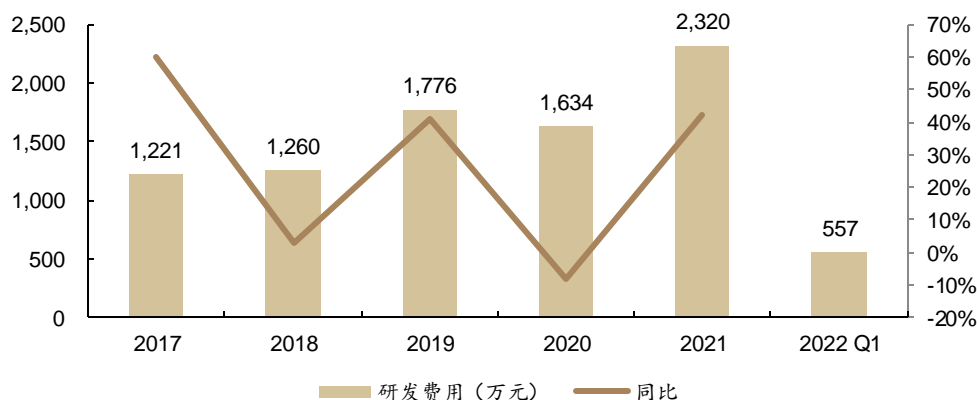


资料来源：公司公告，湖北省卫健委，德邦研究所

3.5. 注重研发创新，满足多样化需求

为保证竞争优势，公司始终注重新产品的研发，重视研发投入，2021年公司研发费用为2,320万元，同比增长42%，致力于为用户提供更全面的产品及服务。

图 24：2017-2022Q1 公司研发费用及增速



资料来源：Wind，德邦研究所

供应链管理与运营管理系统，实现流程优化和效率提升。1) **SPD 智慧物流管理项目**：医用耗材智能管理信息系统，针对医疗耗材的不同产品特性，采用针对性的解决方案帮助医院建立高效、安全、精细化的耗材供应链管理平台，实现医用耗材“零库存”资金占用，实现医用物资条码追溯管理，解放临床医护人员，支持医疗集团化管理。2) **HRP 智慧运营管理项目**：是一个将医院的人、财、物、科研统一纳入管理体系的综合运营管理信息系统，实现科学管理医院物资设备，实现规范财务信息管理，实现信息化水平的提升，实现业务整合、资源协同、信息共享、数据精准和流程优化的效果。

拓展中药业务，推出智能化中药房项目。1) 突破了中药颗粒、中药饮片的定量自动化调剂技术，解决了中医精确用药和调剂效率问题；2) 研发了中药颗粒自动化调剂、多列自动装袋、装盒全自动生产线系列产品和中药饮片炮制、调剂、煎煮、包装全自动生产线系列产品，极大的提升了中医药产业的自动化程度；3) 打通了医院 HIS、药厂、调剂中心、物流配送、患者之间数据、物流通道，实现了医院处方、患者和药物的全流程闭环云端管理，实现了全程可追溯，确保了患者用药安全性。

全自动实验室项目进一步扩大服务范畴。实现自动化核酸提取，大大降低了实验者的工作量和实验中的人为误差，为疾病预防、疾病治疗、身份鉴定等提供科学依据，为精准医疗、大健康、司法鉴定等提供有效支撑。

发热门诊自助药房，助力疫情防控。公司设立发热门诊 24 小时无人自助药房，实现防控疫情二次高峰、患者购药安全流程监管、发热门诊 24 小时自动化取药服务。采用处方识别自助取药，无需药师值守前台窗口发药，避免药师与患者的直接接触，并提升发热门诊发药效率，减少患者取药过程中的交叉感染几率。

图 25：健麾信息部分项目简介



资料来源：公司官网，公司招股书，德邦研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测

核心假设:

1) 智慧药房项目:2021年智慧药房项目营收1.8亿元,占总营收比例为37%。受疫情影响公司2020年智慧药房项目营收同比下降28%,但2021年开始逐渐恢复稳步提升。随着院内药品智能化管理渗透率提升与医疗新基建的落地,公司有望凭借品牌优势和多样化产品线,进一步扩大市场占有率,保持营收高增长态势。我们预计,2022-2024年公司智慧药房项目收入将分别达到3.43/4.46/5.79亿元;

2) 智能化静配中心项目:2021年智能化静配中心项目实现营收0.58亿元,同比增长21%。随着静配中心自动化设备研发、生产技术的发展,以及医院管理理念的进步,未来医院静配中心自动化设备的渗透率有望大幅提升。我们预计,2022-2024年公司智能化静配中心项目收入将分别达到1.15/1.73/2.51亿元;

3) 智能化药品耗材管理项目:公司2021年与湖北省卫健委签订的1.96亿元的车载医疗设备大额订单,带动了该业务的大幅增长。我们预计,常规业务将保持稳步增长,2022-2024年公司智能化药品耗材管理项目收入将分别达到0.14/0.16/0.18亿元;

4) 智能化零售药房服务项目:公司率先布局零售药房市场,先后与高济医疗、益丰大药房、叮当快药、第一医药、老百姓大药房等医药零售领域的龙头达成战略合作,为公司在医药零售市场新领域做精做强奠定了良好的基础。后续有望持续快速增长。2022-2024年公司智能化零售药房服务项目收入预计将分别达到0.03/0.1/0.15亿元。

表 4: 公司分业务业绩预测

	2020	2021	2022E	2023E	2023E
智慧药房项目					
营业收入(亿元)	1.67	1.80	3.43	4.46	5.79
增速(%)	-28%	8%	90%	30%	30%
毛利率(%)	62%	61%	60%	60%	60%
智能化静配中心项目					
营业收入(亿元)	0.48	0.58	1.15	1.73	2.51
增速(%)	143%	21%	100%	50%	45%
毛利率(%)	60%	61%	60%	60%	60%
智能化药品耗材管理项目					
营业收入(亿元)	0.10	1.87	0.14	0.16	0.18
增速(%)	8%	1851%	-93%	15%	15%
毛利率(%)	61%	12%	50%	50%	50%
智能化零售药房服务项目					
营业收入(亿元)			0.03	0.1	0.15
增速(%)				233%	50%
毛利率(%)			60%	60%	60%
其他业务					
营业收入(亿元)	0.63	0.65	0.78	0.94	1.13
增速(%)	52%	3%	20%	20%	20%

毛利率(%)	54%	63%	50%	50%	50%
合计					
营业收入(亿元)	2.87	4.90	5.53	7.38	9.76
增速(%)	-4%	71%	13%	33%	32%
毛利率(%)	60%	42%	58%	59%	59%

资料来源: wind, 德邦研究所测算

4.2. 投资建议

国内“智慧药房第一股”，药品智能化管理龙头，全面布局院内院外市场，产品线丰富、品牌优势明显，公司有望随着行业渗透率不断提升，收获行业扩容果实。我们预计公司 2022-2024 年公司将实现营业收入 5.5/7.4/9.8 亿元，归母净利润 1.9/2.5/3.3 亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 5: 可比公司估值分析

公司名称	总市值(亿元)	归母净利润(亿元)			PE(X)		
		2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
艾隆科技	31.69	1.29	1.72	2.25	24.49	18.43	14.08
海尔生物	241.89	6.15	8.18	10.75	39.31	29.58	22.50
迈瑞医疗	3,980.57	97.25	117.65	141.76	40.93	33.83	28.08
PE 均值					34.91	27.28	21.55

资料来源: 迈瑞医疗为德邦预测数据, 其余为 wind 一致性预测 (截止 2022 年 8 月 12 日)

5. 风险提示

1) 行业发展不及预期风险: 目前药品智能化管理正处于初级起步阶段, 未来渗透率及行业发展与多种因素相关, 存在行业发展不及预期的风险。

2) 市场竞争加剧风险: 随着医疗机构、医药流通企业、零售药房等对药品智能化管理的需求不断增加, 未来可能会存在竞争对手增多、市场竞争加剧风险。

3) 供应商、客户高集中度风险: 目前公司前五大供应商与前五大客户的集中度都较高, 如若与公司业务发生重大变化, 将会对公司业绩发展产生不利影响。

4) 新冠疫情影响超预期风险: 公司项目的终端用户主要是医疗服务机构, 受新冠疫情影响较大, 目前国内疫情持续出现反复, 不确定因素较多, 存在新冠疫情影响超预期风险。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	0.86	1.41	1.86	2.42
每股净资产	6.63	8.03	9.89	12.32
每股经营现金流	0.40	1.94	0.52	3.04
每股股利	0.22	0.09	0.09	0.09
价值评估(倍)				
P/E	42.16	22.71	17.18	13.16
P/B	5.47	3.97	3.23	2.59
P/S	8.86	7.85	5.88	4.45
EV/EBITDA	32.76	15.00	10.99	7.34
股息率%	0.6%	0.3%	0.3%	0.3%
盈利能力指标(%)				
毛利率	42.3%	58.3%	58.5%	58.7%
净利润率	26.0%	38.4%	38.1%	37.7%
净资产收益率	13.0%	17.5%	18.8%	19.7%
资产回报率	10.4%	14.5%	15.2%	16.0%
投资回报率	12.0%	17.2%	18.3%	19.3%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	70.8%	12.9%	33.5%	32.2%
EBIT 增长率	8.6%	74.7%	33.3%	32.6%
净利润增长率	22.9%	62.5%	32.2%	30.5%
偿债能力指标				
资产负债率	13.6%	9.6%	11.6%	10.7%
流动比率	5.6	8.4	7.3	8.3
速动比率	5.1	8.2	6.8	8.0
现金比率	3.1	5.9	4.2	5.6
经营效率指标				
应收帐款周转天数	181.6	180.0	180.0	180.0
存货周转天数	54.4	55.0	55.0	55.0
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5
固定资产周转率	14.6	8.7	9.0	10.7

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	118	191	253	330
少数股东损益	10	21	29	39
非现金支出	19	9	13	16
非经营收益	-9	0	0	0
营运资金变动	-84	42	-224	29
经营活动现金流	54	263	71	414
资产	-81	-1	-1	-1
投资	-30	0	0	0
其他	3	0	0	0
投资活动现金流	-108	-1	-1	-1
债权募资	0	0	0	0
股权募资	0	0	0	0
其他	-37	0	0	0
融资活动现金流	-37	0	0	0
现金净流量	-91	262	70	412

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 12 日
 资料来源：公司年报 (2020-2021)，德邦研究所

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	490	553	738	976
营业成本	282	230	306	403
毛利率%	42.3%	58.3%	58.5%	58.7%
营业税金及附加	3	4	7	10
营业税金率%	0.6%	0.7%	1.0%	1.0%
营业费用	21	30	41	54
营业费用率%	4.3%	5.5%	5.6%	5.5%
管理费用	22	32	41	54
管理费用率%	4.4%	5.7%	5.6%	5.5%
研发费用	23	30	41	54
研发费用率%	4.7%	5.5%	5.5%	5.5%
EBIT	133	232	309	410
财务费用	-5	-9	-15	-16
财务费用率%	-1.0%	-1.7%	-2.0%	-1.6%
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	3	0	0	0
营业利润	144	241	324	426
	0	0	0	0
利润总额	144	241	324	426
EBITDA	136	241	322	426
所得税	17	29	42	58
有效所得税率%	11.6%	12.0%	13.0%	13.5%
少数股东损益	10	21	29	39
归属母公司所有者净利润	118	191	253	330

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	469	731	800	1,213
应收账款及应收票据	288	267	474	506
存货	61	10	84	39
其它流动资产	33	35	45	55
流动资产合计	851	1,043	1,403	1,813
长期股权投资	33	33	33	33
固定资产	34	64	82	91
在建工程	188	150	120	96
无形资产	16	16	16	16
非流动资产合计	279	271	260	245
资产总计	1,130	1,314	1,663	2,058
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	37	19	55	42
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	115	105	136	175
流动负债合计	152	124	191	217
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	2	2	2	2
非流动负债合计	2	2	2	2
负债总计	154	126	194	220
实收资本	136	136	136	136
普通股股东权益	902	1,093	1,345	1,675
少数股东权益	74	95	124	163
负债和所有者权益合计	1,130	1,314	1,663	2,058

信息披露

分析师与研究助理简介

陈铁林 德邦证券研究所副所长，医药首席分析师。研究方向：国内医药行业发展趋势和覆盖热点子行业。曾任职于康泰生物、西南证券、国海证券。所在团队获得医药生物行业卖方分析师 2019 年新财富第四名，2018 年新财富第五名、水晶球第二名，2017 年新财富第四名，2016 年新财富第五名，2015 年水晶球第一名。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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，未经德邦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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。