



华安证券  
HUAAN SECURITIES

证券研究报告 | 行业专题

# 行业专题：PB-ROE模型在低值耗材中的应用

分析师：谭国超 (S0010521120002)

联系人：李婵 (S0010121110031)

2022年8月

华安证券研究所

## 核心观点

- **PB-ROE模型在低值耗材类公司中的适用性**：PB-ROE是价值型投资策略的一种，在熊市和振荡市有较好的选股胜率，尤其适用于接近成熟期的行业选股。全球范围内低值耗材行业产品成熟，行业发展周期长，行业内公司竞争格局稳定，整体规模增速在高个位数，生命周期偏成长后期或接近于成熟期，适用于PB-ROE的选股策略，PB-ROE模型也更易从可比公司中找到相对低估值的标的。
- **投资建议**：优先选高ROE，低PB类标的，推荐采纳股份（已覆盖）及未来有ROE提升空间的康德莱（已覆盖），同时建议关注天益医疗（未覆盖）、振德医疗（未覆盖）、维力医疗（未覆盖）。
- **风险提示**：估值模型适用性不当风险；公司盈利能力恶化风险，ROE下降，带动估值下降；行业竞争加剧风险，整体估值水平下移风险。

# 目录

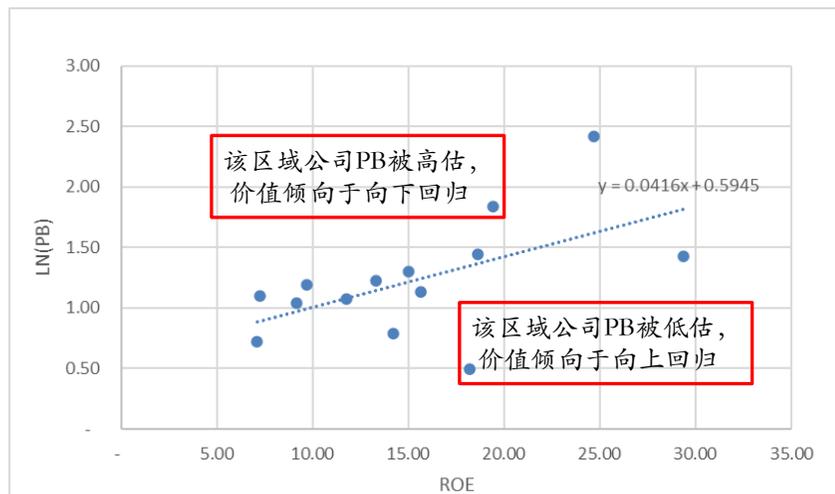
- 01 | PB-ROE模型介绍
- 02 | 低值耗材行业概述
- 03 | 模型数据处理及结果
- 04 | 投资标的梳理
- 05 | 风险提示

资料来源：wind、华安证券研究所

# 1、PB-ROE模型：一种评估盈利能力与估值是否匹配的方法

- PB-ROE模型在1984年由Jarrod W. Wilcox 提出，模型推导出 $\ln(PB)$ 与预期ROE 存在线性正相关关系，表明公司的盈利能力和其股票估值具有很强的正相关性，即投资者愿意为成长性更好的上市公司付出更高的股价。PB-ROE的核心思想是寻找当前估值较低，同时具有稳定成长特性的股票——即低PB高ROE的股票。

PB-ROE模型示意图



资料来源：IFIND，华安证券研究所

$\ln(PB)$ 与ROE在一定假设下呈线性关系

令T为投资期限， $P/B_t$ 为t时刻市净率，k为投资者期望回报率，r为预期ROE，得到方程：

$$\ln(P/B_0) = [\ln(P/B_t) - kT] + rT$$

假设投资末期T时刻市净率为1，上式可化简为：

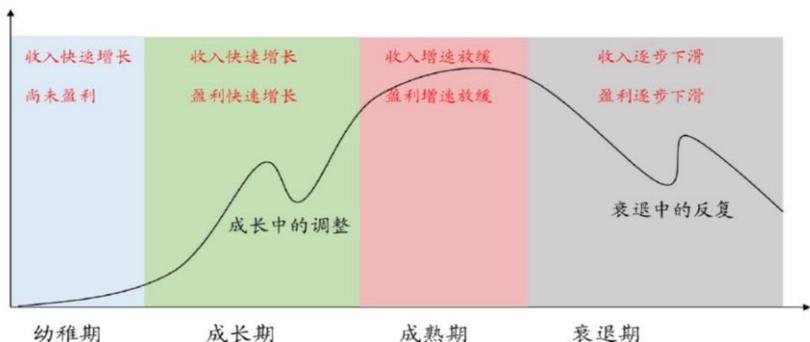
$$\ln(P/B_0) = -kT + rT$$

资料来源：The PB-ROE Valuation Model，华安证券研究所

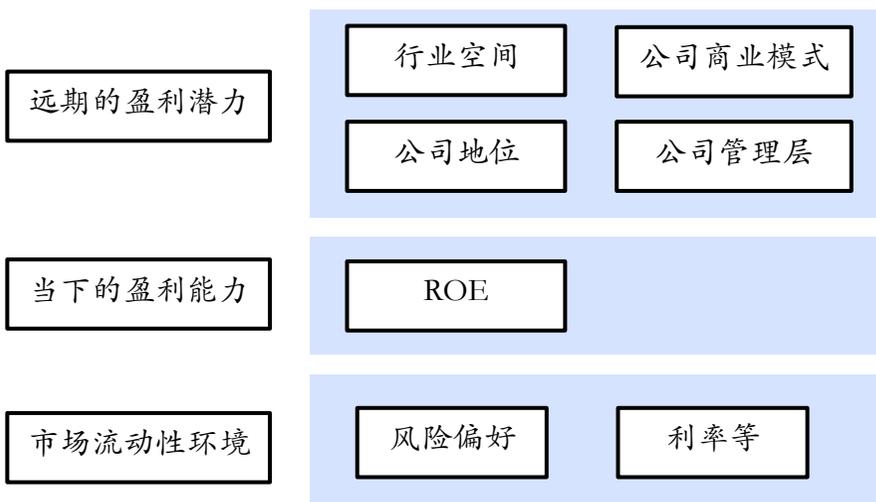
# 1、PB-ROE模型的适用条件：成熟阶段行业为主

- PB-ROE模型中假设公司当前的ROE能够代表未来的ROE，所以ROE较为稳定的成熟行业更适用于该模型，因为成熟行业和公司已经经历了完整的生命周期，因此不同阶段的估值水平，以及步入成熟阶段的估值水平可以拿来用作估值对标和参考，PB-ROE模型对成长期的行业或个股并不完全适配。
- 其次，能有较高置信度去预测公司预期ROE水平的，也相对更适用PB-ROE模型。
- 第三，不同时期市场估值环境不同，市场的预期收益率不同，流动性水平不同，ROE水平并不是影响估值水平的唯一因素。

产业生命周期划分



影响估值的因素众多



资料来源：华安证券研究所整理

# 目录

- 01 | PB-ROE模型介绍
- 02 | 低值耗材行业概述
- 03 | 模型数据处理及结果
- 04 | 投资标的梳理
- 05 | 风险提示

资料来源：wind、华安证券研究所

## 2、医用低值耗材产品的定义、分类

- 医用耗材根据价值量可分为低值耗材和高值耗材。从会计实务角度，易损耗、单价低于500元即可归入低值易耗品。通常来说，低值耗材无需植入或介入到人体内，所以部分价格较低的介入类器械（如PTCA球囊扩张导管）也属于高值耗材。参考北京首都医科大学朝阳医院公开的医用耗材价格查询目录，单价在500元及以下的耗材数量共587种，占医院医用耗材种类总数的37.25%，种类繁多。

医用低值耗材	
定义	医疗机构在为病人治疗过程中使用的卫生材料（通常一次性使用为主。从会计实务角度， <b>易损耗、单价低于500元即可归入低值易耗品。</b>
使用范围及用量	低值耗材临床使用量大，涉及心血管、脑血管、眼科、妇科、泌尿科、骨科、普外科等科室，甚至部分产品几乎每个科室都会用到（如注射穿刺类耗材），整体用量跟随门诊量而波动
根据材料划分	主要涉及有医用级塑料（高分子塑料，如PVC、ABS、TPU）、不锈钢、无纺布（聚酯纤维，如尼龙材料）、玻璃等
根据产品功能划分	(1) 药物输送装置（注射类耗材，如输液产品、智能注射器、预充注射器、皮下注射产品）； (2) 诊断检测类（如葡萄糖监测试纸，血液采集消耗品）； (3) 伤口护理用敷料（高级伤口敷料、外科伤口护理、传统伤口护理）； (4) 个人防护类（手套、口罩、防护服等）； (5) 医用导管类（如静脉导管、泌尿导管、插管、喉罩）； (6) 医用放射学消耗品（胶片）； (7) 医用消毒与灭菌耗材； (8) 透析类耗材（腹膜透析、血液透析）
注册认证监管	<b>通常是一类医疗器械或二类医疗器械</b> ，也有部分产品属于三类医疗器械（如留置针、预充式冲管注射器）

资料来源：中国医疗器械蓝皮书，华安证券研究所

## 2、医用低值耗材市场规模

■ 根据《中国医疗器械蓝皮书(2021年版)》，2016-2020年中国低值医用耗材市场规模由448亿元增长至970亿元，年均复合增速在20%左右，根据 IBM 和医械汇研究分析，中国低值医用耗材市场规模 2025 年将达到 2213 亿元，2021-2025年复合增速预计在18%。

全球不同领域低值耗材市场规模

细分市场	代表产品	2021年全球市场规模	2026年预期市场规模	CAGR
药物输送装置	一次性注射器 (syringes)	106亿美元	540亿美元	8.45%
	其他注射器 (injector)	222亿美元		
	注射泵	32亿美元		
采血类耗材	采血针、采血管等	51亿美元	70亿美元 (2028年)	4.63%
医用敷料	高级伤口敷料	206亿美元	296亿美元 (2030年)	4.11%
	传统伤口敷料			
	外伤伤口护理敷料			
防护服	防护服、护目镜、一次性手术服等	108亿美元	162亿美元	8.45%
医用导管	静脉导管	36亿美元	50亿美元	6.79%
	泌尿导管	49.5亿美元	79.4亿美元	9.91%
透析耗材	血液透析、腹膜透析	49.5亿美元	60亿美元	3.92%

中国医用低值耗材市场规模 (亿元)

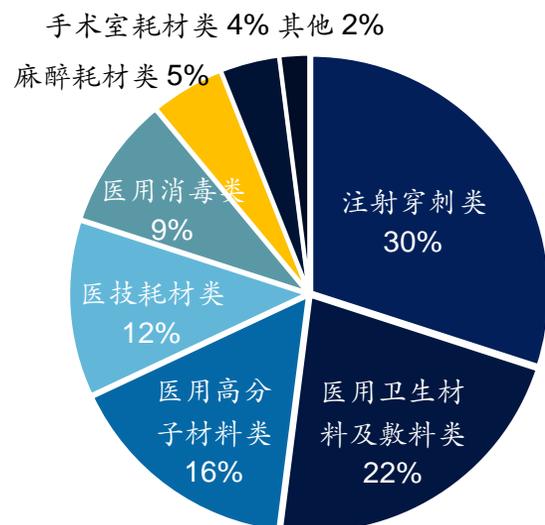


资料来源: Grand View Research, RESEARCH AND MARKETS, Market Watch, 医械研究院、医械汇, 中国医疗器械蓝皮书(2021年版), BMI Research, 华安证券研究所

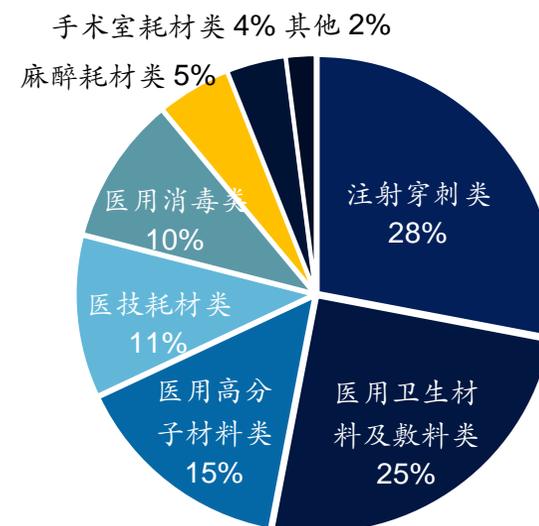
## 2、医用低值耗材细分市场情况

- 据医械研究院整理测算，2018年注射穿刺类在国内低值医用耗材市场占比最大，市场份额高达 30%，其次为医用卫生材料及敷料类，市场份额达 22%。2020年注射穿刺类占比为28%，医用卫生材料及敷料类为25%，市场份额排名前五的领域分别是注射穿刺类、医用卫生材料及敷料类、医用高分子材料类、医技耗材类和医用消毒类。

2018年中国医用低值耗材细分市场占比



2020年中国医用低值耗材细分市场占比

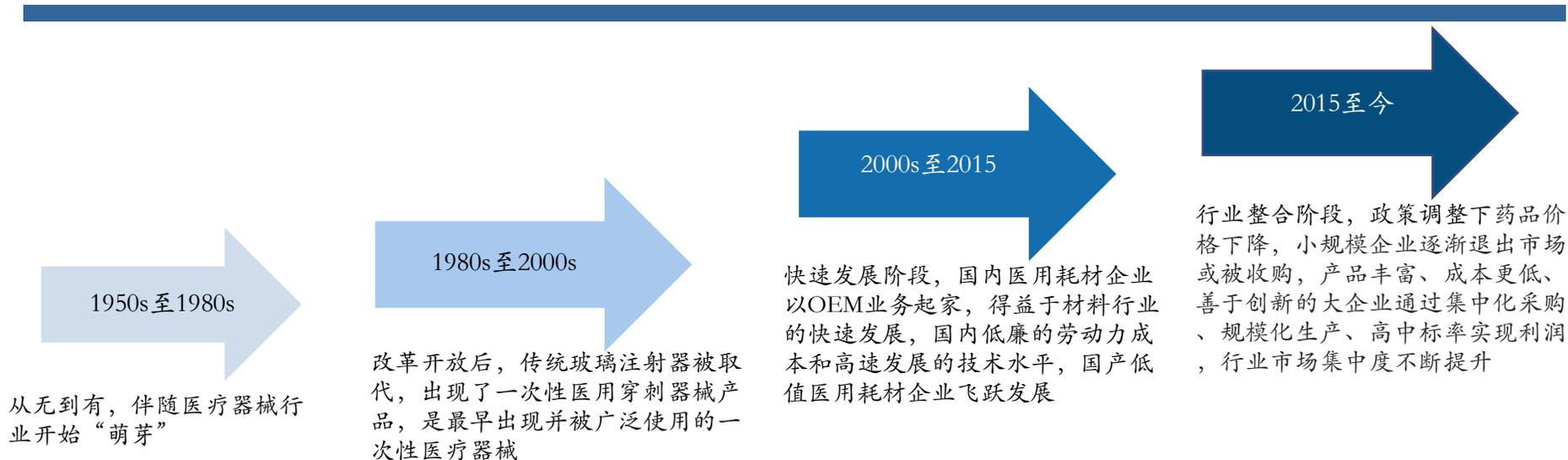


资料来源：医械研究院、华经产业研究院，华安证券研究所

## 2、医用低值耗材行业发展历程

- 相较于全球医疗器械市场，我国医疗器械市场起步较晚。医疗器械的整体发展大致分为三个阶段：第一阶段是我国建国到1978年，1952年国家诞生了第一台X光机，X光机的诞生奠定了医疗器械成为大健康领域里的一个分支，实现从无到有的过程；第二阶段是1978年到2000年，医疗器械迎来了高速发展的阶段，我国处于追赶国际先进水平的阶段；第三个阶段是2000年以来，我国医疗器械行业从仿制发展到个别产品市场技术逐渐超越。

### 医用耗材行业发展历程



资料来源：可孚医疗招股说明书、三鑫医疗招股说明书、康德莱招股说明书，普华永策，华安证券研究所

## 2、医用低值耗材品牌情况

■ 多年来，得益于改革开放的不断深入，凭借着低廉的劳动力成本和高速发展的技术水平，我国低值耗材产业发展迅速，涌现出一大批优秀的知名品牌，如威高、康德莱等。国产产品不仅占据了国内市场大多数份额，在国际市场也占据一定的地位。

细分市场	进口品牌	国产品牌
医用卫生材料及敷料类	3M、泰尔茂	威高、振德、奥美、稳健
注射穿刺类	贝朗、百特、泰尔茂、BD、尼普诺	威高、江西3L、普华和顺、康德莱、三鑫医疗、江西洪达、山东侨牌、双鸽
医用高分子材料类	泰尔茂、百特	威高、蓝帆医疗、英科医疗、百多安、江西3L
医用消毒类	3M	欧洁、利尔康
麻醉耗材类	泰尔茂、BD、百特、贝朗	驼人、维力医疗、海宁绿健、浙江苏嘉、威高
手术室耗材类	强生、贝朗	新华、威高
医技耗材类	柯达、爱克发、富士、柯尼卡	富明威、乐凯、健培科技

资料来源：医械研究院，华夏基石，华安证券研究所

## 2、实验室用耗材产品的定义、分类

- 根据实验室耗材的用途，可以将其分为常规耗材、细胞培养实验耗材、分子生物学实验耗材、微生物学实验耗材、过滤/净化实验耗材、防护用品、仪器设备专用耗材7大类。目前在生物实验室研究中使用最多，使用量最大的以聚苯乙烯（GPPS）、聚丙烯（PP）、聚乙烯（PE）等为原材料制成的一次性塑料耗材。

分类	说明	举例
常规耗材	指广泛应用于各种实验的辅助性类耗材，通用性是其最突出的特点	玻璃器皿：烧器类、量器类、皿管类、漏斗类、滤器类、瓶类、标准口类、真空器皿、成套装置等；石英制品：坩埚、蒸发皿、漏斗、石英管、石英棉等；陶瓷制品：坩埚、蒸发皿、研钵、布氏漏斗、方舟、白反应板等；塑料制品：瓶类、量器类、漏斗类、烧杯、洗瓶、离心管、试管架、枪头、针筒等；金属制品：样品匙、坩埚、铁架台、滴定台、试管架、坩埚钳、夹子、镊子、实验剪刀等；橡胶制品：硅胶管、胶塞、吸头、吸耳球、双连球、乳胶管等；纸制品：试纸、称量纸、擦镜纸、清洁擦拭用品等
细胞培养实验耗材	细胞培养实验中使用的专用耗材	细胞培养皿、细胞培养瓶、细胞培养板、细胞培养管（袋）、移液管、细胞培养载玻片、细胞计数板、三角瓶、离心管等
分子生物学实验耗材	用于分子生物学研究的耗材	免疫检测板、封板膜、封口膜、加样槽、制备管、离心管、冻存管、蓝盖瓶、枪头（含无RNA酶）、PCR耗材（PCR管、八连排PCR管、PCR管架、96孔板、384孔板）等
微生物学实验耗材	用于在分子、细胞或群体水平上研究各类微小生物生命活动的耗材	培养皿、培养试管、接种环/针、酒精灯、涂布器、三角瓶、蓝盖瓶、均质罐、载玻片、盖玻片、无菌袋、脱脂棉、移液管、无菌过滤膜、无菌过滤器、厌氧罐等
过滤/净化实验耗材	是指实验中用于过滤与净化操作的耗材防护用品	滤纸、滤膜、针头过滤器、固相萃取小柱、玻璃层析柱、净化柱、过滤离心管等
防护用品	实验中用来防止实验结果受细菌等外部因素干扰，并保护人员免受物理、化学伤害的物品	头帽、面罩、口罩、手套、鞋套、防护服等
仪器设备专用耗材	一般指价值较小的仪器	移液器、电泳附件、进样针、纯水柱、色谱柱、保护柱、内衬管、石墨管、炬管、雾化器、比色皿等

资料来源：泰坦科技招股说明书，华安证券研究所

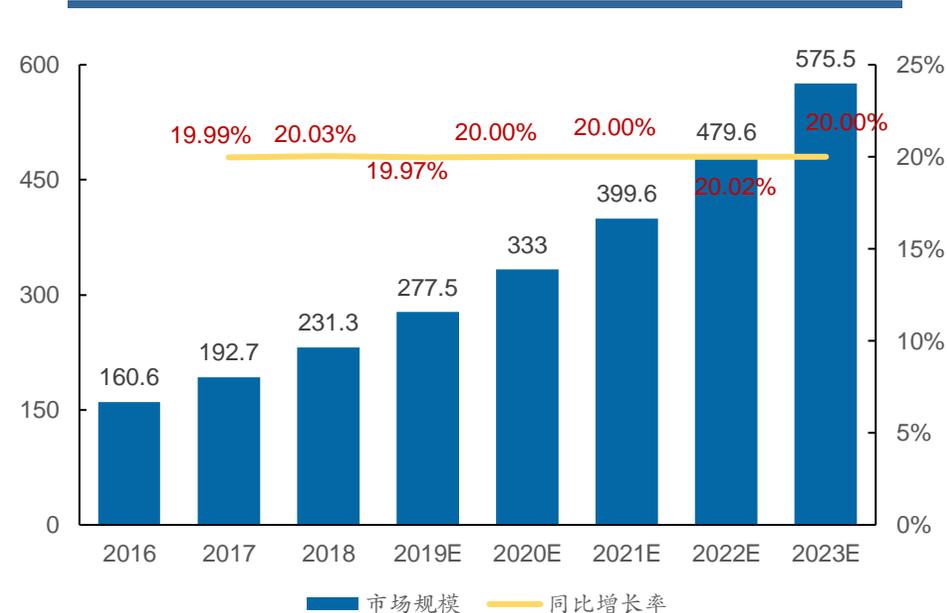
## 2、实验室用耗材市场规模及增速

- 根据中国医疗器械信息统计，2020 年全球生命科学实验全部耗材市场规模有望达到 445.51 亿美元，预计 2023 年将达到 677.57 亿美元，其中中国市场预计 2020 年国内耗材市场规模达 333.03 亿元，2023 年达 575.46 亿元。

全球生命科学实验耗材市场规模（亿美元）



中国生命科学实验耗材市场规模（亿元）

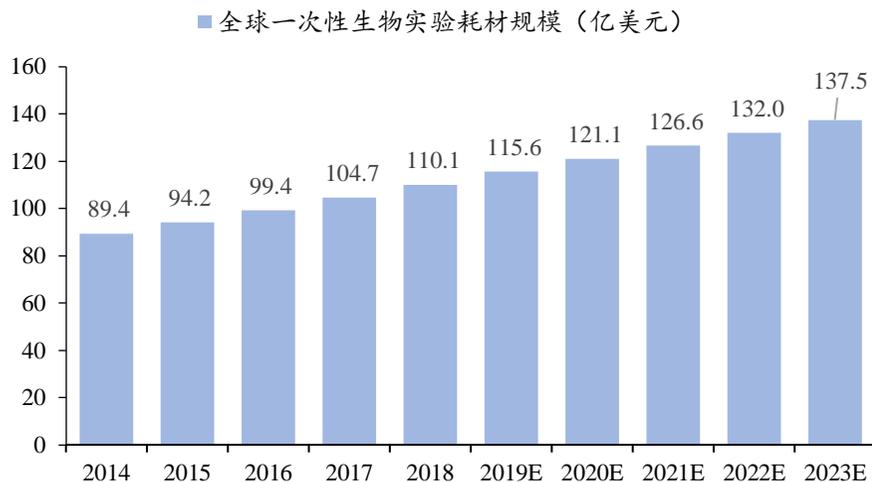


资料来源：中国医疗器械信息,2019,25(13):35-39，华安证券研究所

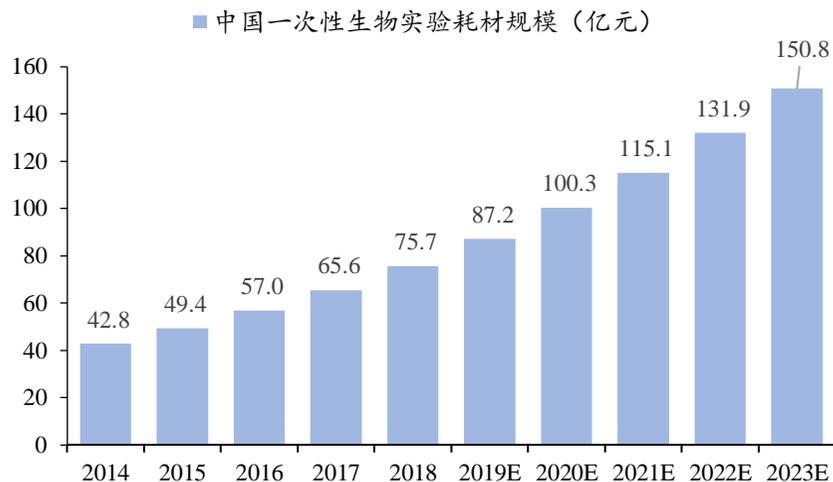
## 2、一次性生物实验耗材市场规模

- 据沙利文公司在新冠肺炎疫情发生之前的统计预测，2020年全球一次性生物实验耗材市场规模将达到121.1亿美元，同比增长4.8%，预计2023年将达到137.5亿美元，3年复合增速大约4.32%。鉴于新冠肺炎疫情的爆发，全球对生命科学、医药生物领域的高度重视和投入力度加大，全球生物实验室一次性生物实验耗材市场规模预计将进一步增加。
- 据沙利文公司在新冠肺炎疫情发生之前的统计预测，2020年我国生物实验室一次性塑料耗材市场规模将达到100.3亿元，同比增长15%，预计2023年达150.8亿元，复合增速达14.56%。鉴于新冠肺炎疫情的爆发，国内对生命科学、医药生物领域的高度重视和投入力度加大，我国生物实验室一次性生物实验耗材市场规模预计将进一步增加。

全球一次性生物实验耗材市场规模（亿美元）



中国一次性生物实验耗材市场规模（亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文、洁特生物招股说明书，华安证券研究所

## 2、实验室低耗材行业发展历程

### 计划经济初创期

新中国成立后，以政府为主导的地方玻璃仪器厂不断建立，并且开始生产玻璃制品等实验室耗材。这一时期的玻璃耗材主要有玻璃试管，玻璃培养皿等，以及七八十年代涌现出的乡镇企业。当时主要业务均来自各自所在地区的医院，生产销售等都具有鲜明的计划经济特点，企业自身没有创新与发展的动力，因此这些企业后来基本在改革开放初期进行了私有化，部分已经完全转型从事其他业务，部分延续了实验室耗材的开发。

### 改革开放发展期

改革开放政策下后，部分国营玻璃耗材生产企业开始改制以适应市场发展需求，同时也有新的民营实验室耗材厂家创立发展。随着医疗水平的发展，国家越来越重视生物安全，一次性实验室耗材在提高检验质量的同时也有效地降低了医疗污染或感染的可能，同时，由于实验室耗材的生产技术的提高，制造成本低的优势使得实验室耗材的一次性使用在现代检验中不断被广泛推行。

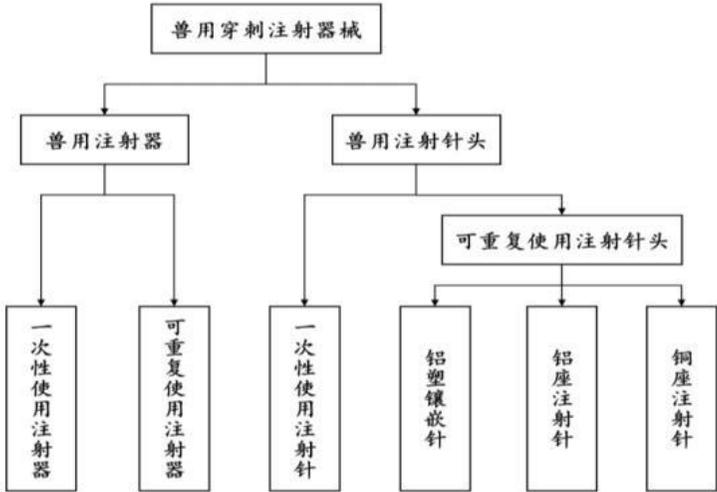
### 资本助力与技术革新期

近几年，随着我国注塑工业和模具制造水平的提升，以及产品表面生物处理等后处理能力的提升，国内少部分企业也可以生产出具有一定国际竞争力的高端产品。目前在检验、实验耗材等领域，尤其是一些高技术含量的实验室耗材基本被国外企业垄断，尤其是像分子生物学实验室耗材，细胞培养类耗材。

## 2、兽用低值耗材产品的定义、分类

- 兽用器械是指单独或组合适用于动物的医用器械、设备、器具、材料，包括所需的软件。根据《国民经济行业分类》（GB/T4754-2017），兽医专用仪器及机械，包括阉割、牲畜生产用仪器及器械、牲畜乳房疾病治疗仪器和其他兽医专用器械。
- 兽用注射器是一种给动物灌注用药的医疗器械，普通的兽用注射器由针筒、针头和活塞芯杆组成，有特殊用途或其他功能的兽用注射器也主要是在此基础上进行改造和升级。兽用注射器主要应用于动物的疫苗及其他各类药物注射，是畜牧养殖、宠物饲养中防治疾病不可缺少的医疗器械之一。由于兽用动物类型差异较大，与医用注射穿刺器械相比，兽用注射穿刺器械具有品种规格多、针头可重复使用的独特性。

### 兽用穿刺注射器械分类



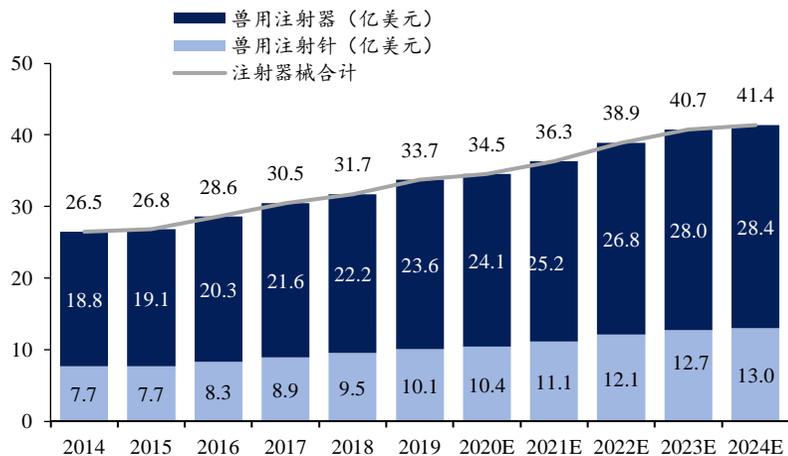
兽用注射器	
根据可使用次数划分	兽用注射器可分为一次性注射器及可重复使用注射器
根据注射剂量划分	普通固定剂量注射器、连续注射器
兽用注射针头	
兽用注射由于存在重复多次使用的情形	一次性注射头，可重复使用注射针头

资料来源：采纳股份招股说明书，华安证券研究所

## 2、兽用低值耗材市场规模及增速

- 根据FROST&SULLIVAN的数据统计，以需求规模计，全球兽用注射穿刺器械市场在一个相对比较稳定的增长过程中，其市场容量从2014年的26.5亿美元增长到了2019年的33.7亿美元，年复合增长率达5.0%。
- FROST&SULLIVAN的数据显示，以生产规模计，中国兽用注射穿刺器械市场容量从2014年的17.6亿元增长到了2019年的24.7亿元，年复合增长率达7.0%。其主要增长动力源自于中国不断增长的家禽和畜牧饲养行业，尤其是随着下游饲养行业的集中化，以及各地农业部门对养殖动物的疫苗等预防管理日趋规范，中国的兽用注射器市场容量正在不断增长，预计到2024年，该市场规模将会达到35.1亿元人民币。

全球兽用注射器械市场容量（单位：亿美元）



中国兽用注射器械市场生产规模（单位：亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，采纳股份招股说明书，华安证券研究所

## 2、低值耗材行业小结

- 全球市场行业规模：医用低值耗材>实验室耗材>一次性实验室耗材>兽用低值耗材。
- 全球市场行业增速：实验室耗材>医用低值耗材>一次性实验室耗材>兽用低值耗材。
- 低值耗材行业发展阶段：实验室耗材仍处于行业成长期，医用低值耗材和兽用低值耗材处于成长后期，接近成熟期

	医用低值耗材	实验室耗材	一次性实验室耗材	兽用低值耗材
市场规模 (2020年)	全球：750亿美元 中国：970亿元	全球：446亿美元 中国：333亿元	全球：121亿美元 中国：100亿元	全球：34亿美元 中国：27亿元
行业 未来增速	全球：7-8%； 中国：18%	全球：15%； 中国：20%	全球：5%； 中国：15%	全球：5%； 中国：7%
行业 集中度	全球：BD、3M、泰尔茂、Thermo fisher等企业占行业主要市场份额；中国国内的行业集中度偏低			
行业 壁垒	专利、设计、材料、制造工艺、生产成本、客情关系、品牌及声誉			
生命 周期	全球：成长后期 中国：成长中期	全球：成长中期 中国：成长中期	全球：成长后期 中国：成长中期	全球：成长后期 中国：成长后期

资料来源：华安证券研究所整理

# 目录

- 01 | PB-ROE模型介绍
- 02 | 低值耗材行业概述
- 03 | 模型数据处理及结果
- 04 | 投资标的梳理
- 05 | 风险提示

资料来源：wind、华安证券研究所

### 3、模型数据处理

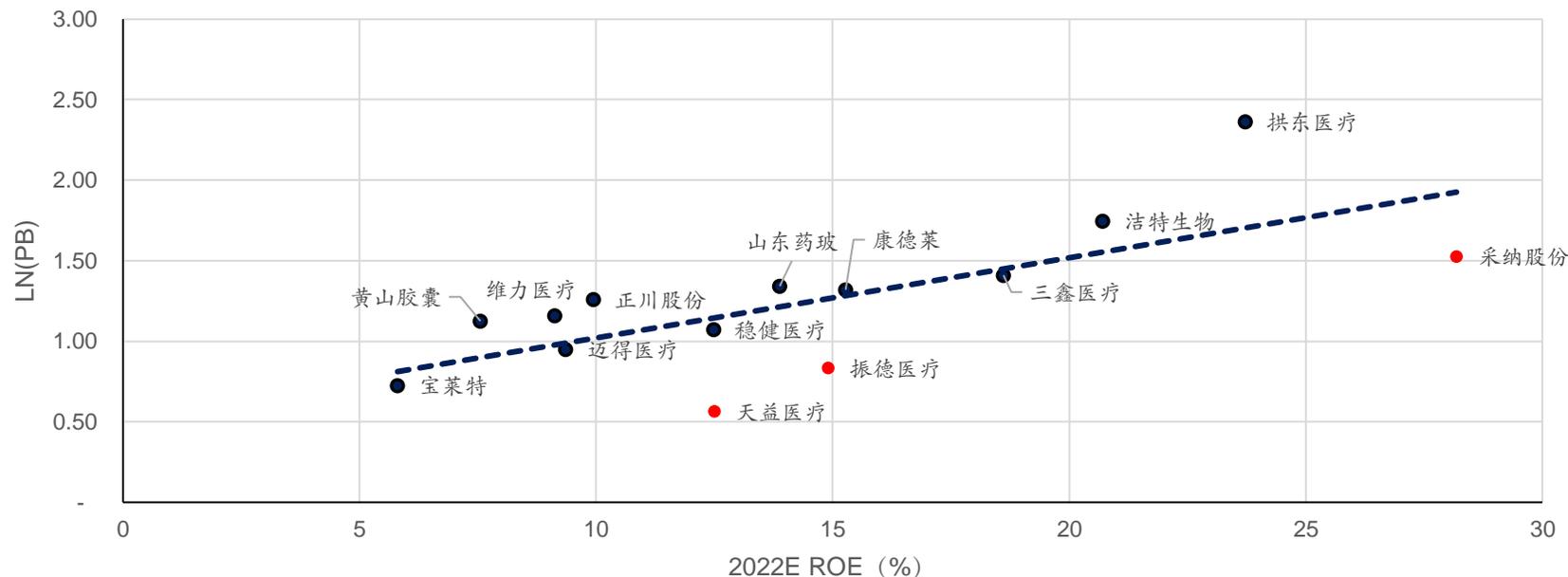
- 样本选择：选取A股市场目前上市低值耗材产业链公司，并除去上市时间较短的次新股、卖方近期覆盖较少的标的。
- PB：分别选当前时点的PB(LF)值、过去1个月的平均PB(LF)。
- ROE：选取2022年预期的ROE值，部分仍在样本范围内的标的没有市场一致预期的ROE值，选用ROE(TTM)。

证券代码	证券简称	上市日期	市值(亿元)	ROE(2021)	ROE(2022E)	PB(LF)	PB(LF)_1M	2021年收入(亿元)	2021年归母净利润(亿元)	2021年销售毛利率	2021年销售净利率	主要领域
600529.SH	山东药玻	2002-06-03	177.66	13.29	13.88	3.82	3.47	38.75	5.91	29.62	15.25	药用玻璃瓶
300030.SZ	阳普医疗	2009-12-25	22.05	1.85	N/A	2.32	2.31	8.00	0.19	40.82	2.47	真空采血类
300246.SZ	宝莱特	2011-07-19	28.14	7.10	5.8	2.07	2.03	10.91	0.64	32.67	6.16	血透+监护仪
603309.SH	维力医疗	2015-03-02	51.73	9.14	9.13	3.19	2.90	11.19	1.06	42.36	10.25	导管类耗材
300453.SZ	三鑫医疗	2015-05-15	39.56	18.64	18.61	4.10	4.27	11.64	1.56	34.37	14.76	血透+注射类
002817.SZ	黄山胶囊	2016-10-25	24.86	7.25	7.56	3.08	2.99	3.80	0.57	32.00	14.63	空心胶囊
603987.SH	康德莱	2016-11-21	77.27	15.01	15.28	3.74	3.87	30.97	2.91	38.38	13.54	注射类耗材
300677.SZ	英科医疗	2017-07-21	154.40	59.61	N/A	0.99	0.99	162.40	74.30	61.51	45.96	手套类耗材
603976.SH	正川股份	2017-08-22	39.54	9.66	9.94	3.53	3.23	7.97	1.07	25.69	13.38	药用玻璃瓶
603301.SH	振德医疗	2018-04-12	92.90	14.22	14.91	2.30	2.23	50.92	5.96	34.81	14.16	医用卫生材料及敷料
002950.SZ	奥美医疗	2019-03-11	76.63	15.65	N/A	2.76	2.92	29.26	4.31	30.13	14.77	医用卫生材料及敷料
688310.SH	迈得医疗	2019-12-03	19.10	8.64	9.36	2.58	2.46	3.16	0.64	50.12	20.27	医用耗材专用设备
688026.SH	洁特生物	2020-01-22	55.28	19.39	20.71	5.72	6.24	8.56	1.71	41.91	20.00	实验室耗材
605369.SH	拱东医疗	2020-09-16	141.54	24.66	23.72	10.61	10.82	11.94	3.11	44.36	26.04	实验室耗材/IVD类耗材
300888.SZ	稳健医疗	2020-09-17	305.37	11.76	12.49	2.92	2.93	80.37	12.39	49.88	15.40	医用卫生材料及敷料
300981.SZ	中红医疗	2021-04-27	72.03	46.92	N/A	1.18	1.18	49.09	23.42	61.70	47.70	手套类耗材
301093.SZ	华兰股份	2021-11-01	44.10	26.83	N/A	1.87	1.90	8.21	2.16	55.12	26.32	各类覆膜胶塞、常规胶塞
301122.SZ	采纳股份	2022-01-26	74.56	29.38	28.19	4.60	4.42	4.42	1.31	43.86	29.56	注射类耗材
301097.SZ	天益医疗	2022-04-07	32.60	18.20	12.50	1.76	1.64	4.15	0.78	38.03	18.88	血透类耗材
301234.SZ	五洲医疗	2022-07-05	23.04	29.92	N/A	3.46	3.74	5.13	0.68	22.56	13.33	注射类耗材

资料来源：iFind，华安证券研究所

### 3、模型处理结果

■ 由于所选标的均属于低值耗材产业链，PB-ROE模型适用性也更强，用LN(PB)和ROE做线性回归拟合，结果显示，预期ROE水平越高，PB估值也越高。从拟合的角度看，维力医疗、迈得医疗、康德莱等标的估值为板块合理估值，采纳股份、振德医疗、天益医疗仍有估值提升的空间，而处于成长阶段的实验室耗材类标的拱东医疗和洁特生物的估值相较其他低值耗材标的高一些。



资料来源：iFind，华安证券研究所

# 目录

- 01 | PB-ROE模型介绍
- 02 | 低值耗材行业概述
- 03 | 模型数据处理及结果
- 04 | 投资标的梳理
- 05 | 风险提示

资料来源：wind、华安证券研究所

## 4、采纳股份：绑定核心客户，国产高端穿刺器械领跑者

### 投资亮点：

- (1) 公司以国际大客户为主，客户粘性高，订单稳定。
- (2) 公司定制化研发服务能力显著，产品横向拓展能力强，动物医疗、医疗器械和实验室耗材三大业务齐头并进。
- (3) 公司产品走差异化、高端化，盈利能力突出。

### 投资建议：

预计公司2022-2024收入有望分别实现6.91亿元、9.48亿元和12.50亿元，2022-2024年复合增长率约为41.42%，2022-2024年归母净利润分别实现2.08亿元、3.08亿元和3.96亿元，2022-2024年复合增长率约为44.7%。鉴于公司产品横向拓展能力强且与国际大客户绑定，粘性大，不受国内耗材集采的政策压制，维持公司“买入”评级。

单位:百万元

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	442	691	948	1250
收入同比 (%)	-12.5%	56.4%	37.1%	31.9%
归属母公司净利润	131	208	308	396
净利润同比 (%)	-4.6%	58.9%	48.1%	28.7%
毛利率 (%)	43.9%	45.2%	48.9%	48.9%
ROE (%)	25.6%	28.0%	29.3%	27.4%
每股收益 (元)	1.85	2.21	3.27	4.21

资料来源：IFIND，华安证券研究所

## 4、康德莱：国产注射穿刺龙头企业，产品升级加速成长

### 投资亮点：

- (1) 公司是注射穿刺领域的龙头企业，产品升级且海外客户导入顺利，海外业务盈利能力逐年提升，逐渐成为公司亮点。
- (2) 公司以外贸促内贸，消费属性的胰岛素笔针、美容针均有望成为大单品，国内集采受益的留置针、病毒采样管等持续贡献业绩弹性。

### 投资建议：

预计公司2022-2024收入有望分别实现37.90亿元、45.09亿元和53.71亿元，同比增长分别约22.4%、19.0%和19.1%，2022-2024年归母净利润分别实现3.88亿元、4.84亿元和6.00亿元，同比增长分别约33.1%、24.9%和24.0%。鉴于公司产品不断升级，海外市场拓展顺利，国内基本盘稳固，维持公司“买入”评级。

主要财务指标	单位:百万元			
	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	3,097	3,790	4,509	5,371
收入同比 (%)	17.1%	22.4%	19.0%	19.1%
归属母公司净利润	291	388	484	600
净利润同比 (%)	43.7%	33.1%	24.9%	24.0%
毛利率 (%)	38.4%	39.7%	40.5%	41.2%
ROE (%)	14.0%	15.6%	16.3%	16.8%
每股收益 (元)	0.66	0.83	1.04	1.29

资料来源：IFND，华安证券研究所

## 4、天益医疗：自有品牌+ODM并重，国产体外循环血路龙头

公司介绍：公司主营业务为血液净化及病房护理领域医用高分子耗材等医疗器械的研发、生产与销售。

- (1) 海外：和费森尤斯、百特等大客户合作，海外收入快速增长，2018-2021年CAGR约106%。
- (2) 国内：按照产品的销售量排名，2018年公司在我国体外循环血路市场份额排名第二。
- (3) 重要产品：CRRT专用型体外循环血路产品借助新冠疫情打开销路。

公司部分产品图示



资料来源：天益医疗官网，华安证券研究所

公司收入结构



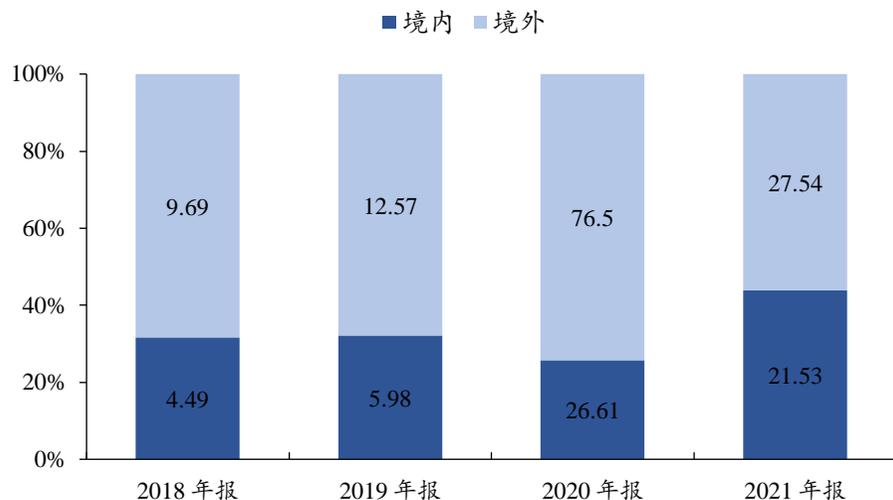
资料来源：IFIND，华安证券研究所

## 4、振德医疗：内生+外延，新型医用敷料促进公司发展

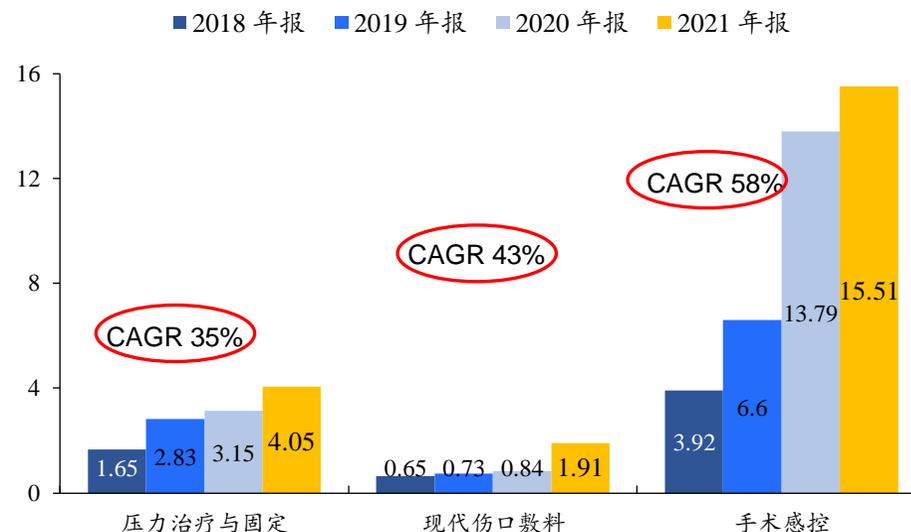
公司介绍：以海外传统伤口护理类产品OEM起家，目前是国内医用敷料行业产品种类较为齐全、规模领先的企业之一。

- (1) 传统敷料行业集中度较低，拥有规模化生产优势的头部企业能更好控制成本和品质，有望进一步扩大市场份额。
- (2) 新型医用敷料具有促进伤口恢复等优势，适用于慢性伤口，消费升级属性强，在高端产品市场有望实现进口替代。
- (3) 手术感控业务随着一次性产品渗透率的提升及渠道集中度的提升，有望迎来持续稳定的增长。
- (4) “医疗”和“健康”双轮驱动，渠道优化，有利于公司长期发展。

公司境内外收入结构



新业务收入增长情况



资料来源：IFIND，华安证券研究所

华安证券研究所

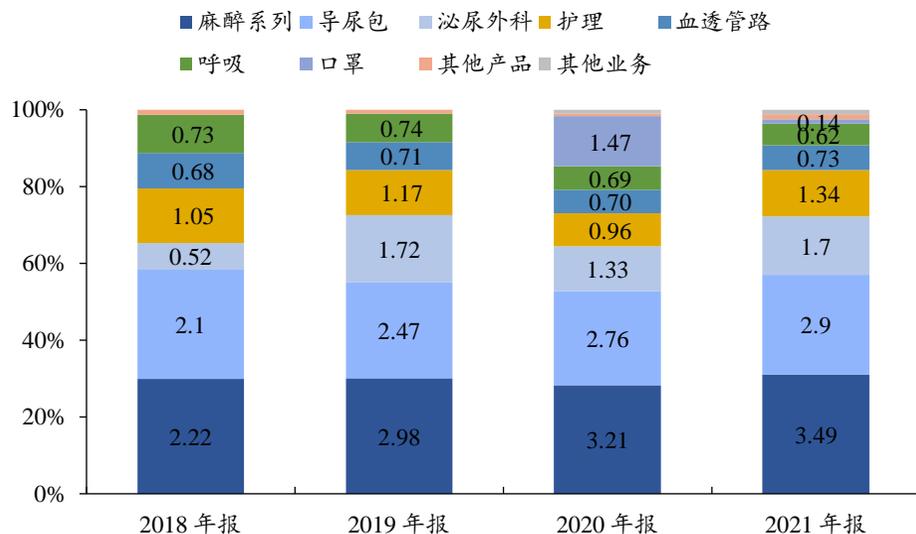
敬请参阅末页重要声明及评级说明

## 4、维力医疗：医用导管领军者，定制化项目助力海外增长

公司介绍：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。

- (1) 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，北美地区订单增长。
- (2) 公司加大研发，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。
- (3) 股权激励绑定核心员工，考核目标2023-2024年复合增速约30%。

公司产品收入结构



公司股权激励情况

解除限售期	考核目标Am	考核目标An
第一个解除限售期	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	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	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：IFIND，公司公告，华安证券研究所

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

## 5、风险提示

- 估值模型适用性不当风险。
- 公司盈利能力恶化风险，ROE下降，带动估值下降；
- 行业竞争加剧风险，整体估值水平下移风险。



华安证券

HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

## 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，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，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。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。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15%；
- 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。



# 谢谢！