

拱东医疗 (605369.SH)

医用低耗领先企业，产能释放及定制赋能带来新增量

增持

核心观点

医用低耗市场千亿，公司为行业领先企业。医用低耗内外需求高增长，2021年国内市场规模1164亿元，四年复合增速约21%，行业细分领域众多、竞争格局分散。公司在医用低耗领域市占率约为1%，已形成近4000种规格的产品体系，是国内医用低耗行业产品种类最全、规模最大的企业之一。

模具设计能力构筑核心竞争力，“定制+通用”双轮驱动下持续拓展业务边界。模具决定耗材生产的质量、效率、成本和稳定性。公司位处模具之乡，是医用耗材领域少数具备模具设计能力的企业，产业资源和人才资源丰富，为定制服务和品类扩张赋能。

通用耗材：境内采血管集采可期，境外长尾客户项目放量有望。境内方面，真空采血管集采趋势初显，公司产能充足、成本优势及盈利能力突出，有望借助集采推动销量翻番；境外方面，2022H1境外营收占比26%，随着长尾客户项目放量、产能瓶颈突破及海外疫情缓解，OEM/ODM有望恢复高增长。

短期看 IVD 封闭式耗材：率先入局，放量正当时。2020年中国IVD市场规模890亿元，同比增速24%，IVD行业快速增长驱动耗材市场扩容，预计2025年IVD封闭耗材市场空间约20亿元，市场集中度高。公司于2016年率先布局IVD封闭耗材、头部效应明显，已与超过100家IVD企业形成合作，覆盖国内主流客户，SKU超过300种。伴随客户项目的逐步成熟，IVD封闭式耗材2020年收入1.4亿元、2021年收入2.6亿元，迎来快速放量期。

中短期看药品包材：项目逐步迈入成熟期，未来三年有望迎来高速增长期。2018年中国塑料药包材市场规模593亿元，药品和包材关联审评政策深度绑定药包材供应商和药企。公司于2018年布局药包材，已有2个项目进入成熟期、60余个储备项目稳步推进，有望复制IVD封闭式耗材的成功路径。

中长期看实验室耗材：入局科研市场，重点发力高附加值细胞培养类耗材。2021年中国一次性生物实验室耗材市场规模约115亿元，国产化率低。公司凭借模具开发能力和多年积累的技术基础，重点研发高附加值细胞培养类耗材，发展高校、科研机构等科研类客户，有望提供中长期业绩支撑。

盈利预测与估值：突破产能瓶颈，IVD封闭式耗材放量，品类扩张持续，预计2022-2024年归母净利润4.05/5.22/6.69亿元（+30.2%/28.9%/28.1%），综合考虑相对与绝对估值，预计公司合理估值140-149亿元，相较当前股价有19%-27%空间，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：原料价格波动；新品研发失败；市场开拓不及预期；竞争加剧等。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	830	1,194	1,566	1,992	2,512
(+/-%)	50.0%	43.9%	31.1%	27.2%	26.1%
净利润(百万元)	226	311	405	522	669
(+/-%)	98.9%	37.7%	30.2%	28.9%	28.1%
每股收益(元)	2.82	2.76	3.60	4.63	5.94
EBIT Margin	33.0%	28.7%	29.0%	29.4%	29.9%
净资产收益率(ROE)	18.7%	22.4%	24.8%	26.8%	28.5%
市盈率(PE)	36.8	37.7	28.9	22.4	17.5
EV/EBITDA	29.0	32.9	26.6	20.8	16.4
市净率(PB)	6.89	8.44	7.18	6.02	4.99

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

医药生物·医疗器械

证券分析师：彭思宇

0755-81982723

pengsiyu@guosen.com.cn

S0980521060003

证券分析师：陈益凌

021-60933167

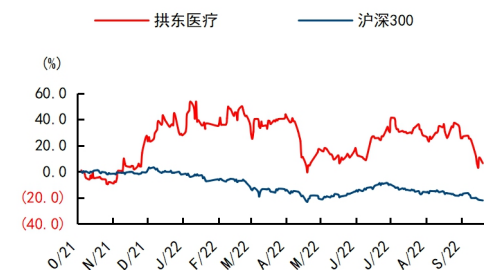
chenyiling@guosen.com.cn

S0980519010002

基础数据

投资评级	增持(首次覆盖)
合理估值	123.96 - 132.25 元
收盘价	104.01 元
总市值/流通市值	11753/2912 百万元
52 周最高价/最低价	155.29/87.85 元
近 3 个月日均成交额	38.97 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

一次性医用耗材行业领先企业.....	5
深耕医用耗材行业三十载，形成六大品类产品矩阵.....	5
施氏家族占股集中，股权激励提振士气.....	7
募投项目陆续落地，产能瓶颈即期破解.....	8
通用+定制双管齐下，品类扩张持续.....	10
标品与定制并行，低值耗材内外需求高增长.....	10
通用耗材：真空采血管集采提供业绩弹性，境外销售持续增长.....	11
IVD 耗材：封闭化趋势带来定制需求，IVD 配套业务迎来放量期.....	15
药品包材：政策提高下游客户黏性，项目储备稳步推进.....	18
实验室耗材：开拓细胞培养类耗材，提供中期业绩支撑.....	21
竞争优势：模具设计能力构筑核心竞争力.....	25
财务分析.....	28
盈利预测.....	30
假设前提.....	30
敏感性分析.....	32
估值与投资建议.....	33
绝对估值：143-152 亿元.....	33
相对估值：140-149 亿元.....	34
投资建议.....	35
风险提示.....	36
附表：财务预测与估值.....	38
免责声明.....	39

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	5
图 2: 公司所属行业.....	5
图 3: 公司主要产品.....	6
图 4: 2017~2021 年公司分产品的营业收入构成.....	6
图 5: 2021 年公司营业收入构成.....	6
图 6: 2021 年公司分区域、销售模式的主营收入构成.....	7
图 7: 公司股权结构（截止至 2022. 06. 30）.....	7
图 8: 真空采血管产能、产量及产能利用率情况.....	9
图 9: 医用耗材及包材产品产能、产量及产能利用率情况.....	9
图 10: 真空采血管产量、销量及产销率情况.....	9
图 11: 医用耗材及包材产品产量、销量及产销率情况.....	9
图 12: 2016~2021 年中国低值医用耗材市场规模变化情况.....	10
图 13: 2016~2021 年中国一次性耗材出口额变化情况.....	10
图 14: 2021 年中国低值医用耗材市场竞争格局.....	11
图 15: 2016~2021 年拱东医疗在低耗市场市占率变化情况.....	11
图 16: 2017~2021 年中国真空采血管产量情况.....	12
图 17: 2021 年真空采血管竞争格局（按产量计算）.....	12
图 18: 2017~2021 年可比公司真空采血管单只成本（元/支）.....	12
图 19: 2016~2021 年可比公司真空采血管毛利率水平.....	12
图 20: 2017~2021 年拱东医疗真空采血管营业收入及毛利润情况.....	13
图 21: 2017~2022H1 年公司境内外销售占比情况.....	13
图 22: 2017~2022H1 年公司境外营收变化情况.....	14
图 23: 2017~2021 年公司境外营收结构.....	14
图 24: 2019 年境外客户销售情况及占 OEM/ODM 营收比例.....	14
图 25: 2016~2022Q1 IDEXX 营收变化情况.....	15
图 26: 2017~2022Q1 McKesson 营收变化情况.....	15
图 27: 2016~2020 年中国体外诊断市场规模变化情况.....	15
图 28: 2020 年中国 IVD 各细分领域份额情况.....	16
图 29: 2020 年 IVD 各细分领域市场规模.....	16
图 30: 体外诊断行业产业链.....	17
图 31: 公司拥有丰富的医疗领域客户资源，与海内外顶尖企业达成良好合作.....	18
图 32: 公司 IVD 配套业务营收变化情况.....	18
图 33: 药品包材所属行业.....	19
图 34: 2014~2018 年中国医药包装行业市场规模变化情况.....	19
图 35: 2018 年各类药包材材料占比结构.....	20
图 36: 药品关联审评流程.....	20
图 37: 公司实验检测类、体液采集类、医用护理类耗材及药品包装材料生产流程相同.....	21

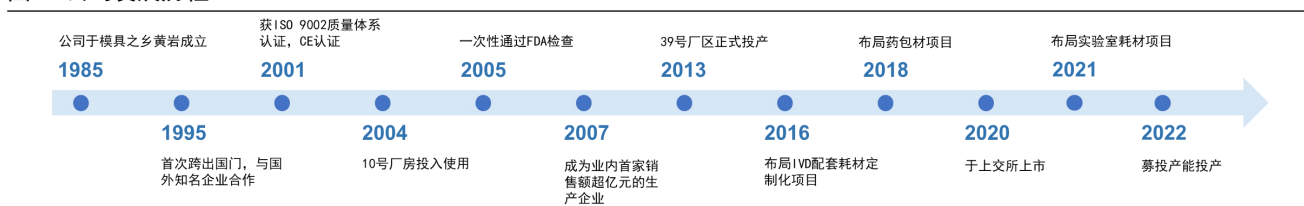
图 38: 2017-2021 公司药品包装类营收变化情况.....	21
图 39: 2017-2023 年中国一次性生物实验室耗材市场规模.....	22
图 40: 2016-2018 年中国一次性生物实验室耗材市场份额.....	22
图 41: 主要实验室细胞培养耗材.....	23
图 42: 公司现售实验室耗材产品.....	23
图 43: 一次性耗材由模具研发到产品注塑成型生产流程.....	25
图 44: 2020 年中国重点骨干模具企业地区分布情况.....	25
图 45: 2021 年公司与可比公司人均产出.....	26
图 46: 公司高精密模具.....	26
图 47: 公司常规注塑车间.....	27
图 48: 公司净化注塑车间.....	27
图 49: 拱东医疗营业收入变化情况.....	28
图 50: 拱东医疗归属母公司净利润变化情况.....	28
图 51: 拱东医疗利润率变化情况.....	28
图 52: 拱东医疗费用率变化情况.....	28
图 53: 拱东医疗研发支出变化.....	29
图 54: 拱东医疗现金流变化情况.....	29
表 1: 公司高管履历.....	8
表 2: 公司限制性股票授予情况.....	8
表 3: 公司募集资金投资项目.....	9
表 4: 公司现有产能及新建产能.....	9
表 5: 近年各省份针对真空采血管集采实施的相关措施.....	11
表 6: 近年来体外诊断行业的相关政策.....	16
表 7: 国内 IVD 上市公司仪器销售方式.....	17
表 8: 药品包装材料按使用方式分类.....	20
表 9: 实验室耗材分类.....	22
表 10: 公司细胞培养类耗材研发项目.....	24
表 11: 真空采血管营收预测.....	30
表 12: 药品包装类营收预测.....	30
表 13: 拱东医疗 2022-2024 年盈利预测 (百万元, %)	31
表 14: 情景分析 (乐观、中性、悲观)	32
表 15: 绝对估值法主要假设.....	33
表 16: 拱东医疗未来十年预测及 FCFF 估值.....	33
表 17: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (人民币)	33
表 18: 同类公司估值比较.....	34

一次性医用耗材行业领先企业

深耕医用耗材行业三十载，形成六大品类产品矩阵

公司是国内一次性医用耗材生产企业中产品种类最齐全、规模最大的企业之一。公司于1985年在模具之乡浙江台州黄岩县成立，深耕医用耗材行业三十余载，不断拓展产品线的深度和广度，2016年布局IVD配套耗材定制项目，2018年布局药包材项目，2021年布局实验室耗材项目，现已经形成共6大类、近4000种规格的全面产品体系，建设了覆盖临床诊断和护理、科研检测、药品包装等诸多领域的一次性医用耗材产品线。

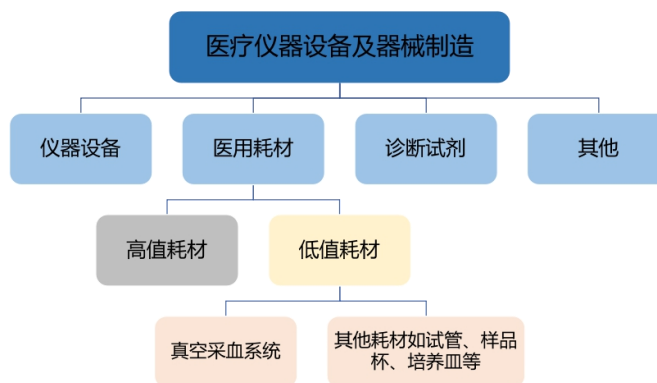
图1：公司发展历程



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

所属细分行业为医疗器械中的医用耗材。公司主营产品为医用低值耗材，主要产品可分为真空采血系统、实验检测类耗材、体液采集类耗材、医用护理类耗材、药品包装材料等六大类型，产品广泛应用于临床诊断和护理、科研检测、药品包装等领域。

图2：公司所属行业



资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

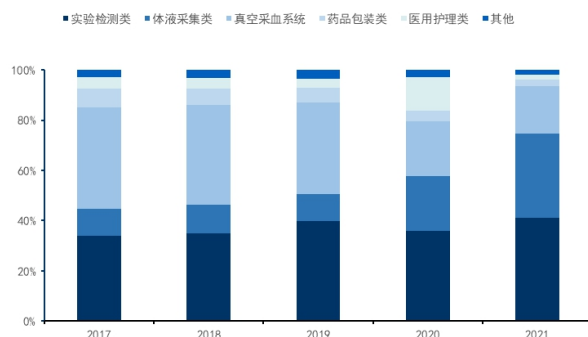
图3：公司主要产品



资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

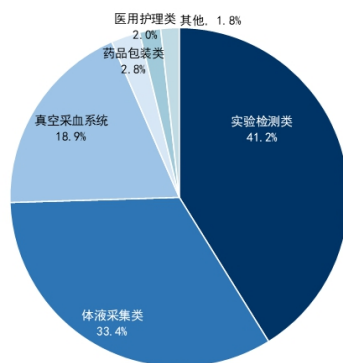
实验检测类耗材、体液采集类耗材和真空采血系统为公司三大主要业务。公司主营业务有实验室检测类耗材、体液采集类耗材、真空采血系统、药品包装类耗材和医用护理类耗材。实验检测类耗材收入占比逐年提升，2021 年占公司营业收入的 41.2%。新冠疫情带来体液采集类耗材需求激增，公司体液采集类耗材营收占比上升，2021 年占营业收入的 33.4%。因 2021 年产能受限等因素影响，公司真空采血系统占比减少，2021 年占营业收入的 18.9%。2021 年实验检测类耗材、体液采集类耗材和真空采血系统三大业务板块共占公司总营收的 93.5%。

图4：2017~2021 公司分产品的营业收入构成



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

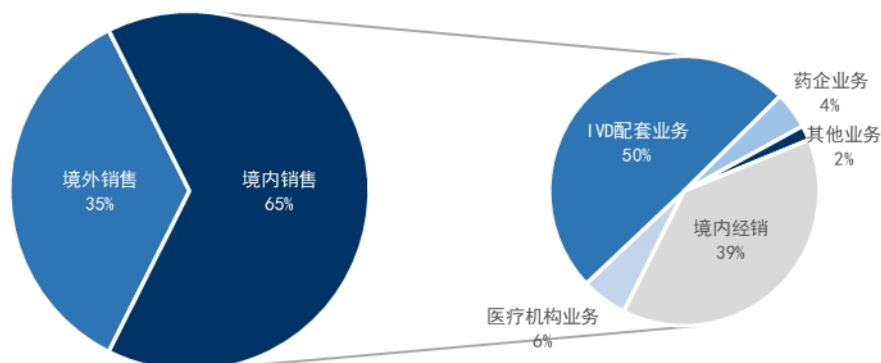
图5：2021 年公司营业收入构成



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

境内直销占比高，IVD 配套业务占境内销售约五成。2021 年公司境内销售收入占总营业收入的 65%，境外销售收入占总营业收入的 35%。公司境内销售分为经销和直销两种模式，其中境内直销根据终端客户类型可分为 IVD 配套业务、医疗机构业务、药企业务及其他业务。2021 年境内直销占境内销售的 62%，其中 IVD 配套业务占境内销售的 50%，主要产品为 IVD 配套耗材；医疗机构业务占境内销售的 6%，主要产品为医用通用耗材，如真空采血管、病毒采样管等；药企业务占境内销售的 4%，主要产品为药品包装材料。

图6：2021年公司分区域、销售模式的主营收入构成

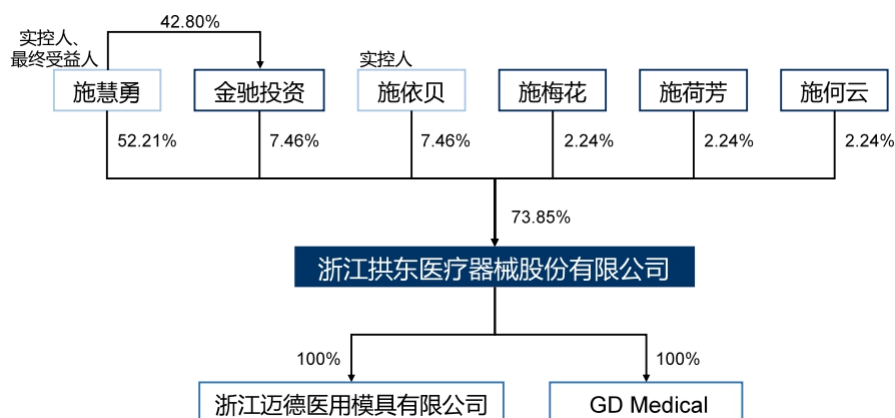


资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

施氏家族占股集中，股权激励提振士气

家族控股，股权集中。施慧勇先生直接持有公司 52.21% 股份，并通过员工持股平台金驰投资控制公司 7.46% 股份，其女施依贝直接持股 7.46%。股东施梅花、施荷芳及施何云与控股股东施慧勇系兄弟姐妹关系。施氏家族直接或间接控制公司 73.85% 股份，股权结构集中。

图7：公司股权结构（截止至 2022.06.30）



资料来源：公司半年报、国信证券经济研究所整理

公司高管经验丰富，股权激励鼓舞士气。2021 年公司完成限制性股票激励计划首次授予，授予公司董事、高管及其他人员 64 人共 60.8 万股（员工总人数约 1000 人），授予价格为 50.81 元/股。公司通过股权激励计划提振员工士气，上下同心有望共创佳绩。

表1：公司高管履历

姓名	职务	主要工作经历
施慧勇	董事长	1985年9月至2000年9月，先后任黄岩县拱东兴博五金塑料制品厂、黄岩县拱东化学塑料实验厂、黄岩市拱东化学塑料实验厂、浙江黄岩拱东化学塑料实验厂企业负责人；2000年9月至2009年8月，任浙江拱东医用塑料厂总经理；2009年8月至2017年10月，任浙江拱东医疗科技有限公司执行董事；2014年8月至今，任GD Medical, Inc. 唯一董事；2015年7月至今，任浙江迈德医用模具有限公司执行董事兼经理；2017年10月至今，任浙江拱东医疗器械股份有限公司董事长
钟卫峰	总经理	2001年4月至2009年8月，历任浙江拱东医用塑料厂技术员、业务员、销售部经理；2009年8月至2017年10月，任浙江拱东医疗科技有限公司常务副总经理；2017年10月至今，任浙江拱东医疗器械股份有限公司董事兼总经理
潘建伟	副总经理	1978年12月至2004年12月，先后任中国农业银行黄岩支行澄江营业所会计员、主办会计，中国农业银行黄岩支行营业部副总经理，中国农业银行黄岩支行新前分理处副主任，中国农业银行黄岩支行院桥分理处副主任，中国农业银行黄岩板桥支行副行长；2005年1月至2009年8月，任浙江拱东医用塑料厂财务总监；2009年8月至2017年10月，任浙江拱东医疗科技有限公司财务总监；2017年10月至今，任浙江拱东医疗器械股份有限公司董事兼副总经理
高原	副总经理	1995年10月至2003年12月，任广东泰科电子有限公司高级生产经理；2004年1月至2007年10月，任广州飞世尔科仪有限公司亚太区模具经理；2007年10月至2010年12月，任东莞吉达优精密塑胶有限公司工厂经理；2011年1月至2014年12月，任广州国睿电子科技有限公司技术总监；2015年1月至2017年3月，任江苏世泰实验器材有限公司副总经理；2017年4月至2017年10月，任浙江拱东医疗科技有限公司制造总监；2017年10月至今，任浙江拱东医疗器械股份有限公司副总经理
金世伟	董事会秘书	2011年10月至2012年3月，任绿田机械股份有限公司常务总经理助理；2012年4月至2014年6月，任浙江东音泵业股份有限公司人力资源部负责人兼证券事务代表；2014年6月至2016年2月，任绿田机械股份有限公司总经理助理；2016年8月至2017年10月，任浙江拱东医疗科技有限公司董事会秘书；2017年10月至今，任浙江拱东医疗器械股份有限公司董事兼董事会秘书。

资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

表2：公司限制性股票授予情况

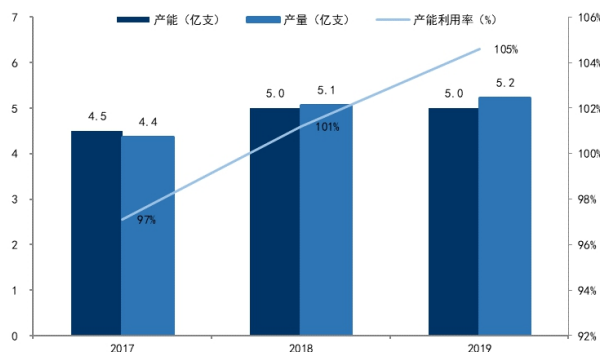
姓名	职务	获授的限制性股票数量 (万股)	占首次授予限制性股票 总数的比例	占股本总额的比例
钟卫峰	董事、总经理	2.5	4.15%	0.02%
金世伟	董事、董事会秘书	1.8	2.96%	0.02%
高原	副总经理	1.4	2.22%	0.01%
董事会认为需要激励的其他人员（61人）		55.1	90.67%	0.49%
首次授予合计（64人）		60.8	100.00%	0.54%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

募投项目陆续落地，产能瓶颈即期破解

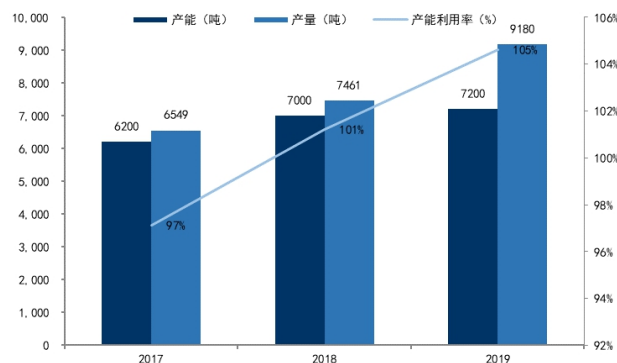
订单供不应求，近年来产能限制突显。公司现有真空采血管产能5亿支，医用耗材及包材产能7500吨。2019年真空采血管和医用耗材及包材的产能利用率皆达105%，产能利用已饱和。且随着公司的业务开发和渠道拓展，产品订单供不应求，2021年真空采血管和医用耗材及包材的产销率达96%。尽管公司近几年通过技改解决部分产能压力，但后续技改空间有限，产能达到瓶颈，无法满足公司销量的进一步增长。

图8：真空采血管产能、产量及产能利用率情况



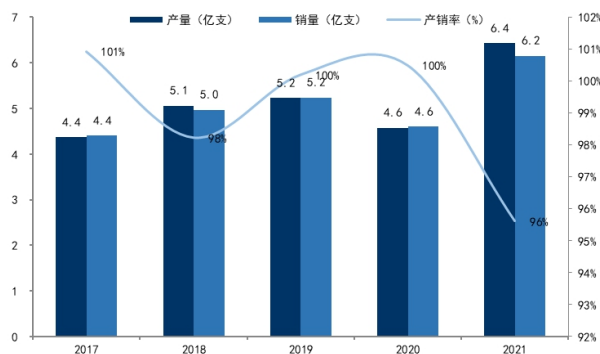
资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

图9：医用耗材及包材产品产能、产量及产能利用率情况



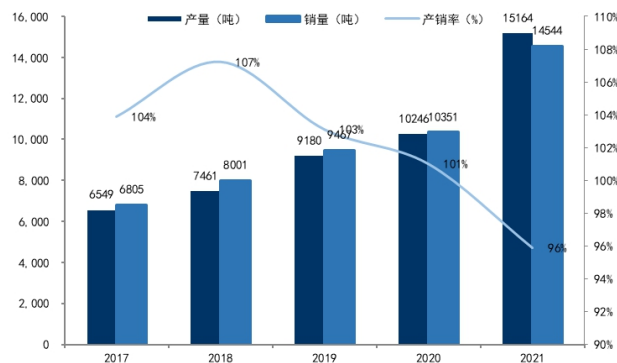
资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

图10：真空采血管产量、销量及产销率情况



资料来源：公司招股书、公司年报、国信证券经济研究所整理

图11：医用耗材及包材产品产量、销量及产销率情况



资料来源：公司招股书、公司年报、国信证券经济研究所整理

新建产能陆续投产，产能压力缓解。公司于2020年在上交所上市，募集资金主要用于产能扩建项目，规划新建真空采血管产能6.2亿支及医用耗材及包材产能10000吨。公司募投项目已于2022Q1陆续投产，预计Q4达产。募投产能的逐步落地将缓解公司产能压力，提升公司的生产能力及提高产品的市场占有率和公司影响力，助力公司业绩进一步增长。

表3：公司募集资金投资项目

项目名称	项目投资总额（万元）	募集资金拟投入金额（万元）
年产10000吨医用耗材及包材产能扩建项目	26,911.82	26,911.82
年产6.2亿支真空采血管产能扩建项目	17,836.80	17,836.80
研发中心建设项目	9,758.06	9,758.06
补充流动资金	3,500.00	3,307.33
合计	58,006.68	57,814.01

资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

表4：公司现有产能及新建产能

产品类别	现有产能	新建产能	新建产能投产时间
真空采血管（亿支）	5	6.2	2022
实验检测类、体液采集类、医用护理类耗材及药品包装材料（吨）	7500	10000	2022

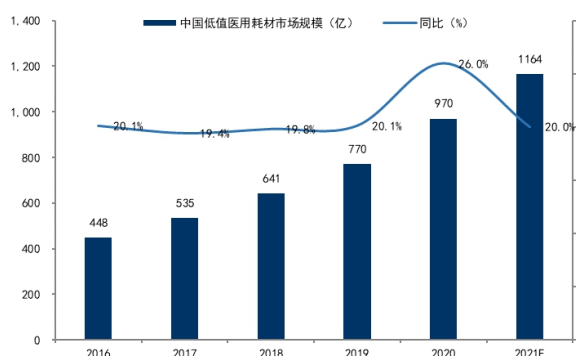
资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

通用+定制双管齐下，品类扩张持续

标品与定制并行，低值耗材内外需求高增长

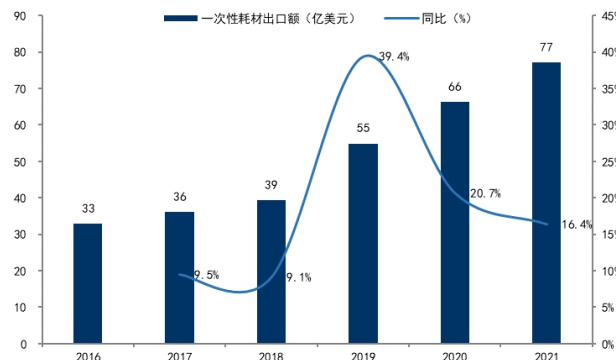
中国低值医用耗材市场四年 CAGR 达 21.3%，外需同步高增长。2016-2020 年中国低值医用耗材市场规模快速增长，由 448 亿元增长到 970 亿元，CAGR 达 21.3%，估测 2021 年市场规模达 1164 亿元。随着未来医疗卫生需求的增长，我国低值医用耗材内需高增长有望持续。外需方面，2016-2021 年我国一次性耗材出口额由 33 亿美元增长到 77 亿美元，五年 CAGR 达 18.5%。相比海外，本土企业具备成本优势，未来随着国内耗材生产技术不断迭代及海外医疗服务需求的增加，我国一次性医用耗材外需有望保持高速增长。

图 12：2016-2021 年中国低值医用耗材市场规模变化情况



资料来源：《中国医疗器械蓝皮书（2021 版）》，国信证券经济研究所整理

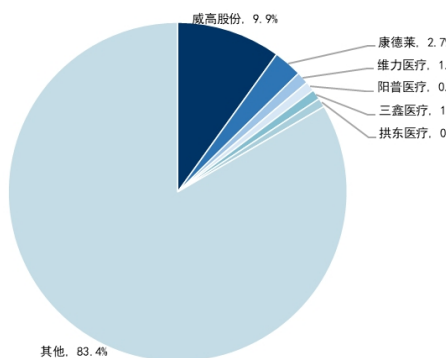
图 13：2016-2021 年中国一次性耗材出口额变化情况



资料来源：中国医保商会，国信证券经济研究所整理

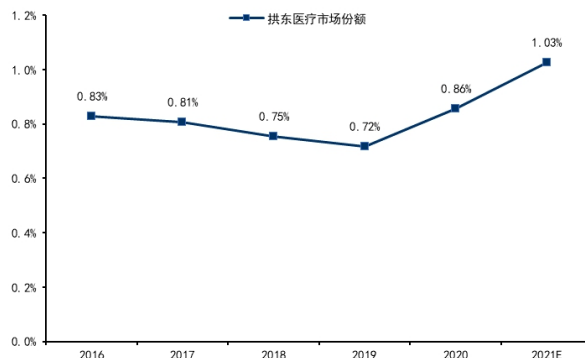
医用低耗市场格局分散，公司市占率近年逐步提升。低值医用耗材可分为注射穿刺类、医用卫生材料及敷料类、医用高分子材料类、麻醉耗材类、手术室耗材类和医技耗材类。中国低值医用耗材市场总体规模较大，细分领域众多，竞争格局较为分散。拱东医疗主营业务为医用高分子材料类耗材，2021 年公司在国内低耗领域的市占率估测约为 1.03%，略有提升。随着公司通用+定制并行，品类扩张持续，市占率有望提升，享受行业上行福利。

图 14：2021 年中国低值医用耗材市场竞争格局



资料来源：《中国医疗器械蓝皮书（2021 版）》、WIND，国信证券经济研究所整理 注：威高股份采用除骨科产品之外的一次性使用耗材产品收入计算

图 15：2016-2021 年拱东医疗在低耗市场市占率变化情况



资料来源：《中国医疗器械蓝皮书（2021 版）》、WIND，国信证券经济研究所整理、估算 *市占率计算方法：市占率=当年公司总营收/当年低耗市场空间，与左图数值略有差异为计算口径不同所致

“客户定制+通标通用”，不断扩充产品线。医用高分子耗材分为通用型与定制型。除了通用型耗材外，大部分应用于临床诊断、科研检测的医用耗材需要根据客户所使用的医疗仪器来开发定制。通常定制型耗材相比通用型耗材具有更高的附加值。公司依靠领先的模具、耗材产品研发、设计能力，实现“客户定制”和“通标通用”双管齐下，在巩固通用耗材业务的同时，逐步扩充产品线，已经布局 IVD 定制耗材、药品包材、实验室耗材等细分领域，未来还规划布局高精度的采集耗材（眼科采集、辅助生殖、医美等）、动物检测用领域和环境检测用领域的应用项目，开发培育新产品、扩充产品线，构建完善长、短期互补的产品布局。

通用耗材：真空采血管集采提供业绩弹性，境外销售持续增长

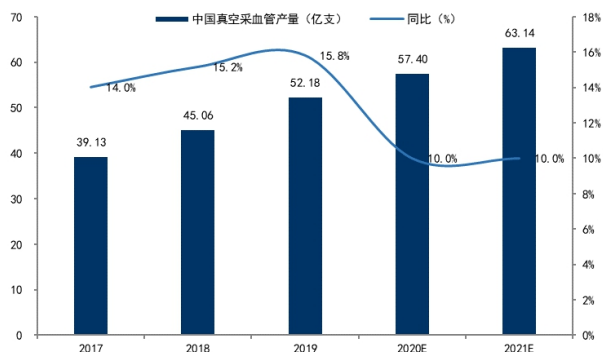
政策推动，真空采血管集采趋势初显。真空采血管的用途是与采血针配套使用，主要供临床作静脉采血并盛放血标本。真空采血管属于临床用量较大、行业竞争较为充分的医用耗材品，生产企业众多，行业集中度低。目前国内主要的真空采血管生产企业为阳普医疗、拱东医疗、科华生物和威高股份等，其中阳普医疗和拱东医疗产能和市占率位列前列，2021 年阳普医疗真空采血管市占率为 13%，拱东医疗市占率为 10%，其他企业市占率较低。近年来，山西、四川和广东等省份纷纷推行集中带量采购真空采血管。未来看，随着医用耗材集中采购的持续推行，真空采血管集采大势所趋，推动行业集中度提升，具备成本优势和产能优势的龙头企业市占率有望提升。

表 5：近年各省份针对真空采血管集采实施的相关措施

省份	时间	相关政策	主要内容
山西	2020.09	11 市分成 3 个市域联盟开展低值医用耗材集中带量采购	3 个市域联盟发布集中带量采购公告，采购品种包括 一次性使用真空采血管 等 9 种低值医用耗材，优先将 10 大类 39 亚类高值医用耗材， 真空采血管 、注射器 2 大类低值医用耗材，除清洗液外的全部体外诊断试剂纳入医用耗材集中采购范围
四川	2021.02	《四川省医药机构医用耗材集中采购实施方案》	启动 普通真空采血管 等共 11 类医用耗材的集中带量采购工作
广东	2021.05	《广东省医疗保障局关于做好超声刀等 11 类医用耗材集中带量采购相关数据填报工作的通知》	带量采购工作

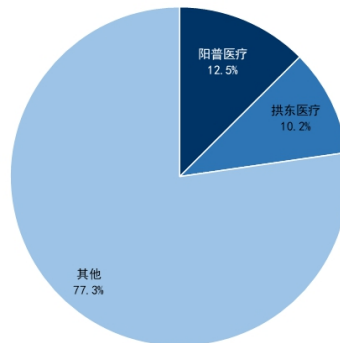
资料来源：各省医保局、国信证券经济研究所整理

图16: 2017-2021 年中国真空采血管产量情况



资料来源: 智研咨询, 国信证券经济研究所整理

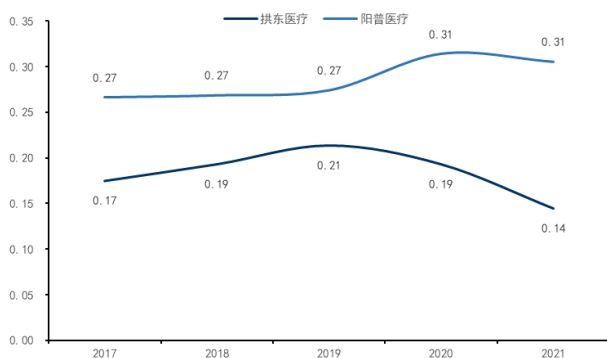
图17: 2021 年真空采血管竞争格局 (按产量计算)



资料来源: 智研咨询、公司年报, 国信证券经济研究所整理

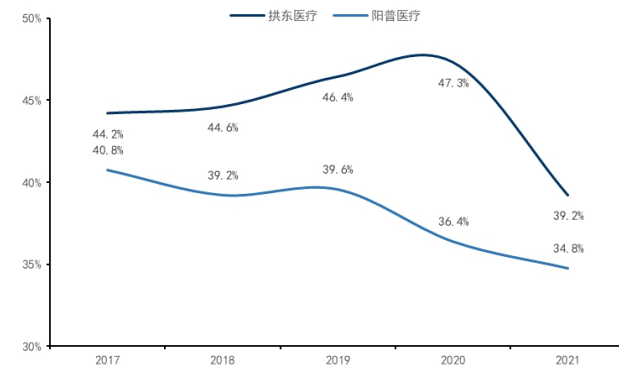
公司真空采血管具备成本优势, 毛利率高于同业。公司为真空采血系统主要供给企业之一, 拥有 8 条真空采血系统生产线, 现有产能 5 亿支/年, 新建产能 6.5 亿支/年。凭借规模化生产和工艺流程的优化, 公司真空采血系统与同业相比具备成本优势, 2021 年公司真空采血管平均成本约 0.22 元/支, 而本土主要竞争对手真空采血管平均成本为 0.31 元/支。显著的成本优势构筑护城河, 公司真空采血系统毛利率水平与同业拉开差距。2021 年因产能制约导致部分外购, 且毛利率较高的境内销售占比下降, 导致真空采血系统毛利率下滑, 但毛利润基本持平。未来随着公司募投产落地, 外协减少, 真空采血管毛利率有望恢复。同时, 由于生产场地有限, 公司现有真空采血管生产线主要为组装、封装生产线, 主要原材料 PET 试管大多来自于外购。公司计划新增 PET 试管生产线, 通过自产原材料, 进一步降低成本并提高产品质量。公司真空采血管系列具备产能、成本等多重优势, 有望通过集采带动销量翻倍增长。

图18: 2017-2021 年可比公司真空采血管单只成本 (元/支)



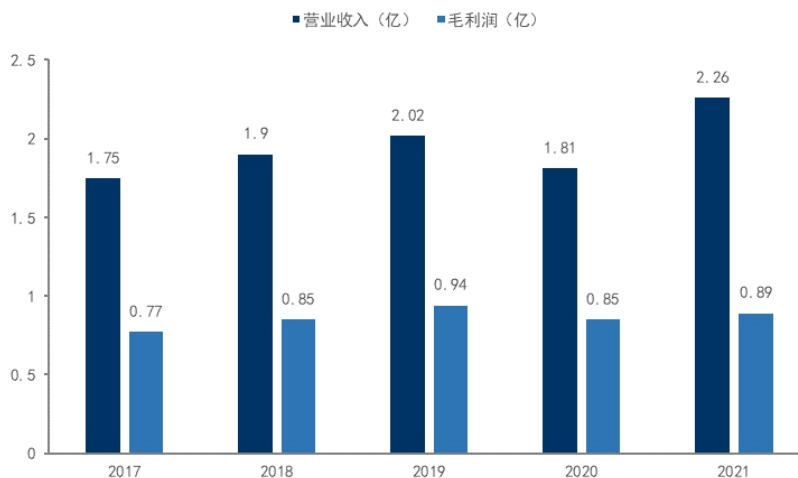
资料来源: WIND、公司年报/招股书, 国信证券经济研究所整理

图19: 2016-2021 年可比公司真空采血管毛利率水平



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

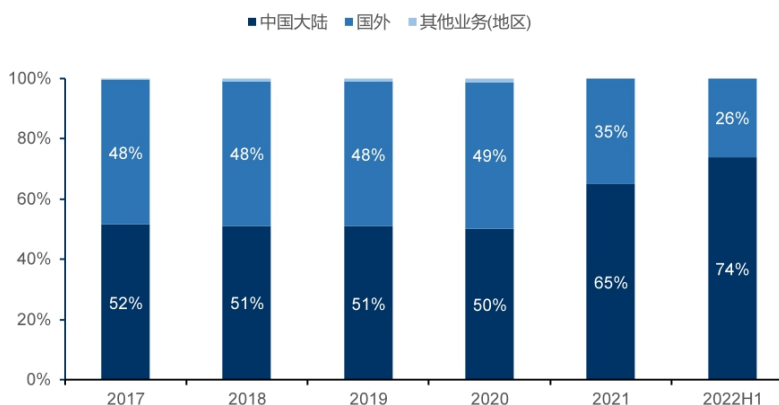
图 20: 2017-2021 年拱东医疗真空采血管营业收入及毛利润情况



资料来源: WIND、公司半年报、国信证券经济研究所整理

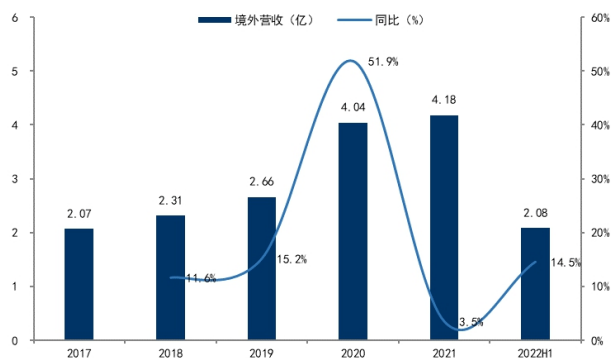
境外销售主要通过 OEM/ODM 展开, 营收受疫情及产能制约。公司境外销售分为自主品牌和 OEM/ODM 贴牌销售。OEM/ODM 贴牌销售即根据国外客户的订单情况进行生产, 产品以客户品牌进行销售, 此类客户主要为境外大型医疗器械品牌运营商。在公司境外销售中, OEM/ODM 业务为最主要的销售方式, 2021 年占境外销售的 75%。公司在海外市场的品牌力建设方面初显成效, 自主品牌销售占比近两年大幅提升, 2021 年占境外销售的 25%。2022H1 公司境外营收为 2.08 亿元, 同比增长 14.5%, 销售占比降低至 26%。境外收入增速不及境内收入, 主要原因为: 1) 境外新冠疫情持续, 医疗机构常规病人数量有所下降, 海外新项目推进工作未达计划进度; 2) 国际货运拥堵致境外销售订单交付延迟; 3) 境内产品需求旺盛, 而现有产能有限, 故调节了境内外产能分配, 减少了境外销售产能供给。随着公司募投产能落地和海外疫情的缓和, 公司境外销售将逐步恢复正常。

图 21: 2017-2022H1 年公司境内外销售占比情况



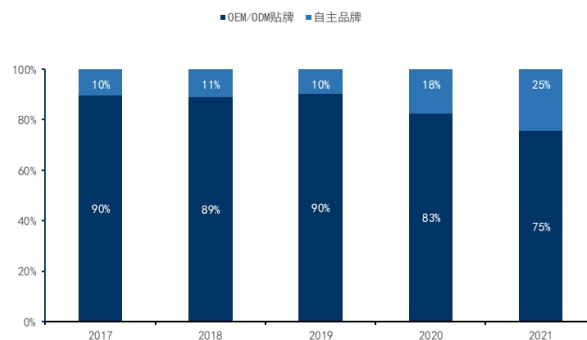
资料来源: WIND、公司公告, 国信证券经济研究所整理

图22：2017-2022H1 公司境外营收变化情况



资料来源：WIND、公司半年报、国信证券经济研究所整理

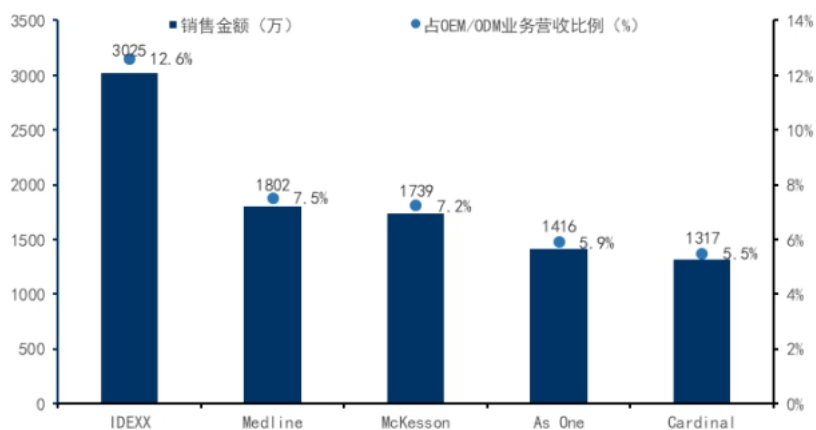
图23：2017-2021 年公司境外营收结构



资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

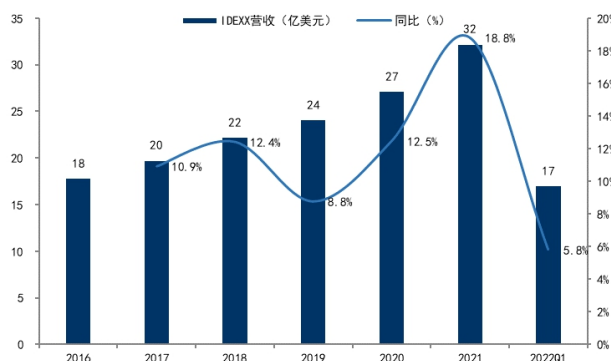
随着长尾客户放量，OEM/ODM 业务有望持续增长。公司已经与多家医疗器械领域国际知名客户形成了长期战略合作伙伴关系，如 McKesson、IDEXX、Medline 等知名医疗器械品牌商，其中 IDEXX 是公司 OEM/ODM 业务的最大客户，2019 年贡献营收 3025.02 万元，占当期 OEM/ODM 业务营收的 12.6%，其他境外客户项目多处于早期阶段、业绩贡献较小。未来长尾客户的放量有望驱动公司 OEM/ODM 业务营收高速增长。

图24：2019 年境外客户销售情况及占 OEM/ODM 营收比例



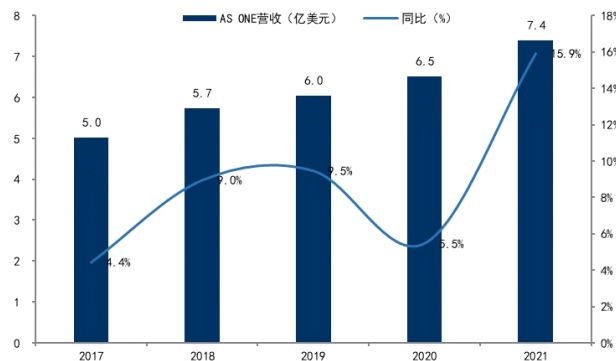
资料来源：WIND、公司公告、国信证券经济研究所整理

图25：2016-2022Q1 IDEXX 营收变化情况



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图26：2017-2022Q1 McKesson 营收变化情况



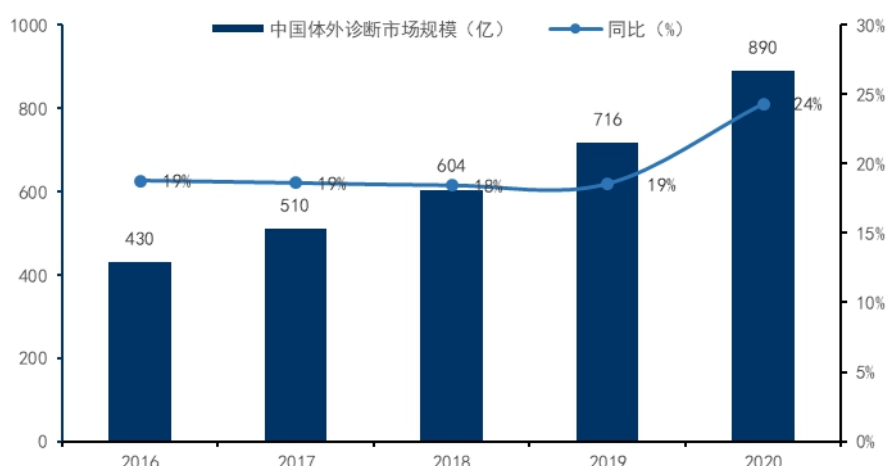
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

小结：境内采血管集采可期，境外长尾客户项目放量有望。医疗卫生需求增长推动低耗市场内外需求持续高增，公司作为国内医疗低耗产品种类最齐全、规模最大的企业之一，将充分受益于行业的需求上行。低耗中的真空采血管集采趋势初显，展望后续集采，产能扩张为公司提供生产保障，成本优势助力集采中标、带动销量翻番。境外收入方面，伴随海外疫情缓解、产能瓶颈突破及长尾客户项目持续推进，境外有望恢复高增长。

IVD 耗材：封闭化趋势带来定制需求，IVD 配套业务迎来放量期

我国 IVD 行业高速发展，四年 CAGR 为 19.9%。体外诊断，即 IVD (In Vitro Diagnostic)，是指在人体之外，通过对人体样本（各种体液、细胞、组织样本等）进行检测而获取临床诊断信息，进而判断疾病或机体功能的产品和服务。近年来，我国 IVD 市场快速发展，2016-2020 年市场规模由 430 亿元增长到 890 亿元，CAGR 达 19.9%。

图27：2016-2020 年中国体外诊断市场规模变化情况

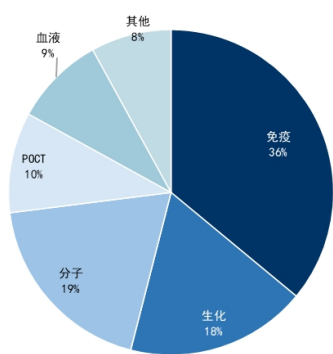


资料来源：《中国医疗器械蓝皮书（2021 版）》、国信证券经济研究所整理

多数赛道国产化程度低，进口替代空间广阔。IVD 主要覆盖四大赛道，分别为生化诊断、免疫诊断、分子诊断和 POCT 诊断。近年来中国 IVD 行业发展迅速，国内

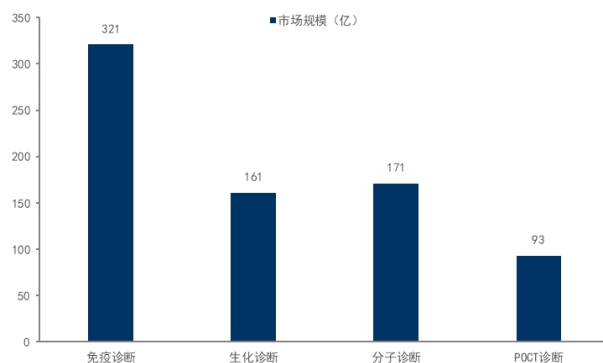
外的技术差距正在缩小，行业整体国内企业市场份额达到 44%。根据《中国医疗器械蓝皮书（2021 版）》，从细分领域看，免疫诊断为我国 IVD 市场规模最大的一个细分领域，免疫诊断领域国内企业市场份额已达较高水平（约为 50%），而生化诊断、分子诊断、POCT 国内企业市场份额较低，国产产品进口替代空间较为广阔。

图28：2020 年中国 IVD 各细分领域份额情况



资料来源：《中国医疗器械蓝皮书（2021 版）》、国信证券经济研究所整理

图29：2020 年 IVD 各细分领域市场规模



资料来源：《中国医疗器械蓝皮书（2021 版）》、国信证券经济研究所整理

政策支持行业发展，助推 IVD 国产化。为了更快实现我国体外诊断行业的进口替代，缓解海外龙头的垄断局面，国家及各省近年积极发布政策推动我国体外诊断行业发展，包括加速企业转型、退税、鼓励发展等措施。政策的助力推动我国体外诊断行业更快发展，国产企业市场份额有望进一步提升。

表6：近年来体外诊断行业的相关政策

政策名称	发布时间	发布主体	主要内容
《“十三五”医疗器械科技创新专项规划》	2017.05	科技部	加速医疗器械产业整体向创新驱动发展的转型，完善医疗器械研发创新链条；培育若干年产值超百亿元的领军企业和一批具备较强创新活力的创新型企
《关于促进首台（套）重大技术装备示范应用的意见》	2018.04	国家发改委等八部委	企业， 大幅提高产业竞争力，扩大国产创新医疗器械产品的市场占有率 ，引领医学模式变革，推进我国医疗器械产业的跨越发展
《关于继续执行研发机构采购设备增值税政策的公告》	2019.11	财政部、商务部、税务总局	政策提出重大技术装备是国之重器，事关综合国力和国家安全； 共有 32 种医疗设备产品可以享受“首台套”推广应用政策的扶持，全自动化发光检测仪等位列其中
《关于推动浙江省医药产业高质量发展的若干意见》	2020.04	浙江省发展改革委等六委	为了鼓励科学研究和技术开发，促进科技进步，继续对 内资研发机构和外资研发中心采购国产设备全额退还增值税
《关于印发山东省创新药物与高端医疗器械引领行动计划（2020-2022 年）的通知》	2020.05	山东省科技厅	力争到 2022 年，全省医药产业总产值超过 3000 亿元，在心脑血管疾病、癌症、慢性呼吸系统疾病、糖尿病、传染病等疾病防治方面以及医疗设备、医用防护用品、 体外诊断试剂 等医疗器械方面形成具有国际竞争力的细分领域
《关于扩大战略性新兴产业投资培育壮大新增长点增长极的指导意见》	2020.09	国家发改委等四部委	主要任务是 体外诊断产品“精准化” ；突出准确、快速、便捷，突破高通量生物标记物发现与验证、单分子免疫分析、分子诊断技术、太赫兹肿瘤检测等关键技术，研发质谱诊断、循环肿瘤细胞 (CTC) 芯片、生物芯片等高端产品，实现 5 种以上检测仪器、5 套以上检测试剂获批上市
《关于印发山西省“十四五”14 个战略性新兴产业规划的通知》	2021.04	山西省人民政府	加快推动创新疫苗、 体外诊断与检测试剂 、抗体药物等产业重大工程 and 项目落地，鼓励疫苗品种及工艺升级换代
			鼓励发展体外诊断试剂 、智能化移动式医疗设备、高品质医学影像设备、远程诊断系统、康复器械等医疗装备

资料来源：科技部、新产业招股书、国家税务总局、浙江省发改委、山东省科技厅、国家发改委、山西省人民政府、国信证券经济研究所整理

国内大型 IVD 企业多使用封闭式销售模式，确保检测的准确性。开放型仪器与诊断试剂不存在一一对应关系，多个厂商的诊断试剂可以在一台诊断仪器上使用。封闭型仪器和试剂则具有唯一匹配性，医疗机构必须同时使用厂商指定的仪器和试剂。国内大部分中小型企业往往只单独生产试剂或中低端仪器，规模效益发展

严重受阻，不少国内原本有相当市场份额的企业甚至被国外企业所收购。而国内大型企业大部分采用免费投放诊断仪器，通过销售配套诊断试剂收回仪器成本并实现利润。在封闭系统中，试剂与仪器的唯一匹配性保证了试剂检测的准确性，同时也保证了企业利益不受侵害。随着体外诊断行业的国产化推动，封闭式体系成为行业的发展趋势。

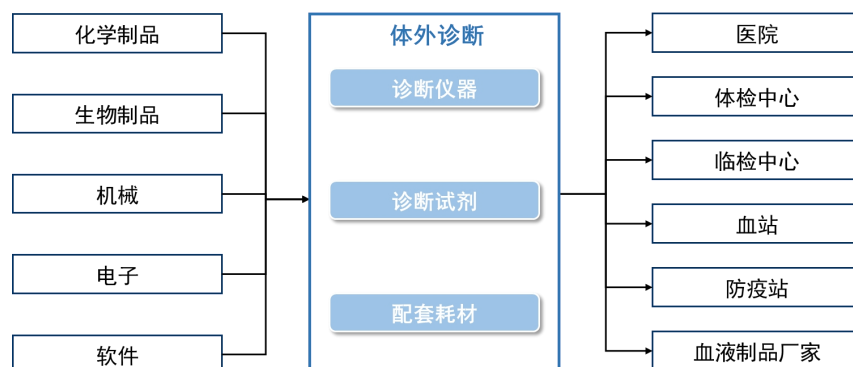
表7：国内 IVD 上市公司仪器销售方式

IVD 企业	仪器销售方式
安图生物	收取客户保证金或者维保费用后提供给客户诊断仪器
九强生物	零利润、微利销售诊断仪器或者免费提供诊断仪器
迈克生物	分期收款销售诊断仪器或者免费提供诊断仪器
美康生物	微利销售诊断仪器或者在一定期限内借给客户使用诊断仪器
润达医疗	免费提供或者租赁给客户诊断仪器
万孚生物	收取仪器押金形式提供给客户诊断仪器

资料来源：新产业招股书、国信证券经济研究所整理

封闭式体系催生定制化耗材需求。IVD 封闭式体系企业通常也会封闭所使用的配套医用耗材，以保证检测结果的精确度。配套的医用耗材产品往往要求较高，耗材的定制化需求随之而生，IVD 耗材企业需要根据客户所使用的仪器来开发配套耗材产品。

图 30：体外诊断行业产业链



资料来源：新产业招股书、国信证券经济研究所整理

公司抢先进入 IVD 封闭式耗材赛道，领跑行业。公司从 2016 年开始布局 IVD 配套耗材定制化项目，依靠领先的模具、耗材产品研发、设计能力，已开发多个下游客户，并与国内体外诊断行业领先企业安图生物达成深度合作。定制化产品对模具设计与制作、生产的灵活性等方面有较高要求，公司多年从事一次性医用耗材的研发、生产和销售，已经掌握了塑料材料成型加工工艺和模具设计制造技术，具备较强的模具研发制作能力，积累了丰富的模具研发制作经验，能够为客户提供制造试样模具的服务，以便快速出样，降低研发风险，从而帮助客户缩短总体项目的研发周期。目前国内一次性医用耗材生产企业仅有拱东医疗、昌红科技等少数企业能够提供定制化服务，公司为 IVD 封闭式耗材赛道的领跑者。

客户资源奠定业务基础，与超过 100 家 IVD 企业形成紧密合作。IVD 耗材的开发定制需要耗材厂商和 IVD 企业共同合作，从模具设计、模具开发到生产和最终成品需要一定的时间和投入，因此耗材厂商和 IVD 企业绑定较为紧密，达成合作后，IVD 企业不会轻易替换耗材供应商。公司在一次性医用耗材行业深耕三十年，是行业的领先企业，建立了良好的品牌口碑，与境内外医药行业顶尖企业达成合作。

良好的品牌口碑与多年的友好合作为公司的 IVD 封闭式耗材发展奠定基础。通过 5 年的布局和培育，公司已与超过 100 家体外诊断企业客户形成紧密的合作关系，SKU 超过 300 种。

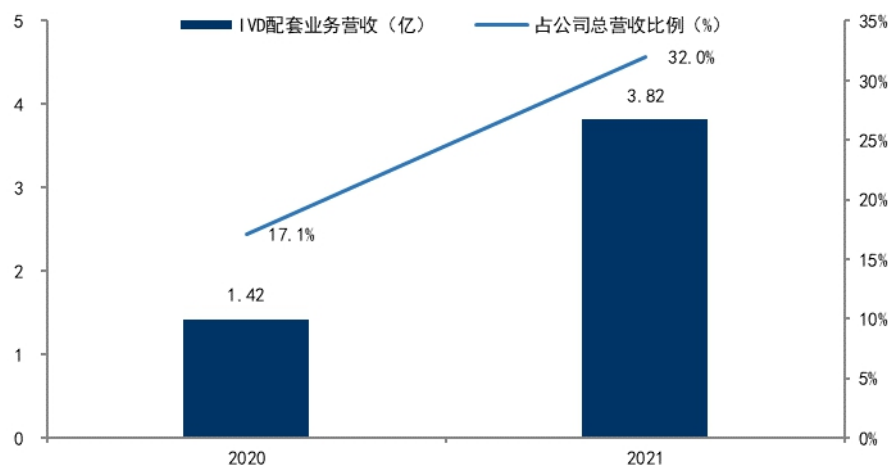
图 31：公司拥有丰富的医疗领域客户资源，与海内外顶尖企业达成良好合作

MCKESSON	北美第一大的医药批发商	ThermoFisher SCIENTIFIC	全球科学服务领域的领导者
IDEXX	全球第一家商品化动物诊断试剂盒生产企业	CardinalHealth™	全球性综合医疗服务提供商与产品生产商
MEDLINE	全球知名的私营医疗用品制造商和分销商	AutoBio 安图生物	国内体外诊断行业龙头企业
AS ONE	日本物理和化学科学仪器销售商	迪安诊断	国内诊断外包服务行业领先企业

资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

IVD 封闭式耗材进入放量期，持续为公司赋能。经过 6 年的培育，公司 IVD 封闭式耗材项目逐渐进入成熟收获期，IVD 封闭式耗材 2020 年收入 1.4 亿元、2021 年收入 2.6 亿元，叠加疫情相关产品带来的增量，2021 年 IVD 配套业务营收 3.82 亿元，同比增长 16%，占公司总营收的 32%。

图 32：公司 IVD 配套业务营收变化情况



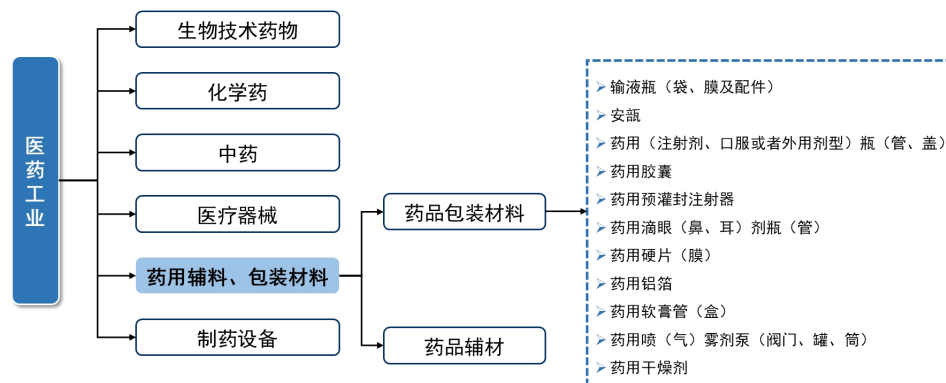
资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

小结：多年培育终结果，封闭耗材放量正当时。国内体外诊断企业常用的封闭式体系创造了耗材定制化需求，公司立足模具设计优势，早期绑定客户共同研发定制化耗材，抢先进入定制化赛道，通过 6 年的布局和培育，公司已与超过 100 家体外诊断企业客户形成紧密的合作关系，SKU 超过 300 种，伴随着客户项目的成功推进，IVD 封闭式耗材产品有望迎来快速放量期，持续为业绩增益。

药品包材：政策提高下游客户黏性，项目储备稳步推进

药品包材属于医药制造业下的细分子行业。根据 2004 年国家药监局制定公布的《实施注册管理的药包材产品目录》，实施注册管理的药包材产品包括输液瓶（袋、膜及配件）、安瓿等共计 11 类产品。

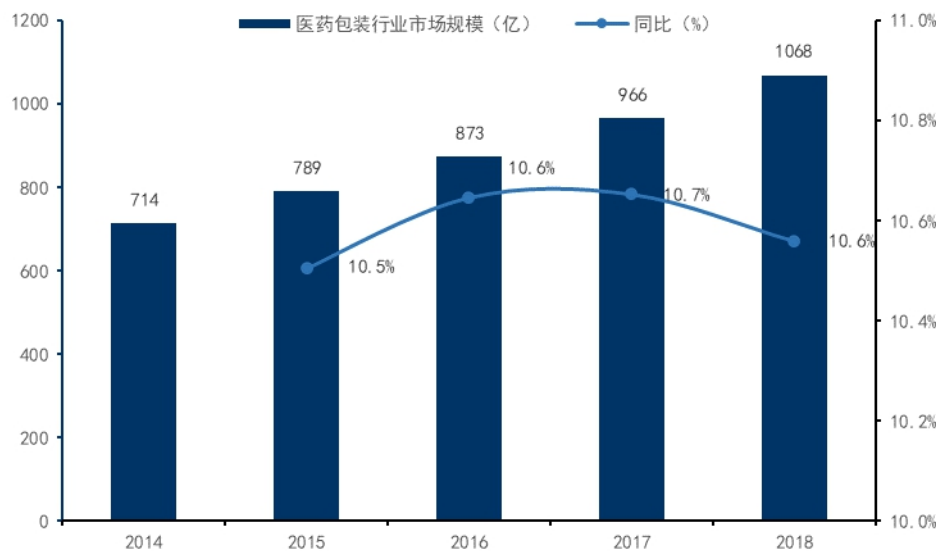
图 33: 药品包材所属行业



资料来源：海顺新材招股书、药监局、国信证券经济研究所整理

国内药品包装行业稳定增长，四年 CAGR 达 10.6%。药品包装材料最主要的作用是保护药品不受环境影响，对药效进行保存，保证其在运输及售卖过程中能够保存完整，因此药包材的质量、材料、设计尤为重要。中国医药包装协会提出“药用包装材料是药品的重要组成部分，应与药品处于同等重要地位，而不是配套行业”。2014-2018 年中国医药包装行业市场规模从 714 亿元增长到 1068 亿元，CAGR 达 10.6%。展望未来，在医疗保障政策的完善、医疗服务的需求增长和医药行业的发展等的推动下，我国药包材行业有望保持较高增速发展。

图 34: 2014-2018 年中国医药包装行业市场规模变化情况



资料来源：前瞻产业研究院，国信证券经济研究所整理

塑料为药品包材材料里最大类别，2018 年市场规模约为 593 亿元。按使用方式，药包材可分为 I、II、III 三类。I 类是直接接触药品且直接使用的药品包装用材料、容器；II 类是直接接触药品，但便于清洗，在实际使用过程中，经清洗后需要并可以消毒灭菌的药品包装用材料、容器；III 类是 I、II 类以外其他可能直接影响药品质量的药品包装用材料、容器。按材料组成成分，药包材可分为塑料、橡胶、玻璃、金属及其他材料（如纸、干燥剂等），其中塑料是目前市面上最常

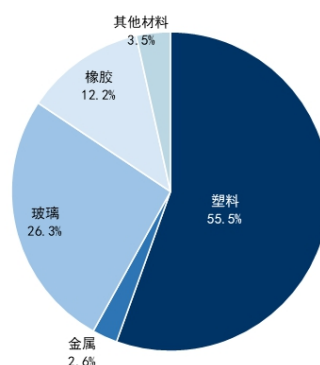
用的药品包装材料，2018 年塑料在药品包材材料里占 55.5%。按 2018 年医药包装行业市场规模为 1068 亿元来进行测算，塑料医药包装材料的市场规模约为 593 亿元。

表8: 药品包装材料按使用方式分类

类别	标准	注册要求
I 类	直接接触药品且直接使用的药品包装材料、容器	须经国家药品监督管理局批准注册，并发给《药包材注册证书》
II 类	直接接触药品，但便于清洗，在实际使用过程中，经清洗后需要并须经所在省、自治区、直辖市药品监督管理局批准注册，并发给《药包材注册证书》	
III 类	I、II 类以外其他可能直接影响药品质量的药品包装材料、容器	

资料来源：《药品包装管理概述》（周庆娜）、国信证券经济研究所整理

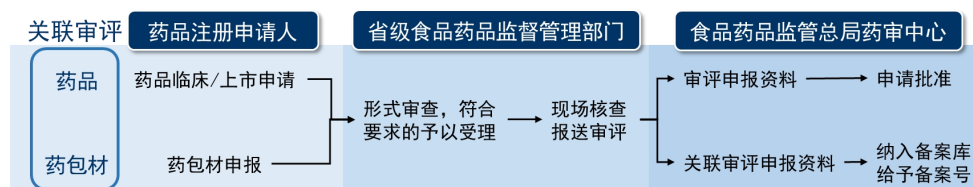
图 35: 2018 年各类药包材材料占比结构



资料来源：前瞻产业研究院、国信证券经济研究所整理

药品需与药包材关联审评，深度绑定上下游。2016 年国家药监局发布《关于药包材药用辅料与药品关联审评审批有关事项的公告》，公告提出直接接触药品的药包材、药用辅料由单独审批改为在审批药品注册申请时一并审评。关联评审的模式下，药品与药包材的关联度更高；药企更换药包材需要重新提交申请材料进行关联审评，因此药企不会轻易更换药包材供货商，药包材厂商和下游客户深度绑定。

图 36: 药品关联审评流程

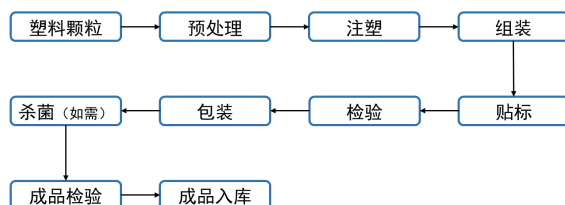


资料来源：国家药监局、国信证券经济研究所整理

药企对药包材供应商的选择愈加谨慎。2019 年国家药监局发布《关于进一步完善药品关联审评审批和监管工作有关事宜的公告》，公告强调药品上市许可持有人需对选用的原辅料质量及合法性负责。在药品关联审评的推动下，制药企业对于所选用的药包材质量有更严格的要求。同时，药品包装往往需要根据不同药品的药效、使用方式等特性进行特殊定制。因此，制药企业趋向与选择与拥有自主设计研发能力、产品质量稳定的药包材企业合作。

经验资源皆具，奠定药包材研发生产基础。依托丰富的模具研发经验，公司拥有与制药企业共同开发、设计药品包装材料的能力，提供药品包装材料定制服务。此外，公司实验检测类、体液采集类、医用护理类耗材及药品包装材料中的大部分产品可共用生产资源和设备，药包材产品具备生产基础和完善的保障体系，能在保障质量的同时，于较短时间内根据客户需求研发生产药包材产品，保证客户在药品临床或上市申请前完成药包材关联审评所需的相关资料。

图 37：公司实验检测类、体液采集类、医用护理类耗材及药品包装材料生产流程相同



资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

药包材有望复制 IVD 封闭式耗材的成功路径。公司目前有 2 个进入成熟期的药品包装类产品，分别是聚丙烯预灌封阴道用给药器和高密度聚乙烯瓶，同时公司有约 60 个研发项目储备。该板块产品整体尚处于开发阶段，2021 年药包材下游客户受国际海运等因素影响导致采购量减少，2021 年营收为 3323 万元，同比减少 2.3%。展望未来，项目开发和客户拓展稳步进行，随着疫情的缓和及公司药包材储备项目的逐个落地，药品包装类板块盈利能力将提升，有望复制 IVD 封闭式耗材的成功路径。

图 38：2017-2021 公司药品包装类营收变化情况



资料来源：公司招股书、公司年报、国信证券经济研究所整理

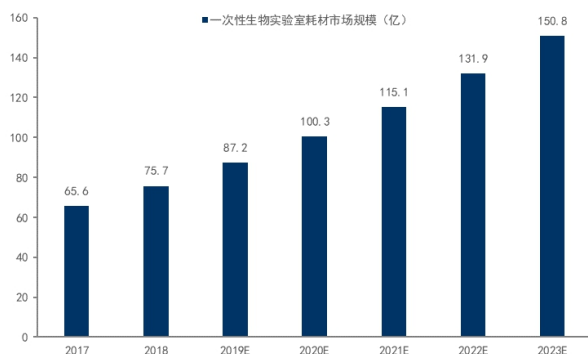
小结：行业监管趋严，客户粘性增加，储备项目放量。随着国家和制药企业对药品包装材料愈加重视，国内药包材市场将持续增长。与此同时，药品关联审评政策加大制药企业更换药包材的难度和成本，深度绑定药包材供应商和制药企业。公司具备药包材研发生产基础，拥有模具设计能力以及生产所需的设备和资源，能够在保证产品质量的前提下快速响应客户的需求。目前公司已有 2 个药包材项目进入成熟期，同时充足的储备项目有望持续放量为公司中期业绩赋能。

实验室耗材：开拓细胞培养类耗材，提供中期业绩支撑

中国一次性生物实验室耗材行业成长空间广阔。实验室耗材是实验室用品的重要组成部分，下游应用广泛，是高校、科研院所、检验检测机构以及生产企业实验

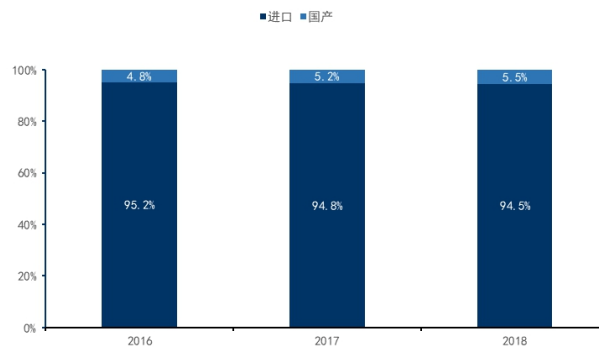
室开展实验工作的常用物品。据 Frost & Sullivan 预测，2019-2023 年国内一次性生物实验室耗材规模将保持 14.7% 的复合增速快速增长。生物实验室耗材以进口为主，国产企业市场份额极低，替代空间广阔。

图 39：2017-2023 年中国一次性生物实验室耗材市场规模



资料来源：Frost & Sullivan，国信证券经济研究所整理

图 40：2016-2018 年中国一次性生物实验室耗材市场份额



资料来源：Frost & Sullivan，国信证券经济研究所整理

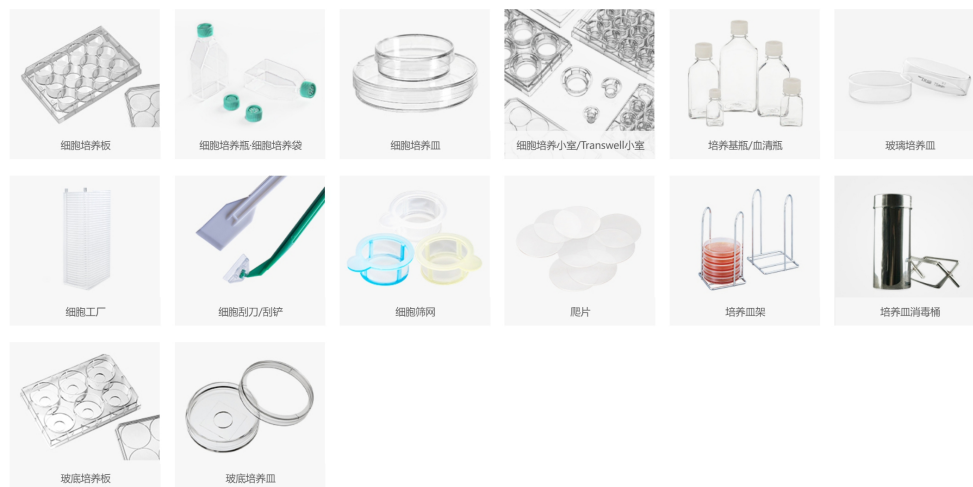
缺乏模具设计与制造能力为国内实验室耗材企业的痛点。实验室耗材分为 7 类，分别为常规耗材、细胞培养类耗材、分子生物学实验耗材、微生物学实验耗材、过滤/净化实验耗材、仪器设备专用耗材及试剂类耗材。其中细胞培养类耗材是在细胞培养实验中的专用耗材，主要有细胞培养皿，细胞培养瓶，细胞培养板，细胞刮刀等。《中国体外诊断产业发展蓝皮书》指出，目前实验室耗材市场中的高附加值耗材主要集中在分子生物学类耗材、细胞培养类耗材和机器配套耗材，如无热原/无酶的滤芯吸头，PCR 八连管，PCR 专用板等。目前，国内生产实验室耗材的企业大部分都是靠模仿国外产品来完成生产，缺乏关键的研发能力，特别是缺乏制造塑料产品的核心技术，模具设计与制造能力，导致进口产品垄断高端市场。

表 9：实验室耗材分类

分类	应用	常用耗材
常规耗材	广泛应用于各种实验的辅助性耗材，特点是通用性	玻璃器皿，石英制品，塑料制品等器具，例如吸头、吸管、试管、样品杯类等
细胞培养类耗材	细胞培养技术也叫细胞克隆技术，是近年来生物技术中发展最快的技术之一；此类耗材的显著特点是无菌，无 DNA&RNA，无热原等	细胞培养皿，细胞培养瓶，细胞培养板，细胞刮刀等专用耗材
分子生物学实验耗材	分子生物学是从分子水平研究生物大分子的结构与功能，从而阐明生命现象本质的科学。当前最前沿的基因测序，精准医疗都属于分子生物学范畴，该领域是对实验室耗材质量要求最高的学科	滤芯吸头，无酶无热原吸头，PCR 板，封口膜等
微生物学实验耗材	微生物学是生物学的分支学科之一，在分子，细胞或群体水平上研究各类微小生物生命活动的基本规律，并将其应用于工业发酵，医疗卫生和生物工程等领域；耗材大多要求无菌	培养皿，培养管，采样管，接种环等
过滤/净化实验耗材	主要是用于实验中过滤与净化操作的耗材	滤纸，针头过滤器等
仪器设备专用耗材	主要是指特定品牌特定机型的生化免疫等检验检测设备上的专用测量杯	专用测量杯，比色杯或加样尖等，大部分为塑料制品，少数为石英制品
试剂类耗材	主要是指具有二类或三类注册证的械字号实验室耗材，传统意义上仅指采集与运送装置	真空采血管，采样拭子，病毒采样管，运送培养基等

资料来源：《中国体外诊断产业发展蓝皮书》（2017 年·第三卷），国信证券经济研究所整理

图 41：主要实验室细胞培养耗材



资料来源：探索平台网站、国信证券经济研究所整理

公司具备模具开发和制造能力，细胞培养类耗材技术储备充足。公司现售产品中实验室耗材产品多为常规耗材，目前缺少细胞培养类耗材。公司在一次性耗材行业深耕三十余年，为多家海内外实验室耗材公司提供 OEM/ODM 服务，行业功底深厚，具备实验室细胞培养类耗材的研发基础；同时，现有微生物培养类耗材的生产加工经验也为细胞培养类耗材的研发提供了有利条件。公司是业内少数具有模具设计与制造能力的耗材生产企业，目前重点研发高附加值的无热原细胞培养系列产品，未来将持续丰富实验室细胞类业务的产品管线。

图 42：公司现售实验室耗材产品



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

表 10: 公司细胞培养类耗材研发项目

研发项目	产品基本信息	研发所处阶段	累计研发投入 (万元)
基于微流控技术的双色扩增杯开发	本技术设计一种双色成型模具高同心度定位结构, 保证产品同心度, 杜绝了圆筒形产品四周壁厚不均匀的问题; 产品对浇口结构做改良, 使浇口从进料到出料之间的流道呈现曲线型, 进而使产品上的残留应力及剪应力下降, 进而起到有效提升产品外观面质量的功能, 减少翘曲变形发生且提高产品的成品率	小试阶段	165.33
无热原斜颈细胞培养瓶的开发	本技术在 10 万级净化车间完成注塑后, 用机械手转运到表面处理设备, 使表面具有亲水性。然后用机械手转运至焊接工位, 将盖和底进行焊接, 并对产品进行 100% 的测漏测试	小试阶段	168.35
无热原细胞培养多孔板的开发	本技术通过电脑模拟计算, 优化设计产品浇口大小和位置, 保证多孔板使用面无熔接痕, 并通过设置前模顶出机构和后模顶出机构, 使产品顶出不破裂, 保小试阶段证产品的使用要求	小试阶段	129.95
无热原细胞培养皿的开发	本技术设计了一套抛光夹具, 结合机器抛光, 使产品达到高镜面要求。同时产品经过表面处理, 利于细胞的成长	小试阶段	139.95
新冠疫苗用高效细胞培养瓶的研发	本技术除了产品表面要达到高镜面, 通过表面处理适合细胞生长外, 还结合多层产品超声波焊接, 最多达到 40 层。同时配合双色注塑的密封塞和透气塞, 研究阶段以达到产品的使用要求	研究阶段	171.97

资料来源: 公司年报、国信证券经济研究所整理

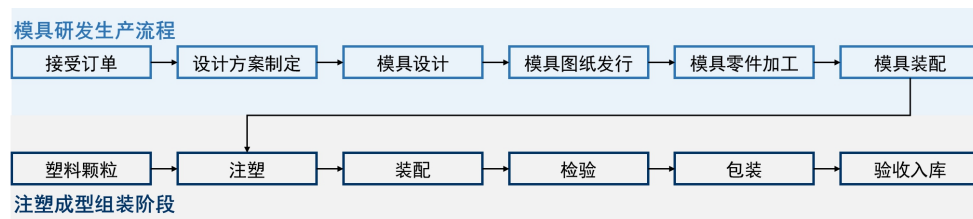
发展科研类客户, 渠道优势助力客户多元拓展。实验室耗材产品主要销售客户为医疗机构 (医院、防疫机构、疾控机构及血站)、药企和体外诊断产品生产厂商。公司实验室常规耗材齐全, 可满足科研类客户的基础需求, 于 2021 年 7 月开始开拓科研类客户, 如高校、科研机构 and 生物制药公司等: 生物制药公司方面, 公司与具有终端渠道优势、资金优势的大型经销商合作, 目前已和国药集团喀什医疗器械有限公司等 40 余家国药系公司达成合作关系, 有望通过经销商渠道拓展生物制药公司相关客户; 科研机构方面, 生物研究所通常与医院有着紧密的合作关系, 公司在全国二级以上医院客户群中具有良好的口碑和影响力, 产品已应用到国内多家知名医院, 有利于开拓生物研究所相关客户; 高校方面, 公司拥有高质量的产品、优质的服务和良好的品牌形象, 产品有望通过科学服务提供商的渠道进入高校。

小结: 重点研发细胞培养类耗材&发展科研类客户, 提供中期业绩支撑。国内生物实验室耗材市场规模持续增加, 国产替代空间广阔。缺乏模具开发和制造能力是制约国内企业生产研发高附加值产品的主要原因, 公司具备多年 OEM/ODM 积累, 技术储备充足、实验室常规耗材产品丰富、渠道优势突出, 通过布局实验室耗材业务, 有望拓展高校、科研机构等科研类客户, 提供中期业绩支撑。

竞争优势：模具设计能力构筑核心竞争力

模具是高效率低成本生产的重要技术支撑，对注塑生产有巨大影响。不同型号注塑机允许安装的模具规格有一定范围，模具的设计制作要与注塑机型号匹配；模具决定了医用耗材产品质量；模具会影响到注塑生产的成型周期，从而影响注塑生产效率；模具设计会影响到注塑时原料的利用率，从而影响生产成本；模具设计合理将避免后续处理工作，保障生产稳定性。

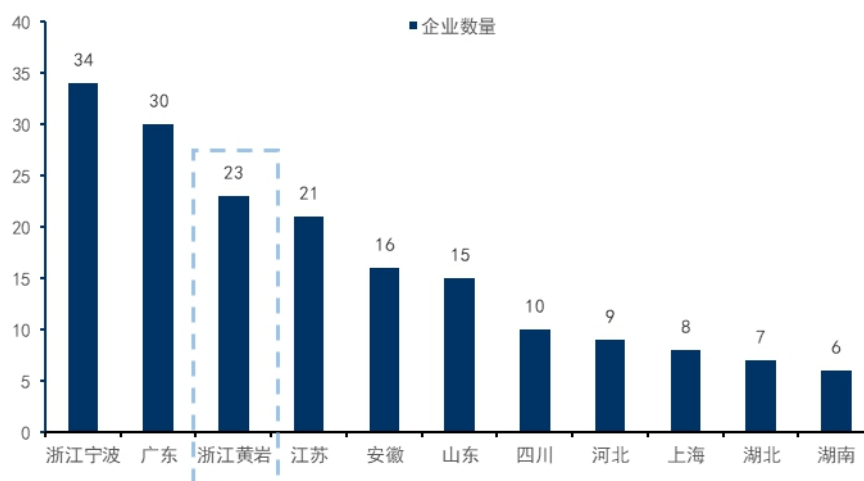
图 43：一次性耗材由模具研发到产品注塑成型生产流程



资料来源：昌红科技招股书、国信证券经济研究所整理

位处“模具之乡”黄岩，资源优势明显。黄岩位于浙江省台州市，有“中国模具之乡”的称号。黄岩的模具产业已有近 50 年历史，拥有丰富的从业技术人员和坚实的产业基础，2003 年经科技部批准为“国家火炬计划黄岩塑料模具产业基地”。公司利用黄岩“模具之乡”丰富的资源优势，结合自身的模具设计及制造能力，形成了模具制造流程化、合约化和标准化资源应用优势。

图 44：2020 年中国重点骨干模具企业地区分布情况

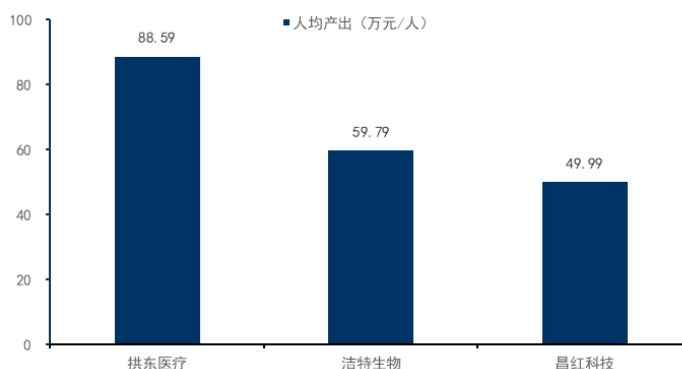


资料来源：中国模具工业协会、国信证券经济研究所整理

人才团队经验丰富，具有坚实的模具设计基础。模具人才培养周期长，一般而言，培养一名优秀模具工程师需要数年的专业培养和实践经验积累。公司的人才团队约有 60 人，从业经验普遍在 10 年以上，能够利用丰富的经验完成产品设计，模具设计，注塑工艺优化及精密加工等工序。公司人均产出远高于可比公司，2021 年人均产出达 88.59 万元/人。未来，随着募投“研发中心建设项目”的实施，有望引进一批行业内高端专业技术人才，进一步扩充研发团队规模，提升公司整体

研发实力，保持技术领先性，增强产品创新和定制服务能力。

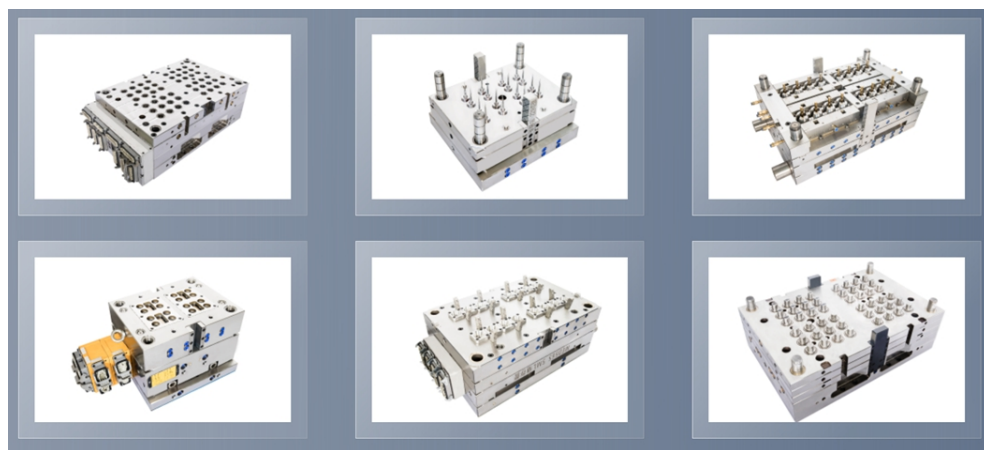
图 45: 2021 年公司与可比公司人均产出



资料来源：各公司年报、WIND、国信证券经济研究所整理

模具标准化依规定制。公司在模具方面有着标准化的制造及技术要求，用以满足各个客户的不同需求。公司标准为：1) 模具寿命大于 8 百万模次；2) 模架钢材为 4Cr13 不锈钢或更高级别的钢材；3) 模架精度控制在 1 丝 1 米以内；4) 模仁为瑞典一胜百 S136 或同等级别钢材；5) 模具标准件选用盘起或米思米标准件；6) 热流道系统推荐使用高端品牌的针阀式热嘴。公司一直采用最高标准，不断拓展应用领域与技术水平使得模具能够适应各类情况，为客户项目研发提供制造试样模具的需求，以便快速出样，降低研发风险，缩短客户项目研发周期。

图 46: 公司高精密模具



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

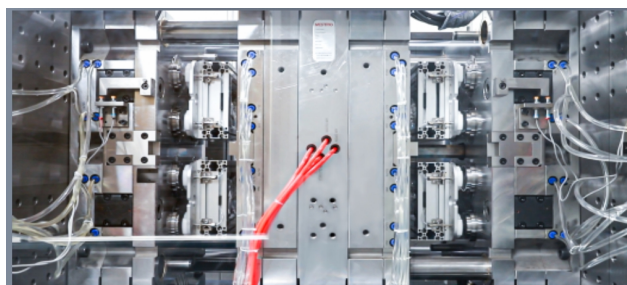
产品质量稳定，生产高效且精密。公司配有常规注塑车间和净化注塑车间。常规注塑车间是公司耗材最大的产出车间，主要生产实验室耗材系列和医疗耗材系列产品；净化注塑车间主要生产药品包装系列和试剂仪器耗材高端定制系列产品。车间内配备了高精密注塑机，同时引进德国的德马格注塑成型机成套组合、日本的高速日精注塑机等国际先进设备。在精良装备和新型多腔模具支持下，公司在降本增效的同时也保证了产品质量的稳定。

图47：公司常规注塑车间



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图48：公司净化注塑车间

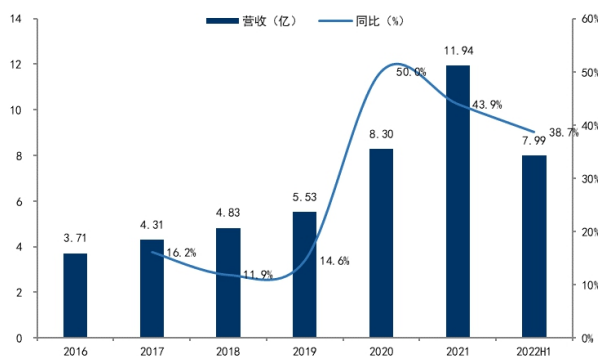


资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

财务分析

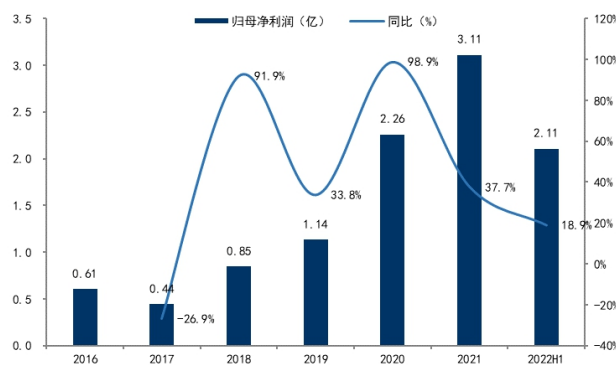
收入、利润高速增长。2016-2021 年营业收入复合增速为 26.3%，归属于母公司股东的净利润复合增速为 38.7%。2021 年公司营业收入为 11.94 亿元，同比增长 43.9%，归属母公司股东的净利润为 3.11 亿元，同比增长 37.7%。

图 49：拱东医疗营业收入变化情况



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

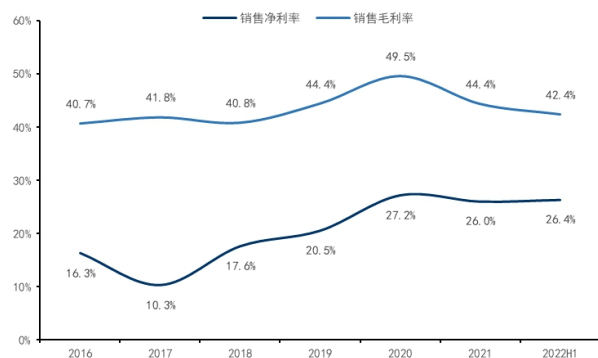
图 50：拱东医疗归属母公司净利润变化情况



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

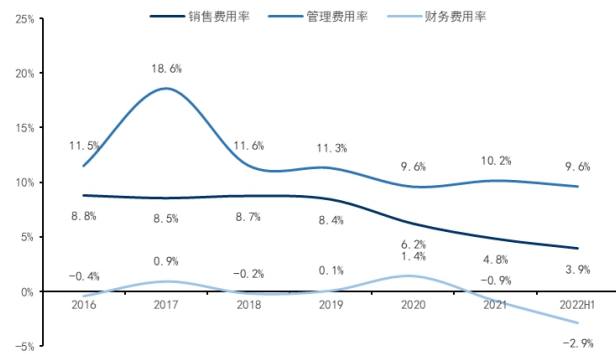
盈利能力持续提升，费用率呈现下降趋势。公司的毛利率、净利润率逐年提升。2021 年公司毛利率为 44.4%，净利率为 26.0%。公司的各项费用率控制合理，销售费用率和管理费用率持续降低。

图 51：拱东医疗利润率变化情况



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 52：拱东医疗费用率变化情况

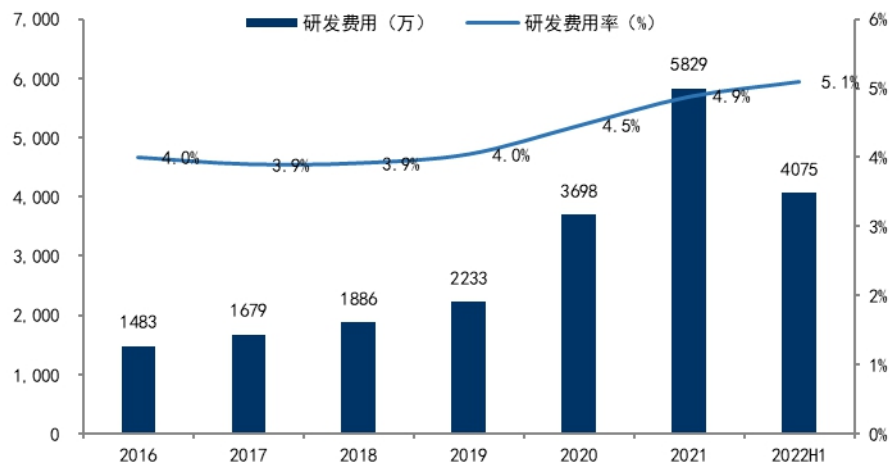


资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

*2017 年管理费用率较高系股权激励支付费用影响

定制类业务扩大，研发支出提升。随着定制类产品品类的增加，研发项目增多，公司在研发方面的投入逐年增加，2021 年研发开支为 5829 万元，研发费用率 4.9%。随着收入的扩大、IVD 耗材/药品包材等定制类研发项目增加，研发费用或将呈现上升趋势。

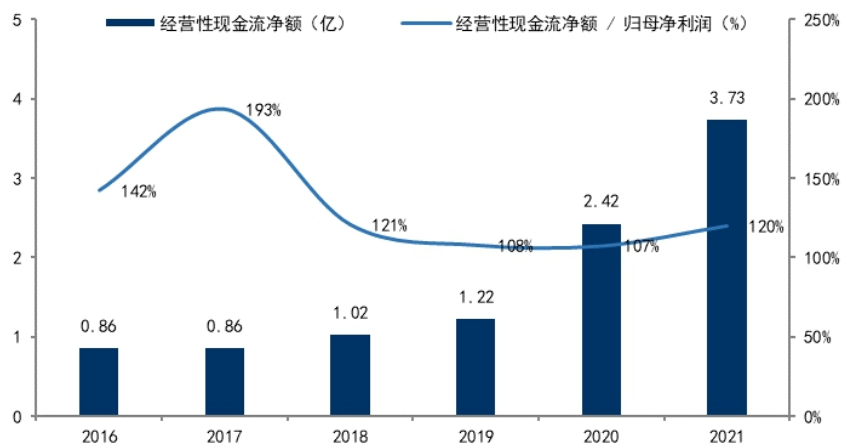
图 53: 拱东医疗研发支出变化



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

现金流充足且质量高。公司经营性现金流充足，2021 年经营现金流净额为 3.73 亿元、净现比 120%，充足的现金流有力支撑公司的产品研发和产能提升。

图 54: 拱东医疗现金流变化情况



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

实验检测类：IVD 封闭式耗材赛道的核心壁垒在于企业的模具设计能力，公司是业内少数具有模具设计能力的企业，在定制耗材产品方面鲜有竞争者，于 2016 年率先布局 IVD 封闭式耗材赛道，多年培育迎来收获期。预计实验检测类 2022-2024 年营收增速为 35.5% /34.9%/29.7%，对应营收 665/897/1164 百万元。

体液采集类：2022 年新冠疫情反复，公司病毒采样管产品预计仍保持较高需求，2023-2024 年随着疫情的控制，病毒采样管需求或将下降，医院门诊逐渐恢复，对应的常规体液采集耗材需求上升。预计体液采集类 2022-2024 年营收增速为 27.4%/15.5%/16.9%，对应营收 508/587/686 百万元。

真空采血系统：募投产能于 2022 年 Q1 投产，真空采血管产能瓶颈破解。预计真空采血系统三年产能利用率为 72%/85%/100%，2022-2024 年营收增速为 28.4%/14.8%/14.3%，对应营收 290/333/381 百万元。

表 11：真空采血管营收预测

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
产能（亿支/年）	5	5	5	11.2	11.2	11.2
产能利用率（%）	105%	91%	129%	72%	85%	100%
产量（亿支）	5.2	4.6	6.4	8.1	9.5	11.2
产销率（%）	100%	100%	96%	100%	100%	100%
销量（亿支）	5.2	4.6	6.2	8.1	9.5	11.2
单价（元/支）	0.39	0.39	0.37	0.36	0.35	0.34
销售收入（百万）	202	181	226	290	333	381
yoy	6.5%	-10.5%	25.2%	28.4%	14.8%	14.3%

资料来源：公司招股书、公司年报、国信证券经济研究所预测

药品包装类：公司目前有 2 个成熟的药包材项目，2021 年因国际海运等原因，1 个药包材客户的采购额减少。未来随着国际海运恢复正常，现有药包材项目营收将上升。同时公司有约 60 个药包材项目储备，有望逐渐放量。预计药品包装类 2022-2024 年成熟项目分别有 3/7/13 个、2022-2024 年营收增速为 47.6%/133.3%/85.7%，对应营收 49/114/213 百万元。

表 12：药品包装类营收预测

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
商业化项目数量	2	2	2	3	7	13
单个项目营收（百万）	15.4	17.0	16.5	16.3	16.3	16.3
销售收入（百万）	31	34	33	49	114	213
yoy	-2.5%	10.3%	-2.3%	47.6%	133.3%	85.7%

资料来源：公司招股书、公司年报、国信证券经济研究所预测

医用护理类：公司 2020 年医用护理类营收受单个医用隔离面罩大单影响大幅提升，之后恢复正常营收水平。预计医用护理类 2022-2024 年营收增速为 4.5%/5.2%/5.8%，对应营收 25/26/28 百万元。

其他：公司持续进行品类扩张，2021 年布局细胞培养类耗材，发展科研客户，后

续规划布局高难度的采集耗材、动物检测耗材、环境检测耗材等。预计其他业务三年营收增速为 33.0%/20.2%/20.2%，对应营收 28/34/41 百万元。

综上所述，我们预计公司 2022-2024 年营收 1566/1992/2512 百万元，同比 +31.1%/27.2%/26.1%，归母净利润 405/522/669 百万元，同比 +30.2%/28.9%/28.1%。

表 13: 拱东医疗 2022-2024 年盈利预测（百万元，%）

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
实验检测类	297	491	665	897	1164
yoy	35.2%	65.2%	35.5%	34.9%	29.7%
毛利率	52.7%	44.7%	44.5%	44.7%	44.9%
营业利润	157	220	296	401	523
体液采集类	182	398	508	587	686
yoy	206.8%	119.3%	27.4%	15.5%	16.9%
毛利率	54.2%	49.9%	47.0%	47.1%	47.2%
营业利润	99	199	239	276	324
真空采血系统	181	226	290	333	381
yoy	-10.5%	25.2%	28.4%	14.8%	14.3%
毛利率	47.3%	39.2%	40.0%	40.0%	40.0%
营业利润	85	89	116	133	152
药品包装类	34	33	49	114	213
yoy	10.3%	-2.3%	47.6%	133.3%	85.7%
毛利率	43.1%	31.7%	40.0%	42.0%	44.0%
营业利润	15	11	20	48	94
医用护理类	111	24	25	26	28
yoy	453.3%	-78.3%	4.5%	5.2%	5.8%
毛利率	38.4%	14.5%	23.6%	23.6%	23.6%
营业利润	43	3	6	6	7
其他	25	21	28	34	41
yoy	17.8%	-14.0%	33.0%	20.2%	20.2%
毛利率	51.9%	40.3%	40.0%	40.0%	40.0%
营业利润	13	9	11	14	16
营业总收入	830	1194	1566	1992	2512
yoy	50.0%	43.9%	31.1%	27.2%	26.1%
毛利率	49.5%	44.4%	43.9%	44.1%	44.4%
营业利润	411	530	688	879	1115
税金及附加	6	8	10	13	16
税金及附加/总营收	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	51	57	69	86	105
销售费用率	6.2%	4.8%	4.4%	4.3%	4.2%
管理费用	43	63	77	95	118
管理费用率	5.2%	5.3%	4.9%	4.8%	4.7%
研发费用	37	58	78	99	125
研发费用率	4.5%	4.9%	5.0%	5.0%	5.0%
财务费用	12	-10	-16	-20	-25
财务费用率	1.4%	-0.9%	-1.0%	-1.0%	-1.0%
利润总额	262	361	470	605	776
减：所得税	37	50	65	83	107
所得税率	13.9%	13.8%	13.8%	13.8%	13.8%
归属于母公司所有者的净利润	226	311	405	522	669
yoy	98.9%	37.7%	30.2%	28.9%	28.1%

资料来源：WIND、国信证券经济研究所预测

敏感性分析

我们根据乐观、中观、悲观三种情景假设，得到以下盈利预测结果：1）乐观假设下，公司 2022-2024 年净利润分别为 521/683/890 百万元，同比增长 67.5%/31.2%/30.2%；2）中性假设下，公司 2022-2024 年净利润分别为 405/522/669 百万元，同比增长 30.2%/28.9%/28.1%；3）悲观假设下，公司 2022-2024 年净利润分别 297/377/476 百万元，同比增速 -4.5%/+26.8%/+26.3%%。

表14: 情景分析（乐观、中性、悲观）

	2021	2022E	2023E	2024E
乐观预测				
营业收入(百万元)	1,194	1,603	2,083	2,681
(+/-%)	43.9%	34.2%	29.9%	28.7%
归母净利润(百万元)	311	521	683	890
(+/-%)	37.7%	67.5%	31.2%	30.2%
中性预测				
营业收入(百万元)	1,194	1,566	1,992	2,512
(+/-%)	43.9%	31.1%	27.2%	26.1%
归母净利润(百万元)	311	405	522	669
(+/-%)	37.7%	30.2%	28.9%	28.1%
悲观的预测				
营业收入(百万元)	1,194	1,529	1,903	2,350
(+/-%)	43.9%	28.0%	24.5%	23.5%
归母净利润(百万元)	311	297	377	476
(+/-%)	37.7%	-4.5%	26.8%	26.3%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：143-152 亿元

我们使用 FCFF 方法对公司进行绝对估值，主要在综合考虑公司历史营业收入、成本、费用等财务数据及对行业的分析基础上，结合公司的核心竞争优势及未来市场的发展趋势，综合估计了公司未来每年的息税前收益（EBIT），以下为绝对估值法主要假设：

表15：绝对估值法主要假设

参数	假设值	参数	假设值
无杠杆 Beta	0.75	T	13.79%
无风险利率	2.58%	Ka	8.25%
股票风险溢价	7.56%	有杠杆 Beta	0.75
公司股价	108.22	Ke	8.25%
发行在外股数	113	E/(D+E)	100.00%
股票市值(E)	12186	D/(D+E)	0.00%
债务总额(D)	0	WACC	8.25%
Kd	5.63%	永续增长率（10年后）	2.0%

资料来源：WIND、国信证券经济研究所假设 *绝对估值分析时间 2022-09-23

表16：拱东医疗未来十年预测及 FCFF 估值

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	TV
EBIT	454.2	585.5	750.5	905.7	1,048.0	1,160.3	1,231.0	1,293.8	1,346.7	1,388.4	
所得税税率	13.79%	13.79%	13.79%	13.79%	13.79%	13.79%	13.79%	13.79%	13.79%	13.79%	
EBIT*(1-所得税税率)	391.5	504.7	647.0	780.8	903.5	1,000.3	1,061.3	1,115.4	1,161.0	1,197.0	
折旧与摊销	42.5	53.3	57.6	61.2	64.7	68.0	71.3	74.7	78.0	81.3	
营运资金的净变动	23.6	5.2	(10.9)	(3.0)	(3.0)	(2.7)	(2.2)	(2.3)	(2.2)	(2.2)	
资本性投资	(120.0)	(50.0)	(50.0)	(50.0)	(50.0)	(50.0)	(50.0)	(50.0)	(50.0)	(50.0)	
FCFF	337.6	513.2	643.7	789.1	915.2	1,015.6	1,080.4	1,137.8	1,186.8	1,226.1	20,009.3
PV(FCFF)	311.9	438.0	507.4	574.6	615.7	631.2	620.3	603.4	581.5	554.9	9,056.3
核心企业价值	14,495.3										
减：净债务	(251.1)										
股票价值	14,746.3										
每股价值	130.95										

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理、预测 *绝对估值分析时间 2022-09-23

表17：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（人民币）

		WACC 变化				
永续增长率变化	130.95	8.1%	8.2%	8.25%	8.4%	8.5%
	2.3%	140.37	137.77	135.26	132.83	130.48
	2.2%	138.75	136.22	133.77	131.41	129.12
	2.1%	137.20	134.73	132.34	130.03	127.80
	2.0%	135.69	133.28	130.95	128.70	126.52
	1.9%	134.23	131.88	129.61	127.41	125.27
	1.8%	132.82	130.53	128.31	126.16	124.07
	1.7%	131.45	129.21	127.04	124.94	122.90

资料来源：国信证券经济研究所分析 *绝对估值分析时间 2022-09-23

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司价值区间为 127.41-134.73

元，对应市值为 143-152 亿元。

相对估值：140-149 亿元

国内一次性低值耗材领域的主要公司有昌红科技、洁特生物、维力医疗、阳普医疗、三鑫医疗、威高股份、瑞琦科技、硕华生命：

昌红科技业务主要为高分子塑料耗材领域及办公自动化（OA）设备领域提供精密模具和产品生产的整体解决方案，主要产品包括为医疗器械及高分子塑料耗材、办公自动化（OA）设备和模具产品，是业内少数具备模具制造能力的公司。2021 年昌红科技实现收入 11.3 亿元，其中：模具与注塑行业收入 7.5 亿元，同比增长 22%；医疗行业 3.3 亿元，同比下滑 21%；其他业务收入 0.5 亿元。

洁特生物是中国生物实验室耗材行业内的领先企业，主要产品为生物培养和液体处理两大类生物实验室耗材，为细胞培养的必备工具。

维力医疗主要产品为用于麻醉、泌尿、呼吸、血液透析等领域的医用导管，在临床上广泛应用于手术、治疗、急救和护理等医疗领域。公司气管插管和留置导尿管的生产和销售在国际和国内名列前茅，与百余家国外医疗器械经销商、数十家境内医疗器械出口经销商建立了业务联系，产品销往 90 多个国家和地区。

阳普医疗主要产品包括真空采血系统、试剂及仪器等。2019 年及其之前公司真空采血管收入占公司总营收的比例超过 6 成，是国内真空采血管领域的龙头企业。

三鑫医疗主要产品包括血液净化类、注射类、输液输血类、留置导管类等一次性医疗器械。公司累计服务透析人次超 1.2 亿次，累计服务于疾控中心疫苗接种 8 亿余次，现有专利证书 80 余项，产品注册证 80 余项，参与制定国家及行业标准 10 项，产品远销 60 多个国家和地区。

威高股份主要产品包括输液器、注射器、医用针制品、血袋、预充式注射器、采血产品及其他一次性医用耗材及骨科材料等。

瑞琦科技主要产品包括真空采血系统、体液标本采集产品、微生物培养基系列产品及微生物及细胞染液产品

硕华生命主要产品包括高端实验耗材产品，包括生物样本库耗材、生物细胞培养耗材、食品检测过滤耗材、实验快诊耗材等系列。

上述公司中：昌红科技、威高股份、阳普医疗的非一次性低耗业务占比较高，瑞琦科技、硕华生命为非上市公司，我们选取洁特生物、维力医疗、三鑫医疗作为可比公司。考虑到拱东医疗为一次性耗材行业领先企业，深耕医用耗材行业三十余年，具备模具设计能力，短期产能瓶颈突破、IVD 封闭式耗材放量、药包材稳步推进，相较于 2023 年盈利预测合理估值 PE 26-28 倍，对应市值 136-146 亿元。

表 18：同类公司估值比较

代码	简称	股价 总市值		EPS				PE				ROE PEG		投资建议
		2022/9/23	亿元	21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	21A	22E	
688026	洁特生物	28.83	40	1.22	1.52	2.03	2.66	23.6	19.0	14.2	10.8	19.4	0.6	无评级
603309	维力医疗	17.20	50	0.36	0.54	0.71	0.92	47.6	31.9	24.1	18.7	7.8	0.9	无评级
300453	三鑫医疗	8.79	35	0.40	0.52	0.63	0.80	22.2	17.0	14.0	11.0	18.4	0.6	无评级
605369	拱东医疗	108.22	121.86	2.76	3.60	4.63	5.94	39.2	30.1	23.3	18.2	24	1.0	增持

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

投资建议

突破产能瓶颈，IVD 封闭式耗材放量，品类扩张持续，预计 2022-2024 年归母净利润 4.05/5.22/6.69 亿元（+30.2%/28.9%/28.1%），综合考虑相对与绝对估值，预计公司合理估值 140-149 亿元，相较当前股价有 19%-27%空间，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

估值风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在140-149亿元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来10年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算WACC时假设无风险利率为2.58%、风险溢价7.56%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致WACC计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来10年后公司TV增长率为2%，公司所处行业可能在未来10年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值选取了可比公司2022年平均PE做为参考，同时考虑公司的行业地位和转型速度对行业平均PE进行修正，可能未充分考虑可比公司业务差异的风险。

盈利预测的风险

我们预计真空采血系统三年产能利用率为72%/85%/100%，若募投项目产能爬坡速度不及预期或真空采血管订单需求不及预期，存在未来3年业绩预期高估的风险。

我们预计药品包装类未来三年收入高增长，有望复制IVD封闭式耗材成功道路。实际可能因为药包材项目推进速度不及预期或项目研发失败，导致收入贡献下降而造成盈利预测出现偏差的风险。

我们预计公司持续进行品类扩张，若新品类开发失败或者市场推广不及预期，存在未来3年业绩预期高估的风险。

经营风险

公司募投项目迅速扩大产能和生产规模，如果不能及时建立完善的管理制度和专业团队，可能面临一定的管理风险。

2021年公司主营业务成本中直接材料占比在70%左右，原材料价格受石油等大宗商品价格影响较大。若未来原材料价格大幅上涨，且公司未能合理安排采购或及时转嫁产品成本，将可能对公司经营业绩造成不利影响。

公司境外销售方式主要是OEM/ODM贴牌销售，即根据国外客户的订单情况进行生产，产品以客户品牌进行销售。如果公司未来在产品质量、供货能力等方面不能满足OEM/ODM客户的需求，将可能导致客户流失，进而对公司的经营产生不利影响。

政策风险

公司一次性耗材产品可能面临行业标准、招投标、价格形成机制、流通体系

等一系列的政策变化风险。

公司海外销售占比较大，未来由于贸易摩擦、关税政策改变，可能导致公司的经营存在不确定的风险。

市场风险

医用耗材产品种类众多，市场竞争激烈，公司已经具有一定的品牌知名度和市场影响力，但若公司未能快速适应行业发展趋势和不断变化的市场环境，公司的市场份额可能会遭遇挤占。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	773	718	776	1008	1337	营业收入	830	1194	1566	1992	2512
应收款项	152	198	293	373	470	营业成本	419	665	878	1113	1397
存货净额	67	115	137	170	204	营业税金及附加	6	8	10	13	16
其他流动资产	14	11	14	18	23	销售费用	51	57	69	86	105
流动资产合计	1047	1132	1324	1689	2170	管理费用	43	63	80	99	121
固定资产	244	473	587	631	669	研发费用	37	58	78	99	125
无形资产及其他	82	81	78	75	71	财务费用	12	(10)	(16)	(20)	(25)
投资性房地产	2	4	4	4	4	投资收益	2	5	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	1	7	0	0	0
资产总计	1376	1690	1993	2399	2915	其他收入	(39)	(63)	(75)	(96)	(122)
短期借款及交易性金融负债	0	1	0	0	0	营业利润	263	360	470	605	776
应付款项	70	143	186	236	297	营业外净收支	(1)	1	0	0	0
其他流动负债	93	147	165	208	262	利润总额	262	361	470	605	776
流动负债合计	163	291	351	444	559	所得税费用	37	50	65	83	107
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	4	11	11	11	11	归属于母公司净利润	226	311	405	522	669
长期负债合计	4	11	11	11	11	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	168	302	362	455	569	净利润	226	311	405	522	669
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	2	5	8	2	1
股东权益	1208	1388	1631	1944	2345	折旧摊销	19	22	44	57	64
负债和股东权益总计	1376	1690	1993	2399	2915	公允价值变动损失	(1)	(7)	0	0	0
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务费用	12	(10)	(16)	(20)	(25)
每股收益	2.82	2.76	3.60	4.63	5.94	营运资本变动	(28)	47	(53)	(23)	(19)
每股红利	0.00	1.28	1.44	1.85	2.38	其它	(2)	(5)	(8)	(2)	(1)
每股净资产	15.10	12.33	14.48	17.27	20.83	经营活动现金流	216	373	396	556	714
ROIC	29%	25%	29%	34%	42%	资本开支	0	(260)	(162)	(100)	(100)
ROE	19%	22%	25%	27%	29%	其它投资现金流	(40)	(50)	(13)	(16)	(18)
毛利率	50%	44%	44%	44%	44%	投资活动现金流	(40)	(309)	(176)	(116)	(118)
EBIT Margin	33%	29%	29%	29%	30%	权益性融资	(15)	31	0	0	0
EBITDA Margin	35%	31%	29%	29%	30%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	50%	44%	31%	27%	26%	支付股利、利息	0	(144)	(162)	(209)	(267)
净利润增长率	99%	38%	30%	29%	28%	其它融资现金流	498	139	(1)	0	0
资产负债率	12%	18%	18%	19%	20%	融资活动现金流	483	(118)	(163)	(209)	(267)
息率	0.0%	1.2%	1.4%	1.8%	2.3%	现金净变动	658	(55)	58	232	328
P/E	36.8	37.7	28.9	22.4	17.5	货币资金的期初余额	115	773	718	776	1008
P/B	6.9	8.4	7.2	6.0	5.0	货币资金的期末余额	773	718	776	1008	1337
EV/EBITDA	29.0	32.9	26.6	20.8	16.4	企业自由现金流	0	104	220	439	592
						权益自由现金流	0	243	236	458	617

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032