

2023年06月18日

国科恒泰 (301370.SZ)

新股覆盖研究

投资要点

- ◆ 下周三（6月21日）有一家创业板上市公司“国科恒泰”询价。
- ◆ **国科恒泰 (301370)**: 公司为中国领先的医疗器械领域的供应链综合服务商，主要从事医疗器械的分销和直销业务。公司2020-2022年分别实现营业收入48.62亿元/58.47亿元/63.60亿元，YOY依次为14.50%/20.27%/8.76%，三年营业收入的年复合增速14.41%；实现归母净利润1.46亿元/1.51亿元/1.24亿元，YOY依次为-2.27%/3.55%/-18.17%。最新报告期，2023Q1公司实现营业收入17.68亿元，同比上升14.98%；实现归母净利润0.26亿元，同比上升4.01%。根据初步预测，2023年上半年公司预计实现归属于母公司所有者的净利润0.58亿元至0.63亿元，较上年同期变动7.85%-16.22%。
- ① **投资亮点**: 1、公司开创的“一站式分销平台+院端服务平台”模式在满足对下游快速响应的基础上推动了高值医用耗材流通链条的扁平化。在“两票制”、带量采购、DRGs付费等医改政策背景下，医疗器械流通行业不改规模化、专业化、信息化及合规化的长期趋势；尤其是对于目前还普遍采取多级经销模式而导致产品价格虚高、行业流通效率低、监管难度大的高值医用耗材领域而言，缩短流通链条的必要性凸显。公司实控人系中国科学院控股有限公司；背靠中科院，公司与中科院自动化所在大数据、云计算、AI和数字化供应链方面展开合作，开创了“一站式分销平台+院端服务平台”。考虑到高值医用耗材在链条流通端有别于药品销售，具备运输货值高、终端不备货、双向物流、出入库频次快、配送时限要求高等专业化特点，公司在全国31个省市建立起了122个物流分仓网络，能在2小时运输半径内对全国约80%三甲医院进行覆盖，有效实现了对下游超过5,000家二级经销商的扁平化渠道管理和对超1,400家终端直销医院客户的快速配货响应，是国内为数不多的介入高值医用耗材的全局性一体化医疗器械供应链综合服务商。2、公司所代理的高值医用耗材生产商覆盖众多国内外知名品牌。公司目前已与波士顿科学、美敦力、贝朗、雅培、捷迈、雅培、天津瑞奇、春立医疗等多家全球一线知名医械供应商合作，如负责波士顿科学在国内的北方和厦门区域、美敦力和贝朗医疗的神经外科产品线等。公司直接获得生产厂商授权的品牌数量由2020年初的73个增长至2022年末的113个，目前可提供超过30万个规格型号产品，相应的授权产品线合计达176条，常用耗材的80%以上，跨越全科领域。2021年公司在中物联医疗器械供应链分会发布的“2020年度中国医疗器械供应链企业百强”中排名第九位。
- ② **同行业上市公司对比**: 综合考虑业务与产品类型等方面，选取国药控股、嘉事堂、九州通、瑞康医药、海王生物、润达医疗为国科恒泰的可比上市公司；从上述可比公司来看，2022年平均收入规模为1,299.10亿元，剔除港股和负值的可比PE-TTM（算术平均）为15.06X，销售毛利率为12.67%；相较而言，公司营收规模低于行业平均，毛利率水平高于行业平均。
- ◆ **风险提示**: 已经开启询价流程的公司依旧存在因特殊原因无法上市的可能、公司内容主要基于招股书和其他公开资料内容、同行业上市公司选取存在不够准确的风险、内容数据截选可能存在解读偏差等。具体上市公司风险在正文内容中展示。

交易数据

| | |
|------------|--------|
| 总市值 (百万元) | |
| 流通市值 (百万元) | |
| 总股本 (百万股) | 400.00 |
| 流通股本 (百万股) | |
| 12个月价格区间 | / |

分析师

李蕙
 SAC执业证书编号: S0910519100001
 lihui1@huajinsec.com

相关报告

- 致尚科技-新股专题覆盖报告 (致尚科技)
-2023年第123期-总第320期 2023.6.16
- 朗威股份-新股专题覆盖报告 (朗威股份)
-2023年第121期-总第318期 2023.6.15
- 恒工精密-新股专题覆盖报告 (恒工精密)
-2023年第122期-总第319期 2023.6.15
- 海科新源-新股专题覆盖报告 (海科新源)
-2023年第119期-总第316期 2023.6.13
- 豪恩汽电-新股专题覆盖报告 (豪恩汽电)
-2023年第120期-总第317期 2023.6.13



公司近3年收入和利润情况

| 会计年度 | 2020A | 2021A | 2022A |
|-----------|---------|---------|---------|
| 主营收入(百万元) | 4,862.1 | 5,847.4 | 6,359.7 |
| 同比增长(%) | 14.50 | 20.27 | 8.76 |
| 营业利润(百万元) | 219.4 | 243.3 | 197.0 |
| 同比增长(%) | -0.17 | 10.90 | -19.02 |
| 净利润(百万元) | 146.0 | 151.2 | 123.7 |
| 同比增长(%) | -2.27 | 3.55 | -18.17 |
| 每股收益(元) | 0.37 | 0.38 | 0.31 |

数据来源：聚源、华金证券研究所

内容目录

| | |
|-----------------------|----|
| 一、国科恒泰 | 4 |
| (一) 基本财务状况 | 4 |
| (二) 行业情况 | 5 |
| (三) 公司亮点 | 8 |
| (四) 募投项目投入 | 9 |
| (五) 同行业上市公司指标对比 | 9 |
| (六) 风险提示 | 10 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1: 公司收入规模及增速变化 | 4 |
| 图 2: 公司归母净利润及增速变化 | 4 |
| 图 3: 公司销售毛利率及净利润率变化 | 5 |
| 图 4: 公司 ROE 变化 | 5 |
| 图 5: 2011-2021 年中国医疗器械市场规模变动情况 (亿元) | 5 |
| 图 6: 2021 年中国医疗器械细分市场占比情况 (亿元) | 6 |
| 图 7: 2014-2021 年中国高值医用耗材市场规模 (出厂价格口径, 亿元) | 6 |
| 图 8: 2010-2021 年我国卫生总费用变动情况 (亿元) | 7 |
| 图 9: 2010-2021 年我国卫生费用占比变动情况 | 7 |
| 图 10: 2011-2021 年我国基本医疗保险参保人数变动情况 (亿人) | 8 |
| 表 1: 公司 IPO 募投项目概况 | 9 |
| 表 2: 同行业上市公司指标对比 | 10 |

一、国科恒泰

公司为中国领先的医疗器械领域的供应链综合服务商，主要从事医疗器械的分销和直销业务，并在业务开展过程中提供仓储物流配送、流通渠道管理、流通过程信息管理以及医院 SPD 运营管理等专业服务。

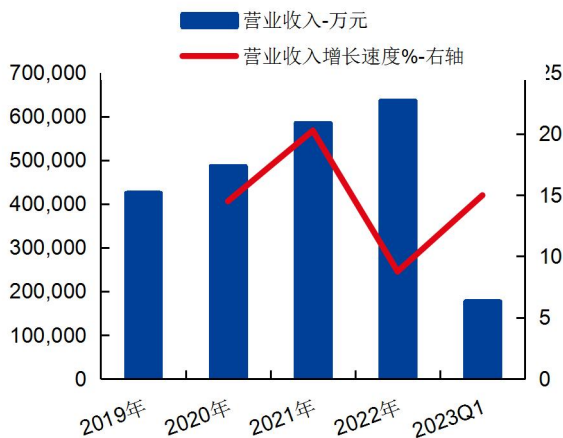
截至 2022 年，公司直接获得生产厂商授权的品牌数量达 113 个，相应的授权产品线数量达 176 条。2022 年公司对下游超过 5,000 家二级经销商进行扁平化渠道管理，直接开票销售的终端医院数量超过 1,400 家，可提供超过 30 万个规格型号产品。

（一）基本财务状况

公司 2020-2022 年分别实现营业收入 48.62 亿元/58.47 亿元/63.60 亿元，YOY 依次为 14.50%/20.27%/8.76%，三年营业收入的年复合增速 14.41%；实现归母净利润 1.46 亿元/1.51 亿元/1.24 亿元，YOY 依次为-2.27%/3.55%/-18.17%。最新报告期，2023Q1 公司实现营业收入 17.68 亿元，同比上升 14.98%；实现归母净利润 0.26 亿元，同比上升 4.01%。

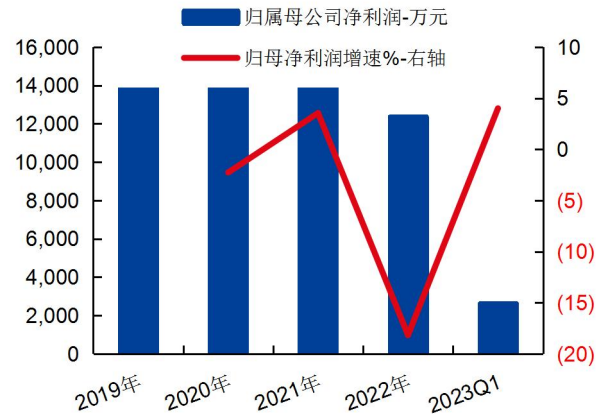
2022 年，公司主营业务收入按产品类型可分为六大板块，分别为血管介入治疗类材料（28.77 亿元，45.47%）、骨科材料（11.13 亿元，17.59%）、神经外科材料（5.86 亿元，9.27%）、非血管介入治疗类材料（3.87 亿元，6.11%）、口腔材料（2.53 亿元，4.00%）、其他产品（11.10 亿元，17.55%）。

图 1：公司收入规模及增速变化



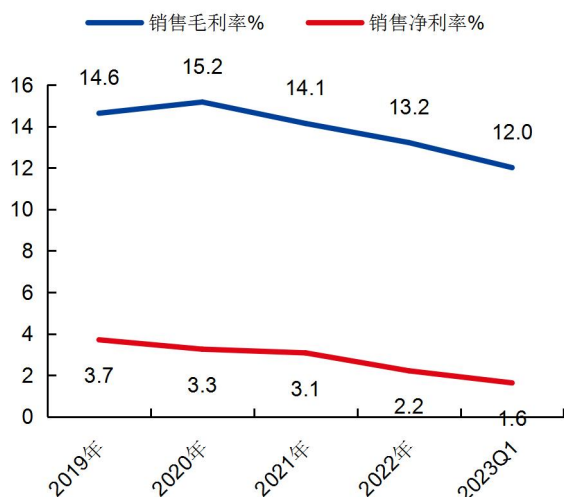
资料来源：wind，华金证券研究所

图 2：公司归母净利润及增速变化



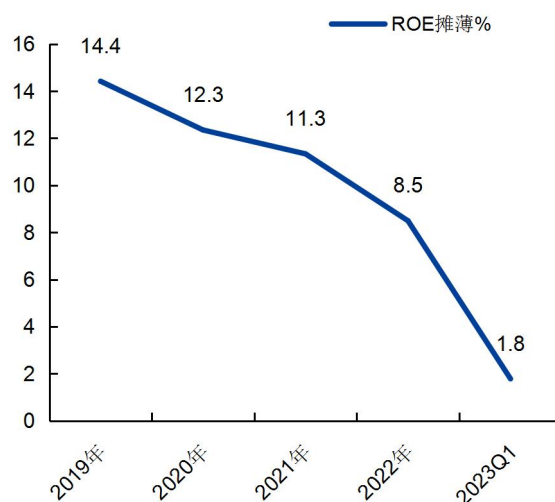
资料来源：wind，华金证券研究所

图 3：公司销售毛利率及净利润率变化



资料来源：wind, 华金证券研究所

图 4：公司 ROE 变化



资料来源：wind, 华金证券研究所

（二）行业情况

《中国医疗器械蓝皮书（2022）》数据显示，2021 年我国医疗器械市场成为仅排在美国之后的第二大医疗器械市场，规模约为 8,908 亿元，在整个医疗行业中的重要地位越发凸显。我国药品市场规模与医疗器械市场规模比例约为 3:1，而全球市场药品市场规模与医疗器械市场规模比例约为 1.4:1，发达国家基本上达到 1:1，对比来看，我国医疗器械市场规模远远低于药品市场规模，伴随医疗器械应用水平的不断进步，我国将遵循发达国家“重器械、轻药品”的发展路径，未来国内医疗器械市场仍存在较大的增长潜力。

图 5：2011-2021 年中国医疗器械市场规模变动情况（亿元）

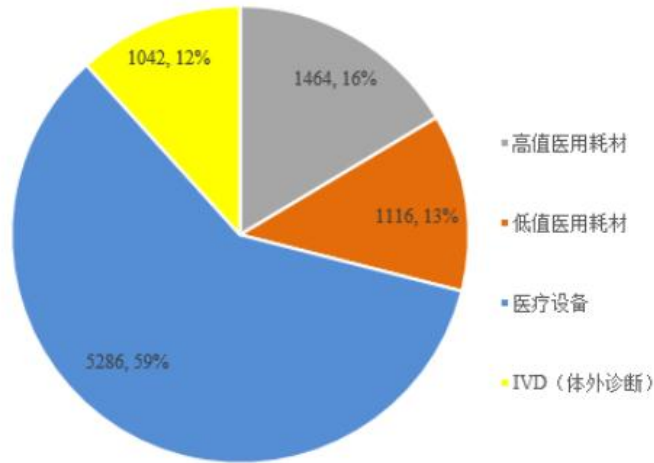


资料来源：中国医疗器械蓝皮书（2022 年），华金证券研究所

在老龄化带动市场需求、居民支付能力提高及国内医疗水平提升等因素的推动下，高值医用耗材成为医疗器械领域增长最快的细分领域，2014-2021 年高值医用耗材的市场规模从 409 亿元增长到 1,464 亿元，年均复合增长率约为 19.98%。受医改政策推动，高值医用耗材领域的带量

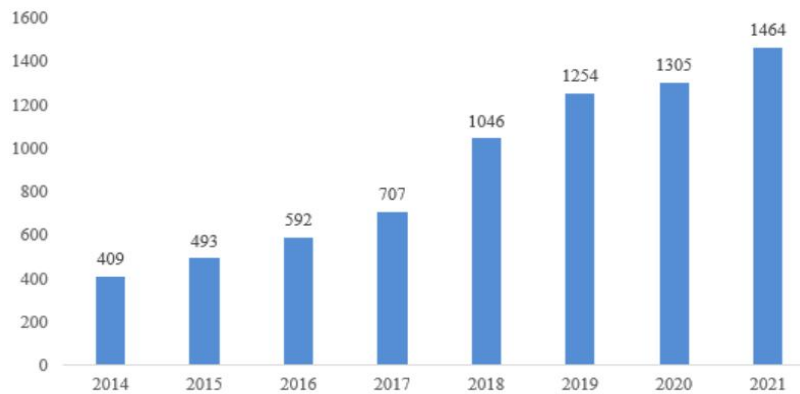
采购、两票制、医院零加成及临床专项整治等政策逐步落实，产业上下游更加重视成本管控、效率提升，加速推动了流通行业渠道加快向规模化、专业化、信息化、规范化趋势发展。

图 6：2021 年中国医疗器械细分市场占比情况（亿元）



资料来源：中国医疗器械蓝皮书（2022 年），华金证券研究所

图 7：2014-2021 年中国高值医用耗材市场规模（出厂价格口径，亿元）



资料来源：中国医疗器械蓝皮书（2022 年），华金证券研究所

医疗器械流通行业逐步由分散走向集中是市场发展的必然趋势。从发达国家医疗器械流通行业的发展历程来看，降低物流成本、提高运营效率的长期趋势推动行业持续向规模化、集约化、专业化方向发展。作为全球最大医疗器械生产国和消费国，美国的医疗器械消费总量约占全球总消费量的 40% 以上，20 世纪 80 年代至 90 年代，美国医疗器械流通领域也存在企业数量多、规模小等现象，经过多次整合、转型，原有仅供应单一或少数品类医疗器械的中小型渠道商或转型或被整合或被淘汰，呈现了医疗器械流通领域的集中态势。

目前，我国医疗器械流通领域同美国 80/90 年代较为类似，多级经销商模式使得业内企业数量多、规模小、格局分散，经营产品种类较少，面向客户局限于县级或市级范围少数医院，社会经济发展必然推动行业逐步由分散走向集中。对比国内药品 17,131 亿市场规模，1.3 万家左右

批发企业数量、前百名批发企业市场占有率超过 70%来看，医疗器械流通行业在市场整合、集中度提升方面存在较大潜力。

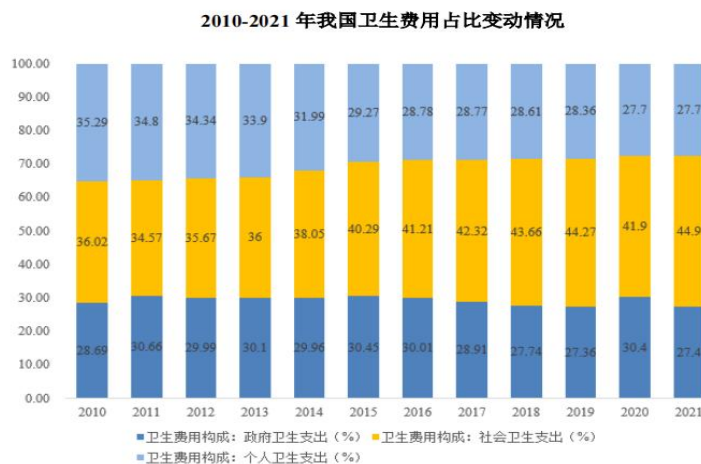
伴随着我国经济发展、卫生总费用及政府卫生支出的不断增长，我国长期压抑的医疗需求有望逐步释放。2010-2021 年我国卫生总费用由 19,980.39 亿元增长到 75,593.60 亿元，年均复合增长率为 12.86%，卫生总费用占 GDP 的比重也由 4.84%提高到 6.50%。卫生总费用包括政府卫生支出、社会卫生支出及个人卫生支出，其中政府卫生支出和社会卫生支出占比不断提高，2010-2021 年个人卫生支出比例由 35.29%，降低至 27.70%，有效减轻了个人负担。

图 8：2010-2021 年我国卫生总费用变动情况（亿元）



资料来源：国家统计局（注：2021 年全国卫生总费用为初步推算数），华金证券研究所

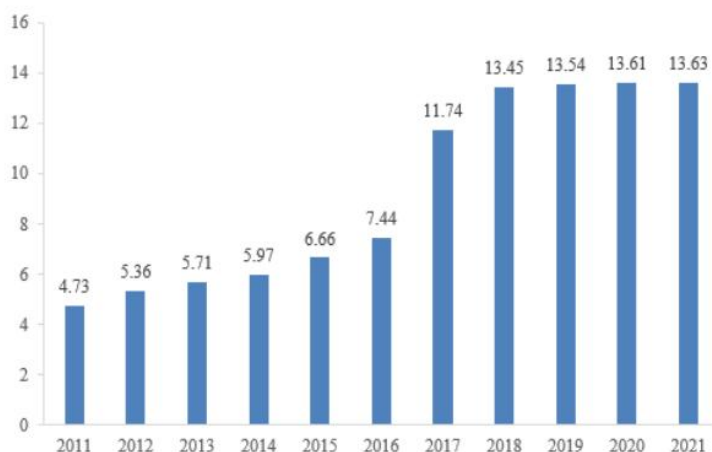
图 9：2010-2021 年我国卫生费用占比变动情况



资料来源：国家统计局，华金证券研究所

医疗保险保障水平的持续提升降低个人支付比例，将带动我国城乡居民医疗需求的释放。2021 年参加全国基本医疗保险人数为 13.63 亿，参保率稳定在 95%以上，基本上实现人员全覆盖。根据国家医保局，2021 年居民医保人均筹资 889 元，同比增长 13.83%。

图 10：2011-2021 年我国基本医疗保险参保人数变动情况（亿人）



资料来源：国家医疗保障局网站，华金证券研究所

我国诊疗人次在卫生费用增加、基层诊疗能力提升、医疗保障水平提升以及居民经济实力提升的带动下持续增长。2021 年我国总诊疗 84.70 亿人次，同比增长 9.4%，入院人数 24,726 万人，同比增长 7.4%，推动了医疗市场的整体扩容，医疗器械市场将受益明显，呈现持续增长趋势。新医改政策的支持、政府持续投入、城市化率的加快、老龄化社会的到来、居民自我保健意识的提高等驱动因素，激发了巨大的医疗需求，与此同时，这些因素也为我国医疗器械及医用耗材的供应链行业提供了广阔的发展空间，对于专业配送网络服务的需求不断增长。

目前国内暂无专注于医疗器械或高值医用耗材分销及直销业务的上市公司，行业内的主要上市公司均为大型的医药平台型企业，销售的产品涵盖药品与医疗器械，销售模式包括医院的直销、对下级经销商的批发及对产品的终端零售等。医疗器械流通行业市场规模增长潜力较大，而我国地域辽阔，医疗资源分散，再加上传统医疗器械领域多级经销模式的存在，造成医疗器械流通行业长期存在“多、小、散”的局面，集中度、规模化、信息化水平均偏低，流通环节多、监管难度大、终端价格虚高等问题日益凸显。随着行业规范性持续提高，叠加两票制等政策以及提质增效的发展趋势将推动市场集中度将进一步提升，同时政策强化全过程监管，提升行业准入门槛，鼓励企业做大做强，部分优秀企业有望把握市场扩容和行业整合的机遇，不断提升市场占有率，确立头部竞争优势。

（三）公司亮点

1、公司开创的“一站式分销平台+院端服务平台”模式在满足对下游快速响应的基础上推动了高值医用耗材流通链条的扁平化。在“两票制”、带量采购、DRGs 付费等医改政策背景下，医疗器械流通行业不改规模化、专业化、信息化及合规化的长期趋势；尤其是对于目前还普遍采取多级经销模式而导致产品价格虚高、行业流通效率低、监管难度大的高值医用耗材领域而言，缩短流通链条的必要性凸显。公司实控人系中国科学院控股有限公司；背靠中科院，公司与中科院自动化所在大数据、云计算、AI 和数字化供应链方面展开合作，开创了“一站式分销平台+院端服务平台”。考虑到高值医用耗材在链条流通端有别于药品销售，具备运输货值高、终端不备货、双向物流、出入库频次快、配送时限要求高等专业化特点，公司在全国 31 个省市建立起了

122 个物流分仓网络，能在 2 小时运输半径内对全国约 80%三甲医院进行覆盖，有效实现了对下游超过 5,000 家二级经销商的扁平化渠道管理和对超 1,400 家终端直销医院客户的快速配货响应，是国内为数不多的介入高值医用耗材的全国性一体化医疗器械供应链综合服务商。

2、公司所代理的高值医用耗材生产商覆盖众多国内外知名品牌。公司目前已与波士顿科学、美敦力、贝朗、雅培、捷迈、雅培、天津瑞奇、春立医疗等多家全球一线知名医械供应商合作，如负责波士顿科学在国内的北方和厦门区域、美敦力和贝朗医疗的神经外科产品线等。公司直接获得生产厂商授权的品牌数量由 2020 年初的 73 个增长至 2022 年末的 113 个，目前可提供超过 30 万个规格型号产品，相应的授权产品线合计达 176 条，常用耗材的 80%以上，跨越全科领域。2021 年公司在中物联医疗器械供应链分会发布的“2020 年度中国医疗器械供应链企业百强”中排名第九位。

（四）募投项目投入

公司本轮 IPO 募投资金拟投入 2 个项目以及补充流动资金。

- 1、第三方医疗器械物流建设项目：**通过本项目的建设，公司将开展第三方医疗器械物流服务，从而逐步形成医疗器械全供应链，端到端的物流服务模式；本项目契合市场的实际需要，能够有效提升对院端耗材需求配送的快速响应能力，强化医用耗材的效期精细化管理；同时，规模化经营能够有效降低医用耗材流通环节的存储成本，优化医用耗材的高质量存储环境。
- 2、信息化系统升级建设项目：**通过本项目的建设，公司将全面整合供应链各环节，在一定程度上可以掌握从生产厂商到销售渠道，再到终端医院及患者群体的交易结构化数据及非结构化数据，通过大数据平台的整合，可为全供应链合作伙伴提供市场分析、质量跟踪、产品追溯、消费趋势、供应链效率、患者健康分析等数据服务，同时还可以为政府监管部门提供可追溯、可监管的数据服务。

表 1：公司 IPO 募投项目概况

| 序号 | 项目名称 | 项目投资总额 (万元) | 拟使用募集资金金额 (万元) | 项目建 设期 |
|----|---------------|------------------|-------------------|-----------|
| 1 | 第三方医疗器械物流建设项目 | 5,947.90 | 5,947.90 | 6 个月 |
| 2 | 信息化系统升级建设项目 | 15,622.60 | 15,622.60 | 36 个月 |
| 3 | 补充流动资金 | 40,000.00 | 40,000.00 | - |
| | 总计 | 61,570.50 | 61,570.50 | |

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

（五）同行业上市公司指标对比

2022 年度，公司实现营业收入 63.60 亿元，同比增长 8.76%；实现归属于母公司净利润 1.24 亿元，同比下降 18.17%。根据初步预测，2023 年 1-6 月公司预计实现营业收入 39.80 亿元至 42.85 亿元，较上年同期变动 31.88%-41.98%。预计实现归属于母公司所有者的净利润 0.58 亿元至 0.63

亿元，较上年同期变动 7.85%-16.22%；扣除非经常性损益后的归属于母公司所有者的净利润为 0.57 亿元至 0.61 亿元，较上年同期变动 9.20%-17.85%。

公司为中国领先的医疗器械领域的供应链综合服务商，主要从事医疗器械的分销和直销业务；综合考虑业务与产品类型等方面，选取国药控股、嘉事堂、九州通、瑞康医药、海王生物、润达医疗为国科恒泰的可比上市公司；从上述可比公司来看，2022 年平均收入规模为 1299.10 亿元，剔除港股和负值的可比 PE-TTM（算术平均）为 15.06X，销售毛利率为 12.67%；相较而言，公司营收规模低于行业平均，毛利率水平高于行业平均。

表 2：同行业上市公司指标对比

| 代码 | 简称 | 总市值 (亿元) | PE-TTM | 2022 年收入 (亿元) | 2022 年收 入增速 | 2022 年归 母净利润 (亿元) | 2022 年净 利润增长 率 | 2022 年 销售毛利 率 | 2022 年 ROE 摊薄 |
|------------------|-------------|-------------|----------|------------------|----------------|-------------------------|----------------------|---------------------|------------------|
| 1099.HK | 国药控股 | 823.85 | 8.30 | 5,521.77 | 5.96% | 85.26 | 9.89% | 8.59% | 12.53% |
| 002462.SZ | 嘉事堂 | 41.39 | 14.48 | 262.20 | 2.32% | 2.97 | -16.09% | 8.04% | 7.28% |
| 600998.SH | 九州通 | 285.39 | 13.01 | 1,404.24 | 14.72% | 20.85 | -14.84% | 7.80% | 8.46% |
| 002589.SZ | 瑞康医药 | 52.06 | -2.81 | 123.11 | -41.54% | -18.32 | -1496.31% | 13.58% | -33.87% |
| 000078.SZ | 海王生物 | 89.40 | -8.73 | 378.35 | -7.84% | -10.27 | -1201.21% | 10.02% | -21.90% |
| 603108.SH | 润达医疗 | 80.96 | 17.70 | 104.94 | 18.45% | 4.18 | 9.87% | 27.99% | 10.74% |
| 301370.SZ | 国科恒泰 | / | / | 63.60 | 8.76% | 1.24 | -18.17% | 13.22% | 8.49% |

资料来源：Wind（数据截至日期：2023 年 6 月 16 日），华金证券研究所

（六）风险提示

行业竞争加剧、医疗相关政策变动、供应商较为集中、跨区域经营、返利政策导致业绩波动、产品采购价格波动、信息系统运行等风险。

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

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%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn