

首次覆盖

目标价: HK\$1.06

上升/下降空间: +26.8%

中国医药行业

普华和顺 (1358.HK)

专注医疗器械行业中高增长及高利润率业务

UP

MP

OP

财务资料

百万人民币	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
收入	271	537	648	785	952
增长 (%)	9.7%	97.8%	20.7%	21.1%	21.4%
归母净利润	739	106	132	163	200
增长 (%)	17.0%	-85.7%	24.5%	23.1%	22.7%
股本回报 (%)	19.5%	2.8%	4.0%	4.6%	5.4%
资产回报 (%)	18.9%	2.6%	3.7%	4.3%	4.9%
市盈率 (x)	1.8	12.4	10.0	8.1	6.6
市净率 (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3

资料来源: 公司, 安捷证券预测, 数据截至 2023 年 09 月 21 日

公司专注医疗器械行业中高增长及高利润率业务, 具有优秀的业务并购及整合能力。公司布局的血液净化业务和再生医用生物材料业务均具有广阔的市场发展空间和成长前景。随着我国终末期肾病患者数量持续增加、医保政策和产业支持政策的进一步完善, 国内血透市场规模稳步增长, 进口替代程度进一步提升, 为国产企业带来发展机遇。对于再生医用生物材料板块, 随着全球及我国人口老龄化加剧, 经济高速发展以及生活质量的提高, 再生医用生物材料的需求越来越大, 同时随着国内生物医用材料相关文件的出台, 预计未来生物再生材料将成为更具潜力的发展领域, 保持高速增长。

投资亮点。 1) 随着生活水平的提高和医疗条件的改善, 世界各国目前共同面临人口老龄化问题, 我国老龄化问题尤为严重, 由于年老体迈易引发肌体组织和器官病变, 引致对高端输液器、血液净化及再生医用生物材料的需要日益提升; 2) 公司布局的血液净化业务和再生医用生物材料业务均具有广阔的市场发展空间和成长前景; 3) 公司的发展经历了多次的业务并购和整合, 在收购整合这些标的后主营收入、毛利率均有不同幅度的稳步增长, 我们相信, 公司在 2022 年收购的四川睿健医疗和北京瑞健生物将在管理层的整合下发挥协同效应, 业务更上一层楼; 以及 4) 截至 2022 年 12 月 31 日公司现金及现金等价物达 13.8 亿元人民币, 充足的现金储备可以支持公司发掘优异的投资标的、拓展业务合作的可能性。

财务假设。 我们预测普华和顺的收入 FY23E-25E 将按照+20.7%/+21.1%/+21.4%的增长率增长至约 6.5/7.9/9.5 亿人民币, 血液净化业务将占公司整体收入约 57.8%/61.9%/65.7%。FY23E/24E/25E 公司整体毛利率为 55.3%/55.0%/54.7%。FY23E/24E/25E 公司归母净利润预计同比增长+24.5%/+23.1%/+22.7%, 归母净利率达 20.4%/20.7%/20.9%。

估值与风险。 我们采用现金流贴现(DCF)方法对公司进行估值。我们基于现金流贴现的估值方法显示, 公司的隐含价值为 16.7 亿港元, 目标价为港币 1.06 港币, 对应 12.6 倍 FY23E 年市盈率水平, 首次覆盖给予买入评级, 原因为: 1) 中国人口老龄化日趋严重; 2) 专注医疗器械行业中高增长及高利润率业务, 具有优秀的业务并购及整合能力; 3) 新兴行业具备较大成长空间; 及 4) 强劲的盈利能力及现金流。风险: 1) 行业政策法规存在不确定性; 2) 产品商业化的不确定性; 3) 行业竞争的不确定性; 及 4) 自然灾害、流行病及其他不可预见的灾难。



股票数据

收市价(HK\$)	0.84
52 周最高(HK\$)	0.88
52 周最低(HK\$)	0.48
平均每日成交量(mn)	0.21
总股本(mn)	1,565.63
总市值(HK\$m)	923.72
年初至今涨跌(%)	-6.35
50 日均线(HK\$)	0.57
财政年度	12/2023

数据来源: 彭博

股价近期表现



数据来源: 彭博

Team Coverage
research@ajsecurities.com.hk

目录

投资概览.....	3
投资风险.....	4
重点图表.....	5
行业概览.....	6
公司简介.....	7
估值.....	19
财务分析与预测.....	20
财务模型.....	23
附录.....	26
免责声明.....	28

投资概览

中国人口老龄化日趋严重

随着生活水平的提高和医疗条件的改善，世界各国目前共同面临人口老龄化问题，我国老龄化问题尤为严重。2015 年我国 65 岁及以上的老年人口数量为 1.44 亿，占全国总人口的比例达 10.50%，我国正步入老龄化社会。由于年老体迈易引发肌体组织和器官病变，引致对高端输液器、血液净化及再生医用生物材料的需要日益提升。

专注于医疗器械行业中高增长及高利润率的业务

公司布局的血液净化业务和再生医用生物材料业务均具有广阔的市场发展空间和成长前景。随着我国终末期肾病患者数量持续增加、医保政策和产业支持政策的进一步完善，国内血透市场规模稳步增长，进口替代程度进一步提升，为国产企业带来发展机遇。对于再生医用生物材料板块，随着全球及我国人口老龄化加剧，经济高速发展以及生活质量的提高，再生医用生物材料的需求越来越大，同时随着国内生物医用材料相关文件的出台，特别是在《中国制造 2025》中明确指出「大力推动生物医药及高性能医疗器械突破发展」等政策引导下，预计未来生物再生材料将成为更具潜力的发展领域，保持高速增长。

具有优秀的业务并购及整合能力

公司的发展经历了多次的业务并购和整合，2008 年和 2013 年分别收购天津威曼生物材料有限公司和深圳博恩医疗器材有限公司，进军骨科植入物业务，在收购整合这些标的后主营收入、毛利率均有不同幅度的稳步增长；2014 年收购北京天新福医疗器材有限公司，开展生物材料业务，2021 年完成 CBPO 股份转让交易，取得高额回报，并分派 24.7 亿港币特别股息。我们相信，公司在 2022 年收购的四川睿健医疗和北京瑞健生物将在管理层的整合下发挥协同效应，业务更上一层楼。

具有强劲的现金储备

截至 2022 年 12 月 31 日公司现金及现金等价物达 13.8 亿元人民币，充足的现金储备可以支持公司发掘优异的投资标的、拓展业务合作的可能性。

投资风险

行业政策法规存在不确定性

近年来，中国政府加强实施并扩大带量采购政策的适用范围，旨在透过集体采购规范医疗器械的价格。高值医用耗材通知提出，按照带量采购、量价联动、促进市场竞争的原则，探索高值医用耗材分类，实行集中采购。因此，公司可能面临产品价格下行压力，或对收入、财务状况及经营业绩造成重大不利影响。此外，中国医疗器械制造、医疗器械经销、医疗器械零售及医疗器械行业总体上受广泛及不断变化的政府法规及监管的影响，任何相关不利监管变动均可能增加公司及业务合作伙伴的合规负担。

产品商业化的不确定性

为取得相关注册证，第二类和第三类医疗器械须进行产品注册检验和临床试验，除非产品豁免进行国家药监局颁布目录所载的临床试验。对于若干具有高风险的第三类医疗器械而言，进行临床试验前须取得国家药监局批准。备案及注册过程不可预测，亦可能漫长且成本高昂，并取决于多种因素，其中一些因素(包括监管机构的酌情权)在公司的控制之外。即便公司能取得产品注册证，若发现产品安全问题，可能被迫暂停销售及营销，监管机关可能撤销相关产品注册证。

行业竞争的不确定性

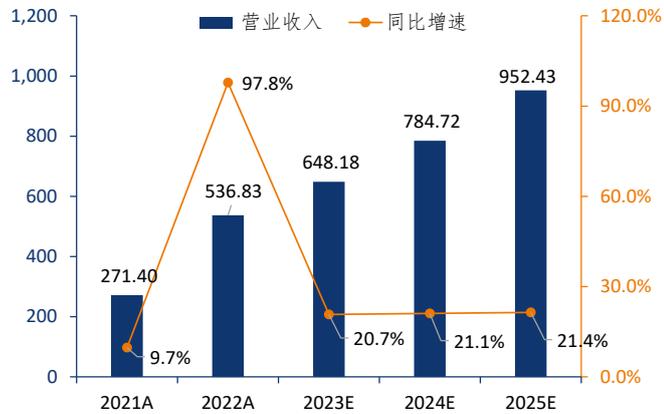
基于安全性和功能性、监管批准的时间和范围、价格、品牌知名度、销售和营销能力、供应的能力和成本、专利地位和其他因素，公司大部分产品线面临来自国内外竞争对手的竞争。公司可能无法成功与竞争对手竞争，也无法保证能在质量、功能、便利性及安全性方面表现出无可比拟的优势，以克服价格竞争并取得商业上的成功。

自然灾害、流行病及其他不可预见的灾难

公司的业务及财务表现受到过 COVID-19 疫情的不利影响，并可能继续受到其他自然灾害、流行病及其他不可预见的灾难的影响。

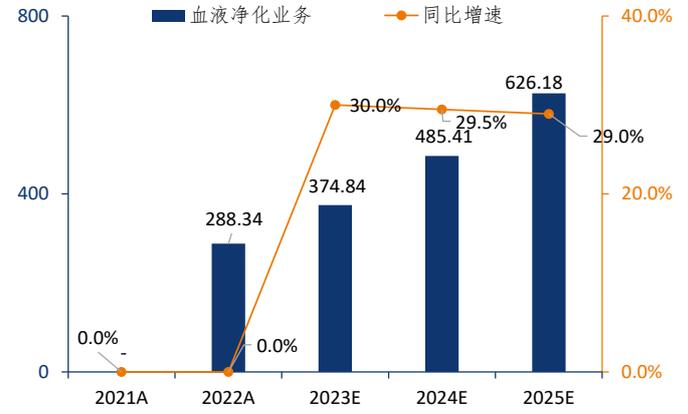
重点图表

图 1: 集团总收入及增长率(单位: 百万人民币)



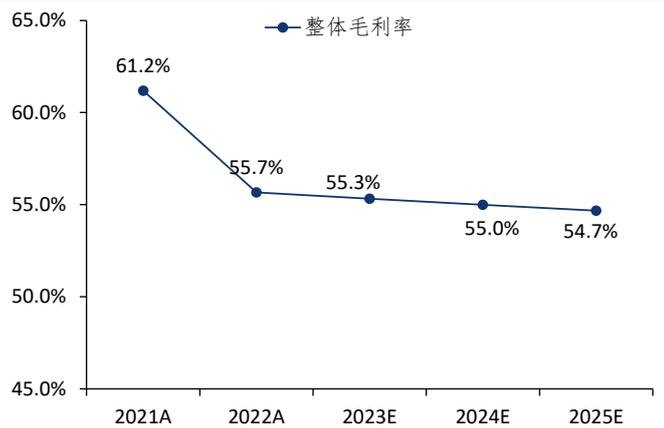
资料来源: 公司, 安捷证券预测

图 2: 血液净化业务收入及增长率(单位: 百万人民币)



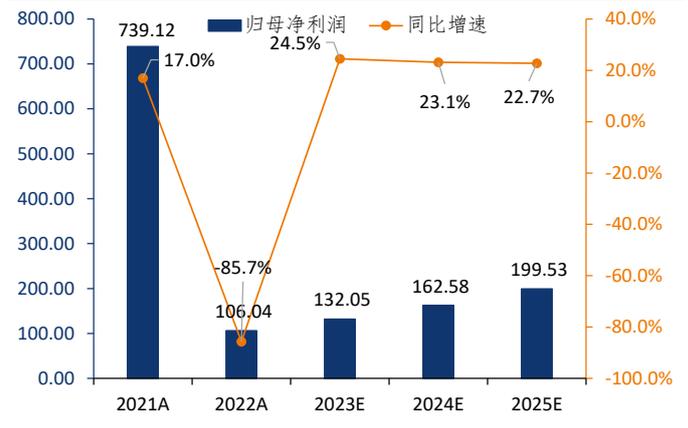
资料来源: 公司, 安捷证券预测

图 3: 毛利率变化趋势及预测



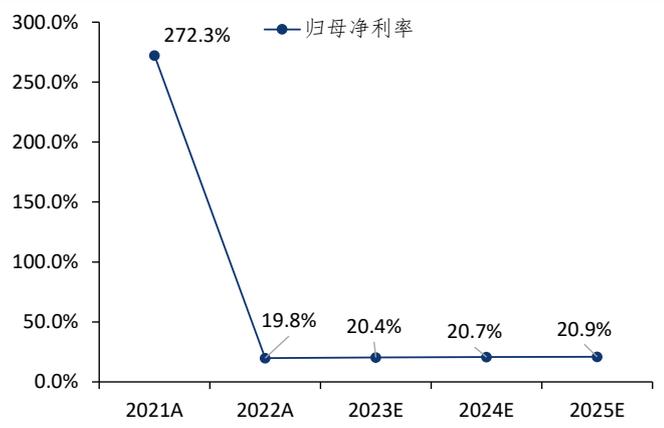
资料来源: 公司, 安捷证券预测

图 4: 归母净利润及同比增速(单位: 百万人民币)



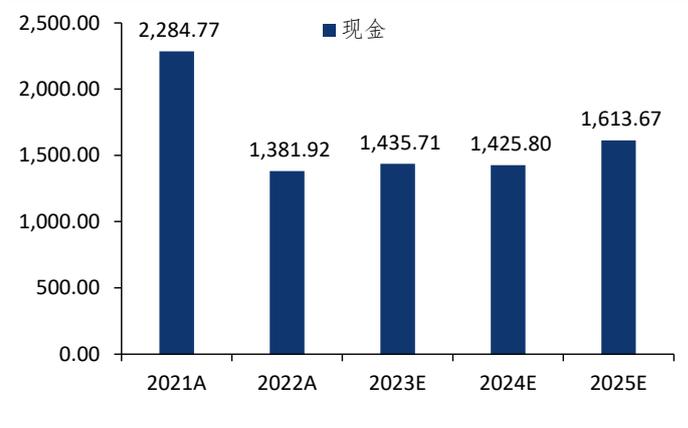
资料来源: 公司, 安捷证券预测

图 5: 归母净利率变化趋势及预测



资料来源: 公司, 安捷证券预测

图 6: 现金头寸和预测(单位: 百万人民币)



资料来源: 公司, 安捷证券预测

行业概览

医疗器械市场概况及未来趋势

医疗器械进口替代仍是主旋律。受益于全球人口的自然增长、人口老龄化程度的提高，健康需求的不断增加，全球医疗器械市场持续增长，根据 Evaluate MedTech，2018 年全球医疗器械销售规模为 4,278 亿美元。其中，新兴市场尤其是中国近年来增长速度较快，为全球最具潜力的医疗器械市场之一，产品普及与升级换代需求并存。根据《中国医疗器械行业发展报告(2019)》的统计，2018 年我国医疗器械生产企业的主营业务收入约为 6,380 亿元人民币，同比增长 12.52%，仍处于快速发展的阶段。根据《中国医疗器械行业发展报告(2019)》的调研数据，国内医疗器械生产企业 90%以上为中小型企业，主营收入平均在 3,000-4,000 万元人民币，与国内制药企业的 3-4 亿元人民币相比较，还存在巨大的差距。随着医疗器械监管更加严格、准入标准越来越高，技术要求较高、资金需求较大的 III 类医疗器械企业数量呈下降趋势，表明我国医疗器械企业的技术研发能力有待提高，高端医疗器械仍以进口产品为主。未来，进口替代仍然是中国医疗器械发展的主旋律，这个过程需要伴随着国产自有技术的创新与升级。为此，近年来国家鼓励医疗器械发展的政策密集出台，中国科技部已遴选出第一批《创新医疗器械产品目录(2018)》，一共包括 87 个创新医疗器械产品，其中 9 项国际原创、55 项国内首创、23 项重大技术提升，树立了我国持续科技研发的标杆。得益于国家政策的大力支持，国内医疗器械企业的技术研发能力将不断提升，进口替代将不断加速，医疗器械行业将保持快速增长的态势。根据《中国医疗器械行业发展报告(2019)》的预测，2022 年我国医疗器械企业主营业务收入将突破万亿元人民币，达到 10,947 亿元人民币，2018-2022 年的复合增长率为 14.45%。

高值医用耗材成为重要组成部分。医疗器械可以分为高值医用耗材、低值医用耗材、医疗设备、体外诊断四大类。根据医械研究院的统计，其中 2018 年高值医用耗材的市场规模约为 1,046 亿元人民币，占比约为 20%，同比增长 20.37%，是医疗器械行业重要的组成部分，亦是增长最快的细分领域。未来几年，随着医疗改革进入深水期，高值医用耗材亦处于改革的关键时期，《治理高值医用耗材改革方案》的推出明确了高值医用耗材的带量采购，鼓励医疗机构联合开展带量谈判采购，积极探索跨省联盟采购。长期来看，带量采购中标的企业能够独享该省（市）公立医院大部分的市场份额，有利于行业集中度的提升。在此趋势下，具有明显技术优势、市场口碑良好的领先企业将能够不断扩大其市场占有率，主要原因是高值医用耗材的成熟不仅需要深厚的技术积累，还需要相当时间的市场培育来得到用户的认可，具体为：①高值医用耗材属于多学科交叉的高科技领域，其产品综合了临床医学、材料学、生物学工程、机械工程等多学科及多种技术，核心技术的形成是一个长期的过程。②高值医用耗材是一个“先入为主”的细分领域，为了减小潜在风险，医生往往倾向于在手术中使用统一品牌的产品及配套工具，渠道壁垒较高。

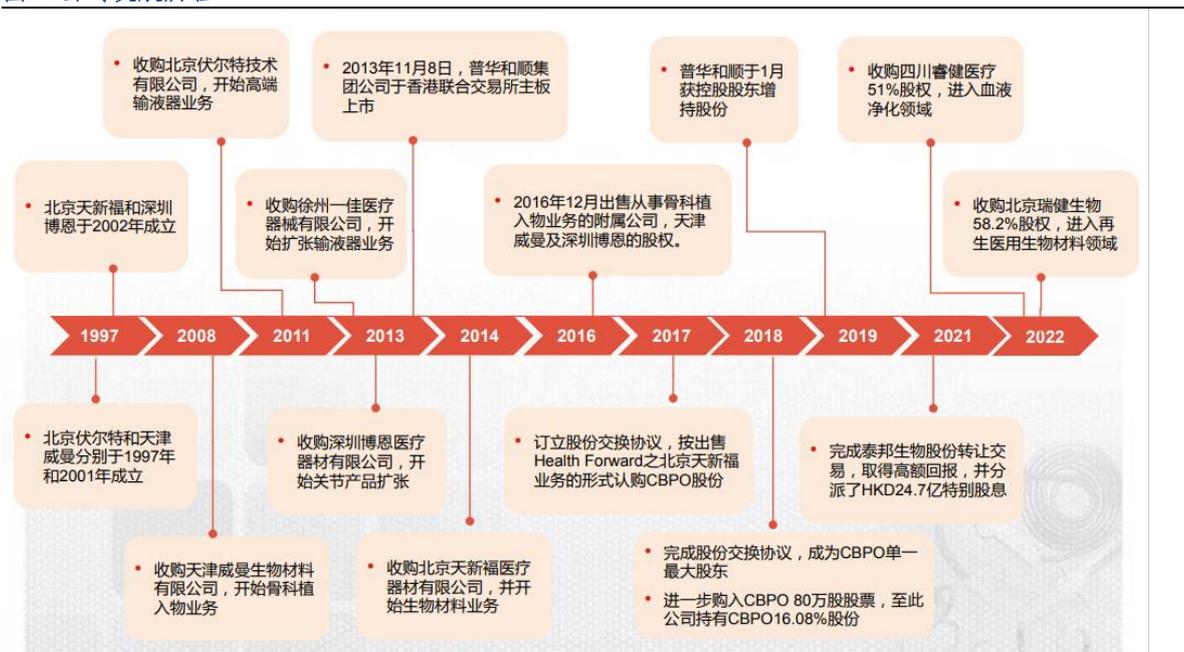
平台型公司或将成为趋势。医疗器械企业在某一疾病领域所涉及的产品可多达到数十种，需不断通过自主研发或者并购整合来扩充产品线，对渠道的利用形成协同效应，增加收入来源的同时控制销售费用增长，从而提升企业抗风险的能力。在国际市场上，美敦力、强生、英特格拉等医疗器械巨头的发展史既是技术升级史，也是一部并购史，企业大多围绕核心产品线，进行主营业务的整合，逐步成为某一领域的平台型公司，这一过程中科室产品解决方案是常采取的销售模式。结合医疗器械的行业特点、国际巨头的发展路径，平台型公司或将成为国内医疗器械企业做大做强的必由之路。

公司简介

公司概况

普华和顺(1358.HK)是一家专注于中国医疗器械行业中高增长及高利润率业务的平台型医疗器械公司。公司于 2008 年和 2013 年分别收购天津威曼生物材料有限公司和深圳博恩医疗器械有限公司，进军骨科植入物业务，后于 2016 年 12 月将两家附属公司出售；2011 年和 2013 年分别收购北京伏尔特技术有限公司和徐州一佳医疗器械有限公司，进军并扩展高端输液器业务；2014 年收购北京天新福医疗器械有限公司，开展生物材料业务，2017 年订立股份交换协议，按出售 Health Forward 之北京天新福业务的形式认购泰邦生物(CBPO)股份，2018 年完成股份交换协议，成为 CBPO 单一最大股东，进一步购入 CBPO 80 万股股票，持有 CBPO 16.08%股份，2021 年完成 CBPO 股份转让交易，取得高额回报，并分派 24.7 亿港币特别股息；2022 年收购四川睿健医疗 51% 股权和北京瑞健生物 58.2% 股权，进军血液净化业务和再生生物材料领域。至此，公司业务版图基本成型，覆盖输液器、血液净化和再生医用生物材料三个领域。

图 7: 公司发展历程



资料来源: 公司, 安捷证券

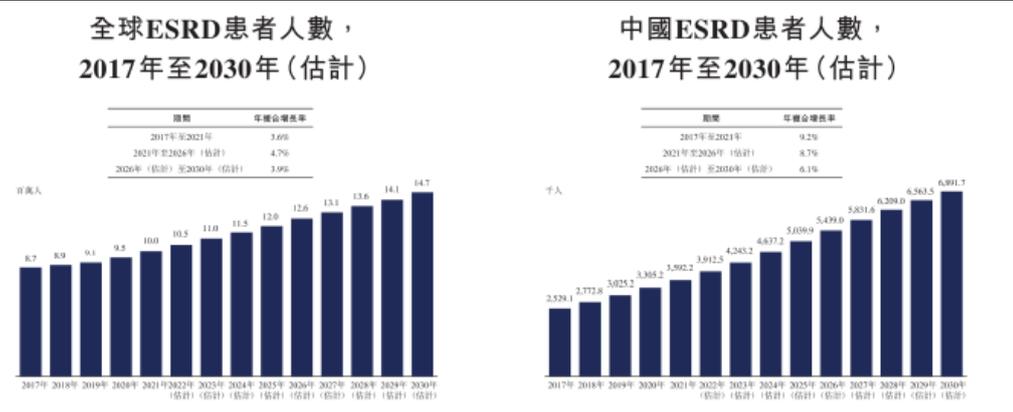
业务服务

血液净化业务

肾脏疾病包括急性肾脏疾病(AKD)和慢性肾脏疾病(CKD)。慢性肾脏疾病亦称为慢性肾衰竭，指肾功能逐渐丧失。糖尿病和高血压是 CKD 的两种主要原因，约 2/3 的 CKD 患者与这两种疾病相关。CKD 可以通过血液和尿液检测来诊断，这些检测可提供估计的肾小球滤过率(eGFR)。eGFR 的值可以用来判断肾脏的损伤程度，继而判断 CKD 的分期。当 eGFR<15ml/min 时，肾脏接近衰竭或完全永久性衰竭，废物和多余的水分在血液中积聚。这个阶段称为终末期肾病(ESRD)或肾衰竭。发展到这个阶段的患者需要进行透析或肾移植。

根据弗若斯特沙利文，于 2017 至 2021 年，全球 ESRD 患者人数从 8.7 百万人增加至 10.0 百万人，年复合增长率为 3.6%。同期，中国 ESRD 患者人数从 2,529 千人增至 3,592 千人，年复合增长率为 9.2%，高于同期的全球水平。

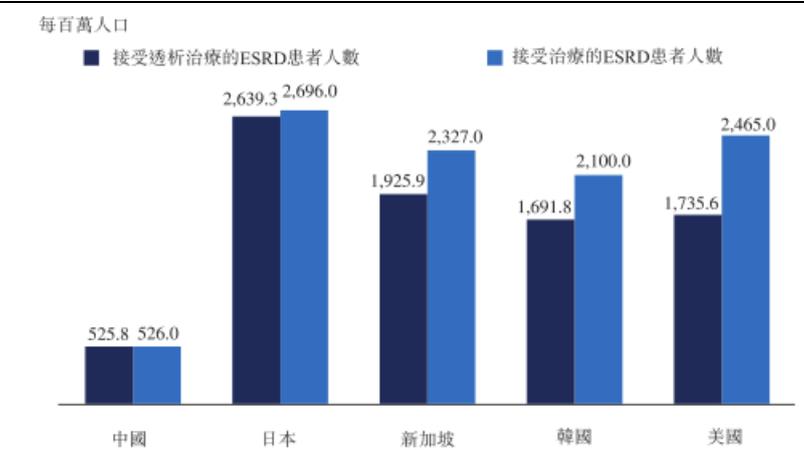
图 8: 全球 ESRD 患者与中国 ESRD 患者的历史及预测人数



资料来源: 弗若斯特沙利文, 安捷证券

但是中国每百万人口接受透析治疗的 ESRD 患者人数远低于许多发达国家。

图 9: 2019 年按国家划分的接受透析治疗及接受治疗的 ESRD 患者人数



资料来源: 弗若斯特沙利文, 安捷证券

ESRD 的治疗选项包括血液净化(包括血液透析及腹膜透析)及肾移植。血液透析是 ESRD 的主流治疗方法，腹膜透析是 ESRD 的早期主要互补治疗方法之一。根据中国血液透析充分性临床实践指南，中国大多数 ESRD 患者每周接受两至三次血液透析。

图 10: 血液透析与腹膜透析之间的比较

	 腹膜透析	 血液透析
就醫頻率	較少就醫	定期就醫
併發症	腹膜炎、導管相關併發症、與腹內壓增加相關的併發症和代謝併發症	低血壓、惡心、嘔吐和痙攣
操作難度	患者需學習無菌操作技術並按照治療需要購買設備	血液透析由專業人員進行
醫患溝通	頻率較少	頻率較高
透析效率	慢	快速有效地去除小分子溶質和水分
技術成熟度	技術成熟的治療方法	高度臨床及技術成熟的治療方法

资料来源: 弗若斯特沙利文, 安捷证券

图 11: 按不同透析方法分类的中国接受血液净化的患者人数



资料来源: 弗若斯特沙利文, 安捷证券

在中国，血液透析是治疗 ESRD 的最常用的方法，通过透析器清楚血液中的代谢废物及多余水分，净化后的血液再返回患者体内。血液透析医疗器械主要包括血液透析设备(如透析机)、血液透析耗材(如透析器、血液管路和其他透析耗材)。**透析机**可控制透析液的流量及温度、脱水量、血液的流量等，并具有体外循环的各种监护系统，治疗时由血泵将血液由体内抽出，经过管路和透析器最终流回人体内。**透析器**由一根根化学材料制成的空心纤维组成，而每根空心纤维上分布着无数小孔，是物质交换的场所，最常用的是中空纤维型透析器。中空纤维是由人工合成的半透膜，透析时血液经空心纤维内而透析液经空心纤维外反向流过，透析液中的一些小分子溶质及水分即通过空心纤维上的小孔进行交换，交换的最终结果是血液中的毒素及一些电解质、多余的水分进入透析液中被清除，透析液中一些碳酸氢根及电解质进入血液中通过弥散或对流进行物质交换，从而达到清除毒素、水分、维持酸碱平衡及内环境稳定的目的。所以透析可以治疗明显的高钾血症，严重的酸中毒，且效果立竿见影。而整个空心纤维的

总面积即交换面积决定了小分子物质的通过能力，而膜孔径的大小决定了中大分子的通过能力。

根据弗若斯特沙利文，2021 年中国血液透析机、透析器、其他耗材的市场规模分别在 28 亿元、49 亿元、41 亿元人民币左右。随着血透中心市场规模增加，透析设备及耗材的需求量将持续上升，预计在 2025 年中国血液透析医疗器械的市场规模将接近 236 亿元人民币。

图 12: 中国血液透析医疗器械的市场规模(按透析机/透析器/其他耗材/其他拆分)



资料来源: 弗若斯特沙利文, 安捷证券

血液透析机用于泵送血液、调节净化过程及控制透析液。透析机国产品牌市占率相对较低，2021 年血液透析机国产品牌市占率不足 25%。根据弗若斯特沙利文，按透析机销售额计，2021 年威高血液净化在国内独家销售的血液透析机销售额占国内血液透析机总销售额的 22.1%，位列国内第二，国产厂商第一。

透析器是血液透析时专门用于清除血液中代谢毒素及多余水分的过滤器，为血液透析的关键组件，是最重要且价值高的透析耗材，2021 年国产品牌透析器的市场份额为 45.0%。按 2021 年销售额计，市场份额排名前四的公司分别为威高血液净化/德国费森尤斯/日本尼普洛/广州贝恩，市场份额分别为 32.4%/30.8%/8.9%/7.4%。

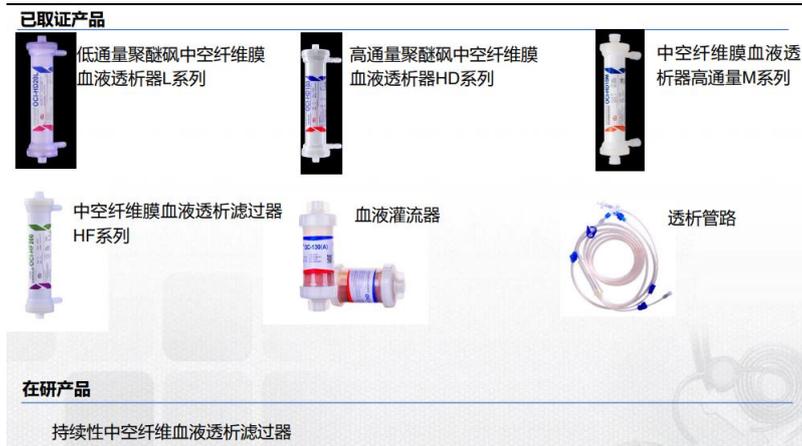
血液管路亦成为体外循环管路，根据弗若斯特沙利文，2021 年血液管路市场国产品牌市占率达 67.6%。按销售额计，威高血液净化销售的血液管路产品在中国血液净化医疗器械市场的所有血液管路产品中排名第一，2021 年的市场份额约为 32.6%。

腹膜透析产品，包括腹膜透析液及耗材，以便在家居或工作环境中实现自我治疗，根据弗若斯特沙利文，腹膜透析液国产品牌市占率相对较低，2021 年腹膜透析液领域国产品牌市占率不足 25%，按腹膜透析液销售额计，威高血液净化在中国市场独家销售的腹膜透析液在中国所有厂商中排名第五，2021 年的市场份额约为 2.4%。

普华和顺通过附属公司四川睿健医疗科技有限公司开展血液净化业务。产品包括(但不限于)低通量血液透析器、高通量血液透析器、中空纤维膜血液透析过滤器,以及中空纤维膜血液透析器。产品主要通过分销商销售予医疗服务供应商,如于中国的医院及血液净化中心,截至 2022 年 12 月 31 日公司已覆盖 800 余家医院。

公司于 2009 年在中国获得首张高质量血液透析器的注册证书,是全球首家采用 D 型密封圈用于血液透析器,大幅降低凝血风险;国内首家血液透析器端盖使用透明材质,避免有害物质的析出;截至 2022 年 12 月 31 日成功取得 40 项专利,包括中空纤维膜材料的发明专利,有 8 项专利申请。

图 13: 公司血液净化产品



资料来源: 公司, 安捷证券

再生生物材料业务

生物医用材料可根据材料的组成和性质、材料的来源、医学用途等不同维度进行分类。其中，生物医疗材料按照材料性质可以划分为：生物金属材料、生物医用陶瓷、生物高分子材料、生物复合材料、生物再生材料。生物再生材料属于生物医用材料的一个细分领域，以动物组织为原料，主要取自猪、牛等天然动物组织，在保留动物组织结构的前提下，通过组织工程技术，植入人体后能被人体接受，不产生免疫排异反应；同时，该类材料具有与人体组织或器官相似的成分和结构，有良好的组织相容性和诱导性，能在植入原位粘附、征集机体自我修复机制释放的生长因子及种子细胞，诱导其定向分化为相关细胞，再分裂、迁移和增殖，诱导组织再生；此外，该类材料还具有良好的力学顺应性及降解顺应性，植入后能首先替代缺损组织或器官，再逐步诱导再生出新组织或器官，最终实现组织再生和创伤修复。

图 14: 生物医用材料的分类



资料来源：弗若斯特沙利文，安捷证券

根据弗若斯特沙利文，FY17A 中国生物再生材料的市场规模达 13.2 亿元人民币，FY17A-FY22E 中国的生物再生材料市场规模仍将保持 16.8% 的增长率高速增长，FY22E 市场规模有望上升至 31.6 亿元人民币，在生物医用材料中的占比不断提高。生物再生材料在中国发展迅速的原因有以下三点：第一，中国老龄化进程加快，肿瘤患病率提高、医美行业崛起为生物再生材料行业释放需求。第二，本土品牌生物再生材料研发技术快速发展，产品竞争力提高，逐步替代进口产品。第三，中国政府不断颁布相关政策法规，利好生物再生材料创新化和产业化发展。

全球生物再生材料研究与开发尚处于成长阶段。美国强生、瑞士盖氏等全球大型跨国医药公司凭借研发和渠道优势，在该领域已形成较强优势。中国生物再生材料的研究始于 20 世纪 90 年代中后期，其发展主要集中在结构类产品，皮肤、骨、肌腱较为常见，目前相关技术主要为国内少数几家具备研发优势的企业所掌握，包括天新福、冠昊生物、正海生物、佰仁医疗等。

普华和顺通过附属公司北京瑞健生物开展再生材料业务，产品应用场景包括疝修补、烧烫伤、口腔修补、乳房修补、注射美容等。其中，用于疝修补的生物补片已经获批上市，用于乳房修补的乳房补片、用于口腔修补的口腔生物膜处于注册申请阶段。

图 15: 各类生物材料的主要特征

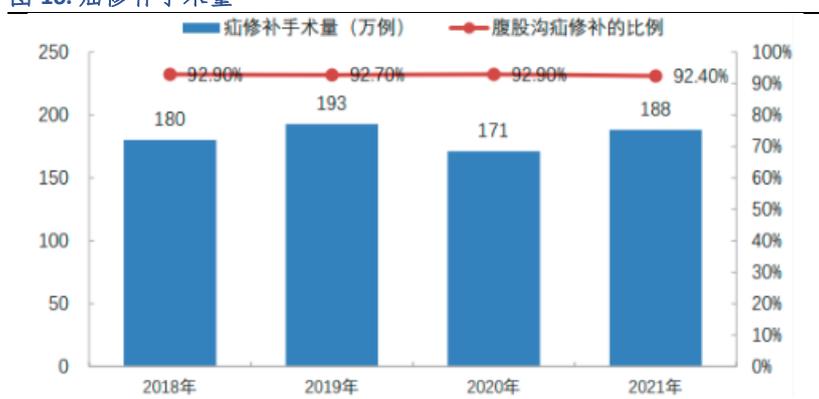
序号	名称	特征
1	生物金属材料	目前应用最广泛的承力植入材料，其来源于金属或者合金，具有很高的机械强度和抗疲劳性能、良好的力学性能和优秀的抗生理腐蚀性和生物相容性。
2	生物医用陶瓷	目前运用最广泛的生物医用材料，具备良好的生物相容性、化学稳定性、耐侵蚀和抗降解等特征，可长期植入体内。
3	生物高分子材料	可在体内酸、碱或酶的作用下降解为小分子或单体，或被代谢为二氧化碳和水排出体外，植入体内后自行降解，可免除必须术后取出的麻烦。
4	生物复合材料	为多种生物医用材料的复合，发挥各材料的优秀特性，与单体材料相比，复合材料的性能有较大程度提高。
5	生物再生材料	属于新型生物医学材料，以动物组织为主要原材料，在保留动物组织结构的前提下，通过组织工程技术处理，具备良好的组织相容性和诱导性、力学顺应性及降解顺应性等。

资料来源：弗若斯特沙利文，安捷证券

疝最常见的外科疾病之一，表现为人体的某个脏器或组织离开其正常解剖部位，通过先天或后天形成的薄弱点、空隙或筋膜缺损进入另一部位，俗称“疝气”。成人疝无法自愈，目前无张力疝修补术为临床治疗疝气的主要方法，《成人腹股沟疝诊断和治疗指南(2018 版)》明确指出，目前成人腹股沟疝只有通过外科手术治疗才能获得痊愈。疝修补手术采用疝修补片加强缺损组织，具有无缝合张力、手术损伤小、恢复快、疼痛感小、复发率低的特点。

根据中金企信国际咨询，2019 年我国疝修补手术量超过 190 万例，同比增长 7%。2020 年受新冠疫情影响，全国各类门诊和手术的展开受到限制，因此疝修补术总量下滑至 171 万例。2021 年随着人民生活和社会活动回归正常，2021 年我国疝修补术实现恢复性增长至 188 万例，预计 2025 年疝修补术数量达 248 万例。

图 16: 疝修补手术量



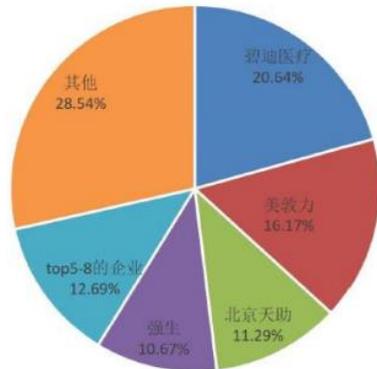
资料来源: 弗若斯特沙利文, 安捷证券

根据中金企信国际咨询统计数据，2019 年我国疝补片的使用量达到 218 万片，同比增长约 7%，2020 年因疫情影响、补片使用量随手术量的减少而下滑，2021 年呈现出 9.88% 的增长率，疝补片的使用量升至 213 万片。我国疝修补手术以腹股沟修补术为主，因此腹股沟疝补片的使用比例较高，其近 4 年的市占率约 94%，预计到 2025 年中国疝补片的使用量将达到 281 万片，2021-2025 年复合增长率达约 7.15%。

按照生产厂家出厂价格计算，2021 年我国疝补片市场的销售收入为 12.8 亿元人民币，预计 2025 年市场销售额将达到 17.48 亿元人民币，2021-2025 年复合增长率为 8.02%。按照以向终端医院的销售价格计算，2021 年我国疝修补市场销售额为 63.68 亿元人民币，预计 2025 年市场销售额将达到 88.29 亿元人民币，2021-2025 年复合增长率达 8.51%。

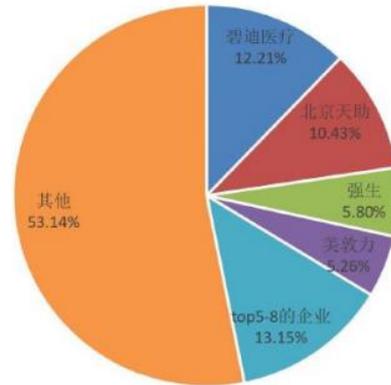
根据标点信息数据，目前外资企业仍在我国疝修补片市场占据主导地位，按照销售金额计算，2021 年碧迪医疗占有的市场份额为 20.64%，在市场中排名第一；美敦力排名第二，占有市场份额 16.17%；北京天助占有 11.29% 的市场份额，排名行业第三位，强生排名第四位，占有市场份额 10.67%。按照使用数量计算，碧迪医疗的疝修补片使用数量最高，占据市场份额 12.21%；北京天助疝修补片的使用数量排名第二，占据市场份额 10.43%，高于美敦力、强生的市场份额。

图 17: 2021 年中国疝修补片市场竞争格局(按销售金额)



资料来源: 弗若斯特沙利文, 安捷证券

图 18: 2021 年中国疝修补片市场竞争格局(按使用数量)



资料来源: 弗若斯特沙利文, 安捷证券

近年来, 国家将再生医用耗材被列入到集采范围, 其中可吸收硬脑(脊)膜补片和生物疝修补片等已在江苏、山东等地展开集采。江苏省第三轮高值医用耗材联盟带量采购人工硬脑(脊)膜平均降幅 68.9%, 最大降幅 81%; 疝修补材料平均降幅 75.9%, 最大降幅 86.4%, 其中包括佰仁医疗等生物疝修补片产品。

输液器业务

注射穿刺器械是指用于穿刺技术或将药物注射刺入人体的治疗器械，目的是输血输液、麻醉或血管造影等诊疗以及抽血化验等。注射穿刺器械行业分为输注和穿刺两大类。其中输注类以输液器、注射器以及其他输注器械为主要产品，大多属于一次性医用耗材，需求量大；穿刺类产品品类丰富，主要指穿刺针类产品，包括护理类和专科类等。在中国，输液器一般被分为具备基本功能的常规输液器及具备额外功能或安全特性的高端输液器。高端输液器进一步分为精密过滤输液器、避光输液器及非 PVC 输液器。

图 19: 注射穿刺器械产品分类

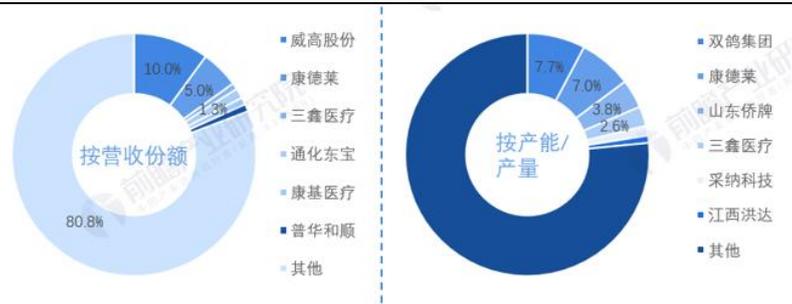


资料来源：前瞻产业研究院，安捷证券

根据弗若斯特沙利文，2012 年中国注射器的市场需求量约在 139 亿支左右，2017 年约在 249 亿支左右，2019 年中国注射器的市场需求量约在 260 亿支左右。根据中国医疗器械行业协会调研数据显示，2016-2019 年，中国一次性穿刺器市场销量逐年增长，2018 年、2019 年销量分别达到 1440 万件和 1880 万件。

目前我国医用注射穿刺器械行业内生产厂家超过 500 家，但其中 90%以上是中小企业，具备规模化的大中型企业不足 10%。市场中注射穿刺器械营收份额较高的是美国 BD(Becton Dickinson)、威高、康德莱等。从国内企业来看，威高股份、康德莱营收规模相对较高，市场占有率分别在 10%和 5%左右。由于输注类产品壁垒较低，生产厂家较多，而输注类产品又占据医用注射穿刺器械行业近 63%的市场份额，导致整体行业集中度较低。医用穿刺针行业由于行业壁垒较高，市场中厂商数量相对较少，行业集中度较高。整体来看，我国注射穿刺类产品市场中，威高股份、康德莱为国内穿刺器械龙头公司，市场占有率分别在 10%和 5%左右。

图 20: 2020 年中国注射穿刺器械企业市场份额



资料来源: 前瞻产业研究院, 安捷证券

从代表企业注射穿刺器械产品布局来看, 企业业务主要布局在输注类、护理类注射穿刺器械产品, 部分企业在专科类、胰岛素穿刺注射器械领域也有布局。通过对比显示, 康德莱、威高股份等行业龙头企业注射穿刺器械产品布局较为完善, 此外, 普华和顺、康基医疗也为医用注射穿刺器械代表企业, 产品主要覆盖高端精密输液器、穿刺器等。

普华和顺透过附属公司伏尔特技术以旗下「伏尔特」品牌供应多种主要的高端输液器: (1)精密过滤输液器, 通过阻止静脉注射溶液中的不溶性微粒进入患者的血管提高静脉输液的安全性; (2)非 PVC 双层管材输液器(以 TPU 作为内层管材及不含 DEHP 的 PVC 作为外层管材), 能消除 PVC 添加物的有害副作用及降低输液器的药物吸收作用; 及(3)避光输液器, 在进行光敏感药物静脉治疗时使用, 避免光敏感药物在曝光时会分解导致严重安全问题。

精密过滤输液器类产品可以阻隔静脉注射溶液的不溶性微粒进入患者血管, 因此提高了静脉输液治疗的安全性。在中国, 静脉注射溶液允许存在最大 10 微米的不溶性微粒, 直径小于 10 微米的不溶性微粒被允许进入输液及随后进入患者血管。由于人类血管的直径可细至五微米, 因此不溶性微粒会堵塞血管, 可能引起疼痛、导致血管发炎及长期损害供血阻塞的器官。精密过滤器输液大幅减少不溶性微粒的数量及提高输液安全。一般用于生产精密过滤器的材料有三种, 包括 PES 滤膜、核孔膜滤膜及纤维滤膜。PES 材料和核孔膜滤膜都具备获精确控制的孔径及低药物吸收, 但前者通常靠进口获得且价格昂贵, 后者成本较低。纤维滤膜是最具成本效益的解决方案, 但具有孔径不规则、化学不相溶性差及高药物吸收等缺点。

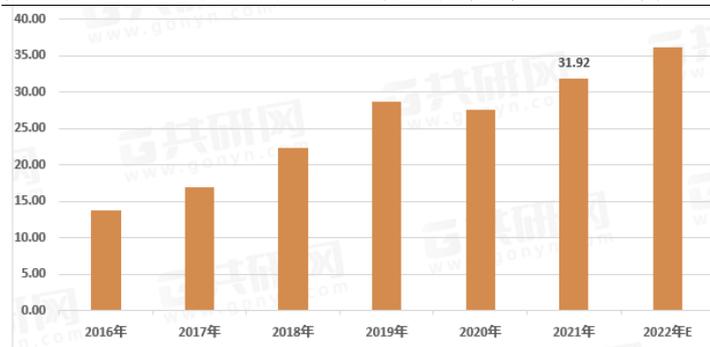
图 21: 公司输液器产品线



资料来源：公司，安捷证券

PVC 为广泛运用于众多产品的一种塑料聚合物。DEHP 是许多 PVC 医疗器械添加的塑化剂，可能从塑料输液袋及输液器中释出，以进入与塑料接触的溶液中。DEHP 的释出量视乎温度、输送液的脂类含量及与塑料的接触时常而定，重症患者通常需要更多的静脉治疗，因此面临摄入更多 DEHP 的危险。TPE 材料是一类由热塑性及弹性材料构成的聚合物，近年已逐渐成为 PVC 的替代材料。根据共研网，2021 年我国非 PVC 输液器市场规模 31.92 亿元人民币，同比 2020 年的 27.6 亿元人民币增长了 15.65%。行业较大的企业包括山东威高、普华和顺、淄博山川、江西三鑫医疗、江西洪达医疗等。

图 22: 2016-2022 年中国非 PVC 输液器市场规模现状及预测



资料来源：共研网，安捷证券

其他产品包括避光输液器、精密药液过滤器、一次性使用静脉针及一次性使用气体过滤器等。避光输液器是在进行光敏感药物静脉治疗时使用。光敏感药物是临床常用药物，包括硝普纳、二氢吡啶、维生素、噻嗪化物及喹诺酮。光敏感药物在曝光时会分解，甚至产生严重安全问题。因此在进行光敏感药物静脉治疗时，必需使用特制的输液容器和输液器。

估值

我们采用现金流贴现(DCF)方法对公司进行估值。我们基于现金流贴现的估值方法显示,公司的隐含价值为 16.7 亿港元,目标价为港币 1.06 港币,对应 12.6 倍 FY23E 年市盈率水平。

图 23: 现金流贴现估值分析

	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E	FY28E	FY29E	FY30E	FY31E	FY32E
(HKD '000)	12月-23	12月-24	12月-25	12月-26	12月-27	12月-28	12月-29	12月-30	12月-31	12月-32
(+) Operating Income	102,514	130,181	165,480	199,584	229,453	257,034	282,971	305,935	324,706	338,333
(-) Change in working capital	-34,255	88,119	-19,922	102,533	-22,867	95,807	-28,795	85,703	-42,727	68,789
(+) Depreciation and amortization	119,179	139,179	159,179	177,179	195,179	213,179	231,179	249,179	267,179	285,179
(-) Capex	-200,000	-200,000	-180,000	-180,000	-180,000	-180,000	-180,000	-180,000	-180,000	-180,000
Tax Rate	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%
Free Cash Flow	-23,428	143,679	107,196	278,139	197,443	358,774	275,360	428,387	334,738	476,438
NPV of FCF	450,584	557,403	486,508	446,043	197,443	358,774	275,360	428,387	334,738	476,438
Discounted terminal value	896,229	1,053,899	1,239,307	1,457,333	1,713,716	2,015,203	2,369,730	2,786,627	3,276,867	3,853,353
Enterprise Value	1,346,813	1,611,302	1,725,815	1,903,376	1,911,159	2,373,977	2,645,090	3,215,014	3,611,605	4,329,791
Net Debt	-1,060,807	-1,005,493	-1,156,088	-1,241,706	-1,537,844	-1,769,833	-2,204,122	-2,577,225	-3,150,838	-3,656,263
Minority Interest	740,515	796,832	865,946	948,519	1,043,595	1,150,515	1,268,870	1,397,713	1,535,590	1,680,643
Equity Value	1,667,105	1,819,962	2,015,957	2,196,564	2,405,408	2,993,295	3,580,342	4,394,526	5,226,853	6,305,411
No. of shares (diluted)	1,565,632	1,565,632	1,565,632	1,565,632	1,565,632	1,565,632	1,565,632	1,565,632	1,565,632	1,565,632
Valuation per Share (HKD)	1.06									

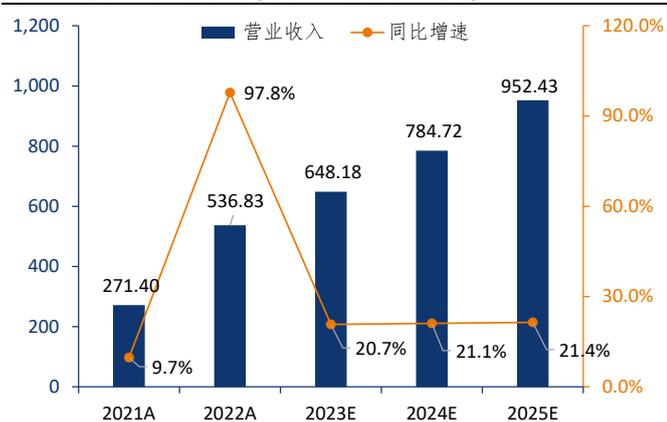
资料来源: 安捷证券预测

财务分析与预测

收入

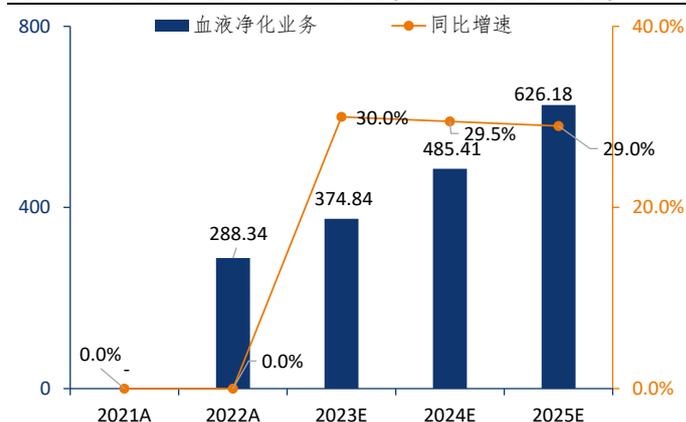
公司业务包括：1) **输液器业务**：主要内容为精密过滤输液器及非 PVC 输液器，FY22A 实现销售收入 2.48 亿人民币，同比减少-8.4%，主要是疫情蔓延拖累业务所致。我们预测该板块业务收入 FY23E-25E 将同比增长+10.0%/+9.5%/+9.0%；2) **血液净化业务**：2022 年 2 月，公司完成对四川睿健医疗 51% 股权的收购，成功扩张进入血液净化行业，主要出售血液透析器，FY22A 实现销售收入 2.88 亿人民币。我们预测该板块业务收入 FY23E-25E 将同比增长+30.0%/+29.5%/+29.0%；3) **再生医用材料业务**：2022 年 4 月，公司完成对北京瑞健生物的股权收购和增资，交易完成后，公司拥有北京瑞健生物 58.2% 股权，重新进入再生医用生物材料领域，应用场景包括疝修补、烧烫伤、口腔修补、乳房重建、注射美容等。受新品入院策略调整影响，我们预计该板块 FY23E-25E 不会产生有意义的收入贡献。

图 24: 总收入及增长率(单位: 百万人民币)



资料来源: 公司, 安捷证券预测

图 25: 血液净化业务收入及增长率(单位: 百万人民币)

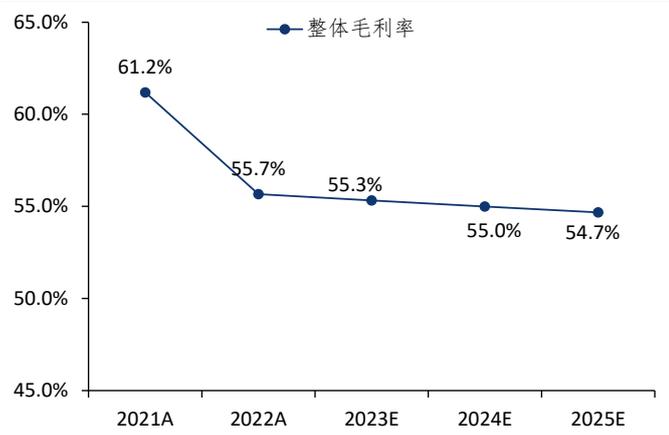


资料来源: 公司, 安捷证券预测

毛利率

根据我们的模型，FY23E/24E/25E 公司整体毛利率为 55.3%/55.0%/54.7%，其中，血液净化业务的毛利率为 51.9%/51.9%/51.9%。

图 26: 毛利率变化趋势及预测

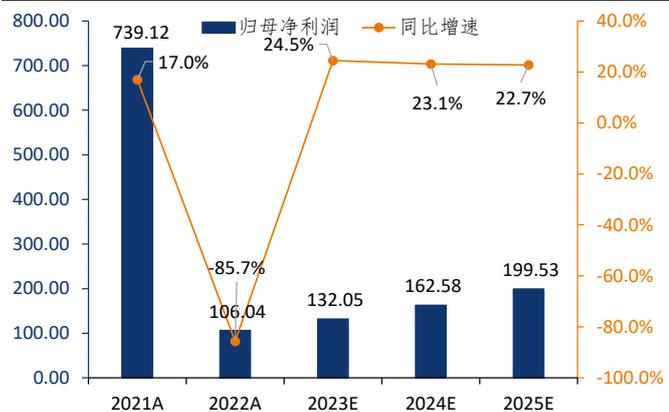


资料来源：公司，安捷证券预测

归母净利润

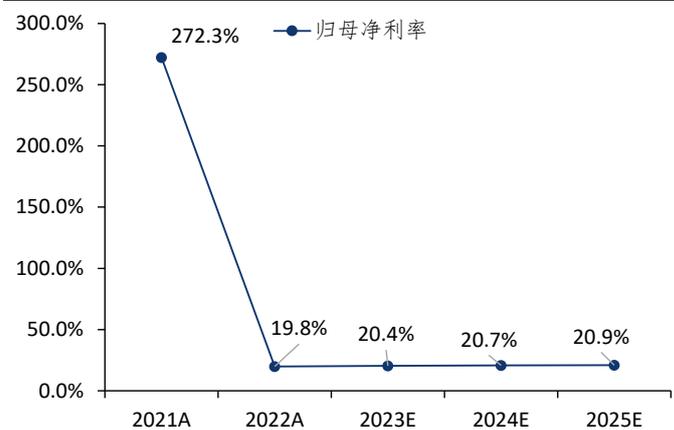
根据我们的模型，FY23E/24E/25E 公司归母净利润预计同比增长+24.5%/+23.1%/+22.7%，归母净利率达 20.4%/20.7%/20.9%。

图 27: 归母净利润及同比增速 (单位：百万人民币)



资料来源：公司，安捷证券预测

图 28: 归母净利率变化趋势及预测

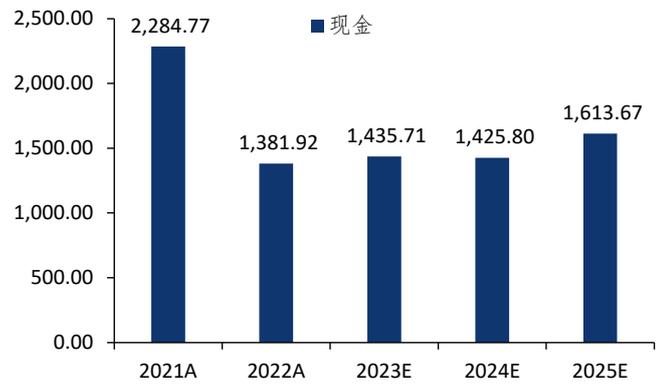


资料来源：公司，安捷证券预测

现金

我们预计公司未来三年将会有充足的账面现金。在不考虑大规模收并购项目的前提下，FY23E/24E/25E 的现金水平预计维持在 14.4/14.3/16.1 亿人民币。

图 29: 现金头寸和预测 (单位: 百万人民币)



资料来源: 公司, 安捷证券预测

财务模型

图 30: 损益表 (单位: 千元人民币)

千元人民币	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	271,399	536,826	648,176	784,719	952,427
销售成本	(105,343)	(238,001)	(289,632)	(353,206)	(431,691)
毛利	166,056	298,825	358,544	431,513	520,735
销售、管理及行政费用	(127,006)	(194,370)	(209,361)	(244,832)	(286,680)
销售管理及分销开支	(61,779)	(67,471)	(79,726)	(95,736)	(115,244)
行政开支	(65,227)	(126,899)	(129,635)	(149,097)	(171,437)
经营溢利	18,797	63,480	102,514	130,181	165,480
其他收入(亏损)	(17,222)	59,613	71,978	87,141	105,764
固定资产减值损失	(40,691)	-	-	-	-
处置持有待售资产收益	731,750	-	-	-	-
财务收入/成本	56,731	34,904	27,110	27,534	29,250
利息收入	57,335	35,368	27,178	27,601	29,318
财务成本	(604)	(464)	(68)	(68)	(68)
税前溢利	737,465	157,747	201,603	244,856	300,495
所得税	1,653	(28,880)	(21,370)	(25,955)	(31,852)
税率	0%	18%	11%	11%	11%
少数股东权益	3	(22,826)	(48,183)	(56,317)	(69,114)
净利润	739,118	128,867	180,233	218,901	268,642
经调整净利润	739,121	106,041	132,050	162,584	199,529
归母净利润	739,121	106,041	132,050	162,584	199,529
基本每股收益(港元)	0.47	0.07	0.08	0.10	0.13
加权平均股数	1,569,246.00	1,566,110.00	1,565,632.00	1,565,632.00	1,565,632.00
摊薄加权平均股数	1,569,276.00	1,566,123.00	1,565,632.00	1,565,632.00	1,565,632.00

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
利润率					
毛利率	61.2%	55.7%	55.3%	55.0%	54.7%
销售、管理及行政费用	46.8%	36.2%	32.3%	31.2%	30.1%
销售管理及分销开支	22.8%	12.6%	12.3%	12.2%	12.1%
行政开支	24.0%	23.6%	20.0%	19.0%	18.0%
利息折旧及摊销前利润	262.4%	37.5%	45.3%	45.4%	45.2%
经营利润率	6.9%	11.8%	15.8%	16.6%	17.4%
其他收益	-6.3%	11.1%	11.1%	11.1%	11.1%
财务收入/成本	20.9%	6.5%	4.2%	3.5%	3.1%
税前溢利	271.7%	29.4%	31.1%	31.2%	31.6%
少数股东权益	0.0%	14.5%	23.9%	23.0%	23.0%
归母净利润率	272.3%	19.8%	20.4%	20.7%	20.9%

同比(%)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
收入	9.7%	97.8%	20.7%	21.1%	21.4%
毛利	11.7%	80.0%	20.0%	20.4%	20.7%
销售管理及分销开支	-25.3%	9.2%	18.2%	20.1%	20.4%
行政开支	15.4%	94.5%	2.2%	15.0%	15.0%
经营溢利	-151.7%	237.7%	61.5%	27.0%	27.1%
税前溢利	17.7%	-78.6%	27.8%	21.5%	22.7%
净利润	17.0%	-82.6%	39.9%	21.5%	22.7%
归母净利润	17.0%	-85.7%	24.5%	23.1%	22.7%
经调整每股收益(人民币)	17.0%	-85.6%	24.6%	23.1%	22.7%
摊薄加权平均股数	0.0%	-0.2%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源: 公司, 安捷证券

图 31: 资产负债表(单位: 千元人民币)

千元人民币	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金及短期投资	2,284,772	1,381,917	1,435,712	1,425,802	1,613,674
现金、现金等价物	2,284,772	1,381,917	1,435,712	1,425,802	1,613,674
抵押存款	-	-	-	-	-
贸易应收账款	148,329	160,029	212,289	238,461	308,622
存货	33,177	132,228	69,059	176,411	123,605
预付款、按金及其他应收款项	-	-	-	-	-
开发中物业	-	-	-	-	-
按公允价值计算的金融资产	127,001	5,630	5,630	5,630	5,630
应收股东贷款	-	-	-	-	-
短期应收贷款	-	266,294	266,294	266,294	266,294
流动资产合计	2,593,279	1,946,098	1,988,985	2,112,597	2,317,824
物业、机器和设备-净额	609,612	931,227	1,012,048	1,072,870	1,093,691
物业、机器和设备-总额	735,430	1,191,786	1,391,786	1,591,786	1,771,786
累计折旧	125,818	260,559	379,738	518,916	678,095
投资物业	298,342	298,092	298,092	298,092	298,092
使用权资产	18,124	27,409	27,409	27,409	27,409
无形资产	13,929	1,092,448	1,092,448	1,092,448	1,092,448
商誉	160,754	564,085	564,085	564,085	564,085
长期预付款	7,653	9,511	97,229	97,229	97,229
按公允价值计入其他全面收益的金融资产	10,000	90,329	90,329	90,329	90,329
贸易应收款项	-	6,900	6,900	6,900	6,900
递延所得税资产	23,334	23,015	102,886	182,757	262,628
应收贷款	180,000	-	-	-	-
非流动资产合计	1,321,748	3,043,016	2,896,105	3,036,798	3,137,490
总资产	3,915,027	4,989,114	4,885,090	5,149,395	5,455,314
贸易应付款项	96,473	125,682	144,666	185,023	217,926
应计款项及其他应付款	-	-	-	-	-
担保票据及应付债券	-	-	-	-	-
合约负债	-	12,462	16,824	21,871	26,245
租赁负债	2,442	3,113	3,113	3,113	3,113
银行贷款	-	-	-	-	-
应付税项	5,558	26,594	26,594	26,594	26,594
流动负债合计	104,473	167,851	191,197	236,601	273,878
租赁负债	-	1,128	1,128	1,128	1,128
其他长期负债	16,005	23,114	23,114	23,114	23,114
递延所得税负债	2,161	159,466	159,466	159,466	159,466
银行借贷	-	-	-	-	-
非流动负债合计	18,166	183,708	183,708	183,708	183,708
总负债	122,639	351,559	374,905	420,309	457,586
普通股本	965	962	962	962	962
资本公积	378,979	428,837	428,837	428,837	428,837
储备金	1,492,937	1,489,876	1,489,876	1,489,876	1,489,876
留存收益	1,919,507	2,025,548	1,849,995	2,012,579	2,212,108
少数股东权益	-	692,332	740,515	796,832	865,946
权益总额	3,792,388	4,637,555	4,510,185	4,729,086	4,997,728
负债权益总额	3,915,027	4,989,114	4,885,090	5,149,395	5,455,314

资料来源: 公司, 安捷证券

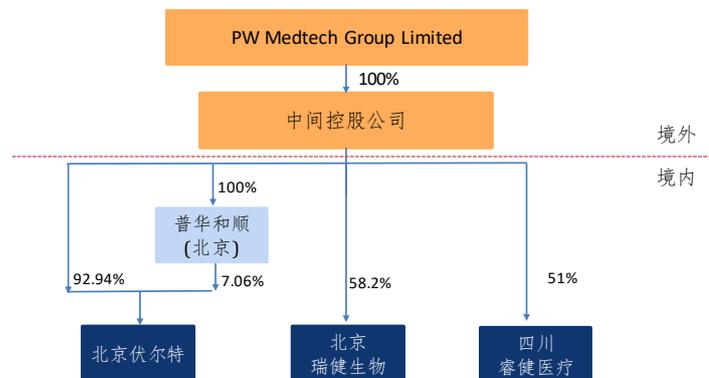
图 32: 现金流量表(单位: 千元人民币)

千元人民币	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
税前利润	737,465	157,747	201,603	244,856	300,495
折旧与摊销	31,415	78,586	119,179	139,179	159,179
出售持有待售资产之收益	(731,750)	-	-	-	-
出售固定资产损益	(38)	11,411	-	-	-
银行利息收入	-	-	(27,178)	(27,601)	(29,318)
利息收入	(57,335)	(35,368)	-	-	-
预期信贷亏损拨备/(拨回)	-	-	-	-	-
财务成本	604	464	68	68	68
金融资产公允价值变动损益	-	-	-	-	-
其他	52,151	56,971	-	-	-
营运资本变化前的经营收益	32,512	269,811	293,671	356,500	430,423
其他经营活动资金	11,744	13,756	34,255	(88,119)	19,922
税项(现金流)	(7,013)	(14,334)	(21,370)	(25,955)	(31,852)
银行利息收入	-	-	27,178	27,601	29,318
经营活动所得现金流净额	37,243	269,233	333,734	270,028	447,810
固定资产资本支出	(11,321)	(52,461)	(200,000)	(200,000)	(180,000)
购买按公允价值计算的金融资产	(10,000)	(79,871)	(79,871)	(79,871)	(79,871)
收购/出售附属公司净值	-	(1,013,779)	-	-	-
收购/出售联营企业	2,907,180	-	-	-	-
收购非控股权益	-	-	-	-	-
出售按公允价值计算的金融资产	-	-	-	-	-
已收贷款利息	-	-	-	-	-
应收股东贷款变动	-	-	-	-	-
短期应收贷款变动	-	-	-	-	-
联营公司的已收利息	-	-	-	-	-
其他	(249,530)	63,783	-	-	-
投资活动所得现金流净额	2,636,329	(1,082,328)	(279,871)	(279,871)	(259,871)
新增银行贷款及其他借款	(28,000)	-	-	-	-
发行股份所得款项	-	-	-	-	-
回购股份	-	(3,064)	-	-	-
已付股息	(2,062,188)	-	-	-	-
已付利息	(604)	(464)	(68)	(68)	(68)
其他	(419)	(81,636)	-	-	-
融资活动所得现金流净额	(2,091,211)	(85,164)	(68)	(68)	(68)
现金及现金等价物变化净额	582,361	(898,259)	53,795	(9,910)	187,872
汇率变动	628	(4,596)	-	-	-
年初现金及现金等价物	1,701,783	2,284,772	1,381,917	1,435,712	1,425,802
年末现金及现金等价物	2,284,772	1,381,917	1,435,712	1,425,802	1,613,674
资产负债表现金余额	2,284,772	1,381,917	1,435,712	1,425,802	1,613,674

资料来源: 公司, 安捷证券

附录

图 33: 公司股权架构



资料来源: 公司, 安捷证券

图 34: 集团公司管理层

姓名	年龄	职位	履历
张月娥	60	董事会主席、执行董事兼首席执行官	于医疗器械行业积累30余年的工作经验 <ul style="list-style-type: none"> 在产品设计与研发、企业管理与行业投资方面具有丰富经验 现任本集团多家附属公司董事 乐普(北京)医疗器械股份有限公司创始人之一 曾任CBPO董事
姜黎威	56	非执行董事	于多家跨国和国内医疗公司积累超过20年的工作经验 <ul style="list-style-type: none"> 曾于邦美(上海)商贸及创生医疗器械担任总经理 曾于捷迈及施乐辉担任多个高管职位 曾在一间领先医院担任驻院医生
林君山	61	非执行董事	具有博士学位, 是材料科学与工程领域的专家 <ul style="list-style-type: none"> 曾担任中国南车四方机车车辆股份有限公司之首席工程师 曾于多家全球顶尖大学和研究机构担任研究职位
华炜	53	副总裁	强大的管理和并购经验 <ul style="list-style-type: none"> 现任北京伏尔特技术有限公司总经理 现任本集团多家附属公司董事 曾担任中关村兴业(北京)高科技孵化器股份有限公司总经理 具有工商管理学硕士学位
陈怡琨	47	副总裁	在海外资本市场及并购方面具有丰富的知识和经验 <ul style="list-style-type: none"> 于普华永道中国和海外的保证和咨询方面累积逾10年的经验 曾于多家上市公司担任并购和财务管理角色 是中国注册会计师协会、英国特许公认会计师公会、澳大利亚管治协会及税务协会的会员
田甜	41	财务总监	在财务管理及审计及咨询方面具有丰富的知识和经验 <ul style="list-style-type: none"> 于普华永道拥有逾8年的审计及咨询经验 曾于多家公司担任财务管理角色 具有会计学和工商管理学硕士学位 中国注册会计师协会会员及香港公司治理公会会员、特许秘书以及特许企业管治专业人员

资料来源: 公司, 安捷证券

图 35: 财务摘要 (单位: 百万人民币)

利润表 (百万人民币)						现金流量表 (百万人民币)					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业额	271	537	648	785	952	除税前溢利	737	158	202	245	300
销售成本	(105)	(238)	(290)	(353)	(432)	折旧和摊销	31	79	119	139	159
毛利	166	299	359	432	521	营运资金变动前经营溢利	33	270	294	357	430
销售管理费用	(127)	(194)	(209)	(245)	(287)	营运资金变动	12	14	34	-88	20
						经营活动所得现金净额	37	269	334	270	448
经营溢利	19	63	103	130	165	资本开支	(11)	(52)	(200)	(200)	(180)
利息收入	57	35	27	28	29	已收利息	0	0	0	0	0
财务费用	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)	投资活动所得现金流净额	2,636	(1,082)	(280)	(280)	(260)
						已付股息	-2,062	0	0	0	0
除税前溢利	737	158	202	245	300	融资活动所得现金流净额	(2,091)	(85)	(0)	(0)	(0)
所得税	2	(29)	(21)	(26)	(32)	现金流增加(减少)净额	582	(898)	54	(10)	188
少数股东权益	0	(23)	(48)	(56)	(69)	现金净值一期初余额	1,702	2,285	1,382	1,436	1,426
归母净利润	739	106	132	163	200	定期存款	0	0	0	0	0
						现金净值一期期末余额	2,285	1,382	1,436	1,426	1,614
每股摊薄盈利(港元)	0.47	0.07	0.08	0.10	0.13						
资产负债表 (百万人民币)						同比增长率					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金、现金等价物及抵押存款	2,285	1,382	1,436	1,426	1,614	营业额	9.7%	97.8%	20.7%	21.1%	21.4%
贸易及其他应收账款	148	160	212	238	309	毛利	11.7%	80.0%	20.0%	20.4%	20.7%
存货	33	132	69	176	124	经营溢利	-151.7%	237.7%	61.5%	27.0%	27.1%
其他流动资产	127	272	272	272	272	归母净利润	17.0%	-85.7%	24.5%	23.1%	22.7%
流动资产合计	2,593	1,946	1,989	2,113	2,318						
						利润率					
预付土地租赁款	18	27	27	27	27	毛利率	61.2%	55.7%	55.3%	55.0%	54.7%
物业、厂房及设备	610	931	1,012	1,073	1,094	经营利润率	6.9%	11.8%	15.8%	16.6%	17.4%
其他	680	992	764	844	924	归母净利润率	272.3%	19.8%	20.4%	20.7%	20.9%
无形资产	14	1,092	1,092	1,092	1,092						
非流动资产合计	1,322	3,043	2,896	3,037	3,137	效率					
总资产	3,915	4,989	4,885	5,149	5,455	库存周期(天)	125	127	127	127	127
						应收账款周期(天)	202	105	105	105	105
贸易及其他应付款项	96	126	145	185	218	应付账款周期(天)	328	170	170	170	170
银行贷款	0	0	0	0	0						
应付税费	6	27	27	27	27	财务比率					
其他	2	16	20	25	29	流动比率	24.8	11.6	10.4	8.9	8.5
流动负债合计	104	168	191	237	274	速动比率	24.5	10.8	10.0	8.2	8.0
总负债	123	352	375	420	458	资产回报率	18.9%	2.6%	3.7%	4.3%	4.9%
						股本回报率	19.5%	2.8%	4.0%	4.6%	5.4%
非控股权益	0	692	741	797	866	负债股权比率	Net Cash				
普通股	3,792	3,945	3,770	3,932	4,132						
总权益	3,792	4,638	4,510	4,729	4,998	估值比较					
						P/B (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
每股净资产(港元)	2.4	3.0	2.9	3.0	3.2	P/E (x)	1.8	12.4	10.0	8.1	6.6

资料来源: 公司, 安捷证券预测, 数据截至 2023 年 09 月 21 日

免责声明

分析员认证/利益披露事项

1. 本研究报告中所表达的意见，准确地反映了分析员对于有关证券或发行人的个人观点。研究分析员的薪酬与在研究报告中表达的具体建议或观点没有任何直接或间接的相关。
2. 分析员或与其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
3. 分析员或与其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
4. 安捷证券或其集团公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值 1% 或以上的财务权益。
5. 分析员确认截至在就发行人的投资研究发出前 30 日内及就发行人的投资研究发出后的 3 个营业日内并未及将不会交易或买卖涉及其评论的发行人的任何证券。

免责声明

本研究报告内容既不代表安捷证券有限公司(“安捷证券”)或其集团公司的推荐意见也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易之要约。本公司或其集团公司毋须承担因使用本研究报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任。

安捷证券或其集团公司有可能会与本研究报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务(例如:配售代理、牵头经辨人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票)。

安捷证券尽力确保研究报告中的准确性、完整性、可靠性与及时性，但并不承诺或保证有关资料的准确性、完整性、可靠性与及时性，亦不会承担因阅读或引用本研究报告致损失的任何法律责任(不论民事、合约或其他责任)。

安捷证券可能已刊发与本研究报告不一致及与本研究报告所载资料达致不同结论之其他报告。该等报告反映不同假设、市场状况、观点及编制报告之分析员之分析方法。

本研究报告中可能存在的一些基于对未来政治和经济的某些主观假定和判断而做出预见性陈述，因此可能具有不确定性。

过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

安捷证券或其集团公司之董事或雇员，如有投资于本研究报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决定，可能与本研究报告所述的观点并不一致。

安捷证券的销售员、交易员和其它专业人员可能会向安捷证券的客户或与本研究部中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。安捷证券或其集团公司的其它部门可能会做出与本研究报告的推荐或表达的意见不一致的投资决策。

投资者应明白及理解投资证券及投资产品之目的，及当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向其各自专业人士咨询并谨慎抉择。

本研究报告的编制仅供一般刊发，并无考虑收取本研究报告的任何个别人士之特定投资目标、财务状况及个别需要。同时，本研究报告并非针对或意图向任何属于任何司法管辖范围的市民或居民或身处于任何司法管辖范围的人士或实体发布或供其使用，而此等发布、公布、可供使用情况或使用会违反适用的法律或规例，或会令安捷证券或其集团公司在此等司法管辖范围内受制于任何注册或领牌规定。

本研究报告之所有意见均可在不作另行通知之下作出更改。

安捷证券保留所有权利。除非特别允许，本研究报告任何部分不得未经安捷证券事先书面许可以任何方式进行复制或转载。安捷证券概不承担第三方此方面行为的任何责任。