



医疗和半导体高分子耗材国产先锋

——昌红科技首次覆盖报告

增持 (首次)

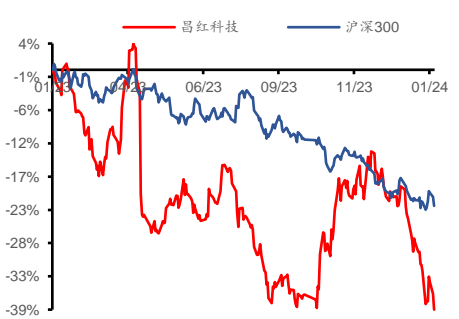
行业: 机械设备
日期: 2024年01月31日

分析师: 邓周宇
Tel: 0755-23603292
E-mail: dengzhouyu@shzq.com
SAC 编号: S0870523040002

基本数据

最新收盘价 (元)	13.88
12mth A 股价格区间 (元)	13.88-23.86
总股本 (百万股)	532.51
无限售 A 股/总股本	63.69%
流通市值 (亿元)	47.08

最近一年股票与沪深 300 比较



■ 投资摘要

看好公司一站式服务能力

公司致力于为客户提供从产品设计、模具制造、产品生产到组装的一站式服务。公司业务主要是为医用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。

医疗耗材业务前景可期

我们认为医疗行业属朝阳行业。公司依托卓越的工程技术、定制化的自动化生产工艺、领先的精密模具成型周期指标、快速完备的售后服务机制, 实现与医疗器械及高分子塑料耗材领域的有效融合, 公司已发展成为具有“一站式”服务能力的医用耗材供应商。主要为客户提供体外诊断耗材及试剂、基因测序全产业链耗材、生命科学实验室耗材、辅助生殖耗材及试剂、标本采集&处理系统服务。

半导体耗材业务逐步布局

公司子公司鼎龙蔚柏是半导体晶圆载具的专业供应商, 致力于为半导体制程提供全方位、高精度的承载、运输产品, 完善半导体领域塑料应用耗材产业链, 立志服务国家半导体产业链“自主可控”战略, 推动中国半导体塑料耗材制造水平赶超世界顶尖水平。

模具业务筑底, 技术基础赋能业务延展

历经20多年的发展和积累, 公司精密模具研发设计制作水平已达行业领先; 公司拥有经验丰富的技术团队以及先进的模具智能化生产线, 有效融合了CAD/CAE/CAM/CAPP/PDM/ERP 软件的应用。

■ 投资建议

2024年1月30日昌红科技发布2023年业绩预告, 预计2023年归属于上市公司股东的净利润为3400.0万元-4500.0万元。我们预计2023-2025年公司营业收入为8.1/11.4/14.5亿元, 增速分别为-34.3%/40.9%/27.2%, 归母净利润分别为0.4/1.1/1.9亿元, 增速分别为-68.2%/163.2%/73.4%, 2024年1月30日股价对应2023-2025年PE分别为182.0X/69.1X/39.9X, 首次覆盖给予“增持”评级。

■ 风险提示

行业政策风险、技术风险、汇率波动的风险、业务规模扩张导致的管理风险等。

■ 数据预测与估值

单位: 百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1228	807	1137	1446
年增长率	9.0%	-34.3%	40.9%	27.2%
归母净利润	128	41	107	185
年增长率	14.3%	-68.2%	163.2%	73.4%
每股收益 (元)	0.24	0.08	0.20	0.35
市盈率 (X)	57.80	181.99	69.14	39.88
市净率 (X)	5.71	4.48	4.20	3.80

资料来源: Wind, 上海证券研究所 (2024年01月30日收盘价)

目 录

1 公司整体概况	3
1.1 历史沿革.....	3
1.2 主营业务.....	3
1.3 财务回顾.....	4
2 医疗耗材	5
2.1 医疗塑性耗材涉及广泛.....	5
2.2 一次性塑料生物实验耗材产业链分析.....	6
2.3 医疗耗材市场竞争格局.....	8
2.4 体外诊断仪器、试剂及一次性塑料耗材第三方研发制造服务行业情况.....	8
3 半导体耗材——强强联手，高起点高站位	9
4 模具业务 20 多年积累，功力深厚	10
5 业绩拆分与盈利预测	11
6 估值分析	14
7 风险提示：	15

图

图 1：昌红科技的一站式服务能力.....	3
图 2：昌红科技的优势.....	4
图 3：2016-2023Q3 昌红科技营业收入及其增速.....	4
图 4：2016-2023Q3 昌红科技扣非归母净利润及同比增速 ...	4
图 5：2018-2023Q3 昌红科技销售毛利率及净利率情况.....	5
图 6：全球一次性塑料生物实验耗材 2016-2030E 市场规模及预测（单位：亿美元）.....	7
图 7：中国一次性塑料生物实验耗材 2016-2030E 市场规模及预测（单位：亿元）.....	8

表

表 1：业绩拆分及预测.....	13
表 2：可比公司估值（数据截止 2024.01.30）.....	14

1 公司整体概况

1.1 历史沿革

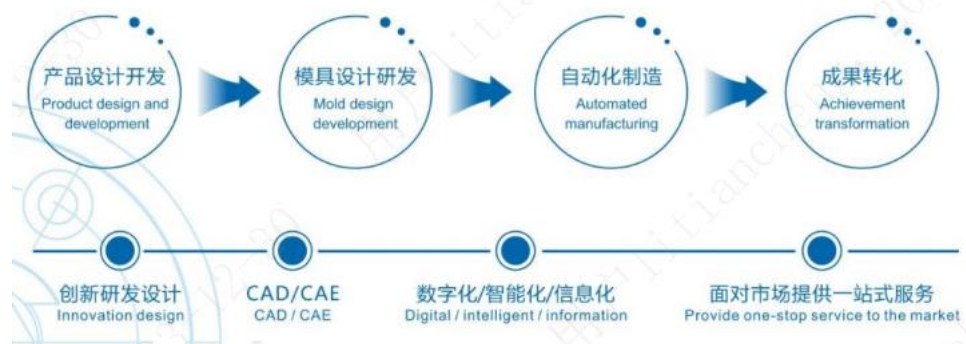
昌红科技创立于 2001 年，是一家国家级高新技术企业，公司集自主研发、设计、制造、服务为一体的精准医疗器械及办公自动化（OA）系列产品开发生产的集团企业。2022 年设立子公司鼎龙蔚柏，鼎龙蔚柏是半导体晶圆载具的专业供应商，致力于为半导体制程提供全方位、高精度的承载、运输产品，完善半导体领域塑料应用耗材产业链，立志服务国家半导体产业链“自主可控”战略，推动中国半导体塑料耗材制造水平赶超世界顶尖水平。

1.2 主营业务

昌红科技是一家拥有 23 年卓越工程技术经验、定制的自动化解决方案、领先的精密模具设计制造能力和出色的注塑工艺的国家高新技术企业。公司致力于为客户提供从产品设计、精密模具智能化制造、自动化集成、多样化注塑成型的“一站式”服务，将公司的一个底层技术应用于三大领域，即办公自动化设备、医疗器械及耗材以及半导体晶圆载具。公司具备卓越工程技术能力，先进的管理理念，已形成符合国际标准的生产管理体系，建立了严格的品质控制体系，同时建设符合 GMP 要求的无尘净化车间及通过 ISO 14644 国际认证，产品生产质量体系达到国际标准，能符合国际客户的高标准生产要求。产品在符合 GMP 的无尘净化车间生产，其一致性、精密度、平整度等方面能符合客户的高要求，同时通过定制的自动化生产线快速实现量产。

昌红科技致力于为客户提供从产品设计开发、模具设计研发、自动化制造、成果转化的一站式服务。

图 1：昌红科技的一站式服务能力



资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 2：昌红科技的优势



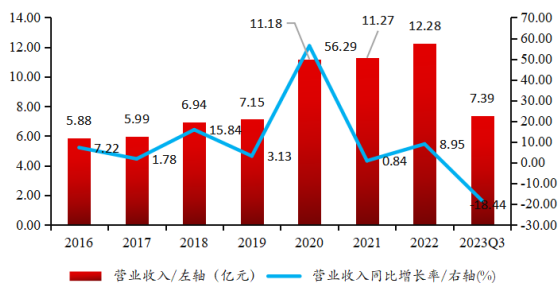
资料来源：公司官网，上海证券研究所

医疗耗材业务主要为为客户提供体外诊断耗材及试剂、基因测序全产业链耗材、生命科学实验室耗材、辅助生殖耗材及试剂、标本采集&处理系统服务。**精密模具生产领域**主要为客户提供从产品设计、模具制造、成型生产到组装的一站式服务；**OA 产品生产领域**主要为客户提供打印机、复印机等设备的核心精密结构件、引擎部件以及整机组装的专业机械设计和智能制造集成解决方案。**半导体耗材业务**截止 2023 年中报显示，晶圆载具生产工厂的厂房已基本装修完成，具备了批量生产的条件。公司半导体晶圆载具业务已有部分产品向客户送样，待客户验证通过后将逐步量产。

1.3 财务回顾

2023 年前三季度，实现营收 7.39 亿元，同比下降 18.44%；实现扣非归属于上市公司股东净利润 0.36 亿，同比下降 67.36%。

图 3：2016-2023Q3 昌红科技营业收入及其增速



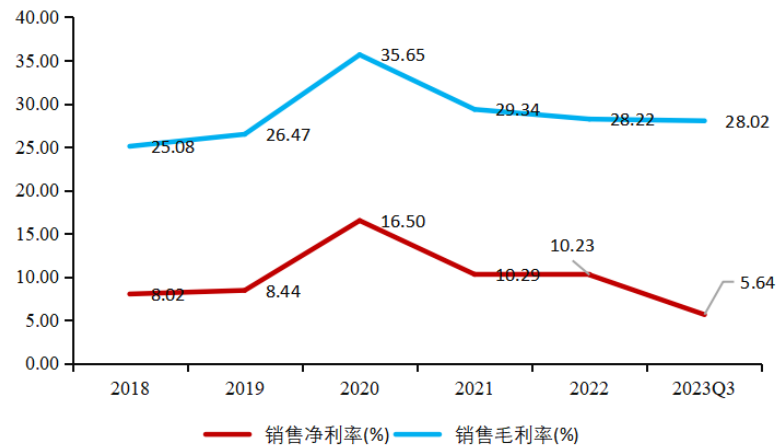
资料来源：同花顺 iFinD，上海证券研究所

图 4：2016-2023Q3 昌红科技扣非归母净利润及同比增速



资料来源：同花顺 iFinD，上海证券研究所

图 5：2018-2023Q3 昌红科技销售毛利率及净利率情况



资料来源：同花顺 iFinD，上海证券研究所

2 医疗耗材

2.1 医疗塑性耗材涉及广泛

我们认为，随着居民生活水平的提高和医疗保健意识的增强，医疗器械产品需求有望持续增长。

根据实验种类及需求的不同，一次性塑料生物实验耗材分为：常规耗材、细胞培养类耗材、分子生物学实验耗材、微生物学实验耗材和其他耗材。

常规耗材：广泛用于各种实验的辅助性耗材，具有通用性，包括常规吸头、各种离心管、吸管等；

细胞培养类耗材：主要应用于细胞生长和繁殖过程中，强调对细胞培养的适用性，常见产品包括细胞培养皿、细胞培养瓶、细胞推刮器、血清移液管等；

分子生物学实验耗材：主要帮助从分子水平研究生物大分子的结构与功能，常用耗材产品有冻存管、PCR 耗材（PCR 管、八连排 PCR 管、96 孔板、384 孔板、封口膜等）、滤芯吸头等；

微生物学实验耗材：应用于研究各类微小生物生命活动的基本规律，常见于工业发酵、医疗卫生和生物工程等领域，主要的耗材产品包括培养皿、培养管、采样管、微孔板、接种环等；

其他耗材：包括实验室过滤与净化操作耗材、真空采血管、病毒采样管等采集与运送耗材，以及各类化学发光仪专用杯、血凝分析仪专用杯、分光光度计专用杯、酶免仪专用加样尖等设备专用耗材。

2.2 一次性塑料生物实验耗材产业链分析

一次性塑料生物实验耗材的上游包括改性塑料厂家、精密注塑模具和注塑机生产厂家。国产改性塑料能满足大部分低端和部分中端耗材的需求，但高端改性塑料市场仍依赖进口。

一次性塑料生物实验耗材厂商位于中游，以使用量最大的聚丙烯（PP）、聚乙烯（PE）、聚苯乙烯（GPPS）等为原材料制成的一次性塑料生物实验耗材生产为主。欧美发达国家耗材产品精密且生产技术成熟，有长期的品牌优势。我国该领域发展相对欧美国家起步较晚，但近年我国一次性塑料生物实验耗材市场快速发展，已有部分企业的产品品质达到国际先进水平，以国际先进耗材产品为标准，不断提升研发和自主设计创新能力，部分企业已逐渐建立起自有品牌知名度。

产业链下游为有科研需求的生命科学和医学研究机构、有检验和检测需求的医院和诊所等医疗机构的中心实验室、有研发生产需求的制药企业和生物科技公司等。产品广泛应用于药物研发、临床检验等方面。产业链下游的特点是集中度低，有长期稳定的需求。

2.2.1 全球市场情况

国外企业非常重视生命科学研究，对于一次性塑料生物实验耗材的需求日渐提升。全球一次性塑料生物实验耗材市场规模在过去五年以 5.9% 的年复合增速保持稳定增长，从 2016 年的 99.4 亿美元增长至 2020 年的 125.1 亿美元。

根据沙利文数据显示，受全球医疗器械商品化和产业化环境优化驱动，预计全球一次性塑料生物实验耗材市场以 7.0% 的增速持续增长，2025 年将达到 175.9 亿美元。考虑到未来全球原材料改进及一次性塑料生物实验耗材产业化进程，预计该市场在 2030 年将增长至 238.1 亿美元，2025-2030 年期间的年复合增长率为 6.3%。

图 6：全球一次性塑料生物实验耗材 2016-2030E 市场规模及预测（单位：亿美元）



资料来源：凯实生物招股说明书，弗若斯特沙利文，上海证券研究所

2.2.2 中国市场情况

中国生命科学领域研究相对欧美国家起步较晚，国内一次性塑料生物实验室耗材只占全球市场的很小一部分。但是，中国市场正以庞大的人口基数与快速增长的生物医药需求逐渐成为生物实验室耗材的新兴市场。目前，中国一次性塑料生物实验室耗材市场基本被进口产品垄断。

截至 2020 年底，中国一次性塑料生物实验耗材市场仍然由进口品牌主导，占据约 90% 以上的市场份额。中国一次性塑料生物实验耗材市场规模从 2016 年的 57.0 亿人民币加速增长至 2020 年的 109.7 亿人民币，年复合增长率为 17.8%。中国未来市场对一次性塑料生物实验耗材的需求将不断扩大。根据嘉兴凯实生物招股说明书显示，预计中国一次性塑料生物实验耗材市场规模在 2020 年至 2025 年将以 20.1% 的年复合增速持续增长，2025 年市场规模将达 274.6 亿人民币，并以 13.9% 的年复合增长率于 2030 年增长至 526.5 亿人民币，产业链终端需求仍然为推动行业发展的主要增长点。

图 7：中国一次性塑料生物实验耗材 2016-2030E 市场规模及预测（单位：亿元）



资料来源：凯实生物招股说明书，弗若斯特沙利文，上海证券研究所

2.3 医疗耗材市场竞争格局

巨头企业通过收购和兼并等资本手段打造了一系列知名品牌，占据先发优势，能够提供实验室整体解决方案，形成了一整套生物技术研究开发的产品和服务体系。

行业内的国际龙头企业如赛默飞世尔科技（Thermo Fisher Scientific）、艾本德（Eppendorf）、艾万拓（Avantor）、康宁（Corning）等凭借其强大的研发及品牌优势长期主导中国一次性塑料生物实验耗材的生产和销售市场，特别是高端实验耗材市场。

近年来，中国一次性塑料生物实验耗材市场已有少数企业的产品品质达到国际先进水平，建立起丰富的产品体系，主要包括洁特生物、硕华生物、耐思生物等。随着国产厂家研发和创新能力的不断提升，国产品牌有望实现进口替代，市场份额不断提升。

2.4 体外诊断仪器、试剂及一次性塑料耗材第三方研发制造服务行业情况

体外诊断行业相关的产品主要由仪器、试剂及一次性塑料耗材等部分构成。其中，体外诊断仪器是通过对检测耗材与人体内物质发生生物化学反应时所产生的化合物或化学反应进行定量、定性的分析而得到检测结论的仪器，它对疾病的预防、诊断、监测疾病以及遗传性疾病的预测具有重要作用。体外诊断在样本采集、核酸提取和聚合酶链反应（PCR）三大过程中，除了诊断仪器外，还需要大量的一次性塑料生物实验耗材，如 PCR 管、酶标

板、反应杯、移液枪头、深孔板等，作为体外诊断全服务流程中必不可少的一部分，这类耗材也可为体外诊断企业提供稳定的现金流。

体外诊断仪器、试剂及一次性塑料耗材第三方研发制造服务包括 CRO 与 CDMO 两类。体外诊断仪器及耗材 CRO（合同研究组织）是指主要通过合同形式向体外诊断仪器及耗材研发主体提供产品临床研究服务的企业，临床试验是体外诊断仪器及耗材 CRO 的核心服务，旨在帮助体外诊断仪器及耗材企业的产品注册上市。CRO 企业的优势在于高度专业化和丰富的临床经验，帮助医疗器械企业在研发及商业化过程中控制成本、缩短周期、提高效率，降低风险，加快上市审评审批速度。

体外诊断仪器、试剂及一次性塑料耗材 CDMO（合同研发生产组织）是指主要通过合同形式向体外诊断仪器及耗材企业提供工艺研发设计、生产服务的第三方专业服务机构。它旨在帮助医疗器械研发主体提高质量管控、缩短试产周期、降低生产成本和提高生产效率。国内的 CDMO 服务机构较多，但是能从研发一直贯穿到生产的公司很少，主要集中在小规模试产和上市后生产环节。体外诊断仪器、试剂及一次性塑料耗材研发外包服务涵盖临床前研究、小规模试产、临床试验、注册申报和上市后生产 5 个环节。根据不同环节提供针对性的服务，主要包括市场调研、风险管理、产品定型、厂房设计建设、工艺流程优化、临床试验方案设计、申报资料编写、规模化委托生产等。

体外诊断仪器、试剂及一次性塑料耗材的 CRO 和 CDMO 在这五个环节中连接紧密，相互支撑，但也存在差别。前者的价值更多的在于研发能力，是技术密集型的外包服务；后者的价值更多体现的是高超的工艺技能与较大的资产规模，是技术密集型和资本密集型的结合，具有更高的准入门槛。

3 半导体耗材——强强联手，高起点高站位

我们认为，晶圆载具行业存在一定的技术、以及研发壁垒，行业准入门槛较高，因此新进者需要具备一定的资金、研发能力，我们认为其研发设计及生产制造壁垒比较高，相关国内企业如果能在半导体耗材如晶圆载具领域抢占一定的市场份额，将会享受一定的行业红利。

昌红科技参股鼎龙蔚柏，致力于为半导体制程提供全方位、高精度的承载、运输产品，完善半导体领域塑料应用耗材产业链，

立志服务国家半导体产业链“自主可控”战略，推动中国半导体塑料耗材制造水平赶超世界顶尖水平。

4 模具业务 20 多年积累，功力深厚

历经 20 多年的发展和积累，公司精密模具研发设计制作水平已达行业领先。公司模具业务主要为客户提供从产品设计、模具制造到成型生产的一站式服务，生产工艺融入新一代信息编码技术、数字化制造技术，实现模具工装全自动智能化制造。模具是工业生产中极其重要而又不可或缺的特殊基础工艺装备，被称为“工业之母”，是对原材料进行加工，赋予原材料以完整构型和精确尺寸的加工工具，主要用于高效、大批量生产工业产品中的有关零部件。模具制造是注塑成型、锻造等制造业的上游产业，模具的精密水平决定了工业制造的精密程度。“精密模具（冲压模精度 ≤ 0.02 毫米，型腔模精度 ≤ 0.05 毫米）”被国家列为鼓励性行业，并予以优先发展。多年来，随着下游注塑产业、锻造业等制造业的迅速发展，我国模具工业产值水平也在迅速提高。同时，随着我国国民经济的迅速发展及国民收入水平的提高，消费市场对汽车、通信、电子、家电等消费品的需求快速提升，使得这些行业进入高速发展阶段，这也成为我国模具行业迅速发展的重要推动力。

公司拥有经验丰富的技术团队以及先进的模具智能化生产线，有效融合了 CAD/CAE/CAM/CAPP/PDM/ERP 软件的应用，实施控制程序化、识别自动化、编排智能化，充分展示了以加工为中心的数字化制造高科技技术。公司凭借多年生产经验积累，不断优化工艺流程，增强生产线的自动化生产程度，以提高生产效率、保证产品质量。公司拥有大尺寸模具一模多穴技术，利用独特的热处理方法，成功提升了模具生产寿命，使模具在生产过程中能够保持良好的刚性和韧性。在产业协同方面，公司模具业务与注塑业务是紧密关联环节，公司模具优势主要体现在制造周期短、精度高、寿命长等方面。公司在注塑业务中熟练掌握各种塑料材料性质、各种成型工艺，具有 CAE 模拟分析能力，有效提高了成型工艺的稳定性，能确保公司注塑产品的质量，同时能降低注塑件成型过程的物料损耗。

5 业绩拆分与盈利预测

医疗耗材业务：

2024年1月30日，昌红科技发布业绩预告，预告显示受医疗检测行业疲软、市场需求萎缩、客户去库存等因素影响，2023年公司医疗业务较上年同期下滑，主要是公司子公司力因精准医疗产品（上海）有限公司病毒采样管收入大幅减少；此外，深圳市柏明胜医疗器械有限公司主要客户的原有产品订单有所下降，导致本期业绩与上年同期相比减少。基于以上公司公告，我们预测公司医疗耗材业务公司2023年医疗耗材业务同比下降45%。

另外，公司2023年8月31日投资者关系活动记录表显示，公司2023年上半年原有已开发落地的根据客户需求调整生产节奏、在去库存的产品，2023年8月底这类产品订单在逐步恢复；另一类是2023年8月底时点正在开模及3Q阶段的产线产品，当时公告显示这类阶段的产品在未来半年到一年通过验证期间后将开始进入正式生产并逐步实现收益；同时还有第三类产品，是公司还在商洽阶段的产品项目，公司也在积极打入客户新上市产品的供应端，争取得到正式的合作。公司将积极推进目前已在手开发的模具项目落地，目前公司在开发模具项目有100余套，模具的开发数量是后续订单的先行指标，也是公司未来医疗产品可实现销售收入的导向标。随着项目的逐步落地，才能为公司带来持续稳定的产品营收。

2023年10月，公司公告公司全资子公司深圳市柏明胜医疗器械有限公司与Revvity Inc.（瑞孚迪有限公司）签署了《战略合作框架》。瑞孚迪与深圳柏明胜有意结成战略协作，与深圳柏明胜及其母公司昌红科技在精密模具设计和制造、自动化设备和高生产能力方面展开合作。该合作将专注于塑料耗材在诊断和生命科学领域的应用，为双方提升供应链和销售链的价值。

基于以上公司公告，考虑医疗耗材存量订单在2023年已经逐步恢复，同时新的订单2023年也进入了开模及3Q阶段的产线的准备。公司也在积极进一步开拓客户和市场。我们认为，考虑公司过往框架协议是能正常履行的，且交易对方具备良好的履约能力，我们预计2024年医疗耗材业务在2023年低基数的背景下有望实现80%的同比高增长，同时随着客户的开拓和产线的进一步上线2025年有望维持60%的高速增长。

模具业务：

我们预计2023E-2025E公司模具业务维持稳定。

注塑业务（OA业务）：

2024年1月30日，昌红科技发布业绩预告，预告显示，2023年OA业务整体市场需求有一定萎缩，公司国内订单较上年同期有所减少，海外工厂的订单收入较为稳定。基于以上公司公告，我们预测公司注塑业务（OA业务）2023年同比下降35%。

另外，公司2023年8月31日投资者关系活动记录表显示，显示，OA板块期望稳中有升。具体来看，维持国内市场需求量，请务必阅读尾页重要声明

积极拓展海外市场的需求和业务量，以加大对外投资力度获取更多市场空间，此举也能一定程度上抵御国际贸易冲突的风险。因为 2023 年公司注塑业务（OA 业务）收入低基数，我们谨慎预计公司注塑业务 2024 年同比微增 5%，预计 2025E 年同比持平。

其他业务

预计 2023 年维持稳定增长 20% 增速。2024 年-2025 年我们在此部分考虑了半导体耗材业务（因为公司目前报表中业务分类不包含半导体耗材业务，我们本次盈利预测将半导体耗材业务收入划分到其他业务中）。公司 2023 年 8 月 31 日投资者关系活动记录表显示，公司晶圆载具产品主要品类包括晶圆厂所需的 FOUP、FOSB 等产品，还有 CMP 环节的设备耗材。当时公司产品正在客户的验证过程中，没有产生收入。公司的潜在客户包括各大 FAB 厂，还包括下游的封测厂、上游硅片厂这三类。同时 2023 年 8 月 18 日深交所互动易平台显示公司半导体板块的鼎龙蔚柏半导体晶圆载具生产环境已经完备，具备了批量生产的条件。已陆续接受若干头部晶圆企业的审厂，向下游客户交付样品，公司正加紧对样品中发现的问题进行分析改进。部分产品小批量通过验证，公司将积极推进相关产品的订单落地。2023 年 11 月 3 日深交所互动易显示公司正在加紧晶圆载具的产品研发。在当时临近时点公司子公司鼎龙蔚柏已与某国内主流客户厂商签署框架采购协议，开始提供验证产品。为此我们预计公司半导体耗材业务有望在 2024 年实现重大突破，并贡献收入。因此我们预计在 2023 年低基数（半导体耗材业务没有收入产生）的背景下实现 1800% 同比增速的快速增长，预计 2025 年随着半导体耗材业务的进一步推进及客户额度进一步拓展继续维持 60% 的高速增长，并随着业务规模增长盈利能力逐步增强。

表 1：业绩拆分及预测

收入(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
医疗器械业务	330.66	366.43	201.54	362.77	580.43
模具业务	121.00	117.60	117.60	117.60	117.60
注塑业务	625.09	737.58	479.43	503.40	503.40
其他业务	50.63	6.70	8.04	152.75	244.40
成本(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
医疗器械业务	189.68	235.39	127.11	223.71	355.70
模具业务	81.48	71.53	71.53	71.53	71.53
注塑业务	489.32	570.32	387.82	407.21	407.21
其他业务	36.12	4.40	5.19	98.64	147.97
毛利(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
医疗器械业务	140.99	131.04	74.43	139.05	224.72
模具业务	39.53	46.08	46.08	46.08	46.08
注塑业务	135.76	167.26	91.61	96.19	96.19
其他业务	14.51	2.30	2.85	54.10	96.43
毛利率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
医疗器械业务	42.64%	35.76%	36.93%	38.33%	38.72%
模具业务	32.67%	39.18%	39.18%	39.18%	39.18%
注塑业务	21.72%	22.68%	23.62%	23.62%	23.62%
其他业务	28.65%	34.33%	35.42%	35.42%	39.46%
营业收入-同比	2021	2022	2023E	2024E	2025E
医疗器械业务	-31.98%	10.82%	-45.00%	80.00%	60.00%
模具业务	2.82%	-2.81%	0.00%	0.00%	0.00%
注塑业务	25.48%	18.00%	-35.00%	5.00%	0.00%
其他业务	215.01%	-86.77%	20.00%	1800.00%	60.00%
营业成本-同比	2021	2022	2023E	2024E	2025E
医疗器械业务	-21.37%	24.10%	-46.00%	76.00%	59.00%
模具业务	1.85%	-12.21%	0.00%	0.00%	0.00%
注塑业务	26.76%	16.55%	-32.00%	5.00%	0.00%
其他业务	196.18%	-87.82%	18.00%	1800.00%	50.00%

资料来源：wind，上海证券研究所

6 估值分析

此处选取主营业务为一次性医用耗材的研发、生产和销售的拱东医疗，主要产品为生物实验室一次性塑料耗材的洁特生物为可比公司。昌红科技估值较可比公司较高，我们认为，公司医疗耗材业务收入有望逐步修复，客户及产线持续开拓，且新业务半导体耗材业务后续有望逐步产生收入，因此具备一定估值溢价空间。

表 2：可比公司估值（数据截止 2024.01.30）

可比公司	收盘价 (元) / 不 复权	总市值 (亿元)	PE		
	2024-01-30		2023E	2024E	2025E
洁特生物 (688026)	13.10	18.39	24.52	18.39	14.04
拱东医疗 (605369)	42.90	48.31	22.04	12.83	11.99
均值	28.00	33.35	23.28	15.61	13.02
昌红科技 (300151)	13.88	73.91	181.99	69.14	39.88

资料来源：同花顺 iFind，上海证券研究所

注：洁特生物和拱东医疗数据取自同花顺一致预期，昌红科技采用上海证券研究所预测

2024 年 1 月 30 日昌红科技发布 2023 年业绩预告，预计 2023 年归属于上市公司股东的净利润为 3400.0 万元 - 4500.0 万元。我们预计 2023-2025 年公司营业收入为 8.1/11.4/14.5 亿元，增速分别为 -34.3%/40.9%/27.2%，归母净利润分别为 0.4/1.1/1.9 亿元，增速分别为 -68.2%/163.2%/73.4%，2024 年 1 月 30 日股价对应 2023-2025 年 PE 分别为 182.0X/69.1X/39.9X，首次覆盖给予“增持”评级。

7 风险提示：

（1）行业政策风险

公司医疗器械及耗材领域专注于 ODM 业务，同时发展自有品牌，始终聚焦在 5 个赛道，包括基因测序全产业链耗材、生命科学实验室耗材、辅助生殖耗材及试剂、体外诊断耗材及试剂、标本采集&处理系统服务。随着医药卫生体制改革的进一步深化，国家相关部门陆续在行业标准、招投标、价格形成机制、流通体系等领域出台了一系列的政策和法规，对医用耗材行业产生了深远的影响。如果未来相关的法律法规和行业政策发生重大变化，将会对医疗耗材行业的投融资及市场供求关系、经营模式、生产经营、技术研发及产品售价等产生影响。

（2）技术风险

精密模具设计和制造、注塑成型工艺技术、与医疗行业相适应的自动化技术是公司新产品研发过程中的三大核心技术。公司一直重视在产品及技术的持续研发和创新方面的投入，如果技术研发未能持续达到可量产目标，可能导致出现公司新产品不被市场接受的情形，使得公司面临持续研发和创新未能转化为经营成果的风险，从而影响公司的经营业绩。

（3）汇率波动的风险

公司外销收入主要以美元、欧元计价，人民币对美元、欧元的汇率波动可能对公司的生产经营造成一定影响。

（4）业务规模扩张导致的管理风险

公司医疗板块营业收入保持较快的增长速度，业务规模持续扩大。如果公司内部的管理架构和管理模式不能适应未来高速发展的需要，将对公司带来相应的管理风险。

公司财务报表数据预测汇总
资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	513	676	537	366
应收票据及应收账款	296	191	269	342
存货	189	131	178	218
其他流动资产	162	158	162	166
流动资产合计	1160	1155	1145	1092
长期股权投资	9	12	11	9
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	344	522	510	533
在建工程	325	433	587	815
无形资产	86	115	142	158
其他非流动资产	310	315	345	352
非流动资产合计	1075	1397	1594	1867
资产总计	2235	2552	2740	2959
短期借款	54	54	54	54
应付票据及应付账款	151	125	144	134
合同负债	12	26	36	45
其他流动负债	97	63	113	146
流动负债合计	314	268	347	379
长期借款	106	106	106	106
应付债券	392	392	392	392
其他非流动负债	74	80	80	80
非流动负债合计	572	577	577	577
负债合计	886	845	924	956
股本	503	533	533	533
资本公积	134	527	527	527
留存收益	512	446	553	738
归属母公司股东权益	1295	1652	1758	1944
少数股东权益	54	55	57	59
股东权益合计	1349	1707	1815	2003
负债和股东权益合计	2235	2552	2740	2959

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流量	218	245	145	173
净利润	126	42	109	187
折旧摊销	76	63	71	57
营运资金变动	-20	128	-50	-86
其他	37	12	15	15
投资活动现金流量	-346	-376	-267	-329
资本支出	-342	-399	-271	-333
投资变动	0	-3	1	1
其他	-4	26	3	4
筹资活动现金流量	75	299	-17	-15
债权融资	112	-8	0	0
股权融资	22	423	0	0
其他	-58	-116	-17	-15
现金净流量	-41	162	-139	-171

利润表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1228	807	1137	1446
营业成本	882	592	801	982
营业税金及附加	7	4	5	7
销售费用	28	31	39	46
管理费用	112	89	109	130
研发费用	59	44	63	72
财务费用	-7	8	9	10
资产减值损失	-15	-1	-1	-1
投资收益	2	2	3	4
公允价值变动损益	1	0	0	0
营业利润	142	49	124	213
营业外收支净额	-1	-1	-1	-1
利润总额	141	48	123	212
所得税	16	6	14	25
净利润	126	42	109	187
少数股东损益	-2	1	2	2
归属母公司股东净利润	128	41	107	185

主要指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
盈利能力指标				
毛利率	28.2%	26.7%	29.5%	32.1%
净利率	10.4%	5.0%	9.4%	12.8%
净资产收益率	9.9%	2.5%	6.1%	9.5%
资产回报率	5.7%	1.6%	3.9%	6.3%
投资回报率	6.1%	2.1%	4.8%	7.5%
成长能力指标				
营业收入增长率	9.0%	-34.3%	40.9%	27.2%
EBIT 增长率	-5.0%	-58.6%	136.0%	67.7%
归母净利润增长率	14.3%	-68.2%	163.2%	73.4%
每股指标 (元)				
每股收益	0.24	0.08	0.20	0.35
每股净资产	2.43	3.10	3.30	3.65
每股经营现金流	0.41	0.46	0.27	0.33
每股股利	0	0	0	0
营运能力指标				
总资产周转率	0.59	0.34	0.43	0.51
应收账款周转率	4.53	3.32	4.95	4.74
存货周转率	4.69	3.69	5.18	4.96
偿债能力指标				
资产负债率	39.6%	33.1%	33.7%	32.3%
流动比率	3.69	4.31	3.30	2.88
速动比率	2.96	3.68	2.67	2.20
估值指标				
P/E	57.80	181.99	69.14	39.88
P/B	5.71	4.48	4.20	3.80
EV/EBITDA	46.40	61.60	36.71	27.41

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。