

上海证券
SHANGHAI SECURITIES

康复设备深耕基层，医药智能纵横发展

——诚益通 (300430.SZ) 深度报告

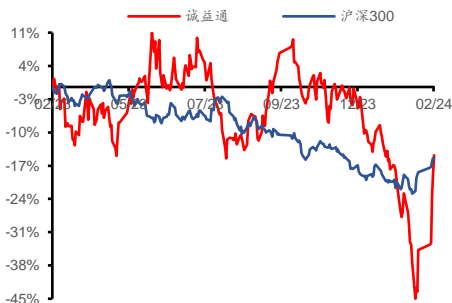
增持 (首次)

行业： 机械设备
日期： 2024年02月23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) 13.50
12mth A 股价格区间 (元) 8.72-17.60
总股本 (百万股) 273.18
无限售 A 股/总股本 94.68%
流通市值 (亿元) 34.92

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告:

■ 投资摘要

两大板块齐头并进，2023 年前三季度公司业绩增速亮眼。公司成立于 2003 年，2015 年登陆创业板，2017 年通过并购龙之杰将业务拓展至康复医疗设备领域，整合完成后，公司确立了“一体两翼、双轮驱动”的发展战略，致力于成为大健康领域服务提供商。目前公司业务涵盖智能制造业务和康复医疗设备业务两大板块。2023Q1-3 公司实现营业收入 9.28 亿元，同比增长 33.57%；实现归母净利润 1.28 亿元，同比增长 69.68%，表现亮眼。

医药生物智能制造领导者，“扩领域”及“智能化”成为未来发展方向。公司自成立以来聚焦医药生物智能制造领域，是该领域早期市场开拓者，历经近 20 年发展，公司凭借先进的技术、丰富的产品及对制药工艺的深刻理解，逐步确立了细分领域的领先地位。得益于业务模式升级提高项目服务能力，大项目承揽能力强；2023H1 公司智能制造业务营收同比增长 53%。为完善产业布局，公司将产业链横向拓展至化学合成、中药及植物提取领域，2022 年化学合成业务新签订单超过 1.8 亿元，同比增长超 83%；纵向将服务内容延伸至制剂生产、智能包装领域。同时公司高度重视信息化领域研发投入，不断开发新产品。内生外延双重方式布局亚专科康复领域，积极下沉基层市场。龙之杰是康复医疗器械行业内的创新引领型企业，截至 2023H1，公司产品进入国内 5000 余家医疗机构，远销全球 30 多个国家，多款产品获得 CE 和 FDA 认证。2020 年，龙之杰以二级医院市场为主要开拓目标，提高县乡基层医疗市场的销售人员覆盖，二级医院销售金额在总体销售金额中占比显著提升。2021 年，是公司乡村事业部发展元年，也是市场开拓取得突破性进展的一年；期间，多个乡镇卫生院项目落地并投入运营。2022 年，则是乡村事业部快速发展的一年，公司积极与基层卫生协会、农村卫生协会等开展合作，从而不断的提高品牌知名度，落地项目运营成功率达到 100%。

■ 投资建议

结合公司 2023 年业绩预告，我们预计公司 23-25 年归母净利润同比增长 34.73%/31.28%/26.79%，2024 年 2 月 22 日收盘价对应 PE 分别为 21/16/13 倍；首次覆盖，给予“增持”评级。

■ 风险提示

市场竞争加剧风险；技术研发及新产品开发的风险；人才短缺风险。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	974	1243	1519	1782
年增长率	6.5%	27.6%	22.2%	17.3%
归母净利润	125	168	221	280
年增长率	21.3%	34.7%	31.3%	26.8%
每股收益 (元)	0.46	0.62	0.81	1.02
市盈率 (X)	28.15	20.89	15.91	12.55
市净率 (X)	1.78	1.84	1.65	1.46

资料来源：Wind，上海证券研究所 (2024 年 02 月 22 日收盘价)

目 录

1.国内智能制造、康复医疗领域领军企业.....	3
2.“一体两翼、双轮驱动”发展战略下业绩持续增长.....	4
3.康复医疗：产品矩阵丰富，积极拓展下沉市场.....	6
4.智能制造：“拓领域”+“信息化”两步走，提升核心竞争力.....	10
5.盈利预测与估值.....	12
6.风险提示.....	14

图

图 1：诚益通发展历程.....	3
图 2：诚益通股权结构图（截至 2023Q3）.....	4
图 3：2018~2023Q3 公司营业收入及增速（单位：亿元、%）.....	4
图 4：2018~2023Q3 公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）.....	4
图 5：2018~2023H1 公司营收结构拆分（单位：亿元）.....	5
图 6：2018~2022 年公司智能制造和康复医疗毛利率（单位：%）.....	5
图 7：2018~2023Q3 公司销售毛利率及净利率（单位：%）.....	5
图 8：2018~2023Q3 公司四项费用率（单位：%）.....	5
图 9：2014~2023E 我国康复医疗器械市场规模及预测（单位：亿元）.....	7
图 10：分级诊疗制度模式.....	7
图 11：诚益通康复专科解决方案.....	8
图 12：2018~2022 年公司内外销业务收入及增速（单位：亿元，%）.....	9
图 13：全国智能制造能力成熟度水平（2019-2021）.....	10
图 14：诚益通智能制造整体解决方案.....	11

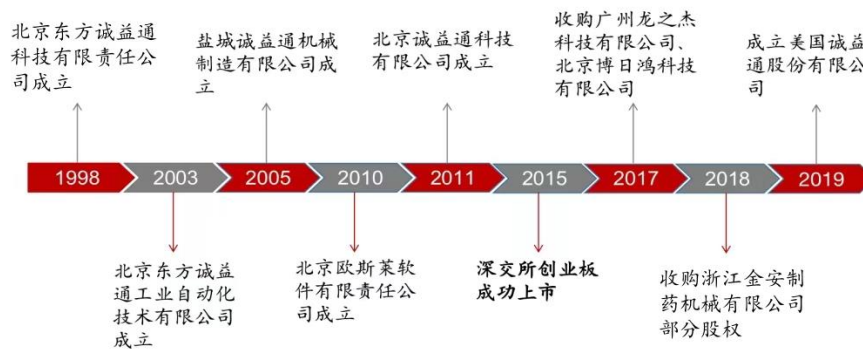
表

表 1：诚益通股权激励计划首次授予部分业绩考核目标.....	4
表 2：近期国家层面出台的利好康复行业发展政策.....	6
表 3：国内主要康复医疗类上市公司业务布局.....	8
表 4：诚益通智能制造产业链横纵向布局情况.....	11
表 5：2020~2025E 盈利预测.....	13
表 6：可比公司估值.....	13

1.国内智能制造、康复医疗领域领军企业

公司成立于 2003 年，2015 年登陆创业板，2017 年通过并购龙之杰将业务拓展至康复医疗设备领域，整合完成后，公司确立了“一体两翼、双轮驱动”的发展战略，致力于成为大健康领域服务提供商。目前公司业务涵盖智能制造业务和康复医疗设备业务两大板块。公司是医药生物智能制造领域早期市场开拓者，历经近 20 年的发展，公司凭借先进的技术、丰富的产品以及对制药工艺的深刻理解，逐步确立了该细分领域的领先地位。

图 1：诚益通发展历程

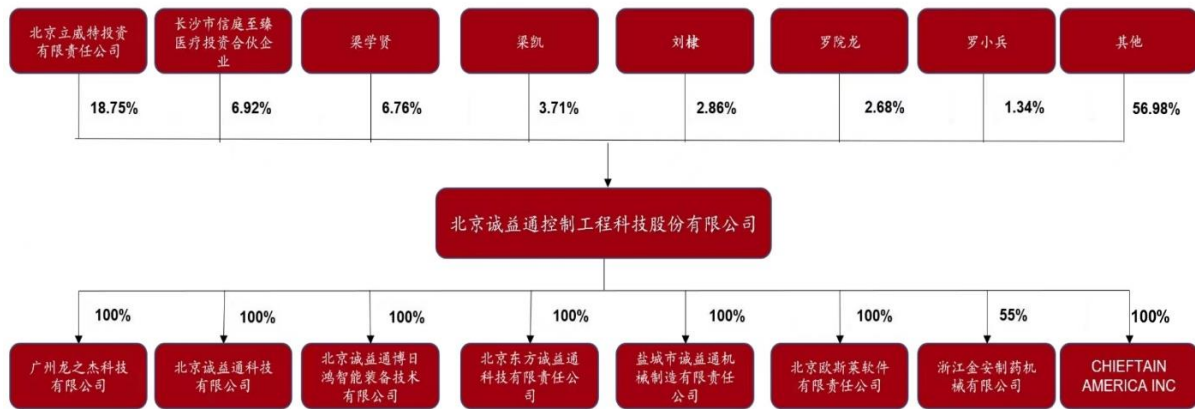


资料来源：公司官网，上海证券研究所

实际控制人合计持有公司超 20% 的股份。据 Wind 数据显示，梁学贤、梁凯为公司的实际控制人，截至 2023Q3，两人分别直接持有公司 6.76% 和 3.71% 的股份；并通过北京立威特投资有限责任公司间接持有公司 8.79% 和 2.76% 的股份，股权结构相对较为集中。公司旗下拥有多家全资子公司，主营产品覆盖康复医疗器械、控制系统、自动化包装设备、机械产品、软件产品等多个领域。

股权激励计划设置高业绩目标。2021 年 11 月，公司发布《关于向激励对象首次授予限制性股票的公告》，本激励计划首次授予限制性股票 301.4 万股，占本激励计划草案公告日公司股本总额的 1.11%，预留限制性股票 30.5 万股。激励对象人数为 80 人，覆盖公司（含子公司）任职的董事、高级管理人员、核心管理人员及核心技术（业务）骨干；授予价格：5.54 元/股。业绩考核目标：以公司 2020 年净利润为基数，2021-2023 年净利润增长率分别不低于 60%/115%/179%。

图 2：诚益通股权结构图（截至 2023Q3）



资料来源：公司 2023 年三季报，Wind，上海证券研究所

表 1：诚益通股权激励计划首次授予部分业绩考核目标

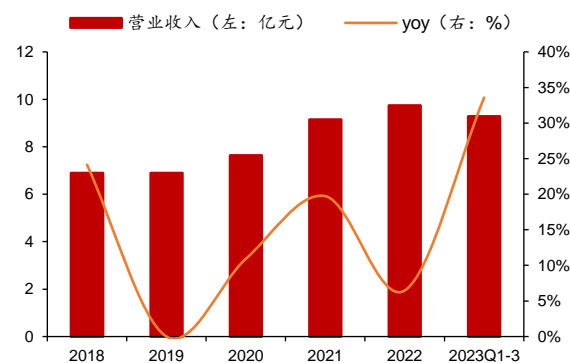
解除限售时间	业绩考核目标
第一个解除限售期	以公司 2020 年净利润为基数，2021 年净利润增长率不低于 60%
第二个解除限售期	以公司 2020 年净利润为基数，2022 年净利润增长率不低于 115%
第三个解除限售期	以公司 2020 年净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 179%

资料来源：公司《关于向激励对象首次授予限制性股票的公告》，上海证券研究所

2. “一体两翼、双轮驱动”发展战略下业绩持续增长

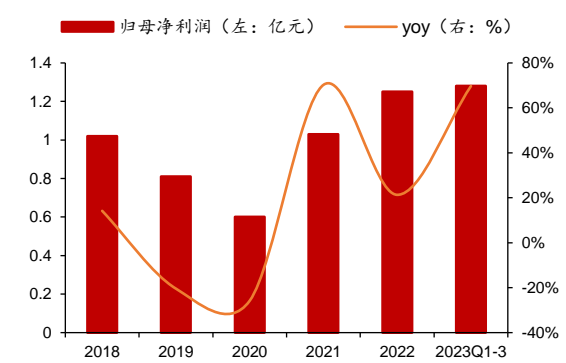
2023 年前三季度公司业绩增速表现亮眼。2023Q1-3 公司实现营业收入 9.28 亿元，同比增长 33.57%，主要系公司在智能制造领域通过业务模式升级提高项目服务能力，大项目承揽能力增强；及在康复医疗设备领域大力拓展基层康复领域，对业绩增长起到重要推动作用所致。2023Q1-3 公司实现归母净利润 1.28 亿元，同比增长 69.68%。

图 3：2018~2023Q3 公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

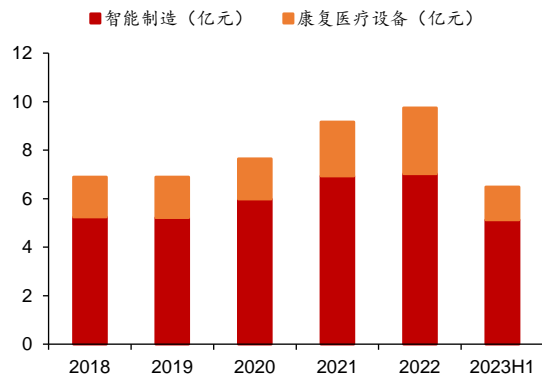
图 4：2018~2023Q3 公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

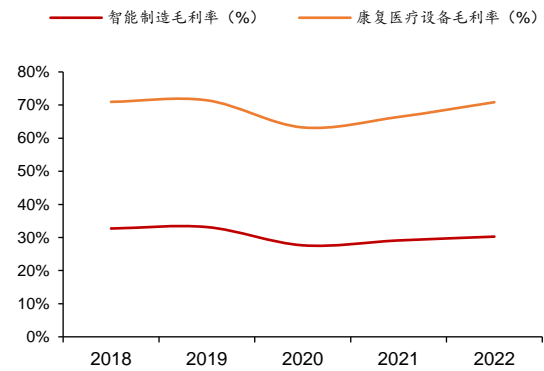
分业务看，2022 年公司两大板块智能制造及康复医疗营收占比分别为 72.16%和 27.84%；毛利率分别为 30.26%和 70.86%。2018-2022 年公司康复医疗设备收入 CAGR 为 13.21%，高于同期智能制造营收 CAGR 超 5pct。2020H1 疫情导致各地医院停诊，医院等医疗机构康复科作为非抗疫主要科室，其门诊量明显减少，终端消费者康复需求被压抑；下半年复工复产推进，经营情况快速好转，2021-2022 年公司康复医疗设备收入同比增速均超 20%，业绩弹性较高。

图 5：2018~2023H1 公司营收结构拆分（单位：亿元）



资料来源：Wind，公司 23 年中报，上海证券研究所

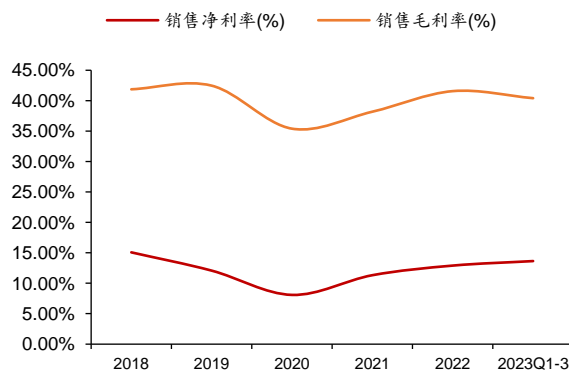
图 6：2018~2022 年公司智能制造和康复医疗毛利率（单位：%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

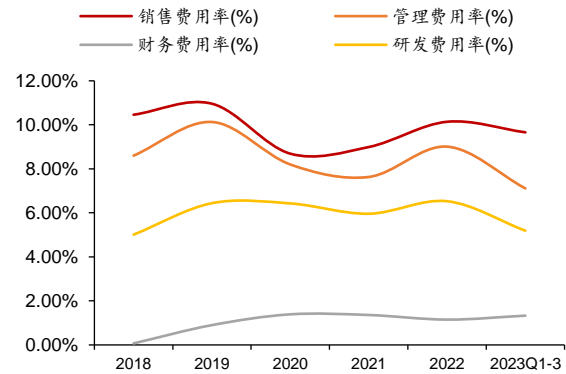
盈利能力保持稳定。2018-2022 年公司销售毛利率和净利率整体保持平稳，除 2020 年有过短暂下滑外；2023Q1-3 公司毛利率和净利率分别为 40.41%和 13.65%。公司销售费用、管理费用管控得当，2023Q1-3 销售费用率和管理费用率相较于 2022 年分别下滑 0.48pct 和 1.90pct。

图 7：2018~2023Q3 公司销售毛利率及净利率（单位：%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 8：2018~2023Q3 公司四项费用率（单位：%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

3. 康复医疗：产品矩阵丰富，积极拓展下沉市场

康复医疗器械行业在中国起步较晚，属于较为新兴的行业；从行业的发展来看，该细分领域增长速度高于医疗器械行业整体行业水平，但国内康复市场仍面临供不应求的局面。根据《柳叶刀》研究统计，我国是全球康复需求最大的国家，2019年我国康复需求总人数达到4.6亿人；分疾病来看，肌肉骨骼疾病患者数量最多，其次为感觉障碍患者和神经系统疾病患者。近年来，我国康复领域利好政策频出，精准施政，为行业发展提供有力保障，康复行业步入快速发展阶段。

表 2：近期国家层面出台的利好康复行业发展政策

日期	部门	文件	内容
2022.03	卫健委等	《“十四五”健康老龄化规划》	加强老年医疗卫生机构建设，通过新建改扩建、转型发展，加强老年医院、康复医院、护理院（中心、站）以及优抚医院建设，鼓励公共医疗资源丰富的地区将部分公立医疗机构转型为康复、护理机构；提高基层医疗卫生机构的康复、护理床位占比
2022.07	11 部委	《关于进一步推进医养结合发展的指导意见》	各地要优化医疗资源布局，通过新建、改扩建、转型发展等方式，加强康复医院、护理院（中心、站）和安宁疗护机构建设，支持老年医学科和安宁疗护科发展，支持医疗资源丰富地区的二级及以下医疗卫生机构转型，开展康复、护理以及医养结合服务
2022.09	卫健委	《开展财政贴息贷款更新改造医疗设备的通知》	该医疗贴息贷款政策面向符合区域卫生规划的所有公立和非公立医疗机构，款项主要用于开展诊疗、临床检验、重症、康复、科研转化等医疗设备购置
2023.02	中共中央办公厅、国务院、国务院办公厅	《关于进一步深化改革促进乡村医疗卫生体系健康发展的意见》	支持县级医院设施和服务能力建设，力争常住人口超过 5 万人或服务半径大的县（市、旗）至少有 1 所县级医院（包含中医医院）达到二级甲等医院医疗服务能力。全面提升乡镇卫生院防病治病和健康管理能力，鼓励拓展康复医疗、医养结合、安宁疗护等服务功能
2023.03	国务院办公厅	《关于进一步完善医疗卫生服务体系的意见》	积极应对人口老龄化，扩大康复和护理等接续性服务供给，满足群众健康需要；同时，促进“医养结合”，合理布局养老机构与综合医院老年医学科、护理院、康复疗养机构、安宁疗护机构等，建立健全医疗机构与养老机构业务协作机制，推动基层医疗卫生机构支持老年人医疗照护、家庭病床、居家护理等服务
2023.04	卫健委	《关于进一步推进加速康复外科有关工作的通知》	加强康复医学科、医学影像科等建设，围绕外科手术患者诊疗需要，全面提升医疗服务能力；加强术后管理，强化康复早期介入，康复贯穿于疾病诊疗全过程，促进患者快速康复和功能恢复
2023.05	卫健委联合国家中医药局	《关于开展全面提升医疗质量行动（2023-2025 年）的通知》	要进一步完善会诊制度，加强中医、营养、康复、精神、检验、病理、影像、药学等科室的多学科会诊参与度，充分发挥营养和康复治疗对提升治疗效果的积极作用
2023.06	卫健委	《关于印发进一步改善护理服务行动计划（2023-2025 年）的通知》	积极推进临床护理，促进改善康复医疗护理高质量发展，扩大“互联网+护理服务”范围，加大支持保障力度

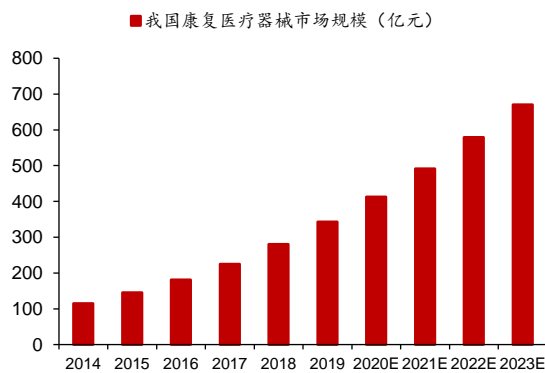
资料来源：诚益通 2022 年报及 2023 年中报，上海证券研究所

我国建立三级医疗康复体系，在该体系中，三级综合医院承担急性期治疗功能，康复医院或者以康复为主的二级综合医院承

担稳定期治疗功能，社区、基层医疗机构承担恢复期治疗功能；目前我国康复医疗资源主要集中在三级综合医院。据 2022 中国卫生健康统计年鉴，截至 2021 年，全国康复医院数量为 810 家，占专科医院总数的 8.35%，全国康复医学科床位数为 32.77 万张，占床位总数的 3.47%；与《综合医院康复医学科基本标准（试行）》要求的康复科室设置床位数预期达到 5% 的水平仍有超 1.5% 的缺口。

随着我国三级康复医疗体系的日渐完善，产业政策对康复医疗支持力度的不断加大，居民对康复医疗认知度的逐渐提升，同时受人口老龄化日益严峻、慢性病人口数量增加、计划生育政策放开等因素推动，我国康复医疗器械行业市场规模保持快速增长态势。据 Frost&Sullivan 预计，到 2023 年我国康复医疗器械市场规模将达 670 亿元。

图 9：2014~2023E 我国康复医疗器械市场规模及预测（单位：亿元）



资料来源：Frost&Sullivan，麦澜德招股说明书，上海证券研究所

图 10：分级诊疗制度模式



资料来源：麦澜德招股说明书，上海证券研究所

推陈出新，矩阵式产品应用。龙之杰成立于 2000 年，历经 20 年发展，逐步完成从单一产品销售向康复整体解决方案服务商转型，是康复医疗器械行业内的创新引领型企业。公司目前拥有较为完善的产品线，专科解决方案覆盖 6 大领域，包括疼痛康复、神经康复、养老康复、孕产康复、骨科及运动康复、临床康复一体化；在电疗、光疗、磁疗、压力疗法等物理因子治疗产品及运动治疗产品领域，均处于国内领先地位。公司产品生产规模可达到 7000 台套/年。

“深耕三级医院+聚焦基层市场”并行。公司主要以三级医院为主要开拓目标，发展至今形成了稳定的经销渠道，打造了良好的品牌美誉度。与此同时，公司顺应政策导向，积极下沉目标市场，拓展经销渠道布局县乡基层医疗机构市场。截至 2023H1，公

公司产品进入国内 5000 余家医疗机构，远销全球 30 多个国家，多款产品获得 CE 和 FDA 认证。

图 11：诚益通康复专科解决方案



资料来源：公司 2023 年中报，上海证券研究所

以技术研发为先导，乡村事业部采用新业务模式开拓基层医疗卫生市场。公司持续对产品体系进行完善和升级，并探索超声、中药技术在康复领域的应用；2023H1 龙之杰新增注册证及备案凭证 7 项，累计拥有注册证及备案凭证 88 项。2020 年，龙之杰以二级医院市场为主要开拓目标，提高县乡基层医疗市场的销售人员覆盖，二级医院销售金额在总体销售金额中占比显著提升。2021 年，是公司乡村事业部发展元年，也是市场开拓取得突破性进展的一年；期间，多个乡镇卫生院项目落地并投入运营。2022 年，则是乡村事业部快速发展的一年，公司积极与基层卫生协会、农村卫生协会等开展合作，从而不断的提高品牌知名度，落地项目运营成功率达到 100%。

2023H1 公司城市事业部业务、外贸业务取得稳步增长；乡村事业部业务快速放量，业务覆盖广东、广西、湖北、江西、四川、重庆、河北、山东、湖南、江苏 10 个省市。作为最早布局的广东、广西市场，未来公司将以快速覆盖市场、提升市场占有率为主要目标；针对新拓展区域，公司将以高标准、严要求打造样板项目，以样板项目为基础、以渠道为支持，实现快速推广。

表 3：国内主要康复医疗类上市公司业务布局

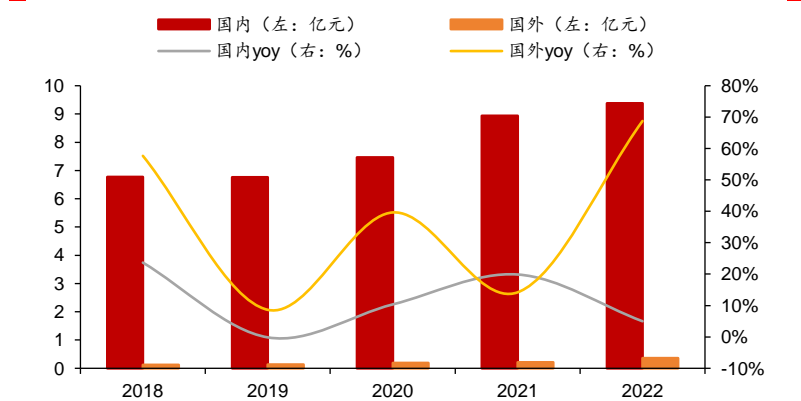
公司	2022 营收	产品布局	市场地位	注册证数量 (2022)
诚益通	2.71 亿元 (康复板 块)	专科解决方案覆盖 6 大领域，包括疼痛康复解决方案、神经康复解决方案、养老康复解决方案、孕产康复解决方案、骨科及运动康复解决方案、临床康复一体化	在电疗、光疗、磁疗、压力疗法等物理因子治疗产品及运动治疗产品领域，均处于国内领先地位	累计拥有医疗器械注册证及备案凭证达到 86 项

		解决方案		
伟思医疗	3.22 亿元	在电刺激、磁刺激、电生理、康复机器人以及医美能量源等方向布局	致力于在磁刺激领域成为全球领先供应商，在康复领域和医美领域成为中国领先供应商	累计拥有授权专利 196 项（其中发明专利 42 项）
翔宇医疗	4.89 亿元	康复评定、训练、理疗设备、康复辅具、康复护理设备，已形成 20 大系列、500 多种自有产品的丰富产品结构	在康复医疗器械行业各细分领域均拥有行业领先的核心技术	累计获得专利 1251 项，241 项医疗器械注册证/备案凭证
麦澜德	3.77 亿元	在电刺激、磁刺激、医学超声诊断、射频、聚焦超声等方向进行技术布局，围绕着女性常见病、多发病的筛查、诊断和治疗	在盆底及妇产康复领域精耕细作，具有较强市场竞争力和影响力，致力成为“专注于女性健康与美的世界级医疗健康公司”	累计获得 15 项授权发明专利，38 项医疗器械注册证/备案凭证
普门科技 (康复板块)	2.27 亿元	聚焦在创面治疗、呼吸重症、围术期、疼痛康复、能量医美五大领域，以光子治疗仪、空气波压力治疗仪为核心产品	高能窄谱光治疗技术、低频超声清创技术、脉冲/调Q/半导体激光技术等，系列技术达到国际先进或国内领先水平	2022 年，在治疗与康复领域新增医疗器械注册证 14 项

资料来源：各公司 2022 年报，上海证券研究所

康复外销业务厚积薄发，成为公司新的增长点。龙之杰于 2012 年初成立国际销售部，通过与全球经销商、代理商的良好合作，“longest”物理治疗设备产品已进入德国、瑞士、意大利等全球 30 多个国家。2022 年，公司不断加强外贸营销团队建设，积极参与全球各类展会推广产品与服务，从而提升产品的知名度；外销业务取得丰硕成果，金额首次超过 3000 万元。未来，公司一方面针对北美、欧洲等传统优势领域，将进一步加大经销商开拓力度，从而提升经营业绩；另一方面，公司将积极部署“一带一路”国家地区，从而实现新兴市场布局。

图 12：2018~2022 年公司内外销业务收入及增速（单位：亿元，%）



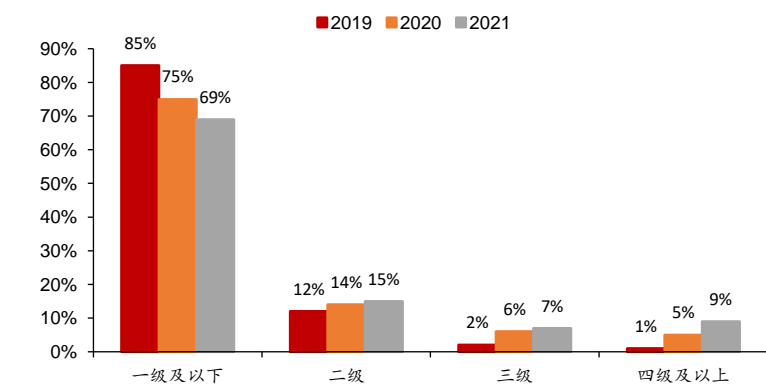
资料来源：Wind，上海证券研究所

4.智能制造：“拓领域”+“信息化”两步走，提升核心竞争力

智能制造是基于新一代信息通信技术与先进制造技术深度融合，贯穿于设计、生产、管理、服务等制造活动的各个环节，具有自感知、自学习、自决策、自执行、自适应等功能新型生产方式。智能制造与医药工业融合发展极大推动药品制造的智能化、信息化及可追溯性，从而实现医药工业由大到强的转变。

据《智能制造发展指数报告（2021）》显示，2021年全国制造业智能制造能力成熟度较2020年有所提升，一级及以下的低成熟度企业占比减少6pct，三级以上的高成熟度企业数量增加5pct。从医药制造业情况来看，2021年，一级及以下的低成熟度企业占比65.1%、二级成熟度企业占比20.2%、三级及以上成熟度企业占比14.7%。

图 13：全国智能制造能力成熟度水平（2019-2021）



资料来源：公司2023年中报，上海证券研究所

公司作为智能制造整体解决方案提供商，可以向制药企业、生物制品生产企业提供个性化的智能制造整体解决方案。公司的智能制造整体解决方案以制药工艺为基础，将自动化控制系统、工业软件及智能装备进行集成，从而赋能客户提升自动化、数字化、智能化水平，最终实现制药生产自动化控制和智能化管理。2022年，公司再获国家级认证，入选工信部“2022年度智能制造标准应用试点项目”名单，“生物医药智能车间/工厂建设标准应用试点项目”成功上榜，进一步彰显公司技术实力。

图 14：诚益通智能制造整体解决方案



资料来源：公司 2023 年中报，上海证券研究所

智能制造业务作为公司的核心业务，将“扩领域”和“智能化”作为该板块的发展方向。自成立以来，公司主要服务于生物发酵原料药生产企业，生物发酵原料药生产过程自动化控制业务是公司的传统业务，是智能制造板块收入的重要来源，公司是该业务领域的早期市场开拓者，在该业务领域具有明显的技术优势并始终处于行业的领先地位。为完善产业布局，公司将产业链横向拓展至化学合成、中药及植物提取领域。2022 年，化学合成业务新签订单超过 1.8 亿元，较 2021 年同期增长超过 83%，进入快速增长阶段，成为板块继发酵业务之后的第二大业务支柱。

同时公司也注重产业链的纵向延伸。公司以子公司诚益通科技为依托，将服务内容延伸至制剂生产领域；2022 年，制剂业务新签订单突破 1 亿元，创历史新高，成为又一业务增长点。此外，2017 年公司通过收购博日鸿将产业链纵向延伸至智能包装领域。由此，公司在医药生物生产制造过程的产品结构更加完善，提供整体解决方案的能力得以提升。

表 4：诚益通智能制造产业链横纵向布局情况

领域	布局情况
化学合成	历经数年摸索，化学合成领域已经建立了较为完备的产品体系以及营销模式，目前该领域业务发展势头强劲，已成为公司业绩增长新动力
中药提取	2018 年公司收购金安药机，通过整合，将公司在自动化控制领域的优势与金安药机产品进行融合，形成完善的中药系统智能制造解决方案，从而提升公司在中药领域的市场竞争力
植物提取	公司开发了工业大麻提纯加工的整体解决方案，2020 年公司首套生产线通过美国 UL 认证，产品线安全性获得认可，为下一步市场开拓奠定基础
生物制药	公司将其作为关注重点，力争将其培育成新的业务发展方向
制剂生产	目前公司已经形成以智能物流系统、配料系统、混合系统、隔离系统、分装系统及信息化业务为核心产品的系统解决方案
智能包装	2017 年，公司通过收购博日鸿将产业链纵向延伸至智能包装领域

资料来源：公司 2022 年报及 2023 年中报，上海证券研究所

工业软件信息化产品是智能制造体系建设的关键环节，作为公司未来重要发展方向之一，公司高度重视信息化领域研发投入，不断开发新产品，目前公司信息化产品主要包括智能制造系统（MES）、智能物流追溯系统（MTS）、数据采集与集中监控系统（SCADA）、仓储管理系统（WMS）等，在医药生物智能制造领域有着丰富的项目实施成果，先后参与悦康药业、华邦制药、宜昌三峡制药等国家级发展专项及新模式运用项目，以及正大青春宝“中药智能化平台”、芍花堂“芍花堂中药饮片数字化车间”项目等。

深入推进项目精益化管控，筑牢企业发展根基。2022年公司将项目精益化管控作为重中之重，深化项目全流程管控，建立多部门联动机制对重要节点进行重点监控；项目精益化管控初显成效，工程项目综合运行效率提高、长期应收账款项回款率提升。

5. 盈利预测与估值

智能制造业务作为核心业务，近年来公司横向开拓扩大业务范围，纵向延伸完善业务布局；随着公司项目实施效率明显提高，大项目承揽能力显著增强，我们认为未来智能制造业务将继续维持稳健增长，预计 2023-2025 年收入增速分别为 28.50%/20.00%/15.00%。乡村事业部逐渐成为公司康复医疗业务业绩增长的重要推动力，未来随着公司在深耕现有市场的基础上，持续向其他地区进行业务延伸，不断扩大市场覆盖范围；我们认为康复医疗业务有望实现较快增长，预计 2023-2025 年收入增速分别为 25.50%/28.00%/ 23.00%。我们预计公司整体毛利率有望稳中有升，23-25 年分别为 39.94%/40.96%/42.02%。

结合公司 2023 年业绩预告，我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 12.43/15.19/17.82 亿元，同比增长 27.61%/22.19%/17.29%；归母净利润分别为 1.68/2.21/2.80 亿元，同比增长 34.73%/31.28%/26.79%；EPS 分别为 0.62/0.81/1.02 元/股；2024 年 2 月 22 日收盘价对应 PE 分别为 21/16/13 倍；首次覆盖，给予“增持”评级。

表 5：2020~2025E 盈利预测

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (亿元)	7.64	9.15	9.74	12.43	15.19	17.82
yoy	10.92%	19.73%	6.47%	27.61%	22.19%	17.29%
毛利率 (%)	35.40%	38.19%	41.57%	39.94%	40.96%	42.02%
营业成本 (亿元)	4.94	5.66	5.69	7.47	8.97	10.33
智能制造业务						
智能制造营收 (亿元)	5.98	6.93	7.03	9.03	10.84	12.47
yoy	14.65%	15.86%	1.53%	28.50%	20.00%	15.00%
毛利率 (%)	27.64%	29.11%	30.26%	29.00%	29.50%	30.00%
智能制造成本 (亿元)	4.33	4.91	4.90	6.41	7.64	8.73
康复医疗业务						
康复医疗营收 (亿元)	1.67	2.23	2.71	3.40	4.35	5.35
yoy	-0.68%	33.58%	21.83%	25.50%	28.00%	23.00%
毛利率 (%)	63.24%	66.41%	70.86%	69.00%	69.50%	70.00%
康复医疗成本 (亿元)	0.61	0.75	0.79	1.05	1.33	1.61

资料来源：Wind，上海证券研究所

表 6：可比公司估值

公司名称	收盘价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元/股)				归母净利润 (亿元)				P/E (倍)			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
伟思医疗	50.46	34.63	1.37	2.22	2.87	3.65	0.94	1.53	1.98	2.50	27.57	22.71	17.56	13.84
麦澜德	24.24	24.39	1.46	1.26	1.79	2.42	1.22	1.28	1.81	2.43	23.47	19.17	13.54	10.04
翔宇医疗	42.33	67.73	0.79	1.45	1.80	2.25	1.25	2.32	2.89	3.60	31.22	29.24	23.46	18.79
普门科技	18.39	78.72	0.60	0.78	1.01	1.31	2.51	3.35	4.34	5.61	34.04	23.50	18.16	14.04
诚益通	12.85	35.10	0.46	0.62	0.81	1.02	1.25	1.68	2.21	2.80	28.15	20.89	15.91	12.55

资料来源：Wind，上海证券研究所（注：除诚益通外可比公司均采用 Wind 一致预期，股价为 2024 年 2 月 22 日收盘价）

6.风险提示

市场竞争加剧风险：随着公司下游行业客户的实力不断提升，对产品的要求也相应提高，综合性需求也越来越多；未来随着国内外医药生物智能制造行业及康复医疗设备行业的发展，将加剧行业市场竞争。

技术研发及新产品开发的风险：公司医药生物智能制造及康复医疗设备业务都是技术密集型行业，产品开发具有研发周期长、技术难度高、资金投入大等特点，公司在新产品研发过程中，可能出现研发方向偏差、研发无法实现产业化、研发成本超支、研发失败等情况，或是竞争对手掌握了相同或更优越的产品和技术，尤其是一些新产品和新技术，将会导致公司面临一定的风险。

人才短缺风险：作为技术密集型行业，高素质的技术人才和管理人才对企业的发展起着非常重要的作用，特别是伴随着公司的成长，公司的组织结构和管理体系也趋于复杂化，对公司管控能力提出了更高要求，能否吸引、培养、用好高素质的技术人才和管理人才，是影响公司未来发展的关键性因素。

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	197	82	268	505
应收票据及应收账款	535	606	743	874
存货	679	863	1037	1197
其他流动资产	187	241	285	327
流动资产合计	1599	1792	2333	2903
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	267	344	341	338
固定资产	304	293	280	267
在建工程	180	171	163	154
无形资产	61	58	55	52
其他非流动资产	721	699	692	684
非流动资产合计	1534	1566	1532	1496
资产总计	3133	3358	3865	4399
短期借款	279	360	435	513
应付票据及应付账款	499	601	738	853
合同负债	84	150	172	198
其他流动负债	133	141	171	193
流动负债合计	994	1252	1516	1757
长期借款	130	170	190	200
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	16	12	12	12
非流动负债合计	145	181	201	211
负债合计	1140	1433	1717	1969
股本	273	273	273	273
资本公积	908	912	912	912
留存收益	806	731	952	1231
归属母公司股东权益	1974	1903	2123	2403
少数股东权益	20	22	24	27
股东权益合计	1994	1925	2148	2430
负债和股东权益合计	3133	3358	3865	4399

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流量	30	61	118	180
净利润	126	170	223	283
折旧摊销	31	31	32	32
营运资金变动	-153	-190	-184	-183
其他	26	49	47	48
投资活动现金流量	-185	-34	0	0
资本支出	-141	-3	-3	-3
投资变动	-46	-54	2	1
其他	2	22	1	3
筹资活动现金流量	93	96	68	57
债权融资	94	120	95	88
股权融资	2	4	0	0
其他	-4	-28	-27	-32
现金净流量	-58	124	186	237

利润表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	974	1243	1519	1782
营业成本	569	747	897	1033
营业税金及附加	8	10	12	14
销售费用	99	124	152	175
管理费用	88	94	118	143
研发费用	64	69	87	107
财务费用	11	14	24	21
资产减值损失	-6	-5	-2	-3
投资收益	-1	-2	-2	-2
公允价值变动损益	1	0	0	0
营业利润	140	186	245	310
营业外收支净额	0	-1	-1	-1
利润总额	140	185	244	310
所得税	14	15	21	27
净利润	126	170	223	283
少数股东损益	1	2	2	3
归属母公司股东净利润	125	168	221	280

主要指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
盈利能力指标				
毛利率	41.6%	39.9%	41.0%	42.0%
净利率	12.8%	13.5%	14.5%	15.7%
净资产收益率	6.3%	8.8%	10.4%	11.6%
资产回报率	4.0%	5.0%	5.7%	6.4%
投资回报率	5.6%	7.4%	8.7%	9.5%
成长能力指标				
营业收入增长率	6.5%	27.6%	22.2%	17.3%
EBIT 增长率	15.9%	31.8%	34.3%	23.4%
归母净利润增长率	21.3%	34.7%	31.3%	26.8%
每股指标 (元)				
每股收益	0.46	0.62	0.81	1.02
每股净资产	7.23	6.97	7.77	8.80
每股经营现金流	0.11	0.22	0.43	0.66
每股股利	0	0	0	0
营运能力指标				
总资产周转率	0.32	0.38	0.42	0.43
应收账款周转率	2.02	2.18	2.25	2.20
存货周转率	0.87	0.97	0.94	0.92
偿债能力指标				
资产负债率	36.4%	42.7%	44.4%	44.8%
流动比率	1.61	1.43	1.54	1.65
速动比率	0.82	0.61	0.73	0.85
估值指标				
P/E	28.15	20.89	15.91	12.55
P/B	1.78	1.84	1.65	1.46
EV/EBITDA	18.67	17.26	13.00	10.33

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。