

低估值的智能医药管理龙头

2024年03月22日

► **苏州艾隆科技股份有限公司，中国智慧医疗解决方案的领先者，专注于提供医疗物资智能化管理整体解决方案。**作为 A 股首批专业企业之一，其涵盖智慧药房、病区、物流等板块，依托物联网和大数据技术，运用自动化与智能传感技术，旨在推动医疗机构高效、安全管理医疗物资。公司拥有清晰的股权结构和稳定的管理，是技术创新和专利成果的领先者，致力于构建高效的新型智慧医疗服务体系。公司的股权结构清晰，管理明确。

截至 2023 年三季报，艾隆科技的前三大股东分别是张银花女士、徐立先生和铸锋资产管理（北京）有限公司，持股比例分别为 29.86%、10.96%和 2.88%。张银花已自愿延长其限售股的锁定期，至 2025 年 3 月 29 日到期，涉及 2305.5 万股，占公司总股本的 29.86%。

► **医疗物资智能化管理解决方案的行业领先者，提供全面的一站式服务。**依托物联网和大数据技术，公司开发了涵盖智慧药房、病区、物流的核心业务板块，旨在提升医疗机构的服务效率和安全性。艾隆科技的产品广泛应用于各类医疗机构，并不断探索新的应用场景。公司结合自主生产和委外加工，通过直销及经销模式，向市场提供高效、定制化的智能管理解决方案。

► **深耕数据要素底座培育核心竞争力，打造“护城河”持续探索城市新型管理模式。**1) **积累的大量的行业数据：**公司深耕中游数据采集及加工、下游数据应用，有着丰富的时空数据积累；2) **中长期战略规划：**依托数据要素，未来三年主要聚焦于数智化和地下空间综合治理两大领域，积极推动公司转型发展；3) **江苏省城市生命线安全项目：**公司在江苏省有着良好的数据基础，持续打造江苏省城市生命线安全项目，重点聚焦城市公共安全管理，最终实现一网通管，实现城市生命线安全隐患的及时发现和风险的精准预测预警。

► **投资建议：**公司是医疗物资智能化管理整体解决方案提供商，多年来深耕医疗物资管理领域，依托于物联网、大数据分析搭建的人机交互平台，推动产品从“自动化”向“智能化”升级，在人工智能加速对产业深度赋能的背景下，公司积极推动智能医疗向更大场景覆盖，有望打开长期成长空间。预计公司 2023-2025 年归母净利润为 0.27/1.20/1.61 亿元，对应 PE 分别为 64X、15X、11X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

► **风险提示：**市场开拓风险；市场需求变化风险；OEM 采购模式风险

推荐

首次评级

当前价格：

23.37 元



分析师 吕伟

执业证书：S0100521110003

邮箱：lvwei_yj@mszq.com

分析师 赵奕豪

执业证书：S0100523050003

邮箱：zhaoyihao@mszq.com

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	477	361	472	610
增长率 (%)	22.6	-24.3	30.6	29.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	102	27	120	161
增长率 (%)	7.1	-73.2	337.7	34.0
每股收益 (元)	1.33	0.36	1.56	2.09
PE	17	64	15	11
PB	2.1	2.2	1.9	1.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 3 月 22 日收盘价）

目录

1 中国科技智慧医疗解决方案领先者	3
1.1 智慧医疗物资管理解决方案先锋	3
1.2 股权结构稳定，管理高效	4
1.3 技术积累筑起领先优势，定制化模式打好行业口碑	5
2 行业先锋的医疗物资智能化管理解决方案提供商，覆盖全院级一站式服务	8
2.1 智慧药房产品序列完备，优化传统工作模式	8
2.2 自动化病区、物流板块齐发力，经营模式为发展定好总基调	13
3 盈利预测与投资建议	16
3.1 盈利预测	16
3.2 估值分析	18
3.3 投资建议	19
4 风险提示	20
插图目录	22
表格目录	22

1 中国科技智慧医疗解决方案领先者

1.1 智慧医疗物资管理解决方案先锋

苏州艾隆科技股份有限公司专注于医疗物资智能管理，主要为各级医疗服务机构提供医疗物资智能化管理整体解决方案，是行业率先在 A 股上市的专业企业。业务包括智慧药房、智慧病区、智慧物流三大板块，产品涵盖医疗物资智能管理设备及软件信息平台。

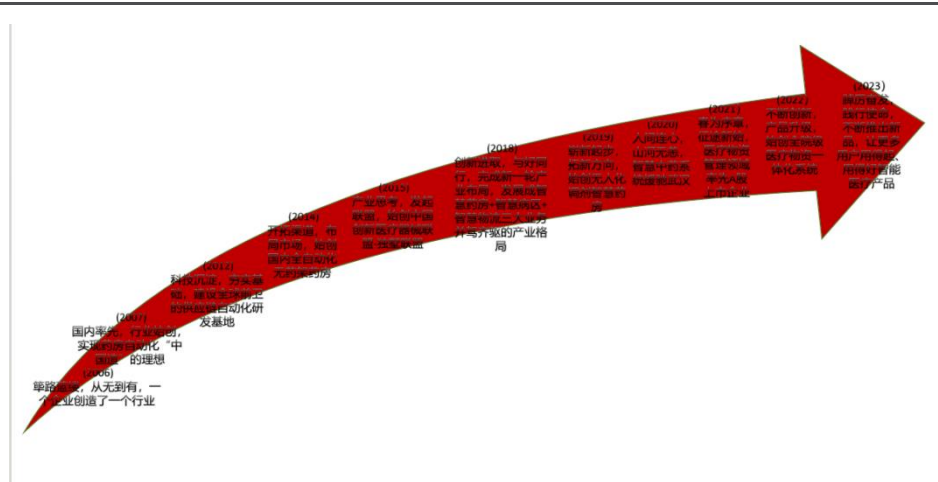
图1：企业文化



资料来源：公司官网，民生证券研究院

依托物联网、大数据分析搭建的人机交互平台，运用自动化机器人、智能传感等技术，打造“全院级”、“一站式”整体解决方案，为各级医疗服务机构提供高效、安全、全面、智能的医疗物资存储、分发、管理及传输服务，推动各级医疗服务机构实现“精准智能分发、精益物流服务、合理安全使用”三大目标，助力构建全面有效的新型智慧医疗服务体系。

图2：公司发展历程

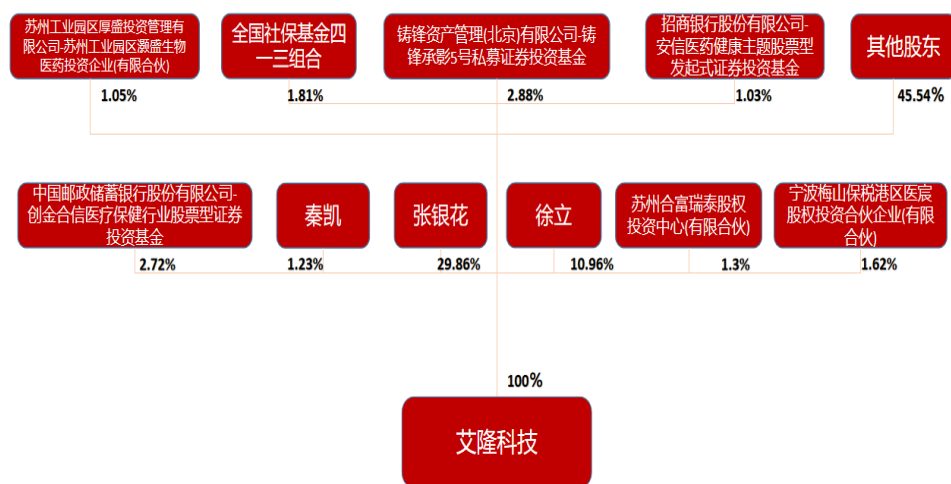


资料来源：公司官网，民生证券研究院

1.2 股权结构稳定，管理高效

公司的股权结构清晰，管理明确。截至 2023 年三季报，艾隆科技的前三大股东分别是张银花女士、徐立先生和铸锋资产管理(北京)有限公司，持股比例分别为 29.86%、10.96%和 2.88%。张银花女士不仅是主要股东之一，还是公司的实际控制人。根据 2024 年 3 月 19 日公司发布的公告，公司控股股东及实际控制人张银花女士主动延长了其持有的 29.86%公司股份的限售期。这些股份为首次公开发行前的限售股，原锁定期将于 2025 年 3 月 29 日到期，延长后将增加 12 个月。此举显现张女士对公司未来发展的信任，并为公司持续增长提供了更为稳定的股权环境。涉及的股份总数为 2305.5 万股。

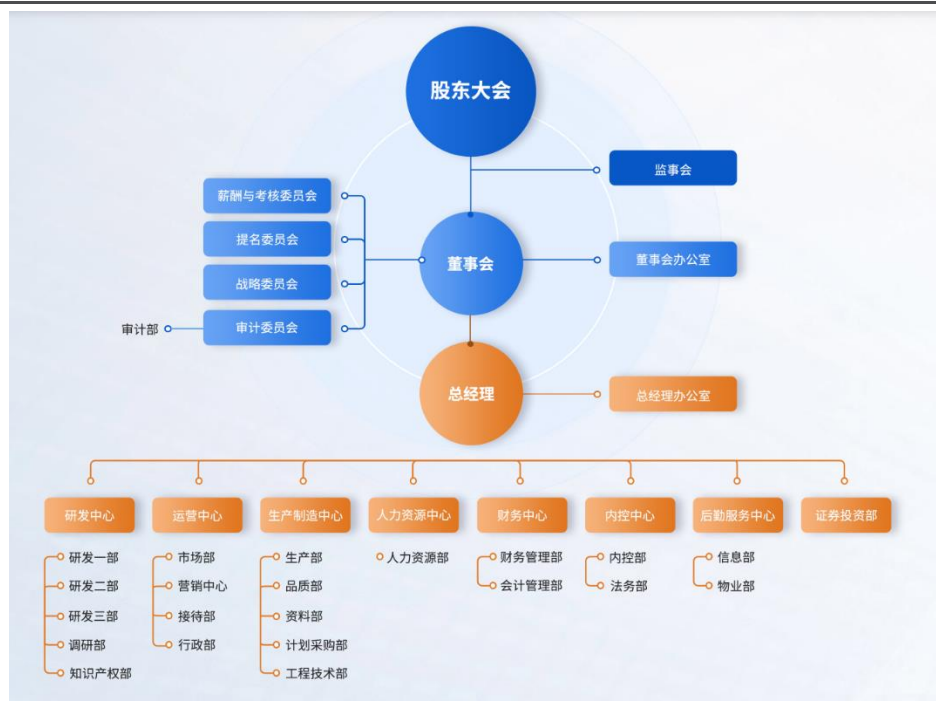
图3：艾隆科技股权结构图



资料来源：同花顺，民生证券研究院

公司自改制成立以来，严格按照国家法律法规和中国证监会有关规定要求，积极推行现代企业制度，不断完善法人治理结构，注重规范运作。

图4：公司治理结构



资料来源：公司官网，民生证券研究院

实控人延长限售股锁定期，彰显对未来发展的信心。根据 2024 年 3 月 19 日公司发布的公告，公司控股股东、实际控制人张银花女士自愿将其持有的公司首次公开发行前限售股锁定期自期满之日起延长 12 个月至 2025 年 3 月 29 日。本次延长锁定期的限售股数量为 23055000 股，占公司总股本的比例为 29.86%。

1.3 技术积累筑起领先优势，定制化模式打好行业口碑

公司的核心竞争力可以概括为以下几个关键点：

1) 技术研发优势：公司凭借多年技术研发经验和专业团队，在医疗物资智能化技术管理领域取得显著成就，自主研发核心技术，截至 2023 年半年报，公司取得 84 项软件著作权和 452 项专利，包括 185 项发明专利。公司开发的软件和硬件产品，如艾隆自动化药房控制软件和快速发药机，均基于深入的行业理解和技术创新。

图5：公司技术实力

有效知识产权 **560+**



资料来源：公司官网，民生证券研究院

2) 客户需求响应：公司通过市场调研，快速准确地响应下游客户的个性化需求，如静脉用药集中调配解决方案，满足医疗机构对药物调配流程的高效率和准确率要求。

图6：公司荣誉

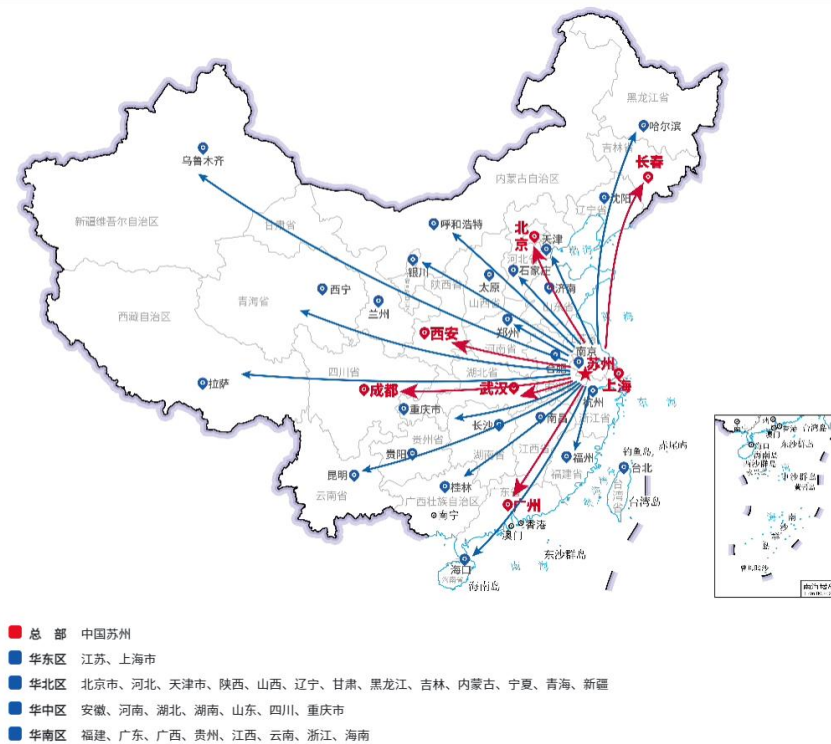


资料来源：公司官网，民生证券研究院

3) 产品线丰富：公司拥有包括快速发药机、智能调配机等在内的丰富产品线，覆盖医院多个区域需求，提供整体自动化改造解决方案，是国内领先的医院自动化药房解决方案提供商之一。

4) 完善售后服务：公司建立了全国覆盖的售后服务网络，提供 365 天*24 小时服务响应，确保产品质量问题快速解决，保障医疗机构正常运转，体现了产品的高附加值。

图7：公司覆盖全国近 30 个省、自治区、直辖市的售后服务网络



资料来源：公司官网，民生证券研究院

2 行业先锋的医疗物资智能化管理解决方案提供商，覆盖全院级一站式服务

公司专注于医疗物资的智能管理，主要为各级医疗服务机构提供医疗物资智能化管理整体解决方案，是该行业率先在 A 股上市的专业企业。业务包括智慧药房、智慧病区、智慧物流三大板块，产品涵盖医疗物资智能管理设备及软件信息平台。依托于物联网、大数据分析搭建的人机交互平台，运用自动化机器人、智能传感等技术，打造“全院级”、“一站式”整体解决方案，为各级医疗服务机构提供高效、安全、全面、智能的医疗物资存储、分发、管理及传输服务，推动各级医疗服务机构实现“精准智能分发、精益物流服务、合理安全使用”三大目标，助力构建全面有效的新型智慧医疗服务体系。公司产品目前主要应用于药品、耗材及其他医疗物资的智能管理，主要应用场景为大中型医院、社区医院、医药供应链服务企业、城市中央药房、中药自动集中代煎中心等，同时公司正在积极开拓其他应用领域。

表1：公司产品分类表

一级分类	二级分类	具体产品
自动化药房板块	门、急诊自动化药房系列	盒装药品智能配发系统（无人值守全自动加药）、全自动盘点型智能药库、快速发药机、高速发药机、智能存取机、智能麻精药品管理柜等
	静配中心自动化药房系列	PIVAS 一体化智能排药工作站、针剂统排机、输液成品分拣机、输液贴签机等
	院外自动化药房系列	小微自助药房、城市中央药房、中药个性化智能制剂系统等
自动化病区板块		智能分包机、病区综合管理柜、智能陪护床等
自动化物流板块		气动物流传输系统、整处方传输系统、智能化仓储管理系统等

资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司紧紧围绕医疗物资智能管理领域，通过不断升级、拓展下游应用领域及产品线，目前已形成自动化药房、自动化病区、自动化物流三大产品板块，涵盖各级医疗服务机构主要应用场景。

2.1 智慧药房产品序列完备，优化传统工作模式

公司自动化药房板块主要包括门/急诊自动化药房系列产品、静配中心自动化药房系列产品和院外自动化药房系列产品。

图8: 智慧药房



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

(1) 门/急诊自动化药房系列产品

门/急诊自动化药房系列产品主要包括盒装药品智能配发系统(无人值守全自动加药)、全自动盘点型智能药库、快速发药机、高速发药机、智能存取机、智能麻精药品管理柜等。

表2: 门/急诊自动化药房系列产品表

产品名称	产品用途	产品图
盒装药品智能配发系统(无人值守全自动加药)	用于大批量、标准规格盒装药品的存储、调配、发放: 快速自动盘点, 自动请领: 无人值守高效补药	
全自动盘点型智能药库	用于物资储存: 智能预测分析药品使用需求, 生成合理库存需求计划: 自动化库存盘点	
快速发药机	用于小批量、标准规格盒装药品的存储、调配、发放	
高速发药机	用于大批量、标准规格盒装药品的存储、调配、发放	
智能调配机	用于针剂、异形包装药品的存储、调配、发放	

智能麻精药品
管理柜

用于毒、麻、精药品的存储、调配、发放



前台发药智能
视觉核对系统

用于自动识别处方的完整性；自动核对药品信息



资料来源：公司公告，民生证券研究院

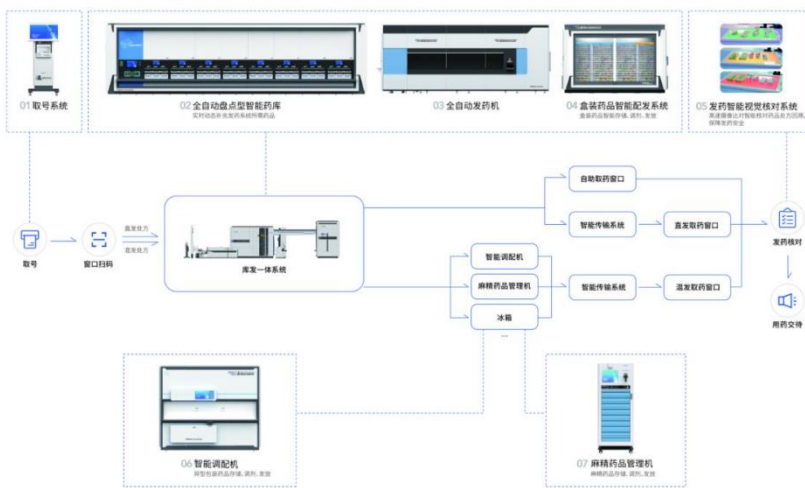
公司产品主要为盒装药品智能配发系统（无人值守全自动加药）、全自动盘点型智能药库、智能调配机、麻精药品管理柜、发药智能视觉核对系统等。

门/急诊自动化药房系列产品通过智能设备优化了传统药房的工作模式，具体体现在以下几个方面：

公司产品通过接收医院处方信息，实现药品自动化补充、存储和发放过程；公司产品从医院药库到全自动盘点型智能药库，再到发药窗口，最终到患者手中，可全程跟踪管控药品，真正实现药品在院内流通的“全程批号”闭环式管理；同时，公司产品可以有效提高处方及医嘱处理效率，减少患者在门急诊发药窗口的滞留时间，降低因人员排队、拥堵导致的潜在交叉感染几率；最后，公司通过分析门/急诊药房历史数据，针对项目方案进行个性化定制，对药品的存储、管理、分发等流程进行智能化优化升级，对药品的精准备库进行准确分析，从而提升医院药品的管理、使用效率，保障用药安全，促进合理用药。

图9：门/急诊自动化药房系列产品运作模式

工作流程



资料来源：公司公告，民生证券研究院

(2) 静配中心自动化药房系列产品

静脉用药调配中心（以下简称“静配中心”）是指将原来分散在各病区治疗室开放环境下进行调配的静脉用药，集中由专职的技术人员在密闭、洁净的环境下进行调配。

表3：静配中心自动化药房系列产品表

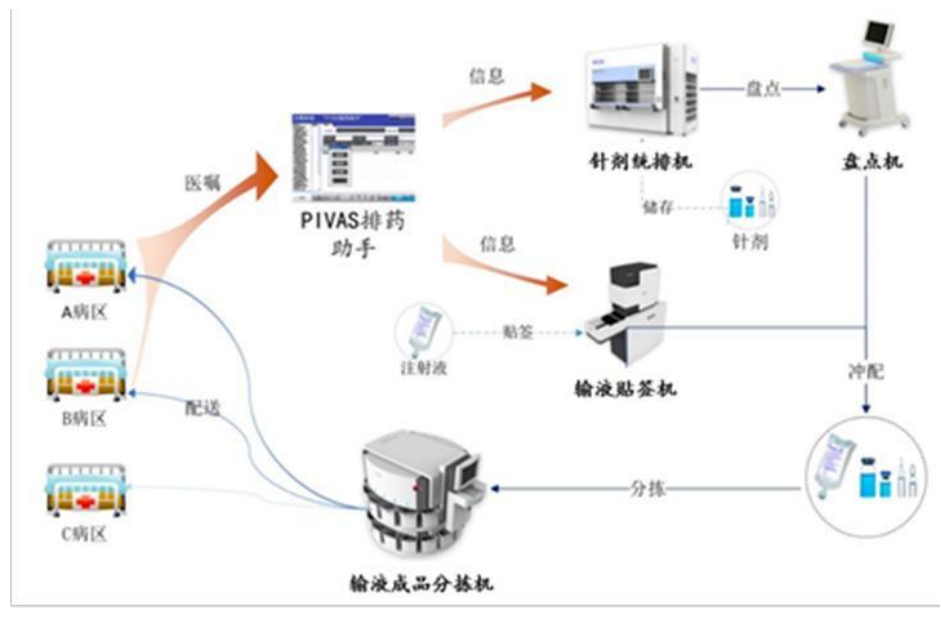
产品名称	产品用途	产品图
PIVAS 一体化智能排药工作站	智能存储输液和针剂，智能批量缓存已匹配药品，全程智能排药，节约人力，全程排药信息化监控并溯源	
PIVAS 排药助手	简化静配中心工作流程，视需求选择冲配药品的排药模式	
针剂统排机	适用于静配中心统排模式下针剂类药品的储存、调配管理	
自动识别盘点机	全自动盘点核对静配中心针剂类药品	
输液贴签机	对溶媒液体进行自动化贴签	
输液成品分拣机	将完成冲配后的输液袋自动准确地分拣至相应病区的药箱	

资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司产品主要为 PIVAS 排药助手、针剂统排机、自动识别盘点机、输液贴签机、输液成品分拣机等。

静配中心自动化药房通过药师调剂、复核、配置等多个环节的严格控制，最大限度地减少因各种因素导致的用药错误，提高静脉用药质量，促进静脉用药合理使用，保障静脉用药安全。具体体现在以下几个方面：根据临床医嘱自动划分批次，提高医院整体药物调配效率，优化业务流程，降低药师劳动强度，使药师有更多时间及精力投身于医嘱审核、药物咨询等临床药学服务工作中；确保配置质量精准，显著降低人工差错率；有效控制静配中心工作过程中医嘱不合格率、调配差错率、贴签差错率、分拣差错率，确保了最终临床合理用药；通过全程扫码，建立药品信息化管理，记录每袋药品实时状态，监控每袋药品操作环节，实现批号、效期等药品信息全程可追溯，便于后续统计查验；同时，系统自动记录每个环节工作量，全流程实时监控，通过软硬件结合全方位提高静配中心信息化、智能化整体水平，减少耗材浪费及退药浪费现象。

图10：静配中心自动化药房系列主要产品运作模式


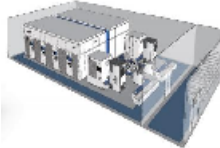


资料来源：公司公告，民生证券研究院

(3) 院外自动化药房系列产品

院外自动化药房作为院内向院外应用场景的延伸和补充，主要包括分布式智能药房、城市中央药房、中药个性化智能制剂系统。

表4：院外自动化药房系列产品表

名称	产品功能	产品特点	产品图
分布式智能药房	放置医院门诊药房大厅、住院药房、专科药房、各大中型社区等药房的发药系统，可“365天*24小时”全时段自助取药	1、接收处方流转，对接医院 HIS 系统；2、线上药师咨询平台，在平台提供在线审方服务，向患者提供远程药事咨询服务；3、可对接医保系统，实现医保脱卡在线支付，零排队，方便快捷。	
城市中央药房	为周边一定区域患者提供用药咨询、自助取药、配送上门等全方位一站式综合药事服务	1、对接医院 HIS 系统，实现处方流转；2、药师实时在线审方指导监督、在线诊疗；3、自动化药物分拣、打包；4、可实现在线支付、配送上门。	

中药个性化智能制剂系统

利用智能自动化系统实现传统中药调配、煎煮、浓缩、灌装、贴签全流程、标准化中药制剂过程

1、减少人力投入、减轻药师工作压力和劳动强度；2、全流程药品信息可跟踪追溯，保障用药安全；3、智能视觉系统核对，自动化称重配料系统，保障药品种类、重量准确率。

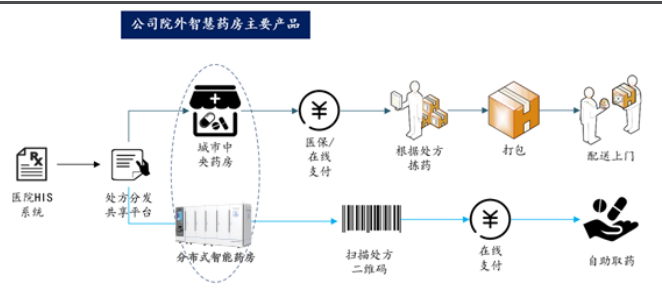


资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司院外自动化药房业务借力政策、布局趋势，是院内药房的有益补充。具体体现在以下方面：

“无接触、不见面”模式，降低医院院内交叉感染风险，推进“互联网+医保支付”服务，为患者提供更加便捷、安全的购药模式；中药个性化智能制剂系统作为传统中医药工艺与现代科技的结合，通过自动化称重配料、智能视觉识别，实现个性化处方的自动化调配过程；院外自动化药房是院内药房的有益补充。

图11：公司院外智慧药房主要产品



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图12：中药个性化智能制剂系统运作模式






资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.2 自动化病区、物流板块齐发力，经营模式为发展定好总基调

自动化病区产品主要包括应用于各级医疗机构住院部等区域的智能分包机、病区综合管理柜和手术室麻醉药品管理柜等。

表5：自动化病区产品表

名称	产品功能	图片
智能分包机	用于住院患者的口服药分包。根据 HIS 系统传递的医嘱信息，将多种片剂或胶囊自动包入同一个药袋内，并打印药品信息、患者信息、服用信息等	
病区综合管理柜	实现各病区科室常用药品、耗材的智能管控和使用。	
手术室麻醉药品管理柜	实现手术室麻醉药品的法规要求的五专管理，保证麻醉用药使用的安全、有效、便捷。	

资料来源：公司公告，民生证券研究院

自动化物流板块：自动化物流产品主要包括智能化仓储管理系统、整处方传输系统、气动物流传输系统、医疗危废自动化处理系统等。实现全院药品、物资的智能传输、存取、库存管理及医疗废弃物资处理等过程，从而改变传统的人工方式，弥补院内物资传输能力不足的问题，有效提升物流效率。

表6：自动化物流产品表

名称	产品功能	图片
智能化仓储管理系统	科学、精细化实现全院物资存储、管控、分发	
整处方传输系统	可根据药筐上芯片信息、准确将药品输送至与其相对应取药窗口。	
气动物流传输系统	将病历、血浆、标本、报告单及急诊救护用品等物资通过气动管道输送到医院的各个场所。	
智能二级缓存库	设置在各个药房，作为一级药库和临床需求药品流通的中间缓存环节，是保障药品供应的关键节点。	

医疗危废自动化处理系统

通过全新的摩擦热处理技术，实现医疗废物“就地化”安全、高效、环保处理，实现医疗危废在院内安全的流通处理。



资料来源：公司公告，民生证券研究院

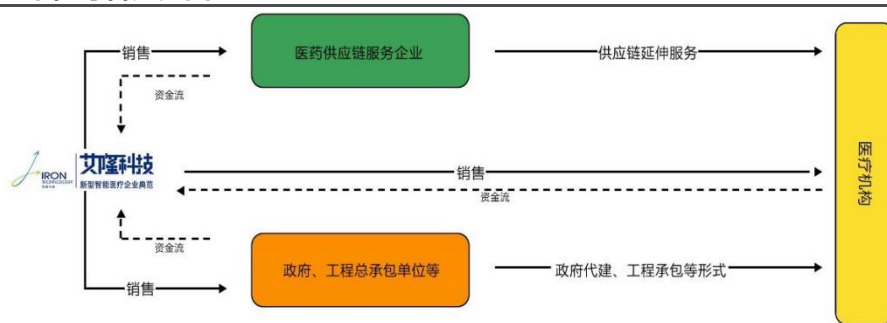
公司的主要经营模式为：

1) 采购模式：公司的采购分为原材料、OEM 产品和配套设备及服务三个部分。原材料采购涵盖广泛的产品类别，用于支持自产产品的生产。通过 OEM 模式，公司将部分产品生产外包，以专注于核心技术研发和产品设计，同时保证产品质量和成本效益。配套设备及服务主要是为了提供完整的医疗物资管理解决方案，包括项目所需的非自产产品和工程服务。

2) 生产模式：公司采用“自主生产+委外加工”的方式，主要产品由公司自行生产，包括钣金加工、机械组装等关键步骤。根据客户订单和技术需求的不同，实施“以销定产”的策略，确保生产灵活性和效率。钣金加工等环节通过外包完成，优化生产流程，降低成本。

3) 销售模式：公司结合直销和经销两种方式进行销售。直销主要面向医药供应链服务企业、终端医疗机构和政府等，依靠招投标等方式获取订单。经销模式则通过区域性经销商扩大市场覆盖，同时提供技术支持和售后服务。定价策略基于成本考虑，同时考虑市场竞争、客户认可度等因素制定价格。售后服务根据合同提供 1-3 年质保期，并在全国主要地区实现快速响应和维修服务。

图13：直销模式下，公司主要面向医药供应链服务企业、医疗机构、政府和工程承包单位等客户如图



资料来源：公司公告，民生证券研究院

3 盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测

自动化药房：1) 收入：第一，渗透率有望持续提升。目前中国自动化药房渗透率较低，与发达国家相比仍有较大提升空间，自动化药房主要为经济发达城市，主要集中在三级优质医院，未来在地区渗透及医院级别渗透率仍有较大成长空间。从产品上看，我国门诊药房自动化设备的渗透率较低，此外还有门急诊药房外，医疗静配中心、病区管理、院外药房、中药制剂等场景，行业中长期扩容空间充足。**第二，AI 带来新的成长机遇，有望成为未来发展的重要催化。**由于药品等医疗物资品类繁多、形态多样、应用场景广泛，同时需要高效规范、多样化处理能力，医院内医疗物资长期依赖高强度的人工处理，借助以旧换新机遇导入 AI+物联网自动化管理需求迫切，因此此项业务也有望受益于 AI 的发展而加速发展。**第三，行业成长空间大，短期波动不改长期趋势。**据头豹研究院，2022 年中国自动化药房市场规模为 196.7 亿元，2027 年自动化药房市场规模将达到 458 亿元，复合增速为 18%。受医疗反腐的影响，短期内医院在相关自动化设备的采购上会有所趋紧；但长期看医疗行业不会因为反腐而减少医院建设的需求，公司作为行业龙头，通过积极调整经营策略有望进一步巩固行业地位，营业收入增速高于行业水平。综上所述，预计 2023-2025 年增速分别为-28%、30%、30%。**2) 毛利率：**公司业务模式稳定，商业模式也相对稳定，20-22 年公司毛利率平均值为 66%，考虑到公司逐步优化商业模式并进入一个常态化水平，因此预计毛利率延续 22 年水平，预计 2023-2025 年公司毛利率分别为 67%、67%、67%。

自动化病区：1) 收入：据中国医学装备协会医院物联网分会公众号，2017 年中国智慧医疗应用规模为 375.2 亿元，2023 年国内智慧医疗应用规模可达到 936.6 亿元，复合增速为 16%。公司凭借在自动化药房领域的市场积极拓展在自动化病区领域市场，并在 22 年实现了高达 114% 的高增长。受国家对医疗行业整顿的影响短期内业绩承压，23 年该业务出现一定的下滑；考虑到当前该业务规模较小，增长空间大，短期下滑不改变长期增长前景，中长期看有着较高的增长速度。同时，考虑到自动化药房业务和自动化病区业务有一定联动效应，AI 等新机遇也有望推动业务加速发展，因此相关业务有望呈现类似的成长趋势。预计 2023-2025 年增速分别为-26%、40%、35%。**2) 毛利率：**20-22 年公司毛利率平均值为 54%，考虑到公司短期内加速拓展市场，会压缩一定的利润空间，毛利率水平有一定的下滑，同时考虑到该业务逐步进入一个常态化水平，我们预计毛利率会延续 22 年水平，预计 2023-2025 年公司毛利率分别为 46%、46%、46%。

自动化物流：1) 收入：据制造及物流装备自动化公众号，中国物流自动化装备市场在 2022 年规模为 1712 亿元，预计到 2025 年市场规模将达到 2157 亿元，复合增速为 8%。公司聚焦于医药物资管理这一细分场景，持续深耕该应用赛道并

保持行业领先，22 年实现 141% 的增速，23 年受医疗反腐的影响，造成营收的短期下滑；长期来看，由于公司该业务行业渗透率较低，提升前景广阔，凭借着行业优势地位有望保持较高水平增长。同时，考虑到自动化药房业务和自动化物流业务有一定联动效应，AI 等新机遇也有望推动业务加速发展，因此相关业务有望呈现类似的成长趋势。预计 2023-2025 年增速分别为-27%、35%、30%。**2) 毛利率：**20-22 年公司毛利率平均值为 45%，考虑到公司短期内加速拓展市场，会压缩一定的利润空间，毛利率水平有一定的下滑，同时考虑到该业务逐步进入一个常态化水平，我们预计毛利率会延续 22 年水平，预计 2023-2025 年公司毛利率分别为 31%、31%、31%。

维保及技术服务：1) 收入：据中商产业研究院，2021 年我国医疗器械市场规模达 8438.2 亿元，预计 2023 年我国医疗器械市场规模将达 10564 亿元，复合增速约为 12%。医疗器械硬件在达到一定规模后会对后期的维保等服务会产生较高的需求，公司作为下游的设备维修和技术服务提供者有望持续受益。长期来看该业务是随着公司核心业务的发展而发展（设备、产品销售伴随着维保技术服务需求的提升），预计 2023-2025 年增速分别为 10%、20%、20%。**2) 毛利率：**20-22 年公司毛利率平均值为 33%，考虑到公司短期内加快拓展市场，会压缩一定的利润空间，毛利率水平有一定的下滑，同时考虑到该业务逐步进入一个常态化水平，我们预计毛利率会延续 22 年水平，预计 2023-2025 年公司毛利率分别为 30%、30%、30%。

其他业务：1) 收入：相关收入为上述四项主要业务的配套业务，预计与相关业务增速呈一定的相关性，预计 2023-2025 年增速分别为-25%、30%、30%。**2) 毛利率：**公司业务模式稳定，商业模式也相对稳定，20-22 年公司毛利率平均值为 42%，考虑到公司逐步优化商业模式并进入一个常态化水平，因此预计毛利率延续 22 年水平，预计 2023-2025 年公司毛利率分别为 46%、46%、46%。

表7：公司收入及毛利率拆分

收入 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
自动化药房	279.2	271.1	195.2	253.8	329.9
增速	33%	-3%	-28%	30%	30%
毛利率	64%	67%	67%	67%	67%
自动化病区	17.2	36.9	27.3	38.2	51.6
增速	-42%	114%	-26%	40%	35%
毛利率	63%	46%	46%	46%	46%
自动化物流	46.7	112.5	81.9	110.6	143.7
增速	79%	141%	-27%	35%	30%
毛利率	54%	31%	31%	31%	31%
维保及技术服务	34.2	41.1	45.3	54.3	65.2
增速	16%	20%	10%	20%	20%
毛利率	33%	30%	30%	30%	30%
其他业务	12.1	15.6	11.7	15.2	19.8
增速	-21%	30%	-25%	30%	30%

毛利率	41%	46%	46%	46%	46%
收入总计	389.3	477.4	361.4	472.1	610.3
增速	26%	23%	-24%	31%	29%
毛利率	60%	53%	52%	52%	52%

资料来源: wind, 民生证券研究院预测

主要费用率: **1) 销售费用率:** 公司 23 年在销售投入较高, 销售费用率出现较大增长; 随着公司积极拓展业务渠道, 寻找新的业务来源, 市场渠道不断成熟, 中长期看公司相关支出有望逐步平稳, 预计 2023-2025 年销售费用率分别为 17.1%、9.2%、8.8%; **2) 管理费用率:** 短期内由于业务投入加大, 公司在 23 年管理费用支出水平较高; 随着公司内部管理能力不断提升, 中长期看管理费用率将逐步收敛, 预计 2023-2025 年分别为 13.8%、7.2%、6.7%; **3) 研发费用率:** 公司积极加大研发投入力度, 培育核心研发能力, 短期内研发费用率处于较高水平; 随着产品不断成熟以及复用率提升, 公司中长期内研发费用率有望逐步收敛, 预计 2023-2025 年分别为 14.8%、8.5%、8.1%。

表8: 公司主要费用率预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	13.8%	11.1%	17.1%	9.2%	8.8%
管理费用率	10.2%	8.0%	13.8%	7.2%	6.7%
研发费用率	10.2%	9.5%	14.8%	8.5%	8.1%

资料来源: wind, 民生证券研究院预测

3.2 估值分析

公司专注于医疗物资的智能管理, 主要为各级医疗服务机构提供医疗物资智能化管理整体解决方案, 产品涵盖医疗物资智能管理设备及软件信息平台, 因此我们选取同样为医疗卫生行业信息化建设解决方案提供商的健麾信息、创业慧康、卫宁健康作为可比公司。可比公司 2023-2025 年平均 PE 分别为 42X、30X、23X, 公司对应 PE 分别为 66X、15X、11X, 其中公司 2024-2025 年 PE 均低于可比公司。近年来, 国家高度重视医疗卫生服务体系建设, 公司主业药房自动化设备是医疗新基建项目的第一核心环节, 公司作为医疗自动化工程建设商将有望直接受益, 短期内将保持较稳定的高增速; 同时, 股权激励计划也彰显了公司对未来业绩高增长的信心。

表9: 公司与可比公司估值情况

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
605186.SH	健麾信息	42.00	0.85	0.89	1.14	1.48	49	47	37	28
300451.SZ	创业慧康	5.03	0.03	0.16	0.24	0.33	168	31	21	15
300253.SZ	卫宁健康	7.80	0.05	0.17	0.24	0.32	154	46	33	24
	平均						124	42	30	23
688329.SH	艾隆科技	22.66	1.33	0.36	1.56	2.09	17	64	15	11

资料来源: wind, 民生证券研究院预测 (基于 2024 年 3 月 22 日收盘价; 可比公司的 eps 均来自于 iFinD 一致预期)

3.3 投资建议

公司是医疗物资智能化管理整体解决方案提供商，多年来深耕医疗物资管理领域，依托于物联网、大数据分析搭建的人机交互平台，推动产品从“自动化”向“智能化”升级，在人工智能加速对产业深度赋能的背景下，公司积极推动智能医疗向更大场景覆盖，有望打开长期成长空间。预计公司 2023-2025 年归母净利润为 0.27/1.20/1.61 亿元，对应 PE 分别为 64X、15X、11X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

4 风险提示

1) 市场开拓风险。公司如果无法精确洞悉、及时跟进下游各类医疗机构新的需求,不断研发和提供更契合新的市场导向、具市场竞争力的产品,则可能会动摇公司对现有客户的渗透能力。

2) 市场需求变化风险。医疗物资智能管理行业为新兴行业,公司产品的应用场景、与下游客户的服务及合作模式也可能发生变化。如果面对外部环境的变化,公司不能敏锐识别、积极响应、及时调整产品结构,可能对公司的经营业绩增长造成不利影响。

3) OEM 采购模式风险。公司从采购下单到完成入库须经过一定的生产周期,如果未来供应商由于不可抗力或其他因素临时中断与公司合作,可能对公司业务开展产生不利影响;此外,若 OEM 供应商出现关于保护商业机密的内控设计、执行缺陷等事项,可能导致泄露公司向其提供的设计和方案,可能对公司保持竞争优势地位产生不利影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	477	361	472	610
营业成本	225	174	227	292
营业税金及附加	6	4	6	7
销售费用	53	62	43	54
管理费用	38	50	34	41
研发费用	45	53	40	49
EBIT	118	29	136	181
财务费用	3	7	9	8
资产减值损失	-1	-1	-1	-1
投资收益	3	2	2	3
营业利润	116	23	129	175
营业外收支	-1	8	8	8
利润总额	116	31	137	183
所得税	14	4	16	22
净利润	102	28	120	161
归属于母公司净利润	102	27	120	161
EBITDA	139	62	189	253

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	218	136	193	334
应收账款及票据	308	304	323	370
预付款项	88	96	113	132
存货	62	71	80	95
其他流动资产	164	170	175	187
流动资产合计	840	776	885	1,118
长期股权投资	70	71	74	77
固定资产	91	149	193	231
无形资产	13	61	96	93
非流动资产合计	573	633	659	644
资产合计	1,413	1,409	1,544	1,762
短期借款	93	93	93	93
应付账款及票据	169	178	190	240
其他流动负债	189	224	235	265
流动负债合计	452	495	518	599
长期借款	100	100	100	100
其他长期负债	12	10	9	12
非流动负债合计	112	110	109	112
负债合计	564	605	627	710
股本	77	77	77	77
少数股东权益	11	11	11	11
股东权益合计	849	804	917	1,052
负债和股东权益合计	1,413	1,409	1,544	1,762

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	22.61	-24.29	30.64	29.25
EBIT 增长率	10.93	-74.93	360.82	33.24
净利润增长率	7.12	-73.16	337.75	34.01
盈利能力 (%)				
毛利率	52.77	51.94	51.93	52.11
净利润率	21.45	7.61	25.48	26.42
总资产收益率 ROA	7.25	1.95	7.79	9.15
净资产收益率 ROE	12.22	3.47	13.28	15.49
偿债能力				
流动比率	1.86	1.57	1.71	1.87
速动比率	1.42	1.13	1.25	1.41
现金比率	0.48	0.27	0.37	0.56
资产负债率 (%)	39.90	42.95	40.61	40.30
经营效率				
应收账款周转天数	233.57	320.00	260.00	230.00
存货周转天数	99.81	150.00	130.00	120.00
总资产周转率	0.37	0.26	0.32	0.37
每股指标 (元)				
每股收益	1.33	0.36	1.56	2.09
每股净资产	10.86	10.27	11.74	13.48
每股经营现金流	1.33	0.83	2.02	2.87
每股股利	0.50	0.09	0.34	0.46
估值分析				
PE	17	64	15	11
PB	2.1	2.2	1.9	1.7
EV/EBITDA	13.68	30.38	10.02	7.51
股息收益率 (%)	2.21	0.39	1.51	2.03

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	102	28	120	161
折旧和摊销	21	33	54	72
营运资金变动	-39	-13	-36	-31
经营活动现金流	103	64	156	222
资本开支	-101	-70	-67	-42
投资	13	0	0	0
投资活动现金流	-88	-78	-55	-42
股权募资	8	-35	0	0
债务募资	117	21	-23	0
筹资活动现金流	50	-68	-44	-39
现金净流量	64	-82	57	141

插图目录

图 1: 企业文化	3
图 2: 公司发展历程	3
图 3: 艾隆科技股权结构图	4
图 4: 公司治理结构	5
图 5: 公司技术实力	6
图 6: 公司荣誉	6
图 7: 公司覆盖全国近 30 个省、自治区、直辖市的售后服务网络	7
图 8: 智慧药房	9
图 9: 门/急诊自动化药房系列产品运作模式	10
图 10: 静配中心自动化药房系列主要产品运作模式	12
图 11: 公司院外智慧药房主要产品	13
图 12: 中药个性化智能制剂系统运作模式	13
图 13: 直销模式下, 公司主要面向医药供应链服务企业、医疗机构、政府和工程承包单位等客户如图	15

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司产品分类表	8
表 2: 门/急诊自动化药房系列产品表	9
表 3: 静配中心自动化药房系列产品表	11
表 4: 院外自动化药房系列产品表	12
表 5: 自动化病区产品表	14
表 6: 自动化物流产品表	14
表 7: 公司收入及毛利率拆分	17
表 8: 公司主要费用率预测	18
表 9: 公司与可比公司估值情况	18
公司财务报表数据预测汇总	21

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026