



股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	30.26
总股本/流通股本(亿股)	1.58 / 1.58
总市值/流通市值(亿元)	48 / 48
52周内最高/最低价	60.32 / 26.98
资产负债率(%)	12.7%
市盈率	31.20
第一大股东	施慧勇

研究所

分析师: 蔡明子
SAC 登记编号: S1340523110001
Email: caimingzi@cnpsec.com
研究助理: 陈峻
SAC 登记编号: S1340123110013
Email: chenjun@cnpsec.com

拱东医疗(605369)

经营持续改善，定制类业务拓展顺利，业绩有望快速增长

● 专注医用高分子耗材近40年，订单有望快速增长

拱东医疗专注于医用高分子耗材的研发、生产、销售，经过近40年的发展，公司已经形成血液收集类耗材、医疗检测类耗材、体液采集类耗材、医用护理类耗材、药品包装材料及其他产品共6大类、超6000种规格的全面产品体系，建设了覆盖临床诊断和护理、科研检测、药品包装等诸多领域的一次性医用耗材产品线。

考虑到目前行业下游积压的库存已进入消化尾声阶段，且公司与海外优质医疗客户合作的潜力较大，预计拱东医疗订单将会迎来快速增长，公司盈利能力将进一步提高。我们预计公司2024-2026年收入端分别为11.24亿、13.27亿和15.91亿元，收入同比增速分别为15.27%、18.06%和19.89%，归母净利润预计2024-2026年分别为1.84亿元、2.31亿元和2.76亿元，增速分别为68.88%、25.45%和19.26%。公司对应2024-2026年PE分别为25.87倍、20.62倍和17.29倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 公司海外客户去库存影响逐步消除，业绩改善趋势明显

公司受下游海外客户周期性“去库存”、上年同期在境内销售了部分疫情相关产品导致高基数等因素影响，2023年公司业绩下滑。而随着行业下游积压的库存已进入消化尾声阶段，公司在手订单逐步回升，新客户拓展取得成效，2024年前三季度公司收入呈现出稳定增长的趋势，2024年前三季度公司净利率为16.91%，随着海内外产能利用率的提升，公司盈利能力将进一步提高。

● 顺应IVD全球化机遇，积极承接海外头部客户定制产品

公司已经完成5000多套各系列化的注塑模具，同时配备数百台注塑成型和一步法吹塑成型等生产制造所需设备，具备大客户开发和资源整合能力。公司提升存量市场收入规模的同时，也紧抓市场增量，加强与行业大客户的深度合作。公司目前与多家医用耗材领域国际知名客户，如McKesson、IDEXX、Medline、Thermo Fisher、As One、Henry Schein、Cardinal等企业形成长期稳定的合作伙伴关系，并通过与国内外贸易商进行业务合作，充分利用其分销网络，保持和扩大海外市场占有率。同时在IVD全球化趋势下，依托美国TPI平台，公司海外订单有望提升，海外收入增速有望超过国内业务增速。

● 风险提示：

订单兑现不及预期、客户拓展不及预期、地缘政治风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	975	1124	1327	1591
增长率(%)	-33.61	15.27	18.06	19.89
EBITDA(百万元)	197.44	269.66	335.98	393.39
归属母公司净利润(百万元)	109.13	184.29	231.20	275.73
增长率(%)	-66.53	68.88	25.45	19.26
EPS(元/股)	0.69	1.17	1.47	1.75
市盈率(P/E)	43.70	25.87	20.62	17.29
市净率(P/B)	2.91	2.71	2.39	2.10
EV/EBITDA	29.75	16.37	13.30	11.35

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

目录

1 拱东医疗专注于医用高分子耗材，公司业绩拐点将至.....	5
1.1 公司成立近四十载，致力于医用高分子耗材的研发、生产及销售.....	5
1.2 公司股权结构集中，核心管理层长期从事一次性医用耗材领域企业的研发与管理工作.....	5
1.3 公司业绩拐点明显，2024 年前三季度公司营业收入同比增长 17.31%.....	6
1.4 公司实验检测类耗材和体液采集类耗材增速较快，引领公司业绩快速增长.....	8
2 公司具备较强的模具研发和制造能力，重视定制类客户开发和维护.....	9
2.1 塑料模具占据了模具市场近 45%的比重，是市场份额最大的细分领域.....	9
2.2 公司重视定制类客户的开发和维护，已完成 5000 多套各系列化的注塑模具.....	10
2.3 公司将加大对全球体外诊断行业和实验室耗材行业头部客户的业务开拓力度.....	11
3 因地制宜，公司针对国内外市场制定不同的市场推广策略.....	13
3.1 公司国内市场销售策略将注重搭建专业化营销团队和建立完善的售后服务.....	13
3.2 公司海外市场销售策略将注重和客户形成长期稳定合作伙伴关系和扩大公司分销网络.....	15
3.3 融资并购助力公司实现境外产能布局，产业协同有望实现优势资源互补.....	16
4 公司通过技改、更换老旧设备、新购置设备等方式突破产能瓶颈.....	17
5 盈利预测与投资建议.....	19
6 风险提示.....	20

图表目录

图表 1: 拱东医疗成立近四十载, 专注于医用高分子耗材的研发、生产、销售.....	5
图表 2: 拱东医疗一致行动人持有公司 67.16% 股份.....	6
图表 3: 拱东医疗 2024 年 1-9 月营业收入同比增长 17%.....	7
图表 4: 拱东医疗 2024 年 1-9 月归母净利润同比增长 60%.....	7
图表 5: 拱东医疗 2024 年 1-9 月毛利率整体略有上升.....	7
图表 6: 拱东医疗 2024 年 1-9 月整体费用率明显下降.....	7
图表 7: 实验检测类耗材、真空采血系统和体液采集类耗材为公司主要业务.....	8
图表 8: 2024 年 H1 公司实验检测类和体液采集类产品增速较快.....	8
图表 9: 2024 年 H1 公司真空采血系统和体液采集类耗材毛利率环比明显增长.....	9
图表 10: 注塑工艺的产品具有结构复杂、强度较高、精度较高的特点.....	9
图表 11: 2022 年我国精密注塑行业市场规模达到 5714 亿元.....	10
图表 12: 净化注塑车间是拱东极其重要的生产环境之一.....	11
图表 13: 常规注塑车间是拱东耗材最大的产出车间.....	11
图表 14: 公司重视定制类客户的开发和维护, 目前已完成 5000 多套各系列化的注塑模具.....	11
图表 15: 2022 年拱东医疗境内 IVD 配套业务收入 4.04 亿元, 2019-2022 年 CAGR 达到 78.69%.....	12
图表 16: 公司聚焦定制业务, 加强对全球体外诊断行业和实验室耗材行业头部客户的业务开拓力度.....	12
图表 17: 拱东医疗 24 年 H1 国内外市场均取得较快增长.....	14
图表 18: 公司针对不同的销售模式制定不同的定价机制及执行情况.....	14
图表 19: 公司海外市场业务以 OEM/ODM 贴牌为主.....	15
图表 20: 公司海外客户主要为大型医疗器械品牌方.....	15
图表 21: 公司通过多种渠道, 有效拓展了境外的销售客户.....	16
图表 22: Trademark Plastics Inc. 盈利能力不断提升.....	17
图表 23: 拱东医疗真空采血系统持续提升.....	18
图表 24: 拱东医用耗材及包材产能持续提升.....	19
图表 25: 公司通过 IPO 募资对产线和研发中心进行扩建.....	19
图表 26: 可比公司估值情况.....	20

1 拱东医疗专注于医用高分子耗材，公司业绩拐点将至

1.1 公司成立近四十载，致力于医用高分子耗材的研发、生产及销售

拱东医疗专注于医用高分子耗材的研发、生产及销售。拱东医疗于1985年在模具之乡浙江台州黄岩县成立，是一家专注于一次性医用耗材的研发、生产及销售的高新技术企业。经过近40年的发展，公司已经形成血液收集类耗材、医疗检测类耗材、体液采集类耗材、医用护理类耗材、药品包装材料及其他产品共6大类、超6000种规格的全面产品体系，建设了覆盖临床诊断和护理、科研检测、药品包装等诸多领域的一次性医用耗材产品线。通过对不同生产线上通用设备与专用设备之间的柔性调度、管理，可以对订单做到快速响应以及多样化生产，具备以有限的资源满足客户多样化需求的能力。2020年9月，公司在上海证券交易所上市。

图表1：拱东医疗成立近四十载，专注于医用高分子耗材的研发、生产、销售



资料来源：公司官网，中邮证券研究所

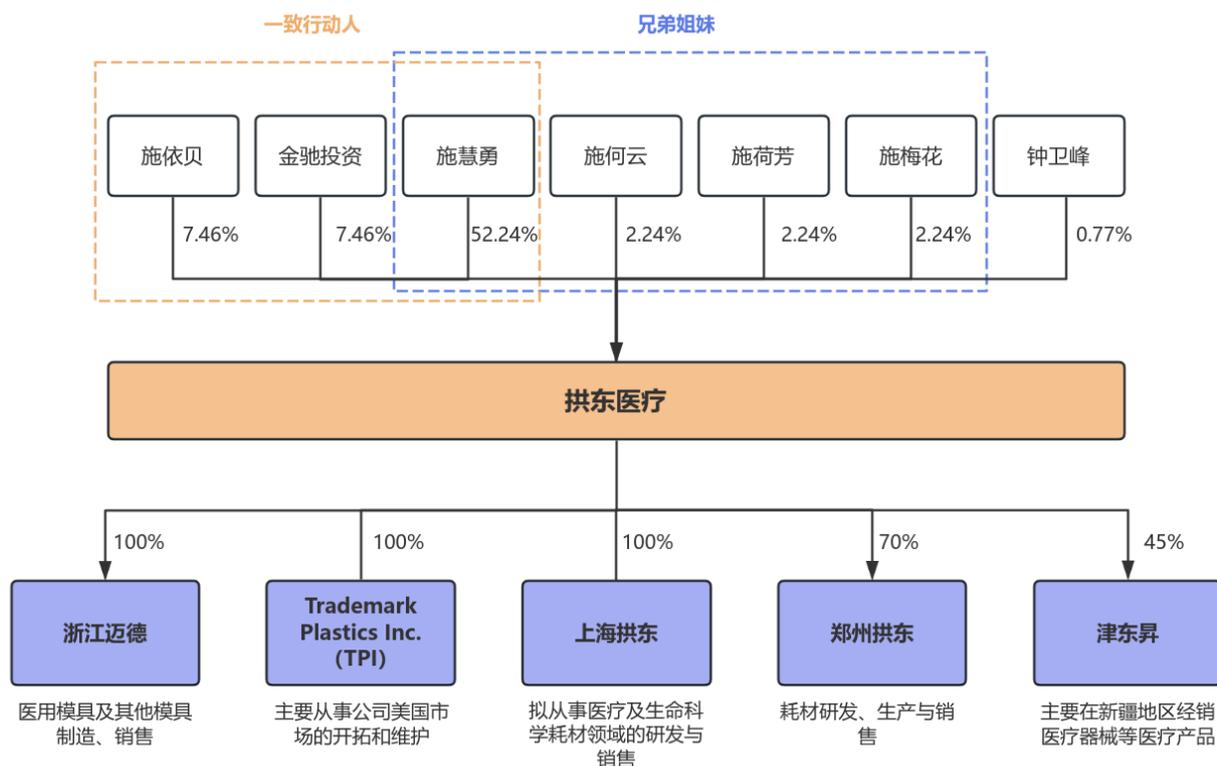
1.2 公司股权结构集中，核心管理层长期从事一次性医用耗材领域企业的研发与管理工作

公司核心管理层长期从事一次性医用耗材领域企业的研发与管理工作。公司董事长施慧勇先生长期从事一次性医用耗材领域企业的研发与管理工作，现任中国医学装备协会临床检验装备技术专业委员会试剂与耗材学组成员、全国卫生产业企业管理协会医学检验产业分会副会长、全国卫生产业企业管理协会医学检验专家委员会委员；并任台州市黄岩区慈善总会副会长、台州市黄岩区义务工作者协会名誉会长；2014年获浙江省医药包装行业协会颁发的“2013年度医药包装行业先进个人”荣誉称号，曾先后任黄岩县拱东兴博五金塑料制品厂、

黄岩县拱东化学塑料实验厂、黄岩区拱东化学塑料实验厂、浙江黄岩拱东化学塑料实验厂企业负责人。

一致行动人合计持有公司总股本 67.16%。公司董事长施慧勇先生持有公司 52.24% 的股份，为公司实控人。同时施依贝女士和金驰投资分别持有公司 7.46% 的股份，施慧勇与施依贝系父女关系，施慧勇系金驰投资的普通合伙人及执行事务合伙人，施慧勇、施依贝、金驰投资系一致行动人。施何云、施荷芳、施梅花分别持有公司 2.24% 的股份，施慧勇、施何云、施荷芳、施梅花系兄弟姐妹关系。

图表2：拱东医疗一致行动人持有公司 67.16% 股份



资料来源：iFind，中邮证券研究所

1.3 公司业绩拐点明显，2024 年前三季度公司营业收入同比增长 17.31%

2023 年公司业绩相对承压，2024 年 H1 公司业绩迎来拐点。公司 2020 年抓住机遇，常规业务稳健发展。同时加大了新产品开发力度，及时推出医用隔离面罩、病毒采样管等防疫抗疫新产品，使得公司在 2020-2022 年有较明显的业绩增长。随着下游对防疫抗疫产品需求的减弱，公司在 2023 年业绩取得负增长。2024 年前三季度公司营业收入 8.63 亿元，同比增长 17.31%，公司业绩拐点明显。

(1) 2020 年公司营业收入 8.30 亿元，同比增长 50%，主要原因系公司加大了市场开拓、产能提升以及研发的投入，常规业务稳健发展。公司 2020 年常规业务收入为 6.87 亿元，较 2019 年同比增长 25.54%。同时在新冠疫情发生后，公司加大了新产品开发力度，在 2020 年第二季度及时推出医用隔离面罩、病毒采样管等防疫抗疫新产品，2020 年防疫相关产品收入 1.32 亿元。

(2) 2021 年公司营业收入 11.94 亿元，同比增长 44%。主要原因系公司持续加大市场开拓、产能提升以及研发的投入，常规业务继续稳健发展。公司 2021 年常规业务收入为 10.83 亿元，较 2020 年同比增长 57.63%，其中境内直销模式下的 IVD 配套业务同比上涨 169.15%，是常规业务收入增长的主要原因之一，2021 年防疫产品的收入为 1.05 亿元。

(3) 2022 年公司营业收入 14.69 亿元，同比增长 23%，主要原因系公司真空采血系统销售量同比上升 20.14%，医用耗材及包材产品的销量同比增长 21.29%，2022 年防疫相关产品收入为 2.48 亿元，推动 2022 年公司营收快速增长。

(4) 2023 年公司营业收入 9.75 亿元，同比下降 34%，主要原因是公司受下游客户周期性“去库存”、上年同期在境内销售疫情相关产品导致高基数等因素影响，公司销售订单较上年同期下降明显。

(5) 2024 年前三季度公司营业收入 8.36 亿元，同比增长 17.31%，主要原因是公司对存量市场的提升，强化部门间协同效应，进一步完善从获取客户定制需求到公司研发、试产、生产、供货的高效供应体系，积极为客户赋能以增强客户黏性；同时拓展增量市场。公司在稳存量的基础上紧盯增量，不断开拓国内外的客户群，增强国内海外两个市场两种资源联动效应。

图表3：拱东医疗 2024 年 1-9 月营业收入同比增长 17%

图表4：拱东医疗 2024 年 1-9 月归母净利润同比增长 60%



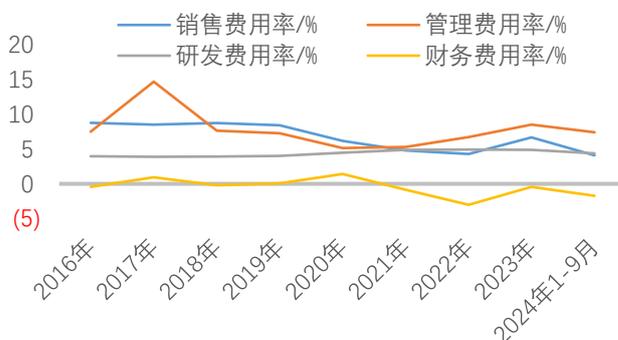
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

2024 年 1-9 月公司毛利率同比上升 1.23 pct，整体费用率同比下降 4.29%。在盈利能力方面，公司 2024 年前三季度毛利率为 33.35%，同比上升 1.23 pct；公司净利率为 16.91%，同比上升 4.53 pct。在费用率方面，公司 2024 年 1-9 月主要费用率为 14.22%，同比下降 4.29 pct；其中销售费用率 4.1%，同比下降 2.66 pct；管理费用率 7.44%，同比下降 1.17 pct；研发费用率 4.4%，同比下降 0.58 pct；财务费用率-1.72%，同比增加 0.12 pct。

图表5：拱东医疗 2024 年 1-9 月毛利率整体略有上升

图表6：拱东医疗 2024 年 1-9 月整体费用率明显下降



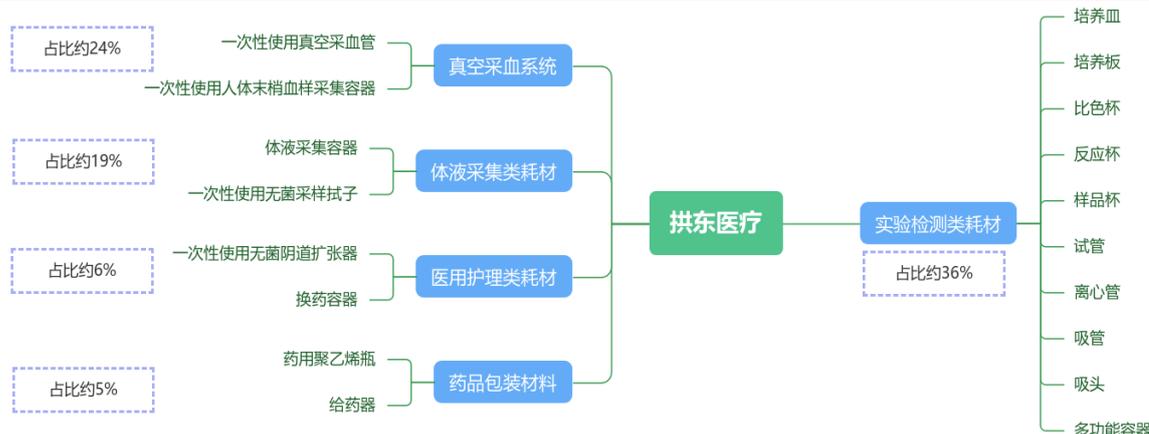
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

1.4 公司实验检测类耗材和体液采集类耗材增速较快，引领公司业绩快速增长

公司产品品种丰富，主要产品可分为实验检测类耗材、真空采血系统、体液采集类耗材、医用护理类耗材和药品包装材料等类型。其中实验检测类耗材、真空采血系统和体液采集类耗材为主要业务，根据24年上半年公司营收结构分析，三者分别占比36%，24%和19%，合计占比公司约80%。

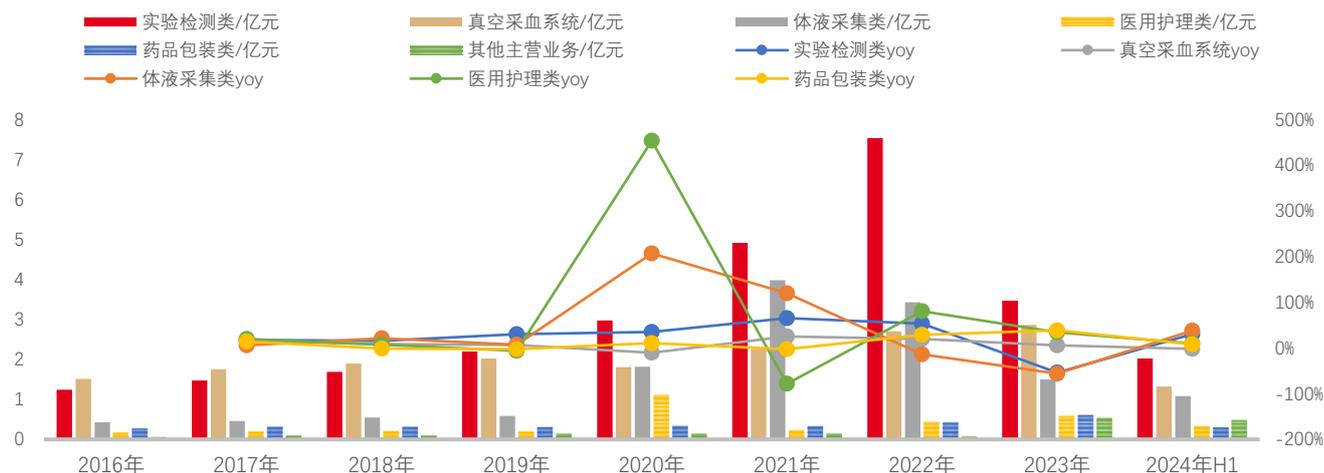
图表7：实验检测类耗材、真空采血系统和体液采集类耗材为公司主要业务



资料来源：iFind，公司公告，中邮证券研究所

2024年H1公司实验检测类和体液采集类产品增速较快。2024年H1公司实验检测类产品收入2.02亿元，同比增长30.1%，其中2016-2023年CAGR为15.8%；真空采血系统收入1.32亿元，同比下降2.1%，其中2016-2023年CAGR为9.6%；体液采集类产品收入1.1亿元，同比增长37.9%，其中2016-2023年CAGR为19.5%；医用护理类产品收入0.34亿元，同比增长9.7%，其中2016-2023年CAGR为9.6%；药品包装产品收入0.30亿元，同比增长7.8%，其中2016-2023年CAGR为11.5%。

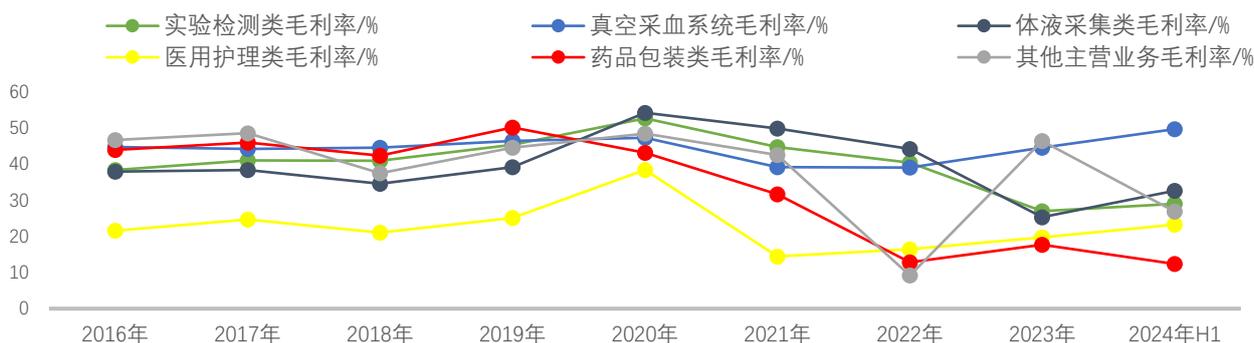
图表8：2024年H1公司实验检测类和体液采集类产品增速较快



资料来源：iFind，中邮证券研究所

各业务线毛利率方面，公司2024年H1主要业务线毛利率总体上涨。其中2024年H1实验检测类毛利率环比增长1.98%，真空采血系统毛利率环比增长5.11%，体液采集类毛利率环比增长7.34%，医用护理类毛利率环比增长3.53%，药品包装类毛利率环比下降5.34%，我们认为是业务拓展期的正常波动，其他主营业务毛利率环比下降19.52%。

图表9：2024年H1公司真空采血系统和体液采集类耗材毛利率环比明显增长



资料来源：iFind，中邮证券研究所

2 公司具备较强的模具研发和制造能力，重视定制类客户开发和维护

2.1 塑料模具占据了模具市场近45%的比重，是市场份额最大的细分领域

在工业生产领域，模具的应用广泛。作为一项专业工具，模具的主要功能是制造出成型的物品。它通过改变成型材料的物理形态，对物品的外观进行加工和塑造。在工业生产中，模具的使用非常普遍，它涵盖了注塑、吹塑、挤出、压铸、锻压成型、冶炼、冲压等多种工艺，以生产出各种必需的产品。

模具可根据成型方法、成型材料、加工精度等不同维度进行分类。在工业生产中，模具扮演着至关重要的角色，其分类方法既多样又严格。依据成型技术的差异，模具可以进一步划分为冲压、注塑、铸造、锻造和锻压等不同种类，每种模具都对应着特定的成型技术，并展现出其特有的加工特色及应用范围。同时根据加工材料的不同，模具又可以分为金属加工模具和非金属加工模具两大类，这些模具满足了不同材料加工的需求，保障了产品的品质和性能。另外按照加工精度的不同，模具还可以分为高精度模具和一般模具两大类，其中高精度模具指的是误差控制在 $\pm 2\mu\text{m}$ 范围内的模具，这类模具在生产过程中对精度有着极高的要求。

塑料模具市场快速发展，占据了模具市场近45%的比重，是市场份额最大的细分领域。在制造业中，冲压模具、铸造模具、锻压模具、橡胶模具和塑料模具这五种模具类型应用尤为普遍。随着汽车轻量化战略的不断深化实施，以及工程塑料等新型材料工业的蓬勃发展，塑料模具市场迅速崛起，占据了模具市场近45%的比重，成为市场份额最大的细分领域。紧随其后的是冲压模具和铸造模具，两者在市场中分别占据约37%和9%的份额。这一现象凸显出模具质量对于最终产品质量的深远影响，其中精密模具的质量更是决定生产效率和产品品质的关键要素。

注塑工艺的产品相对具有结构复杂、强度较高、精度较高等优势。精密塑料件的制造综合运用了计算机技术、高分子材料技术、精密制造与测量技术等现代科学技术，将塑胶材料加热为半固态后，可通过注塑、吸塑、吹塑等不同成型工艺加工成特定尺寸的产品，其中使用注塑工艺的产品具有结构复杂、强度较高、精度较高等优势。

图表10：注塑工艺的产品具有结构复杂、强度较高、精度较高的特点

工艺名称	工艺简介及其主要特点	应用领域
注塑	注塑可分注塑成型模压法和压铸法。注射成型机简称注射机或注塑机，是将热塑性塑料或热固性料，利用塑料成型模具制成各种形状	多生产小包装盒，日用品、异型零件

的塑料制品的主要成型设备，注射成型是通过注塑机和模具来实现的。

吸塑

吹塑成型多用于热塑性塑料。塑料经过挤出得到的管状塑料型坯，将其趁热置于对开模中，闭模后立即在型坯中压缩空气使塑料型坯吹胀而紧贴于模具内壁上，经冷却脱模，得到各种中空制品。

多用于生产各类中空包装容器，也可生产薄膜、薄片

吹塑

是一种塑料加工工艺，主要原理是将平展的塑料硬片材加热变软后，采用真空吸附于模具表面，冷却后成型。

广泛用于生产盆类、盘类、碗类制品，以及塑料包装、灯饰、广告、装饰等行业

挤塑

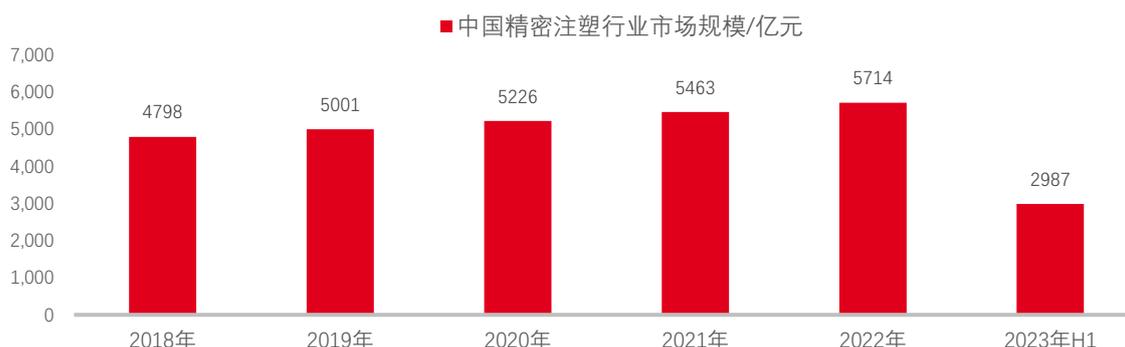
又称为挤出，它是热塑性塑料成型的重要方法之一。挤塑成型多用于热塑性塑料。这是将熔融塑化的塑料，经挤塑机的机头处模具的口型缝隙中挤出，而成与模口形状相仿的型材。

多生产板材、管材、棒材、线材、异型材等

资料来源：PET 包装大全公众号，中邮证券研究所

2021 年我国注塑制品行业的市场规模达到了 5463 亿元。塑料工业的繁荣推动了塑料制品的广泛应用，注塑产品在塑料市场中的地位日益凸显，注塑成型技术也实现了显著的飞跃与提升，注塑行业的整体规模在稳定中持续扩张。据智研瞻产业研究院发布的权威数据，至 2021 年，中国注塑制品行业的市场规模达到了 5463 亿元的新高，与 2020 年相比增长了 4.6%。同时，注塑制品的产量也稳步增加，总产量攀升至 3072 万吨，与 2020 年相比增长了 177 万吨，实现了 6.1% 的年度增长率。

图表 11：2022 年我国精密注塑行业市场规模达到 5714 亿元



资料来源：智研瞻产业研究院，中邮证券研究所

2.2 公司重视定制类客户的开发和维护，已完成 5000 多套各系列化的注塑模具

定制服务能力是注塑模具医用耗材企业的基本服务能力之一。大部分应用于临床诊断、科研检测的医用耗材具有跟医疗仪器配套使用的特点，即需要根据客户所使用的仪器来开发配套耗材产品，因此定制服务能力是该领域医用耗材企业的基本服务能力之一。

公司始终坚持以“客户定制”和“通标通用”两条腿走路方针，尤其重视定制类客户的开发和维护。公司具备较强的模具研发、制造能力，积累了丰富的模具研发、制造经验；能主动向下游客户特别是国际知名厂商提供先进的产品设计方案的条件下，为客户开发具有良好性价比的产品。公司积极参与下游客户定制产品的开发，在为顾客创造价值的同时，也为公司的持续发展赢得了主动和优势，有效提升了公司盈利能力与核心竞争力。

公司对模具有着标准化（拱东医疗企业标准或客户标准）的制造及技术要求，用以满足各个客户的不同需求。拱东医疗企业标准为：1) 模具寿命 100-800 万模次；2) 模架钢材为 4Cr13 不锈钢或更高级别的钢材；3) 模架精度控制在 1 米 1 丝以内；4) 模仁材料为瑞典一胜百 S136 或同等级别钢材或更高级别；5) 模具标准件选用盘起或米思米标准件或客户指定标准；6) 热流

道系统推荐使用高端品牌的针阀式热嘴或客户指定品牌。拱东一直采用高标准，不断拓展应用领域与技术水平，使得模具能够适应各类情况。

公司净化注塑车间和常规注塑车间相结合，针对不同要求的产品进行设计和制造。拱东净化注塑车间以严格遵循 10 万级 GMP 标准的净化环境为基石，由专业团队定期实施监控与维护措施，确保所有生产活动均在合规范畴内高效运行。车间装备了顶级精度的注塑机与先进的 ABS 注拉吹一体化生产线，两者协同工作，为打造高质量、高效率的生产流程提供了坚实的保障，成为拱东生产体系中的核心力量。拱东常规注塑车间作为耗材生产的主力军，配备了多台高精度注塑设备，且每台注塑机均配备有智能化的机械手臂系统，实现了人机协作的完美结合。近年来，公司更是加大了对先进设备的投入，引进了德国精工制造的德马格注塑成型系统、日本高速日精注塑机以及创新的叠模培养皿生产线。这些尖端科技的引入，不仅巩固了产品质量的稳定性，更在提升生产效率与降低人工成本方面展现出了显著成效。

图表12：净化注塑车间是拱东极其重要的生产环境之一 **图表13：常规注塑车间是拱东耗材最大的产出车间**



资料来源：公司官网，中邮证券研究所

资料来源：公司官网，中邮证券研究所

公司已完成 5000 多套各系列化的注塑模具。自设立以来，拱东拥有数十项发明专利和实用新型专利，已完成 5000 多套各系列化的注塑模具，同时配备数百台注塑成型和一步法吹塑成型等生产制造所需设备，为客户提供了匹配成套及细分细化的一站式服务。

图表14：公司重视定制类客户的开发和维护，目前已完成 5000 多套各系列化的注塑模具



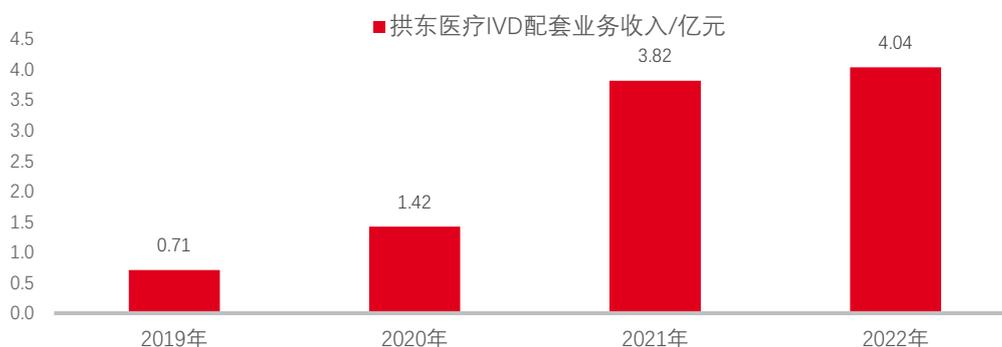
资料来源：公司官网，中邮证券研究所

2.3 公司将加大对全球体外诊断行业和实验室耗材行业头部客户的业务开拓力度

公司在模具领域的经验积累，使得公司顺利拓展 IVD 领域业务。公司 2016 年开始布局 IVD 配套耗材定制化项目，依靠领先的模具、耗材产品研发、设计能力，已开发多个下游客户，并与国内体外诊断行业领先企业安图生物达成深度合作。公司先后与 IDEXX、安图生物等国内外

人用、动物用 IVD 厂家形成深度合作，产品得到合作伙伴高度认可。2022 年公司境内 IVD 配套业务收入为 4.04 亿元，2019-2022 年收入复合增长率达到 78.69%。

图表15：2022 年拱东医疗境内 IVD 配套业务收入 4.04 亿元，2019-2022 年 CAGR 达到 78.69%



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

公司与安图生物成立合资子公司郑州拱东医疗器械有限公司。郑州安图生物工程股份有限公司与拱东医疗携手，共同设立了合资子公司——郑州拱东医疗器械有限公司。其中拱东医疗占比 70%，安图生物占比 30%。郑州拱东专注于医用高分子耗材及相关产品、服务的研发、生产与销售，旨在通过合作方在行业和区域市场的丰富经验和市场资源，进一步拓展公司产业链，强化在中原地区的市场地位，从而优化公司业务布局，提升公司的综合竞争力。我们认为有利于借助合资方及其团队的行业经验和市场基础，延伸公司产业链并加强公司在中原地区的市场开拓，进一步完善业务布局，提升综合竞争力。同时有助于公司进一步优化业务结构和资产结构，为公司的持续高质量稳健发展奠定坚实基础。

公司重点聚焦境外大客户定制业务，组建重点客户专项小组，加大对全球体外诊断行业和实验室耗材行业头部客户的业务开拓力度。在当前的进展中，部分客户已取得了令人瞩目的实质性成果，大客户战略的实施初见成效。目前公司已与如 McKesson、IDEXX、Medline、Thermo Fisher、As One、Henry Schein、Cardinal 等多家医用耗材领域享有盛誉的国际客户建立了长期且稳固的合作关系，公司国外业务占比从 2019 年的 48.17% 提升至 2024 年 H1 的 58.54%。在质量体系认证上，公司不仅顺利完成了“医疗器械单一审核程序”（MDSAP）的质量体系认证，并收获了 MDSAP 认证证书，进一步彰显了公司的专业实力。同时，公司的真空采血系列产品也成功通过了 IVDR CE 认证，这一成就标志着公司正式跻身符合欧盟新体外诊断医疗器械法规（IVDR, EU 2017/746）标准的制造商行列。这些认证的获得，为公司产品打开了通往更多国家和地区市场的大门，为公司进一步拓展国际市场创造了有利条件。未来公司有望继续在体外诊断及实验室耗材等领域深耕细作，致力于与全球头部客户建立更加紧密的合作关系，期待在这些领域取得更为显著的实质性突破。

图表16：公司聚焦定制业务，加强对全球体外诊断行业和实验室耗材行业头部客户的业务开拓力度



保存管 D3023-D3026



一次性使用样品杯 C1028



发光反应杯 B1026



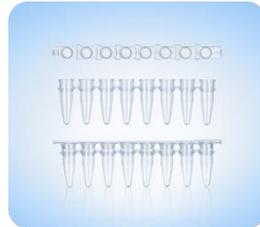
导电吸头 E3100-E3101



无热源吸头 E10250



无热源吸头 E10248-1/E10249-1



PCR 八连管



96 孔深孔板



一次性使用病毒采样管



罗氏盒装吸头/反应杯 C1021-7



比色杯 B1025



取样器



标本分配器



可穿刺微量采血管



特殊 PCR 管



机用尿测定管



虹吸定量滴液管



分体式 384 孔培养板



比色杯

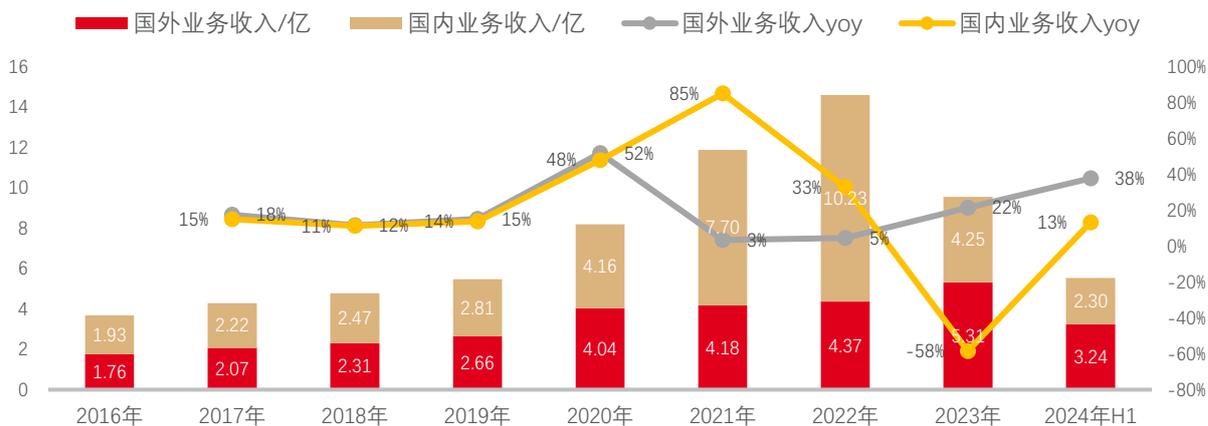
资料来源：公司官网，中邮证券研究所

3 因地制宜，公司针对国内外市场制定不同的市场推广策略

3.1 公司国内市场销售策略将注重搭建专业化营销团队和建立完善的售后服务

2024 年 H1 公司海外业务收入 3.24 亿，占比约 59%；国内业务收入 2.30 亿，占比约 41%。公司主营产品为一次性医用耗材，主营产品的销售包括境内销售和境外销售，境内销售分为经销和直销两种模式，境外销售则主要通过 OEM/ODM 模式开展。2024 年 H1 公司海外业务收入 3.24 亿，占比约 59%；国内业务收入 2.30 亿，占比约 41%。

图表17：拱东医疗 24 年 H1 国内外市场均取得较快增长



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

公司境内销售产品主要为自主品牌，境内销售模式分为经销和直销两种模式。公司境内销售采用直销和经销相结合的销售模式。直销模式下，公司将产品销售给药企、体外诊断产品厂商及医疗机构等终端用户。对于需要经过招标的客户，例如医院等医疗机构，公司参与各级卫生部门或医疗机构组织的医疗器械招标活动，中标后向客户完成配送和销售。对于非招标客户，例如药企、体外诊断产品生产厂商等客户，公司与其直接通过商务谈判确定相关销售条款，达成协议后公司将产品销售给客户。

经过近四十年的发展，公司已在国内一次性医用耗材行业树立了较好的品牌形象，并在全国二级以上医院客户群中具有良好的口碑和影响力。目前公司产品已应用到国内多家知名医院，如上海交通大学医学院附属瑞金医院、复旦大学附属中山医院、上海市第一人民医院、上海交通大学医学院附属仁济医院、中国人民解放军总医院、宁波市医疗中心李惠利医院、宁波市妇女儿童医院（宁波市妇幼保健院）、中山大学孙逸仙纪念医院等。在国际市场上，公司凭借产品品质口碑优良也得到了世界众多知名医用耗材企业的认可，并与其形成了长期、稳定的合作关系。

公司根据企业多项参数确定产品基准定价，并定期对其合理性进行评价。公司的经营管理层根据公司销售战略，综合考虑企业的财务目标、营销目标、产品成本、市场状况以及竞争对手定价等诸多要素，确定产品的基准定价，形成相应的产品销售政策，并定期评价产品基准价格的合理性。销售价格以基准价为基础，并根据以下原则确定实际的销售价格，最终形成公司产品的整体的境内销售定价策略。

图表18：公司针对不同的销售模式制定不同的定价机制及执行情况

销售模式	定价机制	执行情况
直销	对于医疗机构（医院、防疫/疾控机构、血液中心等），以基准价为基础，综合考虑行业指导政策、地方招标价格以及不同地区的市场竞争程度来制定价格	医疗机构中，对于需要竞标客户，遵照相关招标程序竞标报价；对于无需竞标的客户，遵照行业政策、不同地区的市场竞争程度及销售策略、结合商业谈判的结果来定价
	对于企业类客户（药企、体外诊断产品生产厂商等），以基准价为基础，综合考虑其个性化定制的程度对产品的研发难度及制造成本的影响、订单数量以及合作时间来制定价格	对于企业类客户（药企、体外诊断产品生产厂商等），为客户提供定制化解决方案，结合商业谈判的结果，在签署的年度销售合同中约定价格
	其他客户（科研机构等零星客户）主要以基准价为基础，结合商务谈判的结果来制定价格	以基准价为基础，结合商务谈判的结果来制定价格。

经销

以基准价为基础，在保证公司及经销商合理利润的前提下，综合考虑了经销商的销售数量、结算方式、运输方式、提供给终端客户的服务水平以及区域竞争程度等各项加价和降价因素制定出销售价格，实行梯度价格

对于标准化产品，公司赋予销售部门负责人一定比例的浮动权限，当销售定价超出该权限，销售定价需经过董事长、总经理或其授权人审批同意后方可执行；对于定制化产品（含新产品），销售定价需要经过董事长、总经理或其授权人审批同意后方可执行

资料来源：公司招股书，中邮证券研究所

未来公司国内市场销售策略将关注搭建专业化营销团队和建立完善的售后服务上。在国内市场，公司一方面与众多医用耗材经销商开展合作，借助经销商的渠道销售产品；另一方面始终坚持打造具有专业化素养的营销团队，负责开发、维护终端客户。同时公司重视对终端客户的售后服务工作，各主要省市设有专人负责产品售后服务，能够快速响应终端客户的需求，增加客户对公司的黏度，有效保持客户的稳定性，目前国内销售网络已覆盖全国绝大部分省市。

3.2 公司海外市场销售策略将注重和客户形成长期稳定合作伙伴关系和扩大公司分销网络

公司海外市场销售按产品是否贴公司品牌可分为自主品牌销售和 OEM/ODM 贴牌销售。自主品牌销售指公司生产的产品在海外以自有品牌销售；OEM/ODM 贴牌销售即根据海外客户的订单情况进行生产，产品以客户品牌进行销售。公司境外销售中以自主品牌、OEM/ODM 贴牌销售的具体情况如下：

图表19：公司海外市场业务以 OEM/ODM 贴牌为主

项目	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额/万元	占比	金额/万元	占比	金额/万元	占比
自主品牌	2162.60	10.45%	2587.26	11.20%	2637.05	9.90%
OEM/ODM 贴牌	18526.12	89.55%	20507.31	88.80%	23997.24	90.10%
合计	20688.72	100.00%	23094.57	100.00%	26634.30	100.00%

资料来源：公司招股书，中邮证券研究所

未来公司海外市场销售策略将关注和客户形成长期稳定合作伙伴关系和扩大公司分销网络。公司在一次性医用耗材领域深耕多年，积累了丰富的境外销售客户资源。公司海外客户主要为大型医疗器械品牌商，海外客户通常直接将产品销售给医疗机构、科研单位等终端客户，也存在通过分销商进行销售的情况。在国际市场上，公司已与如 McKesson、IDEXX、Medline、Thermo Fisher、As One、Henry Schein、Cardinal 等多家在医用耗材领域享有盛誉的国际客户建立了长期且稳固的合作关系。

图表20：公司海外客户主要为大型医疗器械品牌方

海外客户	国家	所在领域及地位	最新财年营业收入
McKesson	美国	北美最大的医药批发商	3090 亿美元
IDEXX	美国	全球动物医疗领导者	37 亿美元
Medline	美国	美国医疗用品巨头	232 亿美元
Thermo Fisher	美国	全球仪器行业领导者	429 亿美元
As One	日本	实验室仪器耗材生产经销商	45 亿元
Henry Schein	美国	全球最大的口腔医疗、动物健康的医疗保健产品和服务提供商	123 亿美元
Cardinal	美国	全球性医疗保健公司	2268 亿美元
BD	美国	全球化的医疗技术公司	193 亿美元

资料来源：公司公告，iFind，CACLP 体外诊断资讯公众号，中邮证券研究所

公司与国内外的贸易商开展业务合作，借助他们的分销网络，确保并拓展了在海外市场的份额。公司通过参加行业展会、第三方介绍的客户资源、公司网站或外部网站或拜访各器械企业国内办事处等方式，有效拓展了境外的销售客户。目前公司产品已销往全球 100 多个国家和地区，覆盖欧洲、美洲、亚洲、非洲等。

图表21：公司通过多种渠道，有效拓展了境外的销售客户

方式	具体内容
参加国际区域性 医疗器械行业专业展会	如德国的 MEDICA、ACHEMA、ANALYTICA 展会，迪拜的 ARAB HEALTH、MEDLAB MIDDLE EAST 展会，美国的 FIME、AACC 展会等；通过展会，公司可以与客户直接进行沟通交流，充分了解客户的需求，甚至达成意向商务合同。
第三方介绍的客户资源	如贸易公司的客户资源，同行业从业人士的客户人脉关系以及行业协会介绍客户资源等。
公司网站或外部网站	通过公司自身网站及阿里巴巴等 B2B 商务网站宣传公司产品，同时也能提升公司的形象和国际知名度。
各器械企业国内办事处	主动寻找国际知名医疗器械企业在国内的分支机构或办事处，与其建立联系并寻找与知名品牌 OEM/ODM 合作的机会。

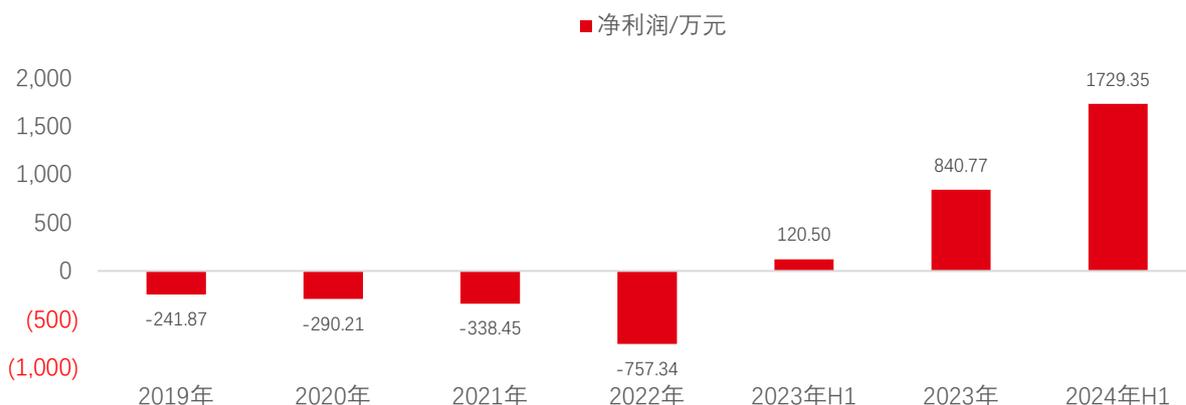
资料来源：公司招股书，中邮证券研究所

3.3 融资并购助力公司实现境外产能布局，产业协同有望实现优势资源互补

公司收购 TPI，在海外渠道端进行重要补充。GD Medical 成立于 2014 年 8 月 14 日，注册地在美国加利福尼亚州，是拱东医疗的全资子公司。2023 年拱东医疗向 GD Medical 注入了 4500 万美元的资金，并购了 Trademark Plastics Inc.（“TPI 公司”）的核心资产。包括：原 TPI 公司的应收账款、存货、设备类固定资产、无形资产等资产。

通过应用行业最先进的机器和工艺，TPI 旨在加快新产品的开发速度，并缩短订单交付周期。TPI 公司 1989 年成立于加利福尼亚州，专注于医疗组件的生产，尤其擅长定制塑料注射成型和医疗组件制造，已经服务医疗行业超过 30 年。TPI 目前有超过 130 名团队成员，并以持续的质量保证和创新为己任，引进了 ZEISS Metrotom 800 CT 扫描机等先进设备，提供高标准的产品和服务。TPI 公司已经获得了 ISO13485 质量管理体系和 MedAccred 的认证，为全球 30 大医疗器械制造商中的 8 家生产 300 多种不同的塑料医疗组件，TPI 有两个 8 级洁净室和专用于注塑成型的受控环境白色室，公司配备了 52 台机器，涵盖了从 7 吨到 500 吨的电动机。TPI 的目标是提高其产品和服务的质量，同时提高生产力和效率。

得益于对 TPI 的收购，将有助于拱东实现境外产能布局，通过拱东与标的资产组的产业协同进行优势资源互补。TPI 的收购意味着公司在境外产能布局方面迈出了坚实的第一步，有利于公司进一步拓展在美国市场的相关业务，为美国客户提供本土化服务，同时充分发挥中美经营主体的各自优势、资源互补的协同作用，为公司获取新客户、新市场、新技术提供了良好的平台。一方面，拱东依托其强大的规模和成本优势，致力于成本效益的提升，将产品以卓越的性价比推广至下游应用行业；另一方面，拱东与标的资产组携手合作，共享销售渠道与客户资源，旨在强化公司在海外的市场竞争力，扩大市场影响力，以便更高效地吸引新客户、开拓新市场、引入新技术，确保对海外客户的稳定供应和优质服务，进而提升公司的研发创新能力、综合竞争力和市场占有份额，为拱东的可持续发展奠定坚实基础。

图表22: Trademark Plastics Inc. 盈利能力不断提升


资料来源：公司公告，iFinD，中邮证券研究所

注：GD Medical 于 2023 年 2 月更名为 Trademark Plastics Inc.。2019-2022 年为 GD Medical 当年净利润

存量市场和增量市场并行发展。公司致力于提升存量市场，巩固与客户的战略合作，以客户需求为核心，优化内部资源，强化部门协作，完善高效供应体系，积极赋能客户以增强粘性。同时公司也将紧抓市场增量，拓展国内外客户群，立足大客户战略，开发优质客户，加强与行业大客户的深度合作，提供全流程产品解决方案，加快市场拓展，提升销售规模。我们认为公司在海外产能、渠道的前瞻性布局，将助力公司未来在体外诊断行业、医用耗材等领域的全球头部客户等领域持续开拓，并取得进一步的实质性进展。

4 公司通过技改、更换老旧设备、新购置设备等方式突破产能瓶颈

公司持续提高真空采血系统的产能。随着市场需求的快速增长以及公司销售战略的实施，公司真空采血系统的产能已经无法满足销量的快速增长，公司从 2016 年开始通过技改、更换老旧设备、提高设备的自动化生产水平、重新布局厂区、新购置相应设备等方式提高真空采血系统的产能。

(1) 公司自 2016 年开始对现有生产基地进行技改，通过更换老旧设备、提高设备的自动化生产水平以提高生产效率；

(2) 2017 年公司真空采血管产能提升到 4.50 亿支，产能利用率达到 97.11%；

(3) 2018 年产能提升到 5.00 亿支，产能利用率达到 101.20%；

(4) 2019 年产能为 5.00 亿支，产能利用率达到 104.60%。截至 2019 年底，公司真空采血管产品产能已完全饱和；

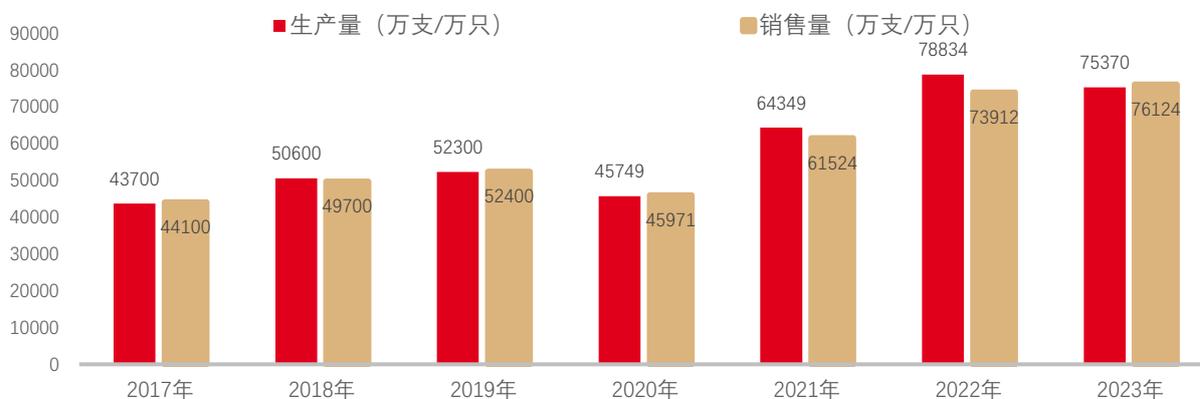
(5) 2020 年因疫情管控，公司春节后全面复工复产被延迟，导致一季度真空采血管的实际产出不足，同时，公司在二季度后开始生产病毒采样管，其与真空采血管的生产存在互斥情形，病毒采样管的生产影响了二至四季度真空采血管的产出。同时受疫情影响，2020 年上半年境内医疗机构以及 2020 年下半年境外医疗机构除发热门诊以外的其他门诊人流量减少，真空采血系统产品终端临床需求量下降；

(6) 2021 年公司对现有厂区的部分区域进行了重新布局，并新购置相应设备或对部分现有设备进行技术改造、升级，真空采血管产能有所提升；

(7) 2022 年公司募投厂区启用，新购置相应设备或对部分原有的设备进行技术改造、升级，公司产能有较大的提升；

(8) 2023 年真空采血系统产销量略有提升，但毛利率有下行趋势。

图表23：拱东医疗真空采血系统持续提升



资料来源：公司招股书，公司公告，中邮证券研究所

公司持续提高医用耗材及包材的产能。与公司真空采血系统情况类似，公司医用耗材及包材产能也遇到了产能瓶颈。公司通过技改升级，并持续通过并购、竞拍土地、合作共建等方式扩大产能。

(1) 公司自 2016 年开始实行技改，通过更新老旧生产设备、提高生产线自动化水平；

(2) 2017 年公司医用耗材及包材产能提升至 6200.00 吨，当年销量增长至 6804.55 吨，产量为 6549.37 吨，产能利用率 105.64%，产销率 103.90%；

(3) 2018 年产能提升至 7000.00 吨，销量增长至 8000.84 吨，产量为 7461.25 吨，产能利用率 106.59%，产销率 107.23%；

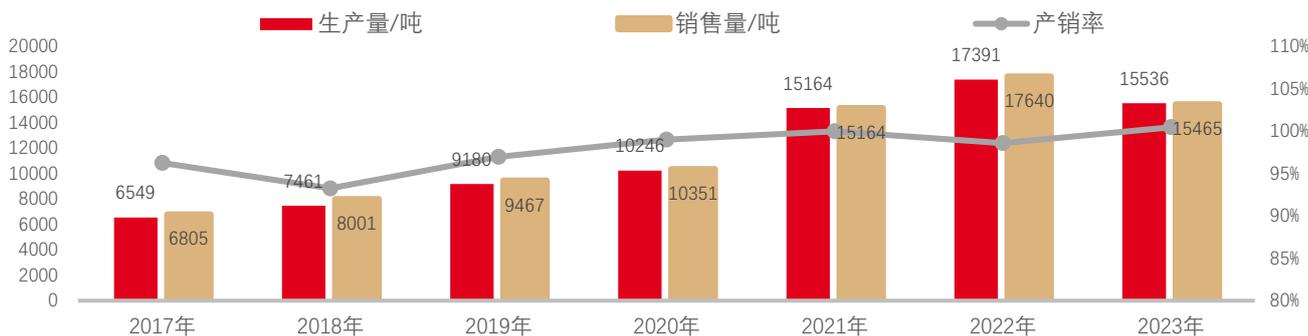
(4) 2019 年产能提升至 7500.00 吨，销量为 9466.61 吨，产量为 9180.28 吨，产能利用率 122.40%，产销率 103.12%；

(5) 2020 年公司医用耗材及包材产品的销量为 10350.52 吨，同比增长 9.34%。主要原因是近几年公司不断加大研发和技改的投入，新开发的定制类产品（尤其是 IDV 行业产品）项目的陆续量产；

(6) 2021 年公司医用耗材及包材产品的产量为 15163.57 吨，同比增长 47.99%，主要原因系本期通过技改、调整产线布局、直接采购半成品以及加大了外协加工的规模等措施增加了产能；

(7) 公司 2022 年医用耗材及包材产品的产量为 17390.84 吨，同比增长 14.69%，主要原因系募投厂区投入采取等措施增加了产能以及销售有所上升导致；

(8) 公司 2023 年医用耗材及包材产品的产量 15536.45 吨，同比下降 10.66%。

图表24：拱东医用耗材及包材产能持续提升


资料来源：公司招股书，公司公告，中邮证券研究所

公司通过 IPO 募资对产线和研发中心进行扩建。针对公司产能紧缺问题，公司通过 IPO 进行募资，公开发行人人民币普通股不超过 2000 万股，主要用于对产线和研发中心进行扩建，其中包括“年产 10000 吨医用耗材及包材产能扩建项目”和“年产 6.2 亿支真空采血管产能扩建项目”。

图表25：公司通过 IPO 募资对产线和研发中心进行扩建

序号	项目名称	项目投资总额/万元	募集资金拟投入金额/万元
1	年产 10000 吨医用耗材及包材产能扩建项目	26911.82	26911.82
2	年产 6.2 亿支真空采血管产能扩建项目	17836.80	17836.80
3	研发中心建设项目	9758.06	9758.06
4	补充流动资金	3500.00	3307.33

资料来源：公司招股书，中邮证券研究所

公司竞得了新土地使用权，为后续扩大市场规模提前规划产能储备。根据公司未来经营计划，公司于 2023 年 12 月以自有资金 2986 万人民币竞得了一块新地块的土地使用权，该地块位于公司景贤路 88 号厂区（系公司 IPO 募投项目主要实施地块所在厂区）的西侧，该地块建成后，将进一步扩大公司生产规模、提升产品供应能力，增强公司核心竞争力。

5 盈利预测与投资建议

关键假设：

实验检测类：IVD 封闭式耗材领域的关键竞争壁垒聚焦于企业的模具设计实力。拱东医疗作为业内少数掌握此核心能力的企业之一，在定制化耗材产品的市场中，鲜有直接竞争对手。自 2016 年起公司便前瞻性地布局 IVD 封闭式耗材领域，历经多年的深耕细作，现已步入收获阶段。展望未来，我们预计公司实验检测类产品 2024-2026 年增速分别为 21%、22%及 26%，对应的营业收入规模将分别达到 4.20 亿元、5.12 亿元及 6.45 亿元。

体液采集类：疫情后病毒采样管的大幅度下降，导致 2023 年体液采集类产品增速下降 56.13%。而随着常规业务的稳定发展，未来公司在体液采集类有望保持较快的增长趋势。我们预计公司体液采集类产品 2024-2026 年增速分别为 40%、24%及 24%，对应的营业收入规模将分别达到 2.10 亿元、2.60 亿元及 3.23 亿元。

真空采血系统：公司募投产能于 2022 年 Q1 投产，真空采血管产能瓶颈破解。目前在国内公司真空采血管产品在个别地区研究、尝试推行“集采”，但公司国内真空采血管收入占比较少（2023 年公司血液收集类产品在境内市场的销售总金额为 1.08 亿元，占整体血液收集类收入

37.8%，占公司整体收入 11.1%）。我们预计公司真空采血系统 2024-2026 年增速分别为-2%，5%和 5%，对应的营业收入规模将分别达到 2.80 亿元、2.94 亿元及 3.09 亿元。

医用护理类：公司医用护理类产品主要包括阴道扩张器、器械钳等产品，整体增速与社会手术量和产品渗透率相关。我们预计医用护理类产品 2024-2026 年增速分别为 15%、13%和 11%，对应的营业收入规模将分别达到 0.68 亿元、0.77 亿元及 0.85 亿元。

药品包装类：公司药品包装类主要是药用聚乙烯瓶和给药器两大产品，该业务一直保持比较稳定的增长速度。我们预计药品包装类产品 2024-2026 年增速分别为 8%，8%和 8%，对应的营业收入规模将分别达到 0.65 亿元、0.70 亿元及 0.76 亿元。

其他业务：公司 2021 年布局细胞培养类耗材，发展科研客户，后续规划布局高难度的采集耗材、动物检测耗材、环境检测耗材等，同时其他业务收入还包括模具销售收入、包装材料的销售收入及房屋出租收入等。我们预计其他业务由于基数较低，相对增速较快，预计 2024-2026 年增速分别为 50%，40%和 35%，对应的营业收入规模将分别达到 0.81 亿元、1.13 亿元及 1.53 亿元。

综上，预计公司 2024-2026 年收入端分别为 11.24 亿、13.27 亿和 15.91 亿元，收入同比增速分别为 15.27%、18.06%和 19.89%，归母净利润预计 2024-2026 年分别为 1.84 亿元、2.31 亿元和 2.76 亿元，增速分别为 68.88%，25.45%和 19.26%。

可比公司估值：

我们选取同样为实验室生物塑料耗材业务的洁特生物（实验室生物一次性塑料耗材）和低值耗材相关的三鑫医疗（包括血液净化类、注射类、输液输血类产品）作为可比公司。

截至 2024 年 11 月 1 日，公司对应 2024-2026 年 PE 分别为 25.87 倍，20.62 倍和 17.29 倍，2024-2026 年 PEG 分别为 0.38、0.81 和 0.89 倍，与可比公司相比估值合理。考虑到目前行业下游积压的库存已进入消化尾声阶段，公司国内业务增速稳定、逐步走出集采负面影响；与海外优质医疗客户合作的可拓展性较大，海外业务占比有望明显提升，我们认为拱东医疗成长潜力大，公司盈利能力也将随着产能利用率的提升而进一步提高，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表26：可比公司估值情况

公司名称	代码	市值/亿元	归母净利润（亿元）				PE（倍）			
			23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
洁特生物	688026.SH	19.47	0.35	0.72	0.92	1.17	56.0	27.1	21.2	16.6
三鑫医疗	300453.SZ	41.16	2.07	2.40	2.79	3.24	19.9	17.2	14.8	12.7
平均							37.9	22.2	18.0	14.7
拱东医疗	605369.SH	47.68	1.09	1.84	2.31	2.76	43.7	25.9	20.6	17.3

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

注：选取 2024 年 11 月 1 日收盘市值水平，参考公司数据取自 iFinD 一致预测（其中*号标的取自中邮证券研究所研究报告）

6 风险提示

订单兑现不及预期、客户拓展不及预期、地缘政治风险。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	975	1124	1327	1591	营业收入	-33.6%	15.3%	18.1%	19.9%
营业成本	657	757	879	1049	营业利润	-67.8%	72.1%	24.8%	19.1%
税金及附加	11	9	11	13	归属于母公司净利润	-66.5%	68.9%	25.5%	19.3%
销售费用	65	56	74	95	获利能力				
管理费用	83	84	100	119	毛利率	32.7%	32.7%	33.8%	34.1%
研发费用	48	54	64	76	净利率	11.2%	16.4%	17.4%	17.3%
财务费用	-4	-30	-42	-49	ROE	6.7%	10.5%	11.6%	12.2%
资产减值损失	-7	-2	-2	-2	ROIC	6.1%	8.7%	9.5%	10.0%
营业利润	120	206	257	306	偿债能力				
营业外收入	0	0	0	0	资产负债率	12.7%	14.0%	13.7%	14.0%
营业外支出	1	0	0	0	流动比率	4.31	3.18	2.91	2.76
利润总额	119	206	257	306	营运能力				
所得税	10	22	26	31	应收账款周转率	4.22	5.06	5.44	5.37
净利润	109	184	231	276	存货周转率	5.33	5.97	6.31	6.31
归母净利润	109	184	231	276	总资产周转率	0.52	0.57	0.61	0.64
每股收益(元)	0.69	1.17	1.47	1.75	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.69	1.17	1.47	1.75
货币资金	448	394	337	344	每股净资产	10.40	11.18	12.65	14.40
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	224	221	268	326	PE	43.70	25.87	20.62	17.29
预付款项	12	10	12	15	PB	2.91	2.71	2.39	2.10
存货	125	128	150	182	现金流量表				
流动资产合计	829	767	786	889	净利润	109	184	231	276
固定资产	620	729	807	859	折旧和摊销	86	94	121	136
在建工程	11	24	24	24	营运资本变动	-17	51	-46	-44
无形资产	104	116	130	145	其他	7	-8	-9	-11
非流动资产合计	1048	1282	1523	1748	经营活动现金流净额	185	320	297	357
资产总计	1878	2049	2309	2637	资本开支	-122	-343	-347	-347
短期借款	0	0	0	0	其他	-276	26	-7	-3
应付票据及应付账款	80	115	127	151	投资活动现金流净额	-397	-317	-354	-350
其他流动负债	112	126	143	172	股权融资	0	-1	0	0
流动负债合计	192	241	270	323	债务融资	0	3	0	0
其他	47	46	46	46	其他	-96	-52	0	0
非流动负债合计	47	46	46	46	筹资活动现金流净额	-96	-50	0	0
负债合计	239	287	316	368	现金及现金等价物净增加额	-306	-54	-56	7
股本	113	158	158	158					
资本公积金	759	712	712	712					
未分配利润	705	808	1004	1238					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	63	85	119	161					
所有者权益合计	1639	1762	1993	2269					
负债和所有者权益总计	1878	2049	2309	2637					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048