



买入 (首次)

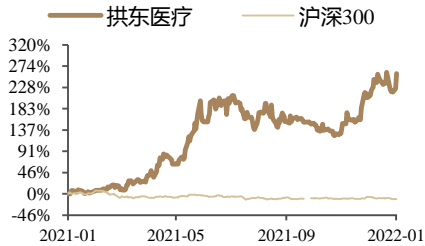
所属行业: 医药生物  
当前价格(元): 142.29  
合理区间(元): 191.14-211.26

证券分析师

陈铁林  
资格编号: S0120521080001  
邮箱: chentl@tebon.com.cn  
王绍玲  
资格编号: S0120521090003  
邮箱: wangsl@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	16.83	56.29	43.73
相对涨幅(%)	21.92	56.78	46.41

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

# 拱东医疗 (605369.SH): 三十年积淀蓄势待发, 2021年迎来加速成长期

投资要点

- 投资逻辑。** 1) 公司主营一次性医用耗材, 产品线覆盖体液采集类、实验检测类、真空采血管、医用护理类及要用包材等多个领域, 广泛应用于临床诊断和护理、科研检测、药品包装等领域, 且产品种类和使用范围仍在不断扩充。2) 随着公司 IVD 客户产品放量及大客户数量的增加, 预计公司定制类耗材的比重增加, 带动业绩快速增长。3) 药包材领域是公司下一阶段重点布局的领域, 客户粘性高, 随着产品数量的增加, 预计 2023 年开始为公司贡献重要的业绩增量。4) 公司募投产能于 2021 年底基本达产, 随着产能的进一步释放, 将为公司未来今年增长奠定坚实基础, 带动业绩快速增长。
- 公司专注一次性医用耗材领域 30 年, 上市后以来新发展机遇。** 公司深耕医用耗材领域超过三十年, 凭借较强的模具开发、产品设计能力以及客户服务能力, 在体液采集、实验检测、真空采血管、医用护理及药包材等多个领域均有产品布局。自主设计、生产、加工模具的能力是公司的核心竞争力之一, 能够为包括国际知名厂商在内的下游客户提供先进的产品设计方案, 开发具有良好性价比的产品, 为客户创造价值的同时, 为公司的持续发展赢得了主动和优势, 进一步提升了公司的客户粘性。2020 年公司上市后, 公司借势进一步开拓市场和新产品线, 积极加大产能扩产, 为公司下一阶段快速增长奠定基础。
- IVD 客户产品放量+大客户数量增加, 定制类耗材贡献主要业绩增量。** IVD 定制化耗材需与设备匹配, 客户在产品开发阶段就与耗材厂商共同开发定制化耗材, 随着 IVD 客户产品放量, 耗材也相应的增长。公司凭借优异的模具开发能力, 对产品品质的把控力强, 在定制化开发方面具有技术优势和快速响应优势, 面对全球客户时具有成本优势, 潜在客户众多, 随着客户数量的增加, 同时公司将向科研耗材领域拓展, 产品结构更加丰富, 产品销量有望迎来快速增长期。
- 药包材客户粘性高, 有望持续较长时间的稳定快速增长。** 药包材与药品绑定审批, 客户粘性较高, 公司在药包材领域正处于客户培育、项目储备阶段, 预计随着更多项目的逐步落地, 药包材有望成为公司新的业绩增长点。药包材品类众多, 天花板高, 随着更多产品和项目的落地, 中长期有望保持稳定快速的的增长。
- 募投产能逐步释放, 产能瓶颈不再。** 2019 年底, 公司真空采血管的产能为 5 亿支, 其他产品产能为 7500 吨, 公司募投产能建设 6.2 亿支真空采血管, 医用耗材及包材产能扩充到 10000 吨, 募投产能 2021 年底已经建设完毕, 预计 2022 年底完成产能爬坡。公司产能募投产能逐步释放, 产能瓶颈不再, 随着产能利用率逐步提高, 公司业绩增量有保障。
- 盈利预测与投资建议:** 在 IVD 定制类耗材产品比重不断增加, 药包材体量逐步扩大的带动下, 预计 2021-2023 年公司将实现营收 10.79/13.22/17.22 亿元, 实现归母净利润 3.08/4.03/5.04 亿元。公司在高分子医用耗材领域已经深耕超过 35 年, 技术优势明显, 给予公司 2022 年 38-42 倍 PE 估值, 合理区间为 191.14-211.26, 首次覆盖, 给予“买入”评级。



- **风险提示：** 海外市场拓展不及预期；集采降价超预期；新产品放量不及预期。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	112.61		2019	2020	2021E	2022E	2023E
流通 A 股(百万股):	28.00	营业收入(百万元)	553	830	1,079	1,322	1,722
52 周内股价区间(元):	39.62-143.29	(+/-)YOY(%)	14.6%	50.0%	30.1%	22.5%	30.2%
总市值(百万元):	16,022.94	净利润(百万元)	114	226	308	403	504
总资产(百万元):	1,501.59	(+/-)YOY(%)	33.8%	98.9%	36.2%	30.8%	25.1%
每股净资产(元):	11.74	全面摊薄 EPS(元)	1.89	3.48	3.85	5.03	6.30
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	44.4%	49.5%	50.5%	50.2%	49.6%
		净资产收益率(%)	28.0%	18.7%	20.3%	21.0%	20.8%

资料来源: 公司年报 (2019-2020), 德邦研究所  
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 内容目录

1. 低值耗材优势企业，不断拓展产品的深度和广度 .....	6
1.1. 深耕三十余年，打造丰富产品线 .....	6
1.2. 业绩大幅增长，财务表现优异 .....	7
1.3. 国内国际双循环，稳步开拓市场 .....	9
2. 临床+实验室需求快速增长，耗材市场持续扩容 .....	10
3. 公司持续挖掘业绩增长点，步入加速成长期 .....	15
3.1. 实行多样化生产，高端定制服务能力强 .....	15
3.2. 募投扩产计划稳步推进，即将迎来业绩爆发期 .....	18
3.3. 抓住抗疫新品机遇，拓展产品线助力增长 .....	19
3.4. 加大研发投入，丰富产品线奠定持续成长基础 .....	20
4. 盈利预测与估值 .....	21
5. 风险提示 .....	22

## 图表目录

图 1: 公司主要发展历程	6
图 2: 公司股权与业务结构 (截至 2021 年 Q3)	6
图 3: 公司营业收入及增长率	7
图 4: 公司归母净利润及增长率	7
图 5: 公司主营产品收入情况 (百万元)	8
图 6: 公司主营产品收入结构	8
图 7: 公司毛利率和净利率	8
图 8: 公司产品毛利率水平	8
图 9: 公司经营性现金流表现突出	8
图 10: 公司净资产收益率 (加权) 水平稳健	8
图 11: 公司国内各地区收入增长情况 (百万元)	9
图 12: 2020 年国内各地区收入占比	9
图 13: 公司海内外营业收入占比情况	9
图 14: 公司海内外毛利及毛利率情况 (百万元)	9
图 15: 公司直接与间接出口占比情况	10
图 16: 公司海外营业收入结构 (百万元)	10
图 17: 全球低值医用耗材市场规模	10
图 18: 中国低值医用耗材市场规模	10
图 19: 全球真空采血管市场规模	11
图 20: 中国真空采血管市场规模	11
图 21: 我国医疗机构诊疗人次持续增加	11
图 22: 中国体检数量整体呈现增长趋势	11
图 23: 2017 年各真空采血管厂商的销售额市场占有率	12
图 24: 公司 2017-2020 年真空采血管销售量	12
图 25: 公司 2016-2020 年真空采血系统销售额	12
图 26: 全球 IVD 市场规模及增速	13
图 27: 中国 IVD 市场规模及增速	13
图 28: 全球化学发光市场规模	13
图 29: 2010-2019 中国化学发光市场规模	13
图 30: 2016-2020 年公司实验检测类产品的销售额及增速	13
图 31: 2017-2019 年拱东医疗对安图生物的销售额	14
图 32: 安图生物 2017-2019 年营收变化	14

图 33: 全球一次性生物实验耗材市场规模 .....	14
图 34: 中国一次性生物实验耗材市场规模 .....	14
图 35: 2014-2018 年中国药用包材市场规模 .....	15
图 36: 公司药品包装材料部分产品 .....	15
图 37: 公司药品包装材料部分产品 .....	15
图 38: 公司高精密模具一览 .....	18
图 39: 公司真空采血管产品产销情况 .....	18
图 40: 医用耗材及包材产能 .....	18
图 41: 公司主要抗疫防疫产品 .....	19
图 42: 公司抗疫新产品收入情况 .....	20
图 43: 2020 年公司常规收入和抗疫新产品主营业务收入占比 .....	20
图 44: 公司研发支出及增速 .....	20
表 1: 公司主营产品及收入 .....	7
表 2: 公司主要产品及用途 .....	16
表 3: 公司投资项目资金需求情况 (万元) .....	19
表 4: 2020 年公司研发项目情况 .....	21
表 5: 公司业绩拆分 .....	21
表 6: 可比公司估值 .....	22

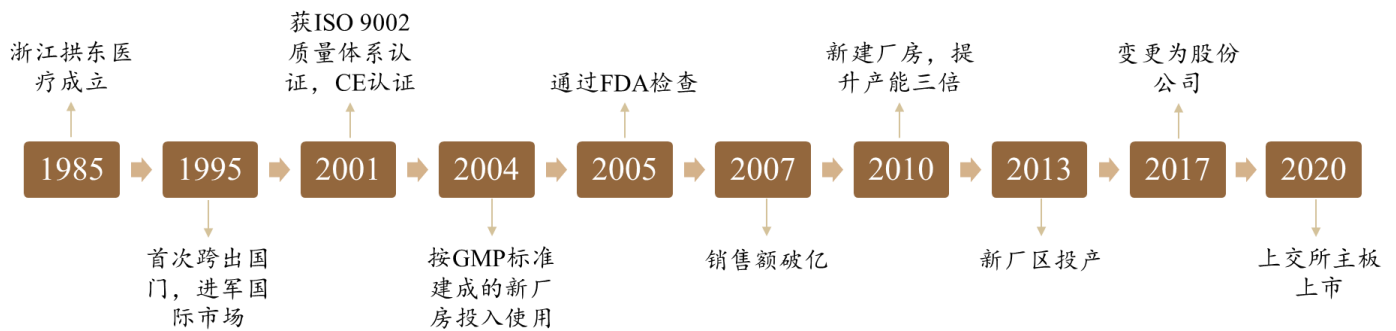
## 1. 低值耗材优势企业，不断拓展产品的深度和广度

### 1.1. 深耕三十余年，打造丰富产品线

公司为一次性医用耗材的研发、生产和销售的高新技术企业，于 1985 年成立于模具之乡浙江黄岩。经过三十余年的发展，公司不断拓展产品线的深度和广度，目前已成为国内一次性医用耗材生产企业中产品种类较齐全、规模较大的企业，产品广泛应用于临床诊断和护理、科研检测、药品包装等领域。2020 年 9 月，公司在上交所主板上市。

公司始终重视研发和技术创新，不断提升生产技术和工艺水平，建立了完善的质量控制体系，目前已通过 ISO13485 质量管理体系认证，多个产品通过欧盟 CE 和美国 FDA(510K)认证。凭借高质量产品和优质服务，公司获得境内外客户广泛认可，产品覆盖境内绝大部分省市，并销往北美洲、亚洲、南美洲、非洲、欧洲等 100 多个国家和地区。

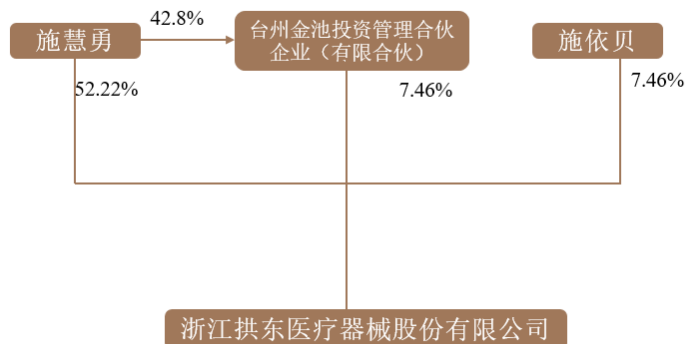
图 1：公司主要发展历程



资料来源：公司招股说明书，公司官网，德邦研究所

公司股权结构清晰，为典型的家族式企业。实际控制人为施慧勇和施依贝父女，直接或间接合计持有公司 62.87% 股份。

图 2：公司股权与业务结构（截至 2021 年 Q3）



资料来源：公司公告，德邦研究所

公司产品线丰富，应用领域广泛。主要产品包括真空采血系统、实验检测类耗材、体液采集类耗材、医用护理类耗材和药品包装材料等类型，主要应用于临床诊断和护理、科研检测、药品包装等领域。

表 1：公司主营产品及收入

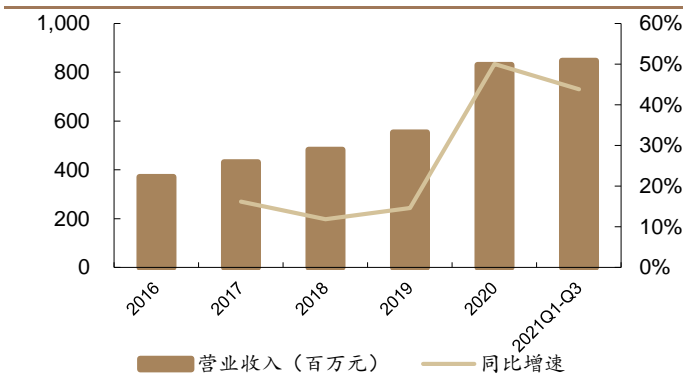
类别	2020 年收入 (亿元)	公司产品举例
真空采血系统	1.81	特针器、血采集器、血浆分离胶管、血清分离胶管、血清管、血凝管、全血管、血常规管、锐器收集桶
实验检测类耗材	2.97	比色杯、样品杯、吸头/吸头盒、培养皿、培养板、采样棒、包埋盒、离心管/冷冻管、吸管、试管、试管架、试管胶塞、排枪吸头
体液采集类耗材	1.82	痰杯痰瓶、尿杯尿瓶、大便杯/瓶、吸痰瓶、女拭子/男拭子、运送培养基、运送采样盒
医用护理类耗材	1.11	脐带剪夹器、子宫深度针、多色药杯、换药盘/杯、压舌棒、咬口、牙垫、海绵刷、海绵钳、钳子/镊子、插肛器、扩阴器
药品包装材料	0.34	螺纹杯、白桶、蓝桶、细胞培养瓶、给药器、药膏包装瓶

资料来源：公司公告，公司官网，德邦研究所

## 1.2. 业绩大幅增长，财务表现优异

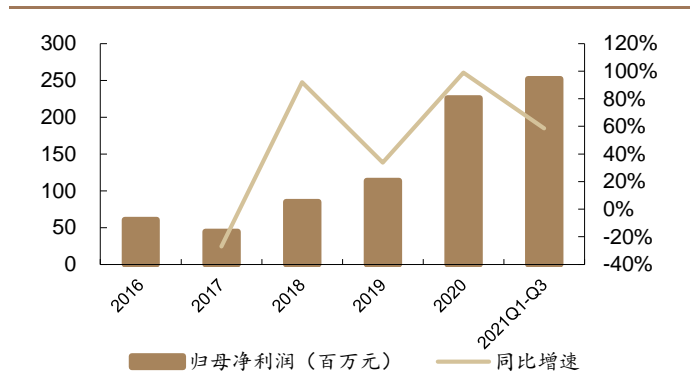
公司业绩表现：2016 年以来，公司收入水平以 15% 左右的增速稳步增长，2020 年，公司充分发掘疫情下境内外市场优势，营收和净利润大幅增加，实现营收 8.30 亿元，同比增速达 50%，归母净利润 2.26 亿元，同比增长 99%。2021 年前三季度，公司延续优秀表现，实现营收 8.5 亿元，同比增长 43.8%，实现归母净利润 2.5 亿元，同比增长 58.5%。

图 3：公司营业收入及增长率



资料来源：公司公告，德邦研究所

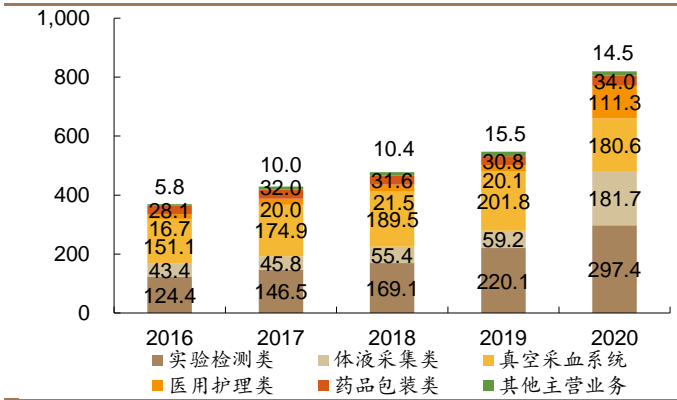
图 4：公司归母净利润及增长率



资料来源：公司公告，德邦研究所

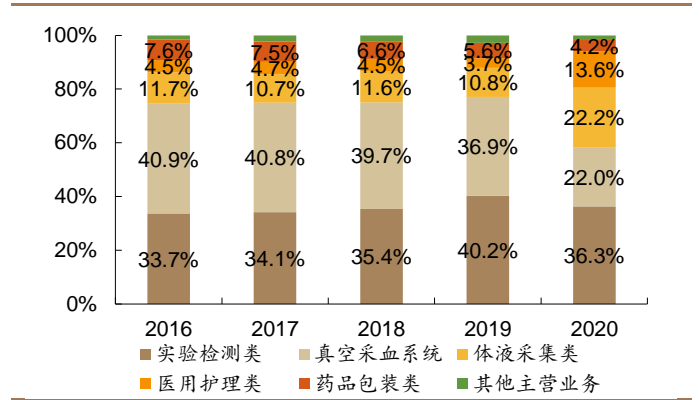
真空采血系统和实验检测类产品是公司的核心主营产品，占比接近 80%。近年来，真空采血系统产品营收保持稳定，由于公司重点加强定制类产品研发和市场开拓力度，实验检测类产品收入持续增长。2020 年，新冠疫情对公司收入结构产生较大影响，由于疫情管控等因素，真空采血管收入减少 10.5%；借助医用隔离面罩、病毒采样管等防疫新产品的快速放量，体液采集类和医用护理类贡献较多业绩，收入分别增长 207% 和 453%，占比迅速提升。

图 5: 公司主营产品收入情况 (百万元)



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

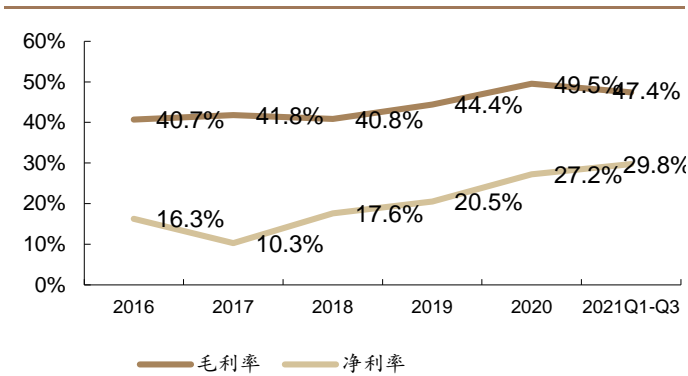
图 6: 公司主营产品收入结构



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

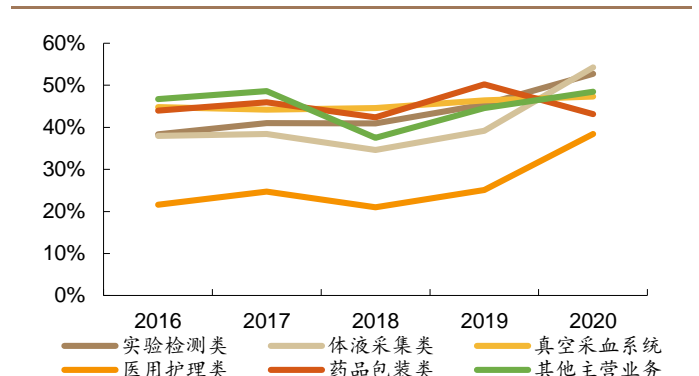
**公司盈利能力:** 2016-2020 年, 公司的毛利率水平从 40.7% 提升至 49.5%, 毛利率提升幅度较大。净利率水平从 16.3% 提升至 27.2%, 净利率提升幅度高于毛利率提升幅度。从产品结构看, 2016-2020 年, 公司医用护理类产品和体液采集类产品的毛利率水平从 2018 年开始快速提升, 公司毛利率和净利率水平也相应提升。从费用率的走势看, 销售费用率及管理费用率下降幅度较大。

图 7: 公司毛利率和净利率



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

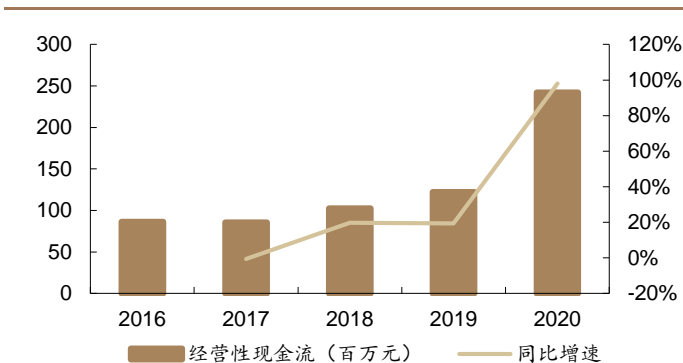
图 8: 公司产品毛利率水平



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

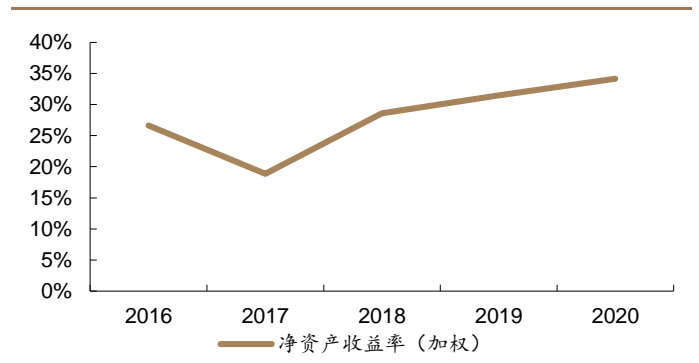
公司经营性现金流充沛, 2020 年达 2.42 亿元, 同比增长 98%, 增长较快。另外, 公司净资产收益率 (加权) 水平较高, 2017 年后呈现稳步向上趋势, 2020 年达 34%。

图 9: 公司经营性现金流表现突出



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 10: 公司净资产收益率 (加权) 水平稳健



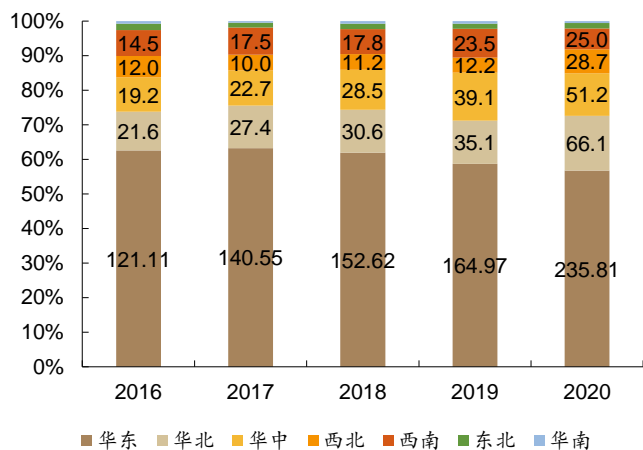
资料来源: 公司公告, 德邦研究所



### 1.3. 国内国际双循环，稳步开拓市场

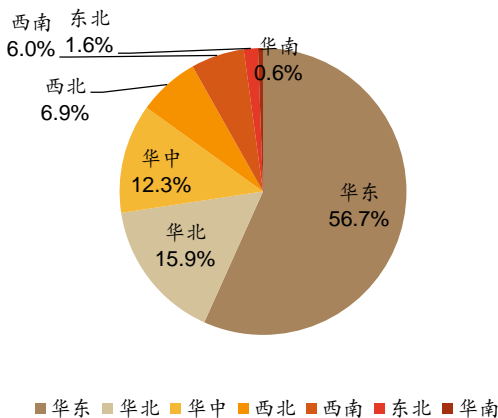
华东地区为公司的主要市场，占境内收入份额保持在 60%左右，近年来略有下滑，2020 年占比为 56.7%。华北和华中地区占比小幅上升，2020 年营收分别为 0.66 亿元和 0.51 亿元，共占据公司境内收入 28%的份额。

图 11：公司国内各地区收入增长情况（百万元）



资料来源：公司公告，德邦研究所

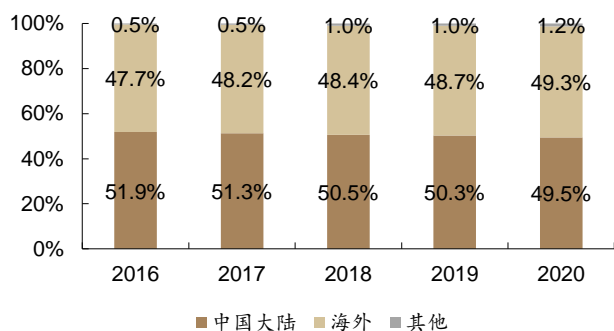
图 12：2020 年国内各地区收入占比



资料来源：公司公告，德邦研究所

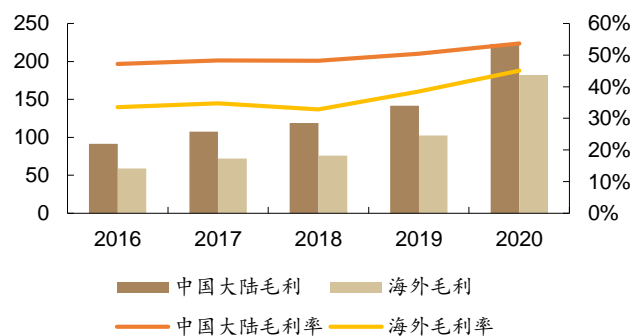
海外收入占半壁江山，毛利水平持续走高。营收方面，2016 年-2020 年，公司海外收入占比一直维持在 48-49%左右，为公司贡献一半左右的营业收入。毛利方面，海外业务毛利水平略低于大陆业务，近年来差距逐渐缩小，海外产品的盈利能力增长较快。

图 13：公司海内外营业收入占比情况



资料来源：公司公告，德邦研究所

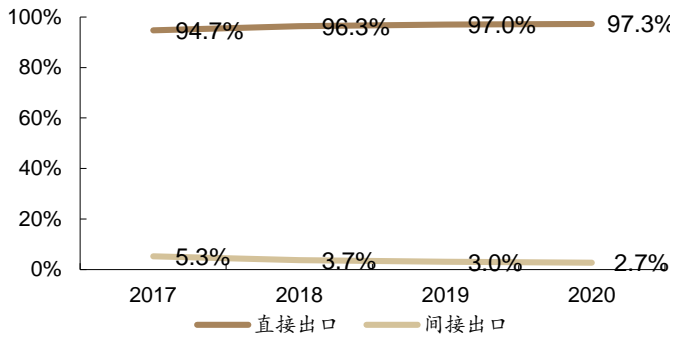
图 14：公司海内外毛利及毛利率情况（百万元）



资料来源：公司公告，德邦研究所

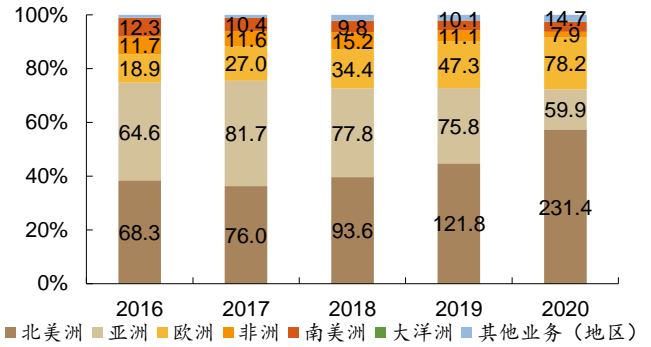
公司主要境外销售模式为直接出口，公司直接报关出口到国外，主要以美元、欧元结算。分地区来看，北美和亚洲为公司的主要市场，2020 年由于定制产品收入增长及新增防疫产品销售，北美和欧洲市场增长较快。在下游市场需求旺盛以及公司产能不足的情况下，公司主动减少了部分盈利能力较差的亚洲、非洲市场的订单，导致亚洲和非洲市场的销售收入金额有所下降。

图 15: 公司直接与间接出口占比情况



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 16: 公司海外营业收入结构 (百万元)

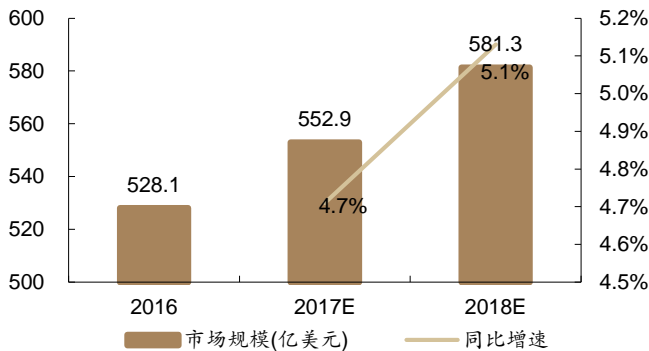


资料来源: 公司公告, 公司公告, 德邦研究所

## 2. 临床+实验室需求快速增长, 耗材市场持续扩容

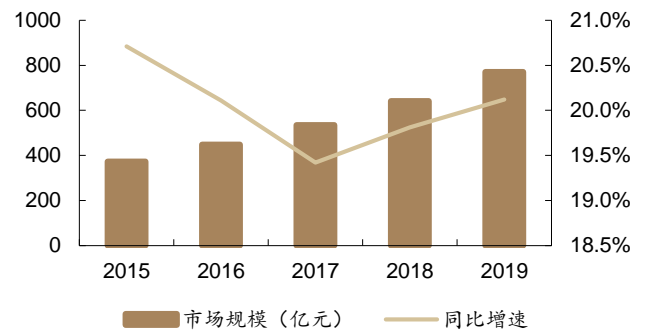
中国低值医用耗材市场规模稳定高速增长, 2019 年达 770 亿元。低值医用耗材具有常用、基础、较刚性的应用属性, 市场消耗量巨大, 根据《中国医疗器械蓝皮书(2020 年版)》, 估计 2018 年全球市场可达 581 亿美元, 增速在 5% 左右。随着中国经济发展与社会老龄化加速, 医疗需求与科技水平的不断提高, 中国医疗器械行业正处于快速发展阶段, 增速远超国际水平, 2015-2019 年中国低值医用耗材市场规模由 373 亿元增长至 770 亿元, 年均复合增速在 20% 左右。

图 17: 全球低值医用耗材市场规模



资料来源: 拱东医疗招股说明书, 《Global Medical Devices Report Q2 2017》, 德邦研究所

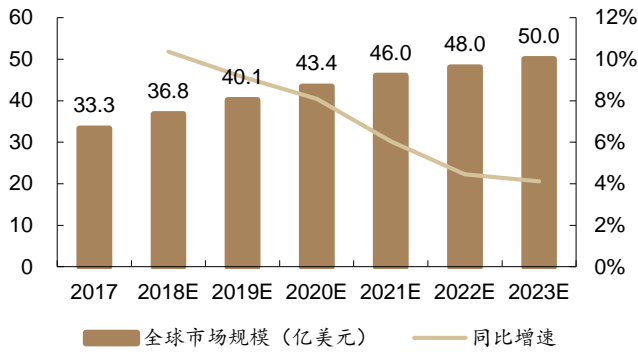
图 18: 中国低值医用耗材市场规模



资料来源: 拱东医疗招股说明书, 德邦研究所

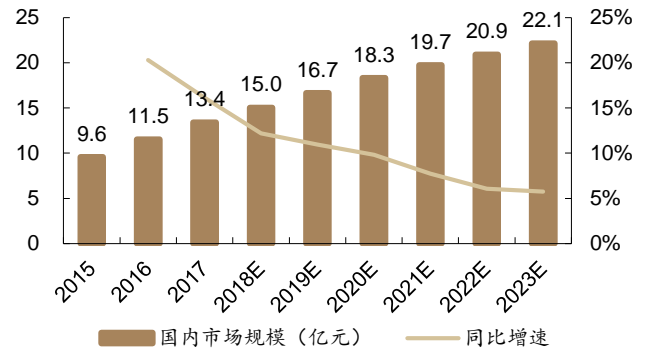
**血液、体液采集耗材领域:** 20 世纪 70 年代, 随着检验医学的发展, 真空采血技术替代注射器开放式采血在全球范围内被广泛推广应用。根据全国卫生产业企业管理协会医学检验产业分会相关数据, 2017 年全球真空采血管市场规模为 33 亿美元, 预计 2023 年可以达到 50 亿美元。我国真空采血系统行业从 90 年代引入, 经历了初创期和成长期, 目前已经进入了快速发展期, 普及率和使用量快速提高。2017 年, 我国真空采血管市场规模为 13 亿元, 预计到 2023 年底, 我国真空采血管市场规模将达到 22 亿元。

图 19: 全球真空采血管市场规模



资料来源: 全国卫生产业企业管理协会, 德邦研究所

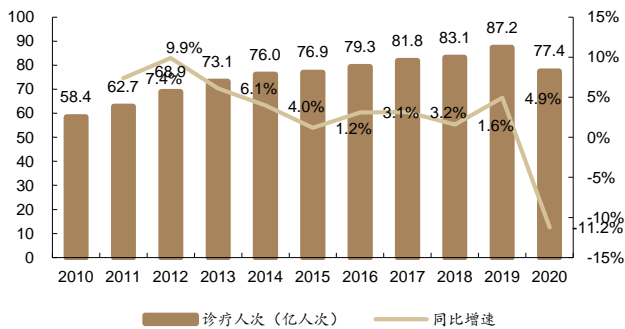
图 20: 中国真空采血管市场规模



资料来源: 全国卫生产业企业管理协会, 德邦研究所

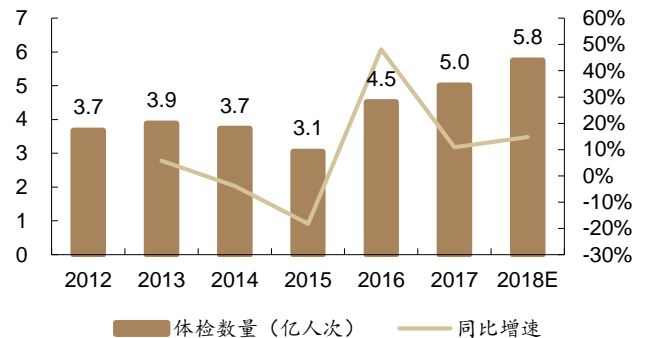
随着我国居民医疗需求的不断增长, 血液、体液采集耗材市场也将持续扩容。疾病临床诊断需求促进了检验医学的发展, 检验医学大部分标本来自于血液和体液, 对血样和体液样本的采集、处理和检验是疾病诊断预防的基础。随着我国整体经济水平的提升、医疗卫生保障体系的完善、人口数量的增长以及老龄化的趋势, 居民医疗需求和健康体检意识逐渐增强, 医院门诊和体检人次持续增长, 在下游需求增长的推动下, 预计相应真空采血系统和体液采集类产品的用量也将不断增长。

图 21: 我国医疗机构诊疗人次持续增加



资料来源: Wind, 德邦研究所

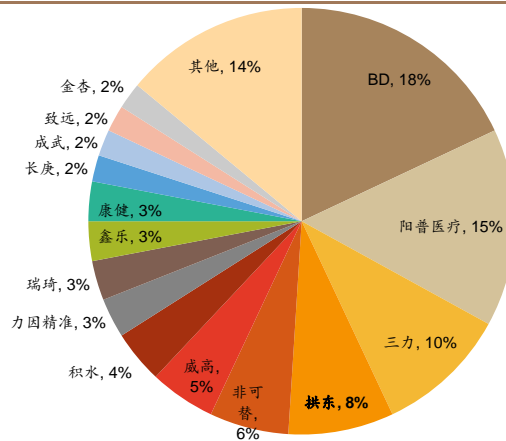
图 22: 中国体检数量整体呈现增长趋势



资料来源: 中国信息产业网, 德邦研究所

市场集中度逐渐增强, 呈现进口替代趋势。真空采血管近 10 年开始步入快速发展阶段, 企业数量迅速增加, 2016 年就已经超百家企业, 但大部分企业市占率较低。从 2017 年厂商销售额情况看, 进口企业 BD 占据 18% 市场份额, 位居第一, 国内企业阳普、三力、拱东依次占据 15%、10%、8% 的市场份额, 前 4 名企业共占据 50% 市场。随着我国真空采血管企业逐渐加大投入提升技术和品质, 预计国内企业市场占有率将进一步提高。

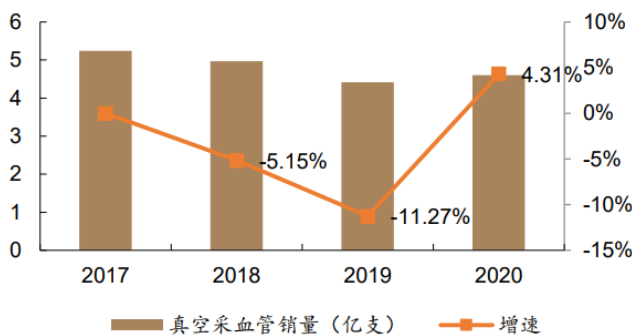
图 23：2017 年各真空采血管厂商的销售额市场占有率



资料来源：全国卫生产业企业管理协会医学检验产业，德邦研究所

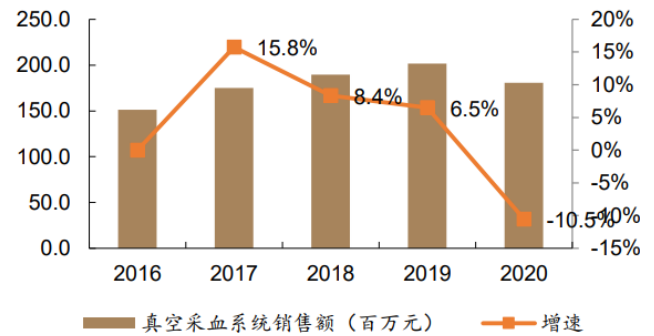
2017-2020 年，公司真空采血管销售量从 5.24 亿支下降至 4.6 亿支，从销售额来看，从 2017 年的 1.51 亿元增长至 2019 年的 2.02 亿元，2020 年同比下降 10.5%。预计随着疫情逐步得到控制，医疗机构门诊量和体检量回升，真空采血管将实现恢复性增长。

图 24：公司 2017-2020 年真空采血管销售量



资料来源：公司公告，德邦研究所

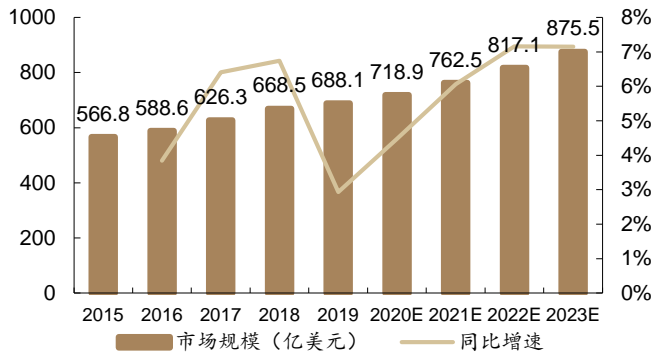
图 25：公司 2016-2020 年真空采血系统销售额



资料来源：公司公告，德邦研究所

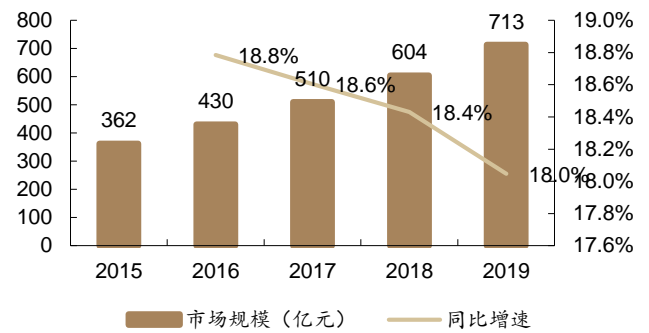
**实验检测耗材领域：**实验检测类耗材主要应用于体外诊断（IVD 反应杯、比色杯、培养皿等）、生物实验室（细胞培养和储存等）等场景。在体外诊断方面，主要产品包括生化仪、免疫化学发光仪使用的比色杯/一次性反应杯、分子诊断使用 PCR 反应杯/DNA 储存板/病毒采样管等配套产品。2016-2019 年，全球 IVD 市场增速保持 2-7% 增长，预计 2020 年后仍将保持个位数增长，国内市场则保持 18% 以上的增速，预计未来几年仍将维持大幅高于全球的增速水平。国内 IVD 行业需求扩容，预计对配套耗材的需求也将相应增加。

图 26: 全球 IVD 市场规模及增速



资料来源: 罗氏诊断, 德邦研究所

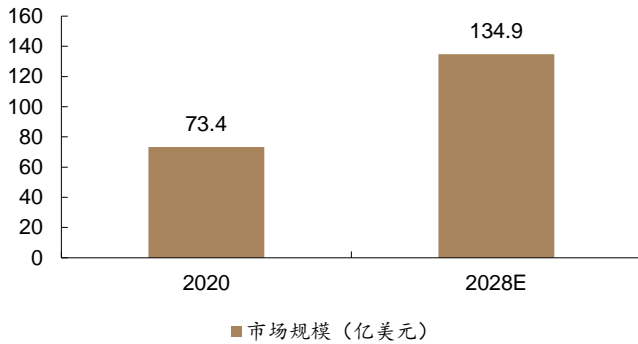
图 27: 中国 IVD 市场规模及增速



资料来源: 《中国医疗器械蓝皮书》, 德邦研究所

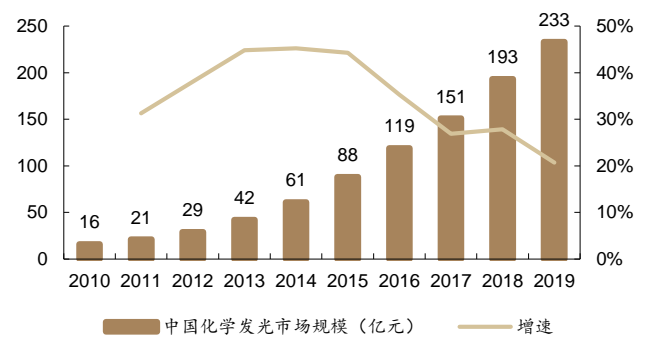
IVD 细分领域化学发光全球及国内市场保持较快增速, 中国 2010-2019 年复合增速达 34.7%。根据 grand view research 预测, 2020 年全球化学发光市场达 73.4 亿美元, 并将以 CAGR7.4% 的增速增至 2028 年的 134.9 亿美元。2019 年国内化学发光市场达 233 亿元, 同比增长 20.7%, 增速显著高于全球。

图 28: 全球化学发光市场规模



资料来源: grand view research, 德邦研究所

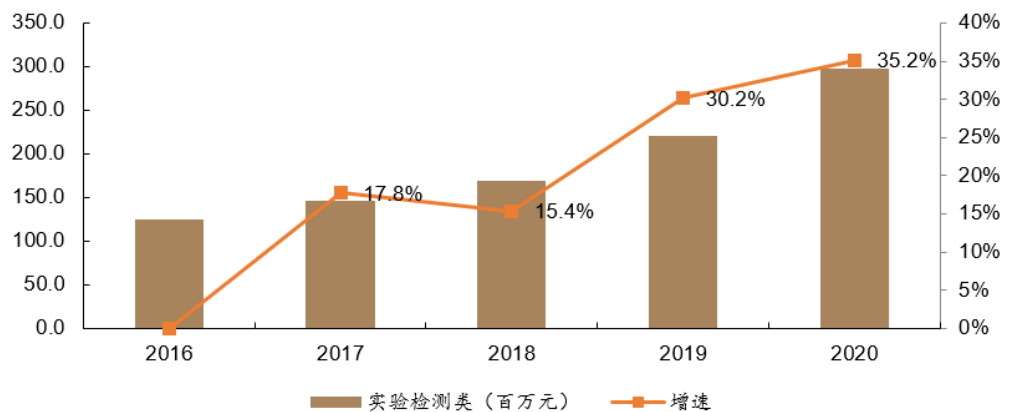
图 29: 2010-2019 中国化学发光市场规模



资料来源: 华经情报网, 德邦研究所

2016-2020 年, 公司实验检测类耗材类产品销售额从 1.24 亿元增长至 2.97 亿元, 2019-2020 年均保持 30% 以上的增长。下游 IVD 客户销售额的提升带动定制类耗材放量, 进一步拉动公司实验检测类产品的销售额快速增长。

图 30: 2016-2020 年公司实验检测类耗材类产品的销售额及增速

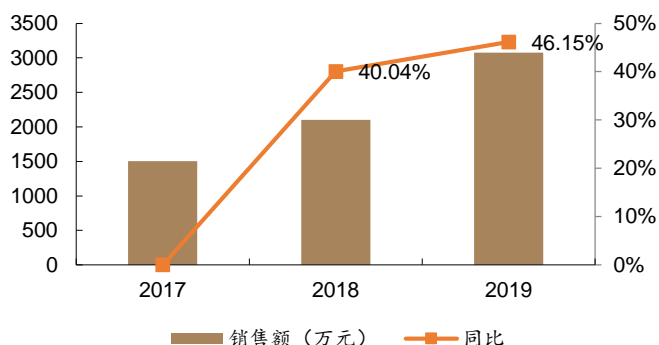


资料来源: 公司公告, 德邦研究所

以重要客户安图生物为例, 2017-2019 年, 作为重要客户, 安图生物的采购

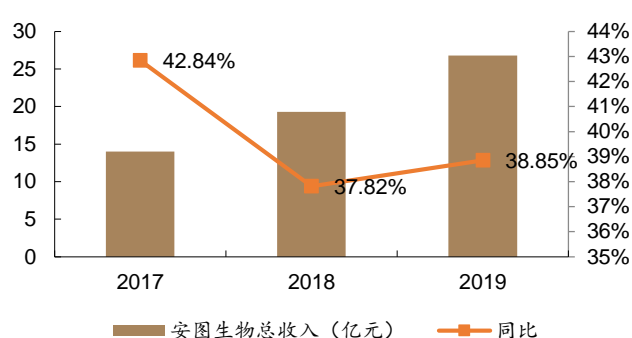
额从 1502 万元增长至 3074 万元，2018、2019 年增速分别为 40%、41.2%，与安图生物同期的收入增速相近。公司与客户产品销售绑定关系较为密切，下游产品需求放量将带动公司销售额同步增长。

图 31：2017-2019 年拱东医疗对安图生物的销售额



资料来源：拱东医疗招股说明书，德邦研究所

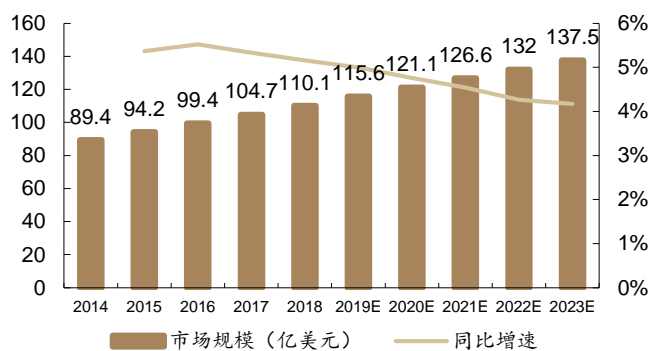
图 32：安图生物 2017-2019 年营收变化



资料来源：安图生物公司公告，德邦研究所

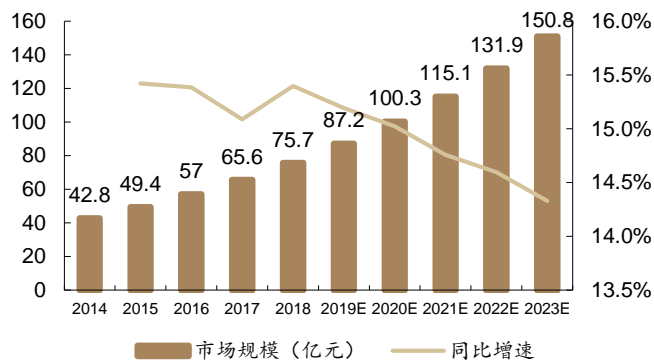
**在生物实验室方面**，随着全球生物医药行业的快速发展，生物实验耗材需求也在持续增加。根据 Frost & Sullivan 统计预测，全球一次性生物实验耗材市场由 2014 年的 89.4 亿美元增长至 2018 年的 110.1 亿美元，CAGR 为 5.34%，预计 2023 年市场规模将达到 137.5 亿美元；而在生物产业处于快速发展期的中国市场，中国生物实验室一次性塑料耗材的市场规模市场从 2014 年的 42.8 亿元增长至 2018 年的 75.7 亿元，CAGR 达 15.32%，预计 2023 年将达到 150.8 亿元，市场扩容趋势明显。

图 33：全球一次性生物实验耗材市场规模



资料来源：Frost & Sullivan，德邦研究所

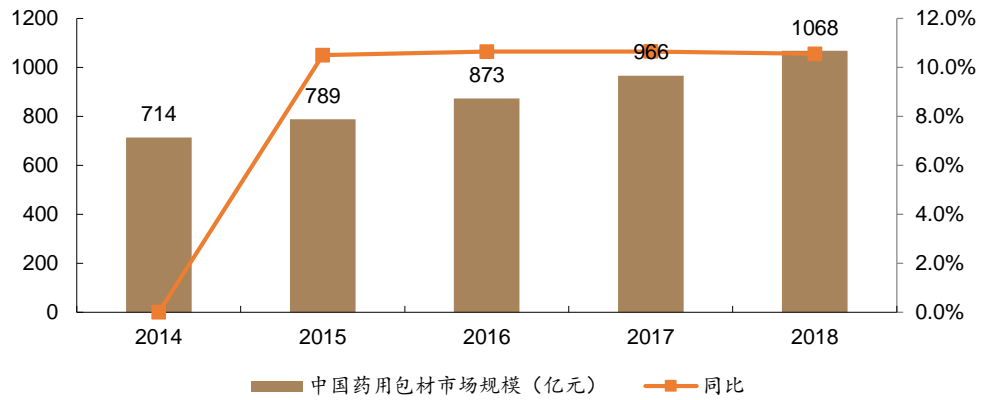
图 34：中国一次性生物实验耗材市场规模



资料来源：Frost & Sullivan，德邦研究所

**药用包材方面**：药用包材主要用于制造包装容器、包装装潢、包装印刷、包装运输等满足产品包装要求所使用的材料。塑料药包材具有密度小、质量轻、阻隔性好、耐水耐油等优点。2018 年，中国药用包材市场空间超过 1000 亿元，2015-2018 年维持 10% 以上的增长，行业产品种类众多，成长性较好。

图 35：2014-2018 年中国药用包材市场规模



资料来源：statista，德邦研究所

公司从 2016 年开始进入药品包装类领域，产品种类不断扩充，同时给药器等产品在动物领域也有应用，随着产品种类和应用领域的不断拓展，有望带来较高的业绩增长。

图 36：公司药品包装材料部分产品



资料来源：公司官网，德邦研究所

图 37：公司药品包装材料部分产品



资料来源：公司官网，德邦研究所


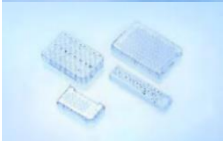






### 3. 公司持续挖掘业绩增长点，步入加速成长期

#### 3.1. 实行多样化生产，高端定制服务能力强

定制服务能力是低值耗材生产企业的核心竞争力之一。一次性医用耗材已被广泛运用于临床实践及科研检测中的各个方面，其中大部分产品都具有与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。临床实践及科研检测的多样性与复杂性对产品的功能、特性、规格等提出了不同的要求，因此能否为患者、医院和科研机构提供全面的、覆盖各领域的一次性医用耗材制品，成为一次性医用耗材企业的核心竞争力之一。

**公司产品种类齐全，质量过硬，不同生产线调度管理得当，具备产品优势：**目前，公司已经形成真空采血系统、实验检测类耗材、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 3000 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。

表 2: 公司主要产品及用途

产品种类	主要产品	产品用途	产品图片
真空采血系统	一次性使用真空与采血针配套使用, 主要供临床作静脉采血并盛放血标本, 可直接上机参与标本采血管	自动检测	
	一次性使用人体末梢血样采集容器	用于人体末梢血样采集、运输和储存, 供体外诊断检查用。常应用于儿童末梢血采集	
培养皿	生物实验室细胞培养容器, 采用光学级 PS 生产, 经灭菌后适合细胞、细菌培养以及药敏试验		
培养板	生物实验室细胞培养容器, 采用低温高分子材料表面处理技术和制造生产工艺, 可满足从单细胞到大规模细胞和组织培养需要		
比色杯	用于各类全自动血凝检测, 分光光度计光谱识别等, 采用光学级塑料, 产品内外表面透明, 平整光洁, 透光性能优越, 适配国内外各种全自动化分析仪、血凝仪、分光光度仪		
反应杯	用于各类生化、血凝全自动多项检测, 采用光学级塑料, 配以高精度模具, 产品内外表面透明, 平整光洁, 透光性能优越, 多孔之间保持高度的一致性, 适配国内外各种全自动化分析仪、血凝仪		
样品杯	用于临床血清标本或其他标本的转移盛装, 采用高透明医用塑料, 配以高精度模具, 产品内外表面透明, 平整光洁, 透光性能优越, 方便清洗, 适配国内外各种全自动化分析仪、分光光度仪		
实验检测类耗材	试管	用于生物实验室及临床放免、盛放血清、免疫分化、分杯等用	
	离心管	用于实验室操作中样品的分离, 能够满足生物分析级要求	
吸管	用于转移液体标本, 相较于玻璃管和橡胶管, 公司生产的塑料吸管内部光滑, 有效减少液体内组织结构和细胞的损伤, 耐低温, 可进行高温消毒		
吸头	与移液器配套使用, 用于生物实验室液体的转移, 公司生产的标准型吸头和带滤器吸头均可进行高压消毒灭菌处理, 特有的滤芯硅化吸头不挂残留液体, 最大限度保证移液的准确性, 几乎满足和适配大多数现有市售的移液器要求, 并配套多种规格的吸头盒		
多功能容器	可根据客户要求改变产品外观颜色, 可用于区分不同标本或实验液的盛放		



<p>体液采集 类耗材</p>	<p>体液采集容器 用于大便、尿液、痰液等人体标本的盛放和储存</p> <p>一次性使用无菌供临床采集人体分泌物用；包括男用、女用、鼻及口咽 A 型、鼻及口咽 B 型采样拭子 四个规格</p>	
<p>药品包装 材料</p>	<p>药用聚乙烯瓶 定制产品，用于盛放复方酮康唑药品</p> <p>给药器 定制产品，无菌。用于预置灌装妇科消炎类药物，方便患者自体给药，防止交叉感染</p>	
<p>医用护理 类耗材</p>	<p>一次性使用无菌阴道扩张器 供妇产科检查用</p> <p>换药容器 用于临床门诊、外科换药室；包括透明换药碗（无菌）、换药弯碗（软）、换药弯碗（硬）、药片杯、高服药杯、服药杯、药水杯多个规格产品</p>	

资料来源：公司招股书，德邦研究所

与常规的实验室耗材和真空采血管等产品不同，定制类耗材产品通常应用于高精度检验仪器设备中，微小的差异会对检验结果带来直接影响，因此定制类耗材对于生产质量有着近乎苛刻的标准。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。同时，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；依靠领先的模具、耗材产品研发、设计能力，公司具备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，开发具有良好性价比的产品。公司积极主动参与下游客户定制产品的开发，在为客户创造价值的同时，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。

模具是注塑类产品的核心环节，产品尺寸、形状、精确度等控制的关键设备，模具的设计和生精精度直接影响产品质量，国内目前大多数注塑生产企业模具多为委外加工，是否具备模具自主生产能力是衡量企业是否具备核心竞争力的重要考量因素。从 1985 年至今，拱东医疗已制造完成 5000 多套各类、系列化的注塑成型模具，配套支持拱东医疗生产车间约 250 台注塑成型和一步法吹塑成型等设备的生产制造所需。

图 38: 公司高精密模具一览



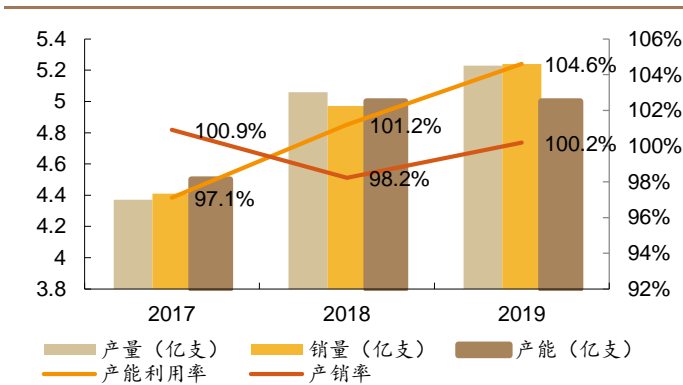
资料来源: 公司官网, 德邦研究所

未来, 公司将继续以客户为中心, 以市场为导向, 不断优化经营及营销策略, 以拓展药包材、IVD 配套等定制类产品业务为重点, 加强与客户在创新阶段就展开前瞻性合作; 主动减少不可持续的疫情相关产品的订单, 为其他更具发展前景的产品留出产能; 同时, 公司将继续强化医疗端市场布局, 提升公司产品在医疗端的覆盖面。

### 3.2. 募投扩产计划稳步推进, 即将迎来业绩爆发期

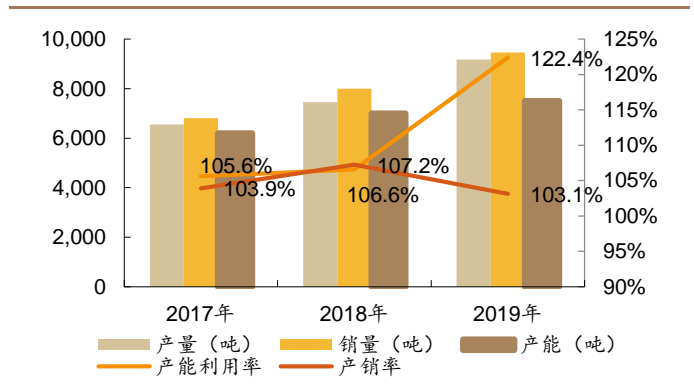
公司产能利用率超 100%, 产能为现阶段主要瓶颈。公司自 2016 年开始实行技改, 通过更新老旧生产设备、提高生产线自动化水平, 逐渐提高产能, 目前已基本实现最大化利用, 后续通过技改提升产能的空间有限。2016-2019 年, 真空采血管产能利用率分别为 97.11%、101.20%及 104.60%, 实验检测类、体液采集类、医用护理类耗材及药品包装材产能利用率分别为 105.64%、106.59%及 122.40%, 公司产品产能已饱和, 无法满足销量的进一步增长。

图 39: 公司真空采血管产品产销情况



资料来源: 公司招股书, 德邦研究所

图 40: 医用耗材及包材产能



资料来源: 公司招股书, 德邦研究所 (注: 包括实验检测、体液采集、医用护理、药品包装产品)

募投扩产计划稳步推进, 有望于 2022 年一季度投产, 助力业绩增长。公司利用募集资金实施扩产计划, 通过新建“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”, 逐步完善一次性医用耗材的生产工艺, 不断提升公司产品的生产能力和自动化水平, 更好满足下游客户需求, 不断提高公司市场份额, 扩大市场竞争力和 brand 影响力。2019 年, 公司真空采血管的产能为 5 亿支, 募投项目达产后, 预计真空采血管的年产能超 10 亿支, 其他

产品产能也将翻倍增长。根据项目建设进度,预计产能将于 2021 年底建设完成,2022 年一季度进入生产周期。

表 3: 公司投资项目资金需求情况 (万元)

序号	项目名称	项目投资总额	拟投入金额
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	17836.8	17836.8
3	研发中心建设项目	9758.06	9758.06
4	补充流动资金	3500	3307.33
合计		58006.68	57814.01

资料来源: 公司招股书, 德邦研究所

过渡期内充分利用现有资源, 进一步提升业绩。募投扩产项目筹备期间, 公司对现有厂区的部分车间进行重新布局, 并新购置设备或对部分设备进行技术改造、更新, 一方面可以在募投项目完工之前提升现有产能, 另一方面可以加快募投项目的投产、达产速度; 此外, 公司也在积极采用扩大外协加工规模等方式临时将部分低端产品的生产转移给合格供应商, 以缓解募投项目投产前的产能压力。

### 3.3. 抓住抗疫新品机遇, 拓展产品线助力增长

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、医用隔离眼罩以及病毒采样管等防疫抗疫新产品, 进一步丰富公司产品线, 带来新的业绩增长点。

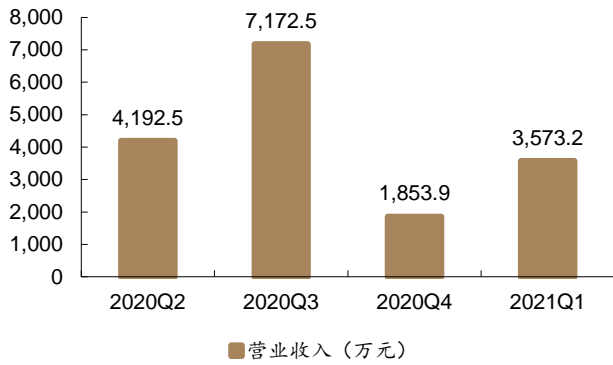
图 41: 公司主要抗疫防疫产品



资料来源: 公司官网, 德邦研究所

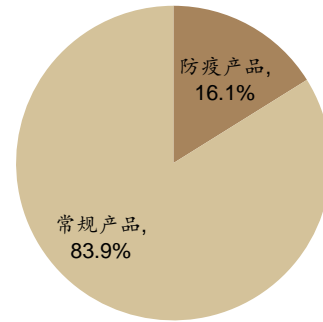
公司灵活调整抗疫新品销售, 预计疫情结束后, 基本不会影响公司业绩。2020 年第二、三季度, 因境内医疗机构停诊、限诊, 公司将常规产品的产能调整至抗疫产品及其他境外市场产品, 抗疫产品营收增长较快; 第四季度, 考虑到境外门诊数量下降和外汇波动因素, 公司适当减少防疫产品的产能分配, 相应收入下降较快。2020 年, 抗疫产品总计为公司带来 1.3 亿元营业收入, 占主营业务收入的 16.13%。2021 年第一季度, 抗疫产品营收有所增长, 提高至 0.36 亿元, 营收占比为 13.7%, 略有下滑。整体来看, 公司产能瓶颈下, 短期产品结构的变化不会造成公司业绩的大幅度波动, 疫情为公司带来的基数效应不明显。

图 42: 公司抗疫新产品收入情况



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 43: 2020 年公司常规收入和抗疫新产品主营业务收入占比

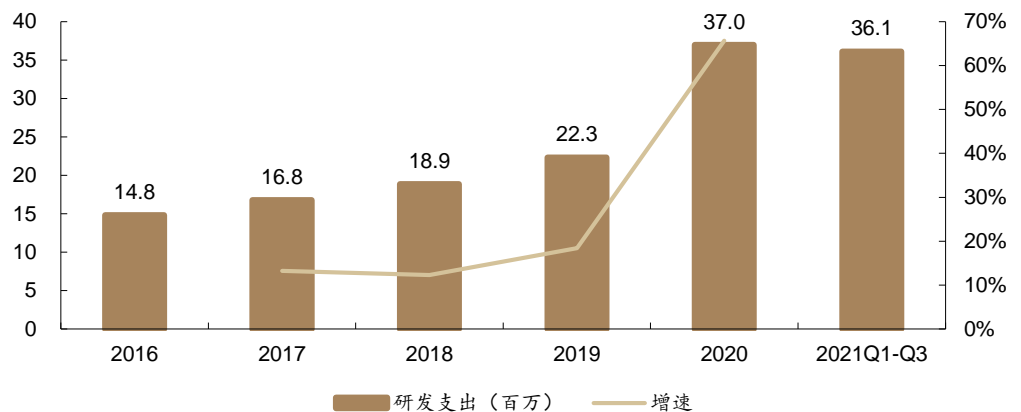


资料来源: 公司公告, 德邦研究所

### 3.4. 加大研发投入, 丰富产品线奠定持续成长基础

公司对技术研发高度重视, 经过 30 多年的研发投入和实践积累, 公司掌握了丰富的产品研发、设计和生产经验。截止 2020 年底, 公司拥有国内授权专利 38 项, 其中发明专利 3 项, 实用新型专利 35 项, 其中 2020 年新取得授权实用新型专利 11 项。2020 年公司研发投入总额为 3,698 万元, 同比增加 65.58%, 研发投入占营业收入的比例为 4.46%, 同比增加 0.42%。

图 44: 公司研发支出及增速



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

**后续产品储备丰富, 未来可期。**公司积极布局研发, 及时满足客户对产品的多样化需求, 并对未来市场需求进行提前布局。公司利用募集资金, 逐步实施技术研发计划, 通过新建“研发中心建设项目”, 持续加强新技术、新工艺、新产品研发, 不断提升生产效率、降低生产成本、提高产品品质, 强化公司的核心竞争优势, 提升公司综合盈利能力。

现阶段, 公司研发的重点为定制类产品的开发、分子生物检测样本采集类耗材以及高产能、高精度模具制造工艺研究, 为现有客户及募投项目建成后, 提供必要的新项目、新技术及新工艺支持。同时, 受新冠疫情下对疫情相关的产品需求的影响, 公司研发部门基于现有技术积累, 通过新冠肺炎疫情防控用防护面罩制造工艺研究、临床分析检测用一次性病毒样本采样管开发等项目的研发, 及时推出了医用隔离面罩、医用隔离眼罩以及病毒采样管等防疫产品。截止 2020 年底, 公司第二代十联检病毒采样管进入小批量试制阶段, 并已经提交了发明专利

申请。

表 4：2020 年公司研发项目情况

研发项目	产品基本信息	研发(注册)所处阶段	进展情况	累计研发投入(万元)
1#反应杯多腔高速生产系统的研究开发	本系统搭载高性能伺服电机及自主研发的高性能伺服运动控制系统, 满足多腔产品高速取出	项目验收	项目验收完结	291.69
高密封性尿杯多腔高速生产模具及工艺研究	本工艺对模拟产品运行充填、保压和翘曲分析, 保证产品的密封性, 使医疗采尿杯达到了高密封性的要求	项目验收	项目验收完结	248.3
临床分析检测用一次性病毒样本采样管开发	根据产品的不同用途, 开发两种不同的保存液, 通用型和灭活型	项目转化	持续改进阶段	130.62
临床检测用取样杯插勺拧盖全自动组装技术研究	本技术采用了机、电、气联合驱动和控制技术, 设计一种自动旋盖装置, 实现自动化操作	项目验收	项目验收完结	251.6
胎儿遗传疾病产前筛查诊断用血浆无创游离 DNA 采集保存管开发	本技术提供了用于临床研究、药物发现和诊断测定开发的无细胞血浆 DNA 和 CTC 的样品收集、转运和稳定的标准化方法, 满足实验室对血标本的多样化需求	小批量试制	持续改进阶段	325.68
新冠肺炎疫情防控用防护面罩制造工艺研究	本工艺采用高透光材料, 松紧带和片材焊接组合技术以及设计高速冲压夹具	项目验收	项目验收完结	64.69
眼科精准医疗用晶体溶液高精度采样装置开发	本技术设计一种特殊结构的胶塞和 PET 管配合, 保证其配合度和穿刺针刺穿胶塞的角度以及真空管的真空度更加精密	样品试制	临床验证阶段	292.52
用于 PCR 实验的一次性高透聚丙烯塑料离心管开发	本技术运用座标磨床加工, 使孔的尺寸精度提升, 保证管壁壁厚的均匀性。	项目验收	项目验收完结	293.57

资料来源: 公司公告, 德邦研究所

## 4. 盈利预测与估值

核心假设:

- 1) 体液采集类产品与疫情相关性较高, 随着全球疫情逐步得到控制, 相关需求恢复常态, 2022-2023 年销量逐步下滑。
- 2) 实验室检测类产品随着定制类产品客户销售额逐步增加, 且客户数量进一步增加, 预计随着接洽的逐步推进, 大客户数量逐步增加, 预计维持高速增长。
- 3) 真空采血系统相关产品的需求量与医院和体检部门的门诊量和住院量相关性大, 预计随着疫情逐步得到控制, 相关产品实现恢复性增长, 真空采血类产品维持行业增速。
- 4) 药品包装类产品随着募投产能的达产, 相关产品在 2023 年迎来较快的增长。
- 5) 医用护理类产品随着国内疫情的控制, 销售量大幅下滑后维持基本稳定。
- 6) 公司具备较强的模具能力, 随着销售渠道的逐步拓宽, 科研领域相关耗材产品种类逐步丰富, 随着产品 SKU 的增加, 预计公司其他业务将实现快速增长。

表 5：公司业绩拆分

单位: 百万元		2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
总收入	收入	371	432	482	552	830	1079	1322	1722
	增速		16%	12%	15%	50%	30%	22%	30%
	毛利率	40.7%	41.8%	40.9%	44.4%	49.5%	50.5%	50.2%	49.6%
	成本	220	251	285	307	419	535	659	868
1、体液采集类	收入	43	46	55	59	182	328	295	280
	增速		6%	20%	7%	208%	80%	-10%	-5%
	毛利率	38.0%	38.4%	34.6%	39.2%	54.2%	52.0%	52.0%	52.0%
	成本	27	28	36	36	83	157	142	134

<b>2、实验检测类</b>	收入	124	147	169	220	297	431	646	937
	增速		18%	15%	30%	35%	45%	50%	45%
	毛利率	38.4%	41.0%	40.9%	45.4%	52.7%	53.0%	52.0%	51.0%
	成本	77	87	100	120	141	202	310	459
<b>3、真空采血系统</b>	收入	151	175	190	202	181	208	239	275
	增速		16%	9%	6%	-10%	15%	15%	15%
	毛利率	44.8%	44.2%	44.6%	46.4%	47.3%	47.0%	47.0%	47.0%
	成本	83	98	105	108	95	110	127	146
<b>4、药品包装类</b>	收入	28	32	32	31	34	37	49	88
	增速		14%	0%	-3%	10%	10%	30%	80%
	毛利率	43.9%	46.0%	42.4%	50.2%	43.1%	43.0%	43.0%	43.0%
	成本	16	17	18	15	19	21	28	50
<b>5、医用护理类</b>	收入	17	20	21	20	111	44	47	49
	增速		19%	5%	-5%	455%	-60%	5%	5%
	毛利率	21.6%	24.7%	21.0%	25.1%	38.4%	38.0%	38.0%	38.0%
	成本	13	15	17	15	68	28	29	30
<b>6、其他主营</b>	收入	6	10	10	15	15	19	28	56
	增速		74%	0%	50%	0%	25%	50%	100%
	毛利率	46.7%	48.6%	37.5%	44.6%	48.5%	48.0%	48.0%	48.0%
	成本	3	5	6	8	8	10	15	29
<b>7、其他</b>	收入	2	2	5	5	10	13	19	38
	增速		12%	150%	0%	100%	25%	50%	100%
	毛利率	38.7%	48.4%	47.1%	25.9%	56.8%	50.0%	50.0%	50.0%
	成本	1	1	3	4	4	6	9	19

资料来源：公司公告，德邦研究所

基于上述假设，预计 2021-2023 年公司将实现营收 10.79/13.22/17.22 亿元，实现归母净利润 3.08/4.03/5.04 亿元。公司在高分子医用耗材领域已经深耕超过 35 年，技术优势明显，给予公司 2022 年 38-42 倍 PE 估值，合理区间为 191.14-211.26 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 6：可比公司估值

证券代码	证券名称	股价 (元)	EPS (元)			PE		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
603301.SH	振德医疗	53.27	2.63	2.88	3.75	20.25	18.52	14.22
603987.SH	康德莱	22.90	0.67	0.88	1.10	34.18	26.02	20.82
300453.SZ	三鑫医疗	12.86	0.40	0.48	0.60	32.40	26.66	21.54
300151.SZ	昌红科技	36.28	0.29	0.56	1.08	124.02	64.76	33.61
平均值						52.71	33.99	22.55

资料来源：Wind，德邦研究所（股价为 2022 年 1 月 11 日收盘价，振德医疗、三鑫医疗、昌红科技盈利预测为 Wind 一致性预期）

## 5. 风险提示

- 1、海外市场拓展不及预期的风险：公司海外收入占比超 30%，未来存在市场推广不及预期的风险；
- 2、集采降价超预期的风险：公司主营业务为低值耗材，未来产品存在招标降价风险；
- 3、新品放量不及预期的风险：公司在研新品较多，未来存在放量不及预期的风险。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	3.48	3.85	5.03	6.30
每股净资产	15.10	18.95	23.98	30.27
每股经营现金流	3.03	3.44	4.95	5.30
每股股利	1.80	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	40.89	37.00	28.28	22.60
P/B	9.42	7.51	5.93	4.70
P/S	13.72	10.55	8.61	6.61
EV/EBITDA	36.42	29.30	22.56	16.98
股息率%	1.4%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	49.5%	50.5%	50.2%	49.6%
净利润率	27.2%	28.5%	30.4%	29.2%
净资产收益率	18.7%	20.3%	21.0%	20.8%
资产回报率	16.4%	10.9%	18.5%	18.3%
投资回报率	19.6%	11.6%	20.4%	21.0%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	50.0%	30.1%	22.5%	30.2%
EBIT 增长率	108.1%	27.4%	29.8%	29.8%
净利润增长率	98.9%	36.2%	30.8%	25.1%
偿债能力指标				
资产负债率	12.2%	46.1%	11.9%	12.2%
流动比率	6.4	1.9	6.8	6.7
速动比率	6.0	1.8	6.3	6.3
现金比率	4.7	1.6	5.0	5.0
经营效率指标				
应收帐款周转天数	66.6	72.0	72.0	72.0
存货周转天数	58.5	58.0	59.0	60.0
总资产周转率	0.6	0.4	0.6	0.6
固定资产周转率	7.8	7.7	7.7	8.7

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	226	308	403	504
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	23	4	-7	-17
非经营收益	12	20	26	-18
营运资金变动	-19	-57	-25	-44
经营活动现金流	242	275	396	424
资产	-108	-63	-45	-36
投资	-40	-4	0	0
其他	-0	4	4	6
投资活动现金流	-149	-63	-41	-30
债权募资	0	1,084	-1,084	0
股权募资	606	0	0	0
其他	-28	-38	-38	0
融资活动现金流	577	1,047	-1,122	0
现金净流量	655	1,259	-768	394

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 1 月 11 日  
 资料来源：公司年报 (2019-2020)，德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	830	1,079	1,322	1,722
营业成本	419	535	659	868
毛利率%	49.5%	50.5%	50.2%	49.6%
营业税金及附加	6	8	9	12
营业税金率%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	51	59	66	78
营业费用率%	6.2%	5.5%	5.0%	4.5%
管理费用	43	78	73	95
管理费用率%	5.2%	7.2%	5.5%	5.5%
研发费用	37	50	61	81
研发费用率%	4.5%	4.6%	4.6%	4.7%
EBIT	275	350	454	589
财务费用	12	16	9	36
财务费用率%	1.4%	1.5%	0.7%	2.1%
资产减值损失	-1	5	5	5
投资收益	2	4	4	6
营业利润	263	357	467	585
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	262	357	468	585
EBITDA	294	359	452	577
所得税	37	50	65	81
有效所得税率%	13.9%	13.9%	13.9%	13.9%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	226	308	403	504

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	773	2,032	1,264	1,659
应收账款及应收票据	152	229	281	366
存货	67	90	112	148
其它流动资产	55	60	65	73
流动资产合计	1,047	2,412	1,722	2,244
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	106	140	172	198
在建工程	139	167	176	186
无形资产	82	87	102	127
非流动资产合计	328	400	455	515
资产总计	1,376	2,811	2,177	2,760
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	70	88	108	143
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	93	1,203	146	191
流动负债合计	163	1,291	254	333
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	4	4	4	4
非流动负债合计	4	4	4	4
负债总计	168	1,296	258	338
实收资本	80	113	113	113
普通股股东权益	1,208	1,516	1,918	2,422
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	1,376	2,811	2,177	2,760

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

陈铁林 德邦证券研究所副所长，医药首席分析师。研究方向：国内医药行业发展趋势和覆盖热点子行业。曾任职于头部疫苗上市公司、西南证券、国海证券。所在团队获得医药生物行业卖方分析师 2019 年新财富第四名，2018 年新财富第五名、水晶球第二名，2017 年新财富第四名，2016 年新财富第五名，2015 年水晶球第一名。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。