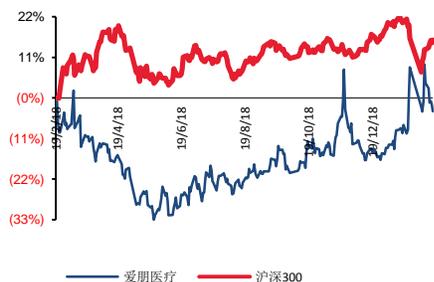


医疗保健 医疗保健设备与服务

爱朋医疗: 颇具特色的“疼痛管理+鼻腔护理”小龙头

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	81/38
总市值/流通(百万元)	3,673/1,738
12个月最高/最低(元)	51.44/31.58

相关研究报告:

证券分析师: 杜佐远

电话: 010-88695263

E-MAIL: duzy@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517110001

研究助理: 李蕾

电话: (0755) 83688872

E-MAIL: lileia@126.com

执业资格证书编码: S1190119100017

报告摘要

疼痛管理意识加强, 公司产品微电脑(自动)注药泵助力急性疼痛给药
患者自控镇痛(PCA)是一种经医护人员根据患者疼痛程度和身体情况, 预先设置镇痛药物的剂量、输注速度等, 再交由患者于设定范围内自我控制药物剂量的一种镇痛给药模式。由于受传统观念的影响和知识的局限, 国人在疼痛治疗领域还存在一些误区, 导致术后镇痛普及率低。近年疼痛管理意识被唤醒, 政府和医院对不同群体进行有针对性的疼痛健康教育, 使大家认识到, 解除疼痛是人类的基本权益, 疼痛治疗能促进患者康复。据我们测算, 注药泵19年市场规模约15亿(出厂价), 公司市场份额近20%。考虑手术量的增长, 术后渗透率和无痛分娩率的提升, 以及自动泵代替机械泵, 微电脑(自动)注药泵行业未来还有10倍以上的空间。

鼻炎发病率提升, 公司产品鼻腔喷雾器走入大众视野

鼻炎是鼻腔黏膜的炎症和肿胀性疾病, 以流涕、鼻塞为主。使用鼻喷雾的患者主要集中于过敏性鼻炎和慢性鼻炎, 复购率极高。我国2011年的调查数据显示, 成人过敏性鼻炎的患病率已高达17.6%, 意味着约1.5亿人口, 而儿童的鼻炎发病率高于成人。鼻炎发病率日益高企, 越来越多的人开始重视并加强日常护理, 未来空间不可估量。

盈利预测与投资评级:

预计公司19-22年收入分别为3.63/4.51/5.65/6.97亿元, 增速分别为22%/24%/25%/23%, 归母净利润分别为1.05/1.03/1.30/1.61亿元, 增速为50%/-2%/26%/22%。去掉2019年出售控股子公司上海贝瑞电子的影响, 扣非归母净利润约0.82/1.00/1.26/1.57亿元, 增速约23%/22%/26%/25%。截止至2020年2月16日, 公司的收盘价为45.46元, 对应的2019年-2022年PE分别为34.51/35.66/28.23/22.76。首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示: 肺炎疫情持续风险; 公司竞争力下滑; 产能风险; 医疗安全事故风险; 降价风险。

■ 盈利预测和财务指标:

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	298.03	363.06	450.50	564.79
(+/-%)	20.70%	21.82%	24.08%	25.37%
净利润(百万元)	71.08	106.42	103.02	130.10
(+/-%)	18.07%	49.72%	-3.20%	26.29%
摊薄每股收益(元)	1.16	1.32	1.27	1.61
市盈率(PE)	46.25	34.51	35.66	28.23

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、 爱朋医疗：脚踏实地，稳健发展.....	4
二、 公司主线清晰：疼痛管理+鼻腔护理.....	7
(一) 微电脑注药泵：7倍行业空间.....	7
(二) 生理性海水鼻腔护理喷雾器：普及率尚低.....	10
三、 在研项目：围绕疼痛管理和鼻腔护理深耕.....	12
四、 盈利预测与投资建议.....	13
五、 风险提示.....	14

图表目录

图表 1：公司上市后股权结构	4
图表 2：营业收入及增速	5
图表 3：归母净利润及增速	5
图表 4：近年毛利率水平维持在 70%以上	5
图表 5：2018 年主营业务收入构成	5
图表 6：主营业务毛利率	5
图表 7：我国住院患者手术人数及增速	8
图表 8：产品矩阵-急慢性疼痛管理（2019-2023）	9
图表 9：疼痛管理产品形态	9
图表 10：微电脑注药泵	9
图表 11：生理性海水鼻腔护理喷雾器	9
图表 12：生理性海水鼻腔护理喷雾器的渠道策略	10
图表 13：中国 18 个城市过敏性鼻炎自报患病率	11
图表 14：公司在研项目	12
图表 15：公司的营收拆分	13
图表 16：公司的盈利预测	14

一、爱朋医疗：脚踏实地，稳健发展

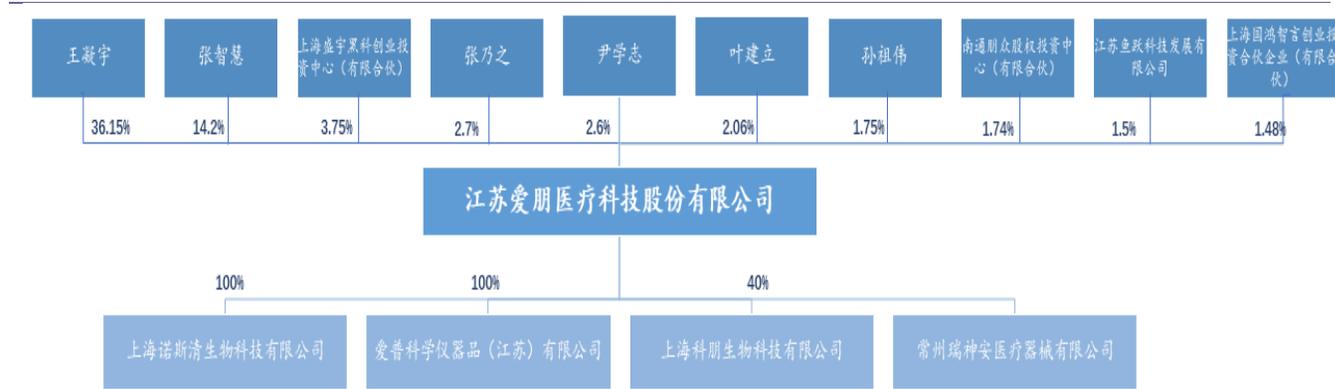
公司自 2001 年成立以来，积极投身于帮助患者减缓病痛的健康事业中，并致力于打造成一家基于移动互联网的急慢性疼痛、鼻腔管理等 2-3 个细分领域中领先的公众型器械及系统集成制造商。公司聚焦于疼痛和五官科两大疾病领域，主要产品为“电子注药泵”、“微电脑全自动注药泵”、“一次性使用输注泵”、“术后镇痛中央监护管理系统”、“生理性海水鼻腔护理喷雾器”、“高渗透冲海水鼻腔护理喷雾器”等。回顾历程，公司的发展大体可以分为三个阶段：

第一阶段（2001 年-2006 年）：该阶段公司通过持续的研发投入和技术攻关，初步掌握了高精度药液输注技术、全方位安全监测技术等核心技术，取得了微电脑注药泵、一次性注药泵注册证并实现销售。至此，公司在疼痛管理领域用医疗器械行业形成初步的技术沉淀。

第二阶段（2007 年-2012 年）：该阶段凭借“爱朋”品牌在疼痛管理领域用医疗器械行业的良好口碑，依托多年积累的行业洞见、营销渠道、技术水平和创新能力，公司实现现有核心技术的深入研发，逐步掌握了生理性海水制备技术、雾化定量喷雾技术等核心技术，并扩充鼻腔护理喷雾器、脉搏血氧仪及传感器等产品线。

第三阶段（2013 年至今）：该阶段公司根据市场需求并结合既有技术沉淀，逐步掌握了无线镇痛管理信息平台技术，开始无线镇痛管理系统的产业化开发，通过持续的研发投入，实现了现有产品的平台化。至此，公司产品涉及了疼痛管理及鼻腔护理领域多个诊疗环节，产品结构更合理。

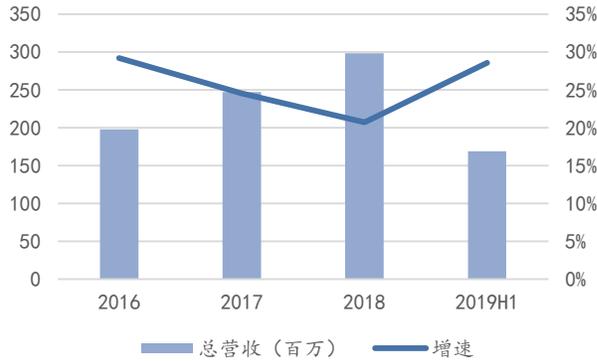
图表 1：公司上市后股权结构



资料来源：WIND，太平洋证券整理

公司疼痛管理领域用医疗器械主要产品为微电脑注药泵、一次性注药泵、无线镇痛管理系统、脉搏血氧仪及传感器等；公司鼻腔护理领域产品主要为鼻腔护理喷雾器、“小诺”海盐水鼻腔护理喷雾、敏伴复合益生菌粉固体饮料。

图表 2：营业收入及增速



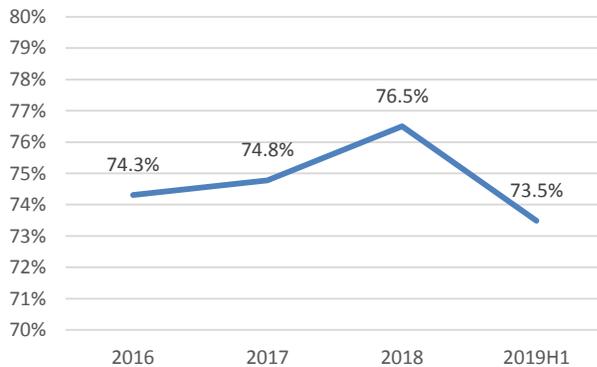
资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 3：归母净利润及增速



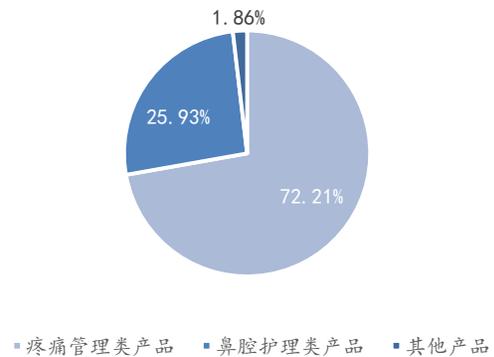
资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 4：近年毛利率水平维持在 70% 以上



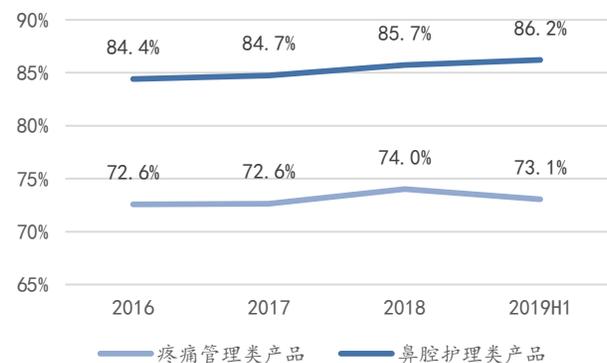
资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 5：2018 年主营业务收入构成



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 6：主营业务毛利率



资料来源：WIND，太平洋证券整理

二、公司主线清晰：疼痛管理+鼻腔护理

(一) 微电脑注药泵：7倍行业空间

疼痛是组织损伤或潜在组织损伤所引起的不愉快感觉和情感体验，或是具有感觉、情绪、认知和社会层面的痛苦体验。根据组织损伤的愈合时间以及疼痛的持续时间，疼痛可划分为急性疼痛和慢性疼痛。公司当前涉足的领域主要针对急性疼痛。手术后疼痛（postoperative pain）是手术后即刻发生的急性疼痛，包括躯体痛和内脏痛，通常持续不超过3~7天，常见于创伤大的胸科手术和需较长时间功能锻炼的关节置换等手术，有时镇痛需持续数周。手术后疼痛未得到充分控制，将会对机体带来一系列不利影响，如：增加耗氧量，影响缺血脏器；触发有害脊髓反射弧，降低肺功能；减少胃肠蠕动，延迟胃肠功能恢复等。急性疼痛不仅会增加患者痛苦和并发症，甚至会演变成慢性疼痛，降低患者生存质量。积极采取有效的镇痛措施缓解疼痛，是加速康复、提高患者的舒适度和生活质量，进而提高患者满意度的关键环节。

临床药师参与术后疼痛管理尚无统一模式，综合国内外临床药师开展该项工作情况，大致有以下两种：一种模式是以术科病房为切入点，逐步探索适合本院现状的术后急性疼痛管理模式。临床药师在参与术后疼痛管理工作初期，较难覆盖到全部科室，可先选择1~2个专科或病区为试点，通过了解试点专科急性疼痛的特点，确定临床药师日常工作重点和工作模式，进而推广到全院各病区；另一种工作模式则以使用镇痛泵的患者为工作切入点。临床药师根据药物特点从配伍禁忌、患者情况、不同患者PCA给药方式等多个方面参与优化镇痛泵的给药方案；对使用镇痛泵的患者进行持续的术后疼痛随访工作，检查镇痛泵的运行情况，通过患者疼痛强度评分变化，评估镇痛药物是否充足或过量；监护患者有无出现药物不良反应，出现不良反应时予以判断和基础处理以及撤泵后镇痛方案的调整，在此过程中可根据患者情况进行用药教育。

患者自控镇痛（Patient Controlled Analgesia, PCA）是一种经医护人员根据患者疼痛程度和身体情况，预先设置镇痛药物的剂量、输注速度等，再交由患者于设定范围内自我控制药物剂量的一种镇痛给药模式。根据PCA的种类、结构和使用方法，PCA装置有两种。一种是电子泵（电脑泵），另一种为一次性自控泵（机械泵），后者将逐渐被挤压。

过去国人的观念中对疼痛存在误解。由于受传统观念的影响和知识的局限，在疼痛治疗领域还存在一些误区，如认为“术后疼痛不可避免，术后痛忍耐几天就行；认为疼痛治疗只是一种对症处理，不能解决根本问题；镇痛药物副作用大，能不用则尽量不用”等。这些疼痛认识误区必然导致术后镇痛普及率低。所以近年我国自上而下、自下而上地加强了疼痛教育，鼓励临床药师需分别对不同群体进行有针对性的疼痛健康教育，使大家认识到，解除疼痛是人类的基本权益，疼痛治疗能促进患者康复。术后疼痛所带来的绝不仅仅是缓解患者痛苦的主观感受。众多研究表明，术后疼痛对人体呼吸、循环、消化、免疫、内分泌等多个系统均存在不良影响，不利于患者

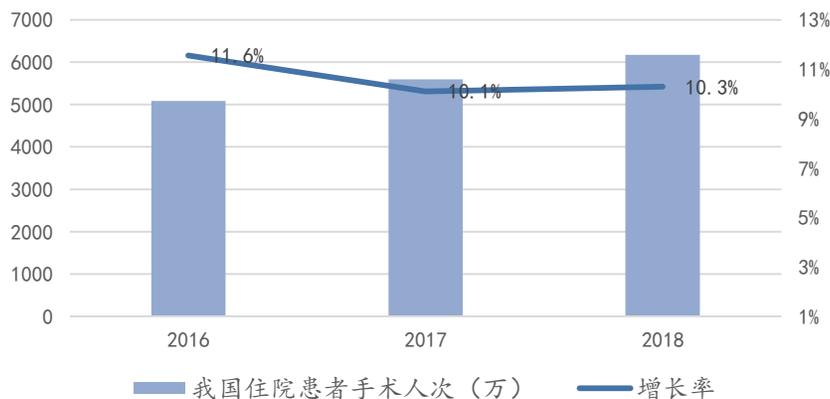
术后康复。而多种原因所致的术后慢性疼痛(术后持续超过3个月的疼痛)处理起来则更加棘手。

综上所述,在知识更新、观念进步的基础上,全社会日益重视疼痛管理,针对术后镇痛等,PCA是一种关键的方法,既能一定程度上解放临床医生的劳动力,也能实现个性化安全精确给药、满足患者人性化需求。公司的微电脑注药泵正是实现PCA的主力产品。

微电脑注药泵是一种精确、持续、微量的给液装置。其驱动装置可以重复使用,输液装置为一次性耗材,前者向医院批量低价或免费投放。公司涉足微电脑注药泵领域较早,也是唯一参与《便携式电动输注泵》行业标准制订的企业单位。

微电脑注药泵应主要用于4个临床领域,分别是术后镇痛、无痛分娩、癌痛和化疗给药。从营收占比来看,术后镇痛业务占比70%,无痛分娩15%,其他15%。当前术后镇痛是主要临床应用领域,今后将进一步重点向无痛分娩领域开发。公司于2018销售微电脑主要泵的一次性耗材360万套,市场份额遥遥居第一。

图表7: 我国住院患者手术人数及增速



资料来源: 国家统计局, 太平洋证券整理

本文仅对微电脑注药泵在术后镇痛和无痛分娩领域的市场空间进行大致测算, 可知:

1. 2018年全国做手术人次逾6000万, 手术量近年增长率不低于10%, 先不考虑增长;
2. 2018年新生儿出生人口1465万, 假设未来新生儿出生人口1400万; 上述两者相加有7500万目标适用人群;
3. 术后镇痛率当前30~35%, 电脑泵占比约30%。平均每台手术每人用1只耗材(输液装置)。如果镇痛率达到70% (美国82%, 偏高, 有麻醉药滥用情况), 电脑泵占比80%, 不考虑手术量的增加, 则还有约5~6倍的空间。
4. 无痛分娩率全国不到20%, 而沪上著名妇产科医院红房子该比率已经达到70%, 发达国家80%以上, 全国无痛分娩的市场空间有4倍。另外, 无痛分娩平均耗材用量为1.5套/例 (部分产程较长孕妇需要2套甚至以上耗材)。

5. 据此测算需求：术后用电脑镇痛泵 3360 万套，无痛分娩用电脑镇痛泵 1470 万套，合计 4830 万套。VS：2018 年电脑镇痛泵行业出货量约 650 万套，空间超过 7 倍。再加上手术量的增长，微电脑（自动）注药泵行业未来还有 10 倍以上的空间。

疼痛管理不是一个单品，而是一套体系，包括从疼痛诊断、治疗到镇痛监护和信息管理全流程。公司起步扎实，心怀远大，已规划疼痛管理相关的产品矩阵如下：

图表 8：产品矩阵-急慢性疼痛管理（2019-2023）

产品类别	疼痛细分	急性疼痛		难治性慢性疼痛		一般性慢性疼痛	
		术后/分娩/烧伤		癌痛/关节痛/颈腰痛		肌肉痛/神经痛	
诊断类	疼痛评估工具	疼痛表情识别仪		疼痛传感器			
治疗类	药物镇痛工具	智能 PCA 泵		智能 PCA 泵	微型贴片泵	/	
	微创镇痛工具	/		超声乳化刀	射频等离子	/	
	理疗镇痛工具	/		/		超声热疗	精准电刺激
护理类	镇痛监护工具	血氧仪	无痛导尿			心理疏导包	
信息类	疼痛信息系统	术后/分娩镇痛信息平台		无痛病房信息平台		（无痛社区信息平台）	
其他类		（长效局麻药）		（微创镇痛服务）			

注： 已上市 在研中 立项中

资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 9：疼痛管理产品形态

无限疼痛管理系统	镇痛相关仪器	一次性特异耗材
术后镇痛 分娩镇痛 癌症镇痛 创伤镇痛 慢性疼痛 无痛病房 无痛社区	全自动注药泵（驱动器） 血氧仪 疼痛评估仪 智能评估仪 智能慢疼治疗仪	药盒 血氧传感器 疼痛护理包 经皮电极 心理疏导包

图表 10：微电脑注药泵



图表 11：生理性海水鼻腔护理喷雾器



资料来源：WIND，爱朋官网

资料来源：WIND，爱朋官网

（二）生理性海水鼻腔护理喷雾器：普及率尚低

鼻腔护理喷雾器由生理性海水、瓶体、手动泵及喷嘴等组成，通过按压手动泵，泵出瓶体中生理性海水，由喷嘴雾化喷出，主要应用于鼻腔不适者的鼻腔护理、临床吸氧病人的鼻腔护理和日常鼻腔护理，有利于缓解患者鼻腔干燥、鼻塞、鼻痒、流涕、鼻出血等鼻腔不适症状。鼻腔护理喷雾器包括生理性海水鼻腔护理喷雾器、高渗缓冲海水鼻腔护理喷雾器、弱酸性缓冲生理海水鼻腔护理喷雾器，分别适用常规清洗护理、鼻炎发作期或手术后、适用慢性鼻炎和特殊鼻腔疾病。

公司以生理性海水鼻腔护理喷雾器为代表的鼻腔护理领域用医疗器械具有线上销售的特性。针对这一特点，公司组建专业团队，持续投入人力、物力、财力，开拓网络线上销售新渠道。2018年，公司鼻腔护理领域用医疗器械实现销售收入 7727 万元，其中网上销售收入 1351 万元，占比 17.48%。天猫和京东旗舰店于 2018 年下半年正式营业，故 2019 年线上占比大幅提升，我们估计数量端将接近 5:5。

图表 12：生理性海水鼻腔护理喷雾器的渠道策略

阶段	类比定位	工作重点
第一阶段——医院	基础处方药	患者教育，品牌树立
第二阶段——医药电商	OTC 鼻用药	便利购买，扩大用户
第三阶段——药店及商超	感冒药或牙膏	高频消费，日常护理

资料来源：WIND，太平洋证券整理

鼻炎是鼻腔黏膜的炎症和肿胀性疾病，以流涕、鼻塞为主，通常由普通感冒和过敏（季节性过敏反应）导致。使用鼻喷雾的患者主要集中于过敏性鼻炎和慢性鼻炎，复购率极高，成人和儿童都有。

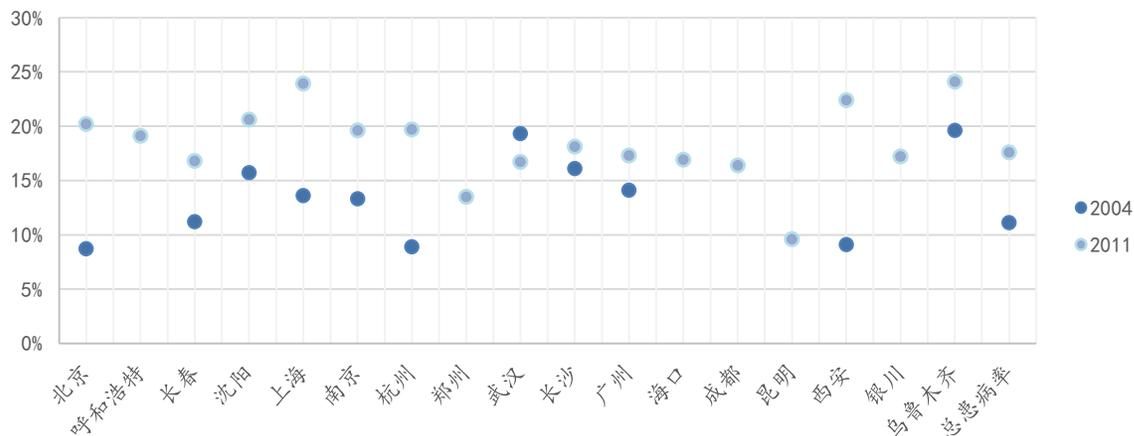
过敏性鼻炎是机体对外界过敏原刺激发生的免疫反应。最常见的致敏原为灰尘、真菌、花粉、草、树和动物。症状常有喷嚏、流清涕、鼻塞、鼻痒和易流泪。患者可能会头疼和眼睑浮肿，也可出现咳嗽和喘息。医生可能会根据患者的症状史诊断过敏性鼻炎。通常，患者有家族过敏病史。过敏性鼻炎是最常见的过敏性疾病之一，也是主要的呼吸道慢性炎症疾病。过敏性鼻炎困扰着全球 10%~40% 的人口，而且还有上升的趋势。

在中国，过敏性鼻炎患者也越来越多。一项在 2004 年 9 月到 2005 年 5 月间对中国 11 个城市超过 38000 名成年人进行的电话问卷调查显示，中国居民的过敏性鼻炎患病率在 8.7%~24.1% 之间，总体的患病率为 11.1%。到了 2011 年，这项研究扩展到了 18 个城市，而过敏性鼻炎的总

体患病率已经上升到了 17.6%。而我国 2018 年 16-59 岁（含不满 60 周岁）总人口为 8.97 亿人，粗略估计过敏性鼻炎患者高达 1.58 亿。与此同时，2018 年全国医院耳鼻喉科急诊 9817.5 万人次。理论上，过敏性鼻炎患者都可以使用诺斯清鼻喷雾。

慢性鼻炎通常是炎症或病毒性感染的扩散。然而，它也可能伴随某些疾病出现（罕见）。这些疾病包含梅毒、肺结核、鼻硬结、麻风病等—这些疾病的特点都是以炎症病变（肉芽肿）和软组织、软骨和骨破坏为特征。低湿度和空气中的刺激物也可以导致慢性鼻炎。慢性鼻炎会导致鼻塞，严重时会出现结痂，经常出血，鼻子排出厚厚的恶臭脓液。目前，慢性鼻炎患者普遍尚未养成鼻腔护理习惯，尚处于患者教育阶段，未来的空间是非常大的。

图表 13：中国 18 个城市过敏性鼻炎自报患病率



资料来源：《中华预防医学杂志》，太平洋证券整理

除了鼻腔喷雾之外，公司还开发了敏伴复合益生菌粉固体饮料。现代医学认为，益生菌可降低免疫致敏因子 LgE，并有效阻断过敏原与免疫致敏因子 LgE 抗体的结合，直接从免疫根源阻断过敏生物链。

三、在研项目：围绕疼痛管理和鼻腔护理深耕

图表 14：公司在研项目

在研项目	创新点	目前进度
智能化、信息化精确给药装置	1) 组件自主识别, 提高装置使用有效性和安全性, 有效避免医疗意外发生; 2) 产品模块化, 结构更稳定, 一致性耐久性更好; 3) 设备高频次自主内检, 提高设备运行安全性; 4) 提高网络通讯安全等级, 支持通过安全网络通道远程监控设备运行功能。	设计完成, 样机制作, 设计更新, 样机测试; 完善设计开发文档。
医用蠕动泵核心主材研究	1) 核心主材弹性提高 100%; 2) 核心主材多配方, 以满足不同功能医用需求, 如化疗药物; 3) 核心主材挤塑一致性提高 100%; 挤塑工艺提升。	设计开发的前期, 已完成设计输入, 正在开展样品试制工作。
信息系统间共享服务平台	公司多套信息系统软件由于预期应用场景不同, 各系统在设计开发时相对独立, 数据没有相互共享; 如果在同一医疗机构使用时, 医护人员需要登录多个系统才能看到全部信息, 给临床工作带来不便。本项目尝试通过技术方案, 重点针对公司几套信息化系统软件, 研究一种规范化的平台工具, 实现各系统之间信息的无缝连接; 可以有效提高临床监护信息反馈的实时性和医护人员的工作效率。	设计开发的中后期
智能化、信息化脉冲给药装置	1) 智能化、信息化, 通过网络实现超视距管理; 2) 管理数据及时更新; 3) 可实现脉冲式给药, 给药方案由医生视患者个体差异而确定; 4) 更精确、更微量的给药。	设计开发的中后期, 生产工艺建立和完善, 产品送检进入注册流程。
鼻腔冲洗器	1) 针对鼻腔、鼻窦疾病的有效冲洗; 2) 独特瓶体和冲洗头设计, 增加产品亲和度和检验感; 3) 使用、携带方便, 安全、卫生; 配套泡腾片式盐包。	设计开发完成, 样品完成, 样品测试准备。
术后镇痛中央监护管理系统 2.0	1) 系统 1.0 版升级产品; 2) 进一步提高信息收集处理的速度和准确性; 3) 进一步增强临床疼痛管理和治疗的辅助功能, 有效降低医护人员的工作量; 4) 大数据平台。	注册送检阶段。
新型微电脑电动注药泵 (DDB 型)	1) 微电脑电动注药泵 DDB-1-B 升级换代产品; 2) 主要针对化疗药物输注; 3) 兼顾其他临床需求。	设计开发的中后期, 生产工艺完善, 第三方注册产品检测进行中。
便携式电动注药泵 (DZB 型)	1) 良好的外观设计, 更好的产品亲和度; 2) 更高的给药精度; 3) 携带方便、操作简捷; 4) 临床应用范围细化; 如镇痛、化疗、ICU 病房、儿科、神经科、心血管科、医疗科研等领域。	设计开发的中后期, 生产工艺完善, 第三方注册产品检测进行中。
微电脑电动注药泵升级 (DDB 型)	1) 微电脑电动注药泵 DDB-1-A 升级换代; 2) 产品一致性和稳定性大幅提高; 3) 符合监管新规定; 4) 生产成本降低。	设计开发的中后期, 生产工艺完善, 第三方注册产品检测进行中。
电磁干扰对产品质量影响及微电脑注药泵抗电磁干扰研究	1) 深入研究各类电磁干扰对微电脑注药泵生产及运行的影响; 2) 积累相应数据, 分析数据, 形成结论; 3) 提高公司产品抗电磁干扰的能力, 提高产品精度和安全性。	设计开发的中后期, 生产工艺完善, 第三方注册产品检测进行中。
微电脑注药泵管理系统的研究	1) 多网络技术融合; 2) 系统针对性强; 3) 数据传输安全性、完整性好。	设计开发的中后期。
可穿戴式心律监测及呼吸等信号分析系统	1) 设备可穿戴, 且不影响正常活动; 2) 监测数据准确性高; 3) 系统管理方便, 数据收集、处理和应用方便。	设计开发完成, 样机测试, 注册过程中。
哮喘及 COPD 病人的个性化生物反馈治疗系统	1) 产品应用针对性强; 2) 设备采集数据准确性高; 3) 数据收集、处理和管理实现系统自动完成。	设计开发完成, 样机测试, 注册过程中。
多通道头戴式儿童脑血氧监测系统	1) 产品完全针对儿童血氧监测需求而设计开发, 针对性强; 2) 设备操作便捷, 准确性高; 3) 设备与软件配合, 实现数据收集、处理、监测众多功能一体化。	样品完成, 生产工艺优化, 注册过程中。
BM2000-高原宝	针对高原地区的血氧饱和度监测产品。	产品测试完成, 生产工艺设计完成, 小批量试产。

资料来源: WIND, 太平洋证券整理

四、盈利预测与投资建议

疼痛管理类产品的营收在手术量增长 8~10%的基础上，考虑渗透率和公司份额提升潜力，近年将保持 20%左右的增速，由于 2020 年 Q1 受到疫情影响，如若 Q2 起恢复正常，全年增速可基本维持正常；

鼻腔护理产品方面，行业的渗透率日益增加，公司在医院端的布局转化率高，且加强消费者端的直接推广，未来将保持高速增长。2020 年，在假设疫情未来可控的条件下，发货和产能将不会受限，故短、中、长期都将受益于肺炎疫情唤起大众鼻腔清洗意识。

图表 15：公司的营收拆分

	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
营业收入	247	298	363	451	565	697
yoy	25%	21%	22%	24%	25%	23%
毛利率(%)	75%	77%	76%	77%	77%	78%
营业成本	62	70	86	104	128	155
疼痛管理类产品	180	215	263	310	375	450
yoy	20%	20%	22%	18%	21%	20%
成本	49	56	68	80	97	117
毛利	131	159	194	229	277	333
毛利率(%)	73%	74%	74%	74%	74%	74%
业务收入比例(%)	73%	72%	72%	69%	66%	65%
鼻腔护理类产品	61	77	100	141	190	247
yoy	43%	28%	30%	40%	35%	30%
成本	9	11	14	20	27	35
毛利	51	66	86	121	163	212
毛利率(%)	85%	86%	86%	86%	86%	86%
业务收入比例(%)	25%	26%	28%	31%	34%	35%
其他主营业务	6	6	6	6	6	6
yoy	9%	-15%	0%	0%	0%	0%
毛利率(%)	41%	44%	44%	44%	44%	44%

资料来源：WIND，太平洋证券整理

预计公司 19-22 年收入分别为 3.63/4.51/5.65/6.97 亿元，增速分别为 22%/24%/25%/23%，归母净利润分别为 1.05/1.03/1.30/1.61 亿，增速为 50%/-2%/26%/22%。去掉 2019 年出售控股子公司上海贝瑞电子的影响，扣非归母净利润约 0.82/1.00/1.26/1.57 亿，增速约 23%/22%/26%/25%。截止至 2020 年 2 月 16 日，公司的收盘价为 45.46 元，对应的 2019 年-2022 年 PE 分别为 34.51/35.66/28.23/22.76。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 16：公司的盈利预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
营业总收入	246.92	298.03	363.06	450.50	564.79	696.72
营业收入	246.92	298.03	363.06	450.50	564.79	696.72
营业总成本	187.09	240.18	268.41	334.31	416.73	511.87
营业成本	62.28	70.03	85.68	103.69	127.61	155.21
营业税金及附加	3.63	3.55	4.32	5.37	6.73	8.30
销售费用	63.18	81.57	98.03	121.64	152.49	188.12
管理费用	38.11	49.22	58.09	72.08	90.37	111.48
研发费用	20.03	20.98	25.41	31.54	39.54	48.77
财务费用	-0.08	-1.10	-1.00	0.00	0.00	0.00
其中：利息费用						
减：利息收入	0.33	1.01	1.00			
加：其他收益	9.92	13.90	10.00	5.00	5.00	5.00
投资净收益	0.94	-0.55	22.22	0.00	0.00	0.00
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-0.30	-0.55	-0.42			
公允价值变动净收益						
资产减值损失	-0.05	1.57	-3.13			
信用减值损失						
资产处置收益	0.00	0.00	0.01			
汇兑净收益						
营业利润	70.69	85.56	126.86	121.20	153.05	189.85
加：营业外收入	1.92	0.96	0.96			
减：营业外支出	2.86	2.78	2.62			
利润总额	69.76	83.74	125.20	121.20	153.05	189.85
减：所得税	9.56	12.65	18.78	18.18	22.96	28.48
净利润	60.20	71.08	106.42	103.02	130.10	161.37
持续经营净利润	60.20	71.08				
终止经营净利润						
减：少数股东损益	2.28	0.99	1.20	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	57.92	70.09	105.22	103.02	130.10	161.37
每股收益：						
稀释每股收益	0.96	1.16	1.32	1.27	1.61	2.00

资料来源：WIND，太平洋证券整理

五、风险提示

肺炎疫情持续风险；公司竞争力下滑；产能风险；医疗安全事故风险；降价风险

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话：(8610)88321761

传真：(8610)88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。