

诚益通（300430）深度研究报告

一体两翼、双轮驱动，享康复医疗高成长红利

推荐（首次）

目标价：16.45元

当前价：13.68元

- ❖ 公司是专业的生物制药自动化、智能化控制系统装备及整体解决方案提供商，业务板块包含医药生物自动化和康复医疗器械板块，业绩表现良好。公司17年通过收购龙之杰进军康复医疗器械板块，完成了一体两翼、双轮驱动的业务布局。公司近三年业绩稳定增长。16-18年营收分别为37,305、55,513、68,913万元，yoy分别为8.29%、48.80%、24.14%；16-18年归母净利润分别为5,374、8,960、10,230万元，yoy分别为0.27%、66.74%、14.18%。
- ❖ 公司股权结构清晰，实际控制人未曾发生过变化，治理结构稳定，高管团队大多为业务出身。目前公司第一大股东为北京立威特投资有限责任公司，持股比例为25.81%，第二大股东为董事长梁学贤，持股比例为6.78%，并持有北京立威特投资有限责任公司46.90%的股份。公司实际控制人为梁学贤、梁凯父子，合计持股36.32%。
- ❖ 医药生物自动化板块一直以来都是公司主体业务，增长稳定。18年业务营收达到52,419万元，同比增长17.86%，营收占比达到76%。该板块毛利率水平常年稳定在30%-35%区间。在医药工业的产业升级、实现可持续发展的战略转型过程中，工业自动化行业发挥着举足轻重的作用，行业增速。公司起步较早，技术领先，已实现全流程覆盖，并通过收购逐步完善细分行业布局，综合核心竞争力不断增强。
- ❖ 2017年，公司完成对龙之杰收购，进军康复医疗器械行业。18年业务营收达到16,511万元，yoy+29.84%，净利润5,662万元，yoy+45.31%。随着老龄化人口增长，康复医学需求加大，康复医疗器械行业潜力巨大。公司业务覆盖六大领域，18年底在售产品数量超过40种，以中型康复医疗器械为主，毛利率高于其他可比上市公司。公司产品销售覆盖全球30多个国家，进入国内3000多家医疗机构用户，覆盖70%以上三甲医院，有望享受行业高成长红利。
- ❖ 大股东立威特投资控股北京健脊士康复技术有限公司。健脊士是由康复医疗器械向线下康复医疗服务的延伸，已在北京开设运动康复中心，进一步完善了康复业务版块，将打造成康复医疗整体解决方案服务商。健脊士理疗康复服务对象全人群覆盖，服务产品稀缺，市场空间广阔。
- ❖ 盈利预测、估值及投资评级：预计2019-2021年公司营业收入分别为84,393/102,341/123,604万元，同比增速分别为22.46%/21.27%/20.78%。归母净利润分别为12,400/14,700/17,200万元，年复合增速为19.03%，对应当前股价的PE分别为30/25/22倍。参考同行业可比上市公司，我们给予公司2019年36倍PE，对应的合理股价为16.45元，较当前价有20%空间，首次覆盖给予“推荐”评级。
- ❖ 风险提示：医疗康复行业发展不及预期，行业竞争加剧，新客户拓展不及预期。

主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	689	844	1,023	1,236
同比增速(%)	24.1%	22.5%	21.3%	20.8%
归母净利润(百万)	102	124	147	172
同比增速(%)	14.2%	21.2%	18.3%	17.7%
每股盈利(元)	0.38	0.46	0.54	0.63
市盈率(倍)	36	30	25	22
市净率(倍)	2	2	2	1

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2019年4月26日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：王薇娜

电话：010-66500993

邮箱：wangweina@hcyjs.com

执业编号：S0360517040002

证券分析师：李佳

电话：021-20572564

邮箱：lijia@hcyjs.com

执业编号：S0360514110001

公司基本数据

总股本(万股)	27,201
已上市流通股(万股)	22,330
总市值(亿元)	37.21
流通市值(亿元)	30.55
资产负债率(%)	25.3
每股净资产(元)	6.0
12个月内最高/最低价	14.71/6.83

市场表现对比图(近12个月)



# 目录

一、公司简介.....	5
(1) 双驱轮动，业绩持续稳步增长.....	5
(2) 股权结构稳定，高管团队技术出身.....	5
(3) 加强研发投入，夯实研发能力.....	6
二、医药生物自动化：营收稳定增长，业务线逐步拓宽.....	7
(1) 行业规模稳定，公司竞争力持续提升.....	7
1、药企自动化趋势显著，行业规模稳定.....	7
2、全流程+多行业覆盖，构筑业务核心竞争力.....	7
(2) 业务营收稳定增长.....	8
(3) 多元业务结构.....	8
(4) 客户群体稳定.....	9
(5) 销量快速增长.....	10
三、康复医疗器械：实力出众，享受行业高成长红利.....	11
(1) 收购龙之杰，进军康复医疗器械行业.....	11
1、龙之杰：产品线完整，体系成熟.....	11
2、龙之杰收购方案.....	11
3、业绩承诺及完成情况.....	12
(2) 人口老龄化促进需求增长，康复医疗迎发展良机.....	12
(3) 产品布局全，销售渠道广.....	15
(4) 营收增速、毛利率行业领先.....	18
四、体外孵化西医康复医疗服务，打开新成长空间.....	19
(1) 健脊士：西医专业器械理疗服务商.....	19
(2) 单店经营模型拆分及未来空间测算.....	21
五、盈利预测、估值及投资评级.....	22
风险提示.....	22

# 图表目录

图表 1	公司营业收入保持高速增长	5
图表 2	公司归母净利润稳步增长	5
图表 3	公司股权结构图	5
图表 4	公司高管大多技术出身	6
图表 5	公司再融资情况	6
图表 6	公司专利数量	6
图表 7	医药制造业固定资产投资额增速放缓	7
图表 8	公司医药生物自动化板块发展历程	8
图表 9	医药生物自动化板块营收增长加速	8
图表 10	医药生物自动化板业务毛利率保持稳定	8
图表 11	自动化控制系统及相关产品与所服务的行业	9
图表 12	公司核心客户群体	10
图表 13	公司前 5 大客户销售情况	10
图表 14	公司订单数量稳定，产销平衡	11
图表 15	龙之杰业绩表现亮眼	11
图表 16	龙之杰收购方案	12
图表 17	龙之杰业绩承诺及完成情况（单位：万元）	12
图表 18	我国医疗器械行业快速发展	13
图表 19	我国药品/医疗器械行业规模比例远低于全球平均水平	13
图表 20	我国人口老龄化趋势显著	14
图表 21	我国康复专科医院数量保持增长	14
图表 22	我国医院康复医学科床位数快速增长	15
图表 23	康复医院万元以上设备台数同比增长 100.85%	15
图表 24	龙之杰业务布局完善	16
图表 25	龙之杰产品体系	17
图表 26	龙之杰销售模式	18
图表 27	公司营业收入增速行业领先	18
图表 28	公司与其他可比上市公司毛利率水平	18
图表 29	六大产品系列满足各年龄段不同健康需求	19
图表 30	公司以悬吊技术为运动康复核心手段	20
图表 31	治疗过程以仪器为主，定时定量	20
图表 32	健脊士主要理疗项目及价格	21

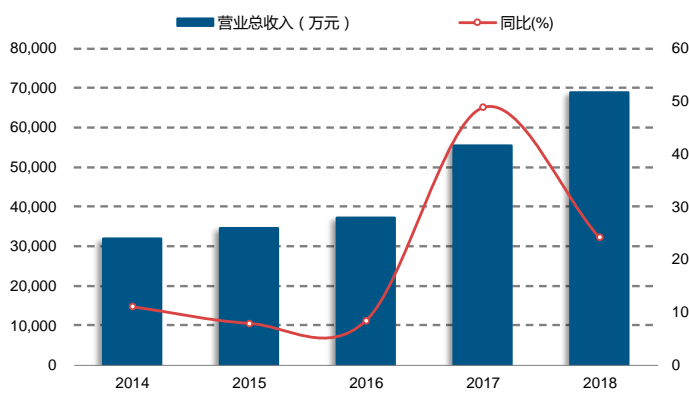
图表 33 健脊士单店经营模式.....	21
图表 34 健脊士单店经营模式.....	22

## 一、公司简介

### (1) 双驱轮动，业绩持续稳步增长

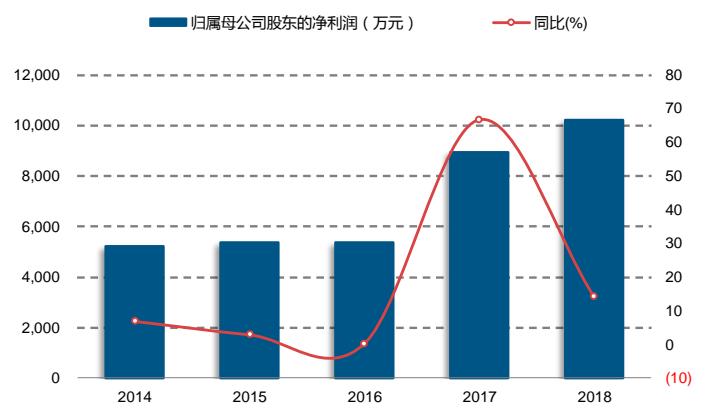
一体两翼、双驱轮动业绩高增长。公司成立于2003年，是专业的生物制药自动化、智能化控制系统装备及整体解决方案提供商，业务板块包含两大类：医药生物自动化和康复医疗器械板块。公司17年通过收购龙之杰进军康复医疗器械板块，完成了一体两翼、双轮驱动的业务布局。此后公司业绩保持高增长态势，18年营业收入为68,913.69万元，同比增长24.14%，归母净利润为10,230.49万元，同比增长14.18%。18年增速下滑的原因在于17年完成龙之杰并表，因此17年增速较快，基数变化导致的增速反差。2018年大股东体外投资健脊士康复技术有限公司，与中国康复中心知名康复专家合作，使用龙之杰设备进行运动损伤、肌骨疼痛、脊柱侧弯、孕产康复等康复理疗服务，正式进入康养服务行业。

图表 1 公司营业收入保持高速增长



资料来源：公司公告，华创证券

图表 2 公司归母净利润稳步增长

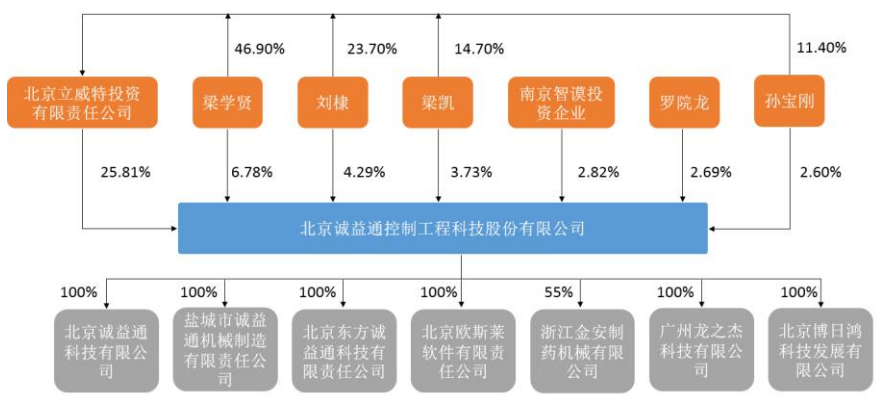


资料来源：公司公告，华创证券

### (2) 股权结构稳定，高管团队技术出身

公司股权结构清晰，治理稳定。目前公司第一大股东为北京立威特投资有限责任公司，持股比例为25.81%，第二大股东为董事长梁学贤，持股比例为6.78%，并持有北京立威特46.90%的股份。梁凯有公司3.73%的股份，并持有北京立威特投资有限责任公司14.70%的股份。梁学贤、梁凯二人父子关系，是公司的实际控制人，合计持股36.32%。公司股权结构清晰，实际控制人未曾发生过变化，治理结构稳定。

图表 3 公司股权结构图



资料来源：公司公告，华创证券

公司高管技术出身，专业眼光引领公司发展。梁学贤曾任航天部五院五零二所高级工程师，董事、总经理梁凯和董事、副总经理、董事会秘书刘棣，均曾在航天部五院五零二所工作，均为技术出身。独立董事王文目前是首都医科大学宣武医院药物室研究员、教授，一直活跃在科研领域前沿。公司高管团队大多技术出身，对行业发展和公司定位有着专业、前瞻的眼光，为公司的长远发展奠定了坚实基础。

**图表 4 公司高管大多技术出身**

姓名	职位	简介
梁学贤	董事长	曾在中国科学院力学所工作，曾任航天部五院五零二所高级工程师。
梁凯	董事、总经理	曾在航天部五院五零二所工作。
刘棣	董事、副总经理、董事会秘书	曾任航天部五院五零二所工程师。
王健	董事、副总经理	1986年至1995年，任国家医药管理局培训中心培训处副主任科员，科技教育司技术处主任科员。
王文	独立董事	博士。曾在甘肃省药检所工作，负责甘肃省三甲医院、省级药厂药品质量控制。2003年至今，任首都医科大学宣武医院药物室助理研究员、副研究员、研究员、教授、博士研究生导师。

资料来源：公司公告，华创证券

公司17年为收购重组以定向增发的方式再融资8.1亿元。公司17年以股权加现金的方式收购了广州龙之杰科技有限公司、北京博日鸿科技发展有限公司股权，为此进行了定向增发，募集资金总额为81191.94万元。

**图表 5 公司再融资情况**

公告日期	融资方式	年度	发行价(元)	募资总额(万)	资金用途
2017-04-06	定向增发	2017年	53.08	50,315.28	购买广州龙之杰科技有限公司、北京博日鸿科技发展有限公司股权。
2017-04-26	定向增发	2017年	46.94	30,876.66	支付龙之杰、博日鸿重组现金对价、营销及技术支持服务中心建设、补充流动资金。

资料来源：公司公告，华创证券

### (3) 加强研发投入，夯实研发能力

公司不断加强研发投入和技术创新，研发实力较强。医药、生物智能制造行业及康复医疗器械行业均属于技术密集型行业，公司一直以技术创新为发展核心，不断加大对研发的资金和人力投入。2018年公司研发投入达到3730万元，相比营收占比高达5.41%，较17年增加0.26pct，研发人员301人，占总员工数量的23%。公司有良好的技术专利积累和发展储备，目前共有专利数量291件，审批中的专利数量66件，其中发明专利高达34项，研发实力持续增强。

**图表 6 公司专利数量**

知识产权类别	有效数量	审批中
实用新型专利	158	30
软件著作权	72	1
发明专利	20	34
外观专利	41	0
PCT专利	0	1
合计	291	66

资料来源：公司公告，华创证券



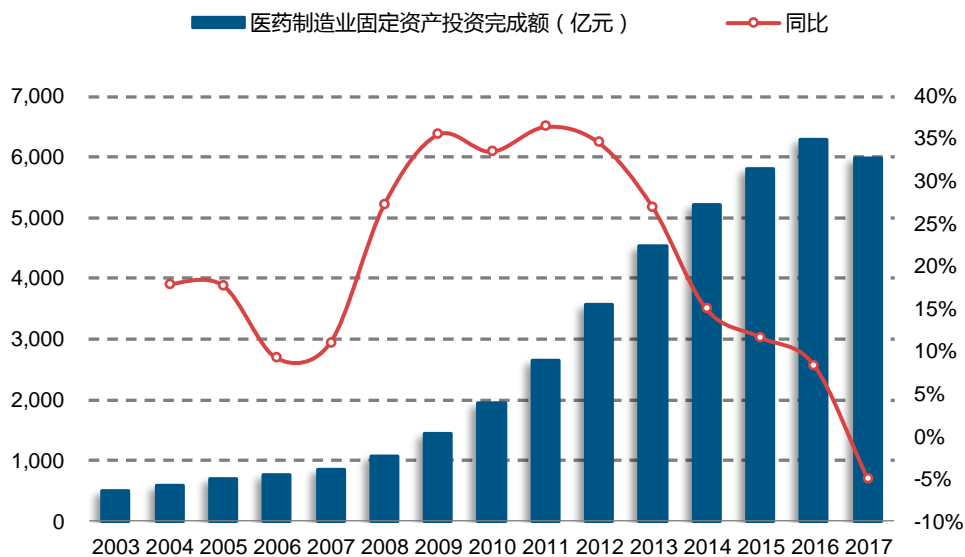
## 二、医药生物自动化：营收稳定增长，业务线逐步拓宽

### （1）行业规模稳定，公司竞争力持续提升

#### 1、药企自动化趋势显著，行业规模稳定

全球医药市场快速发展，医药产业在不断向中国等发展中国家转移，国家也积极鼓励产业升级带来新增和改造性需求。大型医药企业希望通过加大固定资产投资力度，形成规模化生产，进一步降低单位固定成本并形成行业竞争门槛，将部分中小竞争对手排挤出市场，提高市场集中度和市场份额。我国医药制造业固定资产投资额在经历了2009-2013年的高速增长之后，目前每年的完成额已经保持相对稳定。工业企业自动化投入占固定资产投入的比例一般为5%至15%，因此工业企业自动化投入行业规模未来也将保持相对稳定。

图表 7 医药制造业固定资产投资额增速放缓



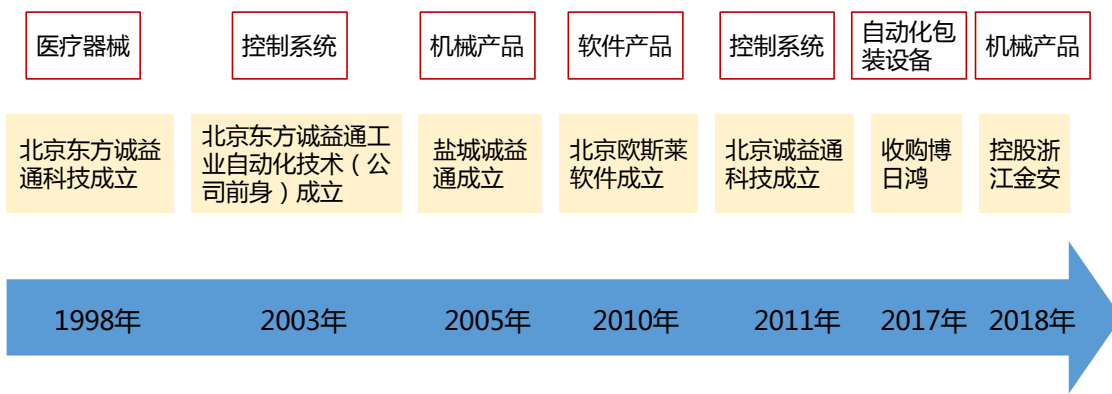
资料来源：Wind，华创证券

#### 2、全流程+多行业覆盖，构筑业务核心竞争力

产业升级背景下，药企会优先选择具备全流程覆盖的解决方案提供商。在医药工业的产业升级、实现可持续发展的战略转型过程中，工业自动化行业发挥着举足轻重的作用。随着生产规模的扩大、生产过程的强化、对药品质量的严格要求以及制药企业之间的竞争，人工操作与控制已远远不能满足医药工业的生产要求。药企在选择合作供应商时，有三种选择：代理销售仪器仪表及单独的工业自动化产品的代理公司、专门的制药机械生产厂家或提供自动化控制系统解决方案的专业公司。为了保证产品质量和运行效率，药企会倾向于选择研发实力雄厚，具备全流程覆盖的解决方案提供商。根据美国先进制造研究机构的调查，应用管控一体化系统可获得显著的经济效益，如产品质量可提高19.2%，劳动生产率可提高13.5%，产量可提高11.5%。

**公司技术领先、全流程覆盖、多行业布局，构建了业务核心竞争力。**目前公司已经实现了生物、医药智能制造板块业务贯穿生物发酵、化学合成、玉米深加工/淀粉糖/燃料乙醇、中药及植物药提取、无菌原料药及无菌制剂、固体制剂、药品包装、自动化/智能物流等生物、医药生产全过程覆盖，在GMP法规配套的工艺系统、智能装备、过程自动化、生产信息管理/智能制造系统等方面不断加大研发力度，将产业链向高附加值领域延伸。公司业务范围涵盖了原料药、固体制剂、中药颗粒剂、兽药、保健食品、添加剂等多个行业。通过与关键工艺、质量管理技术相结合，实现药品生产过程、质量管理、管理决策三个层面全部业务流程的闭环管理。

图表 8 公司医药生物自动化板块发展历程

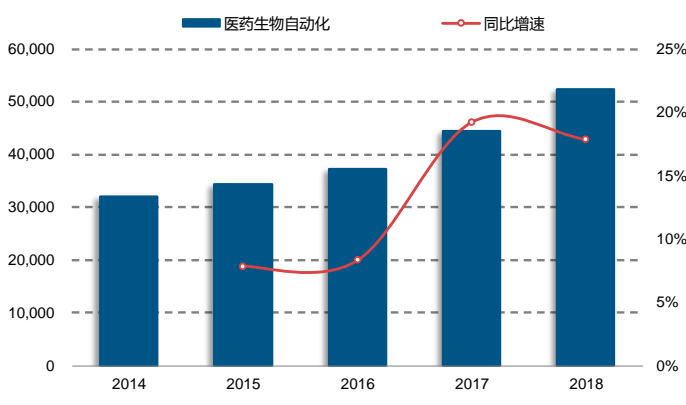


资料来源：公司公告，华创证券

### （2）业务营收稳定增长

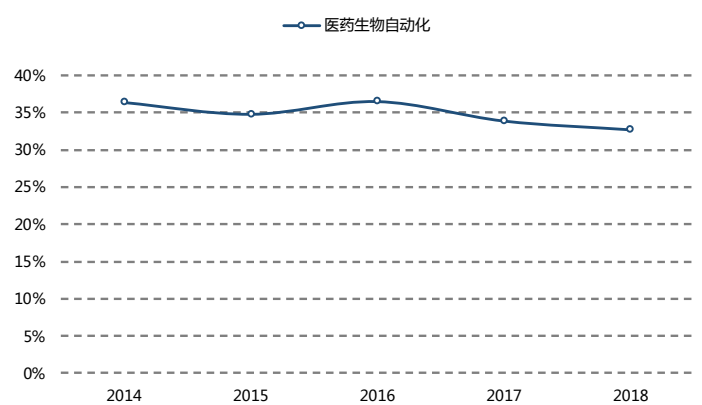
一直以来，医药生物自动化板块都是公司的主体业务，18年业务营收达到52,418.90万元，同比增长17.86%，增长态势稳定，营收占比达到76%。该板块毛利率水平常年稳定在30%-35%区间。2017年，公司全资收购博日鸿，将业务条线拓展到包装领域，博日鸿18年营收6315万元，净利润1570万元。2018年4月，公司成功收购浙江金安制药机械有限公司，持股比例占55%，使得公司该板块业务延伸到了中药提取浓缩制药装备方面业务。金安制药18年营收达到了5074万元，净利润为264.87万元。

图表 9 医药生物自动化板块营收增长加速



资料来源：公司公告，华创证券

图表 10 医药生物自动化业务毛利率保持稳定



资料来源：公司公告，华创证券

### （3）多元业务结构

生物、医药智能制造板块全生产过程布局，积极拓展新业务领域。公司医药生物自动化板块业务涉及医药生产全过程，同时通过收购积极拓展新业务领域。2017年，公司通过收购博日鸿，将业务条线拓展到包装领域，2018年，公司控股浙江金安制药机械有限公司，进入中药市场。至此，公司在该业务板块已经形成了三大业务条线：生物医药行业过程自动化及信息化，制药、保健食品智能装备及信息化业务和中药业务。

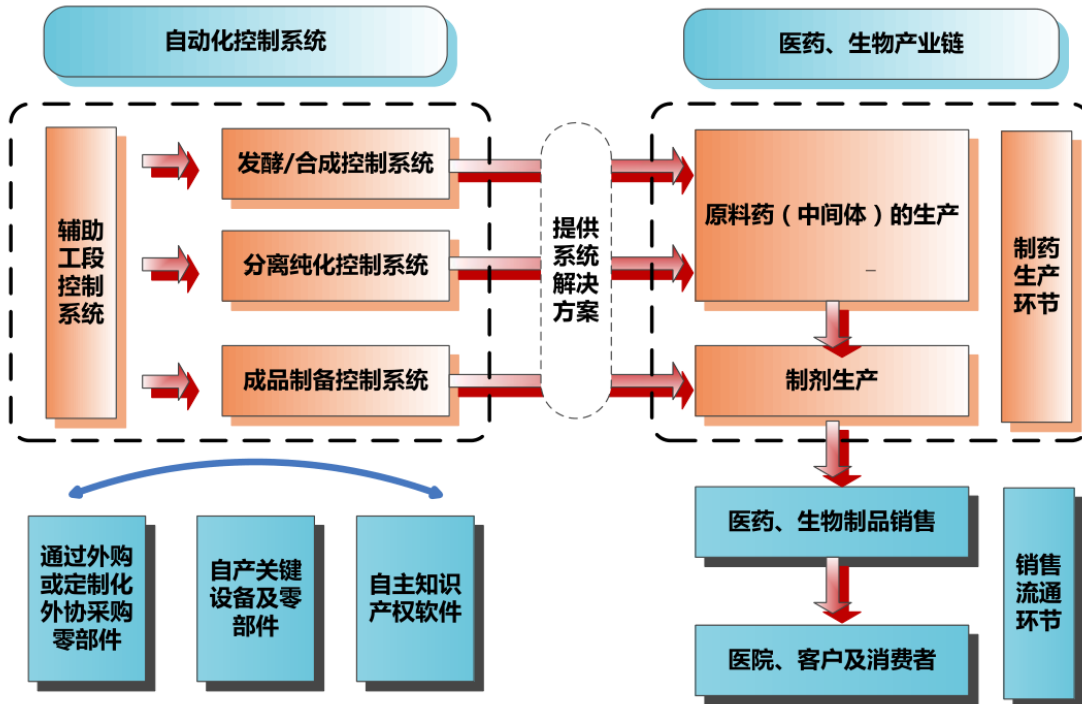
#### ❖ 生物医药行业过程自动化及信息化

该业务属于整个医药产业链上端，主要客户为药企，针对制药、生物制品生产的主要工艺过程和辅助过程，提供发酵/合成、分离纯化、成品制备和辅助工段控制系统。同时，公司还依靠自身的生产加工能力和技术水平，向客户提



供与系统相关的配套设备、零部件和技术服务。公司目前密切关注工业互联网平台发展，运用新一代的信息化技术，帮助生物医药企业实施精益自动化/智能化生产。

图表 11 自动化控制系统及相关产品与所服务的行业



资料来源：公司招股说明书，华创证券

❖ 制药、保健食品智能装备

该业务以全资子公司诚益通科技为依托，以物料转运技术、称配技术、混合技术、清洗技术、自动化和信息化技术为关键技术。18年该业务创新不断，推出了“脉冲式气流混合设备”，自主完成了iMES平台的研发，并将iMES系统应用于数字化车间的集成建设中。2017年，公司收购博日鸿，运用计算机视觉识别、在线检测、在线称重、机器人装箱码垛系统等技术，为客户提供智能包装设备及个性包装问题解决方案。

❖ 中药业务

公司的重要业务依托于18年收购的子公司浙江金安制药机械有限公司，完成中药饮片、中药提取过程自动化项目的整体设计、施工，使中药饮片和中药制剂生产从传统人工操作模式转向自动化操作模式，从而提升药产品生产过程的可靠性、稳定性和安全性。

(4) 客户群体稳定

客户主要为大、中型药企，实力雄厚，黏性较高。公司医药、生物智能制造业务客户群体主要为国内大、中型制药企业，实力较为雄厚，需求也相对稳定。公司的主要客户包括海正医药、鲁抗医药、健康元、伊品生物、东阳光、广济药业、联邦制药及科伦药业等。医药生物自动化板块业务大部分属于非标准化产品及个性化服务，因此品牌知名度显得尤为重要。公司起步较早，主要管理团队技术出身，有着良好的业绩口碑，已经形成品牌效应，因此现有客户黏性较高，不易流失，而新用户也在不断拓展。目前我国制药企业数量达到4000家，公司客户数量超过200个，以用户数量看，市场占有率达到5%。

图表 12 公司核心客户群体



资料来源：公司官网，华创证券

公司前五大客户销售额占比 23.35%，集中度合理。18 年，公司前五大客户销售额合计为 16,089 万元，占年度销售总额比例为 23.35%，不存在集中度过高的风险。

图表 13 公司前 5 大客户销售情况

客户名称	销售额 (元)	占年度销售总额比例
黑龙江伊品生物科技有限公司及其关联方	81,869,381.99	11.88%
悦康药业集团有限公司及其关联方	32,284,746.76	4.68%
海正药业 (杭州) 有限公司及其关联方	17,374,143.38	2.52%
宜昌东阳光药业股份有限公司及其关联方	15,698,554.26	2.28%
浙江佐力药业股份有限公司	13,666,163.78	1.98%
合计	160,892,990.17	23.35%

资料来源：公司公告，华创证券

### (5) 销量快速增长

订单数量增长稳定，产销平衡。2018 年公司行业竞争力持续提升，业务条线持续拓宽，医药生物自动化业务板块销售量和生产量均大幅提升接近 30%，其中销售量达到了 474,937 个/件，较 2017 年同比增长 29.76%，销售量已经超过了生产量。因为公司产品大多为定制化的产品，以产定销，库存量持续保持在低位，2018 年库存量同比下降 6.28%。

**图表 14 公司订单数量稳定，产销平衡**

项目	2018	2017	同比增减
销售量	474,937	366,001	29.76%
生产量	470,667	373,083	26.16%
库存量	63,766	68,036	-6.28%

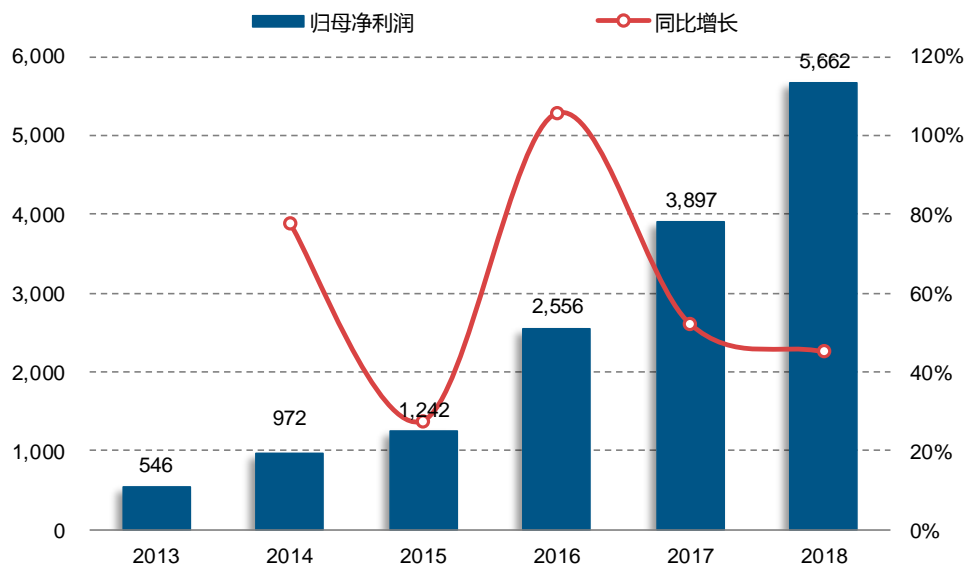
资料来源：公司公告，华创证券

### 三、康复医疗器械：实力出众，享受行业高成长红利

#### (1) 收购龙之杰，进军康复医疗器械行业

##### 1、龙之杰：产品线完整，体系成熟

2017 年，公司完成对龙之杰收购，以龙之杰为依托，进军康复医疗器械行业。龙之杰成立于 2000 年 1 月，长期从事康复理疗医疗器械的研发，具备较强的研发能力和科研实力，主要致力于开发实用性高、技术含量高、性价比高的产品并形成了独特的产品体系。龙之杰逐步形成集研发、设计、制造、市场推广一体化的成熟体系，“龙之杰”已成为国内康复理疗设备装备市场中高端产品的知名企业品牌，部分产品取得 CE 认证。截止 2018 年，龙之杰在售产品超过 40 种。其中，旗下产品之一的气压弹道式体外冲击波治疗仪是国内自主研发，并通过 SFDA 认证、CE(SGS) 医疗认证并出口的产品，同时被国际冲击波疗法大会 (ISMST) 认证并成为会员的冲击波治疗仪。截至 2017 年，龙之杰已获得授权的实用新型专利 39 项，已授权的发明专利 6 项，已登记的软件著作权 31 项。

**图表 15 龙之杰业绩表现亮眼**


资料来源：公司公告，华创证券

##### 2、龙之杰收购方案

龙之杰交易作价 51,200.00 万元，诚益通以发行股份的方式支付 39,265.28 万元的交易对价，以现金支付 11,934.72 万元的交易对价。本次交易中，按照 53.08 元/股（前复权价格为 21.98 元/股）的发行价格计算，发行股份数为 7,397,377 股；其中，龙之杰实控人罗院龙全额换股，具体的股份和现金对价安排如下。

**图表 16 龙之杰收购方案**

股东名称	出资额 (万元)	股权比例 (%)	股份对价 (万元)	发行股份数 (股)	现金对价 (万元)
罗院龙	446.4	31.62	16,189.44	3,050,007	-
罗小兵	223.2	15.81	8,094.72	1,525,004	-
罗小平	187.059	13.31	-	-	6,814.72
罗小柱	187.059	13.31	6,814.72	1,283,858	-
田壮	84	5.95	3,046.40	573,926	-
Agile Rehab Technologies Limited	282.3529	20	5,120.00	964,582	5,120.00
合计	1,411.76	100	39,265.28	7,397,377	11,934.72

资料来源: 公司公告, 华创证券

### 3、业绩承诺及完成情况

2016 年、2017 年、2018 年龙之杰实现的扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润分别不低于 2,718.58 万元、3,806.02 万元和 5,255.93 万元, 业绩承诺复合增速为 39%。在龙之杰 2016 年、2017 年、2018 年每一年度专项审核报告出具后, 若出现以下情形之一: ①2016 年实现净利润低于 2,265.49 万 (即 2016 年承诺净利润的 83.33%), ②2016 年、2017 年和 2018 年实现的净利润总数不足 10,874.34 万元 (即三年累计承诺净利润总数的 92.31%), 罗院龙、罗小兵、罗小柱、田壮应向诚益通承担业绩补偿义务。经审计的龙之杰 2016 年度扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润数为 2,556.16 万元, 2017 年为 3,613.12 万元, 为 2017 年承诺净利润的 94.93%, 均不需要进行业绩补偿。2018 年龙之杰经审计的扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润数为 5,321.08 万元, 完成业绩承诺。

**图表 17 龙之杰业绩承诺及完成情况 (单位: 万元)**

年份	业绩承诺额	实际完成额	实际完成比例
2016	2,718.58	2,556.16	94.03%
2017	3,806.02	3,613.12	94.93%
2018	5,255.93	5,321.08	101.24%

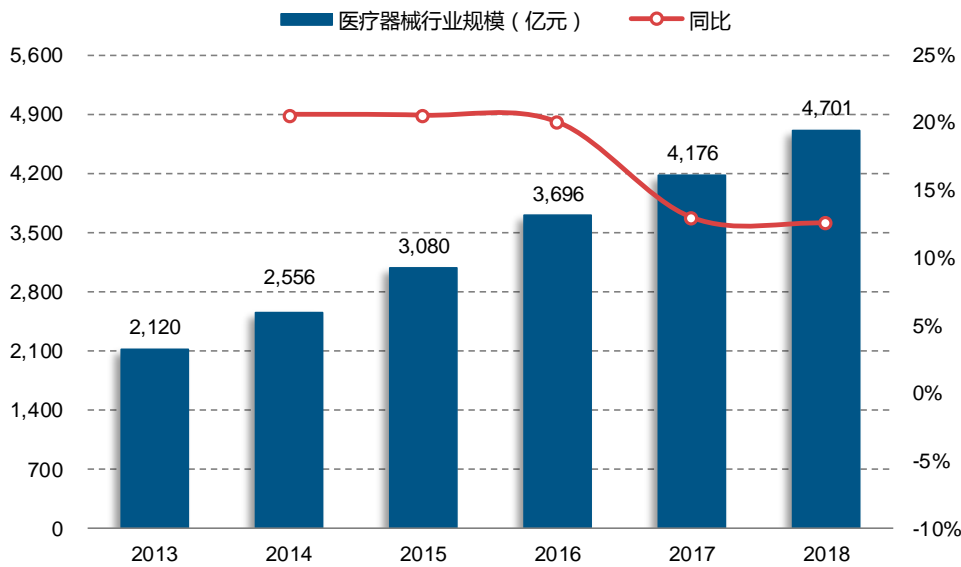
资料来源: 公司公告, 华创证券

#### (2) 人口老龄化促进需求增长, 康复医疗迎发展良机

##### ❖ 医疗器械行业规模达到 4701 亿, 持续维持两位数增长

18 年我国医疗器械行业规模接近 5000 亿。康复医疗设备是实施康复医疗、训练以解决伤残障碍者功能障碍的主要途径和方法。随着经济的快速发展, 我国医疗器械行业发展迅速, 13-18 年均复合增长率约为 17.27%。2018 年, 我国医疗器械行业规模达到 4701 亿, 较 17 年同比增长 12.57%。

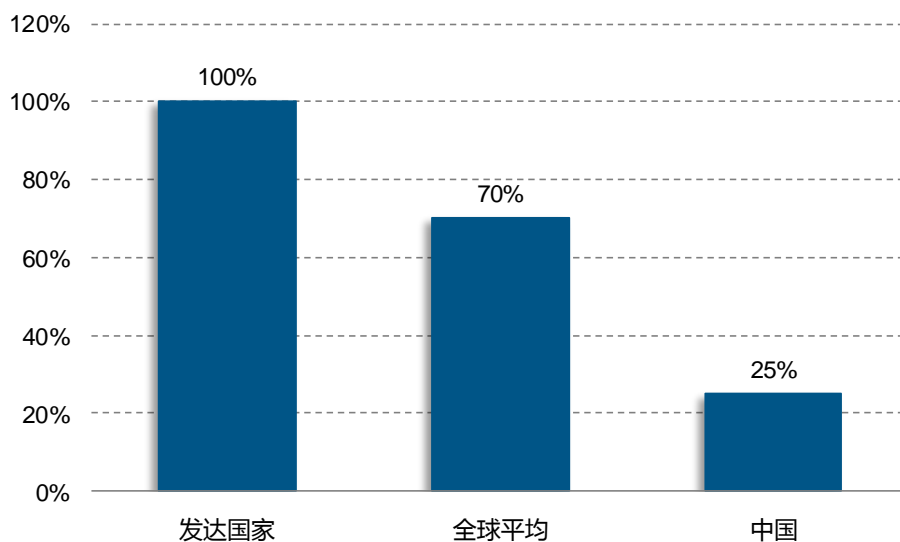
图表 18 我国医疗器械行业快速发展



资料来源: 中国产业信息网, 华创证券

我国药品/医疗器械行业规模比例远低于全球平均水平, 未来有望长期保持高增长。我国目前药品/医疗器械市场规模之比仅为 25%, 而发达国家该比例为 100%, 全球平均水平也达到了 70%。这反映出我国目前患者更多依靠药物治疗, 对于医疗器械的辅助诊断、治疗仍较为缺乏。医疗器械数量的增加, 可以提升我国整体医疗水平, 行业规模未来有望长期保持高增长态势。

图表 19 我国药品/医疗器械行业规模比例远低于全球平均水平



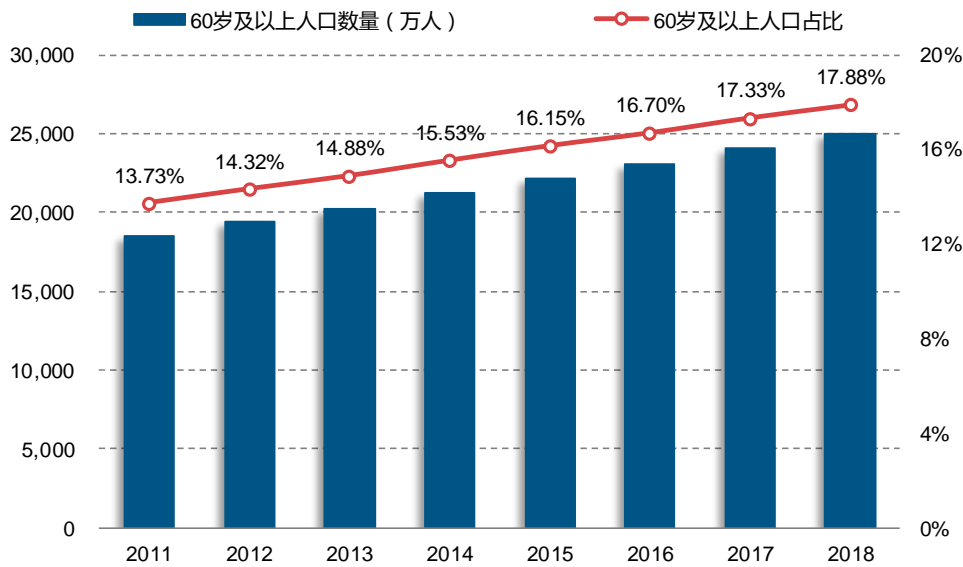
资料来源: 前瞻产业研究院, 华创证券

#### ❖ 人口老龄化, 医疗器械需求增大

我国 60 岁以上人口占比逐年提升, 老龄化趋势显著。2018 年, 我国 60 岁以上老人人口达到了 24949 万人, 较 17 年同比增长 3.57%。60 岁以上人口占比常年保持增长, 18 年已经达到 17.88%, 远高于全球平均 7% 的水平, 老龄化趋势十分显著。老龄化人口增多, 使得我国对医疗器械的需求逐步增大。



图表 20 我国人口老龄化趋势显著

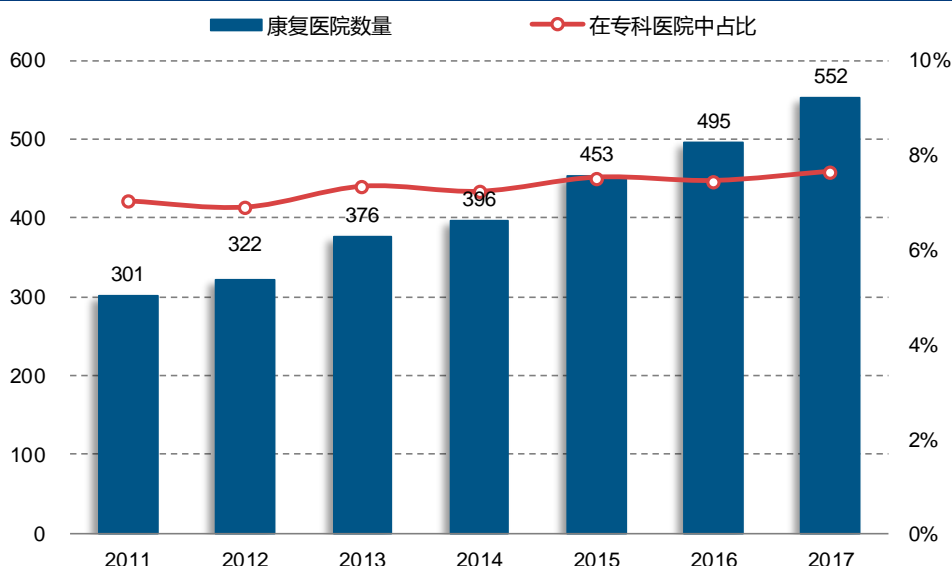


资料来源: Wind, 华创证券

目前我国康复治疗主要以医院当中的康复科和康复专科医院为主。

康复医院数量快速增长, 市场潜力巨大。2017 年我国康复专科医院数量达到 552 家, 同比增长 11.52%, 占有所有专科医院的比例为 7.65%。2016 年国内康复医院医疗总收入为 70.97 亿元, 诊疗人次 854.38 万, 人均康复花费约 831 元, 综合计算失能半失能老人、残疾人、慢性病患者康复需求, 我国康复市场规模达到 502 亿元。从有关机构预测数据来看, 到 2023 年我国康复医疗产业规模有望超过 1000 亿元, 市场潜力巨大。

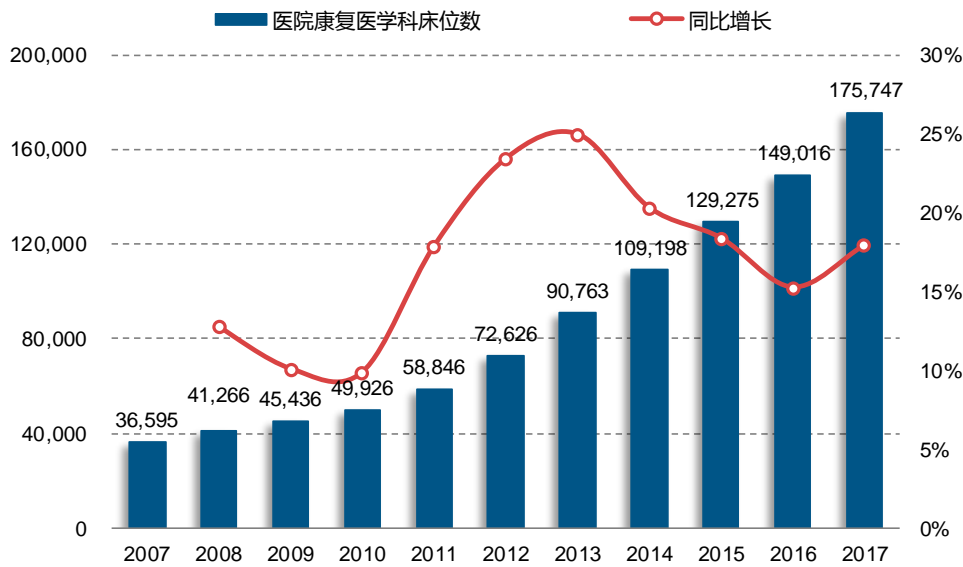
图表 21 我国康复专科医院数量保持增长



资料来源: Wind, 华创证券

医院康复医学科床位数快速增长。从全国范围看, 2017 年我国医院康复医学科床位数达到了 17.37 万个, 同比增长 17.94%。同时, 公立医院改革破除逐利机制, 医院预算有限, 对设备耗材实施精细化管理, 对性价比较高的中高端国产设备扩大需求。

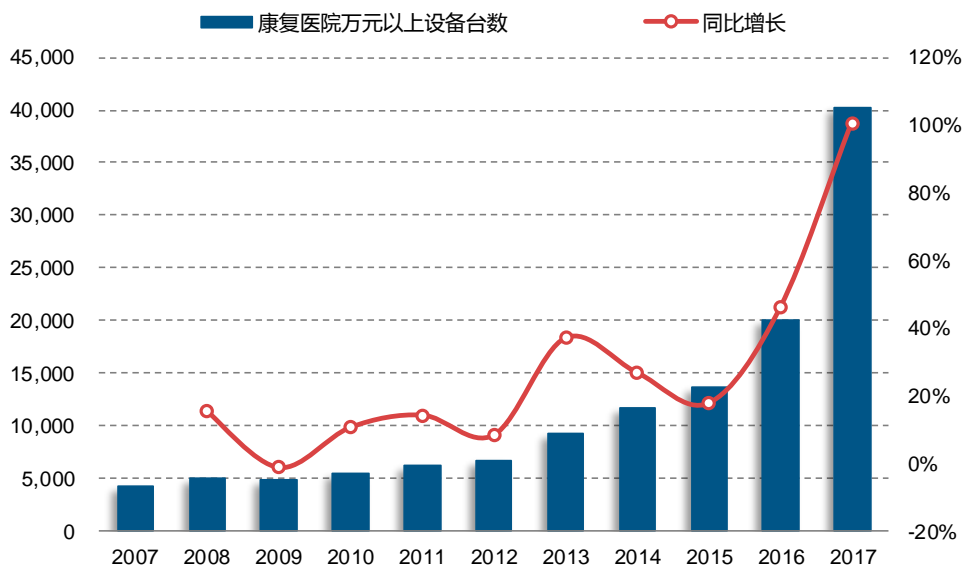
图表 22 我国医院康复医学科床位数快速增长



资料来源: Wind, 华创证券

老龄化人口增长, 康复医学需求加大, 促进了康复医疗器械行业快速发展。因为我国老龄化人口数量持续增长, 老年人身体机能下降, 患病风险和康复需求高于年轻人, 所以我国康复医学的需求持续增长, 无论是专业的康复医院还是医院当中康复医学科的床位数都保持较高增速。而医疗器械作为辅助设备, 对于康复医学来说至关重要。2017年, 我国康复医院中万元以上设备台数达到了 40,241 台, 较 16 年大幅增长 100.85%。随着人们医疗意识的增强和康复医学的发展, 未来康复医疗器械行业会继续保持较高增速, 市场潜力巨大。

图表 23 康复医院万元以上设备台数同比增长 100.85%



资料来源: Wind, 华创证券

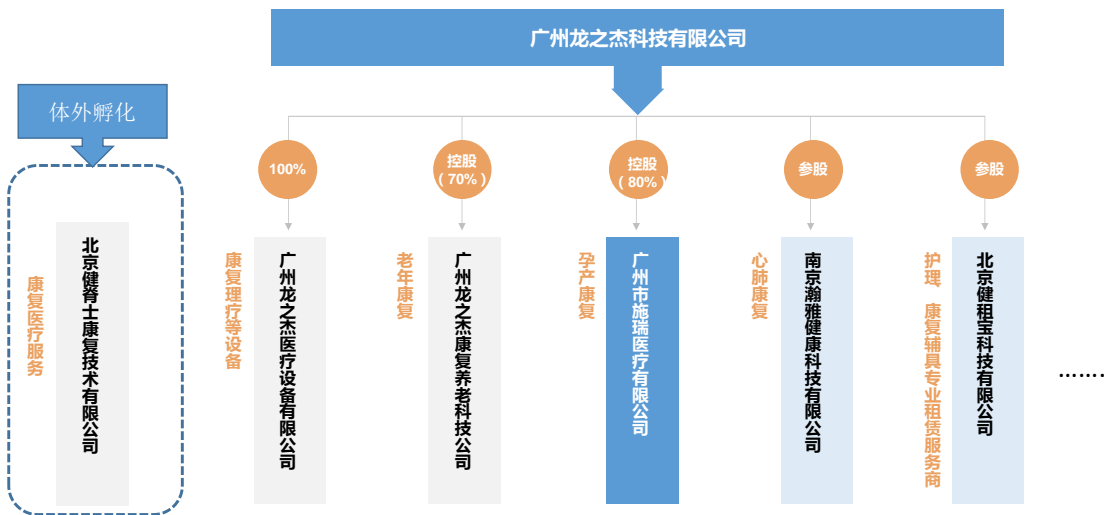
### (3) 产品布局全, 销售渠道广

公司业务覆盖六大领域, 布局全面。2018 年, 龙之杰收购了广州市施瑞医疗科技有限公司 80% 的股份, 将自身业务拓展至孕产康复领域, 产业链得以延伸。广州施瑞成立于 2014 年, 由医疗器械行业资深人员和品牌企业组建, 拥有

先进的技术以及成熟的渠道营销模式，聚焦孕产健康、产后康复，主要产品包括评估治疗仪、盆底肌肉康复器、神经功能治疗仪、肛肠泌尿治疗仪、盆底评估仪等。

至此，公司通过设立、收购、参股等多种方式，已经完成了覆盖康复医疗服务、康复理疗等设备、老年康复、孕产康复、心肺康复和护理、康复辅具专业租赁服务的多业务布局。

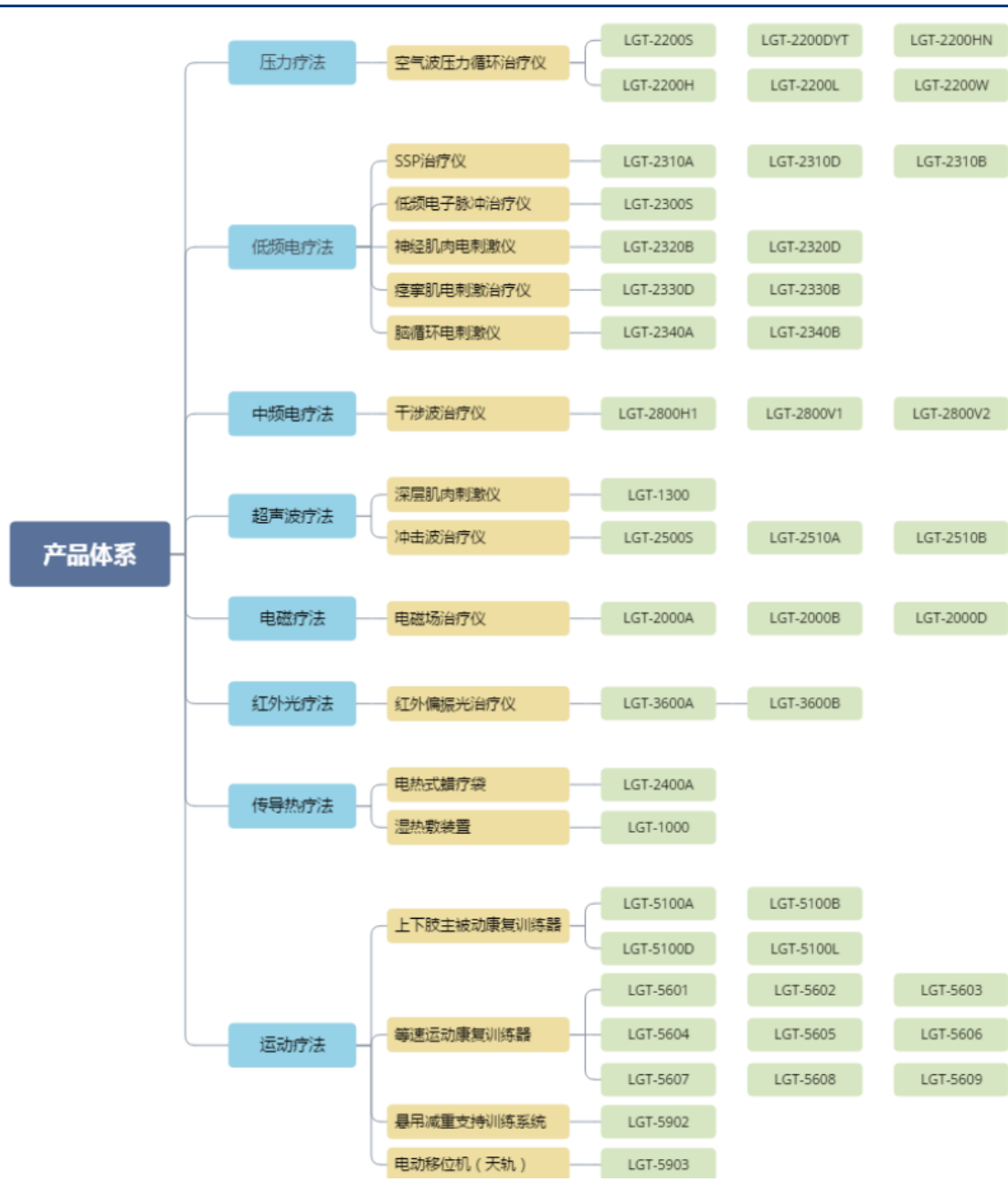
**图表 24 龙之杰业务布局完善**



资料来源：公司公告，华创证券

截止 2018 年，龙之杰在售产品超过 40 种。2018 年，龙之杰推出“手持式神经肌肉电刺激仪”，该产品是龙之杰首台移动医疗康复设备，主要利用低频电流中 TENS、NMES、MCR 三种电流模式，作用于人体一定部位刺激神经或肌肉，从而帮助脑卒中、脑瘫、脑外伤等长期卧床、长期使用轮椅等患者缓解肌肉萎缩、促进肌肉收缩、减轻疼痛、改善神经肌肉功能。同时，该设备具有易于使用、别于携带的特点，可与蓝牙、手机联通，患者可以通过手机操控设备，终端便利性强，目前该产品广泛应用于疼痛康复、神经康复及老年康复的院后康复中。

图表 25 龙之杰产品体系



资料来源：公司公告，华创证券

公司产品销售覆盖全球 30 多个国家，同时进入国内 3000 多家医疗机构用户，覆盖 70% 以上三甲医院。公司的销售以经销方式为主，占比超过 90%。在国内的销售由销售总监负责，在全国设有六个大区，由大区经理负责各大区的经销推广。根据省份的大小及对产品的需求，龙之杰在全国每个省份选择 20-40 家经销商，经由经销商销售给下游客户，最终客户主要为各地的医院、养老机构、康复机构、体育训练机构等。直销模式主要系面对政府采购项目。在政府采购项目进行招标时，龙之杰会直接参与政府项目的竞标，中标后由龙之杰与政府部门直接签订销售合同，龙之杰直接向政府部门供货。

图表 26 龙之杰销售模式

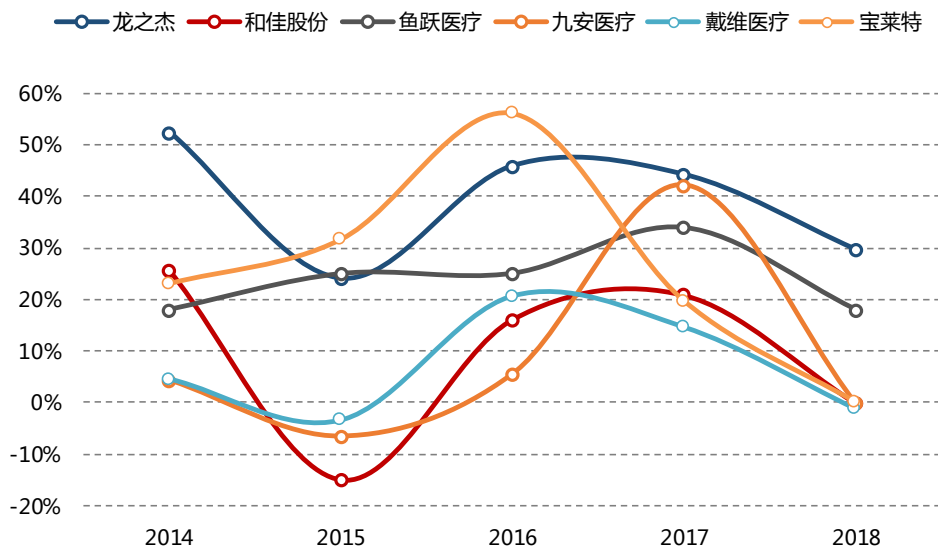
市场区域	销售模式	销售模式主要内容
国内市场	经销	通过经销商向最终客户销售
	直销	主要为政府招标
国际市场	经销	通过经销商向最终客户销售

资料来源：公司公告，华创证券

#### （4）营收增速、毛利率行业领先

公司营业收入增速行业领先。公司创新能力、研发实力较强，有完善的销售渠道网络，客户群体较为稳定，因此营业收入一直保持高速增长，长期高于其他可比上市公司。2018 年营业收入达到了 16,511.41 万元，同比增长 29.84%。

图表 27 公司营业收入增速行业领先



资料来源：Wind，华创证券

公司产品以中型康复医疗器械为主，毛利率高于其他可比上市公司。家用医疗器械产品毛利率普遍低于医用医疗器械产品，大中型医疗器械设备毛利率普遍高于小型医疗器械产品。龙之杰的主要产品均属于中型的医用医疗器械产品，因此毛利率较鱼跃医疗、九安医疗等家用医疗器械厂商更高。

龙之杰所处的细分行业为康复医疗器械行业，属于较为新兴的行业且处于高速发展期，相比发展成熟的行业，产品的溢价能力强，因此公司毛利率显著高于行业其他竞争对手，体现了较强的市场竞争力。

图表 28 公司与其他可比上市公司毛利率水平

	2017	2018	主营业务	主要产品	产品类型
龙之杰	65.48%	70.97%	康复医疗器械的研发、生产、销售	干扰电治疗仪、空气波压力循环治疗仪、气压弹道式体外冲击波治疗仪器	医用医疗器械
和佳股份	53.43%		医疗设备的研发、生产、销售和服务	肿瘤微创治疗设备、医用分子筛制氧设备	医用医疗器械
鱼跃医疗	39.66%	39.83%	康复护理系列和医用供养系列产品的生产、销售	血压计、听诊器	家用医疗器械



	2017	2018	主营业务	主要产品	产品类型
九安医疗	30.61%		家用医疗健康电子产品的研发、生产、销售	电子血压计、电子体温计、血糖测量仪	家用医疗器械
戴维医疗	51.44%	50.70%	婴儿保护设备的制造商	婴儿培养箱、婴儿辐射保暖台	医用医疗器械
宝莱特	37.33%		医疗监护仪及相关医疗器械的研发、生产、销售	监护仪产品	医用医疗器械

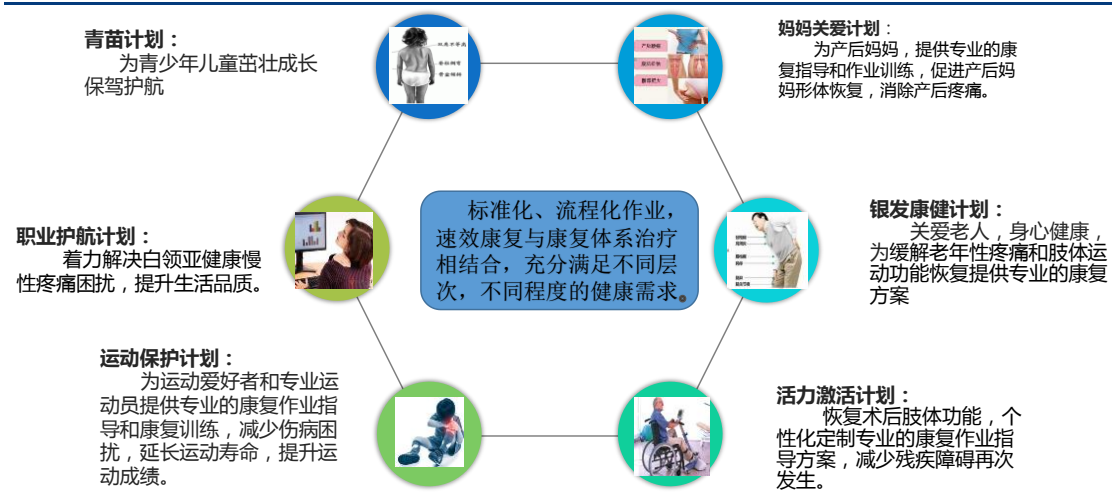
资料来源：Wind，公司公告，华创证券

#### 四、体外孵化西医康复医疗服务，打开新成长空间

##### （1）健脊士：西医专业器械理疗服务商

2017年，大股东立威特完成投资控股北京健脊士康复技术有限公司，当前处于业务孵化、模型校准阶段。健脊士由康复医疗器械向康复医疗服务延伸，进一步完善康复业务版块，打造成康复医疗整体解决方案服务商。健脊士是与中康、日本、挪威、香港等国内外顶尖康复专家团队合作，通过康复设备和专业技术有机融合，制定出可全面系统筛查、功能量化评估，治疗即时起效的整体运动链康复系统，致力于颈腰肩腿痛、运动损伤、脊椎调整、产后康复、术后康复等问题解决。

图表 29 六大产品系列满足各年龄段不同健康需求



资料来源：公司官网，华创证券

健脊士理念先进，标本兼治。康复产品综合运用 SET、FMS、SMFA 及 Cyriax 等国际通用功能筛查法，在筛查功能的同时，提供全面解决方案。康复训练中，采用以悬吊技术（SET）为核心的运动康复手段，辅以 DMS、SEWT 等运动链调整技术及物理调整技术，以达到标本兼治的目的。

图表 30 公司以悬吊技术为运动康复核心手段



资料来源：公司官网，华创证券

健脊士提供的主要是以器械为主的定量式康复治疗。与我们所熟知的中医推拿理疗方式不同，健脊士的理疗方法以医疗康复器械为核心，具备完整的科学研究基础，治疗过程定量、定时。通过电流刺激、力量拖拽等不同方式，帮助客户缓解运动损伤、肩颈劳损、肩背酸痛等症状，效果明显。

图表 31 治疗过程以仪器为主，定时定量



资料来源：大众点评，华创证券

健脊士开设线下门店，为消费者提供医疗康复服务。根据大众点评上的团购信息，公司的线下门店目前主要提供针对都市年轻人的康复治疗，包括深层肌肉放松、运动疼痛解决、肩背酸痛等，团购价格在 88 元到 300 元/次之间（限首次预约），门店价格在 199 到 798 元/次之间，价格极具竞争力，上海同类门店的收费价格普遍在 1500-3000 元/

次之间。健脊士基于西医理论，以定量方式治疗，效果明显，可以治愈多肌肉炎症，目前已经在亚健康、特定运动（滑雪圈）里较为知名。同时，还可以矫正小孩的脊椎侧弯（15度以内的侧弯），即时是三四十岁的人也能校正，还可以治疗针对产后尿失禁问题等进行盆骨康复。此外，对都市白领的失眠、鼻炎等健康问题也有完整治疗方案。

图表 32 健脊士主要理疗项目及价格

	大众点评团购价 (元/次)	门店价格 (元/次)
深层肌肉放松	99	199
运动疼痛解决	109	298
脊柱侧弯矫正	200	798
肩背酸痛	88	298
鼻炎缓解调理	109	498
综合运动提升私教课	300	798
手腕疼痛调理	88	298
睡眠改善调理	109	498

资料来源：大众点评，华创证券

## (2) 单店经营模型拆分及未来空间测算

健脊士单店投资回收期约为 2 年，人力成本未来有望继续下降。目前，健脊士已经在北京开设了一家健脊士运动康复中心，店铺面积约为 1000 平米，投资额约为 300 万元，主要为设备采购，配有 8 名理疗师（由中康的顶级专家培训后持证上岗），7 名普通员工。该店铺定位为核心店，承担孵化店员功能。未来拓展店铺规划面积为 500 平米，配理疗师 6 人。

孵化结束之后，成熟期理想模型状态下，我们假设：

- 店铺营业时间为 11:00-21:00，营业天数为 340 天
- 每个店铺配备 6 名理疗师，7 名普通员工，每名理疗师每日接待 6 位客户，全年接待顾客数量为 12,240 人/年
- ASP 350 元/人/次，年收入可达 428 万元
- 设备折旧按 10 年摊销
- 理疗师工资为 10 万元/年，其他普通员工年收入为 6 万元/年

依照模型，孵化成熟后的单店全年净利润约为 153 万元，净利率为 35.6%，投资回收期为 2 年。

图表 33 健脊士单店经营模型

	金额 (万元/年)	营收占比
营业收入	428.4	100.0%
房租	73.0	17.0%
人员工资	102.0	23.8%
水电费等	20.0	4.7%
折旧摊销	30.0	7.0%
营运利润	203.4	47.5%
所得税	50.9	11.9%
净利润	152.6	35.6%

资料来源：草根调研，华创证券

康复理疗服务市场空间广阔。健脊士理疗康复服务对象全人群覆盖，市场空间较为广阔。我们分别假设健脊士门店数量为 10/30/50/100 家，则对应的营业收入分别为 4.28/8.57/12.85/17.14 亿元，净利润为 1.53/3.05/4.58/6.10 亿元。

**图表 34 健脊士单店经营模型**

	假设一	假设二	假设三	假设四
门店数量（家）	100	200	300	400
营业收入（万元）	42840	85680	128520	171360
净利润（万元）	15255	30510	45765	61020

资料来源：华创证券

## 五、盈利预测、估值及投资评级

公司主要业务板块为医药生物自动化和康复医疗器械。其中医药生物自动化板块，公司研发实力较强，品牌效应日益增强，客户群体稳定，主要受自身市场份额提升推动营收增长较为稳定。康复医疗器械板块公司主要定位于中型医疗康复器械，并且不断延伸产品线，享受行业高成长红利，预计保持稳定快速发展。健脊士康复中心为大股东体外投资，暂不纳入盈利预测。

我们预计：

1、2019-2021 年，医药生物自动化板块营收分别为 60,806、69,319、79,023 万元，同比增速分别为 16%，14%，14%。康复医疗器械板块营收分别为 23,588、33,023、44,580 万元，同比增速分别为 43%，40%，35%。公司营业总收入分别为 84,393、102,341、123,604 万元，同比增速分别为 22.46%、21.27%、20.78%。

2、2019-2021 年，公司整体毛利率均为 42%。

3、2019-2021 年，公司实现归母净利润分别为 12,400、14,700、17,200 万元，同比增速分别为 21.2%、18.3%、17.7%，三年复合增速为 19.03%，对应当前股价的 PE 分别为 30/25/22 倍。

参考同行业可比上市公司，我们给予公司 2019 年 36 倍 PE，对应的合理股价为 16.45 元，首次覆盖给予“推荐”评级。

## 风险提示

医疗康复行业发展不及预期，行业竞争加剧，新客户拓展不及预期。



**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	234	49	59	535
应收票据	102	125	152	184
应收账款	423	510	618	746
预付账款	123	149	181	219
存货	371	450	546	660
其他流动资产	15	20	24	28
流动资产合计	1,268	1,303	1,580	2,372
其他长期投资	13	13	13	13
长期股权投资	16	16	16	16
固定资产	197	516	816	1,097
在建工程	0	50	100	150
无形资产	46	41	37	33
其他非流动资产	583	582	581	580
非流动资产合计	855	1,218	1,563	1,889
<b>资产合计</b>	<b>2,123</b>	<b>2,521</b>	<b>3,143</b>	<b>4,261</b>
短期借款	75	134	193	252
应付票据	133	162	196	237
应付账款	105	127	155	187
预收款项	120	147	178	215
其他应付款	7	7	7	7
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	31	135	238	341
流动负债合计	471	712	967	1,239
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	12	12	12	12
非流动负债合计	12	12	12	12
<b>负债合计</b>	<b>483</b>	<b>724</b>	<b>979</b>	<b>1,251</b>
归属母公司所有者权益	1,625	1,780	2,145	2,988
少数股东权益	15	17	19	22
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,640</b>	<b>1,797</b>	<b>2,164</b>	<b>3,010</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,123</b>	<b>2,521</b>	<b>3,143</b>	<b>4,261</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>26</b>	<b>21</b>	<b>23</b>	<b>39</b>
现金收益	122	146	192	238
存货影响	-23	-80	-96	-113
经营性应收影响	-202	-148	-179	-210
经营性应付影响	51	78	93	110
其他影响	78	25	13	14
<b>投资活动现金流</b>	<b>-80</b>	<b>-390</b>	<b>-390</b>	<b>-390</b>
资本支出	-23	-383	-383	-383
股权投资	1	0	0	0
其他长期资产变化	-58	-7	-7	-7
<b>融资活动现金流</b>	<b>19</b>	<b>184</b>	<b>377</b>	<b>827</b>
借款增加	59	59	59	59
财务费用	-12	-104	-119	-140
股东融资	0	0	0	0
其他长期负债变化	-28	229	437	908

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>689</b>	<b>844</b>	<b>1,023</b>	<b>1,236</b>
营业成本	401	487	591	713
税金及附加	7	9	11	13
销售费用	72	84	102	127
管理费用	59	76	92	111
财务费用	0	2	5	7
资产减值损失	12	12	12	12
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	4	5	5	5
其他收益	13	8	8	8
<b>营业利润</b>	<b>119</b>	<b>144</b>	<b>170</b>	<b>201</b>
营业外收入	0	0	1	0
营业外支出	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>119</b>	<b>144</b>	<b>171</b>	<b>201</b>
所得税	15	18	22	26
<b>净利润</b>	<b>104</b>	<b>126</b>	<b>149</b>	<b>175</b>
少数股东损益	2	2	2	3
<b>归属母公司净利润</b>	<b>102</b>	<b>124</b>	<b>147</b>	<b>172</b>
NOPLAT	104	128	153	182
EPS(摊薄) (元)	0.38	0.46	0.54	0.63

**主要财务比率**

	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	24.1%	22.5%	21.3%	20.8%
EBIT 增长率	18.2%	22.3%	20.3%	18.5%
归母净利润增长率	14.2%	21.2%	18.3%	17.7%
<b>获利能力</b>				
毛利率	41.9%	42.3%	42.3%	42.3%
净利率	15.1%	14.9%	14.6%	14.2%
ROE	6.2%	6.9%	6.8%	5.7%
ROIC	10.3%	10.0%	8.9%	7.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	22.8%	28.7%	31.1%	29.4%
债务权益比	5.3%	8.1%	9.5%	8.8%
流动比率	269.2%	183.0%	163.4%	191.4%
速动比率	190.4%	119.8%	106.9%	138.2%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3
应收帐款周转天数	189	199	198	199
应付帐款周转天数	90	86	86	86
存货周转天数	323	304	304	304
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.38	0.46	0.54	0.63
每股经营现金流	0.10	0.08	0.08	0.14
每股净资产	5.97	6.54	7.89	10.98
<b>估值比率</b>				
P/E	36	30	25	22
P/B	2	2	2	1
EV/EBITDA	-15	-12	-9	-8



## 商社组团介绍

### 组长、首席分析师：王薇娜

美国密歇根大学安娜堡分校理学硕士。曾任职于光大永明资产管理、国寿安保基金。2016年加入华创证券研究所。2017年金牛奖餐饮旅游第四名。

### 助理研究员：胡琼方

清华大学工学硕士。2017年加入华创证券研究所。2017年金牛奖餐饮旅游第四名团队成员。

### 助理研究员：王紫洛

南京大学管理学硕士。2017年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjianian@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售经理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com	

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500