

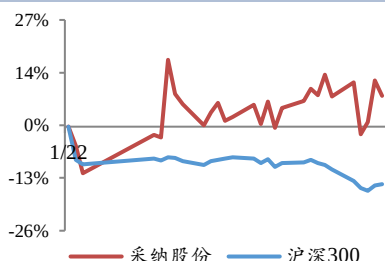
绑定核心客户，国产高端穿刺器械领跑者

投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-03-13

收盘价（元） 78.10
近 12 个月最高/最低（元） 84.60/64.01
总股本（百万股） 94
流通股本（百万股） 22
流通股比例（%） 23.71
总市值（亿元） 73
流通市值（亿元） 17

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

联系人：李婵

执业证书号：S0010121110031

邮箱：lichan@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 公司以国际大客户为主，客户粘性高，订单稳定

公司自成立以来，一直以境外大客户战略模式为发展基石，产品定制化程度高，产品定位高端，而且公司在逐步发展过程中，公司与境外客户合作良好，加深合作，同时产品获得境外全球知名企业的高度认可，进一步加深公司在海外市场中的行业认知，形成良性循环。

● 公司定制化研发服务能力显著，产品横向拓展能力强

公司在研发设计、材料开发、工艺生产等多个关键环节拥有较深的行业积淀，这使得公司更容易实现产品横向拓展。过往公司以兽用产品为主线，结合多年的生产及研发经验，在铝座针、镶嵌针、可发现针等兽用穿刺器械核心产品领域开发出了行业领先产品及生产工艺，并延伸至医用器械领域，研发形成安全胰岛素注射器、安全采血针等生产工艺；同时，在实验室耗材领域，细菌过滤盒为公司特有产品，通过对过滤膜及外部进行特殊的工艺设计，将细菌过滤及培养同步进行。目前公司三大业务齐头并进，2021 年分别占总收入的比例为 47.91%、35.16%和 16.93%。

● 公司产品走差异化、高端化，盈利能力突出

公司拥有较强的产品质量控制能力，规模化量产下良率水平高，较同行走差异化路线，通过工艺改进、设备定制、自动化升级等多种方式，降低成本、提高利润率。同时公司高端医用安全输注穿刺类产品如采血针、胰岛素注射器、安全留置针、预充式生理盐水注射器等产品将带动公司盈利能力快速提升。

● 投资建议

我们预计公司 2022-2024 收入有望分别实现 6.91 亿元、9.48 亿元和 12.50 亿元，2022-2024 年复合增长率约为 41.42%。考虑到公司高毛利率产品占比逐渐提升，公司整体的毛利率和净利率水平也会逐年提长，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别实现 2.08 亿元、3.08 亿元和 3.96 亿元，2022-2024 年复合增长率约为 44.7%。2022-2024 年的 EPS 分别为 2.21 元、3.27 元和 4.21 元，对应 PE 估值分别为 35x、24x 和 19x。鉴于公司产品横向拓展能力强且与国际大客户绑定，粘性大，不受国内耗材集采的政策压制，首次覆盖，买入评级。

● 风险提示

新品种推出不及预期。

大客户依赖风险。
中美贸易关系风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	442	691	948	1250
收入同比 (%)	-12.5%	56.4%	37.1%	31.9%
归属母公司净利润	131	208	308	396
净利润同比 (%)	-4.6%	58.9%	48.1%	28.7%
毛利率 (%)	43.9%	45.2%	48.9%	48.9%
ROE (%)	25.6%	28.0%	29.3%	27.4%
每股收益 (元)	1.85	2.21	3.27	4.21
P/E	0.00	35.36	23.88	18.56
P/B	0.00	9.91	7.00	5.08
EV/EBITDA	0.00	26.55	18.15	14.17

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 公司追随全球医疗器械头部企业，快速成长	6
1.1 数十年积蓄力量，赢得客户认可	6
1.2 三大业务同步前进，医疗器械业务快速增长	7
2 动物健康：公司基本盘业务，持续发力	11
2.1 兽用注射器械市场规模稳定增长，CAGR 约 5-7%	11
2.2 公司多个明星产品，兽用穿刺器市占率国内第一	13
2.3 客户合作关系稳定，订单有保障	15
3 医疗器械：专注创新，跟随客户快速发展	17
3.1 低值耗材规模大，种类多，公司跟随客户发展	17
3.2 公司产品性能突出，新产品不断推出	21
3.3 公司特色研发服务强化客户粘性	23
4 实验室耗材：向生命科学领域拓展业务范围	25
4.1 绑定核心客户，逐步开展实验室耗材业务	25
4.2 公司远期向生命科学领域拓展	26
5 公司盈利预测与估值	26
5.1 公司业绩拆分与估值对比	26
5.2 投资建议：产品横向拓展能力强，绑定核心客户，政策风险小，增长动力足，首次覆盖	28
风险提示：	29
财务报表与盈利预测	30

图表目录

图表 1 采纳股份发展历程	6
图表 2 公司股权结构 (截至 2022 年 1 月 10 日)	7
图表 3 公司产品情况	8
图表 4 公司收入构成-按产品种类 (单位: 亿元)	9
图表 5 公司收入结构-按产品应用领域 (单位: 万元)	9
图表 6 公司收入构成-按品牌模式 (单位: 万元)	9
图表 7 公司收入结构-按销售地区 (单位: 亿元)	9
图表 8 2018-2021H1 前五大客户收入占比	10
图表 9 公司在客户供应商中的占比	10
图表 10 公司 2013-2021Q1-3 收入和利润 (亿元)	11
图表 11 公司 ROE、毛利率和净利率情况	11
图表 12 兽用注射器分类情况	11
图表 13 食品安全-检测肉中残留断针	12
图表 14 国际兽用生物制品年销售额 (单位: 亿美元)	12
图表 15 中国兽用生物制品年销售额 (单位: 亿元)	12
图表 16 我国生猪养殖产业结构 (单位: %)	12
图表 17 全国兽用注射器市场增长情况 (单位: 亿美元)	13
图表 18 中国兽用注射器市场增长情况 (单位: 亿元)	13
图表 19 2019 年中国兽用穿刺器械 CR5	13
图表 20 公司兽用穿刺器械明星产品特色	14
图表 21 公司兽用穿刺器械同行公司比较	15
图表 22 兽用穿刺针销售收入 (亿元)	15
图表 23 兽用注射器销售收入 (亿元)	15
图表 24 NEOGEN 兽用产品在公司兽用业务中占比	16
图表 25 NEOGEN 公司收入及增速情况	16
图表 26 COVETRUS 兽用产品在公司兽用业务中占比	17
图表 27 COVETRUS 公司收入及增速情况	17
图表 28 中国低值耗材市场规模 (亿元)	17
图表 29 全球低值耗材市场规模 (亿美元)	17
图表 30 2021 年中国注射器需求量约 350 亿支	18
图表 31 中国一次性穿刺器械销量规模 (万件)	18
图表 32 2018-2021H1 前五大医用器械客户收入占比	18
图表 33 公司在客户供应商中的占比	18
图表 34 McKesson 医用产品在公司医用业务中占比	19
图表 35 McKesson 公司医用手术外科收入及增速情况	19
图表 36 MEDLINE 医用产品在公司医用业务中占比	20
图表 37 GBUK 医用产品在公司医用业务中占比	20
图表 38 公司 FDA 医用器械产品获批情况	20

图表 39 公司医用产品盈利能力比较 (毛利率)	20
图表 40 采纳股份 FDA 注册产品情况	21
图表 41 采纳股份部分产品同行比较	22
图表 42 采纳股份部分医用器械在研产品列示	22
图表 43 采纳股份部分 NMPA 获批在即产品列示	23
图表 44 采纳股份募投项目计划	23
图表 45 采纳主要的研发流程	24
图表 46 THERMO FISHER 在实验室耗材业务中占比	25
图表 47 NEOGEN 在实验室耗材业务中占比	25
图表 48 全球一次性生物实验耗材市场规模 (亿美元)	26
图表 49 中国一次性生物实验耗材市场规模 (亿元)	26
图表 50 采纳股份收入预测 (单位: 亿元)	27
图表 51 可比公司估值情况	28

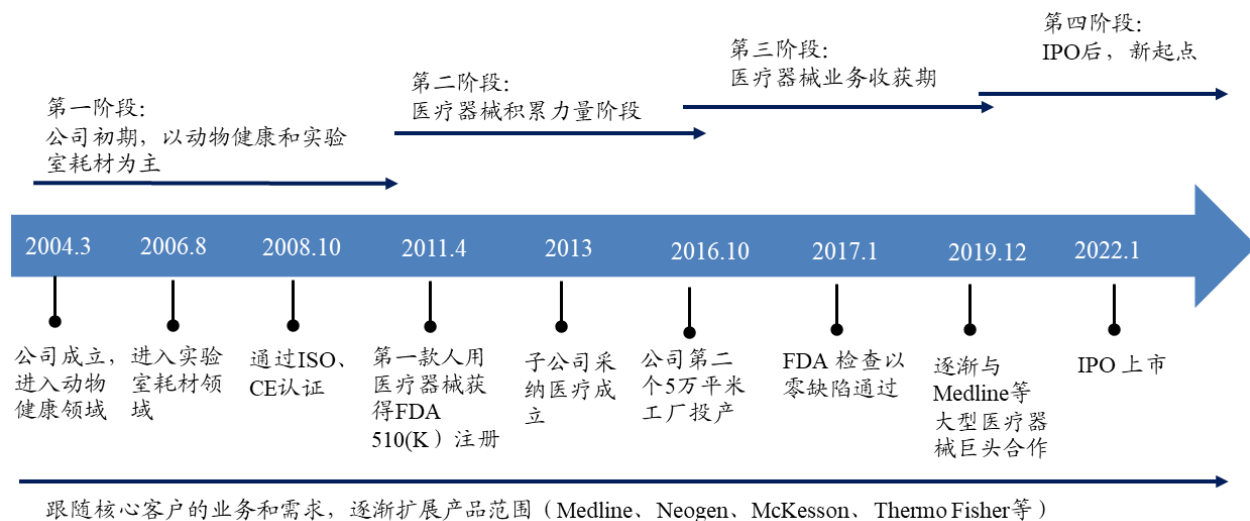
1 公司追随全球医疗器械头部企业，快速成长

1.1 数十年积蓄力量，赢得客户认可

采纳科技股份有限公司是位于江苏江阴的一家以注射穿刺耗材为主的医疗器械公司。公司自成立以来，不断加强科技创新投入，陆续获评江苏省科技型中小企业、江苏省民营科技企业、江阴市重点骨干企业等多项荣誉。公司经过十几年的发展，已经成为一家产品广泛销往美国、英国等境外发达国家的高新技术企业。公司是注射穿刺类产品在 FDA 拥有最多注册数量的国内企业，并且凭借扎实的研发实力和对产品质量的严格控制能力，与众多国际大型医疗器械巨头公司，如 Medline、Neogen、McKesson、Thermo Fisher 等建立长久稳固的合作关系。

历史沿革：公司过去十八年发展历程可以简单分为四个阶段：（1）2004-2010 年，公司从兽用器械和实验室耗材起家，与 Neogen 合作，为其提供兽用穿刺针等产品。（2）2011-2015 年，公司医疗器械研发成果实现转化，在 FDA 顺利实现产品注册，2013 年公司单独成立采纳医疗，负责公司医疗器械板块。（3）2016-2019 年，公司发力与核心客户进行合作前准备工作。2016 年公司 5 万平米新厂房实现投产，公司扩大与 Medline、Neogen、McKesson 等客户在医疗器械领域、动物健康、实验室耗材领域的业务合作。（4）2020 年至今，公司抓住新冠疫情下对口罩、穿刺针、注射器的需求，订单快速增长。而且公司 2022 年顺利实现 IPO，开始构建智能工厂，扩大产能，未来公司三大板块并驾齐驱，共同发展。

图表 1 采纳股份发展历程



资料来源：wind，招股说明书，华安证券研究所

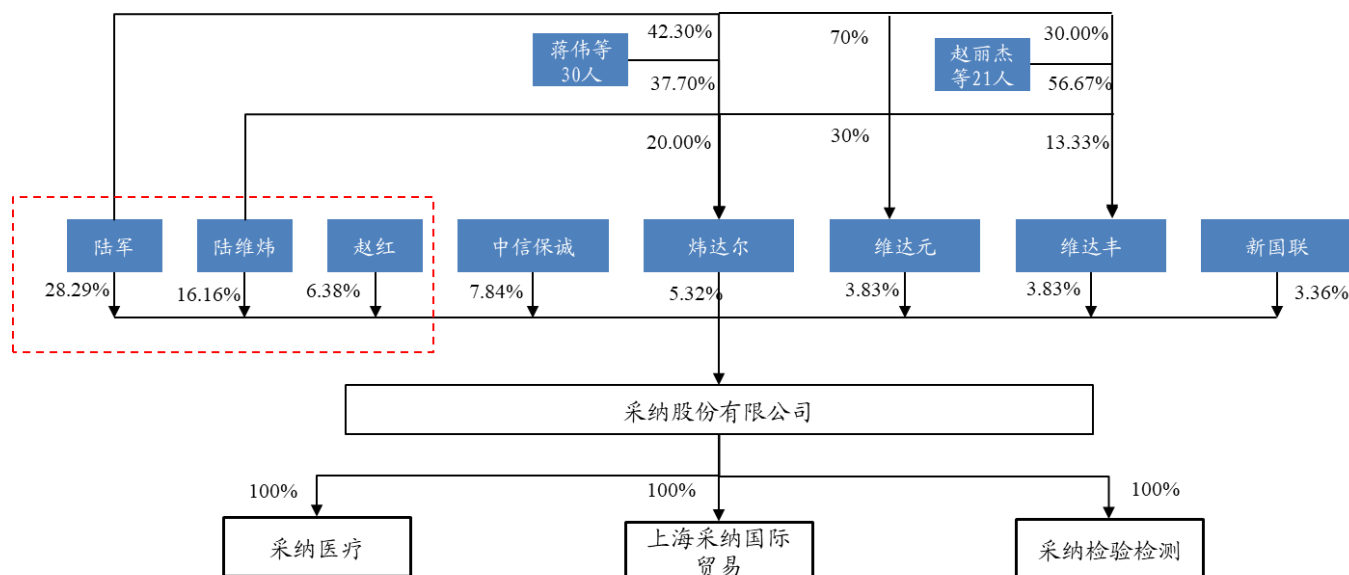
股权结构：公司实际控制人为陆军家族，截至 2022 年 1 月 26 日，陆军直接持有公司股份 28.29%，陆军妻子赵红持股 6.38%，陆军儿子陆维炜 16.16%，三人合计直接持有公司股份 50.83%，另外陆军和赵红通过维达元间接持有公司 3.83% 股权，通过维达丰间接控制公司 3.83% 股权，陆维炜和陆军通过炜达尔间接控制公司 5.32% 股权，三人合计拥有公司 64.31% 的表决权。江苏维达尔和维达丰是公司的员工持股平台，另外两名重要股东为新国联（持股 3.36%）和中信保诚（持股 7.84%）。

陆军，男，1971 年出生。创立采纳股份前，陆军先生曾先后任职于江阴市气门嘴厂经营部、江阴市天一气门芯有限公司、德壹医疗用品（上海）有限公司和江阴市伊诺尔工业有限公司。2004 年创立采纳股份后，一直担任公司执行董事兼总经理，目前任公司董事长兼总经理。

陆军先生曾在 1999 年至 2001 年任职于德壹医疗和江阴市伊诺尔工业有限公司（简称“伊诺尔”），其中德壹医疗主要从事动物用医疗器械的开发、生产和销售，陆军先生先后担任该公司的工程部经理，副总经理，全面负责动物用医疗器械产品的开发。从德壹医疗离职后，陆军先生开始自主创业，并于 2002 年创立了伊诺尔，伊诺尔主要业务为生产和销售气门嘴、气门芯配件及动物用医疗器械配件。德壹医疗的履职经历和伊诺尔的创业经历为之后采纳有限的创立奠定了良好基础。

陆军先生不断开拓进取，带领团队不断探索。陆军先生作为专利发明人，为采纳科技与采纳医疗取得了 72 项国内专利，3 项 PCT（澳大利亚、加拿大、韩国）专利。在创业过程中，陆军先生获得了诸多社会认可和荣誉：陆军先生现担任江阴市政协委员及祝塘镇人大代表；荣获过江阴市华士镇、祝塘镇优秀企业家，江阴市优秀总经理，江阴市最佳“企业首席技术官”，无锡市劳动模范等荣誉称号。

图表 2 公司股权结构（截至 2022 年 1 月 26 日）



资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

1.2 三大业务同步前进，医疗器械业务快速增长

产品布局：公司主要从事注射穿刺器械及实验室耗材的研发、生产和销售，通过 ODM/OEM 等方式为包括 Neogen、Medline、Thermo Fisher、Mckesson 在内的全球知名企业提供穿刺针、注射器、实验室耗材等相关产品。公司注射穿刺器械按照产品适用对象的差异可分为兽用器械和医用器械，其中，兽用器械包括兽用注射针、注射器等穿刺注射器械，主要用于动物防治防疫的药液注射；医用器械包括各类一次性注射器、注射针、采血针、胰岛素注射器/针、导管类输注产品等医用耗材，主要用于人体皮下、皮内、肌肉、静脉等注射或输注。公司实验室耗材主要包括

培养皿、试剂管、细菌过滤盒等产品，用于对各类药品、食品、保健品（主要是液体类的）等微生物或细菌进行检测。

截至 2022 年 1 月，公司拥有国内发明专利 8 项，实用新型专利 67 项，境外 PCT 专利 3 项，公司质量管理体系接轨国际标准，拥有 ISO13485、MDSAP 等多项认证。

图表 3 公司产品情况



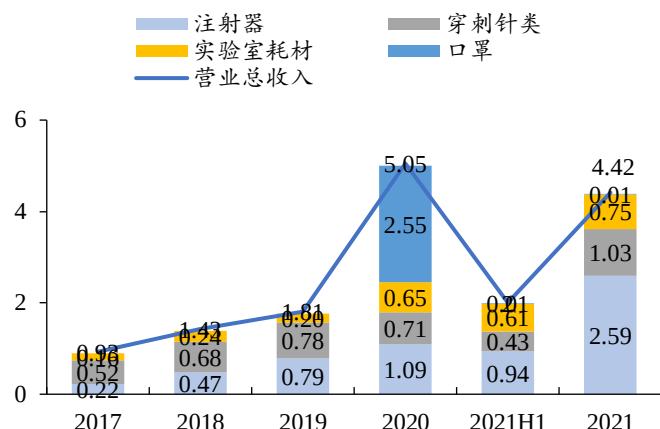
资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

注：图中红框的均是公司的明星产品，公司的口罩产品主要是 2020 年新冠疫情期间公司增加的产品，2021 年起已经不再生产

收入结构：公司 2021 年实现营业总收入 4.42 亿元，其中注射器类 2.59 亿元，穿刺针类 1.03 亿元，实验室耗材类收入 0.75 亿元，2021 年公司不再生产口罩，整体收入较 2020 年下降约 12.47%，但扣除口罩影响外，公司主业收入较 2020 年增长了 76.8%。

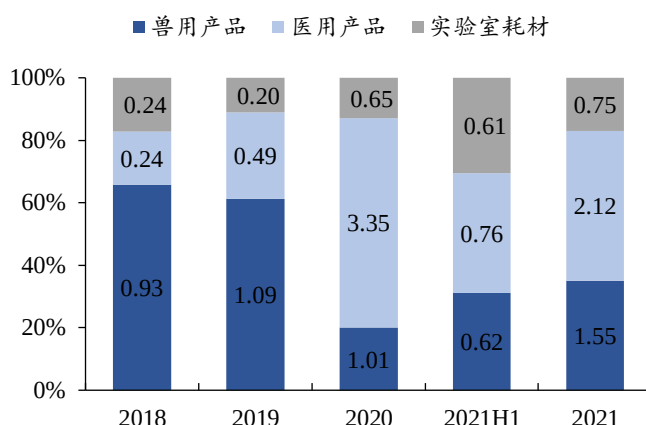
从公司产品应用领域看，公司 2021 年医用产品实现收入 2.12 亿元，兽用产品 1.55 亿元，实验室耗材类收入 0.75 亿元，公司人用医疗器械产品占比持续提升。

图表 4 公司收入构成-按产品种类 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 5 公司收入结构-按产品应用领域 (单位: 亿元)



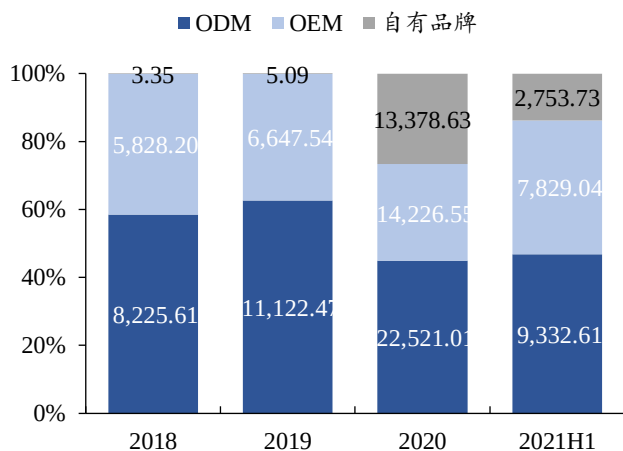
资料来源: wind, 华安证券研究所

注: 2020 年医用产品包括了口罩的收入

OEM 和 ODM 销售为主。公司成立初始即是通过与国际大客户建立友好合作关系, 实现产品在国际发达国家的销售。2021 年上半年, 公司 ODM、OEM 和自有品牌产品收入分别占总收入的 46.86%、39.31%和 13.83%。公司自有品牌产品主要是在国内或其他发展中地区销售。2021 年公司在国内拿到了两项产品的产品注册证, “一次性使用无菌注射器带针”(国械注准 20213140190)及“一次性使用无菌注射针”(国械注准 20213140198), 已可在国内销售。

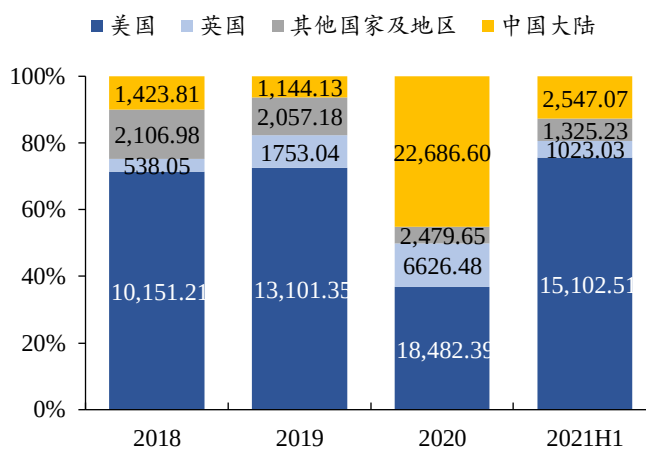
公司产品客户主要是全球跨国企业, 产品最终销售区域主要是美国和英国两个国家。2021 年上半年, 公司在美国、英国和中国大陆的销售收入分别是 15,102.51 万元、1,023.03 万元和 2,547.07 万元, 收入占比分别是 75.11%、5.11%和 12.73%。2021 年, 公司披露口径变更对外销和内销, 全年实现外销售约 90.03%, 内销占比约 9.97%。

图表 6 公司收入构成-按品牌模式 (单位: 万元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 7 公司收入结构-按销售地区 (单位: 亿元)

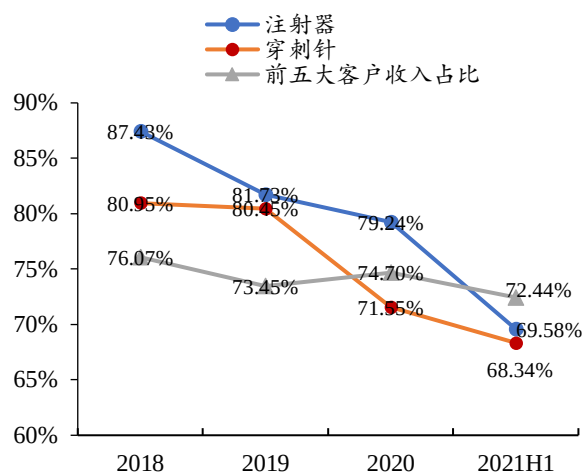


资料来源: wind, 华安证券研究所

客户粘性: 与全球大型医疗器械公司开展合作, 部分客户合作时间长达十几年。

2021 年公司前五大客户在公司收入占比中达到 69.51%。公司部分产品也已成为客户的独家供应商,如可发现注射针(兽用)、细菌过滤盒(实验室耗材)、安全采血针(医用)等。Neogen、McKesson、Thermo Fisher 也与公司签订有长期合作框架协议。根据招股说明书,截至 2021 年 7 月 25 日,公司穿刺针在手订单金额合计 4,231.65 万元,已覆盖 2020 年穿刺针产品收入的 59.53%;注射器在手订单金额合计 20,878.78 万元,已超过 2020 年注射器产品收入。

图表 8 2018-2021H1 前五大客户收入占比



资料来源:招股说明书,华安证券研究所

图表 9 公司在客户供应商中的占比

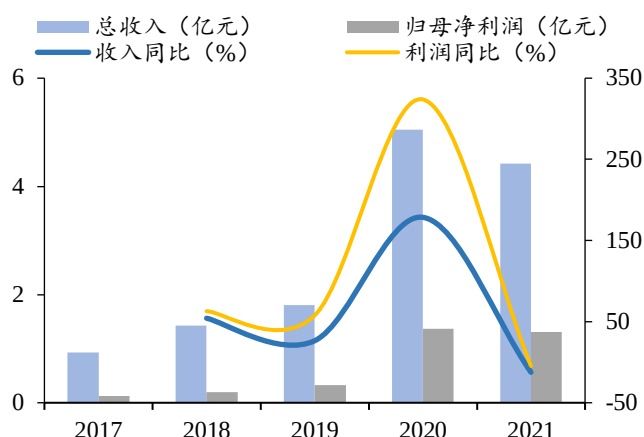
主要客户	主要产品	占客户采购同类产品的比例	同类产品的主要竞争对手
Neogen	可发现注射针	100%	无
	细菌过滤盒	100%	美国 Millipore
	护套注射器	100%	Cardinal
	一次性注射器	100%	康德莱等
GBUK	营养接口注射器	60%	康德莱等
Thermo Fisher	病毒采样管	50%	较多
	铝座交换针	100%	Cardinal
Medline	安全采血针	100%	日本尼普洛、美国 BD
	安全胰岛素注射器	100%	Cardinal
	一次性注射器	50%	康德莱等
McKesson	一次性注射器	30%	康德莱等
	普通胰岛素注射器	35%	康德莱等
Henry Schein	护套注射器	未透露	Cardinal

资料来源:招股说明书,华安证券研究所

盈利能力: 公司总收入自 2017 年的 0.93 亿元增长到 2019 年的 1.81 亿元,2020 年新冠疫情下,公司增加了口罩业务,2020 年公司收入规模达到 5.05 亿元,2018-2020 年三年的复合增速约为 75.77%,扣除 2020 年口罩带来的 2.55 亿元,公司常规业务收入约 2.50 亿元,2018-2020 年三年的复合增速约 39.04%。2021 年公司总收入约 4.42 亿元,收入较 2020 年有所下降,但扣除口罩后,公司分品类看注射器收入增速约 138.49%,穿刺针类收入增速约 44.63%,实验室耗材收入增速约 15.48%,三大业务均实现了快速增长。

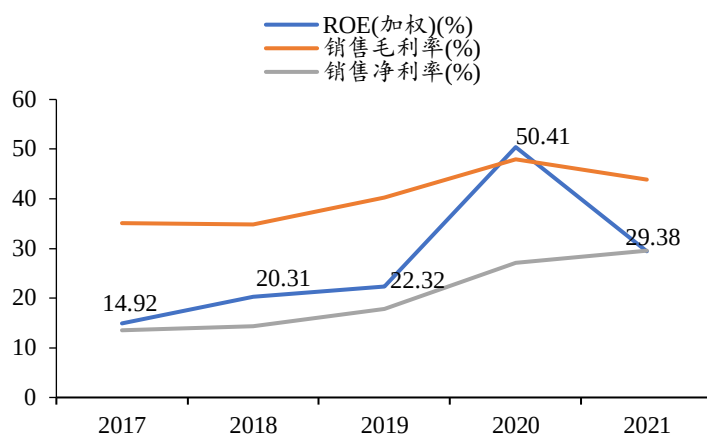
公司归母净利润自 2017 年的 0.13 亿元增长到 2020 年的 1.37 亿元,2018-2020 年复合增长率约 119.24%。2021 年公司实现归母净利润约 1.31 亿元,略低于 2020 年。公司销售毛利率和销售净利率逐年提升,2021 年前三季度分别达到了 43.86% 和 29.56%。公司 2019 年以来多个医用医疗器械产品导入大客户,高毛利器械产品收入比例提升,带动了整个销售毛利率和销售净利率的提升。

图表 10 公司 2013-2021 收入和利润 (亿元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 11 公司 ROE、毛利率和净利率情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

2 动物健康: 公司基本盘业务, 持续发力

2.1 兽用注射器械市场规模稳定增长, CAGR 约 5-7%

兽用注射器主要用于畜牧业动物疫苗及其他药物的注射。兽用注射器是一种给动物灌注用药的医疗器械 (主要用于动物的疫苗及其他各类药物注射)。普通的兽用注射器由针筒、针头和活塞芯杆组成, 有特殊用途或其他功能的兽用注射器则是在此基础上进行改造和升级, 是畜牧养殖、宠物饲养中防治疾病不可缺少的医疗器械之一。

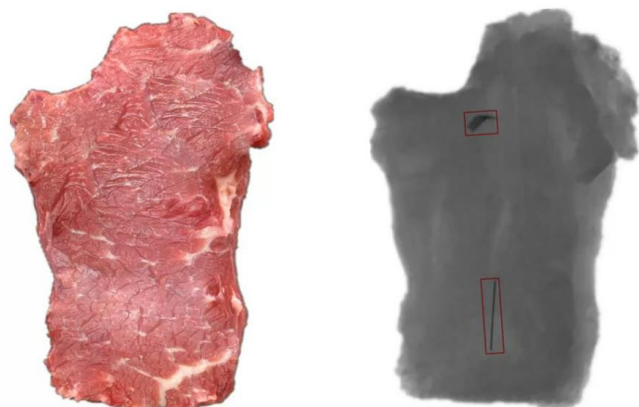
图表 12 兽用注射器分类情况

项目	分类明细
按注射器	一次性注射器、可重复使用注射器
按注射器针头	一次性使用注射针、可重复使用注射针 (铝座镶嵌针、铝座注射针和铜座注射针)
按使用对象	大动物 (牛、马、猪等牲畜)、家禽及宠物 (猫狗)
按注射剂量	普通固定剂量注射器、连续注射器

资料来源: WIND, 招股说明收, 华安证券研究所

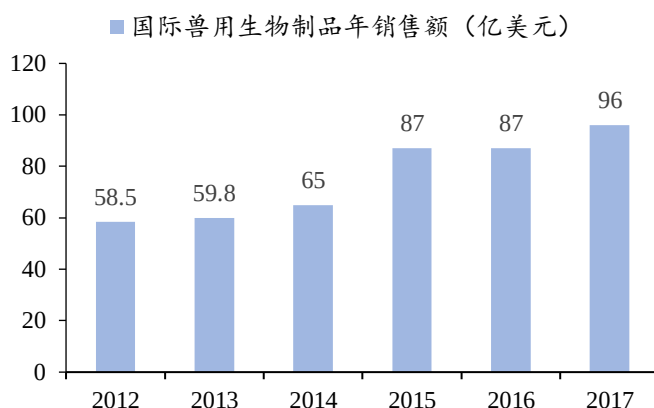
食品安全驱使家畜禽养殖模式走向集约化和规模化。人类在对肉类食品数量需求增长的同时, 家畜禽养殖模式逐渐走向集约化、规模化, 各国政府和消费者对食品安全重视程度也日益提高, 这些因素将持续促进全球兽用生物制品市场增长。根据 Mordor Intelligence 数据显示, 2018 年全球兽用疫苗销售规模约 69.35 亿美元, 同比增长 5.11%, 其中北美收入占比 40%, 欧洲占比 29%。

图表 13 食品安全-检测肉中残留断针



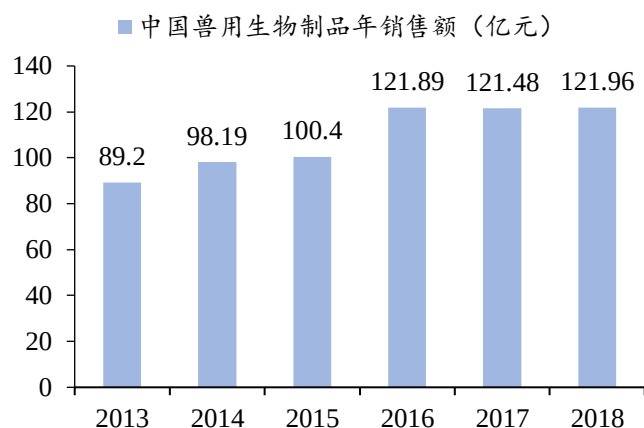
资料来源：美亚光电官网，华安证券研究所

图表 14 国际兽用生物制品年销售额（单位：亿美元）



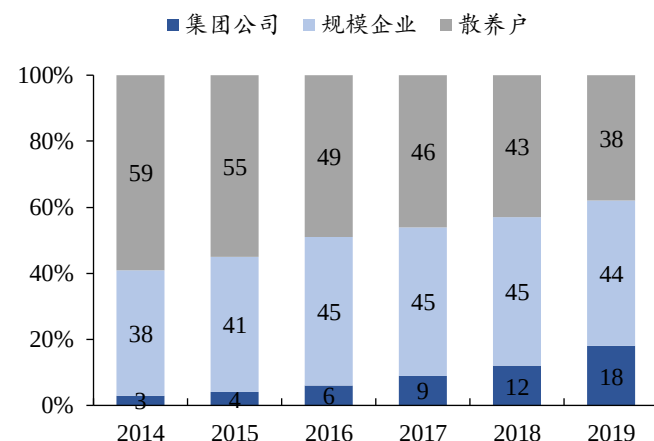
资料来源：招股说明书，国际动保联盟（IFAH），不包含中国数据，华安证券研究所

图表 15 中国兽用生物制品年销售额（单位：亿元）



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 16 我国生猪养殖产业结构（单位：%）

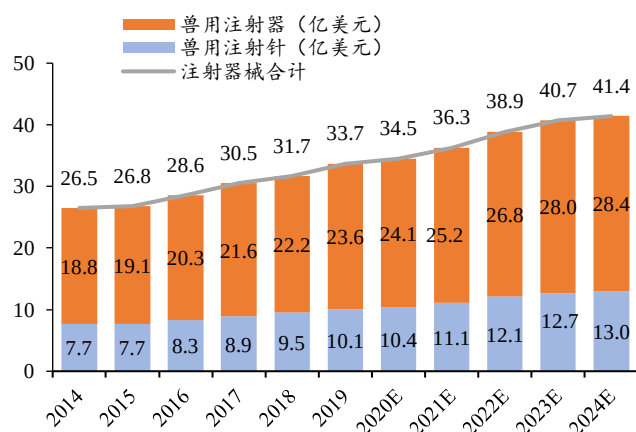


资料来源：招股说明书，华安证券研究所

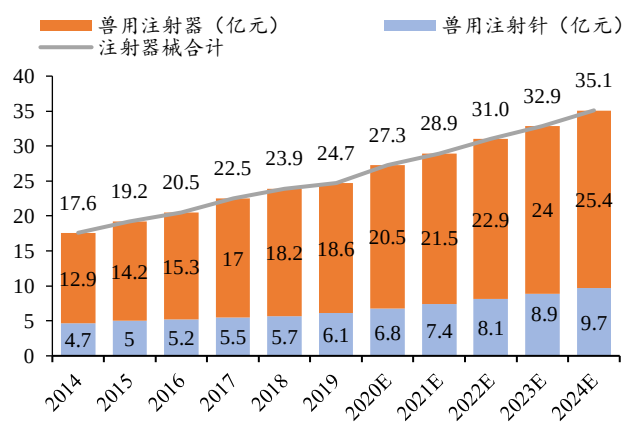
目前兽用注射器下游行业主要是畜牧业，畜牧业的发展和景气程度与兽用注射穿刺器械的发展息息相关。根据 FROST & SULLIVAN 的数据统计，以需求规模计，全球兽用注射穿刺器械市场处于相对比较稳定的增长过程中，市场容量从 2014 年的 26.5 亿美元增长到了 2019 年的 33.7 亿美元，年复合增长率达 5.0%。

其中，中国兽用注射穿刺器械市场容量从 2014 年的 17.6 亿元增长到了 2019 年的 24.7 亿元，年复合增长率达 7.0%，增长动力主要源自于不断增长的家禽和畜牧饲养行业，尤其是随着下游饲养行业集中化，预计到 2024 年，该市场规模将会达到 35.1 亿元人民币。

图表 17 全国兽用注射器市场增长情况 (单位: 亿美元) 图表 18 中国兽用注射器市场增长情况 (单位: 亿元)



资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

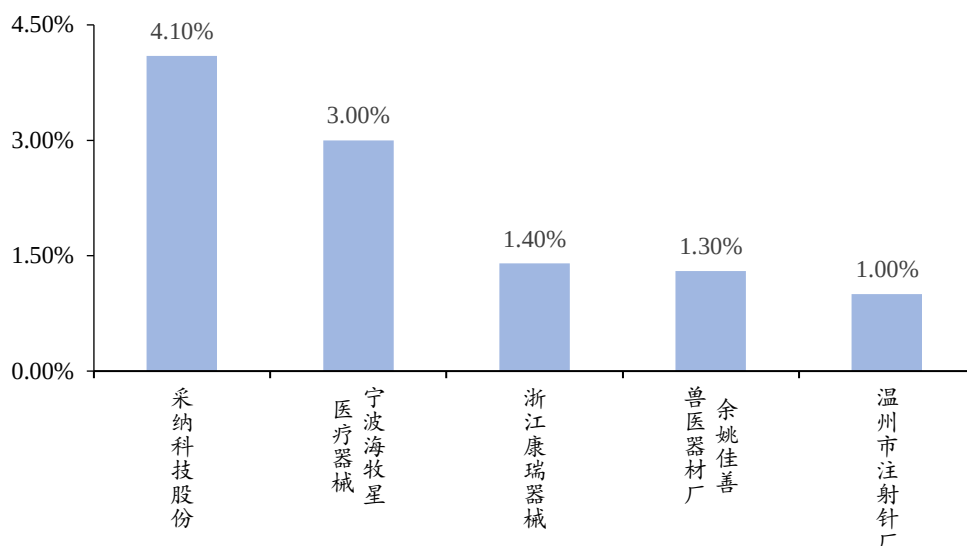


资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

2.2 公司多个明星产品, 兽用穿刺器市占率国内第一

中国兽用注射器针市场主要在广大的下沉市场, 行业生产呈分散化特征, 全国范围内有诸多小型的生产加工作坊, 以满足当地区域市场, 具有全国影响力的品牌较少, 行业的集中度并不高。

图表 19 2019 年中国兽用穿刺器械 CR5



资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

据 FROST & SULLIVAN 统计报告显示, 2019 年度公司在国内兽用注射器针市场占有率排名第一, 公司兽用系列产品具有较强的核心技术及市场竞争力。公司生产的可发现兽用注射针利用特殊性能材料, 可有效检测出动物身体中断针、漏针的存在, 避免针尖被人误食; 一次性铝塑镶嵌注射针、兽用护套注射器通过设计创新及工艺改善, 有效提升传统金属座针头及注射器的使用寿命、安全性。

（1）注射针系列

公司兽用注射针系列主要有可发现注射针、铝座镶嵌针、铝座注射针和铜座注射针。其中明星产品包括，公司全球独家产品可发现注射针、国内独家产品铝座镶嵌针和铝座注射针。

可发现注射针：主要用于大动物的注射，可分为“可发现铜座针”、“可发现铝座针”、“可发现镶嵌针”及“可发现塑座针”等产品，其利用特殊性能材料，可有效检测出动物身体中断针、漏针的存在，避免针尖被人误食的情形。公司此款产品主要是和 Neogen 合作，毛利率水平保持在 40%以上。

铝座镶嵌针和铜座注射针：主要用于大小动物的注射，国内独家产品，毛利率可达 45%以上。公司产品虽在市场中有同功能产品，但供应商相对较少，且公司所销售产品均为自我研发形成，在工艺流程及材料开发中具有自身特色，公司多种产品已成为主要客户的独家供应商。

（2）注射器系列

TPX 注射器：独家专利产品，主要用于大动物注射，毛利率在 38%以上。

护套注射器：国内独家销售产品，主要用于大小动物注射，毛利率在 38%以上。

图表 20 公司兽用穿刺器械明星产品特色

序号	产品/工序名称	功能及应用独特性或差异性
1	可发现兽用注射针	可有效检测出动物身体中断针、漏针的存在，避免针尖被人误食的情形
2	一次性铝塑镶嵌注射针	通过设计创新及工艺改善，使得针尖及针座连接强度提高了十倍以上，有效防止了针尖的脱落，避免事故的发生，最大限度上节约了金属用量，同时提高了密封性
3	兽用护套注射器	加入注射保护套作为注射器针的收集装置，注射完毕后医护人员可以把注射针隐藏在保护套内，有效防止注射针对医护人员的伤害，此外通过塑料包装改进，更适合医护人员随身携带
4	优化兽用铜座注射针铆接工序	有效提升了针头与针座拉拔力，杜绝了注射针的漏水情形，保证注射的稳定性
5	兽用铜座注射针的针座设计	采取大滚花、小滚花设计替代原有方头、扁头形状，有效提升用户针头更换的操作便捷性

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

在兽用器械领域，公司与同行公司相比，技术上也具有优势。相比国内其他同行业公司，采纳股份主要优势体现在研发生产定制化、产品及服务差异化。公司拥有兽用及医用注射穿刺类专业的生产设备和充足的生产能力，能满足客户的个性化要求。公司拥有覆盖全产品生命周期的后续服务能力，保障产品售后服务质量。

生产方面，公司拥有超 5 万平方米生产车间，其中符合 GMP 标准的十万级净化车间 3 万多平方米，是国内较早采用智能控制空气净化空调系统的净化车间，可恒温恒湿自动换气保证洁净车间生产环境。公司也拥有注塑工艺数据自动存储系统，自动化机器人仓储系统和智能灭菌流水线。

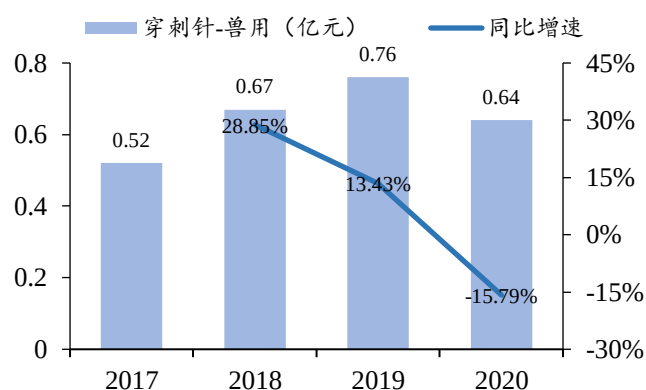
图表 21 公司兽用穿刺器械同行公司比较

项目	Covidien	HENKE-SASS WOLF	浙江康瑞器械科技股份有限公司	宁波海牧星医疗器械有限公司	采纳股份
技术及研发	全球领先的制造商和供应商, 具有较强的技术及研发实力	德国老牌医疗器械生产商, 具有较强的技术及研发实力	2016 年、2017 年及 2018 年上半年研发投入占比分别为 5.58%、6.88% 和 7.12%, 截至 2018 年 6 月末拥有 8 项发明专利	拥有 11 项专利	核心技术均系自主研发形成, 2017-2020 年研发投入占比分别为 5.91%、6.29%、3.70% 和 4.52%, 拥有 8 项国内发明专利, 3 项境外 PCT 专利
品牌	全球知名品牌	德国老牌医疗器械生产商	拥有“报春鸟”品牌	拥有“海牧星”、“兴农”等品牌	以 ODM 贴牌为主, 自主品牌占比较低
市场	兽用器械市场遍布全球	全球主要国家均有分销网络	内外销各占一半	美国、希腊、英国等欧美地区以及中国大部分省份	以外销为主
销售渠道	业务遍及全球	业务遍及全球主要国家及地区	主要为直销	无法公开查询统计	以直销为主, 经销为辅
人员	员工总数超过 43,000 人	员工总数超过 1,500 人	截至 2018 年 6 月末, 共有员工 62 人	无法公开查询统计	截至 2021 年 6 月末, 共有员工 638 人
产品质量	主打兽用护套注射器, 质量优良	主打连续注射器, 产品质量优良	无法公开查询统计	无法公开查询统计	产品质量优良, 报告期内未发生过重大的质量事故及质量纠纷

资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

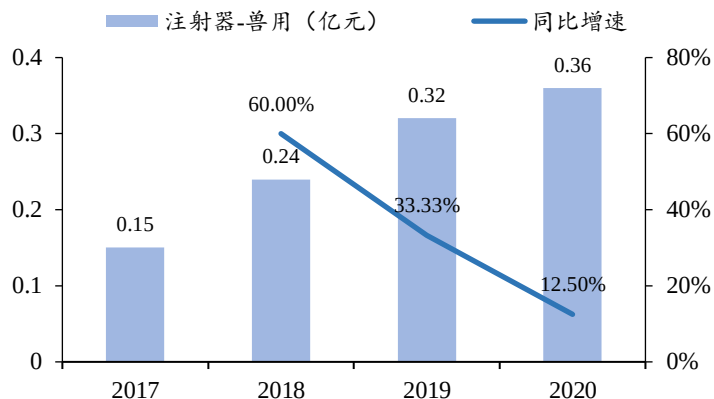
公司自兽用注射器械领域发家, 与 Neogen 合作更是自 2006 年就开始了。公司兽用器械业务收入也支撑公司从小到大, 支持公司其他业务线的早期研发。2021 年上半年, 公司兽用器械业务收入 0.62 亿元, 已经从疫情影响中恢复。

图表 22 兽用穿刺针销售收入 (亿元)



资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

图表 23 兽用注射器销售收入 (亿元)



资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

2.3 客户合作关系稳定, 订单有保障

公司兽用业务前五大客户大体较为稳定, 主要客户包括 Neogen、Covetrus、迈迪维特、Medline 等。2018-2021 年上半年, 公司兽用产品前五大客户收入合计分别为 7,819.68 万元、9,059.56 万元、7,893.63 万元和 5,128.40 万元, 占兽用产品收入比重分别为 84.49%、83.30%、78.09% 和 82.82%。

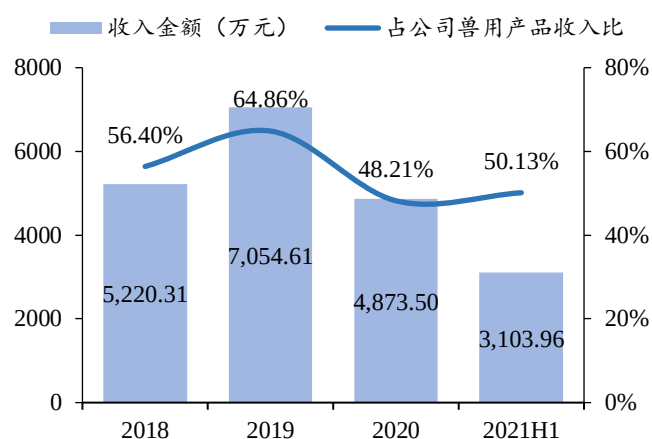
(1) Neogen

Neogen 成立于 1982 年,主要研发、生产并销售食品安全和动物安全检测产品,系美国纳斯达克上市公司 (NEOG.O), 主要向公司采购兽用注射器、兽用穿刺针及实验室耗材。Neogen 是公司创业以来重要的合作伙伴,自 2006 年起与公司开展合作,公司也跟随 Neogen 扩大产品供应范围。剔除 2020 年的口罩业务影响,Neogen 在 2018-2021 年始终为公司前五大客户,Neogen 在公司总收入中的占比仍有较高份额。

从客户贡献的收入规模看,2018-2021 年上半年,公司对 Neogen 兽用产品实现收入分别为 5,220.31 万元、7,054.61 万元、4,873.50 万元和 3,103.96 万元。2019 年度收入上升主要是兽用注射器及穿刺针产品带动,2020 年度收入降幅较大,主要系穿刺针产品的收入下降引起。Neogen 一直是公司兽用业务板块最大的客户,近些年来贡献的单个兽用板块业务收入占比在 50%以上。

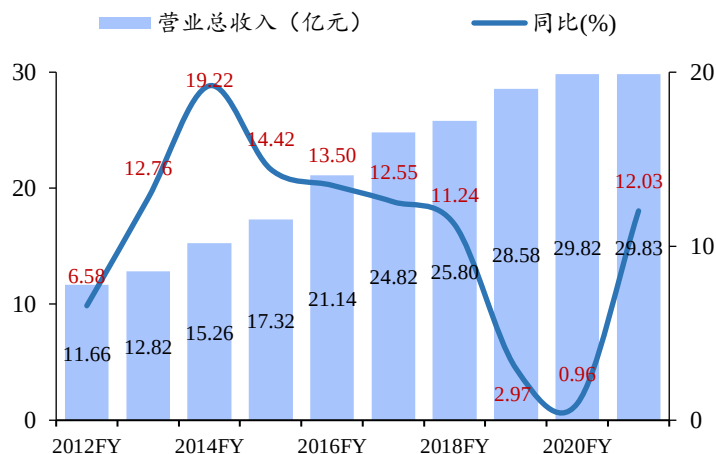
从客户自身业绩增长的持续性上看,Neogen 公司营业收入过去 10 年增速一直保持在 10-20%之间,主营涉及食品安全和动物安全,近来也与 3M 公司合并食品安全部门的交易,预期业绩仍能保持稳定增长,可有力保障上游供应商的订单规模。

图表 24 Neogen 兽用产品在公司兽用业务中占比



资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

图表 25 Neogen 公司收入及增速情况



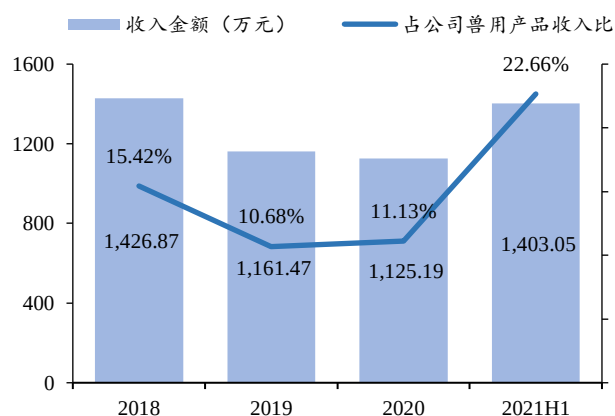
资料来源: WIND, 华安证券研究所

(2) Covetrus

Covetrus, 系公司原有客户 Henry Schein 分拆兽用部门后形成的纳斯达克上市公司 (CVET.O), 致力于支持伴侣动物、马和大型动物兽医市场。Henry Schein 在 2018 及 2019 年度均为公司第二大客户, 2019 年初 Henry Schein 分拆其兽用部门并与 Vets First Choice 合并形成 Covetrus, 将公司业务逐步带入至 Covetrus。整合完毕后, Covetrus 兽用产品收入快速上升, 是公司兽用产品业务板块的第二大客户, 2021 年 1-6 月, 其兽用产品收入金额达 1,403.05 万元, 收入占比在兽用板块占比约 22.66%。

Covetrus, 在 2022 年的摩根大通医疗大会上, Covetrus 初步制定了 2022 年调整后的 EBITDA 指引为 2.7 亿至 2.8 亿美元, 较 21 财年业绩指引 2.45-2.55 亿美元, 增速约 10%。

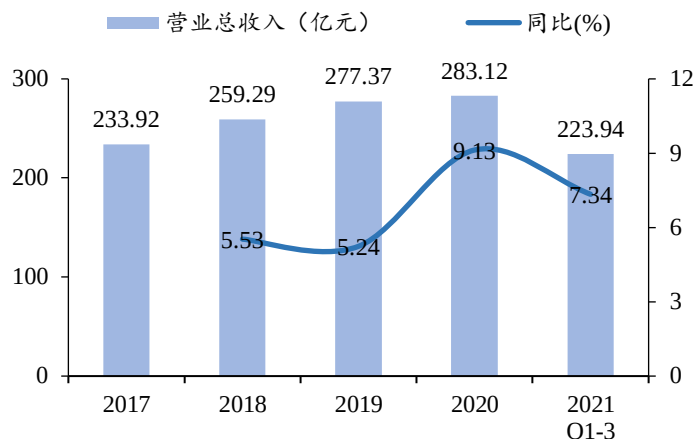
图表 26 Covetrus 兽用产品在公司兽用业务中占比



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

注：2019 年数据包括了原有客户 Henry Schein 贡献的收入

图表 27 Covetrus 公司收入及增速情况



资料来源：WIND，华安证券研究所

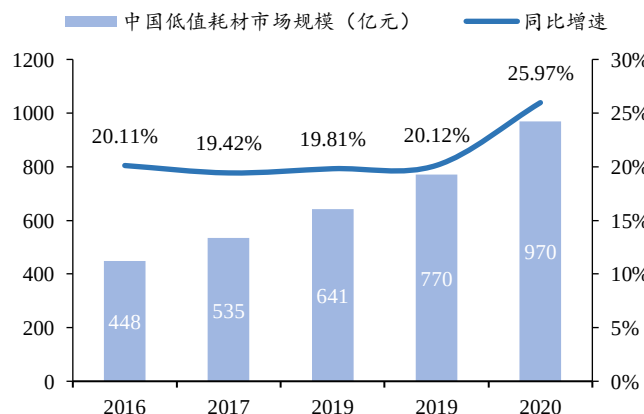
3 医疗器械：专注创新，跟随客户快速发展

3.1 低值耗材规模大，种类多，公司跟随客户发展

低值耗材市场规模大，注射穿刺类需求量大。全球来看，全球的低值耗材市场规模 2018 年预计在 581 亿美元，2016-2018 年每年的增速约在 5% 左右，注射穿刺类器械规模约占 14%。根据医械汇发布的《中国医疗器械蓝皮书 (2021 版)》，2018-2020 年，我国低值医用耗材市场规模分别为 641 亿元、770 亿元和 970 亿元，其中注射穿刺类在低值医用耗材市场中占比最大，市场份额高达 30%。

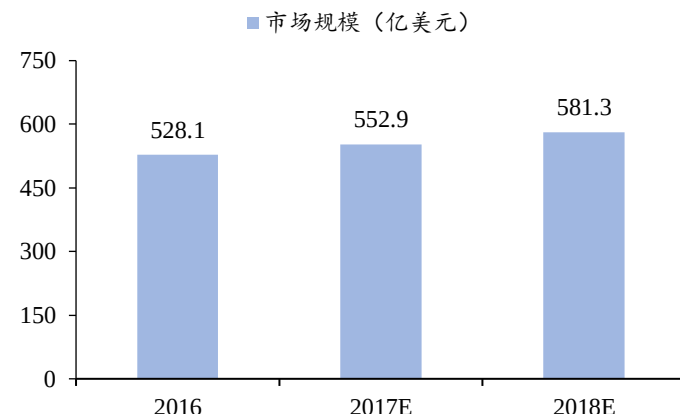
随着人口老龄化加重、医疗诊疗人次增加，全球新冠疫苗接种、胰岛素产品注射普及等因素驱动，全球对注射穿刺类耗材的需求会越来越大。根据我国国家卫生部统计，超出 50% 以上的门诊患者需要进行输注治疗，住院患者更是 100% 需要进行输注治疗，国内各类医疗卫生机构诊疗人次自 2009 年至 2018 年期间从 54.88 亿人次增加至 83.08 亿人次，年复合增长率约 4.72%。

图表 28 中国低值耗材市场规模 (亿元)



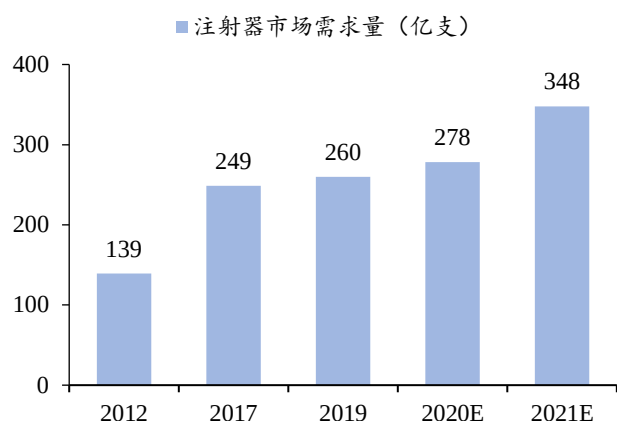
资料来源：中国医疗器械蓝皮书 (2021 版)，华安证券研究

图表 29 全球低值耗材市场规模 (亿美元)



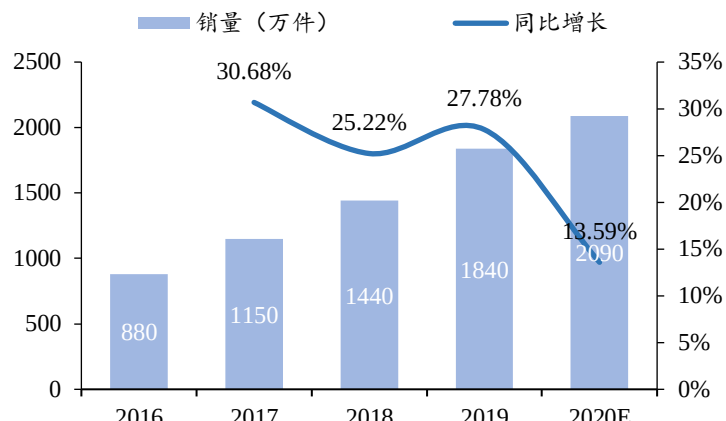
资料来源：拱东医疗招股说明书，Global medical devices reports

图表 30 2021 年中国注射器需求量约 350 亿支



资料来源: 弗若斯特沙里文, 前瞻研究院, 华安证券研究所

图表 31 中国一次性穿刺器械销量规模 (万件)



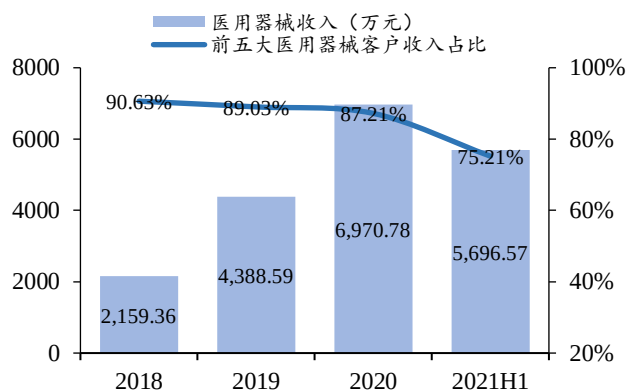
资料来源: 中国医疗器械行业协会, 前瞻研究院, 华安证券研究所

公司与核心客户保持良好的合作关系, 多个产品为客户的独家供应商。公司客户以欧美国家为主, 欧美国家生产人工成本较高, 客户通常向中国及部分东南亚国家采购兽/医用耗材以降低成本, 他们对供应商甄选非常严格。通常达成潜在合作意向后, 公司还需通过客户的认证及考核, 过往经验看, 公司主要的海外知名客户一般需 3 年以上考察期方可正式建立合作关系。

公司自 2006 年开始与 Neogen 及 Thermo Fisher 进行合作并延续至今, 通过在兽用穿刺器械领域的技术及资源积累, 逐步拓展至医用穿刺器械领域, 与此同时, 逐步积累了 Medline、McKesson 等国际医疗巨头。其中 McKesson 等公司也与公司签订了长期框架协议。

从公司医用器械核心客户结构看, 前五大客户收入占比在过去几年一直在 70% 以上, 但从趋势上, 公司也在拓展新的客户, 降低核心客户在整体收入中的占比。而且从竞争对手来看, 公司的核心产品, 尤其是独家供应的产品 (如安全采血针、安全胰岛素注射器), 已经在全球同类竞争中具有优势。

图表 32 2018-2021H1 前五大医用器械客户收入占比



资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

注: 扣除了口罩的收入

图表 33 公司在客户供应商中的占比

主要客户	主要产品	占客户采购同类产品比例	同类产品的主要竞争对手
GBUK	营养接口注射器	60%	康德莱等
Thermo Fisher	病毒采样管	50%	较多
	铝座交换针	100%	Cardinal
Medline	安全采血针	100%	日本尼普洛、美国 BD
	安全胰岛素注射器	100%	Cardinal
	一次性注射器	50%	康德莱等
McKesson	一次性注射器	30%	康德莱等
	普通胰岛素注射器	35%	康德莱等
Henry Schein	护套注射器	未透露	Cardinal

资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

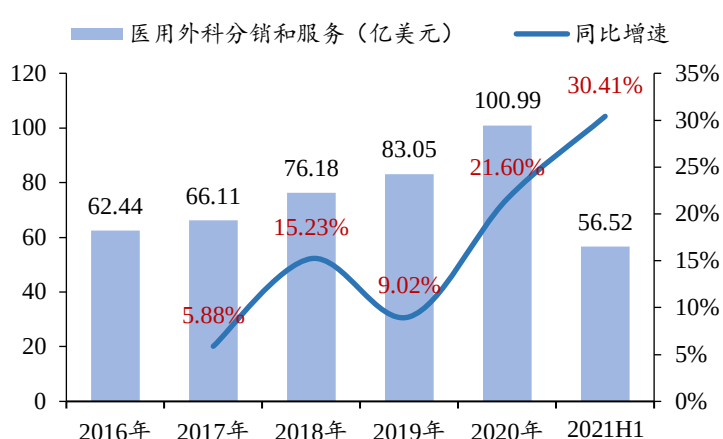
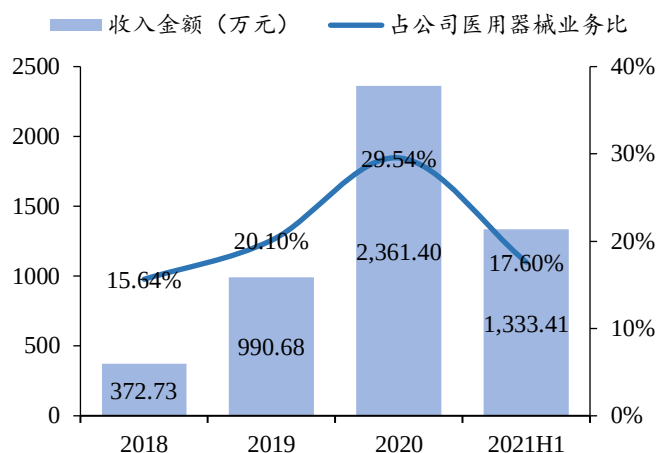
(1) McKesson

McKesson 是全球领先的供给、信息和保健管理产品及服务供应商，系美国纽约证券交易所上市公司 (MCK.N)，主要向公司采购穿刺针和注射器。

2018-2021 年上半年，公司对其实现收入分别为 372.73 万元、990.68 万元、2,361.40 万元和 1,333.41 万元，主要为一次性医用注射器和普通胰岛素注射器的订单上涨所致。随着双方合作的进一步深入，以及 McKesson 对公司产品的高度认可，销售收入逐年快速上涨。

图表 34 McKesson 医用产品在公司医用业务中占比

图表 35 McKesson 公司医用手术外科收入及增速情况



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

资料来源：WIND，华安证券研究所

(2) Medline

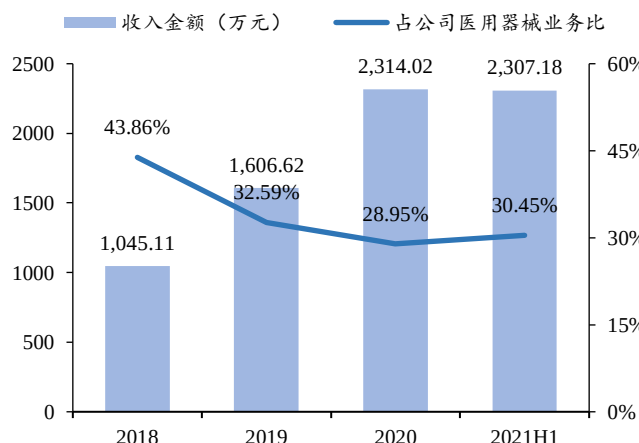
Medline 系美国规模最大的私人跨国医疗设备和医疗用品制造商和卫生保健用品生产商和分销商之一，其主要向公司采购穿刺针和注射器。2018 以来其始终为公司前五大客户，随着市场需求的增加及其与公司良好合作的发展，其采购量也逐年有所上升。

2018-2021 年上半年，Medline 医用产品实现收入分别为 1,045.11 万元、1,606.62 万元、2,314.02 万元和 2,307.18 万元，呈逐年快速上涨态势，主要为医用注射器产品的上涨所带动。

(3) GBUK

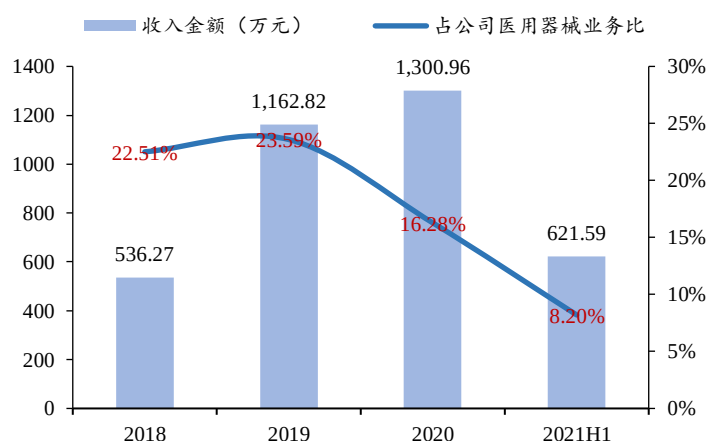
GBUK 系英国医疗器械品牌商，主要从事营养注射器的研发销售，其主要向公司采购营养接口注射器，2020 年度公司对其实现销售收入较高，主要系其当期采购的口罩金额较高所致，近三年其始终为公司前五大客户。2018-2021 年上半年，GBUK 医用产品实现收入分别为 536.27 万元、1,162.82 万元、1,300.96 万元和 621.59 万元，为营养接口注射器采购量上涨所致，

图表 36 Medline 医用产品在公司医用业务中占比



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 37 GBUK 医用产品在公司医用业务中占比

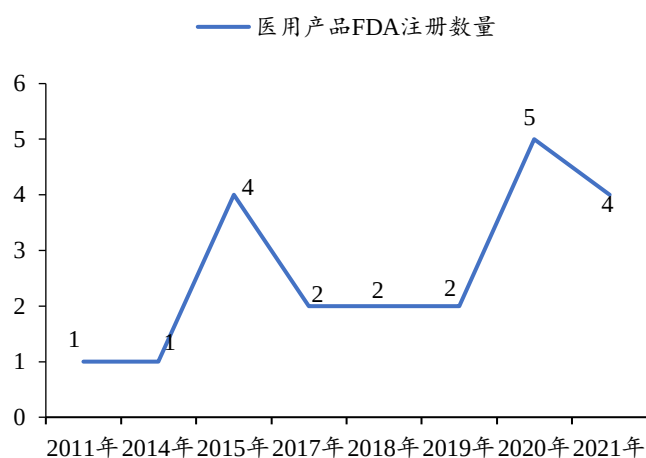


资料来源：招股说明书，华安证券研究所

公司在医疗产品类多款明星产品，走特色化、差异化，满足客户需求。欧美地区常规医用、兽用耗材市场较为成熟，监管体系相对完善，下游消费群体更侧重于产品的功能性及安全性。从注射器的研发方向看，安全型注射穿刺器械是未来的主流，WHO 于 2015 年发布《世卫组织医用安全型注射器肌内、皮内和皮下注射指南》，呼吁全球采用安全注射器以解决世界范围内普遍存在的注射不安全问题，敦促各国到 2020 年全面改用安全注射器。

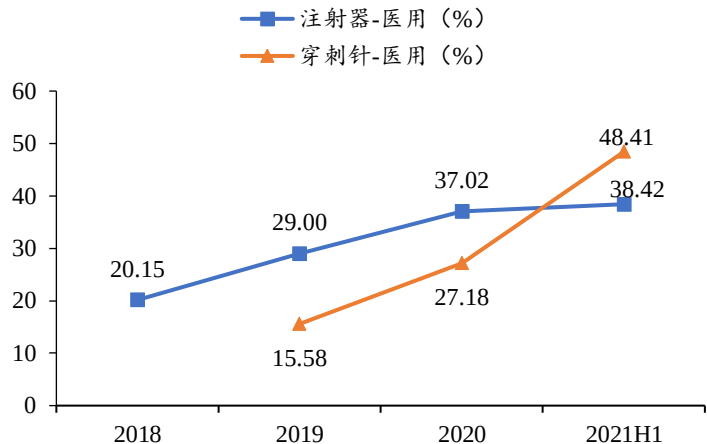
公司销往欧美地区的产品主要包括：一次性使用无菌注射器、营养喂食注射器、麻醉注射器、胰岛素注射器等常规产品以及安全胰岛素注射器、安全采血/输液针、安全注射针等多项高附加值产品，在产品研发方向也更注重安全性。2016 年公司医用器械产品产能投产以来，高毛利产品不断增加（一次性医用注射器、胰岛素注射器和营养接口注射器的销量增长），带动了整体毛利率的提升。2021 年上半年，公司医用注射器毛利率提升至 38.42%，医用穿刺针毛利率提升至 48.41%。

图表 38 公司 FDA 医用器械产品获批情况



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 39 公司医用产品盈利能力比较（毛利率）



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

综合来看，公司自成立以来，一直以境外大客户战略模式为发展基石，产品定制

化程度高，产品定位相对高端，利润率也较高一些，而且公司在逐步发展过程中，公司与境外客户合作良好，加深合作，同时产品获得境外全球知名企业的高度认可，进一步加深公司在海外市场中的行业认知，形成良性循环。

3.2 公司产品性能突出，新产品不断推出

产品质量控制水平高，性能突出，为公司已赢来新客户。公司产品主要是低值耗材，客户采购量大，需要满足能够大规模量产、工艺参数稳定、使用过程中投诉少等要求。这就要求对产品的生产工艺、质量控制不断优化。

公司的产品在质量控制方面，一直口碑较好。公司核心生产步骤基于自身产品构造及特性，一方面定制自动化设备，另一方面在通用设备上适当改进及优化，以提高生产效率及产品良率，能够大规模量产。而且公司拥有符合 GMP 标准的十万级净化车间，产品质量优良，未发生过重大的质量事故及质量纠纷，产品获得国际知名企业的一致认可。美国 FDA 注册是全球最严格和复杂的注册体系之一，公司两次均以“零缺陷”结果通过美国 FDA 现场审核。公司产品的性能，在符合行业主流技术指标的同时，更注重安全性，如安全采血针、安全注射针、胰岛素注射器等。

2017 年度，公司大客户 Medline 通过美国 FDA 官方网站主动寻找公司进行合作，注射器产品中其主要向公司采购安全系列胰岛素注射器产品。2018-2021 年上半年，向 Medline 销售的注射器产品实现收入分别为 1,044.09 万元、1,420.32 万元、2,422.93 万元和 1,904.16 万元。在基于其对公司产品的高度认可下，2019 年度，安全胰岛素注射器订单进一步上涨；2020 年度，Medline 一次性医用注射器订单大幅增加，同时其开始开展兽用业务，向公司采购了护套注射器，销售收入快速增长。

目前，公司已通过全球顶尖的医疗保健产品和服务公司 Cardinal Health 的合格供应商考核并已完成合同签署。未来，公司将进一步推广自身优势产品，并不断拓展优质客户。

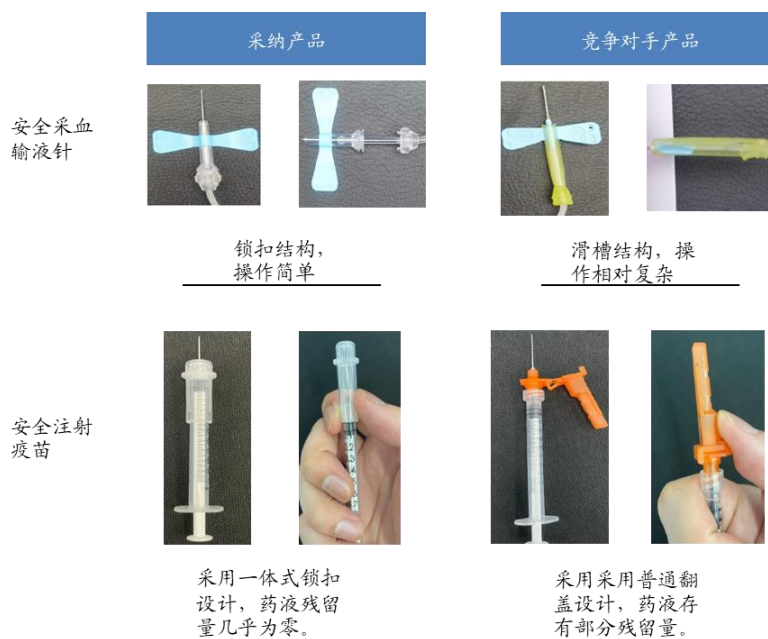
图表 40 采纳股份 FDA 注册产品情况

排名	公司名称	FDA 注册注射穿刺类产品数量
1	采纳股份	21
2	康德莱	9
3	安徽天康医疗科技股份有限公司	6
4	江苏神力医用制品有限公司	4
5	三鑫医疗	3
5	贝普医疗科技有限公司	3
7	宏宇五洲	2
7	名高医疗科技（昆山）有限公司	2

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

产品走差异化路线。公司不断进行老产品优化及新产品开发，产品在外观、使用性能等方面与国内康德莱、三鑫医疗等竞争对手不同，如锁扣式安全采血/输液针等量产产品，目前国内有相类似但尚无同类产品，其在功能及应用上具有一定优势。

图表 41 采纳股份部分产品同行比较



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

公司在研的安全留置针、预充式生理盐水注射器等产品也看点较多。2022 年预计公司安全系列的产品仍会有多款产品获批。安全采血针和安全采血器是公司的明星产品，预计 2022 年仍会贡献较大收入。安全留置针可减轻患者由于反复穿刺而造成的痛苦，保护血管，减少液体外渗，同时保证合理用药时间，而且很大程度减轻了护士的工作量。其使用后尖锐的部件被有效的保护起来，避免意外伤害医护人员和他人，亦能避免血源性传染疾病的传播，可取代传统的头皮钢针。预充式生理盐水注射器用于在不同药物治疗的间隙，封闭、冲洗导管的管路末端，包含留置针和植入式输液港。

图表 42 采纳股份部分医用器械在研产品列示

序号	项目名称	主要内容/技术特点	所处阶段
1	无针接头的研发	该产品主要适用于可连接注射器、输液器和输血器，特别用于静脉输液的病人使用，如儿童、危重病人、化疗病人、继续抢救的病人以及有水、电解质平衡失调的病人。	产品模具已经开发完成，组装工艺流程待完善，产品已经递交检测， 已完成 FDA 产品注册
2	预充式导管冲洗器的研发	用于在不同药物治疗的间隙，封闭、冲洗导管的管路末端。包含留置针和植入式输液港。	产品模具已经开发完成，组装工艺流程待完善， 产品已经递交检测，待注册
3	唾液采集器研发	该产品可由被检测者自身完成唾液采集，大大降低了医护人员的劳动强度，提高采集效率，同时减少了医护人员与被采集人员的接触。它采用单独包装，辐照灭菌，匹配病毒采样管使用。	进入包装验证阶段，即将完成并量产
4	分体式胰岛素注射器的研发	可以提前将胰岛素注射器针座部分提前组装，使得生产组装更为便捷。	样品模具开模阶段
5	安全留置针的研发	减轻患者由于反复穿刺而造成的痛苦，保护血管，减少液体外渗，同时保证合理用药时间，而且很大程度减轻了护士的工作量。其使用后尖锐的部件被有效的保护起来，避免意外伤害医护人员和他人，亦能避免血源性传染疾病的传播，可取代传统的头皮钢针。	产品模具已经开发完成，组装工艺流程待完善，产品已经递交检测，待注册
6	扁胶塞营养注射器的研发	系特定接口的注射器，产品包含多次使用 O 型圈胶塞，简单结构，易操作、可重复多次使用。	四个规格已实现量产，其余规格工艺流程待完善
7	带持针器采血针的研发	用于真空采血管对静脉血的采集过程，可使采血针成为一次性使用，自动毁型与针尖屏蔽，避免针刺伤害的发生。避免意外伤害医护人员和他人，亦能避免血源性传染疾病的传播。	产品模具已经开发完成，组装工艺流程待完善，产品已经递交检测，待注册

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

自有品牌逐渐发力，国内注册产品数量增多。公司产品在国内市场占有率较低，近几年公司也在发力自有品牌的成长。公司在注射穿刺领域已取得“一次性使用无菌注射器 带针”等两项产品注册证，同时，“一次性使用胰岛素笔配套用针”等 5 项产品正处于注册阶段。

图表 43 采纳股份部分 NMPA 获批在即产品列示

序号	产品名称	进展程度	注册器械类别
1	一次性使用胰岛素笔配套用针	审评认证阶段	三类
2	一次性使用无菌牙科注射针	审评认证阶段	三类
3	一次性肠内营养注射器	审评认证阶段	二类
4	一次性使用无菌自毁型固定剂量疫苗注射器带针	送检阶段	三类
5	一次性使用胃肠营养输注管路	送检阶段	三类

资料来源：招股说明书，公司公告，华安证券研究所

IPO 募集资金，发力医疗器械板块，产能瓶颈得到解决。此次公司 IPO 上市，增发 2350.88 万股，原计划募资约 4.89 亿元，实现净募集资金 10.97 亿元，资金到位将大大有利于公司后续业务开展。公司其中重要的募投项目是“年产 9.2 亿支（套）医用注射穿刺器械产业园建设项目”，该项目将通过引进先进的生产线，提升产线的机械化程度和自动化水平，从而降低人工成本，而且近三年子公司采纳医疗产能利用率分别为 77.32%、100.74%和 99.94%，生产日趋饱和，预计该项目实现投产后，公司的产能增加约 3.3 倍（2020 年的产能约 2.8 万套），产能紧张问题也将得到解决。

图表 44 采纳股份募投项目计划

序号	项目名称	实施主体	建设期	投资预算	募集资金使用量
1	年产 9.2 亿支（套）医用注射穿刺器械产业园建设项目	采纳科技	24 个月	30,895.62	30,895.62
2	研发中心建设项目	采纳医疗	24 个月	4,493.65	4,493.65
3	补充流动资金项目	采纳科技	-	5,000.00	5,000.00
合计				40,389.27	40,389.27

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

3.3 公司特色研发服务强化客户粘性

公司在研发服务上也极具特色。公司密切跟踪市场形势变化，推出全流程产品服务模式，以适应不同客户的个性化需求，与主要客户保持长期稳定的合作关系。

“研发生产定制化、产品及服务差异化”，公司生产及研发均以客户需求为导向，围绕客户需求开展产品的定制化设计以及工艺流程开发等，并在产品终端体现相关服务。过去十几年的发展，公司在生产工艺、灭菌及质量控制环节拥有行业领先的工艺技术，已获得授权的专利共 79 项，其中国内发明专利 8 项，实用新型专利 67 项，外观设计专利 1 项，境外 PCT 专利 3 项。

整个研发服务过程，包括：

（1）产品创新。这一环节主要涉及产品的选型与定位，公司通常根据市场调研、公司客户需求等不同渠道完成对产品的选定、功能及结构的设计。对于新产品的开发，公司需进行产品的图纸设计，对产品相关尺寸、功能、结构等进行详细描述，完成产品定型。

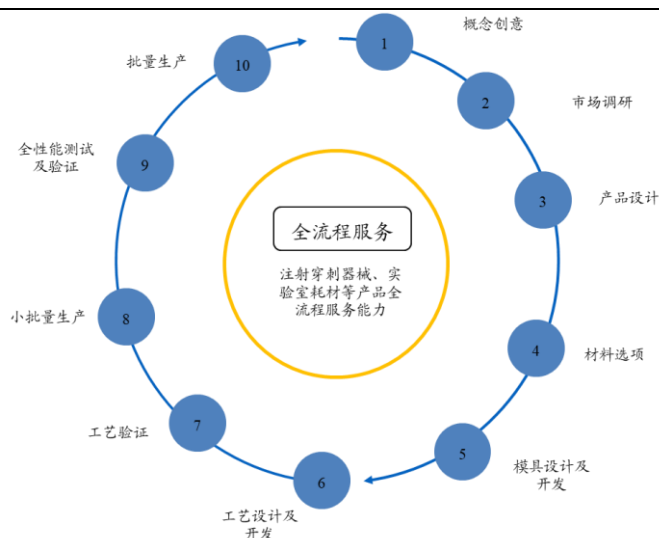
（2）合规文件确认。合规文件的确认是公司产品在美国 FDA 注册、获得客户审核通过以及公司内部控制要求的环节之一，由于公司下游客户的行业地位相对较高，其对于公司在该环节提出了更高的要求。在合规文件确认环节，公司需对产品的生产工艺、生产流程、质量控制、产品检测报告等文件进行编制，并进行审核，其中主要环节包括材料开发、工艺参数设计及模具定制化开发、模具试样等步骤。

（3）工艺验证。在成品模开发完毕后，将进行工艺参数验证，工艺参数验证主要包括注塑环节工艺验证、包装验证及灭菌验证等关键工序验证。若上述环节出现验证差异，则需重新推倒至工艺参数设计、材料开发等环节重新进行开发设计并重新执行验证程序。

美国 FDA 注册是全球最严格和复杂的注册体系之一。在产品 FDA 注册过程中，合规文件的编制以及工艺验证的符合性尤为重要。

（4）定制化设备研发优势。公司产品以定制化为主，产品类型众多且设计独特，公司生产需从产品设计及构造出发，以产品决定生产工艺流程，以生产工艺流程定制设备。公司核心生产步骤主要以自研定制化开发设备及部分通用设备进行生产，公司基于自身产品构造及特性，一方面定制自动化设备，另一方面在通用设备上适当改进及优化，以提高生产效率及产品良率。

图表 45 采纳主要的研发流程



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

与南京大学合作研发。公司积极开展产学研合作，2017 年公司与南京大学化学化工学院签署合作开发协议，基于南京大学化学化工学院在生命化学、医疗领域的研究基础，双方合作成立“陈鸿渊院士工作站”，合作期限五年，双方共同研发所形成的的知识产权和实施利益根据各自在项目中资源、人力、智力等贡献按照双方协商比例共享。

2017 年 5 月，和南京大学化学化工学院签署《协议书》，就“生理盐水注射器制备工艺研发项目”合作事宜作出约定，2018 年 10 月，和南京大学签署《技术开发合同书》，就“医疗器件用抗菌塑料的研制项目”合作事宜作出约定，本项目所涉及合同金额为 30 万元，截至 2022 年 1 月，该项目累计投入金额为 30 万元，主要用于南京大学实验室研发所需。

4 实验室耗材：向生命科学领域拓展业务范围

4.1 绑定核心客户，逐步开展实验室耗材业务

公司与核心客户合作加深，开启实验室耗材业务。公司开展实验室耗材业务的起源是最早与 Neogen、Thermo Fisher 建立合作后。目前公司的前两大客户分别是 Thermo Fisher 和 Neogen，两大客户在实验室耗材这个板块的收入贡献超过 90%，尤其是 Thermo Fisher，收入贡献常年达到 70% 以上。

公司实验室耗材主要包括细菌过滤培养一体盒、试剂管等产品。2018-2021 年上半年，公司实验室耗材前五大客户收入合计分别为 2,411.07 万元、1,959.74 万元、6,471.50 万元和 6,062.22 万元，占实验室耗材收入比重分别为 99.70%、99.55%、99.86% 和 99.79%。2020 年及 2021 年 1-6 月，实验室耗材销售收入大幅度上升，主要系全球新冠疫情持续蔓延，病毒检测需求激增，推动公司病毒采样管产品订单快速增长。核心产品细菌过滤培养一体盒通过对产品自主研发设计，可快速准确识别食品饮料中的有害细菌。

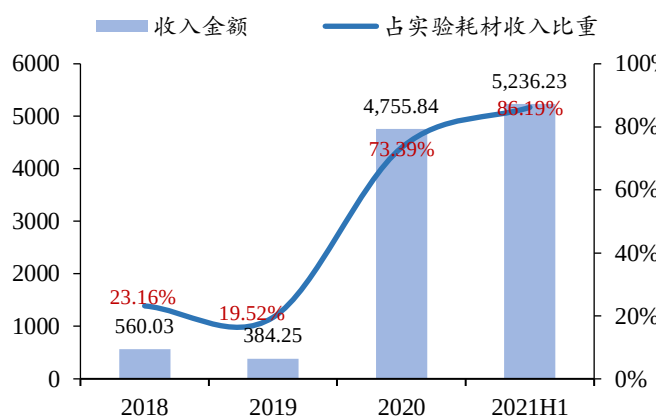
(1) Thermo Fisher

2018-2021 年上半年，Thermo Fisher 实验室耗材实现收入分别为 560.03 万元、384.25 万元、4,755.84 万元和 5,236.23 万元。报告期内，实验室耗材中其向公司采购的品类相对较为丰富。2019 年度收入有所下滑，主要系当年 Thermo Fisher 下游市场未达到预期，其试管婴儿培育管订单有所减少所致；2020 年度及 2021 年 1-6 月，受新冠疫情影响，其向公司采购了大量的病毒采样管，导致其实验室耗材收入规模大幅上升。

(2) Neogen

2018-2021 年上半年，Neogen 实验室耗材实现收入分别为 1,696.17 万元、1,449.41 万元、1,556.70 万元和 728.35 万元，整体相对稳定。实验室耗材中 Neogen 主要向公司采购细菌过滤盒，其中 2019 年度收入有所小幅下滑，主要系细菌过滤盒产品受其下游订单影响有所下滑导致。

图表 46 Thermo Fisher 在实验室耗材业务中占比



图表 47 Neogen 在实验室耗材业务中占比



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

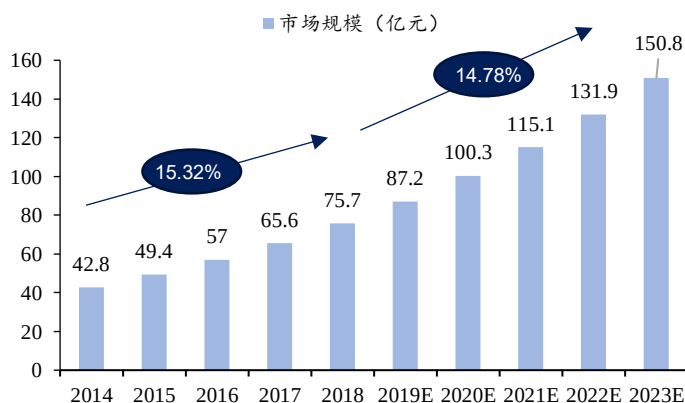
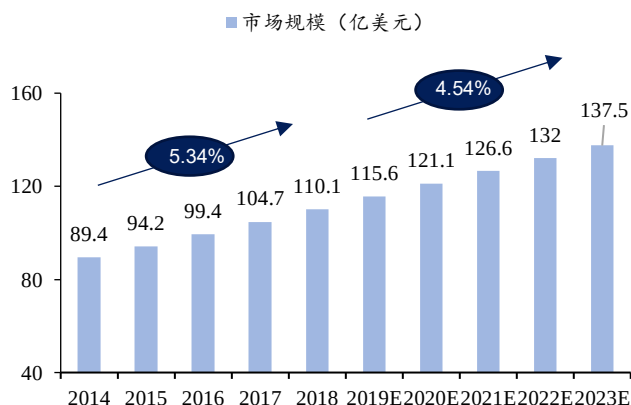
资料来源：招股说明书，华安证券研究所

4.2 公司远期向生命科学领域拓展

生命科学领域前景广阔,国内企业占有率低。根据弗若斯特沙里文的统计预测,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,2015-2018 年 CAGR 约 5.34%,预计 2023 年市场规模将达到 137.5 亿美元;中国生物实验室一次性塑料耗材的市场规模市场也从 2014 年的 42.8 亿元增长至 2018 年的 75.7 亿元,2015-2018 年 CAGR 约 15.32%,预计 2023 年将达到 150.8 亿元,市场快速增长。

就一次性生物实验耗材市场而言,国内企业的占有率非常低,根据华经产业情报网数据,2019 年我国一次性生物实验耗材国产占比约 5.9%,绝大部分生物实验室一次性塑料耗材依赖进口。欧美国际品牌以先发优势在全球市场长期处于垄断地位,获得高额利润。以 Thermo Fisher 为例,2020 年实验室用品及服务全球收入约 800 亿元,毛利率水平约 50%。

图 48 全球一次性生物实验耗材市场规模 (亿美元) 图 49 中国一次性生物实验耗材市场规模 (亿元)



资料来源: 洁特生物招股说明书, 弗若斯特沙里文, 华安证券研究所

资料来源: 洁特生物招股说明书, 弗若斯特沙里文, 华安证券研究所

公司在低值耗材领域厚积薄发,横向拓展产品线能力强。公司的发展历程看,公司一直在扩展自身的产品线,从兽用器械领域到医用器械和实验室耗材。公司在耗材的研发设计、材料开发、工艺生产等多个关键环节拥有较深的行业积淀和行业 KNOWHOW,这使得公司更容易实现产品的横向拓展。公司已经开发出了如应用于工业 (如食品行业) 的细菌过滤培养一体盒、应用于病毒采样的试剂管、真空废液采样杯等产品,在研的包括注射过滤器等产品。

5 公司盈利预测与估值

5.1 公司业绩拆分与估值对比

公司主要收入来自三大业务板块,动物健康 (兽用注射穿刺产品)、医疗器械 (医用注射穿刺产品) 和实验室耗材,从公司目前三大业务占比看,三大业务收入占比差距不大,但从增长动能看,医疗器械板块增速最快。

收入预测:

(1) 动物健康: 公司该业务板块核心客户是 Neogen、Covetrus、迈迪维特、

Medline，动物健康板块过去几年增速也一直较为稳定，下游客户的收入增长预期也保持在 10% 以上，考虑到公司新产品（包括自动疫苗注射器、连续注射器）和新客户（如 Medline 等）的导入，我们预计公司动物健康板块的未来 3 年增长率能够保持在 25-30% 左右。

（2）医疗器械：公司当前增速最快的板块，公司后续的新产品上市也较多。五大类产品系列，包括一次性安全注射针系列、胰岛素注射系列、营养注射器、安全采血系列、预罐装注射器系列，整体增速有望保持过去的水平，而且公司新产能也将在 2023 年逐步投产，产能大幅增加，我们预计未来 3 年的增长率保持在 60% 左右。

（3）实验室耗材：公司实验室耗材目前产品品类相对较少，公司也还做更多品类的增加，我们预计公司跟随大客户 Thermo Fisher 和 Neogen 的订单增长而增长，未来 3 年收入增长率有望保持在 25-30%。

综上，我们预计公司 2022-2024 收入有望分别实现 6.91 亿元、9.48 亿元和 12.50 亿元，2022-2024 年复合增长率约为 41.42%。考虑到公司高毛利率产品占比逐渐提升，公司整体的毛利率和净利率水平也会逐年提长，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别实现 2.08 亿元、3.08 亿元和 3.96 亿元，2022-2024 年复合增长率约为 44.7%。

图表 50 采纳股份收入预测（单位：亿元）

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1.44	1.83	5.04	4.42	6.91	9.48	12.50
yoy	54.84%	27.08%	175.41%	-12.30%	56.38%	37.13%	31.88%
医疗器械	0.24	0.50	0.79	2.11	4.20	6.08	8.30
yoy	242.86%	108.33%	58.00%	167.09%	99.05%	44.64%	36.63%
注射器-医用	0.23	0.47	0.72	1.81	2.90	4.06	5.28
yoy	228.57%	104.35%	53.19%	151.39%	60.22%	40%	30%
穿刺针-医用	0.01	0.03	0.07	0.30	1.30	2.02	3.02
yoy		200.00%	133.33%	328.57%	333.33%	55%	50%
动物健康	0.91	1.08	1.00	1.51	1.91	2.39	2.95
yoy	35.82%	18.68%	-7.41%	51.00%	26.62%	25.18%	23.25%
注射器-兽用	0.24	0.32	0.36	0.78	1.01	1.30	1.64
yoy	60.00%	33.33%	12.50%	116.67%	30%	28%	26%
穿刺针-兽用	0.67	0.76	0.64	0.73	0.90	1.10	1.31
yoy	28.85%	13.43%	-15.79%	14.06%	23%	22%	20%
实验室耗材	0.24	0.20	0.65	0.75	0.75	0.96	1.20
yoy	50.00%	-16.67%	225.00%	15.38%	0.00%	28%	25%
口罩			2.55	0.01	-	-	-
其他主营业务	0.02	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
其他业务	0.03	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04

资料来源：wind，公司招股说明书，华安证券研究所

可比公司估值

公司可比公司有康德莱、三鑫医疗、普华和顺、拱东医疗、洁特生物、阳普医疗等公司。截至 2022 年 3 月 11 日，可比公司 2023 年 PE 平均水平约为 21 倍，行业

平均 2023 年的 PEG 约为 0.80。

图表 51 可比公司估值情况

公司名称	代码	市值** (亿元人民币)	归母净利润（亿元）				PE			PEG 23E
			20A	21E	22E	23E	21E	22E	23E	
康德莱	603987.SH	93.61	2.03	3.04	3.90	4.86	30.79	24.00	19.26	0.78
三鑫医疗	300453.SZ	43.15	1.16	1.56	1.90	2.35	27.66	22.71	18.36	0.78
拱东医疗	605369.SH	156.20	2.26	3.10	4.05	5.24	50.39	38.57	29.81	1.01
洁特生物	688026.SH	71.60	1.19	2.02	2.67	3.48	35.45	26.82	20.57	0.68
三诺生物	300298.SZ	121.59	1.87	3.51	4.62	5.72	34.64	26.32	21.26	0.89
山东药玻	600529.SH	168.26	5.64	6.62	8.53	10.67	25.42	19.73	15.77	0.63
阳普医疗	300030.SZ	29.81	1.63	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
普华和顺	1358.HK	14.12	6.32	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
平均水平				3.31	4.28	5.39	34.06	26.36	20.84	0.80
采纳股份*	301122.SZ	73.44	1.37	1.31	2.08	3.08	56.06	35.31	23.84	0.50

资料来源：wind，华安证券研究所

注：**选取 2022 年 3 月 11 日收盘市值水平，标*号公司归母净利润取自华安证券研究报告，其他可比公司数据均取 WIND 一致预测（180 天）

5.2 投资建议：产品横向拓展能力强，绑定核心客户，政策风险小，增长动力足，首次覆盖

公司以国际大客户为主，客户粘性高，跟随核心客户快速发展。公司自成立以来，一直以境外大客户战略模式为发展基石，产品定制化程度高，产品定位高端，而且公司在逐步发展过程中，公司与境外客户合作良好，加深合作，同时产品获得境外全球知名企业的高度认可，进一步加深公司在海外市场中的行业认知，形成良性循环。

公司定制化研发服务能力显著，产品横向拓展能力强。公司在研发设计、材料开发、工艺生产等多个关键环节拥有较深的行业积淀和行业 KNOWHOW，这使得公司更容易实现产品的横向拓展。过往公司以兽用产品为主线，结合多年的生产及研发经验，在铝座针、镶嵌针、可发现针等兽用穿刺器械核心产品领域开发出了行业领先产品及生产工艺，并延伸至医用器械领域，研发形成安全胰岛素注射器、安全采血针等生产工艺；同时，在实验室耗材领域，细菌过滤盒为公司特有产品，其可以实现通过对过滤膜及外部进行特殊的工艺设计，将细菌过滤及培养同步进行。

公司产品性能突出，差异化、高端化，盈利能力突出。公司拥有较强的产品质量控制能力，规模化量产良率水平高，较同行走差异化路线，通过工艺改进、设备定制、自动化升级等多种方式，降低成本、提高利润率。同时公司医用器械安全输注类产品如采血针、胰岛素注射器、安全留置针、预充式生理盐水注射器等高毛利产品将带动公司整体盈利能力快速提升。

我们预计公司 2022-2024 收入有望分别实现 6.91 亿元、9.48 亿元和 12.50 亿元，2022-2024 年复合增长率约为 41.42%。考虑到公司高毛利率产品占比逐渐提升，公司整体的毛利率和净利率水平也会逐年提长，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别实现 2.08 亿元、3.08 亿元和 3.96 亿元，2022-2024 年复合增长率约为 44.7%。2022-2024 年的 EPS 分别为 2.21 元、3.27 元和 4.21 元，对应 PE 估值分别为 35x、24x 和 19x。鉴于公司产品横向拓展能力强且与国际大客户绑定，粘性大，

不受国内耗材集采的政策压制，首次覆盖，买入评级。

风险提示：

- **新产品推出不及预期。**公司新产品销售放量依赖核心大客户在全球的销售拓展情况，若公司客户业务拓展不及预期，也将会影响公司新产品的销售放量。
- **大客户依赖风险。**公司主要客户集中在 5-7 家，若后续合作出现变动，将对公司经营产生不利影响。
- **中美贸易关系风险。**公司美国区域销售收入占比高，若后续中美贸易关系恶化，涉及医疗产品，将会对公司业绩产生重大风险。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	323	548	864	1301	营业收入	442	691	948	1250
现金	129	286	559	889	营业成本	248	379	484	638
应收账款	62	78	115	156	营业税金及附加	3	6	8	10
其他应收款	4	29	18	29	销售费用	4	7	9	13
预付账款	5	6	8	11	管理费用	20	33	47	66
存货	69	97	112	163	财务费用	2	0	0	0
其他流动资产	53	53	53	53	资产减值损失	0	5	5	5
非流动资产	290	324	352	375	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	218	289	354	414	营业利润	152	244	362	466
无形资产	43	37	31	26	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	29	-2	-33	-64	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	613	872	1216	1676	利润总额	152	244	362	466
流动负债	98	126	162	227	所得税	21	37	54	70
短期借款	0	0	0	0	净利润	131	208	308	396
应付账款	65	78	103	145	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	33	48	59	82	归属母公司净利润	131	208	308	396
非流动负债	5	5	5	5	EBITDA	171	266	389	498
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.85	2.21	3.27	4.21
其他非流动负债	5	5	5	5					
负债合计	102	130	167	232					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	71	94	94	94					
资本公积	132	132	132	132					
留存收益	308	515	823	1219					
归属母公司股东权	510	741	1049	1445					
负债和股东权益	613	872	1216	1676					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	160	188	328	386	成长能力				
净利润	131	208	308	396	营业收入	-12.5%	56.4%	37.1%	31.9%
折旧摊销	21	27	32	38	营业利润	-6.7%	60.9%	48.1%	28.7%
财务费用	3	0	0	0	归属于母公司净利	-4.6%	58.9%	48.1%	28.7%
投资损失	0	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	9	-41	-6	-42	毛利率(%)	43.9%	45.2%	48.9%	48.9%
其他经营现金流	118	243	309	433	净利率(%)	29.6%	30.0%	32.4%	31.7%
投资活动现金流	-133	-56	-56	-56	ROE(%)	25.6%	28.0%	29.3%	27.4%
资本支出	-88	-56	-56	-56	ROIC(%)	25.3%	27.4%	28.9%	27.1%
长期投资	-45	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	0	0	0	0	资产负债率(%)	16.7%	15.0%	13.8%	13.8%
筹资活动现金流	-22	24	0	0	净负债比率(%)	20.1%	17.6%	15.9%	16.0%
短期借款	-19	0	0	0	流动比率	3.30	4.36	5.32	5.74
长期借款	0	0	0	0	速动比率	2.54	3.55	4.58	4.97
普通股增加	0	24	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.72	0.79	0.78	0.75
其他筹资现金流	-3	0	0	0	应收账款周转率	7.14	8.85	8.27	8.02
现金净增加额	3	156	273	331	应付账款周转率	3.82	4.87	4.70	4.41

每股指标(元)					估值比率				
每股收益	1.85	2.21	3.27	4.21	P/E	0.00	35.36	23.88	18.56
每股经营现金流	2.27	2.00	3.49	4.11	P/B	0.00	9.91	7.00	5.08
每股净资产	7.23	7.88	11.15	15.36	EV/EBITDA	0.00	26.55	18.15	14.17

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药行业首席分析师，医药行业全覆盖。中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生医疗（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所。

联系人：李婵，研究助理，主要负责医疗器械和 IVD 行业研究。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。