公司研究

公司首次覆盖报告

开源证券 证券研究报告

戴维医疗（300314.SZ） 国内电动腔镜吻合器领跑者

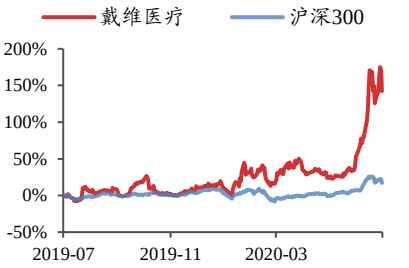
2020 年 07 月 25 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

日期	2020/7/24
当前股价(元)	20.25
一年最高最低(元)	24.11/7.64
总市值(亿元)	58.32
流通市值(亿元)	38.30
总股本(亿股)	2.88
流通股本(亿股)	1.89
近 3 个月换手率(%)	246.86

股价走势图



数据来源：贝格数据

杜佐远（分析师）
duzuoyuan@kysec.cn
证书编号：S0790520050003

● 国产电动腔镜吻合器龙头呼之欲出，首次覆盖给予“买入”评级

戴维医疗以婴儿保育设备起家，行业龙头地位稳固，上市后战略性布局医用高值耗材领域，2018 年自主研发电动腔镜吻合器为国产首家获批。2019 年吻合器业务开启爆发式增长。腔镜吻合器行业高景气，电动替代手动是趋势，我们认为戴维医疗凭借产品质量和先发优势，有望成为电动腔镜吻合器龙头。我们预计公司 2020/2021/2022 年实现归母净利润 0.90/1.36/2.18 亿元，同比增长 45.8%/50.5%/59.8%，EPS 分别为 0.31/0.47/0.76 元，当前股价对应 PE 分别为 64.5/42.8/26.8 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● 电动腔镜吻合器放量有望驱动业绩新一轮高成长

国内吻合器市场规模百亿元，其中腔镜吻合器终端市场 60-70 亿元，保守预测未来 5 年期间复合增速 20%以上，预计 2024 年腔镜吻合器出厂端规模超 120 亿元。未来电动腔镜吻合器替代手动是行业趋势，公司电动腔镜吻合器 2018 年国产首家获批，2019 年快速放量，戴维将和强生共同将电动腔镜吻合器市场做大，预计 5 年后电动腔镜吻合器在腔镜吻合器市场中的销量占比 15%左右。戴维凭借产品质量和先发优势，吻合器销售迎来放量，预计 2020-2022 年吻合器销售收入 1 亿、2 亿、3.5 亿元，5 年有望做到 10 亿销售体量，4-5 亿净利润。

● 受益产品升级，婴儿保育设备量稳价升，拐点明确

公司传统婴儿保育设备量稳价升，受益产品升级，传统保育设备毛利率将稳步提升。目前婴儿保育设备存量约 20 万台，产品更新换代周期平均为 7-8 年，年更新换代量 2-3 万台，预计戴维医疗国内市场份额 50%左右。未来公司高端产品 YP-2008、YP-3000、HKN-93C 和新生儿黄疸治疗毯等高端产品销量稳步提升，预计 2020-2022 年，婴儿保育设备收入端复合增速 10%左右，利润增速高于收入增速，传统婴儿保育设备板块拐点明确。

风险提示： 产品销售低预期；行业竞争加剧导致产品降价；新产品研发低预期。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	300	356	444	578	766
YOY(%)	-1.2	18.7	24.6	30.3	32.5
归母净利润(百万元)	29	62	90	136	218
YOY(%)	-38.7	115.4	45.8	50.5	59.8
毛利率(%)	50.7	53.8	56.1	58.9	62.7
净利率(%)	9.6	17.4	20.4	23.5	28.4
ROE(%)	3.6	7.5	10.0	13.3	17.7
EPS(摊薄/元)	0.10	0.22	0.31	0.47	0.76
P/E(倍)	202.4	94.0	64.5	42.8	26.8
P/B(倍)	7.4	7.0	6.4	5.7	4.8

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 婴儿保育设备龙头，电动腔镜吻合器领跑者 4
2、 电动腔镜吻合器放量有望驱动业绩新一轮高成长 5
2.1、 替代手工缝合，吻合器临床应用场景广阔 5
2.2、 渗透率提升&进口替代，国内腔镜吻合器市场高景气 7
2.3、 产品升级，电动腔镜吻合器是腔镜吻合器发展趋势 9
2.4、 维尔凯迪厚积薄发，电动腔镜吻合器开启放量阶段 11
3、 婴儿保育设备升级，盈利能力有望持续提升 13
3.1、 戴维医疗国内婴儿保育设备龙头地位稳固 13
3.2、 高端产品投放，婴儿保育设备盈利能力有望持续提升 14
4、盈利预测与投资建议 15
4.1、关键假设 15
4.2、盈利预测与估值 15
5、风险提示 16
附：财务预测摘要 17

图表目录

图 1: 戴维医疗董事长陈再宏家族持股占比 66.06% 4
图 2: 戴维医疗经营业绩有望开启新一轮高增长 5
图 3: 2019 年开始吻合器业务收入占比大幅提升 5
图 4: 毛利率和净利润率有望持续提升 5
图 5: 吻合器业务拓展带动期间费用率小幅提升 5
图 6: 2015-2024 年全球吻合器市场有望持续快速增长 6
图 7: 2015-2024 年中国吻合器市场有望持续快速增长 6
图 8: 腔镜吻合器销售金额远超开放吻合器（亿元） 7
图 9: 开放吻合器销量远超腔镜吻合器（万个） 7
图 10: 国内腔镜吻合器销量有望持续快速增长 8
图 11: 国内腔镜吻合器市场有望持续快速增长（出厂端） 8
图 12: 国内住院手术量持续稳定增长 8
图 13: 国内微创外科手术量有望持续稳定增长 8
图 14: 国内三甲医院腔镜吻合器渗透率有望持续提升 9
图 15: 国内三甲外医院腔镜吻合器渗透率有望持续提升 9
图 16: 国产腔镜吻合器销量占比有望稳步提升 9
图 17: 国产腔镜吻合器销售额占比有望稳步提升（出厂） 9
图 18: 维尔凯迪一次性手动腔镜吻合器 10
图 19: 维尔凯迪一次性电动腔镜吻合器 10
图 20: 电动腔镜吻合器吻合组织后效果明显优于手动腔镜吻合器 10
图 21: 2019 年维尔凯迪基本实现盈亏平衡 11
图 22: 2019 年维尔凯迪吻合器销量大幅提升（台） 11
图 23: 维尔凯迪在电动腔镜吻合器领域竞争优势明显 11
图 24: 戴维医疗婴儿保育设备收入和利润保持稳定 13
图 25: 2019 年公司婴儿保育设备盈利能力开始提升 13

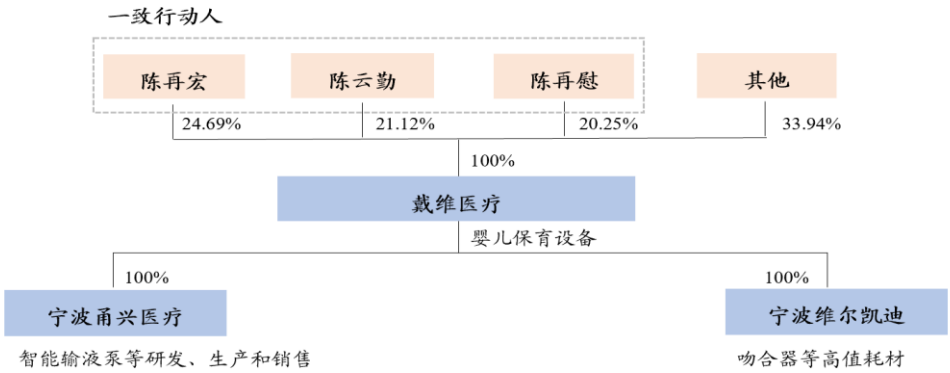
图 26: 近年来三大类婴儿保育设备销售额保持稳定 13
图 27: 近年来公司培养箱销量有下滑 13
图 28: 婴儿保育三大类产品均价呈上升趋势（万元/台） 15
图 29: 婴儿保育系列产品毛利率触底回升 15

表 1: 公司传统婴儿保育产品和吻合器系列产品种类丰富 4
表 2: 吻合器临床应用场景广阔 6
表 3: 微创手术较开放式手术优势明显 7
表 4: 2018 年电动腔镜吻合器、血管吻合器列入三类医疗器械 12
表 5: 2024 年维尔凯迪电动腔镜吻合器终端销售额有望突破 27 亿元 12
表 6: 婴儿保育设备的技术演进过程 14
表 7: 戴维医疗高端产品将推动婴儿防护业务盈利能力持续提升 14
表 8: 医疗器械和耗材上市公司估值情况：戴维医疗是 A 股唯一电动腔镜吻合器企业具有稀缺性 16

1、 婴儿保育设备龙头，电动腔镜吻合器领跑者

戴维医疗成立于 1992 年，以婴儿保育设备起家，国内行业龙头地位稳固。吻合器业务厚积薄发，经过多年研发积累，2018 年国产首家电动腔镜吻合器上市销售，成为行业领跑者，吻合器业务将成为公司中长期发展主动力。董事长陈再宏家族合计持有上市公司 66.06%股权，为公司实际控制人。

图1：戴维医疗董事长陈再宏家族持股占比 66.06%



资料来源：公司公告、开源证券研究所

传统主业涵盖婴儿培养箱、婴儿辐射保暖台、新生儿黄疸治疗设备等婴儿保育设备系列，临床主要用于早产儿、低体重儿、病患儿等新生儿的急救、护理未来增长驱动力来自产品升级和品类拓展。全资子公司维尔凯迪吻合器管线丰富，临床主要用于消化道重建及脏器切除手术，其电动腔镜用切割吻合器为国产首家上市产品，先发优势明显，目前正处于高速放量阶段。

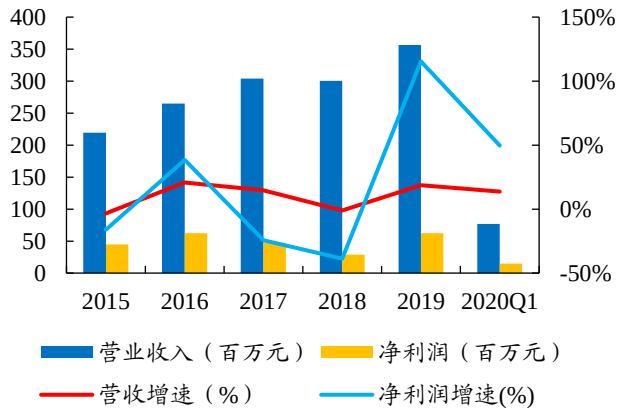
表1：公司传统婴儿保育产品和吻合器系列产品种类丰富

产品类别	主要用途
婴儿培养箱	早产儿、病患儿的急救、护理、 运输
婴儿辐射保暖台	新生儿的护理、抢救和儿科手术治疗
新生儿黄疸治疗设备	未满月黄疸患儿的治疗
一次性腔镜用电动切割吻合器	消化道重建及脏器切除手术中替代手工缝合
一次性使用腔镜切割吻合器	
一次性使用管型吻合器	
一次性使用肛肠吻合器	
一次性使用直线型切割吻合器	
一次性使用直线型吻合器	
一次性使用弧形切割吻合器	

资料来源：公司官方网站、开源证券研究所

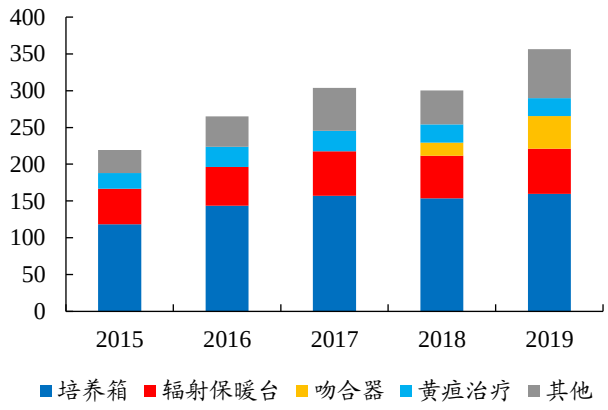
近年来公司整体经营稳健，2015-2019 年收入复合增速 12.9%，净利润复合增速 8.4%，2019 年收入 3.56 亿元，同比增速 18.7%，净利润 0.62 亿元，同比增速 115.4%。产品结构不断优化，2018 年电动腔镜吻合器上市，吻合器收入占比大幅提升，未来有望超过传统业务体量。

图2：戴维医疗经营业绩有望开启新一轮高增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

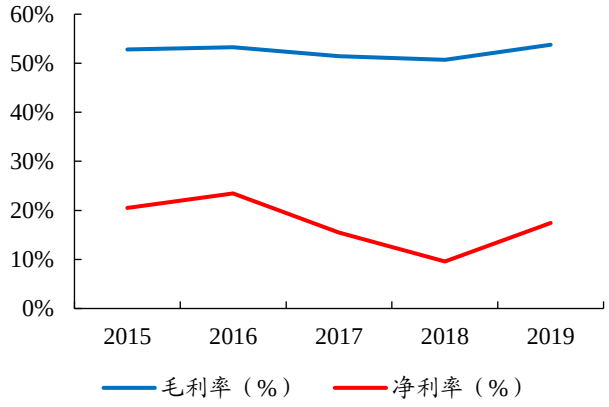
图3：2019 年开始吻合器业务收入占比大幅提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

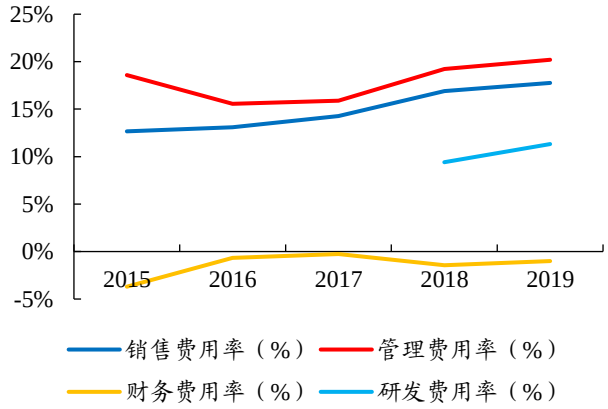
2018 年以来毛利率和净利润率触底向上，主要原因：1）婴儿保育设备产品升级，高价产品销售占比持续提升，盈利能力增强；2）高毛利率电动腔镜吻合器 2019 年开始放量，收入占比大幅提升。期间费用上整体保持稳定，销售费用率和管理费用率有提升，主要原因电动腔镜吻合器处于市场开拓早期阶段，前期学术推广费用投入较大。

图4：毛利率和净利润率有望持续提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图5：吻合器业务拓展带动期间费用率小幅提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所（注：2015-2017 年管理费用涵盖研发费用）

2、 电动腔镜吻合器放量有望驱动业绩新一轮高成长

2.1、 替代手工缝合，吻合器临床应用场景广阔

吻合器为临床上使用的替代传统手工缝合的设备，其利用钛钉对组织进行离断或吻合，即向组织内击发并植入两排相互交错的缝钉进行交叉缝合。随着技术的提升，吻合器已经逐渐从第一代开放式手术用吻合器、第二代腔镜用吻合器步入第三代电动吻合器时代，研究表明，与手动缝合器相比，外科医生使用电动缝合器时出血并发症减少了近一半。

吻合器的应用领域不断扩展，广泛用于心胸外科、胃肠外科、肝胆脾胰外科、普外科、泌尿外科等手术领域，提高了手术效率和质量，缩短了康复时间。根据结构和功能差异，吻合器可以分为管型吻合器、直线型吻合器和腔镜吻合器（内镜下微创手术），**其中广泛用于微创手术的腔镜吻合器是主流产品，电动腔镜切割吻合器是腔镜吻合器发展趋势**。

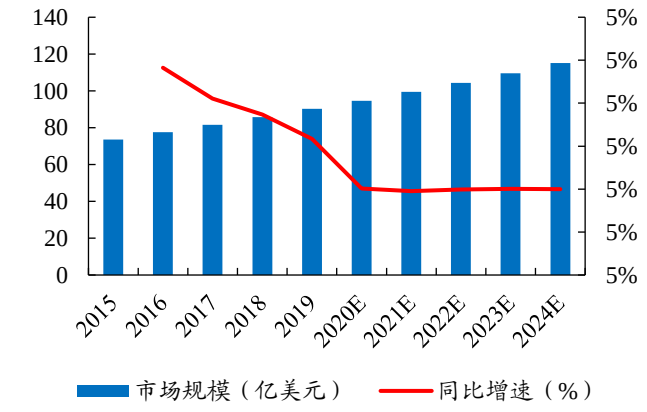
表2：吻合器临床应用场景广阔

产品类别	产品系列	适用范围
管型吻合器类	管型消化道吻合器 管型肛肠吻合器 管型泌尿吻合器	腔道类组织的吻合器
腔镜吻合器类	**腔镜用切割吻合器**	**心胸外科、胃肠外科、肝胆脾胰外科、普外科等各种微创手术，进行组织的闭合、切除或器官功能重建**
线型切割吻合器类	直线型切割吻合器	胸外科的肺部肿瘤、肺大泡、食管肿瘤患者，以及普外科、胃肠外科等胃肠道肿瘤及肥胖、代谢类手术中的消化道切除、重建及残端或切口的闭合
荷包吻合器类	自动荷包缝合器	临床外科在各脏器组织上做荷包缝合用

资料来源：派尔特公开转让说明书、开源证券研究所

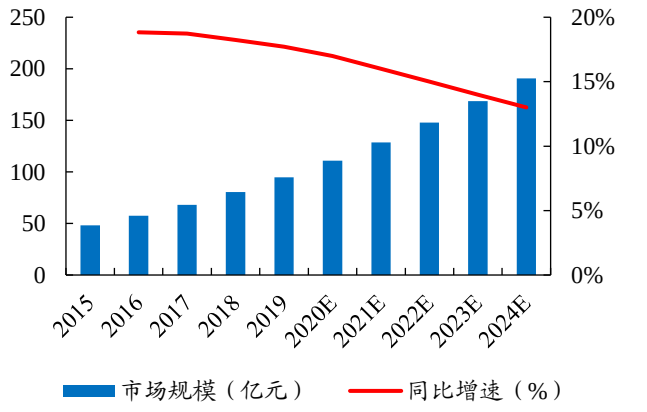
根据天臣医疗招股书数据，全球吻合器市场规模从 2015 年 73.64 亿美元增长至 2019 年 90.18 亿美元，复合增速 5%，随着手术量增加，特别是微创手术治疗的不断增长，预计 2024 年全球吻合器市场规模有望突破 115 亿美元，2019-2024 年复合增速 5%。2019 年国内吻合器市场规模近百亿元，2015-2019 年复合增速 18%，人口老龄化加速，治疗需求和吻合器使用率持续提升，预计 2024 年我国吻合器市场规模将突破 190 亿元，2019-2024 年复合增速 15%。

图6：2015-2024 年全球吻合器市场有望持续快速增长



数据来源：天臣医疗招股书、开源证券研究所

图7：2015-2024 年中国吻合器市场有望持续快速增长

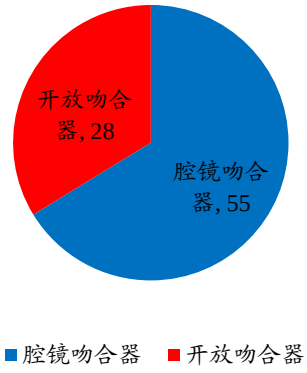


数据来源：天臣医疗招股书、开源证券研究所

据智研咨询统计，2018 年我国吻合器市场规模 83 亿元左右，其中腔镜吻合器约 55 亿元，开放式吻合器 28 亿元左右；从销量上看，腔镜吻合器 2018 年销量 146.3 万个，开放吻合器销量 400 万个，开放吻合器销量上仍领先腔镜吻合器。未来随着微

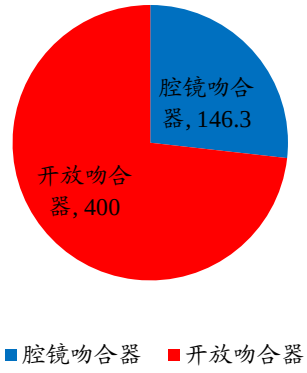
创手术渗透率提升，相比开放式手术中用的开放吻合器，腔镜吻合器用量有望保持更快增长态势，其销售额占比和销量占比有望持续稳步提升。

图8：腔镜吻合器销售金额远超开放吻合器（亿元）



数据来源：智研咨询、开源证券研究所

图9：开放吻合器销量远超腔镜吻合器（万个）



数据来源：智研咨询、开源证券研究所

2.2、 渗透率提升&进口替代，国内腔镜吻合器市场高景气

腔镜吻合器主要用于腹腔镜、胸腔镜等微创手术，可用于肝胆外科、胃肠外科、脾胰外科、妇科、小儿外科、胸外科等手术的部分切除与吻合手术。

目前越来越多的开放手术已被微创手术所取代，微创手术具有诸多优点，如手术创伤小、术后恢复快、腹部切口瘢痕美观等，**因此微创手术是未来手术方法发展的一个必然趋势，而腔镜吻合器则是在该类型手术中应用的重要器械**。

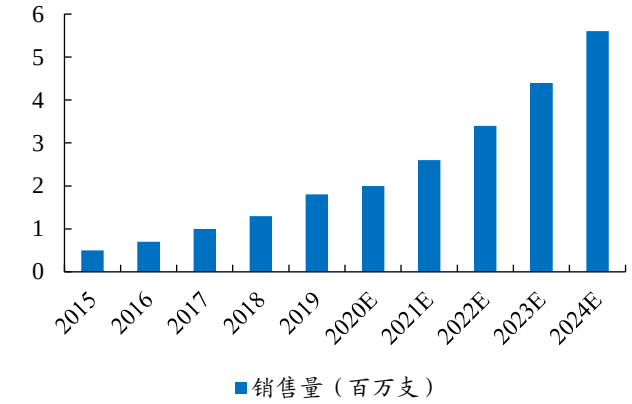
表3：微创手术较开放式手术优势明显

项目	开放手术	微创手术
创口	通常大于 10cm	0.5-1cm，基本不留疤痕
疼痛	需要开腹，术后切口部位常伴有疼痛	疼痛感较小，手术采取静脉麻醉，患者在睡眠状态完成手术
恢复	手术切口较大，易造成切口附近肌肉、血管和神经损伤，并可能伴随感染及并发症，恢复速度较慢	大幅减少对脏器的损伤和对脏器功能的干扰，使术后恢复时间缩短
住院时间	7-15 天	3-5 天
出血	手术分离组织广泛，出血量比较大	术中几乎不出血

资料来源：派尔特公开转让说明书、开源证券研究所

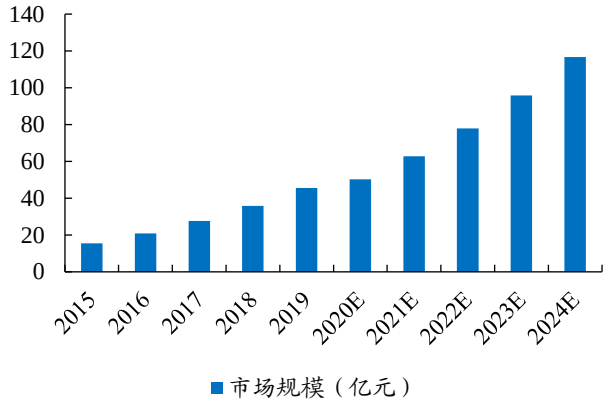
近年来国内腔镜吻合器市场保持快速增长态势。根据康基医疗招股书数据，2019 年国内腔镜吻合器销量 1.8 万支，出厂口径销售金额 45.6 亿元，预计 2024 年销量将达到 5.6 万支，销售金额 116.6 亿元，2019-2024 年销量和销售金额期间复合增速分别为 25.5%、20.7%，增长动力主要来自微创手术量增加和腔镜吻合器渗透率的提升。

图10：国内腔镜吻合器销量有望持续快速增长



数据来源：康基医疗招股书、开源证券研究所

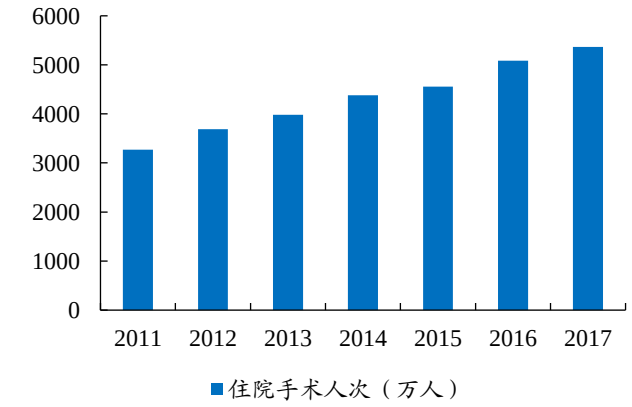
图11：国内腔镜吻合器市场有望持续快速增长（出厂端）



数据来源：康基医疗招股书、开源证券研究所

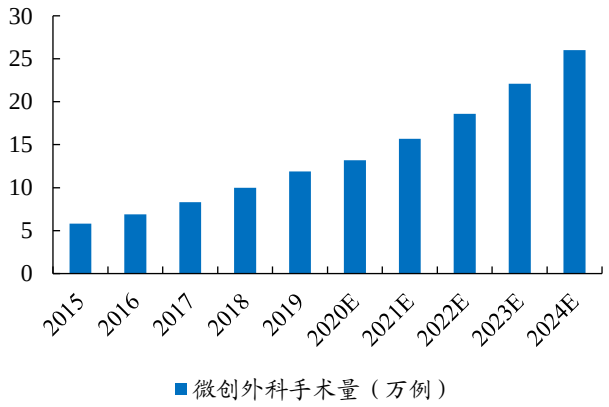
微创外科手术量持续增加将带动腔镜吻合器需求持续增长。根据康基医疗招股书中灼识咨询资料，2019 年中国每百万人口接受的微创外科手术的数量及微创外科手术的渗透率分别为 8514 台及 38.1%，美国分别为 16877 台及 80.1%。未来微创手术量增加动力主要来自：1）住院手术量不断增长；2）微创外科手术替代开放手术的可及性不断提高。预测 2024 年中国每百万人口接受微创外科手术数量及渗透率将分别增至 18242 台及 49.0%。

图12：国内住院手术量持续稳定增长



数据来源：卫健委、开源证券研究所

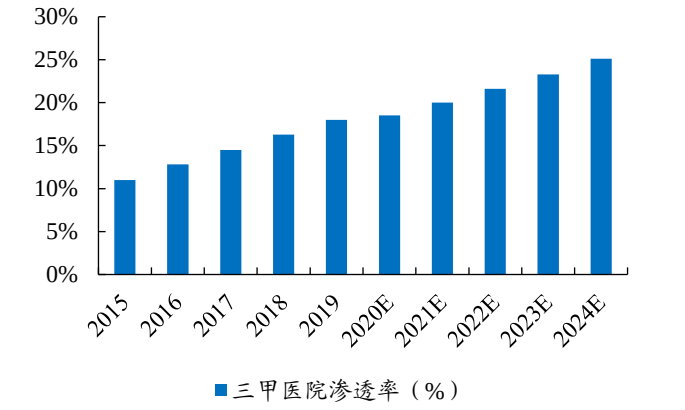
图13：国内微创外科手术量有望持续稳定增长



数据来源：康基医疗招股书、开源证券研究所

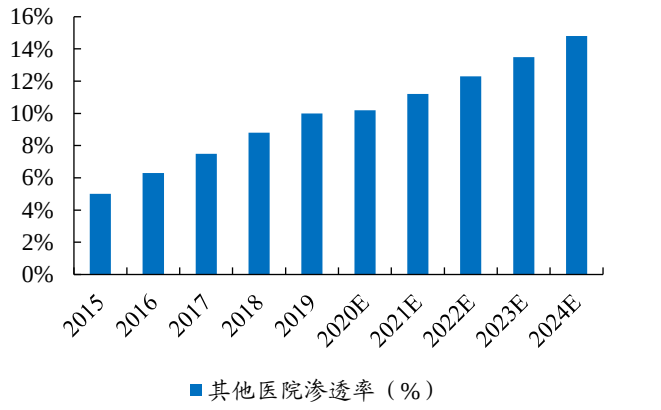
腔镜吻合器在手术中渗透率将稳步提升。2019 年美国腔镜吻合器在微创外科手术中渗透率 40%，而国内三甲医院腔镜吻合器渗透率 18%左右，在其他级别医院中的渗透率 10%左右，我们判断未来国内腔镜吻合器渗透率将持续稳步提升。

图14：国内三甲医院腔镜吻合器渗透率有望持续提升



数据来源：康基医疗招股书、开源证券研究所

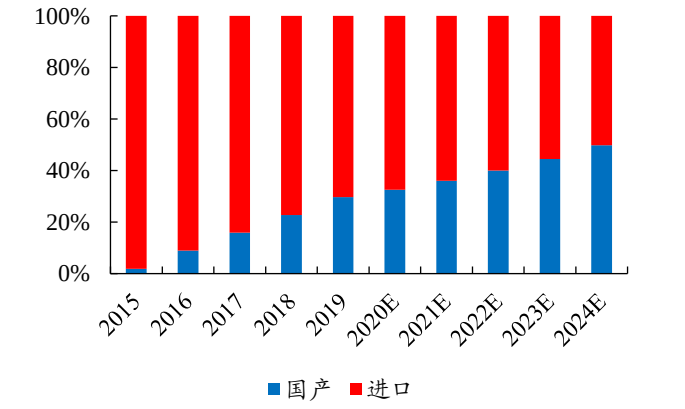
图15：国内三甲外医院腔镜吻合器渗透率有望持续提升



数据来源：康基医疗招股书、开源证券研究所

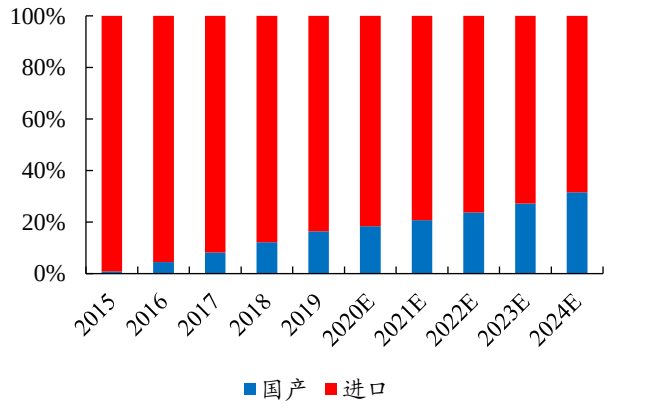
腔镜吻合器进口品牌具备先发优势，国产吻合器销量占比稳步提升。进口品牌美敦力、强生等腔镜吻合器最早进入国内市场，引领国内腔镜吻合器市场发展。随着国产腔镜吻合器产品质量提升、价格优势以及地市、县级医院拓展，国产品牌市场占有率稳步提升。2019 年进口品牌销量占比约 70%，金额占比 84%，预计 2024 年国产销量占比 50%，销售金额占比超 30%。

图16：国产腔镜吻合器销量占比有望稳步提升



数据来源：康基医疗招股书、开源证券研究所

图17：国产腔镜吻合器销售额占比有望稳步提升（出厂）



数据来源：康基医疗招股书、开源证券研究所

2.3、 产品升级，电动腔镜吻合器是腔镜吻合器发展趋势

腔镜吻合器根据动力方式不同分为手动腔镜吻合器和电动腔镜吻合器，手动腔镜吻合器为二类器械，电动腔镜吻合器为三类器械，吻合钉为三类器械。

手动腔镜吻合器通过手动来控制激发钉仓组件缝合组织，使用中需手动多次握紧击发手柄，通过吻合器的机械传统机构推动钉仓组件闭合成型，操作不当容易造成对缝合组织的牵拉撕扯。电动腔镜吻合器：通过直流电机、电路板和机械传统组建组合在一起，在电动控制下完全实现腔镜吻合器的所有动作功能，操作手法简单。

图18：维尔凯迪一次性手动腔镜吻合器



资料来源：维尔凯迪官网

图19：维尔凯迪一次性电动腔镜吻合器

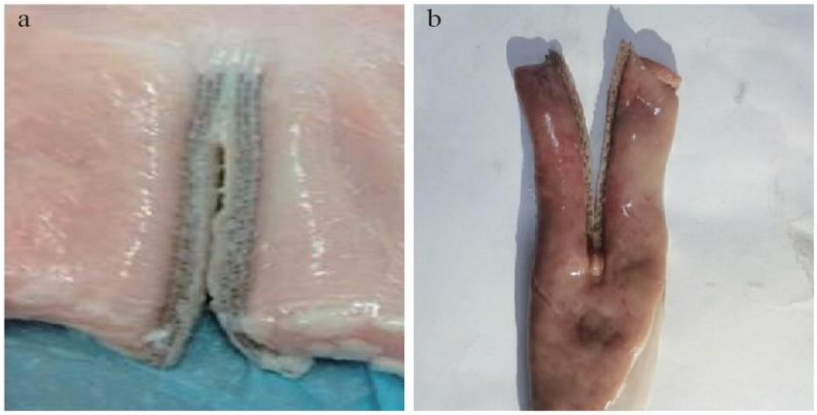


资料来源：维尔凯迪官网

电动腔镜吻合器优势明显，是腔镜吻合器发展趋势。

- 医生角度：电动腔镜吻合器操作简单，激发省力、省时，提高效率，且降低医疗事故发生概率；
- 患者角度：手动腔镜吻合器吻合（切割缝合）后组织边缘不连续性，且容易造成对组织牵拉撕扯，不利于组织创口恢复。电动腔镜吻合器切割缝合组织的过程是连续平稳的，且击发力均匀，从而组织吻合（切割缝合）后的边缘也是连续且平滑的。

图20：电动腔镜吻合器吻合组织后效果明显优于手动腔镜吻合器



不同吻合器吻合组织后效果图

注：a.手动腔镜吻合器吻合组织后效果；b.电动腔镜吻合器吻合组织后效果。

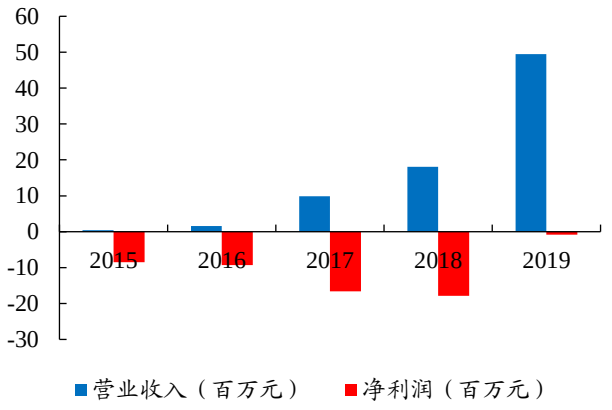
资料来源：一次性全电动腔镜吻合器的研制与应用

2.4、 维尔凯迪厚积薄发，电动腔镜吻合器开启放量阶段

全资子公司维尔凯迪 2014 年取得《医疗器械生产企业许可证》，开始进入外科手术器械领域，专业化生产普胸外科、胃肠外科、泌尿肛肠外科等多系列的一次性使用吻合器，先后通过 ISO13485 医疗器械质量体系认证和欧盟的 CE 认证。截至 2019 年底，公司已相继推出直线型切割吻合器、直线型吻合器、管型吻合器、肛肠吻合器、腔镜切割吻合器、腹腔镜用穿刺器、腔镜用电动切割吻合器、弧形切割吻合器、脐带剪断器等产品，**其中腔镜用电动切割吻合器是公司核心主力品种**。

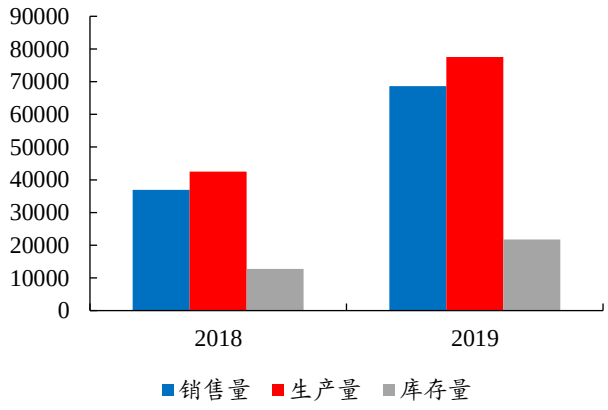
在加大新产品开发力度的同时，维尔凯迪持续加大市场开发和营销力度。2018 年电动腔镜吻合器上市以后带动吻合器销售额大幅提升，2019 年维尔凯迪营收近 5000 万元，比 2018 年同期增长 173.6%；净利润-80 万元，基本实现盈亏平衡，随着电动腔镜吻合器持续放量，预计维尔凯迪 2020 年开始实现盈利。

图21：2019 年维尔凯迪基本实现盈亏平衡



数据来源：公司年报、开源证券研究所

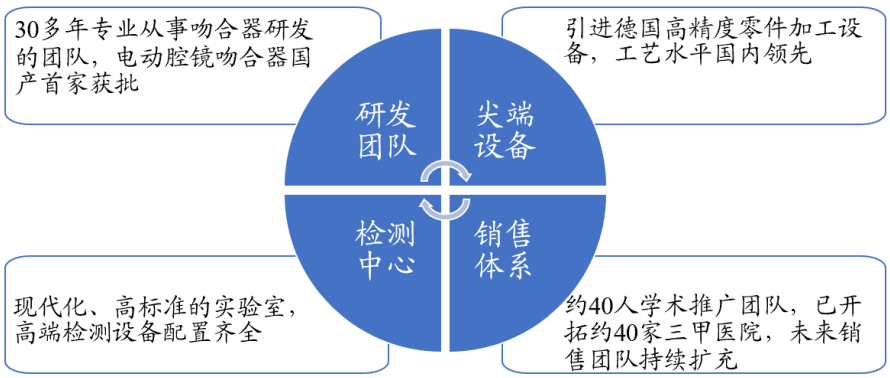
图22：2019 年维尔凯迪吻合器销量大幅提升（台）



数据来源：公司年报、开源证券研究所（备注：枪+钉仓合计）

2018 年维尔凯迪电动腔镜吻合器获批上市，成为国产首家获批上市的电动腔镜吻合器，也是继强生、美敦力后第三家。2019 年瑞奇电动腔镜吻合器获批上市，但目前国产电动已成规模化销售的仅有维尔凯迪。相比手动腔镜吻合器，电动腔镜吻合器壁垒高，维尔凯迪先发优势明显，有望成长为国内电动腔镜吻合器龙头。

图23：维尔凯迪在电动腔镜吻合器领域竞争优势明显



资料来源：维尔凯迪官网、开源证券研究所

相比手动腔镜吻合器，电动腔镜吻合器存较高壁垒。国内手动腔镜吻合器生产厂家众多，主要原因是手动腔镜吻合器为 2 类器械，门槛低，生产组装相对简单，国内存很多代工企业。2018 年 8 月电动吻合器由 2 类变为 3 类管理，增加了临床试验，120 例临床，随访 6 个月以上，极大提高了行业壁垒。2020 年初维尔凯迪已提交 3 类申请，预计 3 类证书 2021 年中获批。

表4：2018 年电动腔镜吻合器、血管吻合器列入三类医疗器械

级产品类别	二级产品类别	产品描述	预期用途	品名举例	管理类别
其他手术设备	电动吻合器	通常由电动手柄、吻合器、钉仓和电池包组成。吻合钉一般由钛合金、纯钛等材料制成。	用于体内器官、组织或血管的离断、切除和/或建立吻合。适用于多种开放或微创的手术。	电动吻合器、电动式切割吻合器	III
手术器械-吻（缝）合器械及材料	吻合器（带钉）	通常由吻合器或缝合器和钉仓（带钉）组成。吻合钉一般由钛合金、纯钛等材料制成。	用于血管的离断、切除和/或建立吻合。	血管吻合器、血管切割吻合器、内窥镜血管吻合器	III

资料来源：原国家食药监局、开源证券研究所

电动腔镜吻合器替代手动是趋势。根据康基医疗招股书预测，2024 年国内微创外科手术量将达到 2600 万台，腔镜吻合器在微创外科手术渗透率达到 21%，腔镜吻合器用量约 546 万台，假设电动腔镜吻合器 2024 年销量占比 13%，对应销量约 71 万台。

2024 年维尔凯迪电动腔镜吻合器销售额有望达到 10 亿级别。目前强生主导国内电动腔镜吻合器市场，基本呈垄断格局。维尔凯迪电动腔镜吻合器 2018 年上市，经过前期市场准入，2019 年开始放量，销售额 2000-2500 万元，预计 2020 年电动腔镜吻合器销售翻倍以上增长。考虑到外企品牌优势和未来国产新进入者，我们预计 2024 年维尔凯迪市场份额 25%左右，对应销量约 17-18 万台，按照平均单台手术吻合器收费 2 万左右，对应终端市场规模约 35 亿元，预计出厂口径销售额约 10 万左右，贡献 4-5 亿元净利润。

表5：2024 年维尔凯迪电动腔镜吻合器终端销售额有望突破 27 亿元

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
微创手术量（百万台）	11.9	13.2	15.7	18.6	22.1	26
腔镜吻合器渗透率（%）	15%	16%	18%	19%	20%	21%
腔镜吻合器用量（万台）	179	211	283	353	442	546
电动腔镜吻合器占比（%）	2%	5%	8%	10%	12%	13%
电动腔镜吻合器用量（万台）	4	11	23	35	53	71
维尔凯迪市占率（%）	10.0%	15.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
维尔凯迪销量（万台）	0.36	1.58	5.65	8.84	13.26	17.75
单台手术吻合器费用（万元）	2	2	2	2	2	2
维尔凯迪终端市场规模（亿元）	0.7	3.2	11.3	17.7	26.5	35.5

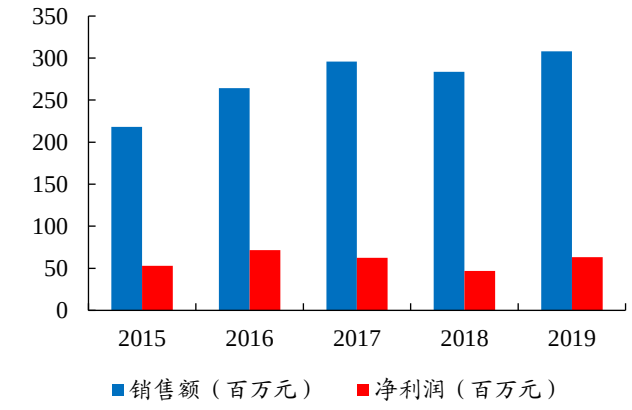
数据来源：康基医疗招股书、开源证券研究所

3、 婴儿保育设备升级，盈利能力有望持续提升

3.1、 戴维医疗国内婴儿保育设备龙头地位稳固

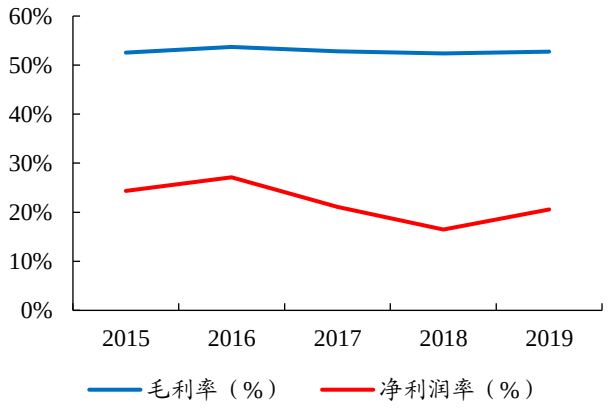
婴儿保育设备包括婴儿培养箱、婴儿辐射保暖台、黄疸治疗设备等。戴维医疗为国内婴儿保育设备龙头企业，年产能 2 万台婴儿保育设备，已经为国内市场的主流产品。近年来公司婴儿保育设备收入和利润整体保持稳定，毛利率和净利润率 2019 年企稳反弹，主要原因：1）国内婴儿保育设备市场发展成熟，价增量减，整体收入保持平稳；2）2015 年产能扩建固定资产折旧导致毛利率和净利润率略有下降，高毛利升级产品销售逐步放量，带动毛利率和净利率 2019 年开始回升。

图24：戴维医疗婴儿保育设备收入和利润保持稳定



数据来源：公司公告、开源证券研究所

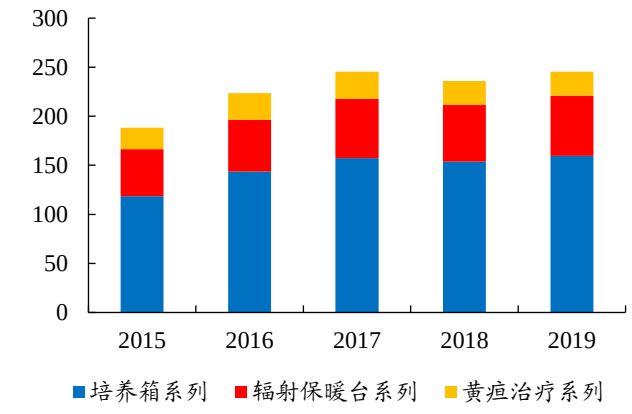
图25：2019 年公司婴儿保育设备盈利能力开始提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

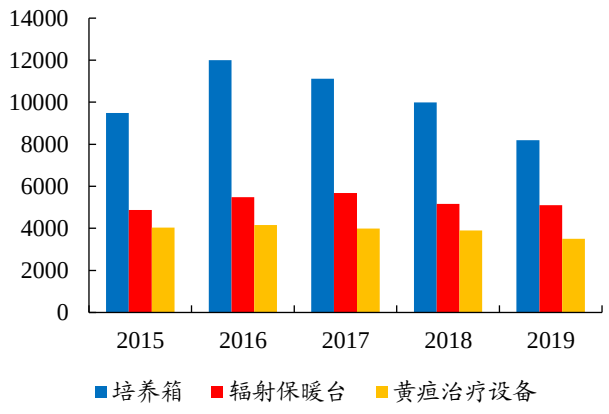
国内婴儿保育市场比较稳定，目前婴儿保育设备存量约 20 万台，产品更新换代周期平均为 7-8 年，年更新换代量 2-3 万台，预计戴维医疗国内市场份额 50%左右。考虑到市场上高龄产妇增多，早产儿、新生儿患病率增加，孕产妇驻妇产科医院人数增多，我们认为戴维婴儿保育设备销量将保持稳定，培养箱系列每年销量 8000-9000 台。

图26：近年来三大类婴儿保育设备销售额保持稳定



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图27：近年来公司培养箱销量有下滑



数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.2、 高端产品投放，婴儿保育设备盈利能力有望持续提升

随着技术演进，国内婴儿保育设备已开始步入第三代产品，国外已经进入第四代产品。第三代产品集成了更多的婴儿生命体征的参数，如注射泵、监护仪和血氧等，第四代产品应用了 32 位嵌入式控制系统，真彩 LCD 显示屏，可提供丰富的接口功能和多种通信方式，是未来婴儿保育设备发展方向。

表6：婴儿保育设备的技术演进过程

产品	主要功能	行业情况
第一代保育设备	依靠灯光保温，手工旋转操作	基本已淘汰
第二代保育设备	产品可以同时控制多个参数，如温度、湿度和氧浓度等。部件、机箱冲压成形	目前，我国多数婴儿保育设备生产企业的产品属于该阶段。
第三代保育设备	集成了更多的婴儿生命体征的参数，如注射泵、监护仪和血氧等，机箱等部件主要采用大型塑料模具一次成型，金属零部件数控加工，喷涂流水线半自动涂妆。	目前，以 GE、阿童木、德尔格为代表的婴儿保育设备行业国际巨头的产品多位于该阶段，国内包括公司等极少数企业的产品也已达到了该阶段。
第四代保育设备	应用了 32 位嵌入式控制系统，真彩 LCD 显示屏，并能提供丰富的接口功能和多种通信方式。	目前，以 GE、阿童木、德尔格为代表的婴儿保育设备行业国际巨头已有部分产品接近了第四代产品的技术水平。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司目前产品进入到第三代水平，已有部分产品和在研产品达到第四代水平。公司高端产品婴儿培养箱 YP-2008、YP-3000，保暖台（HNK-93C）、新生儿黄疸治疗设备（新生儿黄疸治疗毯）价格高，定位高端市场，也是公司重点推广产品，未来婴儿保育设备收入结构持续优化。

YP-3000 婴儿培养箱属于公司高端婴儿培养箱，中标价单台售价约 25 万元，相比前几代的婴儿培养箱单台价格高几倍，由于其毛利率高，打开市场后为公司带来较快的收入和利润增长。

表7：戴维医疗高端产品将推动婴儿防护业务盈利能力持续提升

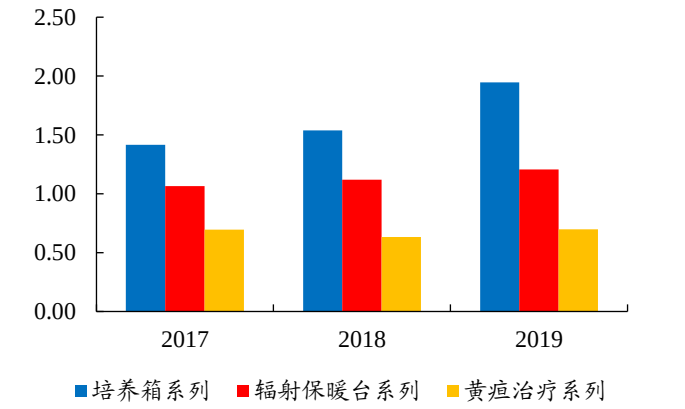
设备类型	产品型号	产品外观	产品特点	价格（中标价）
婴儿培养箱	YP-2008		1）英寸彩色 LCD 液晶显示屏，操作简单明了，多界面显示，信息量大，便于识别参数；2）采用更科学的前后出风、左右回风的空气循环系统，避免打开舱门时温度下降过快，减少对婴儿的干扰；3）箱体外观采用全模具化造型设计，美观、流畅、简洁，彰显高端大气；4）床体高度可调，确保为每一位医护人员的操作护理提供最舒适的高度；5）燕尾槽式立柱，方便安装监护托盘，输液架等其他医疗设备	14.7 万元
	YP-3000		1）可快速切换的培养箱和保暖台双重工作模式；2）转换错误报警功能；3）8 英寸彩色 LCD 液晶显示屏；4）婴儿床体可拉出，360° 旋转，方便医护人员对箱内婴儿的全方位护理与救治；5）燕尾型立柱导轨；6）采用更科学的前后出风、左右回风的空气循环系统，避免打开舱门时温度下降过快，减少对婴儿的干扰；7）婴儿床下可放置 X 光拍片盒，适合多种尺寸 X 光片	24.9 万元

婴儿辐射保暖台	HNK-93C		1）具有预热、手控、肤温三种温度控温模式；2）设置温度与肤温分屏显示；3）辐射箱水平角度与婴儿床的倾斜角度可调；4）婴儿床四周的透明挡板可向下翻转或拆卸；5）产品具有开机自检功能，多种故障报警提示；6）婴儿床下可放置 X 光拍片盒，适合多种尺寸的 X 光片	20 万元以上
新生儿黄疸治疗设备	新生儿黄疸治疗毯		1）光谱波长范围：430-470 nm 范围内；2）符合美国儿科协会组织（AAP）临床指南对于强光疗的指南要求；3）患儿直接与辐照面接触，确保足够的胆红素总辐照强度和足够大的有效辐照面积；4）预期为患有高胆红素血症（通常称作新生儿黄疸）的新生儿提供光线治疗；5）体积小、重量轻、快速退黄、支持母婴同室、便携式强光疗设备	/

资料来源：戴维医疗官网、开源证券研究所

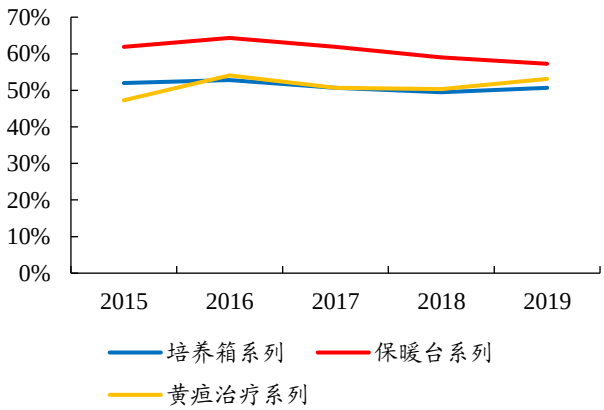
近三年婴儿保育三大类产品销售均价呈上涨趋势，特别是培养箱和保暖台出厂端均价分别从 2017 年 1.41 万、1.06 万提升到 1.95 万和 1.21 万元。而公司高端培养箱系列 YP-2008、YP-3000 中标价 14.7 万和 24.9 万，分别对应到出厂端价格远高于当前培养箱均价。我们认为婴儿保育板块随着高端产品销售占比提升，量稳价增是长期趋势，未来婴儿保育设备毛利率有望保持上升趋势。

图28：婴儿保育三大类产品均价呈上升趋势（万元/台）



数据来源：公司年报、开源证券研究所

图29：婴儿保育系列产品毛利率触底回升



数据来源：公司年报、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、关键假设

1）腔镜吻合器电动替代手动是产业发展趋势，同时受益高毛利率吻合器收入占比提升和婴儿保育设备高端产品占比增加，公司毛利率将逐步提升。

2）2020 年至 2022 年电动腔镜吻合器收入增速分别为，其他类吻合器受益渠道下沉和进口替代，收入增速分别为；婴儿保育设备收入增速分别为 10%/10%/10%。

3）电动腔镜吻合器学术推广加强和规模化效应体现，2020 年-2022 年销售费用率先升后降，管理费用率略有下降，公司现金流良好，财务费用率保持稳定。

4.2、盈利预测与估值

传统婴儿保育设备进入产品升级，高端产品上量阶段，公司 50%左右市占率，龙头地位稳固，持续引领行业发展；腔镜吻合器行业高景气，受益微创外科手术渗透率提升、进口替代，行业未来三年复合增速 25%左右，其中电动替代手动是趋势，考虑到公司电动腔镜吻合器正处于高速放量阶段，作为国产首家也是国产独家在售企业，公司在电动腔镜吻合器处于领跑阶段，未来有望凭借电动腔镜吻合器实现弯道超车，成为国内行业龙头。

电动腔镜吻合器放量和传统婴儿保育设备量稳价增，我们预计公司收入和净利润将保持加速增长态势，我们预计公司 2020/2021/2022 年实现归母净利润 0.90/1.36/2.18 亿元，同比增长 45.8%/50.5%/59.8%，EPS 分别为 0.31/0.47/0.76 元，当前股价对应 PE 分别为 64.5/42.8/26.8 倍。电动腔镜吻合器行业高景气、戴维医疗产品高速放量，且具备稀缺性，结合其业绩高成长性，目前估值水平相较医疗器械和耗材企业平均水平而言，具备一定的估值优势，首次覆盖给予“买入”评级。

表8：医疗器械和耗材上市公司估值情况：戴维医疗是 A 股唯一电动腔镜吻合器企业具有稀缺性

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速（%）				PE（倍）			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
300760	迈瑞医疗	352.60	25.9%	25.2%	21.7%	21.4%	47.2	73.1	60.1	49.5
688029	南微医学	223.70	57.6%	9.7%	47.0%	32.2%	70.5	89.5	60.9	46.1
603658	安图生物		37.6%	23.9%	35.5%	29.7%	52.3	54.0	54.3	41.9
	A 股平均						56.7	72.2	58.4	45.8
300314	戴维医疗		115.38%	45.80%	50.50%	59.80%	102.1	70.0	46.5	29.1

数据来源：wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2020/07/23，除戴维医疗外，其他公司均使用 Wind 一致预期预测数据）

5、风险提示

产品销售低预期；行业竞争加剧导致产品降价；新产品研发低预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	590	678	704	793	888
现金	147	234	241	291	355
应收票据及应收账款	8	18	14	27	27
其他应收款	1	1	1	2	3
预付账款	5	5	8	8	13
存货	79	90	110	135	160
其他流动资产	350	330	330	330	330
非流动资产	296	287	337	415	524
长期投资	34	37	40	44	48
固定资产	225	215	256	330	434
无形资产	30	29	27	26	25
其他非流动资产	8	7	13	15	18
资产总计	886	965	1042	1208	1412
流动负债	90	133	131	179	182
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	48	73	70	104	105
其他流动负债	42	61	61	75	77
非流动负债	3	3	3	3	3
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	3	3	3	3	3
负债合计	93	136	134	182	185
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	288	288	288	288	288
资本公积	176	176	176	176	176
留存收益	329	365	417	507	644
归属母公司股东权益	793	829	908	1027	1227
负债和股东权益	886	965	1042	1208	1412

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	70	89	71	152	202
净利润	29	62	90	136	218
折旧摊销	21	21	18	24	31
财务费用	-4	-4	-5	-5	-6
投资损失	-14	-17	-11	-12	-13
营运资金变动	17	19	-22	9	-27
其他经营现金流	21	7	0	0	0
投资活动现金流	-87	24	-58	-90	-127
资本支出	15	9	47	74	105
长期投资	13	0	-3	-5	-4
其他投资现金流	-59	33	-14	-20	-26
筹资活动现金流	-14	-26	-7	-12	-11
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-14	-26	-7	-12	-11
现金净增加额	-28	86	7	50	64

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	300	356	444	578	766
营业成本	148	165	195	238	286
营业税金及附加	5	5	7	9	11
营业费用	51	63	80	107	142
管理费用	29	32	36	40	46
研发费用	28	40	40	46	54
财务费用	-4	-4	-5	-5	-6
资产减值损失	20	-3	0	0	0
其他收益	6	4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	14	17	11	12	13
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	42	72	102	155	247
营业外收入	0	0	1	0	1
营业外支出	3	2	2	2	2
利润总额	40	70	102	153	245
所得税	11	8	11	17	27
净利润	29	62	90	136	218
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	29	62	90	136	218
EBITDA	56	84	113	169	267
EPS(元)	0.10	0.22	0.31	0.47	0.76

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	-1.2	18.7	24.6	30.3	32.5
营业利润(%)	-29.9	69.8	42.2	51.2	59.2
归属于母公司净利润(%)	-38.7	115.4	45.8	50.5	59.8
获利能力					
毛利率(%)	50.7	53.8	56.1	58.9	62.7
净利率(%)	9.6	17.4	20.4	23.5	28.4
ROE(%)	3.6	7.5	10.0	13.3	17.7
ROIC(%)	3.2	6.7	9.2	12.5	17.0
偿债能力					
资产负债率(%)	10.5	14.1	12.9	15.0	13.1
净负债比率(%)	-18.1	-27.9	-26.2	-28.1	-28.7
流动比率	6.5	5.1	5.4	4.4	4.9
速动比率	1.7	4.4	4.5	3.6	3.9
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.5	0.6
应收账款周转率	25.1	27.9	27.9	27.9	27.9
应付账款周转率	2.8	2.7	2.7	2.7	2.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.10	0.22	0.31	0.47	0.76
每股经营现金流(最新摊薄)	0.24	0.31	0.25	0.53	0.70
每股净资产(最新摊薄)	2.75	2.88	3.15	3.56	4.26
估值比率					
P/E	202.4	94.0	64.5	42.8	26.8
P/B	7.4	7.0	6.4	5.7	4.8
EV/EBITDA	101.1	62.9	46.7	30.9	19.3

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835