

证券研究报告

宝莱特 (300246)

插件式监护仪保持高速增长

推荐 (首次)

证券分析师

凌军

S1060209110193  
0755-22625829  
lingjun004@pingan.com.cn

事件：近日我们调研了宝莱特，并就公司最新进展与高管进行了交流。

- **受制于出口业务，今年公司业绩增速放缓。**今年前三季度公司营业收入同比增长 17.94%，归属母公司的净利润同比增长 4.03%。2010 年公司的出口收入为 8000 万，同比增长 160%，我们预计今年全年公司出口业务的增速将降至 10%左右，主要原因是除新兴市场国家，其余国家购买力都有所下降，而国内市场增长加速，今年增速预计为 25%-30%。公司的净利润增速低于收入增速，原因是上市导致前三季度的管理费用率提高了 1.4 个百分点，另外珠海市今年的软件产品出口退税逾期影响了公司利润，退税额约为 300-350 万元。
- **插件式监护仪产品是近期最大亮点。**公司“转运宝”系列插件式监护仪解决了病人从手术室到病房的生理监护空白，目前仅有飞利浦具有同类产品，但公司产品在性能上接近而价格上具有 75%的优势。预计该产品今年在国内销售收入将达到 1800 万左右，同比增长约 75%，如果能在渠道发力，未来前景广阔。国内已有相关企业在研制类似产品，但由于该产品研发需要相当扎实的技术积累，仅有 2-3 家企业有能力进行研发，产品成型和注册生产还需 2-3 年的时间，所以公司可以利用这段时间充分开发市场，建立竞争优势。
- **公司通过推出优质新产品来提高整体毛利率。**众所周知，由于医疗器械产品技术升级较快，新产品推出后平均出厂价每年都会存在一定比例的下调。公司拥有国内领先的研发能力，通过不断推出新的产品来提升公司的盈利水平，过去三年公司的毛利率从 40%提高到 48%，主要原因是高毛利的 A 系列插件式监护仪占收入的比重逐年提高，高端一体式监护仪 M9500、M9000 等单品在国内外市场销售增长迅速，且产品规模化生产降低了成本。
- **公司将从透析机切入血液净化领域。**公司的血液透析机已完成初步的产品检测，技术已经基本成熟，但由于是三类器械，注册时间将达到 18 个月左右，产品有望于 2013 年推出。目前国内市场 90%以上依赖进口，仅有不到 5 家国内企业生产相关产品，随着技术的进步，国内外产品的性能差距将不断减小，终端旺盛的需求保证未来的发展空间巨大。
- **盈利预测及评级。**公司作为国内监护仪产品的领先企业之一，将受益于基层医院监护产品的普及率提升及大型医院的产品升级。预计公司 11-13 年 EPS 分别为 0.91, 1.14 和 1.42 元，对应 11 月 29 日收盘价 37.24 元的 PE 分别为 40.9, 32.7 和 26.2 倍。我们看好公司的长期发展，给予“推荐”评级。

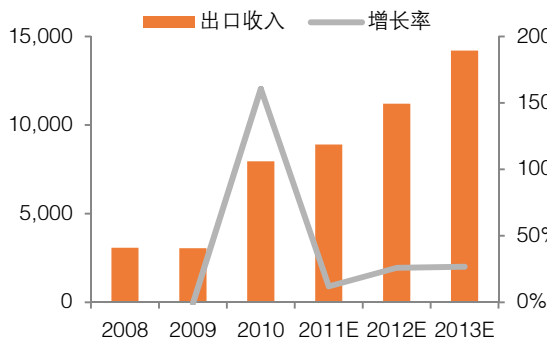
请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

## 一、公司近况

### 1.1 预计公司今年出口产品增速将降至 10%左右，导致收入增长放缓

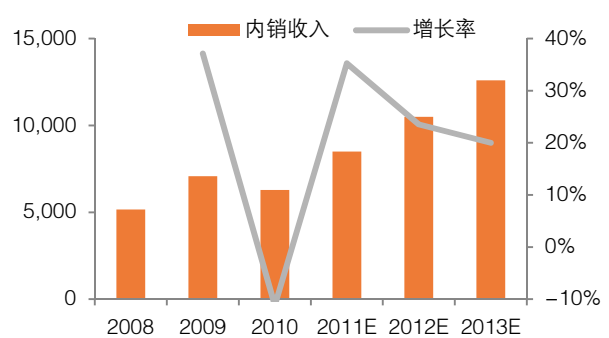
今年前三季度公司出口收入增长放缓，除了新兴市场国家，欧洲和南美业务受到的影响较大。根据 08 年的经验，由于市场对医疗器械的需求存在一定的刚性，随着经济情况的好转，我们预计明后两年出口增长将得到恢复。今年内销收入增长加速，预计为 25%–30%，常规监护仪和插件式监护仪在国内的销售均好于海外市场。

图表1 公司出口收入及预测（单位：万元）



资料来源：公司年报，平安证券研究所

图表2 公司内销收入及预测（单位：万元）

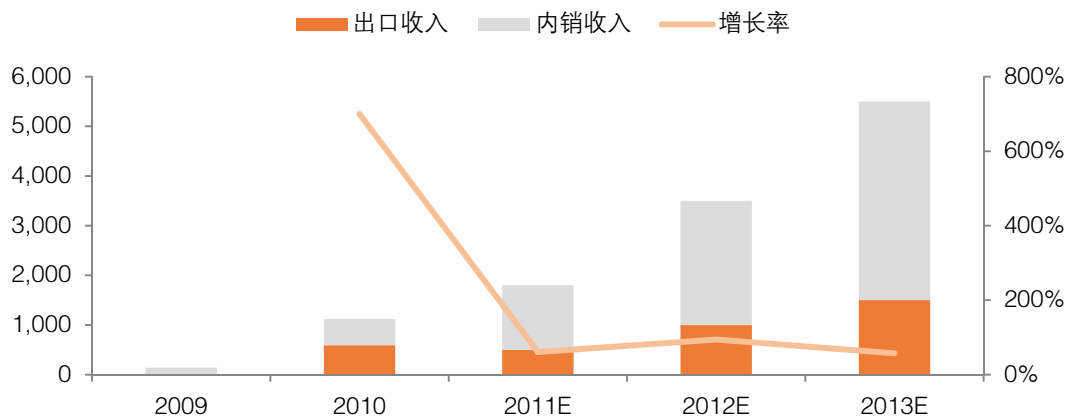


资料来源：公司年报，平安证券研究所

### 1.2 预计今年插件式监护仪收入增速达到 60%

公司“转运宝”系列插件式监护仪属高端监护设备，普遍用于手术室、ICU、CCU 等重点科室和病房。如果术后病人在从手术室进入监护病房的过程中缺乏持续的生理参数监测，将导致危害病人生命的紧急状况发生，该系列监护仪解决了术后转运的监护盲区问题。目前仅有飞利浦具有同类产品，公司产品在性能上接近而价格上具有 75% 的优势。国内已有相关企业在研制类似产品，但由于该产品研发需要相当扎实的技术积累，仅有 2–3 家企业有能力进行研发，产品成型和注册生产还需 2–3 年的时间，所以公司可以利用这段时间充分开发市场，建立竞争优势。

图表3 插件式监护仪收入预测（单位：万元）



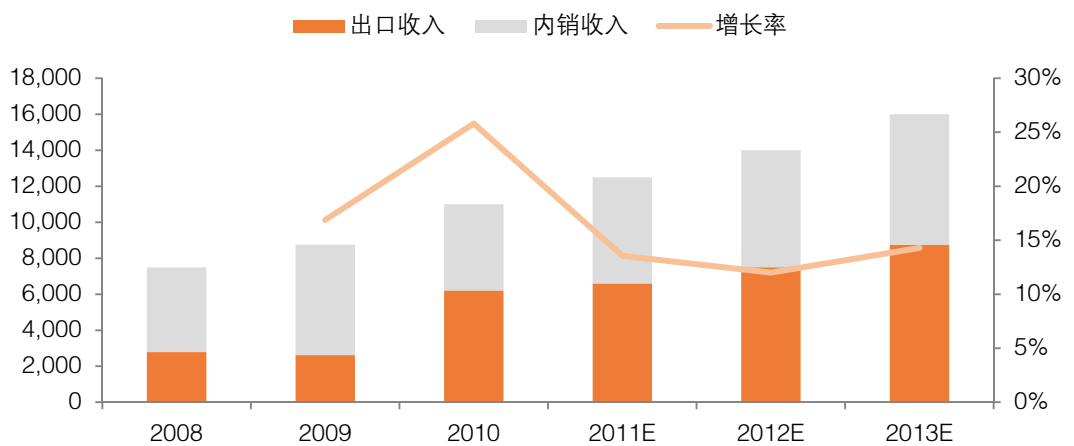
资料来源：公司年报，平安证券研究所

09 年该产品毛利率高达 75%，10 年为了开拓市场和大订单的增加，产品的平均出厂价下降了约 10%，但仍能保持 65%以上的毛利率，随着插件式产品在公司销售收入中的占比逐年增加，公司整体毛利率将得到提升。

### 1.3 前三季度常规监护仪收入增速减缓至 15%，明后年将逐渐恢复

常规一体化监护仪产品 2010 年同比增长 26%，而今年前三季度增速仅为 15%，造成增速放缓的原因主要是出口收入大幅放缓，前三季度的出口增长约为 5%，而去年出口的同比增速超过 100%，由于市场对医疗器械的需求存在一定的刚性，相对于国内，海外市场的空间更为广阔，公司扩充了海外市场的销售团队，预计明后年该业务的增长将得到恢复。

图表4 常规监护仪收入预测（单位：万元）



资料来源：公司年报，平安证券研究所

由于医疗器械产品技术升级较快，新产品推出后平均出厂价每年都会存在一定比例的下调，公司为保持该业务的整体毛利率，通过不断推出性能更好地新产品来提升平均出厂价格，如去年推出的高端监护仪 M9500，上市后销售收入达到 2000 万，占到该系列收入的 20%，将常规监护仪的平均毛利率从 47.8%提升到 49.7%。

### 1.4 公司瞄准血液透析领域，市场空间巨大

根据统计数据，我国有 200 万重症肾病患者，其中通过血液透析治疗的患者数仅有 20 万人，透析率不到世界平均水平的 1/3，造成这一结果的主要原因是透析费用过高导致低收入患者无法承受。血液透析每周需要做 2-3 次，每次费用 400-500 元，因此单个患者年透析费用将达到 5 万元，加上药品将达到 7-8 万元，医保报销的比例在 65%到 90%之间，导致许多低收入患者因无法承担这一费用而耽误治疗。报销比例的提升是必然趋势，未来该领域的市场空间十分巨大。目前国内市场的现状是 90%以上依赖进口，国内已注册生产相关产品的企业较少。随着技术的进步，国内外产品的性能差距将不断减小，国内产品占据的市场份额将会逐渐扩大。

公司血液透析机已基本完成产品检测，技术已经基本成熟，属于三类医疗器械，根据我国三类器械注册审批流程，以往的审批时间为 18 个月左右，因此我们推断产品将于 2013 年推出。

## 二、收入及盈利预测

### 2.1 分产品收入预测

图表5 分产品收入成本预测

单位：百万元		2010	2011E	2012E	2013E
常规监护仪	收入	110	125	140	160
	YOY	-	13.6%	12.0%	14.3%
	成本	55	65	74	83
	毛利率	49.7%	47.8%	47.2%	48.1%
插件式监护仪	收入	11	18	35	55
	YOY	-	60.6%	94.4%	57.1%
	成本	4	6	13	21
	毛利率	67.7%	66.1%	64.3%	61.8%
掌上监护仪	收入	3	9	12	15
	YOY	-	163.1%	33.3%	25.0%
	成本	2	4	6	8
	毛利率	51.1%	51.1%	50.0%	48.0%
配套产品及其他	收入	18	22	30	38
	YOY	-	24.7%	36.4%	26.7%
	成本	13	15	19	24
	毛利率	27.3%	31.8%	36.7%	36.8%
合计	收入	142	174	217	268
	YOY	-	22.2%	24.7%	23.5%
	成本	74	91	111	136
	毛利率	48.4%	47.8%	48.7%	49.3%

资料来源：平安证券研究所

### 2.2 盈利预测

公司作为国内监护仪产品的领先企业之一，将受益于基层医院监护产品的普及率提升及大型医院的产品升级。预计公司 11-13 年 EPS 分别为 0.91, 1.14 和 1.42 元，对应 11 月 29 日收盘价 37.24 元的 PE 分别为 40.9, 32.7 和 26.2 倍。我们看好公司的长期发展，给予“推荐”评级。

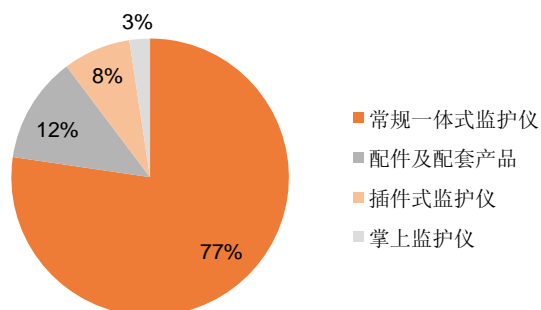
## 三、核心信息附录

### 3.1 公司业务概要

公司主要产品为多参数监护仪，主要包括掌上监护仪、常规一体式监护仪以及插件式监护仪等三大系列的监护仪产品，广泛应用于家庭保健、社区医疗、普通病房、急诊室、高压氧舱、ICU、CCU、手术室等领域。除上述主要产品外，公司同时研发生产心电图机、电子阴道镜等其他相关产品。2008

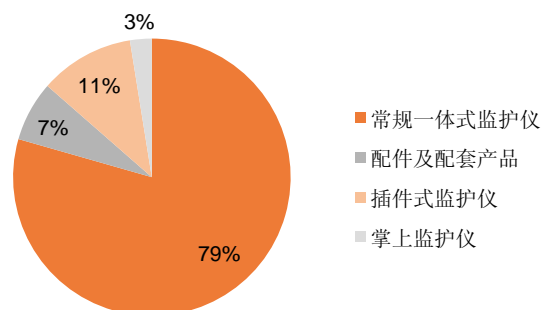
年、2009年及2010年，公司医疗监护仪的销售收入占主营业务收入的比例分别为91.61%、89.82%和87.61%。

图表6 2010年收入构成



资料来源：公司半年报、平安证券研究所

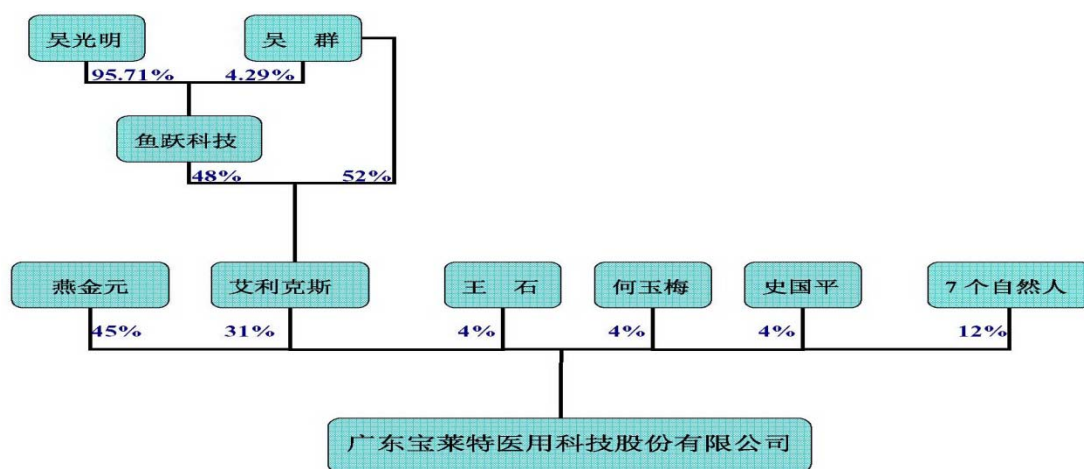
图表7 2010年毛利构成



资料来源：公司半年报、平安证券研究所

### 3.2 股权结构

图表8 公司股权结构

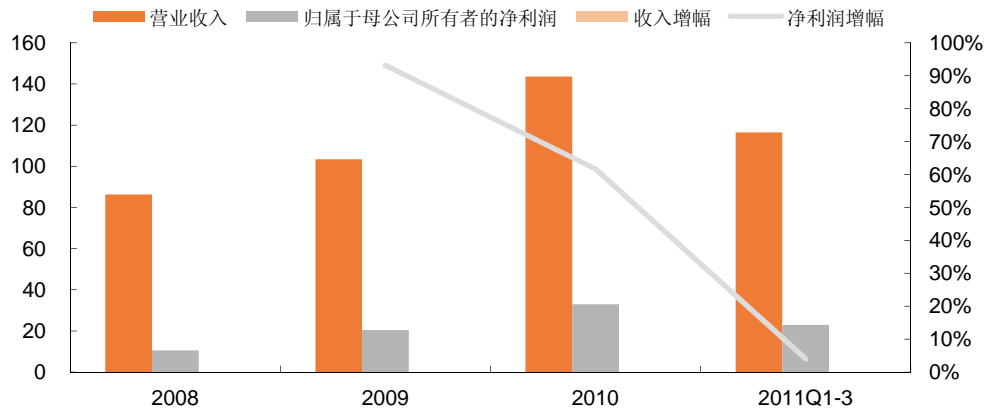


资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

### 3.3 前三季度业绩概要

公司前三季度实现营业收入 1.16 亿元，同比增长 17.94%；实现净利润 0.22 亿元，同比增长 4.03%；稀释每股收益 0.57 元/股，同比下降 21.92%。

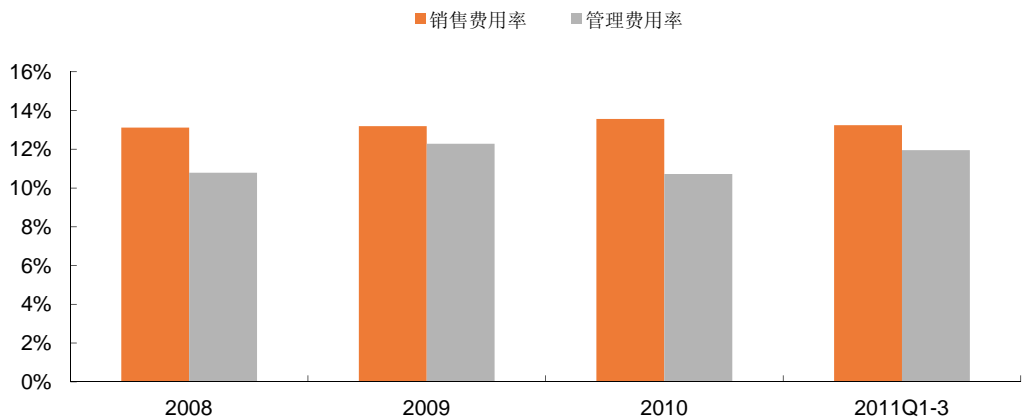
图表9 公司业绩增长情况 (单位: 百万元)



资料来源: 公司资料, 平安证券研究所

公司前三季度管理费用较上年同期增长 34.05%，主要由于公司在报告期内人工费用、研发费用及上市费用增长所致。财务费用较上年同期下降 96.20%，系报告期内募集资金存款利息收入增加所致。

图表10 公司销售、管理费用率变化



资料来源: 公司资料, 平安证券研究所

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	108	298	254	288	<b>营业收入</b>	144	174	217	268
现金	53	212	146	161	营业成本	75	91	112	135
应收账款	20	39	49	60	营业税金及附加	1	1	1	2
其他应收款	2	4	5	7	营业费用	19	23	29	36
预付账款	6	7	9	7	管理费用	15	21	26	32
存货	26	31	38	46	财务费用	1	2	2	3
其他流动资产	0	5	7	8	资产减值损失	-1	0	0	0
<b>非流动资产</b>	20	127	231	261	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	17	80	166	217	<b>营业利润</b>	33	36	46	61
无形资产	1	1	1	1	营业外收入	5	6	7	6
其他非流动资产	2	46	64	43	营业外支出	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	128	426	485	549	<b>利润总额</b>	38	42	53	66
<b>流动负债</b>	36	50	63	69	所得税	5	6	7	9
短期借款	6	6	6	0	<b>净利润</b>	33	37	46	58
应付账款	19	27	33	40	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	11	17	23	29	<b>归属母公司净利润</b>	33	37	46	58
<b>非流动负债</b>	2	0	0	0	EBITDA	34	40	55	74
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.10	0.91	1.14	1.42
其他非流动负债	2	0	0	0					
<b>负债合计</b>	38	50	63	69					
少数股东权益	0	0	0	0	<b>会计年度</b>	<b>2010A</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
股本	30	41	41	41	<b>成长能力</b>				
资本公积	0	239	239	239	营业收入	38.9%	21.1%	24.7%	23.5%
留存收益	60	97	143	201	营业利润	68.3%	9.3%	28.1%	31.1%
归属母公司股东权	90	376	422	480	归属于母公司净利润	61.7%	12.0%	25.1%	25.0%
<b>负债和股东权益</b>	128	426	485	549	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	48.1%	47.7%	48.3%	49.6%
					净利率(%)	23.0%	21.2%	21.3%	21.6%
					ROE(%)	36.7%	9.8%	11.0%	12.0%
					ROIC(%)	33.2%	8.8%	10.1%	11.6%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	29.7%	11.7%	12.9%	12.5%
					净负债比率(%)	15.8%	12.1%	9.6%	0.0%
					流动比率	3.0	6.0	4.1	4.2
					速动比率	2.3	5.4	3.5	3.5
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.2	0.6	0.5	0.5
					应收账款周转率	6.0	6.0	4.9	4.9
					应付账款周转率	4.0	3.9	3.7	3.7
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.81	0.91	1.14	1.42
					每股经营现金流(最新摊)	0.99	0.51	1.15	1.55
					每股净资产(最新摊薄)	2.22	9.27	10.41	11.83
					<b>估值比率</b>				
					P/E	47.2	42.2	33.7	27.0
					P/B	17.3	4.1	3.7	3.2
					EV/EBITDA	44	37	28	21
<b>现金流量表</b>	单位:百万元								
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E					
<b>经营活动现金流</b>	40	21	47	63					
净利润	33	37	46	58					
折旧摊销	0	2	6	10					
财务费用	1	2	2	3					
投资损失	0	0	0	0					
营运资金变动	0	-19	-8	-8					
其他经营现金流	6	-1	0	0					
<b>投资活动现金流</b>	-4	-110	-110	-40					
资本支出	4	110	110	40					
长期投资	0	0	0	0					
其他投资现金流	0	0	0	0					
<b>筹资活动现金流</b>	-19	248	-2	-9					
短期借款	1	0	0	-6					
长期借款	0	0	0	0					
普通股增加	0	11	0	0					
资本公积增加	0	239	0	0					
其他筹资现金流	-20	-2	-2	-3					
<b>现金净增加额</b>	17	158	-65	14					

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

**中国平安 PINGAN**

### 平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257