

N宝莱特 (300246.) 医疗器械与用品行业

新股研究

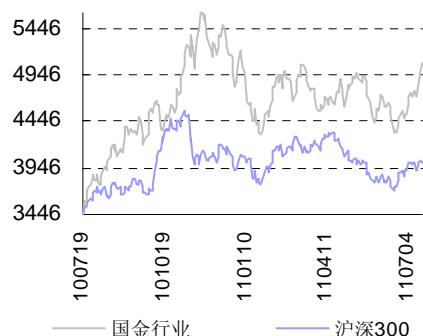
上市定价(人民币): 27.20-32.60元

国内医疗监护仪领先企业;

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

发行价(元)	25.00
发行A股数量(百万股)	10.50
总股本(百万股)	40.58
国金医疗器械与用品指数	5067.88
沪深300指数	3122.60



公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.678	1.097	1.088	1.470	1.913
每股净资产(元)	2.23	2.99	9.27	10.35	12.06
每股经营性现金流(元)	0.57	1.33	0.81	1.32	1.84
市盈率(倍)	N/A	N/A	22.97	17.01	13.07
行业优化市盈率(倍)	62.09	103.59	97.56	97.56	97.56
净利润增长率(%)	93.15%	61.68%	33.86%	35.07%	30.16%
净资产收益率(%)	30.48%	36.68%	11.74%	14.21%	15.86%
总股本(百万股)	30.08	30.08	40.58	40.58	40.58

来源: 公司年报、国金证券研究所

基本结论、价值评估与投资建议

- 公司主要产品包括掌上监护仪、常规一体式监护仪及插件式监护仪三大系列, 监护仪占公司收入比重 87.6%, 其中低端产品常规一体式监护仪占比 77%。
- 2009年-2010年, 公司实现销售收入 1.034 亿元和 1.436 亿元, 同比增长 19.85%、38.85%。实现净利润 1056 万元、2040 万元、3299 万元, 同比增长 93.15%、61.68%。
- 公司是国内监护仪市场的第二梯队企业, 2009 国内市场份额约为 3.47%; 出口市场份额为 2.38%。
- 公司目前已经形成了内销和出口并重的格局, 内销占销售收入 44%, 出口占比 55%。公司出口国家主要为墨西哥、印度、巴西等新兴市场国家, 随着这些地区基础医疗设施的建设, 对于医疗仪器的需求将大幅增加。
- 未来业绩增长点主要依靠自主研发的插件式监护仪。该产品能够实现从手术室到病房的连续监护, 属于高端产品。竞争对手于两年前上市销售插件式监护仪, 目前公司在其 2 个型号的基础上, 扩展为 8 个型号, 能够覆盖所有科室的需求。
- 公司目前储备产品包括心电图仪、电子阴道镜、胎儿监护仪等。未来公司规划通过自主研发进入心电医疗设备、妇产科医疗设备以及血液净化医疗设备等细分行业。
- 我们认为公司目前虽然规模较小, 但受益于国内外医疗监护设备需求的增长, 公司有望在未来两年实现较快增长。公司自主研发的插件式监护仪在募投项目达产后, 将为公司业绩增长提供动力。
- 我们预计公司未来三年 EPS 分别为 1.08 元、1.47 元、1.91 元同比增长 33.86%、35.07%、30.16%。
- 鉴于公司所处国内新兴的医疗设备制造业, 且公司新产品插件式监护仪的市场前景, 给予公司 2011 年 PE 为 25-30 倍, 合理价位 27.2-32.6 元。
- 风险提示: 插件式监护仪推广低于预期; 出口需求波动风险。

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
(8621)61038219
lijingl@gjzq.com.cn

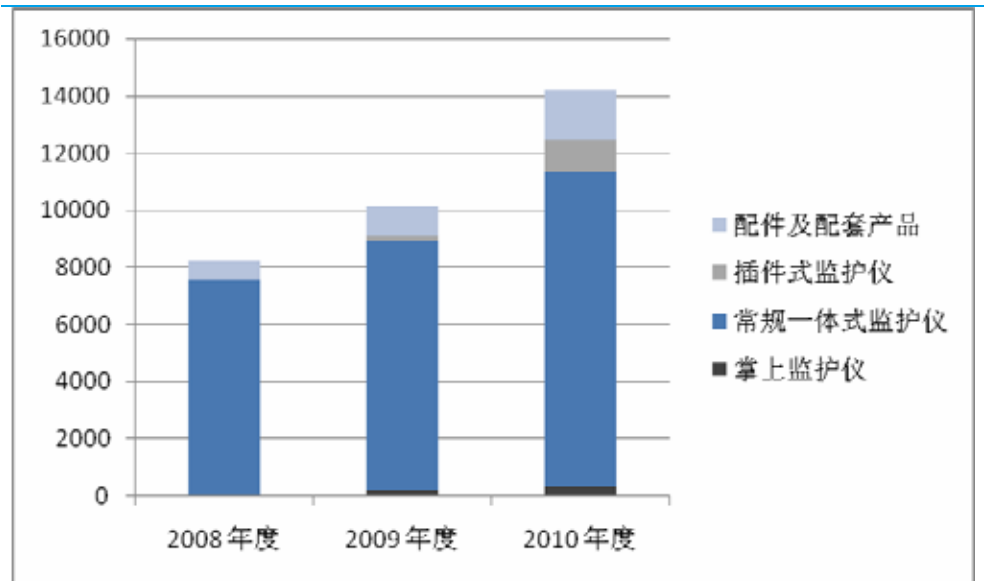
黄挺 分析师 SAC 执业编号: S1130511030028
(8621)61038218
huangting@gjzq.com.cn

李龙俊 分析师 SAC 执业编号: S1130511030032
(8621)61038315
lilj@gjzq.com.cn

公司是医疗监护仪制造商

- 公司专注于医疗监护仪的研发、制造、销售业务，主要产品包括掌上监护仪、常规一体式监护仪及插件式监护仪等三大系列医疗监护仪，并形成了出口和内销的并重格局。
- 2008年-2010年，公司实现销售收入 8631 万元、1.034 亿元和 1.436 亿元，同比增长 19.85%、38.85%。实现净利润 1056 万元、2040 万元、3299 万元，同比增长 93.15%、61.68%。
- 公司目前以医疗监护仪为主导产品。2008年-2010年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1: 公司销售收入分产品拆分



来源：国金证券研究所，新股说明书

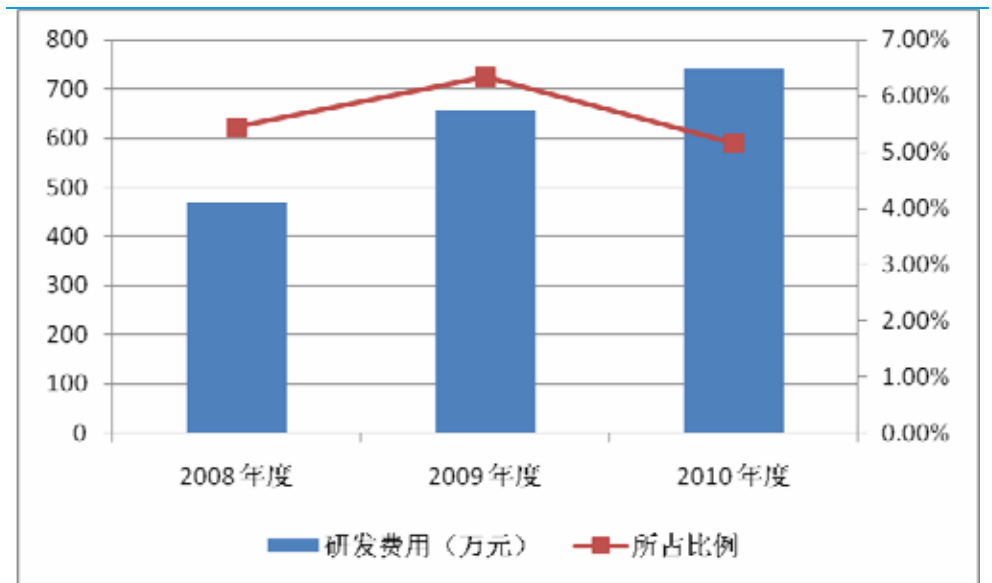
- 公司目前为国内医疗监护仪规格及品种最齐全的供应商之一。公司目前拥有掌上监护仪、常规一体式监护仪及插件式监护仪等三大系列监护仪产品，广泛应用于家庭保健、社区医疗、普通病房、急诊室、高压氧舱、ICU、CCU、手术室等领域。

公司是以技术研发为导向的企业

- 医疗仪器是一个跨多种学科，综合应用的技术密集型行业。公司将技术研发作为立身之本。
 - 公司于 2008 年被认定为广东省第一批“高新技术企业”，“基于集成多参数监护模块技术的 M 系列病人监护仪”获得珠海市科技进步一等奖，“临床信息整合技术”被珠海市科学技术局评为珠海市重点科技攻关项目。
 - 公司目前拥有 19 项软件著作权和 27 项专利，其中实用新型专利 18 项、外观设计专利 9 项；拥有 35 项正在申请的专利，其中发明专利 21 项、实用新型专利 5 项、外观设计专利 9 项。
 - 公司以掌握行业前沿技术为研发目标，自 2007 年以来加大了对插件式监护仪的研发力度，并取得了一系列重大突破，形成了大量的研发成果（其中涉及在申请的发明专利 7 项，实用新型专利 3 项，外观设计专利 5 项），并由此奠定了公司插件式监护仪技术国内领先的地位。

- 公司 2010 年研发费用 741 万元，销售收入占比 5.16%。随着募投项目研发中心的改造完成，公司的研发投入将进一步增加，后续新产品将覆盖一下几个领域：
 - 生命支持系统：高端信息监护、远程移动监护、麻醉机、呼吸机、除颤仪、输液泵、注射泵
 - 心电系列：动态心电记录仪、心电网络、六道、十二道、十五道心电图机
 - 妇产科系列：插件式胎儿监护、妇产科信息监护、宫腔镜、腹腔镜、LEEP 刀、红外乳腺仪
 - 血液净化系列：血透仪、CDRT 血液连续净化系统、血滤器等

图表2：公司研发费用占销售收入比重



来源：国金证券研究所，招股说明书

国内市场：市场增长较快

- 公司目前 44.15% 的销售收入来自国内市场。2010 年我国医疗监护仪市场规模 12.8 亿元计算，公司占国内市场比重的 2.38%
- 近年来国内对于医疗仪器的需求增长较快。国家政策的大力支持和医疗卫生体制改革的不断推进，使得医疗消费不断升级，医疗监护仪的应用领域不断扩大，由单一学科发展到多病种、多科室、多学科应用。应用范围从大医院拓展到中小医院及社区医疗机构，由特殊使用转变为常规手段。
- 据中国医疗器械行业协会提供数据显示，2009 年中国医疗监护仪普及率仅为 20%，而美国已达到 80%，仍然存在较大差距。预计 2010 年至 2015 年，我国医疗监护仪的市场容量复合增长率约为 16%。

图表3: 我国医疗监护仪市场规模与普及率情况



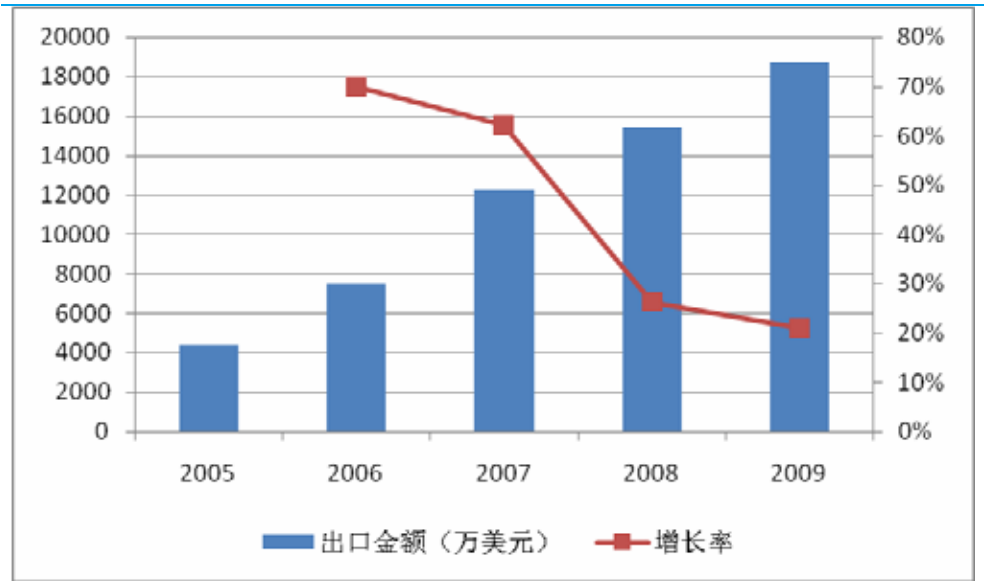
来源: 招股说明书、国金证券研究所

- 以飞利浦、通用医疗、迈瑞国际为代表企业的第一梯队，凭借强大的资本实力、丰富的医疗器械产品种类和广泛的销售渠道在国内监护仪市场占据营业额和市场份额绝对优势。
- 公司在国内监护仪市场份额为 3.47%，属于二线品牌。宝莱特在生理信号算法、参数模块、整机技术方面，已经达到一线品牌的水平。
- 考虑到国内市场需求的持续增长，随着公司营销网络的进一步深化，我们预计公司在国内的销售有望持续较快增长。同时，公司推出的插件式监护仪，瞄准高端医疗市场，将成为公司抢占高端市场的核心品种。

国外市场：新兴市场国家需求拉动出口

- 在海外市场上，公司产品凭借较高的性价比优势，获得越来越多客户的认同。公司产品持续的高品质使得公司监护仪三大系列产品中的主导产品同时获得 CMD 认证、CE 认证及 FDA 510(k) 许可，成为国内极少数具有产品同时通过上述三种认证的医疗监护仪生产企业之一。
- 2008-2010 年，公司出口收入从 2008 年的 3,079.73 万元增加至 2010 年的 7,949.22 万元，占主营业务收入的比重从 37.36% 上升至 55.85%。
- 2008 年公司实现监护仪产品出口较上年增长 111.40%，2010 年公司实现监护仪产品出口增长 160.49%。
- 凭借着较强的性价比优势，我国监护仪出口近年来呈现高速增长的态势。我国监护仪企业加强了技术研究和创新，与国外同类产品的差距已经大大缩小。

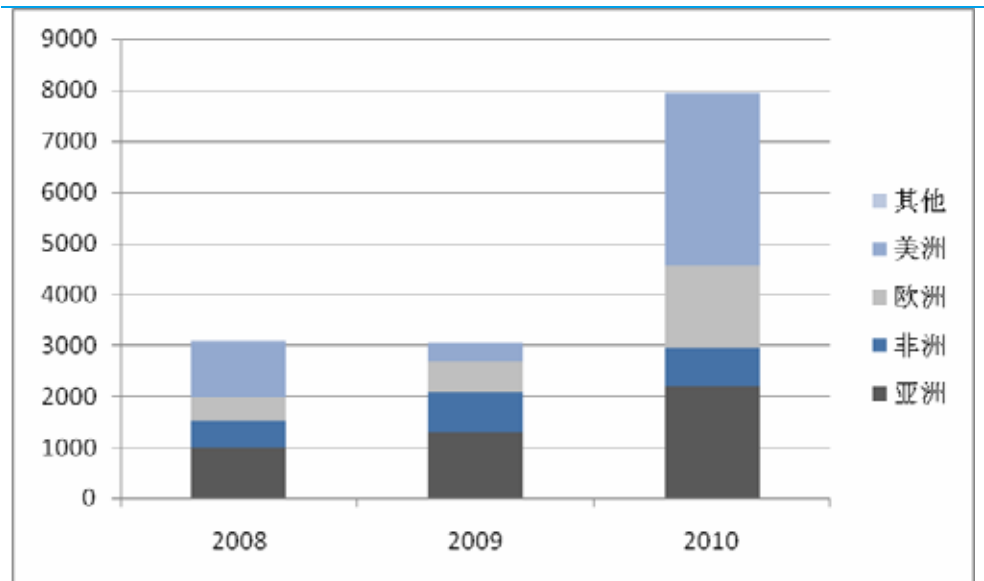
图表4: 我国医疗监护仪出口规模统计



来源: 招股说明书、国金证券研究所

- 公司产品的出口目的国主要分布在亚洲（如：印度、巴基斯坦）、非洲（如：埃及）、美洲（如：墨西哥、巴西）及欧洲（如：意大利、俄罗斯）。

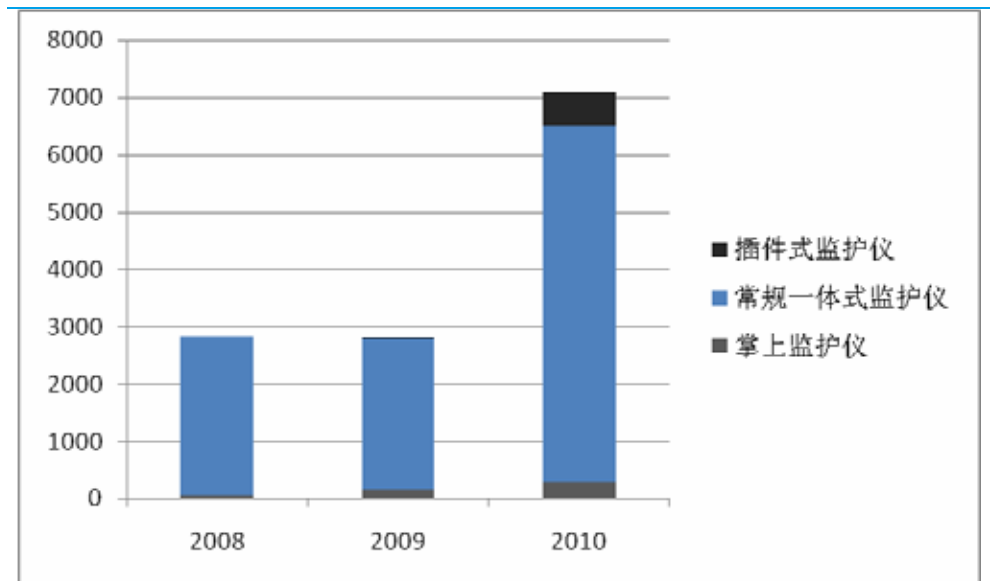
图表5: 公司出口目的地统计 (万元)



来源: 招股说明书、国金证券研究所

- 公司近年来在美洲市场的销售收入实现了快速增长，主要原因是公司在成功开拓墨西哥、巴西市场的同时，采取培养且与经销商共同开拓市场的方针进行市场深化，并在报告期内得到了显现，2010年公司三大系列产品在该美洲市场均实现了快速增长。

图表6: 公司出口产品分类 (万元)



来源: 招股说明书、国金证券研究所

- 公司出口以常规一体式监护仪销售为主, 报告期占出口收入的比重在 80% 左右; 2009 年底公司推出了国内独有的带显示可独立使用的 A 该产品具备领先的技术优势和独特的功能设计, 2010 年 9 月 A6、A8 插件式监护仪获得 FDA 510(k) 许可, 其占出口收入的比重大幅上升, 预计未来将会成为出口业务的主力产品。
- 公司具有自营进出口权, 出口销售模式为自有品牌销售和 ODM 两种, 其中以直接面向海外市场的当地经销商进行自有品牌分销为主, 同时辅以 ODM 模式。
- ODM 模式占出口收入的比重约为 30%, 公司主要 ODM 客户在出口目的国均为规模较大的医疗器械经营企业, 其在当地均有较高的品牌知名度, 同时公司采取严格的商标权属审核程序, 有效的避免公司因 ODM 模式可能产生的商标侵权风险。
- 我们认为, 随着新兴市场对于医疗仪器需求的日益旺盛, 结合公司产品较高的性价比, 公司出口业务未来几年将有望实现高速增长。

新产品看点: 插件式监护仪抢占国内高端市场

- 2009 年底公司推出了国内独有的带显示可独立使用的 A 系列插件式监护仪, 该产品具备领先的技术优势和独特的功能设计, 2010 年 9 月 A6、A8 插件式监护仪获得 FDA 510(k) 许可
- 插件式监护仪除拥有一体式监护仪所有的各种功能外, 还具有监测参数模块化, 便于监测参数的扩展, 目前已成为欧美等发达国家医疗监护仪市场的主导产品。
- 在国内, 插件式监护仪主要应用在三级医院的重点科室。公司自 2009 年推出 A 系列插件式监护仪以来, 主要提供 A6/A8 两种型号的插件式监护仪产品, 目前该两种产品均已获得二类和三类产品注册证、CE 认证及 FDA 510(k) 许可。
- 此外, 公司于 2011 年 1 月 28 日获得插件式监护仪产品的国家三类注册证, 其中涵盖 A8/A7/A6/A5/A4/ A2 等六个型号。
- 公司插件式监护仪的优势主要来自几个方面:
 - 全球领先带显示屏多参数测量模块——转运宝

- 可外接独立大屏幕显示器，快速调用急需关注的生命信息
- 多达十几种监测参数，各种模块任意组合，随时进行扩展升级，降低更新换代成本
- 提供多种输入方式，将繁琐的操作程序大大简化
- 无风扇设计，提高仪器使用寿命

图表7: 插件式监护仪



来源：公司网站、国金证券研究所

- 公司的插件式监护仪产品具备先进的技术并配备公司自主研发的全球领先的带显示屏可独立使用的多参数插件式模块，自推出以来销售良好，将成为公司未来几年新的销售增长点。

募投项目：扩产+技术研发

图表8: 募投项目列表

序号	项目名称	拟投入募集资金(万元)	项目建设期
1	多参数监护仪技改扩建项目	8,811	12 个月
2	研发中心技术改造项目	3,350	12 个月
3	其他与主营业务相关的营运资金		

来源：招股说明书、国金证券研究所

- 公司募投项目将主要用于插件式监护仪的扩产，该产品未来将成为公司的业绩增长点，无论是在国内占领高端医院市场，或是增加出口产品的附加值角度，都具有重要战略意义。
- 作为一家研发导向型企业，公司改造研发技术中心具有必要性，公司接下来将初步进入电子阴道镜、多通道心电图领域。同时，公司在研技术丰富，相信良好的研发条件将为公司的技术创新提供更好的平台。

盈利预测

- 随着医疗机构对于医疗仪器的需求升级，我们预计公司未来增长主要依靠掌上监护仪和插件式监护仪两类新产品。
- 常规一体式监护仪将保持略快于行业平均的增速。
- 配套产品的增长率预计略低于公司销售收入增长率。

- 我们预计 2012 年，公司心电图机、胎儿监护仪以及电子阴道镜等产品将开始贡献业绩。

图表9: 主营业务收入预测 (万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
合计	8631.4	10344.3	14363.4	19065.1	25741.9	35112.3
增长率		20%	39%	33%	35%	36%
多参数监护仪						
掌上监护仪						
营业收入 (万元)	63.91	209.76	342.09	567.63	827.12	1123.91
增长率		228%	63%	66%	46%	36%
常规一体式监护仪						
营业收入 (万元)	7487.11	8750.07	11006.97	13655.40	16262.34	19365.84
增长率		17%	26%	24%	19%	19%
插件式监护仪						
营业收入 (万元)		140.10	1120.90	2400.00	4700.00	8050.00
增长率			700%	114%	96%	71%
配套及配套产品						
营业收入 (万元)	691.55	1031.28	1764.29	2293.58	2981.65	3876.15
增长率		49%	71%	30%	30%	30%
其他产品 (心电图机、胎儿监护仪)						
营业收入 (万元)					800.00	2500.00
其他业务--提供维修服务及出售废旧材料						
其他业务收入 (万元)	388.83	213.11	129.16	148.53	170.81	196.44
增长率		-45%	-39%	15%	15%	15%

来源: 国金证券研究所

- 基于以上假设，我们预计公司未来三年 EPS 分别为 1.08 元、1.47 元、1.91 元同比增长 33.86%、35.07%、30.16%。

风险提示

- 海外出口业务需求受各国经济环境影响较大
- 插件式监护仪推广未达预期
- 心电图仪和电子阴道镜等新产品推广未达预期

附录：三张报表预测摘要

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	86	103	144	191	257	351
增长率		19.8%	38.9%	32.7%	35.0%	36.4%
主营业务成本	-52	-55	-75	-92	-127	-178
%销售收入	59.9%	53.1%	51.9%	48.4%	49.3%	50.6%
毛利	35	49	69	98	130	173
%销售收入	40.1%	46.9%	48.1%	51.6%	50.7%	49.4%
营业税金及附加	0	-1	-1	-1	-2	-2
%销售收入	0.3%	1.1%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-11	-14	-19	-28	-35	-46
%销售收入	13.1%	13.2%	13.6%	14.8%	13.5%	13.0%
管理费用	-9	-13	-15	-21	-28	-39
%销售收入	10.8%	12.3%	10.7%	11.0%	11.0%	11.0%
息税前利润 (EBIT)	14	21	33	48	66	87
%销售收入	15.9%	20.4%	23.1%	25.2%	25.6%	24.8%
财务费用	-1	0	-1	0	0	0
%销售收入	0.7%	0.3%	0.9%	0.1%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-4	-1	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	9	20	33	47	66	87
营业利润率	10.0%	19.0%	23.0%	24.9%	25.5%	24.7%
营业外收支	3	5	5	5	5	5
税前利润	12	24	38	52	70	91
利润率	13.5%	23.4%	26.2%	27.3%	27.3%	26.0%
所得税	-1	-4	-5	-8	-11	-14
所得税率	9.7%	15.7%	12.2%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	11	20	33	44	60	78
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	11	20	33	44	60	78
净利率	12.2%	19.7%	23.0%	23.2%	23.2%	22.1%

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	11	20	33	44	60	78
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	6	3	1	4	13	23
非经营收益	0	1	1	-5	-5	-4
营运资金变动	-4	-7	5	-10	-15	-22
经营活动现金净流	13	17	40	33	53	74
资本开支	-1	-3	-4	-68	-85	-46
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	-7	7	0	0	0	0
投资活动现金净流	-8	4	-4	-69	-85	-46
股权募资	0	0	0	263	-8	0
债权募资	-1	0	1	-8	0	1
其他	0	0	-20	0	-20	-8
筹资活动现金净流	-1	0	-19	254	-28	-7
现金净流量	3	21	17	218	-59	22

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	14	36	53	271	212	234
应收款项	26	32	23	41	58	83
存货	18	18	26	25	35	49
其他流动资产	4	0	6	8	10	13
流动资产	62	86	108	345	314	378
%总资产	78.9%	82.9%	84.7%	79.4%	65.6%	66.3%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	14	16	17	75	142	159
%总资产	17.4%	15.1%	13.5%	17.3%	29.6%	27.9%
无形资产	1	1	2	11	21	31
非流动资产	17	18	20	89	165	192
%总资产	21.1%	17.1%	15.3%	20.6%	34.4%	33.7%
资产总计	78	103	128	434	479	570
短期借款	5	5	6	0	0	0
应付款项	20	21	27	32	44	61
其他流动负债	1	5	3	26	16	19
流动负债	26	31	36	58	59	79
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	6	6	2	0	0	0
负债	32	36	38	58	59	80
普通股股东权益	47	67	90	376	420	489
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	78	103	128	434	479	570

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.351	0.678	1.097	1.088	1.470	1.913
每股净资产	1.547	2.225	2.990	9.273	10.347	12.060
每股经营现金净流	0.421	0.572	1.333	0.813	1.318	1.836
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.500	0.200	0.200
回报率						
净资产收益率	22.70%	30.48%	36.68%	11.74%	14.21%	15.86%
总资产收益率	13.47%	19.74%	25.77%	10.18%	12.45%	13.62%
投入资本收益率	24.05%	24.75%	30.35%	10.84%	13.32%	15.09%
增长率						
主营业务收入增长率	N/A	19.85%	38.85%	32.73%	35.02%	36.40%
EBIT增长率	N/A	53.91%	57.03%	44.75%	37.09%	32.29%
净利润增长率	N/A	93.15%	61.68%	33.86%	35.07%	30.16%
总资产增长率	N/A	31.86%	23.82%	239.04%	10.42%	18.91%
资产管理能力						
应收账款周转天数	29.8	67.9	56.6	65.0	65.0	65.0
存货周转天数	62.6	117.2	106.6	100.0	100.0	100.0
应付账款周转天数	54.3	111.2	91.3	95.0	95.0	95.0
固定资产周转天数	57.6	55.0	42.5	44.9	185.0	122.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-20.07%	-45.82%	-52.66%	-72.06%	-50.47%	-47.56%
EBIT利息保障倍数	22.7	62.9	26.0	243.5	#DIV/0!	2,512.0
资产负债率	40.65%	35.25%	29.75%	13.30%	12.39%	14.12%

来源：公司年报、国金证券研究所

定价区间的说明:

上市定价: 预期该股票上市当日均价区间;
目标价格: 预期未来 6 - 12 个月内该股票目标价格区间;
询价价格: 建议询价对象申报的询价价格区间。

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面, 评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明:

行业优化市盈率中, 在扣除行业内所有亏损股票后, 过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除, 预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明:

强买: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上;
买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%;
持有: 预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%;
减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%;
卖出: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供机构客户使用。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: (8610)-66215599-8792	电话: (86755)-33089915
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 921 室