安信证券 ESSENCE SECURITIES

询价定价报告

公司新股分析/证券研究报告　　戴维医疗(300314)

婴儿保育设备龙头

戴维医疗新股分析报告

建议询价区间:

12.3 － 16.4 元

上市首日定价区间:

16.4－ 20.5 元

报告日期: **2012-04-17**

报告关键点:

- **行业市场空间相对有限，产品升级换代将是主要驱动力。**
- **婴儿保育设备龙头企业，销售模式以代理为主。**
- **建议询价区间为12.3-16.4元。**

报告摘要:

- **高管持股民营企业。**戴维医疗前身戴维有限成立于1992年9月，并于2010年6月整体变更为戴维医疗。陈云勤、陈再宏和陈再慰父子三人合计持有公司发行前股本总额的96%，且持股比例接近，并签署了《一致行动协议书》，故三人共同为公司实际控制人。目前，陈云勤和陈再慰不介入公司日常管理，陈再宏担任公司董事长、总经理。公司其余5位股东除夏培君外均在公司担任高管。

- **行业市场空间相对有限，产品升级换代将是主要驱动力。**根据我们的推算，婴儿培养箱行业在迈入成熟阶段后的年需求量为6.5万台，而2010年年产量已经达到3.16万台，故市场空间相对有限。考虑到目前培养箱的存量为17万台，且多数为二代培养箱。因此，未来婴儿培养箱市场会在"填平补齐"以及"更新换代"的驱动下实现较快增长。但若干年后，由于我国人口增长率较低，若无技术驱动产品升级换代，我们预计行业增速将出现下滑。

- **婴儿保育设备龙头企业，销售模式以代理为主。**公司是国内婴儿保育设备细分行业的龙头企业，其在婴儿保育设备的市场份额大致为30%，在行业内的龙头地位较为巩固。公司采取"代理经销为主、直销为辅"的销售模式。公司的代理销售均为买断式代理，并构建了以代理商为主的覆盖全国的营销网络。

- **募集资金主要用于产能扩建。**公司本次拟申请公开发行人民币普通股2,000万股，占发行后总股本的 25%。本次公开发行募集资金将用于公司年产20,000 台婴儿保育设备扩建项目、技术研发中心建设、国内外营销网络建设。

- **建议询价区间为12.3-16.4元。**我们预测公司2012-2014年营业收入分别同比增长17.5%、15.5%、15.1%，CAGR(2011-2014)为16.0%。2012-2014年摊薄后EPS分别为0.82元、1.01元和1.18元，净利润同比增长21.2%、23.5%、17.3%，CAGR(2011-2014)为20.6%。相较A股其他医疗器械上市公司，公司的成长性并不突出，我们建议询价区间为12.3-16.4元，相当于2012年PE15-20倍；上市首日目标价为16.4-20.5元，相当于2012年PE20-25倍。

- **风险提示:** 产品质量控制风险；代理商管理风险。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	177.7	206.7	242.9	280.6	322.9
Growth(%)	*18.6%*	*16.3%*	*17.5%*	*15.5%*	*15.1%*
净利润	38.6	54.0	65.4	80.8	94.7
Growth(%)	*33.3%*	*39.8%*	*21.2%*	*23.5%*	*17.3%*
毛利率(%)	54.2%	56.5%	55.8%	55.9%	55.9%
净利润率(%)	21.7%	26.1%	26.9%	28.8%	29.3%
每股收益(元)	0.48	0.64	0.82	1.01	1.18
每股净资产(元)	1.84	2.74	6.26	6.92	7.69
净资产收益率(%)	35.0%	32.9%	13.1%	14.6%	15.4%
ROIC(%)	39.7%	44.5%	49.7%	33.2%	31.2%

发行数据

总股本(万股)	6,000
发行数量(万股)	2,000
网下发行(万股)	400
网上发行(万股)	1,600
保荐机构	宏源证券股份有限公司
发行日期	2012-04-24
发行方式	网下询价,上网定价

股东信息

陈云勤	37.00%
陈再宏	32.00%
陈再慰	27.00%
夏培君	2.00%
李则东	.80%
俞永伟	.70%
林定余	.25%
毛天翼	.25%

邹敏　**首席行业分析师**
021-68766073　zoumin@essence.com.cn
执业证书编号 S1450511080003

报告联系人
陈宁浦　021-68765361　chennp2@essence.com.cn

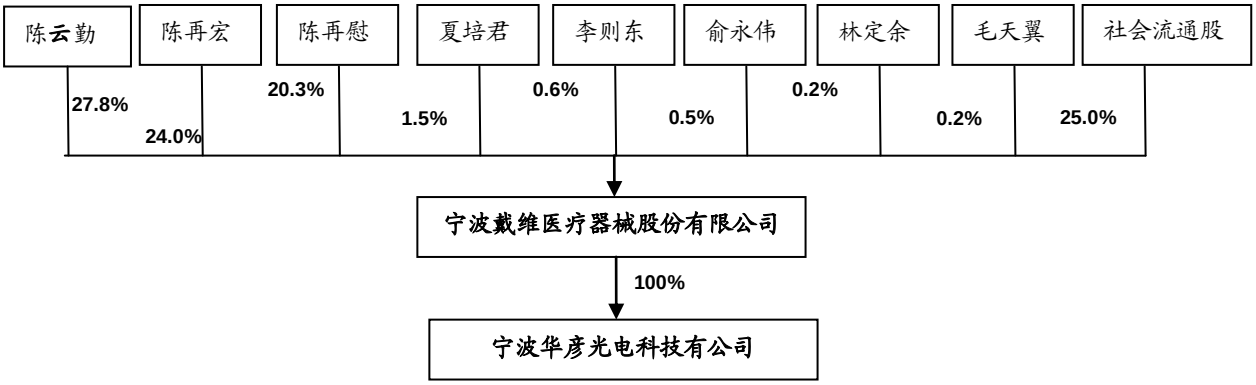
敬请阅读本报告正文后各项声明

1. 代理销售模式为主的民营医疗设备企业

1.1. 高管持股的民营企业

戴维医疗前身戴维有限成立于1992年9月，并于2010年6月整体变更为戴维医疗。陈云勤、陈再宏和陈再慰三父子合计持有公司发行前股本总额的96%，且持股比例接近，并签署了《一致行动协议书》，故三人共同为公司实际控制人。其中，陈云勤直接持有公司本次发行前37%的股权，现任公司副董事长；陈再宏直接持有公司本次发行前32%的股权，现任公司董事长、总经理；陈再慰直接持有公司本次发行前27%的股权，现任公司董事。

图 1 公司本次发行后股权结构



数据来源：公司招股意向书、安信证券研究中心

表 1 本次发行前后公司股本结构变化

股东名称	发行前股本结构		发行后股本结构	
	股数（万股）	比例	股数（万股）	比例
一、有限售条件流通股	**6,000**	**100.0%**	**6,000**	**75.0%**
陈云勤	2,220	37.0%	2,220	27.8%
陈再宏	1,920	32.0%	1,920	24.0%
陈再慰	1,620	27.0%	1,620	20.3%
夏培君	120	2.0%	120	1.5%
李则东	48	0.8%	48	0.6%
俞永伟	42	0.7%	42	0.5%
林定余	15	0.3%	15	0.2%
毛天翼	15	0.3%	15	0.2%
二、本次发行流通股			**2,000.00**	**25.0%**
合　计	**6000**	**100.00%**	**8,000.00**	**100.0%**

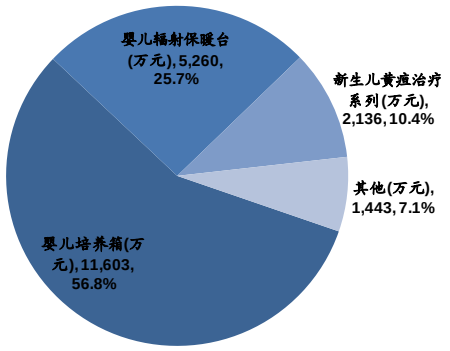
数据来源：公司招股意向书、安信证券研究中心

公司其余5位股东除夏培君外均在公司担任高管，其中李则东担任公司董事、财务总监及董秘；俞永伟担任公司董事、副总经理；林定余担任总经理助理；毛天翼则为公司技术总监。因此，公司的股权结构已经对主要高管形成了良好的激励机制，有利于公司稳定快速发展。

1.2. 婴儿保育设备专业制造商

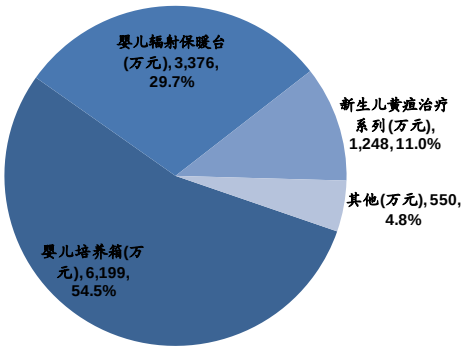
公司是一家国内知名的婴儿保育设备专业制造商、国内婴儿保育设备细分行业的龙头企业。公司为国内婴儿保育设备细分行业中第一家国家级高新技术企业，公司主要产品包括婴儿培养箱、婴儿辐射保暖台、新生儿黄疸治疗设备三大系列。公司的核心产品为婴儿培养箱和婴儿辐射保暖台，属于国家 III 类医疗器械，两者合计占公司营业收入的比重近三年分别为 80.70%、84.68%和 82.01%，主要应用于早产儿、低体重儿、病患儿的急救、运输和护理，系妇产科和儿科基础医疗器械，广泛应用于国内各级医院和乡镇卫生院。

图 2 公司 2011 年收入结构



数据来源：公司招股意向书、安信证券研究中心

图 3 公司 2011 年毛利结构



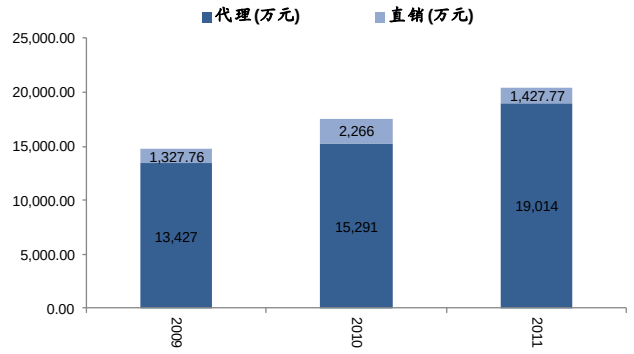
数据来源：公司招股意向书、安信证券研究中心

1.3. 以代理商为主的全国营销网络

经过多年努力，公司已在国内拥有 24 家长期合作代理经销商，并有多家临时合作的代理经销商，基本构建了覆盖全国的营销网络。

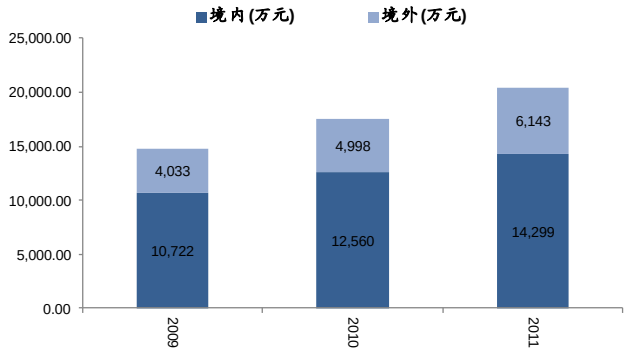
公司产品销售模式主要分为代理和直销，但总体采取“代理经销为主、直销为辅”的销售模式。公司的代理销售，均为买断式代理，而没有佣金式代理，其特点是客户买下货物后，自行定价、自行销售、自负盈亏。公司对国内代理商主要采用款到发货政策，长期合作代理商可以允许拖欠一部分货款，但年底要求结清。

图 4 公司近三年代理和直销收入对比



数据来源：公司招股意向书、安信证券研究中心

图 5 公司近三年境内外销售收入对比



数据来源：公司招股意向书、安信证券研究中心

国际销售方面，公司在俄罗斯、伊朗等国家和地区发展了 40 多家代理商，产品出口到欧洲、亚洲、非洲和南美洲的 100 多个国家和地区。目前，公司国际业务销售收入占公司营业收入的比重大致为 1/3。

2. 行业市场空间相对有限，产品升级换代将是主要驱动力

婴儿保育设备最主要的设备为婴儿培养箱和婴儿辐射保暖台，婴儿培养箱为封闭式结构，婴儿辐射保暖台为开放式结构，婴儿培养箱偏重于婴儿保育功能，婴儿辐射保暖台偏重于急救功能，两者均主要用于早产儿、低体重儿、病患儿等新生儿的急救、护理，属儿科、妇产科基础医疗器械。

表 2 公司主要产品及其功能

医械大类	细分类别	产 品	功 能
III 类	6854 手术室、急救室、诊疗室设备及器具	婴儿培养箱、婴儿辐射保暖台	早产儿、低体重儿、病患儿的急救、护理、运输
II 类	6826 物理治疗及康复设备	新生儿黄疸治疗仪、新生儿黄疸治疗箱、黄疸治疗灯、新生儿黄疸治疗床、远红外加温器、	黄疸儿治疗、加温
	6854 手术室、急救室、诊疗室设备及器具	呼吸复苏（器）囊、婴儿无接触输氧头罩、低压吸引器	新生室息儿的急救、护理
	6864 医用敷料	婴儿光疗防护眼罩	婴儿护理
I 类	6856 病房护理设备及器具	婴儿头部固定架、母婴同室婴儿床	婴儿护理

数据来源：公司招股意向书、安信证券研究中心

2.1. 发达国家婴儿保育设备实现全面普及

目前，婴儿保育设备已经在发达国家实现全面普及，发达国家所有新生儿出生后先要在婴儿培养箱中培养、观察 48 小时，婴儿生命体征正常，才转入普通病床， 一旦生命体征不达标，则需要在婴儿培养箱中、婴儿辐射保暖台、新生儿黄疸治疗仪等婴儿保育设备中进一步培养、治疗。

目前，以美国 GE、德国德尔格、日本阿童木等为代表的行业巨头产品稳定性好、精度高、便捷轻便、工艺先进，在国际市场尤其中高端市场占据主流位置，占全球市场的大部分份额；巴西 Fanem 和戴维医疗等国内厂商的产品略逊于前述国际巨头的产品，以中低端产品为主，高端产品所占全球市场份额较小。

2.2. 国内婴儿保育设备以二代为主

与发达国家相比，发展中国家婴儿保育设备推广较晚，直到 20 世纪 80 年代中后期才在发展中国家医疗机构逐步推广，范围局限于经济腾飞后的相对发达的新兴国家和地区的大中型医疗机构。我国医疗机构目前装备的婴儿保育设备绝大多数为第二代产品，功能单一，稳定性、精度、抗干扰性差，噪音大，不能适应低温环境以及在多种电源直接无缝切换，未来将逐渐被第三代产品所代替，预计目前在用的婴儿保育设备的更新换代，也将催生新一代婴儿保育设备的市场需求。

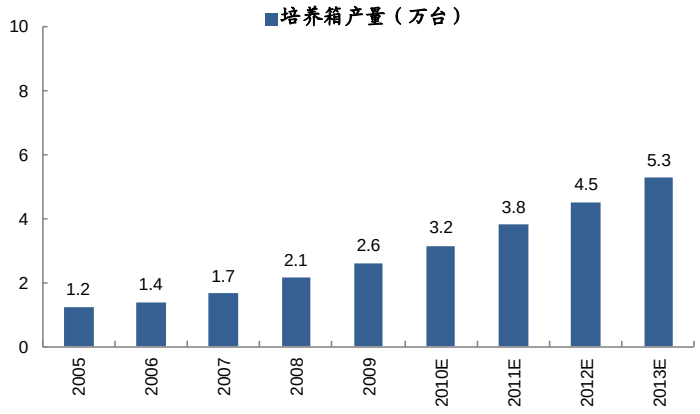
目前，婴儿保育设备行业市场化程度较高，国内婴儿培养箱生产企业主要有 5 家，即戴维医疗、郑州迪生仪器仪表有限公司、上海四菱医用恒温设备有限公司、南京金陵自动调温床有限公司和北京巨龙三优科技有限公司等，国外生产商主要有 GE、德尔格、日本的阿童木医疗株式会社和巴西的 Fanem 公司，国内生产商的产品以中低端为主，为市场主流产品，国外生产商的产品以高端为主，价格昂贵，市场份额较低。

2.3. 国内婴儿保育设备市场规模测算

我们这里首先测算一下行业进入稳定增长阶段的市场规模：以 1600 万/年的新生儿，15%的早产率，早产儿在培养箱待 30 天，正常婴儿 2 天计算，则全国婴儿需要在培养箱的天数为 9920 万天；按照一年 365 天推算，则总共需要 27.2 万台培养箱；如果按照 6 年的使用年限计算，则年需求量为 4.5 万台；考虑到每周清洗，需要增加 1/7 的需求量，另外假设使用率为 80%，则年需求量为 6.5 万台，而 2010 年培养箱的产量已

经达到 3.16 万台。

图 6 国内婴儿培养箱产量及其预测



数据来源：公司招股意向书、安信证券研究中心

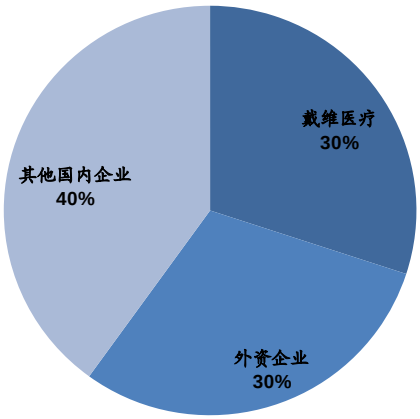
考虑到目前培养箱的存量为 17 万台，且多数为二代培养箱。因此，未来婴儿培养箱市场会在“填平补齐”以及“更新换代”的驱动下实现较快增长。但若干年后，如果行业产品存量达到饱和，产品升级换代也已经完成，加之我国人口人口增长率极低，若无技术驱动产品升级换代，我们预计行业增速将出现下滑。

3. 婴儿保育设备龙头企业

3.1. 公司为国内婴儿保育设备的主要生产商

2010 年公司核心产品婴儿培养箱销量为 9,533 台、婴儿辐射保暖台市场销量 5,621 台；而根据中商情报网统计数据预测，2010 年国内婴儿培养箱需求量为 33,000 台，婴儿辐射保暖台需求量为 14,700 台，故公司为我国婴儿保育设备行业主要生产商。

图 7 国内婴儿保育设备市场份额



数据来源：公司招股意向书、安信证券研究中心

由此推算，公司在婴儿保育设备的市场份额（以销量计算，下同）大致为 30%。且据了解，阿童木等外资企业的市场份额占比累计为 30%，其余 40%的市场份额由其余几家国内企业占领。因此，公司在婴儿保育设备行业的龙头地位较为巩固。

3.2. 公司竞争优势

技术研发优势

公司是国内同行业第一家通过 CMDC 认证、CE 认证的企业。2010 年 11 月，公司的 YP-970 婴儿培养箱获得 CB 认证，TI-2000 运输用培养箱获得 2006 年度宁波市科学技术进步奖三等奖，YP—系列婴儿培养箱获得第十二届全国发明展览会优秀新产品金奖。同时，公司还是国内同行业率先采用减震技术、超低温环境使用技术、交直流多电源自动切换技术、湿度发生器耐高温高压消毒技术、水箱电极无电离现象技术、同步打印技术的企业，其中多项技术为国内首创并独家拥有， 部分产品水平已接近国际先进水平。

产品高性价比优势

公司主导产品为婴儿培养箱、婴儿辐射保暖台、新生儿黄疸治疗设备。是公司历经 20 余年的行业经验和大量客户需求的基础上的行业经验积累的结晶。公司产品具有品质高、性能稳定、易于操作、功能完善及人性化设计，在国内具有较明显的技术和功能优势，公司产品多项核心技术均为国内首创。与国外同行业的高端产品相比，公司产品性能差距较小，但价格远低于国际知名品牌，具有明显的高性价比优势。

快速响应优势 以及完善的售后服务

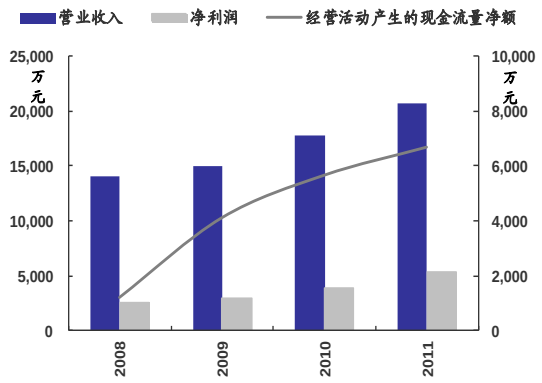
公司坚持市场驱动型的自主创新经营模式，公司销售模式建立了以市场需求为导向的、权责明确、激励到位、运转有效的快速联动机制，使得公司能在准确把握市场需求的同时，从研发、生产和营销的各个环节作出响应，实现快速开发、生产和销售，从而迅速地满足客户的需求。公司具有雄厚的婴儿保育设备研发实力、丰富的行业经验和完善的营销网络，这也为公司快速响应市场需求提供了坚实的基础。

公司在全国有近 40 人的售后服务团队，为全国的客户及时提供免费维护及指导，保证客户产品在使用过程中不存在差错，公司完善的售后服务不仅提升了公司产品使用中的安全有效，也提升了公司产品的美誉度，使得客户买得放心，用得安心，这也是公司产品一直供不应求的重要原因。

4. 公司财务状况分析

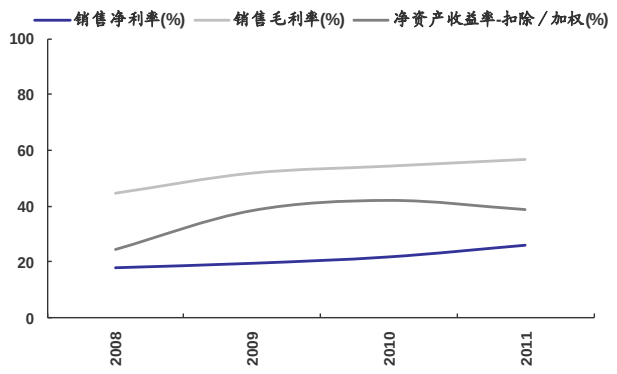
从公司的历史经营情况来看，近三年公司的收入和净利润实现了快速增长。2009-2011 年，公司分别实现营业收入 1.50 亿元、1.78 亿元和 2.07 亿元，年均复合增长率为 17%。其中，婴儿培养箱得益于公司的技术领先及品牌优势，销售收入由 2009 年的 7,634 万元增加至 2011 年的 11,603 万元，CAGR(2009-2011)为 23%；婴儿辐射保暖台销售收入 2010 年较 2009 年增长 23%，2011 年度与 2010 年度销售收入基本持平，达到 5,260 万元。

图 8 公司近年来收入、利润及经营性现金流情况



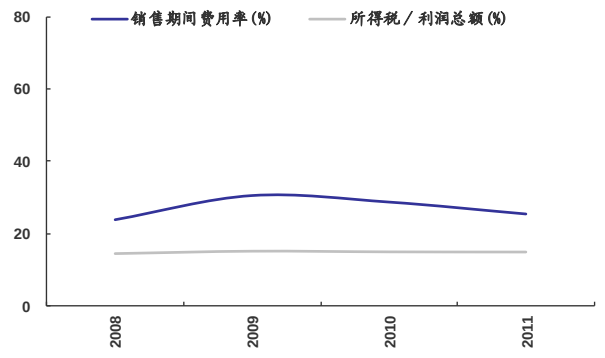
数据来源：公司招股意向书、安信证券研究中心

图 9 公司近年来盈利能力指标



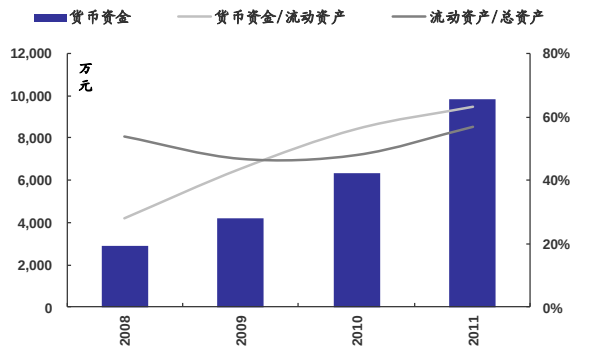
数据来源：公司招股意向书、安信证券研究中心

图 10 公司近年来期间费用率和所得税率



数据来源：公司招股意向书、安信证券研究中心

图 11 公司近年来现金状况及资产结构



数据来源：公司招股意向书、安信证券研究中心

2009-2011 年，公司毛利率水平维持在 50%以上，且逐年提高。2010 年公司毛利率提高的原因主要是婴儿辐射保暖台毛利率大幅提升（由于中标政府采购合同，中标产品附加价值较高，故大幅提升该产品系列毛利率水平）。2011 年公司毛利率继续提高的主要原因是公司三大产品系列毛利率较 2010 年均有所提高，其中尤其以新生儿黄疸治疗系列毛利率提升幅度较大。

2009-2011 年，得益于销售收入快速增长、毛利率的提升以及费用率的下降，公司盈利能力大幅提高，分别实现净利润 2,896 万元，3,859 万元和 5,397 万元，复合增长率为 37%。2009-2011 年，公司分别实现经营活动产生的现金流量净额分别为 4,122 万元，5,678 万元和 6,702 万元，现金流表现十分出色。

表 3 公司近年资本结构、偿债能力和营运能力

主要指标	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
资本结构				
资产负债率(%)	57	61	53	40
流动资产／总资产(%)	54	47	48	57
流动负债／负债合计(%)	99	76	76	100
偿债能力				
流动比率	0.95	1.01	1.17	1.4
速动比率	0.59	0.6	0.74	0.96
息税折旧摊销前利润／负债合计	0.33	0.35	0.47	0.69
经营活动产生的现金流量净额／负债合计	0.11	0.33	0.45	0.6
营运能力				
营业周期(天)	190	204	189	191
存货周转天数(天)	178	194	179	183
应收账款周转天数(天)	12.0	10.8	10.0	8.3
存货周转率(次)	2.0	1.9	2.0	2.0
应收账款周转率(次)	30.0	33.3	36.1	43.4
流动资产周转率(次)	1.4	1.5	1.7	1.5
固定资产周转率(次)	3.5	2.4	2.0	2.3
总资产周转率(次)	0.7	0.8	0.8	0.8

数据来源：公司招股意向书、安信证券研究中心

近三年，公司的资产负债率逐年降低，2011 年为 40%，经营风格较为稳健。近三年，公司流动资产占总资产的比例维持在 40%-60%之间， 2011 年为 57%，资产流动性较好。2009-2011 年，公司的流动比率与速动比率逐年提高，2011 年分别为 1.4 和 0.96。横向对比来看，公司流动比率低于行业平均水平，主要是由于公司负债结构以短期负

债为主，且公司加大固定资产投资建设，非流动资产占比较大；公司速动比率也低于行业平均水平，主要由于公司流动比率较低，且流动资产中存货占比较大。公司应收账款周转天数为 8.3 天，远低于行业平均水平，主要是由于其买断式代理模式采用款到发货的销售模式。这也侧面印证了公司在行业内的强势地位。

5. 募集资金项目分析

公司本次拟申请公开发行人民币普通股 2,000 万股，占发行后总股本的 25%。本次公开发行募集资金将用于公司年产 20,000 台婴儿保育设备扩建项目（以下简称"扩建项目"）、技术研发中心建设、国内外营销网络建设。本次募集资金到位前，公司根据各项目的实际情况，通过自有资金和银行贷款支付上述部分项目投资，募集资金到位后用于项目剩余投资及置换已支付款项。

表 4 公司募集资金项目及投资金额

投资项目	投资预算	T+12 个月	T+18 个月
年产20000 台婴儿保育设备扩建项目	13,394	8,362	5,032
技术研发中心项目	3,000	3,000	
国内外营销网络建设项目	2,214.6	2,214.6	
其他与主营业务相关的营运资金项目	-		-

数据来源：公司招股意向书、安信证券研究中心

公司本次发行募集资金拟投入的三个项目均为公司主要业务的延伸、拓展及加强：

"年产 20,000 台婴儿保育设备扩建项目"是对现有产能的扩大，以提高公司的生产能力，改变公司目前产能不足的局面。"扩建项目"的投产将迅速提升公司的产能，完善公司产品结构，生产更多满足客户需求的产品。

表 5 公司近三年产能利用率情况

项 目	2009	2010	2011
产能（台）	15,000	20,000	20,000
产量（台）	18,543	18,885	21,780
产能利用率	123.62%	94.43%	108.90%
销量（台）	17,842	19,259	20,651
产销率	96.22%	101.98%	94.82%

数据来源：公司招股意向书、安信证券研究中心

"研发中心建设"项目是对公司技术体系和产品研发能力的加强与补充，技术创新是企业核心竞争力的源泉。研发能力的增强将促进公司开发新产品，从而在技术领域走在同行业的前列，为未来的竞争取得优势。

"国内外营销网络建设"是对公司现有销售模式的改善和提升，公司现有的代理制营销模式为公司发展初期取得良好的销售业绩发挥了重要作用。公司提出实施本项目，将以开发国际市场业务为主，维护国内代理销售体系为辅，继续提升公司品牌形象和市场竞争力，以支撑公司快速发展，继续保持公司在国内医疗器械婴儿保育设备产品领域的优势

6. 盈利预测与估值

6.1. 盈利预测

我们的盈利预测假设如下：

1、 营业收入：考虑到目前婴儿培养箱行业仍然处于"填平补齐"以及"更新换代"阶段，我们预计行业增速仍然维持在较高水平，但行业增速会逐渐下滑；我们假设婴儿培养箱未来三年的收入增速为 18%、16%和 15%，婴儿辐射保暖台未来三

年的收入增速为 12%、10%和 10%，新生儿黄疸治疗系列由于新产品推出，假设其未来三年仍将保持快速增长。

2、毛利率：由于公司未来重点开发高端产品，故我们假设婴儿培养箱和婴儿辐射保暖台的毛利率均小幅提升；新生儿黄疸治疗系列由于行业竞争较为激烈，假设其毛利率未来三年将出现下滑。

表 6 公司盈利预测假设（单位：万元）

产品大类	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
婴儿培养箱	7,634	9,572	11,603	13,692	15,883	18,265
收入增长率		25.4%	21.2%	18.0%	16.0%	15.0%
毛利率	51.8%	52.0%	53.4%	54.0%	54.5%	55.0%
婴儿辐射保暖台	4,454	5,474	5,260	5,891	6,480	7,128
收入增长率		22.9%	-3.9%	12.0%	10.0%	10.0%
毛利率	54.3%	62.4%	64.2%	64.5%	65.0%	65.0%
新生儿黄疸治疗系列	1,345	1,430	2,136	2,776	3,470	4,338
收入增长率		6.3%	49.3%	30.0%	25.0%	25.0%
毛利率	38.9%	42.8%	58.4%	56.0%	54.0%	53.0%
其他	1,321	1,081	1,443	1,659	1,908	2,194
收入增长率		-18.2%	33.4%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利率	55.2%	50.9%	38.1%	40.0%	40.0%	40.0%
合计	**14,755**	**17,558**	**20,442**	**24,019**	**27,741**	**31,925**
收入增长率		**19.0%**	**16.4%**	**17.5%**	**15.5%**	**15.1%**
毛利率	**51.7%**	**54.4%**	**55.6%**	**55.8%**	**55.9%**	**55.9%**

数据来源：公司招股意向书、安信证券研究中心

按照上述假设，我们预测公司 2012-2014 年营业收入分别同比增长 17.5%、15.5%、15.1%，CAGR(2011-2014)为 16.0%。2012-2014 年摊薄后 EPS 分别为 0.82 元、1.01 元和 1.18 元，净利润同比增长 21.2%、23.5%、17.3%，CAGR(2011-2014)为 20.6%。

6.2. 估值

从估值水平来看，数据显示，15 家 A 股医疗器械类上市公司 2011 年平均市盈率为 42 倍，2012 年平均预测市盈率为 30 倍。如果剔除九安医疗、冠昊生物、尚荣医疗以及华润万东等 4 家 PE 值显著偏高的企业，则剩余 11 家 A 股医疗器械类上市公司 2011 年平均市盈率为 32 倍，2012 年平均预测市盈率为 23 倍。

从业绩成长性来看，数据显示，15 家 A 股医疗器械类上市公司净利润 CAGR(2011-2013)为 31%。如果剔除前述 4 家公司，则剩余 11 家 A 股医疗器械类上市公司净利润 CAGR(2011-2013)为 30%.

相较前述上市公司，戴维医疗的成长性并不突出，且所处行业市场空间有限，我们建议询价区间为 12.3-16.4 元，相当于 2012 年 PE15-20 倍；上市首日目标价为 16.4-20.5 元，相当于 2012 年 PE20-25 倍。

表 7 A股医疗器械公司估值水平

证券代码	证券简称	PE(2011)	PE(2012E)	净利润 CAGR(2011-2013)
002223.SZ	鱼跃医疗	34	25	34.4%
002432.SZ	九安医疗	70	49	39.1%
002551.SZ	尚荣医疗	62	41	55.0%
300003.SZ	乐普医疗	24	19	21.0%
300030.SZ	阳普医疗	42	26	29.3%
300171.SZ	东富龙	25	19	29.7%
300206.SZ	理邦仪器	33	24	35.4%
300216.SZ	千山药机	32	18	57.5%
300238.SZ	冠昊生物	86	66	28.7%
300246.SZ	宝莱特	34	27	26.3%
300273.SZ	和佳股份	38	26	40.4%
300298.SZ	三诺生物	37	28	30.3%
600055.SH	华润万东	58	48	21.0%
600529.SH	山东药玻	18	14	25.1%
600587.SH	新华医疗	36	24	44.9%
合计		**42**	**30**	**31.0%**

数据来源：公司招股意向书、安信证券研究中心　数据日期：2012-04-16
注：部分上市公司未公布年报，故其 2011 年市盈率为预测市盈率；
净利润 CAGR(2011-2013)采用 wind2013 年净利润一致预期数据与 2011 年年报数据推算而得，2011 年净利润如未公布则采用 wind2011 年净利润一致预期数据

7. 风险因素

产品质量控制风险；代理商管理风险。

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2012-04-16

利润表	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	**177.7**	**206.7**	**242.9**	**280.6**	**322.9**
减: 营业成本	81.4	89.8	107.3	123.8	142.3
营业税费	1.7	2.0	2.3	2.7	3.1
销售费用	14.7	15.3	18.0	20.5	23.2
管理费用	30.0	32.3	38.9	42.1	47.8
财务费用	6.1	4.6	-0.5	-3.0	-4.0
资产减值损失	-0.4	-	1.0	1.0	1.0
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-
营业利润	**44.2**	**62.7**	**76.0**	**93.5**	**109.4**
加: 营业外净收支	1.2	0.7	1.0	1.5	2.0
利润总额	**45.4**	**63.4**	**77.0**	**95.0**	**111.4**
减: 所得税	6.8	9.5	11.5	14.3	16.7
净利润	**38.6**	**54.0**	**65.4**	**80.8**	**94.7**
资产负债表	**2010**	**2011**	**2012E**	**2013E**	**2014E**
货币资金	63.6	98.6	346.4	348.4	351.8
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	6.5	6.7	7.9	9.2	10.5
应收票据	-	-	-	-	-
预付帐款	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
存货	41.8	49.6	59.7	69.8	81.5
其他流动资产	-	-	-	-	-
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-	-
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	91.4	86.4	115.3	144.8	173.1
在建工程	-	1.5	30.9	42.6	43.5
无形资产	31.9	31.3	33.9	41.0	52.3
其他非流动资产	0.1	-	5.6	6.0	6.2
资产总额	**236.9**	**275.7**	**601.2**	**663.2**	**720.4**
短期债务	55.0	35.0	61.9	64.9	51.7
应付帐款	25.6	23.6	27.5	31.0	34.9
应付票据	-	-	-	-	-
其他流动负债	15.9	22.8	25.4	28.7	32.4
长期借款	30.0	-	-	-	-
其他非流动负债	-	-	-	-	-
负债总额	**126.6**	**111.5**	**114.8**	**124.7**	**119.1**
少数股东权益	-	-	-	-	-
股本	60.0	60.0	80.0	80.0	80.0
留存收益	50.3	104.2	421.1	473.6	535.2
股东权益	**110.3**	**164.2**	**501.1**	**553.6**	**615.2**
现金流量表	**2010**	**2011**	**2012E**	**2013E**	**2014E**
净利润	38.6	54.0	65.4	80.8	94.7
加: 折旧和摊销	9.0	9.1	9.1	12.1	15.4
资产减值准备	-0.4	-	1.0	1.0	1.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	5.8	4.7	-0.5	-3.0	-4.0
投资收益	-	-	-	-	-
少数股东损益	-	-	-	-	-
营运资金的变动	-6.5	-0.8	-4.8	-4.6	-5.5
经营活动产生现金流量	**56.8**	**67.0**	**70.2**	**86.3**	**101.7**
投资活动产生现金流量	**-28.5**	**-5.0**	**-76.0**	**-61.0**	**-56.0**
融资活动产生现金流量	**-5.6**	**-26.6**	**272.1**	**-18.2**	**-37.6**

财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
成长性					
营业收入增长率	18.6%	16.3%	17.5%	15.5%	15.1%
营业利润增长率	43.1%	42.0%	21.1%	23.2%	17.0%
净利润增长率	33.3%	39.8%	21.2%	23.5%	17.3%
EBITDA 增长率	44.3%	29.0%	10.8%	21.4%	17.8%
EBIT 增长率	41.3%	34.1%	12.0%	20.0%	16.5%
NOPLAT 增长率	32.8%	31.2%	10.9%	20.4%	16.7%
投资资本增长率	16.8%	-0.7%	80.6%	24.0%	16.6%
净资产增长率	38.6%	48.9%	205.1%	10.5%	11.1%
利润率					
毛利率	54.2%	56.5%	55.8%	55.9%	55.9%
营业利润率	24.9%	30.3%	31.3%	33.3%	33.9%
净利润率	21.7%	26.1%	26.9%	28.8%	29.3%
EBITDA/营业收入	33.3%	36.9%	34.8%	36.6%	37.4%
EBIT/营业收入	28.3%	32.6%	31.1%	32.3%	32.7%
运营效率					
固定资产周转天数	178	155	149	167	177
流动营业资本周转天数	12	17	35	50	53
流动资产周转天数	212	235	424	542	487
应收帐款周转天数	10	8	6	6	6
存货周转天数	82	80	81	83	84
总资产周转天数	448	446	650	811	771
投资资本周转天数	247	228	272	339	353
投资回报率					
ROE	35.0%	32.9%	13.1%	14.6%	15.4%
ROA	16.3%	19.6%	10.9%	12.2%	13.1%
ROIC	39.7%	44.5%	49.7%	33.2%	31.2%
费用率					
销售费用率	8.2%	7.4%	7.4%	7.3%	7.2%
管理费用率	16.9%	15.6%	16.0%	15.0%	14.8%
财务费用率	3.4%	2.2%	-0.2%	-1.1%	-1.2%
三费/营业收入	28.5%	25.2%	23.2%	21.2%	20.8%
偿债能力					
资产负债率	53.4%	40.4%	18.6%	18.4%	16.2%
负债权益比	114.8%	67.9%	22.9%	22.5%	19.4%
流动比率	1.17	1.40	3.62	3.44	3.74
速动比率	0.74	0.96	3.10	2.88	3.05
利息保障倍数	8.27	14.52	150.91	30.18	26.36
分红指标					
DPS(元)	-	-	0.25	0.30	0.36
分红比率	0.0%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
股息收益率					
业绩和估值指标	**2010**	**2011**	**2012E**	**2013E**	**2014E**
EPS(元)	0.48	0.64	0.82	1.01	1.18
BVPS(元)	1.84	2.74	6.26	6.92	7.69
PE(X)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PB(X)	-	-	-	-	-
P/FCF	-	-	-	-	-
P/S	-	-	-	-	-
EV/EBITDA	-	-	-	-	-
CAGR(%)	27.9%	20.6%	18.5%	16.1%	15.0%
PEG	-	-	-	-	-
ROIC/WACC	9.3	10.5	11.7	7.8	7.3
REP	-	-	-	-	-

资料来源：安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

邹敏，首席行业分析师。毕业于南京大学生物工程系，上海交通大学 MBA。4 年医药行业工作经历和 6 年证券研究经历。2011 年 6 月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

邹敏声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

朱贤	**上海联系人**	**张勤**	**上海联系人**
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
凌洁	**上海联系人**	**黄方禅**	**上海联系人**
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
梁涛	**上海联系人**	**周蓉**	**北京联系人**
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
马正南	**北京联系人**	**潘冬亮**	**北京联系人**
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
胡珍	**深圳联系人**	**李国瑞**	**深圳联系人**
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳
深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海
上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京
北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034