



# 监护仪稳定增长，透析产品是亮点

## ——宝莱特（300246）调研快报

2012年5月25日

推荐/首次评级

宝莱特

调研快报

宋凯	医药行业分析师	执业证书编号: S1480512040001
	电话: 010-66554087	E-mail: songkai@dxzq.net.cn

### 事件:

我们近期调研了宝莱特，与公司领导交流了产品及经营情况。宝莱特原有主业是医用监护仪，我们认为公司这块业务未来增速将比较稳定，2-3年的平均增速在20%左右，其中出口业务具有更高的业绩弹性。从长期来看，公司作为监护仪市场第二梯队成员，未来面临的市场竞争将比较激烈。未来透析产品将是公司重点发展领域，目前该行业处于快速增长时期，公司具备先发优势，这块业务是公司未来亮点。

### 观点:

- 预计国内监护仪市场未来竞争加剧，相比之下出口市场弹性更大。**公司现有主营业务是医用监护仪设备，从目前行业竞争格局来看，以飞利浦、通用医疗和迈瑞国际为代表的公司是市场的第一梯队，其在资本实力、研发实力和销售渠道上占据绝对优势，占据了国内市场的大部分份额。公司属于行业内第二梯队，与第一梯队相比，公司在资金和规模上不具优势，但公司凭借小巧灵活的特点，在细分领域具备了差异化优势，其研发和技术更贴近客户的需求。2011年公司主要产品常规一体式监护仪收入和毛利率双双下滑，收入为1亿元，同比下降了9%；毛利率为46.91%，同比减少了2.75个百分点。插件式监护仪收入大幅增长，收入达到2761万元，同比增长了146%，毛利率62.97%，同比减少了4.76个百分点。公司目前监护产品销售策略是通过产品差异化引导医院消费，即以插件式监护仪推广销售为主，希望通过插件式监护仪替代一体式监护仪，成为常规监护仪的主流，我们预计未来公司插件式监护仪的销售将逐步提升，占医疗监护收入的比例不断增大。从区域情况来看，2011年中南和西南地区增速很快，预计2012年西南地区还能保持高速增长。我们认为国内监护仪市场未来总体趋势是竞争愈发的激烈，价格竞争将使公司产品盈利能力很难保持目前状态。相比之下，出口业务具有较大的弹性，今年一季度公司监护仪出口业务约有10%左右的增长，2011年公司出口业务合计下滑了约9%，其中美洲市场下滑了43%，其中主要是墨西哥市场订单大幅下降，同时也有2010年基数较高的原因。从目前来看，2012年出口情况比较正常，预计全年能实现同比20%左右的增速。
- 血透领域将成为未来公司重镇。**今年4月份公司以1900万元增资并收购了挚信鸿达60%的股权，该公司主要产品为血液透析耗材，包括血液透析干粉和血液透析浓缩液（透析粉液）。根据公司的未来3年规划，公司增长主要依靠两方面，第一来自于内生性增长，主要靠现有业务实现，预计现有业务未来3年平均增速在20%左右；第二依靠血透产品增长，预计2012年血透粉液的收入达到3000万元左右，未来公司新增资源将主要向血透领域倾斜，争取2-3年时间内该项业务的快速成长。
- 血透行业目前处于快速成长阶段，未来2-3年争取成为龙头之一。**国内具有透析粉液生产资质的企业在20家左右，大部分市场份额集中在其中的7、8家企业手里，挚信鸿达是其中一家。目前我国的血透产品行业处于高速成长的时期，现在市场份额较大的7、8家企业还没有哪家占据绝对优势，我们预计在经过2-3年的发展，将形成寡头垄断的格局。目前行业的进入壁垒主要是注册证，新进

入者要取得注册证，这一周期大概需要 2-3 年时间，届时行业的竞争格局已经基本形成，如果没有强大的资金和渠道支持，将很难打破竞争格局。我们认为目前宝莱特具备先发优势，挚信鸿达 2011 年收入规模超过 2000 万元，公司收购后拟在国内几个人口大市进行产能扩展，以点带面，带动周边 2 个省的透析粉液销售。我们估计我国目前透析粉液的终端规模在 6-8 个亿左右，宝莱特作为上市公司，在透析粉液领域具有一定资金优势，我们预计在公司未来的大力支持下，公司或在未来 2-3 年内成为透析粉液领域的龙头之一。

### 盈利预测与投资评级：

我们预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 1.04 元、1.30 元和 1.66 元，对应动态 PE 分别为 27 倍、21 倍和 17 倍，公司原有监护仪业务增速稳定，透析粉液产品是未来亮点，我们给予公司 2012 年 35 倍估值，对应未来 6 个月目标价 36 元，潜在上涨空间约为 35%，首次给予公司“推荐”评级。

### 风险提示：

出口业务波动风险；透析粉液低于预期。

图表 1：宝莱特盈利预测（单位：万元）

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	<b>14,363</b>	<b>15,810</b>	<b>21,515</b>	<b>27,371</b>	<b>34,204</b>
<b>增长率</b>	38.85%	10.07%	36.08%	27.22%	24.96%
<b>营业成本</b>	7,461	8,279	11,557	14,741	18,497
<b>毛利率</b>	48.05%	47.64%	46.28%	46.14%	45.92%
<b>营业税金及附加</b>	98	181	247	314	393
<b>销售费用</b>	1,948	2,236	2,960	3,534	3,985
<b>管理费用</b>	1,540	2,081	3,034	3,772	4,529
<b>财务费用</b>	128	-197	-516	-512	-458
<b>期间费用率</b>	25.18%	26.06%	25.46%	24.82%	23.55%
<b>资产减值损失</b>	-119	60	40	37	45
<b>营业利润</b>	<b>3,307</b>	<b>3,170</b>	<b>4,193</b>	<b>5,485</b>	<b>7,215</b>
<b>增长率</b>	68.25%	-4.13%	32.27%	30.81%	31.53%
<b>加：营业外收入</b>	461	653	750	709	787
<b>减：营业外支出</b>	11	2	2	3	5
<b>利润总额</b>	<b>3,757</b>	<b>3,821</b>	<b>4,941</b>	<b>6,191</b>	<b>7,997</b>
<b>增长率</b>	55.27%	1.71%	29.30%	25.30%	29.16%
<b>减：所得税</b>	458	444	593	728	949
<b>所得税率</b>	12.18%	11.61%	12.00%	11.76%	11.87%
<b>净利润</b>	<b>3,299</b>	<b>3,378</b>	<b>4,348</b>	<b>5,463</b>	<b>7,047</b>
<b>减：少数股东损益</b>	0	0	120	200	300
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>3,299</b>	<b>3,378</b>	<b>4,228</b>	<b>5,263</b>	<b>6,747</b>
<b>增长率</b>	61.68%	2.38%	25.18%	24.48%	28.20%
<b>基本每股收益(元)</b>	<b>1.10</b>	<b>0.98</b>	<b>1.04</b>	<b>1.30</b>	<b>1.66</b>

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 分析师简介

---

### 宋凯

制药工程专业硕士，研究方向为药物的有机合成。先后任职于天相投顾和中邮证券。2011 年加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究 2 年，医药生物行业研究员。

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。