

传统订单在下半年 值得期待

投资要点:

- 公司市场占有率达 30%，III 类医疗器械，市场准入条件高。
- 五大看点推动公司业绩持续增长
- 政府对基层医疗保育设备投入增加，传统订单在下半年

报告摘要:

- **公司是婴儿保育设备龙头企业。**公司目前是国内最大的婴儿培养箱生产企业，约占市场份额的 30%。由于婴儿培养箱和婴儿辐射保暖台是 III 类医疗器械，市场准入条件高，加上技术、人才、资金的壁垒，基本上也不会有新的竞争者加入。而公司覆盖全国的营销网络、快速响应优势、完善的售后服务体系确立了为公司在市场上国内婴儿保育设备龙头地位。
- **五大看点推动公司业绩持续增长:** 1.产品结构的升级，高端产品所占比重逐年提高。2.海外市场网络建设将推动公司产品在国外销售增长持续。3.新医改政策和国家对基层持续的投入将促进婴儿保育设备在基层的快速增长。4.国内医疗器械行业每年 20%-30%的复合增长。5.上市带动品牌知名度的提升。
- **政府对基层医疗保育设备投入增加，具有可持续性。**四川省政府下拨了专项资金投入婴幼儿保育设备，每个县 90 万元，戴维医疗在四川地区投入早，售后服务力度大，市场占有率非常高。就一季度的高增长，我们调研了各地戴维的经销商，除了广西认为一季度的增长是由于“广西地区三年一次的医院招标形成的，认为今年增长不可持续”之外，其他各地经销商都认为政府对基层保育设备的投入、戴维医疗上市的品牌效应和全行业景气程度使戴维医疗今年全年都将保持高增长，未来几年也继续会有政府的政策和资金扶持。
- **盈利预测。**公司主要产品销售有一定的季节性，下半年业绩高于上半年。我们预测 2012-2014 年净利润分别为 0.85、1.10 和 1.34 亿元，同比增速分别为 56.64%、30.11%和 21.47%，实现 EPS 分别为 1.06、1.37、1.67 元，对应 PE 分别为 24、19 和 15 倍。

医药行业

分析师:

黄立军 (S1180209070180)

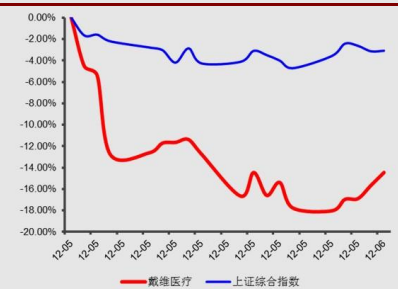
联系人:

卫雯清

电话: 010-88085985

Email: weiwenqing@hysec.com

市场表现



数据来源: Wind

主要指标

收盘价	25.58
一年内最高/最低	30/23.73
总股本/ 流通 A 股 (万股)	8000/1600
B 股/H 股(百万股)	0.0/0.0

数据来源: Wind

(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营收入	177.69	206.74	268.76	327.89	401.09
(+/-)%	18.63%	16.35%	30.00%	22.00%	22.32%
净利润	38.59	53.97	84.54	109.99	133.61
(+/-)%	33.27%	39.85%	56.64%	30.11%	21.47%
EPS (元,摊薄)	0.48	0.67	1.06	1.37	1.67

（一）国内婴儿保温设备供应商龙头

公司是专业从事医疗器械的研制、生产和销售的高新技术企业，主要有婴儿培养箱、婴儿辐射保暖台、新生儿黄疸治疗仪等三大类别四十多种产品，均属 II、III 类医疗器械，其中运输用婴儿培养箱为国内首创，目前国内仅公司具有生产该类产品的能力。

公司建有完备的质量控制体系，目前公司各种规格型号的婴儿培养箱、婴儿辐射保暖台、新生儿黄疸治疗仪（床）均通过了德国 TUV 公司的 CE 认证。自公司产品面世以来的二十多年间，从未因公司产品质量问题发生一起医疗事故。

表 1：公司四大优势：

公司优势	体现
品牌优势	持续经营近 20 年，累计销售 20 多万台产品 广泛应用于国内 31 个省的各级医院 国际市场已发展 40 多家代理商 上市之后推动品牌进一步提升
市场优势	公司具备年产 2 万台的设备的生产规模，在国内名列前茅 覆盖全国的营销网络 快速响应优势 完善的售后服务体系
研发优势	公司拥有专利 47 项，多项技术均为国际领先、国内首创 拥有多个系列的新产品研发立项 国内同行业第一家通过 CMDC 认证、CE 认证的企业
性价比优势	原材料及产品标准均向国际企业看齐 产品功能完善、性能稳定。自公司产品面世二十多年，从未因公司产品质量问题发生一起医疗事故 与国际高端产品相比，产品性能差距小，价格是国际知名品牌的 1/2 到 1/3

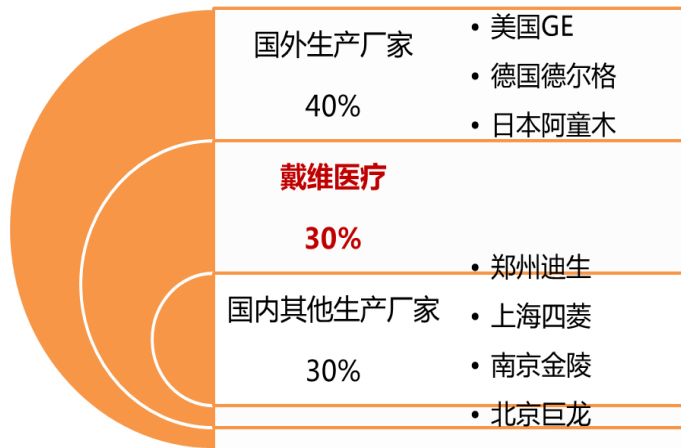
资料来源：宏源证券

（二）市场份额占国内的三分之一，市场准入条件高

公司目前是国内最大的婴儿培养箱生产企业，约占市场份额的 30% 左右；另有约 40% 的市场份额被国外企业如日本的阿童木、美国 GE、德国的德尔格等企业占领；国内的郑州迪生、上海四菱、南京金陵和北京巨龙则瓜分了剩余的市场。

由于婴儿培养箱和婴儿辐射保暖台是 III 类医疗器械，市场准入条件高，加上技术、人才、资金的壁垒，戴维公司的国内竞争者除郑州迪生 2003 年建立以外，其他的几个公司和戴维一样在业内都已经成立十年以上，未来基本上也不会有新的竞争者加入。而公司覆盖全国的营销网络、快速响应优势、完善的售后服务体系确立了为公司在市场上国内婴儿保育设备龙头地位。

图 1：国内竞争格局



资料来源：宏源证券

表 2：婴儿保育设备产品竞争情况表

	生产过程	供货/售后服务	客户
戴维医疗	产品部件尤其是关键零部件以自行设计加工为主；外协作，外购件为辅，关键点质量控制有保障；关键零部件多由先进的进口电子贴片机，数控机床等组成的加工生产流水线生产，辅助的外协件加工有严格的质量控制手段；拥有先进的产品部件模具自主开发能力、条件；	供货：以款到即发货为基本原则，常年保证整机、部件的最低库存量控制。国外特殊订单，从接单到发货一般时间为7-10天；主要以代理商销售为主，实行分销售片区、有专门的服务队伍进行管理，有计划地定期上门服务；售后服务：组建有专业的售后服务队伍，响应非常迅速；国内外销售份额均较大	终端用户几乎覆盖了各省级以上妇儿专业或专科三甲医院，省级以下基层医院广泛使用；国外销售主要分布于发展中国家，部分产品销往欧美等发达国家地区；
国外竞争对手	以外协作外购部件组装为主，但相关质量约束有保障；拥有国际一流的电子、机械加工生产流水线；拥有国际一流的产品部件模具开发条件；	由境内一级代理商实行分销制服务管理；多以销定产，交货期很长；	在国内终端用户主要为各省级以上妇儿专业或专科三甲医院；国外销售竞争中，主要为欧美等发达国家和地区
国内竞争对手	传统加工设备及手段组织生产，以外协件外购件组装为主；	多由自行直接销售为主，以代理商销售为辅；多以销定产，较大的订单交货期会较长；	各自周边市场，基层医院使用为主；国外销售主要分布于发展中和不发达国家、地区；

资料来源：招股说明书，宏源证券

（三）公司未来业绩增长点：

产品结构的升级，高端产品所占比重逐年提高

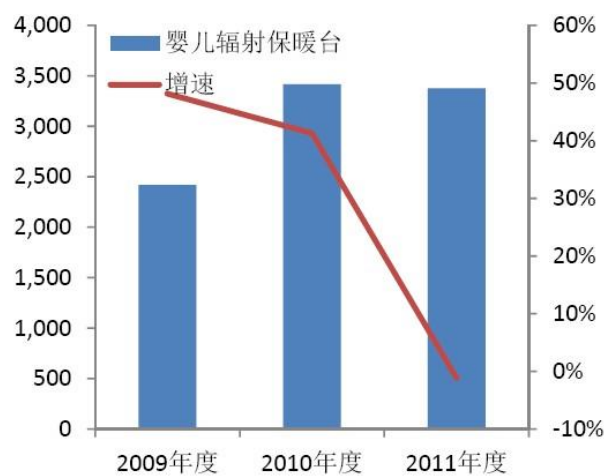
公司目前系列中高端产品明显比低端产品增长快，占比逐渐提高，如高端 YP-2000 型婴儿培养箱，市场报价在 10 万元左右，明显高于目前普及的 2-4 万元的普通培养箱，近三年来该产品的年销量则从 113 台增长到 735 台；公司独家研发的 TI-2000 运输型培养箱，市场报价高达 13 万，09-11 年该产品的复合增速为 44%；新生儿黄疸治疗箱 XHZ-90 型，增加了双面辐照和肤温监测功能，与普通型相比，市场报价则从 6000-1.5 万元提高到了 2.58 万。随着高端产品销量的逐渐增加，我们认为即使公司总产量维持不变，业绩仍有望保持 20% 以上的增长。

图 2：婴儿培养箱收入及增速



资料来源：wind，宏源证券

图 3：婴儿辐射保暖台收入及增速



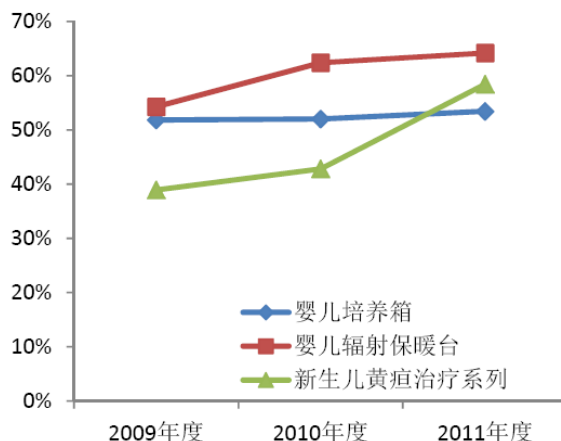
资料来源：wind，宏源证券

图 4：新生儿黄疸治疗设备收入及增速



资料来源：wind，宏源证券

图 5：产品毛利率逐年升高



资料来源：wind，宏源证券

海外市场网络建设将推动公司产品在国外销售增长持续

过去公司并没有致力于建立国外营销网络，多数是被动接受国外的定制或者由贸易公司对外销售，整个外销收入仅占总收入的 25%。近两年来，公司高端产品在国际市场上销量增长迅速，特别是高端产品在国外的销量增长已是国内的数倍，公司已认识到海外市场的巨大潜力，例如 YP2000 型婴儿培养箱在国外的销量 2010 年是国内的 5 倍，2011 年是国内的 7 倍；TI2000 型婴儿培养箱在国外的销量 2010 年是国内的 1.5 倍，2011 年是国内的 2 倍多。因此公司计划分别在巴西的圣保罗、秘鲁的利马、中东的迪拜、阿尔及利亚的阿尔及尔、马来西亚的吉隆坡、乌克兰的基辅、南非的约翰内斯堡、加拿大的温哥华等地区建立网络，扩大国际市场份额。随着对开拓海外市场力度的加大，这必将会推动公司产品销量的快速增长。

FANEM 作为巴西本土最大的婴儿培养箱生产厂家，占领近 80% 的巴西市场，公司与它的竞争主要集中在南美洲范围内。由于巴西对中国医疗器械关税很高，所以未来戴维将准备在巴西建立一个组装部分，进口零部件在巴西本地组装，降低产品在巴西的价格，提

高产品竞争力和在整个南美的辐射能力。

公司产品研发及申报坚持采用欧洲国际电工委员会 (IEC) 标准, 从而获得了欧洲许多国家的认可。公司产品在原材料的选择上也坚持向高端产品看齐, 并且通过签署一些排他性协议, 使得公司产品质量得以持续领先国内其他竞争对手。例如公司产品使用的有机玻璃罩的原材料: 有机玻璃完全从德国 dekusa 进口, 由于公司采购 10 万套, 已与国内加工商宁波凯凯公司签订了排他性协议, 在婴儿保育设备企业中只能供应本公司使用。另外, 公司使用的传感器都是 GE 公司协议单独提供, 直流电机也是委托专业单位开发, 可将设备噪音降低到 45 分贝, 而国际标准则是 60 分贝。

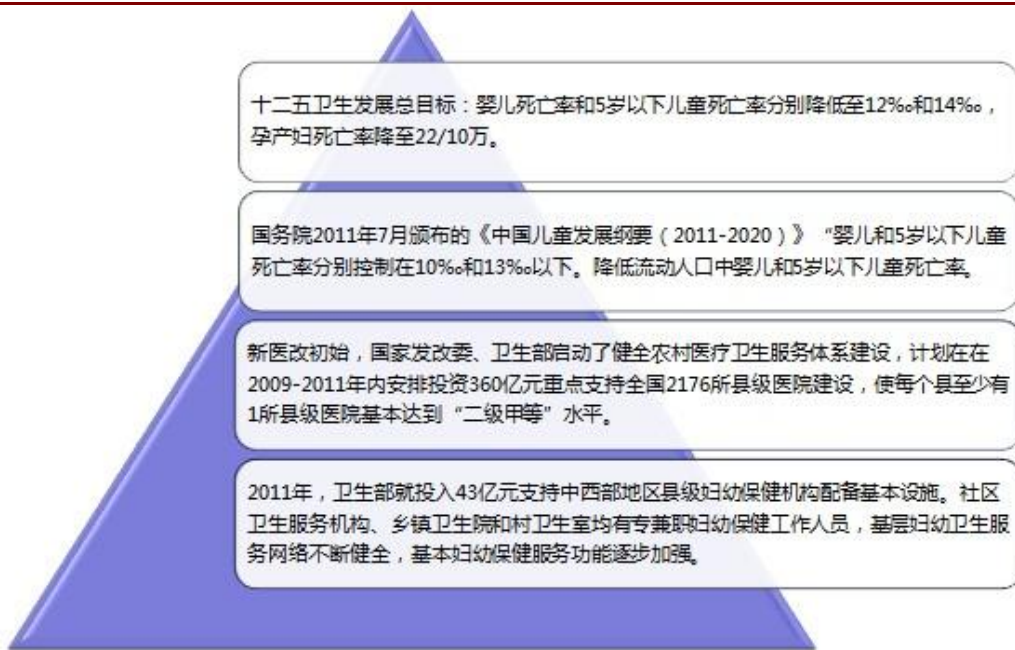
公司产品逐渐销往瑞士、德国等发达国家, 特别是瑞士进口了戴维的原件进行贴牌组装。戴维的产品在欧美国家得到认可, 更是说明产品质量已经达到国际一流水准。

新医改政策和国家对基层持续的投入将促进婴儿保育设备在基层的快速增长

新医改政策和国家对基层持续的投入将促进婴儿保育设备在基层的快速增长。不考虑 60 多万个村卫生室, 我国医疗机构的数量约 29 万家, 但县级医院及乡镇卫生院等配备婴儿保温箱数量还不多, 尤其是中西部地区的县级医院配备更少。

2011 年, 卫生部就投入 43 亿元支持中西部地区县级妇幼保健机构配备基本设施, 即使未来每个乡镇医院仅配备两台设备, 其市场空间就可翻一番。随着国家对基层尤其是中西部的持续投入, 婴儿保育设备在国内的增长前景广阔。

图 6: 新医改和国家对基层的持续投入



资料来源: 宏源证券

国内医疗器械行业每年 20%-30%的复合增长

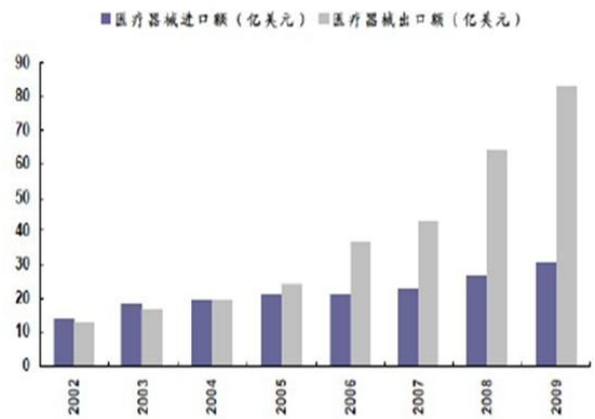
我国是世界上增速最快的医疗器械市场, 2011 年销售收入超过 1300 亿元, 尤其在多种中低端医疗器械产品方面, 产量居世界第一; 2009 年新医改政策推行以来, 国内尤其是基层的医疗卫生机构设备的更新换代需求正在逐步释放, 使中国成为了巨大的医疗器械消费市场。2005 年-2011 年, 我国医疗器械行业销售收入增速较快, 平均增速为 23%。

图 7: 国内医疗设备销售收入增速



资料来源: wind, 宏源证券

图 8: 医疗器械进出口额



资料来源: 海关总署, 宏源证券

(四) 盈利预测和估值

一季度实现高增长

2012 年一季度公司实现主营收入 0.66 亿元, 比上年同期增长 40.47%。实现净利润 0.2 亿元, 比上年同期增长 107.13%, 扣非增长 86%, 实现每股收益 0.34 元。无论是海外市场还是国内市场增速都很快。

就一季度的高增长, 我们调研了各地戴维的经销商, 除了广西认为一季度的增长是由于“广西地区三年一次的医院招标形成的, 随着招标的结束, 认为今年增长不可持续”之外, 其他各地经销商都认为政府对基层保育设备的投入、戴维医疗上市的品牌效应和全行业景气程度使戴维医疗今年全年都将保持高增长, 未来几年也会继续会有政府的政策和资金扶持。四川省政府甚至下拨了专项资金投入婴幼儿保育设备, 每个县 90 万元, 戴维医疗在四川地区投入早, 售后服务力度大, 市场占有率非常高。

表 3: 各地经销商对一季度增长的看法

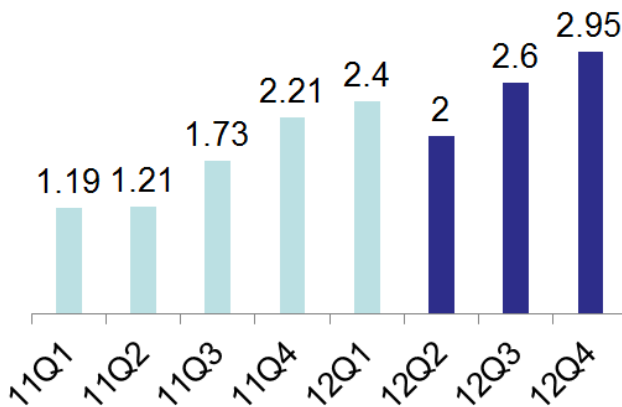
地区	看法
北京	公司作为国内婴幼儿保育设备龙头, 拥有一流的售后服务和销售体制, 随着戴维医疗的上市, 品牌效应将更加明显, 加上县级医院投入的加大, 例如河北省投入专项资金进行妇幼保健设备采购, 认为今年将维持高增长。
山西	整体婴幼儿保育设备行业一季度增长都在 30% 左右, 对品牌、质量、售后都很出色的戴维来说增长 40% 表示可以理解。加上山西省政府今年对妇幼保健设备的投入, 认为今年全年 40% 的增长将持续。
甘肃	去年国家对妇幼保健机构配备设施的专项经费下拨才到位, 进入集中采购期, 所以一季度甘肃地区实现了高增长, 认为高增长不可能持续整年, 但是认为每年都会有专款下拨。
广西	广西省三年一次的医院招标刚刚开始, 一季度实现高增长, 其中 1-3 月份销售金额 180 万元, 4-5 月份销售 120 万元。随着招标的结束, 认为今年增长不可持续。
四川	省政府下拨了专项资金投入婴幼儿保育设备, 每个县 90 万元, 戴维医疗在四川地区投入早, 售后服务力度大, 市场占有率非常高, 认为今年高增长将持续, 未来也会继续会有政府投入。

资料来源: wind, 宏源证券

下半年是公司传统订单高峰期

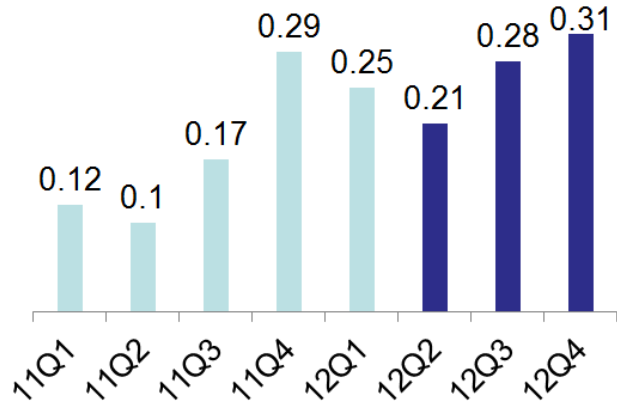
公司主要产品销售和经营业绩的实现具有一定的季节性,正常情况下,四季度销售额最高,一、二季度销售额相对较低。公司销售受季节性因素影响主要有以下原因:(1)保温是公司产品的一个重要性能,因此,公司产品在下半年的凉爽气节或室内气温较低时需求量增长较快;(2)公司国内终端客户以国内大中型公立医院为主,并涵盖国内各级医院。主要终端客户一般遵守严格预算管理制度,通常在年初制定采购计划,然后经历方案审查、立项批复、请购批复、招投标、合同签订等程序,年度开支下半年一般较上半年偏多;(3)在国内,婴儿的出生率在下半年较高。近三年下半年占全年营业收入比重分别为 55.04%、58.34%和 57.70%。

图 9: 11-12 年度税前利润预测 (单位: 千万元)



资料来源: wind, 宏源证券

图 10: 11-12 年预测 EPS(单位: 元)



资料来源: 海关总署, 宏源证券

我们预测 2012-2014 年净利润分别为 0.85、1.10 和 1.34 亿元,同比增速分别为 56.64%、30.11%和 21.47%, 实现 EPS 分别为 1.06、1.37、1.67 元, 对应 PE 分别为 24、19 和 15 倍。

表 4: 毛利率和营业收入对公司业绩的敏感性分析

毛利率	56.40%	56.70%	57.00%	57.30%	57.60%	57.90%
26%	1.01	1.02	1.02	1.03	1.04	1.05
28%	1.02	1.03	1.04	1.05	1.06	1.07
30%	1.04	1.05	1.06	1.06	1.06	1.06
32%	1.06	1.06	1.06	1.06	1.06	1.06
34%	1.06	1.06	1.06	1.10	1.11	1.11
36%	1.09	1.09	1.10	1.11	1.12	1.13

资料来源: wind, 宏源证券

后续产品:

新产品婴儿呼吸机正在送审,之后将等待生产许可证和生产批文,由于这个产品的核心部件都是国外垄断的,一旦戴维医疗研发成功并生产,将填补国内空白。

表 5: 公司主营收入及成本预测

利润表 (单位:百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	177.69	206.74	268.76	327.89	401.09
减: 营业成本	81.44	89.83	115.51	137.56	167.66
营业税金及附加	1.71	2.00	2.60	3.17	3.88
营业费用	14.65	15.26	16.13	17.38	22.06
管理费用	30.00	32.28	37.63	45.90	56.15
财务费用	6.07	4.64	-2.56	-5.53	-5.85
资产减值损失	-0.35	0.01	0.01	0.01	0.01
营业利润	44.18	62.72	99.45	129.40	157.18
加: 其他非经营损益	1.21	0.72	0.00	0.00	0.00
利润总额	45.39	63.44	99.45	129.40	157.18
减: 所得税	6.79	9.47	14.92	19.41	23.58
净利润	38.59	53.97	84.54	109.99	133.61
归属母公司股东净利润	38.59	53.97	84.54	109.99	133.61
EPS (摊薄)	0.48	0.67	1.06	1.37	1.67
资产负债表 (单位:百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	54.23	86.69	312.76	356.44	430.32
应收和预付款项	8.05	8.21	16.53	13.50	23.21
存货	41.78	49.58	69.14	72.23	100.07
固定资产和在建工程	91.38	87.95	200.30	272.64	316.99
无形资产和开发支出	31.92	31.33	27.92	24.52	21.11
其他非流动资产	0.10	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	227.46	263.76	626.65	739.32	891.70
短期借款	55.00	35.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	32.18	34.51	47.86	50.54	69.32
长期借款	30.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.00	30.00	30.00	30.00	30.00
负债合计	117.18	99.51	77.86	80.54	99.32
股本	60.00	60.00	80.00	80.00	80.00
资本公积	37.56	37.56	317.56	317.56	317.56
留存收益	12.72	66.69	151.22	261.22	394.82
归属母公司股东权益	110.28	164.25	548.78	658.78	792.38
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	110.28	164.25	548.78	658.78	792.38
负债和股东权益合计	227.46	263.76	626.65	739.32	891.70
现金流量表 (单位:百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营性现金净流量	57.44	67.54	77.50	116.15	125.03
投资性现金净流量	-28.53	-5.00	-120.00	-80.00	-60.00
筹资性现金净流量	-5.61	-26.65	268.56	7.53	8.85
现金流量净额	23.04	35.53	226.06	43.68	73.88

机构销售团队

华北 区域	牟晓凤	李倩	王燕妮	张瑶	
	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88083561 liqian@hysec.com	010-88085993 wangyanni@hysec.com	010-88013560 zhangyao@hysec.com	
华东 区域	张璐	赵佳	奚曦	孙利群	李岚
	010-88085978 zhangjun3@hysec.com	010-88085291 zhaojia@hysec.com	021-51782067 xixi@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	02151782236 lilan@hysec.com
华南 区域	夏苏云	贾浩森	罗云	赵越	孙婉莹
	13631505872 xiasuyun@hysec.com	010-88085279 jjahaosen@hysec.com	010-88085760 luoyun@hysec.com	18930809316 zhaoyue@hysec.com	0755-82934785 sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉	胡玉峰			
	010-88085842 qinhan@hysec.com	010-88085843 huyufeng@hysec.com			

免责声明:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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。