

经营稳健，毛利率持续提升

增持 维持

投资要点:

- 📖 总体财务指标稳定，未来毛利率将进一步提升
- 📖 竞争优势在于价格和售后，增长点在于产品结构升级和新产品上市
- 📖 二胎政策将成为公司股价催化剂

报告摘要:

- **主营增长稳定，毛利率进一步提升。**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。主营业务收入稳定，一季度收入增速 1.52%，利润同比增长 12.5%。今年一季度较去年相比减少了一个国外订单，导致业绩略低于预期。一季度销售费用率为 15.14%，较去年全年的 22.44% 下降，原因是四季度都是费用率最高，加上去年业绩好，很多超额完成奖励政策在年底集中兑现，导致去年四季度销售费用大幅提高，预计今年费用率将会有所下降。
- **未来增长点在于产品结构升级和新产品的研发上市。**企业上市之后也在考虑使用超募资金并购医疗器械企业，同时加大对国外市场推进力度。1、公司正在寻找一些合适的领域例如医用耗材领域进行拓展。2、加快产品更新换代的步伐，目前已研发出第四代婴儿培养箱；同时正在研发培养箱相关产品，例如婴儿复苏器，价格 3000-5000 元，主要使用在儿科 ICU 病房，预计下半年通过认证。3、加大对国外市场推进力度，今年公司主要推进地区是印度、印尼、伊朗和委内瑞拉，公司上市之后对业绩要求增长也比较在意，因此今年以来在全球各地参加展会的频率增多，国外销售占比从上市的 30% 提高到现在的 40%，出口的压力主要在于人民币升值。
- **盈利预测与评级。**公司经营稳健，从年初至今公司净利润增长的主要原因由于超募资金带来的利息收入。我们预计公司 13-15 年 EPS 为 0.55、0.69 和 0.85，同比分别增长 20%，25% 和 22%，对应估值分别为 31、25 和 20 倍，关注二胎放开给公司带来的投资性机会，维持增持评级。

主要经营指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	206.74	255.79	281.37	323.57	372.11
增长率	16.35%	23.72%	10.00%	15.00%	15.00%
归母净利润(百万)	53.97	73.87	88.51	110.83	135.42
增长率	39.85%	36.87%	19.83%	25.21%	22.20%
每股收益	0.337	0.462	0.55	0.69	0.85
市盈率	50.40	36.82	30.73	24.54	20.09

医药研究组

分析师:

卫雯清(S1180512080003)

电话: 010-88085985

Email: weiwending@hysec.com

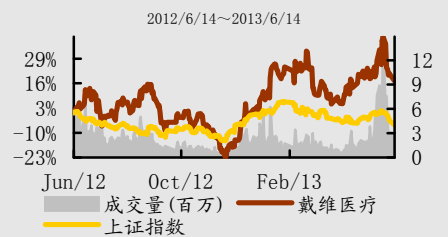
研究助理:

王晓锋

电话: 010-88013569

Email: wangxiaofeng@hysec.com

市场表现



相关研究

《常山药业：原料药到制剂企业的华丽转身》

2013/6/4

《益佰制药：县级医院增长加速，费用率保持稳定》

2013/5/27

《天士力：品种、研发和销售齐头并进》

2013/5/14

《医改政策方向决定行业发展》

2013/5/8

《静待政策落实，看好未来发展》

2013/5/1

《云南白药：大健康战略持续推进》

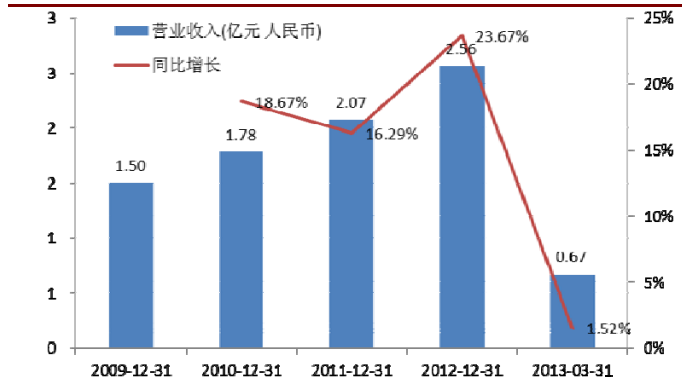
2013/5/1

《中新药业：主营稳定，中美史克无一次性收益》

2013/4/27

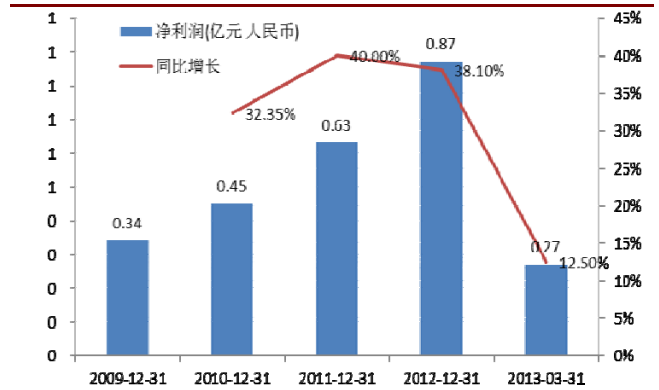
公司总体财务指标稳定，未来毛利率将进一步提升。一季度销售费用率为 15.14%，较去年全年的 22.44%下降的原因是：每年四季度都是费用率最高的时候，加上去年业绩比较好，很多超额完成奖励政策在年底集中兑现，导致去年四季度销售费用大幅提高。预计今年费用率将会有所下降。总体费用率在募投项目投产之前（15 年初）都不会有太大变化，销售费用主要包括差旅费、工资、展会费（一年 200 万左右）。管理费用绝对数未来将一直会比较稳定。随着公司高档设备收入占比的提高，未来毛利率有进一步提高的可能。

图 1: 营业收入和同比增长



资料来源：宏源证券

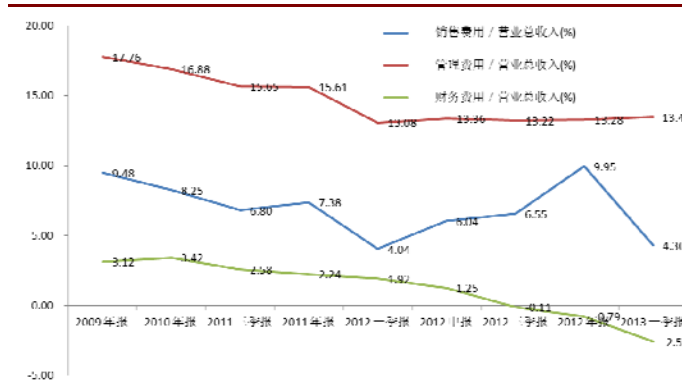
图 2: 净利润及同比增长



资料来源：宏源证券

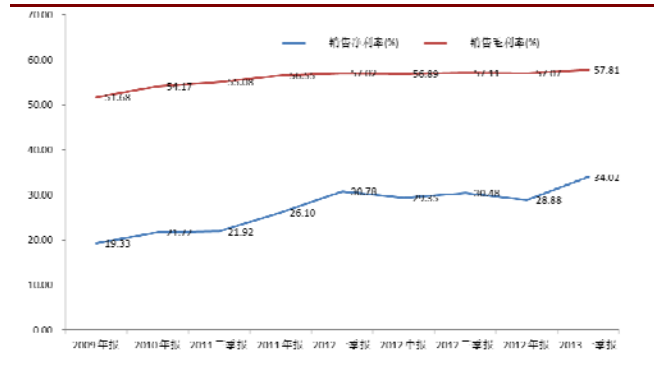
公司竞争优势在于价格和售后服务。1、相比较国外无售后服务而言，公司有销售人员 60 人，其中 40 个人专门跑各地销售，负责产品培训，设备清洗和一年内配件的免费更新。2、政府招投标的项目主要看技术指标是否能达到要求，因此喜欢价格比较合理的国产品牌，外加县级医院的大规模建设期结束，也需要配置婴儿保温箱等设备。

图 3: 公司三费率



资料来源：宏源证券

图 4: 销售净利率和毛利率



资料来源：宏源证券

募投项目预计 15 年上半年获批生产，之后将会加大销售网络建设。基建是从 12 年 10 月份开始，土建已完成 50%，预计 14 年底完成建设，15 年上半年获批生产。新产能达产后，公司将会加大销售网络的建设，到时候费用率将会有一定提高。公司 11 年产能 2 万台，12 年通过加班和引进机械化的方式已经达到 2.3 万台生产规模。公司订单集中在下半年，因此上半年会有很多存货。

利润表 (单位:百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	206.74	255.79	281.37	323.57	372.11
减: 营业成本	89.83	109.81	120.14	136.23	154.05
营业税金及附加	2.00	2.86	3.15	3.62	4.16
营业费用	15.26	25.44	27.01	29.77	32.00
管理费用	32.28	33.98	37.68	36.89	39.07
财务费用	4.64	-2.02	-10.98	-13.55	-16.74
资产减值损失	0.01	0.25	0.24	0.24	0.24
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	62.72	85.48	104.13	130.38	159.32
加: 其他非经营损益	0.72	1.65	0.00	0.00	0.00
利润总额	63.44	87.13	104.13	130.38	159.32
减: 所得税	9.47	13.26	15.62	19.56	23.90
净利润	53.97	73.87	88.51	110.83	135.42
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	53.97	73.87	88.51	110.83	135.42
资产负债表 (单位:百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	86.69	462.26	558.34	690.54	842.18
应收和预付款项	8.21	11.36	16.50	13.94	19.43
存货	49.58	45.04	47.38	46.57	41.46
其他流动资产	0.00	0.08	0.08	0.08	0.08
固定资产和在建工程	87.95	83.11	76.07	68.97	61.80
无形资产和开发支出	31.33	31.57	28.05	24.53	21.02
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	263.76	633.42	726.43	844.64	985.97
短期借款	35.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	34.51	41.33	45.83	53.21	59.12
其他负债	30.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	99.51	41.33	45.83	53.21	59.12
股本	60.00	80.00	80.00	80.00	80.00
资本公积	37.56	383.53	383.53	383.53	383.53
留存收益	66.69	128.55	217.07	327.89	463.32
归属母公司股东权益	164.25	592.09	680.60	791.43	926.85
股东权益合计	164.25	592.09	680.60	791.43	926.85
负债和股东权益合计	263.76	633.42	726.43	844.64	985.97
现金流量表 (单位:百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营性现金净流量	67.54	95.02	85.60	119.15	135.39
投资性现金净流量	-5.00	-4.30	-1.00	-1.00	-1.00
筹资性现金净流量	-26.65	289.37	11.48	14.05	17.24
现金流量净额	35.53	379.82	96.08	132.20	151.64

作者简介:

卫雯清: 宏源证券医药行业分析师, 中国科学技术大学生物学硕士。主要研究覆盖公司有红日药业、戴维医疗、康缘药业、中新药业等。

机构销售团队

区域	姓名	手机号	手机号	邮箱
华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	吴蓓		18621102931	wubei@hysec.com
华南区域	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越	0755-33968162	18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
	周迪	0755-33352262	15013826580	zhouidi@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款:

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。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。