

经营稳健，所得税率拉低利润增速

增持 维持

投资要点:

公司发布2014年半年报，上半年收入同比增0.95%至1.13亿元，扣非净利润同比下降24.57%至2757万元，经营活动现金流净额同比增101%至1275万元，EPS为0.17元，同比下降26.09%。其中2014Q2实现收入5401万元，同比增20.10%，归母净利润1171万元，同比下降17.36%。低于我们的预期。

报告摘要:

- 主营同比变动不大，税收处理短期拉低利润增速。**公司产品主要包括婴儿培养箱、婴儿辐射保暖台和新生儿黄疸治疗设备。上半年，培养箱营收为6479万元，同比增长8.44%，保暖台营收为2524万元，同比下降8.9%。黄疸治疗仪实现收入817万元，同比下降30.19%。主要是因市场需求导致产品销售结构发生变动。由于公司高新技术企业资格即将到期需重新认定，上半年所得税暂按25%计提，此项会计处理影响净利润439万左右，扣除此部分影响，净利润同比下降12.56%，按25%所得税率拉低净利润增速12个百分点。
- 毛利率保持稳定，期间费用率同比上升5.7%，销售净利率同比下降8.35%。**报告期内，公司主要产品收入与成本同比变动趋于一致，整体毛利率保持稳定。但职工薪酬、差旅费和交际应酬费同期增幅较大，外加利息收入同比降幅较大，拉高了公司期间费用额，使期间费用率同比增幅较大。现金流净额同比大幅增长，是由于销售商品、提供劳务收到的现金增加较多所致。
- 现有产品预计保持平稳增长，新产品助力未来发展。**考虑到妇幼保健等机构设备阶段性采购高峰已过及公司产品医院覆盖率不断提升，我们预计婴儿培养箱和婴儿辐射保暖台等产品未来一段时间实现高速增长难度较大。二胎政策放开的大背景下，产妇年龄和环境等多因素导致早产儿的比例一定程度增加，成为推动公司现有产品保持稳定增加重要动力。新产品方面，目前有15个在研目，空氧混合器已取得注册证开始投放市场，二合一暖箱、T型复苏器等新产品即将申报注册。子公司维尔凯迪已于14年5月份取得医疗器械生产许可证，后续将介入腹部外科和泌尿肛肠外科等一次性手术器械领域。一系列新产品的陆续开发上市将为公司后续发展提供有力保障。
- 盈利预测及评级。**预计14-16年的EPS分别为0.41、0.47和0.58，对应的PE分别为54、47和38倍，维持增持评级。

医药生物研究组

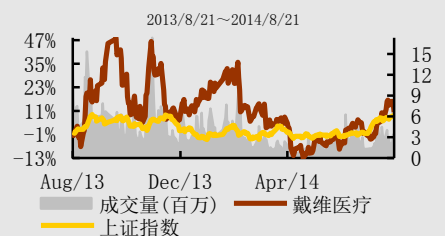
分析师:

王晓锋(S1180512120001)

电话: 010-88085975

Email: wangxiaofeng@hysec.com

市场表现



相关研究

- 《楚天科技：后GMP时代，新业务有望持续发力》 2014/8/21
- 《医药周报：特殊审评通道，加速新药审批》 2014/8/17
- 《贵州百灵：基药效应初显，静待银丹发力》 2014/8/11
- 《太龙药业：巩固饮片业务，进军CRO领域》 2014/8/10
- 《天士力：医药工业维持高增长》 2014/8/10
- 《泰格医药：临床研究类业务保持高速增长》 2014/8/7
- 《精华制药：拟收购金丝利药业，进军生物药领域》 2014/7/28

风险提示。二胎政策实施进度低于预期，高新技术企业重新认定。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	255.79	217.25	241.54	280.29	339.83
增长率(%)	23.72	-15.07	11.18	16.04	21.24
归母净利润(百万)	73.87	64.07	65.00	75.40	92.41
增长率(%)	36.87	-13.26	1.44	16.01	22.56
每股收益	0.92	0.40	0.41	0.47	0.58
市盈率	32.38	74.67	54.31	46.81	38.19

盈利预测（单位：百万元）

资产负债表	2013A	2014E	2015E	2016E	利润表	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	445	498	559	645	营业收入	217	242	280	340
应收票据及账款	0	0	0	0	营业成本	99	105	121	145
应收账款	1	1	1	1	营业税金及附加	2	2	3	3
预付款项	1	1	2	2	销售费用	21	29	34	41
其他应收款	1	1	1	1	管理费用	33	40	46	56
存货	50	41	55	52	财务费用	-12	-10	-11	-13
其他流动资产	1	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0
固定资产	81	105	116	114	营业利润	74	75	88	108
在建工程	40	30	20	20	营业外收支净额	1	1	1	1
无形资产	30	27	23	20	税前利润	75	76	89	109
长期待摊费用	0	0	0	0	减：所得税	11	11	13	16
资产总计	662	717	791	870	净利润	64	65	75	92
短期借款	0	0	0	0	减：少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	29	27	35	34	归母净利润	64	65	75	92
预收款项	3	5	8	8	EPS	0.40	0.41	0.47	0.58
其他应付款	2	1	1	1	EPS(稀释)	0.40	0.41	0.47	0.58
其他流动负债	0	0	0	0	财务指标	2013A	2014E	2015E	2016E
长期借款	0	0	0	0	成长性				
其他非流动负债	0	0	0	0	营收增长率	-15.1%	11.2%	16.0%	21.2%
负债合计	34	33	43	43	EBIT 增长率	-25.6%	4.6%	16.6%	23.9%
股东权益合计	628	684	748	827	净利润增长率	-13.3%	1.4%	16.0%	22.6%
现金流量表	2013A	2014E	2015E	2016E	盈利性				
净利润	64	64	75	92	销售毛利率	54.6%	56.6%	56.8%	57.5%
非现金损益	9	20	23	25	销售净利率	29.5%	26.9%	26.9%	27.2%
营运资本减少	-16	7	-6	2	ROE	10.2%	9.5%	10.1%	11.2%
其他经营活动现金流	-1	-11	-12	-14	ROIC	39.70%	29.77%	34.28%	41.81%
经营活动现金流	57	81	80	105	估值倍数				
投资活动现金流	-49	-29	-19	-19	PE	55.1	54.3	46.8	38.2
融资活动现金流	-28	1	1	0	P/S	16.2	14.6	12.6	10.4
现金净变动	-20	53	61	86	P/B	5.62	5.16	4.72	4.27
期初现金余额	478	445	498	559	股息收益率	0.8%	0.3%	0.3%	0.4%
期末现金余额	445	498	559	645	EV/EBITDA	43.3	35.4	29.9	24.1

作者简介:

王晓锋: 宏源证券研究所医药行业研究员，毕业于北京大学药学院，2012年加入宏源证券，主要从事医药生物领域上市公司研究。

机构销售团队

机构销售团队					
公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		滕宇杰	010-88085297	18618343994	tengyujie@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		奚曦	021-65051190	13621861503	xixi@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	wuxiaoyin@hysec.com
		赵然	021-65051230	18658849608	zhaoran@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
孙婉莹		0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com	
周迪		0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com	
机构	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	上海保险/私募	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@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。