

血透和可穿戴医疗提升估值

买入 首次

目标价格：30 元

报告摘要:

- **外延和内生并举，如火如荼涉足血透行业。**尿毒症患者不断增长，随国内着医保制度的完善，越来越多的患者将有能力接受正规血透治疗，我们估计13年国内血透市场规模达160亿元，并以20%速度增长。血透行业产业链长，公司自2012年通过收购透析粉液企业开始介入，通过收购和自主研发，已在全国各地对透析机，透析针管，透析器和透析粉液进行了全面布局，其中透析粉液已经贡献业绩。随着透析机和透析器研发生产推进，公司逐渐打通了血透行业全产业链，未来有望充分享受行业的爆发式发展。
- **与医院深入合作是目前公司最有效的发展路径。**宝莱特以医疗监护仪起家，在该领域建立起强大的医院渠道网络。而从国内血透行业龙头企业山东威高的发展历程看，其通过免费或者低价提供透析机以换取该医院所有血透耗材的独家供应权，在近两年迅速放量，但在独立经营血透中心的实践并不顺利。我们认为，宝莱特在产品结构和医院渠道方面的强大实力，有望在短时间内迅速扩大其在血透行业的份额。
- **专业性助力可穿戴医疗领域立足。**公司7月份公布第一款可穿戴医疗产品育儿宝，是目前国内极少数获得二级医疗器械注册证的产品。可穿戴医疗行业在国内蓬勃发展，腕表，手环等充斥市场，但专业性不足，多定位于消费类电子。而公司依托20年来在医疗器械领域积累的经验，其产品将真正实现医学功能，在纷杂的市场中建立自己的品牌，并后续有望衍生出各类互联网大数据等应用，市场空间广阔。
- **盈利预测：**我们预计公司14-16年EPS 0.25元，0.35元和0.50元，我们看好公司产品未来巨大的发展空间。但考虑到市盈率估值较高，先期给予目标价30元，首次给予公司买入评级。
- **风险：**血透产品和可穿戴医疗产品推广低于预期。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	182.29	234.83	286	393	526
增长率(%)	15.29	28.83	21.7	37.4	34
归母净利润(百万)	36.51	28.92	36	51	73
增长率(%)	8.08	-20.77	24.9	40.6	43.8
每股收益	0.50	0.20	0.25	0.35	0.50
市盈率	77.21	194.91	97	69	48

中小市值公司研究组

首席分析师:

王凤华(S1180511010001)

电话: 010-88013568

Email: wangfenghua@hysec.com

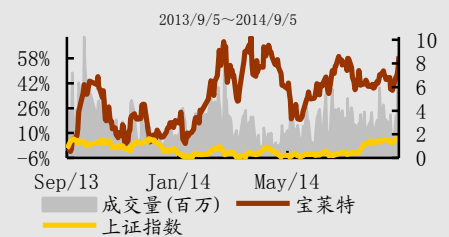
高级分析师:

虞瑞捷(S1180514070001)

电话: 010-88013605

Email: yuruijie@hysec.com

市场表现



相关研究

- 《北大医药：北医航母 疾速前行》
2014/9/4
- 《中小市值周报 20140831》
2014/9/2
- 《首航节能：定增补充资金，发展空间巨大》
2014/9/1
- 《天成控股：坚定看好转型互联网金融前景》
2014/8/31
- 《勤上光电：积极进取，竞争优势将持续强化》
2014/8/27
- 《中文传媒：上半年业绩稳步增长》
2014/8/27
- 《神雾环保：多管齐下 扭亏为盈 业绩起飞在即》
2014/8/27

目录

一、公司加速进军血透和可穿戴医疗领域.....	4
二、外延和内生并举，如火如荼涉足血透行业.....	5
政策扶持促进行业发展.....	6
发病人数和渗透率双增，行业空间广阔.....	7
血液透析产业链各部分竞争格局各异.....	9
透析机：外企主导，国内发展迅速.....	9
透析器：短时间内单卖难以广泛推广.....	10
透析针管和粉液：国内企业主导.....	11
以山东威高为鉴，与医院合作成为宝莱特短期最可行路径.....	12
发挥专业优势，可穿戴医疗产品扎实推进.....	14
盈利预测.....	17
风险.....	17

插图

图 1: 宝莱特收入与归母净利润 (百万元)	4
图 2: 宝莱特各业务毛利构成 (百万元)	4
图 3: 公司股权结构	4
图 4: 血透主要设备	6
图 5: 发病人数与渗透率双增 (百万人)	8
图 6: 国内治疗人数与发达国家差距明显 (人/百万)	8
图 7: 国内血透行业空间 160 亿元, 并以年均 20% 增长	9
图 8: 血透机保有量及新增需求量 (万台)	10
图 9: 血透机主要生产厂商	10
图 10: 血透机进口量 (单位: 千台)	10
图 11: 各血透机生产商市场占有率	10
图 12: 威高股份收入与净利润 (亿元)	12
图 13: 血透机与血透耗材收入 (亿元)	12
图 14: 威高股份血液透析器产量 (百万个)	13
图 15: 威高透析机 13 年实现盈利 (百万元)	13
图 16: 国内移动医疗各领域市场规模 (亿元)	14
图 17: 可穿戴医疗设备市场专业医疗厂商占比低	15
图 18: 育儿宝产品	15
图 19: 国内出生人口千万以上, 公司产品空间巨大 (万)	16

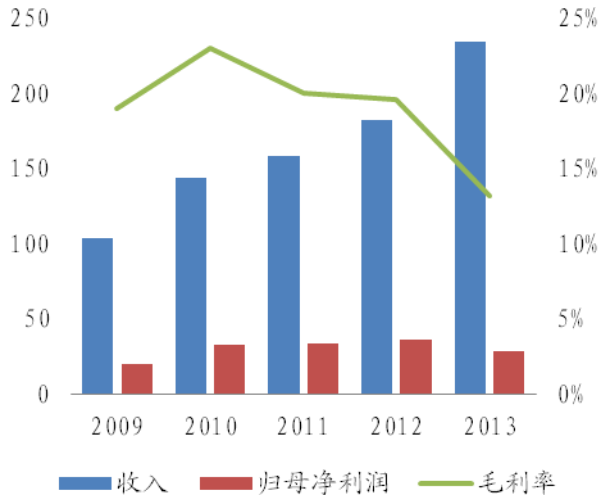
表格

表 1: 宝莱特最近几年对外投资的情况	5
表 2: 近几年国家血透及医保政策	6
表 3: 单次血透各部分成本构成及毛利	8
表 4: 中国血透机保有量估计	9
表 5: 国内当前血透器需求量	11
表 6: 透析粉成分及对应透析液配制方法	11
表 7: 血透行业三种发展模式的比较	13
表 8: 威高股份独立血透中心发展历程	13
表 9: 育儿宝性能	16
表 10: 分项盈利预测 (百万元)	17

一、公司加速进军血透和可穿戴医疗领域

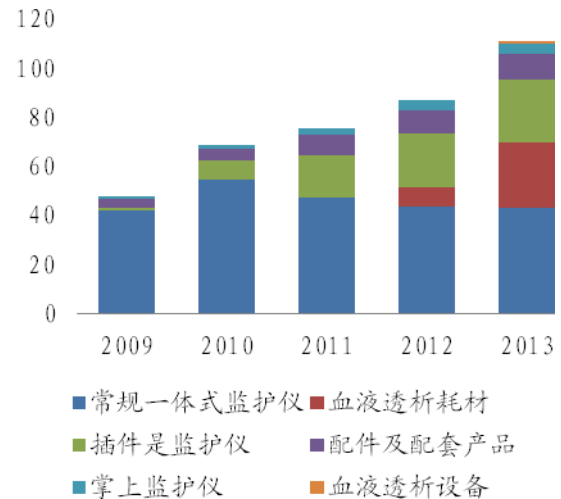
公司地处珠海，是专业从事医疗监护仪生产销售的企业，主营产品包括掌上护理机，常规一体化监护仪和插件式监护仪等。公司 2011 年 7 月于创业板上市。

图 1：宝莱特收入与归母净利润（百万元）



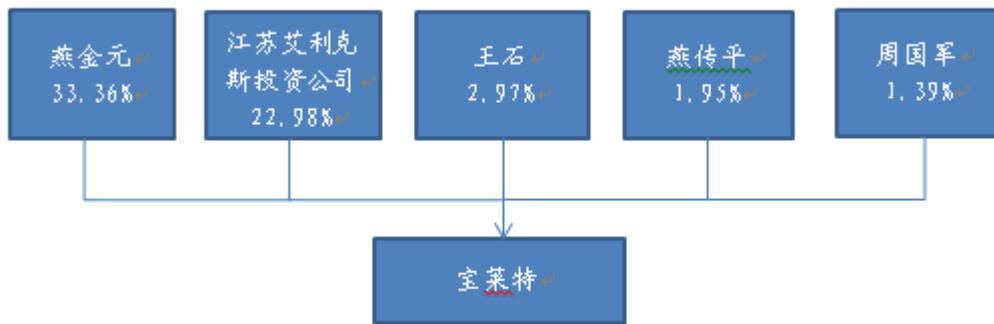
资料来源：wind

图 2：宝莱特各业务毛利构成（百万元）



资料来源：wind

图 3：公司股权结构



资料来源：wind

近年来，公司在立足于医疗监护仪的基础上，开始积极通过内生和外延发展涉足血液透析行业，通过收购了透析粉液，透析机等一系列标的，初步打通了整个血透产品产业链。其中，为完善透析粉，液在全国的布局，公司收购了挚信宏达，辽宁恒信，并在天津，南昌等地设厂。同时，还收购了主营透析针，管的博奥天盛和透析机的重庆多泰。

表 1: 宝莱特最近几年对外投资的情况

时间	项目	主要资产	持股比例	交易价格 (万元)	公司预计		备注
					2015 年净 利润(万元)	完全达产后的 净利润(万元)	
2014.7	博奥天盛	增资	70%	1900	78	\	主营透析管路和穿刺针
2014.3	微康科技	投资设立全资子公司	100%	500	\	\	主营智慧家庭保健医疗和可穿戴医疗产品
2013.12	常州宝莱特	投资设立全资子公司	100%	500	\	\	主营透析液与透析粉
2013.12	血液透析耗材产业化建设项目	设立全资子公司南昌宝莱特负责该项目	100%	8653.17	0	3095	项目主营生产血液透析干粉及透析浓缩液产品,预计 2018 年达产
2013.8	血液透析耗材产业化建设项目	设立全资子公司天津宝莱特负责该项目	100%	6573	0	3613	项目主营生产血液透析干粉及透析浓缩液产品,预计 2018 年达产
2013.6	恒信生物	收购 100% 股权并增资	100%	2656	622	\	项目主营透析粉及透析液。其中 1456 万用于收购其 100% 股权, 1200 万用于增资
2013.1	重庆多泰	收购其 100% 股权并增资	100%	1200	90	\	该项目主营透析机, 其中 550 万用于收购其 100% 股权, 650 万用于增资
2012.5	攀信宏达	收购其 60% 的股权, 成为其控股股东	60%	1900	638	\	该项目主营透析粉及透析液

资料来源: wind

同时, 公司利用其 20 年在医疗器械行业的技术和销售经验, 积极进军可穿戴医疗行业。今年 3 月, 公司成立了子公司微康科技, 目前已经推出了第一款可穿戴医疗产品育儿宝, 将于近日上市。

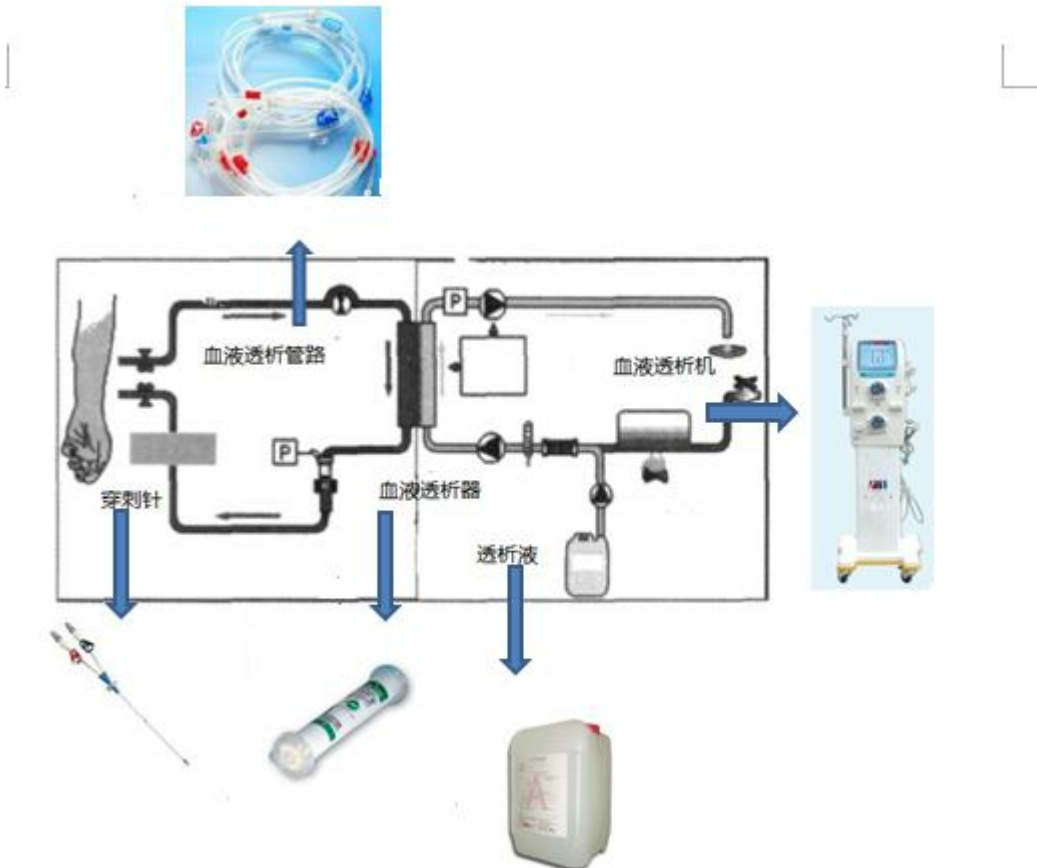
二、外延和内生并举, 如火如荼涉足血透行业

慢性肾衰竭指的是各种肾脏病导致肾脏功能渐进性不可逆性减退, 直至功能丧失所出现的一系列症状和代谢紊乱所组成的临床综合征, 而慢性肾衰竭进入末期后出现的临床综

合征，就是我们常说的肾衰竭。治疗尿毒症最好的办法是肾脏移植，但由于肾源的缺乏，大部分患者无法通过换肾的治疗手段维系生命，从而需要其他的治疗方式。

血液透析是急慢性肾功能衰竭患者肾脏替代治疗方式之一，俗称人工肾。其原理是将患者体内血液引流至体外，在透析器中血液与含机体浓度相似的透析液通过扩散、对流进行物质交换，再将干净的血液输回体内，从而达到清除体内代谢废物、维持电解质和酸碱平衡及清除体内过多的水分的目的。

图 4：血透主要设备



资料来源：宏源证券

政策扶持促进行业发展

表 2：近几年国家血透及医保政策

时间	出台政策或意见	具体内容
2009 年	《血液透析室建设与管理指南(征求意见稿)》	规定设置肾病内科的二级以上医院方可设置血液透析室
2010 年	医疗机构血液透析室基本标准(试行)	规定三级医院至少配备 10 台血液透析机，其他医疗机构至少配备 5 台血液透析机，同时也对血透室的人员，设备，环境等做了具体的要求
2010 年	血液透析器复用管理规范	对于血液透析器的重复使用做了明确的

		规定
2011 年	卫生部试点重大疾病救治模式	将尿毒症等 5 种疾病纳入试点, 提高新农合报销比例, 原则上不低于 70%
2012 年起	以省为单位推进 20 种重大疾病(包括尿毒症)保障工作	要求报销比例不低于 70%
2012	《关于推进城乡居民大病保险工作的指导意见》	要求对于大病自付部分的报销不低于 50%
2012 年 6 月	新农村合作医疗覆盖 8.12 亿人口, 覆盖率达 95% 以上	新农合政策范围内住院费用报销比例提高到 75%, 最高支付限额提高到全国农民人均纯收入的 8 倍以上, 且不低于 6 万
2013 年	20 种重大疾病被全部纳入大病保障范畴	住院费实际报销比例不低于 70%, 最高可达 90%

资料来源 互联网, 宏源证券

2009 年开始, 政府发布了一系列法规, 对各个医疗机构血透室的软硬件以及服务提出要求, 规范了整个行业的发展。同时, 针对血透费用给病人造成的巨大经济负担, 2011 年开始推进的医疗改革将尿毒症等 5 种疾病纳入试点, 提高新农合报销比例, 原则上不低于 70%, 而目前以江苏省为例, 已经实现全额报销。政策上的支持为整个血透行业的发展提供了有力的支撑。

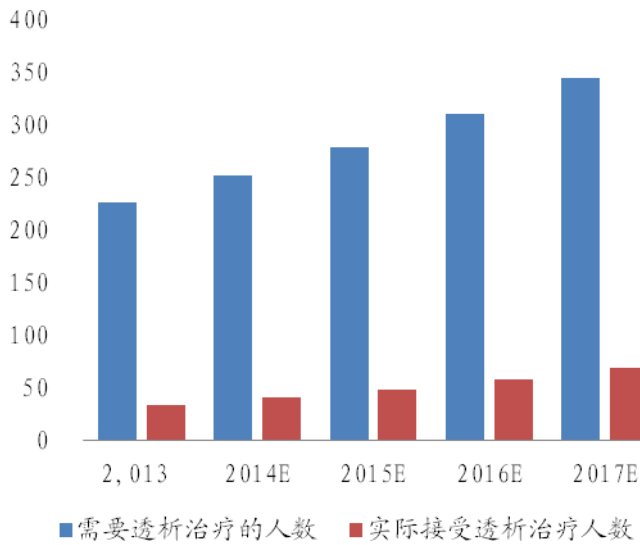
此外, 今年 6 月, 商务部发起中国首例对“纯医疗设备”反倾销调查, 决定对原产于欧盟和日本的进口血液透析机进行反倾销调查。这也将一定程度上鼓励国内企业的发展。

发病人数和渗透率双增, 行业空间广阔

据估计, 截至 2013 年底, 中国尿毒症患者约 220-230 万左右, 并以每年 10% 左右的速度增长, 其中实际接受透析治疗的患者约 33-34 万人, 覆盖率约 15%。而透析分为血透和腹透, 采用血透治疗占据绝大部分, 预计有 30 万人左右。

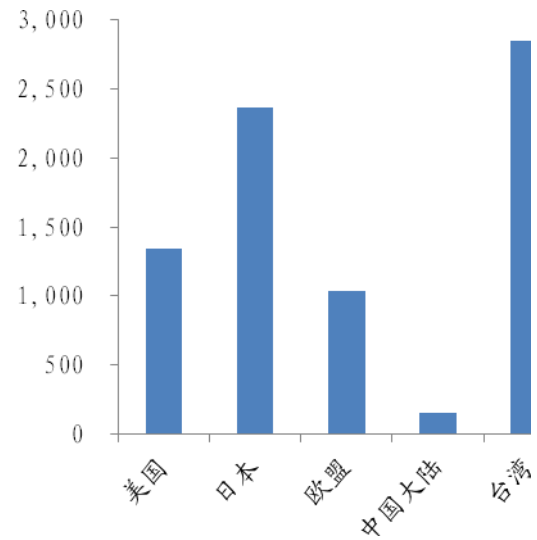
与其他国家相比, 国内透析治疗的覆盖率非常低, 每百万人接受透析治疗的不到 200 人。随着国家政策的推动, 即使保守估计, 2017 年覆盖率可达到 20%。

图 5: 发病人数与渗透率双增 (百万人)



资料来源: 宏源证券

图 6: 国内治疗人数与发达国家差距明显 (人/百万)



资料来源: 宏源证券

目前,由于国内患者经济条件以及社保支持等限制,患者年均血透次数在 130 次左右,单次的支出 400 元左右。依此推算国内整个血透市场规模在 2013 年达到 160 亿元,并以每年 20% 的速度增长。

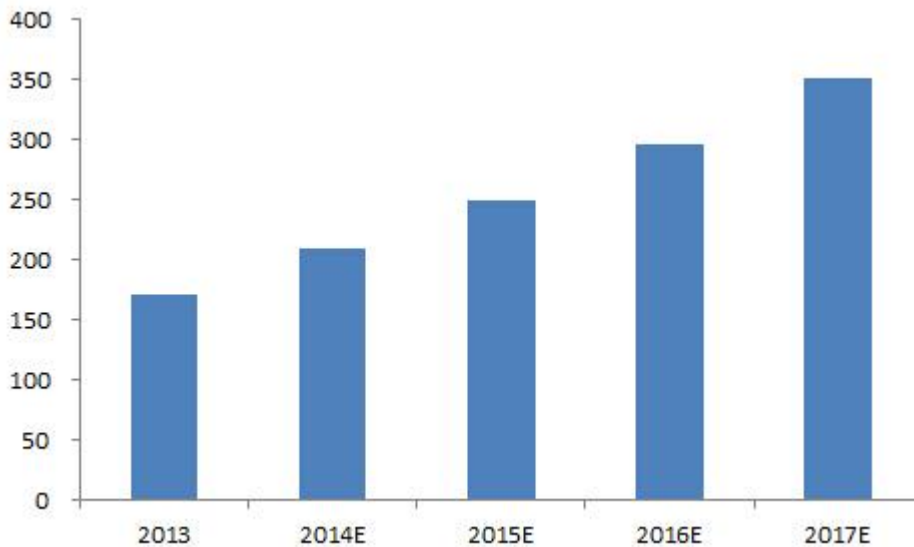
表 3: 单次血透各部分成本构成及毛利

项目	成本	占比	毛利率
透析器	120	30%	大于 60%
透析管路	30	7.5%	40%
肝素	40	10%	50%
EPO(促红细胞生成素)	10	2.5%	90%
透析液	40	10%	50%
透析机(折旧)	35	8.75%	60%
服务于其他折旧	125	31.25%	40%

资料来源: 公司公告, 宏源证券

2013 年国内有 224 万尿毒症患者,实际上只有 15% 的患者得到了治疗。在这 33.6 万名受治疗患者中有约 85% 约 28.6 万接受的是血透治疗(剩余接受腹透治疗)。每一位接受血透治疗的患者一周需要透析 3 次,每次支出 400 元左右,则每名患者一年的平均治疗支出约为 5.5 万人民币,则我国 2013 年血透市场的份额约为 160 亿元。

图 7: 国内血透行业空间 160 亿元，并以年均 20% 增长



资料来源: 宏源证券

血液透析产业链各部分竞争格局各异

透析机: 外企主导, 国内发展迅速

在整个血透产业链中, 血透机器无疑是技术含量和单价最高的环节, 我们根据国内二级以上医院的数量, 推测出目前血液透析机保有量在 7.5 万台左右。同时, 一台血透机平均一周工作 6 天, 每天两班次, 一个病人一周透析 3 次, 则一台透析机能满足 4 个病人的治疗需求, 则也可推出中国市场上血透机的保有量约在 75000 台左右。

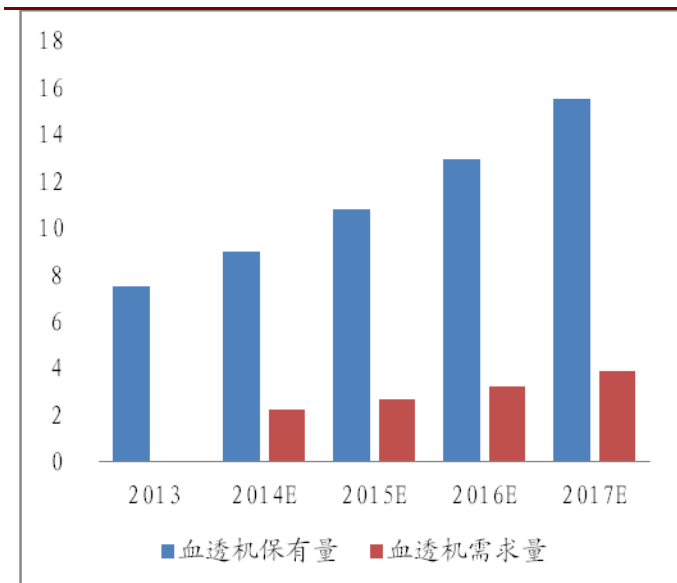
表 4: 中国血透机保有量估计

医院等级	数量	拥有血透中心的比例	单个血透中心平均拥有血透机的数量	该等级医院拥有血透机的总数
三级甲等	989	100%	30	29670
三级乙等	346	100%	15	5190
三级丙等	25	100%	12	300
三级未定等	264	100%	12	3168
二级甲等	3680	80%	10	29440
二级乙等	1857	50%	5	4643
二级丙等	75	50%	5	188
二级未定等	954	50%	5	2385
合计	8190			74984

资料来源: wind, 互联网, 宏源证券

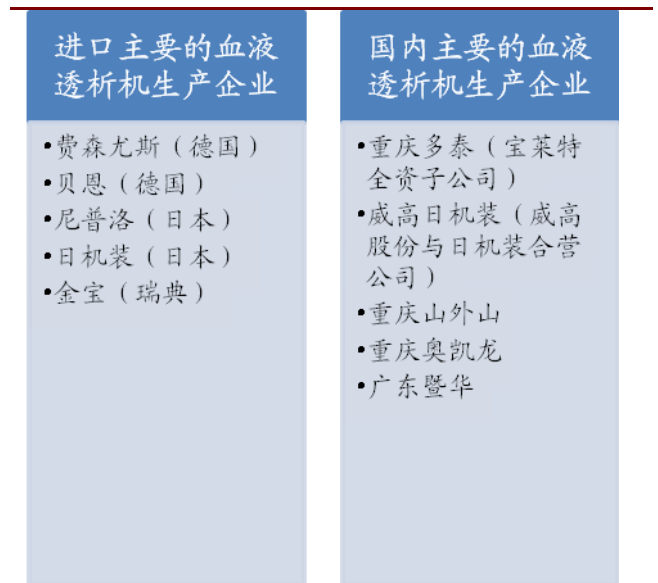
之前部分的结论是接受血透治疗的患者未来几年的复合增长率约为每年 20%, 则中国市场血透机的保有量的年增长率应该也为 20% 左右, 以及大约 10% 的折旧率, 透析机每年的需求量在 2 万余台。

图 8: 血透机保有量及新增需求量 (万台)



资料来源: 宏源证券

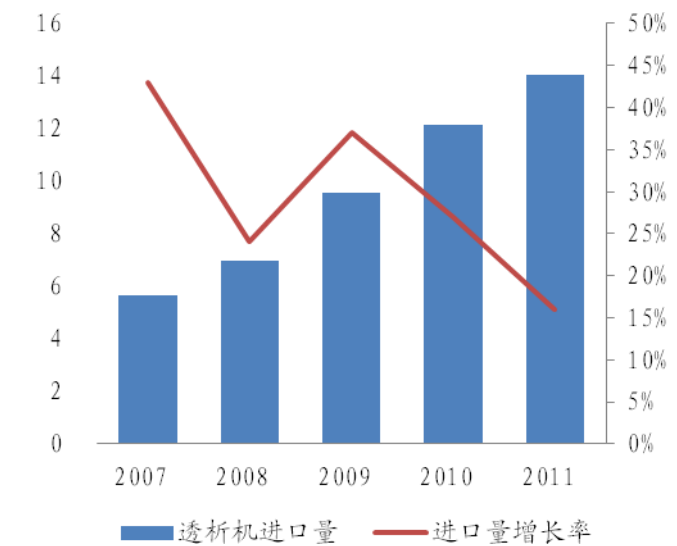
图 9: 血透机主要生产厂商



资料来源: 宏源证券

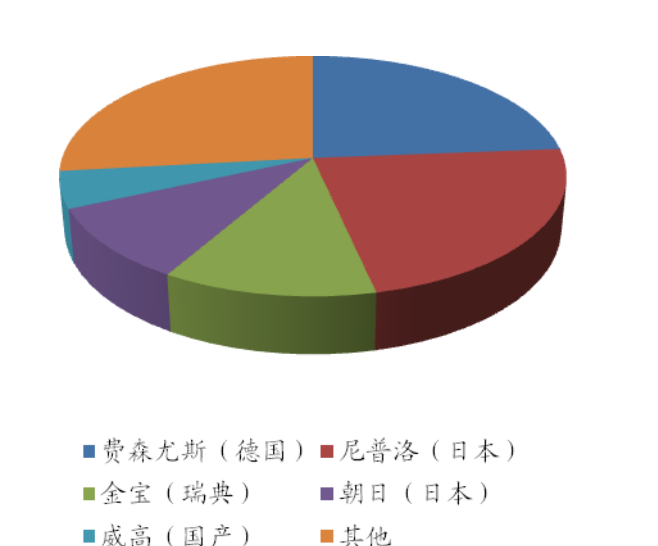
目前透析机国内市场海外品牌占据绝对主导, 市占率达七成以上。然而随着以威高为代表的国内企业的迅速发展, 国产品牌在技术上迅速与国外产品靠近, 同时其价格优势也将逐渐显现。

图 10: 血透机进口量 (单位: 千台)



资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 11: 各血透机生产商市场占有率



资料来源: 公司公告, 宏源证券

公司 13 年 500 万收购了重庆多泰, 涉足透析机领域, 去年实现销售近 30 台。我们认为, 公司有望依托现有技术, 快速实现量产。

透析器: 短时间内单卖难以广泛推广

血液透析器虽然单价较低, 但不同于透析机, 透析器作为耗材使用量非常大, 是整个血液透析产业附加值最高的部分之一。我们可以以打印机作为类比, 原装墨水的价格往往

非常高，在打印机只有几百元的情况下，原装墨水的价格可以达到上百元，这也是企业主要的利润来源。由于透析器的技术要求很高，目前整个市场还是被外资所控制，国内企业偶有涉足，但除了山东威高，其它均多为简单的封装为主，盈利情况较差。我们认为，透析器作为海外企业最核心的盈利板块，未来在短期内还将保持巨大的优势，国内企业要进行推广，只有像威高一样全产业链渗透的情况下进行配套销售，单卖透析器较难实现突破。

表 5: 国内当前血透器需求量

项目	数量
每名治疗者每周血透次数	3 次
每次治疗消耗血透器数量	1 支
一年治疗周数	50 周
国内当前血透治疗人数	30 万
国内市场一年需要血透器的数量	4500 万支

资料来源：宏源证券

公司目前在珠海生产基地亦有透析器生产线，我们认为由于品牌和技术的原因，短期内该业务较难快速爆发。

透析针管和粉液：国内企业主导

透析管路及穿刺针以及透析粉液是血液耗材中毛利率相对低的部分，一般只有 40%-50%，国产品牌的竞争力也相对的强一些。

国内生产透析管路及穿刺针的企业大约有 10 多家，其中有竞争力约有 5,6 家，国产品牌占到 50% 左右的透析管路市场份额。

表 6: 透析粉成分及对应透析液配制方法

透析粉类型	成分	配成透析液的方式	适用人数
A 粉	氯化钠 1613 克, 氯化钾	加入 99% 以上的冰醋酸	2 人份
	54.8 克, 氯化钙 37.6 克,	120ml, 然后加入透析用	
	氯化镁 37.6 克, 总量	水只 10000ml, 全部溶	
	1800.2 克	解	
B 粉	碳酸氢钠 660 克, 氯化	加入透析用水至 10000	1 人份
	钠 306 克, 总量约 966	毛利, 全部溶解	
	克		

资料来源：互联网，宏源证券

透析粉液的技术含量相对较低，但由于大部分是水，因此运输成本很高，为维持一定的利润，有运输半径。目前国内透析粉液市场主要是国内企业所占据，成规模企业 20 余家，呈现区域分散分布的特征。

公司最初涉足血透行业就是从粉液开始，收购了多家企业，并且在南昌，天津等地设厂，在全国进行布局。我们认为透析粉液市场未来毛利率有可能下行，但是公司全面布点的完成将有助于其在血透行业进一步的开拓。

以山东威高为鉴，与医院合作成为宝莱特短期最可行路径

山东威高是国内最早涉足血透行业的企业之一，(威高股份 1066.HK)，在产品上已经全产业链打通，其透析机与日本日机装合作，年销量 2000 台以上，同时投资几千万自建透析器生产线。其它粉液针管耗材等也有涉及。在服务和销售方式上，也是多种方式均有采用，因此，以威高为案例可以深入了解国内血透行业的现状及机遇。

表 6: 威高血液血透耗材行业发展路径

年份	事件
2007 年	投资人民币 1.058 亿订购第一条合成膜生产线
2008 年底	第一条生产线开始投入生产
2009 年	投资 1060 万人民币建设血液净化耗材测试中心
2010 年	与日机装共同出资 1100 万美元（约合 9700 万人民币）建立威高日机装合营公司，其中威高血液占股 51%。 威高日机装主要从事血液透析器及相关设备生产，当时预计 2011 年二季度可以投产
2010 年	投资人民币 1 亿元采购第二条合成膜透析器生产线（当时预计 2011 年四季度可以投产）
2012 年	第二条生产线投入生产，第一第二条生产线总计生产能力每年 600 万支
2012 年	威高日机装获得产品注册证，开始投产
2012 年	与 Terumo 各出资 8000 万人民币成立威高 Terumo 合资公司，注册资本 1.6 亿，预计总投资约 4.8 亿。 威高 Terumo 公司将主要生产透析液及其他腹膜透析相关器械
2013 年	投资两亿人民币订购第三第四条生产线，规划年生产能力 800 万支，预计 2014 年下半年可以投入生产

资料来源 公司公告

威高股份 13 年实现收入 46 亿，净利润近 4 亿元，其中血透产业收入 5.6 亿元，耗材占 80%。分项来看，13 年公司透析器产量近 400 万个，同时其与日机装合作的透析机销量也达到 2000 台以上，并于 13 年实现利润 700 万。

图 12: 威高股份收入与净利润 (亿元)

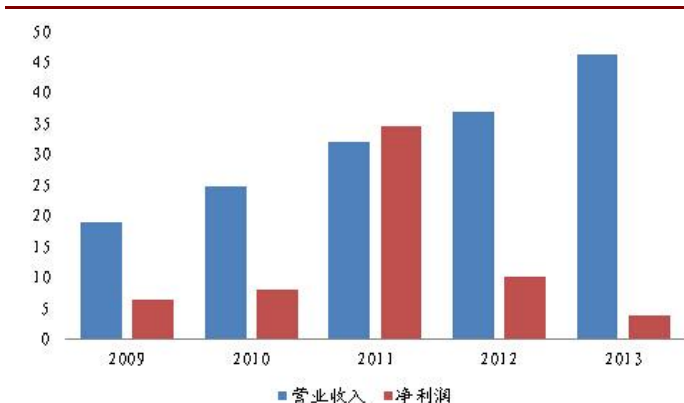
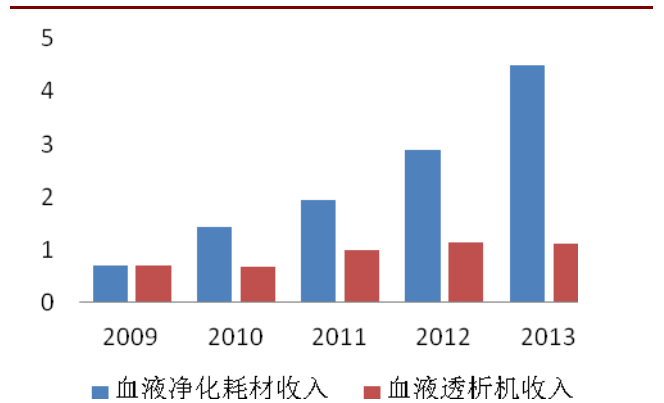
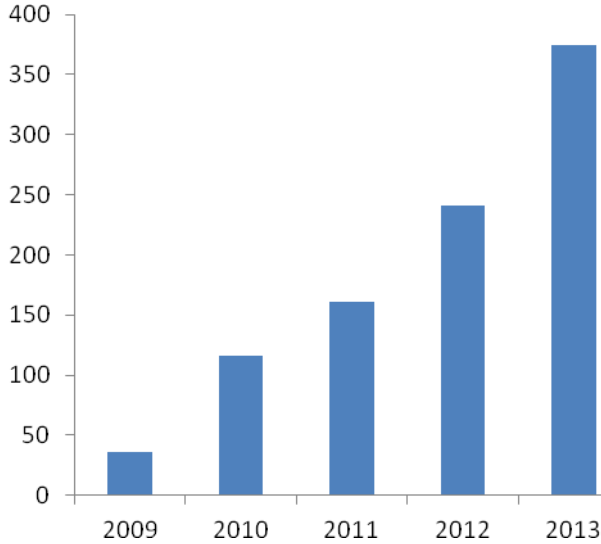


图 13: 血透机与血透耗材收入 (亿元)



资料来源: wind 宏源证券

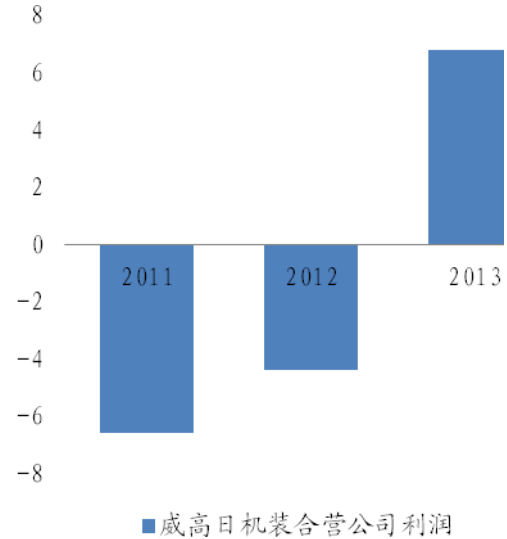
图 14: 威高股份血液透析器产量 (百万个)



资料来源: 公司公告 宏源证券

资料来源: wind 宏源证券

图 15: 威高透析机 13 年实现盈利 (百万元)



资料来源: 公司公告 宏源证券

在销售模式上, 山东威高除了常规的通过经销商销售之外, 还通过自己开设独立的血透中心以及与医院合作, 从而获得稳定的耗材收入等方式来发展。

表 7: 血透行业三种发展模式的比较

项目	自营独立血透中心	与医院合作为其提供血透机	通过经销商销售
血透机	企业提供	企业免费安装或低价销售	\
血透耗材	企业提供	企业提供	\
药品	企业提供	医院提供	\
服务	企业提供	医院提供	\
企业盈利模式	获得包括耗材, 药品, 服务在内的所有利润	获得血液耗材的利润	获得直接销售产品的利润

资料来源 宏源证券

威高股份在 2011 年获得政府批准的独立运营血透中心的牌照, 成为国内唯一一家盈利性的独立血透中心, (另一家白求恩基金为非盈利组织)。虽然公司计划未来继续扩张, 但是从近期其卖出一家来看, 独立血透中心的盈利能力并不如想象中那么好。

表 8: 威高股份独立血透中心发展历程

年份	事件
2010 年	威高得到政府批准, 成为首批两家有资质独立运营血透中心的非医疗机构之一
2011 年	第一家独立血透中心开始运营
2012 年	三家独立血透中心均开始运营

2014 年	卖出一家独立血透中心
2015 年	再开设 6-8 家独立血透中心

资料来源 公司公告

我们认为，未来随着血透人群的增加，医院床位的瓶颈限制，未来独立血透中心是必然的发展方向。但是，由于面临医生短缺，不愿意放弃公立医院的名誉而去民营诊所，同时患者对医院的信任和对民营顾虑，即使威高的血透费用仅 300 元/次，也不足以吸引患者，独立血透中心要达到真正盈利还需要国家在诸如医生多点执业等更多的政策扶持，以及企业在推广上更多的创新，道路可谓光明而曲折。

山东威高透析机和耗材的高速增长更多的是来自于其与医院建立的新的模式，即以低价甚至免费提供透析机（计入固定资产折旧）来换取其能长期唯一提供医院耗材的机会，从而获得耗材的高毛利。这对医院，尤其是较小的医院而言，极大地解决了其资金上的不足，拓展了其业务范围，可谓双赢。

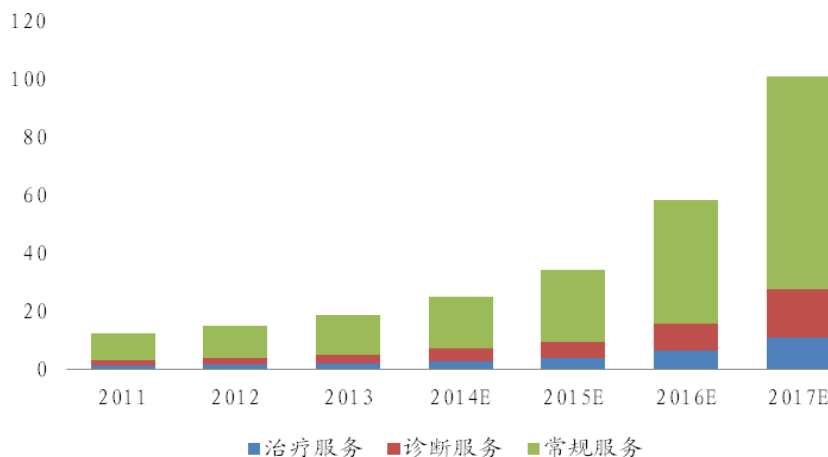
2009 年，威高就与第三军医大学新桥医院（新桥医院）签订协议，公司赞助该医院 2000 万元设备款用于透析中心建设，作为补偿，该医院将在未来 10 年内从威高每年采购医疗器械总值不低于 3500 万元。（包括威高股份提供的其他领域的医疗耗材）

以山东威高为鉴，我们认为宝莱特在产品尤其是透析器和透析机上与山东威高还存在一定差距，但是已经初具雏形。未来在发展上，独立血透中心也许是长远的规划，但短期内，其能超越威高实现盈利的可能性不高。而与医院建立密切的联系和深入地渠道将成为其发展的关键，是能短时间内迅速提高市场份额，推广自身产品最好的路径。

发挥专业优势，可穿戴医疗产品扎实推进

2014 年上半年移动医疗与可穿戴医疗获得了井喷式的发展。年初，谷歌宣布研发血糖监测隐形眼镜，6 月苹果公司宣布即将发布 HealthKit 移动医疗应用平台，国外科技巨头的加入让整个行业变得更加的活跃，国内的互联网以及医疗器械厂商也都跃跃欲试，纷纷推出自己的新产品。时尚与健康的概念推升了整个行业的需求，移动及可穿戴医疗的发展很有可能给传统的医疗器械行业带来一场新的革命，据预计至 2017 年，国内移动医疗市场规模将达到约 125 亿。

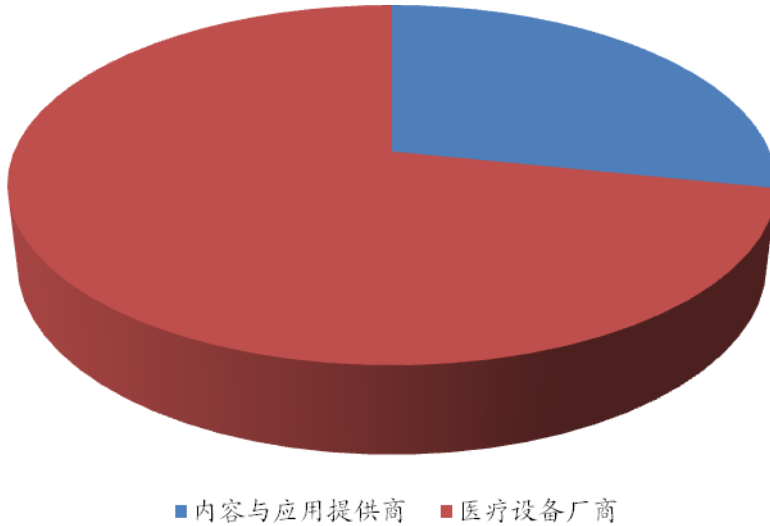
图 16: 国内移动医疗各领域市场规模（亿元）



资料来源: 艾媒咨询 宏源证券

在整个移动医疗市场中，可穿戴医疗约占市场的四成，则到 2017 年整个可穿戴医疗会有将近 50 亿的市场空间，其中医疗设备厂商占超过七成市场份额。

图 27: 可穿戴医疗设备市场专业医疗厂商占比低



资料来源: 艾媒咨询 宏源证券

当前中国市场上的做可穿戴医疗的企业主要有两类，一类是相当一部分互联网公司，以炒概念为主，其产品主打健康的概念，但其更多的是流于表面，生产的大多是诸如手环，计步器，卡路里监测，睡眠监测娱乐性强但专业性弱的快消品；另一类是传统的企业，以盈利为最终目标，这种企业一般以技术见长，愿意花较多的时间，精力于专业医疗产品的研发，主打专业性实用性强的产品。

图 38: 育儿宝产品



资料来源: 公司官网 宏源证券

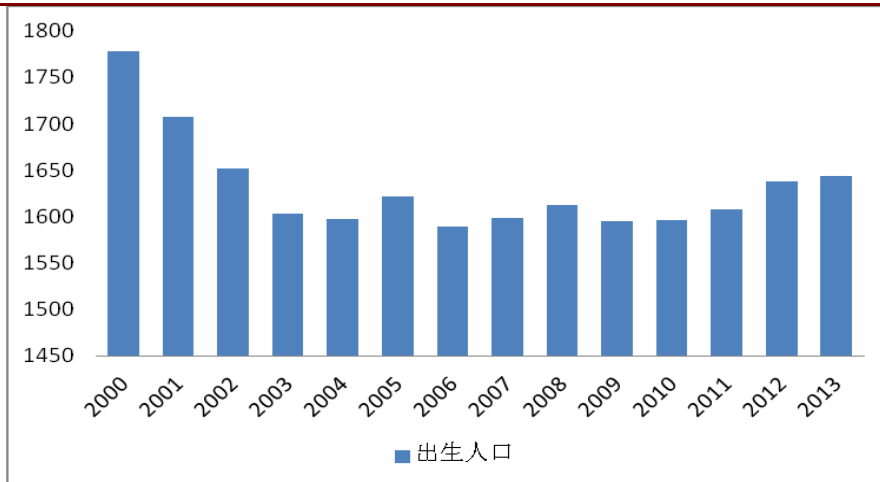
通过我们的实地调研，我们认为公司进军可穿戴医疗领域的首款产品“育儿宝”充分体现了公司做专业化医疗器械的严谨和专注。该款产品获得广东省食品药品监督管理局颁发的医疗器械注册证，是国内目前唯一获得二级注册证的产品，这意味着该产品已经超越了传统消费电子娱乐性的特质，具备了专业医疗的价值。如，该款产品目标客户为婴幼儿，根据国家标准要有防吞服的设计，该产品严格按照国家标准生产。这些细节虽不起眼，但是必然是长期从事医疗器械的企业才能积累起来的经验，一般消费电子企业很难速成。

表 9：育儿宝性能

型号	WT1
规格	51mm*32mm*7mm
防水等级	IPX7（利用无接合设计和超声波密封技术，100%防水）
电池工作时间	365 天，每天 8 小时
蓝牙版本	4.0BLE
蓝牙工作距离	5 米
测量范围	25 摄氏度-45 摄氏度
	35 摄氏度-38.5 摄氏度时：0.05 摄氏度
测量精度	25 摄氏度-35 摄氏度及 38.5 摄氏度-45 摄氏度：0.1 摄氏度
显示精度	0.01 摄氏度
蓝牙自动连接	支持
APP 支持平台	iOS, Android
开关机	自动
体温超限报警	声音报警，提示信息
体温数据储存	支持（不限存储时间）
账户登录及家庭成员管理	账号登陆，登陆后支持家庭成员管理
辐射强度	约为手机辐射的千分之一

资料来源：公司官网 宏源证券

图 49：国内出生人口千万以上，公司产品空间巨大（万）



资料来源: wind 宏源证券

我们认为,虽然互联网概念席卷神州大地,各式各样的可穿戴医疗产品蓬勃而出,但是考虑到医疗领域极为严谨极为安全的属性,产品的创新性和过硬的质量缺一不可,而一旦把产品做得完美,各种与互联网相关的应用会自然而然不断涌现,空间巨大。

盈利预测

我们预计公司 14-16 年 EPS 0.25 元, 0.35 元和 0.50 元, 我们认为公司产品未来市场空间巨大, 血透产品触及医疗服务业, 而可穿戴医疗产品迎合未来互联网发展的大趋势。考虑到目前估值较高, 先期给予目标价 30 元, 首次给予公司买入评级。

表 10: 分项盈利预测 (百万元)

	2014	2015	2016
监护仪			
收入	154	170	187
毛利率	50%	50%	50%
血透业务			
收入	101	123	199
毛利率	39%	40%	42%
可穿戴设备			
收入	30	100	140
毛利率	50%	50%	50%

资料来源: 宏源证券

风险

血透项目投产低于预期, 可穿戴医疗产品推广低于预期

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	单位:百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	303	238	289	397	532	营业收入	182	235	286	393	526
应收账款	26	44	54	75	100	营业成本	96	123	154	209	279
预付账款	4	9	11	16	21	营业税金及附加	1	2	3	4	5
存货	36	47	60	82	109	营业费用	31	48	51	67	79
其他	7	8	10	14	18	管理费用	25	33	39	51	68
流动资产合计	375	347	425	582	780	财务费用	(8)	(3)	(1)	5	12
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	1	1	0	0	0
固定资产	28	63	57	100	124	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	18	3	48	89	49	投资净收益	0	0	0	0	0
无形资产	2	26	25	24	23	其他	0	0	0	0	0
其他	11	33	0	0	0	营业利润	36	31	40	56	82
非流动资产合计	58	125	131	214	197	营业外收入	8	4	4	5	6
资产总计	434	472	555	796	977	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	0	0	50	222	308	利润总额	43	35	44	61	88
应付账款	27	36	46	63	84	所得税	6	4	6	8	11
其他	22	31	35	42	52	净利润	38	31	38	53	77
流动负债合计	49	67	131	327	444	少数股东损益	1	2	2	3	4
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	37	29	36	51	73
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.25	0.20	0.25	0.35	0.50
其他	6	11	0	0	0	主要财务比率					
非流动负债合计	6	11	0	0	0		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
负债合计	56	78	131	327	444	成长能力					
少数股东权益	7	9	11	14	17	营业收入	15.3%	28.8%	21.7%	37.4%	34.0%
股本	73	146	146	146	146	营业利润	12.7%	-13.0%	27.8%	42.2%	45.9%
资本公积	188	115	115	115	115	归属于母公司净利润	8.1%	-20.8%	24.9%	40.6%	43.8%
留存收益	110	124	153	195	255	获利能力					
其他	0	0	0	0	0						

股东权益合计	378	394	425	469	533	毛利率	47.5%	47.6%	46.0%	46.7%	47.0%
负债和股东权益总计	434	472	555	796	977	净利率	20.0%	12.3%	12.6%	12.9%	13.9%
现金流量表						ROE	10.1%	7.7%	9.0%	11.7%	15.0%
单位:百万元						ROIC	6.7%	6.3%	7.7%	9.2%	10.7%
2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	偿债能力						
净利润	38	31	38	53	77	资产负债率	12.8%	16.5%	23.5%	41.1%	45.4%
折旧摊销	6	7	12	17	26	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	(8)	(3)	(1)	5	12	流动比率	7.62	5.20	3.25	1.78	1.76
投资损失	0	0	0	0	0	速动比率	6.89	4.49	2.79	1.53	1.51
营运资金变动	6	(20)	(13)	(26)	(32)	营运能力					
其它	(1)	13	(8)	0	0	应收账款周转率	8.2	6.7	5.8	6.1	6.0
经营活动现金流	41	27	27	50	83	存货周转率	2.9	3.0	2.9	3.0	2.9
资本支出	(26)	(51)	(50)	(100)	(10)	总资产周转率	0.4	0.5	0.6	0.6	0.6
长期投资	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
其他	0	6	30	0	0	每股收益	0.25	0.20	0.25	0.35	0.50
投资活动现金流	(26)	(44)	(20)	(100)	(10)	每股经营现金流	0.28	0.19	0.18	0.34	0.57
债权融资	0	0	0	0	0	每股净资产	2.54	2.64	2.83	3.12	3.53
股权融资	0	0	0	0	0	估值比率					
其他	(15)	(47)	44	158	62	市盈率	95.8	120.9	96.8	68.8	47.9
筹资活动现金流	(15)	(47)	44	158	62	市净率	9.4	9.1	8.5	7.7	6.8
汇率变动影响	(0)	(1)	0	0	0	EV/EBITD	96.5	94.2	64.5	41.3	27.0
现金净增加额	(1)	(65)	50	108	135	EV/EBIT	115.6	117.8	84.4	52.9	34.5

作者简介:

王风华: 宏源证券研究所首席分析师, 分管中小市值、医药、机械、旅游、农业等行业研究组, 《新财富》2013年最佳中小市值研究机构第三名, 得分7197分。中国人民大学硕士研究生, 本科毕业于江西财经大学。17年从业经历, 曾在多家券商任职, 任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职, 2010年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖: 宏观策略研究、区域经济主题、能源行业、煤炭电力行业、新兴产业、主题投资研究、中小市值上市公司研究等。主要研究覆盖公司: 宝莱特、天玑科技、天通股份、天马精化、天立环保、天成控股、利德曼、世纪鼎利、美盛文化、首航节能、奥维通信、硕贝德、隆基机械、亚威股份、科力远、金宇集团、德力股份、尚荣医疗、海虹控股、勤上光电、双塔食品、利亚德、中文传媒、同洲电子、中银绒业、长信科技、长方照明等。

机构销售团队

		姓名	电话	手机	邮箱
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	zhouidi@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, 任何机构和個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。