

日期: 2015 年 2 月 13 日

行业: 医疗器械



张凤展

021-53519888-1932

Bluesky9272003@hotmail.com

执业证书编号: S0870511030001

医用导管领域主要生产商

■ 投资要点

公司简介

公司主要从事麻醉、泌尿、呼吸、血液透析等领域医用导管的研究、生产和销售。公司主要产品包括气管插管、留置导尿管、喉罩、血透管路等医用导管,公司产品主要应用于手术、治疗、急救和护理等医疗领域。公司已取得11项美国FDA(510K)产品注册、66项欧盟CE产品认证、75项国内医疗器械产品注册或备案以及21项加拿大产品注册。

盈利预测

我们预计公司2014-2016年的营业收入分别为5.8、7.4、8.6亿元,同比增长17.48%、26.83%、15.99%;2014-2016年的归属净利润分别为7875、10121、11727万元,分别同比增长16.12%、28.52%、15.87%。收入和利润增长主要来自于募投项目新产能的增加。

公司估值

整个医疗器械板块估值水平较高,公司未来两年的发展主要来自于产能扩张,因此综合考虑,我们认为公司的合理价格区间为19.5-23.4,对应2015年25-30倍PE。

■ 数据预测与估值

至12月31日(¥.百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	437.17	496.41	583.18	739.66	857.94
年增长率	12.90%	13.55%	17.48%	26.83%	15.99%
归属于母公司的净利润	63.59	67.82	78.75	101.21	117.27
年增长率	14.34%	6.66%	16.12%	28.52%	15.87%
(发行后摊薄)每股收益(元)	0.64	0.68	0.79	1.01	1.17

数据来源: 公司招股意向书 上海证券研究所

上市合理估值 RMB19.5-23.4

基本数据 (IPO)

发行数量不超过(百万股)	25
发行后总股本(百万股)	100
发行方式	网下询价配售 网上定价发行
保荐机构	齐鲁证券

主要股东 (IPO 前)

高博投资	49.856%
广州松维	24.108%
广州纬岳	8.036%

收入结构 (14A)

气管插管	17.67%
留置导尿管	25.54%
喉罩	7.97%
血透管路	5.75%

报告编号: zfz14-NSP01

首次报告时间: 2015 年 2 月 13 日

一、行业背景

1.1 公司所处的行业及其简况

公司主要从事麻醉、泌尿、呼吸、血液透析等领域医用导管的研究、生产和销售。公司主要产品包括气管插管、留置导尿管、喉罩、血透管路等医用导管，公司产品主要应用于手术、治疗、急救和护理等医疗领域。公司已取得 11 项美国 FDA (510K) 产品注册、66 项欧盟 CE 产品认证、75 项国内医疗器械产品注册或备案以及 21 项加拿大产品注册。

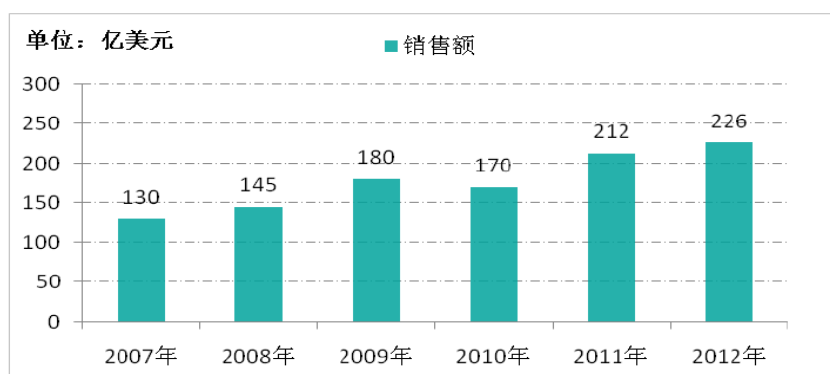
1.2 行业增长前景及竞争结构

1.2.1 全球医用导管发展

近年来全球医用导管行业市场规模稳定增长。据 CFDA 南方所统计，2012 年全球医用导管行业的市场销售总额近 226 亿美元；预计到 2016 年，全球医用导管行业的销售总额可达 321 亿美元，五年的复合年均增长率达 9.17%。

图 1 全球医用导管市场规模

2007-2012 年全球医用导管行业市场规模



数据来源：CFDA南方所，BCC Research

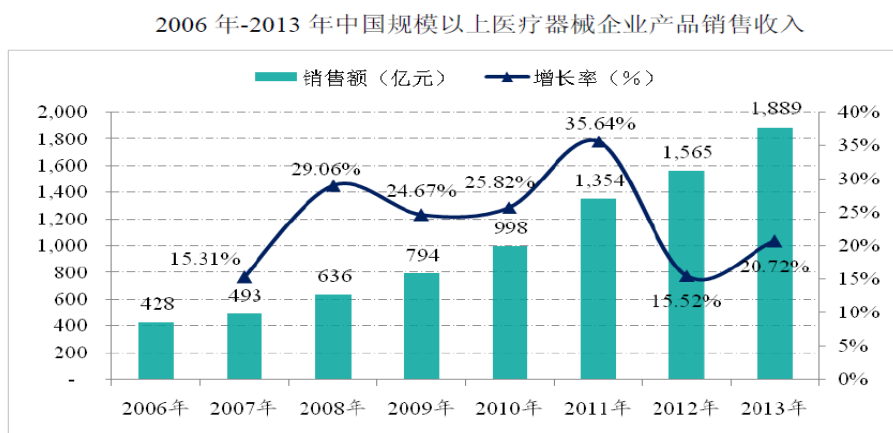
数据来源：招股说明书 上海证券研究所

1.2.2 中国医用导管

我国医用导管行业的发展已初具规模，整体呈外向型格局。产品除满足国内需求外，每年出口较多。

从近几年我国社会老龄化人口比例、未来药械消费结构调整空间、国家医疗卫生投入、医疗保险覆盖率、居民支付能力提升、住院及手术人数和医用导管进出口数据来看，我国医用导管市场未来仍将保持持续增长，市场潜力较大。

图 2 我国规模以上医疗器械企业产品销售收入



数据来源: wind资讯, 国家统计局

数据来源: 招股说明书 上海证券研究所

根据海关数据,近年来,我国医用导管出口额从2006年3.34亿美元增长至2013年的10.28亿美元,年均增长率17.42%。同期我国医用导管的进口额从1.69亿美元上升到9.39亿美元,年均复合增长27.76%,医用导管进出口增长率均高于同期全球医用导管市场增长率。

1.2.3、细分领域发展

(1) 麻醉领域医用导管—气管插管和喉罩

气管插管

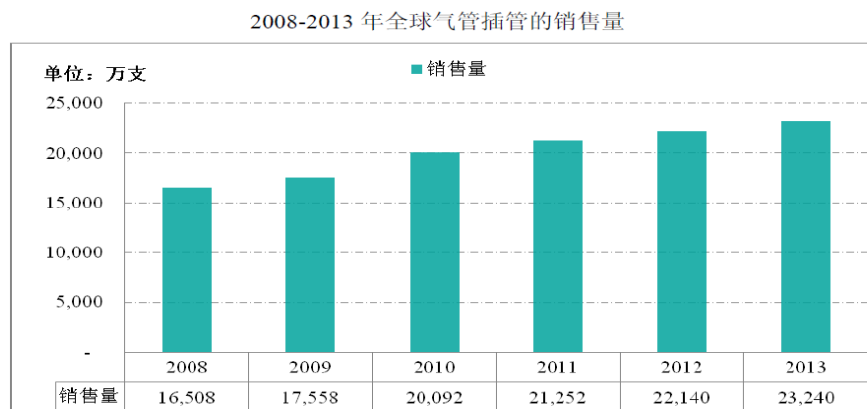
气管插管是现代麻醉与急救医学不可缺少的基础医疗器械,是通气支持和呼吸治疗的关键器械。气管插管通过口腔或鼻腔插入病人气管内,可帮助患者建立人工呼吸道,维系深度麻醉,保障呼吸道通畅,满足机体氧的需求与二氧化碳的排出,广泛应用于全麻手术。

近年来全球气管插管的销售量保持稳定的增长,全球市场规模由2008年的16,508.41万支上升至2012年的22,139.79万支,年均复合增长率为7.61%。根据CFDA南方所预计,2013年至2017年全球气管插管销售量仍可以保持10%左右的增长率。根据CFDA南方所的调查统计,国内气管插管的销售量由2008年的829.91万支,增长至2012年的1,388.02万支,年均复合增长率达13.72%,高于全球气管插管市场的增长水平。

在气管插管市场,Covidien排名第一,Teleflex排名第二,两企业合计的销售额占全球气管插管的份额较大。维力医疗的气管插管产品在国际国内市场与Covidien及Teleflex进行竞争。在国内市场,新乡驼人是本公司重要的竞争对手,浙江苏嘉等公司也在局部市场与

维力医疗的气管插管产品存在竞争。与国内同类产品相比,公司产品的生产规模较大、品质较高;与国外企业相比,公司产品的质量已与国外巨头实质等同,但公司的价格相对较低。

图 3 全球气管插管销售量



数据来源: CFDA南方所, 2013年全球销量数据根据过去三年销量复合增长率同比测算得出

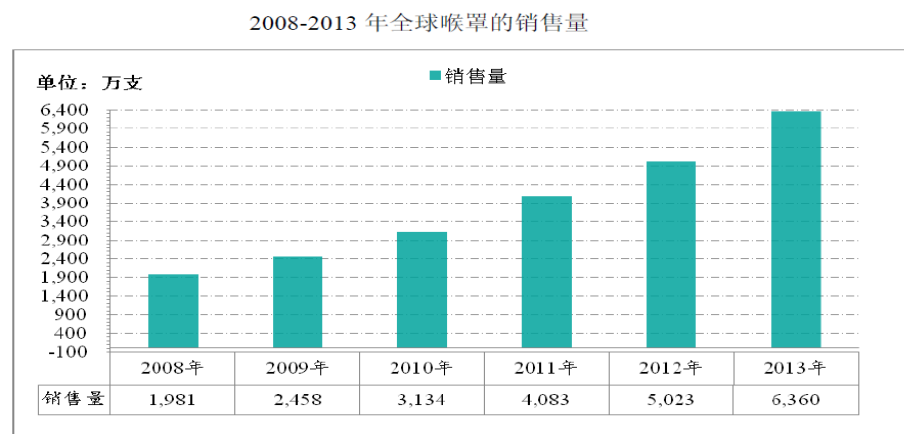
数据来源: 招股说明书 上海证券研究所

喉罩

喉罩在临床的作用与传统气管插管基本相同,主要应用于时间较短的手术、使用气管插管较困难的手术以及短时间内多次诊断性检查等情况中。喉罩的使用更为便利、对患者损伤较小,其可以在一定程度上替代气管插管,但由于单价较高和临床使用习惯等原因,现阶段尚未普及使用。喉罩近年来销售量增长速度较快。

全球喉罩市场的销售量从 2008 年的 1,981.01 万支增长至 2012 年的 5,023.47 万支,年均复合增长率为 26.19%。根据 CFDA 南方所的预测,2013 年至 2017 年,喉罩将保持 20%左右的增速。

图 4 全球喉罩销售量



数据来源: CFDA南方所, 2013年全球销量数据根据过去三年销量复合增长率同比测算得出

数据来源：招股说明书 上海证券研究所

英国 LMA 公司是喉罩产品发明人，也是喉罩市场领导者和重要生产商，在全球喉罩市场中占有较大的市场份额。在中国喉罩生产企业中，天津美迪斯、维力医疗和上海淞行产量和销量较大。

（2）泌尿领域医用导管—留置导尿管

导尿管广泛应用于医疗机构和家庭护理中，是医用导管重要的品种之一。导尿管主要分留置导尿管和临时用导尿管，留置导尿管主要指带球囊、多腔道、膀胱内固定、可较长时间留置持续引流尿液的导尿管。

全球留置导尿管市场情况

根据 CFDA 南方所调查统计，2008 年至 2012 年，全球留置导尿管市场保持稳定的增长态势，销售量由 2008 年的 34,009.97 万支增长至 2012 年的 43,506.98 万支，年均复合增长率为 6.35%。美国和欧盟是全球留置尿管最大的两个市场，目前均趋于稳定增长态势。从全球市场来看，留置导尿管市场未来的增长点主要来源于亚太、东欧和拉丁美洲等发展中国家或地区，其中以中国为代表的亚太地区是留置导尿管市场增长最快的市场。

按使用材料不同，留置导尿管主要分留置乳胶导尿管和留置硅胶导尿管。留置乳胶导尿管具有弹性好、柔软舒适、永久变形率低、价格经济等特点，但由于个别人对乳胶原料中蛋白质成份会产生过敏或刺激反应现象，使得留置乳胶导尿管的生物相容性略有不足。留置硅胶导尿管的生物相容性好，可有效减轻组织刺激和过敏反应，增加患者的舒适性和适应性，更适合中长期留置使用，但产品单价相对较高。由于价格上的差异，目前全球临床中使用最广泛的仍是留置乳胶导尿管，2012 年留置乳胶导尿管占全球留置导尿管销售量的 85.46%。

由于留置硅胶导尿管的优良特性和全球整体医疗消费水平的提高，近年来留置硅胶导尿管市场的增长速度远高于留置乳胶导尿管。根据 CFDA 南方所调查统计，2010 年至 2012 年，留置乳胶导尿管的全球销售量从 34,828.25 万支增长至 37,180.19 万支，年均复合增长率为 3.32%；留置硅胶导尿管的全球销售量则从 4,342.40 万支增长至 6,326.79 万支，年均复合增长率为 20.71%。

留置导尿管产品竞争格局

在全球留置导尿管市场，Teleflex、Bard、Unomedical 和 Rochester 是主要生产商，规模较大，市场占有率较高。Rochester 主要开发、制造和销售泌尿领域护理产品，主要包括间歇性导尿管、男性外用导尿套、家用和医用

根据国家药监局网站查询结果,截至 2013 年末,国内拥有导尿管生产批文的生产企业超过 100 家。国内导尿管生产企业普遍规模较小,大部分以留置乳胶导尿管为主。维力医疗、湛江事达、浙江优特格尔、福建百仕韦和南通安琪产量较高。其中湛江事达、福建百仕韦和南通安琪以留置乳胶导尿管为主,浙江优特格尔以留置硅胶导尿管为主。

(3) 血透领域医用导管的市场情况

血液透析是目前最常用、最重要的血液净化方法,是治疗急、慢性肾功能衰竭(其后期为尿毒症)和某些急性药物、毒物中毒的有效方法。

在国外市场中,Fresenius 和 Gambro 产量和销量规模较大,市场占有率较高。该等公司以研发、生产和制造血液透析设备、透析膜和透析液为主,配套生产血透管路。截至 2014 年 8 月末,中国取得血透管路生产批文的企业有 24 家,其中山东威高、广州贝恩和沙工医疗产量和销量较大。山东威高包含研发、生产和销售血液透析设备,沙工医疗及广州贝恩研发和生产血透管路。

1.2.4 公司竞争优、劣势

与国外竞争对手相比,公司在总体规模和营销网络、公司知名度和市场影响力、研发和技术水平等方面仍有一定差距,但在产品价格、响应速度方面存在竞争优势。

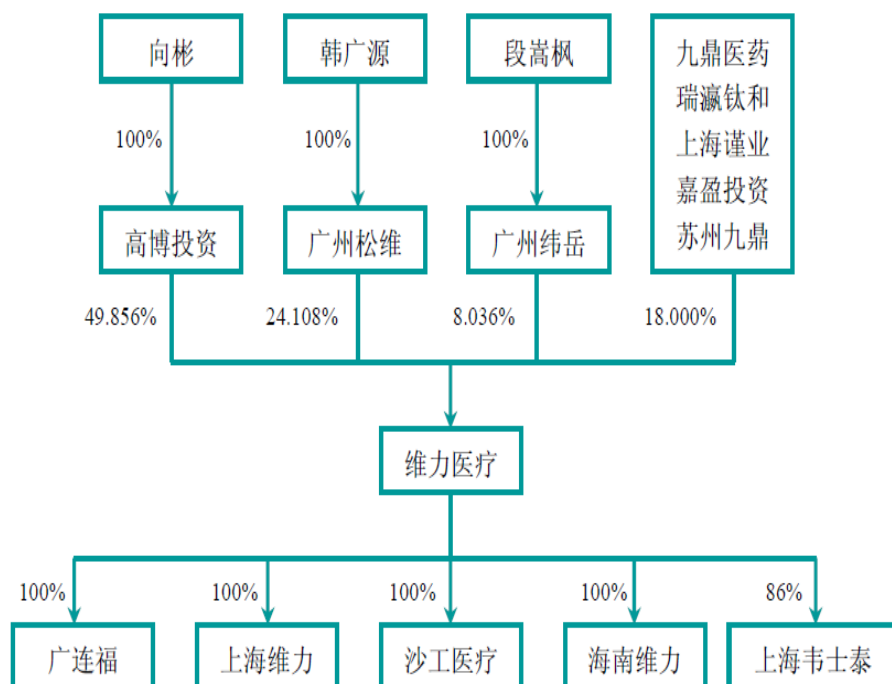
我国在劳动力成本、基建开支、水电价格等方面与发达国家相比具有比较优势,公司产品生产成本较国外主要竞争对手低,产品定价方面具有优势。

二、公司分析及募集资金投向

2.1 公司历史沿革及股权结构,实际控制人的简况

公司发起人为高博投资、广州松维、广州纬岳、九鼎医药、瑞瀛钛和、上海谨业、嘉盈投资和苏州九鼎 8 家单位。高博投资为本公司的控股股东和发起人,目前持有本公司 3,739.20 万股股份,占公司发行前股本总额的 49.856%。

图 5 股权结构



数据来源：招股说明书 上海证券研究所

表 1 公司发行前后股权结构

股东类别	发行前		发行后	
	股数 (万股)	持股比例	股数 (万股)	持股比例
一、有限售条件流通股	7,500.00	100.00%	7,500.00	75.000%
高博投资	3,739.20	49.856%	3,739.20	37.392%
广州松维	1,808.10	24.108%	1,808.10	18.081%
广州纬岳	602.70	8.036%	602.70	6.027%
九鼎医药	562.50	7.500%	562.50	5.625%
瑞瀛钛和	337.50	4.500%	337.50	3.375%
上海谨业	262.50	3.500%	262.50	2.625%
嘉盈投资	150.00	2.000%	150.00	1.500%
苏州九鼎	37.50	0.500%	37.50	0.375%
二、社会公众股	-	-	2,500.00	25.000%
合计	7,500.00	100%	10,000.00	100%

数据来源：招股说明书 上海证券研究所

2.2 公司业务简况及收入利润结构变化

2.2.1 主营业务增长

2012-2014 年公司营业收入分别为 38,722.07 万元、43,716.71 万元及 49,641.44 万元，主要产品的销售均保持了良好的发展态势。公司营业收入 2013 年与 2014 年同比分别增长 12.90% 及 13.55%，主营

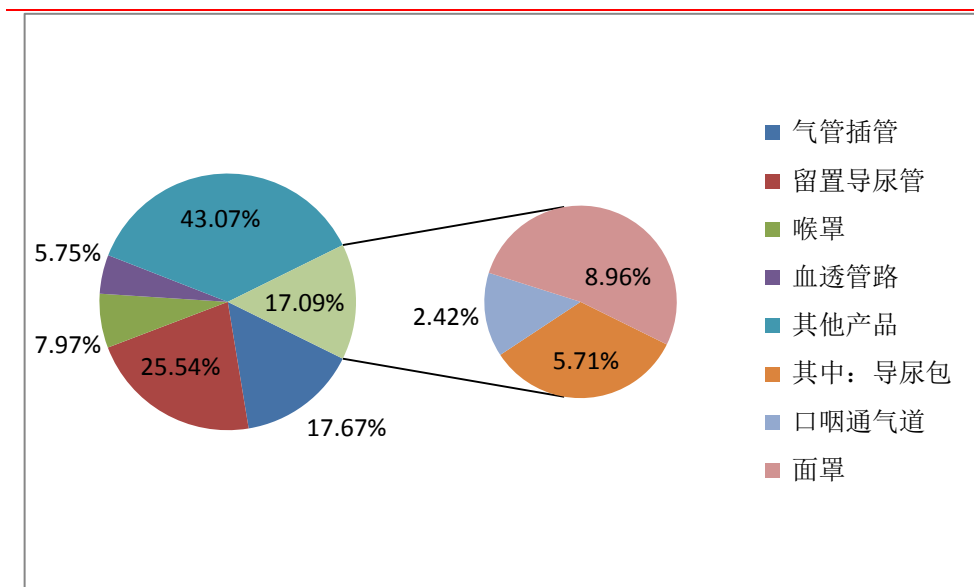
业务收入保持持续增长。收入的增长主要来自于其他产品的增长，主要产品气管插管、留置导尿管和喉罩的销量在 2014 年呈量价齐跌的状态，血透管路销量增长较快。从销售方式来看，公司的产品 67% 外销，主要以 OEM 和 ODM 方式为主，内销占比 32.25%，基本保持稳定。

表 2 产品增长情况

产品类别	收入增长		销量增长		价格变化	
	2014 年	2013 年	2014 年	2013 年	2012 年	2011 年
气管插管	-3.87%	10.36%	0.34%	1.71%	-4.13%	8.42%
留置导尿管	-9.89%	14.30%	-14.98%	10.70%	5.98%	3.54%
喉罩	-0.61%	8.12%	-0.87%	23.81%	0.27%	-12.67%
血透管路	14.66%	12.33%	18.94%	13.58%	-3.65%	-1.10%
主要产品	-4.73%	12.05%	-9.81%	8.53%	5.54%	3.31%
其他产品	51.91%	14.91%	37.47%	-2.12%	10.50%	16.96%
其中：导尿包	13.41%	6.54%	2.30%	6.41%	10.87%	0.09%
口咽通气道	16.67%	10.87%	13.06%	-1.68%	3.06%	12.64%
面罩	25.24%	18.67%	20.73%	12.03%	3.78%	6.02%
主营业务	13.49%	12.95%	11.38%	3.48%	1.79%	8.98%

数据来源：招股说明书 上海证券研究所

图 6 收入结构（2014）



数据来源：招股说明书 上海证券研究所

表 3 公司产品销售结构

销售模式	2014 年		2013 年		2012 年	
	金额 (万元)	占比 (%)	金额 (万元)	占比 (%)	金额 (万元)	占比 (%)
直接外销						
OEM/ODM	22,105.56	44.56	17,926.77	41.01	14,346.27	37.07
自有品牌	4,782.08	9.64	4,922.10	11.26	4,760.16	12.30
合计	26,887.64	54.20	22,848.87	52.27	19,106.43	49.37
间接外销						
OEM/ODM	6,589.24	13.28	6,744.94	15.43	6,869.34	17.75
自有品牌	133.77	0.27	17.49	0.04	34.83	0.09
合计	6,723.01	13.55	6,762.43	15.47	6,904.17	17.84
内销						
自有品牌	15,999.09	32.25	14,101.87	32.26	12,689.89	32.79
总计	49,609.73	100.00	43,713.16	100.00	38,700.48	100.00

数据来源：招股说明书 上海证券研究所

表 4 气管插管市场占有率及行业地位

	2013 年	2012 年	2011 年
公司销量 (万支)	2,213.86	2,176.54	2,471.29
全球销量 (万支) 注	23,240.14	22,139.79	21,252.32
市场占有率	9.53%	9.83%	11.63%

数据来源：招股说明书 上海证券研究所

表 5 留置乳胶导尿管市场占有率

	2013 年	2012 年	2011 年
公司销量 (万支)	5,575.75	5,033.78	5,359.12
全球销量 (万支) 注	38,414.57	37,180.19	36,444.02
市场占有率	14.51%	13.54%	14.71%

数据来源：招股说明书 上海证券研究所

表 6 留置硅胶导尿管市场占有率

	2013 年	2012 年	2011 年
公司销量 (万支)	444.09	404.18	354.41
全球销量 (万支) 注	7,637.07	6,326.79	5,336.81
市场占有率	5.81%	6.39%	6.64%

数据来源：招股说明书 上海证券研究所

表 7 公司喉罩市场占有率

	2013 年	2012 年	2011 年
公司销量 (万支)	155.19	125.35	113.95
全球销量 (万支) 注	6,359.71	5,023.47	4,083.46
市场占有率	2.44%	2.50%	2.79%

数据来源：招股说明书 上海证券研究所

2.3 主要产品毛利率变动分析

表 8 公司毛利率情况

产品类别	2014 年	2013 年	2012 年
气管插管	46.86%	42.19%	47.83%
留置导尿管	35.14%	33.83%	29.93%
喉罩	57.67%	54.43%	63.66%
血透管路	27.60%	28.20%	29.09%
主要产品	41.17%	38.70%	40.14%
其他产品	29.21%	32.04%	25.31%
其中：导尿包	26.81%	26.45%	20.66%
口咽通气道	30.83%	36.73%	30.24%
面罩	31.37%	28.73%	18.84%
主营业务	36.02%	36.55%	35.45%

数据来源：招股说明书 上海证券研究所

2012-2014年公司主营业务综合毛利率分别为 35.45%、36.55%及 36.02%，报告期内，公司主营业务综合毛利率较为稳定，2013 年毛利率增加1.10%，2014 年毛利率下降0.53%。主要是受产品提价、主要原材料价格下跌、产品结构调整、销售结构调整、人工上涨及汇率波动等因素的综合影响。

2.4 募集资金投向

公司将投资 3,000.00 万元用于新型医用材料（非邻苯 PVC）气管插管系列产品产业化项目；将投资 5,778.82 万元用于乳胶产品建设项目；以及投资 2,633.93 万元扩产硅胶产品项目中留置硅胶导尿管，扩大气管插管、留置导尿管的产能，解决公司主打产品产能不足的现实问题。同时，为消化新增产能，进一步加强公司在国内市场的销售能力，公司将投资 3,100.00 万元用于营销网络建设项目。

表 9 募投项目情况

项目名称	总投资（万元）	募集资金拟投资金额（万元）
新型医用材料（非邻苯 PVC）气管插管系列产 品产业化项目	3,000.00	2,100.00
海南乳胶产品建设项 目	5,778.82	5,778.82
硅胶产品建设项目	2,633.93	2,033.93
PVC 产品建设项目	8,383.68	6,723.50
研发中心建设项目	2,488.33	2,488.33
营销网络建设项目	3,100.00	3,100.00
偿还银行贷款及补充 流动资金	12,500.00	12,500.00
合计	37,884.76	34,724.58

数据来源：招股说明书 上海证券研究所

表 10 产能增加情况

产品类别	气管插管	留置乳胶导 尿管	留置硅胶 导尿管	喉罩	吸痰管	尿袋
公司 2011 年度产能 (万支 / 年)	2,300.00	5,000.00	360.00	100.00	1,700.00	10.00
募集资金投资项目 新增产能 (万支/年)	1,300.00	5,000.00	360.00	200.00	4,300.00	2,000.00
产能增加倍数 (倍)	0.57	1.00	1.00	2.00	2.53	200.00

数据来源：招股说明书 上海证券研究所

三、财务状况和盈利预测

3.1 盈利能力、成长能力及资产周转能力指标的分析

在 A 股上市公司中目前还没有完全可比类公司，在医疗器械领域来看，公司的毛利率水平偏下，仅高于山东药玻，净利率水平居中，公司的毛利率和净利率水平整体保持稳定。

表 11 可比公司盈利能力比较

证券代码	简称	毛利率				净利率			
		11Y	12Y	13Y	14YQ3	11Y	12Y	13Y	14YQ3
300273	和佳股份	50.80	54.33	61.93	58.99	16.70	21.06	23.82	24.98
600529	山东药玻	27.45	27.76	28.46	26.68	9.48	8.16	7.92	7.85
002223	鱼跃医疗	35.51	37.29	37.69	40.98	19.47	18.68	18.15	18.53
300030	阳普医疗	44.15	43.55	41.98	42.75	16.16	14.06	12.99	13.14
300206	理邦仪器	57.33	56.84	56.67	55.39	15.52	14.01	7.31	2.69
300003	乐普医疗	82.54	79.13	69.02	63.45	51.44	39.70	28.13	27.44
	平均	49.63	49.82	49.29	48.04	21.46	19.28	16.39	15.77
603309	维力医疗	32.15	35.43	36.56	36.03	14.17	14.27	14.53	13.66

数据来源: wind, 上海证券整理

从增速来看, 公司的收入增长比较稳定, 略低于行业平均水平, 净利润增长水平与收入增长水平类似。

表 12 增长情况

证券代码	简称	净利润增长率				收入增长率			
		11Y	12Y	13Y	14YQ3	11Y	12Y	13Y	14YQ3
300273	和佳股份	74.70	56.58	40.69	42.32	46.46	20.54	25.55	28.72
600529	山东药玻	-22.64	-9.59	2.09	-4.99	-7.68	5.08	5.21	9.66
002223	鱼跃医疗	40.73	7.81	5.72	20.13	32.43	12.11	8.54	20.64
300030	阳普医疗	22.93	10.69	23.08	40.63	50.51	21.81	30.47	26.07
300206	理邦仪器	-10.35	-6.74	-37.13	-63.63	17.06	1.91	18.86	11.98
300003	乐普医疗	15.27	-14.77	-10.32	15.92	19.44	10.44	28.28	28.87
	平均	24.13	7.33	4.02	8.40	26.37	11.98	19.49	20.99
603309	维力医疗	0.00	16.03	14.34	6.66	0.00	11.20	12.90	13.55

数据来源: wind, 上海证券整理

从运营指标来看, 公司的应收账款周转速度行业居中水平, 存货周转率好于行业平均。

表 13 可比上市公司营运能力比较 (单位: 次)

证券代码	简称	应收帐	应收帐	应收帐	应收帐	存货周	存货周	存货周	存货周
		款周转	款周转	款周转	款周转	转率	转率	转率	转率
		率	率	率	率	11Y	12Y	13Y	14YQ3
300273	和佳股份	4.33	2.75	2.01	1.50	5.00	4.88	4.30	2.99
600529	山东药玻	3.97	4.16	3.95	2.83	2.77	2.50	2.36	1.87
002223	鱼跃医疗	6.59	5.28	4.64	2.89	3.90	3.99	3.47	2.80
300030	阳普医疗	4.05	3.66	3.54	2.11	5.23	5.05	4.30	2.41
300206	理邦仪器	26.70	26.18	28.60	15.98	4.18	4.01	3.70	2.40
300003	乐普医疗	4.07	2.82	2.44	1.67	1.46	1.57	2.18	1.94

	平均	9.94	7.47	7.53	4.49	3.76	3.67	3.39	2.40
603309	维力医疗	4.66	5.46	6.28	6.62	5.39	5.29	4.84	5.30

数据来源: wind, 上海证券整理

3.2 分业务收入和毛利预测

我们预计公司2014-2016年的营业收入分别为5.8、7.4、8.6亿元，同比增长17.48%、26.83%、15.99%；2014-2016年的归属净利润分别为7875、10121、11727万元，分别同比增长16.12%、28.52%、15.87%。

盈利关键假设如下：

表 14 收入及毛利预测

产品类别	2017	2016	2015
气管插管：			
产能	3600	3600	3600
产量	3456	2880	2520
销量	3456	2880	2520
产能利用率	96%	80%	70%
产销率	100%	100%	100%
价格	3.9	3.9	3.9
收入	13478.4	11232	9828
g	20.00%	14.29%	12.10%
毛利率	45%	45%	45%
留置乳胶导尿管			
产能	10200	10200	7700
产量	9792	8160	5390
销量	9792	8160	5390
产能利用率	96%	80%	70%
产销率	100%	100%	100%
留置硅胶导尿管			
产量	720	720	720
销量	684	684	684
产能利用率	95%	95%	95%
产销率	100%	100%	100%
留置导尿管			
销量	10476	8844	6074
单价	2.3	2.45	2.48
收入	24094.8	21667.8	15063.5
g	11.20%	43.84%	18.87%
毛利率	33%	33%	35%
喉罩			
产能	300	300	200

	产量	300	270	180
	销量	300	270	180
	产能利用率	100%	90%	90%
	产销率	100%	100%	100%
	价格	25	25	25
	收入	7500	6750	4500
	g	11.11%	50.00%	13.74%
	毛利率	55%	55%	55%
血透管路				
	产能	300	300	300
	产量	420	390	360
	销量	420	390	360
	产能利用率	140%	130%	120%
	产销率	100%	100%	100%
	价格	9.5	9.5	9.5
	收入	3990	3705	3420
	g	7.69%	8.33%	19.99%
	毛利率	27%	27%	27%
主要产品合计				
	收入	49063.2	43354.8	32811.5
	销量			
	单价			
	毛利	39.17%	39.02%	39.90%
	毛利	19219	16918	13093
其他产品				
	收入	36676	30564	25470
	单价	2.2	2.2	2.2
	销量	16671.07	13892.558	11577.1
	毛利率	30%	30%	30%
主营业务				
	收入	85740	73918	58281
	g	15.99%	26.83%	17.48%
	毛利	30222	26087	20734
	毛利率	35.25%	35.29%	35.58%

四、风险因素

汇率风险

2012 年、2013 年及 2014 年，公司直接外销金额占主营业务收入的比例为 49.37%、52.27%及 54.20%，通过国内贸易商间接外销金额占主营业务收入的比例为 17.84%、15.47%及 13.55%，直接外销及间接外销的比例合计为 67.21%、67.74%及 67.75%，占比较高。公司直接外销比重较大，主要以美元结算人民币的升值一方面影响公司产品出口销售价格，影响公司产品在海外市场的竞争优势，对海外市场销售产生不利影响；另一方面，使公司产生汇兑损失。如果未来人民币持续升值，将对本公司的营业收入及利润产生不利影响。

五、估值及定价分析

整个医疗器械板块估值水平较高，公司未来两年的发展主要来自于产能扩张，因此综合考虑，我们认为公司的合理价格区间为 19.5-23.4，对应 2015 年 25-30 倍 PE。

表 15 相对估值比较

证券代码	简称	股价	EPS12A	EPS13A	EPS14E	EPS15E	12PE	13PE	14PE	15PE	PB
300273	和佳股份	26.820	0.62	0.40	0.46	0.68	43	67	58	39	13.07
600529	山东药玻	13.110	0.47	0.48	0.00	0.00	28	27			1.62
002223	鱼跃医疗	31.800	0.46	0.49	0.61	0.81	69	65	52	39	9.91
300030	阳普医疗	15.900	0.25	0.31	0.21	0.31	64	51	74	51	6.55
300206	理邦仪器	22.800	0.55	0.27	0.12	0.29	41	84	194	79	3.83
300003	乐普医疗	25.800	0.50	0.45	0.54	0.68	52	58	48	38	6.89
	平均	22.71	0.47	0.40	0.32	0.46	49.55	58.82	85.34	49.35	6.98

数据来源：wind，上海证券整理

六、附表

附表 1 损益简表及预测（单位：百万元人民币）

利润表	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	387.22	437.17	496.41	583.18	739.66	857.94
减：营业成本	250.02	277.35	317.55	375.71	478.62	555.53
营业税金及附加	3.69	4.68	4.93	5.79	7.35	8.52

营业费用	26.94	27.77	30.45	37.80	47.94	55.61
管理费用	36.22	45.47	51.83	58.70	74.45	86.35
财务费用	2.99	5.68	4.21	-0.60	-4.43	-5.21
资产减值损失	1.64	-0.47	1.19	0.79	0.79	0.79
加：投资收益	0.00	0.00	0.59	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	-0.69	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	65.73	76.68	86.15	104.99	134.94	156.35
加：其他非经营损益	2.31	1.28	0.96	0.00	0.00	0.00
利润总额	68.03	77.96	87.11	104.99	134.94	156.35
减：所得税	12.77	14.46	19.30	26.25	33.73	39.09
净利润	55.26	63.50	67.81	78.74	101.20	117.26
减：少数股东损益	-0.35	-0.08	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01
归属母公司股东净利润	55.61	63.59	67.82	78.75	101.21	117.27

数据来源：wind，上海证券整理

分析师承诺

分析师 张凤展

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。