

枫盛阳 (430431)

规模尚小、期待未来发展

投资评级 持有 收盘价 18.30 元

投资要点:

- 1、**枫盛阳是医疗器械生产与经销商。**枫盛阳主要从事医疗器械的批发和销售业务，通过赚取差价来获取利润，公司批发经营的产品有 150 余种。公司采取“以销定采”的采购模式，客户向公司提交订单，公司根据订单需求的产品规格和性能指标向供应商采购产品。公司目前采用“经销商分销为主，医疗机构的直销为辅”的销售模式。2014 年枫盛阳的销售收入 1.65 亿元，净利润 2355 万元。
- 2、**医疗器械行业集中度低。**医疗器械市场规模从 2001 年 179 亿元跃升到 2013 年突破 2000 亿元，有机构预测 2015 年将达到 3400 亿元，其已显示出巨大的成长潜力。医疗器械行业飞速发展的同时，企业数量和产品数量也不断增加，截至 2011 年底，已经有 168,596 家企业取得了医疗器械经营许可证。因此，目前医疗器械行业整体集中度很低，未来行业整合的力度很大。
- 3、**企业进入快速发展阶段。**2011 年之前公司规模非常小，2011 年公司销售收入仅 304 万元。2012 年 11 月 10 日公司收购南京三象药业有限公司。之后，公司进入了快速的发展的阶段。2014 年公司的销售收入以及净利润增长都超过了 100%。公司 2014 年应收账款增长 75.32%，因为公司在 2014 年对相关的客户群体制订了相应的销售账期激励政策，从而刺激了订货量的大幅增加。
- 4、**公司整体财务状况良好。**公司 2014 年的资产负债率仅为 29.54%，因此，公司可以适当运用财务杠杆去支撑未来销售收入的增长。盈利能力方面，毛利率稳定，净利率稳中有升。
- 5、**盈利预测与估值。**因为公司规模较小，盈利变动较大，所以盈利预测较为困难。5 月 7 日收盘价 18.42，按照 2014 年报数据计算，PE39 倍，PB10.2 倍，PS5.6 倍。我们认为估值相对合理，给予“中性”评级。

发布时间：2015 年 05 月 08 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)
上证指数/深圳成指
50 日均成交额(百万元)
市净率(倍)
股息率

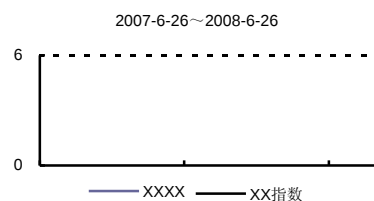
基础数据

流通股(百万股)
总股本(百万股)
流通市值(百万元)
总市值(百万元)
每股净资产(元)
净资产负债率

股东信息

大股东名称 刘金玲
持股比例 94.35%
国元持仓情况

52 周行情图



相关研究报告

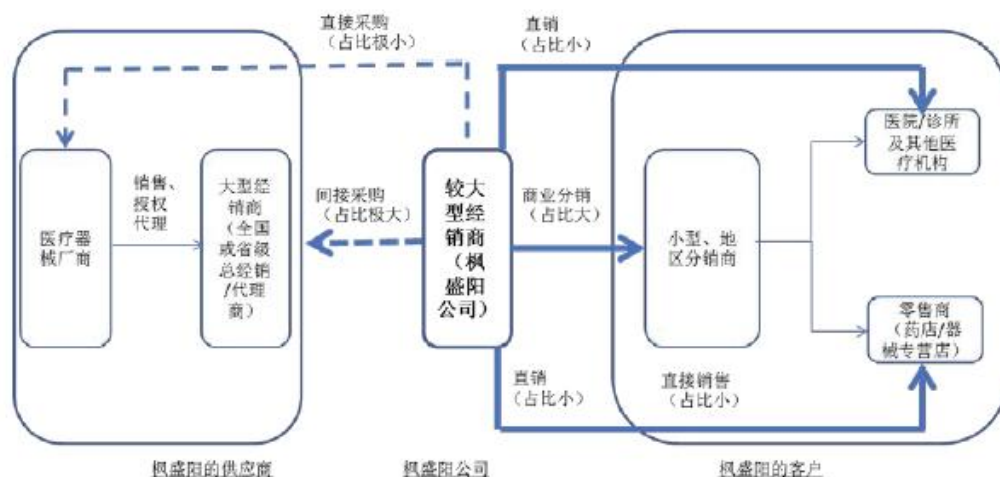
联系方式

研究员: 施雪清
执业证书编号: S0020511030014
电话: 021-51097188-1826
电邮: shixueqing@gyzq.com.cn
地址: 中国安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 (230000)

一、枫盛阳是医疗器械生产与经销商

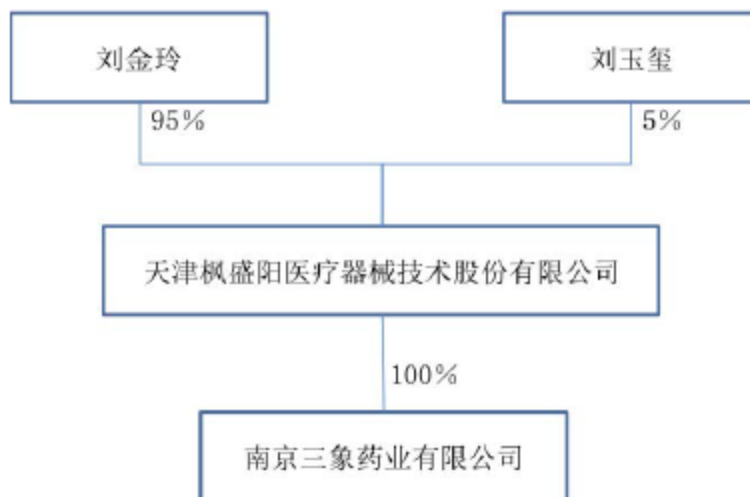
枫盛阳主要从事医疗器械的批发和销售业务，通过赚取差价来获取利润，公司批发经营的产品有 150 余种。公司采取“以销定采”的采购模式，客户向公司提交订单，公司根据订单需求的产品规格和性能指标向供应商采购产品。公司目前采用“经销商分销为主，医疗机构的直销为辅”的销售模式。2014 年枫盛阳的销售收入 1.65 亿元，净利润 2355 万元。

图 1：枫盛阳业务流程图



资料来源：公司公告

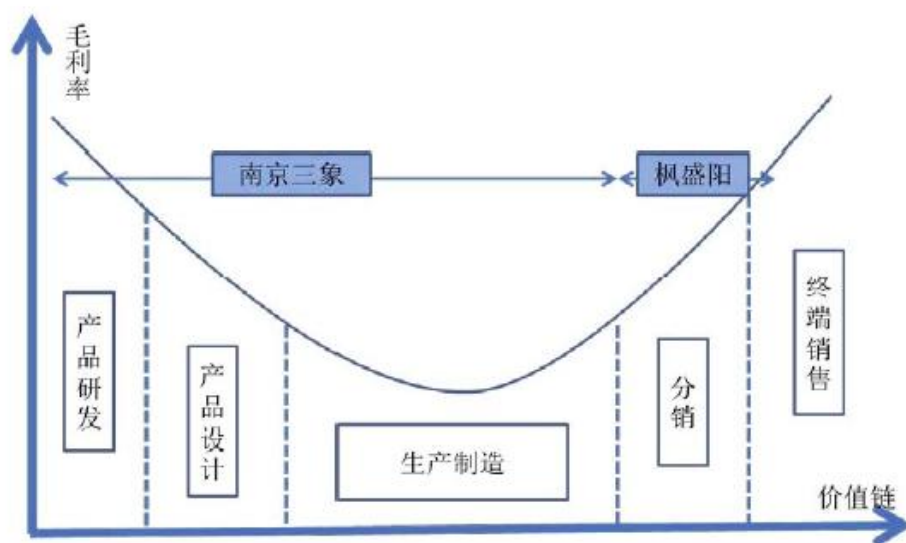
图 2：枫盛阳股权结构图



资料来源：公司公告

公司全资子公司南京三象从事医疗器械的研发、生产及销售。当前生产的主要产品主要为一次性使用止血带及医用输液瓶口贴。被枫盛阳收购之后，南京三象的产品主要销售给母公司枫盛阳，由枫盛阳对外销售。2014 年实现收入 17,443,297.46 元，净利润 504,108.91 元。

图 3：枫盛阳与南京三象业务介绍



资料来源：公司公告

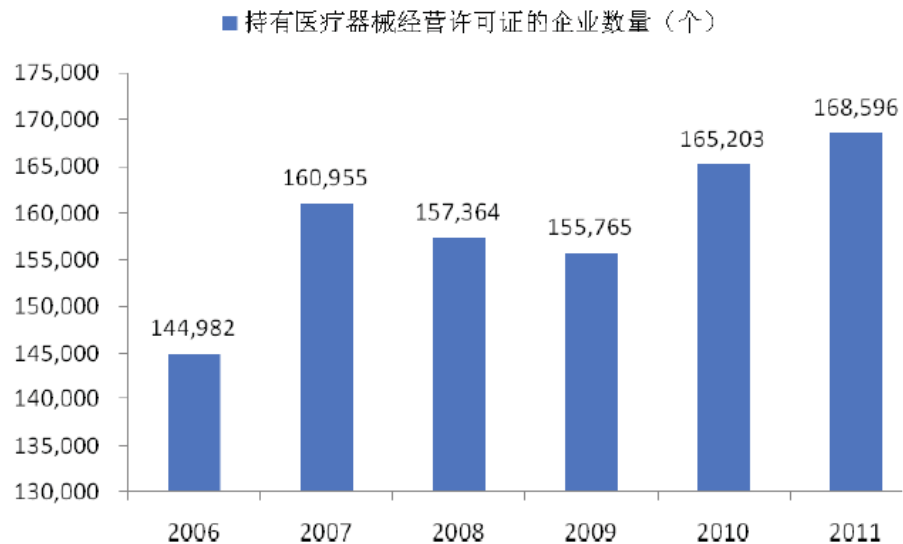
二、行业集中度低、整合的机会多

2.1 医疗器械行业集中度低

医疗器械市场规模从 2001 年 179 亿元跃升到 2013 年突破 2000 亿元,有机构预测 2015 年将达到 3400 亿元,其已显示出巨大的成长潜力。在 market 需求的刺激和中国经济持续稳定发展背景下,我国的医疗器械产业发展迅速,在整个医药行业中的重要地位越发凸显。2014 年年初,国家出台了一系列与医疗行业相关的政策来推动医疗器械行业的快速发展。

医疗器械行业飞速发展的同时,企业数量和产品数量也不断增加,截至 2011 年底,已经有 168,596 家企业取得了医疗器械经营许可证。因此,目前医疗器械行业整体集中度很低,未来行业整合的力度很大。

图 4：医疗器械行业企业数量



资料来源：公司公告

2.2 医药商业批发企业数量众多，企业跨界经营频繁

全国大约有 17,000 家医药商业批发企业，行业进入门槛不高，但规模较大的企业数量少，行业处在不断整合的过程中，集中度将不断提升。全国性的大型医药商业企业当前也都分别进入医疗器械领域，例如九州通、国药控股等。另外，很多区域性的大型医药商业企业如嘉事堂、上海医药、南京医药和广州药业等，也都已经涉足医疗器械产品。

在收入及贸易规模不断增长的同时，本行业企业数量和产品数量也不断增加，截至 2011 年底，已经有 168,596 家企业取得了医疗器械经营许可证。

05 年上半年，公司实现主营业务收入 77449 万元，利润总额 29250 万元，同比增长 28% 和 46%；实现每股收益 0.56 元。公司实现业绩的大幅提升，主要在于煤炭价格的大幅上涨，而产量的贡献较小。

三、企业进入快速发展阶

2011 年之前公司规模非常小，2011 年公司销售收入仅 304 万元。2012 年 11 月 10 日公司收购南京三象药业有限公司。之后，公司进入了快速的发展的阶段。2014 年公司的销售收入以及净利润增长都超过了 100%。

公司 2014 年应收账款增长 75.32%，因为公司在 2014 年对相关的客户群体制订了相应的销售账期激励政策，从而刺激了订货量的大幅增加。

表 1：公司业绩增速

	2011 年	2013 年	2014 年
营业收入同比增长率(%)	1,084.90	116.98	110.90
营业利润(%)	147,310.85	79.77	159.70
利润总额(%)	147,312.63	79.62	167.90
归属母公司股东的净利润(%)	247,676.86	41.41	174.29

资料来源：WIND、国元证券研究中心

表 2：公司货币资金与应收账款

	2012 年	2013 年	2014 年
货币资金（万元）	1,252.56	4,797.95	1,505.11

应收账款（万元）	1,102.67	1,344.08	7,953.55
----------	----------	----------	----------

资料来源：WIND、国元证券研究中心

四、财务指标良好

公司整体财务状况良好。公司 2014 年的资产负债率仅为 29.54%，因此，公司可以适当运用财务杠杆去支撑未来销售收入的增长。盈利能力方面，毛利率稳定，净利率稳中有升。

表 3：公司主要财务比率

	2012 年	2013 年	2014 年
ROE(摊薄)(%)	10.83	13.28	26.03
销售毛利率(%)	21.11	20.88	22.34
销售净利率(%)	16.83	10.97	14.26
资产负债率(%)	2.79	11.71	29.54
EPS(稀释)	0.12	0.17	0.47
每股净资产 BPS	1.12	1.29	1.80
每股销售额 SPS	0.72	1.57	3.28

资料来源：WIND、国元证券研究中心

五、盈利预测与估值

因为公司规模较小，盈利变动较大，所以盈利预测较为困难。5 月 7 日收盘价 18.42，按照 2014 年报数据计算，PE39 倍，PB10.2 倍，PS5.6 倍。我们认为估值相对合理，给予“中性”评级。

表 4：每股指标

	2012 年	2013 年	2014 年
每股收益-稀释	0.1200	0.1700	0.4700
每股净资产	1.1200	1.2900	1.8000
每股营业总收入	0.7216	1.5657	3.2795

资料来源：WIND、国元证券研究中心

表 5：医疗行业平均估值一览

	市盈率 PE			市净率 PB (LF)	市现率 PCF (TTM)	市销率 PS(TTM)
	TTM	15E	16E			
行业均值(整体法)	59.96	40.65	32.01	6.34	-185.00	1.92
行业中值	70.77	57.99	46.81	8.28	30.88	8.38

资料来源：WIND、国元证券研究中心

国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
	二级市场评级		
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址:www.gyzq.com.cn