

## 血透引擎启动，产品销售增长74.2%

### ——宝莱特 (300246.SZ) 2015 年中报点评

#### 投资要点:

## 1. 事件

公司发布 2015 年半年报, 2015 年 1-6 月实现营业收入 1.4 亿元, 同比增长 10.2%; 归属于上市公司股东的净利润 826 万元, 同比降低 46.3%; 全面摊薄 EPS 为 0.057 元。

## 2. 点评

### (一) 业绩点评

公司 2015 年 1-6 月实现销售收入 1.4 亿元, 同比增长 10.2%。其中, 重点拓展市场销售的血液透析产品, 上半年取得了较大的突破, 销售收入 7,191 万元, 同比增长 74.2%, 成为和监护设备并驾齐驱的业务线。受到下游市场需求的减缓和出口业务的下降, 监护设备销售收入只有 6,735 万元, 同比下降了 20.62%。由于毛利率降低和销售费用上升等原因, 公司净利润收入只有 826 万元, 同比下降了 46.3%, 对应稀释后每股净利润 0.057 元。

受到成本上升的因素, 导致公司整体毛利率只有 39.6%, 同比下降 6.8%。其中, 监护设备和血液透析产品毛利率分别为 43.8% 和 35.6%, 同比下降 4.1% 和 7.6%。

同时, 公司海外出口业务受到欧洲危机以及汇率波动, 导致公司产品在巴西、印度、欧洲等地区销售收入同比下降 18.8%, 销售总额 4,052.9 万元, 占公司主营业务收入比例的 29.1%。

### (二) 血液透析布局完整, 逐渐显露攻击性

2015 年半年报, 公司血透产品增速高达 74.2%, 营收 7,191 万元, 占比营收总额的 51.6%, 已经超过监护设备的收入比例。可以看到, 公司血透产品布局完整的优势逐渐显露, 进入高速成长的通道, 成为公司发展的新动力。

2012 年公司收购挚信宏达, 正式步入血液透析领域。经过三年的时间, 公司通过外延并购和自建子公司的方式, 拥有了包括透析机、透析粉、透析液、透析管、穿刺针和透析器 (产品开发过正中) 全线血透设备和耗材的生产能力。公司透析液和透析粉的市场战略明确, 由于透析粉、液有运输半径的限制, 所以公司过并购和自建的方式开拓区域性市场。目前已拥有五家公司, 分别覆盖东北、华北、华东和华中等地区。

透析机是血透治疗中唯一的非耗材器械, 市场基本被进口产品占据。公司率先抢占技术高地, 收购重庆多泰, 成为拥有 CFDA 认证的国产透析机生产企业之一。同时, 公司也加大血液透析机与透析器 (人工肾) 的研发投入, 并于 2015 年 7 月 20 日获得公司首款血液透析装置产品注册证, 旨在掌握血透治疗的核心技术, 实现公司建立和完善血液透析领域生态圈的长期发展战略。

## 宝莱特 (300246.SZ)

### 谨慎推荐 首次覆盖

#### 分析师

李平祝

☎: 010-83574546

✉: lipingzhu@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130515040001

特此鸣谢

焦德智

☎: (8621) 20252605

✉: jiaodezhi@chinastock.com.cn

对本报告的编制提供信息

#### 市场数据

时间 2015.8.19

A 股收盘价(元)	31.83
A 股一年内最高价(元)	72.80
A 股一年内最低价(元)	20.33
上证指数	3794.11
总股本 (亿股)	1.46
实际流通 A 股 (亿股)	1.06
总市值 (亿元)	46.50

#### 相关研究

**表 1：公司业务构成分析（元）**

项目	营业收入	营收同比增速	营业成本	成本同比增速	毛利率	毛利率同比增速
监护仪产品	67,345,596.51	-20.62%	37,867,747.94	-14.41%	43.77%	-4.08%
血透产品	71,911,436.91	74.23%	46,306,943.86	97.36%	35.61%	-7.55%
合计	<b>139,257,033.42</b>	<b>10.42%</b>	<b>84,174,691.80</b>	<b>24.32%</b>	<b>39.55%</b>	<b>-6.76%</b>

资料来源：公司信息，中国银河证券研究部

**表 2：宝莱特血液透析产品布局路线**

时间	并购公司/自建公司	获得产品	对公司的贡献
2012年5月	天津挚信鸿达	透析液和透析粉	正式进入血液透析市场，提供血透耗材，覆盖华东、华北地区
2013年1月	重庆多泰	透析机	CFDA 认证的四家国产透析机生产商之一，拥有了血透核心器材生产能力
2013年6月	辽宁恒信生物	透析浓缩液	血透耗材扩张，覆盖东北、北京等地区
2013年8月	天津子公司建立	透析液和透析粉	扩充血液透析耗材的产能，覆盖华北地区
2013年9月	宝莱特	透析器	建立聚醚砜膜生产线，开拓血透耗材核心产品“人工肾”
2013年12月	南昌子公司建立	透析液和透析粉	血透耗材扩张，覆盖东中地区
2013年12月	常州子公司建立	透析液和透析粉	血透耗材扩张，覆盖东东地区
2014年7月	天津博奥	透析管路	拥有透析管生产能力，完成血透全产业链产品的生产
2015年6月	珠海申宝医疗器械	销售渠道	获得覆盖在上海及其周边地区的血透产品销售网络

资料来源：公司信息，中国银河证券研究部

### （三）监护设备竞争压力大，高端市场有待开发

公司是国内中低端监护仪生产的龙头企业之一，在监护设备领域的发展战略逐渐调整为研发，向高端市场拓展的经营方针。公司成功推出半插件式和插件式监护仪，完成产品升级，使产品达到进口设备可替换水平。但受到国内外双重经济环境不景气和竞争厂家众多等行业因素，导致监护设备销售收入和毛利率在 15 年上半年双双下滑。我们认为监护仪市场趋于饱和，外有飞利浦、通用，内有迈瑞、理邦等对手，市场竞争充分，公司高端监护产品虽然质优价廉，但依然面临巨大的竞争压力。

### （四）移动医疗领域，从产品做起，稳扎稳打

公司通过全资子公司微康科技，研发并推出公司首款移动医疗产品“育儿宝”。该产品是以互联网方式辅助家长，通过手机 APP 连续监测婴幼儿体温状况，从而做到对婴幼儿健康近程监测、远程知道和报警提醒等服务功能。目前，“育儿宝”进入市场时间不长，仍处于开发期，主要销售渠道为与平安保险合作和网络销售等方式。公司作为监护领域的龙头企业之一，以扎实的监护产品为起点，逐步探索移动医疗领域的商业模式，我们认为公司最佳的移动医疗发展策略。

2015 年 4 月，公司与深圳市腾讯计算机系统有限公司签署了《腾讯与宝莱特合作框架协议》，是公司介入互联网医疗的新模式的进一步升级。通过与互联网巨头的合作，可以有效的弥补公司在移动医疗领域的不足，促进公司器械产品优势和互联网特性的相互融合，帮助公司深度挖掘互联网化的产品快速推广的商业新模式。

### 3.投资建议

我们预计 2015-2017 年公司销售收入为 3.62 亿元、4.97 亿元和 6.97 亿元，归属母公司净利润为 3,461 万元、4,337 万元和 5,931 万元，对应摊薄 EPS 分别为 0.24 元、0.30 元和 0.41 元。我们认为，公司血液透析全产品线布局完整，区域覆盖面积广，下游渠道布设强健，在血透市场爆发中受益弹性最大。公司探索移动医疗以好的监护设备做起，加强和互联网巨头的合作，有望快速提升公司移动医疗设备的市场推广力度，届时以“育儿宝”为代表的产品将为公司带来更多的惊喜。因此，我们首次覆盖给予谨慎推荐评级，建议投资者密切关注。

### 4.风险提示

血液透析市场销售低于预期；监护仪中高端市场开发低于预期；“育儿宝”推广低于预期。

**表 3: 宝莱特 (300246.SZ) 财务报表预测 (百万元)**

资产负债表	2014	2015E	2016E	2017E	利润表	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	321	386	466	580	营业收入	289	362	497	697
现金	205	217	238	253	营业成本	160	210	292	411
应收账款	52	57	98	121	营业税金及附加	2	3	4	5
其它应收款	3	12	8	19	营业费用	53	65	88	121
预付账款	7	14	16	26	管理费用	40	50	69	97
存货	53	86	106	162	财务费用	-4	-5	-6	-6
其他	0	0	0	0	资产减值损失	1	1	1	1
非流动资产	179	169	159	150	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	73	71	68	63	营业利润	36	38	49	68
无形资产	42	37	33	28	营业外收入	4	0	0	0
其他	64	61	58	58	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	499	555	625	730	利润总额	41	42	53	73
流动负债	71	98	130	183	所得税	6	6	8	11
短期借款	0	0	0	0	净利润	35	36	45	62
应付账款	55	75	107	149	少数股东损益	1	1	2	2
其他	16	23	24	34	归属母公司净利润	34	35	43	59
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	48	56	68	85
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.23	0.24	0.30	0.41
其他	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>				
负债合计	71	98	130	183	营业收入	23.1%	25.3%	37.3%	40.3%
少数股东权益	17	18	20	22	营业利润	17.2%	4.5%	28.2%	40.0%
归属母公司股东权益	411	439	475	525	归属母公司净利润	16.9%	2.4%	25.3%	36.8%
负债和股东权益	499	555	625	730	毛利率	44.8%	42.1%	41.3%	41.1%
<b>现金流量表</b>					净利率	12.2%	10.0%	9.1%	8.9%
经营活动现金流	42	20	30	26	ROE	8.2%	7.9%	9.1%	11.3%
净利润	35	36	45	62	ROIC	17.3%	12.5%	15.2%	20.4%
折旧摊销	10	19	20	18	资产负债率	14.3%	17.6%	20.8%	25.1%
财务费用	-2	-5	-5	-6	净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
投资损失	0	0	0	0	流动比率	4.5	3.9	3.6	3.2
营运资金变动	-28	39	48	61	速动比率	3.7	3.1	2.8	2.3
其它	27	-68	-78	-110	总资产周转率	0.6	0.7	0.8	1.0
投资活动现金流	-51	-7	-7	-7	应收帐款周转率	5.6	6.4	5.1	5.8
资本支出	0	10	10	10	应付帐款周转率	3.2	3.2	3.2	3.2
长期投资	0	0	0	0	每股收益	0.2	0.2	0.3	0.4
其他	-51	4	4	4	每股经营现金	0.3	0.1	0.2	0.2
筹资活动现金流	-8	-2	-2	-4	每股净资产	2.9	3.1	3.4	3.7
短期借款	0	0	0	0	P/E	138	134	107	78
长期借款	0	-2	-2	-4	P/B	11.3	10.6	9.8	8.9

---

其他	-8	0	0	0	EV/EBITDA	93.8	79.0	65.5	51.9
现金净增加额	-16	12	21	15					

---

资料来源：中国银河证券研究部

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

**李平祝，医药行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

机构请致电：

北京地区：王婷 010-66568908 [wangting@chinastock.com.cn](mailto:wangting@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)

海外机构：刘思瑶 010-83571359 [liusiyao@chinastock.com.cn](mailto:liusiyao@chinastock.com.cn)