

2017年03月25日

# 宝莱特 (300246.SZ)

## 深度分析

### 布局血透全产业链，静待终端业绩释放

医药 | 医疗器械 III

#### 投资要点

- ◆ **ESRD 患者数量不断上升，血透市场千亿规模可期**：随着老年化等因素的影响，我国 ESRD 患者人数逐年上升，2014 年我国 ESRD 患者为 200 万人，预计到 2018 年将达到 293 万人，年复合增长率达 10.02%。但与之相对的，我国 ESRD 患者的治疗率较低，我国终末期肾病患者仅有 16% 左右获得了救治，而全球治疗率约为 37%，发达国家治疗率水平 75%。根据智研咨询发布的报告，预计到 2030 年我国 ESRD 患者人数将突破 400 万人，随着医院覆盖、医疗资源、支付能力的提高，未来尿毒症患者透析治疗率将从 16% 提高到国际水平(37%)，届时透析治疗人数将达到 150 万人，市场规模将达到近千亿元，若接近或达到发达国家现在的平均治疗率 75%，则透析治疗人数将达到 300 万人之多，是目前的 10 倍之多，市场规模也将上升至 1950 亿元，未来血透市场空间很大。
- ◆ **深入布局“产品+渠道+服务”全产业链，公司未来成长空间有望彻底打开**：(1) **产品方面**，公司自主研发的 D30 型号透析机 2015 年 7 月正式获得 CFDA 的批文，第二代血液透析机 D50 也在积极研发中；公司已经通过收购和自建的方式在华南、华东、华中、东北、华北地区进行透析粉/液的布局，市占率不断上升；公司子公司博奥天盛的透析管路产品也获 CFDA 批文，翻倍增长可期；核心部件透析器是血透产品中壁垒最高的产品，目前公司透析器研发进展顺利，我们预计 2018 年有望获得批文。(2) **渠道方面**，公司与地区优质渠道商合作分别成立申宝医疗、宝瑞医疗和深圳宝原，分别快速进入上海、贵州、广东地区的血透市场，更有助于公司产品的销售。(3) **服务方面**，通过外延收购的方式，逐步收购民营盈利性医院，采取“大专科、小综合”的模式，在全国范围内建立以血液净化为主的肾病专科连锁医院，清远康华医院、同泰医院相继落地，公司全产业链布局顺利完成，血透板块业绩已初显成效，公司未来有望进入收获期，业绩预计保持持续高增长态势。
- ◆ **切入消毒剂市场，公司产品多元化发展**：消毒剂属于血液透析产品的主要外延产品，用于各类血液透析机的消毒，是血液透析业务板块不可或缺的耗材。公司切入消毒产品领域，是对公司血液透析产品的有益补充，进一步完善了公司血液透析产业链的整体布局。消毒液产品技术含量不高，但产品的毛利率较高，血液透析的消毒液毛利率一般处于 60%-70% 的水平。我们预估，血透消毒市场约在 2-3 亿之间，宝莱特进入血透消毒市场优势较大，远期有望达到 40-50% 市占率，会对公司的业绩是起到较大提升的作用。同时，公司未来有望以血透消毒液为入口，逐步切入医院感控方面的所有消毒液产品，未来发展空间可期。
- ◆ **投资建议**：我们预测公司 2016 年至 2018 年每股收益分别为 0.46、0.61 和 0.85 元。维持买入-A 建议，6 个月目标价为 40 元，相当于 2017 年 65 倍的市盈率。
- ◆ **风险提示**：血透市场竞争加剧，消毒液产品市场不达预期，透析器注册不达预期。

投资评级

**买入-A(维持)**

6 个月目标价

40 元

股价(2017-03-24)

32.98 元

#### 交易数据

总市值(百万元)	4,817.98
流通市值(百万元)	3,553.72
总股本(百万股)	146.09
流通股本(百万股)	107.75
12 个月价格区间	24.51/44.58 元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.52	-0.27	36.3
绝对收益	0.52	-0.24	23.29

#### 分析师

 徐曼  
 SAC 执业证书编号：S0910516020001  
 xuman@huajinsec.cn  
 021-20655643

#### 报告联系人

 郑巧  
 zhengqiao@huajinsec.cn  
 021-20655738

#### 相关报告

- 宝莱特：恒信生物产品获批，切入消毒领域布局 2017-01-19
- 宝莱特：收购清远康华医院，全产业链布局完成 2016-12-08
- 宝莱特：血透业务高速增长，看好全产业链布局 2016-10-26
- 宝莱特：产业链整合顺利，肾科医疗业务收入大幅增加 2016-07-29

**财务数据与估值**

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	289.0	380.5	594.5	838.5	1,096.7
同比增长(%)	23.1%	31.7%	56.2%	41.1%	30.8%
营业利润(百万元)	36.4	24.4	82.2	105.9	146.7
同比增长(%)	17.2%	-32.9%	236.3%	28.9%	38.5%
净利润(百万元)	33.8	23.9	67.2	88.8	124.7
同比增长(%)	16.9%	-29.2%	180.9%	32.1%	40.4%
每股收益(元)	0.23	0.16	0.46	0.61	0.85
PE	144.6	204.4	72.8	55.1	39.2
PB	11.9	11.4	10.2	9.0	7.6

数据来源：贝格数据华金证券研究所

## 内容目录

<b>一、公司概况</b> .....	<b>6</b>
(一) 股权结构及子公司情况.....	6
(二) 主营业务：健康监测+肾科医疗.....	6
(三) 健康监测板块增速稳健，血透业务增速迅猛.....	8
<b>二、行业现状：ESRD 患者数量不断上升，血透市场千亿规模可期</b> .....	<b>10</b>
(一) 老年慢性病的高发导致慢性肾衰竭发病率持续上升.....	10
(二) ESRD 患者数量不断上升.....	11
(三) 血透是治疗 ESRD 的最主要方法.....	12
(四) 我国血透仍为蓝海市场，千亿市场规模可期.....	14
(五) 血透仪器国产化有望进一步加快.....	16
1、透析器：血透核心耗材，进口依赖度高.....	17
2、透析管路：国产占据半壁江山.....	19
3、透析粉/液：受限于运输费用，区域垄断性强.....	20
4、透析机：主要依靠进口，一般进行绑定销售.....	20
(六) 政策支持促血透发展.....	22
<b>三、肾科医疗：深入布局“产品+渠道+服务”全产业链，公司未来成长空间有望彻底打开</b> .....	<b>22</b>
(一) 全产品线布局基本完成.....	22
1、透析机：收购与自主研发齐头并进，透析机放量值得期待.....	23
2、透析粉/液：全国布局不断深入，市场占有率不断上升.....	24
3、透析管路：产品获 CFDA 批文，翻倍增长可期.....	26
4、透析器：2018 年有望获批，透析器上市值得期待.....	26
(二) 渠道：与优质渠道商合作，加快渠道整合步伐.....	27
(三) 服务：涉足肾科医疗服务领域，构建连锁血透服务.....	28
(四) 切入消毒剂市场，公司产品多元化发展.....	29
<b>四、健康监测：传统监测产品业绩稳定，可移动穿戴产品有望成为新的业绩增长点</b> .....	<b>29</b>
(一) 传统监测产品种类丰富，业绩贡献较为稳定.....	29
(二) 多种可穿戴设备上市，有望成为未来业绩一大增长点.....	31
(三) 产品遍布全球，国际化战略持续推进.....	33
<b>五、盈利预测</b> .....	<b>33</b>
<b>六、风险提示</b> .....	<b>34</b>

## 图表目录

图 1：公司股权结构及子公司情况.....	6
图 2：公司 2+4+6 战略.....	7
图 3：健康监测与肾科医疗.....	8
图 4：公司历年营业收入情况（单位：百万元，%）.....	8
图 5：公司历年净利润情况（单位：百万元，%）.....	8
图 6：公司历年主营业务收入分产品情况（单位，百万元）.....	9
图 7：2016 年前三季度主营业务收入按产品分类.....	9
图 8：公司历年毛利率情况.....	9
图 9：公司历年净利率情况.....	9
图 10：公司期间费用情况（单位：百万元，%）.....	10

图 11：公司期间费用率情况 .....	10
图 12：我国历年糖尿病患病率（单位：% <sub>0</sub> ） .....	11
图 13：我国历年高血压患病率（单位：% <sub>0</sub> ） .....	11
图 14：2011 年主要国家 ESRD 患病率（单位：人/百万人） .....	12
图 15：我国历年 ESRD 患病人数（单位：万人） .....	12
图 16：2013 年全球 ESRD 患者治疗方式统计 .....	13
图 17：血液透析示意图 .....	13
图 18：腹膜透析示意图 .....	13
图 19：1990-2020 全球血液透析人数增长及预测（单位：万人，%） .....	15
图 20：血透患者地理分布 .....	15
图 21：全球各地区 ESRD 患者接受血液治疗人数对比（单位：人/百万人） .....	15
图 22：2013 年全球血透市场竞争格局 .....	17
图 23：血透产业链 .....	17
图 24：透析器 .....	18
图 25：透析器在透析设备中的应用 .....	18
图 26：血液透析管路 .....	19
图 27：2007-2011 年全球血液透析管路市场规模（单位：亿元，%） .....	19
图 28：我国透析粉/液市场规模（单位：万元） .....	20
图 29：血液透析机 .....	21
图 30：2011-2013 年血液透析机产量与进口量（单位：台） .....	21
图 31：2013 年我国透析机市场份额 .....	21
图 32：公司血透产品布局 .....	23
图 33：公司 D30 型号透析机 .....	24
图 34：公司历年挚信鸿达和恒信生物收入情况（单位：百万元，%） .....	25
图 35：公司历年挚信鸿达和恒信生物净利润情况（单位：万元，%） .....	25
图 36：公司历年透析粉/液营业收入情况（单位：万元，%） .....	26
图 37：肾科医疗服务领域布局 .....	28
图 38：健康监测产品系列 .....	30
图 39：公司监护仪产品历年收入情况（单位：百万元，%） .....	31
图 40：公司监护仪产品历年毛利率情况 .....	31
图 41：微康科技主要产品 .....	32
表 1：慢性肾衰竭原发病占比统计 .....	10
表 2：美国对慢性肾病的分类 .....	12
表 3：血液透析与腹膜透析对比 .....	14
表 4：各国/地区的血透腹透费用比较（美元/病人年） .....	14
表 5：血透市场的市场空间预测 .....	16
表 6：2012 年全球血透市场供应商排名（按销售额） .....	16
表 7：血透费用拆分 .....	17
表 8：2006-2014 年全球血液透析器产销（百万支） .....	18
表 9：2009-2014 年中国血液透析器行业供给情况（单位：万支） .....	19
表 10：透析管路厂商代表 .....	20
表 11：大病医保相关政策总结 .....	22
表 12：公司透析粉/液全国布局 .....	25
表 13：公司渠道布局情况 .....	27

表 14：公司主要监测产品基本信息 .....	30
表 15：公司业务拆分预测（单位：百万元） .....	33

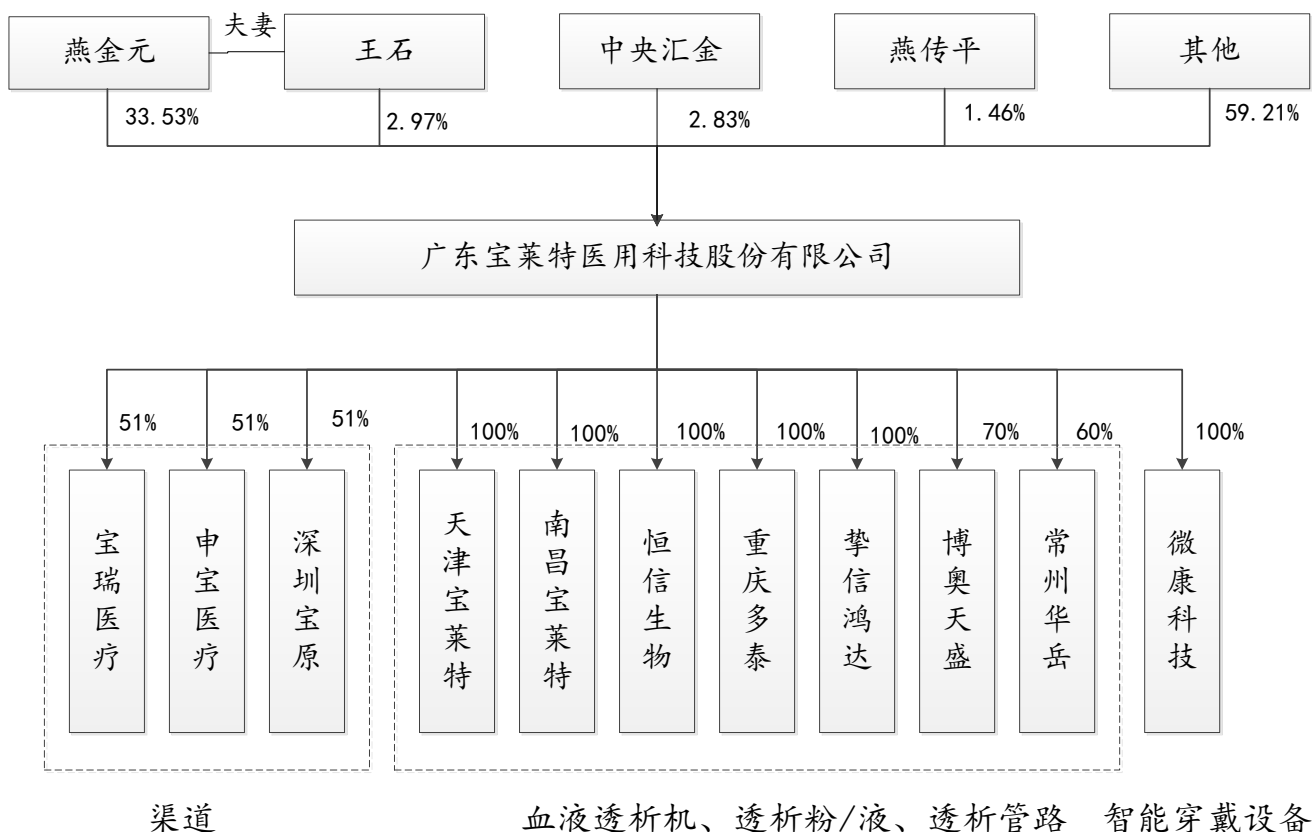
## 一、公司概述

### （一）股权结构及子公司情况

公司成立于 1993 年，于 2011 年在深交所成功上市，主要从事医疗监护仪及相关医疗器械的研发、生产和销售，近年来通过自建和收购的方式逐步布局血透领域和移动医疗领域。

公司的实际控制人是燕金元和王石夫妇，两人合计持有公司 36.5% 股份。公司旗下目前拥有多家子公司，其中 3 家子公司为渠道公司，7 家公司为血液透析机、透析粉/液、透析管路制造企业，另有一家从事智能穿戴设备的研发和生产。

图 1：公司股权结构及子公司情况



资料来源：公司公告，华金证券研究所

### （二）主营业务：健康监测+肾科医疗

公司积极践行“2+4+6”发展战略，即 2 大板块，4 大支柱，6 大平台。其中 2 大板块指健康监测和肾病医疗两个板块，4 大支柱指的是院内监护、院外微康、血透设备、医疗服务四个方

面，6大平台包括慢病管理社区平台、母婴社区平台、好孕社区平台、设备物联网云平台、肾科医生云诊断、肾友交互云平台俱乐部。

图2：公司2+4+6战略



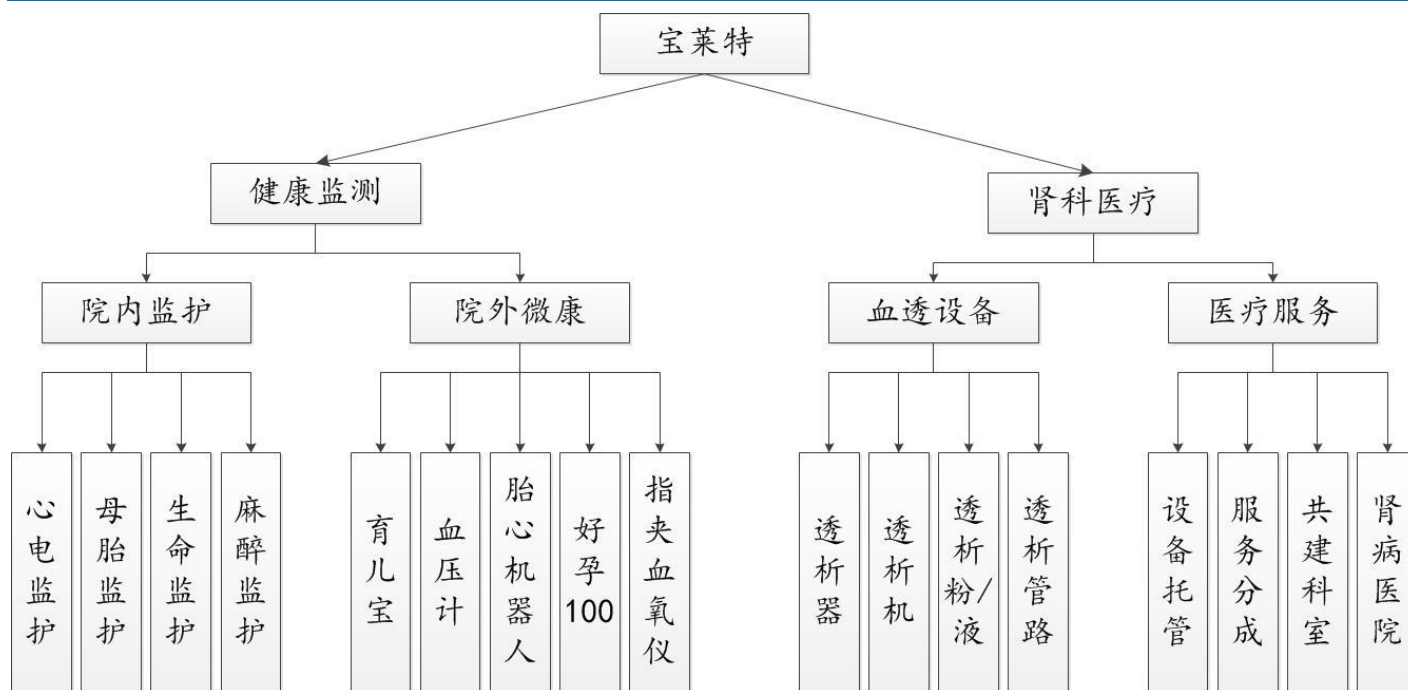
资料来源：公司官网，华金证券研究所

公司的主营业务主要包括健康监测和肾科医疗两大方面。其中健康监测又分为院内监测和院外微康，院内监测指的是在医院内使用的相关监测设备，主要包括心电监护、母胎监护、生命监护、麻醉监护，院外微康包括育儿宝（公司已开展两年多）、血压计（可以通过微信功能，实时收集数据）、胎心机器人、好孕100（掌握排卵周期，帮助怀孕）、指夹血氧仪。

肾科医疗领域，在血透设备方面，公司进行了全产业链布局，设计产品包括透析器、透析机、透析管路以及血透粉/液。医疗服务领域，公司通过设备托管、服务分成、共建科室以及建设肾病医院的模式涉足肾病服务领域。



图 3：健康监测与肾科医疗

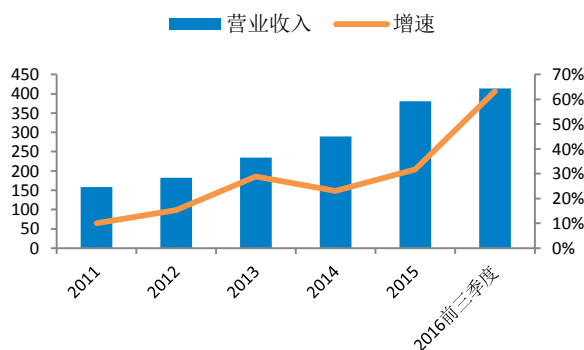


资料来源：公司官网，华金证券研究所

### （三）健康监测板块增速稳健，血透业务增速迅猛

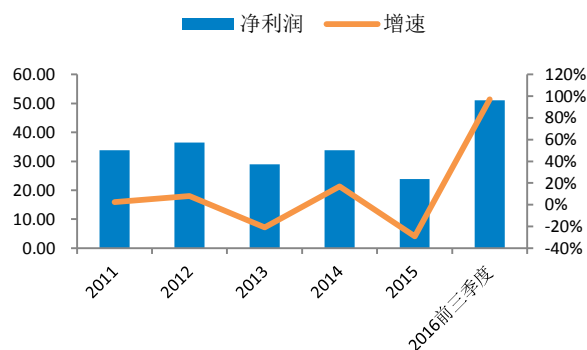
公司近年来营业收入不断上升，由 2011 年的 1.58 亿元，上升到 2015 年的 3.81 亿元，4 年 CAGR 为 24.55%。根据最新的报告显示，公司 2016 年前三季度实现营业收入 4.14 亿元，同比上升 63.16% 净利润也实现突破 2016 年前三季度实现净利润 5112 万元，同比上升 96.93%。公司 2016 年前三季度实现了业绩的高增长，主要是由于公司传统的监护仪器收入实现稳步增长，同时血透产品销售收入较去年同期大幅增长。

图 4：公司历年营业收入情况（单位：百万元，%）



资料来源：wind，华金证券研究所

图 5：公司历年净利润情况（单位：百万元，%）



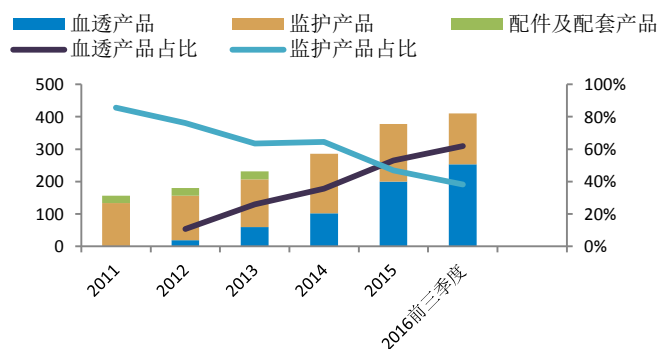
资料来源：wind，华金证券研究所



分产品看，公司健康监测业务增长稳健，健康监测业务收入从 2011 年的 1.34 亿元上升至 2015 年的 1.77 亿元，4 年的 CAGR 达 7.30%，血透业务增长迅猛，血液相关收入由 2012 年的 0.19 亿元上升至 2015 年的 2.00 亿元，3 年的 CAGR 高达 118.41%。

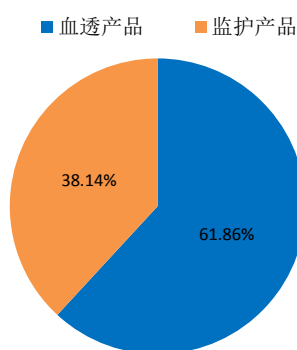
根据公司最新数据，公司前三季度健康监测板块实现收入 1.56 亿元，同比增长 18.46%，占主营业务收入的 61.86%，血透板块实现销售收入 2.54 亿元，同比增长 111.91%，占比 38.14%，血透板块的收入已经超过健康监测。我们认为，随着新的血透渠道商深圳市宝原医疗器械有限公司的成立，未来公司将快速进入华南地区的血透市场，有望进一步提升血透板块收入。

图 6：公司历年主营业务收入分产品情况（单位，百万元）



资料来源：wind，华金证券研究所

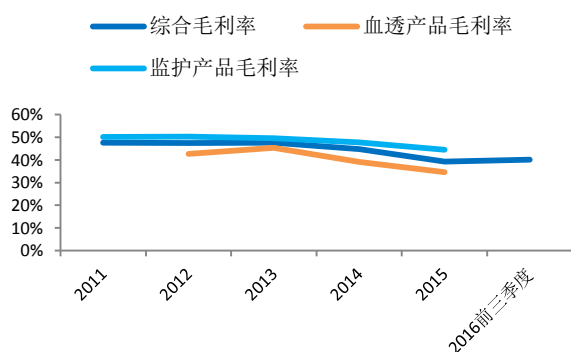
图 7：2016 年前三季度主营业务收入按产品分类



资料来源：wind，华金证券研究所

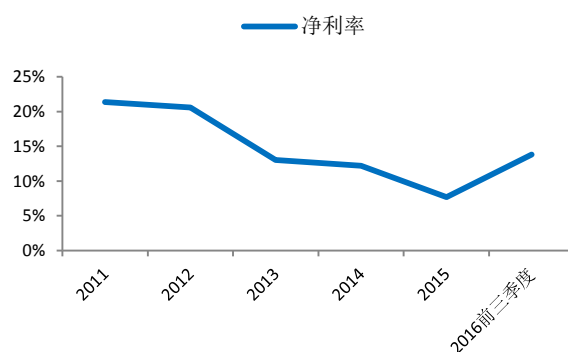
公司健康监护产品的毛利率较高，2015 年毛利率为 44.46%，较往年略有下降；血透产品毛利率略低，2015 年毛利率为 34.57%。近年来血透产品收入占比的不断上升，导致公司的整体销售毛利率有所下降，2015 年公司的销售毛利率为 39.31%。但由于公司从 2016 年开始对费用率的控制较好，公司的净利率在 2016 年有所回升。

图 8：公司历年毛利率情况



资料来源：wind，华金证券研究所

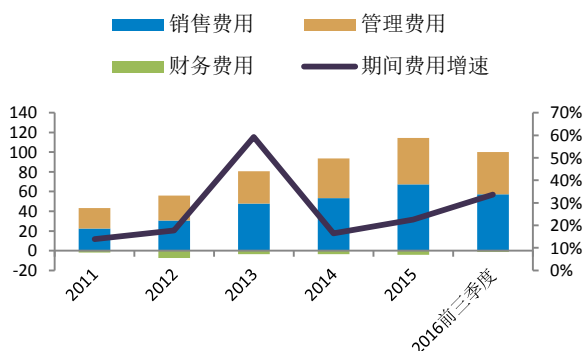
图 9：公司历年净利率情况



资料来源：wind，华金证券研究所

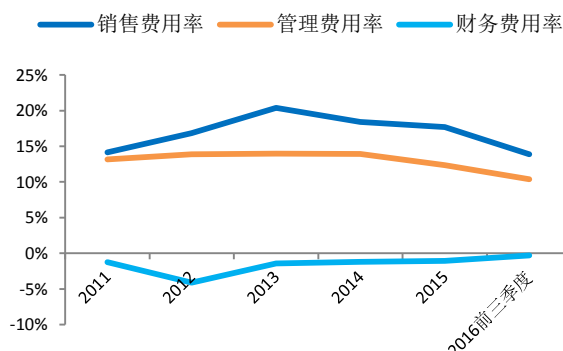
费用方面，公司 2016 年前三季度销售费用 5735.95 万元，同比上升 23.50%，管理费用 4289.60 万元，同比上升 30.19%，主要是由于合并的新公司对管理费用的影响，财务费用-126.32 万元，同比上升 76.23%。从费用率角度看，公司前三季度销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 13.86% (-4.45PCT)、10.37% (-2.62PCT) 和-0.31% (+1.79PCT)，公司的期间费用控制合理，进一步提升了公司的净利润情况。

图 10：公司期间费用情况（单位：百万元，%）



资料来源：wind，华金证券研究所

图 11：公司期间费用率情况



资料来源：wind，华金证券研究所

## 二、行业现状：ESRD 患者数量不断上升，血透市场千亿规模可期

### （一）老年慢性病的高发导致慢性肾衰竭发病率持续上升

慢性肾衰竭 (CRF) 是指各种原因造成慢性进行性肾实质损害，致使肾脏明显萎缩，不能维持基本功能，临床出现以代谢产物滞留，水、电解质、酸碱平衡失调，全身各系统受累为主要表现的临床综合征。主要病因有原发性肾小球肾炎、慢性肾盂肾炎、高血压肾小动脉硬化、糖尿病肾病、继发性肾小球肾炎、肾小管间质病变、遗传性肾脏疾病以及长期服用解热镇痛剂及接触重金属等。

表 1：慢性肾衰竭原发病占比统计

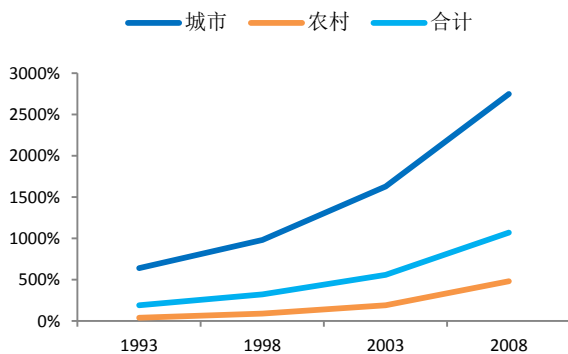
	1991-1995 年		1996-2000 年		2001-2005 年		2006-2010 年		总例数	
	例数	占比	例数	占比	例数	占比	例数	占比	例数	占比
慢性肾炎	233	56.69	291	57.17	350	55.91	399	51.35	1273	54.8
高血压	39	9.49	47	9.23	76	12.14	106	13.64	268	11.54
糖尿病	27	6.57	39	7.66	60	9.58	108	13.9	234	10.07
肾盂肾炎	31	7.54	32	6.29	30	4.79	22	2.83	115	4.95
多囊肾	14	3.41	18	3.54	18	2.88	26	3.35	76	3.27

肾缺血	10	2.43	16	3.14	19	3.04	27	3.47	72	3.1
泌尿系结石	11	2.68	12	2.36	16	2.56	18	2.32	57	2.45
前列腺增生	8	1.95	14	2.75	16	2.56	26	3.35	64	2.76
红斑狼疮	10	2.43	12	2.36	14	2.24	12	1.54	48	2.07
痛风肾病	4	0.97	7	1.38	8	1.28	14	1.8	33	1.42
药物肾损害	5	1.22	4	0.79	3	0.48	5	0.64	17	0.73
肝炎后肝硬化	4	0.97	3	0.59	4	0.64	6	0.77	17	0.73
过敏性紫癜	3	0.73	3	0.59	3	0.48	2	0.26	11	0.47
泌尿系结核	4	0.97	2	0.39	2	0.32	2	0.26	10	0.43
多发性骨髓瘤	3	0.73	4	0.79	0	0	4	0.51	11	0.47
其他	5	1.22	5	0.98	7	1.12	0	0	17	0.73
总计	411	100	509	100	626	100	777	100	2323	100

资料来源：《慢性肾衰竭 2313 例病因及首发表现临床分析》，华金证券研究所

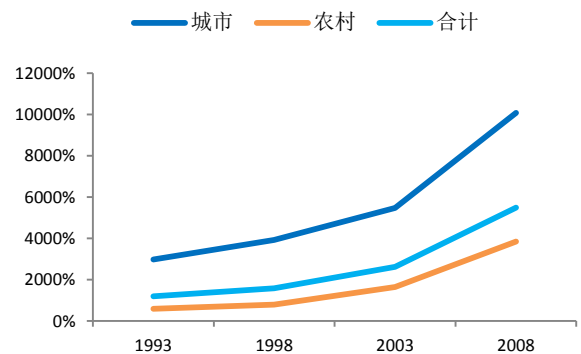
《慢性肾衰竭 2313 例病因及首发表现临床分析》一文中指出，高血压、糖尿病等老年慢性病引起的慢性肾衰竭人数不断上升，老年慢性病逐渐成为慢性肾衰竭的一大重要因素。而随着老年化的不断加重，高血压、糖尿病的患病率大幅上升，根据国家统计年鉴的数据，我国 1993、1998、2003 和 2008 年糖尿病患病率分别为 1.9‰、3.2‰、5.6‰和 10.7‰，高血压患病率分别为 11.9‰、15.8‰、26.2‰和 54.9‰，高血压、糖尿病等老年慢性病患病率的持续上升，进一步推动了我国慢性肾衰竭人数的不断上升。目前，我国慢性肾病的发病率高达 11%，并呈逐年上升趋势。

图 12：我国历年糖尿病患病率（单位：‰）



资料来源：国家统计年鉴，华金证券研究所

图 13：我国历年高血压患病率（单位：‰）



资料来源：国家统计年鉴，华金证券研究所

## （二）ESRD 患者数量不断上升

美国肾脏病基金会专家组将慢性肾脏病分为五期。其中 ESRD（终末期肾病）的肾小球滤过率水平（GFR）<15 ml/min，是各种肾脏疾病引起的肾脏功能不可逆衰退的终末阶段，患者只能依赖肾替代治疗（包括肾移植、血液透析和腹膜透析）来维持正常生命需要。

表 2：美国对慢性肾病的分类

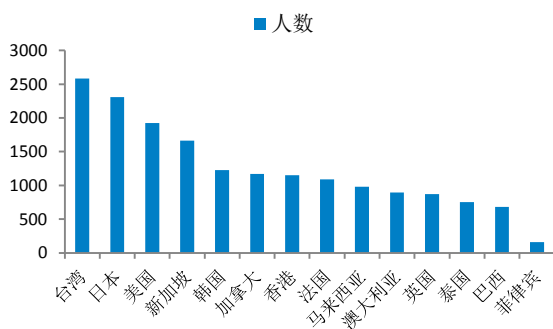
分期	特征	肾小球滤过率水平 (GFR, ml/min)	防治目标 - 措施
1	已有肾病 GFR 正常	≥90	GFR 无异常，重点防治原发病；减缓 CKD 进展
2	GFR 轻度降低	60-89	评估、延缓 CKD 进展；降低 CVD 患病风险
3	GFR 中度降低	30-59	减慢、延缓 CKD 进展；评估、治疗并发症
4	GFR 重度降低	15-29	综合治疗；透析前准备
5	ESRD（终末期肾病）	<15	如 GFR<10ml/min 并有明显尿毒症，需进行透析治疗（糖尿病肾病可适当提前安排透析）

资料来源：中国产业信息网，华金证券研究所

根据 USRDS（美国肾脏病数据系统）的统计，不同国家 ESRD 患病率差距较大，以 2011 年的数据为例，台湾的 ESRD 患病率最高，为 2584 人/百万人，其次是日本，患病率为 2309 人/百万人，排名第三的是美国，患病率为 1924 人/百万人。亚洲是 ESRD 的高发地区，以日本、台湾为代表的发达地区，ESRD 的患病率明显高于其他国家。

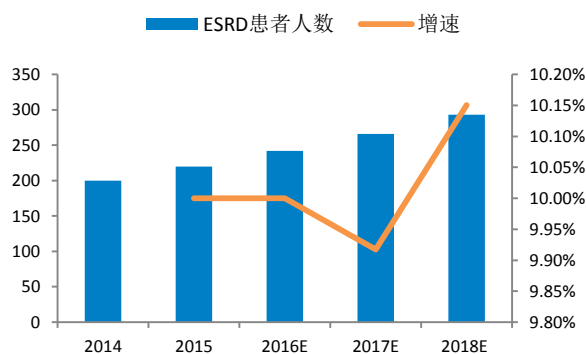
随着老年化等因素的影响，我国 ESRD 患者人数逐年上升，2014 年和 2015 年我国 ESRD 患者数量分别为 200 万人和 220 万人，预计到 2018 年将达到 293 万人，四年的年复合增长率达 10.02%。

图 14：2011 年主要国家 ESRD 患病率（单位：人/百万人）



资料来源：USRDS，华金证券研究所

图 15：我国历年 ESRD 患病人数（单位：万人）



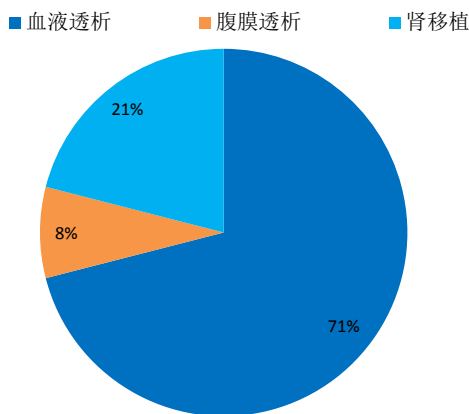
资料来源：中国产业信息网，华金证券研究所

### （三）血透是治疗 ESRD 的最主要方法

ESRD 的治疗方法主要有三种，分别是血液透析、腹膜透析和肾移植。由于肾移植收到肾脏供体数量的限制以及高昂价格的影响，进行肾移植的只是少数。根据费森尤斯医疗（FMC）的

调查，2013年79%的患者选择透析的方式进行治疗，而其中血液透析占比达到71%，是ESRD最主要的治疗方式，血液透析与腹膜透析的比例一直维持在9:1的水平。

图 16：2013 年全球 ESRD 患者治疗方式统计



资料来源：FMC，华金证券研究所

透析是通过小分子经过半透膜扩散到水（或缓冲液）的原理，将小分子与生物大分子分开的一种分离纯化技术，一般可分为血液透析和腹膜透析两种。

血液透析，是将患者的血液和透析液同时引进透析器（两者的流动方向相反），利用透析器（人工肾）的半透膜，将血中蓄积的过多毒素和过多的水分清出体外，并补充碱基以纠正酸中毒，调整电解质紊乱，替代肾脏的排泄功能。

腹膜透析是利用腹膜作半透膜，通过腹透管向腹腔注入腹透液，通过弥散原理清除毒素，纠正电解质及酸碱平衡紊乱，通过渗透原理（向腹透液内加葡萄糖以提高腹透液的渗透压）以达到超滤脱水，替代肾脏的排泄功能。

图 17：血液透析示意图

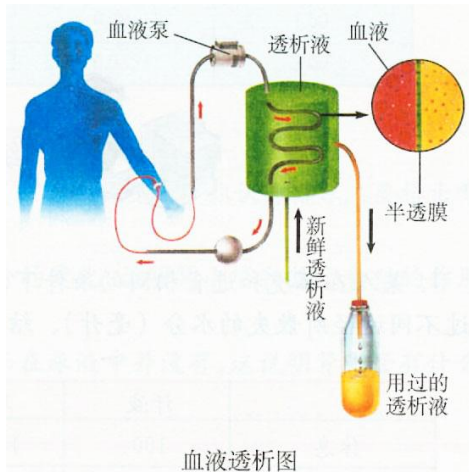
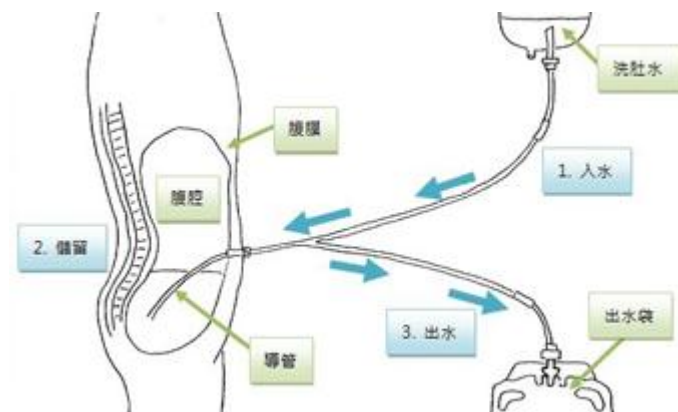


图 18：腹膜透析示意图



资料来源：网络资料，华金证券研究所

资料来源：网络资料，华金证券研究所

表 3：血液透析与腹膜透析对比

	血液透析	腹膜透析
半透膜	体外的透析器（人工肾）	体内的腹膜
装备	透析液、血液透析机、透析器、透析管道	透析液、腹膜透析管、连接系统及消毒系统、腹膜透析机（可不用）
效果	小分子毒素清除效果好，尿素清除指数达标率 93%，有效率高	有效去除中分子毒素，尿素清除指数达标率 65%
透析时间	3 次/周，4-4.5 小时/次	4-5 次/日，40 分钟/次
透析场所	医院血液透析室或社区透析中心	不受地点限制
费用	6-10 万/年（以中国为例）	4-6 万/年（以中国为例）
优点	清除效率高	可在家使用，不受地点限制
缺点	易发生贫血，低血压，心律失常，低血氧症，交互感染等，部分病情严重者有可能危及到生命。	易发生腹膜炎、腹膜感染，以及低蛋白（多见于透析不充分者）

资料来源：华金证券研究所整理

患者选择血液透析还是腹膜透析的一大因素是国家的政策激励，以香港为例，香港政府在进行血液透析和腹膜透析的卫生经济学评价之后，从 80 年代中期开始实施“腹膜透析优先”政策，在此期间腹膜透析患者的数量增长超过 15 倍，血液透析患者数量增加仅 2 倍。目前香港超过 80% 以上的终末期肾病患者采取腹膜透析治疗。

表 4：各国/地区的血透腹透费用比较（美元/病人年）

国家/地区	费用	
	血液透析	腹膜透析
瑞典	99,084	74,880
美国	大型中心	51,252
	卫星网点	42,067
	自行操作	29,961
香港	30,678	12,843
土耳其	22,759	22,350
马来西亚	8,853	8,325

资料来源：中国产业信息网，华金证券研究所

#### （四）我国血透仍为蓝海市场，千亿市场规模可期

根据 USRDS 数据，2015 年全球血透人数继续增长至 280.4 万人，同比增长 6%，新增血透病人主要来源于亚太地区（除日本），欧美日等成熟市场由于其晚期肾衰患者接受治疗比例较

高，血透人数增长缓慢。预计未来亚太等新兴市场新增的血透患者数量能够使得增长速度维持在6%-8%。

另据 Fresenius 数据，2015 年全球血液透析市场规模达到 800 亿美元，其中 89% 为血液透析业务的收入，约 712 亿美元。未来 3-5 年全球透析市场规模能够保持 4% 左右增速，增长的主要动力来自于目前透析率较低的新兴国家，如中国和印度；美国和欧洲等发达国家的增速将低于 4%。

图 19 : 1990-2020 全球血液透析人数增长及预测(单位:万人,%)

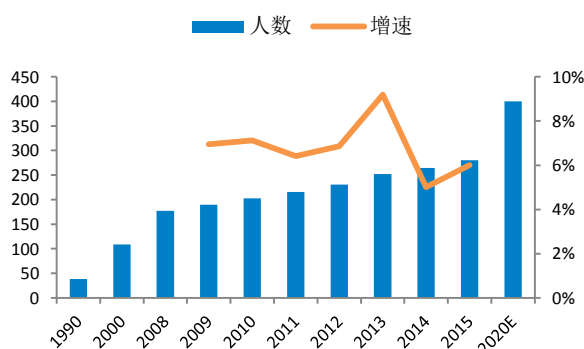
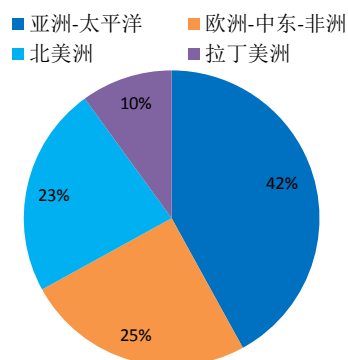


图 20 : 血透患者地理分布

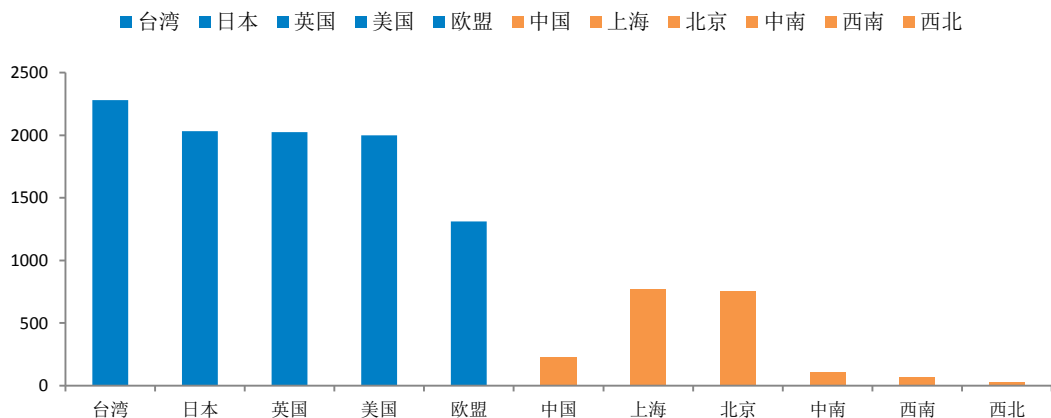


资料来源: USRDS, 华金证券研究所

资料来源: 中国产业信息网, 华金证券研究所

对于中国市场而言，由于各方面因素的限制（资金、医保、仪器普及率等）影响，中国整体 ESRD 患者接受透析比例极低，目前每百万人覆盖率仅为 230 人，其中最高的是上海，约为 773PMP，而西北偏远地区由于硬件投入不足，仅为 27PMP，远低于美国和日本的水平。1999 年至 2011 年我国 ESRD 救治率年复合增长率为 14.4%。按照目前透析人数预估，我国终末期肾病患者仅有 16% 左右获得了救治，而全球治疗率约为 37%，发达国家治疗率水平 75%，我国治疗率水平较低。

图 21 : 全球各地区 ESRD 患者接受血液治疗人数对比(单位:人/百万人)



资料来源: FirstWord IMS 公司年报, 华金证券研究所



根据智研咨询发布的《2016-2022 年中国血液透析行业市场调查与发展趋势预测报告》，预计到 2030 年我国 ESRD 患者人数将突破 400 万人，随着医院覆盖、医疗资源、支付能力的提高，未来尿毒症患者透析治疗率将从 16%提高到国际水平(37%)，届时透析治疗人数将达到 150 万人，市场规模将达到近千亿元，若接近或达到发达国家现在的平均治疗率 75%，则透析治疗人数将达到 300 万人之多，是目前的 10 倍之多，市场规模也将上升至 1950 亿元。

表 5：血透市场的市场空间预测

时间	2016	2017	2018	2030
平均每人每年治疗费用	6.5 万元			
ESRD 患者人数	242 万	266 万	293 万	400 万
治疗率	市场规模			
16%(我国目前治疗水平)	251.68 亿	276.64 亿	304.72 亿	416 亿
37% (世界平均水平)	582.01 亿	639.73 亿	704.665 亿	962 亿
75% (发达国家水平)	1179.75 亿	1296.75 亿	1428.375 亿	1950 亿

资料来源：华金证券研究所整理

## （五）血透仪器国产化有望进一步加快

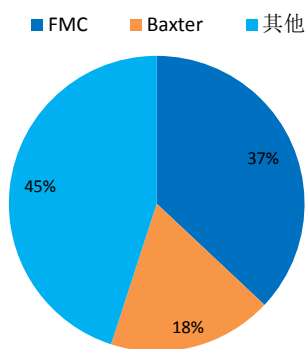
血液透析仪器主要由透析管路、透析器、透析机和透析粉/液组成，全球血透产业链已经形成了以 FMC 为代表的几个巨头，我国透析产品的核心部分大部分还是依靠进口，国产化进程有望加速。

表 6：2012 年全球血透市场供应商排名（按销售额）

	第一名	第二名	第三名
透析器	FMC (43%)	Gambro	Nipro
透析机	FMC (55%)	Nikkiso	Gambro
血透浓缩液	FMC	Fuso	Gambro
透析管路	FMC	Gambro	Kawasumi

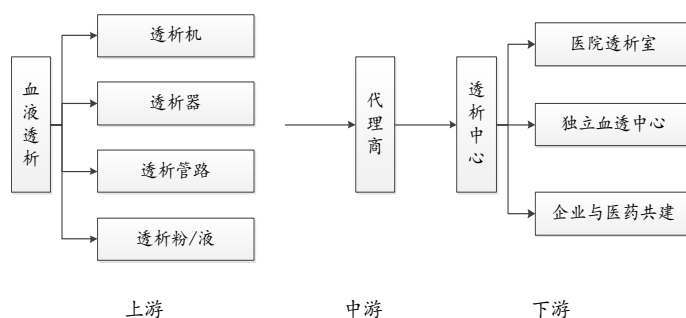
资料来源：FMC，华金证券研究所

图 22：2013 年全球血透市场竞争格局



资料来源：FMC，华金证券研究所（注：2013 年 Baxter 并购了 Gambro）

图 23：血透产业链



资料来源：华金证券研究所整理

国内血液透析收费 420 元/次（可以上下 15% 浮动，许多医院实际收费 480 元/次），一般患者每周需要治疗 3 次，每年费用在 6.5 万元左右。其中，人工服务费用占比 32.5%，透析机折旧占比 10%，透析耗材占比 37.5%，透析液及透析药物占比 20%。

表 7：血透费用拆分

项目	按照价格拆分（元）	百分比
<b>总价</b>	<b>420</b>	<b>100%</b>
透析机折旧	42	10%
透析器	105	25%
透析管路及消毒耗材	52.5	12.5%
透析液	31.5	7.5%
EPO	10.5	2.5%
（低分子）肝素	42	10%
人工服务	136.5	32.5%

资料来源：中国产业信息网，华金证券研究所

## 1、透析器：血透核心耗材，进口依赖度高

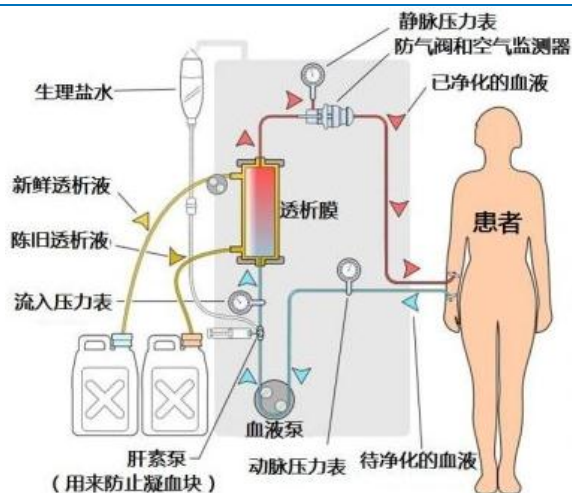
透析器是整个透析设备的核心，透析器主要利用半透膜的原理，将患者的血液与透析液同时引进透析器，两者在透析膜的两侧呈反方向流动，借助膜两侧的溶质梯度、渗透梯度和水压梯度，以达到清除毒素和体内滞留过多的水分，同时补充体内所需的物质。决定透析器性能最重要的部件是透析膜。

图 24：透析器



资料来源：网络资料，华金证券研究所

图 25：透析器在透析设备中的应用



资料来源：网络资料，华金证券研究所

费森尤斯( FMC )是血透行业的巨头，其销售的血液透析器占全球血液透析器的 40%左右，以 2013 年为例，全球共销售透析器 2.5 亿个，其中 1.06 亿透析器由费森尤斯供应。

表 8：2006-2014 年全球血液透析器产销（百万支）

年份	全球产量：百万支	全球销量：百万支	费森尤斯	
			销量（百万只）	占比
2006 年	162	160	65	40.63%
2007 年	168	165	75	45.45%
2008 年	184	180	80	44.44%
2009 年	195	190	85	44.74%
2010 年	205	203	92	45.32%
2011 年	214	211	93	44.08%
2012 年	226	222	100	45.05%
2013 年	252	250	106	42.40%
2014 年	284	282	110	39.01%

资料来源：《2015-2020 年中国血液透析器行业市场发展与投资趋势研究报告》，华金证券研究所

透析器在国内有少数厂商能够生产，市场占有率不足 30%，虽然该领域竞争已十分激烈，但依旧有新加入者争先布局。国内大部分透析器生产企业，生产透析膜所用的生产原料纺丝与封装线基本还是依赖进口，使得国内厂商的毛利率受到一定的压制。

表 9：2009-2014 年中国血液透析器行业供给情况（单位：万支）

年份	国产		进口		总计
	产量	占比	产量	占比	
2009	500	20.00%	2000	80.00%	2500
2010	630	20.13%	2500	79.87%	3130
2011	790	20.20%	3120	79.80%	3910
2012	1080	22.09%	3810	77.91%	4890
2013	1525	25.00%	4575	75.00%	6100
2014	2285	29.99%	5335	70.01%	7620

资料来源：《2015-2020 年中国血液透析器行业市场发展与投资趋势研究报告》，华金证券研究所

根据卫生部数据截止 2011 年，我国已登记血液透析人数达到 26 万人左右，每个病人平均每周透析 3 次，而透析器大多为一次性使用，故一年使用的透析器总量为 4067 万个，每个透析器按均价 105 元计算，2011 年透析器市场规模达 42.7 亿元。透析器是血透中最大的耗材，随着我国 ESRD 人群数量的不断上升，血透市场规模不断扩大，透析器百亿的市场规模可期。

## 2、透析管路：国产占据半壁江山

一次性使用血液透析管路主要用作体外循环及血液处理设备/血液净化设备/血液净化设备辅助装置，一般由动脉管路（红色）和静脉管路（蓝色）二部分组成。主要由软管、三通、尿管、生理盐水接头、采血（加药）硅胶头、穿刺针连接器、透析器接口、血液过滤器、空气陷阱和弹性夹子等部件组成，主要材料为 PVC。

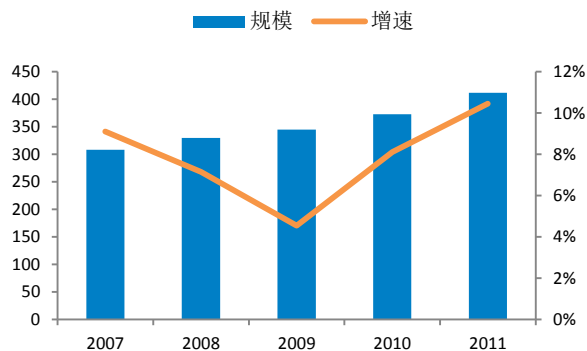
统计数据显示，2011 年全球血液透析用管路系统市场规模约为 412 亿元，较上年增长 10.46%，全球血透管路市场规模稳健上升。目前，国产透析管路占据国内 50% 的市场，竞争激烈。

图 26：血液透析管路



资料来源：网络资料，华金证券研究所整理

图 27：2007-2011 年全球血液透析管路市场规模（单位：亿元，%）



资料来源：中金企信国际咨询，华金证券研究所

表 10：透析管路厂商代表

	国产厂商	进口厂商
透析管路厂商	上海华达	美国百特
	江西三鑫	费森尤斯
	贝恩	美国泰科
	威海威高	瑞典金宝

资料来源：华金证券研究所整理

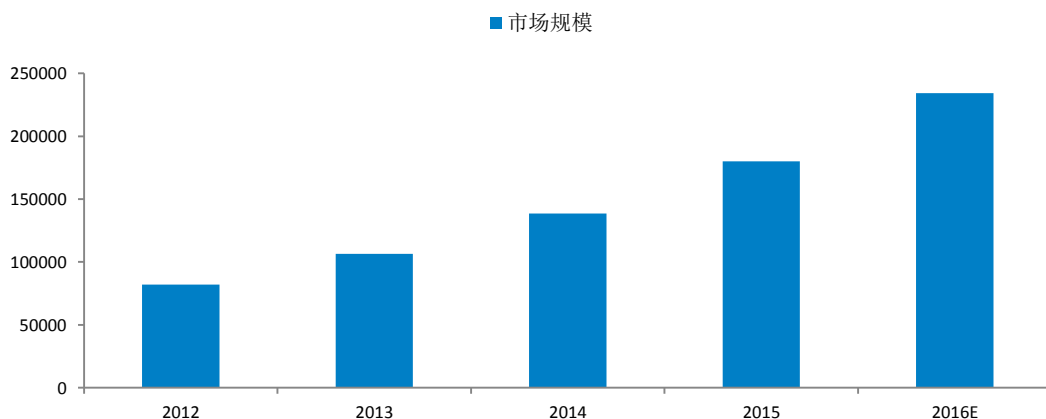
### 3、透析粉/液：受限于运输费用，区域垄断性强

透析粉/液血液透析的耗材之一。透析液是一类含有多种离子和非离子物质的溶液，具有一定的渗透压，透析时用以排除体内代谢废物及毒素，调节体内电解质平衡，酸碱平衡紊乱，清除血液中部分尿毒症毒素。透析液包括 A 液和 B 液两部分。透析粉为透析液的固体状态，包括 A 粉和 B 粉。

透析粉/液的技术含量不高，但由于运输成本较大，透析粉和透析液的运输成本分别为 10% 和 25%，合理运输半径为 800 公里，因此具有较强的区域垄断性。由于国内企业在生产和物流上的优势，国内厂商占据了透析粉/液 90% 以上的市场份额。

目前我国透析粉/液耗材生产厂家主要分布在东北、华北、华东和华南地区，大约 20 家。据统计，我国 2012 年血透液/粉的金额约为 8.2 亿元（按出厂价测算），且每年保持复合增长达到 25~30%，预计 2016 年市场规模在 23.4 亿元，发展空间巨大。

图 28：我国透析粉/液市场规模（单位：万元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

### 4、透析机：主要依靠进口，一般进行绑定销售

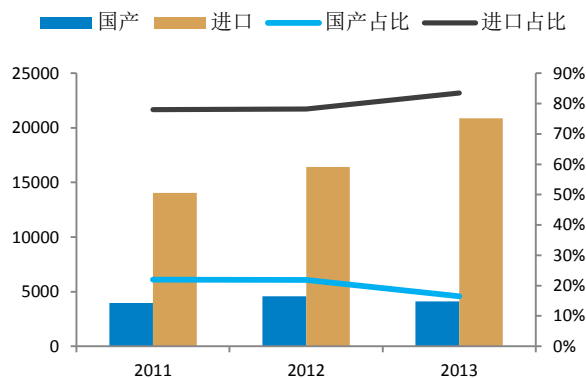
血液透析机主要包括透析液供给系统、超滤控制系统、血液环路及检测报警系统等几个主要功能结构，以外，有的透析机还配备了清洗消毒系统，电脑控制系统等。

图 29：血液透析机



资料来源：网络资料，华金证券研究所

图 30：2011-2013 年血液透析机产量与进口量（单位：台）

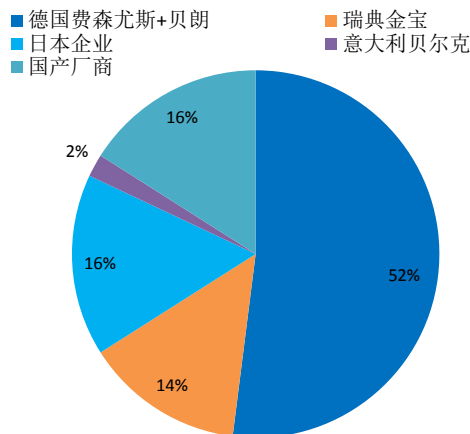


资料来源：商务部，华金证券研究所

目前中国血液透析机市场份额主要由进口产品血透机占据，2013 年进口血透机占据市场 84% 的市场份额，主要为欧系和日系血透机。欧系血透机品牌主要为德国费森尤斯、瑞典金宝（现被百特收购）、德国贝朗和意大利贝尔克；日系透析机品牌主要包括日本尼普洛、日本东丽、日本 JMS、日本旭化成和日本日机装。进口血液透析机常与耗材实行绑定销售，进一步提高在国内的竞争力。

国产血透机的主要厂商主要为重庆山外山、重庆奥凯龙、重庆多泰（已被宝莱特收购）、成都威力生、广州暨华以及威海威高，威高日机装等厂家。国产厂商合计占有 16% 的市场份额。

图 31：2013 年我国透析机市场份额



资料来源：中国产业信息网，华金证券研究所



## （六）政策支持促血透发展

近年来，我国大病医保政策不断落地。2012年8月，国家发改委、卫生部等六部委联合发布《关于开展城乡居民大病保险工作的指导意见》，首次提出大病保险补偿政策，将儿童白血病、先心病、终末期肾病等20种疾病纳入大病保障，实际报销比例不低于50%。2013年卫生部再次指出，我国农村医疗保障重点将向大病转移。肺癌、胃癌等20种疾病全部纳入大病保障范畴，大病患者住院费用实际报销比例不低于70%，困难农民还将额外得到15%的民政医疗救助基金，报销比例最高可达到90%。2014年1月，国务院要求严格贯彻落实《关于开展城乡居民大病保险工作的指导意见》要求，2014年全面推开城乡居民大病保险试点工作。

表 11：大病医保相关政策总结

时间	政策	部门	主要内容
2012.03.15	2012年国务院政府工作报告	国务院	城镇居民医保和新农合补助标准提高到每人每年240元。全面推开尿毒症等8类大病保障，将肺癌等12类大病纳入保障和救助试点范围。
2012.06.07	国务院办公厅印发关于县级公立医院综合改革试点意见的通知	国务院办公厅	开展好宫颈癌、乳腺癌、终末期肾病血液透析等重大疾病的救治和儿童白血病、先天性心脏病等复杂疑难疾病的筛查转诊工作。
2012.08.30	国家发改委、卫生部等六部委关于开展城乡居民大病保险工作的指导意见	国家发改委、卫生部等六部委	明确针对城镇居民医保、新农合参保（合）人建立大病保险制度，减轻城乡居民的大病负担。按现行医保政策报销后，对个人年度累计负担的合规医疗费用达到起付线的，纳入大病医疗保险，实际报销比例不低于50%。纳入大病保障的20种疾病包括儿童白血病、先心病、终末期肾病等。
2012.09.04	卫生部新闻发布会	卫生部	要全面推开尿毒症等8类大病保障，在1/3左右的统筹地区将肺癌等12类大病纳入保障和救助试点。通过新农合与医疗救助的衔接，使重特大疾病补偿水平达到90%左右。
2013.01.16	农村大病保障	卫生部	2013年，我国农村医疗保障重点将向大病转移。肺癌、胃癌等20种疾病全部纳入大病保障范畴，大病患者住院费用实际报销比例不低于70%，困难农民还将额外得到15%的民政医疗救助基金，报销比例最高可达到90%。
2014.01.28	国务院医改办关于加快推进城乡居民大病保险工作的通知	国务院	严格贯彻落实《关于开展城乡居民大病保险工作的指导意见》要求，2014年全面推开城乡居民大病保险试点工作。

资料来源：卫计委，华金证券研究所

## 三、肾科医疗：深入布局“产品+渠道+服务”全产业链，公司未来成长空间有望彻底打开

### （一）全产品线布局基本完成



从 2012 年开始，公司通过收购和自建的方式基本完成了血透产品的全产业链布局，具体产品包括透析器、透析机、透析粉/液和透析管路。

图 32：公司血透产品布局



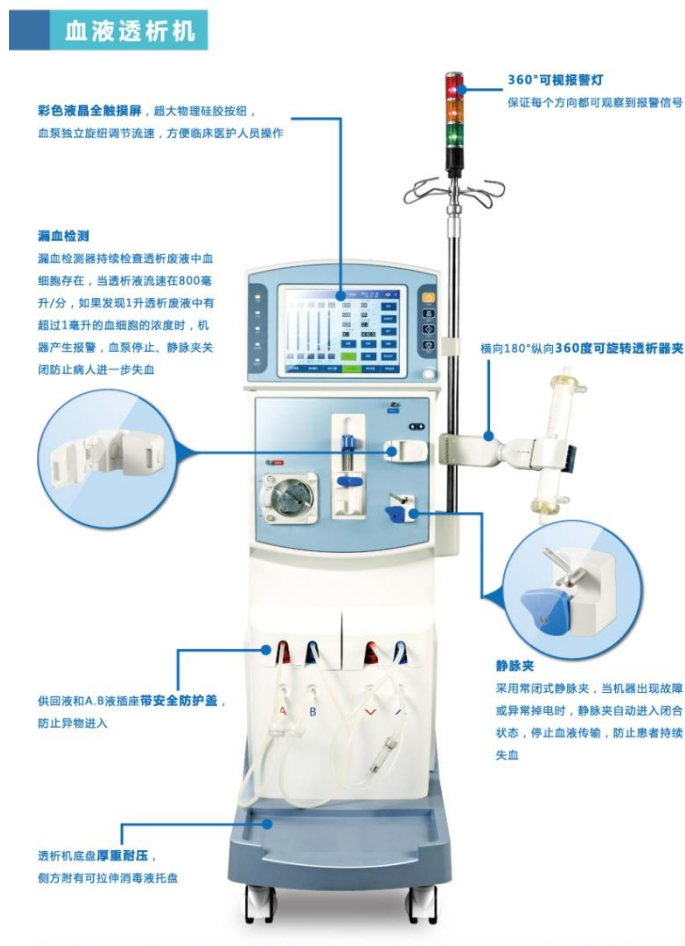
资料来源：公司公告，华金证券研究所

## 1、透析机：收购与自主研发齐头并进，透析机放量值得期待

2013年1月,公司以超募资金550万元收购重庆多泰100%股权,并对其进行增资650万元,合计使用超募资金1,200万元。重庆多泰是国内为数不多的能自主研发生产血液透析机及多功能泵产品的企业之一,但由于重庆多泰这些年来在资金和管理方面未能得到有效的支持,以及对市场缺乏足够认识的情况下,重庆多泰的透析机没能大批量放量,2013-2015年重庆多泰营业收入分别为214、1094和421万元。

2015年7月,公司自主研发的D30型号透析机正式获得CFDA的批文,公司D30产品稳定性和可靠性较好,D30国内售价7万元左右,与国外进口的透析机相比,具有较高的价格优势,公司2016年加大血透机D30的销售力度和设备投放进度,估计D30销售+投放300台。同时公司推进公司第二代血液透析机D50的研发,有望进一步丰富公司产品线。

图 33 : 公司 D30 型号透析机



资料来源:公司官网, 华金证券研究所

## 2、透析粉/液：全国布局不断深入，市场占有率不断上升

透析粉/液的技术含量不高,但由于运输成本较大,透析粉和透析液的运输成本分别为10%和25%,合理运输半径为800公里,因此具有较强的区域垄断性。目前公司已经通过收购和自

建的方式在华南、华东、华中、东北、华北地区进行透析粉/液的布局，唯一没有布局的是西南，未来有望通过收购的方式完成在西南区域的布局，完场透析粉/液全国范围的布局。

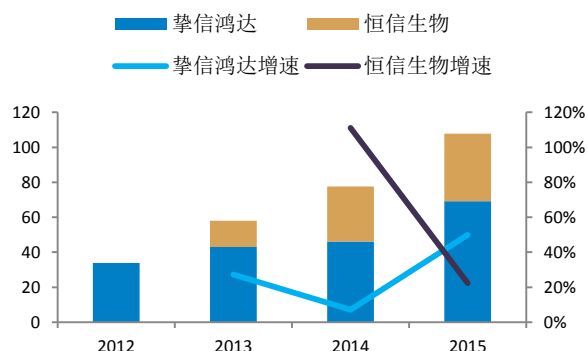
表 12：公司透析粉/液全国布局

地区	子公司	并购/自建事项	进展情况
华北	挚信鸿达	2012年5月，以1,900万元收购挚信鸿达60%股权；2016年7月通过定增收购挚信鸿达40%股权，合计持有挚信鸿达100%股权。	满产状态
	天津宝莱特	2013年8月，以6,573万元投建血液透析耗材产业化建设项目，并设立全资子公司天津宝莱特。	预计2017年投产
东北	恒信生物	2013年6月，以1,456万元收购恒信生物100%股权，并对其进行增资1,200万元。	满产状态
华东	常州华岳	2016年7月，利用定增资金收购常州华岳60%股权。	满产状态
华中	南昌宝莱特	2013年12月，以8,653.17万元投建血液透析耗材产业化建设项目，并设立全资子公司南昌宝莱特。	计划2016年完成南昌基地的建设及内部装修工作，使基地建设达到可使用状态
华南	珠海宝莱特	租用厂房，同时申请产地建厂。	两条产业线透析器和透析粉液已获得GSP认证

资料来源：公司公告，华金证券研究所

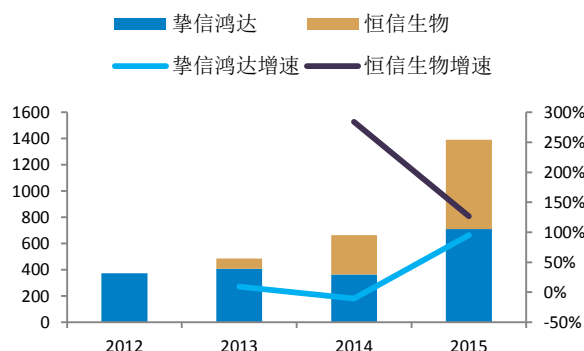
2012年，公司收购挚信鸿达，进入华北透析粉/液市场，13年收购恒信生物，进入东北透析粉/液市场。近年来，挚信鸿达和恒信生物透析粉/液销售情况良好，收入方面，2015年挚信鸿达实现营业收入6916万元，同比增长49.96%，恒信生物实现营业收入3860万元，同比增长22.38%。净利润方面，2015年挚信鸿达和恒信生物分别实现净利润710万元和681万元，同比分别增长95.15%和126.80%。挚信鸿达和恒信生物透析粉/液业绩的增长带动了公司整体透析粉/液的增长。

图 34：公司历年挚信鸿达和恒信生物收入情况(单位：百万元，%)



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 35：公司历年挚信鸿达和恒信生物净利润情况(单位：万元，%)

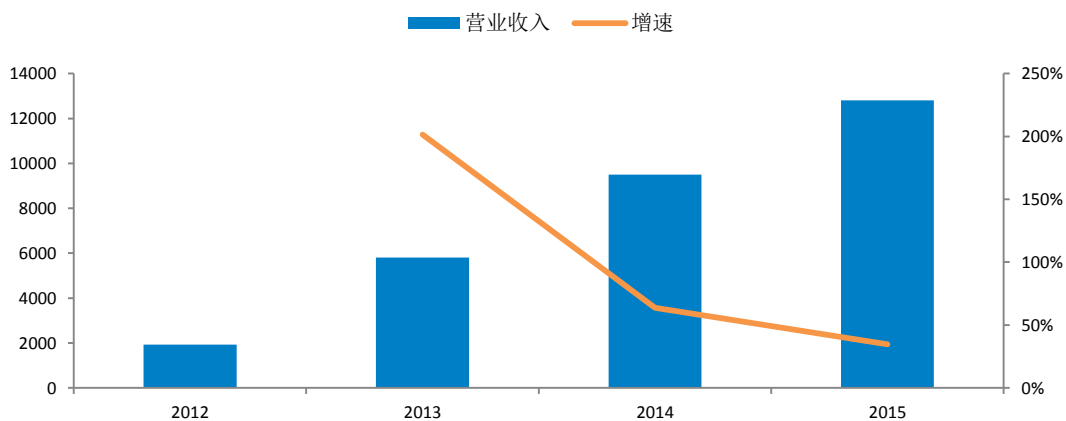


资料来源：公司公告，华金证券研究所

公司整体透析粉/液收入快速增长，2012-2015年透析粉/液分别实现营业收入1923、5800、9498和12800万元，2015年占营业总收入比例33.64%，3年的CAGR为88.09%，随着公司

在全国布局厂商的不断投产，预计未来公司透析粉/液的收入会进一步提升，市占率将达到 30% 以上。

图 36：公司历年透析粉/液营业收入情况（单位：万元，%）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

### 3、透析管路：产品获 CFDA 批文，翻倍增长可期

2014 年 7 月，公司发布公告，以自有现金 1,800 万元对博奥天盛进行增资，交易完成后公司占博奥天盛 70% 的股权。博奥天盛生产的“一次性使用血液透析管路”和“一次性使用动静脉穿刺针”耗材均为一次性使用医用高分子产品，该系列产品是与血液透析器配套使用，适用急性、慢性肾功能衰竭需要进行人工肾血液透析患者进行体外血液透析治疗的体外循环血液管路。

2015 年 12 月，博奥天盛“一次性使用体外循环血路”获得 CFDA 的批复，2016 年 2 月“一次性使用动静脉穿刺针”获得 CFDA 批复，目前排产非常饱满。2015 年公司透析管路实现收入 890.07 万元，同比增长 31.2%，我们认为随着公司产品的获批，2016 年透析管路方面估计实现翻倍的快速增长。

### 4、透析器：2018 年有望获批，透析器上市值得期待

透析器是血透产品中的核心部分，也是血透产品中壁垒最高的产品，一直被国外进口产品垄断。2014 年 7 月，公司开始空心纤维透析器的研发，空心纤维透析器主要利用半透膜的原理，由血液透析机提供动力，将患者的血液与透析液同时引进透析器，两者在透析膜的两侧呈反方向流动，借助膜两侧的溶质梯度、渗透梯度和水压梯度。以达到清除毒素和体内滞留过多的水分，同时补充体内所需的物质。

目前透析器研发进展顺利，我们预计 2018 年有望获得批文，实现产品的生产上市，考虑到透析器市场的巨大空间，我们认为公司透析器的上市值得期待。

## (二) 渠道：与优质渠道商合作，加快渠道整合步伐

2015年以来，公司不断加强渠道建设。2015年6月，公司与陈连忠先生共同出资设立申宝医疗，主要从事上海及周边地区的渠道销售，其中公司持股51%，同时陈连忠先生同意将其实际控制的“上海申洲医疗器械有限公司”中与血液透析业务有关的员工在申宝医疗上海分支机构成立后的4个月内逐步转移至申宝医疗。陈连忠先生承诺2015年目标公司实现的经审计扣除非经常性损益后的净利润不低于人民币600万元。2016年-2018年各年经审计扣除非经常性损益后的净利润分别不低于人民币1500万元、1800万元、2200万元。陈连忠先生具有近二十几年血液净化领域营销服务经验、向100多家医院提供血液透析方面的服务，其中参与投放的血透中心达到40多家，有助于公司尽快掌握上海地区血透终端渠道。

2015年9月，公司与杨泽军先生、周涛先生共同出资设立宝瑞医疗，主要从事贵州地区的渠道销售，公司持股比例达51%。贵州杨泽军先生具有近十五年血液净化领域营销服务经验、向50多家医院提供血液透析方面的服务，其中参与投放的血透中心达到40多家；周涛先生具有近五年血液净化领域营销服务经验、向20多家医院提供血液透析方面的服务，其中参与投放的血透中心达到10多家，杨泽军与周涛君具有丰富的渠道销售经验。

2016年8月，公司与深圳市原位实业有限公司共同出资设立深圳宝原，其中公司持股51%，主要从事广东地区的渠道销售。原位实业承诺从深圳宝原成立起五年内深圳宝原经审计扣除非经常性损益后的净利润总额不低于人民币5,000万元。深圳市原位实业有限公司有40人的经营团队，其中10人具有医学背景或10年以上医药行业营销经验，公司与深圳市原位实业有限公司的本次合作将能对公司尽快掌握血透终端渠道、对公司尽快进入华南特别是广东地区的血透市场起到积极作用。

表 13：公司渠道布局情况

时间	子公司	事件	地区
2015.06	申宝医疗	公司与陈连忠先生共同出资设立申宝医疗，申宝医疗注册资本为人民币1,000万元，公司以自有资金出资510万元，占注册资本的51%；陈连忠先生以货币出资490万元，占注册资本的49%。	上海
2015.09	宝瑞医疗	公司与杨泽军先生、周涛先生共同出资设立宝瑞医疗，宝瑞医疗注册资本为人民币1,000万元，公司以自有资金出资510万元，占注册资本的51%；杨泽军先生以货币出资440万元，占注册资本的44%；周涛先生以货币出资50万元，占注册资本的5%。	贵州
2016.08	深圳宝原	公司与深圳市原位实业有限公司共同出资设立深圳宝原，深圳宝原注册资本为人民币1,000万元，公司以自有资金出资510万元，占注册资本的51%；原位实业以货币出资490万元，占注册资本的49%。	广东

资料来源：公司公告，华金证券研究所

公司与优质渠道商的合作有利于公司快速进入相应地区，为公司业绩作出贡献。公司与地区优质渠道商合作分别成立申宝医疗、宝瑞医疗和深圳宝原，分别快速进入上海、贵州、广东地区



的血透市场，更有助于公司产品的销售。2015年，公司渠道商实现收入6,343.68万元，同比增长100%，2016年上半年渠道商实现收入9,233.44万元，成为公司收入增长的一大带动点。

### （三）服务：涉足肾科医疗服务领域，构建连锁血透服务

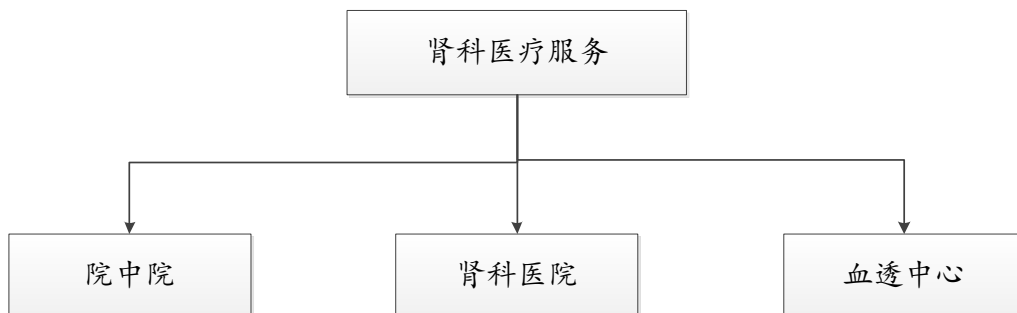
公司依托公司已建立的血透产业链优势逐步进入肾科医疗服务领域，通过外延收购的方式，逐步收购民营盈利性医院，采取“大专科、小综合”的模式，在全国范围内建立以血液净化为主的肾病专科连锁医院。

公司涉足肾科医疗服务领域的方式主要有三种，一是院中院模式，即与医院合作建立血透中心，公司投放血透机器，医院出医生与护士资源，双方均参与利润分成；二是建立肾科医院，主要是通过成立产业并购基金，并购医院（大多为二级医院）并进行体外培育的方式，设立专门的肾病专科医院；三是投资建设血透中心。

2016年12月，公司发布公告，参股子公司厚德莱福通过其控股子公司清远宝莱特（厚德莱福持有清远宝莱特80%的股份）于2016年12月5日收购清远康华医院全部产权。其中清远康华医院原有团队以现金方式入股清远宝莱特，占清远宝莱特20%股份。本次成功收购清远康华医院是公司在医疗服务领域的首单落地，是公司从血透产品与渠道向医疗服务深入发展的一大实质性进展。2017年1月19日，公司再发公告，公司参股子公司厚德莱福与余中明先生签订协议，共同出资设立同泰公司，其中公司持股51.02%，余中明先生持股49.98%。同泰公司成立后将作为仙桃市同泰医院的设置单位。同泰公司的设立，是继收购清远康华医院之后，在肾病专科医院领域的又一大布局，公司“产品+渠道+服务”全产业链布局不断深入，未来公司将继续加快在医疗服务领域的布局，未来发展空间有望全面打开。

公司计划2016年在原有团队基础上继续扩充肾病医疗服务团队，在公司层面设置肾病医疗服务投资事业部，使医疗服务团队中的医生专业人员增加到3~5名，以加快相关医疗机构的寻找进度和并购后医院的建设进度。根据2016年半年报信息，公司已组建了包括4名医生专业人员在内的肾病医疗服务团队，完成了多家医院的并购重组谈判，完成了3家“院中院”模式的血透中心的商务谈判，已完成了9家血透中心投放，清远康华医院的成功收购以及同泰医院的设立进一步保障了公司年度目标的顺利实现。

图 37：肾科医疗服务领域布局



资料来源：华金证券研究所整理

## （四）切入消毒剂市场，公司产品多元化发展

2017年1月，公司发布公告，全资子公司恒信生物取得消毒产品生产企业卫生许可证，可以开展相关生产销售业务。此前，母公司已于2016年7月取得消毒产品生产企业卫生许可证，常州华岳的证书正在审批过程中，预计今年上半年可以拿到证书。

消毒剂属于血液透析产品的主要外延产品，用于各类血液透析机的消毒，是血液透析业务板块不可或缺的耗材。公司消毒产品获批，是对公司血液透析产品的有益补充，进一步完善了公司血液透析产业链的整体布局。消毒液产品技术含量不高，但产品的毛利率较高，血液透析的消毒液毛利率一般处于60%-70%的水平。我们预估，血透消毒市场约在2-3亿之间，宝莱特进入血透消毒市场优势较大，远期有望达到40-50%市占率，会对公司的业绩起到较大提升的作用。同时，公司未来有望以血透消毒液为入口，逐步切入医院感控方面的所有消毒液产品，未来发展空间可期。

## 四、健康监测：传统监测产品业绩稳定，可移动穿戴产品有望成为新的业绩增长点

### （一）传统监测产品种类丰富，业绩贡献较为稳定

公司目前为国内医疗监护仪器规格及品种最为齐全的供应商之一。公司传统的健康监测产品主要为多参数监护仪，主要包括掌上监护仪、常规一体式监护仪以及插件式监护仪三大系列产品。

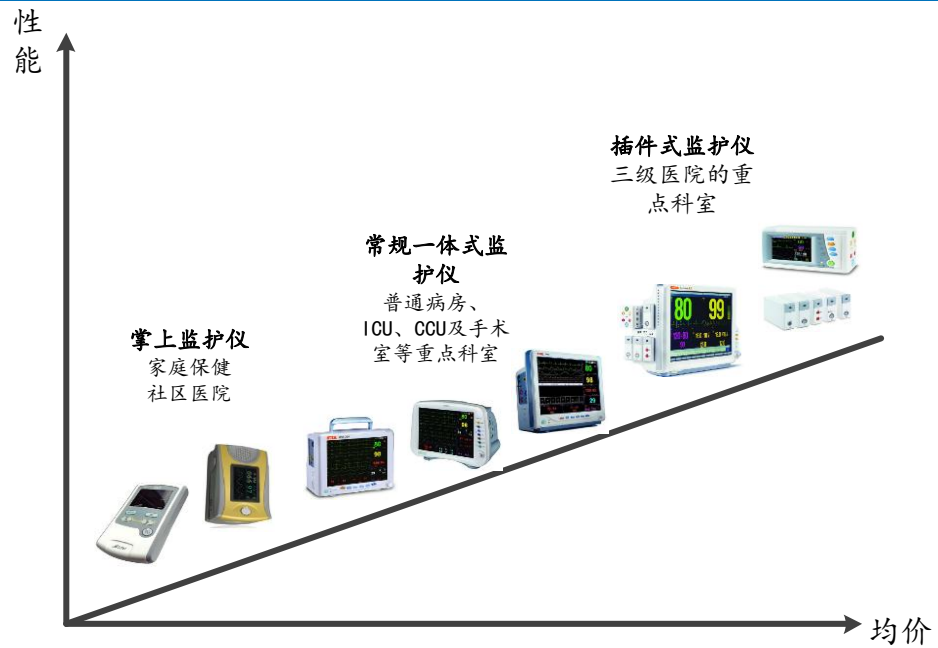
掌上监护仪具有便携、轻巧、易于操作、待机时间长等特点，主要应用于家庭保健、社区医院，目前公司生产的掌上监护仪主要用于检测脉率、血氧饱和度等生理参数。

常规一体式监护仪一般配置常用的生理参数，并且功能模块相对固定，主要应用于医院的各个科室，目前公司可提供10多种型号的常规一体式监护仪，已广泛应用于医院的普通病房，部分产品（如M9000/M69）也经常应用于ICU、CCU及手术室等重点科室。

插件式监护仪除了拥有一体式监护仪所有的各种功能外，还具有检测参数模块化，便于检测参数的扩展，国内主要应用于三级医院的重点科室。公司自2009年推出A系列插件式监护仪以来，已经推出了多款插件式监护仪。随着公司插件式监护仪的上市，公司产品逐步从中低端产品向高端产品过渡，插件式监护仪有望成为公司未来今年的一大增长点。



图 38：健康监测产品系列



资料来源：华金证券研究所整理

目前公司监护产品线包含了高、中、低全线产品，包括 A 系列插件式高端信息化监护仪、Q 系列半插件式监护仪、M 系列常规一体多参数监护仪；同时公司心电图机产品线拥有了了三导、六导、十二导心电图机，另外公司还有多款在研产品，公司健康监测产品不断丰富。

表 14：公司主要监测产品基本信息

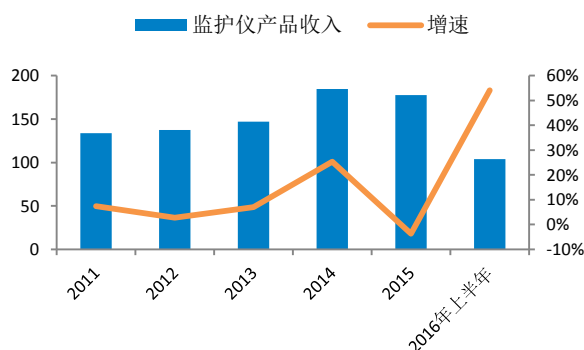
类别	产品名称	产品用途
生命信息监护系列	A 系类信息化插件式监护仪、M 系类常规监护仪、Q 系类一体化插件式监护仪、V 系列生命体征监护仪。	主要用于各科病房监护，用于检测各类生命体征，如心电图、体温、脉搏、呼吸、无创血压等。
	中央监护系统 BLT-507	通过网络将分布在各个床位的医疗监护仪所得到的各项监护波形和生理参数传输收集并同时集中显示在中央监护的大屏幕监视器上。
心电诊断系列	三道心电图机( E30 )、十二道心电图机( E70、E80 )	主要用于心脏数据的采集和存储，支持心电诊断数据的分析。
麻醉剂系列	麻醉剂 SP101、SP102、麻醉 SP2	高性能的气动电控麻醉呼吸机，适用于低流量麻醉。
妇幼系列	胎儿监护仪 F30、F8，母胎监护仪 F50、F90	主要用于产前检查、产前急救、围产期全过程的胎儿、母亲各参数监护。
微康系列	血氧 M70、M70AM70C、育儿宝、好孕 100、多普勒胎心仪等	M70 和 70AM70C 用于监测患者血氧饱和度和脉率的手持式设备；育儿宝为新生儿进行智能体温测定；好孕 100 精准体温预测排卵期、经期和安全期，最优化受孕；多普勒胎心仪帮助孕妇在家随时测胎心率。
宠物监护系列	多参数动物监护仪 M6vet、M7000vet、V6vet	用于检测动物的血氧饱和度、脉搏、无创血压、体温等。

资料来源：公司官网，华金证券研究所

近年来，公司健康监测板块的收入增速较为稳定，基本稳定在 1.5-2.0 亿的水平，2015 年监测产品营业收入 1.78 亿元，2011-2015 年 4 年的年复合增长率为 7.30%。2016 年上半年公司监测产品收入实现销售收入 1.04 亿元，同比增长 54.15%，主要公司积极加大海外市场的开发力度，特别加大在非洲等经济欠发达地区的销售力度，2016 年上半年非洲区域的销售收入 1,239.78 万元，同比增长 121.32%，成果显著。

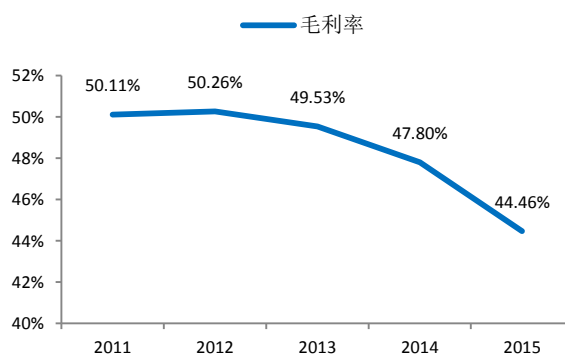
毛利率方面，公司近年来监护产品的毛利率略有下降，2015 公司监护产品的毛利率为 44.46%，但总体监护产品业绩依然较为稳定。

图 39：公司监护仪产品历年收入情况（单位：百万元，%）



资料来源：wind，华金证券研究所

图 40：公司监护仪产品历年毛利率情况



资料来源：wind，华金证券研究所

## （二）多种可穿戴设备上市，有望成为未来业绩一大增长点

2014 年 3 月，公司以自有资金 500 万元在广东省珠海市设立全资子公司“珠海市微康科技有限公司”（简称“微康科技”），专注智慧家庭保健医疗和可穿戴医疗产品的研发。目前，微康科技已经推出了多款可穿戴设备。

图 41：微康科技主要产品



资料来源：公司官网，华金证券研究所

2014年7月，公司新产品育儿宝正式在深圳发布。育儿宝是专业定位于婴幼儿的连续体温监护，是一款将移动互联网与医疗相结合的专业可穿戴医疗器械产品，只需要父母将产品贴在婴幼儿身上便可连续监护其生理温度的变化情况，同时连续性的体温监护会及时将信息发送到父母的智能手机或平板电脑上。若婴幼儿体温超出正常水平，与产品相配套的手机APP便会自动报警。通过配套的APP应用，父母还可以对报警条件进行定制。同时产品实现了可穿戴医疗产品与医疗服务的衔接，父母可随时通过APP与医生进行交流与沟通。我们认为，在二胎全面放开的形势下，育儿宝这样的儿童产品市场空间扩大，育儿宝有望成为公司移动穿戴设备领域的一大增长点。

好孕100是微康科技的另一大主打产品，主要通过精准的测量体温来预测女性的排卵期、经期和安全期，从而达到科学、优化受孕的效果。通过软件与硬件的结合，可以实时进行体温测量，更有助于受孕。

同时，蓝牙血压计、多普勒胎心仪、M70血氧仪、M70A儿童血氧仪也已经上市，公司通过微康商城、天猫商城和京东等多渠道同时销售，进一步提高产品的销量。

另一方面，微康科技与多方积极开展合作。2014年11月，公司与平安健康签订了战略合作框架协议，双方联合组件项目团队，采用双品牌的方式联合研发儿童健康智能温度计产品，由公司负责智硬件的开发及生产，平安健康负责配套手机端App的开发及产品运营，以及会员特权的开发和运营；2015年4月，公司与腾讯签订战略合作框架协议，公司负责智能穿戴健康医疗产品的研发、生产和云平台的运营，腾讯负责在物联平台为公司智能穿戴健康医疗产品提供技术支持，接入物联平台获得唯一对应的平台账号（包括但不限于QQ账号），从而开展大数据挖掘及开发，公司智能产品用户可通过物联平台实现对产品的数据连接、统计交互等物联功能。

我们认为，公司做监护仪起家，在技术和理念上保证了其可穿戴设备的专业性，具有一定专业优势，同时通过与互联网巨头合作，弥补了自身在互联网领域的不足，通过优势互补，进一步促进了公司可穿戴产品与互联网的融合，使得公司的可穿戴产品有望成为未来业绩的一大增长点。

### （三）产品遍布全球，国际化战略持续推进

公司已着手实施“走出去”战略，一方面，当前不少国家土地价格相对低廉，水电、运输等生产成本甚至低于国内，因此公司将在海外建立生产基地；另一方面，公司正在积极与国外相关研究机构进行接洽，未来有望通过并购等方式建立公司的海外研发中心，以吸引更多的国际高端人才。

同时，公司持续推进产品的国际化。公司国际贸易部由近百人组成，主要负责公司产品的海外推广和会展公司，目前主营产品均取得欧盟 CE 证书，产品已经销往全球 140 多个国家和地区，覆盖欧洲、美洲、亚洲、非洲等各个国家，我们认为加速推进国际化将是公司 2017 年的一大重要突破。

## 五、盈利预测

基于以下假设，我们预计公司 2016-2018 年营业收入分别为 5.94、8.39 和 10.97 亿元，归母净利润分别为 0.67、0.89 和 1.25 亿元，对应的 EPS 分别为 0.46、0.61 和 0.85 元。维持买入-A 建议，6 个月目标价为 40 元，相当于 2017 年 65 倍的市盈率。

核心假设：

- （1）公司监测板块业务增速稳定，同比增速稳定在 15%-20%的水平；
- （2）公司消毒板块业务逐步为公司贡献业绩，其中血透消毒市场约在 2-3 亿之间，稳定后公司预计能达到 40%-50%的市占率；
- （3）血透板块，透析粉/液随着基地产能逐渐释放，增长稳健；透析管路 2016 年实现营收翻倍；透析器尚未拿到批件，预计 2018 年拿到批文开始贡献业绩，暂不考虑。

表 15：公司业务拆分预测（单位：百万元）

		2015	2016E	2017E	2018E
血透产品	收入	200.34	382.52	535.00	699.16
	增长率	96.88%	90.93%	39.86%	30.68%
	成本	131.07	252.46	345.08	448.86
	毛利率	34.58%	34.00%	35.50%	35.80%
监护仪产品	收入	177.50	209.18	240.79	279.85
	增长率	-3.75%	17.85%	15.11%	16.22%
	成本	98.58	108.78	125.21	145.52
	毛利率	44.46%	48.00%	48.00%	48.00%
消毒液	收入			60.00	115.00

	增长率				92%
	成本		21.00		40.25
	毛利率		65.00%		65.00%
<b>其他业务</b>	收入	2.67	2.77	2.75	2.73
	<b>营业收入</b>	<b>380.51</b>	<b>594.47</b>	<b>838.54</b>	<b>1,096.74</b>
<b>合计</b>	<b>增长率</b>	31.67%	56.23%	41.06%	30.79%
	<b>营业成本</b>	231.27	362.93	492.90	636.22
	<b>毛利率</b>	39.22%	38.95%	41.22%	41.99%

资料来源：wind，华金证券研究所

## 六、风险提示

- 血透市场竞争加剧；
- 消毒液产品市场不达预期；
- 透析器注册不达预期。

**财务报表预测和估值数据汇总**

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	289.0	380.5	594.5	838.5	1,096.7	<b>年增长率</b>					
减:营业成本	159.5	230.9	362.9	492.9	636.2	营业收入增长率	23.1%	31.7%	56.2%	41.1%	30.8%
营业税费	2.1	3.1	4.9	6.6	8.9	营业利润增长率	17.2%	-32.9%	236.3%	28.9%	38.5%
销售费用	53.3	67.3	80.3	125.8	164.5	净利润增长率	16.9%	-29.2%	180.9%	32.1%	40.4%
管理费用	40.2	47.1	62.4	104.8	137.1	EBITDA 增长率	26.6%	-26.1%	187.2%	26.0%	35.4%
财务费用	-3.5	-4.1	-2.9	-3.3	-4.1	EBIT 增长率	18.9%	-38.2%	289.9%	29.4%	39.0%
资产减值损失	1.0	11.9	4.7	5.9	7.5	NOPLAT 增长率	17.7%	-36.8%	285.7%	29.4%	39.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	20.4%	20.2%	22.7%	6.8%	16.1%
投资和汇兑收益	-	0.2	0.1	0.1	0.1	净资产增长率	8.6%	7.7%	13.3%	14.8%	17.8%
<b>营业利润</b>	36.4	24.4	82.2	105.9	146.7	<b>盈利能力</b>					
加:营业外净收支	4.3	8.7	7.9	7.0	7.9	毛利率	44.8%	39.3%	38.9%	41.2%	42.0%
<b>利润总额</b>	40.8	33.2	90.1	112.9	154.6	营业利润率	12.6%	6.4%	13.8%	12.6%	13.4%
减:所得税	5.5	3.9	11.4	14.3	19.1	净利润率	11.7%	6.3%	11.3%	10.6%	11.4%
<b>净利润</b>	33.8	23.9	67.2	88.8	124.7	EBITDA/营业收入	14.6%	8.2%	15.1%	13.5%	14.0%
						EBIT/营业收入	11.4%	5.3%	13.3%	12.2%	13.0%
<b>资产负债表</b>						<b>偿债能力</b>					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	资产负债率	17.5%	20.6%	28.9%	25.9%	30.9%
货币资金	222.5	230.1	236.7	295.3	359.2	负债权益比	21.3%	26.0%	40.7%	35.0%	44.7%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	4.26	3.61	2.72	3.16	2.78
应收帐款	53.5	77.2	130.4	163.8	217.7	速动比率	3.59	3.07	1.94	2.53	2.04
应收票据	1.3	3.0	2.6	5.4	5.6	利息保障倍数	-9.32	-4.97	-27.59	-31.13	-35.17
预付帐款	7.3	21.1	19.1	36.4	37.1	<b>营运能力</b>					
存货	53.4	59.5	157.9	124.8	227.6	固定资产周转天数	85	76	50	32	22
其他流动资产	0.1	4.2	1.5	1.9	2.5	流动营业资本周转天数	48	46	52	52	52
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	427	347	286	252	242
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	65	62	63	63	63
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	63	53	66	61	58
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	617	520	398	331	301
固定资产	73.5	87.0	79.0	71.0	63.0	投资资本周转天数	209	191	149	120	102
在建工程	10.3	4.4	16.4	21.4	26.4	<b>费用率</b>					
无形资产	41.7	54.4	52.0	49.5	47.1	销售费用率	18.4%	17.7%	13.5%	15.0%	15.0%
其他非流动资产	55.4	39.7	39.4	39.8	36.2	管理费用率	13.9%	12.4%	10.5%	12.5%	12.5%
<b>资产总额</b>	519.0	580.6	734.9	809.3	1,022.4	财务费用率	-1.2%	-1.1%	-0.5%	-0.4%	-0.4%
短期债务	-	5.0	-	-	-	三费/营业收入	31.1%	29.0%	23.5%	27.1%	27.1%
应付帐款	64.5	68.5	157.3	150.9	235.8	<b>投资回报率</b>					
应付票据	-	16.0	15.9	17.9	30.0	ROE	8.2%	5.6%	14.0%	16.3%	19.4%
其他流动负债	14.9	19.8	28.4	30.0	39.3	ROA	6.8%	5.0%	10.7%	12.2%	13.3%
长期借款	-	-	-	-	-	ROIC	18.7%	9.8%	31.4%	33.1%	43.3%
其他非流动负债	11.7	10.4	11.1	11.1	10.9	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	91.1	119.8	212.7	209.8	316.1	DPS(元)	0.05	0.05	0.12	0.15	0.20
少数股东权益	16.6	32.2	43.7	53.6	64.4	分红比率	21.6%	30.5%	25.8%	24.0%	23.0%
股本	146.1	146.1	146.1	146.1	146.1	股息收益率	0.1%	0.1%	0.4%	0.4%	0.6%
留存收益	265.3	282.6	332.4	399.9	495.9						
<b>股东权益</b>	427.9	460.9	522.2	599.5	706.4						
						<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>							2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	35.2	29.3	67.2	88.8	124.7	EPS(元)	0.23	0.16	0.46	0.61	0.85
加:折旧和摊销	10.1	12.4	10.5	10.5	10.5	BVPS(元)	2.82	2.93	3.28	3.74	4.39
资产减值准备	1.0	11.6	-	-	-	PE(X)	144.6	204.4	72.8	55.1	39.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	11.9	11.4	10.2	9.0	7.6
财务费用	-1.8	-0.4	-2.9	-3.3	-4.1	P/FCF	1,788.7	-596.4	403.2	69.4	62.5
投资损失	-	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	P/S	16.9	12.8	8.2	5.8	4.5
少数股东损益	1.4	5.4	11.5	9.9	10.8	EV/EBITDA	110.2	149.7	52.1	40.9	29.9
营运资金的变动	-14.6	-14.7	-48.3	-24.2	-48.3	CAGR(%)	41.0%	66.6%	37.1%	41.0%	66.6%
<b>经营活动产生现金流量</b>	42.3	28.4	37.9	81.5	93.5	PEG	3.5	3.1	2.0	1.3	0.6
<b>投资活动产生现金流量</b>	-50.7	-32.8	-11.9	-4.9	-4.9	ROIC/WACC	1.8	0.9	3.0	3.2	4.1
<b>融资活动产生现金流量</b>	-7.5	5.8	-19.5	-18.0	-24.6						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

徐曼声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。



### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券有限责任公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券有限责任公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对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。

华金证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn