

宝莱特 (300246)

证券研究报告

2017年04月21日

血透板块增速明显，17年充满想象空间

收入增速同比 56%，净利润增长 180.71%

2016年，公司实现营业收入 59,431.44 万元，同比增长 56.19%，增速突破新高；实现归属于上市公司所有者的净利润 6,714.35 万元，同比增长 180.71%，扣非后归母净利润率快速上升至 10.5%，改变了自 2010 年以来下降的趋势，公司业绩整体提升明显。

公司主营业务为健康监测和肾科医疗两大业务板块，其中健康监测板块共实现销售收入 21,906.37 万元，较上年同期增长 23.42%，毛利率从 44.5% 上升至 48.3%，源于产品结构变化，高端产品销售占比逐渐提升。血透板块实现销售收入 37,046.05 万元，较上年同期增长 84.92%，毛利率略有上升，从 2015 年的 34.6% 上升至 2916 年的 35.5%。

双主业战略规划稳步进展，2016 年血透占比超过 60% 收入

公司自 2012 年开始布局血液透析产品线，2015 年收入首次超过监护产品线，而 2016 年毛利占比，血透占比 55%，监护占比 45%，血透的高附加值对利润的贡献越来越大。公司仍将坚持践行 2+4+6 战略发展规划，坚定专注于健康监测和肾科医疗 2 大板块，

血透粉液子公司利润增速超预期，超出业绩对赌

天津挚信鸿达 2016 年净利润 975 万，辽宁恒信 906 万，超出原本业绩对赌 830 万和 622 万，增厚业绩，超出市场预期，随着行业的快速发展，协同宝莱特的血透产品线其他业务，资源共享，未来发展仍有空间。

2016 年内部提效，销售费用率和管理费用率同比下降

2016 年公司整体运营效率提高。2016 年销售费用为 9,094 万元，主要是由于销售人员增加使得人工费用增加较多，以及血液透析产品销售订单增加使得运输费增加较多共同影响所致，占总收入的比例从 17.7% 下降至 15.3%；支出管理费用 6,095 万元，占总收入的比例从 2015 年的 12.4% 下降至 2016 年的 10.3%。

报告期内研发持续储备，研发投入增长

2016 年公司研发投入 3,395.18 万元，占 2016 年度营业收入的 5.71%，较上年同期增加 31.76%。公司完成了多款多参数监护仪、掌上监护仪以及生命体征检测仪等新产品的研发和储备，推出了便携式 12 道心电图机等新产品。在智能穿戴医疗领域，公司报告期内完成了超声多普勒胎心仪、蓝牙体温贴等新产品的研发，相继推出了多款智能电子血压计、台式电子血压计、超声多普勒胎心仪等新产品。

我们预计 17-19 年营收 8.05/9.77/11.56 亿元，EPS 为 0.66/0.75/1.03，对应 PE 为 42/36/27 倍。基于 16 年业绩情况，17 年给予 47 倍估值，维持“增持”评级。

风险提示：市场竞争风险、规模扩大、业务模式增加的管理风险等

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	380.51	594.31	805.40	976.80	1,156.29
增长率(%)	31.67	56.19	35.52	21.28	18.38
EBITDA(百万元)	31.26	93.24	127.84	152.94	207.53
净利润(百万元)	23.92	67.14	95.82	110.15	150.06
增长率(%)	(29.24)	180.71	42.71	14.96	36.23
EPS(元/股)	0.16	0.46	0.66	0.75	1.03
市盈率(P/E)	166.31	59.25	41.52	36.11	26.51
市净率(P/B)	9.28	8.56	7.32	6.25	5.17
市销率(P/S)	10.45	6.69	4.94	4.07	3.44
EV/EBITDA	186.33	50.43	30.09	24.67	18.20

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/医疗器械
6 个月评级	增持 (维持评级)
当前价格	27.23 元
目标价格	31 元
上次目标价	38 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	146.09
流通 A 股股本(百万股)	107.75
A 股总市值(百万元)	3,977.98
流通 A 股市值(百万元)	2,934.14
每股净资产(元)	3.18
资产负债率(%)	26.55
一年内最高/最低(元)	44.58/26.80

作者

杨烨辉	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516080003	
yangyehui@tfzq.com	
郑薇	联系人
zhengwei@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《宝莱特-公司点评:2016 年度业绩快报，营收高速增长》 2017-02-27
- 2 《宝莱特-公司点评:全力以赴布局血透，产业链逐步完善》 2017-01-19
- 3 《宝莱特季报点评》 2016-10-28

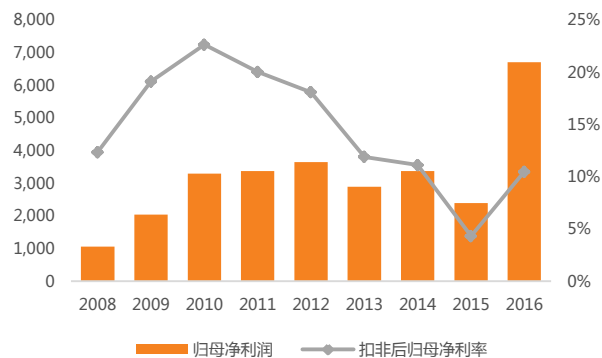
2016 年，公司实现营业收入 59,431.44 万元，同比增长 56.19%，增速突破新高；实现归属于上市公司股东的净利润 6,714.35 万元，同比增长 180.71%，扣非后归母净利率快速上升至 10.5%，改变了自 2010 年以来下降的趋势，公司业绩整体提升明显。

图 1：2008-2016 营业收入（万元）及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：2008-2016 归母净利润（万元）及扣非后归母净利率



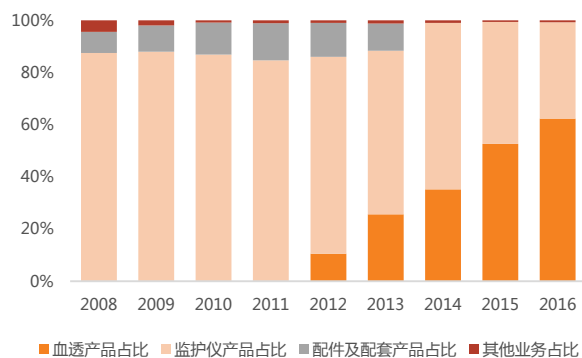
资料来源：Wind，天风证券研究所

公司主营业务为健康监测和肾科医疗两大业务板块。

报告期内，公司健康监测板块共实现销售收入 21,906.37 万元，较上年同期增长 23.42%，主要原因是：公司报告期内持续加大国内外市场推广力度。2016 年公司完成了多款多参数监护仪、掌式监护仪、生命体征检测仪、超声多普勒胎心仪、蓝牙体温贴等新产品的研发，相继推出了智能电子血压计、超声多普勒胎心仪、便携式 12 道心电图机等新产品。毛利率从 44.5% 上升至 48.3%，源于产品结构变化，高端产品销售占比逐渐提升。

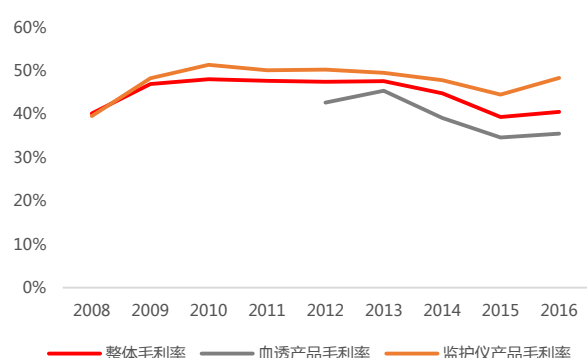
血透板块实现销售收入 37,046.05 万元，较上年同期增长 84.92%。公司完成了血透管路和针的注册工作，并已取得医疗器械三类产品注册证。同时，获得了广东省卫生和计划生育委员会颁发的消毒产品生产企业卫生许可证，完善了公司血液透析产品线。毛利率略有上升，从 2015 年的 34.6% 上升至 2016 年的 35.5%。

图 3：2008-2016 营收产品拆分



资料来源：Wind，天风证券研究所

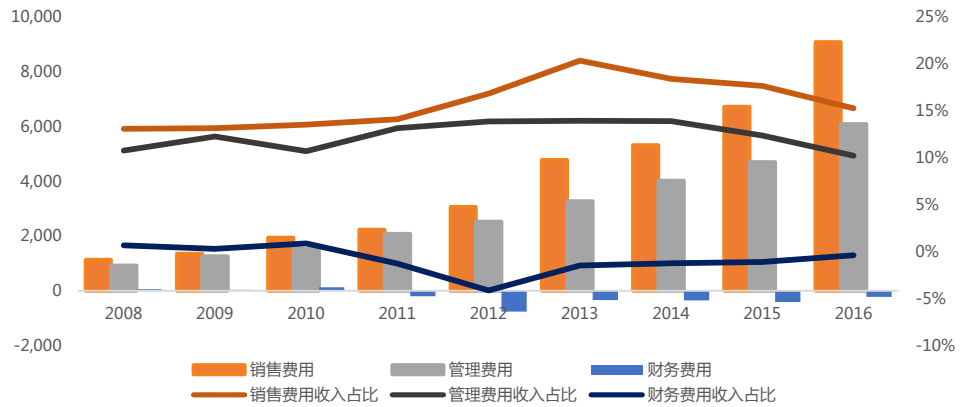
图 4：2008-2016 产品毛利率分析



资料来源：Wind，天风证券研究所

2016 年公司整体运营效率提高。2016 年销售费用为 9,094 万元，主要是由于销售人员增加使得人工费用增加较多，以及血液透析产品销售订单增加使得运输费增加较多共同影响所致，占总收入的比例从 2015 年的 17.7% 下降至 2016 年的 15.3%；支出管理费用 6,095 万元，占总收入的比例从 2015 年的 12.4% 下降至 2016 年的 10.3%。

图 5：2008-2016 期间费用分析



资料来源：Wind，天风证券研究所

2016 年公司研发投入 3,395.18 万元，占 2016 年度营业收入的 5.71%，较上年同期增加 31.76%。

公司报告期内完成了多款多参数监护仪、掌式监护仪以及生命体征检测仪等新产品的研发，推出了便携式 12 道心电图机等新产品。

在智能穿戴医疗领域，公司报告期内完成了超声多普勒胎心仪、蓝牙体温贴等新产品的研发，相继推出了多款智能电子血压计、台式电子血压计、超声多普勒胎心仪等新产品。

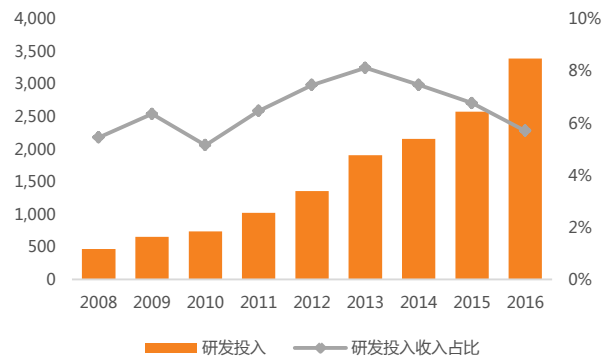
报告期内，公司主要在研产品项目 11 项，包括 D50 血液透析滤过机、E65 数字式多道心电图机、M850 掌式监护仪、V9 生命体征监测仪等，其中 D50 血液透析滤过机已进入产品开发完善和确认阶段。

图 6：2008-2016 研发投入（万元）及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：2008-2016 研发投入（万元）及投入收入比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

在肾病医疗板块，公司过外延收购和自建血透耗材生产基地的方式，打破血透耗材供应的地域限制，降低成本，扩大公司在华东、华北和华中中等地区的供应能力和市场份额。2016 年，公司拟采取非公开发行股票募集资金收购常州华岳 60% 股权、子公司天津宝莱特通过现金方式收购了挚信鸿达 40% 的股权、建设天津血液透析耗材产业基地及南昌血液透析耗材产业基地，有利于降低公司血透产品的运输成本、提升整体业务规模和盈利能力。

常州华岳成立于 2003 年，拥有血液透析浓缩液、血液透析 B 干粉的医疗器械注册证，自成立以来一直以研发、生产和销售血液透析干粉和血液透析浓缩液为主，产品销售覆盖华东地区。常州华岳于 2016 年 7 月 21 日并入公司合并范围，自购买日至报告期末，常州华岳实现营业收入 3,332 万元，实现净利润 485 万元。

图 8：2016 年常州华岳合并报表情况

单位：元

被购买方名称	股权取得时点	股权取得成本	股权取得比例	股权取得方式	购买日	购买日的确定依据	购买日至期末被购买方的收入	购买日至期末被购买方的净利润
常州华岳微创医疗器械有限公司	2016 年 07 月 21 日	60,000,000.00	60.00%	股权收购	2016 年 07 月 21 日	实际控制	33,318,404.11	4,848,805.54

资料来源：公司公告，天风证券研究所

挚信鸿达主要从事血液透析浓缩液、血液透析干粉的研发、生产和销售业务，产品销售覆盖全国 20 多个省市和地区，在技术研发、生产管理、质量控制和市场销售均建立了较成熟的管理体系。公司在 2012 年通过受让股权和增资的方式取得挚信鸿达 60%的股权后，在保证其独立运行管理的基础上，逐步输出专业高效的经营团队，强化挚信鸿达的内部管理。挚信鸿达近年来业务快速发展，近三年收入年均复合增长率达 26.93%，净利润年均复合增长率达 25.92%。2016 年，全资子公司收购挚信鸿达剩余的 40%股权。2016 年，挚信鸿达营收 8,515 万元，实现净利润 975 万元。

图 9：2016 年挚信鸿达财务数据

单位：元

公司名称	公司类型	主要业务	注册资本	总资产	净资产	营业收入	营业利润	净利润
天津市挚信鸿达医疗器械开发有限公司	子公司	血液透析浓缩液及透析粉的研发、生产及销售。	700 万元	69,956,687.18	44,208,738.23	85,147,799.44	11,621,008.65	9,753,121.52

资料来源：公司公告，天风证券研究所

报告期内，公司与深圳市原位实业有限公司共同达成《合作协议书》，共同出资在广东省深圳市设立“深圳市宝原医疗器械有限公司”，负责华南特别是广东地区的血透市场的开发。深圳市原位实业有限公司专注于专业化服务营销，以经营血液透析产品和心血管植入材料两个专科系列产品为核心，本次合作将能帮助公司尽快掌握血透终端渠道。

我们预计 17-19 年营收 8.05/9.77/11.56 亿元，EPS 为 0.66/0.75/1.03，对应 PE 为 42/36/27 倍。基于 16 年业绩情况，17 年给予 47 倍估值，维持“增持”评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	230.08	182.70	156.34	255.51	280.05
应收账款	77.22	140.15	146.82	145.90	200.61
预付账款	21.12	9.68	30.22	21.06	36.15
存货	59.51	69.81	119.03	100.82	180.49
其他	7.22	8.03	9.90	7.58	12.07
流动资产合计	395.14	410.37	462.32	530.87	709.38
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	87.05	84.07	114.06	158.90	199.66
在建工程	4.35	30.38	54.23	80.54	78.32
无形资产	54.40	57.94	55.50	53.06	50.62
其他	39.70	103.81	102.47	95.69	91.32
非流动资产合计	185.51	276.19	326.25	388.19	419.92
资产总计	580.65	686.57	788.57	919.06	1,129.30
短期借款	5.00	3.50	0.00	0.00	0.00
应付账款	68.54	123.12	133.56	145.87	184.17
其他	35.82	42.74	47.08	53.41	67.57
流动负债合计	109.35	169.35	180.64	199.27	251.74
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	10.42	12.94	11.68	11.68	12.10
非流动负债合计	10.42	12.94	11.68	11.68	12.10
负债合计	119.78	182.29	192.32	210.96	263.84
少数股东权益	32.23	39.82	52.64	71.94	95.92
股本	146.09	146.09	146.09	146.09	146.09
资本公积	115.29	91.26	91.26	91.26	91.26
留存收益	282.56	318.36	397.53	490.08	623.45
其他	(115.29)	(91.26)	(91.26)	(91.26)	(91.26)
股东权益合计	460.87	504.27	596.25	708.11	865.46
负债和股东权益总	580.65	686.57	788.57	919.06	1,129.30

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	29.29	78.70	95.82	110.15	150.06
折旧摊销	12.37	15.29	8.60	11.29	13.90
财务费用	(0.42)	0.52	(0.74)	(1.19)	(1.55)
投资损失	(0.16)	(0.08)	(0.08)	(0.08)	(0.08)
营运资金变动	(14.65)	(38.94)	(63.40)	56.04	(96.73)
其它	1.97	(4.69)	13.49	19.63	24.53
经营活动现金流	28.40	50.81	53.69	195.83	90.12
资本支出	23.77	86.08	61.25	80.00	49.58
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(56.55)	(177.26)	(121.21)	(159.93)	(99.48)
投资活动现金流	(32.78)	(91.17)	(59.96)	(79.93)	(49.90)
债权融资	5.00	3.50	0.00	0.00	0.00
股权融资	4.78	(21.89)	0.74	1.19	1.55
其他	(3.98)	11.27	(20.83)	(17.92)	(17.23)
筹资活动现金流	5.81	(7.12)	(20.09)	(16.73)	(15.68)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1.43	(47.48)	(26.36)	99.17	24.55

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	380.51	594.31	805.40	976.80	1,156.29
营业成本	230.93	353.68	380.96	488.40	578.15
营业税金及附加	3.12	5.44	6.59	8.31	9.96
营业费用	67.27	90.94	148.88	175.82	199.60
管理费用	47.09	60.95	144.77	156.29	170.47
财务费用	(4.10)	(2.14)	(0.74)	(1.19)	(1.55)
资产减值损失	11.93	2.23	5.05	6.40	4.56
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.16	0.08	0.08	0.08	0.08
其他	(0.33)	(0.16)	(0.16)	(0.16)	(0.16)
营业利润	24.44	83.31	119.98	142.85	195.18
营业外收入	8.96	8.67	7.32	8.32	8.10
营业外支出	0.23	0.49	0.25	0.32	0.35
利润总额	33.17	91.48	127.06	150.85	202.93
所得税	3.88	12.78	17.75	21.07	28.35
净利润	29.29	78.70	109.31	129.78	174.59
少数股东损益	5.37	11.56	13.49	19.63	24.53
归属于母公司净利润	23.92	67.14	95.82	110.15	150.06
每股收益(元)	0.16	0.46	0.66	0.75	1.03

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	31.67%	56.19%	35.52%	21.28%	18.38%
营业利润	-32.89%	240.85%	44.02%	19.07%	36.63%
归属于母公司净利润	-29.24%	180.71%	42.71%	14.96%	36.23%
获利能力					
毛利率	39.31%	40.49%	52.70%	50.00%	50.00%
净利率	6.29%	11.30%	11.90%	11.28%	12.98%
ROE	5.58%	14.46%	17.63%	17.31%	19.50%
ROIC	9.80%	31.67%	34.69%	29.59%	38.63%
偿债能力					
资产负债率	20.63%	26.55%	24.39%	22.95%	23.36%
净负债率	-28.52%	-22.86%	-0.66%	5.08%	-5.15%
流动比率	3.61	2.42	2.56	2.66	2.82
速动比率	3.07	2.01	1.90	2.16	2.10
营运能力					
应收账款周转率	5.82	5.47	5.61	6.67	6.67
存货周转率	6.74	9.19	8.53	8.89	8.22
总资产周转率	0.69	0.94	1.09	1.14	1.13
每股指标(元)					
每股收益	0.16	0.46	0.66	0.75	1.03
每股经营现金流	0.19	0.35	0.37	1.34	0.62
每股净资产	2.93	3.18	3.72	4.35	5.27
估值比率					
市盈率	166.31	59.25	41.52	36.11	26.51
市净率	9.28	8.56	7.32	6.25	5.17
EV/EBITDA	186.33	50.43	30.09	24.67	18.20
EV/EBIT	286.34	57.93	32.26	26.64	19.51

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com