



2017年06月06日

## 买入(维持评级)

当前价：28.63 元  
目标价：35 元

### 医药行业研究组

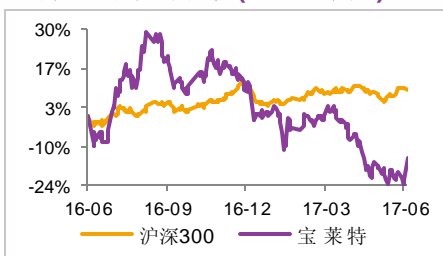
分析师：王风华

执业编号：S0300516060001  
邮箱：wangfenghua@lxsec.com

研究助理：李志新

电话：010-64408516  
邮箱：lizhixin@lxsec.com

### 股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源：聚源

### 盈利预测

| 百万元    | 2016A | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|--------|-------|--------|--------|--------|
| 主营收入   | 594.4 | 813.0  | 1073.6 | 1351.1 |
| (+/-)  |       | 36.78% | 32.06% | 25.84% |
| 净利润    | 67.2  | 111.2  | 133.6  | 157.7  |
| (+/-)  |       | 65.44% | 20.11% | 18.07% |
| EPS(元) | 0.46  | 0.70   | 0.84   | 0.99   |
| P/E    | 60    | 41     | 34     | 29     |

资料来源：联讯证券研究院

### 相关研究

《宝莱特(300246)——【联讯医药年报点评】宝莱特：血透全产业链布局，业务持续高增长》2017-04-25

## 宝莱特(300246.SZ)

### 【联讯医药公司事件点评】宝莱特：春江水暖鸭先知，董事长“保底”倡议员工增持

#### 投资要点

##### ◇ 事件

公司公告董事会收到控股股东、董事长兼总裁燕金元先生提交的《关于公司员工增持公司股票的倡议书》：“鉴于公司良好的基本面，以及我本人对公司管理团队与公司未来持续发展的信心，公司股票投资价值已经凸显，在此我倡议：公司及全资子公司、控股子公司全体员工积极买入宝莱特股票，凡是2017年6月5日至6月9日期间净买入的宝莱特股票，且连续持有12个月以上并在职的，若因增持产生的亏损，由本人予以补偿；收益则归员工个人所有。”

##### ◇ 春江水暖鸭先知，“保底”式增持倡议凸显公司价值

董事长发出“保底”式员工增持倡议，我们认为一方面春江水暖鸭先知，董事长作为公司大股东和内部人士，更全面了解和掌握公司经营情况，“保底”增持倡议彰显大股东对公司发展的信心，“真金白银”更显真心；另外一方面，给予员工增持兜底，这也是间接员工激励，公司发展和员工利益更加一致。我们认为“保底”式增持倡议凸显公司目前投资价值。

##### ◇ 连年业绩持续高增长，期间费用持续下降

公司连年业绩持续高增长。自2011年上市以来，营业收入保持高速增长，年复合增速高达34.4%，业绩持续高增长。2016年，公司营业总收入5.94亿元，归母净利润6714万元，分别同比增56.19%和180.71%。分业务板块看，健康监测业务营收2.19亿元，同比增长23.42%，血透板块营收3.70亿元，同比增长84.92%。血透业务成为公司近几年业绩增长主要动力源，自从2012年血透板块开始贡献营收以来，连续实现几乎翻番式增长，从2012年的1923万元，增长2016年的3.70亿元，年复合增速高达109.4%。公司费用控制良好，连续4年费用率（销售和管理费用率）持续下降，2016年费用率25.55%，同比下降4.50个百分点，期间费用控制良好。

##### ◇ 围绕血透业务全产业链布局，血透业务进入收获期

公司围绕血透业务板块做产业链横向拓展。在血透产品方面，上游器械产品已经完成了透析管路和针的注册工作，并已取得医疗器械三类产品注册证，继续扩大血透机D30在各家医院的推广使用的情况下，已在加快推进高端血液透析设备（机）的研发；下游耗材方面，考虑到透析粉和透析液等耗材的运输半径（约800公里），公司通过外延收购和自建血透耗材生产基地两种模式部署全国市场，募集资金在南昌和天津自建血透耗材产业化建设基地，外延并购常州华岳60%和挚信鸿达40%股权，快速进入华东地区市场。在终端血透服务方面，通过设备托管、服务分成、共建科室和并购医院等方式，介入血透医疗服务，收购清远康华医院、同泰医院相继落地。从产品到终端服务，公司血透业务全产业链布局，构建血透产业链闭环，业务进入收获期。



### ◇ 盈利与估值

我们预测 2017-2019 年，公司营业收入为 8.13/10.73/13.51 亿元，归母净利润分别为 1.11/1.33/1.57 亿元，考虑证监会已经批准的非公开增发带来的股本变动，每股 EPS 为 0.70/0.84/0.99 元，对应昨日收盘价 28.6 元，市盈率分别为 41/34/29 倍。

医疗器械(申万)目前整体 PE(TTM)约 54 倍，宝莱特近三年来 PE(TTM)波动在 130 倍以上，自 2016 年以来随着盈利改善，估值下降明显，目前股价对应 2016 年 PE(TTM)为 59.6 倍，接近行业均值。公司血透业务全产业链布局，进入收获期，并参考主营业务同为血液净化器械的健帆生物目前 PE(TTM)60X 估值，我们保守给予公司 2017 年 50 倍市盈率估值，未来 12 个月目标价 35 元，维持给予“买入评级”。

### ◇ 风险提示

1、血透业务竞争加剧；2、主要器械产品市场开拓不及预期；3、新产品开发及注册不达预期。



图表1：宝莱特 3 年（2014-2017 年）PE-Band 区间



资料来源：Wind，联讯证券研究院

图表2：宝莱特营收拆分及预测

| 百万元    | 2015A  | 2016A  | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 血透产品营收 | 200.3  | 370.5  | 555.8  | 778.1  | 1011.5 |
| 同比增长   | 96.8%  | 85.0%  | 50%    | 40%    | 30%    |
| 毛利率    | 34.57% | 35.47% | 35.00% | 35.00% | 35.00% |
| 监护仪产品  | 177.5  | 219.1  | 252.0  | 289.8  | 333.2  |
| 同比增长   | -3.7%  | 23.4%  | 15.0%  | 15.0%  | 15.0%  |
| 毛利率    | 44.46% | 48.30% | 48.00% | 48.00% | 48.00% |
| 其他     | 2.67   | 4.79   | 5.27   | 5.80   | 6.38   |
| 同比增长   | -4.98% | 79.40% | 10%    | 10%    | 10%    |
| 毛利率    | 52.10% | 71.39% | 60.00% | 60.00% | 60.00% |
| 营业总收入  | 380.5  | 594.4  | 813.0  | 1073.6 | 1351.1 |
| 同比增长   | 31.7%  | 56.2%  | 36.8%  | 32.1%  | 25.8%  |
| 毛利率    | 39.31% | 40.49% | 39.19% | 38.64% | 38.32% |

资料来源：Wind，联讯证券研究院



附录：公司财务预测表

| 资产负债表(百万元)  | 2016  | 2017E | 2018E  | 2019E  | 现金流量表(百万元) | 2016    | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|-------------|-------|-------|--------|--------|------------|---------|--------|--------|--------|
| 流动资产        | 410.4 | 553.3 | 721.1  | 930.3  | 经营活动现金流    | 50.8    | 70.7   | 85.3   | 114.8  |
| 现金          | 182.7 | 329.6 | 354.8  | 423.6  | 净利润        | 78.8    | 123.5  | 148.4  | 175.2  |
| 应收账款和票据     | 138.6 | 187.0 | 246.9  | 310.7  | 折旧摊销       | 15.3    | 13.3   | 12.2   | 18.8   |
| 其它应收款       | 2.4   | 3.0   | 3.0    | 3.0    | 财务费用       | -2.1    | -2.0   | -2.0   | -2.0   |
| 存货          | 69.8  | 97.6  | 128.8  | 162.1  | 资产减值损失     | 2.2     | 2.0    | 2.0    | 2.0    |
| 预付账款        | 9.7   | 15.0  | 15.0   | 15.0   | 营运资金变动     | -38.4   | -61.2  | -70.3  | -74.2  |
| 其他          | 7.2   | 2.3   | 5.4    | 15.8   | 其它         | -5.0    | -5.0   | -5.0   | -5.0   |
| 非流动资产       | 276.2 | 283.0 | 303.2  | 300.2  | 投资活动现金流    | -91.2   | -180.0 | -50.0  | -30.0  |
| 在建工程        | 30.4  | 40.6  | 70.6   | 10.0   | 资本支出       | -44.0   | -30.0  | -30.0  | -10.0  |
| 固定资产        | 84.1  | 103.8 | 93.4   | 153.4  | 长期投资       | -25.9   | -130.0 | 0.0    | 0.0    |
| 无形资产和商誉     | 131.2 | 128.7 | 126.2  | 123.7  | 其他         | -21.3   | -20.0  | -20.0  | -20.0  |
| 其他          | 30.6  | 10.0  | 13.0   | 13.2   | 筹资活动现金流    | -7.1    | 256.2  | -10.0  | -16.0  |
| 资产总计        | 686.6 | 836.3 | 1024.3 | 1230.5 | 短、长期借款     | 4.9     | 267.0  | 0.0    | 0.0    |
| 流动负债        | 169.4 | 202.8 | 252.3  | 299.4  | 吸收投资       | -1.5    | -3.5   | 0.0    | 0.0    |
| 短期借款        | 3.5   | 0.0   | 0.0    | 0.0    | 其他         | -10.5   | -7.3   | -10.0  | -16.0  |
| 应付账款和票据     | 87.1  | 121.6 | 162.0  | 205.0  | 现金净增加额     | -47.5   | 146.9  | 25.3   | 68.8   |
| 其他          | 78.8  | 81.2  | 90.3   | 94.4   |            |         |        |        |        |
| 非流动负债       | 12.9  | 13.0  | 13.0   | 13.0   | 主要财务比率     | 2016    | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
| 长期借款        | 0.0   | 0.0   | 0.0    | 0.0    | 成长能力       |         |        |        |        |
| 其他          | 12.9  | 13.0  | 13.0   | 13.0   | 营业收入       | 56.19%  | 36.78% | 32.06% | 25.84% |
| 负债合计        | 182.3 | 215.8 | 265.3  | 312.4  | 营业利润       | 240.85% | 30.34% | 26.59% | 22.67% |
| 少数股东权益      | 39.8  | 52.2  | 67.0   | 84.5   | 归属母公司净利润   | 180.71% | 65.44% | 20.11% | 18.07% |
| 归属母公司股东权益   | 464.5 | 568.3 | 691.9  | 833.6  | 获利能力       |         |        |        |        |
| 负债和股东权益     | 686.6 | 836.3 | 1024.3 | 1230.5 | 毛利率        | 40.49%  | 39.19% | 38.64% | 38.32% |
|             |       |       |        |        | 净利率        | 13.25%  | 15.20% | 13.82% | 12.97% |
| 利润表(百万元)    | 2016  | 2017E | 2018E  | 2019E  | ROE        | 14.46%  | 19.56% | 19.30% | 18.92% |
| 营业收入        | 594.4 | 813.0 | 1073.6 | 1351.1 | ROIC       | 14.41%  | 23.45% | 22.71% | 22.75% |
| 营业成本        | 353.7 | 494.4 | 658.7  | 833.3  | 偿债能力       |         |        |        |        |
| 营业税金及附加     | 5.4   | 6.9   | 9.1    | 11.5   | 资产负债率      | 26.55%  | 25.80% | 25.91% | 25.39% |
| 营业费用        | 90.9  | 121.9 | 161.0  | 202.7  | 净资产负债率     | 36.15%  | 34.78% | 34.96% | 34.02% |
| 管理费用        | 61.0  | 81.3  | 107.4  | 135.1  | 流动比率       | 2.42    | 2.73   | 2.86   | 3.11   |
| 财务费用        | -2.1  | -2.0  | -2.0   | -2.0   | 速动比率       | 2.01    | 2.25   | 2.35   | 2.57   |
| 资产减值损失      | 2.2   | 2.0   | 2.0    | 2.0    | 营运能力       |         |        |        |        |
| 公允价值变动收益    | 0.0   | 0.0   | 0.0    | 0.0    | 总资产周转率     | 0.94    | 1.07   | 1.15   | 1.20   |
| 投资净收益       | 0.1   | 0.2   | 0.2    | 0.2    | 应收账款周转率    | 5.58    | 4.99   | 4.95   | 4.85   |
| 营业利润        | 83.4  | 108.7 | 137.6  | 168.7  | 应付账款周转率    | 5.47    | 5.91   | 5.82   | 5.73   |
| 营业外收入       | 8.7   | 40.0  | 40.0   | 40.0   | 每股指标(元)    |         |        |        |        |
| 营业外支出       | 0.5   | 5.0   | 5.0    | 5.0    | 每股收益       | 0.46    | 0.70   | 0.84   | 0.99   |
| 利润总额        | 91.6  | 143.7 | 172.6  | 203.7  | 每股经营现金     | 3.18    | 3.57   | 4.34   | 5.23   |
| 所得税         | 12.8  | 20.1  | 24.2   | 28.5   | 每股净资产      | 0.35    | 0.44   | 0.53   | 0.72   |
| 净利润         | 78.8  | 123.5 | 148.4  | 175.2  | 估值比率       |         |        |        |        |
| 少数股东损益      | 11.6  | 12.4  | 14.8   | 17.5   | P/E        | 57.8    | 38.1   | 31.7   | 26.9   |
| 归属母公司净利润    | 67.2  | 111.2 | 133.6  | 157.7  | P/B        | 8.4     | 7.5    | 6.1    | 5.1    |
| EBITDA      | 96.4  | 155.0 | 182.7  | 220.5  | EV/EBITDA  | 40.33   | 27.36  | 23.21  | 19.23  |
| 全面摊薄 EPS(元) | 0.46  | 0.70  | 0.84   | 0.99   |            |         |        |        |        |

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



## 分析师简介

**王风华**：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 20 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

## 研究院销售团队

|    |     |              |             |                       |
|----|-----|--------------|-------------|-----------------------|
| 北京 | 周之音 | 010-64408926 | 13901308141 | zhouzhiyin@lxsec.com  |
| 北京 | 林接钦 | 010-64408662 | 18612979796 | linjieqin@lxsec.com   |
| 上海 | 赵玉洁 | 021-51782233 | 18818101870 | zhaoyujie@lxsec.com   |
| 上海 | 杨志勇 | 021-51782335 | 13816013064 | yangzhiyong@lxsec.com |
| 深圳 | 刘啸天 |              | 15889583386 | liuxiaotian@lxsec.com |

## 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，保证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理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层  
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.lxsec.com](http://www.lxsec.com)