

# 宝莱特 (300246.SZ)

## 血透产品线高歌猛进，带动公司业绩持续高速增长 增持 (维持)

2017年8月25日

证券分析师 焦德智

执业资格证书号码: S0600516120001  
021-60199780

[jiaodzh@dwzq.com.cn](mailto:jiaodzh@dwzq.com.cn)

证券分析师 全铭

执业资格证书号码: S0600517010002

[quanm@dwzq.com.cn](mailto:quanm@dwzq.com.cn)

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	594	785	1030	1342
同比 (%)	56.2	32.1	31.2	30.3
归母净利润 (百万元)	67.1	90.2	118.4	157.9
同比 (%)	180.7	34.4	31.2	33.4
ROE (%)	14.5	16.6	18.2	20.0
每股收益 (元)	0.46	0.62	0.81	1.08
P/E	54	40	31	23
P/B	7.8	6.7	5.6	4.6

### 投资要点

#### 一、事件：公司发布 2017 年半年报

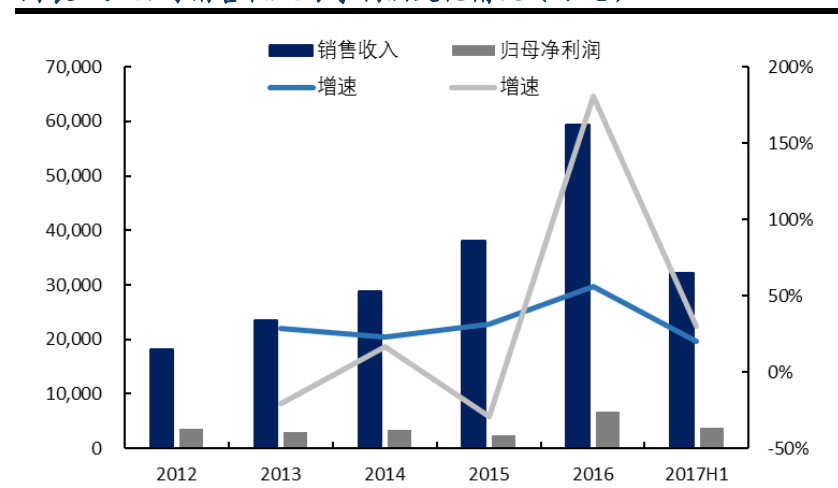
2017年半年报公司实现销售收入 3.22 亿元，同比增长 20.33%；实现归属母公司净利润 3,829.21 万元，同比增长 30.15%；扣非后归属母公司净利润 3,078.44 万元，同比增长 12.57%，符合预期。

2017年公司 Q2 单季度实现销售收入 1.65 亿元，同比增长 20.48%；实现归属母公司净利润 2,118.47 万元，同比增长 38.26%。

#### 二、我们的观点：血透产品线增长迅速，驱动公司业绩高速增长

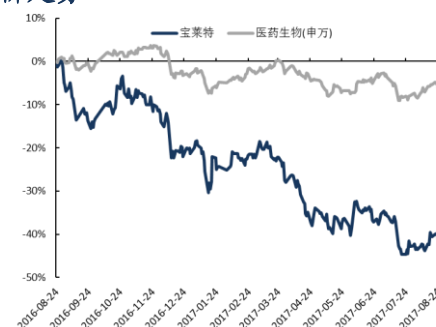
在血透产品线的带动下，公司 2017 年半年报实现销售收入和归母净利润分别为 3.22 亿元和 0.383 亿元，分别同比增长 20.33% 和 30.15%，均保持了高速增长。在销售收入上，公司上半年监护仪产品线销售收入达到 9,757.83 万元，占比营收 30.29%；血透产品线销售收入 2.23 亿元，占比营收 69.32%，血透产品线已经成为带动公司业绩快速增长的主要动力。

图表 1：公司销售收入与净利润变化情况 (万元)



数据来源：wind 资讯，东吴证券研究所

### 股价走势



### 市场数据

收盘价 (元)	24.90
一年最低价/最高价 (元)	23.03/44.50
市净率	7.67
流通 A 股市值 (亿元)	26.83

### 基础数据

每股净资产 (元)	3.39
资产负债率 (%)	24.52%
总股本 (亿股)	1.46
流通 A 股 (亿股)	1.08

### 相关报告

- 1、持续完善血透全产业链布局，血透耗材生产基地全国布局基本完成-20170703
- 2、董事长坚定看好公司长期发展，倡议员工“保底”增持，彰显雄心与信心-20170604
- 3、健康监测板块超预期+肾病医疗板块业绩爆发-20161026
- 4、血透业务线全力推进支撑公司高速发展-20161017
- 5、终找到外延渠道可复制、可管理的新模式，血透产业中游“渠道”整合有望提速-20160804

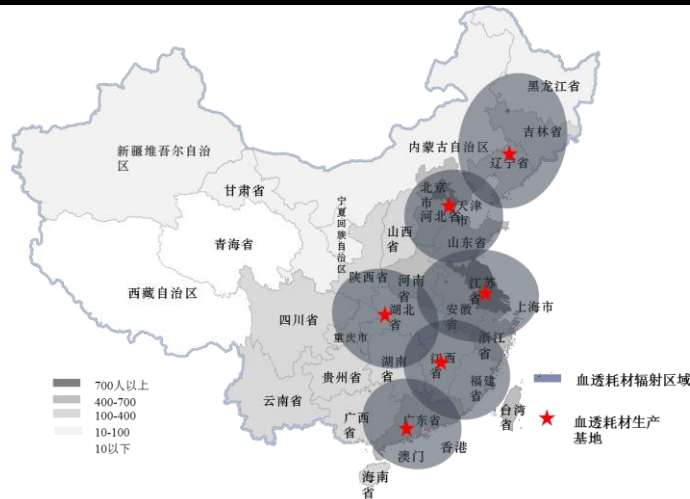
**1、五年耕耘，血透产品线终成公司发展的主动力。**

2017 年半年报公司血透产品线实现销售收入 2.23 亿元，同比增长 36.83%，保持了高速的增长，成为公司业绩爆发的主要来源。目前公司血透业务主要包含透析粉、液等耗材，以及中游的血透产品渠道商。

**1) 血透耗材生产基地布局基本完成**

通过报告期内完成对武汉柯瑞迪医疗用品有限公司的收购，目前公司已经在东北、华北、华东以及华中建立起生产基地，基本覆盖人口密集区域。当前公司依然在积极寻找华南地区生产基地，以实现全国布局。

**图表 2: 公司透析耗材布局情况**

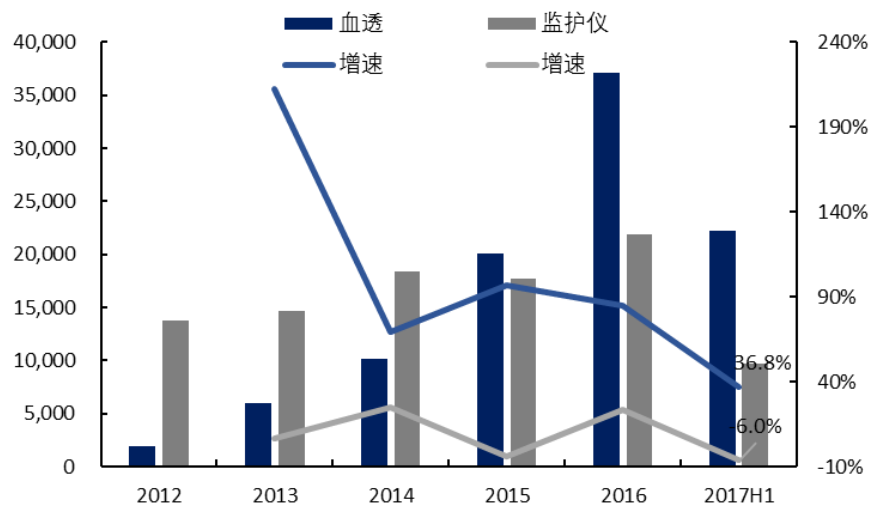


数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

**2) 血透渠道持续扩张**

报告期内公司完成对子公司申宝医疗少数股权的收购，进一步增厚公司业绩。截止报告期，公司共计拥有宝瑞医疗、申宝医疗、深圳宝原三个血透渠道，分别覆盖贵州、上海、浙江、江苏、山东、安徽、广州等地区。

**图表 3: 公司血透产品与监护产品的销售收入(万元)和增速情况**



数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

**2、监护产品线出现负增长，销售压力较小。**

2017 年半年报公司监护产品线实现销售收入 9,757.83 万元，同比下降 6.0%。监护产品是公司原有的主营产品，出口业务一直占比较大，超过收入占比的 60%。由于出口业务订单与收入确认的不定性，导致公司

监护产品收入一直处于较大波动。我们认为，公司监护产品业务处于稳定的销售水平，属于低增长的现金流业务，随着收入占比的逐渐下降，对公司业绩的影响显著降低。

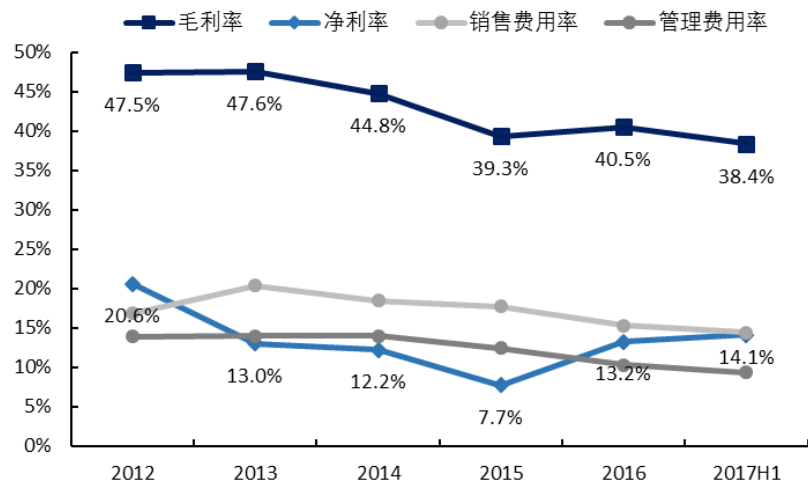
**3、公司毛利率略有下降，在费用有效管理下，净利率略有上升。**

2017年上半年，公司毛利率和净利率分别为38.4%和14.1%。由于公司血透产品的毛利率只有34.46%，明显低于监护产品47.05%的毛利率水平，因此随着血透产品的占比逐渐提高，导致公司毛利率水平略有下降。

在费用方面公司有效的控制了销售费用和管理费用的增长。销售费用达到4,642.16万元，同比增长30.5%，低于2016年全年35.2%的增长。管理费用3,002.51万元，同比增长10.3%，低于2016年全年29.4%的增长。正是公司有效的费用管理，2017H1销售费用率和管理费用率均保持下降趋势，带动公司半年报的净利润率提升0.9个百分点，达到14.1%的净利率水平。

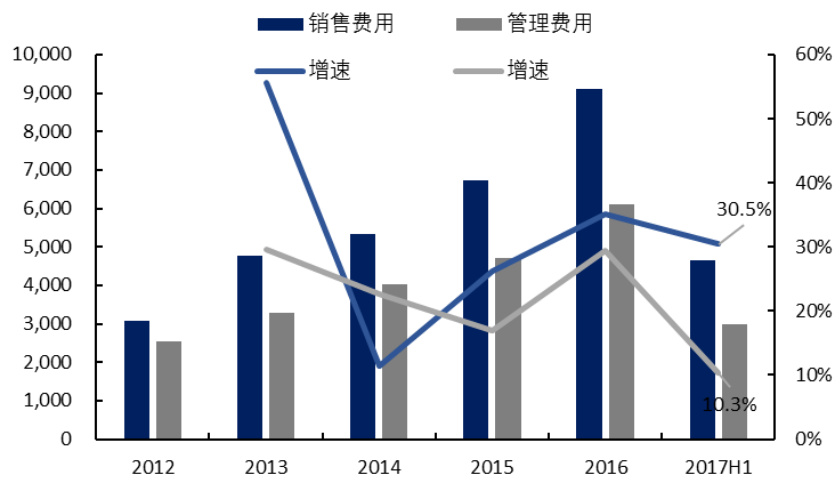
虽然管理费用增速和比率持续降低，但是公司用于研发的投入持续增加，主要用于透析器、透析机等血透产品以及监护仪产品的研发和升级。报告期内，研发费用为1,839.65万元，同比增长42.8%，是近年来最快增长。

**图表 4: 公司毛利率、净利率、销售费用率和管理费用率分析**



数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

**图表 5: 公司销售费用和管理费用变化情况 (万元)**



数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

### 三、盈利预测与投资建议:

我们预计 2017-2019 年公司销售收入为 7.85 亿元、10.30 亿元和 13.42 亿元，归属母公司净利润为 9,024 万元、11,837 万元和 15,793 万元，对应摊薄 EPS 分别为 0.62 元、0.81 元和 1.08 元。我们认为，公司血液透析全产业链布局清晰，上游产品生产、中游渠道覆盖、下游医疗服务掌控患者，在血透市场爆发中公司发展空间巨大。因此，我们维持对公司的“增持”评级。

### 四、风险提示:

肾病医疗服务开展低于预期；血透耗材产能扩建低于预期；监护仪海外市场受到政策、汇率等因素影响。

## 宝莱特 (300246) 主要财务数据及估值 (百万元)

资产负债表	2016	2017E	2018E	2019E	利润表	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	385	564	755	1019	营业收入	594	785	1030	1342
现金	157	277	369	532	营业成本	354	477	630	820
应收账款	139	133	223	241	营业税金及附加	5	6	8	11
其它应收款	2	3	4	6	营业费用	91	114	147	187
预付账款	10	39	25	59	管理费用	61	76	98	126
存货	70	105	126	174	财务费用	-2	-7	-10	-14
其他	7	7	7	7	资产减值损失	2	2	2	2
非流动资产	272	236	201	175	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	84	96	77	58	营业利润	83	116	155	209
无形资产	57	51	44	38	营业外收入	9	0	0	0
其他	131	90	80	80	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	657	800	955	1194	利润总额	91	124	163	218
流动负债	153	200	229	300	所得税	13	19	24	33
短期借款	4	0	0	0	净利润	79	106	139	185
应付账款	87	135	158	223	少数股东损益	12	16	20	27
其他	62	66	71	77	归属母公司净利润	67	90	118	158
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	106	153	189	231
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.46	0.62	0.81	1.08
其他	0	0	0	0					
负债合计	153	200	229	300	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	40	55	76	103	营业收入	56.2%	32.1%	31.2%	30.3%
归属母公司股东权益	464	545	650	791	营业利润	240.8%	39.1%	33.5%	35.3%
负债和股东权益	657	800	955	1194	归属母公司净利润	180.7%	34.4%	31.2%	33.4%
					毛利率	40.5%	39.3%	38.9%	38.9%
<b>现金流量表</b>					净利率	13.2%	13.5%	13.5%	13.8%
经营活动现金流	49	120	91	163	ROE	14.5%	16.6%	18.2%	20.0%
净利润	79	106	139	185	ROIC	27.6%	26.7%	38.0%	46.3%
折旧摊销	15	34	34	23	资产负债率	23.3%	25.0%	24.0%	25.1%
财务费用	1	-5	-7	-10	净负债比率	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
投资损失	0	0	0	0	流动比率	2.5	2.8	3.3	3.4
营运资金变动	-50	128	162	194	速动比率	2.0	2.3	2.7	2.8
其它	5	-142	-236	-229	总资产周转率	0.9	1.0	1.1	1.1
投资活动现金流	-91	7	7	7	应收帐款周转率	4.3	5.9	4.6	5.6
资本支出	0	0	0	0	应付帐款周转率	4.3	4.3	4.3	4.3
长期投资	0	0	0	0	每股收益	0.46	0.62	0.81	1.08
其他	-91	7	7	7	每股经营现金	0.34	0.82	0.62	1.12
筹资活动现金流	-7	-9	-6	-7	每股净资产	3.18	3.73	4.45	5.42
短期借款	0	-4	0	0	P/E	54	40	31	23
长期借款	0	-5	-6	-7	P/B	7.8	6.7	5.6	4.6
其他	-7	0	0	0	EV/EBITDA	33.2	22.3	17.7	13.9
现金净增加额	-49	119	92	163					

数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所



## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

