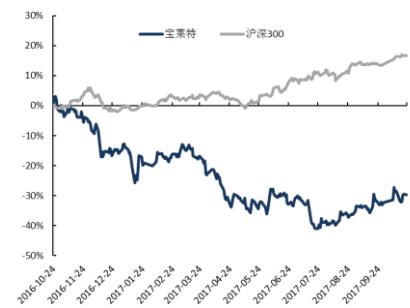


2017年10月24日

证券分析师 焦德智  
S0600516120001  
021-60199780  
[jiaodzh@dwzq.com.cn](mailto:jiaodzh@dwzq.com.cn)

证券分析师 全铭  
S0600517010002  
[quanm@dwzq.com.cn](mailto:quanm@dwzq.com.cn)

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	27.86
一年最低/最高价	23.03/41.3
市净率(倍)	8.03
流通A股市值(亿元)	30.02

## 基础数据

每股净资产(元)	3.47
资产负债率(%)	24.32
总股本(亿股)	1.46
流通A股(亿股)	1.08

## 相关研究

1. 血透产品线高歌猛进, 带动公司业绩持续高速增长-20170825
2. 持续完善血透全产链布局, 血透耗材生产基全国布局基本完成-20170703
3. 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

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	594.3	785.1	1,030.0	1,341.8
同比	56.2%	32.1%	31.2%	30.3%
归母净利润(百万元)	67.1	84.7	116.7	155.4
同比	180.7%	26.1%	37.9%	33.1%
ROE	14.5%	15.7%	18.1%	19.9%
每股收益(元)	0.46	0.58	0.80	1.06
P/E	60.62	48.08	34.87	26.19
P/B	8.76	7.54	6.32	5.20

## 投资要点

## 一、事件: 公司发布2017年三季报

2017年1-9月, 公司实现销售收入5.18亿元, 同比增长25.08%; 实现归属母公司净利润5,605.6万元, 同比增长9.64%; 扣非后归属母公司净利润4,819.8万元, 同比增长2.14%, 略低于预期。

2017年公司Q3单季度实现销售收入1.95亿元, 同比增长33.78%; 实现归属母公司净利润1,776.4亿元, 同比增长-18.15%。

## 二、我们的观点:

## 1、血透产品线持续高速增长, 监护仪产品线面临销售压力

2017年1-9月, 公司收入端表现稳定, 实现销售收入5.18亿元, 同比增长25.08%; 其中第三季度收入达到1.95亿元, 同比增长33.78%, 增速好过2017年半年报。但公司利润端增速明显下滑, 1-9月实现归属净利润5,605.6万元, 同比增长9.64%; 第三季度归属净利润为1,776.3万元, 出现了负增长, 同比为-18.15%。

收入端的高速增长主要是在血透产品线的带动下, 公司半年报血透产品占比营收接近70%。我们估计, 公司前三季度血透产品线销售增速在35%-40%之间, 是稳定公司业绩的重要动力。

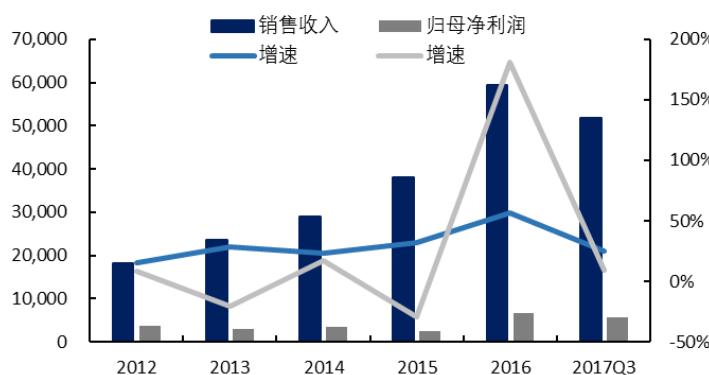
公司另一主营产品(占收入的30%左右)的监护仪产品线, 受到国内市场变化影响, 销量下滑, 导致该产品的销售收入出现负增长。由于监护产品毛利率在47%左右, 而血透产品线的综合毛利率只有35%左右, 因此公司的利润在第三季度出现了一定程度的下滑。我们判断, 公司在四季度监护仪销售压力较小, 同时血透产品线占比越来越高, 并能够维持40%左右的高速增长, 公司四季度业绩有望迎来加速增长。

## 2、费用率逐年下降, 但产品结构变化导致毛利率和净利率略有下降。

2017年1-9月, 公司毛利率和净利率分别为38.0%和13.0%, 由于血透产品的占比逐渐提高, 导致公司毛利率水平和净利率略有下降。

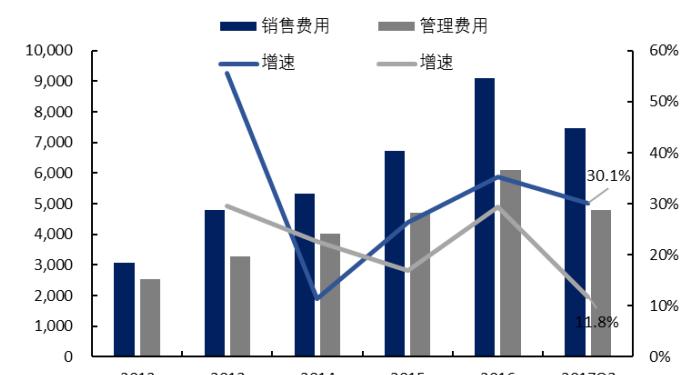
在费用方面公司有效的控制了销售费用和管理费用的增长。销售费用和管理费用分别为7,463.9万元和4,794.7万元, 同比分别增长30.1%和11.8%, 低于2016年全年35.2%和29.4%的增长。正是有效的费用管理, 近年来公司的销售费用率和管理费用率均保持下降趋势, 报告期内公司的销售费用率和管理费用率分别为14.4%和9.3%, 比2016年全年低0.9个百分点和1.0个百分点。

图表 1: 公司销售收入和净利润变化情况 (万元)



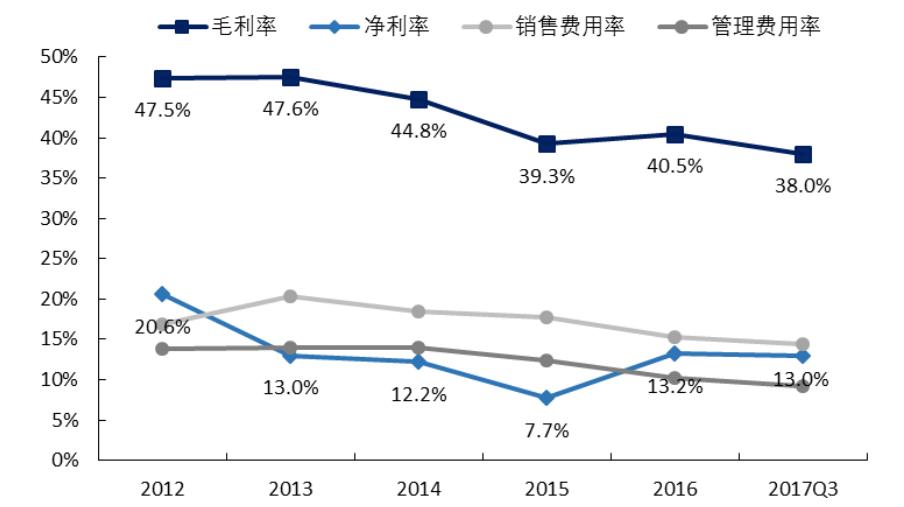
数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 2: 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

图表 3: 公司毛利率、净利率以及销售费用率、管理费用率变化情况



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，同比增长为 32.1%、31.2%、30.3%；归属母公司净利润为 8,465.4 万元、11,671.4 万元和 15,537.9 万元，同比增长为 26.1%、37.9%、33.1%；对应摊薄 EPS 分别为 0.58 元、0.80 元和 1.06 元；对应 PE 为 48.08、34.87 和 26.19。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广阔。因此，我们持续推荐，维持“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。

## 宝莱特三大财务预测表 (百万)

资产负债表	2016	2017E	2018E	2019E	利润表	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	410.4	587.6	773.5	1039.6	营业收入	594.3	785.1	1030.0	1341.8
现金	182.7	295.8	386.3	546.6	营业成本	353.7	485.6	641.1	835.1
应收票据&账款	138.6	133.2	223.4	241.1	营业税金及附加	5.4	7.6	0.0	0.0
其它应收款	2.4	3.5	4.3	5.9	营业费用	90.9	114.1	146.7	187.3
预付账款	9.7	40.2	25.6	60.1	管理费用	60.9	74.9	96.3	122.9
存货	69.8	107.8	126.6	178.7	财务费用	-2.1	-6.3	-8.7	-11.5
其他	7.1	7.1	7.1	7.1	资产减值损失	2.2	2.2	2.2	2.2
非流动资产	276.2	240.5	204.7	179.1	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	0.1	0.0	0.0	0.0
固定资产	84.1	95.6	76.7	57.8	营业利润	83.3	107.0	152.4	205.7
无形资产	56.7	51.2	44.4	37.6	营业外损益	8.2	8.5	8.5	8.5
其他	135.4	93.7	83.6	83.6	利润总额	91.5	115.5	160.9	214.3
资产总计	686.6	828.0	978.2	1218.6	所得税	12.8	16.3	24.1	32.1
流动负债	169.4	220.8	246.8	322.1	净利润	78.7	99.2	136.8	182.1
短期借款	3.5	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	11.6	14.6	20.1	26.8
应付账款	87.2	138.8	159.5	229.0	归属母公司净利润	67.1	84.7	116.7	155.4
其他	78.7	82.0	87.3	93.0	EBITDA	106.2	143.7	186.8	227.2
非流动负债	12.9	12.9	12.9	12.9	EPS (元)	0.46	0.58	0.80	1.06
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	12.9	12.9	12.9	12.9	<b>主要财务比率</b>				
负债合计	182.3	233.7	259.8	335.0	营业收入增速	56.19%	32.10%	31.20%	30.26%
发行在外股本	146.1	146.1	146.1	146.1	归母公司净利润增速	180.71%	26.08%	37.87%	33.13%
少数股东权益	39.8	54.4	74.5	101.2	毛利率	40.49%	38.14%	37.76%	37.76%
归属母公司股东权益	464.5	539.9	643.9	782.4	净利率	13.24%	12.64%	13.28%	13.57%
负债和股东权益	686.6	828.0	978.2	1218.6	ROE	14.46%	15.68%	18.13%	19.86%
<b>现金流量表</b>					ROIC	29.74%	26.59%	40.42%	48.76%
经营活动现金流	50.8	112.2	88.3	159.5	资产负债率	26.55%	28.23%	26.56%	27.49%
折旧摊销	15.3	33.5	33.5	23.4	总资产周转率	0.87	0.95	1.05	1.10
营运资金变动	-49.3	122.3	159.8	190.9	P/E	60.62	48.08	34.87	26.19
投资活动现金流	-91.2	8.3	7.2	7.2	P/B	8.76	7.54	6.32	5.20
筹资活动现金流	-7.1	-7.4	-5.0	-6.4	EV/EBITDA	37.06	26.68	20.16	16.00
现金净增加额	-46.5	113.1	90.6	160.3	每股净资产(元)	3.18	3.70	4.41	5.36

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,并注明出自为东吴证券研究所,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 个月内, 行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5%以上。

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>