

## 业绩符合预期，支架放量提升市占率

### 投资要点

- 业绩总结:** 2018H1 收入 9.7 亿(+24%)、归母净利润 1.5 亿(+43%)、扣非后归母净利润 1.5 亿(+41%); 预告三季报归母净利润为 2.1-2.6 亿, 增长 35-65%。
- 业绩符合预期，心脏支架放量提升市占率。** 分业务来看，医疗及健康防护手套业务实现收入 8.1 亿和净利润 1.1 亿。手套业务由于成本升高和价格略有下降，毛利率下降 4.13pp 至 26.79%，随着更高毛利率的丁腈手套在下半年放量，收入和毛利率均有希望持续提升。医疗器械业务自 6 月份开始并表，并表收入 1.6 亿和净利润 3521 万，上半年实现扣非后归母净利润为 1.9 亿，完成全年业绩承诺 3.8 亿的 49.34%，预计可以顺利完成业绩承诺。心脏支架在全球市场升级换代，推动医疗器械业务快速放量。BioFreedom 作为全球第一款可以将术后 DAPT 治疗时间缩短到 3 个月的产品在海外市场仍然持续增长。国内市场 EXCEL 放量速度明显超过行业平均水平，市占率从 2016 年的 18.5% 提升至 2017 年的 19.2% 和 2018H1 的超过 20%; 新支架 EXCROSSAL 自 2017Q4 上市，中标省市已经达到 11 个，逐步放量将推动国内市场业绩进一步提升。
- 收购柏盛国际进入心脏支架市场，打造心血管产业链生态圈第一步。** 老龄化进程加快和心血管疾病发病率升高推动 PCI 手术持续增长，估计全球增速约 5-10%、中国约 15%。柏盛国际凭借强大的研发实力和销售能力，心脏支架销量在全球排名第 4、中国排名第 3。随着新产品上市放量，市占率有望进一步提升。公司收购柏盛国际的 93.37% 股权，2018-2020 年净利润承诺分别不低于 3.8 亿、4.5 亿、5.4 亿。柏盛国际拥有全球领先的心脏支架研发技术，拥有全球首个可降解聚合物 DES (EXCEL 支架)、全球首个将 DAPT 治疗时间缩短至 1 个月的无聚合物药物洗脱支架 DCS (BioFreedom 支架)。
- 重磅新产品上市，推动盈利能力持续提升。** 中国市场凭借单一产品 EXCEL 就达到 20% 的市占率，新支架 EXCROSSAL 于 2017Q4 上市，安全性和有效性更高，中标价高 80% 左右。新支架上市有望进一步提高市占率并逐步替代 EXCEL，实现量价齐升。全球市场推出的 BioFreedom 是唯一一款将 PCI 术后 DAPT 治疗从 1 年缩短至 1 个月的心脏支架，全球巨头雅培和美敦力才刚启动临床试验。欧洲销量从 2015 年的 1 万条增长至 2017 年的 10 万条；2017 下半年在日本获批上市；预计 2019 年和 2021 年分别在美国和中国获批上市。新产品在国内外市场陆续上市，将推动盈利能力持续提升。
- 盈利预测与评级。** 预计 2018 年表观净利润 5.4 亿，对应 PE 为 35 倍。如考虑柏盛国际全年并表备考净利润约 6.6 亿，备考 PE 为 28 倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：** 柏盛国际业绩或不达预期的风险；手套销售或低于预期的风险；汇兑损益风险；其他不可预知的风险。

### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广  
执业证号: S1250513110001  
电话: 021-58351962  
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 周平  
执业证号: S1250517080004  
电话: 023-67791327  
邮箱: zp@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	8.65
流通 A 股(亿股)	4.86
52 周内股价区间(元)	12.19-24.67
总市值(亿元)	169.49
总资产(亿元)	19.40
每股净资产(元)	2.84

### 相关研究

1. 蓝帆医疗(002382): 收购全球心脏支架领先企业，向高值耗材华丽转身  
(2018-05-10)

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1575.95	3343.90	5180.96	6376.23
增长率 0.5	22.28%	112.18%	54.94%	23.07%
归属母公司净利润(百万元)	200.86	538.37	847.13	1068.26
增长率	10.93%	168.03%	57.35%	26.10%
每股收益 EPS(元)	0.21	0.56	0.88	1.11
净资产收益率 ROE	14.14%	6.99%	10.26%	12.05%
PE	94	35	22	18
PB	13.24	2.44	2.28	2.12

数据来源: Wind, 西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1575.95	3343.90	5180.96	6376.23	净利润	201.97	541.34	851.81	1074.16
营业成本	1081.13	1656.92	2400.55	2947.93	折旧与摊销	55.58	198.53	236.70	253.76
营业税金及附加	19.80	37.82	62.26	75.71	财务费用	23.18	93.08	151.73	166.02
销售费用	61.15	468.15	828.95	1020.20	资产减值损失	8.31	15.00	15.00	15.00
管理费用	131.02	401.27	725.33	892.67	经营营运资本变动	70.71	-331.13	-259.76	-177.44
财务费用	23.18	93.08	151.73	166.02	其他	-132.19	-15.24	-14.97	-14.99
资产减值损失	8.31	15.00	15.00	15.00	经营活动现金流净额	227.57	501.58	980.51	1316.50
投资收益	1.88	0.00	0.00	0.00	资本支出	-227.51	-7517.97	-200.00	-200.00
公允价值变动损益	0.01	0.01	0.01	0.01	其他	-2.94	0.01	0.01	0.01
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-230.45	-7517.96	-199.99	-199.99
<b>营业利润</b>	<b>257.67</b>	<b>671.68</b>	<b>997.13</b>	<b>1258.71</b>	短期借款	61.26	1431.61	-151.11	-368.40
其他非经营损益	-4.05	5.00	5.00	5.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>253.62</b>	<b>676.68</b>	<b>1002.13</b>	<b>1263.71</b>	股权融资	5.53	5886.31	0.00	0.00
所得税	51.65	135.34	150.32	189.56	支付股利	-98.87	-109.68	-293.97	-462.57
<b>净利润</b>	<b>201.97</b>	<b>541.34</b>	<b>851.81</b>	<b>1074.16</b>	其他	-7.23	-93.86	-151.73	-166.02
少数股东损益	1.11	2.97	4.68	5.90	筹资活动现金流净额	-39.31	7114.38	-596.81	-996.98
归属母公司股东净利润	200.86	538.37	847.13	1068.26	<b>现金流量净额</b>	<b>-51.03</b>	<b>98.00</b>	<b>183.71</b>	<b>119.53</b>
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>财务分析指标</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
货币资金	236.39	334.39	518.10	637.62	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	255.78	564.34	846.22	1039.59	销售收入增长率	22.28%	112.18%	54.94%	23.07%
存货	247.34	385.46	563.52	694.59	营业利润增长率	18.77%	160.67%	48.45%	26.23%
其他流动资产	25.72	52.11	79.52	97.36	净利润增长率	12.01%	168.03%	57.35%	26.10%
长期股权投资	32.92	32.92	32.92	32.92	EBITDA 增长率	37.23%	186.32%	43.84%	21.14%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	778.03	1342.31	1383.30	1407.22	毛利率	31.40%	50.45%	53.67%	53.77%
无形资产和开发支出	94.46	6851.76	6776.23	6700.70	三费率	13.66%	28.78%	32.93%	32.60%
其他非流动资产	166.40	164.25	162.10	159.95	净利率	12.82%	16.19%	16.44%	16.85%
<b>资产总计</b>	<b>1837.04</b>	<b>9727.55</b>	<b>10361.91</b>	<b>10769.96</b>	ROE	14.14%	6.99%	10.26%	12.05%
短期借款	61.26	1492.87	1341.76	973.36	ROA	10.99%	5.57%	8.22%	9.97%
应付和预收款项	279.04	393.62	586.21	725.28	ROIC	19.60%	11.89%	10.54%	12.63%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	21.35%	28.81%	26.74%	26.32%
其他负债	68.44	95.56	130.60	156.39	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>408.73</b>	<b>1982.05</b>	<b>2058.57</b>	<b>1855.02</b>	总资产周转率	0.92	0.58	0.52	0.60
股本	494.36	965.18	965.18	965.18	固定资产周转率	2.61	3.55	4.30	5.25
资本公积	361.00	5776.49	5776.49	5776.49	应收账款周转率	8.18	10.24	8.99	8.25
留存收益	608.20	1036.88	1590.05	2195.73	存货周转率	4.77	5.05	4.94	4.60
归属母公司股东权益	1426.16	7740.37	8293.54	8899.22	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	100.54%	—	—	—
少数股东权益	2.15	5.13	9.81	15.71	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1428.31</b>	<b>7745.50</b>	<b>8303.34</b>	<b>8914.93</b>	资产负债率	22.25%	20.38%	19.87%	17.22%
负债和股东权益合计	1837.04	9727.55	10361.91	10769.96	带息债务/总负债	14.99%	75.32%	65.18%	52.47%
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	流动比率	1.96	0.68	0.98	1.34
EBITDA	336.43	963.28	1385.56	1678.49	速动比率	1.32	0.48	0.71	0.97
PE	94.13	35.12	22.32	17.70	股利支付率	49.22%	20.37%	34.70%	43.30%
PB	13.24	2.44	2.28	2.12	<b>每股指标</b>				
PS	12.00	5.65	3.65	2.97	每股收益	0.21	0.56	0.88	1.11
EV/EBITDA	27.83	20.68	14.13	11.38	每股净资产	1.48	8.02	8.60	9.24
股息率	0.52%	0.58%	1.55%	2.45%	每股经营现金	0.24	0.52	1.02	1.36
					每股股利	0.10	0.11	0.30	0.48

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权归西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn