

19Q1 业绩超预期，公司步入业绩释放周期

投资要点

- **事件：**公司发布业绩预告，预计 2019Q1 实现归母净利润 3325.1-4092.4 万元，同比增长 30%-60%，非经常性损益预计 860 万元，上年同期非经常性损益为 1894 万元。
- **一季度业绩超预期，利润拐点进一步确立：**一季度公司归母净利润增速 30%-60%，中值为 45%，其中非经常损益影响 860 万左右，主要为政府补助和理财收益，若扣除非经常性损益影响，预计 19Q1 归母净利润为 2465 万元至 3232 万元，较 2018 年一季度增长 272%-387%，增速中位数为 329%，大幅超市场预期。2018 年以前公司业绩增速波动较大，非经常性损益影响较大，业绩持续性较差。2018 年公司业绩逐步进入稳定增长趋势，单季度来看，2018 年 Q1-Q3 利润增速分别为 0.4%、61.8%、37.2%，2018Q4 同比扭亏为盈，2018 年全年归母净利润增速为 155%，2019Q1 继续保持高速增长，且业绩增速持续性得以进一步确定，利润持续增长迈入常态化。
- **新品放量+费用控制，业绩进入加速释放期。**报告期内，公司各产品线均保持稳定增长，妇幼保健和体外诊断产品线增长迅速，主要得益于公司持续的高研发投入以及加大市场开拓力度。公司上市以来，持续加大研发投入，研发费用占比长期高达 20%以上，先后推出了血气分析仪、磁敏分析仪等高技术含量产品，其中血气分析仪处于高速放量阶段，磁敏分析仪市场导入顺利，预计 19 年将开始快速放量，重点布局的彩超产品亦进入铺货期，市场反馈良好，预计近两年将持续推出新的产品线，彩超将作为公司未来成长的重要增长点。另外，公司传统产品监护仪、心电图机、妇幼保健产品等依靠持续的研发创新，亦保持快速增长。我们预计，公司新产品将先后进入快速放量期，老产品凭借创新升级将继续保持稳健增长，同时研发费用率有望逐步下降，公司整体业绩将进入加速释放期。
- **盈利预测与评级。**我们预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.19 元、0.31 元和 0.44 元，对应当前股价估值分别为 38 倍、23 倍和 16 倍。公司长期坚持高研发投入，研发创新能力突出，公司目前已进入新产品放量阶段，叠加研发费用率下降趋势，业绩将加速释放。参考可比公司估值情况，我们给予公司 2019 年 30 倍，对应目标价 9.3 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**新产品研发速度或不及预期；产品市场推广或不及预期；费用控制或不及预期。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	843.28	992.96	1207.20	1500.19
增长率	20.81%	17.75%	21.58%	24.27%
归属母公司净利润（百万元）	43.77	111.45	180.72	257.53
增长率	66.08%	154.64%	62.16%	42.50%
每股收益 EPS（元）	0.07	0.19	0.31	0.44
净资产收益率 ROE	3.03%	8.00%	12.58%	16.83%
PE	97	38	23	16
PB	3.39	3.20	2.98	2.74

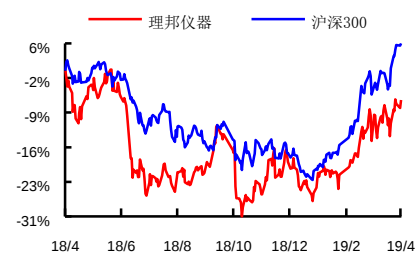
数据来源：Wind，西南证券

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：陈铁林
 执业证号：S1250516100001
 电话：023-67909731
 邮箱：ctl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

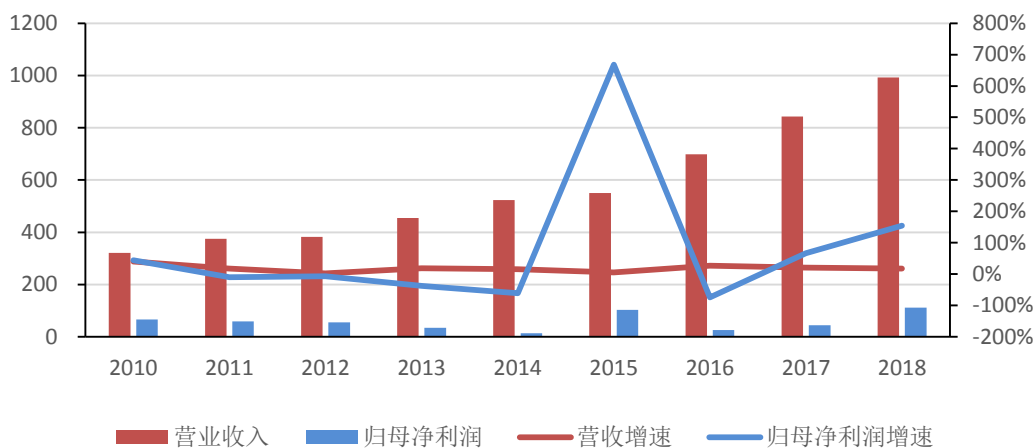
总股本(亿股)	5.85
流通 A 股(亿股)	3.44
52 周内股价区间(元)	5.35-7.84
总市值(亿元)	42.41
总资产(亿元)	14.31
每股净资产(元)	2.13

相关研究

1 公司概况：高度重视研发创新的医疗器械标的

公司主要从事医疗器械领域的研发、生产及销售，产品线涵盖病人监护、心电产品、超声影像、妇幼健康、体外诊断、智慧健康六大业务板块。公司销售服务网络已为超过 30000 家医疗机构，提供创新型、高品质的产品和服务。全球范围内，公司设立五大研发中心、近 20 个子公司，产品远销 160 多个国家和地区。2010 年至 2018 年，公司营业收入由 3.2 亿增长至 9.9 亿元，复合增速为 15.2%，增速长期保持稳健态势；公司归母净利润由 0.7 亿元增长至 1.1 亿元，复合增速为 6.8%，每年利润波动较大，主要因为公司持续加大研发投入且非常性损益波动较大，2018 年公司利润增速开始趋于正常化。

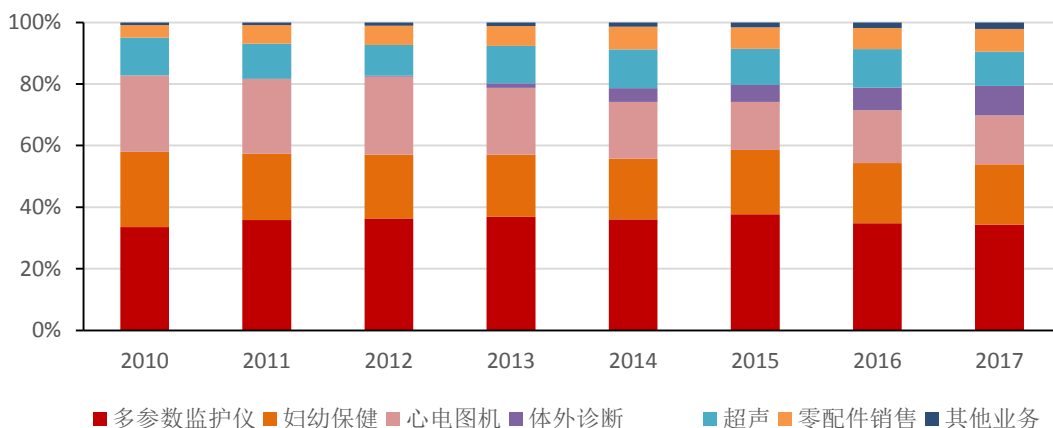
图 1：2010-2018 年公司营业收入与归母净利润及增速（百万元）



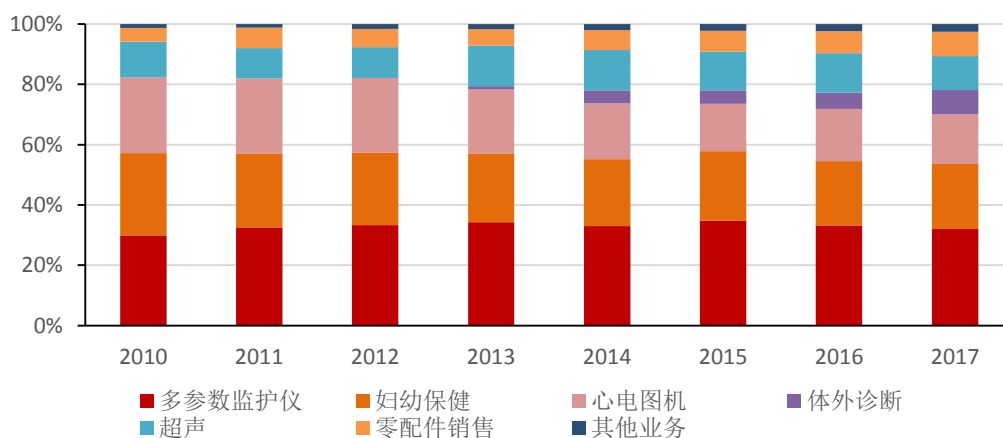
数据来源：wind，西南证券整理

公司产品收入结构较为分散，单一产品风险较小，目前主要以监护仪、妇幼保健产品、心电图机和体外诊断为主，其中监护仪收入占比变化较为稳健，心电图机和妇幼保健产品占比逐渐降低，体外诊断产品收入占比快速提升。

图 2：2010-2017 年公司产品收入结构



数据来源：wind，西南证券整理

图 3：2010-2017 年公司产品毛利结构


数据来源：wind，西南证券整理

2 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：多参数监护仪预计 2018-2020 年销售增速分别为 10%、10%、10%，毛利率分别为 51.5%、51.5%、51.5%；

假设 2：妇幼保健产品预计 2018-2020 年仪器销售增速分别为 15%、20%、18%，毛利率分别为 61%、61%、61%。

假设 3：心电图机预计 2018-2020 年仪器销售增速分别为 20%、18%、15%，毛利率分别为 57.4%、57.4%、57.4%。

假设 4：体外诊断预计 2018-2020 年仪器销售增速分别为 45%、50%、50%，毛利率分别为 47%、50%、55%。

假设 5：超声预计 2018-2020 年仪器销售增速分别为 10%、25%、50%，毛利率分别为 55%、57%、60%。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入	843.3	993.0	1207.2	1500.2
yoy	20.8%	17.7%	21.6%	24.3%
毛利率	55.6%	54.4%	55.6%	56.8%
多参数监护仪	288.9	317.8	349.6	384.5
yoy	18.9%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	51.9%	51.5%	51.5%	51.5%
妇幼保健	165.5	190.4	228.4	269.5
yoy	21.5%	15.0%	20.0%	18.0%

单位：百万元	2017A	2018E	2019E	2020E
毛利率	61.0%	61.0%	61.0%	61.0%
心电图机	134.5	161.4	193.7	222.7
yoy	12.2%	20.0%	20.0%	15.0%
毛利率	57.4%	57.4%	57.4%	57.4%
体外诊断	80.1	116.2	174.2	261.4
yoy	56.9%	45.0%	50.0%	50.0%
毛利率	47.1%	47.0%	50.0%	55.0%
超声	93.8	103.2	129.0	193.5
yoy	7.4%	10.0%	25.0%	50.0%
毛利率	56.4%	55.0%	57.0%	60.0%
零配件销售	62.3	84.2	109.4	142.2
yoy	30.3%	35.0%	30.0%	30.0%
毛利率	60.8%	60.0%	60.0%	60.0%

数据来源：wind，西南证券

参考医疗设备领域的企业估值情况，平均估值 2019 年为 33.8 倍 PE。我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.19 元、0.31 元和 0.44 元，未来三年归母净利润将保持高速增长趋势，当前动态估值约 38 倍。

考虑到公司突出的研发创新能力，产品性能媲美国际巨头，业绩已进入加速释放阶段，利润具有较大的潜在弹性。参考可比公司，我们给予公司 2019 年 30 倍估值，对应目标价 9.3 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值情况

代码	简称	最新市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
300760.SZ	迈瑞医疗	1582	25.9	37.2	45.5	55.8	61.1	42.5	34.8	28.4
300633.SZ	开立医疗	115	1.9	2.5	3.5	4.7	60.5	45.6	32.8	24.6
平均							60.8	44.05	33.8	26.5

数据来源：wind，西南证券整理。注：wind 一致预期截止 2019-4-9

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	843.28	992.96	1207.20	1500.19	净利润	37.93	106.16	178.93	260.13
营业成本	374.66	453.11	535.72	647.87	折旧与摊销	36.03	77.98	79.91	81.76
营业税金及附加	10.09	10.64	13.07	16.47	财务费用	23.80	-14.89	0.00	0.00
销售费用	191.08	213.49	241.44	300.04	资产减值损失	-0.31	1.00	1.00	1.00
管理费用	255.76	278.03	301.80	345.04	经营营运资本变动	-19.97	-55.89	-60.16	-81.63
财务费用	23.80	-14.89	0.00	0.00	其他	36.48	-6.00	-7.00	-8.00
资产减值损失	-0.31	1.00	1.00	1.00	经营活动现金流净额	113.96	108.35	192.68	253.26
投资收益	-1.83	5.00	6.00	7.00	资本支出	-1.14	-30.00	-20.00	-10.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-70.13	5.00	6.00	7.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-71.28	-25.00	-14.00	-3.00
营业利润	33.48	56.59	120.16	196.76	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	3.83	48.00	57.00	66.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	37.30	104.59	177.16	262.76	股权融资	2.50	0.00	0.00	0.00
所得税	-0.63	-1.57	-1.77	2.63	支付股利	-19.89	-33.03	-84.12	-136.40
净利润	37.93	106.16	178.93	260.13	其他	22.90	17.54	0.00	0.00
少数股东损益	-5.84	-5.29	-1.79	2.60	筹资活动现金流净额	5.51	-15.49	-84.12	-136.40
归属母公司股东净利润	43.77	111.45	180.72	257.53	现金流量净额	31.83	67.86	94.57	113.86
资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	396.70	464.56	559.13	672.99	成长能力				
应收和预付款项	94.81	130.05	156.80	194.82	销售收入增长率	20.81%	17.75%	21.58%	24.27%
存货	144.58	174.84	206.72	250.00	营业利润增长率	106.64%	69.04%	112.34%	63.75%
其他流动资产	123.05	144.89	176.15	218.90	净利润增长率	94.86%	179.88%	68.55%	45.38%
长期股权投资	14.90	14.90	14.90	14.90	EBITDA 增长率	401.82%	28.26%	67.18%	39.21%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	456.75	420.74	372.81	313.02	毛利率	55.57%	54.37%	55.62%	56.81%
无形资产和开发支出	185.34	174.14	162.93	151.73	三费率	55.81%	48.00%	45.00%	43.00%
其他非流动资产	10.95	10.18	9.41	8.64	净利率	4.50%	10.69%	14.82%	17.34%
资产总计	1427.07	1534.30	1658.85	1824.99	ROE	3.03%	8.00%	12.58%	16.83%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	2.66%	6.92%	10.79%	14.25%
应付和预收款项	108.61	134.94	159.27	194.35	ROIC	6.42%	4.54%	12.69%	19.73%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	11.07%	12.05%	16.57%	18.57%
其他负债	66.77	71.90	77.30	84.63	营运能力				
负债合计	175.39	206.84	236.57	278.98	总资产周转率	0.58	0.67	0.76	0.86
股本	585.00	585.00	585.00	585.00	固定资产周转率	2.24	2.30	3.17	4.58
资本公积	438.92	438.92	438.92	438.92	应收账款周转率	11.79	13.66	12.99	12.93
留存收益	212.91	291.32	387.93	509.06	存货周转率	2.59	2.84	2.81	2.84
归属母公司股东权益	1234.19	1315.25	1411.86	1532.99	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	108.88%	—	—	—
少数股东权益	17.50	12.21	10.42	13.02	资本结构				
股东权益合计	1251.68	1327.46	1422.28	1546.01	资产负债率	12.29%	13.48%	14.26%	15.29%
负债和股东权益合计	1427.07	1534.30	1658.85	1824.99	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	5.70	5.56	5.66	5.65
					速动比率	4.62	4.49	4.59	4.59
					股利支付率	45.45%	29.64%	46.54%	52.97%
					每股指标				
					每股收益	0.07	0.19	0.31	0.44
					每股净资产	2.14	2.27	2.43	2.64
					每股经营现金	0.19	0.19	0.33	0.43
					每股股利	0.03	0.06	0.14	0.23
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	93.31	119.68	200.07	278.53					
PE	96.91	38.06	23.47	16.47					
PB	3.39	3.20	2.98	2.74					
PS	5.03	4.27	3.51	2.83					
EV/EBITDA	41.17	31.53	18.39	12.80					
股息率	0.47%	0.78%	1.98%	3.22%					

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悉范围内，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。

本报告版权为西南证券所有，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	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn