

日期: 2019年04月23日
行业: 医药制造业



业绩保持稳健增长，强化器械龙头地位

分析师: 魏贇
Tel: 021-53686159
E-mail: weiyun@shzq.com
执业证书编号: S0870513090001
研究助理: 黄施齐
Tel: 021-53686139
E-mail: huangshiqi@shzq.com
执业证书编号: S0870119030007

■ 公司动态事项

公司发布2018年年度报告。

■ 事项点评

营收增速保持稳健，三大业务均衡发展

公司2018全年实现营业收入137.53亿元，同比增长23.09%；归母净利润37.19亿元，同比增长43.65%；扣非后归母净利润36.91亿元，同比增长43.05%。2018年公司整体毛利率达到66.57%，基本与2017年持平。在期间费用方面，公司的销售费用和管理费用分别为32.02亿元和7.15亿元，销售费用率和管理费用率分别为23.28%和14.41%，受益于公司的控费降本策略，其销售费用率和管理费用率分别同比下降1.12个百分点和0.49个百分点。

从细分业务板块来看，2018年公司三大业务增速基本保持一致，均约为23%：1) 生命信息与支持业务实现收入52.24亿元，约占总营收的38%，由于公司在该领域已享有较高品牌声誉，因此国内市占率保持稳步上升，核心产品中，监护仪销售数量增长26%，除颤仪增长44%，麻醉机增长29%；2) 体外诊断业务实现收入46.26亿元，约占总营收的34%，其中化学发光免疫类产品伴随仪器装机量的提升和试剂种类的增多，增长较为迅速；3) 医学影像业务实现收入35.97亿元，约占总营收的26%，其中彩超产品销售量增长20%，截至目前，伴随公司技术的突破，公司的超声系列产品已基本覆盖国内高中低端市场，同时在国际市场上的市占率也在稳步提高，获得业内专家的认可。

研发投入持续提升，产品创新增厚业绩

公司作为国内具备自主研发实力的医疗器械领军企业，一直以来坚持走自主掌握核心技术之路，致力于建立高效的全球研发体系，保持较高研发投入。2018年，公司研发投入达到14.20亿元，占营收比例为10.33%，同比增长25.50%，处于同行业中相对较高水平。此外，公司研发团队也在持续扩张，截至2018年底，研发人员数量达到2258人，较去年增加近500人，占全体员工的比例也进一步提升至24.45%。

通过持续加大研发力度，公司也取得了一系列研发成果。2018年，公司全年新申请专利738件，授权174件，新增医疗器械注册证数量51个。此外，公司于2018年推出了多款升级及创新高端产品，其中包括全新一代中端监护仪ePM系列、N系列高端监护仪北美版、TM80遥测系统性能升级、TE系列产品升级、Zonare系列产品升级、高速免疫分析仪CL-6000i、小型化桌面免疫分析仪CL-900i、SAL9000生化免疫级

基本数据 (2018Q4)

报告日股价 (元)	128.61
12mth A 股价格区间 (元)	80.97-135.3
总股本 (百万股)	1215.69
无限售 A 股/总股本	10%
流通市值 (亿元)	1556.08
每股净资产 (元)	7.84
PBR (X)	16.40
DPS (Y2017, 元)	无

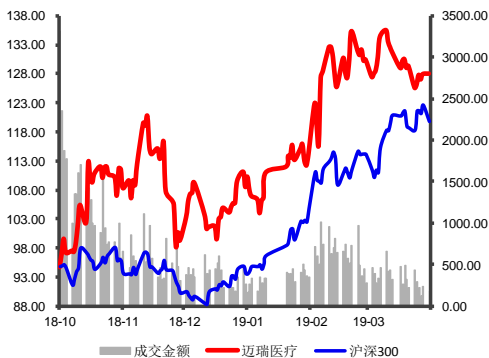
主要股东 (2018Q4)

Smartco Development Limited	29.89%
Magnifice (HK) Limited	27.14%
Ever Union Limited	5.88%

收入结构 (2018Y)

生命信息与支持	37.98%
体外诊断	33.63%
医学影像	26.15%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



相关报告:

联、高速生化分析仪BS-2000M产品等，进一步满足不同层级客户的医疗需求，拓宽公司产品管线的覆盖范围，增厚公司业绩。

销售网络不断加强，高瞻远瞩布局全球市场

公司凭借研发+并购的发展模式，不断拓宽和丰富其销售渠道。截至2018年底，公司已有营销人员近3000人，并在国内超过30个省市自治区设有分公司，同时在境外超过30个国家拥有子公司，产品远销190多个国家及地区。受益于覆盖度广的销售体系，目前公司产品已入驻中国近11万家医疗机构和99%以上的三甲医院。2018年，公司产品成功进入多家全球高端医疗机构，其中包括法国第一大医院集团成员，法国索邦大学教学医院、英国最大的心肺专科医院，Royal Papworth Hospital、西班牙管理最佳医院的圣胡安迪奥斯儿童医院等。为进一步加大营销力度，稳固公司市场地位，公司计划于2019年在上海、福州、成都等18个城市扩建现有分公司，并配置相应的设备、人员，更好的辅助分公司实施其市场开拓、产品销售等计划。伴随全球销售网络的不断拓宽，公司市占率未来有望维持稳定增长，保障业绩持续提升。

■ 风险提示

行业监管政策变化风险；产品研发风险；境外经营及国际政策变动风险；汇率波动风险

■ 投资建议

首次覆盖，给予“谨慎增持”评级

预计公司19、20年EPS至3.80、4.64元，对应动态PE分别为33.7倍和27.6倍。我们认为，公司作为国内医疗器械的龙头企业，目前已具备良好的市场基础和销售网络。因此，伴随我国医疗器械市场近年的快速成长，以及行业集中度的进一步提升，公司将有望突显龙头优势，迅速抢占市场份额，提升市占率，业绩具备明确成长性。此外，由于公司长期注重创新投入，每年不断推出创新产品，满足各层级客户的更新换代及产品普及需求，因此，未来伴随产品覆盖面的拓展延伸，公司业绩将持续增厚。首次覆盖，我们给予公司“谨慎增持”评级。

■ 数据预测与估值：

至12月31日(¥.百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	13,753	16,773	20,366	24,685
年增长率	23.09%	21.96%	21.42%	21.21%
归属于母公司的净利润	3,719	4,617	5,642	6,877
年增长率	43.65%	24.14%	22.19%	21.90%
每股收益(元)	3.06	3.80	4.64	5.66
PER(X)	41.81	33.68	27.56	22.61

注：有关指标按当年股本摊薄

■ 附表

■ 附表 1 损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	11,544	16,692	22,341	29,903
存货	1,699	2,242	2,497	3,188
应收账款及票据	1,753	2,298	2,620	3,341
其他	197	219	248	288
流动资产合计	15,192	21,451	27,707	36,720
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2,571	2,351	2,132	1,912
在建工程	837	837	837	837
无形资产	1,036	924	811	699
其他	1,990	1,439	1,432	1,426
非流动资产合计	6,435	5,551	5,213	4,874
资产总计	21,627	27,002	32,920	41,594
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1,878	2,653	2,795	3,741
其他	2,715	3,043	3,026	3,825
流动负债合计	4,592	5,695	5,821	7,566
长期借款和应付债券	0	0	0	0
其他	1,857	1,508	1,638	1,668
非流动负债合计	1,857	1,508	1,638	1,668
负债合计	6,449	7,204	7,459	9,234
少数股东权益	20	41	62	85
股东权益合计	15,178	19,798	25,461	32,361
负债和股东权益总计	21,627	27,002	32,920	41,594

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	3,719	4,617	5,642	6,877
折旧和摊销	338	332	332	332
营运资本变动	785	110	(291)	317
经营活动现金流	4,035	5,053	5,668	7,459
资本支出	(78)	0	0	0
投资收益	(113)	(52)	(82)	(67)
投资活动现金流	(693)	(54)	(81)	(67)
股权融资	122	0	0	0
负债变化	0	0	0	0
股息支出	0	0	0	0
融资活动现金流	2,892	149	62	170
净现金流	6,234	5,149	5,649	7,562

数据来源: WIND 上海证券研究所

利润表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	13,753	16,773	20,366	24,685
营业成本	4,597	5,546	6,670	8,002
营业税金及附加	192	225	266	321
营业费用	3,202	3,999	4,684	5,770
管理费用	715	1,686	2,240	2,715
财务费用	(156)	(79)	(117)	(157)
资产减值损失	51	50	71	99
投资收益	(113)	(52)	(82)	(67)
公允价值变动损益	113	0	0	0
营业利润	4,278	5,293	6,470	7,868
营业外收支净额	(40)	(42)	(44)	(46)
利润总额	4,238	5,251	6,426	7,822
所得税	513	613	764	922
净利润	3,726	4,638	5,662	6,900
少数股东损益	7	21	21	23
归属母公司股东净利润	3,719	4,617	5,642	6,877

财务比率分析

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
总收入增长率	23.09%	21.96%	21.42%	21.21%
EBITDA 增长率	70.74%	4.13%	20.52%	20.32%
EBIT 增长率	77.41%	4.38%	21.82%	21.38%
净利润增长率	43.65%	24.14%	22.19%	21.90%
毛利率	35.31%	35.46%	35.52%	35.48%
EBITDA/总收入	38.73%	33.07%	32.82%	32.58%
EBIT/总收入	36.32%	31.09%	31.19%	31.24%
净利润率	27.04%	27.53%	27.70%	27.86%
资产负债率	29.82%	26.68%	22.66%	22.20%
流动比率	3.31	3.77	4.76	4.85
速动比率	2.94	3.37	4.33	4.43
总资产回报率 (ROA)	17.23%	17.18%	17.20%	16.59%
净资产收益率 (ROE)	24.54%	23.37%	22.21%	21.31%
EV/营业收入	0.0	8.8	8.3	6.5
EV/EBITDA	22.6	25.0	19.9	15.6
PE	41.8	33.7	27.6	22.6
PB	10.3	7.9	6.1	4.8

分析师承诺

魏贇 黄施齐

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。