

2020年03月25日

# 海尔生物 (688139.SH)

## 动态分析

### 业绩符合预期，物联网方案相关收入快速增长

#### 投资要点

- ◆ 公司披露 2019 年年报，实现收入 10.12 亿元，同比增长 20.3%，归母净利润 1.82 亿元，同比增长 59.76%，扣非归母净利润 1.67 亿元，同比增长 202.54%，经营性现金流 2.8 亿元，同比增长 88.24%。
- ◆ 业绩符合预期，物联网方案发展超预期，相关收入快速提升。公司 2019 年业绩符合我们此前预期。四季度单季度看，实现收入和净利润分别为 2.84 亿元、4872 万元，同比增长分别为 27.23%、23.85%，收入端较前三季度 17.80% 的增速上升明显，利润端则由于基数原因增速下降。具体按照产品应用场合拆分，生物样本领域收入同比增长 25.23% 到 4.97 亿元，同比增长 25.23%，药品安全领域收入同比增长 28.89% 到 2.87 亿元，疫苗安全领域收入增长 25.06% 到 1.37 亿元，血液安全领域同比增长 19.71% 到 4136 万元。各个应用领域物联网系统从客户需求出发，产品差异化竞争优势显著，收入得到大幅提升。其中，物联网生物样本库管理方案突破国内外高端客户，实现收入 6592 万元，同比增长 191.15%；智慧疫苗接种解决方案实现收入 4647.52 万元；血液安全及信息共享管理方案实现收入 2239.7 万元，同比增长 210.49%；物联网试剂耗材管理方案实现收入 1239.75 万元，实现了从 0 到 1 的突破。整体而言，物联网方案业务收入 1.5 亿元，同比增长 364.88%，收入占比 14.5%，增长势头迅猛。
- ◆ 多方因素共振，净利润率大幅提升。从毛利角度看，一方面产品价格随着高端产品比例增高，产品整体售价上升，而原料、人工等成本由于规模效应带来相应减少，因此预计毛利率提升 2.88 个百分点到 53.63%；从费用角度看，由于股权激励费用在 18 年确认完毕，因此销售费用率下降 2.77 个百分点到 13.98%，管理费用率下降 2.27 个百分点到 8.03%，财务费用率由于上市募投资金利息贡献因此从 0.39% 下降到 -2.63%，三费合计下降 8.06 个百分点，此外研发费用率小幅上升，公司参股公司 Mesa 在 2019 年亏损扩大，综合来看，净利润大幅提升 4.44 个百分点到 17.98%。展望 2020 年，我们认为，随着规模效应和公司高端产品占比提升，mesa 亏损的收窄，净利润将进一步提升。
- ◆ 我们看好公司从国内最大、全球第三的生物医疗低温存储设备制造商向物联网生物科技场景综合方案提供商转型，业务模式和收入构成将发生重大变化，公司将迎来价值重估。目前市场已经初步认识到公司不仅仅是一个做医用冰箱的企业，具备一定的技术壁垒，行业竞争格局相对良好，从公司财务报表中的净利润率、研发费用率等指标也可以看出公司是一个典型的医疗器械设备企业。然而，实际上，公司也不仅仅是一个设备制造企业，公司首创低温存储技术与物联网技术集成创新，在疫苗、血液、生物样本等各个应用场景为客户提供综合解决方案，极大提供了公司产品的竞争力和盈利能力。我们认为，物联化从根本上改变了公司的业务模式，公司一方面实际上实现了产品销售的量价齐升（价格上高端产品单价更高，量上由于全球率先推出物联系统因此市场份额继续提升），另一方面也对于服务的客户有持续

医药 | 医疗器械 III

投资评级

**买入-A(维持)**

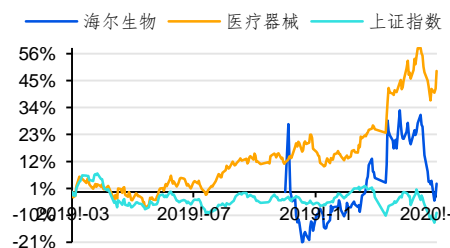
股价(2020-03-25)

31.49 元

#### 交易数据

总市值(百万元)	9,984.59
流通市值(百万元)	2,291.82
总股本(百万股)	317.07
流通股本(百万股)	72.78
12 个月价格区间	23.87/42.75 元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-8.74	19.37	10.39
绝对收益	-16.98	12.63	

分析师

周新明

 SAC 执业证书编号: S0910519070001  
 zhouxinming@huajinsc.cn  
 021-20377037

分析师

王睿

 SAC 执业证书编号: S0910519080003  
 wangrui@huajinsc.cn  
 021-20377036

#### 相关报告

海尔生物：疫苗和海外业务驱动业绩高增长，物联网新型业务模式带来公司价值重估  
 2019-12-05

地服务收入。业务模式和收入构成的变化将给公司带来价值重估。

◆ **投资建议：**我们预计公司 2020-2022 年的净利润分别为 2.63、3.43、4.50 亿元，增速分别为 45%、30%、31%，当前股价对应估值分别为 38X、29X、22X，维持买入-A 的投资评级。

◆ **风险提示：**新产品销售不及预期；境外项目收入具有不确定因素；竞争加剧导致利润率下降

#### 财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	842	1,013	1,285	1,666	2,118
YoY(%)	35.4	20.3	26.9	29.6	27.2
净利润(百万元)	114	182	263	343	450
YoY(%)	88.7	59.8	44.5	30.3	31.3
毛利率(%)	50.7	53.6	54.3	55.2	56.0
EPS(摊薄/元)	0.36	0.57	0.83	1.08	1.42
ROE(%)	10.3	7.4	11.0	12.5	14.1
P/E(倍)	87.6	54.8	37.9	29.1	22.2
P/B(倍)	9.0	4.1	4.2	3.6	3.1
净利率(%)	13.5	18.0	20.5	20.6	21.2

数据来源：贝格数据华金证券研究所

单击此处输入文字。

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	1921	2561	2673	3242	3816	<b>营业收入</b>	842	1013	1285	1666	2118
现金	372	1,408	2,065	2,653	3,000	营业成本	415	470	588	746	931
应收票据及应收账款	87	136	61	175	100	营业税金及附加	8	8	10	14	17
预付账款	8	5	9	11	13	营业费用	141	142	166	200	244
存货	52	106	395	260	559	管理费用	87	81	103	129	162
其他流动资产	1,402	774	10	10	10	研发费用	90	121	144	177	225
<b>非流动资产</b>	307	479	461	457	455	财务费用	21	-27	-32	0	14
长期投资	125	101	101	101	101	资产减值损失	1	-1	-1	-0	-1
固定资产	52	260	256	253	250	公允价值变动收益	0	-1	0	0	0
无形资产	30	30	28	26	25	投资净收益	49	-17	-3	-4	-4
其他非流动资产	15	37	25	26	29	<b>营业利润</b>	136	216	304	397	523
<b>资产总计</b>	2228	3040	3134	3699	4271	营业外收入	4	1	2	2	2
<b>流动负债</b>	1111	546	719	935	1049	营业外支出	0	6	2	3	3
短期借款	556	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	139	211	305	397	521
应付票据及应付账款	374	260	440	511	673	所得税	24	28	40	52	68
其他流动负债	71	55	57	61	58	<b>税后利润</b>	115	183	265	345	453
<b>非流动负债</b>	3	35	15	18	23	少数股东损益	1	1	2	2	3
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	114	182	263	343	450
其他非流动负债	3	35	15	18	23	EBITDA	161	185	277	402	542
<b>负债合计</b>	1114	581	733	953	1072	<b>主要财务比率</b>					
少数股东权益	4	5	7	10	13	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
股本	238	317	317	317	317	<b>成长能力</b>					
资本公积	788	1870	1553	1553	1553	营业收入(%)	35.4	20.3	26.9	29.6	27.2
留存收益	78	260	524	866	1317	营业利润(%)	61.9	59.2	41.0	30.5	31.6
归属母公司股东权益	1110	2453	2393	2736	3186	归属于母公司净利润(%)	88.7	59.8	44.5	30.3	31.3
<b>负债和股东权益</b>	2228	3040	3134	3699	4271	<b>获利能力</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>						毛利率(%)	50.7	53.6	54.3	55.2	56.0
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率(%)	13.5	18.0	20.5	20.6	21.2
<b>经营活动现金流</b>	149	280	868	647	356	ROE(%)	10.3	7.4	11.0	12.5	14.1
净利润	115	183	263	343	450	ROIC(%)	29.2	12.9	26.7	189.9	-761.0
折旧摊销	12	12	5	5	5	<b>偿债能力</b>					
财务费用	21	-27	-32	0	14	资产负债率(%)	50.0	19.1	23.4	25.8	25.1
投资损失	-49	17	3	4	4	流动比率	1.7	4.7	3.7	3.5	3.6
营运资金变动	-606	689	627	293	-120	速动比率	1.7	4.5	3.2	3.2	3.1
其他经营现金流	656	-594	2	2	3	<b>营运能力</b>					
<b>投资活动现金流</b>	-764	373	-3	-4	-4	总资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.5	0.5
<b>筹资活动现金流</b>	826	375	-207	-56	-5	应收账款周转率	9.9	9.2	15.0	16.3	17.7
<b>每股指标 (元)</b>						应付账款周转率	7.5	6.8	7.1	7.5	7.4
每股收益(最新摊薄)	0.36	0.57	0.83	1.08	1.42	<b>估值比率</b>					
每股经营现金流(最新摊薄)	0.47	0.88	2.74	2.04	1.12	P/E	87.6	54.8	37.9	29.1	22.2
每股净资产(最新摊薄)	3.50	7.74	7.55	8.63	10.05	P/B	9.0	4.1	4.2	3.6	3.1
						EV/EBITDA	0.0	41.0	28.1	17.9	12.6

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

周新明、王睿声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

**本公司具备证券投资咨询业务资格的说明**

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

**免责声明：**

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

**风险提示：**

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号 31 层

电话：021-20655588

网址： [www.huajinsc.cn](http://www.huajinsc.cn)