

## 評級：買入(維持)

市場價格：19.46

分析師：江琦

執業證書編號：S0740517010002

電話：021-20315150

Email: jiangqi@r.qlzq.com.cn

分析師：謝木青

執業證書編號：S0740518010004

電話：021-20315895

Email: xiemq@r.qlzq.com.cn

## 基本狀況

|           |           |
|-----------|-----------|
| 總股本(百萬股)  | 964.05    |
| 流通股本(百萬股) | 486.33    |
| 市價(元)     | 19.46     |
| 市值(百萬元)   | 18,760.34 |
| 流通市值(百萬元) | 9,463.89  |

## 股價與行業-市場走勢對比



## 相關報告

1. 藍帆醫療(002382.SZ)-公司深度報告：低值+高值耗材雙主業發展，打造跨國醫療器械平台

## 公司盈利預測及估值

| 指標        | 2016A   | 2017A   | 2018E   | 2019E   | 2020E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 營業收入(百萬元) | 1288.77 | 1575.95 | 2781.90 | 4248.06 | 4978.64 |
| 增長率 yoy%  | -14.59% | 22.28%  | 76.52%  | 52.70%  | 17.20%  |
| 淨利潤       | 181.07  | 200.86  | 437.60  | 782.72  | 961.64  |
| 增長率 yoy%  | 6.38%   | 10.93%  | 117.86% | 78.87%  | 22.86%  |
| 每股收益(元)   | 0.19    | 0.21    | 0.45    | 0.81    | 1.00    |
| 每股現金流量    | 0.17    | 0.24    | 0.25    | 0.60    | 0.88    |
| 淨資產收益率    | 13.94%  | 14.08%  | 12.17%  | 18.82%  | 20.33%  |
| P/E       | 103.61  | 93.40   | 42.87   | 23.97   | 19.51   |
| PEG       | 16.24   | 8.54    | 0.36    | 0.30    | 0.85    |
| P/B       | 14.44   | 13.15   | 5.22    | 4.51    | 3.97    |

備註：

## 投資要點

- 事件：公司在 2018 年美國經導管心血管治療學術會議上發布產品 BioFreedom 臨床試驗結果。
- BioFreedom 美國 1 年期臨床試驗數據較金屬裸支架有更優的安全性和有效性，FDA 申報進展順利。公司于美國時間 9 月 21 日-25 日，在 2018 美國經導管心血管治療學術會議上發布 BioFreedom 1 年期臨床試驗結果，試驗選擇了 1203 例高出血風險患者支柱 BioFreedom 支架，並以 1189 例植入金屬裸支架的患者作為對照，在主要安全性終點（心源性死亡/心肌梗死）和主要有效性終點（靶病變血運重建率）上均具有顯著優效性，試驗結果表明，BioFreedom 與金屬裸支架相比，在僅進行一個月 DAPT 治療的高風險出血患者人群中，具有更優的安全性和更好的療效。本次試驗是美國三類醫療器械注冊的關鍵性試驗，為 BioFreedom 在美國完成 FDA 上市前批准奠定了至關重要的基礎。
- “低值+高值”耗材雙主業發展的藍帆醫療，有望打造成跨國醫療器械平台企業。1、整合優勢：藍帆醫療收購柏盛國際，憑借強執行力、全球化視野和開放式資本平台的優勢，有望加速推動兩家企業的整合；2、高值耗材領域具備強產品力：柏盛國際是全球第四大心臟支架供應商，未來在高價新品對老產品的替代，重磅新品在日本、美國等新市場放量，全球市占率有望持續提高，後續有望繼續通過外延或自主研發的方式豐富心血管領域產品，並延伸向骨科、外科等新高值耗材領域；3、低值耗材領域保持龍頭優勢：原有手套業務增速穩定，未來三年隨着 60 億支/年的丁腈手套產能陸續投產，龍頭地位鞏固，後續中低值耗材將由目前的健康防護類產品逐漸向一些高附加值的中低值耗材延伸。
- 盈利預測與估值：我們預計 2018-20 年公司收入 27.82、42.48、49.79 億元，同比增長 76.52%、52.70%、17.20%，歸母淨利潤 4.38、7.83、9.62 億元，同比增長 117.86%、78.87%、22.86%，對應 EPS 為 0.45、0.81、1.00。目前公司市值在 188 億左右，考慮到公司低值耗材業務處於持續升級階段，支架業務中新產品有望持續放量，我們採用分部估值法，其中支架業務給予 40 倍估值，手套業務給予 21 倍估值，則公司 2019 年合理市值為 240 億元，維持“買入”評級。
- 風險提示：產品市場推廣不達預期風險，政策變化風險，產品研發失敗風險，市場銷售預測不及預期風險。

图表 1: 蓝帆医疗财务报表预测

| 资产负债表          |      |       |       |       | 利润表             |        |        |       |       |
|----------------|------|-------|-------|-------|-----------------|--------|--------|-------|-------|
| 单位: 百万元        |      |       |       |       | 单位: 百万元         |        |        |       |       |
| 会计年度           | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | 会计年度            | 2017   | 2018E  | 2019E | 2020E |
| <b>流动资产</b>    | 765  | 3087  | 3861  | 4557  | <b>营业收入</b>     | 1576   | 2782   | 4248  | 4979  |
| 现金             | 236  | 2218  | 2604  | 3086  | 营业成本            | 1081   | 1730   | 2443  | 2855  |
| 应收账款           | 197  | 382   | 557   | 668   | 营业税金及附加         | 20     | 35     | 53    | 63    |
| 其他应收款          | 4    | 6     | 10    | 12    | 营业费用            | 61     | 248    | 404   | 453   |
| 预付账款           | 51   | 82    | 115   | 135   | 管理费用            | 131    | 223    | 382   | 423   |
| 存货             | 247  | 369   | 540   | 620   | 财务费用            | 23     | -16    | -34   | -40   |
| 其他流动资产         | 30   | 30    | 34    | 36    | 资产减值损失          | 8      | 8      | 8     | 8     |
| <b>非流动资产</b>   | 1072 | 1029  | 986   | 940   | 公允价值变动收益        | 0      | 0      | 0     | 0     |
| 长期投资           | 33   | 33    | 33    | 33    | 投资净收益           | 2      | 2      | 2     | 2     |
| 固定资产           | 687  | 678   | 654   | 622   | <b>营业利润</b>     | 258    | 557    | 992   | 1218  |
| 无形资产           | 77   | 73    | 70    | 67    | 营业外收入           | 4      | 4      | 4     | 4     |
| 其他非流动资产        | 275  | 244   | 229   | 219   | 营业外支出           | 8      | 8      | 8     | 8     |
| <b>资产总计</b>    | 1837 | 4116  | 4848  | 5498  | <b>利润总额</b>     | 254    | 553    | 988   | 1214  |
| <b>流动负债</b>    | 391  | 503   | 665   | 739   | 所得税             | 52     | 113    | 201   | 247   |
| 短期借款           | 61   | 61    | 61    | 61    | <b>净利润</b>      | 202    | 440    | 787   | 967   |
| 应付账款           | 229  | 335   | 496   | 566   | 少数股东损益          | 1      | 2      | 4     | 5     |
| 其他流动负债         | 101  | 106   | 108   | 111   | <b>归属母公司净利润</b> | 201    | 438    | 783   | 962   |
| <b>非流动负债</b>   | 17   | 13    | 15    | 15    | EBITDA          | 336    | 596    | 1016  | 1238  |
| 长期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     | EPS (元)         | 0.41   | 0.45   | 0.81  | 1.00  |
| 其他非流动负债        | 17   | 13    | 15    | 15    | <b>主要财务比率</b>   |        |        |       |       |
| <b>负债合计</b>    | 409  | 516   | 680   | 754   | <b>会计年度</b>     | 2017   | 2018E  | 2019E | 2020E |
| 少数股东权益         | 2    | 5     | 9     | 14    | <b>成长能力</b>     |        |        |       |       |
| 股本             | 494  | 964   | 964   | 964   | 营业收入            | 22.3%  | 76.5%  | 52.7% | 17.2% |
| 资本公积           | 361  | 1683  | 1683  | 1683  | 营业利润            | 18.8%  | 116.0% | 78.3% | 22.8% |
| 留存收益           | 608  | 948   | 1512  | 2082  | 归属于母公司净利润       | 10.9%  | 117.9% | 78.9% | 22.9% |
| 归属母公司股东权益      | 1426 | 3595  | 4159  | 4729  | <b>获利能力</b>     |        |        |       |       |
| <b>负债和股东权益</b> | 1837 | 4116  | 4848  | 5498  | 毛利率(%)          | 31.4%  | 37.8%  | 42.5% | 42.7% |
| <b>现金流量表</b>   |      |       |       |       | 净利率(%)          | 12.7%  | 15.7%  | 18.4% | 19.3% |
| 单位: 百万元        |      |       |       |       | ROE(%)          | 14.1%  | 12.2%  | 18.8% | 20.3% |
| <b>会计年度</b>    | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | ROIC(%)         | 20.0%  | 32.9%  | 51.1% | 59.0% |
| <b>经营活动现金流</b> | 228  | 243   | 582   | 844   | <b>偿债能力</b>     |        |        |       |       |
| 净利润            | 202  | 440   | 787   | 967   | 资产负债率(%)        | 22.2%  | 12.5%  | 14.0% | 13.7% |
| 折旧摊销           | 56   | 55    | 58    | 59    | 净负债比率(%)        | 14.99% | 11.86% | 9.01% | 8.12% |
| 财务费用           | 23   | -16   | -34   | -40   | 流动比率            | 1.96   | 6.14   | 5.81  | 6.17  |
| 投资损失           | -2   | -2    | -2    | -2    | 速动比率            | 1.29   | 5.37   | 4.96  | 5.29  |
| 营运资金变动         | -55  | -249  | -250  | -153  | <b>营运能力</b>     |        |        |       |       |
| 其他经营现金流        | 4    | 14    | 23    | 12    | 总资产周转率          | 0.92   | 0.93   | 0.95  | 0.96  |
| <b>投资活动现金流</b> | -230 | -8    | -11   | -10   | 应收账款周转率         | 8      | 9      | 9     | 8     |
| 资本支出           | 256  | 10    | 10    | 10    | 应付账款周转率         | 5.49   | 6.13   | 5.88  | 5.37  |
| 长期投资           | 12   | 0     | 0     | 0     | <b>每股指标 (元)</b> |        |        |       |       |
| 其他投资现金流        | 37   | 2     | -1    | -0    | 每股收益(最新摊薄)      | 0.21   | 0.45   | 0.81  | 1.00  |
| <b>筹资活动现金流</b> | -39  | 1747  | -185  | -351  | 每股经营现金流(最新摊薄)   | 0.24   | 0.25   | 0.60  | 0.88  |
| 短期借款           | 61   | 0     | 0     | 0     | 每股净资产(最新摊薄)     | 1.48   | 3.73   | 4.31  | 4.91  |
| 长期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     | <b>估值比率</b>     |        |        |       |       |
| 普通股增加          | 0    | 470   | 0     | 0     | P/E             | 93.40  | 42.87  | 23.97 | 19.51 |
| 资本公积增加         | 6    | 1322  | 0     | 0     | P/B             | 13.15  | 5.22   | 4.51  | 3.97  |
| 其他筹资现金流        | -106 | -45   | -185  | -351  | EV/EBITDA       | 55     | 31     | 18    | 15    |
| <b>现金净增加额</b>  | -51  | 1981  | 387   | 482   |                 |        |        |       |       |

来源: 中泰证券研究所

### 投資評級說明：

|      | 評級 | 說明                                 |
|------|----|------------------------------------|
| 股票評級 | 買入 | 預期未來 6~12 個月內相對同期基準指數漲幅在 15%以上     |
|      | 增持 | 預期未來 6~12 個月內相對同期基準指數漲幅在 5%~15%之間  |
|      | 持有 | 預期未來 6~12 個月內相對同期基準指數漲幅在-10%~+5%之間 |
|      | 減持 | 預期未來 6~12 個月內相對同期基準指數跌幅在 10%以上     |
| 行業評級 | 增持 | 預期未來 6~12 個月內對同期基準指數漲幅在 10%以上      |
|      | 中性 | 預期未來 6~12 個月內對同期基準指數漲幅在-10%~+10%之間 |
|      | 減持 | 預期未來 6~12 個月內對同期基準指數跌幅在 10%以上      |

備註：評級標準為報告發布日后的 6~12 個月內公司股價（或行業指數）相對同期基準指數的相對市場表現。其中 A 股市場以沪深 300 指數為基準；新三板市場以三板成指（針對協議轉讓標的）或三板做市指數（針對做市轉讓標的）為基準；香港市場以摩根士丹利中國指數為基準，美股市場以標普 500 指數或納斯達克綜合指數為基準（另有說明的除外）。

### 重要聲明：

中泰證券股份有限公司（以下簡稱“本公司”）具有中國證券監督管理委員會許可的證券投資諮詢業務資格。本報告僅供本公司的客戶使用。本公司不會因接收人收到本報告而視其為客戶。

本報告基於本公司及其研究人員認為可信的公開資料或實地調研資料，反映了作者的研究觀點，力求獨立、客觀和公正，結論不受任何第三方的授意或影響。但本公司及其研究人員對這些信息的準確性和完整性不作任何保證，且本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整。本公司對本報告所含信息可在不發出通知的情形下做出修改，投資者應當自行關注相應的更新或修改。本報告所載的資料、工具、意見、信息及推測只提供給客戶作參考之用，不構成任何投資、法律、會計或稅務的最終操作建議，本公司不就報告中的內容對最終操作建議做出任何擔保。本報告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市場有風險，投資需謹慎。在任何情況下，本公司不對任何人因使用本報告中的任何內容所引致的任何損失負任何責任。

投資者應注意，在法律允許的情況下，本公司及其本公司的關聯機構可能會持有報告中涉及的公司所發行的證券並進行交易，並可能為這些公司正在提供或爭取提供投資銀行、財務顧問和金融產品等各種金融服務。本公司及其本公司的關聯機構或個人可能在本報告公開發布之前已經使用或了解其中的信息。

本報告版權歸“中泰證券股份有限公司”所有。未經事先本公司書面授權，任何人不得對本報告進行任何形式的發布、复制。如引用、刊發，需註明出處為“中泰證券研究所”，且不得對本報告進行有悖原意的刪節或修改。