

评级: 买入(维持)

市场价格: 29.11

分析师: 江琦

执业证书编号: S0740517010002

电话: 021-20315150

Email: jiangqi@r.qlzq.com.cn

分析师: 谢木青

执业证书编号: S0740518010004

电话: 021-20315895

Email: xiemq@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	964.03
流通股本(百万股)	640.37
市价(元)	29.11
市值(百万元)	28,062.94
流通市值(百万元)	18,641.03

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1 蓝帆医疗(002382.SZ)-公司深度报告: 低值+高值耗材双主业发展, 打造跨国医疗器械平台

公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2653.12	3475.61	7742.90	7751.72	8245.03
增长率 yoy%	68.35%	31.00%	122.78%	0.11%	6.36%
净利润	346.71	490.30	2864.43	2003.22	1655.77
增长率 yoy%	72.61%	41.41%	484.23%	-30.07%	-17.34%
每股收益(元)	0.36	0.51	2.97	2.08	1.72
每股现金流量	0.67	0.81	2.79	2.65	2.22
净资产收益率	4.45%	5.81%	26.13%	15.75%	11.70%
P/E	79.41	56.16	9.61	13.74	16.63
PEG	1.09	1.36	0.02	-0.46	-0.96
P/B	3.53	3.27	2.51	2.16	1.95

备注: 股价截止至 2020 年 6 月 19 日

投资要点

- 继 2018 年我们发布第一篇公司深度报告后, 伴随柏盛国际的顺利整合、新冠疫情对公司的长远影响, 公司在防护产品、结构性心脏病领域再次迈出重要战略步伐, 同时经过近几年公司在高端创新医疗器械上的持续投入, 心血管创新器械产品即将进入收获期, 我们重磅推出第二篇公司深度报告。
- 全球新冠疫情持续, 手套龙头迎来量价齐升机遇。2019 年全球一次性手套需求量近 5000 亿支, 每年保持 8-10% 的需求上升速度, 随着全球新冠疫情的持续, 手套总需求有望永久性提升, 考虑到手套对技术和资金规模要求高, 短期产能很难快速释放, 供需严重失衡下手套价格持续上升, PVC 手套单价较疫情前翻了约 4-5 倍, 丁腈手套单价较疫情前翻了约 6-7 倍, 有望给公司带来较大业绩增量。此外公司 2020 年底预计产能将扩至 190 亿 PVC+60 亿丁腈, 2021-2023 年公司还有 300 亿支丁腈手套产能陆续投产, 各类手套年产能合计达到近 600 亿支, 有望成为全球前三大企业。
- 柏盛国际顺利整合, 冠脉产品迎来收获阶段。2020 年公司实现柏盛国际 100% 控股, 经过多年研发临床积累, 公司冠脉产品线即将进入收获阶段, 其中全球最先进金属支架之一的 Biofreedom 预计有望在 2020 年底前后在 FDA 和 NMPA 陆续获批, 带来较大增量; 国内唯一雷帕霉素族药物球囊已于 2020 年 3 月完成临床入组, 预计有望于 2021 年中获批; 未来 2-3 年, 心跃二代、Biofreedom 二代均有望国内外陆续上市, 冠脉产品管线后劲十足。
- TAVR, 心血管领域下一个黄金赛道。公司通过外延+自研强势布局结构性心脏病领域, 收购瑞士 NVT 获得已在欧洲上市成熟 TAVR 产品, 快速切入正处于黄金发展阶段、行业增长 10-15% 的欧洲市场, 公司计划于 2021 年同时启动二代完全可回收 TAVR 的国内外临床试验, 实现国内市场的弯道超车。同时通过自主研发布局二尖瓣、三尖瓣修复/置换产品, 公司在结构性心脏病领域的整体布局已走在世界前沿水平。
- 盈利预测与估值: 我们预计 2020-2022 年公司收入 77.43、77.52、82.45 亿元, 同比增长 122.78%、0.11%、6.36%, 归母净利润 28.64、20.03、16.56 亿元, 同比增长 484.23%、-30.07%、-17.34%, 对应 EPS 为 2.97、2.08、1.72。目前公司市值 273 亿元, 考虑到公司手套业务在疫情下量价齐升, 业绩有望持续超预期, 心血管创新器械产品即将进入收获阶段, 我们采用分部估值法, 则 2020 年合理市值约 500-600 亿元, 维持“买入”评级。
- 风险提示: 产品市场推广不达预期风险, 政策变化风险, 产品研发失败风险, 手套价格波动影响, 产能投放进度不及预期风险。

内容目录

全球新冠疫情持续，手套龙头迎来量价齐升机遇.....	- 4 -
手套生产壁垒高，疫情下全球手套供需持续失衡.....	- 4 -
大规模扩建手套产能，公司有望进入全球前三地位.....	- 6 -
柏盛国际顺利整合，冠脉产品迎来收获阶段.....	- 7 -
柏盛国际实现 100%控股，顺利完成整合.....	- 7 -
重磅产品 Biofreedom 有望在中国、美国等新市场快速放量.....	- 8 -
雷帕霉素族药物球囊有望成为下一个重磅品种.....	- 11 -
TAVR，心血管领域下一个黄金赛道.....	- 12 -
TAVR 有望凭借微创、安全等优势替代外科换瓣.....	- 13 -
欧美市场 TAVR 进入快速发展阶段，国内仍在发展初期.....	- 14 -
NVT 具备稀缺欧洲准入资质，二代 TAVR 临床实验推进中.....	- 15 -
二尖瓣、三尖瓣修复/置换研发加速推进，成长性强.....	- 16 -
盈利预测与估值.....	- 17 -
盈利预测.....	- 17 -
估值与投资建议.....	- 18 -
风险提示.....	- 18 -

图表目录

图表 1: 一次性手套分类及应用.....	- 4 -
图表 2: Top glove 10 年手套销售占比变化.....	- 4 -
图表 3: 全球医疗级手套总需求变化.....	- 5 -
图表 4: 全球非医疗级手套总需求变化.....	- 5 -
图表 5: 全球一次性手套使用地区分布.....	- 5 -
图表 6: 全球各地区一次性健康防护手套人均用量.....	- 5 -
图表 7: 不同防护产品生产技术、周期和资金要求.....	- 6 -
图表 8: 不同手套品种价格变化趋势.....	- 6 -
图表 9: 全球一次性手套供应区域分布.....	- 7 -
图表 10: 全球一次性手套企业竞争格局.....	- 7 -
图表 11: 各手套厂商产能规划情况.....	- 7 -
图表 12: 蓝帆医疗收购柏盛国际整体方案.....	- 8 -
图表 13: 柏盛国际冠脉支架产品系列.....	- 9 -
图表 14: 美敦力新一代支架安全有效性对照 Biofreedom 是非劣效的.....	- 10 -
图表 15: 全球前四大冠脉支架厂商支架对比.....	- 10 -

图表 16: Biofreedom 不同地区市场上市时间线.....	- 11 -
图表 17: 药物球囊应用示例.....	- 11 -
图表 18: 冠脉药物球囊与金属支架对比.....	- 11 -
图表 19: 冠脉药物球囊 (DCB) 市场空间测算.....	- 12 -
图表 20: 紫杉醇和雷帕霉素作用于血管壁的对比.....	- 12 -
图表 21: 国内已获批冠脉药物球囊产品对比.....	- 12 -
图表 22: 心脏瓣膜示意图.....	- 13 -
图表 23: 瓣膜开放和关闭异常示意.....	- 13 -
图表 24: 瓣膜性心脏病主要治疗方式对比.....	- 13 -
图表 25: 全球 TAVR 手术量及渗透率趋势.....	- 14 -
图表 26: 全球 TAVR 市场规模及增速 (亿美元).....	- 14 -
图表 27: 欧洲 TAVR 市场规模及增速 (亿美元).....	- 14 -
图表 28: 北美 TAVR 市场规模及增速 (亿美元).....	- 14 -
图表 29: 中国 TAVR 手术量及渗透率趋势.....	- 15 -
图表 30: 中国 TAVR 市场规模及增速 (亿元).....	- 15 -
图表 31: 全球 TAVR 产品对比和注册认证情况.....	- 16 -
图表 32: 全球二尖瓣修复/成形/置入产品获批情况.....	- 16 -
图表 33: 蓝帆医疗业务分拆预测 (单位: 百万元).....	- 17 -
图表 34: 可比公司估值.....	- 18 -
图表 35: 蓝帆医疗财务报表预测.....	- 19 -

全球新冠疫情持续，手套龙头迎来量价齐升机遇

手套生产壁垒高，疫情下全球手套供需持续失衡

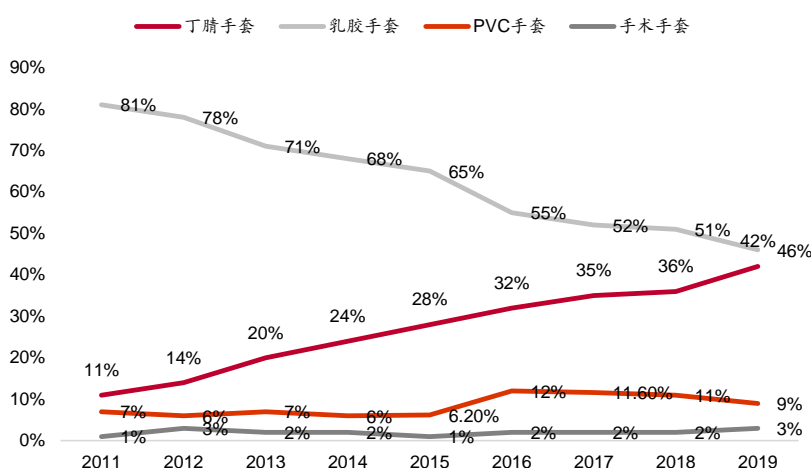
- 医用领域丁腈手套应用前景最好。**一次性手套根据材质可分为 PE 手套、PVC 手套、乳胶手套和丁腈手套，其中 PVC 手套、乳胶手套和丁腈手套均可用于医疗领域，由于材质属性不同，各自有适合的应用场景。PVC 手套可用于除医疗手术以外的领域，价格便宜，增长稳定，目前全球约 90% 的供应来自中国；乳胶和丁腈手套均可用于手术，但是乳胶内含蛋白，致敏性强，虽然价格比丁腈低，目前仍然逐步被丁腈手套替代，与此同时，丁腈具有良好的可降解和耐磨损性能，也开始替代 PVC 手套，全球供应主要集中在马来西亚等东南亚国家，中国在快速提升全球市场份额。从世界第一大手套制造商 Top glove 近十年手套销售情况看出，丁腈手套占比呈现快速提升趋势，再次证明丁腈的景气度强。

图表 1：一次性手套分类及应用

手套类别	主要原料	应用场景	优势	劣势	其他
聚乙烯 (PE) 手套	聚乙烯	常被使用于家庭清洁，化验检验，机械园艺，食品，卫生及工农业防护，染发，护理洗涤，用餐等	价格低廉，容易穿戴，无菌无味	弹性差，不耐热，不耐磨损，不环保	
聚氯乙烯 (PVC) 手套	PVC 糊树脂	广泛应用于医疗卫生，劳保，食品加工，电子行业，实验室等多个领域	价格便宜，材质可降解，不易致敏，透气性好	弹性不如乳胶和丁腈手套	增长稳定，可能部分被丁腈手套替代，生产以中国大陆为主，消费主要集中在美国、欧盟和日本
乳胶手套	天然乳胶	在工农业生产、医疗（可用于医疗手术）、日常生活中都有着广泛的	弹性及附着性强	易致敏，不防静电，原料供应和质量不稳定	市场份额逐渐下降，生产以马来西亚等东南亚国家为主
丁腈手套	丁腈乳胶	主要应用于高端医用检查	材质可降解，防静电，弹性好	价格略高，工艺中含添加剂可致敏，弹性不如乳胶手套	市场份额逐渐上升，生产以马来西亚等东南亚国家为主

来源：中国产业信息网，中泰证券研究所

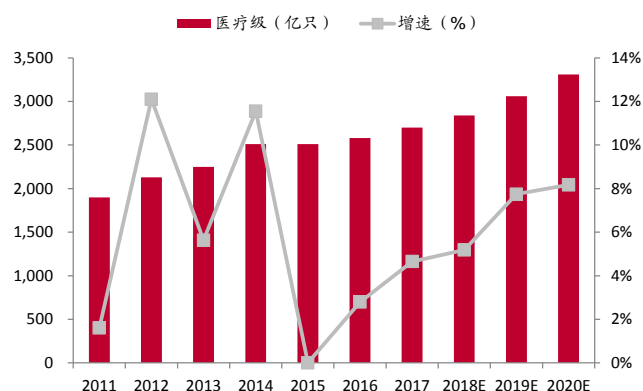
图表 2：Top glove 10 年手套销售占比变化



来源：Top glove 公司公告，中泰证券研究所

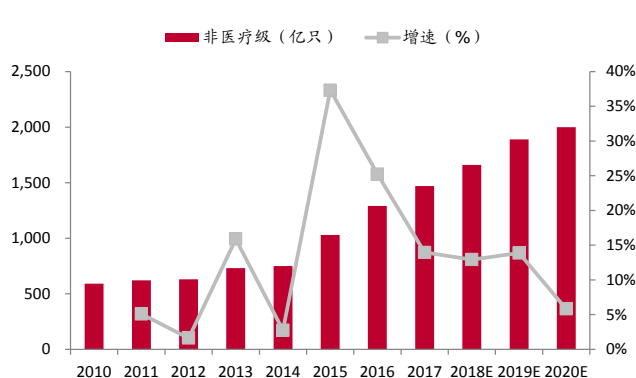
- 2019 年全球一次性手套需求量近 5000 亿支，不考虑疫情影响，每年保持 8-10% 的需求上升速度。**根据 2018 年中国塑协和马来西亚手套行业协会的统计分析，2019 年全球医疗级手套需求预计在 3060 亿支，同比增长约 8%，非医疗级手套需求预计在 1890 亿支，同比增长约 14%，合计 4950 亿支，同比增长 10%，也就是说在没有疫情影响下，每年全球手套需求量保持在 8-10% 的增长。

图表 3: 全球医疗级手套总需求变化



来源: 中国塑协, 马来西亚手套行业协会, 中泰证券研究所

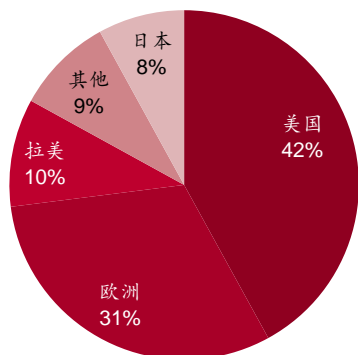
图表 4: 全球非医疗级手套总需求变化



来源: 中国塑协, 马来西亚手套行业协会, 中泰证券研究所

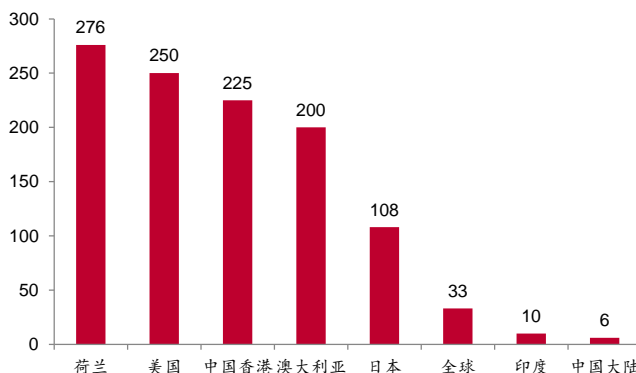
- **新冠疫情影响下, 全球手套总需求有望永久性提升。**疫情前全球一次性健康防护手套主要需求方集中在欧美等发达地区, 部分区域通过立法的形式, 要求有关行业如医疗、食品加工、餐饮等行业必须配备一次性防护手套, 进一步加强了一次性防护手套的市场需求。根据 ITC 的数据显示, 全球不同地区人均手套使用量差异非常大, 欧美地区可以超过 200 只, 而中国、印度等区域不到 10 只, 上升空间大, 随着全球新冠疫情的持续, 全球手套总需求有望永久性提升。

图表 5: 全球一次性手套使用地区分布



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 6: 全球各地区一次性健康防护手套人均用量



来源: International Trade Centre, 中泰证券研究所

- **手套生产壁垒高, 尤其是丁腈手套, 对技术和资金规模要求高, 短期产能很难快速释放。**作为疫情中重要防护产品, 手套、口罩等中短期需求大幅提升, 其中口罩生产线由于建设周期短, 没有技术积累要求, 短期供给快速提升, 而手套生产线由于建设周期长, 且对生产配方、工艺要求高, 能够迅速扩产的企业不多; 此外, 手套生产线投资额较高, 一条 10 亿支年产能的丁腈手套生产线, 仅生产设备投入就要 6000 万, 若还包括生产厂房建设, 则投资额预计在 1 亿元左右 (根据中红医疗和蓝帆医疗公告显示, 中红医疗拟建设年产量 50 亿支丁腈手套的总投资额是 4.3 亿, 蓝帆医疗拟建设年产量 300 亿支丁腈手套的总投资额为 34 亿), 所以可以快速扩大产能的企业非常少, 且短期产能很难释放。

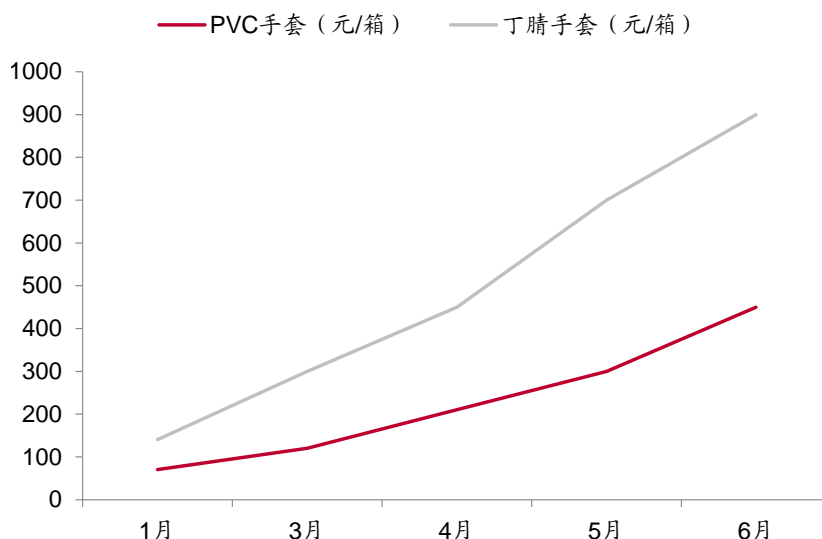
图表 7: 不同防护产品生产技术、周期和资金要求

	生产线投资额	建设周期 (月)	技术积累
PVC手套	2400万元/10亿年产能	7	无固定的生产设备和生产配方, 需要公司根据自身特点设计独特的工艺流程, 对技术和资本要求较高
丁腈手套	6000万元/10亿年产能	12	配方体系和生产工艺较PVC更复杂, 对工艺控制的要求更高
口罩	-	<1	无技术积累要求, 需要无尘厂房

来源: 英科医疗公告, 中泰证券研究所

- **疫情影响手套供需严重失衡, 价格持续上升并有望在中期保持高位。**手套价格在 1 月国内疫情爆发开始进入快速上升阶段, 根据我们在销售端定期跟踪的行业手套出货单价, 其中 PVC 手套单价较 1 月疫情前已翻了约 4-5 倍, 丁腈手套单价较疫情前翻了约 6-7 倍, 由于手套生产壁垒高、建设周期长, 我们预计最快 2020 年底才会有新产能投产, 供需失衡状态可能会持续到 2021 年, 价格有望中期保持高位。

图表 8: 不同手套品种价格变化趋势

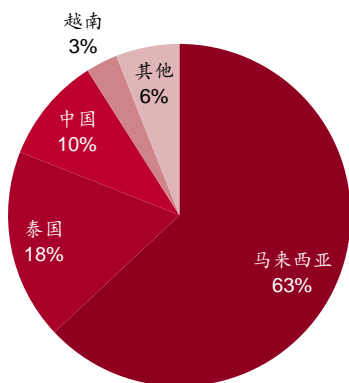


来源: 中泰证券研究所

大规模扩建手套产能, 公司有望进入全球前三地位

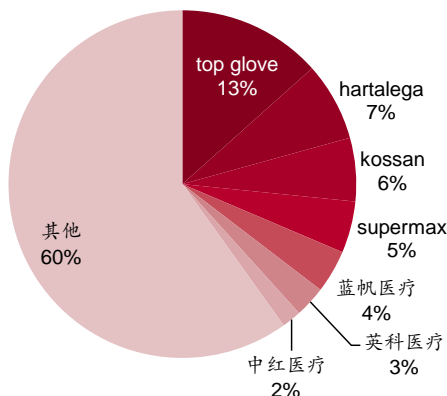
- **全球手套供应以东南亚和中国为主, 马来西亚手套四巨头占据约 30%左右份额。**根据马来西亚手套行业协会测算, 2019 年全球手套供应中 63% 来自于马来西亚, 19% 来自泰国, 10% 来自于中国, 90% 以上由东南亚和中国供应, 各企业的市场占有情况可以看到, 马来西亚手套四巨头占据 31% 的份额, 国内前三甲蓝帆医疗、英科医疗和中红医疗占据近 10% 的份额。

图表 9: 全球一次性手套供应区域分布



来源: 马来西亚手套行业协会, 中泰证券研究所

图表 10: 全球一次性手套企业竞争格局



来源: 英科医疗招股说明书, 中泰证券研究所

- 需求大幅提升下, 全球手套领先企业均规划大规模扩产。在需求快速提升下供给端也在持续提升, 我们梳理了全球前八大手套厂商的扩产计划, 可以看到 2020 年各大厂商都有新产能投产, 同时国内的领先企业蓝帆医疗、英科医疗未来 3-5 年还将进一步扩大产能, 其中公司 2019 年产能能为年产 150 亿支 PVC+40 亿支丁腈, 2020 年底将进一步扩大至 190 亿 PVC+60 亿丁腈, 根据公司公告, 2021-2023 年公司再将再扩大 300 亿支丁腈手套产能, 顺利投产后公司各类手套年产能合计近 600 亿支, 有望成为全球前三大企业。

图表 11: 各手套厂商产能规划情况

	产能 (亿支, 2019年)	预计产能 (亿支, 2020年)	备注
top glove	640	842	
hartalega	381	440	
kossan	290	320	
supermax	240	270	
蓝帆医疗	190	250	300亿丁腈产能预计在2021-2023年陆续投产, 年产6000万支手术手套建设中
英科医疗	190	280	预计还有660亿PVC+丁腈产能预计在2021-2025年陆续投产
鸿锐集团	140	-	
中红医疗	96.7	146.7	

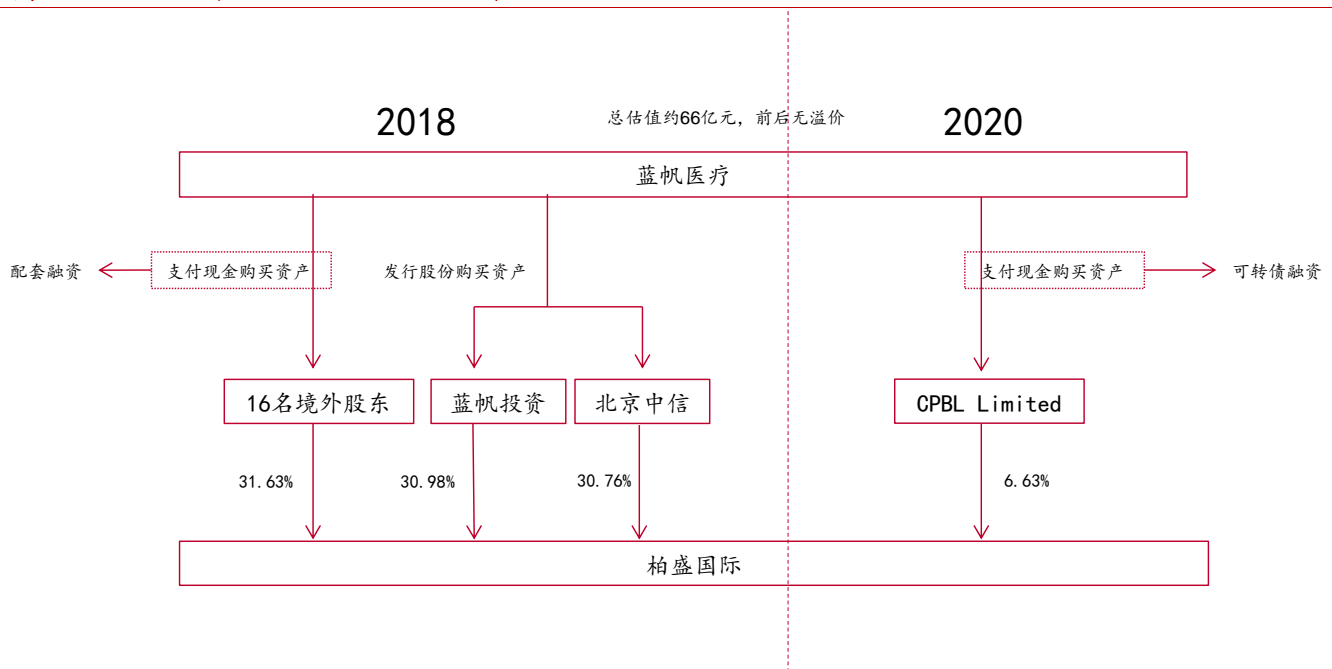
来源: 各公司公告, 中泰证券研究所

柏盛国际顺利整合, 冠脉产品迎来收获阶段

柏盛国际实现 100%控股, 顺利完成整合

- 2020 年以 4.4 亿元收购柏盛国际剩余 6.67% 股权, 零溢价实现 100% 控股。2018 年公司采用发行股份并支付现金的形式收购柏盛国际总计 93.37% 股权, 其中支付境外股东现金的部分通过配套融资形式, 同时以发行股份购买资产的方式收购大股东蓝帆投资 (提前参股柏盛国际, 以保证交易后对蓝帆医疗持股比例不变) 和北京中信持有的柏盛国际部分股权, 2020 年公司通过可转债融资方式收购柏盛国际剩余 6.67% 股权, 柏盛总估值较 2018 年无溢价, 继续保持在 66 亿元左右水平, 至此公司实现对柏盛国际 100% 控股。

图表 12: 蓝帆医疗收购柏盛国际整体方案



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 公司已成功完成对柏盛国际整合, 低值+高值双主业发展战略加速推进中。我们在 2018 年发布的蓝帆医疗深度报告中提到, 我们看好公司收购柏盛国际的原因是基于: 1、文化背景相似, 整合阻碍较小: 蓝帆医疗近 90%业务出口, 具备国际化视野, 柏盛国际是新加坡公司, 70%员工是中文文化体系, 两公司在企业文化上阻碍较小; 2、管理层多为职业经理人, 执行力强, 双主业独立运营: 蓝帆医疗管理层多为职业经理人, 柏盛国际的管理团队也相对成熟稳定, 重组从预案到最终完成不到 1 年时间, 体现了双方管理层较强的执行力。整体来说, 公司防护业务提供稳定充裕的现金流, 以支撑高值创新医疗器械产品的开发商业化, 公司已进入良性发展循环中。

重磅产品 Biofreedom 有望在中国、美国等新市场快速放量

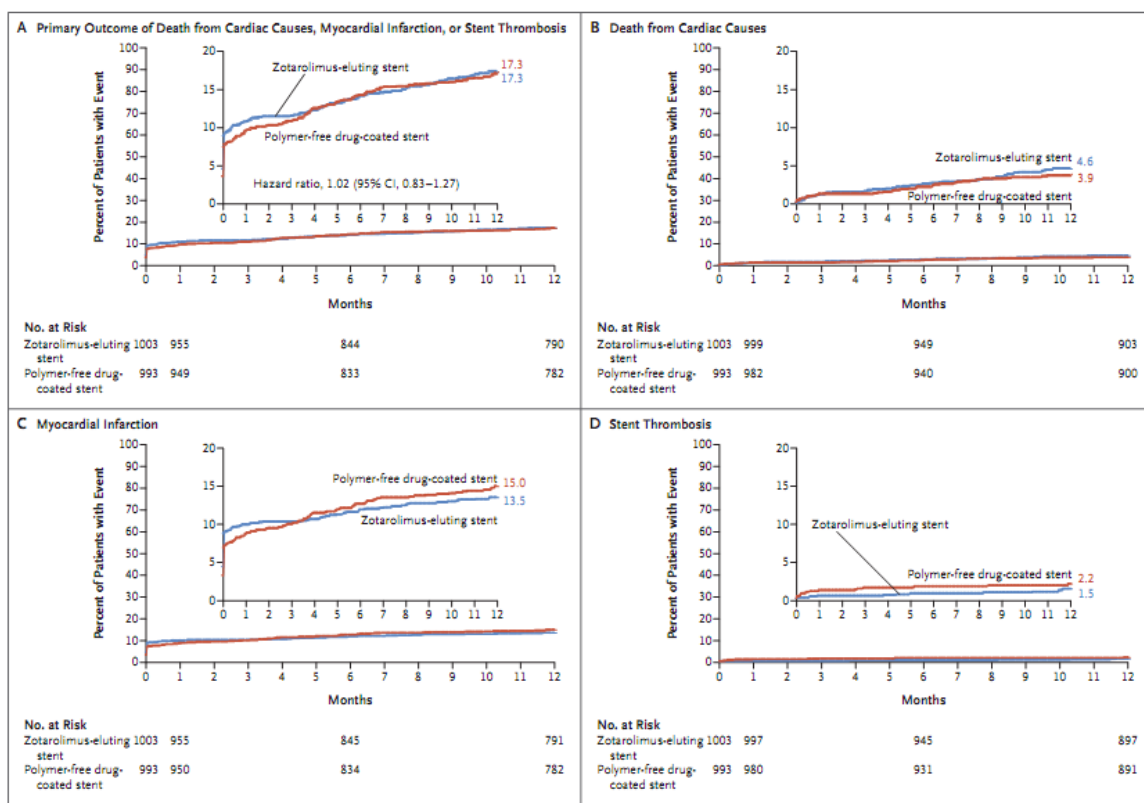
- 柏盛国际具备全球最先进、齐全的金属冠脉支架产品。柏盛在国内外销售的支架系列略有不同, 其中国内产品均为载雷帕霉素的可降解涂层药物洗脱支架, 国外销售的除了金属裸支架外, 均为载公司自主研发药物 BA9 的药物支架, 其中重磅产品 Biofreedom 于 2015 年获 CE 认证, 目前主要在欧洲、日本和东南亚地区销售。

图表 13: 柏盛国际冠脉支架产品系列

	不锈钢	钴铬合金	
国内	 载雷帕霉素 Excel	 载雷帕霉素 Expressal 心脏	DES (可降解涂层药物洗脱支架)
国外	 GAZELLE	 CHROMA	BMS (裸金属支架)
	 载BA9 BIOMATRIX	 载BA9 BIOMATRIX	DES (可降解涂层药物洗脱支架)
	 载BA9 BIOFREEDOM		DCS (无聚合物载体药物洗脱支架)

来源: 柏盛国际官网, 中泰证券研究所

- 三大优势使得 Biofreedom 成为全球最先进金属支架之一。**
 - 1、无聚合物载体, Biofreedom 是全球最早的无聚合物药物涂层支架, 可以减少由聚合物造成的晚期血栓等病症发生率;
 - 2、使用自主研发药物 BA9, 亲脂性是雷帕霉素等药物的十倍以上, 28 天内, 98% 的 BA9 药物能够释放至血管壁组织, 显著抑制血管平滑肌细胞增生, 有效降低 PCI 术后再狭窄率;
 - 3、DAPT 服用时间降至 1 个月, 适用于高出血风险的患者, 原有的药物洗脱支架植入后一般需要服用半年到一年左右的抗凝血药以防止形成血栓, 长期服用抗凝药可能破坏凝血平衡功能, 有较大的副作用。
- 多个临床试验证明 Biofreedom 在全球的领先性。** 2015 年发表在新英格兰杂志的文献显示 Leaders Free 临床试验验证了植入 Biofreedom 支架后一个月的双重抗血小板治疗 (DAPT) 方案是安全可行的, 2018 年美国经导管心血管治疗学术会议上发布 Biofreedom 在美国的 Leaders Free II 临床试验结果表明, Biofreedom 与金属裸支架相比, 在仅进行一个月 DAPT 治疗的高风险出血患者人群中, 具有更优的安全性和更好的疗效, **基于 LEADERS FREE 系列临床研究成果, Biofreedom 成为了目前全球唯一一款被严格的临床试验结果证明, 适用于高风险出血患者, 在术后可以适用 1 个月双联抗血小板药物治疗 (DAPT) 的药物支架;** 2020 年在新英格兰杂志上发布的美敦力最新永久载体药物金属支架 Resolute Integrity 和 Biofreedom 对照的临床试验数据显示, 在安全性和有效性上 Resolute Integrity 是非劣效的, 作为一款 2015 年上市的成熟支架, Biofreedom 已多次证明了在全球冠脉金属支架领域的领先性。此外, 我们将 Biofreedom 和全球心血管巨头们最新一代支架做了对照, 可以看到 Biofreedom 依然有着很强的竞争力。

图表 14: 美敦力新一代支架安全有效性对照 Biofreedom 是非劣效的


来源: NEJM, 中泰证券研究所

图表 15: 全球前四大冠脉支架厂商支架对比

产品名称	厂家	支架材料	涂层药物	聚合物载体	DAPT (月)
Biofreedom	柏盛国际	不锈钢	BA9	无	1
XIENCE Xpedition	雅培	钴铬合金	依维莫斯	聚甲基丙烯酸正丁酯 (PBMA, 可降解)	3
PROMUS Element Plus	波士顿科学	铂铬合金	依维莫斯	聚甲基丙烯酸正丁酯 (PBMA, 可降解)	3
Resolute Integrity	美敦力	钴铬合金	唑他莫司	ParyleneC (不可降解)	1

来源: 各公司官网, 中泰证券研究所

- **高出血风险人群占比约 30%，Biofreedom 潜在市场空间大。**通过临床试验数据，Biofreedom 对于正常人群和高出血风险患者均具有叫好的安全有效性，出于经济效益考虑，高出血风险患者收益更高，根据 NEJM 的文章显示，高出血风险人群占 PCI 手术患者比例约 30%，以国内市场为例，2018 年全国 PCI 手术量约 90 万例，则有 30 万例需要使用 Biofreedom。目前 Biofreedom 已在欧洲、日本、东南亚实现销售，根据 FDA 和 NMPA 的注册进展，预计有望在 2020 年底前后陆续获批，带来较大增量。

图表 16: Biofreedom 不同地区市场上市时间线


来源: 柏盛国际官网, 公司公告, 中泰证券研究所

雷帕霉素族药物球囊有望成为下一个重磅品种

- 介入无植入, 药物球囊对支架有很好的补充且可以部分替代。冠脉药物球囊是一种非支架治疗技术, 通过局部向血管壁释放抗增生药物, 达到抑制血管内膜增生、抑制再狭窄的效果, 通常用于小血管、支架内再狭窄和分叉病变病等。相较于传统的支架手术, 药物球囊最大的特点是无植入物, 大大降低了使用传统支架的临床风险, 如长期服用抗凝药、支架内再狭窄等, 弥补了原有治疗上的不足。

图表 17: 药物球囊应用示例


来源: 申洪医疗官网, 中泰证券研究所

图表 18: 冠脉药物球囊与金属支架对比

	优点	缺点
药物球囊	1、无异物植入, 降低血栓风险 2、术后服用双抗时间短 3、血管直径要求低, 操作性和通过性更好	1、不适合所有病变, 如钙化、夹层患者 2、价格高于支架
金属支架	1、支架能支撑血管壁, 防止血管弹性回缩 2、手术效果明显, 能有效解决动脉狭窄问题	1、术后容易出现“支架栓塞”风险和再出血风险 2、术后需终生服用抗凝药物 3、血管直径大于 2.25mm

来源: CNKI, 中泰证券研究所

- 冠脉药物球囊国内出厂潜在市场空间约 40-50 亿元, 有望超过冠脉支架市场。根据立鼎产业研究院两种方法对冠脉药物球囊市场空间的测算, 可以看到, 不管是对标日本冠脉药球渗透率方法还是国内流行病学方法统计, 冠脉药球的市场空间都可以达到 40-50 亿元; 中国年植入冠脉支架数量约 100 万根, 假设出厂均价 4000 元, 则冠脉支架出厂口径为 40 亿元, 冠脉药物球囊潜在市场空间有望超过冠脉支架, 目前国内冠脉药球年使用量仅约 5 万根, 还有较大的上升空间。

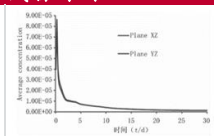
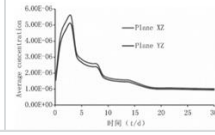
图表 19: 冠脉药物球囊 (DCB) 市场空间测算

对标日本渗透率方法	流行病学方法
DCB渗透率 (条/百万人) : 379	原位ISR病例 (万) : 6.9
中国DCB渗透率假设 (条/百万人) : 379	分叉病变病例 (万) : 16
中国年DCB数量 (万条) : 50	小血管PCI后狭窄 (万) : 6.4
DCB出厂价 (万元/条) : 1	小血管原位病变及复杂适应症 (万) : 11.4
DCB市场空间 (亿元) : 50	合适使用DCB病例 (万) : 40.7
	DCB出厂价 (万元/条) : 1
	DCB市场空间 (亿元) : 40.7

来源: idata, ccif2018, 立鼎产业研究院, 中泰证券研究所

- **雷帕霉素族药物球囊相较紫杉醇药物球囊在安全有效性上有显著优势。**全球冠脉药球根据所载药物主要分为两大类, 紫杉醇药球和雷帕霉素药球, 其中雷帕霉素及其衍生物多为水溶性药物, 组织吸收慢, 输送过程易脱落, 因此全球冠脉药球均以脂溶性的紫杉醇为主。而紫杉醇因细胞毒性强、涂层颗粒脱落造成远期栓塞、在钙化血管表现不佳等问题, 有潜在风险。公司药物球囊载的是专利药物 BA9, 为全球唯一脂溶性雷帕霉素衍生物, 考虑到心血管领域雷帕霉素族药物已被临床试验多次证明过优于紫杉醇, 我们认为公司 **BA9 药物球囊** 具有较强的竞争优势。

图表 20: 紫杉醇和雷帕霉素作用于血管壁的对比

作用	抑制机理	抑制效果	药物在血管壁中浓度残留时间	药物分布	剂量安全范围	药物释放速率	
紫杉醇	抑制血管平滑肌细胞过度增生, 预防支架内再狭窄	抑制细胞周期过程中 p27Kip1 降解, 导致 G1 期到 S 期细胞周期停滞	预防再狭窄效果一般		聚集分布在血管壁外膜层	小	初始大, 后期小
雷帕霉素	抑制血管平滑肌细胞过度增生, 预防支架内再狭窄	使有丝分裂中的纺锤体失去正常功能, 阻断细胞有丝分裂	预防再狭窄效果较好		均匀分布在血管壁各层结构	大	释放均匀

来源: CNKI, 中泰证券研究所

- **国内药物球囊获批数量较少, 且全部为紫杉醇药物球囊, 我们预计公司药物球囊上市后可有望获得较大的市场份额。**目前国内已获批的冠脉药物球囊主要是进口的贝朗和凯德诺, 以及国产的大连垠艺、申淇医疗和乐普医疗, 且都是紫杉醇药物球囊, 公司药球已于 2020 年 3 月完成临床入组, 随访时间为 9 个月, 预计有望于 2021 年中获批, 成为国内唯一雷帕霉素药球, 同时考虑到药物球囊和冠脉支架的渠道协同性强, 公司产品有望获得较大市场份额。

图表 21: 国内已获批冠脉药物球囊产品对比

商品名称	获批时间	生产厂家	涂层药物	适应症	备注
Drug Eluting PTCA Balloon Catheter	2017年	贝朗	紫杉醇	支架内再狭窄	进口
轻舟	2017年	大连垠艺	紫杉醇	原发冠状动脉分叉病变狭窄	国产
SeQuent Please NEO	2018年	贝朗	紫杉醇	支架内再狭窄	进口
淇济	2019年	申淇医疗	紫杉醇	支架内再狭窄	国产
RESTORE DEB	2019年	远大医药凯德诺	紫杉醇	小血管+支架内再狭窄	进口
Vesselin	2020年	乐普医疗	紫杉醇	支架内再狭窄	国产

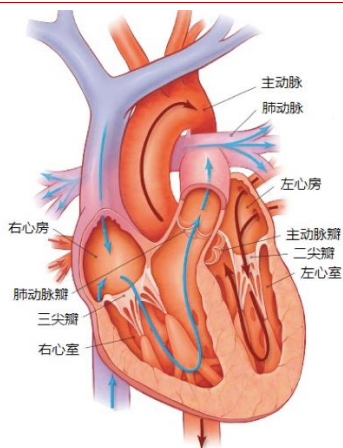
来源: NMPA, 中泰证券研究所

TAVR, 心血管领域下一个黄金赛道

TAVR 有望凭借微创、安全等优势替代外科换瓣

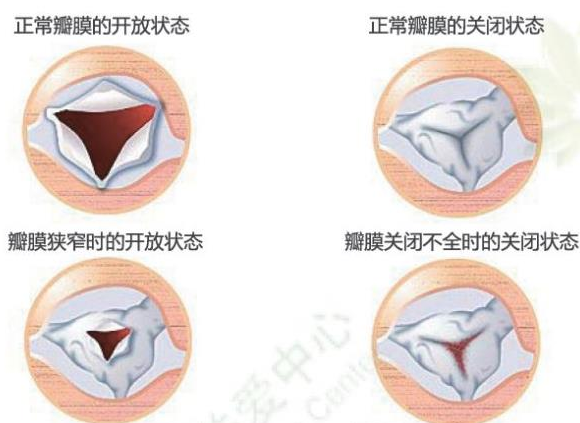
- 结构性心脏病指先天性和获得性以心脏和大血管异常为主要表现的 cardiac 疾病，包括先天性心脏病、心脏瓣膜病和心肌病等。人体的心脏瓣膜生长在心房和心室之间，心室和大动脉之间，是心脏进行血液运输过程中的控制“阀门”。人体心脏中共有 4 个瓣膜，分别是左心的主动脉瓣和二尖瓣，右心的肺动脉瓣和三尖瓣。心脏瓣膜病就是指单瓣膜或多瓣膜因风湿热、先天性畸形等原因出现了病变，病变类型包括狭窄和关闭不全，从而影响血流的正常流动，造成心脏功能异常，最终导致心力衰竭。

图表 22: 心脏瓣膜示意图



来源：启明医疗官网，中泰证券研究所

图表 23: 瓣膜开放和关闭异常示意



来源：美敦力中国官网，中泰证券研究所

- **经导管主动脉瓣膜置换术 (TAVR) 相对成熟，有望成为治疗主动脉瓣疾病的主流治疗手段。**瓣膜性心脏病常用的治疗方式包括药物治疗、介入治疗和手术治疗，其中药物治疗适用于轻度患者，仅能缓解症状，而手术治疗仍是当前的金标准，但是存在创口大、并发症、术后死亡率较高的风险，近年来，经导管瓣膜植入/修复术逐渐成熟并广泛应用，尤其是主动脉瓣领域，经导管主动脉瓣置换术可以像 PCI 手术一样通过血管将介入器械送至心脏，具有创口小、恢复较快、患者预后良好、并发症低的优势，实现有创到微创的跨越，是心脏瓣膜疾病介入治疗领域里程碑式的进展。目前欧美已有多个国家 TAVR 手术量超过外科换瓣，因此我们预计随着技术的推广及熟练医生的增多，TAVR 将有望复制 PCI 对心脏搭桥手术的替代路径，成为未来主动脉瓣疾病的主流治疗手段。

图表 24: 瓣膜性心脏病主要治疗方式对比

	药物治疗	手术治疗	介入治疗
主要内容	轻度的瓣膜性心脏病可以用药物改善症状，如出现钠水潴留等心力衰竭表现者应用利尿剂，对于出现快速房颤者应用地高辛、β受体阻滞剂等控制心室率，对于有血栓危险和并发症者应用华法林等抗凝治疗	根据瓣膜受损的程度和病变的性质采取心脏瓣膜修复术或人工瓣膜置换术，通常选择机械瓣或生物瓣	从股动脉穿刺，逆行插入导管至心脏，通过导管扩张狭窄的二尖瓣或主动脉瓣，也可以通过导管对心脏瓣膜进行修复或植入人工心脏瓣膜，属于微创手术
优点	无创、便易	“金标准”	创口小、恢复较快、患者预后良好、并发症低
缺点	无法逆转已经受损的瓣膜结构，应用场景有限	在创口大、并发症、术后死亡率较高，同时人工瓣膜中机械瓣需终身抗凝，可能产生抗凝相关并发症	价格高，对医生技术要求高

来源：中泰证券研究所

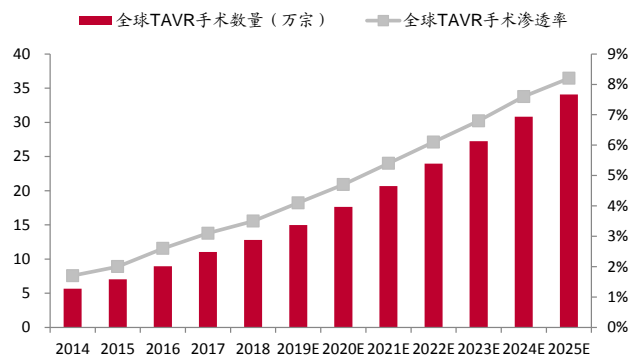
- **TAVR 技术仍在持续迭代中，可回收性、扩张方式等都是未来发展方向。**如果按照是否可回收来给 TAVR 进行迭代，那么一代的 TAVR 通常被认

为是不可回收、容错率低的一代技术，包括爱德华早期的 SAPIEN、美敦力的 Core Value、波科的 ACURATE、启明的 VenusA-Valve 和微创的 VitaFlow 等；二代的 TAVR 具备可重新入鞘、可重新定位的特性，可以提高医生的容错率，但目前已经上市的二代产品通常只能在从导管中伸出 80%以内的时候可重新定位，一旦 100%张开则不可回收，包括爱德华的 Evolut 系列、美敦力的 Evolut 系列、雅培的 Portico 以及 NVT 的 Allegra，真正 100%可回收的产品中短期还很难技术成熟。此外扩张方式上除了爱德华的 SAPIEN 系列是球囊扩张，其他通常都是自膨胀扩张方式，两种方式在不同角度上各有优劣，目前国际上没有明确数据表明哪种更优。

欧美市场 TAVR 进入快速发展阶段，国内仍在发展初期

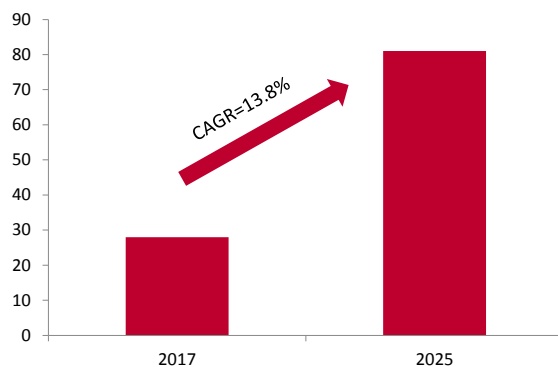
- **全球 TAVR 渗透率快速提升，欧洲、北美占全球 TAVR 市场超过 85%，且未来五年仍将保持 10-15%的快速增长趋势。**根据沛嘉医疗招股说明书，2019 年 TAVR 全球手术量约 15 万例，渗透率约 4%，且未来 5 年有望继续保持渗透率快速上升趋势。同时根据 Allied Market Research 的数据统计，欧洲和北美 2017 年 TAVR 市场规模分别为 15 亿美元和 9 亿美元，合计占全球总市场约 86%，年植入量均已达到 4-5 万例，并以每年 10-15%的速度继续提升，处于黄金发展阶段。

图表 25: 全球 TAVR 手术量及渗透率趋势



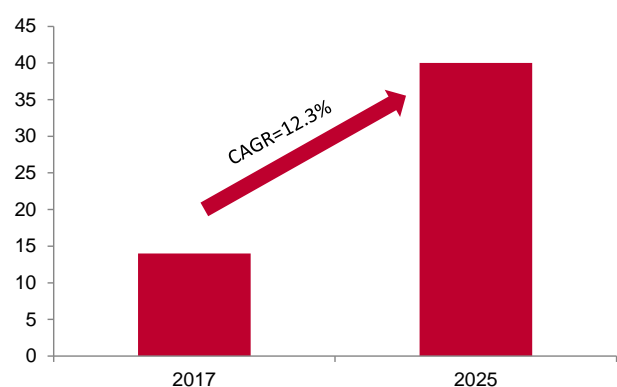
来源：沛嘉医疗招股说明书，中泰证券研究所

图表 26: 全球 TAVR 市场规模及增速 (亿美元)



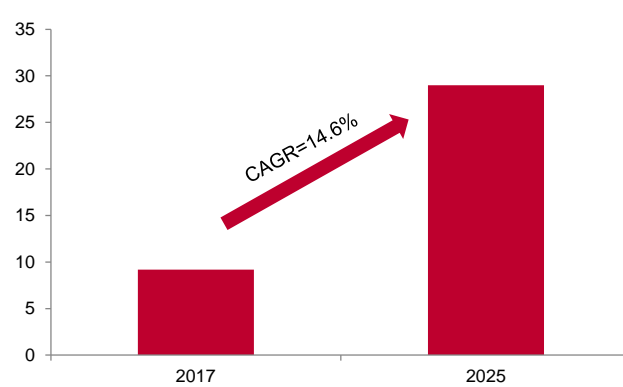
来源：Allied Market Research，中泰证券研究所

图表 27: 欧洲 TAVR 市场规模及增速 (亿美元)



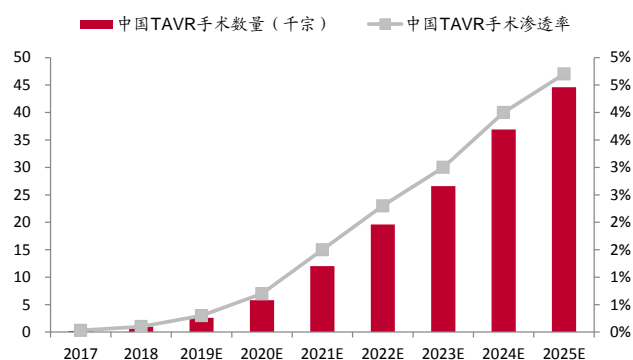
来源：Allied Market Research，中泰证券研究所

图表 28: 北美 TAVR 市场规模及增速 (亿美元)

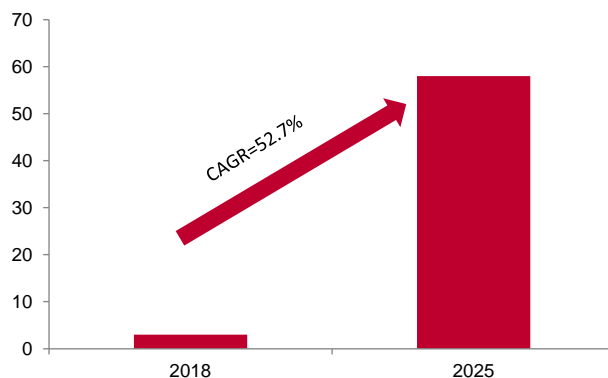


来源：Allied Market Research，中泰证券研究所

- 中国 TAVR 市场处于发展早期，价格、医保、医生水平成为发展限速关键，随着技术的推广及熟练医生的增多，2025 年市场规模有望达到 58 亿元。**中国的经导管主动脉瓣置换术起步较晚，仍属于早期发展阶段，自 2010 年葛均波院士等人实施首例 TAVR 手术后，该技术才逐步在国内推广使用，根据公司公告，2018 年的 TAVR 的市场规模约为 3 亿元，预计完成 TAVR 约 1000+例，渗透率仅约 0.1%，我们认为主要原因一方面是单价贵（约 25-30 万元）且未进医保；另一方面是技术难度大，国内目前仅 100+家医院开展过 TAVR，考虑到存在医生飞刀的可能性，实际可以进行 TAVR 手术的医生可能仅几十人。随着技术逐步成熟带来产品价格下降，同时医生水平持续提高，预计未来几年中国 TAVR 市场将迎来快速发展阶段，到 2025 年市场规模有望达到 58 亿元，年均复合增长率将高达 52.7%。根据中国产业信息网预测，国内目前超过 200 万的 TAVR 适用人群，我们认为未来 TAVR 在国内的市场规模有望超过 PCI 中冠脉支架的市场规模，是下一个心血管器械的核心主战场。

图表 29：中国 TAVR 手术量及渗透率趋势


来源：沛嘉医疗招股说明书，中泰证券研究所

图表 30：中国 TAVR 市场规模及增速 (亿元)


来源：蓝帆医疗公告，中泰证券研究所

NVT 具备稀缺欧洲准入资质，二代 TAVR 临床实验推进中

- NVT 是欧洲仅有 5 大 TAVR 生产商之一，可借助柏盛国际海外渠道快速上量。**NVT 的主要产品为 TAVR 的植入器械——Allegra™，主要用于治疗心脏主动脉瓣膜相关病变，2017 年 3 月取得了欧盟 CE 认证，其适应症范围甚至可涵盖高危患者严重钙化性主动脉瓣狭窄。目前欧洲市场仅 5 家企业获批上市，除 NVT 外另外 4 家分别是爱德华、美敦力、雅培和波科，均为国际顶尖心血管器械企业，考虑到欧盟 CE 认证计划于 2021 年 5 月 26 日后由新的 MDR 完全替代过去的 MDD，认证要求更加严格和复杂，因此我们预计未来中短期不会有新的 CE 产品获批。公司本次收购 NVT，将获得和国际巨头直接在欧洲市场竞争的机会，考虑到冠脉介入产品和结构性心脏病产品的客户对象具有极高的重合度，只有在冠脉介入手术领域顶尖的心内科医生才能胜任主动脉瓣膜介入手术，两类产品的销售渠道可以完全协同共享，NVT 的产品有望借助柏盛国际成熟的国际营销网络实现快速上量。
- 国内 TAVR 产品陆续获批，公司计划启动二代完全可回收 TAVR 的国内外临床试验，预计有望于 2024 年获批。**目前国内共计 3 家国产企业的 TAVR 产品获批，包括启明、微创和杰成，其中杰成是唯一经心尖介入，

爱德华的 SAPIEN 3 已于 2020 年 6 月国内获批，成为国内唯一一家进口产品。根据公司官方公众号显示，公司计划于 2021 年在欧洲和中国同步启动二代完全可回收 TAVR 的国内外临床试验，预计有望于 2024 年获批，实现国内市场的弯道超车。

图表 31: 全球 TAVR 产品对比和注册认证情况

产品名称	生产厂家	框架材料	膨胀机制	心包材料	血管进路方法	可回收性	认证
SAPIEN	爱德华生命科学	钴铬合金	球囊膨胀	牛心包	经股动脉/经心尖	-	CE/FDA
SAPIEN XT	爱德华生命科学	钴铬合金	球囊膨胀	牛心包	经股动脉/经心尖	-	CE/FDA
SAPIEN 3	爱德华生命科学	钴铬合金	球囊膨胀	牛心包	经股动脉/经心尖	-	CE/FDA/NMPA
Centera	爱德华生命科学	钴铬合金	自膨胀式	牛心包	经股动脉	+	CE
Core Value	美敦力	镍钛合金	自膨胀式	猪心包	经股动脉	-	CE/FDA
Evolut R	美敦力	镍钛合金	自膨胀式	猪心包	经股动脉	+	CE/FDA
Evolut Pro	美敦力	镍钛合金	自膨胀式	猪心包	经股动脉	+	CE/FDA
Lotus Edge	波士顿科学	镍钛合金	机械膨胀	牛心包	经股动脉	+	CE/FDA
ACURATE neo	波士顿科学	镍钛合金	自膨胀式	猪心包	经股动脉/经心尖	-	FDA
Portico	雅培	镍钛合金	自膨胀式	猪心包	经股动脉	+	CE/FDA
Allegra	NVT	镍钛合金	自膨胀式	牛心包	经股动脉	+	CE
VenusA-Valve	启明医疗	镍钛合金	自膨胀式	猪心包	经股动脉	-	NMPA
J-Valve	杰成医疗	镍钛合金	自膨胀式	猪心包	经心尖	-	NMPA
VitaFlow	微创心通	镍钛合金	自膨胀式	牛心包	经股动脉	-	NMPA

来源: NMPA, FDA, 启明医疗招股书、沛嘉医疗招股书、公司官网、CNKI, 中泰证券研究所

二尖瓣、三尖瓣修复/置换研发加速推进，成长性强

- **二尖瓣、三尖瓣疾病病因复杂，患者人数超过主动脉瓣患者。**根据阜外医院吴永健教授的报告，中国老年瓣膜性心脏病 66%患者为单瓣膜病，34%患者为复合瓣膜病，其中二尖瓣返流最常见（我国患者人数超过 1000 万人），其次是三尖瓣关闭不全、主动脉瓣关闭不全、主动脉瓣狭窄。主动脉瓣通常是瓣膜发生退行性变引起，而二尖瓣关闭不全的主要病因包括退行性变、功能性、风湿性和缺血性，二尖瓣狭窄主要还是风湿性，整体病因涉及到瓣环、瓣叶、腱索、左心室等多个部位，三尖瓣亦然，以国内为例，整体二尖瓣/三尖瓣患者人数较主动脉瓣患者数量更高。
- **二尖瓣/三尖瓣商业化产品数量少，技术尚未成熟。**全球范围来看二尖瓣修复/成形/置入产品已有 6 个产品上市，国内市场雅培的 Mitraclip 于 2020 年 6 月获批，产品思路基本围绕瓣叶修复、瓣环成形和腱索植入等方面，同时国内德晋医疗（腱索修复）和捍宇医疗（瓣叶修复）的产品已在国内临床中；三尖瓣产品中雅培的 TriClip 经导管三尖瓣修复系统于 2020 年 4 月获得 CE 认证，是世界上第一款获批的经导管的介入微创的三尖瓣修复装置，综合来说不管是二尖瓣和三尖瓣产品整体商业化均未进入成熟阶段。

图表 32: 全球二尖瓣修复/成形/置入产品获批情况

产品名称	生产厂家	产品类型	通道/进路	地区	CE获批时间
Mitraclip	雅培	瓣叶修复	经股静脉	CE/FDA/NMPA	2008
Carillon	Cardiac Dimensions	间接瓣环成形	经冠状静脉窦	CE	2011
NeoChord	NeoChord	腱索植入	经心尖	CE	2013
Cardioband	爱德华生命科学	直接瓣环成形	经股静脉	CE	2015
Mitralign	Mitralign	直接瓣环成形	经股动脉	CE	2016
Pascal	爱德华生命科学	瓣叶修复	经股静脉	CE	2019

来源: 各公司官网, 中泰证券研究所

- 公司通过自主研发布局二尖瓣、三尖瓣，提高公司在结构性心脏病领域的竞争力。公司已于 2019 年设立子公司蓝帆心诺，根据公司公众号显示目前公司已开展介入二尖瓣、三尖瓣修复/置换器械等产品研发工作，考虑到公司 TAVR 已在欧洲和爱德华、美敦力等巨头直接竞争，同时全球心血管巨头在二尖瓣、三尖瓣领域均处于早期探索阶段，公司在结构性心脏病领域的产品布局已走在世界前沿水平。

盈利预测与估值

盈利预测

- 我们预计 2020-2022 年公司收入 77.43、77.52、82.45 亿元，同比增长 122.78%、0.11%、6.36%，归母净利润 28.64、20.03、16.56 亿元，同比增长 484.23%、-30.07%、-17.34%，对应 EPS 为 2.97、2.08、1.72。
- 假设一：公司营业税金及附加占营业收入百分比不变；
- 假设二：心血管产品 2020 年受疫情负面影响，考虑到 Biofreedom 预计 2020 年底前后有望在中国和美国获批，带来新市场增量，同时 NVT 的 TAVR 在欧洲继续保持快速放量趋势，我们预计 2021-2022 年有望实现 30% 左右增长，同时考虑中美心血管市场价格相对欧洲较高，所以整体心血管毛利率有望持续上升；
- 假设三：手套业务中，疫情下手套量价齐升，在成本随产能释放等比例提升的假设下，2020 年起毛利率较往年有显著提升（参考正文部分，PVC 涨幅 4-5 倍，丁腈 6-7 倍），同时疫情在疫苗大规模注射前可能长期存在，2021 年价格假设较 2018 年仍有 50% 以上涨幅，2022 年价格回落到 2018 年水平，则手套收入同比持续下降，同时考虑到 300 亿支/年丁腈手套产能在 2021-2023 年陆续投产（2021 年预计 150 亿支投产，2022 年 100 亿支投产，2023 年 50 亿支投产），丁腈占比大幅提升，整体手套毛利率较过去也有明显提高。

图表 33：蓝帆医疗业务分拆预测（单位：百万元）

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
健康防护手套													
收入	505.99	625.27	700.91	824.58	1,469.53	1,488.73	1,277.96	1520.59	1598.94	1678.16	6125.00	5590.00	5455.00
YOY		23.57%	12.10%	17.64%	78.22%	1.31%	-14.16%	18.99%	5.15%	4.95%	264.98%	-8.73%	-2.42%
%总收入			52.57%	61.76%	95.73%	98.66%	99.16%	96.49%	60.27%	48.28%	79.10%	72.11%	66.16%
毛利	83.72	86.36	135.15	121.81	246.28	391.75	348.70	485.77	382.29	256.69	3992.80	2818.13	2128.76
%总毛利			69.24%	64.49%	102.70%	100.07%	99.63%	97.90%	35.52%	15.84%	77.93%	63.66%	49.72%
毛利率(%)	16.55%	13.81%	19.28%	14.77%	16.76%	26.31%	27.29%	31.95%	23.91%	15.30%	65.19%	50.41%	39.02%
心血管产品													
收入									1012.73	1737.34	1544.39	2051.45	2646.41
YOY										71.55%	-11.11%	32.83%	29.00%
毛利									684.16	1350.99	1111.96	1579.61	2117.12
毛利率(%)									67.56%	77.76%	72.00%	77.00%	80.00%
其他产品													
收入			20.99	23.71	59.51	15.48	5.26	9.81	41.45	52.93	63.52	95.27	128.62
YOY				12.96%	150.99%	-73.99%	-66.02%	86.50%	323%	28%	20%	50%	35%
%总收入						1.03%	0.41%	0.62%	1.56%	1.52%	0.82%	1.23%	1.56%
毛利			3.45	2.46	-8.32	-0.38	-0.11	1.36	9.84	8.34	12.07	19.05	25.72
%总毛利						-0.10%	-0.03%	0.27%	0.91%	0.51%	0.24%	0.43%	0.60%
毛利率(%)			16.44%	10.38%	-13.98%	-2.45%	-2.09%	13.86%	23.74%	15.76%	19.00%	20.00%	20.00%
其他业务													
收入	3.25	3.59	7.13	7.33	6.05	4.78	5.55	45.54		7.19	10	15	15
YOY		10.46%	98.61%	2.81%	-17.46%	-20.99%	16.11%	720.54%					
毛利	3.11	3.45	1.08	2.19	1.84	0.10	1.41	7.68		4.72	6.5	9.75	9.75
毛利率(%)	95.69%	96.10%	15.15%	29.88%	30.41%	2.09%	25.41%	16.86%		65.65%	65%	65%	65%
总计													
收入	621.54	933.65	1,333.38	1,335.18	1,535.09	1,508.99	1,288.77	1,575.94	2,653.12	3,475.62	7,742.90	7,751.72	8,245.03
YOY		50.22%	42.81%	0.13%	14.97%	-1.70%	-14.59%	22.28%	68.35%	31.00%	122.78%	0.11%	6.36%
毛利	90.06	95.25	195.18	188.88	239.80	391.47	350.00	496.17	1,076.29	1,620.74	5,123.32	4,426.55	4,281.36
毛利率(%)	14.49%	10.20%	14.64%	14.15%	15.62%	25.94%	27.16%	31.48%	40.57%	46.63%	66.17%	57.10%	51.93%

来源：wind，中泰证券研究所

估值与投资建议

- 我们分别选取 A 股医疗器械中以高值和低值耗材为主的上市公司作为可比公司，其中高值耗材可比公司的平均估值在 57X2020PE，低值耗材可比公司的平均估值在 54X2020PE，我们采用分部估值法，其中冠脉业务参考高值耗材给予 40 倍估值，手套业务参考低值耗材给予 15 倍估值，TAVR 业务参考港股同类上市公司启明医疗（273 亿港元）、沛嘉医疗（198 亿港元）的市值，给予 100 亿元，则公司 2020 年合理市值约 500-600 亿元，维持“买入”评级。

图表 34：可比公司估值

股票代码	公司名称	营收 (2019)	近3年营 收 CAGR(%)	净利润 (2019)	近3年净 利润 CAGR(%)	净利率	PE(2020)	PE(2021)	PE(2022)	总市值
高值耗材可比公司										
300003	乐普医疗	7,795.53	31.00	1,723.79	36.44	22.1%	29.3	22.6	17.7	653.2
300529	健帆生物	1,431.82	38.10	568.69	41.35	39.7%	67.8	51.2	38.9	518.4
002901	大博医疗	1,257.32	39.55	478.71	28.51	38.1%	74.3	58.5	46.4	433.2
平均值							57.1	44.1	34.3	
低值耗材可比公司										
300677	英科医疗	2,082.94	20.75	178.27	27.39	8.6%	58.4	46.6	33.9	246.4
600529	山东药玻	2,992.35	13.30	458.69	34.24	15.3%	49.9	39.8	31.7	290.9
平均值							54.1	43.2	32.8	
002382	蓝帆医疗	3,475.61	39.19	519.46	39.38	14.9%	9.8	13.8	16.6	280.6

来源：wind（截止至 2020 年 6 月 19 日，营收利润单位为百万元，市值单位为亿元），中泰证券研究所

风险提示

- **产品市场推广不达预期风险。**公司产品 Biofreedom、TAVR 均处于市场推广期，可能出现推广不达预期的风险。
- **政策变化风险。**中国医药行业正处于改革深水区，公司目前将业务重心向中国倾斜，可能面临高值耗材两票制、带量采购降价等政策变化风险。
- **产品研发失败风险。**公司的产品具有较强创新性，后续仍在继续研发药物球囊等高值介入性产品，属于各国监管的重点领域，未来可能出现产品研发失败的风险。
- **手套价格波动风险。**受新冠疫情影响，全球手套供需失衡下带来价格大幅波动，脱离往年价格区间，未来随着疫情和全球供给变化，价格仍然可能有进一步上升或下降的风险。
- **产能投放进度不及预期风险。**公司先规划产能预计在 2020-2023 年陆续投产，产能投放和公司防护产品业绩增长直接相关，若产能投放进度不及预期，可能造成业绩不达预期的风险。

图表 35: 蓝帆医疗财务报表预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	3445	4499	6501	7698	营业收入	3476	7743	7752	8245
现金	2243	2200	4058	4936	营业成本	1855	2620	3325	3964
应收账款	685	1525	1527	1624	营业税金及附加	25	57	57	60
其他应收款	17	39	39	41	营业费用	562	929	1085	1196
预付账款	56	79	101	120	管理费用	208	348	426	478
存货	416	664	794	976	财务费用	78	142	122	114
其他流动资产	27	-7	-18	1	资产减值损失	-7	20	20	20
非流动资产	9814	11027	11795	12020	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	111	111	111	111	投资净收益	3	3	3	3
固定资产	1586	2782	3652	4021	营业利润	568	3337	2331	1925
无形资产	943	899	854	810	营业外收入	18	18	18	18
其他非流动资产	7175	7235	7178	7078	营业外支出	10	10	10	10
资产总计	13259	15526	18296	19718	利润总额	576	3345	2339	1933
流动负债	2658	2758	2665	2766	所得税	57	330	231	191
短期借款	797	622	400	300	净利润	519	3015	2108	1743
应付账款	432	706	835	1032	少数股东损益	29	151	105	87
其他流动负债	1429	1430	1430	1433	归属母公司净利润	490	2864	2003	1656
非流动负债	2138	1622	2626	2429	EBITDA	844	3720	2791	2449
长期借款	1944	1444	2444	2244	EPS (元)	0.51	2.97	2.08	1.72
其他非流动负债	194	178	182	185					
负债合计	4796	4380	5292	5195	主要财务比率				
少数股东权益	31	182	287	374	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
股本	964	964	964	964	成长能力				
资本公积	5667	5667	5667	5667	营业收入	31.0%	122.8%	0.1%	6.4%
留存收益	1281	4049	5709	7124	营业利润	56.2%	487.2%	-30.1%	-17.4%
归属母公司股东权益	8432	10964	12718	14149	归属于母公司净利润	41.4%	484.2%	-30.1%	-17.3%
负债和股东权益	13259	15526	18296	19718	获利能力				
					毛利率(%)	46.6%	66.2%	57.1%	51.9%
					净利率(%)	14.1%	37.0%	25.8%	20.1%
					ROE(%)	5.8%	26.1%	15.8%	11.7%
					ROIC(%)	6.0%	26.4%	17.5%	14.2%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	36.2%	28.2%	28.9%	26.3%
					净负债比率(%)	76.72%	68.58%	71.48%	67.04%
					流动比率	1.30	1.63	2.44	2.78
					速动比率	1.13	1.37	2.12	2.40
					营运能力				
					总资产周转率	0.27	0.54	0.46	0.43
					应收账款周转率	5	7	5	5
					应付账款周转率	4.05	4.60	4.31	4.24
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.51	2.97	2.08	1.72
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.81	2.79	2.65	2.22
					每股净资产(最新摊薄)	8.75	11.37	13.19	14.68
					估值比率				
					P/E	56.16	9.61	13.74	16.63
					P/B	3.27	2.51	2.16	1.95
					EV/EBITDA	34	8	10	12

现金流量表				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	783	2688	2552	2137
净利润	519	3015	2108	1743
折旧摊销	198	242	339	410
财务费用	78	142	122	114
投资损失	-3	-3	-3	-3
营运资金变动	-15	-881	-9	-125
其他经营现金流	5	173	-4	-2
投资活动现金流	-388	-1581	-1101	-621
资本支出	357	1560	1080	600
长期投资	39	0	0	0
其他投资现金流	8	-21	-21	-21
筹资活动现金流	28	-1149	407	-638
短期借款	647	-175	-222	-100
长期借款	-492	-500	1000	-200
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-128	-474	-371	-338
现金净增加额	427	-43	1858	878

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报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。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。