

投资评级 优于大市 维持

防疫用品贡献主要增长，国内收入占比提升

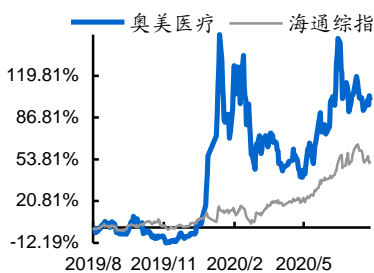
股票数据

08月24日收盘价(元)	28.41
52周股价波动(元)	19.06-60.81
总股本/流通A股(百万股)	633/224
总市值/流通市值(百万元)	17991/6350

相关研究

《医用敷料龙头，三管齐下保增长》
2020.07.01

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	3.4	13.8	41.3
相对涨幅(%)	-2.1	-1.1	17.0

资料来源：海通证券研究所

分析师:钮宇鸣

Tel:(021)23219420

Email:ymniu@htsec.com

证书:S0850511010040

联系人:王园沁

Tel:02123154123

Email:wytq12745@htsec.com

投资要点:

- **2020 半年报:** 公司 2020 年上半年实现营业收入 22.56 亿元,同比增长 106%; 归属于上市公司股东的净利润 7.12 亿元,同比增长 536%; 扣非后归属于上市公司股东的净利润 6.65 亿元,同比增长 554%; 每股收益 1.12 元。
- **上半年收入的高增长主要由防疫用品贡献。** 分业务来看,受国内外疫情影响,2020 年上半年公司伤口与包扎护理类、组合包类产品收入小幅下滑,同比分别减少 5%和 5%; 手术/外科类产品收入增长维持往年增长趋势,同比增长 12%; 感染防护类产品收入大幅增长,同比增速高达 3377%,收入占比从 2019 年上半年的 3%大幅提升至 48%,上半年的收入高增主要由防疫用品贡献。
- **毛利率提升,全产业链生产优势逐步体现。** 2020 年上半年公司医疗器械业务毛利率 43%,同比提升 11pct。目前公司拥有多个生产基地和国际先进水平的生产线,坚持全产业链覆盖的生产模式,生产自动化水平较高,高技术生产效益已逐步得到释放。
- **境内收入占比提升,收入结构优化。** 2020 年上半年公司实现境内营业收入 8.21 亿元,同比增长 520%,占营业收入比重为 36%,同比提升 24pct。作为国内最大的医用敷料出口生产商,2019 年之前公司约 90%的收入均销往国外市场。但 2020 年以来,公司的国内市场业务也陆续取得发展,目前产品已覆盖全国范围内北京 301 医院、中日友好医院、武汉协和等多家医院与药店,实现了收入结构的优化。
- **与国药器械签署协议,进一步打开国内市场。** 2020 年 3 月,公司与国药器械签署《战略合作框架协议》,计划共同投资设立合资公司; 5 月,国药集团奥美(湖北)医疗有限公司成立,总经理为公司实际控制人之一的崔辉。目前,双方正在积极推进战略合作协议的具体落实,同时奥美医疗也已成为国药器械法国口罩项目的主要供应商。我们认为战略合作协议后续将进一步帮助奥美医疗打开国内市场。
- **在建感染防护用品生产项目,产品可对标 3M 等国际品牌。** 2020 年 5 月,公司股东大会审议通过了《关于投资建设奥美医疗疾控防护用品生产基地并设立全资子公司的议案》,拟以 10 亿元资金投资新建疾控防护用品生产基地,引进全球最先进的基材生产设备,并配套定制的自动化、智能化成品深加工生产线,实现感染防护产品的全产业链覆盖。该项目的主要基材生产设备采用目前全球范围内最先进的生产线,因此产成品品质将可直接对标 3M、霍尼韦尔等国际知名品牌。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2028	2352	3598	4137	4711
(+/-)YoY(%)	18.5%	16.0%	53.0%	15.0%	13.9%
净利润(百万元)	228	326	602	684	739
(+/-)YoY(%)	-2.5%	43.0%	84.7%	13.6%	8.1%
全面摊薄 EPS(元)	0.36	0.51	0.95	1.08	1.17
毛利率(%)	31.4%	33.9%	37.4%	37.2%	36.3%
净资产收益率(%)	17.4%	15.9%	22.4%	20.5%	18.4%

资料来源:公司年报(2018-2019),海通证券研究所

备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

疫情扩张医用防护用品储备需求。以口罩为例，疫情之前，口罩的需求呈现季节性，一般是流感、防尘时才会大量使用；但疫情之后国内医院佩戴口罩、日常生活中民众戴口罩的意识均有所加强，以及政府储备的持续需求持续扩张等，口罩储备未来将成为常态。同理，防护服、隔离衣、手术衣等其他防护用品在疫情之后重视程度陡然提升，公司预计整体市场需求将会扩大至以前的 8-10 倍。奥美医疗前期已对感控项目投资进行了公告，投资项目的相关测算所使用的数据为疫情前数据，而即使疫情得以减缓，国内市场仍有增长，因此公司产能释放的空间很大，我们认为奥美医疗感染防护的业绩还将在下半年和 2021 年持续释放。

医疗产品线的基础上，扩充品类发展消费品业务。女性护理、母婴用品对于原材料质量、无菌低敏等特性有严格的要求，与公司所从事的医疗器械行业相契合。公司深耕医用纺织制品、医用无纺制品二十余年，在高端纺织产品、无纺布产品领域拥有质量优势。目前消费品业务由全资子公司奥美生活运营，拥有“尚棉纪”、“安织爱”等品牌，产品在天猫、京东上均有旗舰店销售。

医用敷料行业集中度有望进一步提高，龙头企业将持续受益。根据公司 2020 年半年报引用 Freedonia 数据，预测到 2020 年全球绷带及医用敷料市场规模将达到 244 亿美元，2025 年则可达 313 亿美元。目前国内医用敷料市场头部公司的市占率较低，未来行业集中度有望提升，而奥美医疗这类龙头企业将从中持续受益。我们认为原因主要包括：1) 行业准入门槛提高，劣势企业将被淘汰；2) 国内劳动力成本、运输成本攀升，行业利润空间被压缩，而奥美医疗拥有全产业链和规模化生产优势，可有效控制成本、占领市场高地；3) 随着行业发展，新型高端敷料需求将持续扩张，中小企业难以承担高端产品研发和临床试验需要的大量人力、物力和财力。

国内品牌影响力持续扩大。疫情期间，公司产品质量受到消费者和国家认可，在防疫领域持续扩大品牌影响力：2020 年第二季度起，公司医用外科口罩、儿童口罩陆续进入药店等零售市场，并率先在全市场推出单片灭菌包装的医用外科口罩，广受市场好评；2020 年两会期间，国药器械可来福口罩作为两会专用防护物资，供两会委员在会议期间佩戴使用，奥美医疗作为生产企业承担了大部分供应任务；疫情期间，奥美医疗的口罩等感染防护产品，多次作为官方援外物资运往法国、巴基斯坦、马来西亚等地，支援海外抗疫工作。

盈利预测及估值。我们看好公司全产业链的生产优势，和国内市场感染防护产品线的发展，预测 2020-2022 年 EPS 分别为 0.95 元、1.08 元和 1.17 元，给予公司 2020 年 34-36 倍 PE 估值，对应合理价值区间 32.3 元-34.2 元，维持“优于大市”评级。

风险提示。宏观经济波动风险，汇率波动风险，产品创新转型风险，疫情导致国际市场不及预期。

表 1 公司营业收入及成本预测

项目	2020E	2021E	2022E
伤口与包扎护理			
收入 (亿元)	12.79	13.33	14.39
收入增速 (%)	-3%	4%	8%
成本 (亿元)	8.56	8.50	9.40
毛利 (亿元)	4.23	4.83	4.99
毛利率 (%)	33%	36%	35%
手术/外科			
收入 (亿元)	5.93	6.86	7.95
收入增速 (%)	16%	16%	16%
成本 (亿元)	4.56	5.16	6.05
毛利 (亿元)	1.37	1.70	1.90
毛利率 (%)	23%	25%	24%
医疗防护用品			
收入 (亿元)	13.08	15.96	19.48
收入增速 (%)	2000%	22%	22%
成本 (亿元)	7.66	9.81	11.97
毛利 (亿元)	5.42	6.15	7.51
毛利率 (%)	41%	39%	39%

资料来源: wind, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PS (倍)	PB (倍)
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2020E	2020E
300760	迈瑞医疗	3,863.22	3.85	4.82	5.86	47.25	65.9	54.3	18.9	16.4
300677	英科医疗	346.97	0.89	8.32	9.29	18.64	18.8	16.8	7.4	18.8
002223	鱼跃医疗	370.42	0.75	1.37	1.36	27.09	27.1	27.3	6.1	5.1
	均值		1.8	4.8	5.5	31.0	37.3	32.8	10.8	13.5

注: 收盘价为 2020 年 8 月 24 日价格, EPS 为 wind 一致预期

资料来源: wind, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	2352	3598	4137	4711
每股收益	0.51	0.95	1.08	1.17	营业成本	1555	2253	2598	3000
每股净资产	3.24	4.24	5.27	6.35	毛利率%	33.9%	37.4%	37.2%	36.3%
每股经营现金流	0.43	0.72	0.91	1.05	营业税金及附加	21	36	39	46
每股股利	0.00	0.57	0.65	0.70	营业税金率%	0.9%	1.0%	0.9%	1.0%
价值评估 (倍)					营业费用	130	197	228	259
P/E	55.22	29.89	26.32	24.34	营业费用率%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
P/B	8.77	6.70	5.39	4.47	管理费用	230	341	396	450
P/S	5.10	5.00	4.35	3.82	管理费用率%	9.8%	9.5%	9.6%	9.5%
EV/EBITDA	19.12	21.11	21.73	19.97	EBIT	357	680	771	837
股息率%	0.0%	2.0%	2.3%	2.5%	财务费用	29	32	48	62
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.2%	0.9%	1.2%	1.3%
毛利率	33.9%	37.4%	37.2%	36.3%	资产减值损失	-17	-11	-14	-15
净利润率	13.8%	16.7%	16.5%	15.7%	投资收益	13	4	10	12
净资产收益率	15.9%	22.4%	20.5%	18.4%	营业利润	391	728	827	893
资产回报率	10.3%	12.0%	12.1%	11.1%	营业外收支	4	0	1	2
投资回报率	11.1%	12.8%	12.8%	11.7%	利润总额	394	729	828	895
盈利增长 (%)					EBITDA	478	889	898	979
营业收入增长率	16.0%	53.0%	15.0%	13.9%	所得税	70	130	148	159
EBIT 增长率	31.6%	90.6%	13.4%	8.6%	有效所得税率%	17.7%	17.8%	17.8%	17.8%
净利润增长率	43.0%	84.7%	13.6%	8.1%	少数股东损益	-2	-3	-4	-4
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	326	602	684	739
资产负债率	34.7%	46.5%	41.1%	39.6%					
流动比率	2.68	1.74	1.68	1.88	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	1.35	1.06	0.77	0.91	货币资金	243	900	100	300
现金比率	0.39	0.55	0.07	0.20	应收账款及应收票据	384	548	630	718
经营效率指标					存货	709	966	1127	1307
应收帐款周转天数	33.61	33.61	33.61	33.61	其它流动资产	328	434	505	558
存货周转天数	166.29	156.40	158.35	159.03	流动资产合计	1663	2848	2362	2883
总资产周转率	0.75	0.72	0.73	0.71	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	2.06	2.74	2.31	2.09	固定资产	1141	1315	1791	2251
					在建工程	75	600	1272	1297
					无形资产	161	147	129	113
					非流动资产合计	1492	2176	3304	3770
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	3156	5025	5666	6653
净利润	326	602	684	739	短期借款	362	1235	958	1026
少数股东损益	-2	-3	-4	-4	应付票据及应付账款	108	177	196	230
非现金支出	139	220	141	157	预收账款	7	9	11	13
非经营收益	49	29	42	44	其它流动负债	144	214	237	266
营运资金变动	-239	-395	-284	-272	流动负债合计	620	1637	1403	1535
经营活动现金流	273	453	579	666	长期借款	187	411	635	809
资产	-232	-702	-858	-203	其它长期负债	289	289	289	289
投资	14	0	0	0	非流动负债合计	476	700	924	1098
其他	0	5	11	12	负债总计	1097	2337	2327	2633
投资活动现金流	-218	-697	-848	-191	实收资本	422	633	633	633
债权募资	1029	1097	-54	242	归属于母公司所有者权益	2052	2683	3338	4023
股权募资	487	211	0	0	少数股东权益	7	5	1	-3
其他	-1602	-406	-478	-517	负债和所有者权益合计	3156	5025	5666	6653
融资活动现金流	-86	902	-531	-275					
现金净流量	-28	657	-800	200					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 24 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

钮宇鸣 中小市值团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 蓝色光标,三角轮胎,三环集团,元隆雅图,共进股份,道恩股份,奥美医疗

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。