

投资评级 优于大市 维持

Q3 业绩同比维持正增长，海外疫情需求保持旺盛

股票数据

10月28日收盘价(元)	23.38
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)	15319/5407

相关研究

《防疫用品贡献主要增长，国内收入占比提升》2020.08.25

《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 (%)	-0.9	-14.3	-15.3
相对涨幅 (%)	-3.7	-13.6	-19.0

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: wyq12745@htsec.com

投资要点:

- 事件:** 公司公告 2020 年三季度业绩，公司 2020 年前三季度实现营业总收入 30.9 亿，同比增长 80.5%；实现归母净利润 9.6 亿，同比增长 340.1%；每股收益为 1.51 元。
- Q3 业绩同比高增，系海外疫情催化叠加规模扩张带动。** 公司 2020Q3 单季度收入 8.33 亿元，同比增长 35%；扣非后归母净利润 2.26 亿元，同比增长 142%，实现收入、归母净利润的双高增。我们认为，业绩大幅提升的主要原因为：1) 受全球疫情影响，全球防疫需求尤其是欧美等海外市场的医用防护用品需求持续扩张，带动公司相关产品（口罩等）销售持续提升；2) 8 月 18 日，投资额 10 亿的奥美医疗疾控防护用品生产基地项目正式开工，该项目拟引进全球最先进的基材生产设备，并配套定制的自动化、智能化产品深加工生产线，扩大产能规模的同时，也加大公司的技术、质量、成本领先优势。3) 公司客户认可度高，产品口碑好，产业链一体化优势显著，前三季度毛利率 43.75%，同比提升 10pct，规模扩张的同时利润率也得到进一步改善。
- 国内疫情渐平稳，Q3 单季度收入环比下降。** 与 Q1 相比，Q2 单季度收入 16.6 亿元，环比增长 177%；扣非后归母净利润 5.8 亿元，环比增长 555%，业绩大幅增长的主要原因为国内市场的加速开拓：1) 3 月，公司与国药器械签订战略合作协议，并成为国药器械法国口罩项目的主要供应商；2) 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；3) 两会期间，国药器械可来福口罩为两会专用防护物资，而奥美医疗承担了大部分供应任务。截至 2020H1，公司国内市场营收占比已达 36%，而 Q3 国内疫情较为平稳，生产基地项目产能尚未完全释放，单季度业绩与 Q2 相比有所下滑，收入环比下降 50%，归母净利润环比下降 61%。
- 净利率显著提升，费用管控取得成效。** 2020 年前三季度公司净利率 31.1%，同比提升 18.8pct，除疫情带来的毛利润改善因素外，还系公司费用管控取得成效，期间费用下降。前三季度公司财务费用仅为 202 万元，较去年同期减少 92%，主要为利息支出的减少。
- 海外疫情冬季持续发酵，预计 Q4 防疫用品销量反弹增长。** Q3 国内疫情较为平稳，但海外疫情仍在持续扩散发酵，随着气温下降、各国逐步复工复产等，欧洲等地防疫压力或将上升。口罩、防护服等防疫用品需求持续增加，叠加国外工厂正常开工受到影响，难以满足其防疫需求，我们预计海外市场拓展有望加速，公司 Q4 产品销量有望反弹增长。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2028	2352	3691	4657	5328
(+/-)YoY(%)	18.5%	16.0%	56.9%	26.2%	14.4%
净利润(百万元)	228	326	1155	1321	1521
(+/-)YoY(%)	-2.5%	43.0%	254.5%	14.4%	15.1%
全面摊薄 EPS(元)	0.36	0.51	1.82	2.09	2.40
毛利率(%)	31.4%	33.9%	42.8%	39.6%	39.5%
净资产收益率(%)	17.4%	15.9%	36.2%	31.5%	28.5%

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

行业集中度提高，龙头企业有望受益。我们认为，海外市场对进口的防疫物资有较高标准，对于合作的厂家通常有较为严格的资质要求，而国内大量的中小口罩厂商难以满足其要求。因此在国内疫情平复、海外疫情扩张的情况下，行业集中度或将进一步提升，以公司为代表的龙头医用器械公司有望持续受益。

盈利预测与估值：考虑到公司国内外品牌影响力、全产业链的生产优势、以及全球需求的持续扩张，我们预测公司2020-2022年EPS分别为1.82元、2.09元和2.40元，给予2020年18-20倍PE估值，对应合理价值区间32.76元-36.4元，维持“优于大市”评级。

风险提示。宏观经济波动风险，新产能线不及预期，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)	13.71	14.62	15.78
收入增速 (%)	4%	7%	8%
成本 (亿元)	7.53	8.44	9.10
毛利 (亿元)	6.18	6.18	6.68
毛利率 (%)	45%	42%	42%
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)	4.18	4.94	5.66
毛利 (亿元)	1.75	1.92	2.29
毛利率 (%)	30%	28%	29%
医疗防护用品			
收入 (亿元)	13.08	19.88	24.27
收入增速 (%)	2000%	52%	22%
成本 (亿元)	7.66	12.22	14.91
毛利 (亿元)	5.42	7.66	9.36
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	4,546.69	3.85	5.14	6.22	47.25	72.8	60.1	21.9	19.3
300677	英科医疗	356.58	0.89	18.15	17.76	18.64	5.9	6.0	3.2	4.8
002223	鱼跃医疗	314.98	0.75	1.61	1.43	27.09	19.5	22.0	5.0	4.2
300888	稳健医疗	668.65	-	7.89	4.55	-	19.9	34.5	5.6	8.2
	均值		1.8	8.2	7.5	31.0	29.5	30.6	8.9	9.1
	中位值		0.9	6.5	5.4	27.1	19.7	28.2	5.3	6.5

注：收盘价为2020年10月28日价格，EPS为wind一致预期；新增可比公司稳健医疗，稳健医疗业务模式与公司较为相近，于2020年9月方才上市。

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	3691	4657	5328
每股收益	0.51	1.82	2.09	2.40	营业成本	1555	2112	2811	3226
每股净资产	3.24	5.04	6.62	8.44	毛利率%	33.9%	42.8%	39.6%	39.5%
每股经营现金流	0.43	0.96	1.05	1.64	营业税金及附加	21	15	19	22
每股股利	0.60	0.36	0.52	0.60	营业税金率%	0.9%	0.4%	0.4%	0.4%
价值评估 (倍)					营业费用	130	115	126	144
P/E	45.44	12.82	11.21	9.74	营业费用率%	5.5%	3.1%	2.7%	2.7%
P/B	7.22	4.64	3.53	2.77	管理费用	230	202	268	301
P/S	4.20	4.01	3.18	2.78	管理费用率%	9.8%	5.5%	5.7%	5.7%
EV/EBITDA	19.12	11.44	10.00	8.41	EBIT	357	1192	1341	1533
股息率%	2.6%	1.6%	2.2%	2.6%	财务费用	29	0	-9	-23
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.2%	0.0%	-0.2%	-0.4%
毛利率	33.9%	42.8%	39.6%	39.5%	资产减值损失	-17	-6	-11	-14
净利润率	13.8%	31.3%	28.4%	28.5%	投资收益	13	62	89	90
净资产收益率	15.9%	36.2%	31.5%	28.5%	营业利润	391	1343	1538	1769
资产回报率	10.3%	27.2%	24.9%	24.7%	营业外收支	4	-3	0	0
投资回报率	11.1%	28.6%	24.8%	24.2%	利润总额	394	1340	1538	1769
盈利增长 (%)					EBITDA	478	1278	1429	1620
营业收入增长率	16.0%	56.9%	26.2%	14.4%	所得税	70	191	224	256
EBIT 增长率	31.6%	234.4%	12.4%	14.4%	有效所得税率%	17.7%	14.3%	14.6%	14.5%
净利润增长率	43.0%	254.5%	14.4%	15.1%	少数股东损益	-2	-6	-7	-8
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	326	1155	1321	1521
资产负债率	34.7%	24.7%	21.0%	13.5%					
流动比率	2.68	4.52	4.71	8.15	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	1.35	2.73	2.94	5.26	货币资金	243	562	957	1274
现金比率	0.39	0.96	1.22	2.32	应收账款及应收票据	384	562	710	812
经营效率指标					存货	709	905	1220	1406
应收帐款周转天数	33.61	33.61	33.61	33.61	其它流动资产	328	609	796	984
存货周转天数	166.29	156.40	158.35	159.03	流动资产合计	1663	2639	3682	4475
总资产周转率	0.75	0.87	0.88	0.86	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	2.06	2.91	3.61	3.90	固定资产	1141	1266	1290	1366
					在建工程	75	71	81	92
					无形资产	161	147	129	113
					非流动资产合计	1492	1606	1620	1689
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	3156	4244	5302	6165
净利润	326	1155	1321	1521	短期借款	362	200	300	0
少数股东损益	-2	-6	-7	-8	应付票据及应付账款	108	166	212	247
非现金支出	139	92	99	101	预收账款	7	10	13	15
非经营收益	49	-96	-187	-156	其它流动负债	144	208	256	287
营运资金变动	-239	-536	-562	-423	流动负债合计	620	584	782	549
经营活动现金流	273	610	664	1035	长期借款	187	145	99	53
资产	-232	-139	-41	-75	其它长期负债	289	319	233	233
投资	14	-8	-1	-1	非流动负债合计	476	465	332	286
其他	0	63	90	91	负债总计	1097	1049	1114	835
投资活动现金流	-218	-83	48	15	实收资本	422	633	633	633
债权募资	1029	-203	54	-346	归属于母公司所有者权益	2052	3194	4193	5343
股权募资	487	211	0	0	少数股东权益	7	2	-5	-13
其他	-1602	-215	-370	-387	负债和所有者权益合计	3156	4244	5302	6165
融资活动现金流	-86	-207	-317	-733					
现金净流量	-28	320	395	317					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 28 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,稳健医疗

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。