

## 蓝帆医疗(002382)/医疗器械

## 新冠疫情下手套利润实现高增长, 全年业绩可期

**评级: 买入(维持)**

市场价格: 37.88

分析师: 江琦

执业证书编号: S0740517010002

电话: 021-20315150

Email: jiangqi@r.qizq.com.cn

分析师: 谢木青

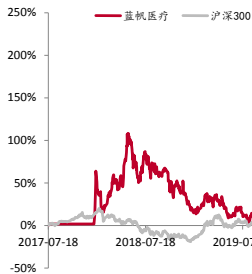
执业证书编号: S0740518010004

电话: 021-20315895

Email: xiemq@r.qizq.com.cn

**基本状况**

|           |           |
|-----------|-----------|
| 总股本(百万股)  | 964.03    |
| 流通股本(百万股) | 703.44    |
| 市价(元)     | 37.88     |
| 市值(百万元)   | 36,517.50 |
| 流通市值(百万元) | 26,646.42 |

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

1 蓝帆医疗(002382.SZ): 大规模扩大丁腈手套产能夯实全球手套龙头地位, 心血管创新器械步入收获阶段

2 蓝帆医疗(002382.SZ): 手套业务量价齐升, 支架受疫情影响短期承压

3 蓝帆医疗(002382.SZ): 2019年平稳增长, 2020年防护用品受益疫情有望持续超预期

**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       | 105.32  | 74.48   | 12.75   | 18.23   | 22.05   |
| PEG       | 1.45    | 1.80    | 0.03    | -0.61   | -1.27   |
| P/B       | 4.68    | 4.33    | 3.33    | 2.87    | 2.58    |

备注:

**投资要点**

- **事件: 公司公告 2020 年中报业绩预告, 预计实现归母净利润 6.00-7.50 亿元, 同比增长 155.74-219.68%。**
- **新冠疫情下手套利润实现高增长, 心血管业务短期承压。**根据业绩预告, 2020H1 归母净利润取中值为 6.75 亿元, 增速中值为 188%, 其中 2020Q2 单季度实现归母净利润取中值为 5.30 亿元, 增速中值为 283%, 较 Q1 有显著提升, 主要原因是国内外新冠疫情下, 手套等防护产品需求大幅提升, 手套价格快速增长导致。心血管业务中考虑到国内疫情已逐步好转, 预计下半年有望恢复, 海外由于疫情持续发酵, 二季度仍在承压。
- **新产能投产+价格提升, 2020 年下半年手套利润预计大幅高于上半年。**根据预告显示, 公司出于诚信合作和长期战略考虑, 在疫情逐步蔓延之际遵守与客户已确定的订单价格, 并给予客户接受价格上涨的缓冲期, 因而公司上半年实现营收的订单价格尚未完全与市场实时价格接轨; 自五月下旬起, 公司实现营收的订单价格已开始全面接近市场价格。此外, 2020 年下半年公司预计有年产能 15 亿 PVC+20 亿丁腈+20 亿 TPE 手套的新产能陆续投产, 量价齐升下 2020 年下半年医疗及防护用品的净利润有望大幅高于上半年。
- **柏盛冠脉业务进入收获, 同时布局心脏瓣膜等前沿产品带来长期持续竞争力。**公司冠脉业务中重磅品种 BioFreedom 有望于 2020 年底前后分别获 FDA、NMPA 注册, 载 BA9 的药物球囊、钴铬合金版 BioFreedom 有望在未来 1-2 年陆续获批, 疫情后业绩有望加速回升。此外通过外延+自研强势布局结构性心脏病领域, NVT 一代 TAVR (60-70%可回收) 可直接借助柏盛欧洲渠道进一步快速放量, 二代 100%可回收的 TAVR 即将同时在欧洲和中国启动临床试验, 同时公司已展开二尖瓣、三尖瓣修复/置换产品研发工作, 长期竞争力强。
- **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 365 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。**

**图表 1: 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        |
| <b>流动资产</b>    | 3445  | 4499  | 6501  | 7698  | <b>营业收入</b>     | 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           |
| <b>非流动资产</b>   | 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  | <b>营业利润</b>     | 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           |
| <b>资产总计</b>    | 13259 | 15526 | 18296 | 19718 | <b>利润总额</b>     | 576         | 3345         | 2339         | 1933         |
| <b>流动负债</b>    | 2658  | 2758  | 2665  | 2766  | 所得税             | 57          | 330          | 231          | 191          |
| 短期借款           | 797   | 622   | 400   | 300   | <b>净利润</b>      | 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  | <b>归属母公司净利润</b> | 490         | 2864         | 2003         | 1656         |
| <b>非流动负债</b>   | 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   |                 |             |              |              |              |
| <b>负债合计</b>    | 4796  | 4380  | 5292  | 5195  | <b>主要财务比率</b>   |             |              |              |              |
| 少数股东权益         | 31    | 182   | 287   | 374   | <b>会计年度</b>     | <b>2019</b> | <b>2020E</b> | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> |
| 股本             | 964   | 964   | 964   | 964   | <b>成长能力</b>     |             |              |              |              |
| 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%       |
| <b>负债和股东权益</b> | 13259 | 15526 | 18296 | 19718 | <b>获利能力</b>     |             |              |              |              |
|                |       |       |       |       | 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%        |
|                |       |       |       |       | <b>偿债能力</b>     |             |              |              |              |
|                |       |       |       |       | 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         |
|                |       |       |       |       | <b>营运能力</b>     |             |              |              |              |
|                |       |       |       |       | 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         |
|                |       |       |       |       | <b>每股指标(元)</b>  |             |              |              |              |
|                |       |       |       |       | 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        |
|                |       |       |       |       | <b>估值比率</b>     |             |              |              |              |
|                |       |       |       |       | P/E             | 74.48       | 12.75        | 18.23        | 22.05        |
|                |       |       |       |       | P/B             | 4.33        | 3.33         | 2.87         | 2.58         |
|                |       |       |       |       | EVEBITDA        | 45          | 10           | 14           | 15           |

| 现金流量表          |      |       |       |       |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| 会计年度           | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| <b>经营活动现金流</b> | 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    |
| <b>投资活动现金流</b> | -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   |
| <b>筹资活动现金流</b> | 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  |
| <b>现金净增加额</b>  | 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。