

短期扰动因素较多，长期看好公司多维度发力

——赛诺医疗（688108.SH）2020年三季度报点评

要点

事件：公司公布2020年三季度报，报告期内实现营业收入2.75亿元（-11.29%）；归母净利润0.49亿元（-25.44%）；扣非归母净利润0.38亿元（-41.94%）；实现EPS为0.12元。业绩符合市场预期。

点评：

短期内多因素影响公司业绩，非经常性损益影响较大。受疫情影响，国内PCI手术量较去年同期有一定下滑。冠脉支架集采完全落地前，经销商进货冠脉支架意愿较低，对公司主营业务产生一定影响。多重因素下，公司Q3单季度实现营业收入0.99亿元，同比下降2.57%；归母净利润0.18亿元，同比下降3.15%。前三季度，公司业绩受到非经常性损益的影响较大，仅Q3就获得了744.26万元的财政补贴。扣除非经常性损益后，Q3扣非归母净利润为0.10亿元，同比下降47.10%。

2021年业绩承压概率较大，公司具有多重应对措施。由于公司主营产品之一的不锈钢冠脉支架未进入国家集采范围，预计2021年公司该产品销售将面临较大压力，但公司凭借雄厚积淀具备多重应对措施：

- 1、二代钴铬冠脉支架发力，海外市场着力拓展。公司二代冠脉支架采用钴铬材料，已提交注册申请预计明年开始销售，预计其临床数据结果较市场中其他产品具有优越性。此外，公司支架类产品均拥有海外销售资格，公司将加强海外销售力度。
- 2、神经业务高速发展，收购恩脉充实布局。公司新一代颅内球囊扩张导管于6月份获准上市；颅内药物洗脱支架于10月通过了创新医疗器械特别审查程序，预计明年开始销售。该产品是全球首个专用于颅内动脉狭窄治疗的药物洗脱支架，在颅内的迂曲血管治疗上较裸支架更为安全有效。此外公司已完成低价收购明星企业恩脉医疗，加快取栓支架和肺动脉取栓支架布局速度。
- 3、介入非植入积极布局，不排除涉足药物球囊。公司不排除通过并购、代理等方式进入介入非植入领域（药物球囊等）。

盈利预测、估值与评级：公司是国内介入类器械老牌企业，坚持国际化战略，重视产品研发，是国内最早布局神经介入缺血类市场的公司之一。考虑到冠脉支架集采对公司不锈钢支架的不利影响，维持公司2020年的EPS为0.10元，调低2021~2022年EPS为0.09（-0.06）/0.14（-0.08）元，维持“买入”评级。

风险提示：冠脉支架集采大幅降价；在研产品进度慢于预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	380	436	363	327	494
营业收入增长率	18.14%	14.59%	-16.69%	-10.04%	51.16%
净利润（百万元）	89	90	59	55	85
净利润增长率	34.84%	0.95%	-34.66%	-6.76%	54.86%
EPS（元）	0.15	0.15	0.10	0.09	0.14
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.72%	8.20%	5.36%	4.89%	7.20%
P/E	138	137	210	225	145
P/B	17.6	11.2	11.3	11.0	10.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止2020-10-29

买入（维持）

当前价：20.36元

作者

分析师：黄卓

执业证书编号：S0930520030002

021-52523676

huangz@ebsecn.com

分析师：林小伟

执业证书编号：S0930517110003

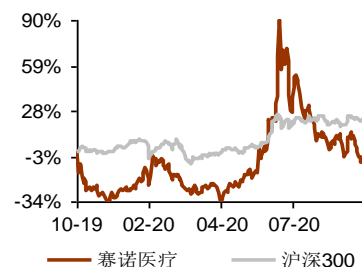
021-52523871

linxiaowei@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	4.10
总市值(亿元)	83.48
一年最低/最高(元)	13.78/43.75
近3月换手率	37.61%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-8.88	-34.54	-30.08
绝对	-4.93	-32.53	-8.01

资料来源：Wind

相关研报

Q2 业绩逐步回暖，明后年有望进入收获期——赛诺医疗（688108.SH）2020年半年报点评（2020-08-20）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	380	436	363	327	494
营业成本	67	74	111	115	174
折旧和摊销	21	8	19	26	34
税金及附加	5	4	4	3	5
销售费用	88	106	73	62	91
管理费用	52	61	44	37	54
研发费用	67	90	73	59	84
财务费用	-2	-5	-5	-6	-4
投资收益	8	2	2	5	8
营业利润	108	109	69	63	99
利润总额	103	108	70	65	101
所得税	14	18	11	10	16
净利润	89	90	59	55	85
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	89	90	59	55	8
EPS(按最新股本计)	0.15	0.15	0.10	0.09	0.14

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	98	138	78	81	63
净利润	89	90	59	55	85
折旧摊销	21	28	19	26	34
净营运资金增加	-179	67	-82	-48	212
其他	167	-47	82	48	-269
投资活动产生现金流	163	-178	-109	-130	-117
净资本支出	-99	-10	-112	-135	-125
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	261	2	3	5	8
融资活动现金流	7	304	-57	-24	71
股本变化	99	50	0	0	0
债务净变化	0	-1	0	0	92
无息负债变化	1	3	23	10	49
净现金流	268	263	-88	-73	17

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	82.3	2.9%	69.3%	64.7%	64.8%
EBITDA 率	33.0%	31.7%	22.0%	23.9%	24.8%
EBIT 率	26.1%	23.8%	16.8%	16.0%	17.8%
税前净利润率	27.0%	24.8%	19.3%	20.0%	20.5%
归母净利润率	23.4%	20.7%	16.2%	16.8%	17.2%
ROA	11.1%	7.5%	4.8%	4.3%	5.8%
ROE (摊薄)	12.7%	8.2%	5.4%	4.9%	7.2%
经营性 ROIC	12.2%	9.6%	5.6%	4.5%	5.8%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	13%	9%	11%	11%	19%
流动比率	6.44	10.19	7.15	5.98	3.10
速动比率	5.80	9.33	6.18	5.04	2.46
归母权益/有息债务	734.43	-	-	-	12.80
有形资产/有息债务	645.09	-	-	-	10.99

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	806	1,206	1,226	1,261	1,460
货币资金	375	638	55	77	494
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	81	81	64	58	87
应收票据	7	4	4	3	5
其他应收款 (合计)	8	10	7	7	10
存货	54	68	100	104	156
其他流动资产	3	4	4	4	4
流动资产合计	535	807	733	656	761
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	62	85	97	112	129
在建工程	10	31	55	78	101
无形资产	31	41	46	50	4
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	8	2	1	1	1
非流动资产合计	271	399	493	605	699
总负债	105	107	130	139	281
短期借款	0	0	0	0	92
应付账款	39	26	39	40	61
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	1	1	1	1	1
其他流动负债	-12	-12	-12	-12	-12
流动负债合计	83	79	102	110	246
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	6	16	15	15	17
非流动负债合计	22	28	27	30	35
股东权益	701	1,099	1,097	1,122	1,180
股本	607	607	410	410	410
公积金	304	572	578	583	592
未分配利润	35	114	107	127	176
归属母公司权益	701	1,099	1,097	1,122	1,180
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	23.01%	24.20%	20.00%	19.00%	18.50%
管理费用率	13.59%	14.04%	12.00%	11.20%	11.00%
财务费用率	-0.42%	-1.11%	-1.40%	-1.79%	-0.73%
研发费用率	17.49%	20.55%	20.00%	18.00%	17.00%
所得税率	13%	17%	16%	16%	16%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.00	0.10	0.05	0.05	0.07
每股经营现金流	0.16	0.23	0.13	0.13	0.10
每股净资产	1.16	1.81	1.81	1.85	1.94
每股销售收入	0.63	0.72	0.60	0.54	0.81

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	138	137	210	225	145
PB	17.6	11.2	11.3	11.0	10.5
EV/EBITDA	61.2	61.8	102.1	105.0	68.9
股息率	0.0%	0.5%	0.2%	0.2%	0.3%

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们



静安区南京西路 1266 号恒隆广场
1 期写字楼 48 层

上海



西城区月坛北街 2 号月坛大厦东
配楼 2 层复兴门外大街 6 号光大
大厦 17 层

北京



福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景
纪元大厦 A 座 17 楼

深圳