

分析师： 乔洋 021-68751065 zoupeng@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490510120007

联系人： 邹朋 021-68751065 zoupeng@cjsc.com.cn

专注于医疗监护仪领域的民营企业

事件描述

广东宝莱特医用科技股份有限公司拟首次向社会公开发行人民币普通股 1,050 万股，发行后公司总股本为 4,058 万股，本次公开发行的股份占发行后总股本的比例为 25.87%

■ 专注于医疗监护仪领域的民营企业

公司以国内外为目标市场，主要从事医疗监护仪及相关医疗器械的研发、生产和销售，是医疗监护设备的专业供应商。董事燕金元、王石夫妇共同持有公司1,473.92万股，占公司发行后股本总数的36.33%，为公司的实际控制人。公司主要产品包括掌上监护仪、常规一体式监护仪及插件式监护仪等三大系列医疗监护仪。

■ 公司注重专业的研发技术，国内外市场兼顾

公司始终重视新产品及新技术研发，在医疗监护仪领域拥有较强的研发能力，持续推出了多种型号的新产品，建立了一套跨部门、跨系统、从市场需求调研到产品注册的完整产品研发流程。公司目前已形成了覆盖全国绝大部分省市，并涉及全球40多个国家与地区的营销服务网络。2008-2010年，公司对外出口收入分别为3,079.73万元、3,051.66万元和7,949.22万元，占主营业务收入比例分别为37.36%、30.12%和55.85%。

■ 行业快速发展带来良好机遇

随着居民生活水平的提高和国家加大对医疗卫生事业的投资，医疗保障的水平将不断提高，基本医疗保障制度将逐步全面覆盖城乡居民，卫生服务的需求将整体增加，使得医疗监护仪市场需求呈现快速增长的态势。同时，凭借着较高的性价比优势，公司医疗监护仪产品的出口或将继续保持着快速发展的态势。

■ 募集资金用于多项技术研发和项目扩建

公司本次拟向社会公众公开发行人民币普通股1,050万股，占发行后总股本的25.87%，募集资金用于多参数监护仪技改扩建项目和研发中心技术改造项目。

■ 建议询价区间在 26.5 – 31.8 元

我们预计宝莱特 2011-2013 年 EPS 分别为 1.06 元、1.48 元和 2.00 元，公司在监护仪系列产品上具有一定的技术优势，产品规格齐全，营销体系不断完善，随着新产品的研发推进，公司具有持续发展的能力，给予公司 2011 年 PE 25-30 倍估值，建议询价区间在 26.5 元至 31.8 元。

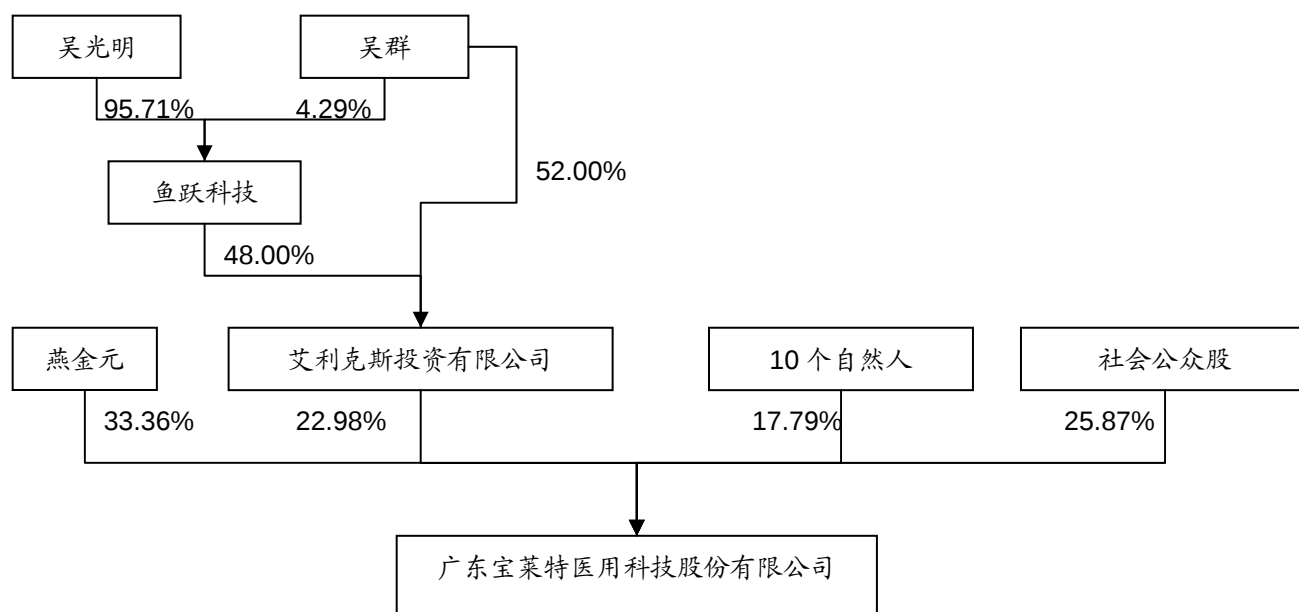
事件评论

公司背景

公司由宝莱特电子整体变更设立，承继了宝莱特电子的全部业务与生产经营体系，即拥有宝莱特电子的全部资产与负债，截止2010年10月注册资本3,008万。公司主要产品包括掌上监护仪、常规一体式监护仪及插件式监护仪等三

大系列医疗监护仪。董事燕金元、王石夫妇共同持有公司1,473.92万股，占公司股本总数的36.33%，是公司的实际控制人。本次发行前总股本3,008万股，本次拟发行1,050万股，发行后总股本为4,058万股，本次拟发行的社会公众股占发行后总股本的25.87%

图 1: 发行后股权结构图



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

公司通过自主研发全面掌握了医疗监护仪研发与生产的关键性技术，拥有一支专业覆盖生理信号算法、参数模块、监护软件开发、硬件结构设计等多学科的强大研发队伍，形成了完整的技术创新体系。公司自设立以来，主营业务未发生变更。主要是掌上监护仪、常规一体式监护仪以及插件式监护仪三大系列产品，产品规格齐全。

表 1: 医疗监护仪分类

分类方法	产品类别	应用领域
按结构分类	掌上监护仪、常规一体式监护仪、插件式监护仪	普通病房及社区医疗机构、重症监护室、手术室
按应用分类	重症室监护仪、麻醉科监护仪、神经科监护仪、胎儿监护仪、新生儿监护仪、除颤监护仪、核磁共振监护仪	普通病房及社区医疗机构、重症监护室、手术室
按功能分类	床边监护仪、中央监护仪、遥测监护仪	普通病房及社区医疗机构
按市场分类	常规监护仪、高端监护仪	普通病房及社区医疗机构

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

公司主导产品为掌上监护仪、常规一体式监护仪、插件式监护仪，属于中高端监护仪一类。其中插件式监护仪主要应用于ICU、CCU及手术室等重点科室；常规一体式监护仪和掌上监护仪主要应用于普通病房及社区医疗机构。

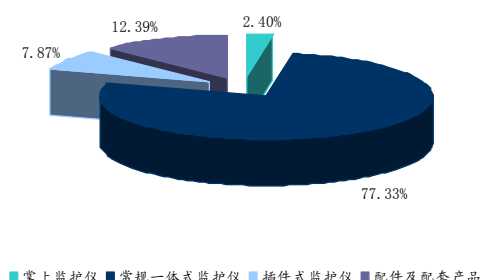
表 2：公司主导产品分类

产品名称	功能特点	应用领域
插件式监护仪	功能模块化、便于功能扩展和软件升级以及能够对特殊要求的生理参数进行监控	ICU、CCU 及手术室等重点科室
常规一体式监护仪	功能模块一般固定，配置常用的生理参数	普通病房及社区医疗机构
掌上监护仪		

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

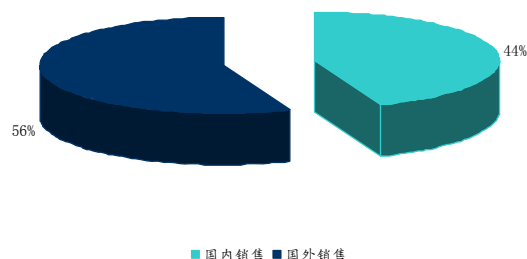
三大监护仪系列是公司营业收入的保障，2010 年监护仪系列产品收入占公司总收入的 87.61%，同时，公司兼顾国内外市场，2010 年国外收入占总收入的 55.85%

图 2：2010 年分产品收入结构



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 3：2010 年国内和国外比例结构



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

医疗监护仪行业概况

根据国家统计局2002年10月颁布实施的《国民经济行业分类》国家标准（GB/T4754-2002），公司所处行业系“医疗仪器设备及器械制造业”大类下属的“医疗诊断、监护及治疗设备制造业”的其中一个分支——医疗监护仪制造业。

全球医疗器械产业平稳增长，医疗监护仪已成为医疗器械产业生力军

随着经济的发展、人口的增长、社会老龄化程度的提高，以及人们保健意识的不断增强，全球医疗器械市场持续快速扩大。据欧盟医疗器械委员会的发布的报告显示，2008年全球医疗器械市场总销售额大约有3,360亿美元，较2007年增长12%。整体来看，全球医疗器械市场需求增长率远远高于GDP增长。全球医疗器械行业集中度较高，目前排名世界前25位的医疗器械公司的销售额合计占全球医疗器械总销售额的60%，而散布在世界各地的数万家医疗器械公司的销售额合计只占40%的份额。

医疗监护仪已成为全球医疗器械产业中的一个重要分支，从2000年至2009年，全球监护仪市场销售规模从28.1亿美元增长至48.1亿美元，复合增速达到6.15%，而同期全球GDP复合增速仅为2.28%。

图 4：全球医疗监护仪市场规模不断增长



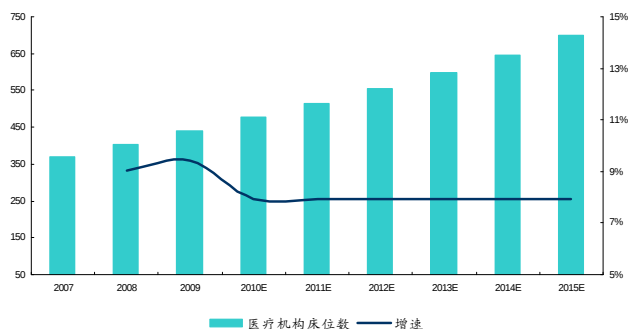
资料来源：招股说明书，长江证券研究部

国内医疗监护仪市场将保持快速增长,普及率不断增大

根据《医药卫生体制改革近期重点实施方案（2009—2011年）》，各级政府计划于2009~2011年3年内投入8,500亿元。届时，我国整体医疗条件将有望得到较大程度的改善，医疗机构床位规模将继续扩大，这将扩大医疗监护仪的潜在需求。同时医疗消费不断升级，也使得医疗监护仪的应用领域不断扩大，从最初只用于ICU、CCU、手术室等科室，到目前已经扩展到神经内科、脑外科、骨科、呼吸科、妇产科、新生儿科等内容的监护。

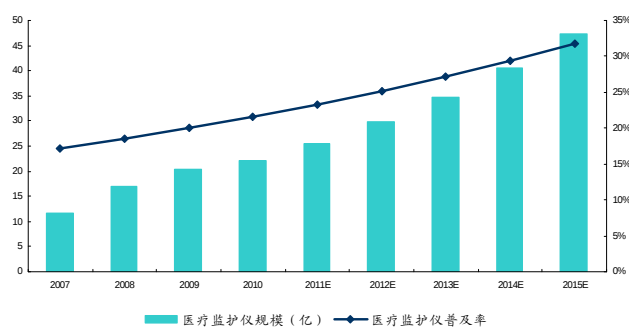
中国医疗器械行业协会提供数据显示，2009年中国医疗监护仪普及率仅为20%，而美国已达到80%，可见我国跟发达国家的差距较大，上升空间很大，2009年中国人均GDP为3,678美元，而监护仪普及率仅为美国同期水平的7.94%。随着未来我国人均GDP的快速增长，我国医疗监护仪普及率也有望呈现不断上升的态势。

图 5：我国医疗机构床位规模不断扩大



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 6：我国医疗监护仪普及率不断上升



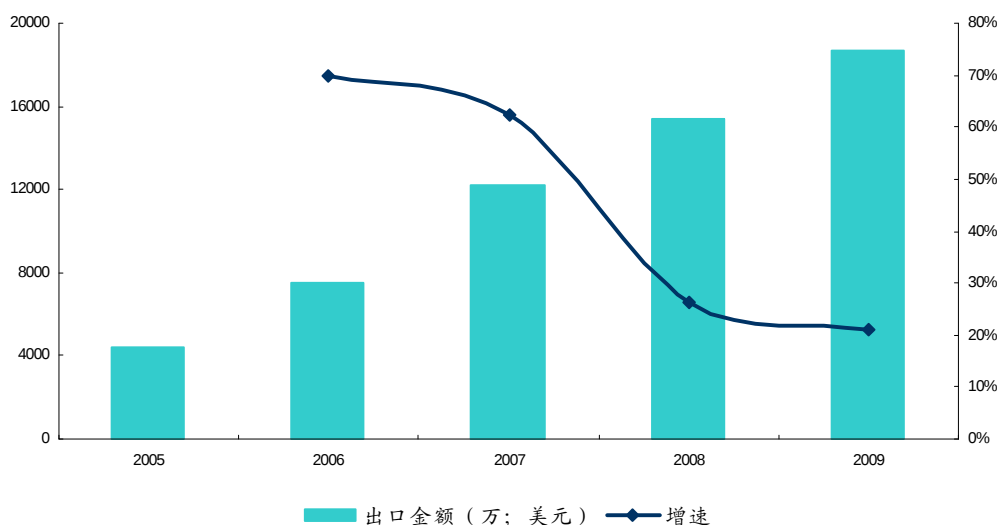
资料来源：招股说明书，长江证券研究部

我国医疗监护仪出口规模不断扩大

近年来，我国监护仪企业加强了技术研究和创新，与国外同类产品的差距已经大大缩小，凭借着较强的性价比优势，我国监护仪出口一直呈现增长的态势，由于近年来出口规模发展到一定程度，基数较大，导致增长率有所下降，

报告期内，公司出口业务快速增长，海外市场已成为公司重要盈利来源。

图 7：我国医疗监护仪出口市场规模不断增长



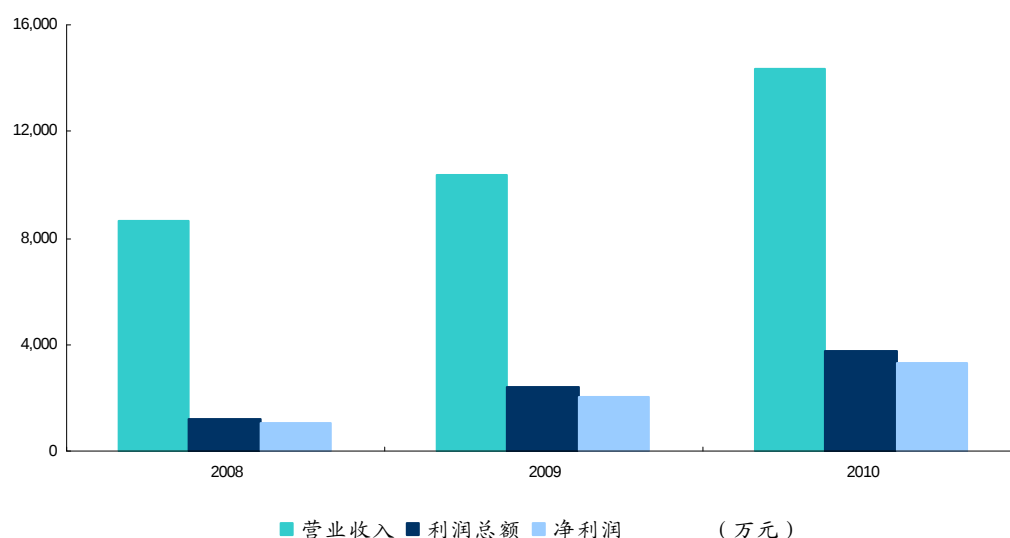
资料来源：招股说明书，长江证券研究部

公司经营分析

三类监护仪形成公司收入保障，同时兼顾国内外市场

围绕临床应用，公司主要产品涵盖掌上监护仪、常规一体式监护仪、插件式监护仪三种类型不同规格及型号的多参数监护仪。2008-2010年间公司主营业务收入主要来源于医疗监护仪的生产和销售，占主营业务收入的比例分别为91.61%、89.82%、87.61%，2010年度配件及配套产品收入占同期主营业务收入的比为12.39%，报告期内公司营业收入、净利润均保持稳步增长，复合增长率分别达到29.0%，76.7%。

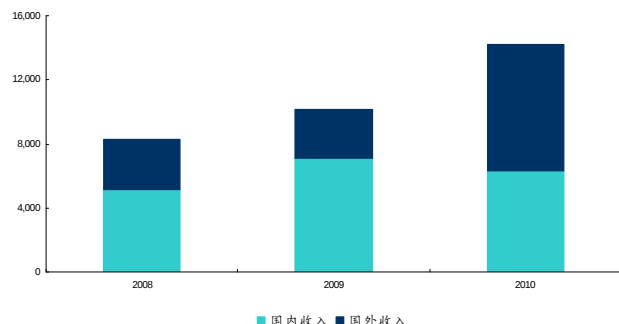
图 8：2008-2010 公司主营业务、净利润稳步增长



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

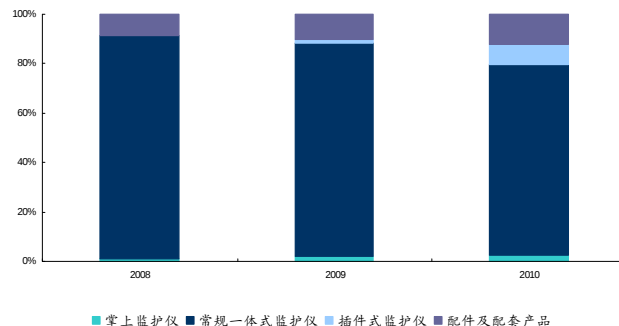
公司同时兼顾国内外市场，2008-2010年，国外收入占比不断增大，由2008年37.36%上升至2010年的55.85%，其中于插件式监护仪2009年上市，目前在出口方面占比较低。

图 9：2008-2010 公司出口收入占比增大



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 10：08-10 年公司出口以常规一体式监护仪销售为主



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

公司销售以经销商模式为主，销售网络健全

公司目前已形成了覆盖全国绝大部分省市，并涉及全球40多个国家与地区的营销服务网络。为集中销售力量、强化营销功能，公司内部组建了营销中心，并主要通过国内销售部、国际销售部、政府采购部等三大销售系统在不同领域的优势来稳固常规监护市场，并努力抢占高端监护市场。

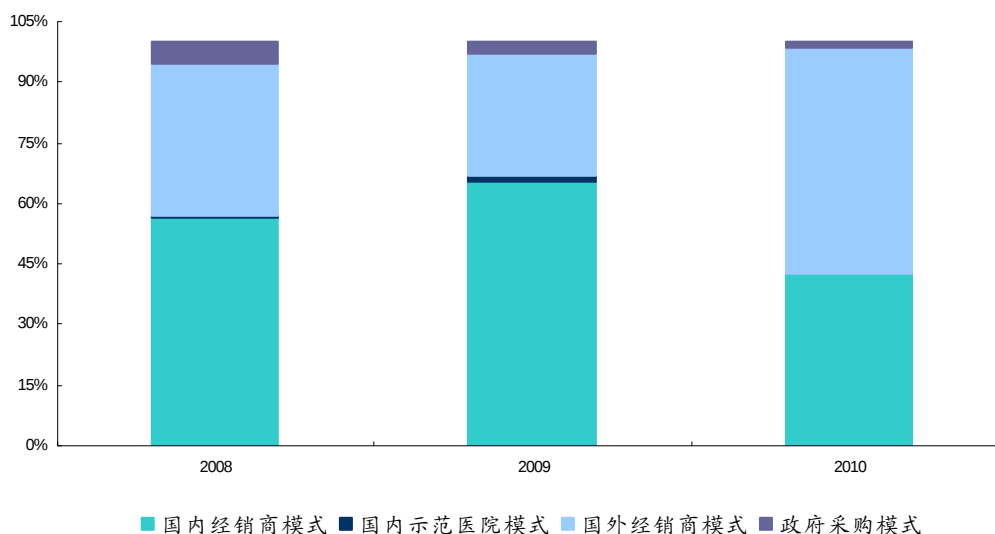
表 3：公司销售模式分类

销售对象	销售方式
国内销售	经销商模式为主，同时辅以“示范医院”的方式。
国际销售	以直接面向海外市场的当地经销商进行自有品牌分销为主，同时辅以 ODM 模式
政府采购	利用公司的品牌效应及公司的专业能力，经营省级（包括省会城市）以上的政府采购项目，从而提高公司的知名度，扩大产品覆盖面。

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

按销售模式来看，公司在国内外的销售模式均以经销商销售为主，政府采购模式逐年减少，截止 2010 年，政府采购模式所带来的收入只有 0.1%，公司将继续以经销商模式为主，在加强产品研发的同时不断扩大市场范围。

图 11: 2008-2010 年公司经销商模式收入占比总收入最大



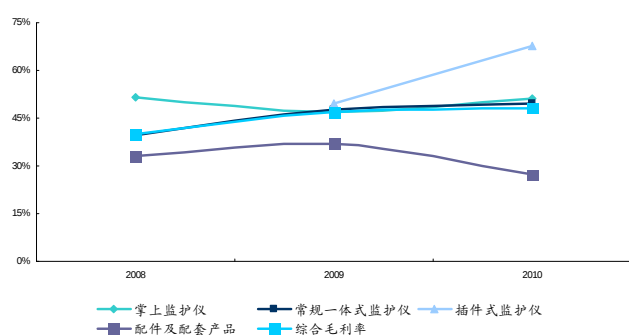
资料来源：招股说明书，长江证券研究部

公司毛利率综合分析

公司核心产品医疗监护仪属于高技术、高附加值的中高端产品，因此公司综合毛利率较高。2008-2010年公司毛利不断上升，由40.12%上升至48.05%，主要因为2009年上市的插件式监护仪的较高毛利率带动以及海外收入占比的提升。

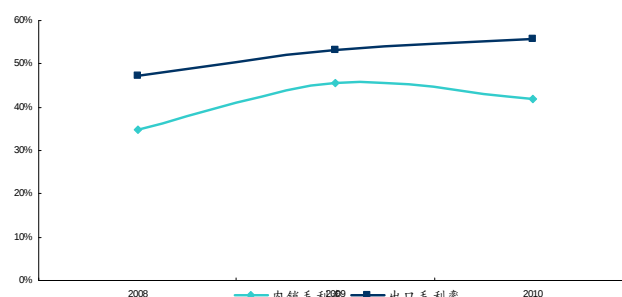
公司的出口主要由印度，巴西等发展中国家，出口的竞争没有国内竞争激烈，公司在出口方面较国内拥有更强的议价权，使得公司的出口毛利率高于国内销售的毛利率。海外收入占比的提升带动公司综合毛利率上升。

图 13: 2008-2010 公司综合毛利率稳升，插件式最高



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 14: 08-10 年公司出口毛利率高于国内销售毛利率



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

募投项目提升公司竞争能力

公司本次首次公开发行股票并上市成功后，将全面启动募集资金投资项目。“多参数监护仪技改扩建项目”建成后将扩大公司的产能规模，提高生产工艺水平，增强市场反应能力。同时插件式监护仪的大规模生产，将极大改善公司的产品结构，提高公司未来的盈利能力。“研发中心技术改造项目”建成后将进一步增强公司的技术研发优势，提高公司的核心竞争力。

表 4：公司募投项目概况

项目名称	投资总额（万元）	拟使用募集资金投资额（万元）	实施方式
多参数监护仪技改扩建项目	8,811	8,811	公司直接实施
研发中心技术改造项目	3,350	3,350	公司直接实施

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

风险提示

- 1、汇率风险：**公司销售网络同时覆盖国内外，而且出口主要是以美元计价，人民币相对美元存在升值压力，给公司带来一定的汇率风险。
- 2、产品集中风险：**公司主主导产品掌上监护仪、常规一体监护仪及插件式监护仪均属于医疗监护仪系列，2008-2010 年监护仪收入占公司主营收入的 91.61%、89.82%和 87.61%，占比相对过高，可能面临产品集中所引致的风险。

盈利预测

核心假设

- 1、募投项目能够按照计划如期完成；
- 2、公司主导产品所在市场不会发生重大变化，产品销售稳定增长，毛利率保持稳定；

表 5：产品销售假设（单位：万元）

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
常规一体式监护仪	7,487.11	8,750.07	11,006.97	13,208.36	15,189.62	15,949.10
增长率		16.87%	25.79%	20.00%	15.00%	5.00%
毛利率	39.45%	47.83%	49.66%	50.00%	50.00%	50.00%
插件式监护仪		140.10	1,120.90	2,465.98	4,685.36	7,965.12
增长率			700.07%	120.00%	90.00%	70.00%
毛利率		74.91%	67.73%	66.00%	65.00%	65.00%
掌上监护仪	63.91	209.76	342.09	684.18	1,231.52	1,847.29
增长率		228.21%	63.09%	100.00%	80.00%	50.00%
毛利率	51.51%	47.08%	51.13%	51.00%	51.00%	50.00%
配件及配套产品	691.55	1,031.27	1,764.29	2,205.36	2,646.44	3,043.40
增长率		49.12%	71.08%	25.00%	20.00%	15.00%
毛利率	33.26%	36.78%	27.31%	24.00%	24.00%	24.00%
其他	388.83	213.12	129.16	161.45	1,775.95	3,551.90
增长率		-45.19%	-39.40%	25.00%	1000.00%	100.00%
毛利率	63.35%	41.04%	15.20%	60.00%	60.00%	60.00%
总计	8,631.40	10,344.32	14,363.41	18,725.34	25,528.89	32,356.80
增长率		19.85%	38.85%	30.37%	36.33%	26.75%
综合毛利率	40.12%	46.94%	48.05%	49.17%	50.80%	52.34%

申购建议

我们预计宝莱特 2011-2013 年 EPS 分别为 1.06 元、1.48 元和 2.00 元，公司在监护仪系列产品上具有一定的技术优势，产品规格齐全，营销体系不断完善，随着新产品的研发推进，公司具有持续发展的能力，给予公司 2011 年 PE 25-30 倍估值，建议询价区间在 26.5 元至 31.8 元。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	144	187	255	324	货币资金	53	306	310	356
营业成本	75	95	126	154	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	69	92	130	169	应收账款	22	32	44	56
% 营业收入	48.1%	49.2%	50.8%	52.3%	存货	26	33	44	54
营业税金及附加	1	1	2	2	预付账款	6	8	11	13
% 营业收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	19	24	32	40	流动资产合计	108	380	409	479
% 营业收入	13.6%	13.0%	12.7%	12.4%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	15	25	32	40	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	10.7%	13.2%	12.7%	12.4%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	1	-1	-1	-1	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.9%	-0.3%	-0.4%	-0.4%	固定资产合计	17	56	102	125
资产减值损失	-1	-2	0	0	无形资产	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	1	0	0	0
营业利润	33	44	64	88	其他非流动资产	0	1	1	1
% 营业收入	23.0%	23.7%	25.0%	27.1%	资产总计	128	438	512	606
营业外收支	5	5	5	5	短期贷款	6	0	0	0
利润总额	38	49	68	92	应付款项	23	29	38	47
% 营业收入	26.2%	26.1%	26.8%	28.5%	预收账款	2	3	4	6
所得税费用	5	6	8	11	应付职工薪酬	2	2	3	4
净利润	33	43	60	81	应交税费	1	2	3	4
归属于母公司所有者					其他流动负债	2	2	3	3
的净利润	33.0	42.9	60.0	81.0	流动负债合计	36	38	51	63
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.81	1.06	1.48	2.00	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	2	4	6	7
经营活动现金流净额	40	38	55	78	负债合计	38	42	57	70
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	90	395	455	536
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	90	395	455	536
固定资产投资	-4	-42	-53	-33	负债及股东权益	128	438	512	606
其他	0	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-4	-42	-53	-33		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.813	1.057	1.479	1.996
股权融资	0	263	0	0	BVPS	2.99	13.14	11.22	13.22
银行贷款增加（减少）	1	-6	0	0	PE	30.75	23.65	16.91	12.53
筹资成本	11	1	1	1	PEG	0.88	0.68	0.48	0.36
其他	-30	0	0	0	PB	8.36	1.90	2.23	1.89
筹资活动现金流净额	-19	257	1	1	EV/EBITDA	26.38	14.95	10.17	6.82
现金净流量	17	253	3	46	ROE	36.7%	10.9%	13.2%	15.1%

分析师介绍

乔洋，长江证券研究部分析师；
邹朋，武汉大学细胞生物学硕士/生物技术学士毕业，从事生物制药与医疗器械行业研究

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。