

大博医疗 (002901)

业绩符合预期，骨科龙头稳健成长

——大博医疗 2018 年年报及 2019 年一季报点评

 丁丹 (分析师)	于嘉轩 (研究助理)
 0755-23976735	021-38674759
 dingdan@gtjas.com	yujiaxuan@gtjas.com
证书编号 S0880514030001	S0880117090138

本报告导读:

公司各项业务稳健增长，业绩符合预期，维持增持评级。

投资要点:

业绩符合预期，维持增持评级。公司 2018 年实现收入 7.72 亿元 (+30.04%)，扣非归母净利润 3.25 亿元 (+24.08%)。2019Q1 实现收入 2.18 亿元 (+40.31%)，扣非归母净利润 0.74 亿元 (+20.63%)，业绩符合预期。考虑股权激励费用影响，下调 2019-2020 年预测 EPS 至 1.12/1.42 元 (原为 1.21/1.53 元)，新增 2021 年预测 EPS1.82 元，维持目标价 36.3 元，对应 2019 年 PE32X，维持增持评级。

2018 年各项业务稳健增长。2018 年公司创伤业务实现收入 4.95 亿元，同比增长 25.24%；脊柱业务实施分线经营以来拓展效果良好，实现收入 1.54 亿元，同比增长 35.06%；微创外科延续高增长态势，实现收入 4872 万元，同比增长 63.34%；神经外科业务实现收入 4872 万元，同比增长 20.29%；关节业务渐成规模，实现收入 1804 万元，同比增长 38.36%。

渠道调整后销售费用率明显提升。高值耗材领域两票制陆续在部分省市试点，自 2018Q4 以来公司适时调整经营策略和经营模式，营业收入及市场开发等销售费用明显提升。剔除高开因素，我们测算后预计公司 2019 年一季度实际收入增速为 20-25%，延续稳健增长态势。

有望受益国产替代与集中度提升。公司作为国内骨科龙头，立足创伤脊柱类业务，积极拓展关节、微创外科、齿科、运动医学等新领域，有望贡献业绩增量。随着医保控费、集中采购、耗材两票制等政策推进，进口替代及行业集中度提升进程有望加速，利好国产龙头。

风险提示：产品招标降价幅度超预期，新品拓展效果不及预期。

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	594	772	1,045	1,386	1,849
(+/-)%	28%	30%	35%	33%	33%
经营利润 (EBIT)	348	316	455	594	776
(+/-)%	47%	-9%	44%	31%	31%
净利润 (归母)	296	371	451	570	730
(+/-)%	35%	26%	21%	26%	28%
每股净收益 (元)	0.74	0.92	1.12	1.42	1.82
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.40	0.40	0.40

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	58.6%	40.9%	43.5%	42.8%	42.0%
净资产收益率 (%)	24.1%	25.8%	26.1%	26.6%	26.9%
投入资本回报率 (%)	41.3%	43.3%	79.8%	88.8%	89.6%
EV/EBITDA	35.1	37.2	25.6	19.2	14.4
市盈率	46.3	36.9	30.4	24.0	18.8
股息率 (%)	0.0%	0.0%	1.2%	1.2%	1.2%

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 36.30

上次预测: 36.30

当前价格: 32.30

2019.05.05

交易数据

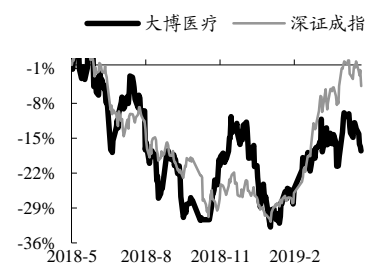
52 周内股价区间 (元)	24.24-43.37
总市值 (百万元)	12,982
总股本/流通 A 股 (百万股)	402/40
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	10%
日均成交量 (百万股)	1.65
日均成交值 (百万元)	56.28

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,532
每股净资产	3.81
市净率	8.5
净负债率	-51.84%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	0.17	0.21
Q2	0.27	0.32
Q3	0.27	0.33
Q4	0.22	0.26
全年	0.92	1.12

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-2%	8%	-18%
相对指数			

相关报告

《业绩符合预期，骨科龙头快速成长》2019.01.30

《业绩符合预期，激励落地迎来发展新起点》2018.10.24

《骨科龙头积极拓展，激励落地迎来发展新起点》2018.10.22

模型更新时间: 2019.05.05

股票研究

必需消费
医药

大博医疗 (002901)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **36.30**

上次预测: 36.30

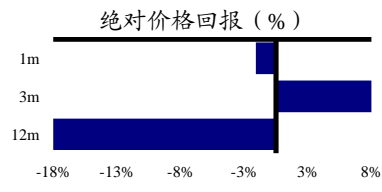
当前价格: 32.30

公司网址

www.double-medical.com

公司简介

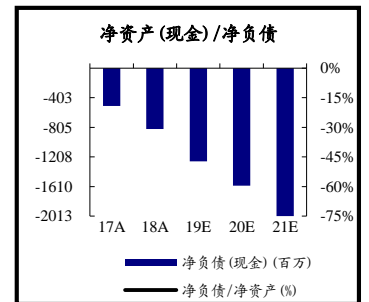
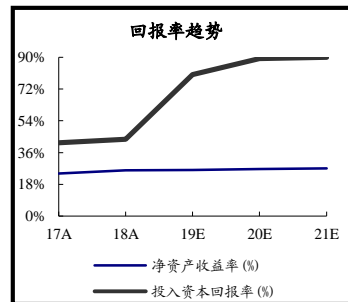
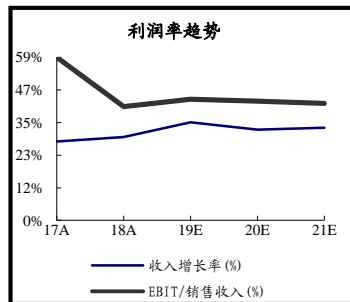
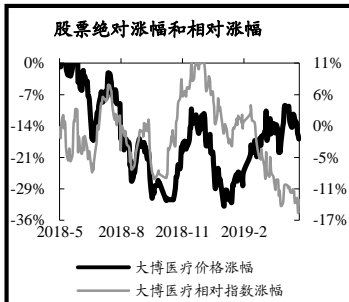
公司是一家以骨科、神经外科、微创外科为主的综合性医疗集团,是国家火炬计划重点高新技术企业,也是国内具有竞争力的骨科植入物生产企业之一。公司主营业务系医用高值耗材的生产、研发与销售,主要产品包括骨科创伤类植入耗材、脊柱类植入耗材及神经外科类植入耗材、微创外科耗材等。



52 周价格范围 24.24-43.37
市值 (百万) 12,982

财务预测 (单位: 百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
损益表					
营业收入	594	772	1,045	1,386	1,849
营业成本	101	151	164	223	304
税金及附加	12	13	18	23	32
销售费用	72	121	265	354	477
管理费用	34	42	144	193	259
EBIT	348	316	455	594	776
公允价值变动收益	1	2	1	1	1
投资收益	5	21	26	25	25
财务费用	3	-14	-21	-29	-36
营业利润	351	441	535	677	866
所得税	50	63	76	96	123
少数股东损益	5	7	8	10	13
净利润	296	371	451	570	730
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	514	831	1,267	1,601	2,014
其他流动资产	320	142	172	218	292
长期投资	2	1	1	1	1
固定资产合计	218	277	297	315	331
无形及其他资产	58	52	40	30	19
资产合计	1,388	1,665	2,170	2,677	3,362
流动负债	118	177	381	467	567
非流动负债	32	31	32	34	36
股东权益	1,227	1,440	1,730	2,140	2,709
投入资本(IC)	723	626	489	574	743
现金流量表					
NOPLAT	299	271	390	509	666
折旧与摊销	25	30	31	35	38
流动资金增量	-12	-26	1	-34	-93
资本支出	-37	-103	-46	-50	-51
自由现金流	275	171	376	461	560
经营现金流	314	335	453	516	595
投资现金流	-547	-264	-19	-23	-24
融资现金流	330	-137	2	-159	-159
现金流净增加额	97	-66	435	334	413
财务指标					
成长性					
收入增长率	28.4%	30.0%	35.3%	32.6%	33.3%
EBIT 增长率	46.8%	-9.4%	44.1%	30.6%	30.8%
净利润增长率	34.8%	25.7%	21.4%	26.4%	28.0%
利润率					
毛利率	83.1%	80.4%	84.3%	83.9%	83.5%
EBIT 率	58.6%	40.9%	43.5%	42.8%	42.0%
净利率	49.8%	48.1%	43.1%	41.1%	39.5%
收益率					
净资产收益率(ROE)	24.1%	25.8%	26.1%	26.6%	26.9%
总资产收益率(ROA)	21.3%	22.3%	20.8%	21.3%	21.7%
投入资本回报率(ROIC)	41.3%	43.3%	79.8%	88.8%	89.6%
运营能力					
存货周转天数	651	562	607	584	595
应收账款周转天数	36	33	35	34	34
总资产周转天数	647	721	669	638	596
净利润现金含量	1.06	0.90	1.00	0.91	0.82
资本支出/收入	6%	13%	4%	4%	3%
偿债能力					
资产负债率	10.8%	12.4%	19.1%	18.7%	18.0%
净负债率	-41.9%	-57.7%	-73.2%	-74.8%	-74.3%
估值比率					
PE	46.3	36.9	30.4	24.0	18.8
PB	11.1	9.5	7.9	6.4	5.1
EV/EBITDA	35.1	37.2	25.6	19.2	14.4
P/S	22.9	17.7	13.1	9.9	7.4
股息率	0.0%	0.0%	1.2%	1.2%	1.2%



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		